

Point of View～エコノミストの見方～ No.69

日本経済 2026年 10月 6日

貸出増加は金融緩和の証左か～インフレと在庫負担で押し上げられる資金需要～

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

- 銀行・信用金庫の貸出残高は高い伸びを続けているが、企業向け資金需要 DI は、現在の景気拡大に比べて特に強いわけではない。運転資金向け、設備資金向けともに、価格上昇の影響を除いた実質貸出は名目値でみるほど増えておらず、貸出増加を企業の実質的な活動量の拡大と捉えることは難しい。
- 足元の貸出増加は、金融緩和によって企業の資金需要が強く刺激された結果というより、原材料や設備の価格上昇によって、事業を維持するための所要資金が膨らんだ影響もある。とりわけ運転資金では、在庫単価の上昇に加え、在庫率も上昇しており、サプライチェーンの寸断を経験した企業は在庫を以前より厚く保有している。
- コストの増加や名目上の経済成長などによって企業の資金需要が増加する一方、景気拡大が企業の収益や返済能力を支えているため、銀行は増加した資金需要に応需できる。このため、貸出残高や資金繰り判断が良好であることだけをもって、金融環境がなお緩和的と判断することには限界がある。このため、今後の利上げの影響は、設備投資や採用、賃金設定など、企業が裁量的に調整できる支出行動に先に表れる可能性がある。

1. 景気拡大に比べて強くない企業の資金需要

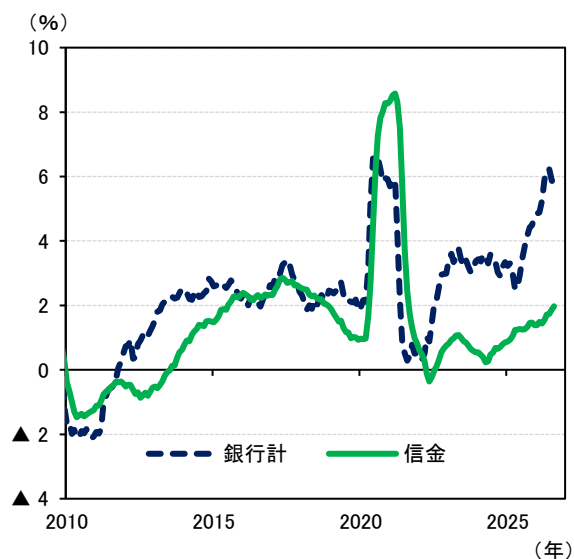
■ 前稿の飯田(2026a)では、企業が借入れや固定費を抑え、手元資金を厚くしてきた結果、金利上昇への耐性が高まったことを指摘した。そして、日銀は、1.25%への利上げを決めた9月の金融政策決定会合後も、銀行貸出は高い伸びを続けており、企業の資金繰りや金融機関の貸出態度判断も緩和水準にあることを踏まえ、金融環境はなお緩和的と評価している(図表1)。

しかしながら、貸出が増えているのは、金融緩和によって企業の資金需要が刺激されているからなのだろうか。むしろ、物価上昇によって、同じ規模の事業を続けるために必要な資金が増えている面が大きいのではないか。

■ もちろん、足元の貸出増加には、M&A や不動産関連融資、海外向け貸出、設備投資などに伴う資金需要も含まれている。ただし、名目貸出の伸びを、こうした実質的な需要の強さだけで説明できるわけではない。原材料、機械設備、建設工事などの価格上昇によって、従来以上に経済活動を継続するコストが増えていることは指摘しておく必要がある。

そこで、日本銀行の「主要銀行貸出動向アンケート調査」から、金融機関が感じている企業の資金需要を確認した。同調査による企業向け資金需要 DI は、足元でプラスを維持している(図表2)。そして、この指標は、法人企業統計季報の資金需給表における銀行借入金の前年同期差と連動していることが分かる。金融機関が感じている資金需要の強弱は、企業が銀行借入れによって実際に調達した資金の動きを捉えている

図表1 銀行と信用金庫の総貸出平残前年比



(資料)日本銀行

とみて良いだろう。

■ 次に、企業向け資金需要 DI を景気動向指数の一致指数と比較してみた(図表 3)。企業の資金需要は、景気拡大局面では設備投資や事業活動の拡大に伴って増加し、景気後退局面では弱まる傾向がある。一方、金融危機やコロナ禍のような局面では、手元資金を確保するための後ろ向きな資金需要が急増する(飯田(2025))。

