

銀行貸出の伸びは続くか

2008年9月のリーマン・ショック以降、直接金融による資金調達が難しくなったことで銀行貸出は大幅に伸びた。しかし、今後は景気低迷による設備投資の減少や在庫削減などで企業部門の資金需要は弱まっていくことに加えて、CP市場など直接金融による資金調達機能の回復が見られるようになってきていることも考慮すると、銀行貸出の伸び率は鈍化していく可能性が高い。

1. 民間企業向けの銀行貸出の動き

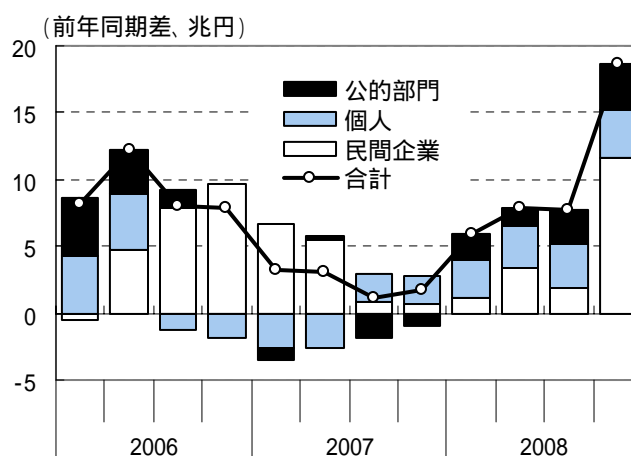
日本銀行「貸出・資金吸収動向等」から銀行貸出全体の動きを見ると、貸出額伸び率は2008年末頃から急上昇し、2009年2月時点では前年同月比+3.8%となっている(図1)。「貸出先別貸出金」からその内訳を見ると、直近2008年10-12月期においては、民間企業向けの貸出額が急増していることがわかる(図2)。いわゆるリーマン・ショック以降激化した金融市場の混乱で、直接金融による資金調達ルートの機能が低下したことを受けた動きであると見られる。

図1 銀行貸出額伸び率の推移



(資料)日本銀行「貸出・資金吸収動向等」

図2 貸出先別貸出額の推移



(資料)日本銀行「貸出先別貸出金」

図2の民間企業向け貸出の動きを業種別に見ると、概ね以下の点が指摘できる。

- ・ 製造業全体では、借入残高前年比は08年9月末の前年差+1.2兆円から12月末に同+5.6兆円まで急拡大。中でも電機、輸送用機器の増加幅が大きい。
- ・ 減少が続いていた貸金業・非預金信用機関向けの貸出は、2008年12月末で再び前年比プラスとなった。
- ・ 不動産向けの貸出残高は、12月末で前年差+0.7兆円と辛うじて前年差プラスを維持しているものの、そのプラス幅はサブプライム問題が顕在化した2007年後半から縮小が続いている。

表1 業種別 民間企業向け貸出合計額増減

(前年差、兆円)

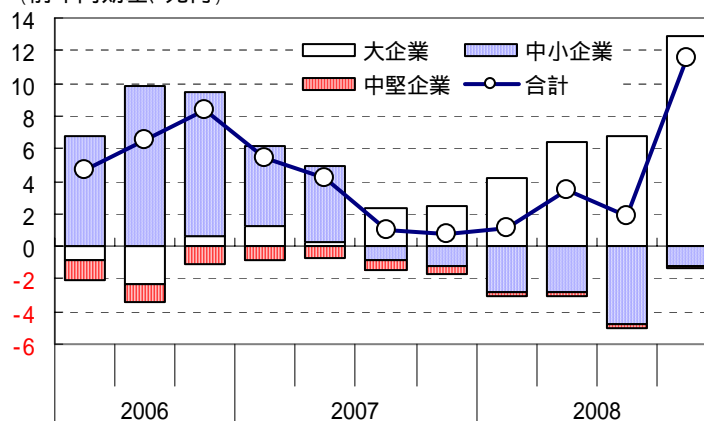
	2007				2008			
合計	6.7	5.5	0.9	0.6	1.1	3.4	1.8	11.6
製造業	0.8	1.5	1.1	1.5	1.2	1.1	1.2	5.6
化学工業	0.0	0.0	0.1	0.0	0.4	0.3	0.4	1.1
石油・石炭	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.2	0.4	0.6
鉄鋼	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4
非鉄金属	0.1	0.1	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2
金属製品	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	-0.0	-0.0	0.1
一般機械器具	0.1	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	-0.0	0.5
電気機械器具	0.3	-0.1	0.2	0.1	0.1	0.5	-0.0	1.1
輸送用機械器具	0.1	0.6	0.4	0.3	0.2	-0.1	0.2	0.9
建設業	-0.6	-0.6	-0.5	-0.5	-0.6	-0.5	-0.8	-0.1
電気・ガス・熱・水道	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	0.4	0.4	0.4	0.5
情報通信業	1.3	0.8	0.8	-0.3	-0.1	0.2	0.4	0.5
運輸業	0.0	-0.1	-0.2	-0.3	0.2	0.2	0.5	0.7
卸売業	-0.6	-0.0	-0.3	-0.2	0.0	-0.0	0.1	0.8
小売業	-0.6	-0.7	-0.6	-0.5	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2
金融保険	-0.9	-1.8	-1.1	-0.8	-0.2	1.0	0.3	2.8
証券業	0.1	-0.1	0.2	0.4	0.3	0.9	0.7	0.5
保険業	-0.1	-0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.0	0.3
貸金業・非預金信用機関	-1.3	-1.3	-0.8	-1.2	-0.4	-0.5	-0.8	0.3
不動産	7.1	7.3	2.6	2.6	2.1	2.0	1.1	0.7
各種サービス	0.5	-0.6	-0.7	-0.7	-1.6	-0.8	-1.2	0.2
金融保険除く	7.6	7.3	2.0	1.4	1.4	2.4	1.5	8.8

