

2024. 4. 15



企業部門の資金過不足と利上げの影響

～成長企業により資金が回りやすくする工夫が必要～

フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

ポイント

- 非金融法人企業の資金余剰幅は拡大傾向で、約7割は大企業に集まる。なかでも、自動車・同付属品のウェイトが大きい。特に受取利息が拡大傾向にあり、金利上昇が資金調達環境にプラスに働く状況
- 非金融法人企業の資金余剰傾向は当面続く可能性が高い。ただし、政府が育成・支援に注力しているスタートアップや中堅企業は資金不足傾向にある
- 利上げで金利の資源配分機能が回復するなか、成長企業に資金が回りやすくする工夫が必要

1. 資金循環統計の概要

日銀から四半期ごとに発表される資金循環統計は、家計、法人、政府といった各経済主体の金融資産・負債の推移を、預金や貸出といった金融商品毎に記録した統計で、経済の血液であるマネーフローの動向が詳細かつ包括的に把握できる。2008年版の最新の国民経済計算（08SNA）に準拠しており、SNAで示される実物取引が金融面からどうファイナンスされているかを示している点で、事実上その一部を構成している。

金融取引表において、資金運用額（金融資産の純増減額）と資金調達額（負債・資本の純増減額）の差で示される資金過不足は、SNAにおける生産、支出、分配という実物取引の収支尻である貯蓄・投資（IS）バランスと概念的に一致する（図表1）。資金余剰（貯蓄超過）は当該部門が金融市場における資金の出し手に、資金不足（投資超過）は資金の取り手になっていることを意味する。また、一国全体の資金過不足は経常収支に一致する。

主要制度部門別の資金過不足を見たのが図表2である。非金融法人企業と家計（個人事業主含む）が資金余剰、政府と海外が資金不足というトレンドに変化はない。ちなみに海外部門の資金不足は、日本の経常黒字を意味する。非金融法人企業の資金余剰幅は、コロナ禍における投資縮小で拡大した後、企業活動の再活発化に

(図表1)SNA-資金循環上の非金融法人企業の実物・金融取引

借方（アウトフロー）		貸方（インフロー）	
設備投資		営業余剰	
在庫投資			
支払利息・配当			
ISバランス = 資金過不足		受取利息・配当	
資金運用 (金融資産の純増)		資金調達 (負債(資本)の純増)	

※簡略化のため主要項目のみ記載
(出所) 明治安田総研作成

伴いいったん大きく縮小したが、直近1年は再び拡大傾向にある。家計部門はコロナ禍における各種給付金の支給等により大きく拡大した後、貯蓄の取り崩しの進展を背景に縮小傾向をたどっている。政府部門の資金不足幅は、コロナ禍の大型経済対策を反映し50兆円台まで拡大した後、縮小に向かったが、20兆円近辺に到達した後は横ばいに近い動きとなっている。海外部門は20兆円前後の資金不足で推移している。

2. 非金融法人は90年代以降資金余剰に転換

当レポートでは主として非金融法人企業の資金過不足に焦点を当てる。

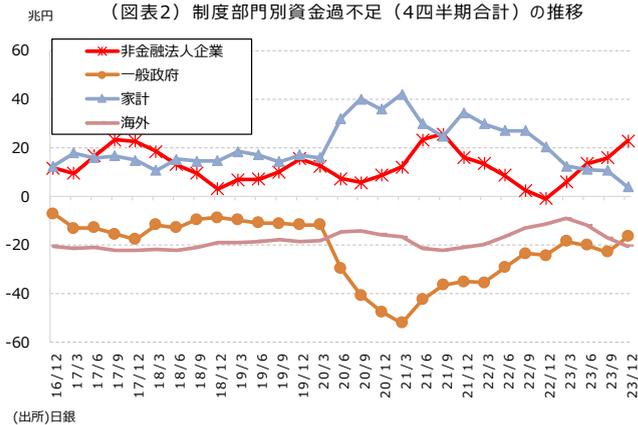
元々、高度成長期から1990年代半ばに至るまで、非金融法人企業はほぼ常態的に資金不足だった。資金を借り入れて投資を行なうという企業行動のイメージを考えれば、これが自然な姿である。しかし、1990年代の半ば以降、資金余剰主体に転じた。直接的なきっかけは、バブル崩壊後の長期景気停滞下で、企業が投資を手控えて負債を返済し、内部留保の蓄積に回す、いわゆるB/S調整の動きを強めたことである。折しも始まった人口減少に伴う成長期待の低下も、設備投資の抑制を通じ資金余剰要因となった。高度成長期からバブル経済まで経て、一国全体の資本蓄積が進んだために、設備投資が減価償却の範囲で賄えるようになったという構造的な変化も影響した。