■ 足元では景気回復が続いているものの、企業向け資金需要 DI は、過去の景気拡大局面と比べて目立って高いわけではない。実際の銀行借入れとおおむね連動する資金需要 DI がさほど強くない一方、銀行の名目貸出残高は高い伸びを続けており、両者は乖離している。

■ この違いには、指標の性格も影響している。企業向け資金需要 DI は、資金需要の増減を感じる金融機関の広がりを示す一方、貸出残高は実際に貸し出された金額を示す。このため、借入企業や融資案件が幅広く増えていなくても、物価上昇によって1件当たりの所要額が増えれば、資金需要 DI が大きく上昇しないまま、名目貸出残高が増加することはあり得る。

2. 名目貸出を押し上げる物価上昇

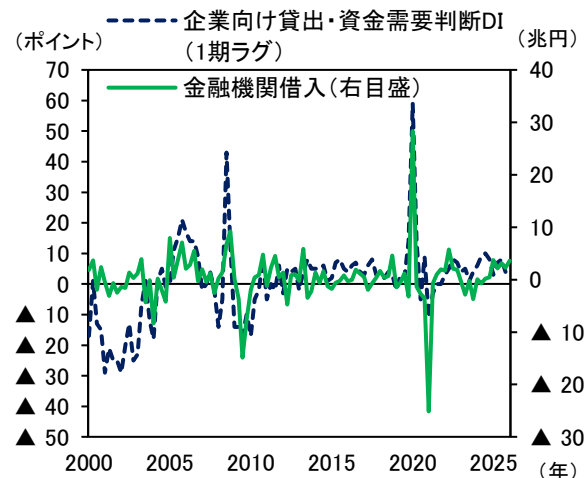
■ この乖離を解釈する上で重要なのが、貸出残高は名目値であるという点である。同じ量の原材料や設備を取得する場合でも、その価格が上昇すれば必要な借入額は増える。貸出残高の増加には、企業の実質的な活動量の拡大だけでなく、物価上昇による所要額の膨張も含まれている。

■ そこで、運転資金向け貸出残高を企業物価指数で実質化してみたところ、名目の運転資金向け貸出は増加しているが、価格上昇の影響を除いた実質貸出の伸びは限定的である(図表 4)。販売数量や生産数量が増えていなくても、原材料や商品の価格が上がれば、企業が同じ規模の事業を続けるために必要な運転資金は増えていると考えられる。

また、設備資金向け貸出も同様である。機械設備や建設工事の価格が上昇すれば、同じ設備を導入する場合でも必要な借入額は増える。設備資金向け貸出残高を SNA の設備投資デフレーターで除して実質化すると、その伸びは一進一退である(図表 5)。

■ 運転資金向け、設備資金向けともに、価格上昇の影響を除いた実質貸出残高の伸びは限定的である。足元の貸出増加は、企業の実質的な活動量が大きく増えた結果というより、原材料や設備の価格上昇によっ

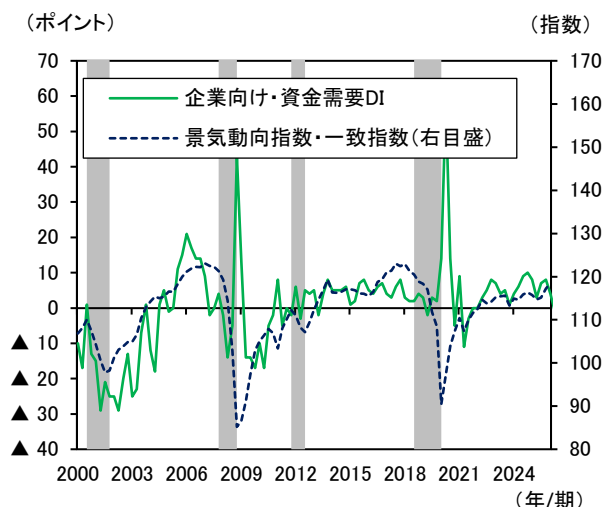
図表 2 企業向け貸出の資金需要 DI と金融機関借入の前年同期差



(資料) 財務省「法人企業統計調査」、日本銀行「主要銀行貸出アンケート調査」

(注) 法人企業統計は全規模・全産業(除く金融・保険業)。以下同

図表 3 企業向け貸出の資金需要 DI と景気動向指数(一致指数)

