

法人預金の伸びが90年以降で最高

発表日：2015年7月23日（木）

～海外投資が鈍化して企業マネーが増える～

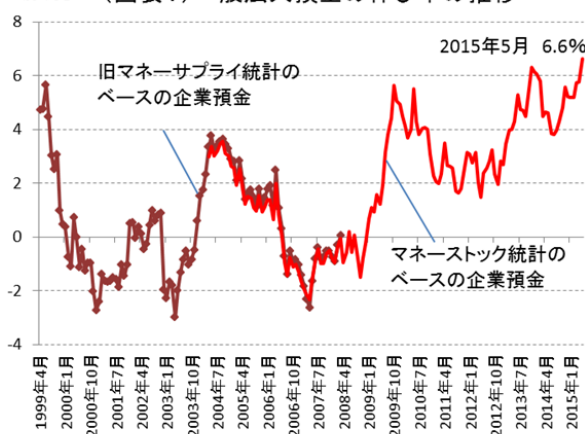
第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

5月の法人預金の伸び率は6.6%と約15年ぶりの高い伸びだった。法人預金の伸びは、経済活動が活発化して企業収益が引っ張られる効果もあるが、このところは海外投資が停滞した結果として国内滞留する要因もある。企業の金あまりが問題視されるが、残念ながら国内に有望な投資機会が乏しいから、海外投資の準備資金として法人預金が増えてきた経緯がある。今の金あまりは、内外投資機会の停滞の結果である。

企業マネーの増加をどう理解するか

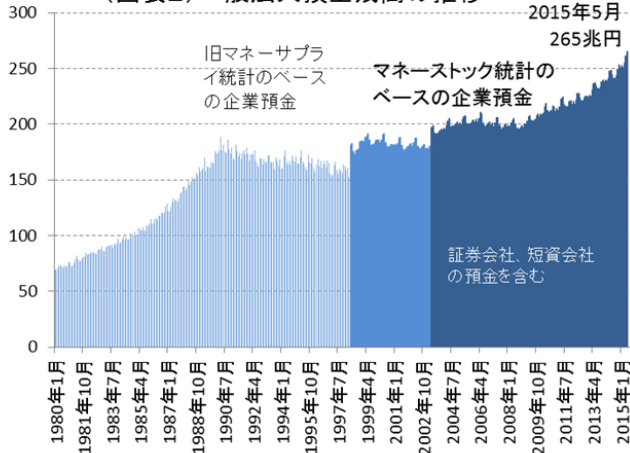
2015年5月の一般法人預金の伸び率が前年比6.6%と、高い伸びになった（図表1、2）。過去を遡ると、この伸び率は1990年10月以来の高さである。日銀のマネースtock統計によると、預金通貨・準通貨・譲渡性預金を合計した一般法人預金残高265兆円（2015年5月平均残高）は、主に事業法人の預金である（証券会社・短資会社を含む）。このデータは、四半期ごとの財務省・法人企業統計の全産業（除く金融保険）とほぼ重なって動く（法人企業統計の預金残高は2015年3月末219.6兆円）。

前年比% (図表1) 一般法人預金の伸び率の推移



出所：日本銀行

兆円 (図表2) 一般法人預金残高の推移



出所：日本銀行

企業の金あまりが言われて久しいが、一般法人預金残高が膨らむ原因として、まず言えることは企業収益が好調であり、賃金などの配分を差し引いた後でも、まだ高い伸び率を維持できているということである。特に、5月のタイミングは、法人税を支払った後である。今回は、法人税減税が実施された効果も加わっている（減税の一方で課税ベースの拡大効果もある）。

