

日本経済ウォッチ < 2007年8月号 >

【目次】

- | | |
|------------------------------|------------|
| 1 . 今月のグラフ | p . 1 |
| ~ 日本は 20 数年ぶりの円安 ? ~ | |
| 2 . 景気概況 | p . 2 |
| ~ 懸念が先行する株式市場 ~ | |
| 3 . 今月のトピックス | p . 3 ~ 13 |
| ~ 企業の資金動向について ~ | |
| (1) 企業部門の資金過不足の動き | |
| (2) 家計は貯蓄不足に陥るのか ? | |
| (3) 企業の余剰額減少は家計の余剰額増加につながる | |



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

【お問い合わせ先】調査部 国内経済班
鈴木 (E-Mail : akihiko.suzuki@murc.jp)
小林 (E-Mail : s.kobayashi@murc.jp)

1. 今月のグラフ ~ 日本は 20 数年ぶりの円安？

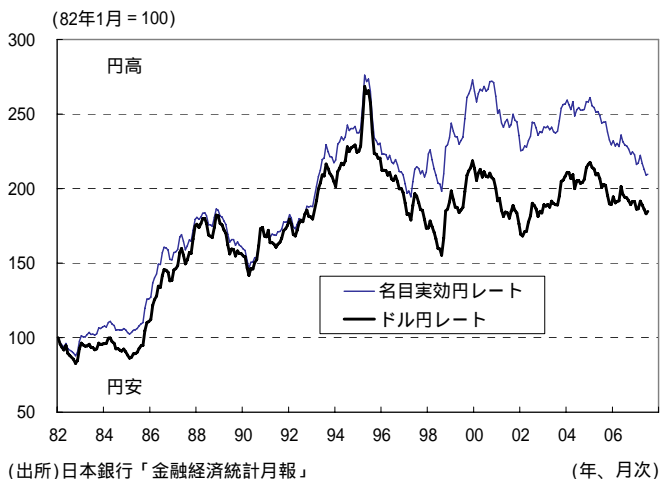
今の為替は、ドル高修正の転換点となった 85 年のプラザ合意以来の円安水準と言われている。最近では、海外旅行をすると現地のホテル代や地下鉄料金の高さに驚かされるそうだから、確かに円が安いようだ。そして、いざなぎ景気を超える戦後最長の景気回復は、この 20 数年ぶりの円安を背景にした輸出の拡大によってもたらされたという指摘も耳にする。しかし、プラザ合意のころは 1 ドル = 250 円程度であったことを考えると、今の 1 ドル = 120 円程度の相場は当時よりはるかに円高である。このギャップは何が原因しているのか。

実は、日本の取引相手国の通貨の価値を加重平均した実効レート推移を見ると、ドル・円レートで見るよりもさらに円高である（図表 1）。これは、98 年のアジア通貨危機によって、アジア通貨の価値が円に対して大幅に減価したことが影響している。実効レートで見ると、円安が進んでいるどころか、90 年代半ばにつけた円高水準を続けていると言った方がよさそうなくらいだ。

いったい何が円安なのか。実は、20 数年ぶりの円安というのは、物価上昇率の差を勘案した実質実効円レートの動向を指している（図表 2）。名目ベースの実効円レートと実質実効円レートの動きの差は、日本と海外との物価上昇率の差を示している。つまり、日本の物価が海外諸国に比べて安定を続け、日本と海外との価格差が縮小してきたことが、実質ベースで見た円安をもたらしていると言える。

こうしてみると、冒頭で述べた、円安だから輸出が拡大して景気回復が続いたという見方は必ずしも正確ではない。名目ベースでの実効円レートが安定を続けるなかで、日本企業の価格競争力の向上が、日本の物価の安定や輸出の拡大の一因となり、同時に実質実効為替レートでの円安をもたらしたと考えられる。プラザ合意以来の円安は、日本企業の価格競争力向上努力によってもたらされたと言うことができよう。（鈴木 明彦）

図表 1 ドル円レートと円の名目実効レート



図表 2 円の名目実効レートと実質実効レート



2. 景気概況 ~ 懸念が先行する株式市場

参院選の与党大敗のニュースに隠れがちだが、最近発表された経済指標はそんなに悪くない。輸出は米国向けを中心に減速していたが、6月は米国向け輸出も自動車や資本財を中心に伸びが回復してきた。生産は、今年に入って踊り場状態が続いているが、6月は電子部品や自動車を中心に4ヶ月ぶりに増加し、7月、8月の予測指数から推測すると、7~9月期は前期比増加が見込まれる。また、設備投資は減速しているが、大幅な調整にはいたらず、年度後半には再び加速してくるだろう。先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）をみると、4~6月期の内閣府見通しが1~3月期比大幅な減少を示し心配されたが、4月、5月の実績は1~3月期並みの水準を維持している。

企業部門に比べて回復が遅れていると言われる家計部門だが、雇用環境は改善を続け、6月の完全失業率は3.7%と98年2月以来の水準に低下している。一人当たり賃金は、団塊世代の退職も影響して減少基調が続いているが、賃金の中核をなす所定内給与の減少幅は縮小してきている。4~6月期の全世帯の実質消費支出は堅調であった前期とほぼ同じ水準を維持している。緩やかではあるが個人消費の増加基調が続いている。

8月13日に発表される4~6月期のGDP統計では、実質成長率がプラスを維持して景気回復が続いていることが示唆されるだろう。それでも、消費者物価はなかなか上がってこない。原材料価格が上がっても、賃金が上がらなければ本格的に物価が上昇することはないとも言われている。しかし、賃金が上がっても上がらなくても、消費者が物価は上がると思えば、実際の物価も上がってくるのではないかと。価格の上昇を消費者が受け入れるかどうか重要だからだ。内閣府や日銀のアンケート調査で、インフレ予想の広がりを出てきたことは、そろそろ物価が上がってくることを予感させる。

