

## 時論

### 天下を駆け巡らなかつたカネ

2020年以降、日本経済はコロナ禍との戦いに明け暮れている。大きな流れでは景気は回復局面にあるが、その足取りは感染状況で左右され、「二進一退」である。

この間、政府は大規模な補正予算を組成し、「事業と雇用の維持」「各種給付金・支給金」等、相当規模の資金を家計と企業に給付した。日銀は「新型コロナ対応金融支援特別オペ」「上限なしの国債買入れ」等を実施し、マネタリーベースは大幅に増加した。こうした財政金融政策を背景に、日経平均株価は一時、約31年ぶりに30,000円台に乗せた。家計金融資産は昨年9月末には約2,000兆円に達し、昨年の東証の新規株式公開(IPO)は前年比34社増の136社となった。

このようにコロナ禍の下でも、金融面では順調な資金の運用と調達が行われ、金融資産が積み上がったように見える。だが、その内実は「天下を駆け巡るべきカネが駆け巡らなかつた」というものであった。

日銀「資金循環統計」で、コロナ禍の2020年1-3月期～2021年7-9月期(以下、対象期間)における各経済主体の金融行動を見ると、次のような姿が浮かび上がる。

家計は各種給付金等により収入を確保しつつも、消費支出を抑制したため家計貯蓄率は急上昇し、対象期間中、家計金融資産は110兆円増加した。このうちキャピタルゲイン(時価の増加分)を除いたピュアな資金流入は68兆円であったが、圧倒的に増加した金融資産は流動性預金(81兆円増)だった。

その一方、投資信託は5.4兆円の増加に止まり、株式は小幅売越となった。NISA口座が若い世代を中心に増え続けていることなどから、「貯蓄から投資へ」が徐々に浸透しているとの論もあるが、そうとは言い難い。

先行きが見通せないコロナ禍の真只中であつては、家計は先々を考えた資産形成より、目先の有事の備えを固めたと言える。

企業の金融行動も家計と似たり寄つたりだった。対象期間中、企業は借入金で54兆円、事業債で11兆円の資金を調達し、相応に設備・運転資金に活用したが、金融資産を90兆円積み上げた。ここでも突出して増加したのは流動性預金(52兆円)であった。有事へ備えた手元流動性の確保を最優先したと考えられる。

また、株式を通じた資金調達(ネット)は▲4兆円強となり、株価が上昇基調にある中でも、言われるほど資金調達を活発化させたわけではなく、自己株式消却など株主還元策に力を入れたと見られる。

銀行では、対象期間中に家計・企業等から巨額の流動性預金(152兆円)が預けられるとともに、「コロナ対応特別オペ」の活用により日銀からの借入金が増(85兆円)した。しかし、企業の資金需要が一時的・緊急避難的なものに止まったことから、貸出は、56兆円の増加に止まり、断トツに増加したのは日銀当座預金(135兆円)であった。

以上のように、政府・日銀によって供給された巨額の資金は、信用創造と生産活動を喚起することなく停頓した。この「カネが天下を駆け巡らなかつた」姿はネガティブに評価されがちだが、これについては誰も責められないのではないか。

経済社会活動が意図的に抑制され、景気が急速に悪化し、資金繰りに窮する企業・事業者が続出し、

金融システムの動揺も懸念される「不確実性が高い状況(「リスクが高い状況」ではない)」では、最悪のケースを想定して動くのが常道だろう。政府・日銀が、財政金融政策の大盤振る舞いを行ったのは当然である(政策のすべてが適切だったとは言えないが)。家計や企業が消費や投資を抑制し、将来よりも目先の有事の備えを優先したことも当然である。銀行がコロナ対応特別オペを積極的に活用しつつも、コロナ禍の長期化による不良債権化も警戒し、無理に貸出を増やさなかつた(増やせなかつた)のも当然である。

だが、こうした現状をいつまでもよしとはできないのも当然である。「カネが天下を駆け巡らなかつた」主因は、「ヒモは引っ張れるが、押すことはできない」の言葉通り、政府の給付金や日銀の金融緩和の不足よりも、企業や家計の投資・消費意欲の停滞によるところが大きい。今後についてはリベンジ消費や、脱炭素、DX、サプライチェーン再構築等の領域における企業の資金需要増大に期待するとしよう。

一方、「貯蓄から投資へ」一要素は預貯金から株式・投資信託への資金シフトが進まない家計の金融行動も、「カネが天下を駆け巡らなかつた」主犯扱いされがちである。

だが、①株式の所有者が法人から家計に替わるだけでは新たな成長資金は供給されず、成長加速も確実視できない、②リスク許容度が低い高齢者のウェイトが高まる人口動態からみて、マクロ的にはリスク性資産は伸びにくくなるのが自然である、③若年層とて、技術革新や需要構造の変化が早く、将来、所得が急落するリスクがこれまでより高まる中では、リスク性資産の保有増には限界がある—といった諸点を考えると、国策的に「貯蓄から投資へ」を促す経済的合理性は必ずしも堅牢ではない。

とは言え、株式・投資信託を保有することにより、キャピタルゲインに限ることなく、配当金を通じて名目GDPよりはるかに伸びが高い企業の利益成長の成果を享受でき、その牽引役となっている新興国をはじめとする海外経済の成長の果実を、国内に居ながらにして取り込むことができる。

株式・投資信託が金融資産の約5割を占める米国の家計では、配当所得は勤労所得の8～14%に相当する規模があり、家計の有力な所得源となっている。また、近年のわが国のマネーフローを見ると、家計では約10年前から受取配当金が受取利子を上回っており、企業では支払配当金が支払利息の10倍超となり、受取配当金も増加の一途を辿っている。

こうした株式・投資信託の特性、米国の実情、マネーフローにおける企業の配当金の存在感の高まりを勘案すると、家計の株式・投資信託保有については、キャピタルゲイン/ロスに偏ることなく、インカムゲインのメリットにも目を向けた等身大の理解の上に立って、国策的スローガンなどなくとも金融資産への組み入れが自ずから増えていくことが望ましいのではないかと。

足元ではオミクロン株が猛威を振るい、物価上昇も新たなリスク要因として浮上しているが、世界的にはワクチン接種と行動制限の緩和が進んでおり、日本企業の収益も急速に回復するなど、最悪のケースを想定すべき状況から徐々に脱しつつある。2022年度は、ウィズコロナを見据えた前向きな企業の設備・研究開発投資、家計の消費支出が顕在化する「ウィズコロナ元年」となるだろう。

これに株式・投資信託への理解を深めた家計の金融行動がかみ合うことで、「カネが天下を駆け巡る」＝信用創造と生産活動が活発化し、金融と経済成長と資産形成の好循環が起動することを期待したい。

(専門理事 調査部主管 主席研究員 金木 利公 : Kaneki\_Toshikimi@smtb.jp)

※ 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。