3. 自動車に資金余剰が集中

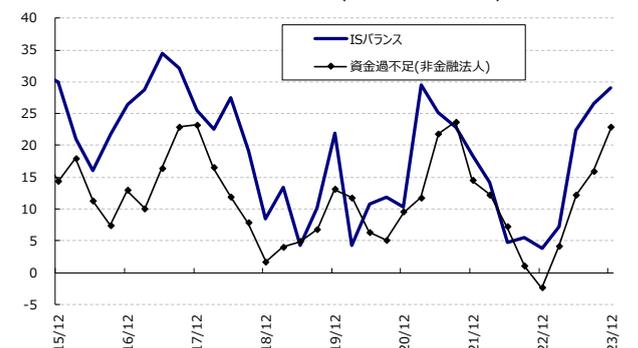
日銀の資金循環勘定で確認できるのは金融取引のみだが、法人企業統計の資金運用表の項目を組み替えることでISバランスを近似できる。これにより、企業の資金調達環境を資金過不足、ISバランス両サイドから追跡することが可能になる(前掲図表1)。図表3からは、法企統計の全規模・全産業ベースのISバランスが、資金循環勘定の資金過不足と近い動きを示していることが確認できる。

企業規模別、製造業・非製造業別に内訳を見ると、資金余剰(混乱を避けるため本文中では貯蓄超過・投資超過という用語は用いず、資金余剰・不足で統一)の約7割を大企業が計上していることが確認できる(図表4)。10-12月期の資金余剰は29.0兆円(4四半期累計、以下

(図表2) 制度部門別資金過不足(4四半期合計)の推移

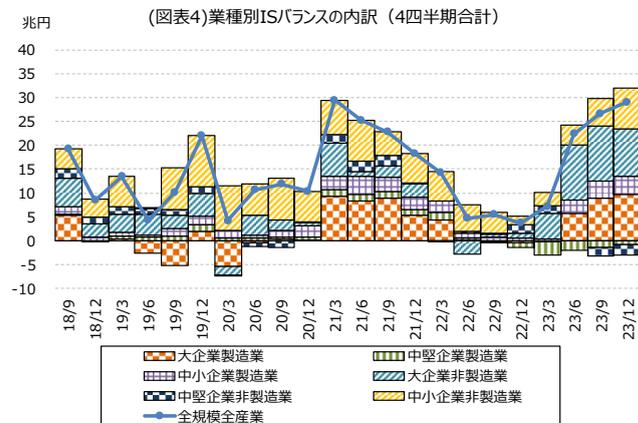


(図表3) ISバランス(法人企業統計版)と、日銀資金過不足の比較(直近4四半期累計ベース)



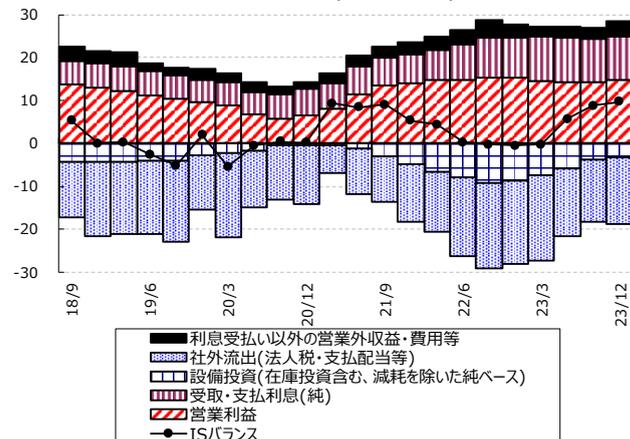
(出所)財務省「法人企業統計季報」、日本銀行「資金循環勘定」

(図表4) 業種別ISバランスの内訳(4四半期合計)