物価が上がるのが景気にとってプラスというわけでもないが、今のところ経済指標に不安材料は見つけにくい。しかし、株価の動きは不安定で先行きに対する不安を示している。まず、参院選での与党大敗が経済政策の停滞をもたらす経済にも悪影響を及ぼすという懸念がある。たしかに、国会運営が滞っては、財政再建、税制改革、年金改革、EPAの推進と農業問題といった課題を解決するのは難しい。ただ、短期的な景気の先行きに政治情勢の不透明感はそれほど影響しないのではないかと。

米国株価の不安定な動きも日本の株価に影響している。米国では住宅ブームが終わり、住宅投資が大幅に減少すると同時に、サブプライム・ローンの焦げ付きが表面化してきた。これに関係したヘッジファンドの破綻も起こって企業の資金調達が難しくなるという信用収縮懸念が生まれている。ただ、この問題は全容が捉えにくいだけに懸念が先行している面もある。信用収縮懸念といっても、98年当時の日本のように金融システム不安が懸念されるような状況ではなさそうだ。サブプライム・ローン問題が米国経済全体に影響するような大問題に発展しないなら、日米の株価はいずれ落ち着いてくるだろう。（鈴木 明彦）

3. 今月のトピックス ~ 企業の資金動向について

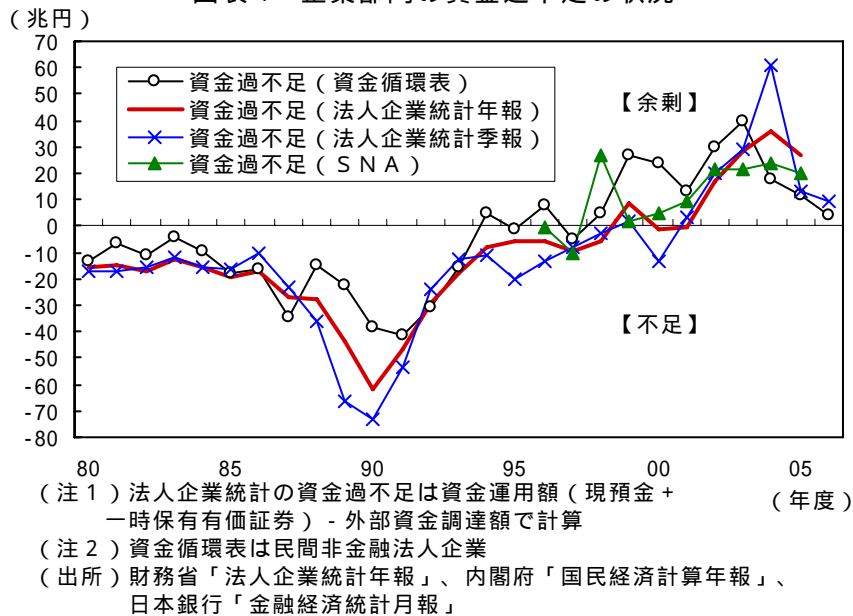
企業部門では資金余剰の状況が続いているが、このところ余剰幅がやや縮小してきている。企業の資金の動向については、過去の動きをみると家計の資金の動向との関係が深い。そこで本稿では、企業の資金動向の現状と今後について、特に家計との関係について考えてみた。

(1) 企業部門の資金過不足の動き

縮小してきた企業の資金余剰幅

企業の資金の過不足は、国民所得統計（SNA統計）、法人企業統計、資金循環統計などで把握することができる。企業は長らく貯蓄を超える投資を行い、資金の不足分は他の部門（主として家計部門）からの借り入れによって賄っていたが、90年代に入って徐々に不足幅が縮小し、2000年度以降は概ね資金余剰の状態になっていた（図表1）。

図表1 企業部門の資金過不足の状況

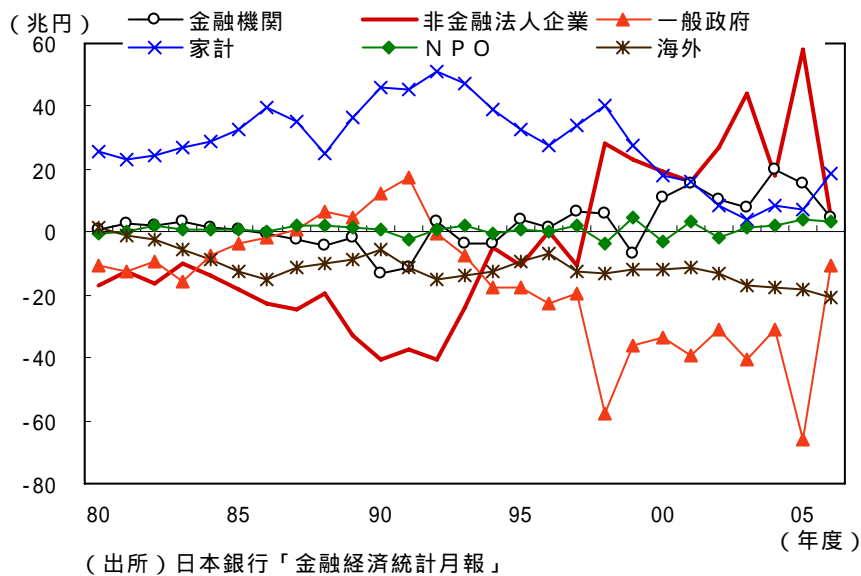


しかし、2006年度の数字を把握できる法人企業統計（季報）、資金循環統計では企業の余剰幅が縮小してきている。企業部門以外の経済主体の資金過不足の状況（ISバランス）をみると（図表2）、一般政府では不足状態（財政赤字）が続いており、短期的に資金余剰に転じることは難しい。また、金融、NPOでは、その性格上、資金の過不足が大きくいずれかに偏ることはない。海外部門は現時点では資金不足（資金の流入額を流出額が上回る状態）にある。資金供給の担い手になるということは経常収支が赤字に転じることを意味するが（国際収支統計上、経常収支 + 資本収支 = 0 でバランスするため）、所得収支黒字を中心に経常収支の黒字幅は拡大を続けており、短期的に赤字に転じるとは思えない。

