

デフレ対策:200兆円の企業マネーを活かせ

発表日:2010年3月4日 (木)

～キャッシュフロー制約を突破して設備投資を増やす～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

金融緩和でいくら資金調達が容易になっても、企業がキャッシュを積み上げては、デフレ解消は進まない。企業のキャッシュ選好が強いと「流動性の罠」が引き起こされる。企業収益の回復が進んでも、その水準に対応した設備投資が少なければ、需要創出効果は限定される。だから、政策的に、企業が資金調達やキャッシュ取り崩しをして設備投資をより大きく増やすことの支援が必要になる。企業マネーの活用は、法人課税強化ではなく、投資促進減税を選択すべきである。

企業が保有するマネー規模は大きい

デフレ対策を打ち出すには、財政政策も金融政策も戦線が延び切っている。デフレ解消のためには、明日の需要を今日よりも増やしていく工夫が必要になる。需要創出の拡大再生産こそが求められる処方箋である。その経路として家計を対象にすると、家計は今日の所得のうち、明日の消費支出に回す割合が必ず100%を下回ることになる。だから、家計所得が増えるような経済刺激をいくら行っても、明日の需要を増やす効果は乏しい。それに対して企業のルートは、今日の手元資金と独立して明日の需要を増やすことができる。例えば、

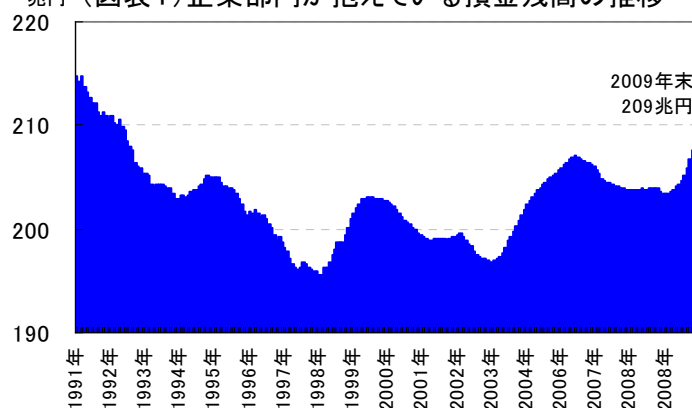
今日の利益が100だとしても、明日の利益拡大を目指して120の設備投資をすれば明日の需要を20%増やせる。20%の増分は、企業がファイナンスを行って手元資金を賄う。投資制約は、ファイナンスによって乗り越えられる。

従来型発想では、需要制約・成長期待が考慮されてこなかった。財政政策を打てば、公共事業が呼び水になって企業の設備投資が自然と増え、金融緩和をすればマネーが増えるという暗黙のシナリオが政策効果として期待されていた。しかし、金融・財政政策を延長しただけでは、成長期待を上向かせて新しい投資需要を掘り起こすことはできず、多大な財政赤字が残り、政策金利もゼロ金利に至った。

なぜ、金融政策の影響力が、需要創出・デフレ解消に対して効きにくいのかということは、次のような説明もできる。企業部門の資金調達環境が改善しても、安心のために手元流動性を手厚くして不確実な環境に備えようとすると、企業マネーを前向きな設備投資拡大には用いない。これは、企業が家計と同じように、プラスの貯蓄率を目指して、需要吸収を行う経済主体になった状態である。

企業の手元預金残高に注目すると、2008年のリーマンショック以降、その残高は203～209兆円まで増嵩^{*}している(図表1)。この預金残高は、日本銀行のマネースtock統計の主体別内訳から引用した数字であり、2009年末では流動性預金が120兆円、定期性預金が78兆円という構成になっている。時系列の動きをみると、流動性預金よりも定期性預金(準通貨)の方が2006年以降に趨勢的に増加し、景気情勢が改善してきた2009年春になって増加ペースを強めてきている。輸出など外需が改善しても、内需に還元されるべき購買力が、企業マネーとして蓄積される。こうした行動は、企業が収益確保のために人件費を抑制・削減したとしても、そこで捻出したキャッシ

