

日本経済

Point of View～エコノミストの見方～

景気後退間近？～資金需要動向からみた異変～

主任研究員 飯田 馨 Tel:026-224-0508 Mail:kaoru.iida@neri.or.jp

1. 企業の資金需要とは

■ 実体経済と金融経済の動きは表裏一体とよく言われる。実体経済が改善すれば金融資本市場が活性化し、それによって資本家のリスク許容度が高まり、それが実体経済を更に活発化させるというサイクルを考えると分かりやすい。そして、この実体経済を支えているのが、多くの中堅・中小企業である。日本では、バブル崩壊後、資本市場の成熟や無借金企業の増加といった背景などから間接金融比率は低下してきているが、引き続き国内の金融仲介は間接金融が中心¹で、特に直接金融へのアクセスが難しい中堅・中小企業の動向を把握する上では、金融機関の貸出動向をみることは有用であろう。

■ こうした前提を踏まえ、以下では企業の足もとの資金需要動向について考察していく。そもそも貸出金は、企業が借入する目的(資金使途)に応じて、設備資金と運転資金の2つに分けられる。設備資金は、文字通り事業を行う上で必要な機械や建物などの設備を購入する際に必要な資金である。一方、運転資金は、厳密な定義としては、事業を継続する上で都度発生する資金繰りのための資金ということになるが、端的に“設備資金以外のもの”と区分した方が理解しやすい。一般的に、設備・運転資金とも、資金需要は景気循環と密接に関係しており、受注が増加するような景気拡大局面では、能力増強を企図した設備資金需要や、在庫積み増しのための増加運転資金といった「前向きな資金需要」が発生する。

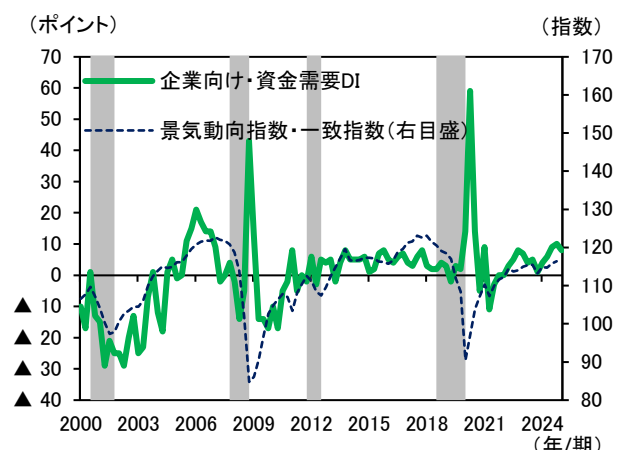
他方、景気後退局面では、設備資金需要は設備投資が止まるため増えにくい一方、運転資金需要は資金繰りの悪化などを背景に増加することが往々にしてある。直近で言えば、コロナ禍における特別融資のように、手許資金を積み増すための資金需要が急増したが、これを一般的に「後ろ向きな資金需要」と呼ぶ。

2. 企業の資金需要に異変～景気後退のシグナルか～

■ こうした企業の資金需要の動向をみるには、日本銀行が四半期に一度公表する「主要銀行貸出動向アンケート調査」(以下、当該調査という)が代表的な指標²である。当該調査は、日銀と取引のある国内銀行(一部先を除く)および信用金庫のうち、貸出残高の上位 50 先を対象にしたものである。国内銀行および信金の貸出残高全体に占める調査対象 50 先の貸出シェアは約 8 割となっており、国内貸出金の動向をほぼ捕捉できると言って差し支えないだろう。

当該調査は、直近では 4/21 日に4月分が公表されている。なお、回答期間は 3/11～4/10 日であるため、大規模な相互関税を発表した米トランプ大統領による解放の日演説(4/2 日)を跨いで調査は実施されている。ここで、当該調査

(図表1) 景気動向指数と企業向け資金需要 DI



(資料) 日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート調査」、内閣府「景気動向指数」、「景気基準日付」

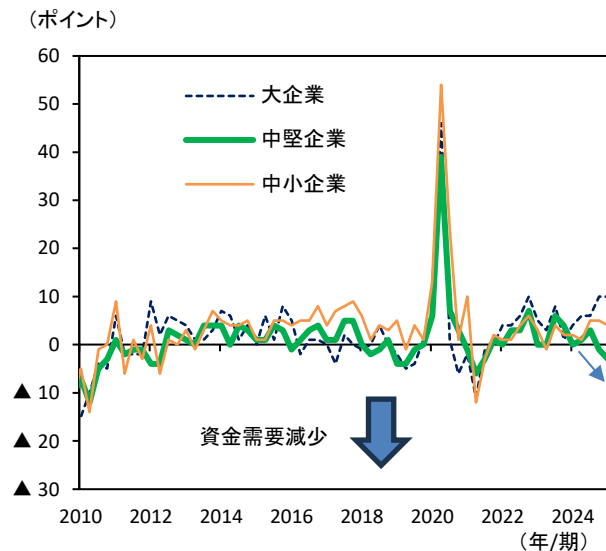
(注) シャドローは景気後退期。景気動向指数は四半期平均。資金需要DI=(「増加」とした回答金融機関構成比+0.5×「やや増加」とした回答金融機関構成比)-(「減少」とした回答金融機関構成比+0.5×「やや減少」とした回答金融機関構成比)、以下同じ

