

資金余剰の度合いを強めた国内民間部門

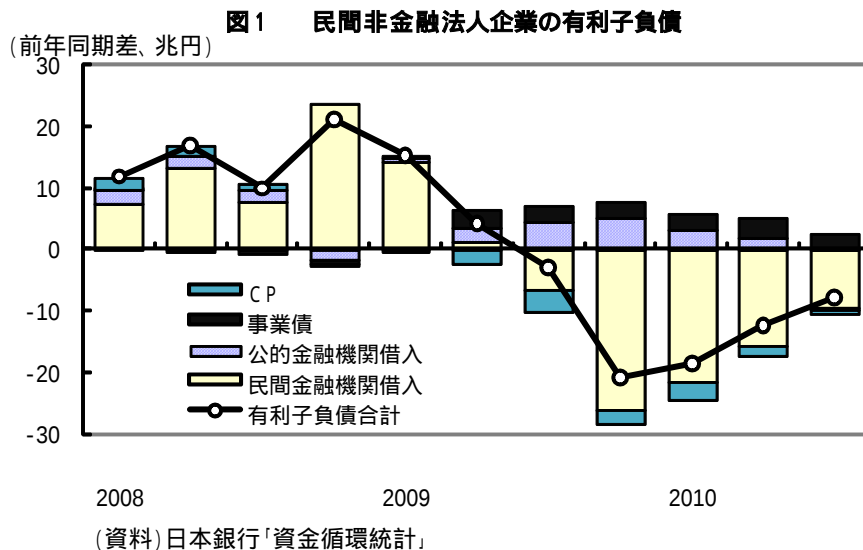
～国民経済計算最新データを中心に～

2010 年 12 月末に公表された内閣府「国民経済計算」の最新データを中心として、国内家計・企業部門の資金を巡る動きを確認したもの。

直近 2009 年度は企業部門・家計部門ともに資金余剰幅を大きく拡大させており、双方において保有する預金残高は増加している。現時点における企業収益・家計所得などの見通しから判断する限り、向こう数年は、家計・企業の両部門とも比較的高水準の資金余剰の状態が続くと見られ、銀行預金を通じて国債需要を支え続ける姿は変わらないと見込まれる。

1. 資金余剰幅を急拡大させた国内企業部門

日本銀行「資金循環統計」から、一般事業会社部門（統計上では「民間非金融企業」に相当、以下では「企業部門」とする）の有利子負債（金融機関借入、事業債、C P の合計）の前年同月差を見たのが図 1 である。

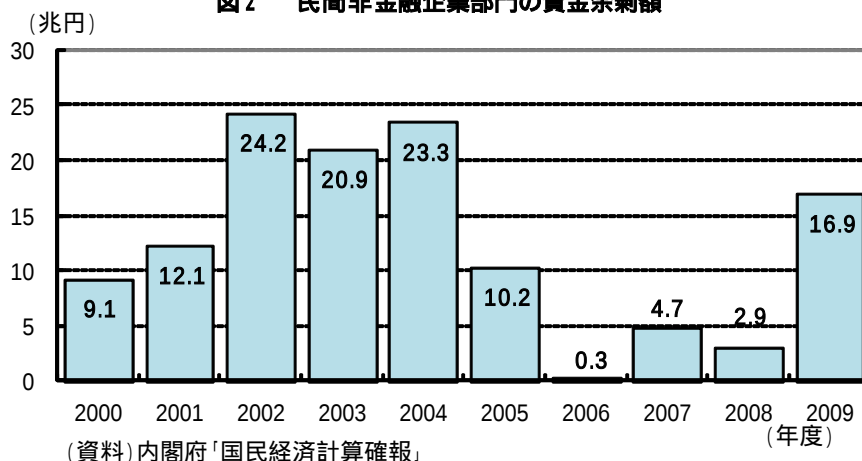


リーマン・ショック直後の 2008 年末には、国際金融市場の混乱に伴って直接金融市場の機能が麻痺した。その時に国内企業の間で、念の為に手許資金を確保する動きが広がり、民間金融機関からの借入を中心に有利子負債が急増した。2009 年に入ってから、金融市場の混乱が収束するとともに増加ペースは鈍化し、年末には反動減によって前年差マイナス幅が最大となった。そして、リーマン・ショックによる急増の反動減が現れる期間が過ぎた 2010 年以降も、なお前年比マイナスが続いており、企業部門の資金需要が弱くなっていることがわかる。