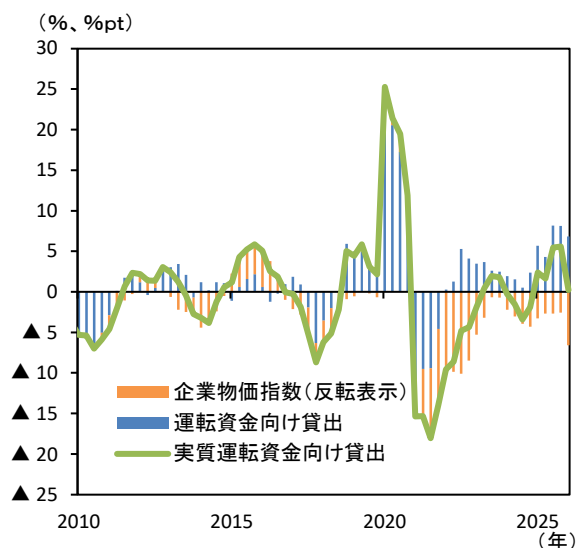


(資料) 日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート調査」、内閣府「景気動向指数」、「景気基準日付」

(注) シャドローは景気後退期。景気動向指数は四半期平均

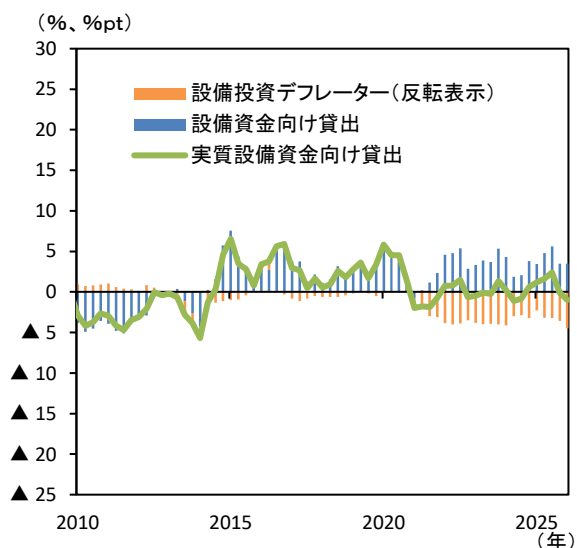
て所要額が膨らんだ影響もある。

図表 4 実質運転資金向け貸出前年比



(資料) 日本銀行

図表 5 実質設備資金向け貸出前年比



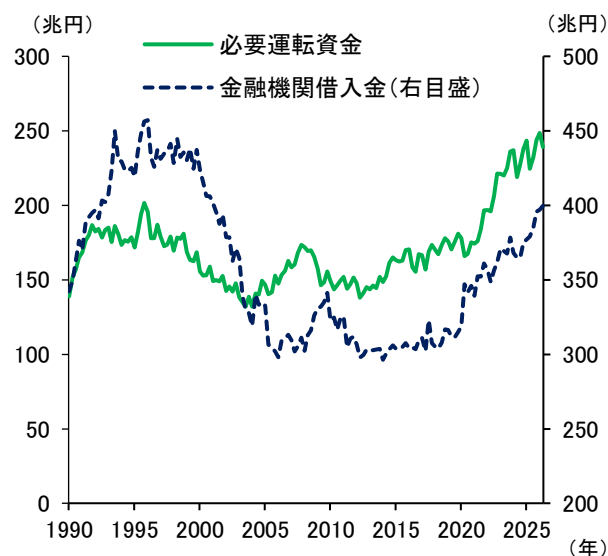
(資料) 日本銀行、内閣府

3. 膨らむ必要運転資金

■ こうした物価上昇の影響が、とりわけ表れやすいのが運転資金である。企業は、商品を仕入れてから販売代金を回収するまでの間、原材料、在庫、売上債権などに資金を投入する必要がある。本稿では、売上債権と棚卸資産の合計から仕入債務を差し引き、企業の必要運転資金を試算した。物価が上昇すれば、販売価格の上昇によって売上債権が増え、原材料や商品の価格上昇によって棚卸資産も増える。一方、仕入債務も増加するため、必要運転資金への影響は、それぞれの変動によって決まる。

■ こうした下で必要運転資金の推移をみると、足元では増加傾向が続いている(図表 6)。企業の名目

図表 6 必要運転資金と金融機関借入金



(資料) 財務省「法人企業統計調査」

取引額が増えるなかで、従来と同じ規模の事業活動を持続するために必要な資金も増加しているのである。

ただし、必要運転資金の金額が増えているだけなら、名目売上高が増えた影響も考えられる。そこで、売上高の増加の影響を考慮した指標として、必要運転資金が月商の何か月分に相当するかを示す運転資金月商倍率も確認した。その結果、運転資金月商倍率は、20 年以降に上昇し、足元では 90 年代以降のピーク圏にある(図表 7)。企業の運転資金負担は、名目売上高の増加以上に重くなっている様子がうかがわれる。