(資料)日本銀行「貸出先別貸出金」

民間企業向け貸出の増減を企業規模別に見ると、中堅・中小企業向け貸出の減少幅も縮小している一方、大企業向け貸出の大幅増加が全体を押し上げていることが確認できる(図3)。

図3 民間企業向け銀行貸出増減の規模別寄与度

(前年同期差、兆円)



(資料)日本銀行「貸出先別貸出金」

そして、大企業向けの貸出残高の推移を資金用途別に見ると、足許における増加分の殆どは設備資金以外の増加によるものである(図4)。なお、設備資金以外の貸出(以下では「その他資金」とする)は、全体の貸出から設備資金を差し引いて

算出しているもので、運転資金や企業買収資金、約定弁済見合いの新たな借入など、様々な資金が含まれる。また貸出残高前年同期差を資金用途・業種別に見ると、設備資金・その他資金ともに、ほぼ全ての業種で前年比増加している（表2）。

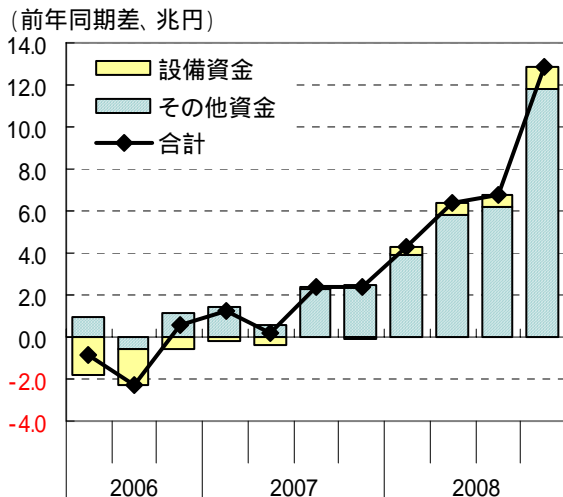
表2 業種別の運転資金・設備資金借入残高前年差
(大企業、2008年12月末)

(前年同期差、億円)

	合計		
	合計	設備資金	その他資金
合計	+ 128,770	+ 11,017	+ 117,753
製造業	+ 56,363	+ 4,894	+ 51,469
食料	+ 460	+ 144	+ 316
パルプ・紙	+ 2,111	+ 79	+ 2,032
化学	+ 9,243	+ 237	+ 9,006
石油・石炭	+ 4,759	+ 879	+ 3,880
鉄鋼	+ 3,973	211	+ 4,184
一般機械	+ 5,153	+ 97	+ 5,056
電気機械	+ 11,201	+ 1,163	+ 10,038
輸送用機械	+ 9,044	+ 1,627	+ 7,417
精密機械	+ 3,474	+ 382	+ 3,092
建設業	+ 7,395	+ 43	+ 7,352
電気・ガス・熱供給・水道	+ 5,074	+ 2,993	+ 2,081
運輸業	+ 3,693	+ 1,464	+ 2,229
卸売業	+ 12,146	+ 530	+ 11,616
小売業	233	446	+ 213
金融・保険業	+ 14,033	1	+ 14,034
不動産業	+ 11,367	+ 1,191	+ 10,176
各種サービス	+ 14,208	1,031	+ 15,239