この背景には、企業部門の資金が余剰になっていることがある。内閣府「国民経

「済計算確報」によると、企業部門におけるキャッシュフローから設備・在庫・土地といった実物投資を引いた資金余剰額は 2009 年度に +16.9 兆円と、2008 年度の +2.9 兆円から大幅に拡大したことが、それを裏付けている（図 2）。

図 2 民間非金融企業部門の資金余剰額



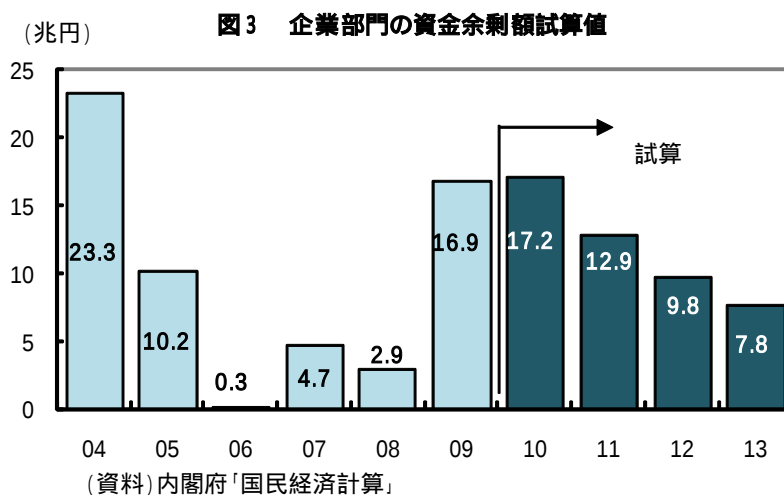
この資金余剰拡大の背景をやや詳しく見ると、2009 年度は当期利益が前年比プラスになったこともあってキャッシュフローがほぼ前年並み（前年比▲0.3%）を維持した一方で、設備投資と在庫の大幅な削減により、実物投資合計が 73.1 兆円から 59.2 兆円まで 13.9 兆円、率にして 19%も減少したために資金余剰額が大幅に拡大、これが有利子負債減少の大きな要因になったことが確認できる（表 1）。

表 1 民間企業部門 資金余剰額の変動要因

	(兆円)								
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	08→09 変化
経常利益	38.9	43.1	49.6	50.0	55.2	58.4	40.0	39.3	▲ 0.7
(▲) 配当支払	7.4	8.2	9.8	14.1	17.8	14.8	12.8	12.8	▲ 0.0
(▲) 税その他支払	11.4	11.8	13.3	16.1	17.7	17.8	12.6	8.5	▲ 4.1
当期利益(1)	20.1	23.1	26.5	19.8	19.7	25.8	14.6	18.1	+ 3.4
減価償却費(2)	53.7	58.5	60.0	59.2	60.4	61.3	60.7	56.9	▲ 3.8
キャッシュフロー(1)+(2)	73.8	81.6	86.4	79.0	80.2	87.1	75.3	75.0	▲ 0.3
設備投資(名目)(3)	56.9	59.3	62.7	67.9	72.4	73.8	69.1	56.5	▲ 12.7
在庫投資(名目)(4)	▲ 0.5	0.0	1.5	1.1	2.3	2.9	0.5	▲ 3.7	▲ 4.2
土地純購入(5)	▲ 5.0	2.5	0.0	0.7	5.6	6.2	3.4	6.4	+ 3.0
実物投資合計(3)+(4)+(5)	51.4	61.8	64.2	69.7	80.4	82.8	73.1	59.2	▲ 13.9
その他	1.8	1.1	1.1	0.9	0.5	0.5	0.7	1.0	+ 0.4
資金余剰額	24.2	20.9	23.3	10.2	0.3	4.7	2.9	16.9	+ 13.9

