

## 時論

### 人口オーナスの進行と企業の金融資産動向

先月のこの稿にて、人口オーナス(人口の減少・高齢化・少子化が同時進行するとともに、経済社会に追加的にマイナスの影響が現れること)の進行の下での家計金融資産の現状と今後の見通しについて考察した。今回は、人口オーナス下の企業の金融資産動向、金融行動について考えてみたい。

周知のように、部門別の貯蓄投資差額(資金過不足)において、企業部門は家計部門を上回る我が国最大の貯蓄超過(資金余剰)部門である。90年代後半から貯蓄超過に転じ、その超過幅は2000年代に入ると家計部門を上回り、2010年以降は、家計部門が家計貯蓄率の低下に伴い貯蓄超過幅(資金余剰)を急速に縮小させる中、政府部門の投資超過(資金不足)のほとんどを企業部門の貯蓄超過(資金余剰)が埋め合わせる形となっている。

企業の金融資産も増加している。2016年度末では1211兆円となり、家計金融資産(1809兆円)には及ばないものの、リーマン・ショック後の2008年度からは457兆円増加しており、家計金融資産の増加分319兆円を上回るものとなった。このうち現預金残高は2010年度末の206兆円から2016年度末には268兆円まで積み上がっている。これは公的年金(GPIF、共済年金等)の資産213兆円を大きく上回る規模である。

このように、巨額の資金余剰を抱える企業の行動は、人口オーナスとどのような関係があるのだろうか。また経済合理性に沿ったものなのだろうか。

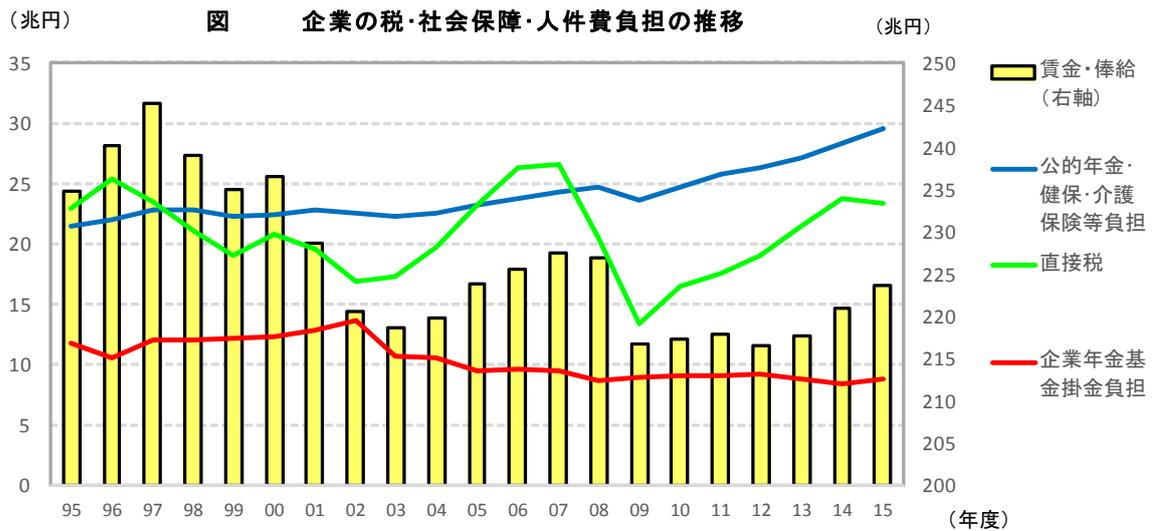
人口オーナスが企業の財務・金融・マインド面に影響を及ぼしていることは確かであろう。

第一に、企業の公的社会保障負担が着実に高まっている。

このことは、90年代半ば以降の企業の税・社会保障関連費用・人件費の推移を見ると、①賃金・俸給は景気に応じた増減はあるが抑制されており、(1997年度:245兆円→2015年度:224兆円)、②直接税も景気に応じた増減はあるが、中心水準は横ばい圏内と見られ、③企業年金基金(厚生年金基金、確定給付・確定拠出企業年金等)向け掛金負担は、厚生年金基金や従業員数の縮減に伴い減少傾向にある中で、④公的年金・健康保険・介護保険等の公的社会保障負担だけは2000年代半ば以降明らかな増加傾向にあり(2004年度:22.5兆円→2015年度:29.5兆円)、その水準は直接税を上回るまでになっていることから窺われる(→次頁図)。

