第３章　DOR 定期調査と30年

第１節　金融・物価

１．1990年代以降の金融環境と金融政策

DOR「金融動向」の特徴をみるに際し，30年間の金融・経済状況を思い起こしておくことが有用であろう。以下，日本銀行の金融政策を軸に大まかに振り返っておこう。

1990年代初頭に６％であった公定歩合は，景気後退あるいは90年代後半の金融混乱もあって矢継ぎ早に引き下げられ，1999年には「ゼロ」となった（ゼロ金利政策）。2000年夏に同政策は解除されたが，IT バブル崩壊の余波を受けて秋頃から景気後退が明らかになると，2001年３月にはゼロ金利の復帰と「量的緩和政策」の導入が決定された。

2002年初頭からの長い景気拡張期は「実感なき景気回復」と評されたように，成長ペースは緩慢で物価や賃金も上がらず，大企業の利益が回復してもその恩恵は中小企業・個人にまで及ばなかった。それでも「インフレ基調になった」ことを理由に2006年に引き締められた金融政策は，世界金融危機による「景気の下振れリスク」軽減のため2008年に再び緩和され，それからしばらくの間，金融当局は危機対策に追われたことはまだ記憶に新しい。

危機後も金融緩和効果を実感できない市場はより刺激的な政策を求め，異例だったはずの金融政策は2010年代に入ってエスカレートした。2013年４月からの「量的・質的金融緩和政策」[1)]，2016年１月の「マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策」，そして今日まで続く同年９月からの「長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策」である。

「わずかでも打つべき手が残っているのなら打ち尽くしてみるのも選択肢」――こういって他に類を見ない金融政策の「実験」が始まって2019年で20年の月日が過ぎた。資金繰り DI の推移[2)]は，上記のような経済状況・金融環境の変化を反映して山と谷を描いている（**図表３－１－１**）。とりわけ資金繰りが厳しい状況時には，中小企業向けの金融支援策が幾度も展開されてきた[3)]。しかし一方で，この20年の間に地域金融機関の淘汰が進み，公的金融は縮小方向で改革が進められるなど，中小企業をとりまく金融制度は弱体化してきたといえよう。

２．DOR 金融動向調査とその特徴

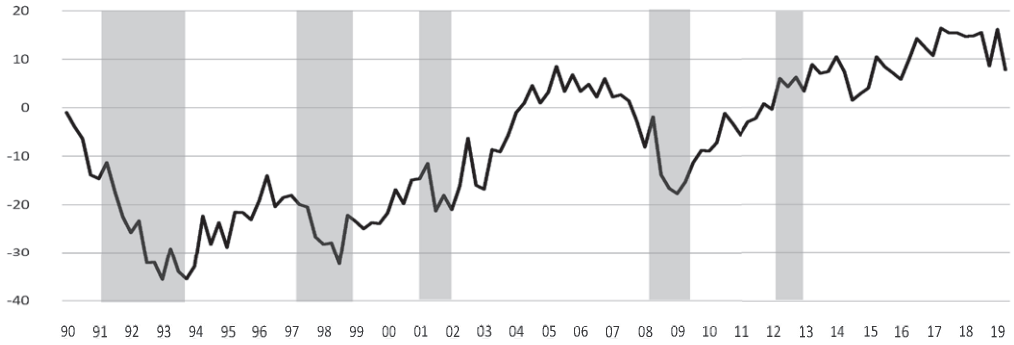
このように，DOR の30年は日本の厳しい金融環境の歴史でもある。とはいえ，この間にも DOR には金融環境の変化を物語る結果や特徴を見出すことができる。ここではいくつかの金融統計と DOR を重ねながら，会員企業による金融環境の見方・回答の特徴や本調査の意義を再確認していきたい。

（１）市場金利の変化と借入金利 DI

まず，資金調達において重要な要素である長短金利の変化と，会員企業に提示された金利の変化（借入金利 DI）をみてみよう。借入金利に関する項目は，日銀「短観」や中小機構の「中小企業景況調査」，日本政策金融公庫の「全国中小企業動向調査」のいずれにもなく，その動向を検討して現況分析に利用できることは DOR の強みである。

