

日本の企業貯蓄と IS バランス

祝 迫 得 夫

本稿では、経常収支に関する貯蓄投資バランス論の立場から、日本の民間貯蓄のうち、特に企業貯蓄に焦点をあてて分析する。先行研究に基づいて、労働と資本の間の分配の変化が、企業貯蓄の変動につながっていたかを検証するため、近年の日本のデータについて労働分配率と企業貯蓄の関係を検証したところ、労働分配率に長期的な低下傾向は見られず、両変数の変動のタイミングも一致していないことが分かった。日本の企業貯蓄の高止まりは、主に民間の非金融法人企業部門の財産所得の動向、すなわち(1)1900年代末から2000年代半ばにかけての負債の削減による金利支払いの低下、(2)リーマン・ショック後の一時的な配当支払いの減少、(3)2010年代に入ってからの企業利潤の回復によって説明される。また法人企業統計の企業規模別データによる検証では、このような集計レベルでの労働分配率や企業貯蓄の変動が、主に大企業のこれらの変数の変動によって引き起こされていることが分かった。

JEL Classification Codes: E2, E25, G30, F32

1. はじめに

経常収支に関する貯蓄投資バランス論は、社会の高齢化の進行がもたらす国内の民間貯蓄の減少によって、経常収支黒字の減少／赤字の拡大をもたらすことを示唆しており、先行研究でも重複世代モデルを用いたシミュレーション分析が数多く行われてきた。しかし2000年代に入ってからの日本においては、対GDP比で測った家計貯蓄は大きく減少したものの、それを相殺するような形で企業貯蓄が増加したため、民間貯蓄全体としての減少は限定的なものに留まっている。したがって、近年の経常収支変動の国内要因を理解し、また将来に向けた動向を占うためには、家計貯蓄だけでなく企業貯蓄の変動要因を分析することが重要である。

そこで本稿では、労働と資本の間の分配の変化による世界的な労働分配率の低下をもたらす一方、世界的な企業貯蓄の増加ももたらしたというChen, Karabarbounis, and Neiman(2016)の議論を分析のベンチマークとして、日本の企業貯蓄の動向について検証する。結論としては、企業貯蓄と労働分配率が動くタイミングの違いや、後者に長期的な低下トレンドが見られないことなどから、少なくとも日本経済に関しては、労働分配率の変動を主要因として近年の企業貯蓄の増加傾向を説明するのは難しい

ことがわかった。したがって、企業貯蓄の真の原因を解明するためには、日本企業の行動に関する他の問題にメスを入れて分析する必要がある。

論文の構成は以下のとおりである。第2節では、少子高齢化と国内貯蓄・経常収支の関係について、スタンダードな理論モデルの実証的インプリケーションについて概観した後、1990年代以降の日本のデータとの乖離について検証する。第3節ではGDP統計のデータを用いて、労働分配率の低下と企業貯蓄の増加が同時に起こっているかどうかを検証し、日本および米国については、二つの変数を直接に結びつけて議論することが難しいことが示される。ただし本稿での結論は、西欧諸国や中国について同様の説明が当てはまるか／当てはまらないかについては、特に示唆を与えるものではない。第4節では引き続きGDP統計を、第5節では法人企業統計の企業規模別データを用いた分析によって、日本の企業貯蓄の低下の背景にある、非金融法人企業部門の財産所得の動向について、より詳細な分析を行う。第6節は全体のまとめである。

2. 日本の少子高齢化と国内貯蓄、経常収支：概観

日本の生産年齢人口の総人口に対する比率は、1990年代半ばにピークを迎えており、2010年代の現時点の我が国は、先進各国の先頭を切って本格的

な高齢化時代に突入している。経済関係の予測はあてにならないと揶揄されることが多いが、人口動態の予測は例外であり、30年から40年程度先までのことなら、かなりの精度で予測することができる。

最新の高齢社会白書によると、2015年時点での日本の総人口は1億2,700万人、総人口に占める65歳以上の高齢者の比率は26.7%であったが、2050年には人口が9,700万人程度まで減少する一方、高齢者比率は38.8%まで上昇するという予測が示されている(内閣府2015)。つまり今後35年の間に、日本の人口は1/4近く減少し、同時に65歳以上の人口は4人に1人から2.5人に1人へ上昇する。これは今後、日本と同様に深刻な少子高齢化時代を迎えるとされている韓国・中国と比較しても、最も深刻な数字である。

人口構成の変化が経済に与える影響を分析するための経済学の基本的ツールは、重複世代モデル(overlapping generation model; 以下OLG)であり、その背景には、家計は若年期/就労期に貯蓄を行い、老年期/退職後には貯蓄を取り崩すというライフサイクル仮説がある。OLGモデルに基づけば、少子高齢化の進行は老年期人口の相対的な増加を通じて、貯蓄率の低下・マイナス化を引き起こすはずである。重複世代モデルに加えて、長期の経常収支の動向が、国内の貯蓄投資差額によって決定されることを前提にするならば、高齢化の進行の過程で、投資が貯蓄と同じように減少しない限り、国内の貯蓄投資バランスはマイナスになり、したがって経常収支は継続的な赤字に陥るはずである。これはいわゆる貯蓄投資(IS)バランス論の考え方である(植田1987; 小宮1988; 千明・深尾2002)。より正確に言えば、貿易相手国の人口構成が相対的により若く、国際資本移動が自由であった場合には、経常収支の赤字が発生する。また封鎖経済であった場合と比較すると、相対的に利子率は上昇し、賃金は減少すると考えられる(松林2010第3章・第4章; Attanasio and Violante 2000; Brooks 2002; Bosworth and Chodorow-Reich 2006)。

2.1 貯蓄投資バランスから見た日本の経常収支

貯蓄=投資バランス論の視点から、もう少し詳細に、日本の少子高齢化が国内の民間貯蓄の動向を通じて経常収支に与える影響について検討しておこう。まず、国内総生産(GDP)に関する恒等式から議論を始める：

$$\begin{aligned} Y &= C+I+G+EX-IM \\ NI &= Y+F = C+I+G+CA \\ S^N &= NI-C-G \end{aligned}$$

ただしそれぞれの記号は、 Y : GDP, C : 消費, I : 投資, G : 消費, EX : 財・サービスの輸出, IM : 輸入である。二番目の式は国民総所得についての恒等式であり、 NI : 国民総所得, F : 海外からの所得の純受け取り, CA : 経常収支である。三番目の式は、国内貯蓄/一国貯蓄(national saving), S^N の定義式である。

以上の恒等式から、経常収支と国内の経済主体(部門)の貯蓄投資バランスを結びつける関係式が導かれる：

$$\begin{aligned} CA &= Y+F-(C+I+G) = S^N-I \quad (1) \\ &= (Y+F-T-C-I) + (T-G) \\ &= (S^p-I) + (T-G) \quad (2) \end{aligned}$$

(1)式は経常収支が国内の貯蓄投資バランスに等しいこと、(2)式は国内の貯蓄投資バランスが、民間部門の貯蓄投資差額と政府の財政収支(財政黒字)に分解されることを意味している。民間部門はさらに家計部門と企業部門に分かれるので、(2)式はさらに以下のように書き換えられる：