第二に、企業年金基金においては、掛金を支払う若年層の減少、給付を受ける退職高齢者の増加を映じて、2000年代半ば以降は給付が掛金を上回っている。企業年金基金が人口動態を反映して成熟化してきた姿が窺われる。これは、母体企業にとっては財務面の重荷や懸念材料となっていると考えられる。実際、こうした人口動態に加えて、運用環境の悪化並びに年金債務算定上の割引率引下げにより、積立不足に係る追加拠出が恒常的に発生している<sup>注1)</sup>。

注1) 国民経済計算においては、「雇主の帰属社会負担」に毎年2~3兆円計上されていることから窺われる。



(資料) 内閣府「国民経済計算年報」

第三に、期待成長率が下方屈折している。

「企業行動に関するアンケート調査(内閣府)」によると、期待成長率は90年代前半の2～3%から足元1%まで低下した。

人口オーナスの進行は、企業にとっては上記のように収益圧迫要因としてのみならず、労働力不足という成長制約要因としても強く意識されつつある。

このため、企業は雇用を絞り込むよりも、その確保と処遇改善に転換しつつあるが、これは今まで抑制してきた賃金・俸給を増加させるとともに、公的社会保障負担をさらに押し上げ、収益圧迫要因がさらに強まることになる。また、人口オーナスの進行が、その見通しの正否はともかく、国内市場の縮小観測につながっていることも間違いない。こうした背景を勘案すると、人口オーナスの進行が企業の期待成長率低下の有力な一因となるのは自然のことであろう。

さらに、かつて期待成長率には「向こう5年間>向こう3年間>次年度」という序列が存在したが、人口減少が明確に意識されるに連れて2000年代前半からはその序列がなくなり(生産年齢人口のピークは1995年、総人口のピークは2008年)、同じ水準に収斂している。現在より将来は成長率が高まるとの期待が消失したわけであり、人口オーナスを視野に入れた企業の期待成長率は、より構造的なものになりつつあることが窺われ、「成長戦略や規制改革によって期待成長率を引き上げる」ことに安易に期待できない。

第四に、企業部門の貯蓄超過(資金余剰)を常態化させるとともに、企業金融資産、保有現預金を増加させている。

企業部門の貯蓄投資差額(=資金過不足)の増減要因を見ると、2000年代入り以降の貯蓄超過(資金余剰)の大幅拡大は、営業余剰と受取配当金が増加する一方、支払利息と固定資本形成(設備投資)が大幅減少したためである(→次頁表1)。

また、企業金融資産の増減要因をみると、キャピタルゲイン/ロスではない実際の資金流入部分、資金流入部分の中でも外部資金に頼らない内部資金=貯蓄超過(資金余剰)が金融資産増加の中核となっている(→次頁表2)。金融資産増加の源泉を借入金やキャピタルゲインに頼る度合いを高めている家

計部門とは対照的であり、企業の金融資産は今後も堅調に増加していくことを予見させる姿である。

固定資本形成の減少の背景には期待成長率の低下があると考えられ、そのことが内需の好循環を弱め、デフレと低金利ひいては支払利息の減少という貯蓄超過原資を生み出していることを考えると、人口オーナスの進行は、企業部門の貯蓄超過の常態化と金融資産増加の有力な要因と言えよう。

表1 企業部門の貯蓄投資差額 (= 資金過不足) の推移

(兆円)

暦年	95-00平均	01-07平均	12-15平均
貯蓄投資差額=資金過不足	-1.2	21.6	28.5
受取	71.7	74.2	82.0
営業余剰	47.2	52.5	51.0
受取利息	5.9	4.5	5.4
受取配当金	2.2	4.9	10.2
支払	72.9	52.6	53.5
支払利息	21.8	8.6	4.6
支払配当金	4.9	9.9	15.8
直接税	19.0	18.8	18.1
固定資本形成	14.3	6.9	2.8

表2 企業金融資産の変動要因

(兆円)

暦年	95-00平均	01-07平均	12-15平均
金融資産増減	-7.1	15.8	89.5
運用			
現預金	2.1	0.8	11.2
有価証券	-0.6	0.9	-1.1
投信・株式持分	-2.0	2.0	2.9
先			
その他の金融資産	-10.1	5.3	22.5
資金流入	-10.9	11.6	37.0
貯蓄投資差額=資金過不足	-1.2	21.6	28.5
外部資金	-11.9	-10.8	16.2
借入金	-7.3	-7.0	4.5
キャピタルゲイン/ロス	1.9	3.1	50.4

(注) 数値は非金融法人企業部門。主要項目のみ掲載。  
 (資料) 内閣府「国民経済計算年報」

以上のように、今後、人口オーナスがさらに進行する下では、公的社会保障負担と人件費の増加、企業年金基金に係る負担増、国内市場の縮小といった企業が直面する懸念・リスク・不確実性はさらにその度合いを高め、企業の期待成長率が上向いていくことも想定し難い。

