

我が国企業部門の I S バランスについて

企画調整室 客員調査員 後藤 康雄
(三菱総合研究所主席研究員)

我が国では長らく経常黒字が続いているが、マクロ的にみて経常収支とは、一国全体での貯蓄と投資の差額に一致する。したがって、経常黒字が続いているということは、国全体としてみて貯蓄超過（または投資不足）の状態が続いていることを意味する。本稿では、我が国の貯蓄投資差額の動向を整理し、特にその動きを大きく左右する企業部門についてやや詳しくみていくこととする。そこでの問題意識としては、我が国の貯蓄投資差額は貯蓄が過大なのか投資が過小なのか、また今後の貯蓄投資差額の見通しに対してどのような含意があるのか、といった点を中心に考えていくこととする。

1. 経常収支と I S バランスの恒等関係

貯蓄投資差額は、マクロ経済分析においては極めて重要な概念であるにもかかわらず、その具体的な内容や、経常収支と一致する関係が一般に広く知られているとは言いがたい。その意味するところは、名称の通り、国や各経済部門の貯蓄と投資を差引したものであり、investment と saving の頭文字をとって I S バランスとも称される。

マクロ経済を「国民経済計算」などで統計的に捉えると、そこにおいて常に成立する「三面等価の原則」という恒等関係がある。これは、生産、支出、分配（所得）は事後的に常に一致するというものである。生産には必ず支出の裏づけがあり、同時にいずれかの経済主体の所得として分配される、というのがその大まかな意味合いである¹。これを海外とのやりとりも含めて考えると、以下の図表 1 のように貯蓄と投資の差額である I S バランスが、海外との財やサービスのやりとりとの収支尻と一致することになる²。

¹ “売れ残り”も在庫投資という需要（支出）に基づいている、と考えるなど、三面等価を成立させる操作があり、一般的なイメージでの生産、支出、分配とは異なる部分がある点には留意する必要がある。

² さらに経常収支は、資金面の最終尻である資金過不足とも事後的に一致する。

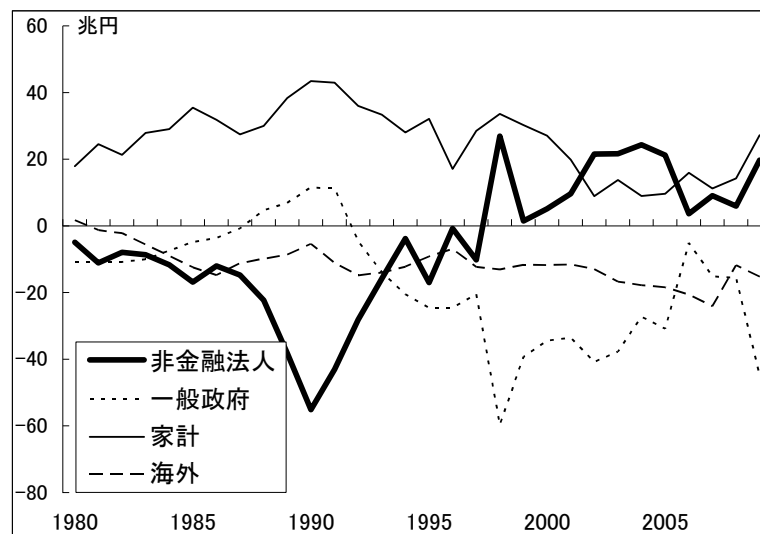
図表1 ISバランスと対外収支の対応関係（概念図）



2. 我が国のISバランスの動向

ISバランスは国全体で計算できるだけでなく、経済主体ごとに分解して把握することができる。我が国のISバランスを、国全体および経済部門ごとに振り返ってみよう（図表2）。まず家計部門は貯蓄超過の状態を恒常的に維持してきたが、近年その超過幅は縮小してきている。その最大の背景は少子高齢化である（リーマンショック後には一時的に生活防衛的な貯蓄率の上昇も観察される）。一方、90年代以降、急速に貯蓄不足の度合いを高めたのが政府部門である。政府は、バブル崩壊後の日本経済を支えるため、国債の発行等を通じて債務を増やし、それにより金融システム安定化のための公的資金や公共投資の原資を調達してきた。こうしたなか、極めて特徴的な動きを示しているのが企業部門である。90年代半ばまでは貯蓄不足の状態にあった同部門は、それ以降急速に貯蓄超過に向かった。