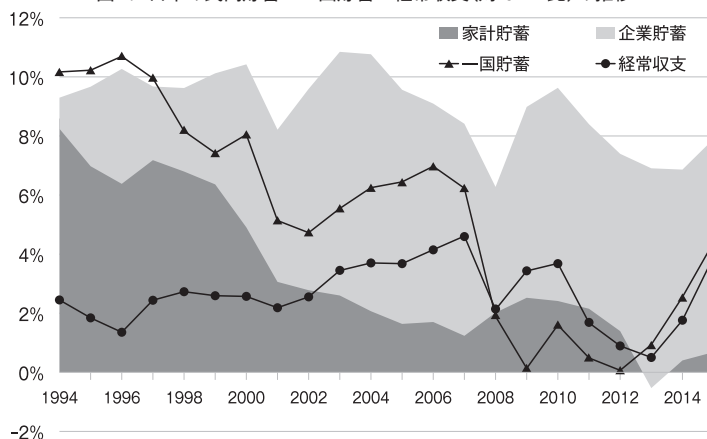
$$CA = (S^h - I^h) + (S^f - I^f) + (T - G) \quad (3)$$

と書くことができる。ただし h の添字は家計部門を、 f の添字は企業部門を表すものとする。

次に(3)式を用いて、我が国の国内の貯蓄投資バランスと経常収支の関係について概観しよう。まず図1には、対GDP比で見た純民間貯蓄とその構成要素が示されている¹⁾²⁾。このグラフからすぐに見て取れるように、1990年代以降、民間貯蓄 S^p 全体としては非常に緩やかな低下傾向にあるが、1990年代末から2000年代前半にかけて家計貯蓄 S^h が大きく減少してゼロに近づき、逆に企業貯蓄 S^f は大きく上昇している(Iwaisako and Okada 2012; 祝迫2012第1章)。

次に図2には、企業グロスの企業貯蓄とその内訳が、ネットの企業貯蓄との対比で示されている。GDP統計の定義により、各部門のグロスの貯蓄から資本減耗を引くとネットの貯蓄になる。家計部門の資本減耗は、持ち家の建物部分に関するものがほぼ全てであり、額もたいして大きいわけではないので、両者を分けて議論する必要性ほとんど無いが、

図 1. 日本の民間貯蓄・一国貯蓄・経常収支(対 GDP 比)の推移



注) 2015 年度国民経済計算(2011 年基準・2008SNA)のデータより筆者が作成。
URL: http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data_list/kakuhou/files/h27/h27_kaku_top.html

図 2. 粗企業貯蓄の内訳と純企業貯蓄(対 GDP 比)の推移

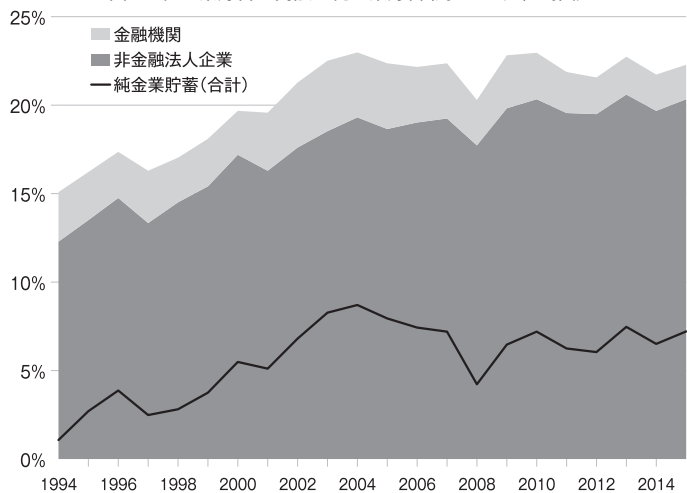
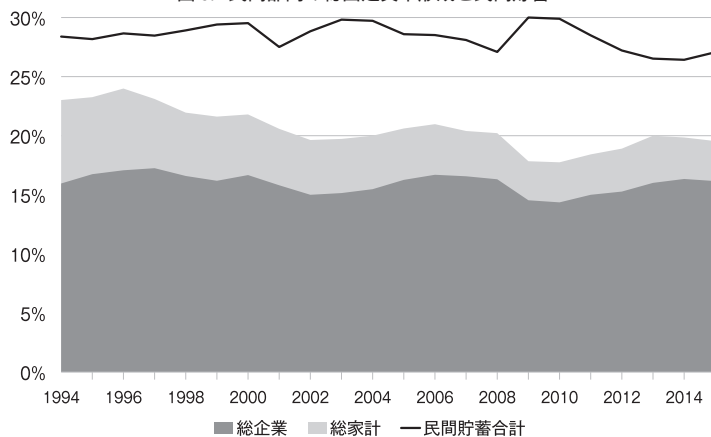


図 3. 民間部門の総固定資本形成と民間貯蓄



企業部門の場合、グロスの貯蓄に占める資本減耗の相対的な大きさはずっと大きく、(不良債権の一括処理や、地震などの後半に影響を与える天災などの理由で)大規模な損失が発生した際にはイレギュラーな動きをすることがあるため、ネットとグロスの貯蓄を分けて議論する必要がある。

まず企業貯蓄の大半を占めるのは非金融法人企業であり、金融機関の貯蓄額が全体に占める割合は、1994 年代の 18% 弱から 2015 年の 8.5% へと大きく減少している。また総貯蓄と純貯蓄の差も時間を追って拡大しており、総貯蓄の対 GDP 比に比べ、サンプル期間内を通じて安定的に推移している。このことはサンプル後半、特に 2008 年以降の企業の「純」貯蓄の減少のかなりの部分が、資本減耗によって説明されることを示唆している。

図 3 には、家計部門・企業部門の(資本減耗を含まない)グロスの資本形成が、民間総貯蓄と共に、やはり対 GDP 比で示されている。図 3 によると、民間の総資本形成のうち企業部門は GDP 比 16% 前後であまり変化がないものの、家計部門の資本形成は時間を通じて減少している。このため民間全体としては、ネットの貯蓄と同じようにグロスの貯蓄も、過去 20 年間で約 3 パーcentage・ポイントほど減少している。一方、民間部門全体のグロスの貯蓄の低下は固定資本形成の減少の半分程度であり、結果として民間部門の貯蓄投資バランスは黒字化している。

その一方で、少子高齢化の進行と社会保障改革の遅れに伴い、財政収支 $T-G$ は恒常的に赤字になっており、なおかつその幅は着々と拡大しつつある。民間の貯

蓄投資バランスの黒字化と財政状況悪化が並行して起こった結果、過去 20 年間の対 GDP 比で見た我が国の経常収支の動向に、明確な方向性を見て取るのは難しくなっている。確かに世界金融危機・経済危機発生時の 2008 年度と、2011~13 年度の二つの期間に関しては、経常収支は大幅に悪化しており、少子高齢化に伴う経常収支の赤字傾向が定着するかのように見えた時期が存在した。しかし逆に、直近の 2014・15 年度の経常収支は大幅に改善しており、対 GDP 比では、ほぼ 2000 年代半ばの黒字水準を回復している。

2.2 単純な重複世代モデルに基づく分析の限界

日本の国内貯蓄のデータは、現実の経済の動きが OLG モデル、およびその前提にある単純なライフサイクル・モデルに基づく予測からは、かなり逸脱したものであることを示唆している。第一に、動学的一般均衡 OLG モデルによる我が国の貯蓄率に関する研究の多くは、ライフサイクルを通じた所得と消費/貯蓄のパターンは世代を超えて安定的であることを仮定した上で、カリブレーションによって、少子高齢化の影響による民間貯蓄率の変化に影響によって説明しようとしているが(例えば Braun, Joines, and Ikeda 2009)、最近の我が国のミクロデータに関する丹念な分析では、日本の年齢グループ・世代別の家計貯蓄率が大きく変動していることが報告されている(Iwasiako and Okada 2012; Iwaisako, Ono, Saito, and Tokuda 2016; Unayama 2010)。ミクロデータの数字は、近年の我が国の集計レベルでの家計貯蓄率の低下のかなりの部分が、実は世代別貯蓄率の変動によって説明されることを示唆している。この問題は非常に重要ではあるが、本号に収められている宇南山・大野(2017)でより詳細な分析がなされているので、本稿ではこれ以上立ち入らないことにする。

