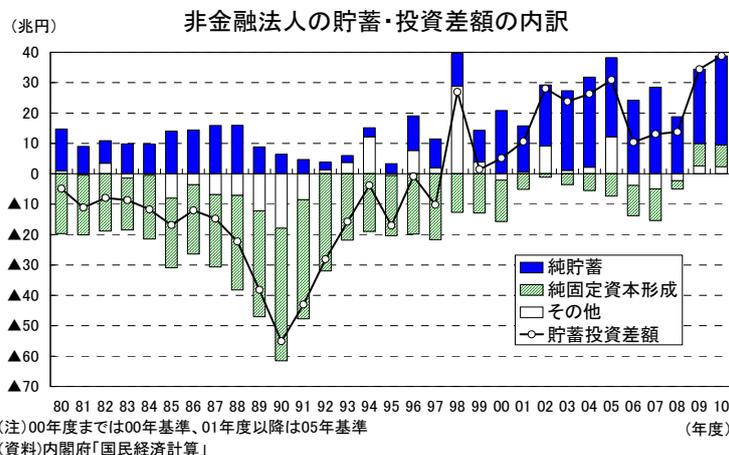


Weekly エコノミスト・ レター

拡大が続く企業部門の貯蓄超過

経済調査部門 主任研究員 斎藤 太郎
(03) 3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

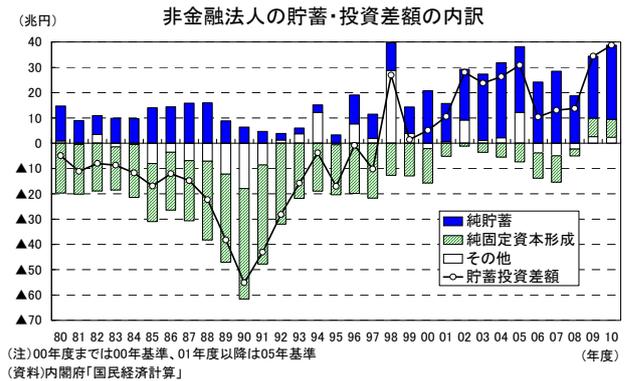
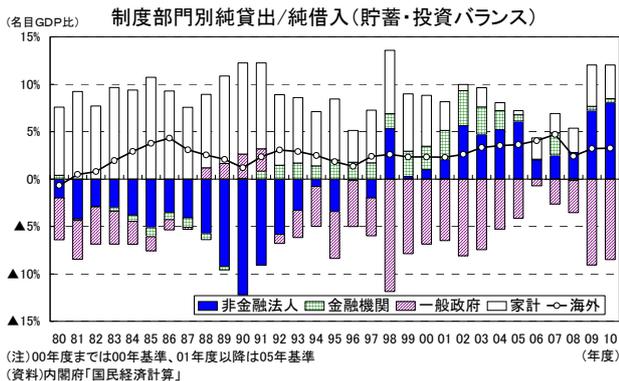
- 2010年度の国民経済計算によれば、企業部門（非金融法人）の貯蓄投資差額（純貸出（+）/純借入（-））は、前年度から4.4兆円増加し38.8兆円（名目GDP比8.1%）の大幅な貯蓄超過となった。
- かつては、資金不足の企業部門が家計部門の貯蓄を借り入れることにより設備投資を行っていたが、1990年代後半以降は政府の財政赤字を企業と家計の資金余剰でファイナンスする構図となっている。
- 本業で上げた利益に相当する営業余剰はバブル期の水準を大きく下回っているが、超低金利の長期化に伴う利払い費の減少を主因として、企業所得（営業余剰+財産所得（純））はバブル期を上回っている。こうした中、法人税の支払いが依然としてバブル期を大きく下回っていることが、貯蓄の増加に拍車をかけている。
- 総固定資本形成から固定資本減耗を引いた純固定資本形成は2009年度にマイナスに転じた。このことは既存の生産設備を維持できなくなったことを意味しており、国内における企業の生産能力が縮小に向かいつつあることを示唆している。
- 設備投資低迷の大きな要因とされてきた過剰債務の圧縮は一段落しているにもかかわらず、企業は設備投資に慎重な姿勢を崩していない。企業に滞留する余剰資金の有効活用が経済政策上の重要な論点と言えるだろう。