兆円 (図表1) 企業部門が抱えている預金残高の推移



出所: 日本銀行 1999年3月、2008年3月のデータの不連続の調整は筆者推計。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

キャッシュフローは設備投資などに回さずに、フリーキャッシュフローとして積み上げていると言い換えることもできる。本来、企業は内部留保として蓄積したキャッシュをそのまま保蔵されるのではなく、設備投資を通じて資本ストック（実物資産）に替わり、フローの収益を生み出す役割を果たすことが、利潤追求のためには合理的行動のはずである。金融・経済情勢が混乱したとき、キャッシュを積み上げることはいざという場合の財務の自由度を高める観点で合理的であるが、平時に溜め込みすぎると資本効率を低下させる。これは、株価形成にもマイナス作用である。

※2009年10～12月の法人企業統計でも、全規模・全産業の現預金残高141兆円と前年比10.0%増になっている。

今、金融政策に対してデフレ対策を積極化せよという圧力が強まっているが、筆者は金融環境を緩和的にするだけでは、デフレ対策への貢献度は少ないとみる。むしろ、企業内部に抱え込まれた余剰マネーが本当に収益性の高い使途に使われているのかどうか、それをマクロ的に需要創出に動員することはできないかという一段の工夫を検討することが重要になると考える。

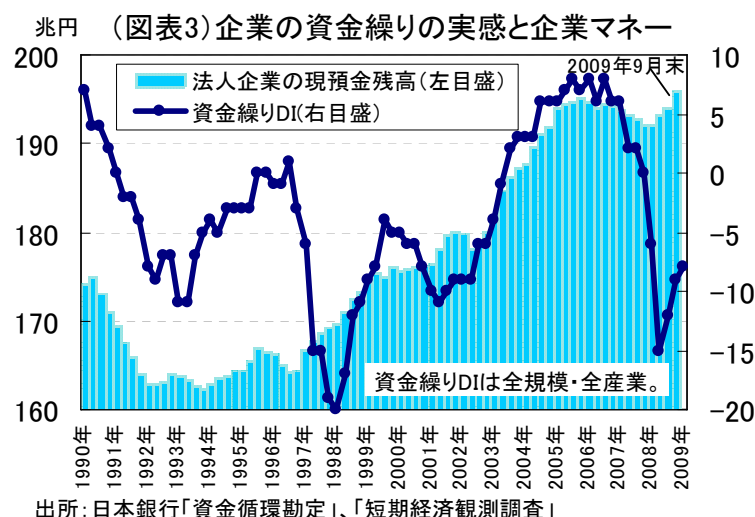
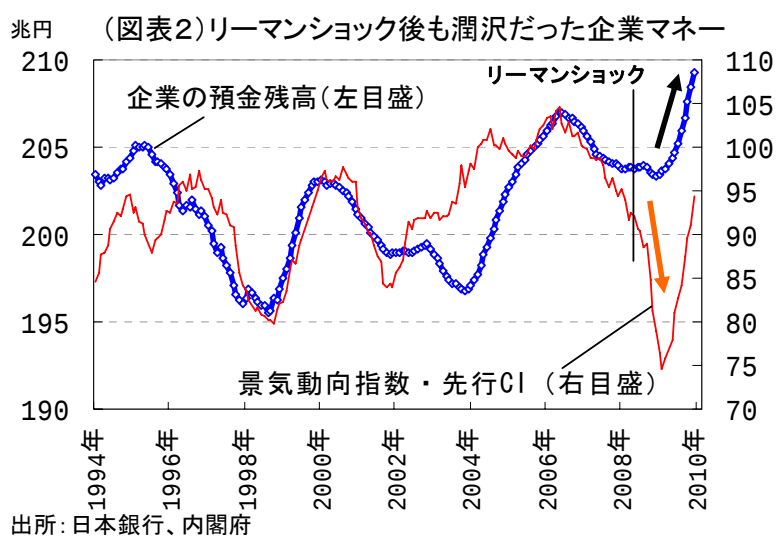
不況期の金あまり