(資料)日本銀行「貸出先別貸出金」

図4 大企業向け銀行貸出増減の
資金用途別寄与度

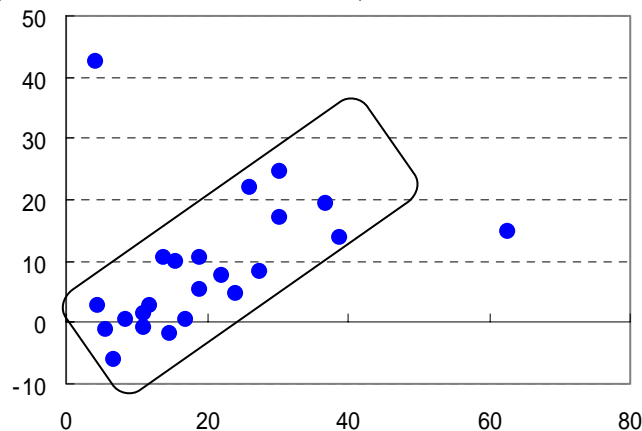


(資料)日本銀行「貸出先別貸出金」

このような銀行貸出の伸びの要因としては、冒頭でも述べたように、直接金融ルートからの調達が難しくなったことで、間接金融ルートである銀行借入にシフトしたことが大きい。このことは、業種別の直接金融による資金調達比率と借入残高伸び率の関係が、概ね右上がりになっていることから窺える（図5）。

図5 業種別の直接金融調達比率と銀行貸出伸び率

(12月末銀行借入伸び率前年比、%)



(資料)日銀短観、「貸出先別貸出金」 (直接調達比率、%)

(注)直接金融調達比率は、有利子負債(借入+社債+CP)の残高に占める社債+CPの割合。

また、他の貸出増加要因として、リーマン・ショック発生から2008年末にかけて、資金繰りに対する警戒感から、企業が現預金を積み上げたことも大きいと考えられる。下の表3は、法人企業統計季報における毎四半期の企業部門現預金残高の動きを示したものである。前回の景気回復局面に入った2002年以降、10-12月期において現預金は減少するのが例年の動きであったのに対して¹、2008年においては逆に増加している。これは企業側が資金繰りの逼迫に備えるために手許資金を積み増した結果であり、足許の銀行貸出増加の一因になっている。

過去の動きを見ると、10-12月期において現預金が増加したのは1998・1999・2001年度と、いずれも景況感が悪化している時期であることから、2008年末の現預金の積み増しは不況期における典型的な動きと言える。

表3 四半期毎の預金残高の動き
(民間非金融企業、資本金10億円以上)

(兆円)

	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期
1996	+ 3.5	4.0	+ 0.1	2.9
1997	+ 3.0	4.4	+ 1.4	0.7
1998	+ 2.5	2.9	+ 3.0	+ 1.1
1999	0.7	3.3	+ 1.2	+ 2.4
2000	1.3	3.0	+ 0.1	0.3
2001	+ 0.9	4.3	0.4	+ 0.2
2002	+ 3.0	2.2	+ 0.0	0.6
2003	+ 0.9	+ 0.0	0.6	0.1
2004	+ 2.6	2.5	+ 0.4	0.1
2005	+ 2.5	1.7	0.1	0.4
2006	+ 1.4	3.0	+ 1.5	1.9
2007	+ 2.5	3.2	0.6	2.4
2008	+ 1.0	1.8	0.4	+ 1.9

(資料)財務省「法人企業統計季報」

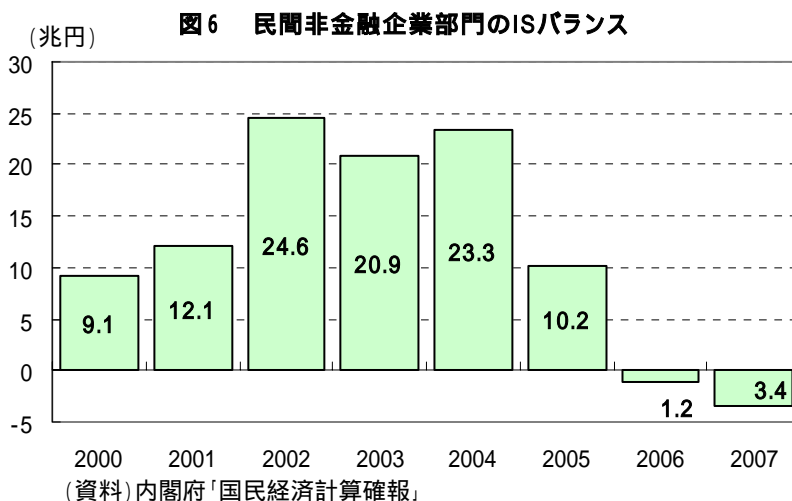
銀行貸出の伸びの持続性については、キャッシュフローと投資の関係から見た企業の資金需要全体がどのように推移するか、金融市場の混乱に伴う直接金融から間接金融のシフトがいつまで、どの程度続くか - という二つの観点から見る必要がある。

