

基礎研 レポート

コロナ禍で拡大した非金融法人 による余資運用

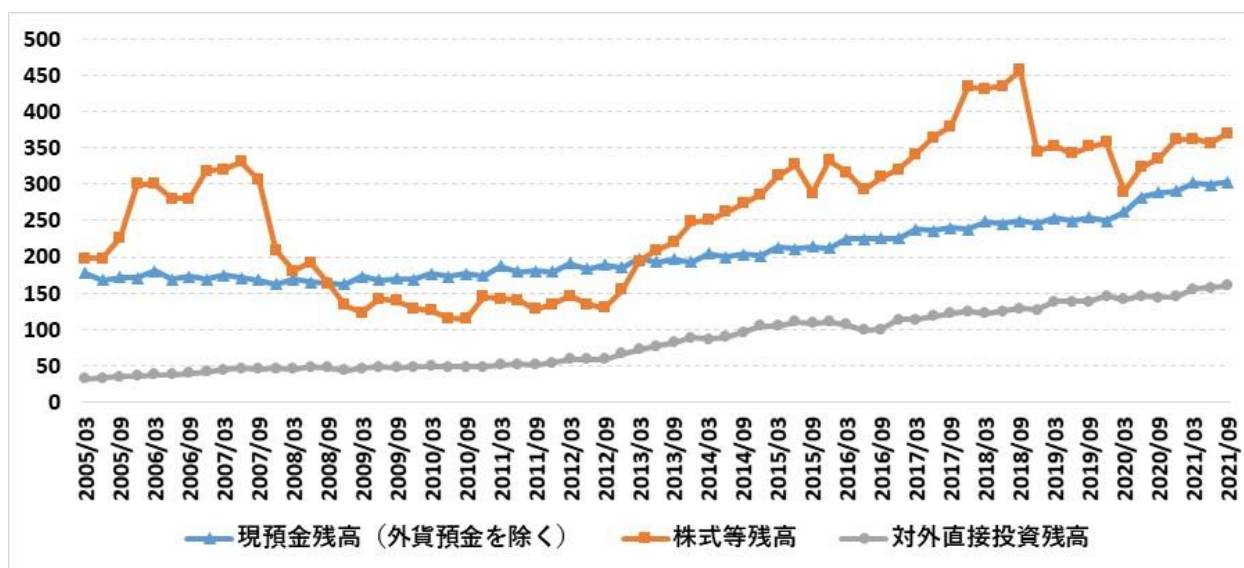
民間非金融法人企業の余資運用に関する分析

金融研究部 上席研究員 福本 勇樹
(03)3512-1848 fukumoto@nli-research.co.jp

1—コロナ禍で拡大した非金融法人企業の余資運用

日本銀行の資金循環統計によると、民間非金融法人企業の金融資産は長期的に拡大傾向を示している。この傾向はコロナ禍においてさらに加速した（図表1、図表2）。

図表1：民間非金融法人企業の金融資産残高の推移（兆円）

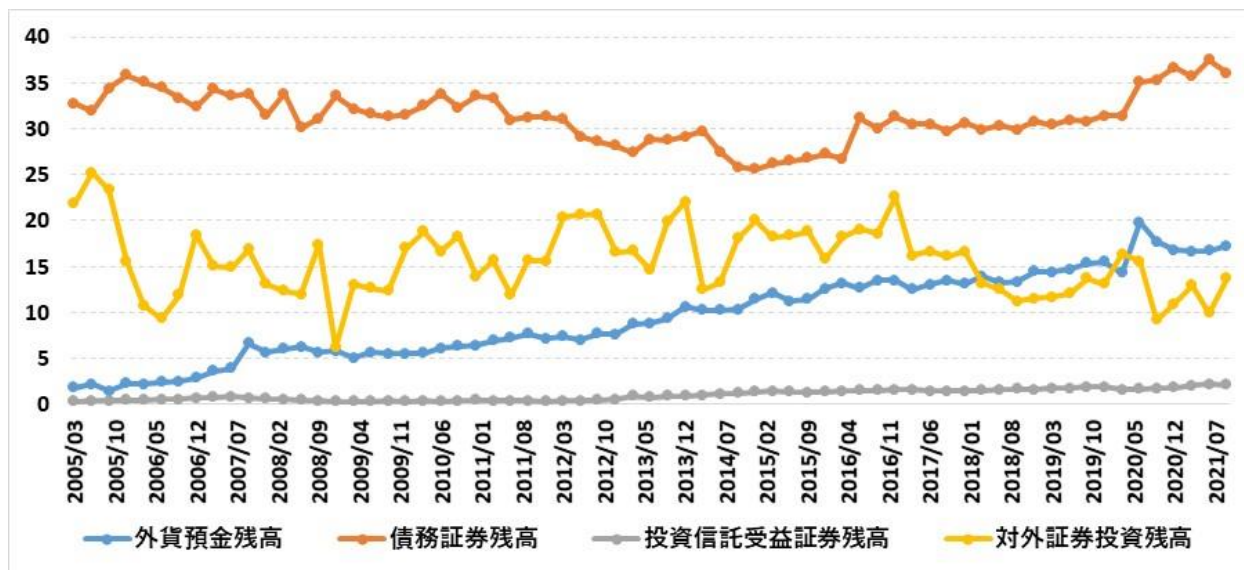


（資料：日本銀行のデータから作成）

2020年3月と2021年9月のデータを比較すると、現金預金（外貨預金を除く）が262.1兆円から303.3兆円（+41.2兆円）、外貨預金が14.3兆円から17.2兆円（+2.9兆円）、債務証券が31.4兆円から36.1兆円（+6.7兆円）、株式等が289.7兆円から370.5兆円（+80.8兆円）、投資信託受益証券が1.6兆円から2.1兆円（+0.5兆円）、対外直接投資が141.2兆円から159.9兆円（+18.7兆円）にそれぞれ

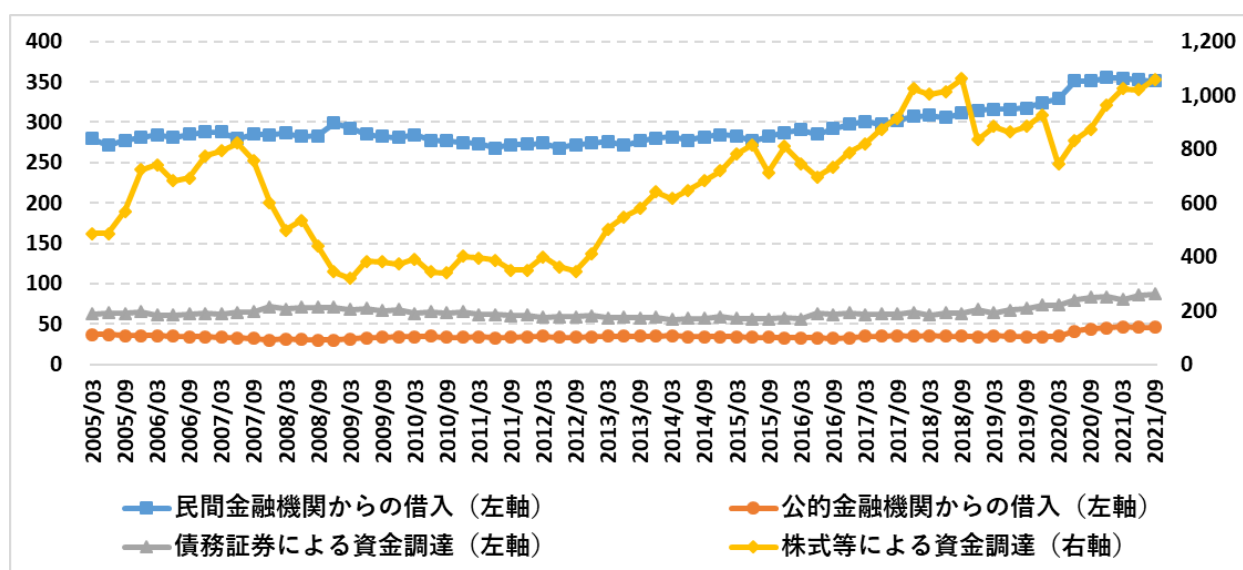
れ増加したが、対外証券投資のみ 16.4 兆円から 13.7 兆円（▲2.7 兆円）と減少した。これらの金融資産はコロナ禍において合計 146.3 兆円増加したことになる。一方で、非金融法人企業の金融負債も拡大している（図表 3）。民間金融機関からの借入額が 329.3 兆円から 350.8 兆円（+21.5 兆円）、公的金融機関からの借入額が 34.9 兆円から 45.6 兆円（+10.7 兆円）、債務証券による資金調達額が 73.4 兆円から 87.1 兆円（+13.7 兆円）、株式等からの資金調達額が 744.4 兆円から 1,059.3 兆円（+314.9 兆円）に増加した。資本性の株式等からの資金調達を除いたこれらの民間非金融法人企業の金融負債残高はコロナ禍において合計 45.8 兆円増加した。