(出所)財務省「法人企業統計」

(図表5) ISバランス(大企業製造業)



(出所)財務省「法人企業統計」

同様)で、大企業・製造業が 9.7 兆円、大企業・非製造業が 9.9 兆円となっている。大企業・製造業の内訳を確認すると(図表 5)、まず投資サイドでは、10-12 月期の設備投資が前年同期の 9.8 兆円から 10.6 兆円まで 0.9 兆円(8%)増加したものの、在庫投資が逆に 7.1 兆円から 1.0 兆円まで 6.1 兆円(▲86%)大きく減少したのに加え、減価償却費も 0.2 兆円増えたことで、減価償却を差し引いた設備・在庫投資は縮小傾向にあり、これが資金余剰幅の拡大に寄与している。

貯蓄サイドでは、14~15 兆円で推移している安定的な営業利益に加え、受取・支払利息(純)がプラス幅を拡大させていることが資金余剰幅の拡大に寄与している。受取利息の金額は、直近では営業利益の 6 割程度にまで拡大している。金利上昇下で、大企業・製造業にとっては受取利息の増加幅が支払利息の増加幅を上回っている形である。

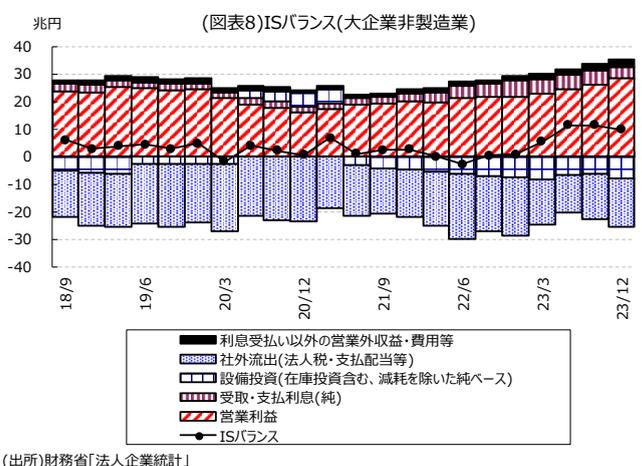
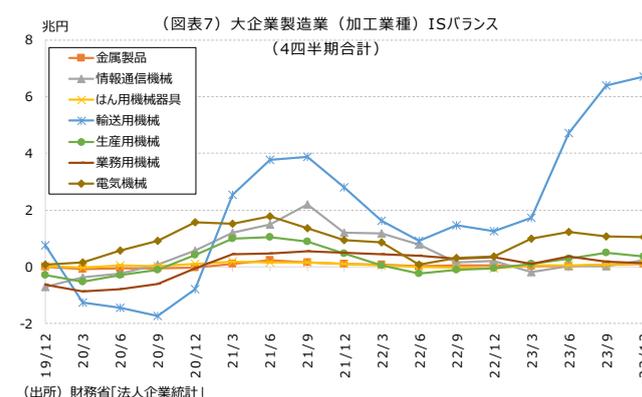
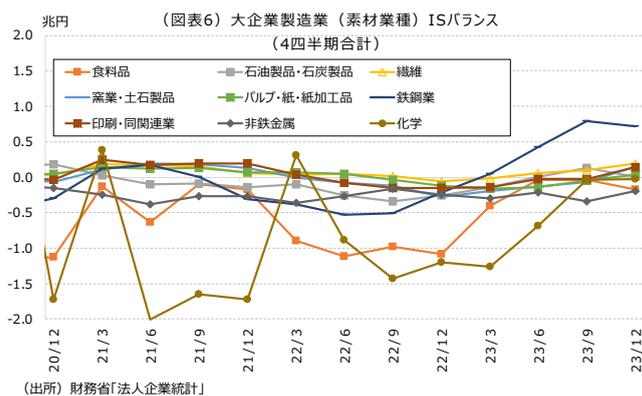
ただし、大企業・製造業の資金余剰の約 7 割は輸送用機械に集中している(図表 6、7)。輸送用機械の大部分は自動車・同付属品で、10-12 月期は 99%を占める。自動車・同付属品の受取利息の金額は 4.01 兆円で、営業利益の 4.31 兆円と金額的にさほど変わらない。半面、支払利息は 0.17 兆円で、受取利息の 4%にすぎない。これは、日銀の追加利上げに伴い金利が上昇しても、自動車・同付属品産業の資金調達環境にはほとんど影響を与えないどころか、むしろプラスとなる可能性を示している。