●貯蓄超過幅が拡大する企業部門

企業部門の貯蓄超過が続いている。内閣府が昨年末に公表した 2010 年度の国民経済計算によれば、企業部門（非金融法人）の貯蓄超過額（純貸出（+）/純借入（-））は前年度に比べ 4.4 兆円増加し、38.8 兆円（名目 GDP 比で 8.1%）となった。その他の部門の貯蓄投資バランスを見ると、一般政府は前年度に比べれば 2.2 兆円縮小したが、▲40.7 兆円（名目 GDP 比▲8.5%）の投資超過と引き続き大幅な赤字となっており、家計部門は前年度から 3.8 兆円縮小したものの、17.0 兆円（名目 GDP 比 3.5%）の黒字を確保した。

制度部門別の貯蓄投資バランスの推移を見ると、家計部門は一貫して貯蓄超過を続けているが、超過幅は近年縮小傾向にあり、一般政府はバブル期に貯蓄超過に転じた局面もあったが、バブル崩壊後は赤字を続けている。また、投資超過で推移していた企業部門（非金融法人）は、1998 年度に貯蓄超過に転じてからは 10 年以上にわたってその状態が続いている。かつては、資金不足の企業部門が家計部門の貯蓄（余剰資金）を借り入れることにより設備投資を行うという形となっていたが、1990 年代後半以降は政府の財政赤字を企業と家計の資金余剰でファイナンスする構図となっている。



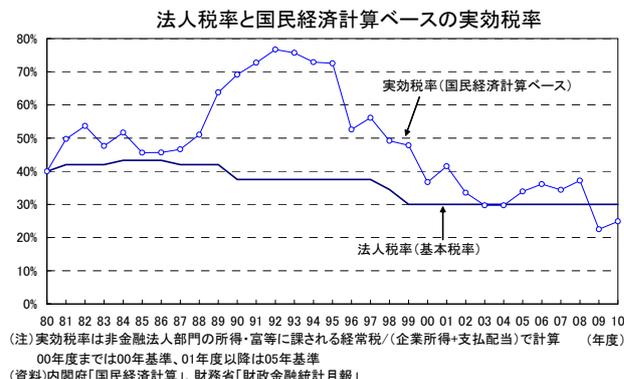
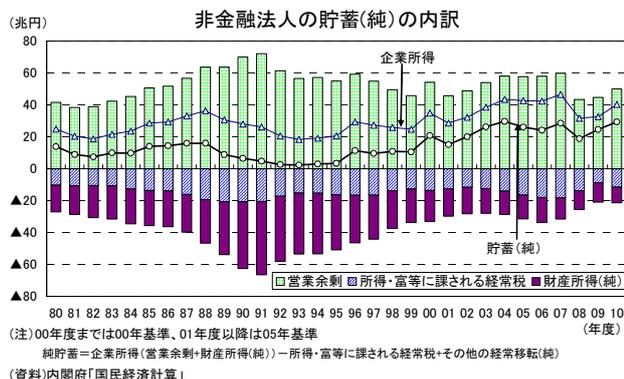
(企業部門の貯蓄投資バランスの要因分解)

ここで、企業部門（非金融法人）の貯蓄投資バランスの内訳を見てみると、純貯蓄が 1980 年度の 11.9 兆円（年度平均、以下同じ）、1990 年度の 6.4 兆円から 2000 年以降は 23.9 兆円と大幅に増加している。一方、投資面を見ると、純固定資本形成（総固定資本形成－固定資本減耗）は 1980 年度の 23.2 兆円、1990 年度の 24.2 兆円から 2000 年度以降は 3.2 兆円へと急速に縮小しており、2009 年度、2010 年度は、固定資本減耗が固定資本形成を上回ったことにより、純固定資本形成がマイナスとなった。企業部門については、貯蓄面、投資面ともに貯蓄投資バランスの改善に寄与する方向で推移している。