図表 2：民間非金融法人企業の金融資産残高の推移（兆円）



(資料：日本銀行のデータから作成)

図表 3：民間非金融法人企業の金融負債残高の推移



(資料：日本銀行のデータから作成)

つまり、全体でみるとコロナ禍において民間非金融法人企業は金融負債残高（+45.8兆円）の増加幅よりも金融資産残高（+146.3兆円）の増加幅の方が大きいのだが、債務証券、株式等、投資信託、対外証券投資といった有価証券投資のみ（+88.3兆円）に着目しても金融負債残高よりも増加幅が大きい。

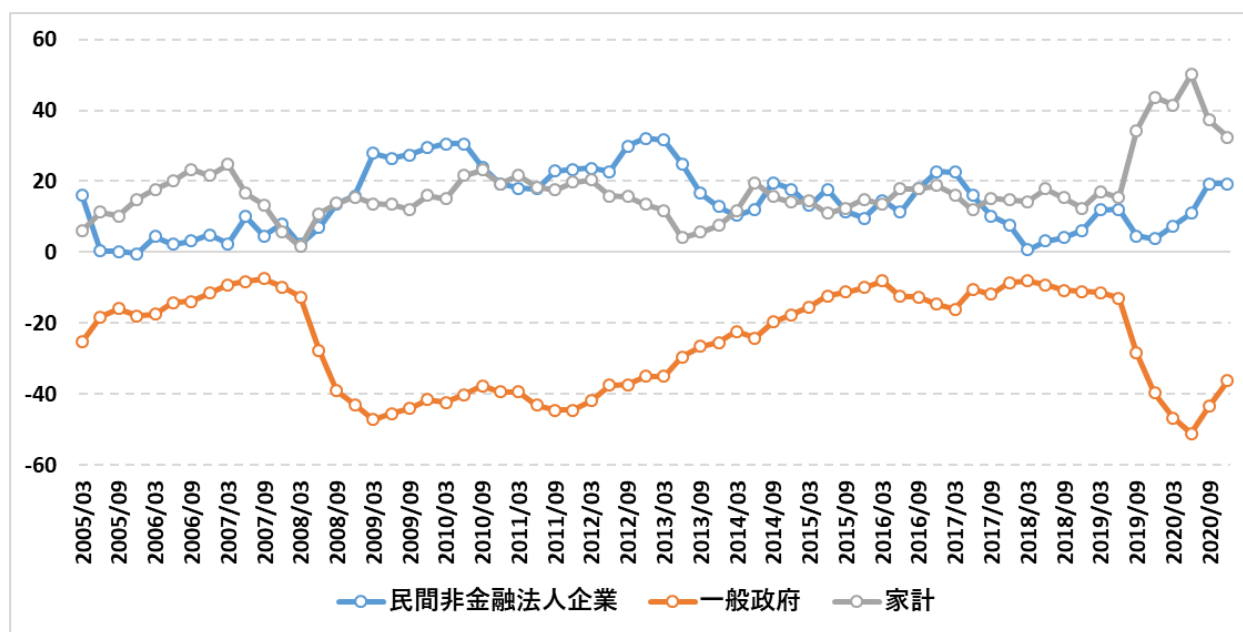
2—非金融法人企業はなぜ余資運用を行うのか

余資運用とは、一般的に「手元にある余裕資金（余資）を本業収益のために活用するのではなく預金や有価証券で運用すること」と説明される。なぜ非金融法人企業があえて本業ではなく余資運用を行うのかについて、金融理論や先行研究の観点も踏まえて、いくつか挙げてみたい。

1 | 資金管理による追加収益の獲得

総じて見ると、長らく非金融法人企業部門の資金余剰が拡大している（図表4）。資金余剰の拡大に伴って、民間非金融法人企業が保有する現預金の規模も拡大している。非金融法人企業部門は自己資金による資金調達から必要な経費をある程度賄える状況になっている。

図表4：民間非金融法人企業・一般政府・家計の資金過不足の状況（4四半期累計、兆円）



（日本銀行のデータから作成）

金融機能を活用して、資金余剰主体が資金不足主体に資金を融通すれば、資金余剰主体は収益を得ることができる。つまり、資金余剰の非金融法人企業の場合、経費の支払い期日までに時間的な猶予があれば、手元資金を運用することで、本業とは別に追加的に収益を獲得することが可能となる。資金管理による運用は比較的短期になるため、投資元本の確保が期待できる預金や残存年限の短い債券での運用が中心となる。しかしながら、日本は長期的な低金利環境にあり、日本の金融機関で銀行預

金に預けたとしても預金金利はほぼゼロ%の状況にある。日本の債券市場も短期国債の利回りがマイナス圏にあるだけでなく、代表的な金利指標である日本国債 10 年利回りもゼロ%近辺を推移している。そのため、特に日本円で運用する場合、通常 1 年未満で行われる資金管理からの追加収益はほとんど期待できない。

2 | リスクヘッジやリスクバッファの確保

本業に関するリスクヘッジを行うことを目的として金融資産を活用することができる。例えば、本業が為替レートの変動に影響を受けるのであれば直物為替や先物為替など、金利変動に影響を受けるのであれば金利スワップなど、原油などのコモディティ価格の変動に影響を受けるのであれば商品先物などを活用すればリスクをいくらか低減することができる。デリバティブの活用が難しい事情があれば、仕組債などの金融商品を活用すればデリバティブと同様の効果が得られる。

金融資産でヘッジできないような本業に関するリスクについては、保険商品の活用や現預金や換金性の高い金融資産を保有してリスクバッファを確保するといった対応方法も考えられる。非金融法人企業の金融資産の中でも特にリスクバッファとしての現預金の保有については、過去に様々な研究がおこなわれている。福田 (2017)¹では、非金融法人企業が現預金を保有する目的として予備的動機を挙げている。予備的動機とは、将来の予期できない事態に備えて予防的に現金を保有しておくこと指す。銀行や投資家などの外部からの資金調達に依存している場合、将来に必要な投資機会があっても資金制約により実行できない可能性や資金調達にかかる時間的なコストを考慮する必要があることを踏まえると、予備的に現預金や換金性の高い金融資産を保有しておくインセンティブが生まれる。

近年は、人工知能技術 (AI : Artificial Intelligence)、モノのインターネット (IoT : Internet of Things)、電気自動車 (EV : Electric Vehicle) などの言葉に代表されるように、非金融法人企業は急速な事業環境の変化に対応するため、革新的な技術開発を次々に行うなどの必要に迫られている。その中には他社の破壊的イノベーションにより、事業の存続に危機的な状況をもたらすものもあるため、市場を席卷するようなテクノロジーの突如な登場に備えるためには、多額の研究開発費をあらかじめ確保しておく必要があるものと推測できる。

また、今般の新型コロナウイルス感染症の拡大では、今後生じるかもしれない様々な不確実性や先行きの不透明感への対応を目的として、給与などのある程度予測可能な固定費の支払いについてもあらかじめリスクバッファとして数年間分の余裕資金を確保しておくインセンティブを高めたものと思われる。

今後起きるかもしれない事態に備えるという意味では、過去に数回にわたって生じた金融危機についても念頭に入れると、ペイオフ対策として、銀行預金だけではなく換金性の高い金融資産にも分散しながらリスクバッファを確保しておくという選択肢も検討しておく必要があるかもしれない。

3 | 積極的な余資運用による本業の収益のカバー

¹ 福田慎一. (2017). 企業の資金余剰と現預金の保有行動. 財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』, (132), 3-26.