OLG モデルと実際の経済の動きの乖離に関するもう一つの重要な事実、2000 年代以降、先進国全般で企業部門の貯蓄の増加が起きていることである。最も基本的な OLG モデルでは、暗黙裡に資本市場は完全であると仮定されている³⁾。したがって、モディリアニ=ミラーの定理が厳密に成立しており、理論的には企業の保有する資産は最終的な株主である家計の資産である。別の言い方をすれば、新古典派的な OLG モデルにおける企業は、単なる生産関数以上の存在ではないので、家計貯蓄と企業

貯蓄を分けて考える必要性は存在しない。このような新古典派的な仮定を文字通り受け取ったとすると、この 20 年間で家計貯蓄と企業貯蓄の和である日本の民間貯蓄は対 GDP 比で 2 パーセント・ポイントしか減少していないので、少子高齢化が日本の民間貯蓄に与える影響は極めて限定的だという結論になる。

一方、企業が家計とは独立に意思決定を行っていると考える場合には、今度はなぜ企業貯蓄の世界的な増加が起きているのか、そして家計貯蓄と企業貯蓄の間にはどのような関係性があるのかについて、何らかの理論的仮説に基づいて分析する必要がある。しかし残念ながら、現代の経済学は明確な企業貯蓄の理論モデルを持っていない。

そこで次節以降、まず企業貯蓄を分析の主たる対象に据え、その決定要因を日本のデータについて探っていくことを試みる。特に企業と労働者の間の分配の問題を通じて、二つの貯蓄には何らかの関係があると考え、両者の関係性に焦点をあてて実証的に分析を行う。無論、本稿の議論だけで企業貯蓄の決定について、何か明確な結論が得られるわけではないので、ここでの問題意識は、企業貯蓄に関して何を明らかにすべきかを明確にすることにある。その上で、最終的に日本の民間貯蓄の今後の動向が、貯蓄投資バランスの動向を通じて、長期的な経常収支の動向に与える影響について示唆を得ることを目指す。

2.3 高齢化が国内貯蓄と経常収支に与える影響：財政の維持可能性との関係

具体的な分析に入る前に、若干寄り道をして、なぜ日本の経常収支の今後の動向を考えることが重要であり、そのためには我が国の高齢化の一層の進展に伴って民間貯蓄がどのように変化していくかを検討することが重要かについて議論しておこう。

OLG モデルの枠組みでは、一国経済の少子高齢化は経常収支の赤字化を引き起こすのと同時に、社会保障費・高齢者向け医療費の拡大を通じて、その国の財政にも大きな負の影響を及ぼすものと考えられる。つまり高齢化に伴って、財政赤字と経常収支という二つの赤字、政府債務と対外債務という二つの債務が同時に膨張する。

近年の日本の財政状況の悪化をめぐる議論の中で、「日本は経常収支黒字国であり、対外純債権がプラスなので財政危機は起こらない」という主張がしば

しばなされているが、これは現在までのところ概ね正しいが、将来に渡って常に正しいと言い続けることは困難であると予想される主張である。現在、深刻な財政危機に陥っている一部の欧州諸国は、言うまでもなく経常収支赤字国・対外債務国であり、これらの国々の財政危機の引き金を引いたのは海外投資家であった。これに対し、日本国債の保有者の90%近くは日本国内で保有されている。いわば家庭内で夫が妻から借金をしている状態にあるので、配偶者が要求する金利は低いままで抑えられている。また Reinhart and Rogoff (2009) の数百年にわたる経済史データの分析においても、経常収支が黒字で財政危機が発生した例は極めて限定的であり、戦後の先進国については皆無である。

その一方で、現在の日本のように急速に少子高齢化を迎えている先進国は、歴史上に例がない。もしライフサイクル仮説・OLGモデルの示唆するところに従って、近い将来、我が国の民間部門の貯蓄の減少・マイナス傾向が定着し、経常収支の赤字が恒常化すると、それに伴って海外の投資家に日本国債を買って貰わざるを得なくなる。そして、海外投資家の要求するレベルに国債金利のリスク・プレミアムが上昇して、一気に国債価格の下落が起こり、国内で国債を保有している金融機関のバランスシートに大きな損失が発生するだろう。そのような状況は、ギリシャの財政危機とは発生メカニズムや危機の性質が異なっているが、ある種の財政危機に他ならない (The Telegraph 2016)。したがって日本が財政危機を回避するためには、経常収支黒字が継続し、国債の発行の大半を国内で引き受け続けることができるかどうかが鍵となる。雑誌等の報道でよく言及されている政府債務の対 GDP 比は、経常収支赤字国について考えるにあたってはあまり意味のない経験則だが、一方で誰がどのくらい政府債務を引き受け(続け)るかという fiscal space の問題は、やはり真剣に検討せざるを得ない問題である (Hoshi and Ito 2013; Tokuoka 2010)。そしてこの問題は、最終的には、近い将来、日本に続いて急速な高齢化社会を迎える東アジア諸国にとっても、潜在的に極めて重要なインプリケーションを持つ。

3. 企業貯蓄分析のための枠組み

3.1 企業貯蓄と労働分配率の関係

第2節でも述べたように、ライフサイクル=恒常所得仮説が議論のベンチマークとなる家計貯蓄の場

合と異なり、企業貯蓄にははまともな理論モデルと呼べるものが存在しない。理論的には資本市場が完全で、モディリアニ=ミラーの定理が厳密に成立しているような世界では、そもそも企業独自の意思決定による貯蓄は存在せず、したがって家計貯蓄と企業貯蓄は区別することはできない (松林 2010; Poterba 1987)。そこで本稿では、実証的に近年の世界各国の企業貯蓄の動向を概観した上で、マクロの企業貯蓄の理論モデルを示してカリブレーションを行った Chen, Karabarbounis, and Neiman (2016) の議論を取り上げ、彼らの分析をベンチマークとして日本の企業貯蓄の決定要因について分析することにする。

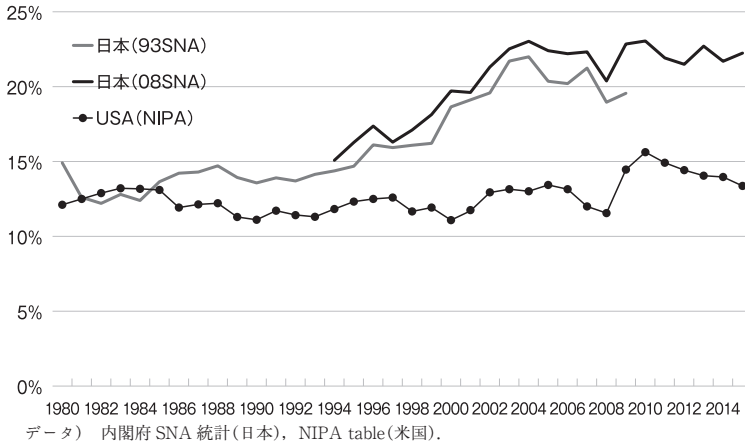
Chen, Karabarbounis, and Neiman は、資本市場が不完全な場合、生産要素としての労働と資本の比率の決定が企業にとって重要な意思決定問題となり、そのことにより企業貯蓄の大小が決定されると考えた。別の言い方をすると、労働と資本それぞれへの分配は資本市場の不完全さの程度に影響されるので、労働分配率にほぼ比例する形で家計貯蓄と企業貯蓄の比率が決定されることになる。したがって彼らのモデルでは、(1)実質金利の低下、(2)資本財価格の低下、(3)法人税率の低下は、いずれも労働分配率の低下と企業貯蓄の上昇をもたらす。Chen, Karabarbounis, and Neiman は、まず世界各国のマクロ・データおよび、世界の個別企業のデータセットを用いて、労働分配率の低下と企業貯蓄の上昇というトレンドを確認したあと、そのような状況と整合的な理論モデルを示している。

3.2 労働分配率の変化によって日本の企業貯蓄の増加を説明できるか?