かつては資金供給の一番の担い手であった家計では、資金余剰幅が急速に縮小してきた。このため、企業部門の投資意欲が高まり、かつてのように資金不足に転じたときに、家計が資金の供給元にならず、企業の資金調達が難しくなるのではないかとの懸念がある。しかし、2006年度は家計の資金余剰幅が拡大しており、資金余剰幅の縮小傾向に歯止めがかかってきた可能性もある。

以上のように考えると、企業の資金過不足の状況は、企業の資金需要の動向に加え、家計の資金余剰額の行方に左右されるところが大きそうだ。そこで、まず企業が資金余剰となり、足元で余剰幅が縮小してきている理由について、企業の資金需要・調達動向から考えてみよう。

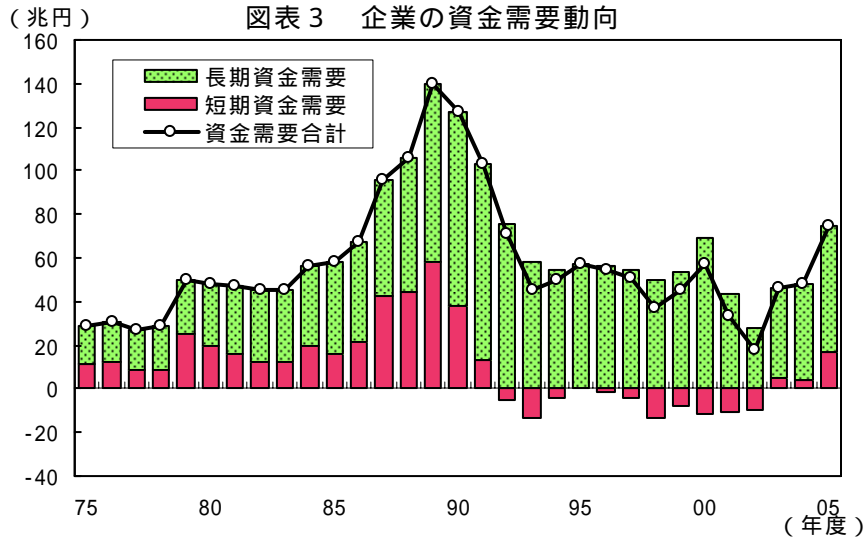
図表2 各経済主体の資金過不足の状況



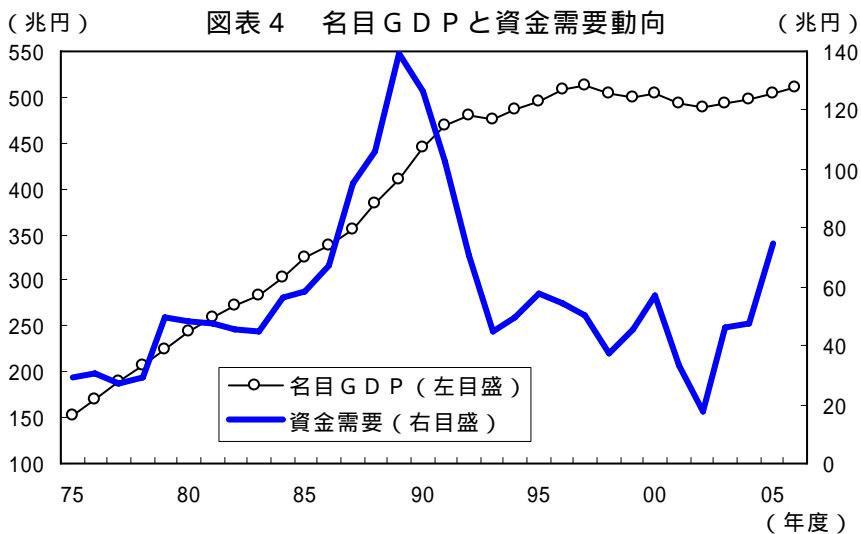
企業の資金需要・資金調達の動向

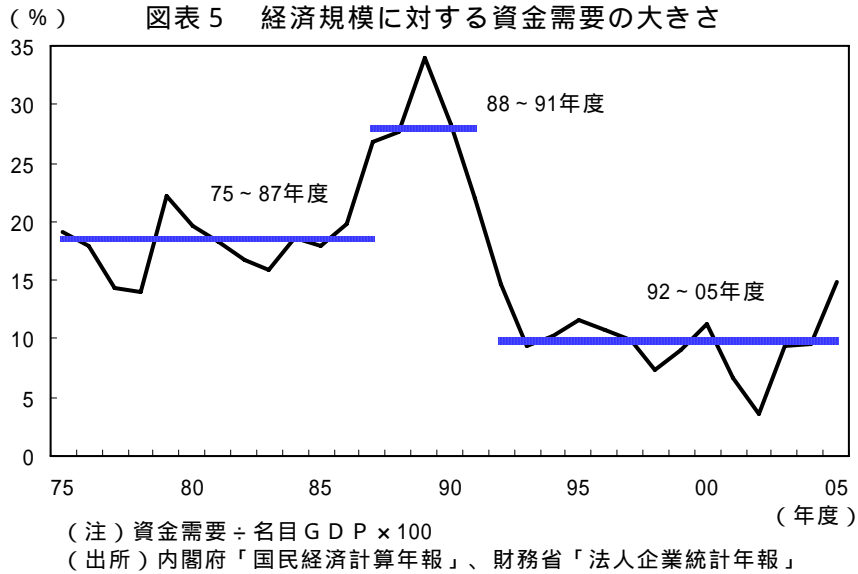
企業の資金需要は、80年代後半から90年代前半のバブル期にかけて、特に短期資金を中心に旺盛となった(図表3)。これは、売上高、在庫、企業間信用などが増加し、短期運転資金への需要が増加したためであるが、バブル崩壊後はこれらの需要は落ち込み、全体の資金需要も大きく減少した。また、設備投資を中心とした長期資金需要も、バブル期に増加した後、バブル崩壊後は低水準で推移した。

もっとも最近では、2002年度を底にして再び資金需要が強まっている。企業活動の活発化を反映して短期資金需要は増加に転じ、設備投資を中心とした長期資金需要も増加ペースが拡大してきている。