マネーサプライは、企業の保有する現預金と、個人保有の現預金でその大宗が構成されている。2009年中のマネーストック統計では、企業預金の増勢が全体を後押しし、マネー（M2）の伸び率は前年比2～3%台の伸びを維持している。通説では、マネーサプライは実物・金融取引の交換手段として認識される。

しかし、ここ数年は、金利水準が極度に低下して機会費用も僅かになったため、価値保蔵手段に化けてしまっている。マネーサプライの中には、購買力が保蔵されて増加していると筆者はみる。

興味深いのは、過去、企業預金残高の推移をみると、景気変動に連動して動くことが多かった状態が、リーマンショック以降に変化していることだ。今次局面では不況の深刻化が言われるにもかかわらず、企業マネーは増え続けている。巷間、「百年に1度の不況」と言われ、経済政策が貸し渋り対策に傾斜していた時期に、現実には金融面の緩和措置が、企業の抱える流動性を一段とじゃぶじゃぶになっていたことは意外感があるはずだ。この異様は、景気動向指数・先行系列と過去に密接な連動性があったのが、このところは崩れてきて、マネーの方は増え続けていることにもみられる（図表2）。

近似した状況は、企業の資金繰りの実感と、実際のキャッシュの保有状況に食い違いがあることも表われている（図表3）。日銀の「資金循環勘定」の民間法人部門の現預金と、日銀短観の資金繰り判断DIとの関係を重ねると、



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

足元で企業の実感はまだ資金繰りが「苦しい」超となっているのに、預金残高はかえって積み上がっている。これは、企業経営者が潤沢な流動性を抱え込んでおきたいというマインドが、過度に強まっていて、現実のキャッシュがあっても企業が満足していないことを象徴している。

では、なぜ企業が必要以上に現預金を抱え込むのだろうか。その理由は、企業の投資マインドが萎縮してしまっていると同時に、企業経営者がキャッシュフローを厚めに置いておくことで安心を得たいということではないだろうか。金融危機時に金融市場に広まった予備的動機（予測できない不意の財務ショックに備えるために現預金を保有したいという動機）が、未だに根強く残っていて、資本効率を高める投資行動にブレーキを踏んでいるとも解釈できる。そうしたマインドが強まりすぎると、購買力が企業のバランスシートに吸い込まれて、そのまま収益性のある資産に振り向けられずに、資金が滞留すると理解される。経済学者ケインズのアナロジーを使うと、流動性を供給しても経済主体がいくらでも流動性を抱え込もうとすると、「流動性の罠」に陥って金融緩和策が無効になる。

振り返ると、かつて2000年代初頭までは、企業は過剰債務をスリム化することを企図して、設備投資をキャッシュフローの範囲内に抑える行動が広く見られた。この局面では、過剰債務問題に対する合理的な行動とも理解できる。資金循環のフロー面の視点では、1994年より企業部門は資金不足主体から資金余剰主体に変わっている。

ところが、ここ数年は、企業が過剰債務状態を解消したにもかかわらず、まだフリーキャッシュフローを捻出し、現預金などのキャッシュに積み上げる行動は継続されているようだ。こうした動きは、あたかも過剰債務の時代からの「慣性の作用」が働いているようでもある。本来、企業の財務行動として、負債コストが低いときは、レバレッジを利かせて収益資産を膨らませることが、株主に対する利益還元を促すことにつながるはずである。それなのに、企業がフリーキャッシュを膨らませることを自己目的化させて、その反対のことを行ってしまうている。こうした財務体質の改善は、企業経営者にとって財務の自由度を高めるだろうが、金融機関など負債サイドからの規律付けは弱まり、株主サイドからの資本効率向上の要請とも反している。低成長時代に対応した「キャッシュフロー経営」なる概念を極端に信奉すると、企業はファイナンスというレバレッジを活用しなくなり、不確実な投資機会にアグレッシブに挑むような気風を失わせる可能性がある。リスクテイクをしないことを正当化するトレンドが、財務体質の健全化を極度に進めようという考え方には隠れている。

