

急増する資金需要の背景

発表日：2009年1月13日（火）

～危機意識の高まりは流動性需要を強める～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

銀行貸出が急上昇している。背景には、CP発行の困難化が貸出に振り替わっている要因と、企業側が手元流動性を厚くしたいというニーズの高まり、景気の急激な悪化に伴う資金需要、の3つが重なっている。今回は、企業側の資金ニーズの高まりに、銀行の貸出余力の低下が重なったために、企業側が資金の確保に過敏になっている。一方、政府・日銀の企業金融支援に動く対応は過去に比べて素早かった。今回は改めて資金面での変化が企業心理に重要な影響を与えることを思い知らされた格好である。

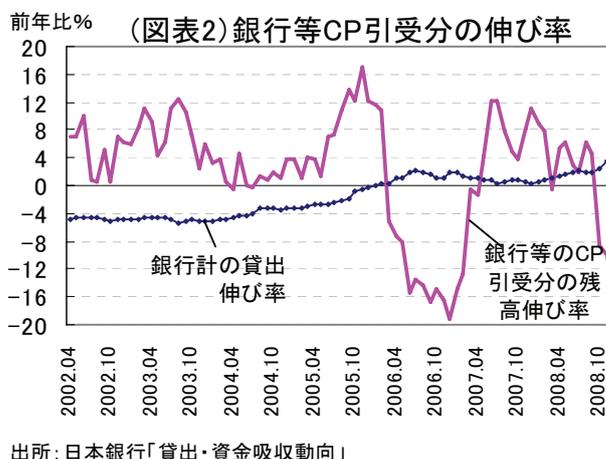
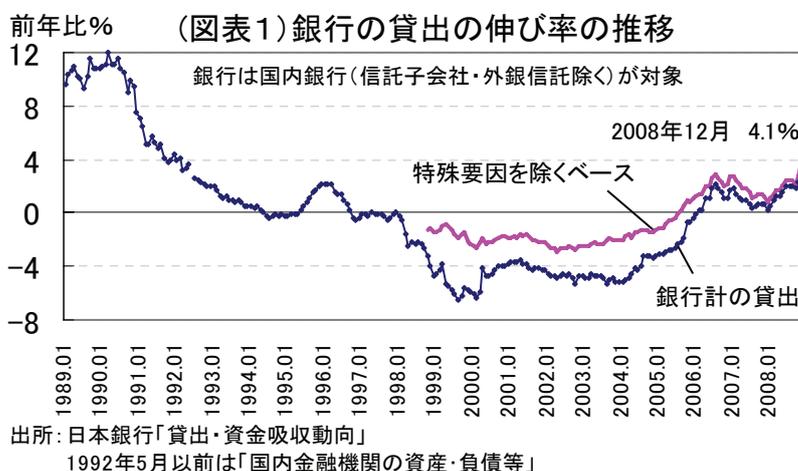
90年代バブル以来の高い伸び

銀行貸出が急激に増えている。日銀の「貸出・資金吸収動向」によれば、2008年12月の前年比4.1%（平残ベース）と、遡及可能な1992年7月以降では最高の伸び率になった（図表1）。さらに、日銀の「国内金融機関の資産・負債等」で遡及すると、この伸び率は、国内銀行の貸出（平残ベース）では1992年2月以来のことであることがわかる。いずれにしろ、90年代バブル以来の高い伸び率である。

この背景には、企業の資金需要が急激に高まっていることがあるが、その需要の正体は、前向きな設備需要ではないようだ。むしろ、景気情勢が急激に悪化している副作用として、一時的な資金需要が増えているとみた方がよいだろう。すなわち、（1）企業のCP発行環境が悪化し、CPで資金調達できない部分が、銀行貸出に振り替わっている。（2）銀行の信用供与に対する不安があって、企業側の予備的動機が増していること。さらに、（3）急激な景気悪化によって、企業の手元資金が取り崩しを余儀なくされていること、が複合的に作用している。

世界的な金融不安の影響

それぞれの要因について詳しく見ていくと、CPの発行環境は、「貸出・資金吸収動向」で銀行などが引き受けるCP残高が12月は前年比▲15.0%（実額前年差▲2.4兆円）と、2008年10月以来マイナスを続けている（図表2）。CP市場ではリーマンブラザーズ破綻以降、世界的にCP市場で機能低下が起こっていて、日本でも金融機関のCP引き受けの慎重化が起こっている。銀行貸出の前年差減少幅の増加分に、