さらに貯蓄の内訳を見ると、本業で上げた利益に相当する「営業余剰」¹は、景気循環にほぼ連動

¹ 昨年 12 月に実施された基準改定（2000 年基準→2005 年基準）から、FISIM（間接的に計測される金融仲介サービス）が導入された。FISIM の導入は GDP の水準を押し上げるとともに、本レポートで用いている制度部門別の所得支出勘定の計数にも影響を与える。ただし、FISIM 導入後の所得支出勘定の計数は 2001 年度以降しか公表されておらず、2000 年度以前の計数との比較ができない。そのため、ここでは 2000 年度以前は 2000 年基準の旧系列の計数、2001 年度以降は 2005 年基準の新系列の計数を FISIM 調整前の計数に加工して使用した。

する形で増加と減少を繰り返しているが、長期不況やデフレ継続を反映してバブル期のピーク時（1991年度の72.0兆円）を大きく下回る水準が続いている。2002年初から約6年にわたって続いた過去最長の景気拡張局面では比較的順調な回復を続けていたが、2008年度のリーマン・ショック時に急激に落ち込んだこともあり、直近（2010年度）の営業余剰（50.0兆円、FISIM調整前）はピーク時の7割程度の水準にとどまっている。



一方、超低金利が長期にわたって継続したことは支払利子の大幅な減少をもたらし、このことが財産所得（純）のマイナス幅縮小につながっている。非金融法人の支払利子はピーク時の55.6兆円（1991年度）から2010年度には8.0兆円（FISIM調整前）へと47.6兆円も減少している²。配当の支払が増加傾向にあるため、財産所得（純）の改善幅は支払利子の減少に比べれば小さいが、それでもマイナス幅は1991年度の▲45.9兆円から2010年度には▲9.7兆円へと36.2兆円も縮小している。

この結果、営業余剰に財産所得（純）を加えた企業所得は、景気循環による振れを伴いながらも右肩上がり形で推移している。2003年度にバブル期のピーク（1988年度）を超えた後、2008年度のリーマン・ショック時にはいったん大きく落ち込んだが、その後持ち直したことにより、2010年度の水準はバブル期よりも高くなっている。

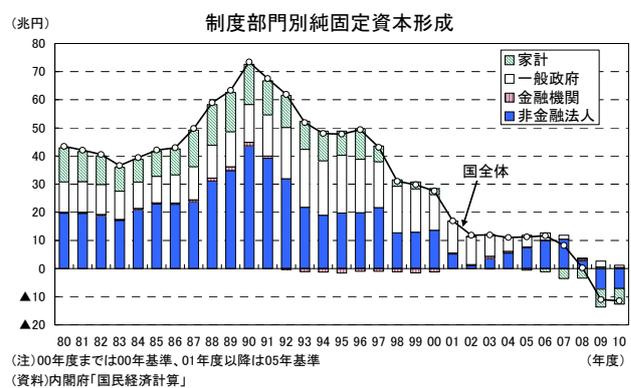
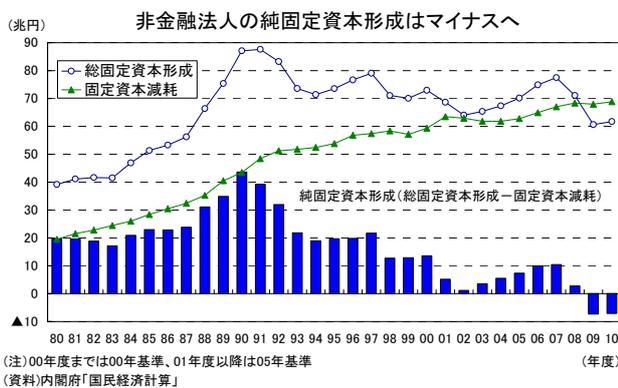
さらに、法人税が軽減されていることも貯蓄の増加に寄与している。国民経済計算における法人税にあたる非金融法人の「所得・富等に課される経常税」は1989年度には20.7兆円まで増加したが、バブル崩壊後は減少傾向が続いている。前回の景気回復局面では、企業収益の好調を受けて法人税も2003年度から2007年度まで5年連続で増加したが、世界同時不況の影響から2008年度、2009年度と急激に落ち込み、2009年度の法人税は8.8兆円とピーク時の4割程度となった。2010年度は11.6兆円まで持ち直したが、ピーク時と比べると6割弱の水準にとどまっている。また、国民経済計算ベースの実効税率（所得・富等に課される経常税/（企業所得+支払配当））を計算すると、法人税率が段階的に引き下げられていることもあり、低下傾向が続いている。