(資料) 内閣府「国民経済計算」

2010 年度以降の資金余剰額がどうなるかを、当部が現時点で想定している利益、および設備・在庫投資額の見通しに基づいて試算したところ、2010 年度は 2009 年度と同水準を維持し、2011 年度からは縮小に向かうものの、当面高い水準が続くという結果になった（次頁図 3）。

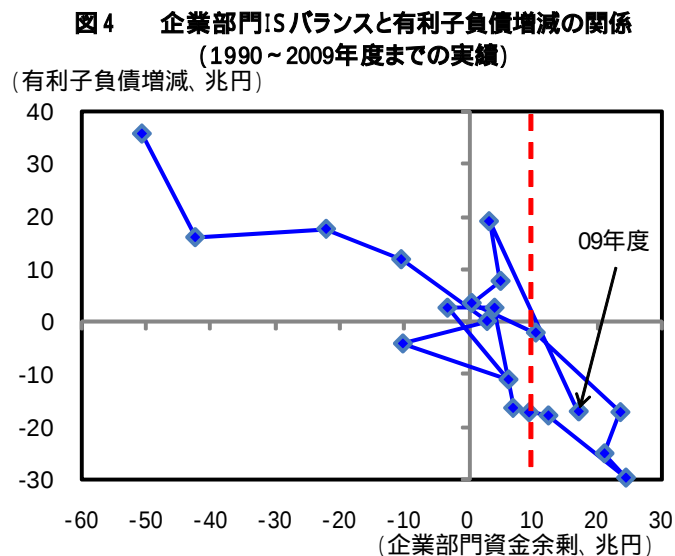


(試算の前提条件、前年比増減率)

	09(実)	10(予)	11(予)	12(予)	13(予)
営業余剰	+0.6	+20.0	+6.0	+4.0	+2.0
固定資産投資	▲18.3	+5.0	+4.6	+5.0	+4.1

既に公表されている7-9月期までのGDP速報を踏まえると、2010年度は固定資産投資が増加に転じるのがほぼ確実であり、これ自体は資金余剰額を縮小させる要因ではある。しかし、利益の回復が先行して投資以上に増加するため、資金余剰幅が縮小するには至らないと見る。2011年度からは利益に投資が追いついていくことで資金余剰幅は徐々に縮小していくが、それでもまだ2～3年は高い水準が続くというのが、現時点における当部の見方である。

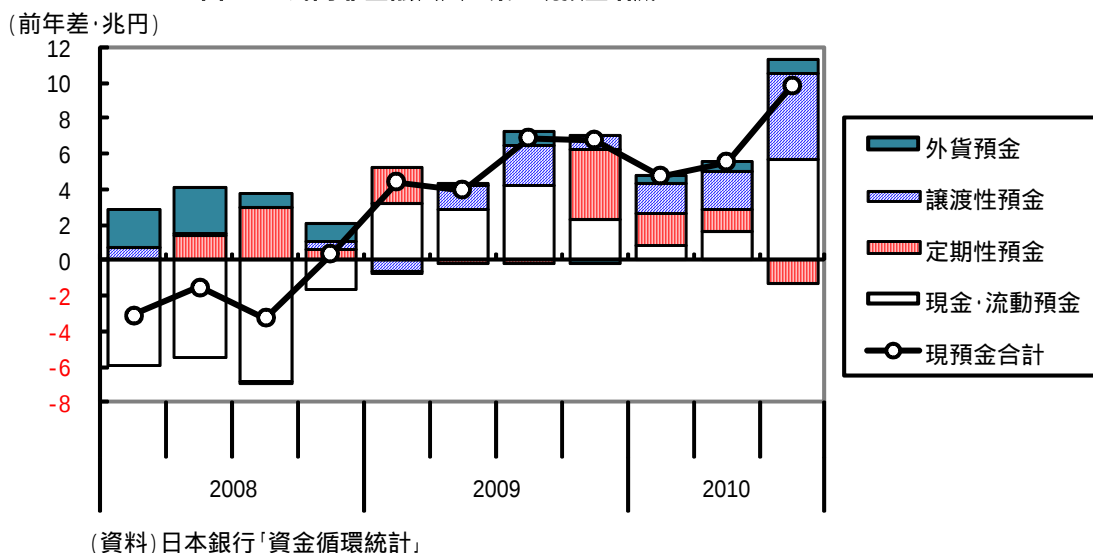
資金余剰額と有利子負債の間には、前者が拡大すれば後者が減るというある程度安定した関係がある。そして有利子負債が増加に転じるには、少なくとも資金余剰額が10兆円を下回ることが必要であるというのが過去の経験則である(図4)。このような点と、図3に示した予測値を踏まえると、向こう1～2年は有利子負債の減少が続くと考えるのが自然だろう。