図表2 我が国の部門別ISバランス（SNAベース）の推移



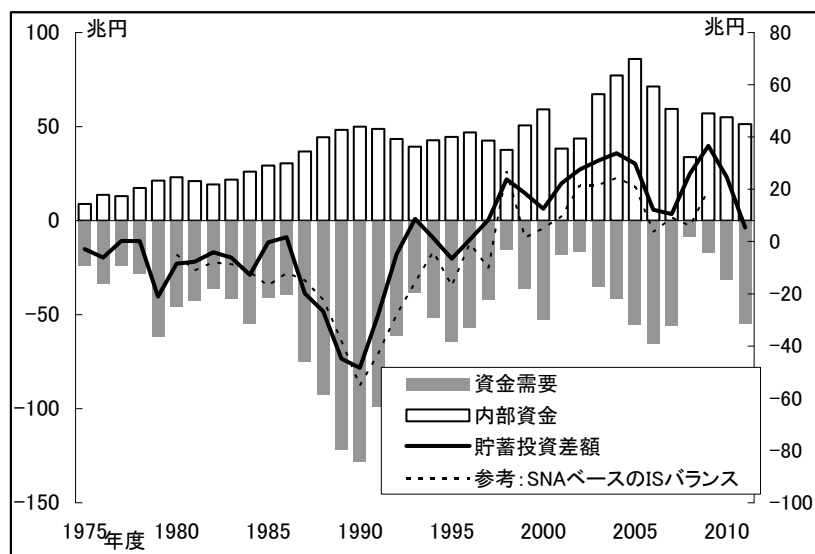
出所：内閣府「国民経済計算確報」より作成

変化という視点で整理すれば、政府部門と家計部門は我が国の貯蓄を減らす方向に寄与し、貯蓄を増やす方向に働いたのはもっぱら企業部門であった。さらにいえば、この企業部門の貯蓄の増加は政府と家計だけでは吸収しきれず、その分が経常黒字の拡大となった。このように、90年代以降の我が国のISバランスの変化の中心となったのは、企業部門であった。以下では企業部門のISバランスについて、中身を詳しくみていくこととする。

3. 企業部門全体の動向

以上では、包括性に優れるSNAベースのデータを用いてISバランスを概観したが、以下では内訳項目を詳しく捉えられる「法人企業統計」（財務省）を用いて分析を行う（両統計のISバランスの動きは非常に近いことは確認済みである）。定義から明らかな通り、ISバランスの変化は投資と貯蓄のそれぞれがもたらし得る。ISバランスを、投資面を表す資金需要と貯蓄面を表す内部資金の寄与に分解すると、90年代以降は資金需要の減退と内部資金の増加が同時に発生し、ともにISバランスを貯蓄超過の方向に押し上げる方向に働いていたことが分かる（図表3）。

図表3 企業部門の貯蓄投資差額（ISバランス）の推移



出所：財務省「法人企業統計」、内閣府「国民所得統計」より作成

注：資金需要は設備投資、土地、無形固定資産、在庫投資、企業間信用与信、その他運転資金の6項目、内部資金は内部留保と減価償却費の2項目で構成。詳細は益田（2006）を参照のこと。

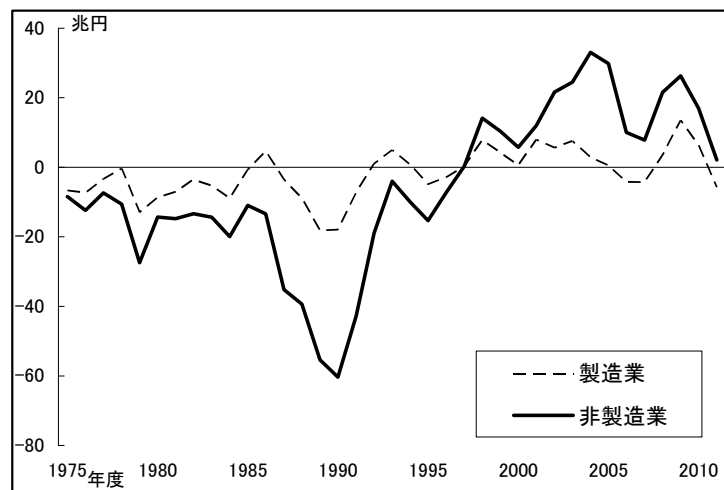
出所：財務省「法人企業統計」より作成

ただし、両者の動きはそれぞれ特徴があり、内部資金は相対的に安定して増加傾向をたどっていたのに対し、資金需要は大きな変動を示している。90年代以降のISバランスの変動を左右したのは、主として資金需要であったといえる。これは言い方を変えれば、企業の貯蓄が増えたというよりは、投資が減退したことが主因ということになる³。