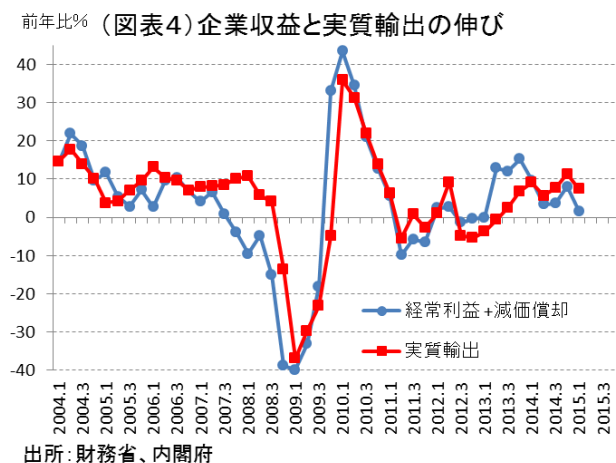
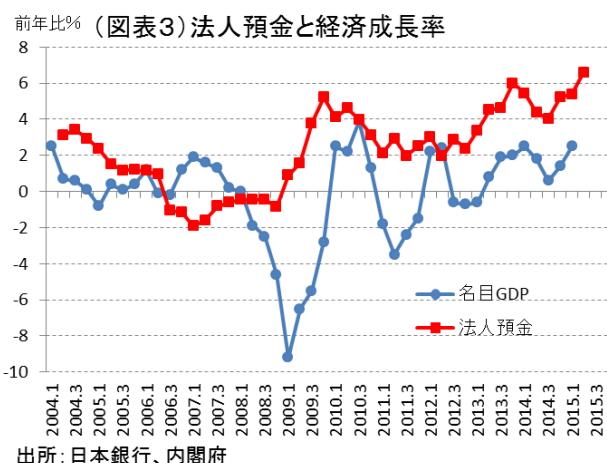
先の株主総会では、コーポレート・ガバナンス改革が強調され、株主還元や収益率の引き上げが叫ばれたことは記憶に新しい。仮に、自社株消却や配当増加が進めば、理屈の上では法人預金残高を減らすことになると考えられる。しかし、そうした効果があっても、5月の預金残高はさらに増えている。これもまた、企業収益の拡大ペースが大きく、法人預金の取り崩しの勢いを上回ったからだという理解ができる。

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。

ところで、企業が設備投資を増やす効果は、法人預金を減らすのであろうか。直感的には、企業の設備投資は、預金の取り崩しになる。でも、企業の設備投資代金は、他の企業に支払われるので、法人預金の総量の中では「行って来い」になる。設備投資増加の効果は、資金移動の面では中立的である。むしろ、設備投資によって経済全体の規模が拡大されるから、その効果（規模効果、所得効果）を通じて、一般法人預金全体の資金を増やしていくことが考えられる。実際、この一般法人預金残高と、名目 GDP の前年同期比の伸び率は、うまく対応する関係を描くことができる（図表3）。

この関係を、貨幣数量説の考え方で理解するのは間違いである。そうではなく、経済活動が活発化する際には限界的に企業収益（キャッシュフロー）が伸びやすくなって、両者の対応関係が密接になってくると理解すべきだろう。

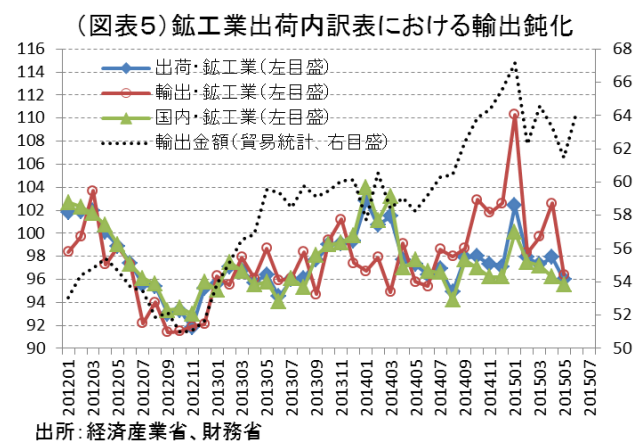
経済の成長メカニズムについて、法人預金の原資になっている企業収益が、輸出との間に強い関連性が確認できることを強調しておきたい（図表4）。これは、企業収益が外需の変動によって振らされやすいことを示している。だから、景気動向自体も輸出に敏感であり、経済成長率が輸出に反応して動く結果として、前述の法人預金と経済成長率の密接な対応関係が表れるのであろう。