Chen, Karabarbounis, and Neiman (2016) の分析は、近年の米国における労働分配率の顕著な低下傾向と、リーマン・ショック後の企業貯蓄の急増を見れば、直感的に納得のいく説明であるように思われる。また第1節で述べたように、2000年代前半の日本では「家計貯蓄と企業貯蓄の代替」が起きており、その背景として、この時期の不良債権問題処理の進行による企業のリストラクチャリングの本格化と、非金融法人企業の銀行離れ=ディスインターミディエーションがある。したがって、この時期の労働所得の低下が労働分配率の低下を意味するならば、同じように Chen, Karabarbounis, and Neiman の理論的フレームワークで解釈可能なはずである。

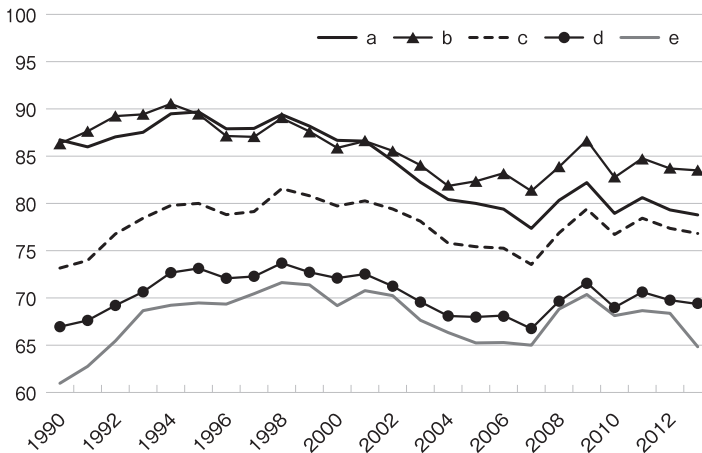
しかし日米の経済データを詳細に見ていくと、労

図 4. 日米の総企業貯蓄



データ) 内閣府 SNA 統計(日本), NIPA table(米国).

図 5. 様々な定義による日本の労働分配率の推移



注) a. 雇用人報酬/(国民所得×雇用人数/就業者数)×100%
 b. 雇用人報酬/(雇用人報酬+企業所得(民間法人企業))×100%
 c. 雇用人報酬/(国民所得-企業所得(個人企業))×100%
 d. 雇用人報酬/国民所得×100%
 e. 人件費/(人件費+経常利益+支払利息・割引料+減価償却費)×100%
 データ出所) ユースフル労働統計 2015.

働分配率の変化と企業貯蓄の増減を直接に結びつけて両国の企業貯蓄の動向を説明するのは、かなり困難なように思われる。第一に、企業貯蓄増加のタイミングの問題がある。図 4 には、1980 年以降の長期の日米の企業貯蓄の時系列データが示されている。このグラフを見ると、米国の企業貯蓄は 2007・08 年に低下した後、2009・10 年と顕著な増加を見せ、2011 年以降は逆に緩やかな低下傾向を続けており、リーマン・ショック以前の水準へと戻りつつある。このように米国の企業貯蓄の増加はリーマン・ショック直後についてのみ顕著なのに対し(Gruber and Kamin 2015)、労働分配率の低下は 1980 年代以降、長期的に続いている傾向である(Elsby, Hobijn, and

Sahin 2013)。

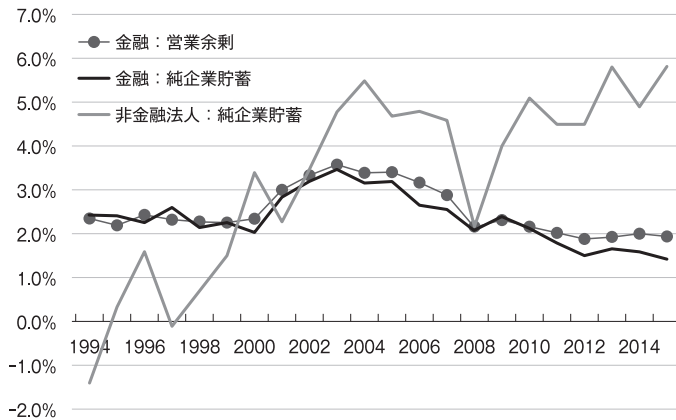
一方、日本のデータに目を向けると、労働分配率の動向に長期的なトレンドの変化を見てとるのは困難である。OECD による先進国の労働分配率の比較によると、1970 年代以降の長期的なトレンドとしては日本の労働分配率はわずかながら低下傾向にある(ILO and OECD 2015, Figure 3)。また図 5 に示されている、日本に関する様々な時系列データも、長期的には若干の低下傾向を示している。しかし特に 21 世紀に入ってからのは、他の先進国に比べると極めて限定的であり(ILO and OECD 2015, Figure 4)、日本に関する時系列データについても同様である(図 5)。その一方で 21 世紀に入ってから企業貯蓄の増加は、先進国の中では日本と韓国が突出して大きい(Chen, Karabarbounis, and Neiman 2016)。

本論文では踏み込む余裕はないが、各国の労働分配率のデータの作成方法、並びに国際比較の可能性自体がもっと厳密に検証されるべきである。本稿の作成過程で参照したいくつかの論文・出版物においては、1970 年代以降の日本のデータについて、先進国の中でも最も大きく労働分配率が低下した国であるとの記述がな

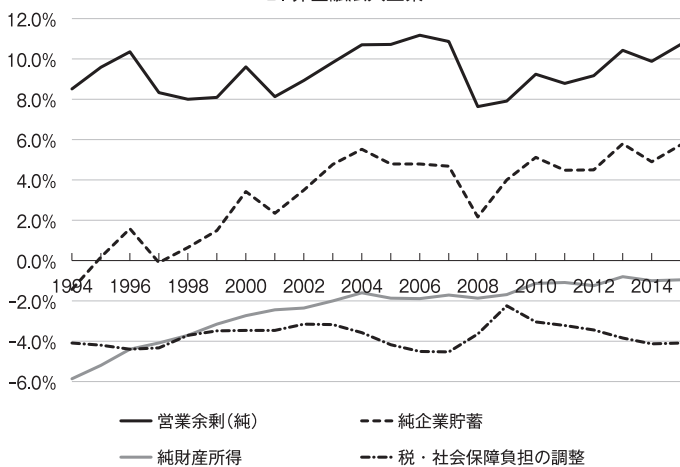
されているが、それらは例外なく OECD/European Commission のデータに基づいている(ILO and OECD 2015)。しかし既に述べたように、利用可能な国内のデータに基づいて分析する限り、1980 年代以降の日本の労働分配率に関して顕著な低下トレンドを見てとるのは困難である。

さらに労働分配率には、基本的には景気と反循環的(counter-cyclical)に動く性質があり、このことは日本のデータについても確認されている(例えば西崎・須合 2001)。つまり不景気時に労働分配率は上昇し(1990 年代後半・2009 年)、好景気時には低下する傾向にある(2000 年代中盤)。そのこと自体は、企業が労働者よりリスク回避的であり、そのため実