前述したように、企業部門（非金融法人）の純固定資本形成は2009年度にマイナスに転じた。も

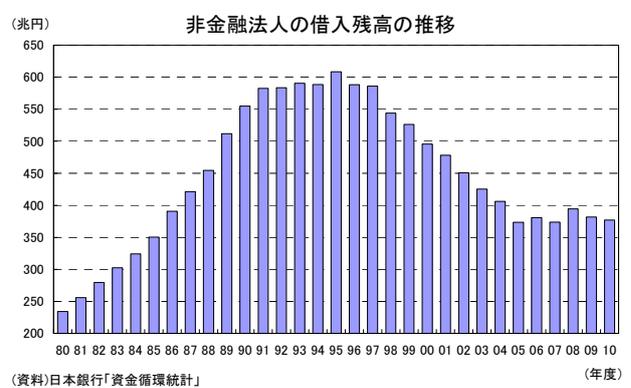
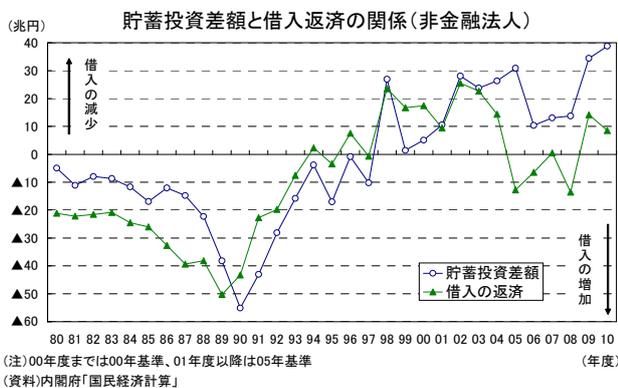
² FISIMの導入により企業（非金融法人）の受取利子が増加し、支払利子が減少する（財産所得(純)が増加）。2010年度のFISIM導入後の企業部門の利子所得（純）は0.1兆円の受取超過となっている。一方、企業の中間投入は受取利子の増加、支払利子の減少分だけ増加し、営業余剰が減少する。この結果、企業の貯蓄はFISIM導入前と変わらない。

もちろん、総固定資本形成が長期にわたり低迷していることがその一因であるが、過去に積み上げた資本ストックに対する固定資本減耗が増加を続けていることも大きい。2010年度の総固定資本形成は61.7兆円とピーク時（1991年度の87.6兆円）から25.9兆円減少しているが、同期間に固定資本減耗は20.4兆円増加している（1991年度：48.4兆円→2010年度：68.9兆円）。固定資本減耗が総固定資本形成の水準を上回ったことは、既存の生産設備を維持できなくなったことを意味しており、国内における企業の生産能力が縮小に向かいつつあることを示唆している。

なお、非金融法人以外の純固定資本形成を見ると、金融機関、一般政府はかろうじてプラスを維持しているが、家計部門はすでに大幅なマイナスとなっており、国全体の純固定資本形成は2009年度にマイナスに転じている。



企業が潤沢なキャッシュフローを有するようになったにもかかわらず、それが設備投資に回らなかったのは、余剰資金を設備投資に振り向けるよりはバブル期に積み上げた過剰債務の圧縮に向けてその多くを借入の返済に充てたことが主因と考えられていた。確かに、国民経済計算の金融取引を見ると、企業部門が貯蓄超過（資金余剰）に転じた1990年代後半以降、貯蓄超過額とほぼ同じ額が借入の返済に充てられていたことが読み取れる。しかし、2000年代半ば以降は借入の返済額が貯蓄超過額を下回るようになっており、借入の返済は一段落したことが窺えるのである。実際、日本銀行の資金循環統計で非金融法人の借入残高を見ると、1995年度の約600兆円から2005年度までの10年間で200兆以上減少した後は、足もとまでほぼ横ばい圏の推移が続いている。