(資料)内閣府「国民経済計算」、日銀「資金循環統計」

このような「今後の有利子負債は資金余剰が拡大すれば減少する」というごく標準的なシナリオから外れる可能性としては、第一に企業部門が抱える現預金の動向が挙げられよう。有利子負債を抱えると利払いコストが発生するため、企業にとっては、余剰資金があれば資金繰りに支障のない範囲で有利子負債を返済するのが合理的な行動である。しかし、昨年 10 月に日銀が採用した包括的金融緩和政策は、借入金利すなわち有利子負債を抱えておくコストを減少させるため、「余剰資金は有利子負債返済に充てる」という動きが弱まる可能性がある。この場合は、企業の資金余剰は有利子負債返済に充当されず預金が増加し、預金と借入の両建て保有額が増えることとなる。実際に、最近では企業の現預金が現金・流動預金中心に増加ペースを速めており、その兆しは既に出ていると言えるだろう（図 5）。逆に、何らかの理由で金利上昇が近づくという見方が強まれば、金利負担を嫌う企業が通常よりも速いペースで有利子負債を減少させていく可能性が高くなる。

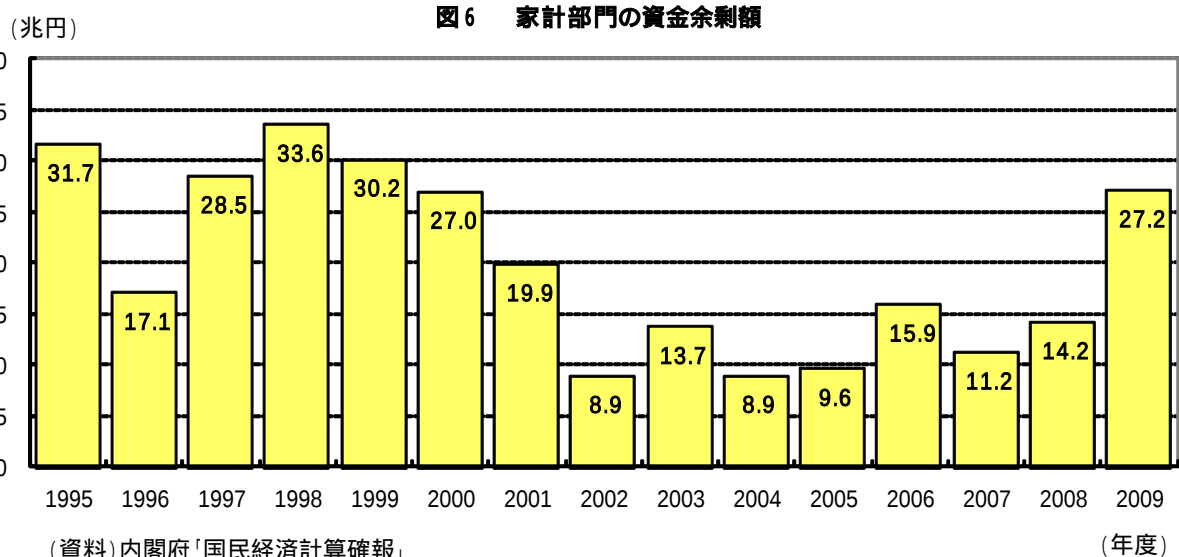