2. 企業部門の資金需要動向の現状と見通し

最初に、企業部門の資金需要全体の動向を見ていく。

国民経済計算確報によると、民間非金融企業部門のISバランスは、2006年度において1.2兆円、2007年度は3.4兆円のマイナス(資金不足)となった(図6)。

¹ 2006・2007年の減少幅が大きくなっているのは、ゼロ金利政策の終了と利上げによって資金保有コストが上昇したためと見られる。



5年前にあたる2002年度のISバランス(+24.6兆円)と比較すると、28.0兆円分資金不足の方向にシフトした計算になる。その変化の要因を見ると、過去5年間でキャッシュフロー(配当後当期利益+減価償却費)が7.6兆円増加した一方で、設備・在庫・土地への投資が+34.2兆円増加している。これら投資の増加が、企業部門が資金不足に陥った最大の要因であることがわかる。また、ISバランスと借入残高の推移を見ると、ISバランスがマイナスに転じた2006年度から借入が増加に転じており、両者が逆相関になっていることが確認できる(表4)。

表4 民間非金融部門ISバランス変動要因

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	過去5年変化
経常利益	38.9	43.1	49.6	50.0	53.9	53.0	+ 14.1
()配当支払	7.4	8.2	9.8	14.1	17.8	14.8	+ 7.5
()税その他支払	11.0	11.8	13.3	16.1	17.7	17.6	+ 6.5
当期利益(1)	20.5	23.1	26.5	19.8	18.5	20.6	+ 0.1
減価償却費(2)	53.7	58.5	60.0	59.2	60.4	61.2	+ 7.5
キャッシュフロー(1)+(2)	74.2	81.6	86.4	79.0	78.9	81.8	+ 7.6
設備投資(名目)(3)	56.9	59.3	62.7	67.9	73.0	75.3	+ 18.3
在庫投資(名目)(4)	0.5	0.0	1.5	1.1	2.2	2.8	+ 3.3
土地純購入(5)	5.0	2.5	0.0	0.7	5.3	7.5	+ 12.5
投資合計(3)+(4)+(5)	51.4	61.8	64.2	69.7	80.5	85.6	+ 34.2
その他	1.8	1.1	1.1	0.9	0.5	0.5	1.4
資金過不足	24.6	20.9	23.3	10.2	1.2	3.4	28.0
銀行借入額	-33.0	-25.3	-16.8	-6.6	0.6	2.6	

(資料)内閣府「国民経済計算」、日本銀行「資金循環統計」より住友信託銀行調査部作成

現時点で想定される経済見通しに基づいて、2008年度以降のISバランスを試算したのが次頁の表5である。今後は企業収益が大幅に落ち込むものの(オイルショック時に並ぶ過去最大の減少率を想定)、設備・在庫・土地に対する投資が抑えられることで、2008年度のISバランスはプラスに戻り、その後もプラス幅は拡大し

ていくという結果になっている。利益の減少幅がこれよりも大きくなれば、その分 IS バランスのマイナス要因(資金不足要因)となるが、その場合は更に投資が絞り込まれる可能性が高いため、結果として IS バランスのプラス転化は避けられないと見ている(表5)

