

2020年4月6日 全9頁

日銀短観（2020年3月）による資金繰り点検

新型コロナウイルスの影響で悪化する企業の資金繰りをどう読むか？

金融調査部 主任研究員 長内 智

[要約]

- 2020年に入り、新型コロナウイルスによる感染症の影響がグローバル金融市場および世界経済を大きく揺るがす中、日本企業を取り巻く金融環境は一変した。本稿では、2020年4月初めに公表された2020年3月の日銀短観の結果について、過去2回の景気後退期の状況を踏まえつつ、企業金融分野の中で注目度の高い「資金繰り判断DI」を中心に考察する。
- 2020年3月の日銀短観の「資金繰り判断DI」は、調査の回答時期の影響もあり、低下幅が限定的なものにとどまった。ただし、資金繰り判断DIの最終的な低下幅は、1990年代後半と2000年代後半の景気後退期を大きく上回る可能性がある点には、少し注意しておきたい。
- 企業の資金繰りを巡る今後の注目点として、主に、①政府の緊急経済対策に盛り込まれることが期待される中小企業の資金繰り対策、②企業の資金繰り悪化の直接的な要因である需要減少を食い止めるための需要刺激策、③新型肺炎の感染対策の進展度合い、が挙げられる。

新型コロナウイルスの影響で日本企業の資金繰りは急速な悪化へ

近年、日本企業の金融環境は、日本銀行の大規模な金融緩和政策や国内景気の回復基調を背景に、非常に緩和的な状況にあった。総じて、企業の資金繰りは良好な状況にあり、銀行は企業向け貸出に対して積極的なスタンスを取っていた。こうした中、企業の資金繰りに関する金融統計への注目度はかなり低下していたというのが実態だ。しかし、2020年に入り、新型コロナウイルスによる感染症（以下、新型肺炎）の影響がグローバル金融市場および世界経済を大きく揺るがす中、日本企業を取り巻く金融環境は一変した。

新型肺炎の感染拡大を阻止するために打ち出された外国人の入国禁止措置や海外への渡航制限、国内における外出自粛要請、各種イベントの延期・中止などにより、経済活動が急速に抑制され、企業部門は深刻な打撃を受けている。すでに、新型肺炎の影響により経営状態が急激に悪化して倒産した企業が出ており、今後もこのような新型肺炎関連倒産が増加すると見込まれる。さらに、倒産に至らないまでも、資金繰りが急速に悪化している企業も増加している。

企業倒産の増加や企業の資金繰りの悪化は、企業の信用リスクの拡大を通じて、信用危機や金融システム不安へと波及する可能性もある。各国政府と中央銀行は、そのような事態を避けるために、財政政策と金融政策の組み合わせ、いわゆる「ポリシーミックス」による景気下支え姿勢を強めている。こうした中、その政策規模や政策効果などを評価する上で、企業金融の状況を適切に点検することが重要な課題となっている。

そこで本稿では、2020年4月初めに公表された2020年3月の日銀短観（全国企業短期経済観測調査）の結果について、過去2回の景気後退期の状況を踏まえつつ、企業金融分野の中で注目度の高い「資金繰り判断DI」を中心に考察することにした。