図 5 民間非金融法人企業の現預金増減



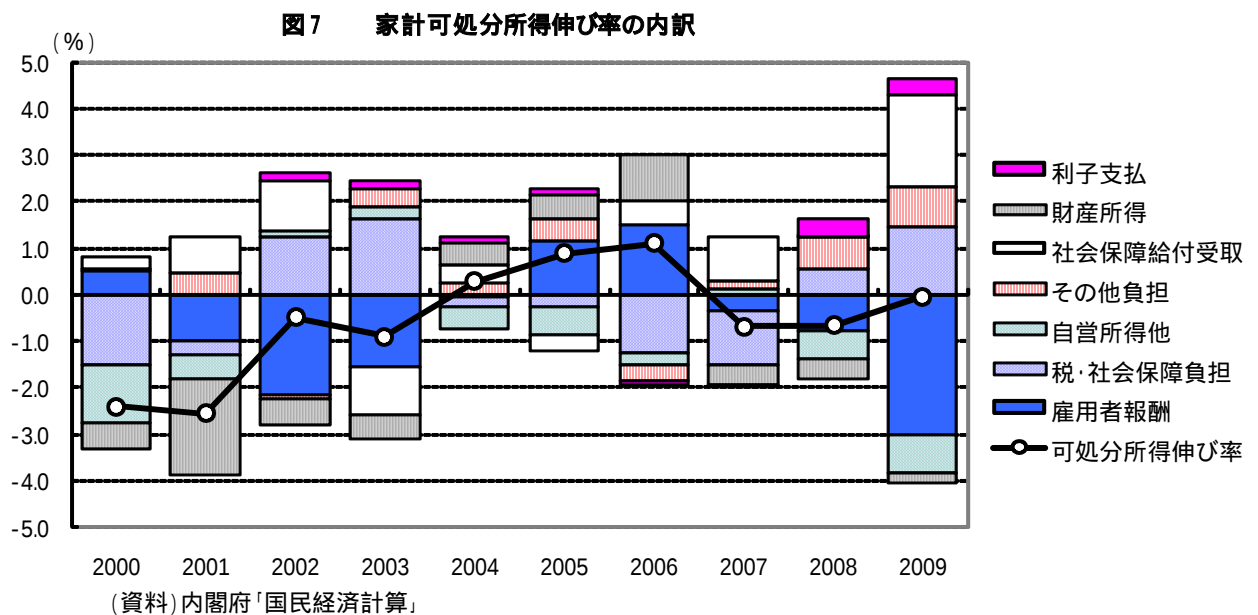
他には、企業買収や海外における資源開発権益買収といった資本投資の動きがある。図 3 で行ったシミュレーションは、設備や在庫といった実物投資の動きをもとに試算したものであり、資本投資は考慮していない。企業買収の活発化が資金需要に結びつくケースが増えれば、ここで想定した以上に有利子負債が増えやすくなる。

2. 家計部門でも拡大した資金余剰

2009 年度は、年間の家計部門の資金余剰額も大幅に拡大し、国民経済計算によると +27.2 兆円であった。これは 2008 年度の +14.2 兆円の 2 倍近くに及び、2000 年度以来の高水準である（図 6）。



この理由として最も大きいのは、可処分所得が前年並みを維持した中で、消費が減少したことである。2009 年度はリーマン・ショック後の景気悪化の影響で、雇用者報酬は前年比 ▲3.0% と大幅に減少した。しかし雇用者報酬とともに税負担も減少したことや、定額給付金など政府部門からまとまった額の支給があったことで、可処分所得は前年比同水準を維持した（図 7）。



