

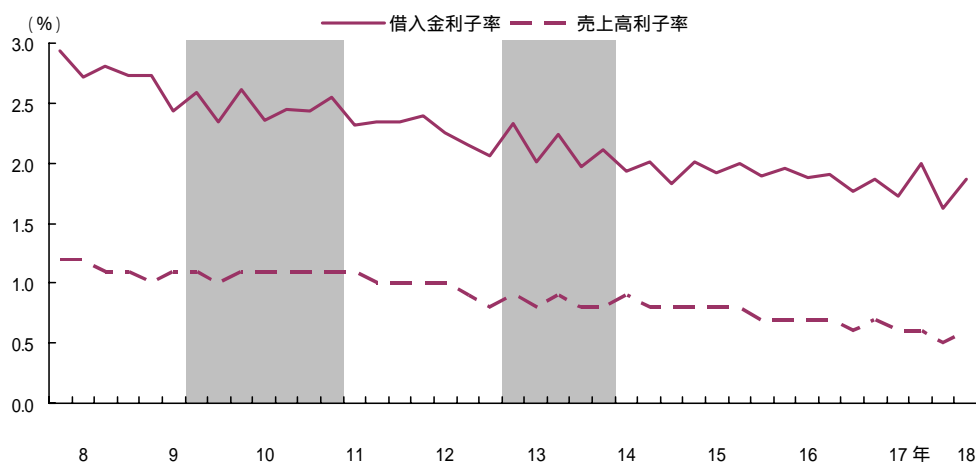
18 - 1 低金利の企業収益押し上げ（下支え）効果とその変化

3月8日、9日の日銀金融政策決定会合において、約5年間に渡る量的金融緩和政策が解除された。解除後も当面はゼロ金利政策が維持され、日銀が金融調節の操作目標としている短期金融市場の代表金利である無担保コールレート(オーバーナイト物)は依然として0.01%程度で推移している。しかしながら、今年中にもゼロ金利政策が解除されるとの観測も広がっており、低水準で推移していた国債利回りも、量的緩和政策の解除や将来のゼロ金利政策の解除を見越して徐々に上昇する兆しがみられる。現在は2%を割り込む水準にまで低下している企業の借入金利子率は、貸出金利の基準となる国債利回りの上昇を受けていずれ上昇し、これまでの企業収益を下支えしていた低利の利払い負担が増加に転ずる可能性がある(第18-1-1図)。

本稿では、過去における財務状況下において、低利の借入金利子率により、企業の利払い負担がどの程度削減されており、企業収益にどの程度の押し上げ効果をもたらしていたのかについて試算した。

その結果、ゼロ金利政策が導入された11年では低金利(現実の金利が1.0%ポイント低い水準であったと仮定する)により経常利益は25%程度押し上げられていたものの、有利子負債の圧縮並びに収益の改善が進んだ16年では経常利益が押し上げられる効果は10%強にまで縮小していた。また、低金利が企業の経常利益をどの程度押し上げていたのかを、企業規模別にみたところ、大企業に比べて特に、中小企業に大きな押し上げ効果を与えていたことがわかった。以下にその詳細について記述する。

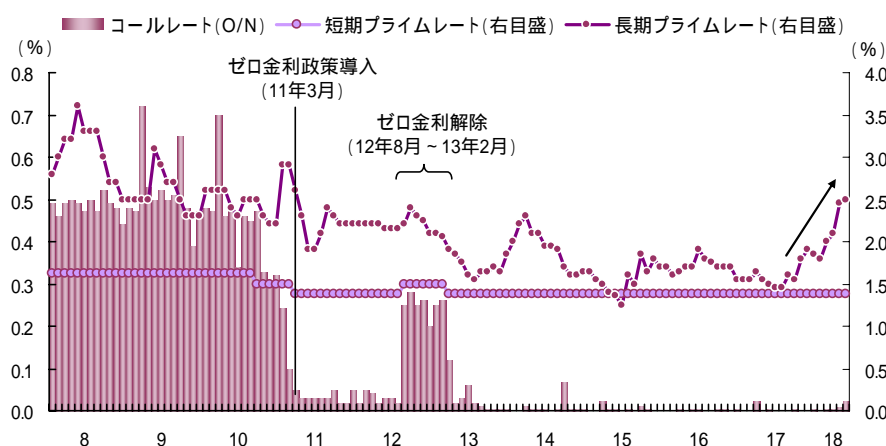
第18-1-1図 企業の借入金利子率の推移



(注)借入金利子率 = 支払利息等(当期末) ÷ 有利子負債残高(期中平均) × 100
資料:「法人企業統計調査」(財務省)