当面の課題は輸出伸び悩み

今も昔も、マクロ経済の好循環が期待されていて、ようやく企業収益の拡大が賃金上昇へと波及してきたと言われている。最近では、「好循環」を強調する議論が目立つ。とはいえ、筆者は賃上げの原資になる収益拡大が継続しないと、好循環は続かないことを理解する必要があると考える。「好循環」の議論は、所詮、景気拡大の起点である輸出の動向を無視しては成り立たない。

実は、最近の景気情勢では、輸出拡大にやや不安があると考えられている。経済産業省の鉱工業出荷内訳表でも、限界的に伸びの勢いが鈍化しているのは、輸出である（図表5）。欧州経済の低迷や、中国経済の不安によって、外需環境は今まで以上に不安定化しているという見方もできる。6月の貿易統計では、期待されていた北米向け輸出も、2か月連続での数量の伸びがマイナスになっていた（季節調整値の輸出金額は6月はやっとプラス転化）。この状況が変化するとすれば、米経済が牽引役となっ

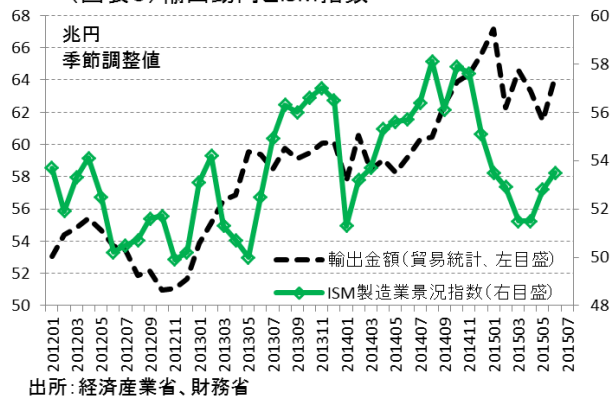


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

て、アジア向けなどの輸出拡大へと前向きな影響を及ぼすことである。

その点、米 ISM 製造業景況指数は、ここ 2 か月ほど改善する動きにあり、筆者はそれが先行的な変化ではないかと注目している（図表 6）。米利上げというハードルが待ち構えていて、米経済だけの牽引力に依存するリスクはあるとしても、米経済は他の要因よりも期待できる。

（図表 6）輸出動向と ISM 指数



法人預金の膨らみは投資機会の不足の結果

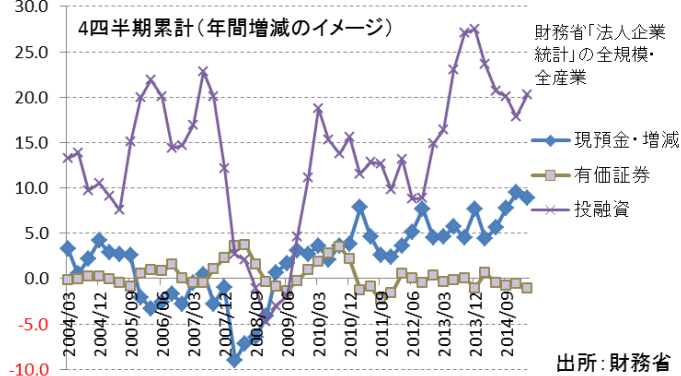
法人預金の増加は、しばしば企業が溜め込んだ余剰資金とみられている。「溜め込んだ資金を使え」と声高に訴えるのは簡単であるが、果たして何に用いれば将来の収益拡大に寄与するのか。そこが肝心要である。多くの企業経営者は、これまで新興国への進出を通じて高い資産収益率を稼ごうとしてきた。

実は、財務的視点でみると、企業の現預金の増加は、金融投資の拡大である。この現預金の増減は、投融資資金の増加に引っ張られるような格好で増加してきた側面もある（図表 7）。投融資資金とは、新興国などの現地法人向けの海外投資融資（出資金）を含む。これまでは、投融資に回す資金を一時的に滞留させておく目的もあって、法人預金残高が増高することもあったと考えられる。