しばしば企業は、春闘交渉などで人件費を抑制し、経常利益率を向上させようとするが、そこで捻出されたキャッシュがどこへ向かったかは検証されることが少ない。実は、そのままバランスシートに積み上げられて需要創出に用いられないことも少なくないのではなからうか。経営者が先行き不安に囚われて、賃金を抑制して必要以上に財務を健全化させる圧力を強めれば、マクロ環境としては消費と投資の二大需要項目が推進力を失ってしまう。デフレ構造には、このようなミクロ的要因がある。そうしたミクロの利害調整をそのままにしてマクロ政策のみで構造化したデフレを解消しようということが、経済政策が機能不全に陥ったように見せているのであろう。

法人課税強化は需要創出に逆行

上記のような観点から考えて、企業の保有マネーの有効活用をどうすればよいかを考えることは、前向きな議論になる。ところが、200兆円というマネーの大きさばかりに目が行って、正当な企業マネーの活用法を論じないと、由々しき結論に迷い込んでしまう。2月半ばに鳩山首相が、企業のフローの内部留保への課税を検討すると意思表明したと新聞報道で伝えられた。さすがにこの発言はすぐに否定されたが、これは注意を要するべき問題である。徴税権を使った対応策は、合理性の裏づけがないと、強権発動に陥ってしまう。内部留保に新たに課税することは、そのまま行えば二重課税になるし、実質的には法人税の引き上げと同じことである。内部留保に課税することは、作用として需要拡張とは逆効果になる。

筆者は、むしろ、それとは正反対に、内部留保をより多くの設備投資拡大に回したとき、補助金を付加する方が

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

有益であると考え。企業マネーの有効活用は、あくまで企業の自由な投資行動を前提に、デフレ対策として政策誘導の余地はないかを前向きに考えることが有益である。

もしも、規模の大きな余剰マネーを見つけて課税するという発想になれば、「個人金融資産 1,400 兆円に資産課税して財政再建」とか、「高齢者マネー 880 兆円を回収するために相続税強化」といったことも出てきかねない。

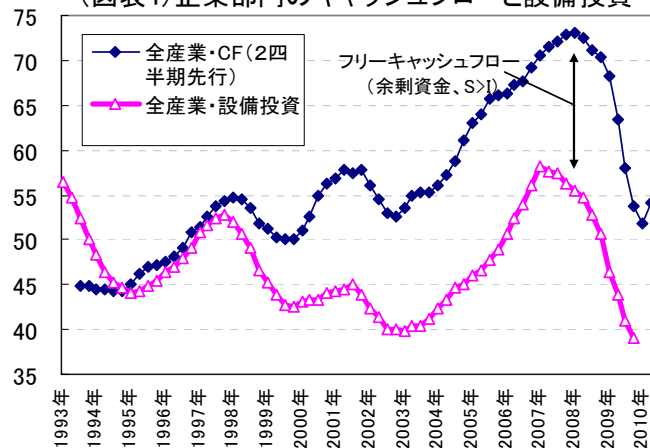
なお、企業の保有マネーを有効活用しようというアイデアはすでに先行事例があることを紹介したい。2009 年度の税制改正で導入された外国子会社配当益金不算入制度である。これは、日本企業が海外現地法人の税引後の利益を配当として受け取るとき、一定の要件を満たせば、その 95% を国内課税の対象にせずに戻すことができる仕組みである。経済産業省は、海外現地法人には 2006 年度約 17 兆円強の内部留保があり、この一部を国内還流させて国内設備投資などに刺激を与えようとしている。このように、税制制約などがあって有効活用できていなかった企業マネーを需要創出に活用しようという政策志向は、高く評価できる試みである。