図 6. 民間企業部門の営業余剰・企業貯蓄(対 GDP 比)
A. 純企業貯蓄と金融機関の営業余剰



B. 非金融法人企業



質賃金が硬直的で、不景気の時に労働所得の低下がスムージングされているのだとすれば、特に驚くべき現象ではない。

一方、図 5 に見られるように、日本の労働分配率はバブル経済直後の 90 年代初めから緩やかに上昇を続けて、国内銀行危機が発生した直後の 98 年～2000 年頃にピークを迎えた後、2000 年代前半は景気回復に伴って緩やかに低下している。その後、リーマン・ショック直後の 2008・09 年に大きく上昇するが、その後、2010 年代に入って景気が上向き始めると再び低下している。これに対し図 4 の日本の企業貯蓄は、1990 年代半ばから 2004 年頃まで継続的に上昇し、その後も 2008 年に一時的に低下した以外は高止まりを続けている。したがって、リーマン・ショック直前やアベノミクスのスタート以降の労働分配率の一時的な低下と企業貯蓄の高止まりを、一対一で結びつけるのには無理がある。

このように、実際のデータについての観察を突き合わせて検討してみると、米国と日本に関する限り、労働分配率の低下とそれに伴う企業貯蓄の上昇という理解には、無理があると言わざるをなさそうである。ただしこのことは、Chen, Karabarbounis, and Neiman (2016) の主張を全面的に否定するものではない。彼らの実証分析の結果は、日米のデータだけではなく、世界各国のマクロのデータと、各国の主要な企業を網羅するデータベースの数字に基づいている。したがって日米についてあてはまらなかったとしても、欧州や中国における企業貯蓄の増加傾向についての説明としては妥当なモデルかもしれない。

4. GDP 統計による日本の企業貯蓄の動向の分析

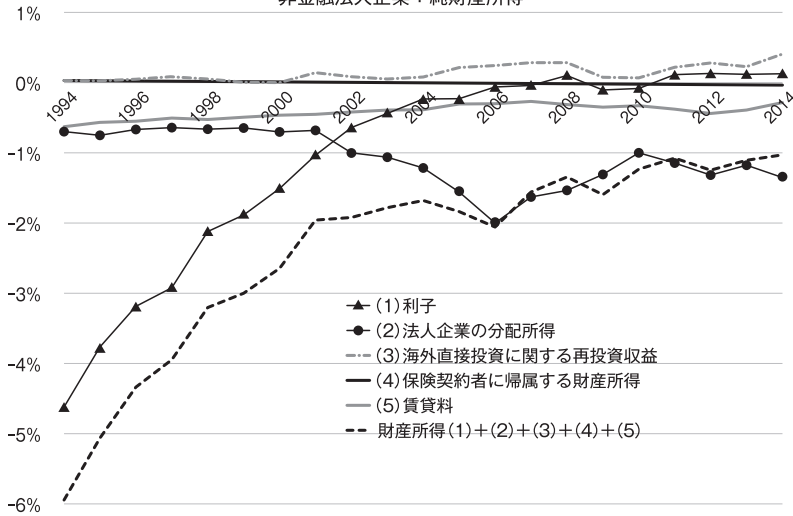
本節では、より詳細なデータによる、近年の日本の企業貯蓄の分析に焦点を移す。GDP 統計上の民間企業の純貯蓄は、以下のように定義される。

$$\text{純企業貯蓄} = \text{営業余剰} + \text{純財産所得} - \text{税} \cdot \text{社会保証負担} \quad (4)$$

ここで言う財産所得とは、ネットでの利子の受取・支払いや、配当の受取・支払いの総和である。株式の持ち合いがあったとしても、企業部門全体としては配当の支払いが受け取りを上回ると考えられるし、ネットで負債がある限りにおいて、利子に関しても支払いが超過するであろう。したがって常識的には、民間企業部門の財産所得の項はマイナスであるものと考えられる。

GDP 統計上は、企業部門は非金融法人企業と金融機関に分けられる。このうち金融機関については、図 6 のパネル A に示されているように企業貯蓄はほぼ営業余剰に等しく、したがって財産所得はほぼゼロである。金融機関の企業貯蓄は、2000 年代前半、2002 から 2005 年にかけて 3% 強の水準まで上昇しているが、その後は明確な低下傾向にあり、これに対して非金融法人企業部門の貯蓄は 2002 年頃から 07 年にかけて大きく上昇し、その後もリーマン・ショックが発生した 2008 年に大きく低下し

図7. 非金融法人企業部門の純財産所得の内訳(対 GDP 比)
非金融法人企業：純財産所得



た他は、対 GDP 比率で 6% 近い高い水準を維持している。したがって金融機関は、民間企業部門全体の貯蓄動向には大きな影響を与えていないことがわかる。

次に図 6 パネル B の非金融法人企業のデータに目を移すと、以下のような傾向を見て取ることができる。まず短期的には営業余剰の変動が貯蓄全体に大きな影響を与えている。しかし、営業余剰に長期的なトレンドの存在は観察できず、したがって貯蓄水準への長期的影響も観察されない。これに対し、財産所得は持続的に上昇しており、つまり企業貯蓄に与える利払いの減少と、ネットの配当支払いの減少の影響が大きいことを示唆している。時期別に見ると、財産所得は 1994 年以降 2000 年前後までは大きく上昇、2000 年代前半は安定化し、その後 2000 年代後半に再び緩やかに上昇している。

そこで図 7 には、非金融法人企業の財産所得の細かい内訳を示してある。1994~2004 年の間、日本企業の利子支払いは大きく減少しており、グラフ上ではマイナス幅が大きく減少している。2000 年代中盤以降はより緩慢になるがそれでも減少を続けており、さらに 2008 年以降は、リーマン・ショック直後を除き、非金融法人企業全体としては利子受け取り主体になってしまっている。一方、ネットの分配金の受取りに関しては 2002~2006 年の時期はマイナス幅が大きくなっており、つまり他部門に対する配当支払いの明確な増加傾向が見られる。その後、2007 年から 2010 年までは、ネットの分配金の受取りのマイナス幅の縮小=配当支払いの減少傾向が顕

著である。そのためリーマン・ショックが発生した 2008 年には企業貯蓄は一度大きく落ち込んだが、2009・10 年は大きくリバウンドしている。配当支払いや企業貯蓄のこの時期の変動の仕方は、Gruber and Kamin(2015)などで報告されている、欧米企業の配当支払いの動向と整合的である。2011 年以降、日本企業は再び配当支払いを増やしつつあるように見えるが、明確な増加トレンドが見て取れるところまでは

いっていない。

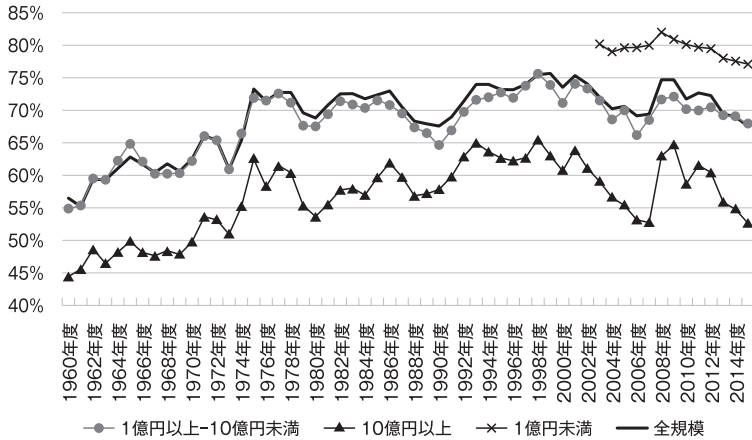
以上の分析をまとめると、(驚くべき結果ではないかもしれないが)1990 年代以降の日本の企業貯蓄の増加の多くは非金融法人企業によるものであり、90 年代後半から 2000 年代前半にかけては、負債の返済、つまりディスインターミディエーション disintermediation がそのほとんどであった。2000 年代半ば以降については、営業余剰の増加とリーマン・ショック直後の配当支払いの減少が、さらなる企業貯蓄増加の源泉となっている。