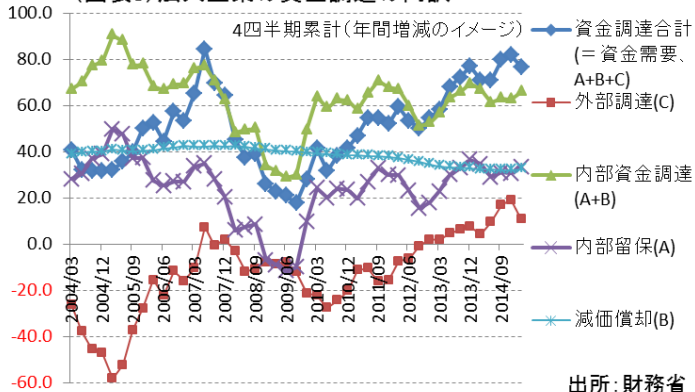
法人預金が増えてきた理由は、主に（1）企業収益の拡大、（2）海外投資のための待機資金、と考えられるが、ここに来てその状況に変調が起こってきていることも、説明しなくてはならない。次にその点について理解するために、企業の資金運用・調達の内訳を吟味した上で説明してみたい。

これまでの企業の財務活動を鳥瞰すると、資金需要のほとんどは、外部資金ではなく、内部資金によって投資資金を賄ってきた。特に、リーマンショック後の 2009 年以降は内部留保（＝当期純利益－配当金）によって、資金調達のニーズの大方は対応できていた（図表 8）。その資金が何に向っていたかと言えば、設備投資のような実物投資ニーズではなく、金融投資ニーズである（図表 9）。ただし、注意すべきは、金融投資の中に海外投融資が含まれていることである。この投融資は、海外現地子会社向けの設備投資資金であった。