設備投資に対する懸念

企業のマネーフローを考えると、設備投資がキャッシュフローの範囲内でしか行われたい傾向が強まっていることは、将来の需要制約になる可能性がある。先行きの設備投資に関しては、リーマンショック後に広がった需給ギャップは根強く残存し、ストック調整圧力が作用して設備投資の回復は見込めないという見方がある。一方、筆者は 2010 年前半のどこかで、企業のキャッシュフローの回復に応じて、その中から設備投資に回っていき緩やかに回復していくと見ている。過去、財務省「法人企業統計」に基づき、この関係が読み取れるからである（図表 4）。2009 年 10～12 月期の法人企業統計では、ようやくキャッシュフローが反転し始めてきていることが確認された。10～12 月の設備投資は、季節調整済前期比で▲0.9%（除く金融保険、除くソフトウェア）と依然マイナスであるが、第 1・第 2 四半期にプラス転化する可能性は強まったとみられる。なお、この原理は、電気機械セクターでもより明確に確認できることもある（図表 5）。電気機械は、2009 年央から IT 循環の回復過程に入っていて、設備投資が盛り上がる公算はより高い。ほかにも、設備投資全体で大きなウエイトを占めるリース業でも同じ傾向がある。

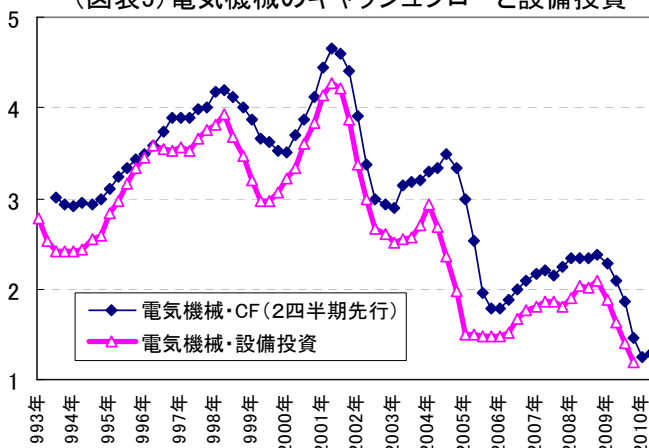
ただし、問題なのは、当面のキャッシュフローの規模が小さいと見込まれるので、そのサイズに制約されて設備投資自体も小規模に止まりそうなことである。だから、増勢に転じたとしても、設備投資増によって喚起される雇用増など抗デフレ作用は限定的になるだろう。設備投資が従来どおりに、キャッシュフローの範囲内で行われる限りは、爆発的な需要創出は到底期待できない。政策支援として必要になるのは、キャッシュフロー制約に囚われずに借入を増やすかたちで設備投資が増えていくための優遇措置である。萎縮した投資マインドを刺激することが、デフレ解消のためには必要だと考えられる。