資金繰り判断DIは過去の景気後退期の低下幅を上回る可能性

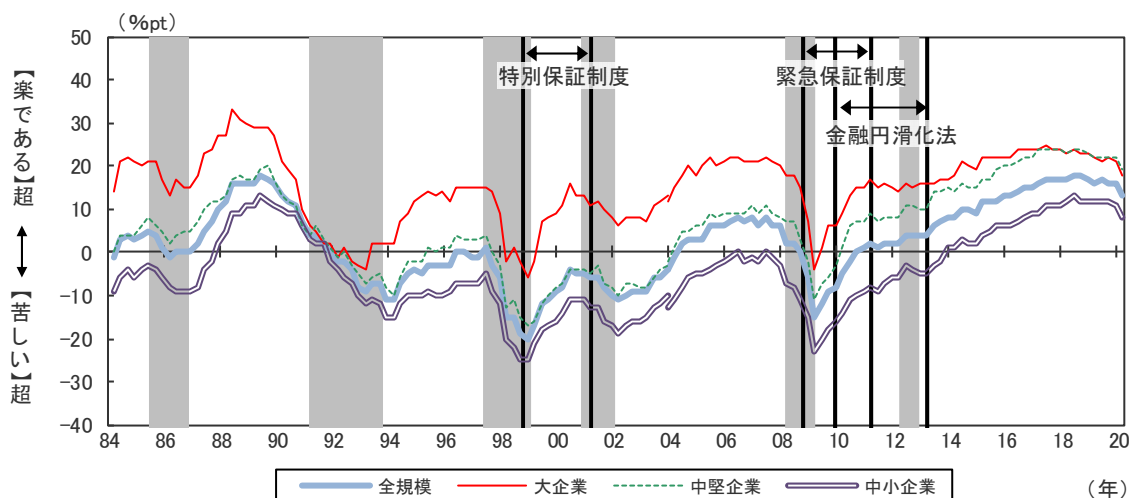
調査の回答時期の影響もあり、今回の低下幅は限定的

2020年3月の日銀短観の「資金繰り判断DI」（全産業、最近）は、全規模が+13%ptと前回（+16%pt）から低下（▲3pt）したものの、その低下幅は、そこまで大きなものとはならなかった。これは主に、新型肺炎の影響が深刻化し始めた3月下旬より前に回答した企業（回答期間は2020年2月25日～3月31日）の影響によるものと考えられ、足元の実態はこの結果以上に厳しいとみられる点には注意が必要だ。

規模別には、大企業、中堅企業、中小企業のいずれも▲3ptの低下となったが、資金繰り判断DIの水準はまだプラス圏にあり、資金繰りについて「楽である」と回答した企業の方が多い。

先行きについては、新型肺炎の影響により低下幅が大きく拡大すると見込まれる。今後の焦点の1つは、資金繰り判断DIの落ち込みの「深さ」である。過去にDIが落ち込んだ局面としては、1990年代後半と2000年代後半に発生した金融危機時の景気後退期が参考になる。

図表1：資金繰り判断DI（全産業、規模別、最近）



- (注1) 資金繰り判断DIは、「楽である」と回答した比率から「苦しい」と回答した比率を引いたもの。シャドーは、景気後退期。
(注2) 調査の大幅な見直しにより2003年と2004年間のデータに不連続が生じている。また、定例見直しの影響にも留意が必要。
(注3) 特別保証制度は、「中小企業金融安定化特別保証制度」。緊急保証制度は、「原材料価格高騰対応等緊急保証制度」、「緊急保証制度」、「景気対応緊急保証制度」の全て。金融円滑化法は、「中小企業者等に対する金融の円滑化を図るための臨時措置に関する法律」。

(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、内閣府「景気基準日付」より大和総研作成

山が高い分、低下余地も大きい

1990年代後半と2000年代後半の景気後退期および今回の局面において、資金繰り判断DIの動向を見たのが図表2である。過去の景気後退期は、直前の景気の山（四半期ベース）からの変化、今回の局面は、新型肺炎の影響が出る直前の2019年第4四半期（12月日銀短観）からの変化を示している。主なポイントとしては、以下の4点が挙げられる。

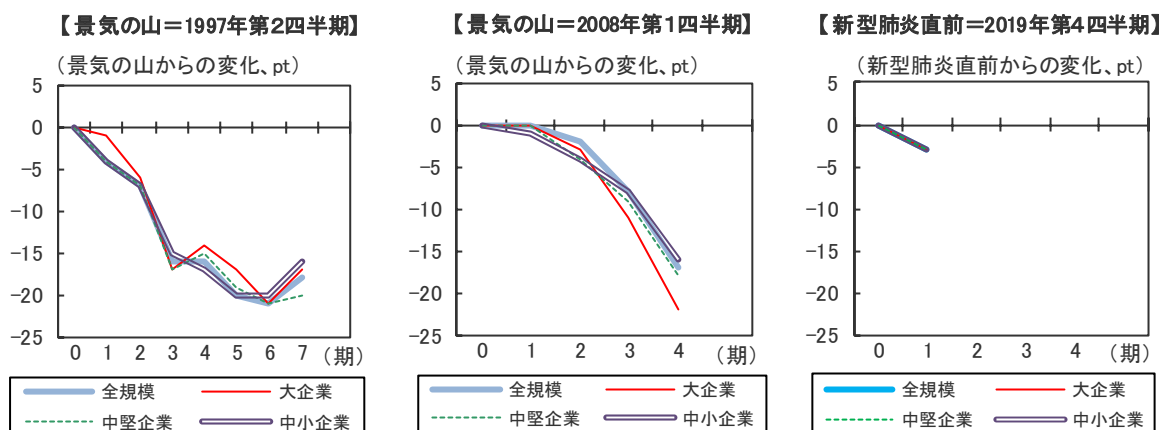
第一に、過去の景気後退期は、全ての企業規模の資金繰り判断DIが、景気の山から▲15ptを超える低下を示しており、資金繰りがかなり深刻化した様子がうかがえる。経営体力という観点からは、中小企業の低下幅の方が大きくなると想定されるものの、実際には、そのような傾向は見られない。2000年代後半の景気後退期における低下幅については、中小企業より大企業の方が明らかに大きい（中央図）。資金繰りの「厳しさ」という点では、資金繰り判断DIの水準が低い中小企業（前掲図表1）の方がかなり深刻であると評価できる一方、その「悪化度合い」については、企業規模による違いは必ずしも明確ではない。