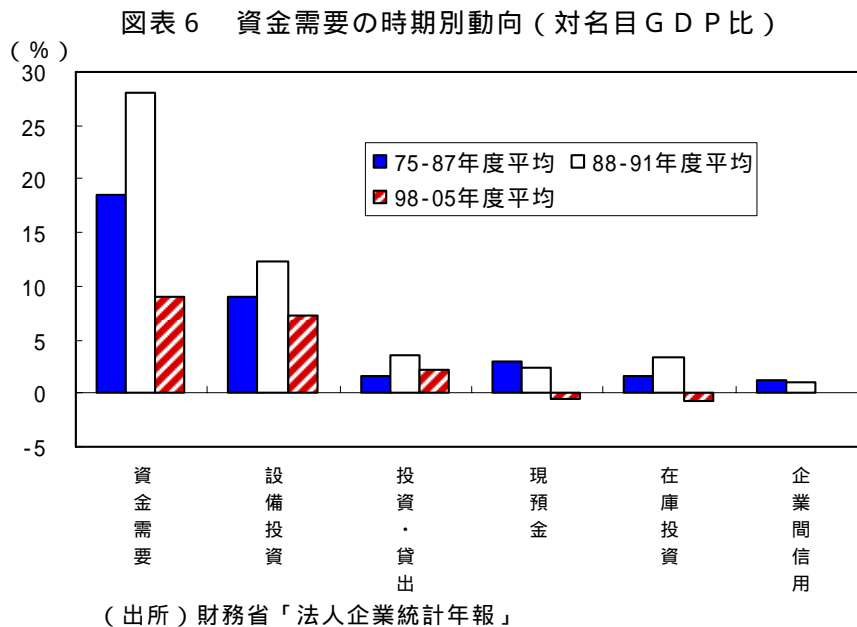
経済規模が堅調に拡大すれば必要な資金も増加するが、拡大ペースが鈍れば資金需要も伸びなくなる。企業の資金需要は、経済規模の拡大に伴って増加し、バブル景気のころにピークに達したが、その後経済成長率が低くなってくと急減している(図表4)。名目GDP(経済規模)に対する資金需要の大きさの割合をみると、その水準の違いから3つの時期に分けることができる(図表5)。1つは、第一次オイルショック後、経済が安定成長期に入った75~87年度であり、企業の資金需要は名目GDPの2割弱程度で安定している。88~91年度のバブル期にはこれが20%台後半まで増加する。経済規模に対して短期間のうちに資金需要が高まっており、資金需要が強過ぎる状態であった可能性が高い。バブル崩壊後の92~2005年度は10%程度まで急低下する。安定成長期であった75~87年度の水準と比べても大きく下回っており、バランスシート調整の動きにより資金需要が急速に減少したと考えられる。





しかし、ここにきて資金需要拡大の動きが出ている。2005年度の比率はそれまでの平均からやや高くなっており、2006年度も他の統計から判断するとさらに高まっている可能性がある。

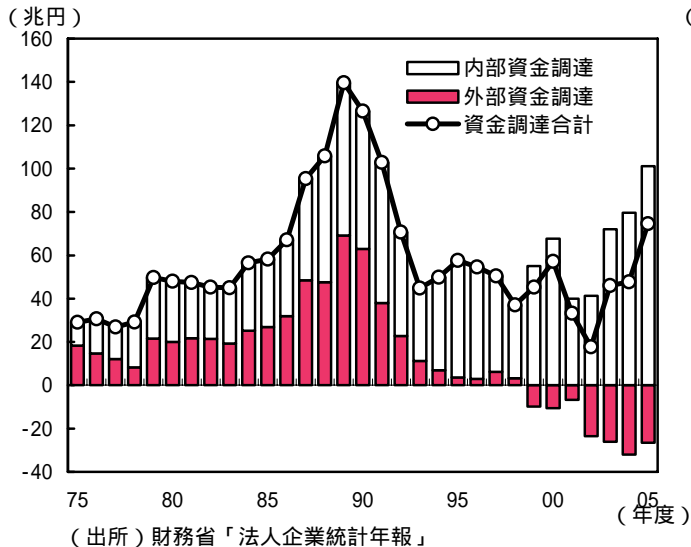
なお、以上の3つの時期における資金需要動向の内訳をみると、設備投資、在庫投資を中心にバブル期に上昇し、崩壊後に低下していることがわかる(図表6)。



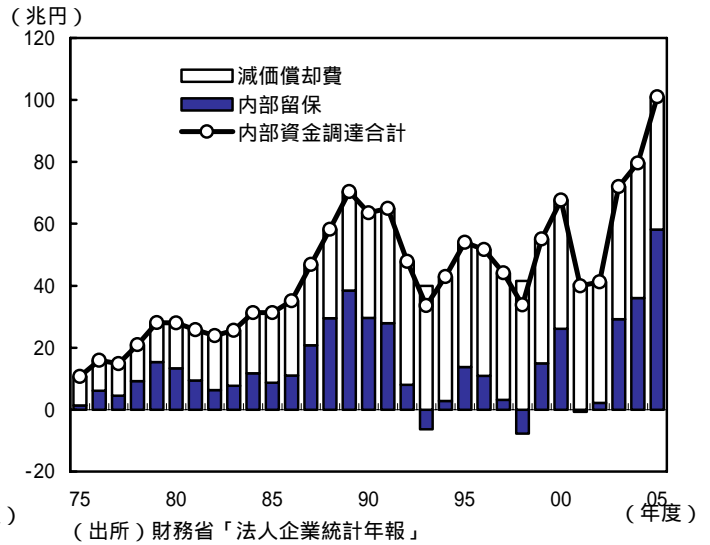
今度は企業の資金調達動向をみてみよう。バブル期には旺盛な資金需要を内部資金調達だけでは賄い切れなかったことから外部資金調達を増やして対応したが、バブル崩壊後の資金需要の低迷とともに外部調達額は減少した(図表7)。最近では、内部資金調達が増加する一方で、資金需要の増加が小幅にとどまっているため、外部資金調達の減少が続いて