¹ 日本銀行「金融政策の多角的レビュー」P72 参照

² 米国では、FRB が実施するシニアローンオフィサーサーベイ (通称、SLOOS) がある

開始時(2000 年～)からの企業向けの資金需要 DI と景気動向指数を比較したのが図表1である。既述の通り、企業の資金需要は景気循環との関係性が高いため、当然のことながら景気動向指数との連動性も高いことが分かる(ただし、後ろ向きな資金需要の影響から、景気後退期は景気動向指数と逆の動きをする)。こうした中、筆者が注目したのは、企業規模別にみた資金需要判断 DI である(図表2)。これをみると、中堅企業の資金需要 DI(▲3)が足もとマイナスとなっており、大企業や中小企業と方向感が異なっているのが分かる。これは、中堅企業が、先行きに対する見方を慎重化し始めている兆しではないだろうか。

(図表 2) 企業規模別の資金需要 DI

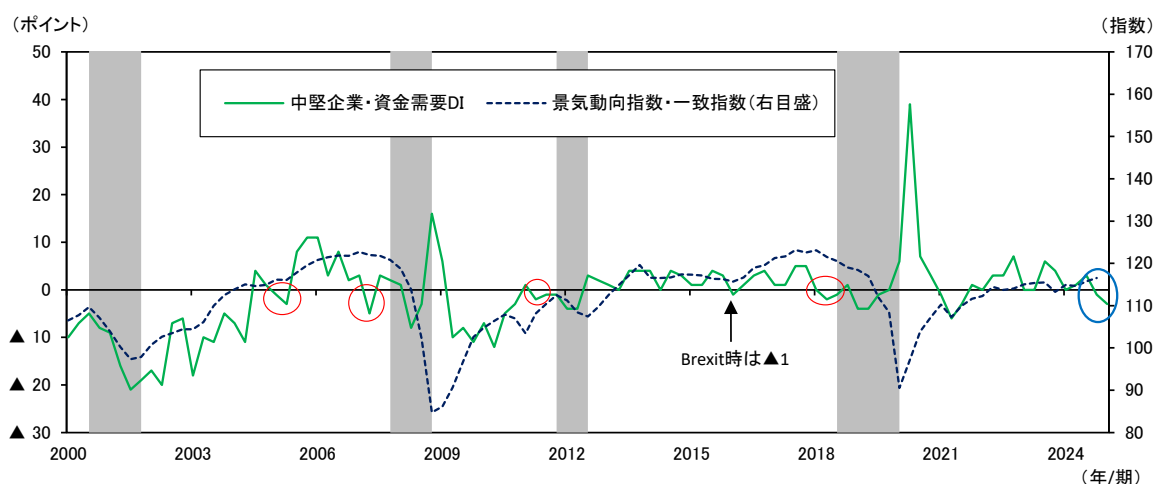


(資料) 日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート調査」

3. 企業の資金需要に異変～景気後退のシグナルか～

■ こうした下で、中堅企業の資金需要 DI と景気動向指数の長期時系列を並べたのが図表3である。これをみると、当該調査の調査期間が限られているためサンプル数こそ少ないが、実は景気拡大局面の終盤で資金需要 DI が▲2を下回ると、1～2四半期後に景気後退入りしていることが経験則的に分かる(いわゆるアノマリーに近いもの)。唯一の例外は、いざなぎ景気(02/2 月～09/3 月)の 05/7 月調査時に DI が一時的に▲3 となったが、景気後退入りを回避したケースがある。ただし、その際も、平成 17(2005)年度年次経済財政報告を振り返ると 04 年後半から景気は「踊り場を迎え、ほぼゼロ成長となった³」(原文ママ)として、景気の減速感が強まっていたことが分かる。その後、05 年後半から世界的な IT 関連需要の持ち直しを受けて日本経