その一方で個人消費の水準が前年比 ▲2.3% と 2 年連続で減少したため、貯蓄額が前年度の 29.3 兆円から 35.7 兆円まで増加、更に住宅投資が 18.4 兆円から 14.9

兆円まで 2 割近く減少したことによって、資金余剰額が大幅に拡大することになった。貯蓄率も 3.2% から 5.5% まで上昇しており、2002 年度以来の 5 % 超えとなった（表 2）。

表2 家計部門 資金余剰額の動き

	(兆円)					
	2005	2006	2007	2008	2009	08→09変化額
可処分所得 (a)	312.6	316.1	313.9	311.8	311.7	▲ 0.1
同前年比伸び率 (%)	0.9	1.1	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 0.0	+ 0.6
名目家計消費 (b)	280.8	283.6	287.5	280.8	274.3	▲ 6.5
同前年比伸び率 (%)	1.0	1.0	+ 1.3	▲ 2.3	▲ 2.3	▲ 0.0
貯蓄額 (a-b)	31.5	32.1	25.4	29.3	35.7	+ 6.3
(▲) 固定資産投資	21.5	20.9	18.8	18.4	14.9	▲ 3.5
同前年比伸び率 (%)	▲ 3.3	▲ 2.7	▲ 10.3	▲ 2.1	▲ 18.8	▲ 16.7
(▲) 在庫増減	0.2	0.2	0.3	0.3	0.1	▲ 0.1
(▲) 土地の純購入額	▲ 1.6	▲ 6.8	▲ 6.7	▲ 5.3	▲ 8.2	▲ 2.9
その他資本移転(相続税等)	▲ 1.7	▲ 1.8	▲ 1.8	▲ 1.8	▲ 1.7	+ 0.1
資金余剰額	9.6	15.9	11.2	14.2	27.2	+ 12.9
家計貯蓄率 (%)	3.7	3.9	1.7	3.2	5.5	

(資料) 内閣府「国民経済計算確報」

この先の資金余剰額について、2010 年度は子供手当支給が始まるなど政府からの支給が増える上に、企業収益の回復で雇用者報酬が増加するなど、可処分所得が前年比プラスになる可能性が高い。一方で、名目個人消費額の伸びは足許までさほど芳しくない¹ため、可処分所得から消費を差し引いた貯蓄額は 2009 年よりも増加し、貯蓄率も上昇する可能性が高いと見ている。最終的な資金余剰額が 2009 年度よりも増えるかどうかは、家計がどの程度土地を売却するかにも大きく左右されるため、予測し難い部分が多いが、少なくとも 2009 年度から大きく減ることはなく、かなり高い水準を維持するだろう。

更に先の 2011 年度以降、向こう 3 ～ 4 年程度の動きに関しては、基本的に [当社調査月報 2010 年 10 月号「国内民間部門の国債消化能力は持続するか」](#) で示した見方から変わっていない。すなわち、2012 年から団塊世代が 65 歳を超え始めるために生産年齢人口の減少ペースは速くなるが、その減少分のうちある程度の部分が女性を中心とする 64 歳までの労働力率上昇と失業率低下にカバーされることで、就業者数と雇用者報酬が大幅に減る事態は回避されるというものである。

これを前提とした 2015 年度までの試算を次頁の表 3 に示した。可処分所得の伸び率がゼロ近傍で推移する中、名目消費額の伸び率が 1 % 前後のプラスとなり、住宅を中心とする固定資産投資も小幅のプラスが続くとしても、2015 年度時点の資金余剰額は + 20 兆円近くの水準を維持する。また貯蓄率もやや低下したものの 5 % と

¹ 現時点で公表されている GDP 統計では、2010 年度前半の雇用者報酬は前年比 +1.2% であるのに対して、個人消費の伸びは +0.5% に留まっている。