第二に、景気の山からの低下状況を見ると、過去の2つの景気後退期で大きく様相が異なっている。2000年代後半は、景気の山から2四半期ほどは資金繰り判断DIの低下幅が小さく、1990年代後半と比べても限定的なものにとどまっている。しかし、リーマン・ショックが発生した直後の3四半期目以降、世界的な金融危機や世界景気後退を背景に、資金繰り判断DIの低下幅が急速に拡大することとなった。

第三に、今回の局面は、過去の景気後退期の中間ぐらいの低下幅となっており、この点に限れば、まだ過度に悲観するような状況とはいえない。ただ、この結果には、前述した調査の回答時期の影響が含まれているとみられ、実際の現状を評価する際には、2020年3月下旬以降に深刻化した新型肺炎の影響を十分考慮する必要があるだろう。今後のメインシナリオとしては、中小企業を中心に資金繰り判断DIが急速に低下幅を拡大させる展開を想定しておくべきだと考える。

第四に、新型肺炎直前の資金繰り判断DIの水準が、過去の景気後退期直前の景気の山より高い点には注意したい（前掲図表1）。今後、資金繰り判断DIの水準が過去の「底」の水準まで低下すれば、山（起点の水準）が高い分、最終的な低下幅は過去を大きく上回ることになる。

図表2：景気後退期の資金繰り判断DIの変化（全産業、規模別、最近）



(注) 景気後退期(四半期ベース)は、景気の山の翌期から景気の谷の期まで。

(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、内閣府「景気基準日付」より大和総研作成

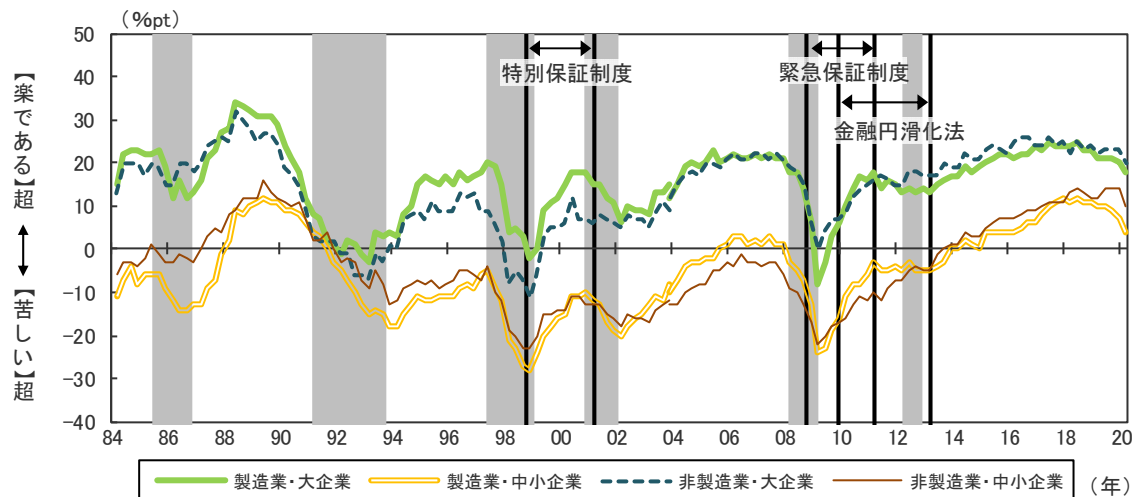
新型肺炎直撃で中小企業の「宿泊・飲食サービス」の資金繰りが急激に悪化

業種別に見ると、製造業・大企業の前回からの変化幅が▲2pt、非製造業・大企業が同▲3pt、製造業・中小企業が同▲3pt、非製造業・中小企業が同▲4ptと、いずれも低下した(図表3)。

今回の局面は、現在のところ非製造業の低下幅の方がやや大きくなっている(図表4右)。この主因は、新型肺炎の影響で急激に経営状況が悪化している「宿泊・飲食サービス」である。とりわけ、中小企業の資金繰り判断DIは▲37%ptと、前回(▲10%pt)から▲27ptも低下した(本稿末の参考図表1)。このDIの低下幅は全業種の中で最も大きく、かつDIの水準も一番低いことから、「宿泊・飲食サービス」は、かなり深刻な状況に陥っていることがうかがえる。