兆円 (図表4) 企業部門のキャッシュフローと設備投資



出所:財務省「法人企業統計」

兆円 (図表5) 電気機械のキャッシュフローと設備投資



出所:財務省「法人企業統計」

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

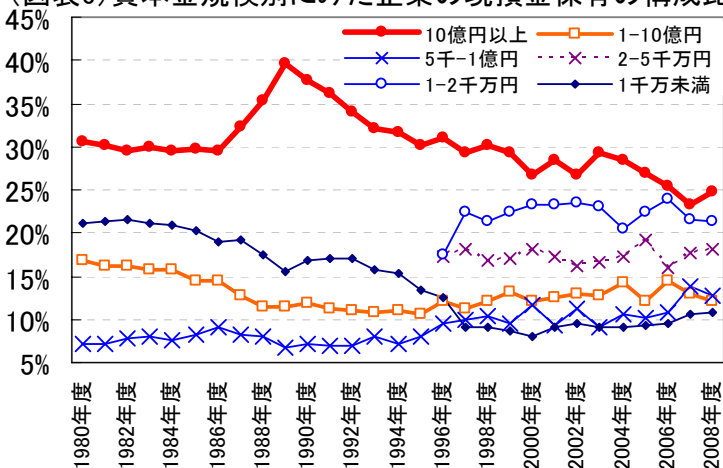
規模別にみた企業マネー

次に、企業が保有する現預金について、やや詳しく実情を調べておこう。法人企業統計年報（2008年度末）の内訳でみて、現預金残高を最も多く保有するのは、資本金10億円以上の大企業が24.8%であり、相対的にみると資本金5千万円未満の中小企業の保有シェアが大きい（図表6、7）。直感的に、企業マネーは大企業に偏在しているように感じるが、必ずしもそうとは言えない。資本ストックや設備投資、あるいはキャッシュフローの構成は、資本金10億円以上の大企業が中心であるが、こと企業マネーに関しては、中堅・中小企業が保有している割合が大きいとみられる。

このことは、中堅・中小企業が、設備投資を相対的に抑制していることを暗示している。時系列でも、90年代後半以降のデフレ経済の中で、設備投資を増やし続けてきたのは大企業だった（図表8、9）。むしろ、相対的に大きな資本ストックを抱えたまま、新規設備にストックを更新することを手控えていたのは中堅・中小企業の方である（図表10、11）。従って、企業マネーが社外流出する割合が低く、結果的に企業内に蓄積したのは、中堅・中小企業だったとみられる。

この理由としては、需要先を輸出に振り向けられる大企業と、内需の低成長に引きずられやすい中堅・中小企業というコントラストがある。大企業は外需の開拓に取り組み、設備投資を行って供給能力を増やししながら利益拡大を行うチャンスがあると説明できる。一方の中堅・中小企業は、外需にアクセスできる範囲が狭く、内需低迷・デフレ経済が障害になり、設備投資を抑制せざるを得なかったという解釈もできる。

（図表6）資本金規模別にみた企業の現預金保有の構成比



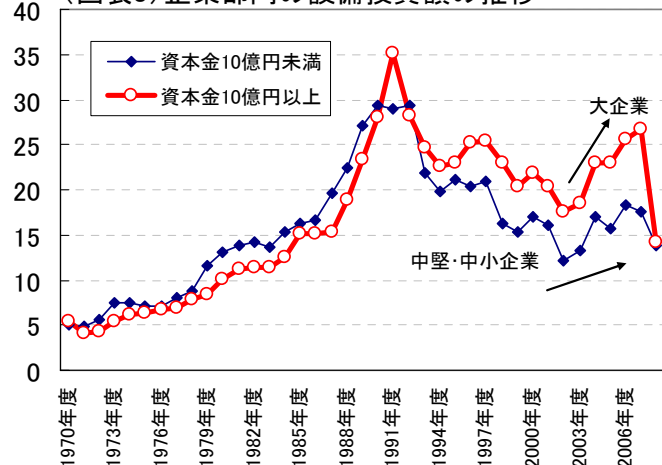
出所：財務省「法人企業統計年報」

（図表7）資本金規模別にみた保有シェア

	10億円以上	1-10億円	5千万-1億円	2-5千万円	1-2千万円	1千万円未満
現預金	24.8%	12.1%	12.7%	18.1%	21.4%	10.8%
有形固定資産	43.1%	11.5%	8.7%	10.7%	16.1%	9.8%
負債	42.6%	12.1%	8.7%	11.0%	15.1%	10.5%
キャッシュフロー	53.3%	14.1%	8.4%	9.0%	9.9%	5.3%
設備投資	50.7%	12.7%	8.5%	6.0%	12.6%	9.6%