5. 法人企業統計による日本の企業貯蓄の動向の分析

最後に法人企業統計のミクロのデータを用いた、企業貯蓄の分析を行う。図 8・図 9 には、それぞれ法人企業統計の非金融法人企業の労働分配率と配当・内部留保が、企業規模別に示されている。図 8 の労働分配率は、非金融法人企業人件費・福利厚生費の総和を付加価値⁴⁾の総和で割ったものである。また図 9 の、配当と内部留保は共に付加価値に対する比率で示されている。その意味で図 8・図 9 の 3 つの数字は、直接比較可能である。

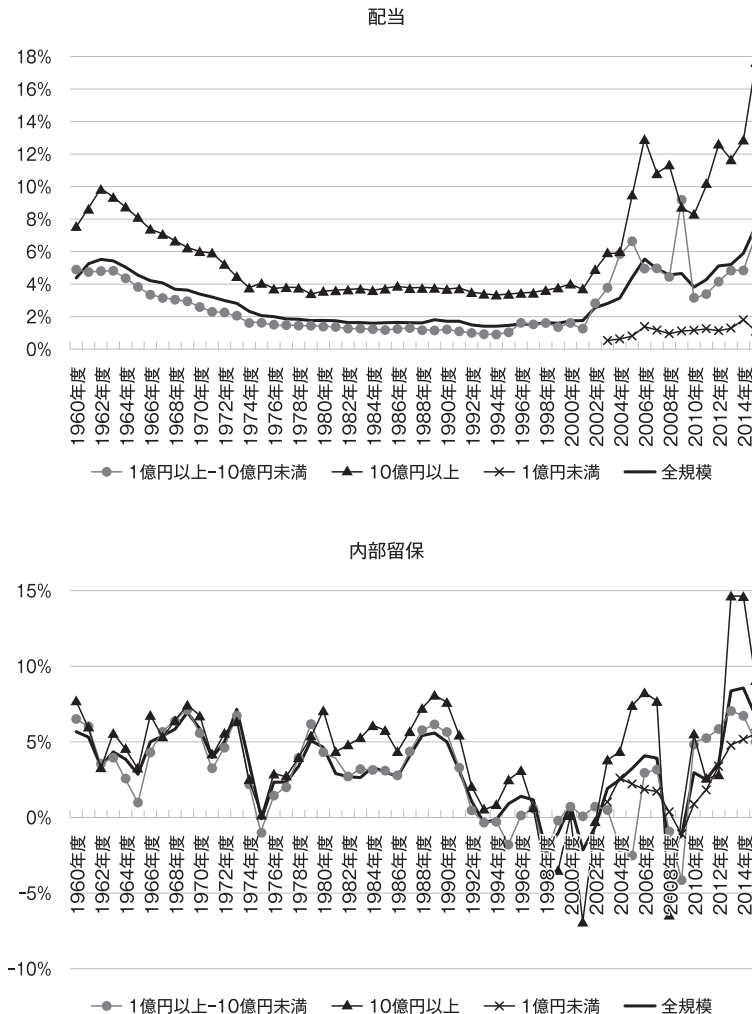
二つのグラフからすぐに気がつくこととして、資本金 10 億円以上の大企業と、それ以下の中小企業では、変数の動きがかなり異なっていることがあげられる。資本金 10 億円以上の大企業は労働分配率が一貫して低く、配当支払いが一貫して高い。また、労働分配率・配当・内部留保の三変数とも、資本金 10 億円以上の大企業の変数の変動の大きさは、全

図8. 法人企業統計の非金融法人企業部門の労働分配率
労働分配率



注) 労働分配率 = (人件費 + 福利厚生費) / 付加価値

図9. 法人企業統計の非金融法人企業部門の配当と内部留保
(対付加価値比率)

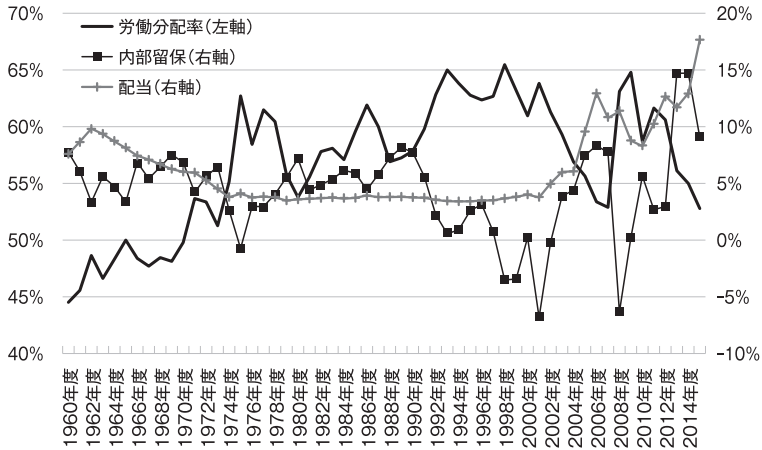


規模や中小企業と比べて大きくなっており、特にサンプルの後半に当たる1990年代以降について、その傾向が顕著である。

分母が明らかに異なっているので、図6パネルBのGDP統計における非金融法人企業の純貯蓄と図9に示されている内部留保を直接に比較することはできない。しかし、1998年～2002年の期間について図9の内部留保が極めて小さくなっていることを除けば、両者の動きは比較的よく似ている。逆に言うと、図3・図6で見たように、集計レベルでの企業貯蓄が1999年以降に大きく上昇しているのに対し、内部留保は2002年まではゼロまたはマイナスの値をとっている。したがって、この時期に関しては、企業貯蓄の増加を内部留保の増加によって説明するのは難しいことが改めて確認される。つまり、1997年末の国内銀行危機の直後から、不良債権処理が一段落し内部留保・配当支払いが本格的に増え始める2003年頃までの期間に関しては、企業貯蓄の増加は内部留保の増加ではなく別の要因——恐らくは不良債権処理や負債全般の圧縮・削減——によって起こっていたことが示唆される。

大企業の変数の動きをもう少し詳しく見るために、図10には資本金10億円以上の労働分配率・配当・内部留保の三変数を、改めて一つのグラフにまとめて示してある。図10のグラフから、1970年代前半までは労働分配率は上

図 10. 資本金 10 億円以上の非金融法人企業部門の労働分配率, 配当, 内部留保
(対付加価値比率)



昇傾向にあったが、その後は明確なトレンドが見られないことが確認できる。労働分配率が極端に高くなっているのは第1次オイルショック発生後の1974~78年、バブル崩壊後の1990年代後半、リーマン・ショック後の2008・09年であり、いずれも景気が大きく悪化している時期である。この点は、マクロのデータから、労働分配率に景気との反循環性が存在することを指摘した、図5に関する前節での議論と整合的である。

日本の労働分配率が低下しているという主張がなされる場合、比較のためのベンチマークを1970年代中盤の第1次オイルショック直後の不況期に取っている場合がほとんどである。この時期は労働分配率が極めて高くなっており、他方その直前の1970年代初頭は現在と比べても低い水準にあるので、そのようなベンチマークの取り方には難がある。また、法人企業の個票データを用いた橋本(2017)の分析では、まず労働分配率と景気との反循環性を確認した上で、総人件費に占める固定費用が高い製造業ならびに低成長産業においてその傾向がより顕著であり、逆に非製造業の高成長産業ではそのような労働分配率の景気との関連は、明確には見られないことを報告している。一方、内部留保は景気と順循環的に変動しており、結果として労働分配率と内部留保の間に逆相関関係があるのは間違いない。しかし、いずれの変数にも明確なトレンドの存在を見取することは難しい。