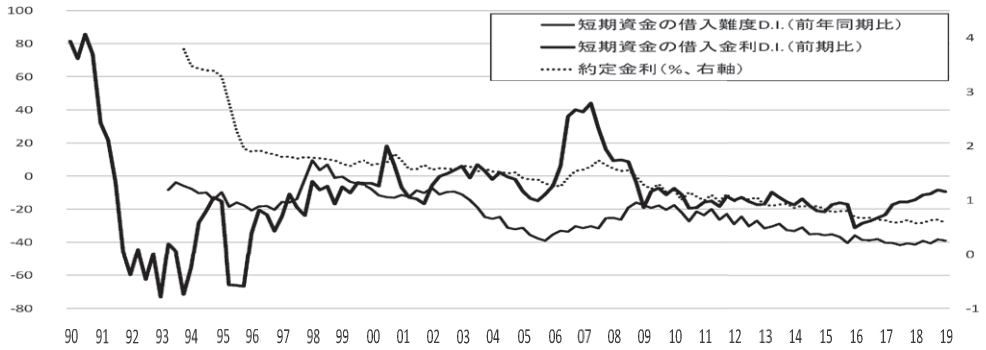
図表３－１－２は短期資金に関する借入難度 DI，借入金利 DI および銀行の約定金利の推移について，同様に**図表３－１－３**は上記指標に

図表３－１－１　資金繰りDIの推移（全産業）



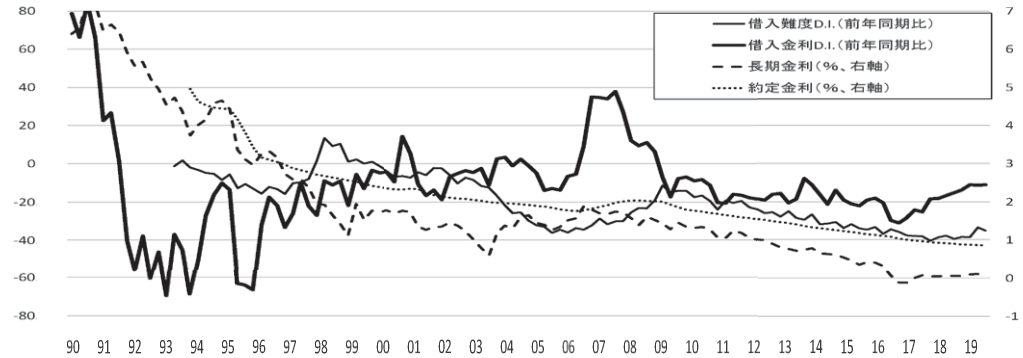
注）網掛けは景気後退期。
出所：「DOR」データより作成。

図表３－１－２　短期資金の資金調達環境



注１）借入難度ＤＩは前年同期比で「困難」－「容易」割合，借入金利は前期比で「上昇」－「低下」割合。
注２）約定金利は，国内銀行による「新規」貸出の３か月の平均。
出所：「DOR」データおよび日本銀行「貸出約定平均金利の推移」より作成。

図表３－１－３　長期資金の資金調達環境



注１）借入難度DIは前年同期比で「困難」－「容易」，借入金利は前期比で「上昇」－「低下」。
注２）長期金利は10年国債の営業日の３か月平均。約定金利については図表３－１－２と同じ。
出所：「DOR」データ，日本銀行「貸出約定平均金利の推移」および財務省「国債金利情報」より作成。

長期金利を加えた長期資金に関する指標の推移を示している。このなかで借入金利 DI と市場における金利（約定金利および長期金利）の関係をみると，長短資金とも２つの特徴的な時期をみることができる。ひとつは1990年代の約10年，いまひとつは2006 ～ 08年にかけての約３年である。前者から順にみよう。

前述の通り，1990年代はゼロに向かって政策金利が低下し，それを受けて長短の市場金利が急速に下がった。こうした金利動向を反映して1990年代初頭の DOR の借入金利 DI は「上昇超過」から「低下超過」へ一挙に転じた。その低下スピードからは，提示された金利が毎期ごとに低下し続けた会員企業のインパクトの大きさをうかがい知ることができる。