4. 産業別、規模別の動向

次に産業の視点から、業種別のISバランスについてみていこう。まず大まかに、企業部門を製造業と非製造業に分けて、それぞれのISバランスをみると、以下の図表4から観察されるように、企業部門の90年代以降の貯蓄余剰への転換には、非製造業が中心的な役割を果たしていたことが分かる。一般的には、製造業を中心とする海外シフトが「産業空洞化」を招いて国内の投資を減退させた、というイメージが持たれることも多いように見受けられるが、ISバランスの変化については、むしろ非製造業の動向が大きく影響した形となっている。

図表4 製造業、非製造業別にみたISバランス



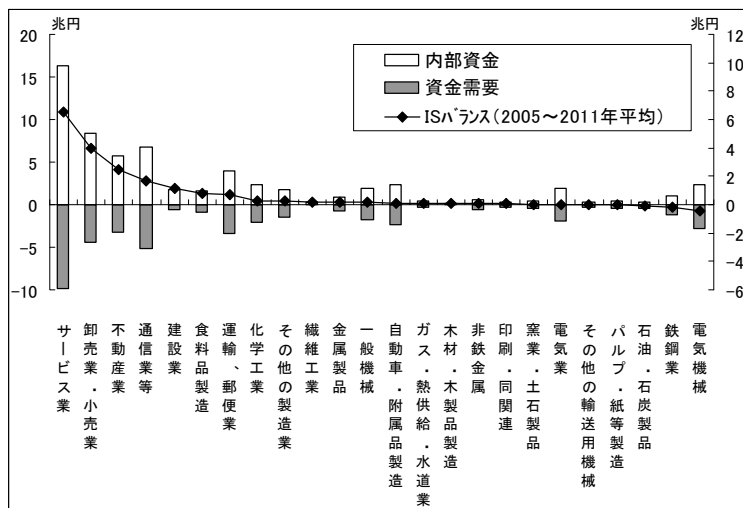
出所：財務省「法人企業統計」より作成

³ 本稿では、投資減退に焦点を当てて分析を行うが、貯蓄のトレンド的な増大も非常に重要な事象である。実は、企業部門の貯蓄増大は世界的にも観察される傾向であり、重要な理論的、実証的な研究課題である。最近の研究では、例えば Karabarbounis, L and B. Neiman (2012) がある。

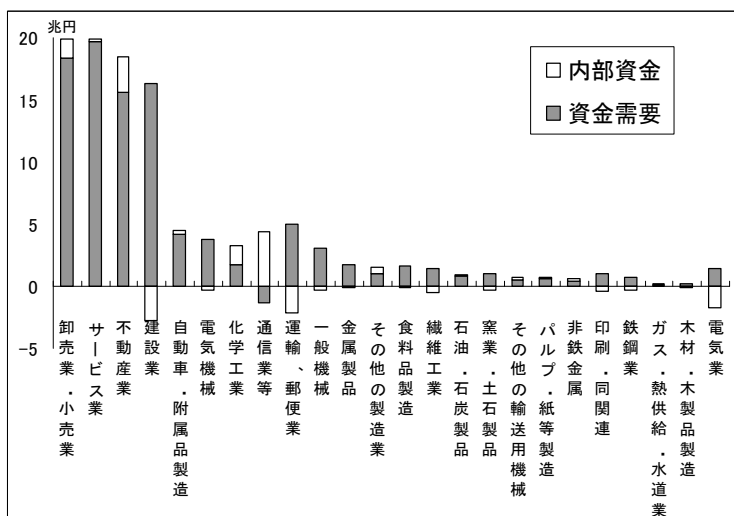
1990年から2010年にかけての貯蓄投資差額の変化（貯蓄超過の方向をプラスとして計算）をさらに細かい業種区分でみると、上位10業種には自動車、電気機械といった輸出型の製造業も入ってはいるが、やはり圧倒的に影響が大きかったのは上位4業種の非製造業であり、具体的には建設、不動産、流通といった不良債権関連の業種であった（図表5）。これらの業種は、90年代以降の“変化”を生んだだけではなく、近年の貯蓄超過の高い“水準”も支えており、負の遺産が解消し切れていない状況を伺わせる。