自動車以外の大企業・製造業の動きは前掲図表 6、7 のとおりまちまちだが、トータルではやはり資金余剰の状態にある。自動車・同付属品以外の業種の受取利息の金額は営業利益の 7 割前後で、支払利息は受取利息の 1 割強であり、自動車・同付属品ほどではないものの、利息の受払が金利上昇下で資金調達環境にプラスに働くという点は変わらない。大企業・製造業は総じて利上げの痛手を受けにくいカテゴリーと言える。

4. 大企業・非製造業は営業利益が寄与

大企業・非製造業の 10-12 月期の資金余剰幅は 9.9 兆円で、製造業同様、2023 年以降拡大傾向にある(図表 8)。営業利益が前年同期から 6.8 兆円大きく増加したことが資金余剰幅の拡大に寄与している。受取利息が支払利息を上回っているのも同じだが、その差は大企業・製造業ほど大きくない。受取利息より支払利息の利子率の方が高く、利上げ下で上昇幅もより大きくなる可能性が高いことを考えれば、今後も受取・支払利息がプラス寄与を維持できるかどうかは微妙である。

10-12 月期の設備投資は前年同期比で 13.9 兆円から 17.4 兆円まで 3.5 兆円(25%)大きく増加したが、製造



業同様、在庫投資が 4.6 兆円から 2.5 兆円まで 2.1 兆円（46%）減少、減価償却も 0.7 兆円増えたため、減価償却を差し引いた設備・在庫投資は 1.1 兆円の増加にとどまっている。資金不足方向ではあるが、その幅は 3 四半期連続で縮小している。

業種別に見ると、卸売業・小売業の資金余剰幅が大きく拡大しており、情報通信業や電気業も拡大傾向にある（図表 9）。卸売業・小売業と情報通信業は主として社外流出の縮小が、電気業は営業利益の拡大が寄与している。一方、サービス業の資金余剰幅が大きく縮小しているが、これは設備投資の急拡大と社外流出の減少が寄与している。業種、寄与した項目ともまちまちな動きという印象である。