さらに興味深いのは1990年代後半である。提示される金利の低下速度が落ちると借入金利 DI の変化方向は水平に近くになることは想像に難くないし，実際この間も借入金利の「横ばい」回答はそれまでよりも１～２割程度増えている。しかし，「上昇」と「低下」をみると，市場金利は低下傾向にあるのに，DOR への回答で「低下」とする会員企業はそれまでよりも10％ポイントほど減り，逆に「上昇」と回答する企業が５％ポイントほど増えるのである。

知られるように，当該期は大手銀行や証券会社の破綻による信用リスクの高まり，早期是正措置発動の準備などによって金融機関の貸出態度が慎重になったいわゆる貸し渋りが問題視された時期である。この時期には，金融機関が安全資産である国債の投資を増やしたために国債利回り＝長期金利が低下する反面，民間取引では金利に上昇圧力がかかった。それでも約定金利の上昇がそれほどでないのは，大企業のリスク・プレミアムが小さかったことが反映されていると思われる。対して DOR が示すのは，リスク・プレミアムの高い中小企業向けの金利が強い上昇圧力を受け，貸し渋りのなかで資金調達に窮したという事実である。ここに大企業と中小企業との格差，マクロの金融統計では把握しにくい中小企業金融の特徴をみることができる。

第２の時期――2006 ～ 08年――に移ろう。この時期の DOR の特徴は，2006年半ばから上昇する長短の市場金利の動きに先んじて借入金利 DI が急上昇している点である。借入金利 DI は前期に比べた金利の変化を答えるものであるから，実際の金利の変化よりもワンテンポ遅れることは考えられる。しかしこの時期に借入金利 DI が実際の金利に先んじて上昇したということは，日本全体として景気拡張期にあったにもかかわらず，その恩恵を感じないまま会員企業は金利上昇前に敏感に金利上昇圧力を捉えたことになる。「実感なき景気回復下における金融引き締め･市場金利の上昇」が中小企業にとってセンシティブなものであることを示す重要な事例といえよう。

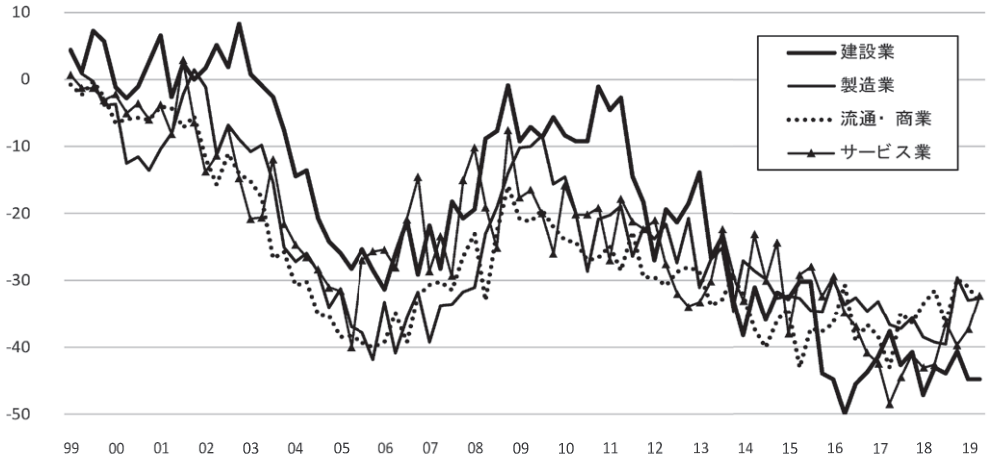
なお付言すれば，2016年以降，市場金利が横ばいであるにもかかわらず，借入金利 DI は依然として水面下ながら上昇を続けている。こうした動きが第２期でみた市場の金利上昇を先取りする会員企業の回答であるのか否かはわからない。しかし，３年にわたって続くこの“不気味”な乖離について注意深く検討していく必要がある。

（２）借入金利 DI と借入難度 DI

DOR では，資金調達の難しさを借入難度 DI で近似させて把握している[4)]。しかし，会員企業は借入難度を当該期の金融環境，金融機関側・企業側の要因等で総合的に判断していると考えられるため，その変化方向・程度を特定の要因のみで説明することは難しい。この限界を踏まえつつ，ここでは借入金利 DI と借入難度 DI との関係についてみてみよう。