図表5 業種別の貯蓄投資差額：変化と水準

・変化（1990→2010年の改善幅）



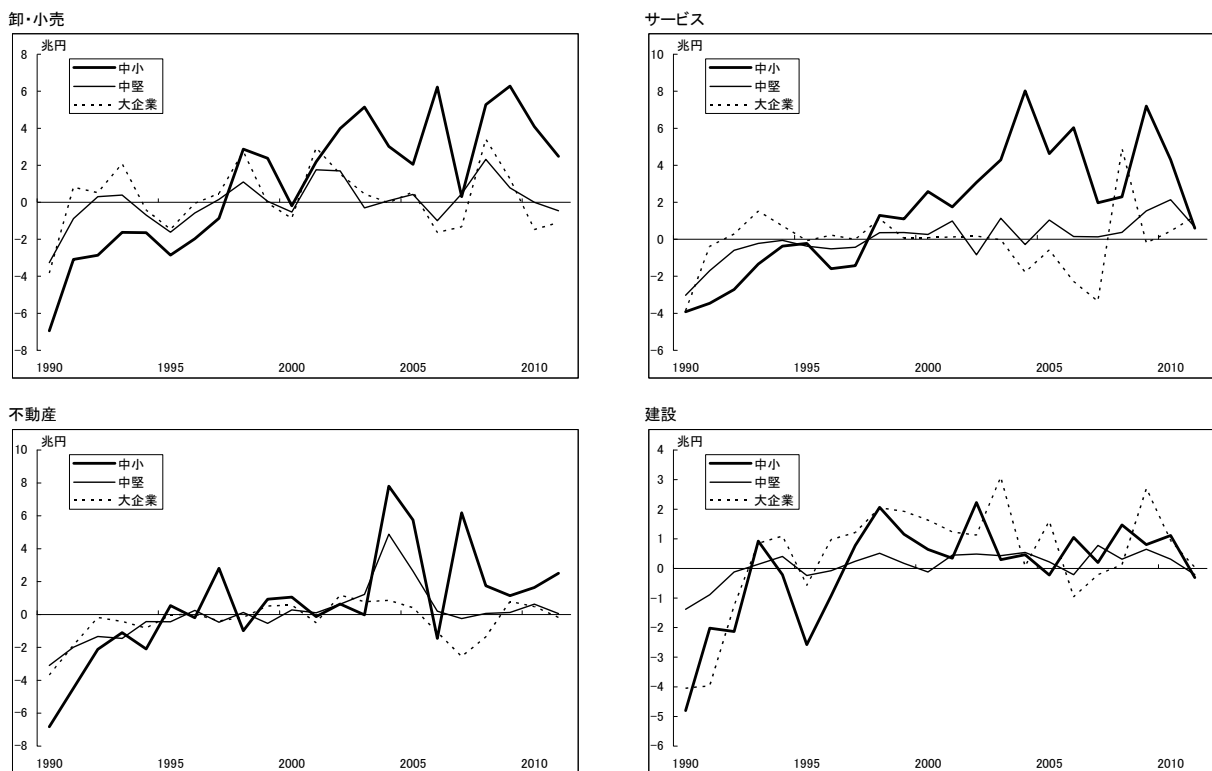
・水準（2005年以降の平均）



出所：財務省「法人企業統計」より作成

特に影響が大きかった上位4業種を、さらに企業規模別に分けて、それぞれのISバランスを産出した(図表6)。ここで企業規模は資本金に基づいて、中小、中堅、大企業の3分類とした(規模区分の数値基準については図表6の注を参照)。4業種にほぼ共通するのは、中小がもっとも大きな変化を示している点である。特に卸・小売業ではその傾向が顕著である。総じて大企業クラスでは、公的資金の注入等を裏づけとした金融機関の債権放棄などにより、バブル期の負の遺産は解消しつつあるといえそうだが、中小クラスでは十分にバランスシート調整が進捗していない様子が窺える。