表5 企業部門ISバランス試算結果

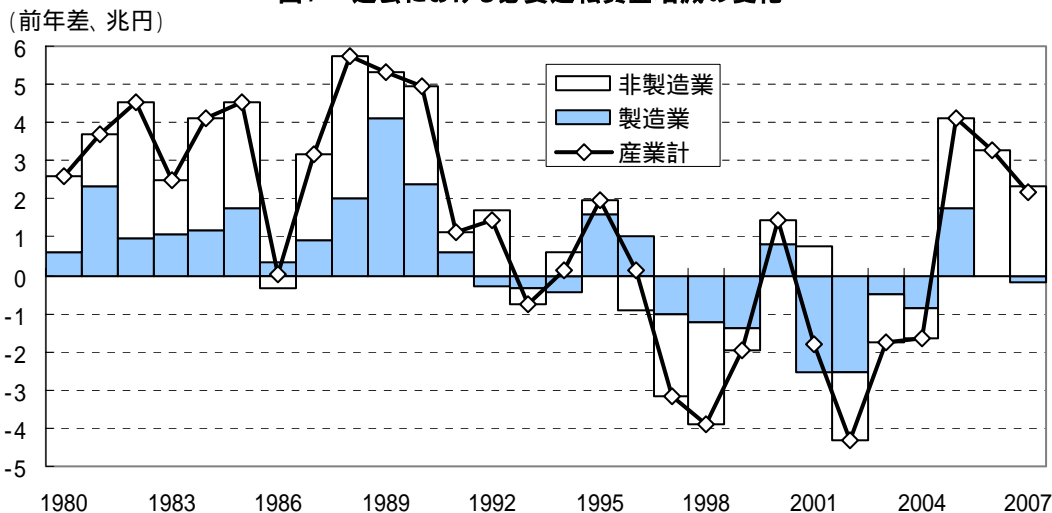
(兆円)

	実績	予測			試算前提		07 10 変化幅
	2007	2008	2009	2010	08年度	09年度	
経常利益	53.0	37.5	30.7	30.0	08年度 29.2%、09年度 18.1%と仮定		23.0
() 配当支払	14.8	10.3	8.6	8.7			6.1
() 税その他支払	17.6	12.3	9.9	9.5			8.1
税引・配当後当期利益(1)	20.6	14.9	12.2	11.8	08年度 27.7%、09年度 17.8%		8.8
減価償却費(2)	61.2	61.8	62.4	63.0	1%で増加と仮定		+ 1.9
引後当期利益 + 減価償却費(1)+(2)	81.8	76.7	74.6	74.8			6.9
設備投資(名目)(3)	75.3	70.3	61.7	61.4	08年度 6.6%、09年度 12.1%と仮定		13.9
在庫投資(名目)(4)	2.8	2.0	0.3	1.1	在庫増頭打ちから減少へ		3.9
土地純購入(5)	7.5	0.0	0.0	0.0	土地の純購入はゼロとする		7.5
投資合計(3)+(4)+(5)	85.6	72.3	62.0	60.3			25.3
その他	0.5	0.5	0.5	0.5			+ 0.0
資金過不足	3.4	+ 4.8	+ 13.1	+ 15.0			+ 18.4

(資料)内閣府「国民経済計算」より住友信託銀行調査部作成

なお、この IS バランス試算には、売掛債権・棚卸資産・支払債務の増減による運転資金の増減は含まれていない。売上が急に減少した場合、入ってくるキャッシュが減る一方で、人件費や支払利息といった固定費用はすぐには減らないことなどから、一時的に資金調達が必要になる。しかしもう少し長い期間まで含めると、売上減とともに売掛債権も減少することや、在庫調整が進むことで必要運転資金は減少していく。実際に過去の動きを見ても、景気後退期の必要運転資金は減少している(図7)。こうした材料を踏まえ、今後企業部門の資金需要は、全体的に見て弱まっていく可能性が高いと見ている。