他の条件が一定とすれば，借入金利の上昇は借入難度の上昇に，借入金利の低下は借入難度の低下とほぼ一致しよう。ところが，両者の推移をみると，相反して動いたり〔パターンＡ〕，同じ方向だが一方の変化がかなり大きい〔パ

図表３－１－４　長期資金の借入難度 DI の推移（業種別）



出所 :「DOR」データより作成。

ターンＢ〕時期を確認できる。

〔パターンＡ〕の典型は2002 ～ 05年にかけての時期である。この時期には，景気回復期待やアメリカの金利上昇などによって市場の金利が上昇し，それにともなって借入金利 DI が水面下を脱して上昇しはじめたにもかかわらず，景気拡大を受けて金融機関が条件設定などの面で貸出姿勢を緩和しようとする動きもみられるようになった結果，借入難度の容易化が進んだと考えられる。

〔パターンＢ〕は，ともに上述した1990年代後半と2006 ～ 09年が典型的である。前者の時期には，国内外の金融危機による信用リスクの高まり等によって，金融機関の貸出態度が一挙に難化したことが金利上昇との乖離を生んだ。いわゆる貸し渋りである。他方，後者の時期には，（水面下ながら）借入難度 DI が高まっているが，こちらの場合には金融引き締めの影響を受けて借入金利 DI が急上昇したことで大きな乖離が生まれている。「実感なき景気回復下における金融引き締め」のインパクトはそれほど大きかったのである[5)]。

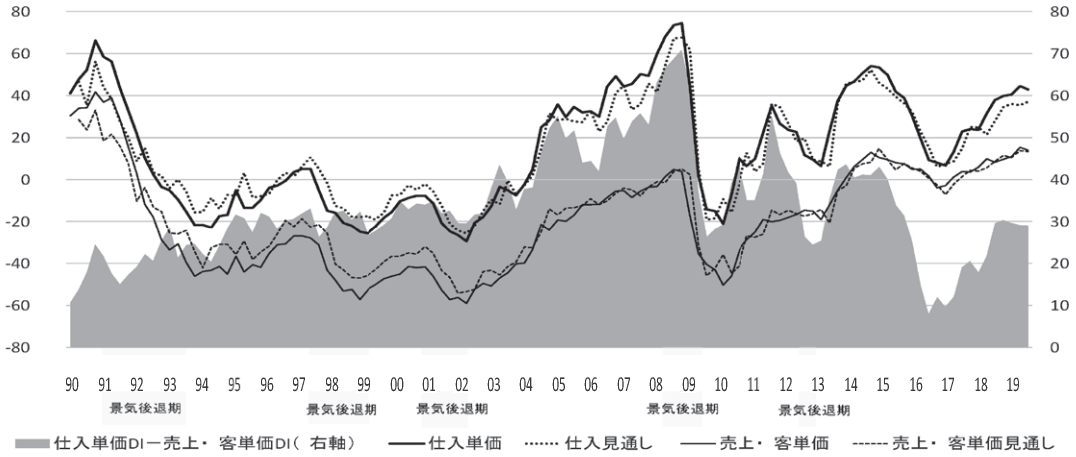
以上のように，借入金利の動向によってのみで借入難度を説明するのは難しい。しかし逆に言えば，借入金利動向だけでは説明できないような時期に，中小企業の資金調達環境には何らかの事態・混乱が生じている場合が多いのである。

（３）業種間の特徴

では，業種別の特徴はあるのだろうか。長期資金について業種別の借入難度をみると，建設業の借入難度 DI が他３業種よりも高い場合が多いことをみてとれる。特に1999年以降の時期を取り出した**図表３－１－４**をみると，2000 ～ 04年および2009 ～ 11年の時期にそのことが明確である。みられるように，他の３業種の借入難度 DI が低下し始めても建設業のそれは高止まりの状況を続け，数年のブランクを経て容易化が進み始めている。なかでも借入難度がゼロを上回る「困難超過」が続いた1990年代後半から2000年代初頭は，資金需要のある建設業企業にとっては資金調達が極めて厳しい時期であったに違いない。