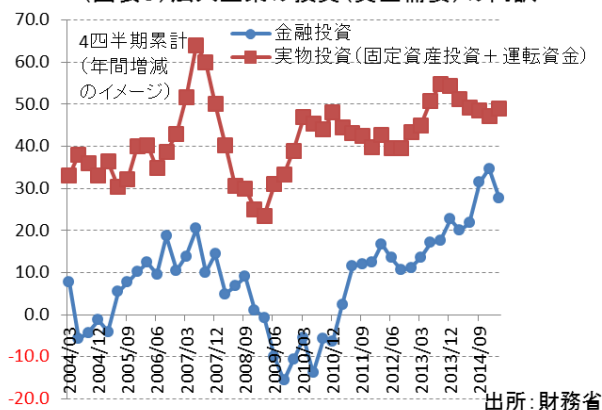
兆円（図表 7）法人企業の金融投資の状況



兆円（図表 8）法人企業の資金調達の内訳



兆円（図表 9）法人企業の投資（資金需要）の内訳

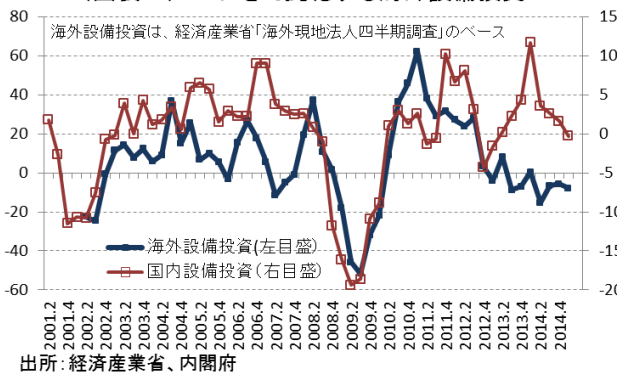


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

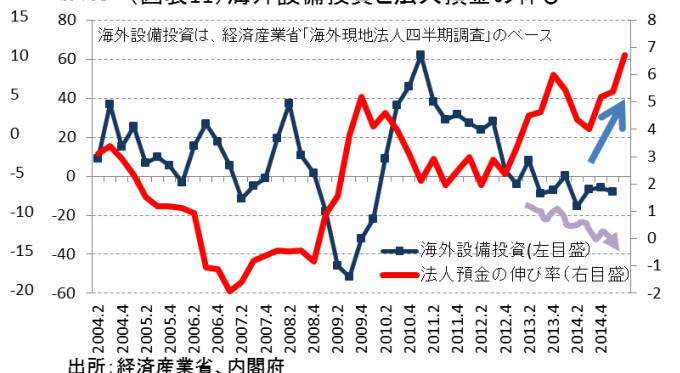
ところが近年は、これまで有望視されてきた海外進出が必ずしも収益拡大のチャンスとみなせなくなってきた。米利上げによる新興国通貨の不安定化や、中国経済の減速など、一連の変化はグローバル化した日本企業にとって、海外投資を見極めづらい状況に直面している。

企業の海外設備投資（≡海外投融資）は、リーマンショック後の円高局面では積極的に増加してきた。それが2012年から現在に至るまでその伸び率を漸進的に鈍化してきている（図表10）。そうすると、海外投資のために用意してきた投資資金は、一旦企業のバランスシート上に留め置かれてしまう。過去の法人預金の伸び率と、海外設備投資の伸びを比べてみると、海外投資が活発であった2010～2012年は法人預金の伸び率は鈍化している（図表11）。それに対して、海外投資が鈍化してきた2013年以降は、逆に法人預金が大きく伸びていく展開になっている。企業にとって、投資資金をより収益性の高い分野に振り向けるという課題は、今まで以上に重い宿題になっているということだ。

前年比% (図表10) ここにきて鈍化する海外設備投資



前年比% (図表11) 海外設備投資と法人預金の伸び



ところで、思考実験として、「円安だから国内設備投資を増やして輸出拡大を目指す」という資金使途はどうかであろうか。確かに、最近では、海外投資が鈍化する代わりに、国内投資が増加している様になっている。

一方、この点についても懐疑的な見方もある。2006・07年に為替が円安になったときには、国内設備投資が増加して、そこで過剰生産能力を作ったと批判された。最近になって問題視されている電気機械産業の大型設備投資には、2000年代前半などの円安局面で行われたものも少なからずある。当然ながら、わが国は人口減少社会であり、内需のパイが時間の経過とともに縮小していくモメンタムが存在する。先行きの需要見通しにある悲観的な要因は、単に金融緩和を行っただけではどうしようもない。

「アベノミクスの円安が設備投資の国内回帰を誘発する」という見解も、果たしてそれが将来の収益拡大に寄与するのかという問いかけに対して、しっかりした回答になるとは考えにくい。

世の中で語られているオピニオンらしきものに乗って、企業が投資拡大を活発化させたときに、最終的に失敗のつけを支払わされるのは、企業自身である。企業の金あまりは国内投資を増やせばよいという見解は、それほど明快に回答が得られるようには思えない。

そうすると、仮に、企業が今後国内投資を拡大させようとするにしても、投資拡大は慎重なものにならざるを得ないと考えられる。例えば、製造業であれば、再び円高に振れたとき、十分に生産性拡大が遂げられるように、一段の省力化・効率化を進められる投資内容に絞って行くことになるだろう。企業がイノベーションに対して臨んでいる態度も、やはり投資内容をしっかり吟味した上で採算の見込みそうなものに絞ることになる。

結局、金あまりだから国内設備投資を増やせという見解は、そうあってほしいと願って語られる「ベ

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。

き論」が背中を押しているように思える。筆者は、そうした見解は収益性の高い投資機会を追求するという原理とはやや異なる議論だとみている。

企業経営者がリスクを覚悟して収益性の高い投資機会に資金を投じる行動は、自ずと慎重さを伴うのが当然だと思える。そのリスクを低減するには、例えば、政府がロボット化や新技術の普及・促進に対して先鞭をつけて、実用化の不確実性を低下させることに意味があると考えられる。イノベーションとは、そのプロジェクトが成功するか失敗するかが見えないところに、収益機会が存在する。従って、政府には、不確実性の大きさを管理する意味で、実験的な試みを先んじて行うと同時に、税制などを用いて失敗したときの撤退のしやすさを整備することが望まれる。