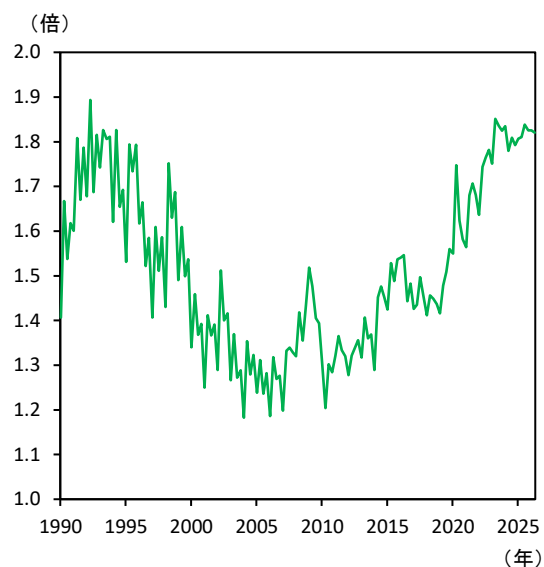
■ さらに、図表 8 で、運転資金月商倍率の内訳をみると、売上債権の月商倍率は大きく変化していない一方、棚卸資産の月商倍率が上昇している。足元の運転資金増加の背景には、主に在庫が影響していることが分かる。このため、単純な物価上昇による名目額の膨張だけでなく、コロナ禍を境に企業が手元の在庫を厚くするといった企業行動の変化も影響していると考えられる。

4. コストを払ってでも在庫を抱える企業

■ 実際、棚卸資産を内訳別にみても、足元では製品・商品、仕掛品、原材料・貯蔵品のいずれも在庫率が上昇している(図表 9)。とりわけ原材料・貯蔵品在庫率は、長らく 1%前後で推移してきたが、直近では 2%程度まで上昇している。また、仕掛品や製品・商品の在庫率も上昇もしている。コロナ禍以降、企業は部材不足や物流の混乱を経験してきたこともあり、原材料や部品の調達が一時的に滞っても、生産や出荷を続けられるように在庫を厚めに確保する動きを反映しているものと推察される。

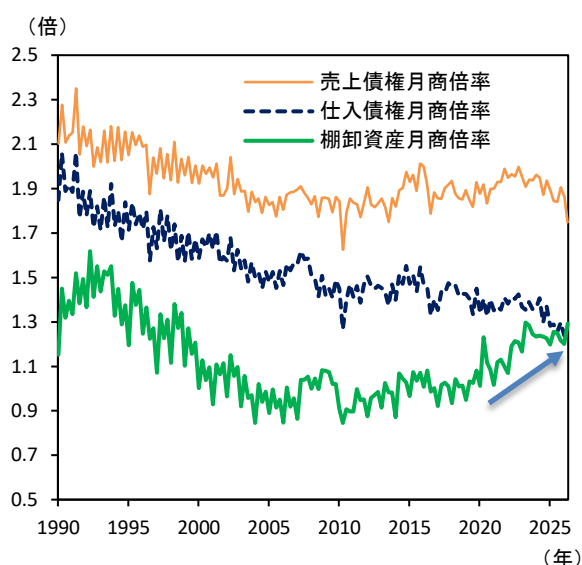
■ なお、在庫率の上昇は、景気減速による販売不振でも起こり得るが、短観の製商品在庫水準判断 DI(自社の製商品在庫水準について「過大」と答えた企業の割合から「不足」と回答した企業の割合を引いて算出)を図表 10 で確認すると、企業の在庫過剰感 はむしろ弱まっている。在庫率が上昇する一方、企業の在庫過剰感が強まっていないことを踏まえると、販売不振によって意図せず在庫が積み上がったというより、やはり供給制約を経験した企業が、必要と考える