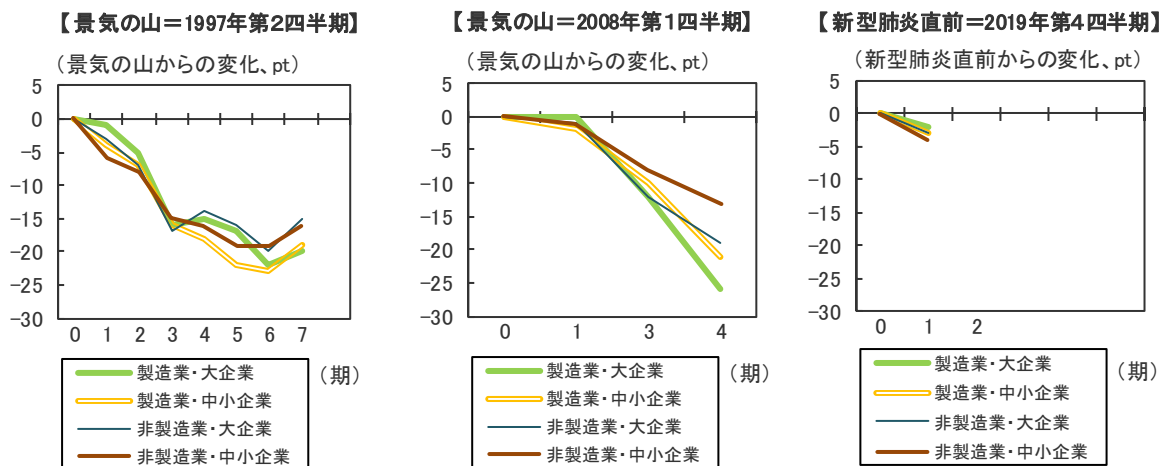
なお、中小企業で悪化が目立つ業種として他には、「自動車」(前回からの低下幅▲16pt)、「業務用機械」(同▲10pt)、「対個人サービス」(同▲8pt)が挙げられる。

図表3：資金繰り判断DI(製造業・非製造業、大企業・中小企業、最近)



- (注1) 資金繰り判断DIは、「楽である」と回答した比率から「苦しい」と回答した比率を引いたもの。シャドーは、景気後退期。
 (注2) 調査の大幅な見直しにより2003年と2004年の間にデータに不連続が生じている。また、定例見直しの影響にも留意が必要。
 (注3) 特別保証制度は、「中小企業金融安定化特別保証制度」。緊急保証制度は、「原材料価格高騰対応等緊急保証制度」、「緊急保証制度」、「景気対応緊急保証制度」の全て。金融円滑化法は、「中小企業者等に対する金融の円滑化を図るための臨時措置に関する法律」。
 (出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、内閣府「景気基準日付」より大和総研作成

図表4：景気後退期の資金繰り判断DIの変化(製造業・非製造業、大企業・中小企業、最近)



- (注) 景気後退期(四半期ベース)は、景気の山の翌期から景気の谷の期まで。
 (出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、内閣府「景気基準日付」より大和総研作成

金融機関の貸出態度判断 DI は政策効果の影響が焦点

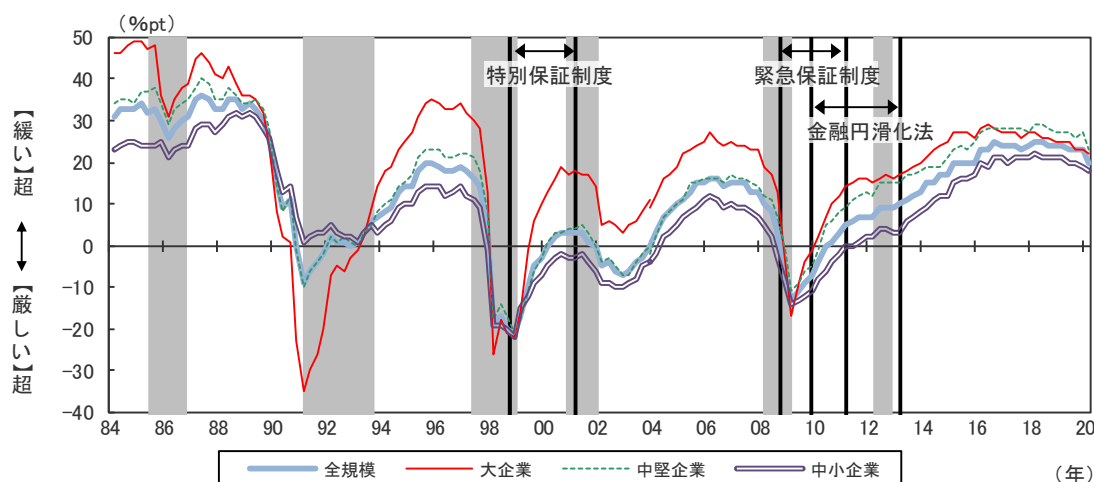
金融機関の「貸出態度判断 DI」(全産業、最近)は、全規模が+20%pt と前回 (+23%pt) から低下したものの、低下幅 (▲3pt) は限定的であった。規模別には、これまで DI の水準が高かった中堅企業の低下 (前回からの変化幅▲4pt) が目立つ一方、大企業と中小企業の低下幅 (いずれも同▲1pt) は、小幅なものにとどまった。業種別には、大企業の「造船・重機等」(同▲12pt) や中小企業の「自動車」(同▲9pt) などの低下が目立つ (本稿末の参考図表 1)。他方、資金繰り判断 DI が急激に悪化した中小企業の「宿泊・飲食サービス」は横ばいとなった。