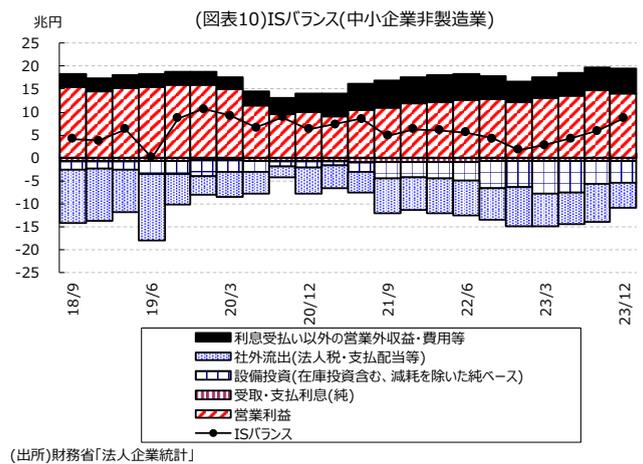
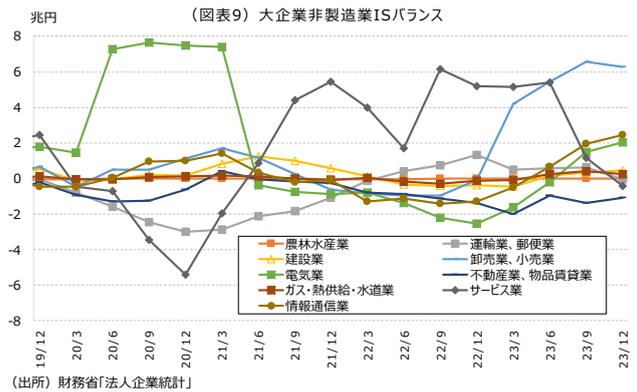
中小企業・非製造業を見ると、営業利益が伸びているのに加え、やはり設備・在庫投資（除く減価償却）の資金不足への寄与が縮小傾向にあることが、資金余剰要因となっている（図表 10）。社外流出も足元では縮小傾向にある。法人税や支払い配当を反映する社外流出は、基本的に企業収益と平行に動くと考えられるが、中小企業の場合は、営業利益が拡大するなかでも社外流出は大きく伸びてこない。コロナ禍で拡張された中小企業に対する各種の税制優遇策を反映している可能性もあろう。なお、中小企業・非製造業の場合は支払利息の金額が受取利息の 2 倍程度あり、日銀の利上げが資金調達環境にマイナスに働く可能性を示唆している。

5. 利上げを適正な資金配分のきっかけに

規模別・業種別の資金過不足に共通しているのは、減価償却を差し引いた純投資（設備・在庫投資）の寄与度が大きくない点である。今後、設備投資のトレンドが多少上向いたとしても、減価償却費とのバランスを考えれば、それで資金余剰幅が大きく縮小する展開は考えにくい。在庫投資単独で見ると、短期的には資金過不足の大きな変動要因になっている。特に製造業の場合、今後一部自動車メーカーの工場稼働停止の影響が一巡すれば、在庫投資の減少傾向に歯止めがかかることが資金余剰の縮小要因になるとみられる。ただ、在庫投資は景気サイクルを均せばほぼ中立的な動きを示すはずである。設備投資に関しては、短期的には人手不足、中長期的には成長期待の低下が設備投資を抑制する要因となる。好況期の企業収益の力強い伸びを考えると、企業の貯蓄超過傾向、すなわち資金余剰傾向は当面変わらない可能性が高い。

企業部門の資金余剰は、金利上昇が企業の資金調達に対する制約要因になりにくいことも意味する。もちろんこれは平均の姿にすぎず、個別企業ごとの状況はさまざまである。たとえば、成長企業は資金不足の場合が多い。岸田政権の成長戦略で育成強化策を打ち出しているスタートアップは大概資金不足である。産業の新たな担い手として新たに支援を強化しようとしている中堅企業も、法人企業統計上は資金不足に転じている（前掲図表 4、政府の定義は従業員数 2,000 人以下で、資本金 1 億円以上 10 億円未満とする法人企業統計の定義とは異なる）。利上げで金利の資源配分機能や価格発見機能が回復するなか、成長が期待される企業群により資金が回りやすくなるためには、玉石混交で救済する傾向が強い中小企業政策の見直しも必要になってくるだろう。

なお、このところ家計部門の資金余剰幅が縮小傾向にあるが、いわゆる過剰貯蓄が減少傾向に向かうなかで



の過渡的な状況の可能性もある。高齢化の進展は、貯蓄を取り崩す世帯の増加という点で資金不足要因になるが、人手不足の中で高齢世代の労働力人口化も今後一段と進んでいく可能性が高いことを考えれば、高齢化要因で家計が資金不足部門に転じる時期は後ずれする可能性が高まっている。民間部門が総体として資金余剰主体である状態は当面変わらない可能性が高そうである。これは、当面経常黒字の状態が続く可能性が高いことを意味する。政府の大幅な資金不足の持続性を高めるものでもあるが、政府の場合、すでに民間部門よりも日銀に大きくファイナンスを依存している状況にある。この点、日銀は民間の資金需給の状況を見極めながら量的引締め（QT）のペースを調整していく必要があるだろう。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411