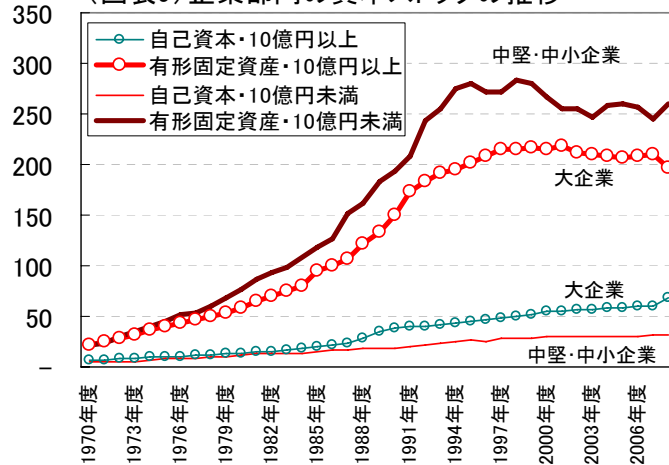
出所：財務省「法人企業統計年報」（2008年度）

（図表8）企業部門の設備投資額の推移



出所：財務省「法人企業統計年報」

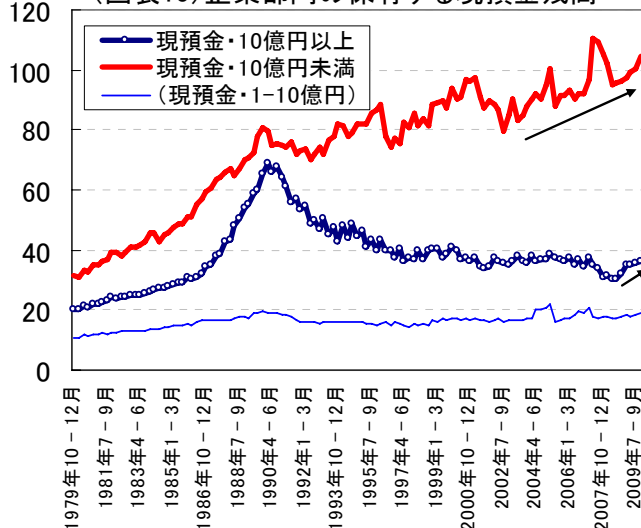
（図表9）企業部門の資本ストックの推移



出所：財務省「法人企業統計年報」

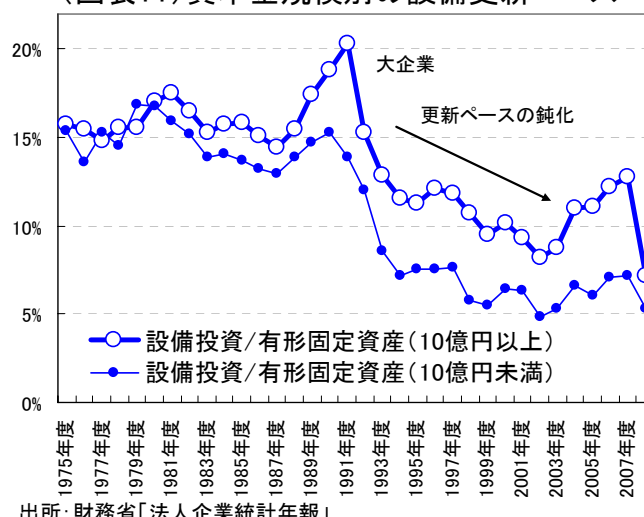
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

兆円 (図表10) 企業部門の保有する現預金残高



出所: 財務省「法人企業統計季報」

(図表11) 資本金規模別の設備更新ペース



出所: 財務省「法人企業統計年報」

企業マネーに火をつける政策誘導

企業の保有する巨大な預金残高をどう有効活用するかに関しては、今後の検討課題である。発想としては、キャッシュフローの範囲を超えて、設備投資が実施されたときは、一定の補助金を支給されたり、特別償却・税控除のかたちで優遇を受けられるようにすることが誘発効果を持つと考えられる。これは、企業のバランスシート内に蓄積した現預金を取り崩すとき、あるいは銀行借入で設備投資をしたときに、金額に応じて租税優遇を加えることになる。

過去には、設備投資に特別償却・税控除の優遇措置が与えられ、IT投資、研究開発費、中小企業投資というテーマを設けて政策減税が行われてきた。こうした一連の政策減税のうち、有効性の高まったものを再度復活させることや、テーマを設けてフローのキャッシュフローの範囲を超えた企業の設備投資を誘導するような施策が望まれる。