濱本（1989）²⁾には、『金融機関からの資金調達』ではなく『自己資金による資金調達』で多くを賄う企業が増えたため、『余裕資金』は経営の非効率として忌避されるものでなくなり、効率的運用による金融収益の獲得が本来の本業の収益をカバーするものとして歓迎されるようになっており、キャッシュ・マネジメント時代が到来した」との言及がある。濱本（1989）の指摘はバブル期の日本における企業行動が背景にあることを考慮に入れる必要がある。しかし、非金融法人企業部門の資金余剰が増える中で、2010年代は低成長・低インフレ・低金利が継続していたこともあり、投資家にとっては株高・円安という資産運用に有利な環境にあった。このような状況が、非金融法人企業にも積極的な余資運用を促したのかもしれない。

今後数年間に渡って支払期日が決まっているような経費（例：給与や福利厚生費などの支払い）があれば、預金や債券を活用してキャッシュフロー・マッチング等のALM(Asset Liability Management)手法を活用することで収益を獲得することができる。低金利下にある日本円において追加収益は限られるが、例えば、海外事業の必要経費に対して日本円よりも利回りの高い通貨の外貨預金や外債で余資運用することでいくらかの収益を期待することができるだろう。また、今後数年間にわたって活用予定のない余裕資金であれば、本業収益のカバーを目的に、株式等や投資信託での運用規模を拡大させて余資運用から追加収益を積極的に獲得しに行くという選択肢も考えられるだろう。

4 | 企業価値向上や収益性の改善に対する社会的な要請

2014年8月に経済産業省が公表した「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～プロジェクト（伊藤レポート）」では、企業評価の高まらない原因として日本の法人企業のROEは世界の平均と比べて低い点が挙げられた。「日本企業は最低限8%を上回るROEをコミットすべき」との提言が行われ、日本企業は企業価値やROEの向上という社会的な要請に応える必要性に迫られている。特に収益性の低い多額の現預金の保有という企業行動に対して、企業価値やROEが低い要因の一つと指摘されることが増えてきた。そのため、先に触れたようなリスクバッファの確保等の目的で保有していた現預金の一部を、配当金の増額や自社株買い等の株主還元といった資本政策に充てるだけでなく、銀行預金よりも高い収益が期待できて換金性の高い株式や投資信託などの金融資産にも振り向けるインセンティブが高まることになる。

5 | エージェンシー・コストの存在

福田（2017）ではエージェンシー・コストについても言及がある。エージェンシー・コストとは、株主や従業員などのステークホルダー間で利害の不一致があることで生じる追加的な費用のことを指す。エージェンシー・コストの観点では、企業価値を低下させることがあったとしても、経営者には余剰資金をステークホルダーに還元せず、自らの裁量や利益を高めるために現預金を保有するインセンティブがあると指摘される。福田（2017）では、エージェンシー・コストの存在が企業の現預金保有を増大させるかどうかは、必ずしも先行研究においてコンセンサスがないとしている。

²⁾ 濱本泰. (1987, September). わが国企業における「財務行動」の特徴について: 「金融自由化」と企業資金の調達・運用を中心として (情報化の進展と企業経営, <特集> 日本経営学会六十周年記念). In 経営學論集 57 (pp. 160-167). 日本経営学会.

6 | 金融機関サイドの事情

預金や貸出金を取り扱う金融機関サイドにも法人に余資運用を拡大してほしいと考える事情がある。低金利環境の長期化で利ざやが圧縮されており、貸出金や有価証券運用からの収入だけではなく金融商品の販売等から得られる手数料収入も重視する金融機関が増えている。さらに、2016年1月に導入されたマイナス金利政策によって、金融機関は日銀当座預金残高が他行と比べて相対的に増えるとペナルティが課されるようになった。そのため、金融機関は顧客から預金を預かるインセンティブが低下することになった。一方で、自社や証券子会社で法人向けの資産運用サービスを強化するなど、預金を取り扱う金融機関には与信だけではなく受信に関するサービスも強化する動きがある。

3——コロナ禍において民間非金融法人企業の余資運用が拡大した背景

次に、コロナ禍における民間非金融法人企業の余資運用、具体的には現預金と有価証券投資（債務証券、株式等、投資信託受益証券、対外証券投資）の拡大要因について、統計モデルを構築してその背景について考察してみたい。具体的には、図表5と図表6で示した20個の被説明変数・説明変数を用いた統計モデル（VARモデル：ベクトル自己回帰モデル）を構築³し、2005年3月～2021年9月の民間非金融法人企業に関する資金循環統計（四半期）と市場データをインプットとして推定した。

各説明変数がコロナ禍（2020年3月～2021年9月）において、現預金（外貨預金を除く）、債務証券残高、株式等残高、投資信託受益証券残高、外貨預金、対外証券投資残高の6つの金融資産残高に対してプラス方向に寄与したのか、マイナス方向に寄与したのかを示したものである。図表5と図表6から4つ以上の金融資産残高にプラスに寄与した被説明変数・説明変数を抜き出すと、現預金残高（外貨預金を除く）、投資信託受益証券残高、対外直接投資残高、民間金融機関からの借入残高、公的金融機関からの借入残高、株式等による資金調達額の増加、米ドル高・円安の7つが候補となる。

1 | 現預金残高（外貨預金を除く）の増加

図表7に現預金（外貨預金を除く）に1標準偏差のショックを与えたときのインパルス応答関数を示した。本分析によると、現預金残高（外貨預金を除く）が増えると、主に6～12四半期後に現預金残高（外貨預金を除く）を、0（同時）～1四半期後と10四半期以降に債務証券残高を、6～16四半期後に株式等残高を、7～13四半期後に投資信託受益証券残高を、0（同時）～1四半期後や11～16四半期後に外貨預金を、同時に対外証券投資残高を増加させる効果を持つことが分かる。これらの結果から現預金（外貨預金を除く）の増加が生じてから債務証券や外貨預金、対外証券投資での余資運用において意思決定にかかる時間が短い場合があることや、2～3年後にも株式等や投資信託受益証券といった金融資産での余資運用について意思決定を行うような投資行動が垣間見られる。

³ 本分析では統計分析ソフトに「R」を用いた。ラグ次数にはAIC基準から2を採用している。自由度調整済み決定係数（調整済みR²）とF検定（P値）、グレンジャー因果検定（P値）の結果については付録を参照されたい。あくまでもグレンジャー因果性は通常の因果性が存在する必要条件であって十分条件ではない点には留意しなければならないが、本分析によるグレンジャー因果検定（P値）は全て1%未満となっている。

図表5：コロナ禍における各説明変数による金融資産残高への寄与

被説明変数・説明変数	説明変数の 変化の方向	現預金残高 への寄与	債務証券残高 への寄与	株式等残高 への寄与
1 現預金残高（外貨預金を除く）	増加	+	+	+
2 債務証券残高	増加	-	+	+
3 株式等残高	増加	-	-	+
4 投資信託受益証券残高	増加	+	+	+
5 金融派生商品残高と 保険・定型保証残高の和	増加	-	-	-
6 外貨預金残高	増加	-	+	-
7 対外直接投資残高	増加	-	+	+
8 対外証券投資残高	減少	+	-	-
9 民間金融機関からの借入残高	増加	+	+	+
10 公的金融機関からの借入残高	増加	+	-	+
11 債務証券による資金調達残高	増加	-	-	-
12 株式等による資金調達残高	増加	+	+	+
13 金融資産残高に対する資金 過不足（4四半期累計）の比率	増加	+	+	-
14 TOPIX または日経平均株価	上昇	-	-	-
15 米ドル円	上昇	+	+	-
16 日本国債10年利回り	上昇	-	-	+
17 米国債10年利回り	低下	+	+	-
18 S&P500	上昇	-	-	-
19 米ドルと円の短期金利の差	縮小	+	+	-
20 VIX指数	上昇	+	-	-

※「金融資産残高に対する資金過不足（4四半期累計）の比率」（水準）と「日本国債10年利回り」（変化幅）、VIX指数（データ期間の平均値との乖離率）以外は変化率（前年同期比）を被説明変数・説明変数としている

※14番目の被説明変数・説明変数では調整済みR²が高い方を採用しており、現預金（外貨預金を除く）への寄与、債務証券残高への寄与ではTOPIXを、株式等残高への寄与では日経平均株価を用いた

※「説明変数の変化の方向」は2019年9月から2021年3月と2019年12月から2021年6月の変化幅の平均値、黄色の塗りつぶしは1次または2次のラグ変数でt検定のP値が5%未満のものを指す

（資料：財務省、日本銀行、Bloombergデータから作成）

図表 6 : コロナ禍における各説明変数による金融資産残高への寄与

被説明変数・説明変数	説明変数の 変化の方向	投資信託残高 への寄与	外貨預金 への寄与	対外証券投資 への寄与
1 現預金残高 (外貨預金を除く)	増加	-	+	+
2 債務証券残高	増加	-	-	-
3 株式等残高	増加	+	-	+
4 投資信託受益証券残高	増加	+	+	+
5 金融派生商品残高と 保険・定型保証残高の和	増加	+	+	+
6 外貨預金残高	増加	-	+	-
7 対外直接投資残高	増加	-	+	+
8 対外証券投資残高	減少	+	+	-
9 民間金融機関からの借入残高	増加	+	-	+
10 公的金融機関からの借入残高	増加	+	-	+
11 債務証券による資金調達残高	増加	+	+	-
12 株式等による資金調達残高	増加	+	+	-
13 金融資産残高に対する資金 過不足 (4四半期累計) の比率	増加	-	+	-
14 TOPIX または日経平均株価	上昇	-	-	+
15 米ドル円	上昇	+	+	-
16 日本国債10年利回り	上昇	+	+	-
17 米国債10年利回り	低下	-	-	+
18 S&P500	上昇	-	-	-
19 米ドルと円の短期金利の差	縮小	-	-	+
20 VIX指数	上昇	+	+	-