図表 7 必要運転資金月商倍率



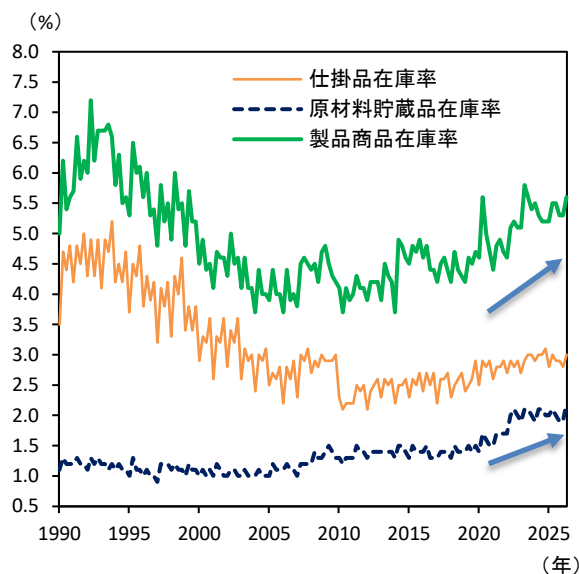
(資料)財務省「法人企業統計調査」

図表 8 必要運転資金月商倍率の内訳



(資料)財務省「法人企業統計調査」

図表 9 棚卸資産の在庫率(内訳)



(資料)財務省「法人企業統計調査」

在庫水準そのものを従前に比べ引き上げた面があるのだろう。

5. 金融環境指標だけではみえない利上げの影響

■ 前稿でみた通り、企業は長年の堅実経営によって手元資金を積み上げてきた。増加した運転資金をまず内部資金で吸収し、不足する部分を銀行借入れで賄うことができれば、在庫負担が重くなっても資金繰りは直ちには悪化しない。9 月短観でも、資金繰り判断 DI と金融機関の貸出態度判断 DI はおおむね横ばい圏で推移しており、金融環境の安定が確認された。一方、借入金利水準判断 DI は上昇しており、企業が必要な資金を調達できる環境に大きな変化はないものの、その調達コストは着実に高まっている。

■ ここで重要なのは、景気拡大と資金需要の因果関係である。足元では、景気拡大が企業の資金需要を強く押し上げているというより、コストの増加などを背景に生じた資金需要に対して銀行が応需しているとみた方が実態に近い印象を受ける。原材料価格や在庫単価が上昇すれば、販売数量や生産数量が増えなくても、企業が必要とする運転資金は増加する。こうして生じる資金需要は、設備投資や事業拡張に向けた前向きな需要とは異なり、現在の実質的な事業規模を維持するための受動的な資金需要と言える。

- 景気が腰折れしない限り、企業の売上高や収益、キャッシュフローが大きく崩れず、返済能力は維持される。このため、銀行が貸出を能動的に増やして新たな需要を作り出しているというより、コスト上昇によって膨らんだ企業の所要資金に応需し、その結果として名目貸出が増加しているとみる方が、GDP の名実乖離が進む現状を踏まえても自然な解釈であろう(飯田(2026b))。企業が必要とする資金を調達できているという意味では、金融環境は引き締めのとは言えないが、逆に企業の実質的な需要が刺激されている状況とも言えない。この点を踏まえると、資金繰り判断、金融機関の貸出態度、貸出残高などの金融環境指標で、金融政策の実体経済への影響を判断することには限界があるように思う。
- 企業は金利が上昇しても、原材料の調達や在庫の確保に必要な運転資金を直ちには減らせず、企業の返済能力が保たれている限り、銀行もこうした資金需要に応じるだろう。一方、設備投資や採用、賃上げなどは、運転資金に比べて実施時期や規模を裁量的に調整しやすい。資金調達コストの上昇に直面した企業は、必要運転資金を確保する一方、設備投資の先送りや投資案件の採算基準の引き上げ、翌年度の賃上げ幅の慎重化などによって対応する可能性がある。このため、今次局面では、金融政策の影響は貸出残高や資金繰り判断よりも、こうした企業の支出行動面に先んじて表れる可能性があると考え、為替動向などを勘案して利上げを行う現状には、こうした危うさがある点もそろそろ意識しておく必要があるのではないか。

以上

【参考文献】

- 飯田(2026a) 飯田馨「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～」(2026 年 9 月 17 日付長野経済研究所コラム)
- 飯田(2025) 飯田馨「景気後退間近?～資金需要動向からみた異変～」(2025 年 6 月 9 日付長野経済研究所コラム)
- 飯田(2026b) 飯田馨「名実ギャップ拡大をどうみるか～マネーの視点を取り入れて考える～」(2026 年 2 月 25 日付長野経済研究所コラム)

【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す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。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。

図表 10 製商品在庫水準判断 DI(全規模)