銀行が信用力の高い企業向けに貸し出す時の金利であるプライムレートの推移をみたものが第18-1-2図である。短期プライムレート(1年以内の期間)はコールレート(オーバーナイト物)に連動し、ゼロ金利政策導入以降、一時的に解除された時期を除いて低水準に貼り付いている。長期プライムレートについても、ゼロ金利政策導入以前は概ね 2.5% ~ 3.0%程度で推移していたが、導入以降は低下し続け、さらに量的金融緩和政策が導入されてからは 1.5% ~ 2.0%程度の幅で推移していた。しかしながら、量的緩和策が解除されるとの見通しが広がり始めた17年後半からは、上昇に転じてきている。

第18-1-2図 長短プライムレート、コールレート(オーバーナイト物)の推移

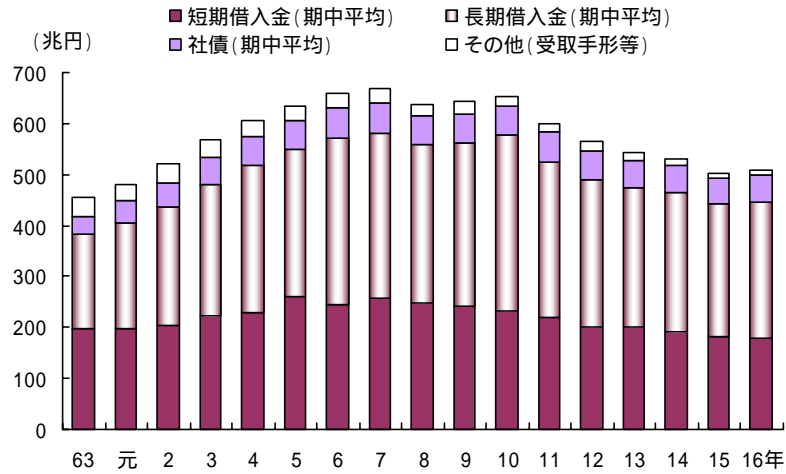


資料:「各種貸出金利等」(日本銀行)

企業の有利子負債残高の推移をみると、昭和の終わりから平成初期にかけて大きく積み上がり、7年には約 670 兆円と過去最高を記録した。その後は企業の債務圧縮が進み、16年には約 510 兆円とピーク時の概ね 3/4 にまで減少している(第18-1-3図)。金利の低下並びに有利子負債残高の削減を背景として、企業の支払利息等の推移をみると、10年に前年比で増加したものの、4年以降減少を続けており、要因としては金利の低下によるところが大きいことがわかる(第18-1-4図)。

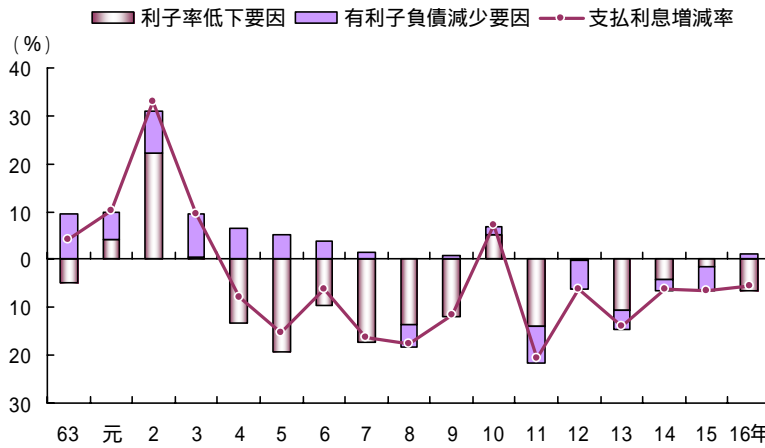
支払利息等は企業の費用として計上されるため、これの減少は、結果的に企業の利益を押し上げる(下支えする)効果となる。経常利益の伸び(前年比)に対して、支払利息等の減少がどの程度の押し上げ効果をもたらしていたかをみると、11年には経常利益の伸びの5割程度を占めていたが、以降は支払利息等の減少幅が縮小するにつれて、徐々にその効果も縮小しつつある(第18-1-5図)。

第18-1-3図 有利子負債残高の推移



資料:「法人企業統計調査」(財務省)