先行きについては、新型肺炎の影響が深刻化していることから、1990 年代後半と 2000 年代後半の景気後退期のように大幅な悪化が見込まれる。ただし、過去に比べて金融機関の健全性が高まっているほか、金融庁が金融機関に対して行った企業の資金繰り支援の要請や、日本銀行の企業金融円滑化策の効果을期待する向きもある。

日本銀行の企業金融円滑化策としては日本銀行が、2020 年 3 月 16 日に導入を決定した「新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペ」が注目される。これは、分かりやすく言えば、金融機関が保有する社債や CP (コマーシャルペーパー) を担保に、日本銀行がその相当額をゼロ金利で金融機関に資金供給することを通じ、その金融機関が低金利で企業に融資することを促すというスキームである。

新型肺炎の影響に伴う企業の急激な経営悪化を背景に貸し倒れリスクが高まっていることを踏まえると、企業金融の円滑化のためには、金融庁の要請や日本銀行の企業金融円滑化策以外の対応策も必要となろう。ただ、これらには、金融機関の貸出慎重姿勢を一定程度緩和させる効果が期待されるため、過去の景気後退期ほど金融機関の貸出態度判断 DI が悪化しないというシナリオも少し頭に入れておきたい。いずれにせよ、当面重要なことは、金融庁の要請や日本銀行の企業金融円滑化策が十分な効果を発揮するか否かを慎重に見極めていくことだと考える。

図表 5 : 金融機関の貸出態度判断 DI (全産業、規模別、最近)



(注1) 金融機関の貸出態度判断DIは、「緩い」と回答した比率から「厳しい」と回答した比率を引いたもの。シャドーは、景気後退期。

(注2) 調査の大幅な見直しにより2003年と2004年間のデータに不連続が生じている。また、定例見直しの影響にも留意が必要。

(注3) 特別保証制度は、「中小企業金融安定化特別保証制度」。緊急保証制度は、「原材料価格高騰対応等緊急保証制度」、「緊急保証制度」、「景気対応緊急保証制度」の全て。金融円滑化法は、「中小企業者等に対する金融の円滑化を図るための臨時措置に関する法律」。

(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、内閣府「景気基準日付」より大和総研作成

借入金利水準と CP 発行を取り巻く環境について

上下に変動する余地が限られる借入金利水準判断 DI

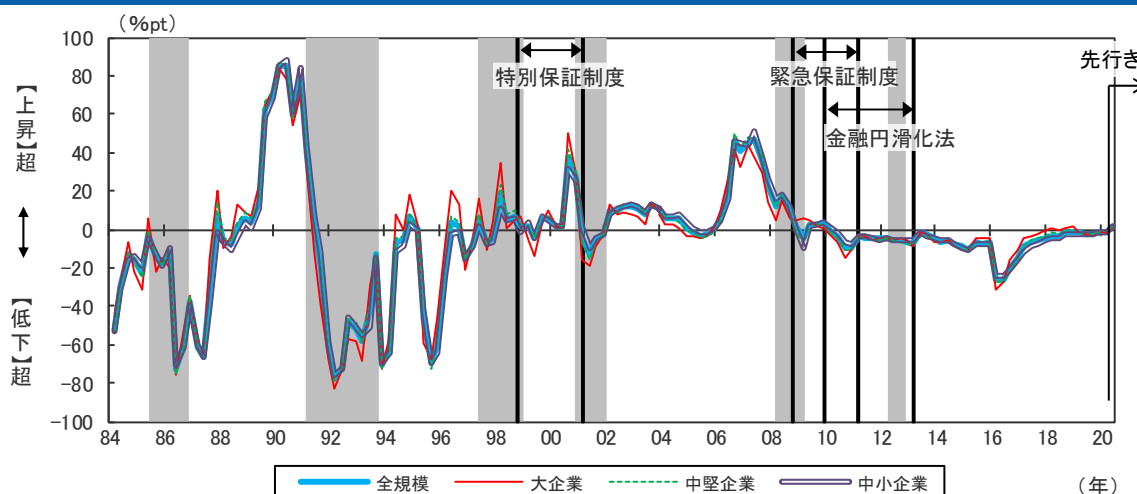
「借入金利水準判断 DI」(全産業、最近)は、全規模が▲1%pt と前回から横ばいとなった(図表6)。2018年以降、横ばい圏での推移が続いており、足元においてもその傾向に変化はない。規模別には、大企業と中小企業が前回から横ばい、中堅企業が前回から+1ptの上昇となり、いずれも目立った動きは見られない。