(求められる余剰資金の有効活用)

過剰債務の圧縮が一段落したにもかかわらず、企業が設備投資に慎重な姿勢を崩さない一因としては、国内での需要拡大に見切りをつけ、より高い成長が期待できる海外への設備投資に積極的になっていることも考えられる。海外への設備投資は対外直接投資の増加として金融取引に表れるため、国内の貯蓄投資バランスは変わらない。ただし、日本銀行の資金循環統計（金融取引表）によれば、非金融法人の直近5年間の対外直接投資は累計で23.2兆円³となっており、同じ期間の貯蓄超過額の110.4兆円のごく一部にとどまっている。

本来は資金の借り手であるはずの企業部門が大幅な貯蓄超過を続けていることは決して健全な姿とはいえない。企業に滞留する余剰資金の有効活用が経済政策を考える上で重要な論点と言えるだろう。

月次GDPの動向

2011年11月の月次GDPは、民間消費、外需の落ち込みなどから、前月比▲0.6%となった。現時点では、2011年10-12月期の実質GDPは前期比▲0.1%（前期比年率▲0.5%）のマイナス成長を予想している。

³ この間、現金・預金が16.8兆円増、株式以外の証券が7.9兆円増、対外証券投資が19.2兆円増となっている。

日本・月次GDP 予測結果

[月次]
→実績値による推計

[四半期]
実績← →予測

	2011/6	2011/7	2011/8	2011/9	2011/10	2011/11	2011/4-6	2011/7-9	2011/10-12
実質GDP	514,709	511,560	509,237	508,493	508,660	505,440	502,853	509,763	509,079
前期比年率							▲2.0%	5.6%	▲0.5%
前期比	2.5%	▲0.6%	▲0.5%	▲0.1%	0.0%	▲0.6%	▲0.5%	1.4%	▲0.1%
前年同期比	1.1%	▲0.7%	▲0.8%	▲0.6%	▲0.9%	▲2.0%	▲1.7%	▲0.7%	▲1.2%
内需（寄与度）	498,618	495,666	496,543	494,388	496,747	495,923	491,519	495,532	497,512
前期比	1.3%	▲0.6%	0.2%	▲0.4%	0.5%	▲0.2%	0.5%	0.8%	0.4%
前年同期比	1.3%	0.2%	0.1%	▲0.5%	0.7%	▲0.8%	▲0.4%	▲0.1%	0.0%
民需（寄与度）	377,154	374,692	375,538	373,444	375,479	373,805	370,563	374,558	375,843
前期比	1.3%	▲0.5%	0.2%	▲0.4%	0.4%	▲0.3%	0.0%	0.8%	0.3%
前年同期比	0.7%	▲0.3%	▲0.0%	▲1.0%	0.3%	▲1.4%	▲0.8%	▲0.4%	▲0.5%
民間消費	302,473	301,085	300,877	299,953	300,379	299,532	298,454	300,639	300,612
前期比	1.3%	▲0.5%	▲0.1%	▲0.3%	0.1%	▲0.3%	0.3%	0.7%	▲0.0%
前年同期比	1.6%	0.7%	0.6%	▲0.5%	0.8%	▲1.7%	▲0.3%	0.3%	▲0.2%
民間住宅投資	12,543	12,851	13,550	13,520	13,217	12,815	12,651	13,307	12,860
前期比	▲0.6%	2.5%	5.4%	▲0.2%	▲2.2%	▲3.0%	▲2.0%	5.2%	▲3.4%
前年同期比	2.1%	7.3%	9.5%	6.6%	5.3%	0.7%	3.1%	7.8%	1.5%
民間設備投資	66,182	64,607	63,880	62,378	63,868	63,084	63,872	63,622	63,998
前期比	4.6%	▲2.4%	▲1.1%	▲2.4%	2.4%	▲1.2%	▲0.5%	▲0.4%	0.6%
前年同期比	2.2%	▲2.7%	▲1.1%	▲3.2%	▲0.5%	▲1.4%	▲1.6%	▲2.4%	▲1.2%
民間在庫（寄与度）	-3,328	-3,251	-2,167	-1,806	-1,384	-1,024	-3,698	-2,408	-1,025
前期比	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	▲0.0%	0.3%	0.3%
前年同期比	▲0.5%	▲0.4%	▲0.5%	▲0.4%	▲0.2%	▲0.2%	▲0.5%	▲0.5%	▲0.2%
公需（寄与度）	121,292	120,833	120,862	120,802	121,126	121,976	120,784	120,832	121,528
前期比	▲0.0%	▲0.1%	0.0%	▲0.0%	0.1%	0.2%	0.5%	0.0%	0.1%
前年同期比	0.6%	0.5%	0.1%	0.5%	0.4%	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%
政府消費	99,244	99,441	99,758	99,841	100,121	100,213	99,451	99,680	100,174
前期比	▲0.3%	0.2%	0.3%	0.1%	0.3%	0.1%	0.7%	0.2%	0.5%
前年同期比	2.6%	2.6%	1.0%	1.8%	1.9%	2.2%	2.0%	1.8%	2.0%
公的固定資本形成	22,113	21,427	21,140	20,996	20,992	21,749	21,398	21,188	21,339
前期比	0.5%	▲3.1%	▲1.3%	▲0.7%	▲0.0%	3.6%	6.7%	▲1.0%	0.7%
前年同期比	2.6%	▲1.4%	▲4.0%	4.2%	1.4%	5.3%	1.4%	▲0.2%	4.2%
外需（寄与度）	15,487	15,750	12,550	13,961	11,769	9,373	10,730	14,087	11,423
前期比	1.2%	0.1%	▲0.6%	0.3%	▲0.4%	▲0.5%	▲1.0%	0.6%	▲0.5%
前年同期比	▲0.2%	▲0.8%	▲0.8%	▲0.1%	▲1.5%	▲1.1%	▲1.4%	▲0.7%	▲1.1%
財貨・サービスの輸出	82,736	83,830	84,260	85,164	83,465	79,703	78,657	84,418	81,976
前期比	6.2%	1.3%	0.5%	1.1%	▲2.0%	▲4.5%	▲5.9%	7.3%	▲2.9%
前年同期比	1.4%	▲2.8%	3.3%	2.6%	▲0.5%	▲2.0%	▲5.5%	0.9%	▲2.4%
財貨・サービスの輸入	67,248	68,080	71,710	71,202	71,697	70,330	67,927	70,331	70,553
前期比	▲1.9%	1.2%	5.3%	▲0.7%	0.7%	▲1.9%	0.4%	3.5%	0.3%
前年同期比	3.5%	2.7%	9.8%	3.9%	11.1%	5.8%	3.4%	5.5%	5.4%