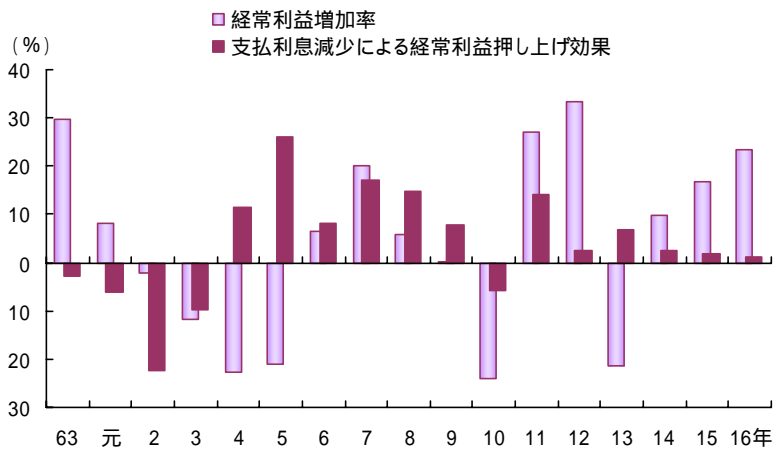
第18-1-4図 支払利息等の増減要因(前年比)



(注) 支払利息等 = 有利子負債(D) × 借入金利率(r) とすると、 $支払利息等 = D \times r + D \times \Delta r$
(有利子負債増加要因) + (利率上昇要因)

資料:「法人企業統計調査」(財務省)

第18-1-5図 支払利息等減少による経常利益押し上げ効果(前年比)



(注) 経常利益押し上げ効果 = $-1 \times (支払利息等_t - 支払利息等_{t-1}) \div 経常利益_{t-1}$

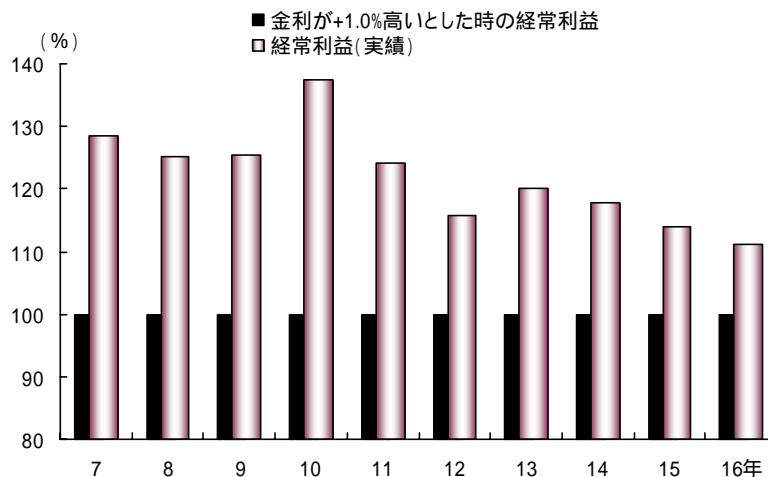
資料:「法人企業統計調査」(財務省)

【低金利が企業収益を押し上げる(下支えする)効果の試算】

企業向けの貸出金利が低く抑えられることは、企業収益にプラスの効果をもたらすが、実際にはどの程度の押し上げ効果(下支え効果)があるのでしょうか。以下では、企業の借入利率の本来あるべき水準が、実際よりも高いものであったと仮定し、低金利によりどの程度の効果があったのかの試算をおこなった。

第18-1-6図は、企業の借入金利率(長短金利とも)が、各年における実際的水準よりも1.0%ポイント高かったと仮定した時の経常利益を100%とし、実際の経常利益の割合をみたものである。これによると、有利子負債がピークにあった7年はおよそ30%弱の押し上げ効果、経常利益が大きく減少した10年ではおよそ40%弱の押し上げ効果、ゼロ金利政策が導入された11年では25%程度の押し上げ効果があったことがわかる。しかしながら、企業収益が回復し、有利子負債の返済が進んだ16年においては、およそ10%強の押し上げ効果にとどまった。

第18-1-6図 低金利の経常利益押し上げ効果(全規模)