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

CPの前年比減少幅の増加分を対比させると、貸出増加の約4割はCP発行減の要因で説明できる。

銀行の業態別にみると、ここにきて急増しているのは都銀で、それに次いで地銀となっている(図表3)。都銀の貸出増加は、CPからの振り替わりを暗示するものである。2008年12月調査の日銀短観でも、企業のCP発行環境が大企業・全産業で、▲20の「厳しい」超(9月調査は1の「楽である」超)へと急激に悪化していた。

連鎖している疑心暗鬼

もうひとつ、重要なのは、このCP振り替わり以外に、企業側が、金融不安の再来を極端に心配していることが資金需要の背後にある。

企業はかつて90年代後半と2002年に貸し渋り不安に見舞われた経験がある(図表4)。今回も、景気の急激な悪化に直面し、そうした記憶が重なって、企業が一斉に手元流動性を手厚くする対応に出た。仔細にみると、かつての貸し渋り不安は、2002年のときには大企業は必ずしも該当しなかったが、今回は大企業でさえそうした疑心暗鬼にさいなまれている。

今回の貸出増加を企業規模別にみると、日銀の

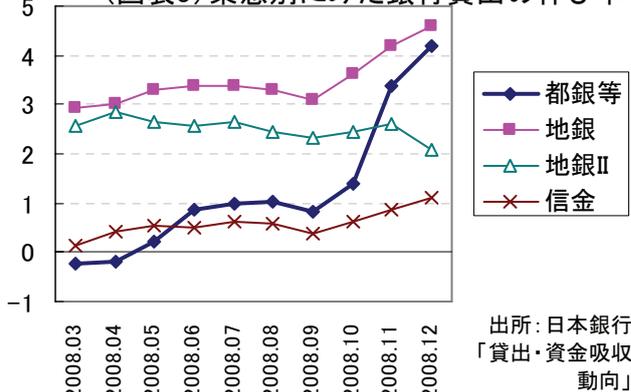
「貸出先別貸出」では、中小企業よりも、大企業・中堅企業の方が急増している。ここにきて、大企業を中心に活用しているクレジットラインの利用額が前年比18.5%(2008年12月)と急増していることも、実際に大企業の手元流動性が減ってきたことに対応したものだとみられる。

企業経営者の間には、もしも銀行が資金ニーズに応じてくれなくなったならばどうしようか、という不安意識が先行していて、多少の金利コストがかかっても手元流動性を厚くしておいた方が懸命であるという判断があるようだ。マクロでは、こうした不安心理は連鎖しながら、全体の資金需要を高めてきている。この図式はまさしく、経済主体が不確実性に直面したときに引き起こす流動性パニックの代表例である。別の表現を使うと、予備的動機の高まりとも言い換えられる。

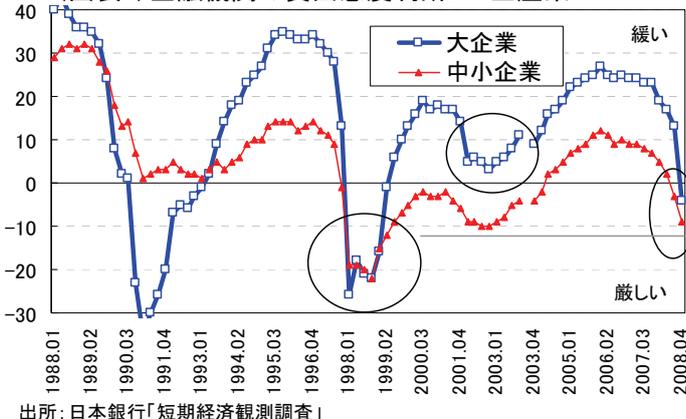
確かに、実体面でみれば、企業にとっては現下の景気悪化がその落下ペースが速いこともあって、どこで一服するかが見えないという難点がある。折りしも12月は、年末の資金需要期であった。企業にとって、年末、さらには年度末を乗り切るために、資金を確保しておかねばという切迫感は強いのが実情である。