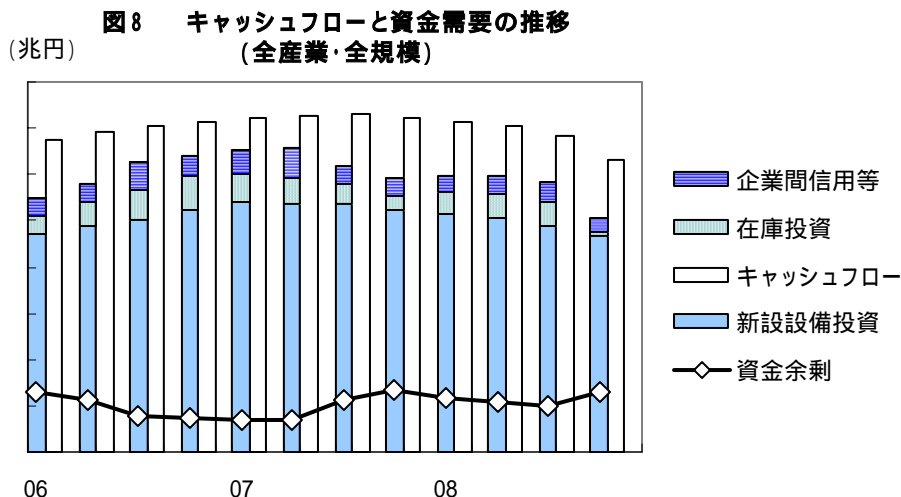
図7 過去における必要運転資金増減の変化



(資料)財務省「法人企業統計年報」

(注)必要運転資金増減とは、「売掛金 + 受取手形 + 手形割引 - 支払手形 - 買掛金」の前期差

また財務省「法人企業統計季報」のデータでも、足許では企業収益悪化によってキャッシュフローが減少しているものの、設備・在庫投資の抑制によって資金余剰額（キャッシュフローから設備・在庫投資と企業間信用等の純増分を差し引いたもの）は増加しており、上の見方と整合的な動きを示している（図8）。



(資料) 財務省「法人企業統計季報」

(注) 過去4四半期の合計値にて作成している。「資金余剰」とは、キャッシュフローから在庫・設備投資と企業間信用等増減分を差し引いたもの。

これらの分析を前提に、今後企業部門の資金需要は、全体として弱くなっていくと予想している。従って、銀行貸出増加の持続性は、金融市場の混乱に伴う直接金融ルート機能低下がいつまで、どの程度続くかがポイントとなる。

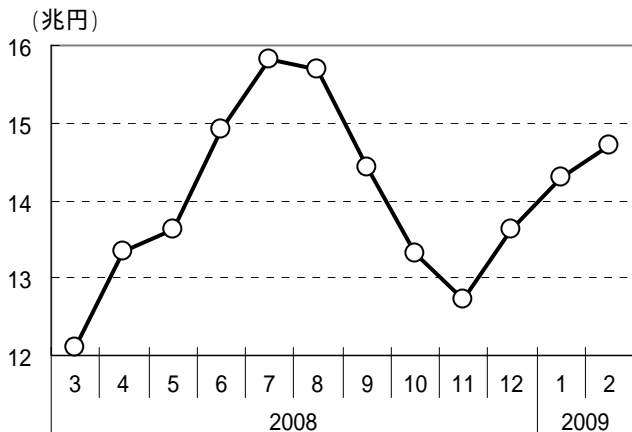
以下では、直接金融による資金調達ルートの現状を見ていくこととする。

3. 直接金融調達ルートの現状

(1) CP市場の現状

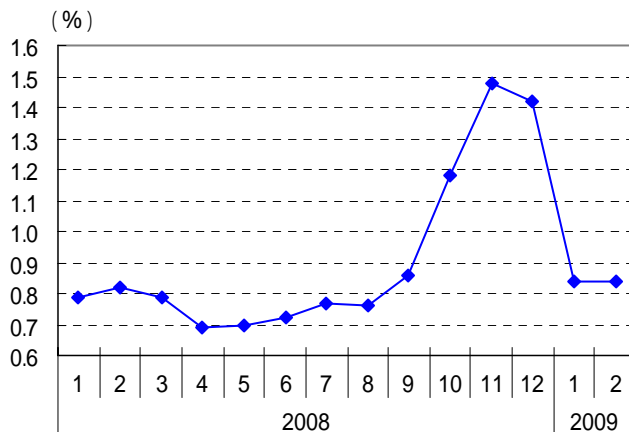
2008年秋からの銀行貸出大幅増のきっかけになったのは、CP発行環境が悪化したことであった。現在、CPの発行残高（事業会社発行分）は、2009年2月末において14.7兆円と、直近ボトムであった2008年11月（12.7兆円）から回復してきている。CP発行平均レートも、昨年11月をピークに低下していることから、12月に日銀がCP買取に踏み切ったことをきっかけとして、CP発行環境は改善していると見てよいであろう（図9,10）。従って、CP発行減による銀行貸出の増加は、今後は見込みにくいと考えられる。