図表6 企業規模別にみた4業種の貯蓄投資バランス



注：企業規模の区分は以下の通り：中小＝資本金1千万以上、1億円未満、中堅＝同1億円以上、10億円未満、大企業＝同10億円以上。

出所：財務省「法人企業統計」より作成

5. むすび

經常黒字と裏腹の関係にあるISバランスの、部門別の動向を90年代以降について振り返ってみると、わが国においてもっとも変化が大きかったのは企業部門であった。しかし、その変化の主因は、Bernanke(2005)などがグローバル金融危機の議論において主張したような“尋常でない貯蓄の増加”によるも

のではなく、投資が相対的に減退したことであった。そして、その減退は、バブル期の過剰投資の反動によるものであったと考えられる。

経常黒字と I S バランスの一致はあくまで事後的な恒等関係であり、因果関係については慎重な議論と見極めが必要である。したがって、本稿で示したような事実のみから、企業部門の投資の(相対的な)不足が我が国の経常黒字(あるいは I S バランス)の原因であったと結論付けるのは乱暴過ぎる議論である。しかし、少なくとも企業部門の過剰貯蓄が経常黒字の主因という命題は、バブル崩壊という現実の事象も鑑みると、成立し難いと考えられる。これは相応の政策的な含意を持つ。バーナンキらは、主として中国を念頭に、経常黒字国の過大な貯蓄がグローバル資本フローの原資となって米国に流れ込み、住宅バブルなど資産市場の加熱を生んだと主張する。もしそれが正しいなら、我が国は“主犯”ではないにせよ、“共犯”程度の位置づけにはなるかもしれない。しかし、企業部門の I S バランスの中身を見る限り、我が国に関してそうした構図は該当しない。そうであるならば、過剰な貯蓄を減らすような施策を講じる必要性は薄いということになる。

ただし、投資が相対的に減少してきたのは事実である。その中身については、バブル関連業種のバランスシート調整を背景としたものであり、投資の不自然な抑制ではないことは、我が国の実情を知っている我々には理解できる。しかし、注意しなければならないのは、企業規模別にみると中小クラスのバランスシート調整が大きく、またそれが十分進捗していないことが、現在の企業部門の貯蓄超過の大きさを生んでいるということである。こうした状況に対応するための直接的な方法は、不良債権関連の中小非製造業のバランスシート調整を促すことである。しかし、現実的な政策対応には、慎重な議論が必要だろう。マクロ的には同じバランスシート調整でも、既存の企業を活かしつつ、債権放棄等によって進めるのと、既存企業の積極的な淘汰も行いながら債権を償却していくのでは、現実的な意味合いは大きく異なる。

今後の政策対応によって、こうした非製造業の I S バランスの展開は異なってくるだろうが、大局的にみれば、徐々に非製造業の中小クラスの投資減退にも歯止めがかかり、いずれは定常状態に回帰する可能性が高いと思われる。これは我が国の財政運営に対して、重要な含意を持ち得る。我が国が、巨額の財政赤字を大きな波乱も無く円滑に消化してきた背景として、日銀の金融緩和等を背景とする超低金利のほか、我が国の貯蓄超過(およびそれと裏腹の関係にある資金余剰)という資金循環構造があった。後者を支えてきた重要な要素が企業部門の貯蓄超過であるならば、その解消は我が国全体の I S バランスにお

ける貯蓄超過幅を減らす方向に働く可能性がある。企業の貯蓄超過幅の解消はマクロ経済の好転とおそらく裏腹の関係にあるので、その場合は税収の増加が見込まれるため、過度な危機感を抱く必要は無いかもしれない。しかし、企業部門をめぐる資金循環構造が大きく変化する可能性については十分注意しておく必要がある。

以上でみてきたように国際金融システム、経済成長、財政運営など経済の様々な側面に重要なかわりを持つ我が国の企業部門の I S バランスは、今後もきめ細かくウォッチしていく必要がある。

【参考文献】

益田安良（2006）『中小企業金融のマクロ経済分析』中央経済社

Bernanke, B. (2005) “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit,” Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of economists, Richmond, Virginia, March 10

Karabarbounis, L and B. Neiman (2012) “Declining Labor Shares and the Global Rise of Corporate Saving,” NBER Working Paper Series 18154