いる。内部資金調達の内訳をみると、最近の増加の原因が内部留保（当期純利益や引当金など）の増加であることがわかる（図表8）。内部留保の増加は、リストラ効果、収益力強化、景気拡大による売上増加などによって当期純利益が増加したためである。

図表7 企業の資金調達動向



図表8 企業の内部資金調達動向



資金の過不足の要因

以上見てきた資金需要と資金調達の金額は一致しているが、企業部門で資金不足や資金余剰が発生する。これは、どういう状況を指しているのだろうか。

SNA統計では、企業の営業余剰（企業会計上の営業利益にほぼ相当）に利息・配当・賃貸料の受取を加え、そこから利息・配当・賃貸料の支払、税金支払などを引いて貯蓄（可処分所得）を求める。次に、貯蓄額から設備や在庫といった投資額を引いたものがプラスであれば、貯蓄が投資を上回る状態、すなわち資金余剰の状態となる。逆に投資の方が大きければ資金不足である。

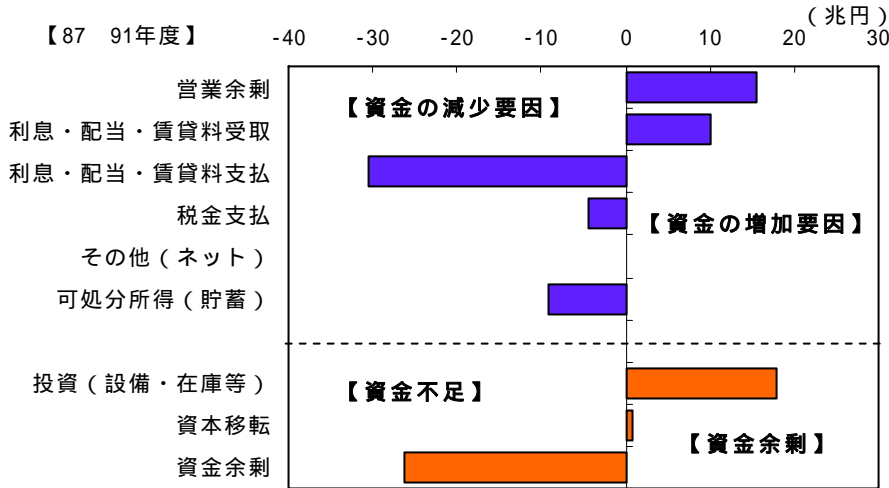
まず、資金不足額が拡大した87年度から91年度についてみてみよう。この4年間に於いて、30兆円弱の資金不足額が発生しているが（図表9）、これはバブル景気の発生が大きく影響している。この時は、景気の拡大によって営業余剰が拡大し、利息・配当・賃貸料の受取が増加しているが、金利上昇の影響が主因となって利息・配当・賃貸料の支払が急増した結果、貯蓄は減少している。さらに投資が膨らんだ結果、資金の不足幅が30兆円弱ほど拡大している。

次に、資金余剰額が拡大した97年度から2005年度についてみてみよう。この時期はバブル崩壊の負の遺産の解消プロセスが資金の過不足に影響している。この8年間では、営業余剰が小幅減少したものの、金利の低下を背景に利息・配当・賃貸料の支払額が減少した結果、貯蓄は10兆円強増加している（図表10）。さらに投資が減少したため、資金の余

剰幅が 30 兆円程度増加している。

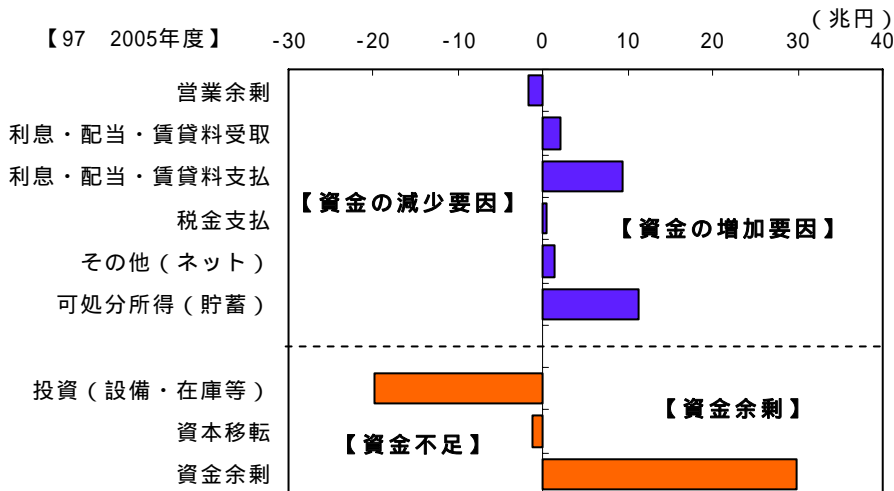
2005 年度以降は資金余剰幅が縮小している。細かな数字は発表されていないが、営業余剰が高水準である一方で、配当金の増加や投資の増加が資金余剰幅を縮小させている可能性がある。