先行きについての見通しを示す借入金利水準判断 DI(全産業、【先行き】)は、6月に+2%ptとなり、3月の借入金利水準判断 DI(全産業、最近)から+3pt上昇する見込みである。ただし、この DI(【先行き】)には、DI(最近)を上回って推移する傾向、いわゆる「上方バイアス」が存在する点には留意したい。上方バイアスの影響を考慮すると、次回の DI(最近)の結果は、今回からほぼ横ばいとなる可能性も十分にあると考える。

1990年代後半と2000年代後半の景気後退期を確認すると、1990年代後半は、金融政策が緩和的なスタンスであったにもかかわらず、企業の信用リスクの高まりなどを背景に、借入金利水準判断 DIが大きく上昇する場面が見られる。このことは、景気が後退する中で、金利負担の増大に直面した企業が増えたことを示唆している。他方、2000年代後半は、金融緩和政策の効果などを背景に借入金利水準判断 DIが低下傾向となっており、全体的に企業の金利負担が軽減していたことが分かる。

今回の局面は、銀行の新規貸出金利が歴史的な低水準になっており、企業側から見た借入金利水準判断 DIの低下余地はほとんどないと考えられる。また、日本銀行の超低金利政策の継続や、前述した日本銀行の企業金融円滑化策の効果などを踏まえると、借入金利水準判断 DIが明確に上昇するというシナリオも想定しにくい。そのため、借入金利水準判断 DIは、今後も横ばい圏での推移が続くというのが基本的な見方となる。

図表6：借入金利水準判断 DI (全産業、規模別、最近)



- (注1) 借入金利水準判断DIは、「上昇」と回答した比率から「低下」と回答した比率を引いたもの。シャドーは、景気後退期。
 (注2) 調査の大幅な見直しにより2003年と2004年の間のデータに不連続が生じている。また、定例見直しの影響にも留意が必要。
 (注3) 特別保証制度は、「中小企業金融安定化特別保証制度」。緊急保証制度は、「原材料価格高騰対応等緊急保証制度」、「緊急保証制度」、「景気対応緊急保証制度」の全て。金融円滑化法は、「中小企業者等に対する金融の円滑化を図るための臨時措置に関する法律」。
 (出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、内閣府「景気基準日付」より大和総研作成

CPの発行環境判断DIのリスクシナリオとは？

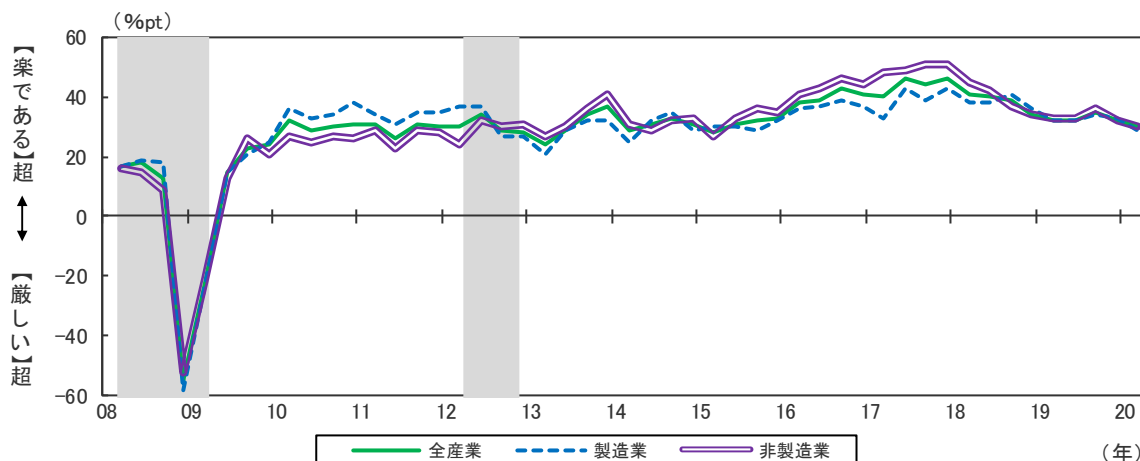
大企業の「CPの発行環境判断DI」（全産業、最近）は、+30%ptと前回（+32%pt）から▲2ptの低下となった（図表7）。基調判断としては、2018年以降の緩やかな低下傾向が続いていると評価できる。業種別には、製造業が前回から▲4pt、非製造業が前回から▲2ptの低下となり、CPの発行環境は非製造業より製造業でやや厳しくなっているとみられる。