(注)金融機関からの借入金利率が各年において、実際よりも1.0%高い水準であったと仮定したときの経常利益を100%とし、実際の経常利益の比率を示したもの。

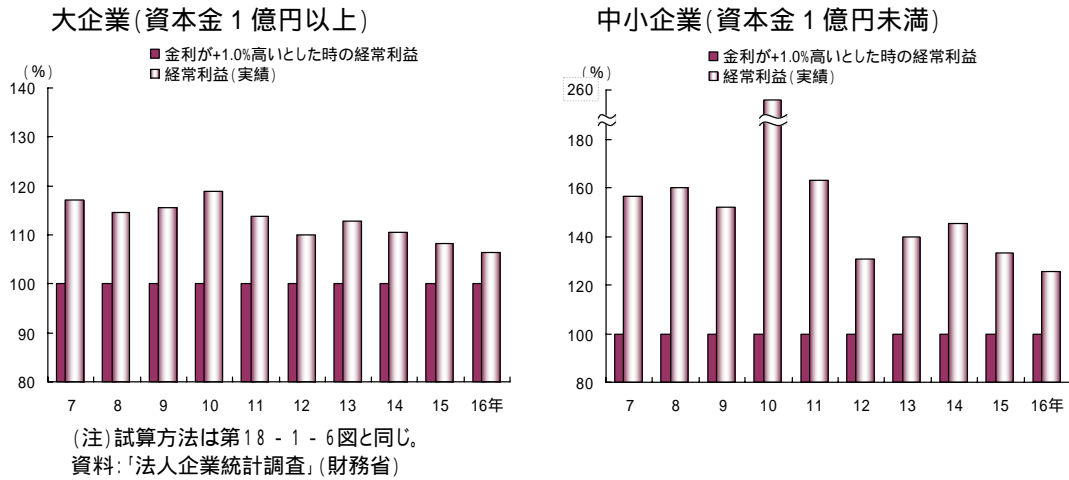
t年の経常利益を、金利が1.0%高い水準であったと仮定したときの経常利益を * とすると、

$$* = \frac{\text{t年の経常利益}}{\text{(長期借入金 + 短期借入金) \times 金利上昇分}}$$

資料:「法人企業統計調査」(財務省)

低金利の企業収益押し上げ効果を企業規模別に試算したものが第18-1-7図である。同様に、借入金利率が1.0%ポイント高かったと仮定した時の経常利益を100%とし、実際の経常利益の割合を示した。この試算では、大企業では11年は約14%弱、16年では約7%の押し上げ効果、一方、中小企業では11年は60%強、16年でも約25%の押し上げ効果があった。中小企業の方が大企業に比べて押し上げ効果が大きいものの、次第にその効果は小さくなってきていることがわかる。

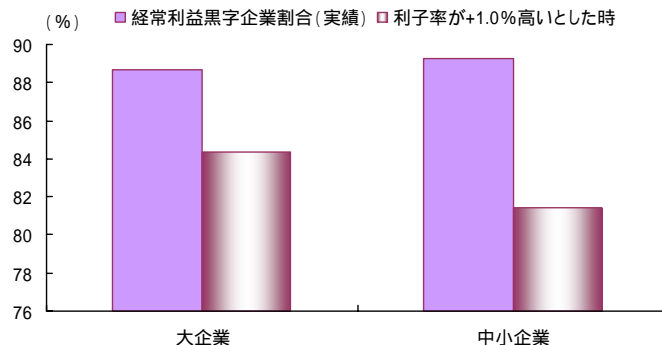
第18-1-7図 低金利の経常利益押し上げ効果(規模別)



最後に、低金利でなかった場合(金利が1.0%ポイント高い水準)において、どの程度の企業が経常利益黒字(赤字)となっていたかについて試算した(第18-1-8図)。企業活動基本調査(15年度実績)によると、大企業(資本金1億円以上)のうち、約89%が経常利益黒字であるが、金利が1.0%高かった場合には黒字企業は約84%であり、約4%の企業は赤字へ転換する。一方、中小企業(同1億円未満)は、約89%が経常利益黒字であるが、金利が1.0%高かった場合には黒字企業は約81%であり、約8%の企業は赤字へ転換していたことになる。

これまでの低金利によって、企業収益は下支えられ、特に中小企業にとってその効果が大きかったことが分かる。しかしながら、近年では大企業、中小企業ともにその影響は低下しつつあり、企業収益の改善とともに有利子負債残高の縮小といった企業体質の強化が図られていることが背景にあると考えられる。

第18-1-8図 経常利益黒字企業の割合(15年度・規模別)



- (注) 1. 大企業は資本金1億円以上、中小企業は1億円未満。
2. 15年度の経常利益を、金利上昇時の経常利益を*とすると、

$$* = \text{経常利益} - (\text{流動負債} \times 0.35 + \text{固定負債} \times 0.65) \times \text{金利上昇分}$$
 算出にあたって、データの制約から、法人企業統計における流動負債に占める短期借入金割合0.35、固定負債に占める長期借入金割合0.65を用いた。
 資料: 「企業活動基本調査(平成15年度)」再編加工