一方、銀行の貸出行動はどうであろうか。一部の銀行では、株価の大幅な下落を受けて、潜在的に自己資本比率が低下する状況に追い込まれた。そのため、銀行によってはリスクアセットを増加させることに慎重な向きもあるようだ。銀行にとっては、企業の信用度に対して先行きに格付けの悪化が懸念されるとき、リスクに応じてより選別を強めるという傾向が表れてしまう。このため、リスクアセットの拡張余地の少ない銀行から、リスクアセットの拡大余地のある銀行の方へと貸出拡大がシフトしている印象がある。銀行にしても企業にしても、景気の先行きに不安心理を強めるほどに、自らが信用面で防衛的になることは仕方がない。一部にある企業の貸し渋り不安は、企業側の資金需要の強まりと、銀行側の信用拡張余力の低下がお互いにシンクロして起こっているように思われる。

前年比%(図表3)業態別にみた銀行貸出の伸び率



(図表4)金融機関の貸出態度判断DI・全産業



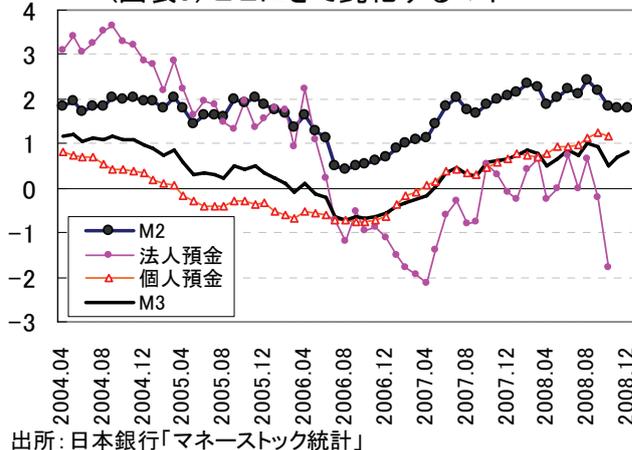
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

鈍化するマネーストックの伸び

2008年12月のマネーストック統計では、M2の伸び率が1.8%と低い伸びになり、M1の伸び率も前年比▲1.3%と鈍化していた。その内訳を探ると、法人預金が減少幅を広げていることがマネー全体にも下押し要因になっているとかがわかる(図表5)。ここには、企業の資金需要のすべてが予備的動機なのではなく、景気悪化に伴ってキャッシュフローが目減りしていることも実際に起こっている状況が表れている。

実体面で資金需要が高まっていることは、企業にとっては銀行に対する依存度を強める動機にもなる。景気が急激に悪化したときには、多くの場合、販売の急減が在庫増を引き起こして、在庫を換金できない圧力が資金繰りに響いてくる。鉱工業生産統計をみても、急激な需要の落ち込みは、在庫急増を引き起こしており、そこから資金繰りの逼迫を予想することができる。おそらく、資金繰り面で、企業経営者にはこのままキャッシュフローが目減りしていくとどうなるだろうという不安があり、それが心理に大きな影響を持っていたと推察される。製造業が逸早く雇用調整に踏み切る心理も、資金繰りの急変によって企業経営者の意識が切羽詰っていることと密接に絡んでいると思われる。

前年比% (図表5) ここにきて鈍化するマネー



政府・日銀の企業資金繰り支援

現下の資金繰り不安に対して、政府の対応はかなり機敏だったのではなかろうか。福田政権末期の9月の経済対策のときから、信用保証枠の拡大が実施されていて、本格的な悪化に割と近いタイミングで手当てが行われている。政府の信用保証についてはその応募が活発であると報道されている。

この信用保証に関しては、大企業よりも中小企業向けなので、CP発行環境が苦しい大企業には別途手当てが必要だとみられる。その点、日銀が民間企業債務に対する支援策を打ち出して、1月8日に入札をオファーし、1.2兆円の応募があったことは、その効果に対する好反応を示している。1月のタイミングは、年末には間に合わなかったが、年度末には間に合った。オペへの反応が素早かったことは、銀行が企業から引き受けるCPを活発化させる契機としては前向きに考えてもよいだろう。

目下の景気悪化が急速であるダメージを和らげるためには、金融面での支援を強める方策は、潜在的な有効性が高いとみられる。これらの方策が奏功すれば、日本は欧米に比べて金融不安を経験していたことがプラスに働いて、ダメージ・コントロールもうまくできたという歴史的な評価につながっていくだろう。