企業部門の貯蓄超過は常態化し、企業金融資産も保有現預金もさらに積み上がり、金融機関から見ると借入需要が高まりにくいマクロ環境がなお続くとするのが、一応、妥当であろう。

しかしながら、下記の点を考えると、過度な悲観論や決めつけは禁物であろう。

企業金融資産の中身を今一度見ると、「その他の金融資産」が著増している。2012～2015 年度においては年平均 22.5 兆円の増加を見ており、現預金の増加(同 11.2 兆円)を大きく上回るペースで積み上がっている(→表 2)。

その中心は対外直接投資、すなわち海外企業の支配を目的とする買収・出資と見られる。このことは、「法人企業統計(財務省:全産業全規模)」において、こうした海外投融資活動が反映される投資有価証券投資(固定資産)が 2000 年代半ばから現預金を上回り、2015 年度には 269 兆円に上っている)ことから窺われる(現預金は 200 兆円)。

企業部門の貯蓄超過(資金余剰)の拡大と常態化の過程で、受取配当金が営業余剰を上回る増加を示しているのも、その表れであろう(95～00 年:年平均 2.2 兆円→12～15 年:同 10.2 兆円)。

企業は海外を中心に成長の活路を模索し、その開拓に当たっては従来型の設備投資ではなく、時間・技術・市場・人材を一気に買う直接投資に軸足を置き、その果実は受取配当金という形で享受していると言える。

また、上述のように固定資本形成と支払利息の大幅減少が貯蓄超過原資となっているが、支払配当金は大幅に増加し(95～00年:年平均4.9兆円→12～15年:同15.8兆円)、直接税(12～15年:同18.1兆円)に近い水準にまで高まっている(→表1)。企業は近年のコーポレートガバナンス強化、株主への利益還元要求の高まりという潮流に、積極的に対応していると推察される。

このように見ると、企業は人口オーナスの進行を前に萎縮するばかりで、投資も雇用も賃金も増やさず、キャッシュフローアウトをひたすら抑制して資金余剰を維持し、万一の事態に備えて現預金を積み上げ、企業価値最大化よりも倒産確率最小化を主目的とするかのごとき経営に邁進し、貸出市場は縮小の一途を辿る—という絵姿を描くのは、単純かつ早計であろう。設備投資や賃上げに慎重な企業がアベノミクス停滞の主犯と言わんばかりの論にも無理がある。

企業が将来を慎重に見ており、身構えており、備えを厚くしていることは確かであろうが、人口オーナスの進行に伴う負荷や制約の高まりを勘案すると当然のことであり、同時に人口オーナス進行の下にあっても、企業は攻めの姿勢も維持し、攻めと守りのバランスを模索し、新たな経営環境や制約条件への適応を図っているのであって、彼らなりに合理的な判断を下し、行動していると言えるであろう<sup>注2)</sup>。

巨額の現預金は、将来のリスクや不確実性への備えとして従来以上に積み上げている面はあるが、総資産に占める現預金比率が格段に高まっているわけではなく、リスクテイクの投資実行時の待機資金という性格も帯びたものであろう(ただし、有価証券は微減、株式・投資信託は微増に止まっており、ピュアな金融資産運用—いわゆる財テカーに向けられる性格は薄いだろう)。

設備投資の伸び悩みが再三、指摘ないし批判されているが、企業の成長戦略が有形固定資産を積み上げる従来型設備投資から、企業買収・出資を企図した投資有価証券に軸足を移しつつあり、純粋な事業会社から投資会社の性格を強めていることの表れと見るべきだろう。

金融機関としては、企業の資金余剰の常態化や現預金の積み上がりを目を奪われて、貸出をはじめとする対企業ビジネスの先細りを前提とするのではなく、人口オーナスの進行の下で、多様化・複雑化する企業の課題・ニーズ・悩みを探り当て、総合的なソリューション提供を追求し続けるべきだろう。

(フェロー役員 調査部主管 主席研究員 金木 利公 : Kaneki\_Toshikimi@smtb.jp)

注2) ただし現在の日本経済において、企業も家計も直面する環境や制約の下でそれぞれなりに合理的に行動しているとしても、それらを合成すると経済全体の総需要や所得の伸びを抑制し、それが企業・家計の将来見通しをさらに慎重化させるという「悪い均衡」に陥っている可能性があり、現在の企業行動を全面的・無条件に肯定することもできない。

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。