

Point of View～エコノミストの見方～ No.68

日本経済 2026年 9月 17日

金利感応度が低下した企業金融～利上げ耐性の裏側にあるもの～

チーフエコノミスト 飯田 馨 Tel:026-224-0508 Mail:kaoru.iida@neri.or.jp

- 日本政策金融公庫の「中小企業景況調査」をみると、中小企業の資金繰りは過去の景気拡大期と比べても良好である。一方、金融機関の貸出態度は過去と比べて慎重化しており、利益水準も特に高いわけではない。現在の良好な資金繰りは、金融機関の融資姿勢が緩和的だからというよりも、企業側が借入に大きく依存せずに経営できる財務構造を築いてきたことによる面が大きいと考えられる。
- 財務省の「法人企業統計調査」によると、中小企業では価格転嫁の進展などを背景に限界利益率が改善し、損益分岐点比率も低下している。その一方、設備投資はおおむねキャッシュフローの範囲内にとどまり、労働分配率も緩やかな低下傾向にある。バブル崩壊後、企業が借入れや固定費を抑え、キャッシュを使い切らない慎重経営を続けた結果、売上高の減少といったストレスへの耐性ができた一方、金利感応度の低い財務体質が形成された可能性がある。
- こうした企業金融の安定は、追加利上げを判断する上で一定の支えとなる。ただし、企業が利上げに耐えられることと、需要や投資が強いことは同一ではない。むしろ、企業が金利に左右されないほど堅実な経営を続けている可能性もあろう。

1. 企業金融環境は安定している

■ 日本銀行による利上げを巡っては、物価上昇率を考慮した実質金利がなおマイナスで、企業金融環境も緩和的な点であることを踏まえ、緩和度合いの調整というロジックの下で利上げが進められている。確かに、短観などからみる企業の資金繰りも良好で、金融機関の貸出態度もなお「緩い」超を維持している(図表1)。こうした状況をみれば、利上げを続けても企業金融が直ちに不安定化する可能性は低いと言える。

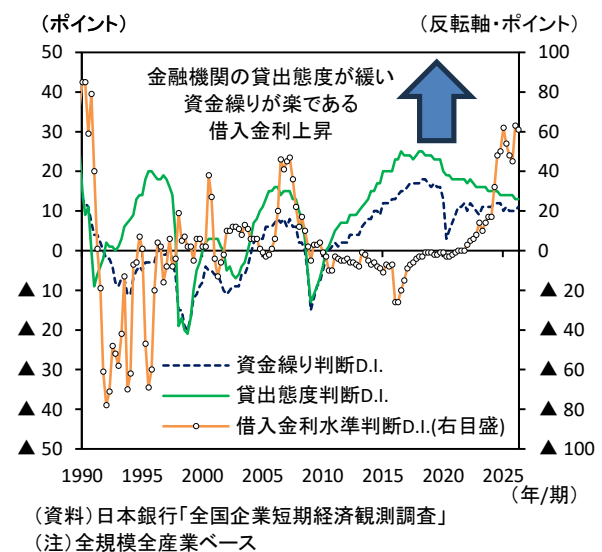
しかしながら、この企業金融関連の DI については、飯田(2026)でも指摘した通り、表面的な数値が示す以上に評価が難しい指標だと筆者は感じる。企業が金利上昇に耐えられるのは、日本経済の成長力が高まり、賃金や設備投資が力強く増えているためなのだろうか。

■ そこで、月次で中小企業の動向を確認できる日本政策金融公庫の「中小企業景況調査」を使って分析してみたい。当該調査の DI をみると、図表1の日銀短観と同様、資金繰りや金融機関の貸出態度判断など企業金融に関連する DI 指標はなお緩和水準にある(図表2)。

■ 他方で、過去の景気拡大期と比較するため、標準化後の DI を図表3に示した。すると、資金繰り DI は確かに過去と比較して高水準にある一方、金融機関貸出態度 DI は過去と比較すると、厳格化方向に低下してきていることが分かる。この間、利益水準 DI の水準は、過去の景気拡大期に比べて必ずしも高いわけではない。

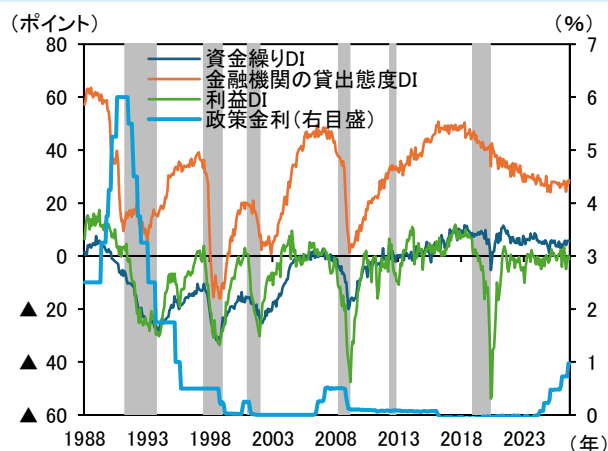
通常、資金繰りと貸出態度は強く連動する。ところが現在は、貸出態度が以前ほど緩和的ではないにもか