6. 結語

本稿では、貯蓄投資バランス論の立場から、我が

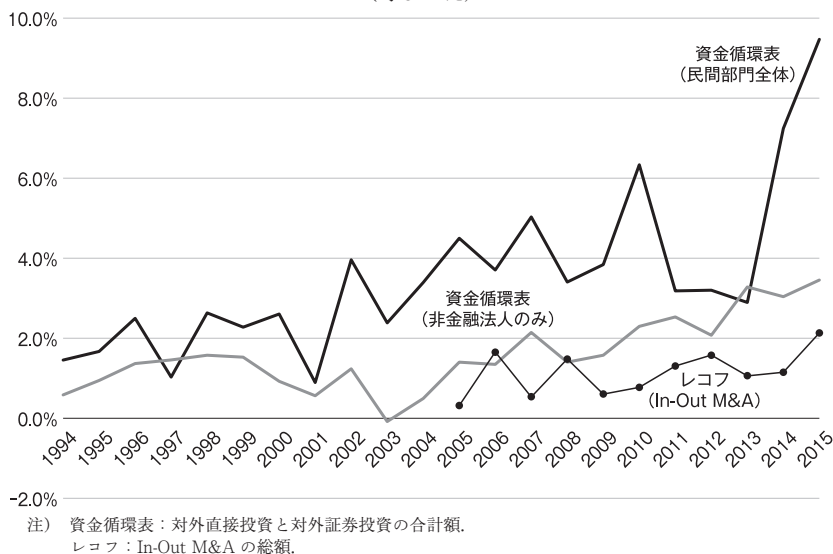
国の高齢化が国内の民間貯蓄と経常収支に与える影響について概観した上で、2000年代に入ってからの企業貯蓄の高止まり傾向について、マクロ・ミクロ両方のデータを用いて検討を行った。

具体的には、資本市場の不完全性を仮定することによって労働分配率と企業貯蓄増加を結びつけて議論した、Chen, Karabarbounis, and Neiman(2016)の理論モデルをベンチマークとして検証を行った。しかし、両者の変動

のタイミングのズレや、労働分配率に長期的な低 downtrendが見られないことなどから、労働分配率の変動を主要因として、近年の日本企業の貯蓄増加傾向を説明するのは難しいという結論に至った。一方で2000年代中盤以降、非金融法人企業がフローで資金の貸出主体になってしまっていること、また2014・15年度の労働分配率が1970年代以来の低水準になっていることを考え合わせると、将来、現在以上に企業貯蓄の対GDP比が上昇を続けるとは考えにくい。

本稿での分析の結果から得られたものがあるとなれば、何かを明確に説明したというよりは、今後の研究で何を説明すべきであるかを明確にしたということであろう。第一に、労働分配率の低下傾向によって、企業貯蓄の増加を十分に説明することができないということは、日本企業の行動に関する他の問題にメスを入れて分析する必要があるということである。その主な候補は減価償却や、最適資本構成(capital structure)に関連する変数——負債/資本比率、負債の平均満期など——との関係などである。これらの変数と企業貯蓄及び労働分配率との関係についてミクロデータに基づいて詳細な検証を行うことは、今後の重要な研究テーマである。

また本稿では、企業貯蓄の問題を単独で取り上げて分析したが、企業貯蓄と家計貯蓄がどのように関係しているのか/いないのかは、今後より緻密な検討が求められる研究テーマである。もしMM定理が厳密に成立していると仮定するならば、理論的には企業の保有する資産は、最終的には株主である家計の資産であり、その場合、二つの資産を完全に分

図 11. 日本企業の海外 M&A
(対 GDP 比)

けて分析を行うことは妥当ではない。一方、家計と企業がまったく別々に意思決定を行っていると考えた場合でも、両者の間の分配の問題を通じて、二つの貯蓄には何らかの関係があると考えられる。例えば将来、海外の景気回復によって国内の景気と設備投資が大きく回復したとしよう。その時には企業貯蓄が減少すると同時に、家計への労働所得の支払いも増加するだろう。その結果として、企業貯蓄の減少をある程度相殺する形で、家計貯蓄が増加するものと予想される。したがって、家計と企業の貯蓄水準の決定が完全に独立だとは考えにくく、両者の間には密接な、恐らくはある程度の代替関係が存在すると考えるのが妥当であろう。労働分配率の問題との関係も含めて、この問題をどのように整理し、実証分析のベンチマークとなる枠組みを構築していくことは、今後の重要な研究課題である。

(一橋大学経済研究所)

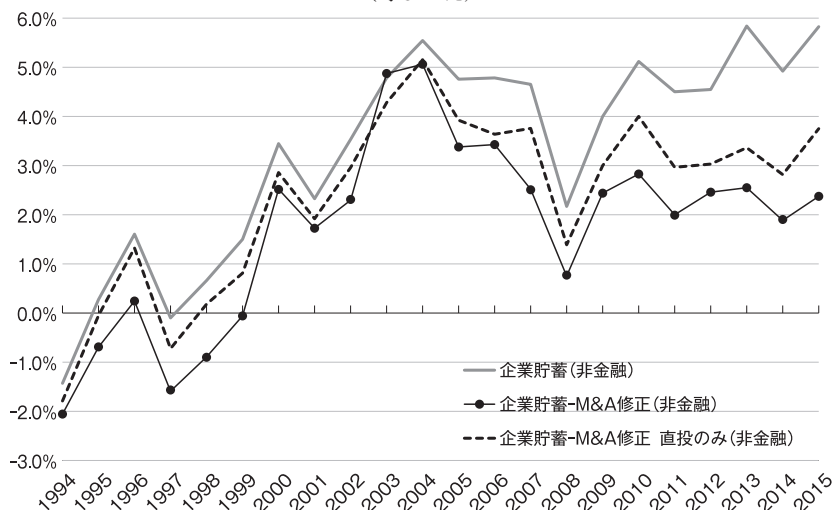
付論：日本企業の海外の M&A が企業貯蓄統計に与える影響

近年の日本の企業貯蓄に関しては、そのかなりの部分が海外 M&A に振り向けられており、経済学的な意味でのフローの貯蓄は実際にはそこまで多くないという議論がなされることがある。GDP 統計上は、民間企業の海外での M&A 活動は金融勘定

の「その他の金融資産」の取得の中に含まれる。SNA のマニュアルによれば「その他の金融資産・負債」には、「外貨準備高(貨幣用金・SDR を除く)」、「預け金・預り金」、「企業間信用・貿易信用」、「未収金・未払金等」、「直接投資」、「対外証券投資」、「その他対外債権・債務」及び「その他」という、8つの内訳項目が含まれることになっているが、M&A はこのうち直接投資・対外証券投資に含まれる。ここでは日本銀行の資金循環表の金融取引表から、各部門の「対外直接投資」・「対外証券投資」の数字を取り出し、両者の合計を海外 M&A の上限値として計算した。一方、株式会社レコフが発表している日本企業の M&A に関する数字のうち、年間の In-Out M&A の総額(2005 年以降)を下限値として用いた。この二つの数字を対 GDP 比率で示したのが、図 11 である。

図 11 からは、レコフのマイクロデータの数字が 1% から 2% くらいの間を前後しており、直近の 2015 年を除けば、2010 年代に入って特に高くなっている訳ではないことがわかる。一方、資金循環表の数字は 2000 年代に入って以降、それ以前に比べて高い傾向で推移しており、特に直近の 2014・15 年は大きく増えていることがわかる。ただし、資金循環表の数字は金融機関や年金・保険などの対外証券投資を多く含んでおり、M&A のみの額としては明らかに大きすぎるものと思われる。また、図 11 には対象を非金融法人企業だけに絞った数字も示さ