図表 9 資金余剰の変化幅（87 年度 91 年度）



（出所）内閣府「国民経済計算年報」

図表 10 資金余剰の変化幅（97 年度 2005 年度）

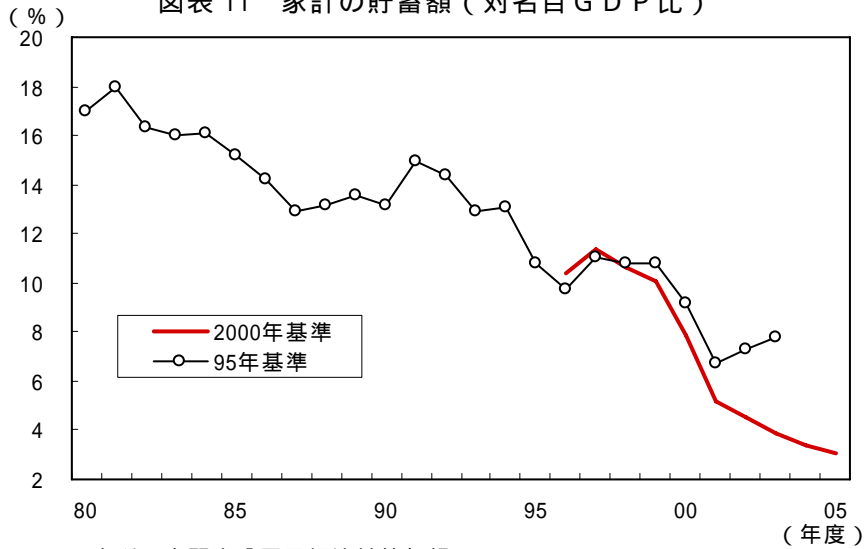


（出所）内閣府「国民経済計算年報」

（2）家計は貯蓄不足におちいるのか？

家計の貯蓄額の低下傾向が続いている（図表 11）。家計は資金余剰の経済主体であり、資金不足の企業部門に資金を供給する役割を長い間担ってきた。しかし、資金余剰の源泉である貯蓄が減少してきている。このまま低下が続けば、いずれはマイナス、すなわち貯蓄を取り崩して消費する状態になるとの懸念がある。

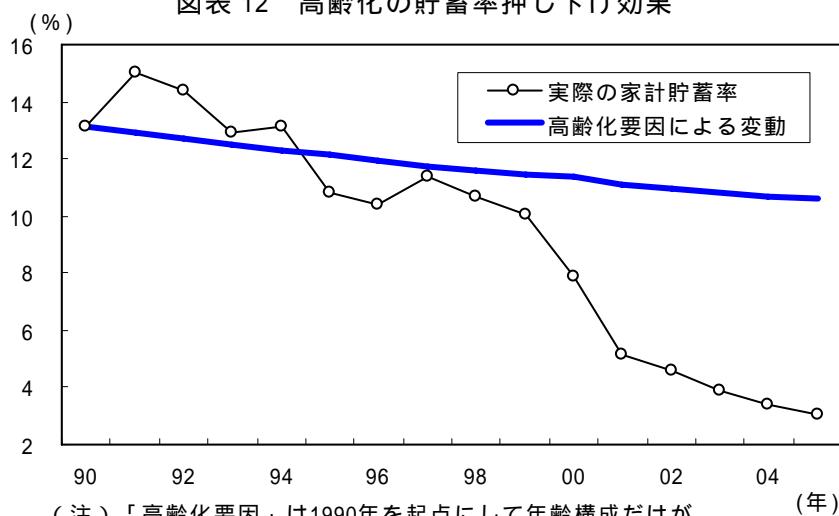
図表 11 家計の貯蓄額（対名目GDP比）



家計の貯蓄率が低下している原因の1つに高齢化の進展がある。世帯主の年齢が高いほど消費性向が上昇する傾向があるため、高齢者世帯が増えると全体の貯蓄比率が低下するというものである。ただし、高齢化は突然進んだものではなく、何年も前から高齢化による貯蓄率の押し下げ効果はあったはずである。

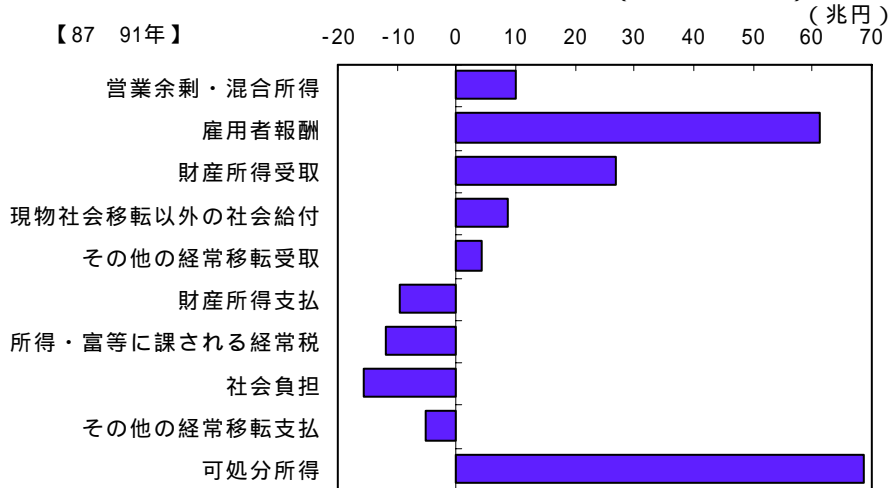
そこで、勤労者世帯と無職高齢者世帯の90年時点の年齢別貯蓄率がその後も変化しないと仮定し、年齢構成だけを変化させてみた。こうすることで、高齢化要因によってどの程度貯蓄率が押し下げられたのか判断することができる。これによると、毎年の貯蓄率の押し下げ効果は0.2%程度と試算され、90年以降の急速な貯蓄率低下の原因は何か他の要因によるところが大きかったとわかる(図表12)。

図表 12 高齢化の貯蓄率押し下げ効果



それでは、高齢化以外に家計の貯蓄率が減少した要因は何であろうか。貯蓄額に大きな影響を与える可処分所得について、可処分所得が急増したバブル期の87年度から91年度の変化額の内訳をみてみよう。これによると、良好な雇用環境を反映して雇用者報酬が急増していると同時に、高金利による利息の増加によって財産所得の受取が増加しており、財産所得の支払増加や社会負担の増加を大きく上回り、結果として可処分所得が急増している(図表13)。