図表1 日銀短観・企業金融関連 DI



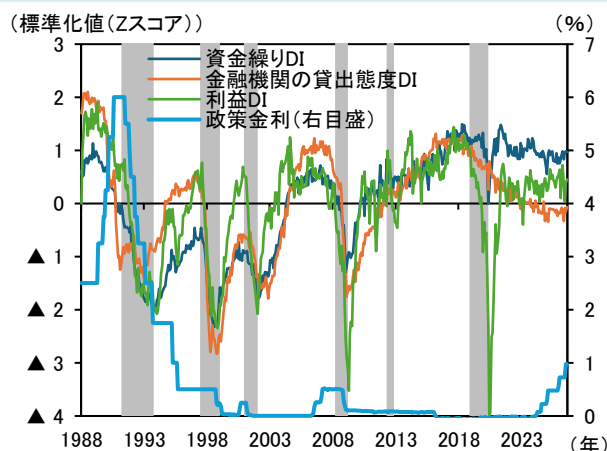
かわらず、資金繰りは良好である。ここから言えることは、金融機関が積極的に貸しているから資金繰りが楽なのではなく、企業が借入れに大きく依存せずに経営できるようになったとみるべきではないか。

図表 2 中小企業の月次 DI



(資料)内閣府「景気基準日付」、日本政策金融公庫「中小企業景況調査結果」
(注)政策金利は無担保コールO/N物金利と公定歩合で接続。DIはグラフ表示期間の平均及び標準偏差を用いて標準化。シャドーは景気後退期

図表 3 中小企業の月次 DI(標準化後)

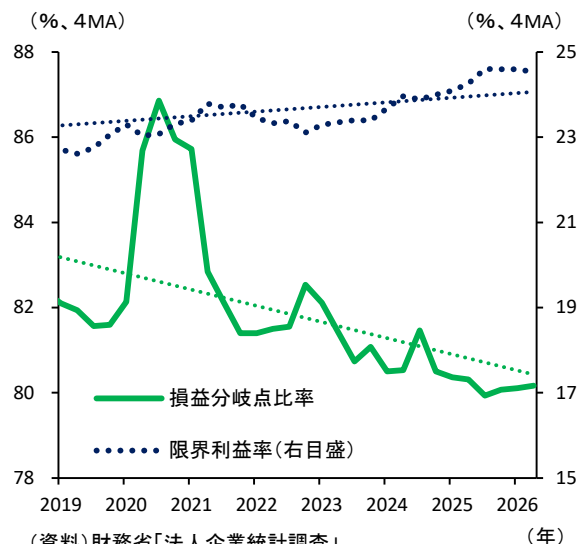


(資料)内閣府「景気基準日付」、日本政策金融公庫「中小企業景況調査結果」
(注)政策金利は無担保コールO/N物金利と公定歩合で接続。DIはグラフ表示期間の平均及び標準偏差を用いて標準化。シャドーは景気後退期

2. 改善を続ける中小企業の収益性

■ では、なぜそのようなことが起きるのだろうか。財務省の法人企業統計調査を用いて、その背景を簡単に考察してみたい。図表 4 は、近年の中小企業(資本金 1,000 万円以上 1 億円未満の企業)の限界利益率と損益分岐点比率を示している。売上高に占める限界利益(売上高から変動費を控除)の割合を示す限界利益率は着実に改善しており、足もとでは長期のトレンド線を上回る改善をみせている。また、それと同時に損益分岐点比率も着実に低下を続けており、売上高の減少といったストレスに対して、耐性を高めていることがうかがわれる。この間、原材料価格や人件費は増加傾向にあるものの、価格転嫁の進展等により(少なくともマクロレベルの話として)収益力は改善傾向にあることが示唆される。

図表 4 中小企業の限界利益率および損益分岐点比率



(資料)財務省「法人企業統計調査」
(注)全産業(除く金融業・保険業)ベース(以下同じ)

3. 堅実経営が金利感応度を下げた

■ 他方で、図表 5 に示す通り、設備投資への配分は限定的で、労働分配率も緩やかな低下傾向にある。設備投資はおおむねキャッシュフローの範囲内で実施されており、労働分配率も大企業に比べれば高いものの、長期的には低下している。こうした企業行動は、バブル崩壊の経験と無関係ではないだろう。過剰債務、過剰設備、人員過剰の調整に長い時間を要した企業は、借入れと固定費を抑え、売上高が減少しても赤字になりにくい経営改革を進めてきた。その結果、低金利環境が続いても借入れを増やしてまで投資すること

はなく、逆に金利が上昇しても経営への影響を受けにくい財務構造が形成されたと考えられる。この点、図表6をみると、現預金が金融機関借入金を超過しており、金融機関借入金ベースのネットキャッシュポジションはプラスになっているのである。