※「金融資産残高に対する資金過不足 (4四半期累計) の比率」(水準)と「日本国債10年利回り」(変化幅)、VIX指数(データ期間の平均値との乖離率)以外は変化率(前年同期比)を被説明変数・説明変数としている

※14番目の被説明変数・説明変数では調整済みR²が高い方を採用しており、投資信託受益証券残高への寄与、外貨預金への寄与ではTOPIXを、対外証券投資残高への寄与では日経平均株価を用いた

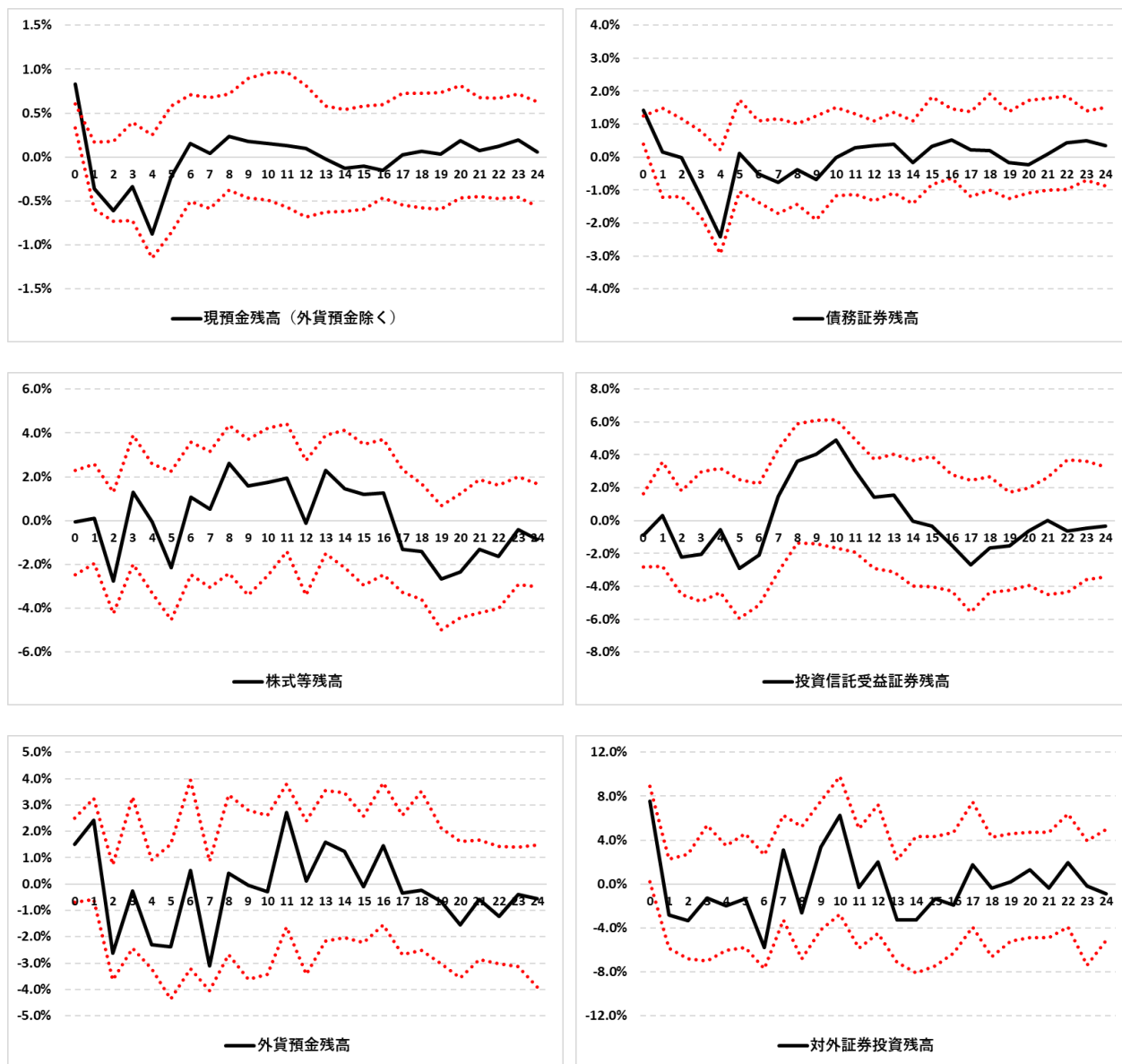
※「説明変数の変化の方向」は2019年9月から2021年3月と2019年12月から2021年6月の変化幅の平均値、黄色の塗りつぶしは1次または2次のラグ変数でt検定のP値が5%未満のものを指す

(資料:財務省、日本銀行、Bloombergデータから作成)

コロナ禍において、接客サービスを中心に資金繰りが苦境に陥ったケースも多々あったであろうが、全体で見ると民間非金融法人企業の現預金残高は増加した。これは、国民一人あたり10万円の特別定額給付金等の効果もあって消費財を中心に需要の戻りが早かったことや、国や自治体による休業・事業継続のための協力金給付や金融機関からの借入の増加などがその要因として挙げられるだろう。特

に、2020年の年間倒産件数が30年ぶりの低水準にあったとの報道に象徴されるように、コロナ禍における資金繰り支援が潤沢に行われたことが全体として民間非金融法人の現預金残高（外貨預金を除く）の増加に寄与したとみられる。これらの施策により事業が回復するなどして資金繰りに余裕が生じたため、その余裕資金の一部が現預金以外（外貨預金を除く）の金融資産にも振り向けられたと推測される。

図表7：現預金残高（外貨預金を除く）にショックを与えたときのインパルス応答関数



※赤い点線は95%信頼区間を示す

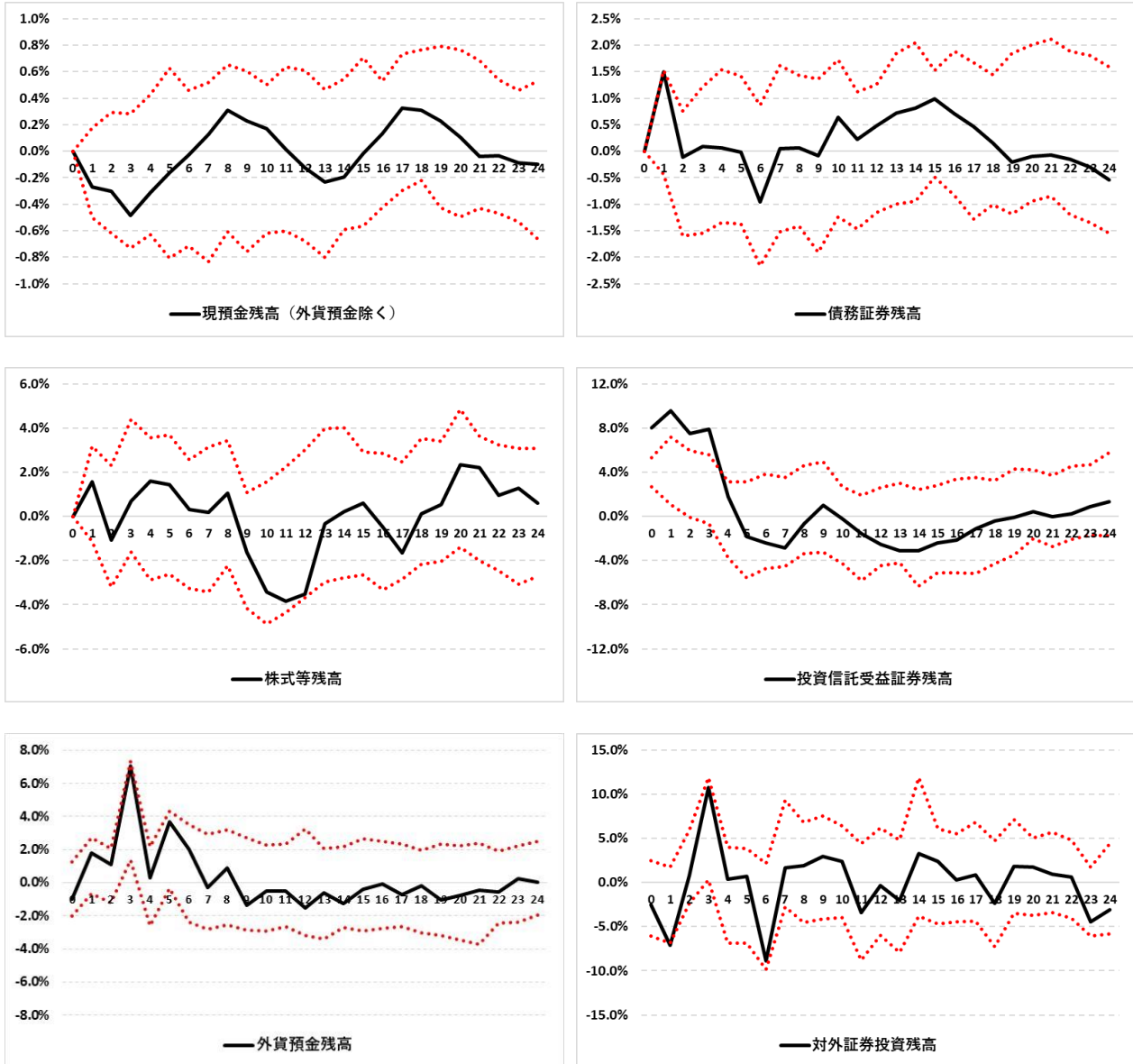
(資料：財務省、日本銀行、Bloomberg データから作成)