データを遡ることのできる2000年代後半の景気後退期の動向を見ると、CPの発行環境判断DIは、2008年末に世界金融危機が発生するまでさほど低下せず、その後、急激に低下したことが分かる。この時期は、企業が運転資金など短期資金を調達するために発行するCPの発行・流通市場が大きく混乱し、CPを発行できない企業が続出したのである。

現在のところ、リーマン・ショック直後の金融環境と比べて、短期金融市場の動揺は抑えられている。さらに、日本銀行が2020年3月16日に決定した「CP・社債等買入れの増額」（合計2兆円の追加買入枠の設定）が、CP市場の安定化に寄与する効果も期待される¹。こうした状況を踏まえると、今回の局面においては、2000年代後半の景気後退期より、大企業のCPの発行環境判断DIの低下が抑えられるというシナリオも想定される²。

ただ、決して楽観視はできない。今後のリスクシナリオとしては、新型肺炎や原油価格の急落を背景に、国内外で大型倒産が発生し、短期金融市場が大きく混乱するケースが挙げられる。また、すでに海外において、深刻な打撃を受けている企業のCP発行が困難になり始めている点にも留意したい。

図表7：CPの発行環境判断DI（発行企業ベース、大企業、最近）



（注1）CPの発行環境判断DIは、「楽である」と回答した比率から「厳しい」と回答した比率を引いたもの。シャドーは、景気後退期。

（注2）定例見直しの影響による不連続については留意が必要。

（出所）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、内閣府「景気基準日付」より大和総研作成

¹ 前述した日本銀行の「新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペ」は、金融機関がCPを担保に利用できることから、CP市場の需要面においてプラスに作用すると考えられる。ただし、その効果はあくまでも間接的なものであることから、実際のCPの発行環境を改善させる効果は、「CP・社債等買入れの増額」に比べて限定的なものになるとみられる。

² リーマン・ショック後の対応として、日本銀行は、2008年12月の金融政策決定会合において、「CP買入れを含めた企業金融面での追加措置の導入・検討」について決定した。2009年1月22日の同会合で、CP等の買入基本要領を公表したほか、議長（日本銀行総裁）から執行部に対し、残存期間1年以内の社債買入れについて検討するよう指示が出た。翌月2月19日の同会合において、社債買入の概要が公表された。日銀短観のCPの発行環境判断DI（発行企業ベース、大企業、最近）は、2008年12月を底に改善に向かった。

今後の企業の資金繰りを巡る3つの注目点

新型コロナウイルスの感染拡大に伴う悪影響は、今のところ収束の兆しが全く見えず、日本企業の金融環境の先行きは、依然として不確実性が非常に高い状況にある。こうした中、企業の資金繰りを巡る今後の注目点として、主に以下の3点が挙げられる。

第一に、政府の緊急経済対策に盛り込まれることが期待される中小企業の資金繰り対策についてである。1990年代後半と2000年代後半の景気後退期には、中小企業の資金繰り対策として、これまでの図表中にも示した「特別保証制度」、「緊急保証制度」、「金融円滑化法」が導入された³。その具体的な円滑化手段は、①信用保証の強化（特別保証制度と緊急保証制度）、②貸付条件の変更（金融円滑化法）、である。今回の新型コロナウイルスの影響に伴う景気後退が戦後最悪となる可能性がある中、政府の資金繰り対策の「規模」と「実施スピード」が大きな焦点となろう。

第二に、企業の資金繰り悪化の直接的な要因である需要減少を食い止めるための需要刺激策である。資金繰り対策によって短期的に資金を確保できたとしても、需要がしっかりと回復しなくては、いずれは資金が尽きる。ただ日本は、主要先進国の中で財政が最悪の状況にあることから、財政出動の無駄打ちは避けなければならない。そのため、政府には、需要減少の影響が深刻な中小企業に狙いを絞ることなどにより、いわゆる「ワイズ・スペンディング（賢い財政支出）」を行うことが求められる。