それゆえに，2016年から今日までをみると建設業の借入難度 DI がその他業種に比べて容易な状況が続いていることは特筆すべき事態といえよう。なぜこうした事態に転じたのかについては，業種別の検討「建設業」での分析に委ねたい。

図表３－１－５　仕入単価と売上・客単価 DI の推移



注）「見通し」については，脚注７を参照。
出所：「DOR」データより作成。

３．「デフレ」下の日本と DOR 物価動向

金融政策は，景気の平準化を期待されることが多いが，その一義的な目的は物価の安定にある。したがって，先にみた金融政策の「迷走」は日本経済が「デフレ」から脱していないことの裏返しである。しかし他方で，この間には国際商品価格は国際的需給や政治経済事情によって時に大きく変動した。このような国内・国外の価格動向のなかで DOR の仕入単価，売上・客単価はどのように変化してきたのであろうか[6]。

図表３－１－５は，仕入単価と売上・客単価およびその格差とそれぞれの次期見通し[7] を示している。まずは実線で示した仕入単価と売上・客単価と面で示したその格差の推移をみよう。ここからみることのできる特徴は以下の諸点である。

第１に，景気拡大局面では売上や利益が向上し，需給ギャップが改善することなどから，仕入および売上・客単価のいずれも上昇する傾向にある[8]。第２に，常に仕入単価の上昇が売上・客単価の上昇を上回っており，その限りにおいて売上・客単価は仕入単価の上昇に追随するかたちで上昇してきた。しかし，そこに生じる格差は中小企業にとって重要な意味を持っている。例えば2003 ～ 08年頃には猛烈な勢いで上昇する仕入単価が会員企業を襲い，仕入単価と売上・客単価との格差が大きく開くなどコスト増加分を販売価格に転嫁できずに収益環境が脅かされた。背景として新興諸国の経済発展を受けた国際商品市況の高騰が指摘されたが，今やこうした原因は一過性のものではなくなり，30年の間に仕入単価動向を左右する重要な一要因になったのである。

そして第３に，仕入単価の上昇は先の景気拡大による良い結果としてのみならず，需給逼迫による仕入先企業からの値上げ要求の高まりの結果である場合も多い。大企業と比べて中小企業は価格転嫁が容易ではないから，その結果であるコストの上昇は，売上・客単価の上昇，売上額増加に伴う利益増加の影響を打ち消し，それどころか収益に対してマイナスに作用する場合もある。

ところで，次期見通しはどの程度まで翌期の単価と一致するのだろうか。**図表３－１－５**をみると，1990年代後半には両方の単価とも実際の結果よりも前期の見通しのほうが高く予想されていたことが多かった。ところが，2000年代以降は売上・客単価が見通しとほぼ一致するの

に対し，仕入単価は前期調査の見通しを上回ることがやや多くなっており，予想を超える仕入価格の上昇が会員企業を襲っていることがうかがえる。なかでも上述の2003～08年頃にその特徴は明確にみられる[9)]。

「デフレ下の日本で国際商品価格の乱高下の影響が高まりつつある」といったことを除けば，調査が示す以上のことは新しいことではない。「見通し」は実際の数字とほぼ一致する高い精度である――とりわけ2000年代以降――ことを自覚しながら価格管理を厳格化すること，そして価格転嫁をスムーズに行える体力と差別化を図っていく必要があることを示しているのである。

4．DOR 金融調査と残された課題

本節のむすびに代えて中小企業金融の実態を明らかにするために，DOR の意義と残された課題をいくつか取り上げておきたい。

例えばすでにみたように，中小企業が景気拡大の恩恵を感じることなく将来不安を抱えたままマクロ統計の改善に基づいて行われる金融引き締め策は，中小企業にとって深刻な事態を招きかねない。それが DOR30年の経験から得られた知見であった。それゆえ，大企業を含めたマクロ統計のみならず，中小企業を対象にした DOR が行われる意義がある。

しかしこの調査をより有効なものにするためには，限られた質問項目のなかで DOR 回答の意味するところを読み取る不断の工夫が必要になる。例えば上述のように，借入金利 DI の変化だけでは説明のつかない借入難度 DI という総合指数をどのように理解していくのかが重要な局面がありうる。それゆえ我々は，資金調達環境の変化を敏感にとらえるためにその他指標も含めた総合的分析あるいは分析力が必要になろう。