2 | 投資信託受益証券残高の増加

図表8に投資信託受益証券残高に1標準偏差のショックを与えたときのインパルス応答関数を示した。本分析によると、投資信託受益証券残高が増えると、主に7～11四半期後に現預金残高（外貨預

金を除く)を、1 四半期後と 10~18 四半期後に債務証券残高を、1 四半期後や 3~8 四半期後に株式等残高を、1~4 四半期後に投資信託受益証券残高を、1~6 四半期後に外貨預金を、3~5 四半期後に対外証券投資残高を増加させる効果を持つことが分かる。

図表 8 : 投資信託受益証券残高にショックを与えたときのインパルス応答関数



※赤い点線は 95%信頼区間を示す

(資料 : 財務省、日本銀行、Bloomberg データから作成)

投資信託受益証券残高が増加する局面では現預金 (外貨預金を除く) 残高が減少する傾向がある。図表 2 で示したように、他の金融資産と比較して投資信託受益証券残高の規模が小さい点に留意する必要があるものの、先に述べたペイオフ対策などのリスクバッファ確保などの目的で、換金性の高い金融資産としての保有が徐々に拡大している可能性がある。これは、図表 5 と図表 6 における VIX 指数の項目をみても、VIX 指数の上昇が外貨預金を含む現預金残高の増加に寄与しただけではなく、投

資信託受益証券残高の増加にも寄与した点にも表れているのではないかと考えている。

さらに、投資信託受益証券残高の増加と現預金（外貨預金を除く）以外の金融資産残高の増加がほぼ同時に生じており、民間非金融法人が投資信託受益証券残高を拡大させる局面では、換金性の高い金融資産としての保有も含めて、総じて外貨預金や有価証券での余資運用を拡大する傾向があることも分かる。コロナ禍では投資信託受益証券残高の増加がすべての金融資産残高に対して増加方向に寄与しており、投資信託受益証券が増加しているか否かは民間非金融法人企業部門が余資運用を拡大しているか否かを判断するための一つの指標になりうることを示唆している。

3 | 対外直接投資残高の増加

図表 9 に対外直接投資残高に 1 標準偏差のショックを与えたときのインパルス応答関数を示した。本分析によると、対外直接投資残高が増えると、主に 2～6 四半期後と 13 四半期以降に現預金残高（外貨預金を除く）を、1～2 四半期後と 12 四半期以降に債務証券残高を、1～20 四半期後に株式等残高を、3～12 四半期後に投資信託受益証券残高を、5～14 四半期後に外貨預金を、0～1 四半期後に対外証券投資残高を増加させる効果を持つことが分かる。

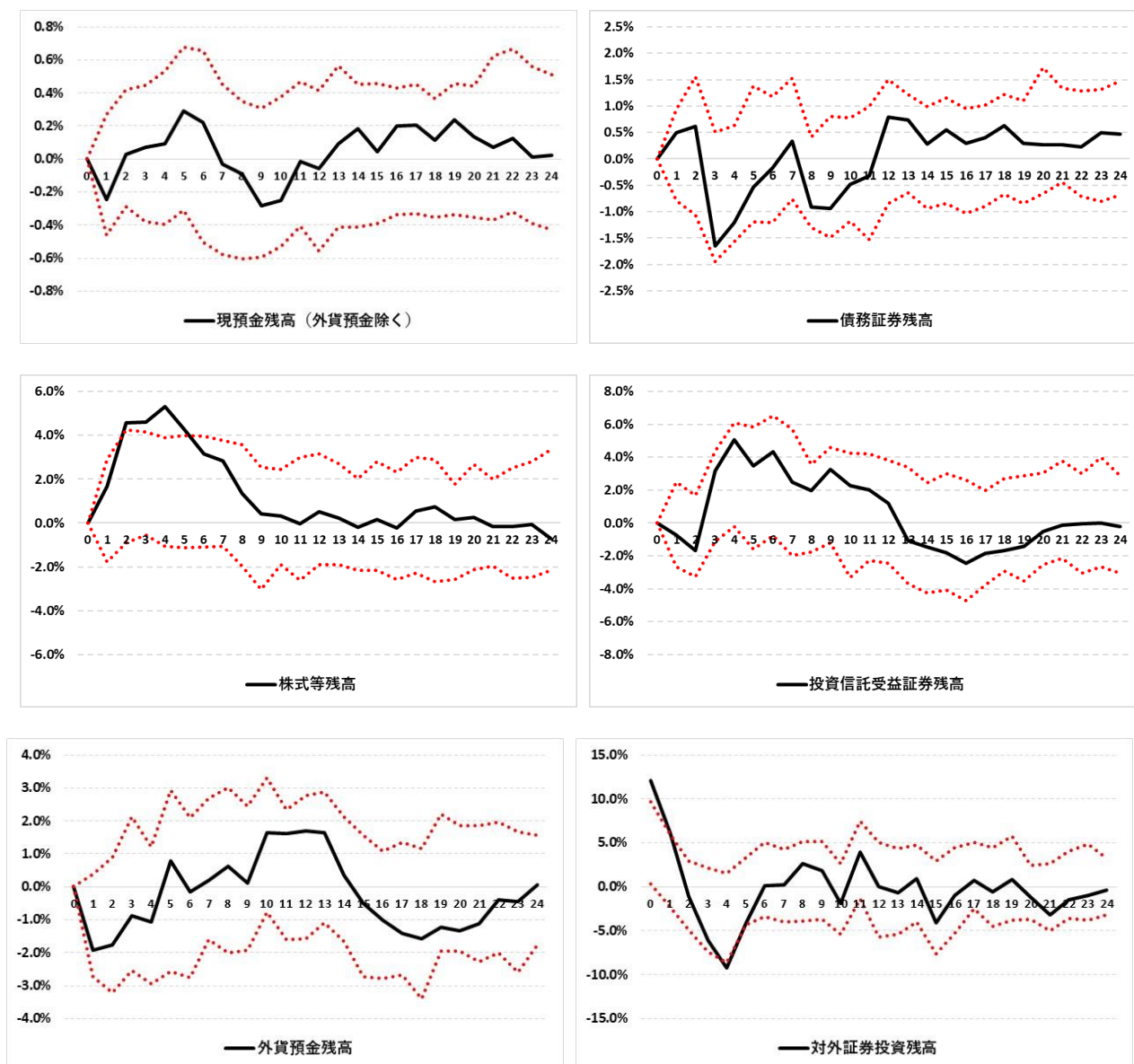
「資金循環統計の解説」によれば、対外直接投資とは「居住者企業による非居住者企業の持分取得のうち、非居住者企業の支配を目的とするもの」とある。資金循環統計で計上されるのは株式資本および収益の再投資で負債性のもは含まれない。本稿における分析では、対外直接投資残高が増加すると、対外直接投資の原資となる現預金残高（外貨預金を除く）や外貨預金残高が減少し、債務証券残高も増加から減少に転じる中で、国内の各種法人に対する株式投資が計上される株式等残高や、海外で発行された株式・債券・外国籍投資信託への投資が計上される対外証券投資残高といったリスク資産の残高が増加する傾向がみられる。