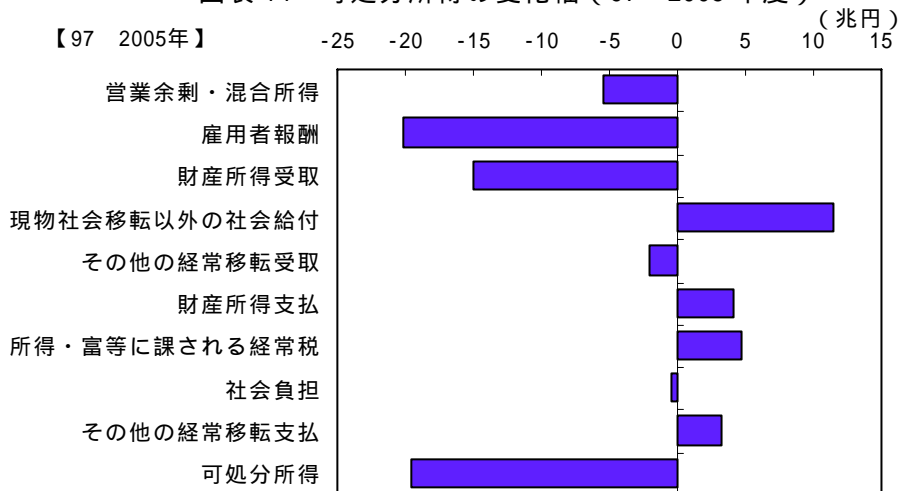
図表13 可処分所得の変化幅(87 91年度)



(出所) 内閣府「国民経済計算年報」

一方、可処分所得が急減した97年度から2005年度の変化額をみると、現物社会移転以外の社会給付(失業保険や生活保護など)は増加しているが、雇用者報酬が減少したうえ、主に金利低下によって財産所得の受取が減少し、可処分所得を減少させている(図表14)。

図表14 可処分所得の変化幅(97 2005年度)

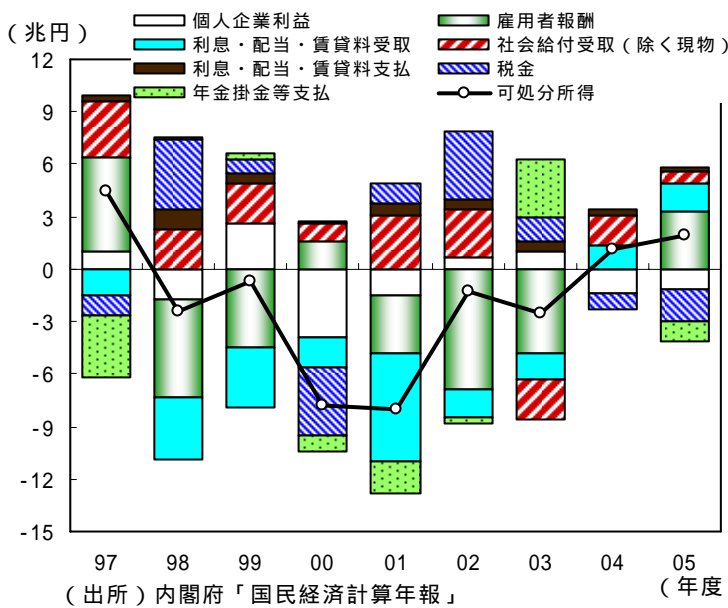


(出所) 内閣府「国民経済計算年報」

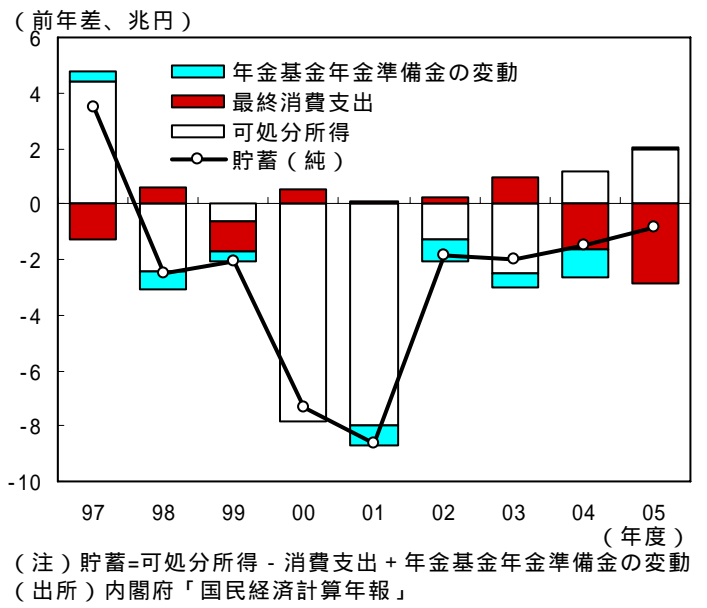
以上のように、家計の可処分所得の動きからみると、その増減要因としては雇用者報酬と財産所得の動向が大きな影響を及ぼしてきたことがわかる。年度ごとの可処分所得の動きをみると、2004、2005年度と前年比増加に転じているが、その主因は減少が続いていた雇用者報酬が下げ止まりから増加に転じてきたためである（図表15）。

家計の貯蓄は、可処分所得からさらに消費を引いて求められる（実際には年金基金の動向も加味されるが影響は小さい）。2004、2005年度は、消費が増加したため貯蓄額は減少が続いているが（図表16）、貯蓄を押し上げる要因となる可処分所得はすでに増加に転じているのである。