第三に、新型コロナウイルスの感染対策の進展度合いである。具体的には、ワクチンや治療薬の開発による有効な予防・治療法の確立が焦点となる。理想的には、新型コロナウイルスの感染対策を最優先で進め、資金繰り対策や需要刺激策が実施される前に有効な予防・治療法の目途がつけば、それに越したことはない。しかし、現実的な開発の時間軸を考えると、実際にはやや難しい面もある。そうした場合には、資金繰り対策や需要刺激策で時間を稼ぎつつ、それと同時並行的に感染対策を進めるというシナリオも想定しておきたい。

企業を取り巻く金融環境は、日々刻々と変化しており、現在のところ悪化方向に進んでいるのが実態である。こうした中、以上のような注目点を勘案しつつ、企業の資金繰りの動向を丹念に点検し、それを実際の政策策定や発動等に活かしていくことが重要となろう。

³ 特別保証制度は、「中小企業金融安定化特別保証制度」。緊急保証制度は、「原材料価格高騰対応等緊急保証制度」、「緊急保証制度」、「景気対応緊急保証制度」の全て。金融円滑化法は、「中小企業者等に対する金融の円滑化を図るための臨時措置に関する法律」。

参考図表 1 : 業種別の資金繰り判断DI と金融機関の貸出判断DI (大企業・中小企業)

	資金繰り判断DI (「楽である」-「苦しい」、%ポイント)						金融機関の貸出態度判断DI (「緩い」-「厳しい」、%ポイント)					
	大企業			中小企業			大企業			中小企業		
	2019年 12月	2020年 3月		2019年 12月	2020年 3月		2019年 12月	2020年 3月		2019年 12月	2020年 3月	
	最近	最近	変化幅	最近	最近	変化幅	最近	最近	変化幅	最近	最近	変化幅
全産業	21	18	-3	11	8	-3	23	22	-1	19	18	-1
製造業	20	18	-2	7	4	-3	24	22	-2	18	15	-3
繊維	9	11	2	-12	-18	-6	19	22	3	-1	-4	-3
木材・木製品	18	24	6	-6	-7	-1	33	38	5	19	20	1
紙・パルプ	26	33	7	5	3	-2	48	44	-4	18	22	4
化学	28	25	-3	18	20	2	32	28	-4	23	24	1
石油・石炭製品	19	19	0	25	25	0	14	14	0	22	19	-3
窯業・土石製品	31	19	-12	4	5	1	29	22	-7	12	12	0
鉄鋼	10	5	-5	13	9	-4	23	17	-6	23	18	-5
非鉄金属	21	12	-9	14	11	-3	9	9	0	30	25	-5
食料品	20	23	3	-3	-8	-5	24	25	1	6	2	-4
金属製品	27	27	0	10	9	-1	29	29	0	32	29	-3
はん用機械	23	14	-9	17	14	-3	24	26	2	29	26	-3
生産用機械	31	24	-7	3	-1	-4	34	32	-2	20	17	-3
業務用機械	13	16	3	22	12	-10	17	17	0	26	22	-4
電気機械	19	18	-1	6	4	-2	18	18	0	15	9	-6
造船・重機等	-3	-18	-15	6	3	-3	4	-8	-12	16	14	-2
自動車	13	8	-5	11	-5	-16	21	15	-6	23	14	-9
その他製造業	23	23	0	2	-3	-5	28	25	-3	10	8	-2
素材業種	22	19	-3	8	5	-3	27	24	-3	18	17	-1
加工業種	20	17	-3	7	2	-5	22	21	-1	18	14	-4
非製造業	23	20	-3	14	10	-4	22	21	-1	21	20	-1
建設	26	21	-5	14	10	-4	40	37	-3	25	25	0
不動産	18	24	6	18	11	-7	14	16	2	16	12	-4
物品賃貸	42	36	-6	36	36	0	38	39	1	37	35	-2
卸売	21	21	0	18	17	-1	18	19	1	26	24	-2
小売	20	14	-6	0	0	0	21	18	-3	15	12	-3
運輸・郵便	12	11	-1	11	8	-3	15	15	0	19	17	-2
通信	14	21	7	12	18	6	18	18	0	11	16	5
情報サービス	36	35	-1	18	12	-6	29	31	2	19	10	-9
その他情報通信	32	29	-3	7	10	3	25	21	-4	15	12	-3
電気・ガス	7	10	3	25	33	8	3	6	3	26	32	6
対事業所サービス	40	37	-3	23	22	-1	33	29	-4	26	25	-1
対個人サービス	27	17	-10	7	-1	-8	23	17	-6	14	14	0
宿泊・飲食サービス	11	-4	-15	-10	-37	-27	22	16	-6	0	0	0
鉱業等	11	22	11	15	17	2	13	13	0	30	30	0

(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より大和総研作成