4 | 民間金融機関や公的金融機関からの借入残高の増加

図表 10 に民間金融機関からの借入残高に 1 標準偏差のショックを与えたときのインパルス応答関数を示した。本分析によると、民間金融機関からの借入残高が増えると、主に 1～7 四半期後に現預金残高（外貨預金を除く）を、1～4 四半期後と 11 四半期以降に債務証券残高を、2～10 四半期後と 19 四半期以降に株式等残高を、1～4 四半期後と 7～11 四半期後に投資信託受益証券残高を、1～2 四半期後と 9～15 四半期後に外貨預金を、3 四半期後や 8～9 四半期後に対外証券投資残高を増加させる効果を持つことが分かる。

図表 11 に公的金融機関からの借入残高に 1 標準偏差のショックを与えたときのインパルス応答関数を示した。本分析によると、民間金融機関からの借入残高が増えると、主に 12 四半期以降に現預金残高（外貨預金を除く）を、5 四半期後と 16～18 四半期後に債務証券残高を、1～3 四半期後と 12～20 四半期以降に株式等残高を、2～10 四半期後や 13～16 四半期後に投資信託受益証券残高を、3 四半期後と 5～12 四半期後に外貨預金を、1～2 四半期後や 7～9 四半期後に対外証券投資残高を増加させる効果を持つことが分かる。

図表9：対外直接投資残高にショックを与えたときのインパルス応答関数



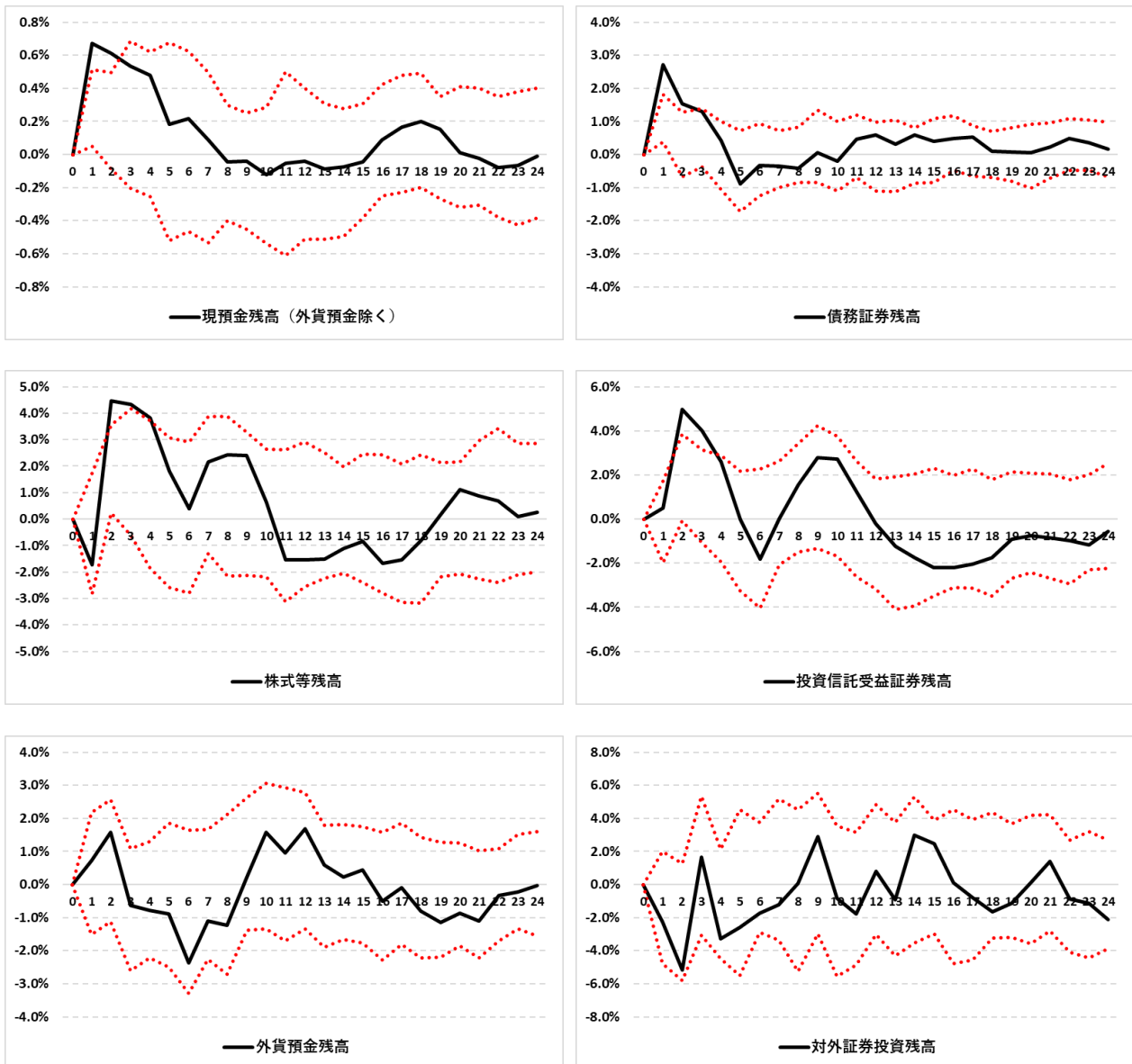
※赤い点線は95%信頼区間を示す

(資料：財務省、日本銀行、Bloomberg データから作成)

民間金融機関からの借入と公的金融機関からの借入の違いについては、一般的に公益性の強い公的金融機関と比較して、民間金融機関からの借入は借り手に対する審査が厳しくなる傾向にある。特にコロナ禍のような危機対応が必要になるとなれば、その金融機関としての役割の違いからその傾向がより強まるものと考えられる。そのため、公的金融機関から借り入れる企業よりも、民間金融機関から借り入れる企業の業績の方が良い傾向にあるため、早期に資金繰りが改善し、事業の収益性の改善にかかる時間も相対的に早くなるものと考えられる。資金繰りの改善や本業の収益性改善にかかる時間に違いがあれば、金融資産が再び増加傾向を示すのにかかる時間にも違いが出てくることになるだろう。このような借り手の属性の違い等の要因が民間金融機関からの借入なのか、公的金融機関からの借入なのかで各金融資産に対する寄与の度合いに違いを生んでいるのではないかと考えられる。

また、民間金融機関からの借入についても、公的金融機関からの借入についても、各金融資産残高への効果については同時性がない。つまり、金融機関から借り入れた資金が、そのまま余資運用の原資として用いられているわけではないものと解釈できる。金融機関の借入から数カ月のラグを持たせた上で金融資産の購入資金として充てられている可能性も考えられるが、その数か月間は資金繰りに問題がないことが前提条件となるため、手元資金によほど余裕のある法人企業でなければ、金融機関からの借入を原資とした余資運用は行われたいのではないかと推察される。