なっている。これは数年先の予測であるので不確実性は大きいものの、少なくともこの間に急激にゼロに近づく可能性は低いと考えられる。

表3 家計部門 所得・消費・資金余剰額の見通し

(兆円)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
可処分所得 (a)	311.8	311.7	315.4	315.3	316.6	317.4	317.1	317.6
同前年比伸び率 (%)	▲ 0.7	▲ 0.0	+ 1.2	▲ 0.0	+ 0.4	+ 0.3	▲ 0.1	+ 0.2
名目家計消費 (b)	280.8	274.3	275.5	274.2	276.8	278.8	281.0	283.3
同前年比伸び率 (%)	▲ 2.3	▲ 2.3	+ 0.4	▲ 0.5	+ 1.0	+ 0.7	+ 0.8	+ 0.8
貯蓄額 (a-b)	29.3	35.7	38.1	39.1	37.7	36.4	33.7	31.8
(▲) 固定資産投資	18.4	14.9	14.6	14.8	15.1	15.1	15.2	15.2
同前年比伸び率 (%)	▲ 2.1	▲ 18.8	▲ 2.1	+ 1.3	+ 1.8	+ 0.5	+ 0.2	+ 0.0
(▲) 在庫増減	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
(▲) 土地の純購入額	▲ 5.3	▲ 8.2	▲ 5.0	▲ 5.0	▲ 5.0	▲ 5.0	▲ 5.0	▲ 5.0
その他資本移転(相続税等)	▲ 1.8	▲ 1.7	▲ 1.7	▲ 1.7	▲ 1.8	▲ 1.8	▲ 1.9	▲ 1.9
資金余剰額	14.2	27.2	26.5	27.4	25.6	24.2	21.5	19.5
家計貯蓄率 (%)	3.2	5.5	6.4	6.8	6.4	6.0	5.2	4.6
(資料) 内閣府「国民経済計算確報」			→ 試算値					

3. まとめ ～ 国債市場および「悪い金利上昇」の可能性との関連

家計部門における高水準の資金余剰が続くことは、それだけのペースで家計の金融資産が増え続けることを意味する。日本銀行「資金循環統計」による 2010 年 9 月の家計金融資産は、全体で 1,441.8 兆円、前年同期から +4.1 兆円増加している。このうち現預金の前年差増加幅は +9.3 兆円と、金融資産全体の増加幅よりも大きくなっており、依然として金融資産純増分のうち多くが預金に流れ込んでいる。この構造が続く限り、家計が銀行部門を通じた間接的な国債保有主体であり続けるという姿も変わらない(表4)。

表4 家計の金融資産残高と前年差増加幅
(2010年9月末)

(兆円)

	残高	前年同期差
金融資産残高	1441.8	+ 4.1
現金・預金	799.9	+ 9.3
現金	44.4	+ 1.0
流動性預金	285.7	+ 6.7
定期性預金	464.4	+ 1.4
外貨預金	5.4	+ 0.2
株式以外の証券	92.4	▲ 2.3
株式・出資金	92.7	▲ 4.4
保険	217.1	▲ 0.4
年金	177.6	+ 1.1

(資料) 日本銀行「資金循環勘定」

また、先に見たように足許では企業部門でも資金余剰幅が拡大し、預金が増加している（前掲図 2、図 5）。家計部門とともに銀行預金を押し上げる要因となっている状態は、まだしばらく続くと見込まれる。

[調査月報 2010 年 10 月号「国内民間部門の国債消化能力は持続するか」](#)では、「民間部門の貯蓄が政府部門の赤字をファイナンスする姿は、少なくとも向こう 5 年程度の期間では大きく変わらないと予想する。」という見方を示した。今回公表された国民経済計算の結果や、足許までの預金などの動きは、現段階においてその結論を変える必要はないことを示すものであると言えるだろう。

そしてこのような環境を前提として、少なくとも向こう数年間は日本において政府部門の財政赤字に対する懸念から長期金利が急騰する、いわゆる「悪い金利上昇」が起こる可能性は低いという見方も維持している。

（花田：hanadah@sumitomotrust.co.jp）