(図表3) 中堅企業の資金需要 DI と景気動向指数



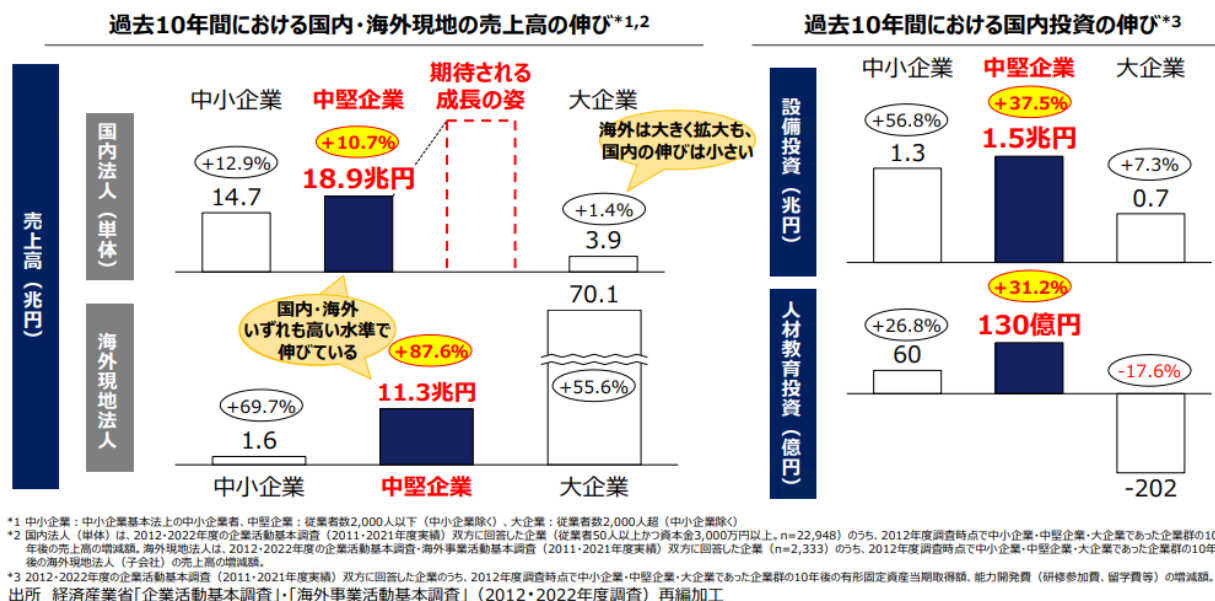
(資料) 日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート調査」、内閣府「景気動向指数」、「景気基準日付」
(注) シャドーは景気後退期。景気動向指数は四半期平均

3 「その要因としては、次の3点が考えられる。①電子部品・デバイスやデジタル家電など IT 関連の輸出の伸びがアジアやアメリカ向けを中心として減速したこと、②2004 年秋には台風の影響が相次ぎ家計消費や非製造業設備投資(特に不動産業等)に悪影響を及ぼしたこと、③年末にかけて気温が高めで推移したことから冬物衣料や暖房器具などの消費が盛り上がりを欠いたこと」(同資料から抜粋)。

済は踊り場局面を乗り越え、輸出主導で再び回復した経緯だが、トランプ関税の影響で世界貿易量の減少が見込まれる現在の局面では、そのシナリオは期待できない。

- では、なぜ中堅企業⁴の資金需要が国内景気のシグナルになるのだろうか。図表4にある政府資料などを参考に推察すると、中堅企業は大企業に比べ地域経済など国内拠点で事業・投資を拡大しており、内需の影響を受けやすい特徴がある。また、大企業よりも間接金融での調達割合が高い一方、中小企業よりも財務健全性が高いため、借入資金需要が企業の経営スタンスを明確に反映しやすいことなどが考えられる。中堅企業の資金需要が景気後退を予見するのか、もしくは中堅企業の経営スタンスが慎重化することが自己実現的に景気後退を招くのか因果関係は不明だが、いずれにしても内需に影響を与える中堅企業が既に先行きを慎重に見始めていることには留意が必要だろう。

(図表4)中堅企業の売上高・設備投資について



(資料) 内閣府「中堅企業の自律的成長の実現に向けて・事務局資料(令和6年10月)」より抜粋

以上

[Disclaimer]

本資料は、情報提供を目的として作成したもので、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく書類ではありません。当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当研究所は責任を負いません。当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。当資料は執筆者が信ずるに足ると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。当資料の内容に関する一切の権利は当研究所にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。本資料で示された意見は執筆者に属し、必ずしも当研究所およびグループ会社の見解を示すものではありません。

⁴ 中堅企業の定義は、調査・分析によって異なる点には留意が必要。当該調査では、「中堅企業」を、大企業、中小企業以外の法人と定義している。「大企業」は、資本金10億円以上、かつ常用従業員300人（「卸売業」、「サービス業」は100人、「小売業」、「飲食店」は50人）超。「中小企業」は、資本金3億円以下または常用従業員300人以下（卸売業は資本金1億円以下または常用従業員100人以下、小売業、飲食店、サービス業は資本金5,000万円以下または常用従業員50人以下＜サービス業は100人以下＞）の法人および個人企業