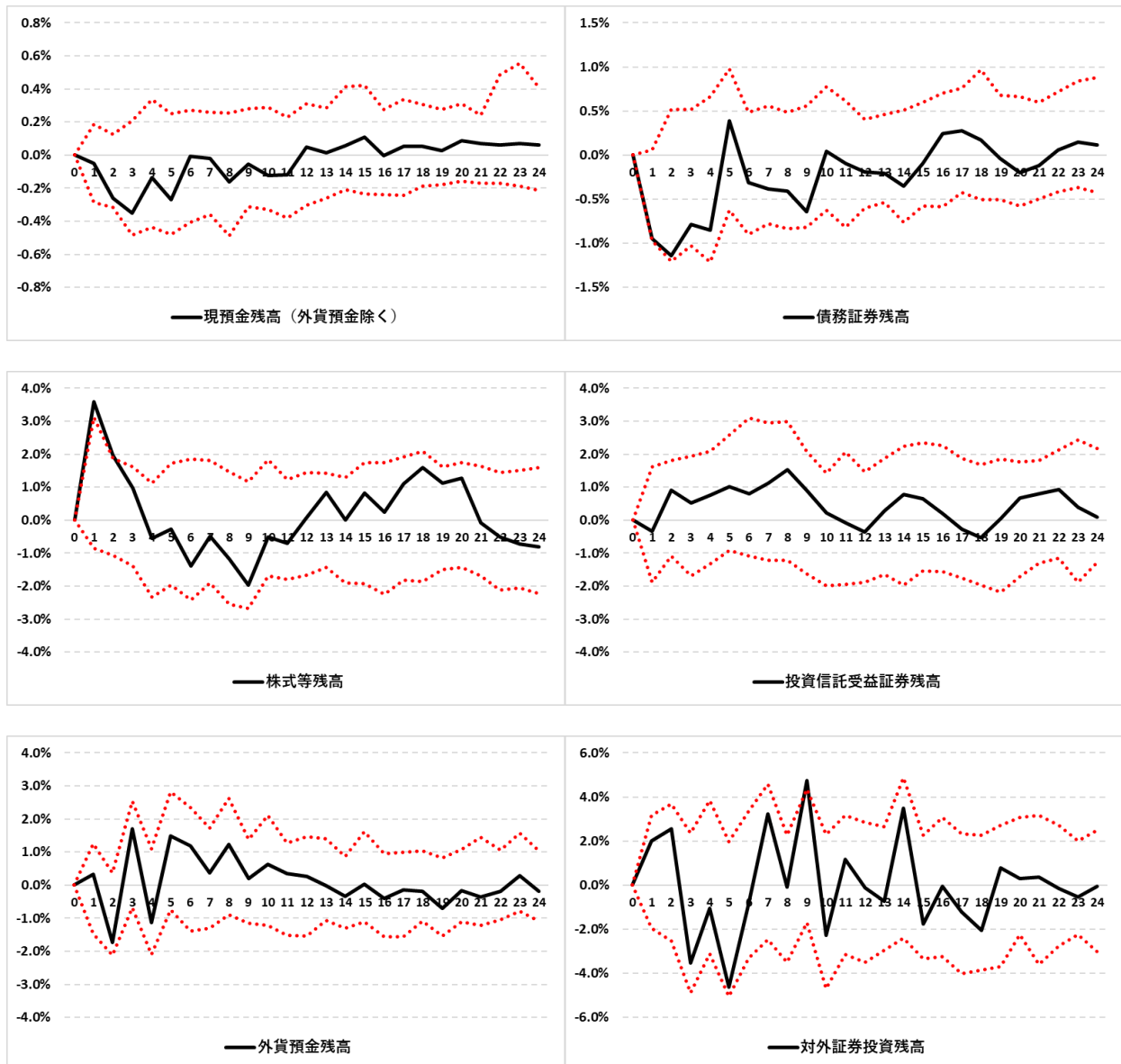
図表 10：民間金融機関からの借入残高にショックを与えたときのインパルス応答関数



※赤い点線は 95%信頼区間を示す

(資料：財務省、日本銀行、Bloomberg データから作成)

図表 11：公的金融機関からの借入残高にショックを与えたときのインパルス応答関数



※赤い点線は 95%信頼区間を示す

(資料：財務省、日本銀行、Bloomberg データから作成)

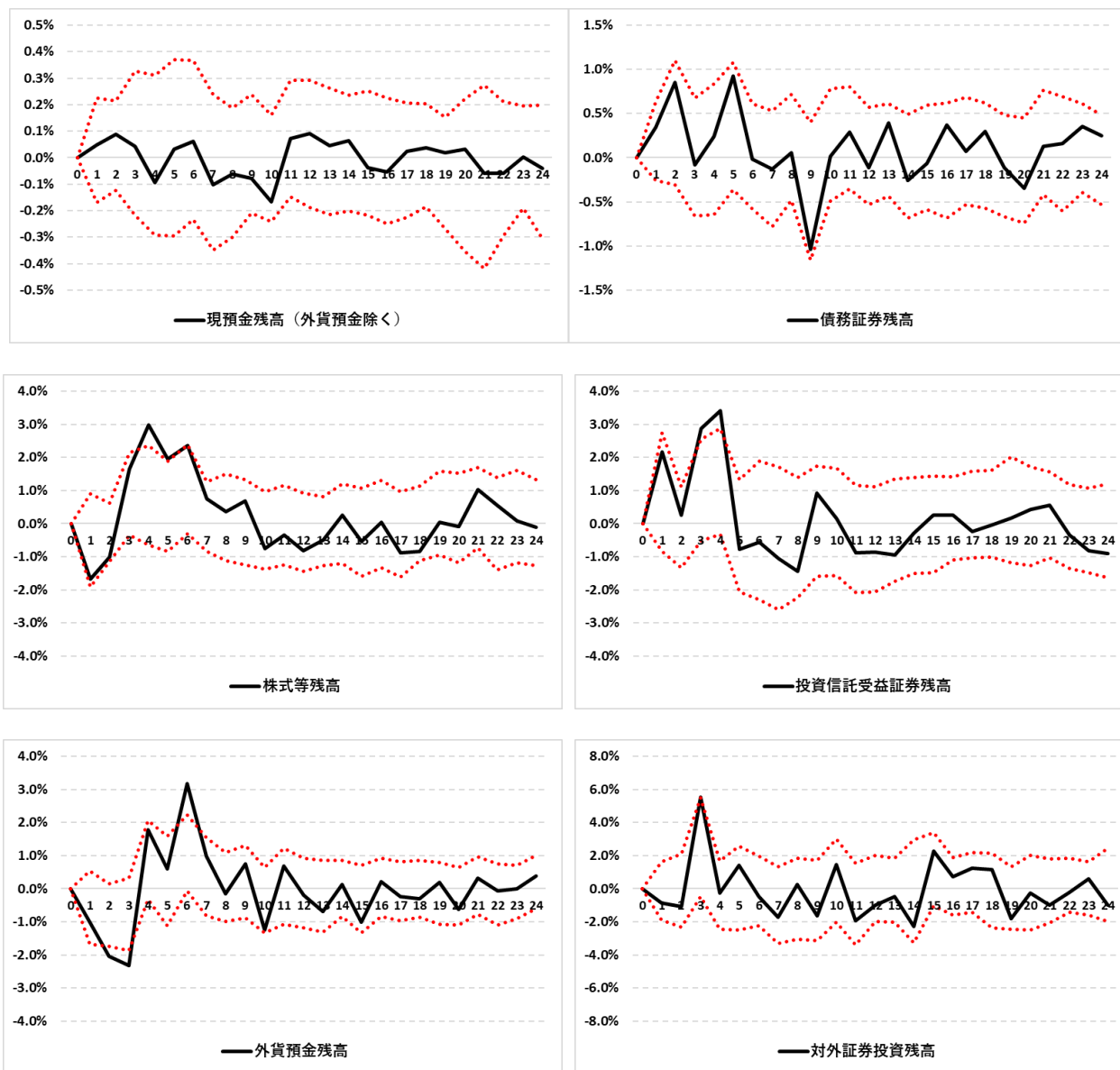
5 | 株式等による資金調達残高の増加

図表 12 に株式等による資金調達額に 1 標準偏差のショックを与えたときのインパルス応答関数を示した。本分析によると、民間金融機関からの借入残高が増えると、主に 1～3 四半期後や 5～6 四半期後に現預金残高（外貨預金を除く）を、1～5 四半期後に債務証券残高を、3～9 四半期後に株式等残高を、1～6 四半期後や 4～7 四半期後に投資信託受益証券残高を、4 四半期後や 6～7 四半期後に外貨預金を、3 四半期後や 5 四半期後に対外証券投資残高を増加させる効果を持つことが分かる。

資金循環統計における株式等の定義は上場株式や非上場株式などである。優先株は非上場株式に計上されるが、劣後債や劣後ローンは債務証券や民間金融機関からの借入に計上される。株式等による

資金調達残高には満期がなく、基本的に元本返済を求められることはない。そのため、長期的な目線で行う必要のあるプロジェクトなどに優先的に調達した資金が割り当てられるものと考えられる。また、金融機関からの借入での分析結果と同様に、株式等による資金調達と現預金や有価証券投資の拡大には同時性は観察されない。あくまで余資運用の拡大は、金融機関からの借入でも指摘したように、本業から得られた自己資金で行われているものとみられる。