<民間消費の内訳>

	2011/6	2011/7	2011/8	2011/9	2011/10	2011/11	2011/4-6	2011/7-9	2011/10-12
家計消費（除く帰属家賃）	246,726	245,483	244,504	243,445	244,340	243,163	242,454	244,477	244,303
前期比	2.1%	▲0.5%	▲0.4%	▲0.4%	0.4%	▲0.5%	0.4%	0.8%	▲0.1%
前年同期比	1.3%	0.6%	0.5%	▲0.6%	0.6%	▲1.9%	▲0.6%	0.2%	▲0.4%
需要側推計									
前期比	1.5%	2.1%	▲2.4%	▲0.6%	2.1%	▲1.4%	▲0.6%	1.5%	0.1%
前年同期比	0.7%	▲0.6%	▲2.6%	▲2.0%	▲2.1%	▲3.8%	▲0.5%	▲1.7%	▲2.3%
供給側推計									
前期比	2.4%	0.8%	0.6%	▲2.7%	0.1%	▲1.3%	0.0%	2.5%	▲1.4%
前年同期比	3.8%	2.6%	1.5%	▲1.2%	0.9%	▲3.2%	1.7%	1.0%	▲0.7%
帰属家賃	4,128	4,136	4,140	4,143	4,149	4,153	4,951	4,975	4,903
前期比	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%	0.3%	0.3%
前年同期比	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%

(注) 家計消費（除く帰属家賃）には「需要側推計」、「供給側推計」以外に「共通推計」部分が含まれる

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。