図9 事業法人によるCP発行残高



(資料)証券保管振替機構

図10 CP(3ヶ月)発行平均金利

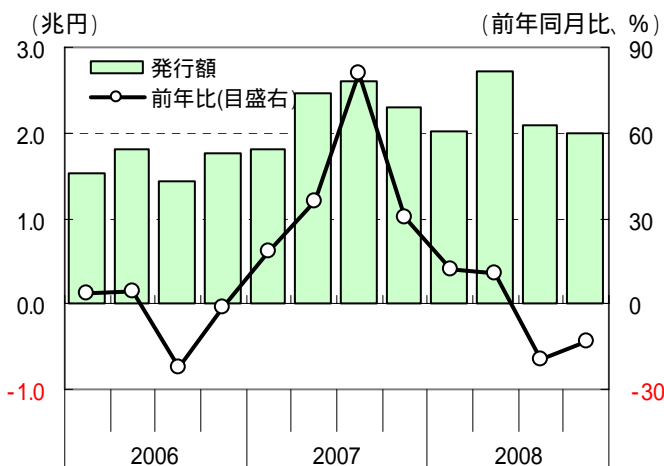


(資料)日本銀行

(2) 社債市場の現状

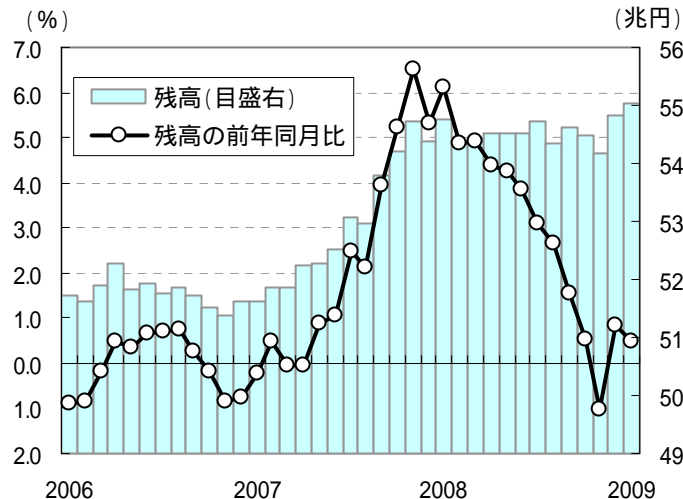
日本証券業協会が集計している民間企業の普通社債発行額は、2008年後半から前年比マイナスが続いているが、2008年10-12月期でも発行額前年同期比は13.3%と、リーマン・ショック以降減少幅が特段大きくなっているわけではない(図11)。また残高の推移を見ても、2008年11月に前年同月比1.0%とマイナスに落ち込んだものの、12月以降はプラスを回復しており(09年1月では残高55.0兆円、前年同月比では+0.5%、図12)社債市場全体では、一時期のCP市場のような著しい機能低下は見られていない。

図11 国内における普通社債発行額



(資料)日本証券業協会「公社債発行額・償還額等」

図12 普通社債発行残高の推移



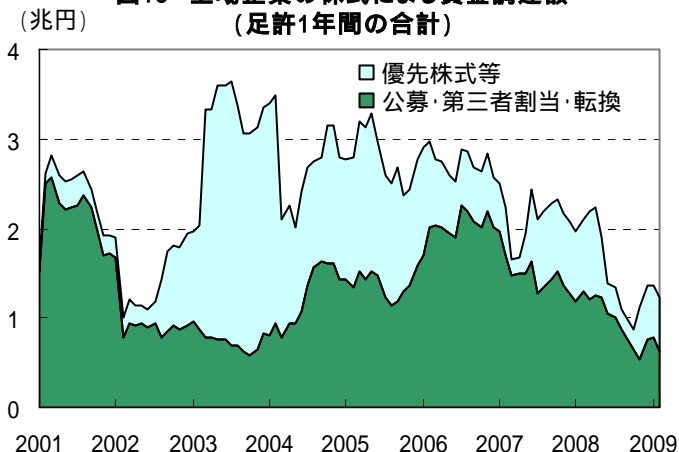
(資料)日本証券業協会「公社債発行・償還額等」

最近では社債流通利回りと国債利回りのスプレッドが、BBB格の社債などで高止まりしていることから、社債による資金調達が難しい企業も出てきていると見られる。今後もこの状態に変化がなければ、これら企業の社債償還資金が銀行貸出需要につながる可能性はあるが、銀行にとっては信用面で慎重な対応を求められる案件も多いため、どの程度が実際の銀行貸出につながるかについては、慎重に見ておく必要がある。