またより大きな課題としては，中小企業の資金需要と銀行貸出をめぐる理論的・実証的解明がある。すなわち，30年の厳しい環境の下で中小企業への貸出残高が低迷を続けているという事実をめぐって生じる対立的見解――金融機関側が貸さない・貸せないのか，企業側に資金需要がないのか――をどのように捉えるかという課題に取り組む必要がある。これらへの回答なしに有効な施策を提起することはできないからである。この課題に取り組むためには，統計の利用にとどまらず，会員を中心とする中小企業と金融機関そして行政に対するヒヤリングなど丹念な調査が必要になろう。

（飯島寛之・立教大学経済学部准教授）

注

1）「量的・質的金融緩和」については，飯島寛之（2015）「『量的・質的金融緩和』と中小企業」『企業環境研究年報』第19号を参照されたい。

2）紙幅の関係で図示およびその仔細を論じられないが，資金繰りの推移を業種別にみると，製造業と流通・商業は業種全体の動きとほぼ同一かそれをわずかに上回って推移してきたのに対し，1990年代後半から建設業（2013年頃まで）とサービス業（2008年頃まで）は全体を下回って窮屈な時期が多かった。特に建設業の資金繰りの厳しさは借入難度の困難さとも無縁ではない。この点については，本稿２（３）を参照のこと。

3）例えば1998年の中小企業金融安定化特別保証制度あるいは2009年成立の中小企業等金融円滑化法にもとづく金融機関からの借り入れは大規模なもので，倒産の防止に一定の役割を果たしてきたことも指摘されている。これらの施策については，藤井一裁（2016）「中小企業金融の円滑化に向けた金融行政の取組」『立法と調査』No. 380および金融庁，中小企業庁ウェブサイトなどを参照されたい。

4）借入難度に関する調査は中小企業の景況調査を実施する多くの機関で行われているが，DOR 同様に「前年同月比」で調査を行っている日本政策金融公庫（以下，日本公庫。データは https://www.jfc.go.jp/n/finDIngs/tyousa_sihanki.html から採録した。）の調査と DOR の比較結果を３つ簡単に紹介しておこう。第１は，全体を通じて両者の動きは類似している点，第２に，日本公庫の結果に比べて DOR は難度が高く（＝難しいと感じる感応度が高く），しかも回復の程度が鈍い点，第３に，2000年以降については，DOR が長期資金よりも短期資金のほうがわずかに難度の高い時期がみられるのに対し，日本公庫の調査では長期資金よりも短期資金のほうが明確に借入難度が高いという点である。第２の点は対象企業の規模に起因している可能性が考えられるが，第３の相違の理由につ

いては，別途検討が必要であるかもしれない。

5）また2016年以降も借入難度 DI が横ばいであるのに対して，借入金利に継続的に上昇圧力がかかり，借入金利 DI の「低下」超過幅が縮小し続けているため，両者は“蛇が口を広げた”ような関係となっている。この特徴的な時期については別途検討したい。

6）単価についても，DOR と比較可能な日本公庫との比較結果を簡単に紹介しよう。1990年代央以降，両調査は一定の間隔を保ちつつ，ほぼ類似の動きをしてきた。ただし，2010年以降，DOR の売上・客単価と日本公庫の販売価格とが重なることが目立っている。DOR 回答企業の単価が上がった結果なのか，日本公庫の調査回答企業の価格が伸び悩んでいる結果であるのかは不明であるが，回答企業の属性から考えて重要な変化といえるのではなかろうか。

7）次期見通しについては，前期調査での見通しが結果とどの程度ズレが生じたかをみようとする意図から，例えば1990年１～３月期での「見通し」を４～６月期に示すなどA期の次期見通しを翌期に示している。

8）調査開始以来，基本的には「景気後退期の単価下落」という関係性がみられるが，2014～16年にかけての単価上昇圧力の低下はこの例外として注目される。

9）2000年１～３月期から2019年４～６月期の78回の調査中，売上・客単価 DI. が前回調査の見通しを上回ったのは33回であったが，仕入単価 DI については45回と半数を超えており，見通しを超える強い上昇圧力を受けることが多かったことがわかる。