図表 12：株式等による資金調達額にショックを与えたときのインパルス応答関数



※赤い点線は 95%信頼区間を示す

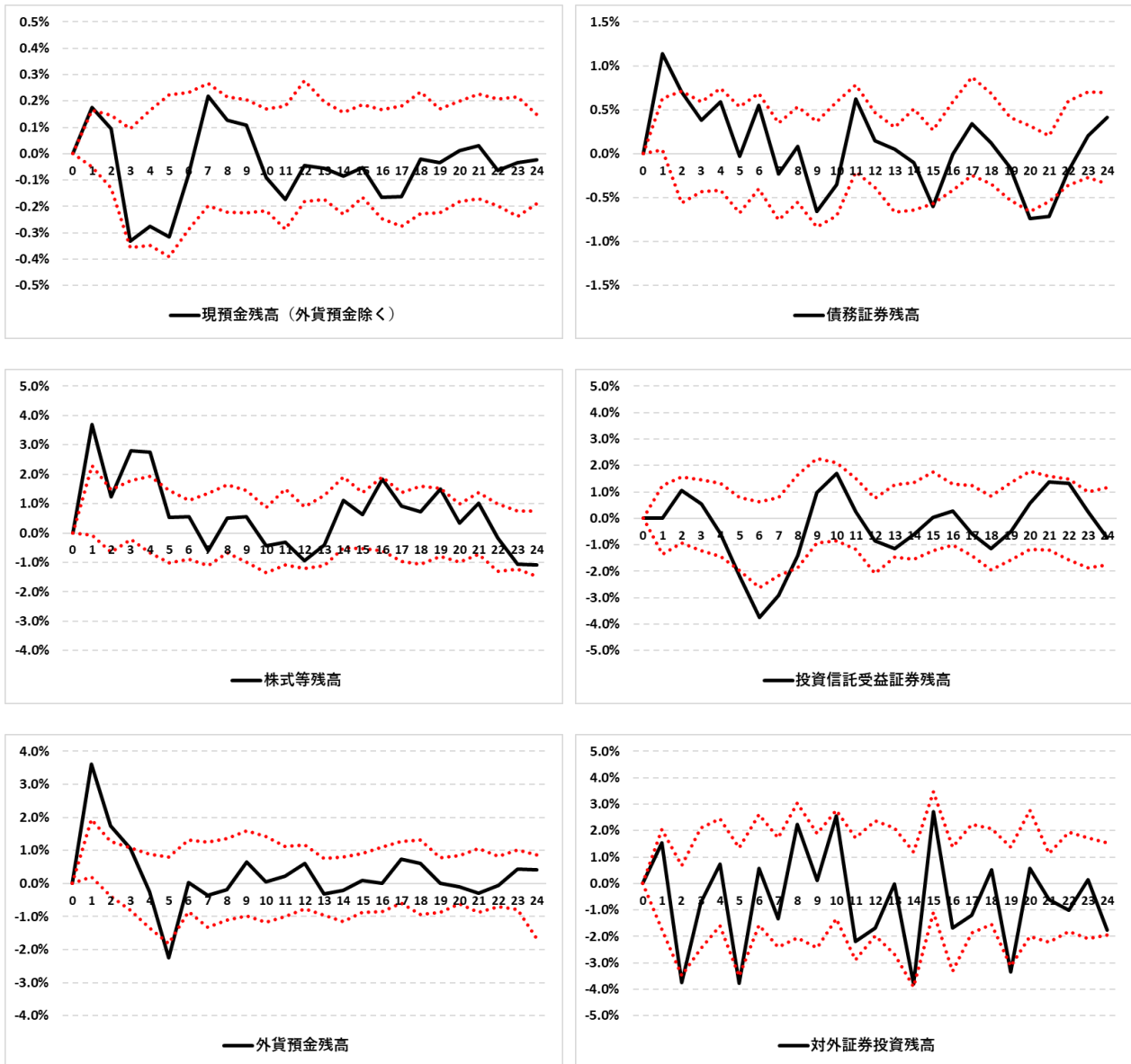
(資料：財務省、日本銀行、Bloomberg データから作成)

6 | 余資運用に有利な市場環境

図表 13 に米ドル/円に 1 標準偏差のショックを与えたときのインパルス応答関数を示した。本分析によると、米ドル/円が米ドル高・円安方向に動くと、主に 1～2 四半期後や 7～9 四半期後に現預

金残高（外貨預金を除く）を、1～6 四半期後に債務証券残高を、1～6 四半期後に株式等残高を、1～3 半期後や9～11 四半期後に投資信託受益証券残高を、1～3 四半期後や9～12 四半期後に外貨預金を、1 四半期後や4 四半期後に対外証券投資残高を増加させる効果を持つことが分かる。

図表 13：米ドル／円にショックを与えたときのインパルス応答関数



※赤い点線は 95%信頼区間を示す

(資料：財務省、日本銀行、Bloomberg データから作成)

米ドル高・円安方向に米ドル／円が動くと、為替の影響によってリターンが向上する対外証券投資への投資額が継続的に増えることはなく、債務証券や株式等など国内市場における金融資産残高が増えるのが特徴的である。それと同時に現預金残高（外貨預金を除く）や外貨預金残高が増加しており、市場環境が投資家にとって有利な状況になると、その時価が上昇した金融資産残高を売却して減らし、その資金を時価が低下した金融資産に振り向けるのではないかと推測される。

このような特徴は米ドル/円での分析結果に限らず、株式インデックスに関する分析結果においても共通している。図表5に示したように、TOPIXや日経平均株価が上昇すると、一般的に国内資産での余資運用は縮小するが、対外証券投資残高の増加に寄与している。S&P500の上昇に対してはすべての金融資産に対して減少方向に寄与している。

一方で、金利系の金融商品については、日本国債10年利回りの上昇は債務証券残高の減少に、米国債10年利回りの低下は対外証券投資の増加に寄与しており、投資家にとって不利な状況になるとその金融資産を減らし、有利な状況になると金融資産を増やす傾向がみられる。

4—まとめ

本稿では、コロナ禍において民間非金融法人企業による余資運用が拡大しており、その要因として統計モデルによる分析結果から現預金残高（外貨預金を除く）、投資信託受益証券残高、対外直接投資残高、民間金融機関からの借入残高、公的金融機関からの借入残高、株式等による資金調達残高の増加、米ドル高・円安の7つが候補になると結論付けた。また、コロナ禍ではゼロゼロ（実質無利子・無担保）融資などの資金調達に関する支援策が導入されたが、余資運用の原資となるのは借入や有価証券の発行といった外部からの資金調達ではなく、自己資金からの資金調達によるものである可能性が高いことについても指摘した。コロナ禍においても民間非金融法人部門の資金余剰は継続しており、自己資金が増加した結果として余資運用の拡大につながっているものと見られる。

また、昨今は法人企業に対する企業価値や収益性の向上に対する社会的な要請が強まっていることもあって、これまでは低金利環境下であっても現預金で保有しておけば問題なかった自己資金からも追加的に収益を獲得していく必要性に迫られている側面も無視できないものと思われる。その意味では、外部からの資金調達（借入、有価証券の発行）や預金の受け入れのみならず、法人企業の資金余剰が今後も強まっていくと予想される中で、金融機関が法人企業に対して余資運用やそれに伴うリスク管理も含めた与信・受信両面での幅広いソリューション提供を行っていくことに対する社会的な期待もより一層高まっていくことが予想される。

長い目でみれば、法人企業による余資運用がさらに拡大すると、企業財務に対する余資運用の寄与が大きくなるだけでなく、金融市場に対する影響力も大きくなっていくものと予想される。このような未来が想定される中で、金融システムをモニタリングしている金融当局のみならず、投資家などのステークホルダーが法人企業の財務状況などを正確に理解する目的で、民間非金融法人企業による余資運用に関する情報について開示を強化していくことも検討していく必要性が今後出てくるかもしれない。

5— 付録:本稿の統計モデルに関する分析結果の概要

被説明変数・説明変数	調整済みR ²	F検定	グレンジャー 因果検定
1 現預金残高（外貨預金を除く）	0.950	1%未満	1%未満
2 債務証券残高	0.907	1%未満	1%未満
3 株式等残高	0.834	1%未満	1%未満
4 投資信託受益証券残高	0.891	1%未満	1%未満
5 金融派生商品残高と 保険・定型保証残高の和	0.821	1%未満	1%未満
6 外貨預金残高	0.872	1%未満	1%未満
7 対外直接投資残高	0.831	1%未満	1%未満
8 対外証券投資残高	0.509	5%未満	1%未満
9 民間金融機関からの借入残高	0.900	1%未満	1%未満
10 公的金融機関からの借入残高	0.949	1%未満	1%未満
11 債務証券による資金調達残高	0.884	1%未満	1%未満
12 株式等による資金調達残高	0.804	1%未満	1%未満
13 金融資産残高に対する資金 過不足（4四半期累計）の比率	0.952	1%未満	1%未満
14 TOPIX または日経平均株価	0.758	1%未満	1%未満
15 米ドル円	0.821	1%未満	1%未満
16 日本国債10年利回り	0.582	1%未満	1%未満
17 米国債10年利回り	0.779	1%未満	1%未満
18 S&P500	0.901	1%未満	1%未満
19 米ドルと円の短期金利の差	0.947	1%未満	1%未満
20 VIX指数	0.744	1%未満	1%未満

※調整済み R² の比較から、被説明変数が株式等残高、対外証券投資残高、公的金融機関からの借入残高、株式等による資金調達残高、TOPIX または日経平均株価、S&P500、VIX 指数の場合は 14 番目の説明変数に日経平均株価を採用した

（資料：財務省、日本銀行、Bloomberg データから作成）

（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はありません。