図表15 可処分所得の増減要因

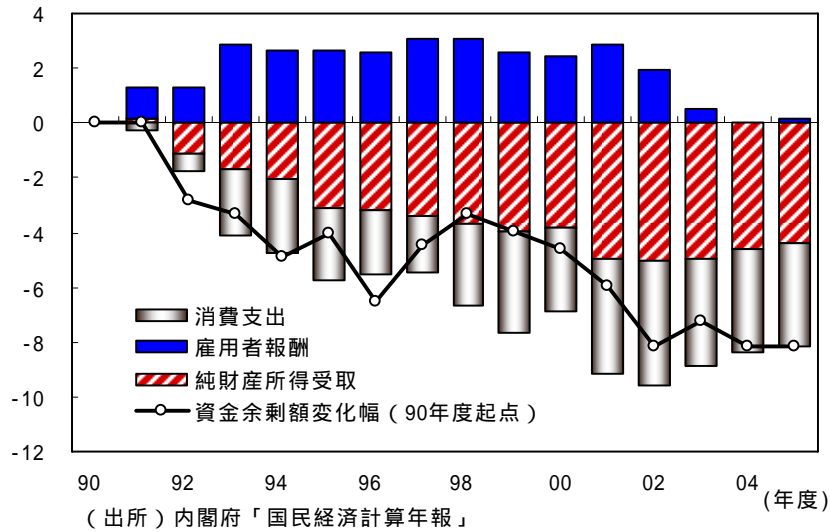


図表16 貯蓄の増減要因



図表17は、名目GDPに対する家計の貯蓄額が、90年度を起点としてどの程度減少したのか、その内訳をみたものである。これによると、90年代の貯蓄の減少は純財産所得受取(財産所得受取 - 財産所得支払)の減少によるところが大きく、その押し下げ効果は年々大きくなっていったが、2002年度以降は押し下げ効果が縮小している。雇用者報酬は、90年代初めは増加が続き、その後も90年代を通じてほぼ横ばいで推移したため、資金余剰幅の縮小要因にはなっていない。2002年度以降は減少に転じたため余剰額の押し上げ効果が一時的に薄らいだが、足元では増加に転じているため、再び資金余剰幅を押し上げる要因になってきている。一方、消費支出は緩やかな増加が続いたため、全期間を通じて余剰額の縮小要因となっている。

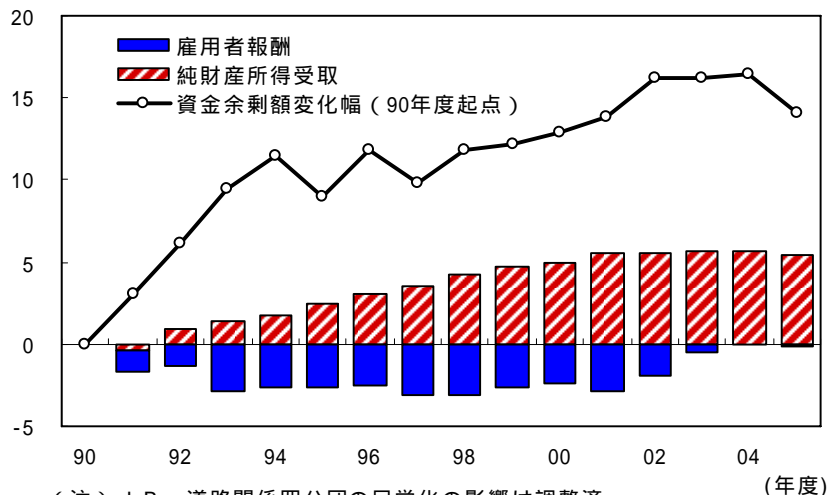
図表 17 家計の資金余剰縮小の内訳（対名目GDP比）
（対名目GDP、%ポイント）



(3) 企業の余剰減少は家計の余剰増加につながる

図表 17 と同様に、企業において名目 GDP に対する資金過不足額が 90 年度を起点として変化した要因をみてみると（図表 18）、家計とはまったく逆で純財産所得受取がもっとも増加に寄与している（実際には純財産所得受取のマイナス幅が縮小している状態である）が、この背景には金利の低下があった。また、雇用者報酬については、受け取る側の家計とはまったく正反対の動きとなる。すなわち、企業のリストラが本格化した 90 年代後半以降、支払額が減少して企業の資金余剰の要因となったが、最近では雇用者報酬が下げ止まりから増加に転じているため、資金余剰額を押し下げる要因になってきている。

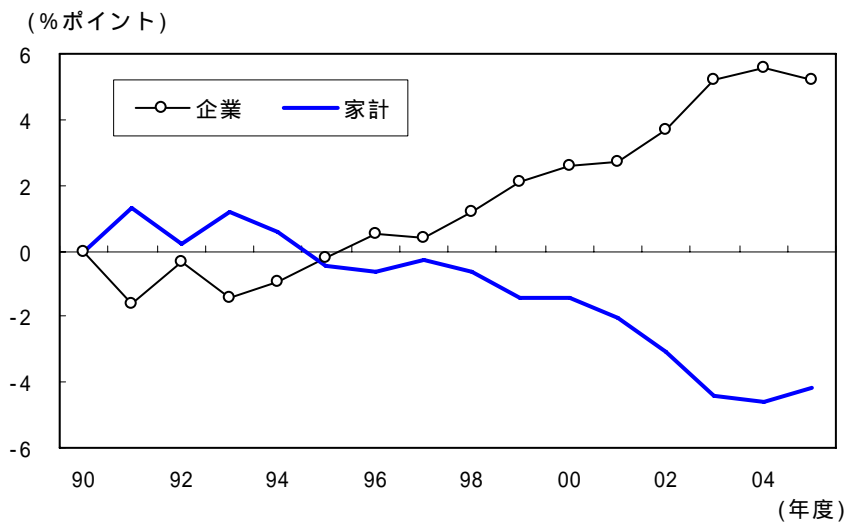
図表 18 企業の資金余剰額の増加要因（対名目GDP比）
（%ポイント）



図表 19 は、図表 17 と図表 18 の家計と企業の資金過不足額の対名目 GDP のうち、純財産所得受取と雇用者報酬の要因によるものだけを抽出して比較したものである。これを見ると、両者の動きがゼロをはさんで、ほぼ線対称になっていることがわかる。これは、企業にとってコストである雇用者報酬減少や純財産所得受取減少が、家計としては逆に貯蓄の増加要因になっているためである。

以上のように考えると、たとえ企業の資金余剰額が縮小し、やがてマイナスに陥ったとしても、それが金利の上昇、配当金支払額の増加、雇用者報酬の増加といった家計にとって貯蓄を拡大させる要因によるものであれば、企業が資金調達に陥るリスクは小さそうである。家計の貯蓄の増加分は、金融を通じて企業部門にファイナンスされることが期待され、企業の資金需要の増加ペースが急速に高まったり、家計の消費額が急増しない限りは、企業が不足資金を調達することができず、経済成長の阻害要因になるといった懸念は小さそうだ。

図表 19 家計と企業の資金余剰額の推移（対名目 GDP 比）



(注) 90年度を起点とした雇用者報酬・純受取利息配当金の対名目 GDP 比
 (出所) 内閣府「国民経済計算年報」

(小林 真一郎)