- こうした長年にわたる堅実経営によって、中小企業が金利の変化に反応しにくくなった面は否定できない。実質金利がマイナスだから利上げに耐えられるというより、そもそも借入れや投資に慎重であるため、金利が企業行動に影響しにくくなっている面があるのだろう。実際、TDB(2026)によれば、設備投資の予定が「ある」と答えた企業(大企業を含む)の資金調達方法をみると、「自己資金」が58.3%と「金融機関からの借入金」(26.6%)を大きく上回っている。

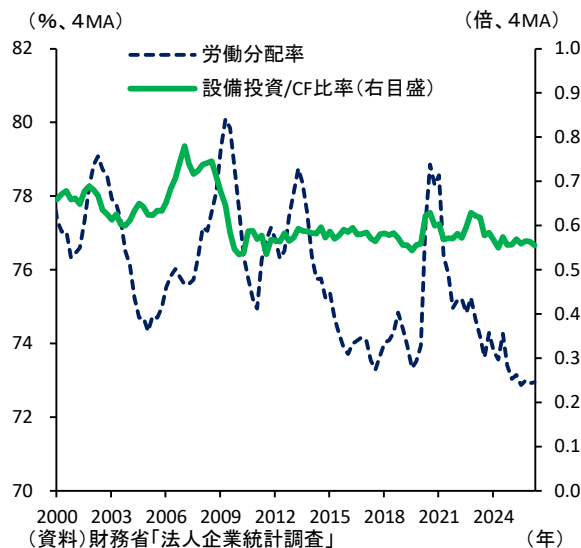
4. 利上げ耐性を経済の強さとみなせるか

- この点は金融政策を考える上で重要である。金融の引き締め(緩和度合いの調整を含む)は、通常、金利上昇を通じて借入れや設備投資を抑え、需要を調整する。しかし、現在の中小企業には、借入を増やしてまで設備投資を拡大させている姿はみられない。需要を抑制すべき状態と言えるほど投資が強くない一方、内部資金が厚いため利上げには耐えられる。利上げに耐えられることと、利上げによって抑えるべき需要の強さが存在することが一致していないのである。

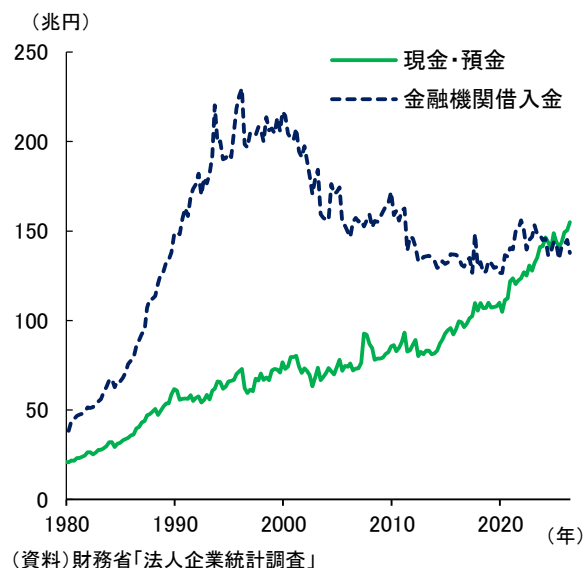
- もっとも、だからといって金融政策の影響がなくなるわけではない。内部資金が厚く、価格転嫁ができる企業は金利が上昇しても影響を受けにくい一方、価格転嫁が難しい一部のサービス業や、借入依存度が高い企業、これから借換えを迎える企業などには確実に影響が強まっていく。この点は、利上げペースの加速が今後意識される中で、より慎重にみていく必要がある。

- 企業金融全体が安定していることは、追加利上げの判断を正当化しよう。しかし、その安定を経済の力強さと読み替えることができないのが今の日本の実情ではないか。現在の企業は、成長力が高まったから金利上昇に耐えられるのではなく、借入れと固定費の増加を抑制し、手元資金を使い切らない堅実経営を続けているから耐えられているとも換言できる。少なくともこれまでの利上げによって、企業金融環境が大きく変化する気配はみられていない。しかしながら、これは日本経済の成長力が高まった結果と必ずしも言えないところに、今の日本経済の厳しさと、それに対峙する金融政策判断の難しさを感じさせられる。

図表5 中小企業の労働分配率と設備投資キャッシュフロー比率



図表6 中小企業の現金・預金と金融機関借入金



以上

【参考文献】

- 飯田(2026) 飯田馨「日本経済:企業の金融環境が引き締め方向に転じた意外な業種とは?」(2026 年 4 月 17 日付長野経済研究所コラム)
- TDB(2026) 帝国データバンク「2026 年度の設備投資に関する企業の意識調査」(2026 年 5 月 22 日付)

【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、当研究所は一切責任を負いません。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。