(3) 株式による資金調達の現状

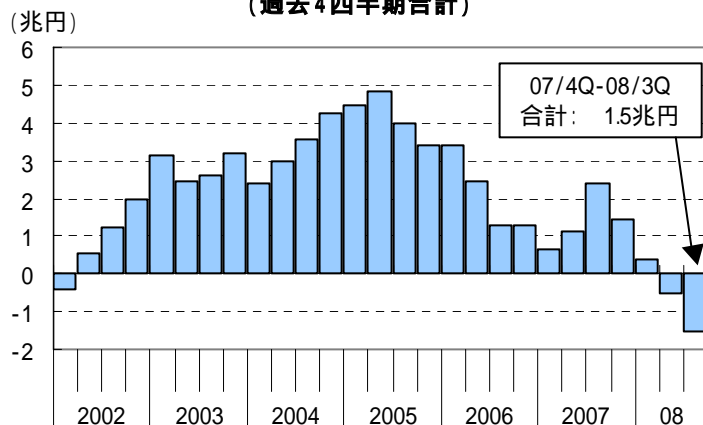
株式による資金調達額は、2006年以降減少気味で、2008年は年間1兆円前後まで落ち込んでいる(図13)。自社株消却分などを引いたネットの株式調達額は既にマイナスとなっている(図14)。株式市場の現状や今後の見通しに基づいて判断すると、当面は株式による資金調達額は低水準のまま推移すると見られる。

図13 上場企業の株式による資金調達額
(足許1年間の合計)



(資料)東京証券取引所「上場企業資金調達額」

図14 民間非金融企業の株式発行によるネット調達額
(過去4四半期合計)

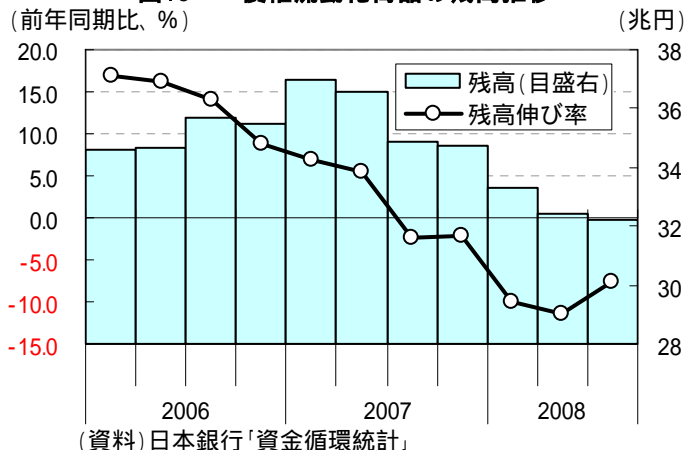


(資料)日本銀行「資金循環統計」

(4) 債権流動化市場の現状

債権流動化商品残高を日銀の資金循環統計から見ると、2008年9月末時点で残高32.2兆円、前年同月比7.7%と5四半期連続のマイナスで、証券化市場拡大の縮小基調が明らかになっている(図15)。

図15 債権流動化商品の残高推移



(資料)日本銀行「資金循環統計」

債権流動化商品の中でも、2007年までは一定のボリュームを有して主力商品の地位にあったRMBS・CMBSの発行高減少が、流動化市場の縮小に大きく影響していると見られる。証券化商品そのものに対するニーズの低迷で、当面この流れは変わらず、残高の減少は続くだろう。

4. まとめ

以上、銀行貸出の現状と見通しをまとめると、2008 年 9 月に発生したリーマン・ショック以降、CP 市場を筆頭に直接金融による資金調達ルート機能が低下したことが主因となって、足許の銀行貸出は大幅に伸びている。

しかし、今後は景気低迷による設備投資の減少や在庫削減などによって、企業部門の IS バランスは 2009 年以降、年間 10 兆円以上のプラスに転じると見込まれる。更に、売上の減少とともに必要運転資金も減少していくことから、企業部門の資金需要は明らかに弱くなっていくだろう。

このような環境下、銀行貸出増加の持続性は、直接金融による資金調達機能の回復度合い次第となるが、銀行貸出大幅増のきっかけとなった CP 市場は、日銀の買取政策もあって既に機能を回復させつつある。また、直接金融による調達ルートの中で残高が最も大きい社債市場は、全体としてみればリーマン・ショック後も大幅な機能低下が見られていないことから、直接金融から間接金融へのシフトによる銀行貸出の押し上げ効果は、それほど長続きしないと考えられる。

信用力がそれほど高くない企業の社債償還資金や、債権流動化市場縮小の影響を大きく受けていると見られる不動産・ノンバンクからの借入需要は続くと思われるが、銀行にとっては信用面から慎重な対応を求められるため、貸出を大幅に押し上げる要因にはなりにくい。結果として、今後の銀行貸出伸び率は鈍化していく可能性が高いと判断される。

(花田 : hanadah@sumitomotrust.co.jp)