図 12. 海外 M&A を修正した非金融法人部門の純企業貯蓄
(対 GDP 比)



れているが、こちらは2010年以降、連続して2%を上回って推移しており、2013・14・15年の三年間はいずれも3%を上回っている。したがって、金融機関を除く非金融法人企業に限定すれば、リーマン・ショック以降に海外M&Aが顕著に増えており、それが企業貯蓄を高く見せる原因になっているという主張には、一定の根拠がありそうである。

このため図12では、非金融法人企業について、資金循環表の数字を用いて計算した海外M&Aの上限額を引いた、ネットの企業貯蓄の値がプロットされている。また証券投資を除いた、直接投資のみの影響を引いた数字も同じグラフ上に示してある。図12から、確かに海外M&Aを考慮すると企業貯蓄の額は減るものの、2000年代前半までは、その影響はかなり限定的だったことがわかる。2005年以降、海外M&Aを考慮した修正の影響は顕著のものになり、連続して対GDP比で1%を上回る違いが発生している。特に2011年以降は、直接投資のみに限定した数字でも、対GDP比で1.5%を上回る修正が連続して発生している。

そのため、何も修正を施していない純企業貯蓄は2008年に多く減少した後、2011年にはリーマン・ショック以前の対GDP比5%近い水準まで回復しているが、海外M&Aを考慮した修正を行うと2.5%程度、直接投資のみの修正でも3%強の水準までしか回復していない。つまり海外M&Aは、2010年代以降の非金融法人の企業貯蓄に大きな影響を与えており、別な言い方をすれば、リーマン・

ショックの前と後では企業貯蓄の中身に明確な違いが発生している事は間違いない。

注

* 『経済研究』コンファレンスの討論者として、丁寧に原稿を読んで適切なコメントをくださった宮川大介氏、SNA統計に関して詳細なアドバイスをくれた宇南山卓氏に特に感謝する。そのほかにも、深尾京司氏をはじめとするコンファレンス出席者には様々な有益なコメントを頂いた。なお祝詞は、本研究の実施にあたり、科研費基盤研究A 25245037及び基盤研究S 25220502による助成を受けている。

1) 以下のGDP統計のデータは、特に断りが無い限り、2016年12月に発表された2008年基準のSNAデータを用いている。1993SNAと2008SNAのデータの違いが、主要なマクロ経済変数の系列に与える違いに関する概論としては、例えば斎藤(2017)を参照。

2) SNAデータでは、GDPの民間部門は「家計」「非金融法人企業」「金融機関」「対家計民間非営利サービス」の4部門からなる。ここでの家計部門はSNAの「家計」と「対家計民間非営利サービス」の合計、企業部門は「非金融法人企業」と「金融機関」の合計として定義されている。

3) 最もシンプルな重複世代モデルは、現在と将来の世代が取引できないという意味で資本市場が非完備(incomplete)であるが、情報の非対称性も取引コストも存在せず、同世代の個人は同質なので、その意味で完全市場であることに変わりはない。

4) より詳細な定義は以下の通り：

・付加価値額＝人件費＋支払利息等＋助産・不動産賃借料＋租税公課＋営業純益
 ・人件費(2006年度調査以前)＝役員給与＋従業員給与(従業員賞与を含む)＋福利厚生費

・人件費(2007年度調査以前)＝役員給与＋役員賞与＋従業員給与＋従業員賞与＋福利厚生費

参考文献

- 千明誠・深尾京司(2002)「1990年代の構造的経常収支の動向：貯蓄・投資バランス・アプローチによる実証分析」, 東洋大学『経済論集』第28巻第1号, pp. 99-123.
- 橋本由紀(2017)「企業業績からみた労働分配率」『フィナンシャルレビュー』, 平成29年第2号(通巻第130号), pp. 121-139.
- 祝迫得夫(2012)『家計・企業の金融行動と日本経済—ミクロの構造変化とマクロへの波及』日本経済新聞出版社, 2012年4月.
- 小宮隆太郎(1988)『現代日本経済—マクロ的展開と国際経済関係』, 東京大学出版会, 1988年.
- 松林洋一(2010)『対外不均衡とマクロ経済』東洋経済新報社.
- 内閣府(2015)『平成27年版高齢社会白書』URL: <http://www8.cao.go.jp/kourei/whitepaper/w-2015/html/zenbun/index.html>
- 西崎健司・須合智広(2001)「わが国における労働分配率についての一考察」, 日本銀行調査統計局 Working Paper 01-8.
- 労働政策研究・研修機構(2015)『ユースフル労働統計2015』.
- 斎藤太郎(2017)「GDP統計の改定で変わった日本経済の姿」ニッセイ基礎研究所. URL: <http://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=54810?site=nli>
- 植田和男(1987)「国際収支：経常収支の長期変動と短期変動」, 浜田宏一・黒田昌裕・堀内昭義編『日本経済のマクロ分析』, 東京大学出版会(所収).
- 宇南山卓・大野太郎(2017)「貯蓄率の低下は高齢化が原因か?」『経済研究』第68巻, 第3号, 近刊.
- Attanasio, O. P. and G. L. Violante (2000) "The Demographic Transition in Closed and Open Economy: A Tale of Two Regions," Working Paper 412, Inter-American Development Bank, February 12. URL: <http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubWP-412.pdf>(last checked: Dec. 2016)
- Bosworth, B. and G. Chodorow-Reich (2006) "Saving and Demographic Change: The Global Dimension," Prepared for the 8th Annual Joint Conference of the Retirement Research Consortium "Pathways to a Secure Retirement" August 10-11, 2006, Washington, DC.
- Braun, R. A., D. H. Joines and D. Ikeda (2009) "The Saving Rate in Japan: Why it Has Fallen and Why it Will Remain Low," *International Economic Review*, Vol. 50, No. 1, pp. 291-321.
- Brooks, R. (2002) "Population Aging and Global Capital Flows in a Parallel Universe," IMF Working Paper 00/151.
- Chen, P., L. Karabarbounis, and B. Neiman (2016) "The Global Rise of Corporate Saving," (Previously circulated as Karabarbounis and Neiman (2012), NBER Working Paper #18154). URL: <https://sites.google.com/site/loukaskarabarbounis/research> (last checked: Dec. 2016)
- Elsby, M. W. L., B. Hobijn and A. Sahin (2013) "The Decline of the U.S. Labor Share," *Brookings papers on Economic Activity*, Fall 2013, pp. 1-52.
- Gruber, J. W. and S. B. Kamin (2015) "The Corporate Saving Glut in the Aftermath of the Global Financial Crisis," *International Finance Discussion Papers* 1150. <http://dx.doi.org/10.17016/IFDP.2015.1150>
- Hoshi, T. and T. Ito (2013) "Is the Sky the Limit? Can Japanese Government Bonds Continue to Defy Gravity?" *Asian Economic Policy Review*, Vol. 8, No. 2, pp. 218-247. doi: 10.1111/aepr.12023
- ILO and OECD (2015) "The Labour Share in G20 Economies," Report prepared for the G20 Employment Working Group. URL: <https://www.oecd.org/g20/topics/employment-and-social-policy/The-Labour-Share-in-G20-Economies.pdf>, Antalya, Turkey, 26-27 February 2015.
- Iwaisako, T. and K. Okada (2012) "Understanding the Decline in Japan's Saving Rate in the New Millennium," *Japan and the World Economy*, Vol. 24, No. 3, pp. 163-73, 2012.
- Iwaisako, T., A. Ono, A. Saito, and H. Tokuda (2016) "Impact of Population Aging on Household Savings and Portfolio Choice in Japan," SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2908756> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2908756>.
- Poterba, J. M. (1987) "Tax Policy and Corporate Saving," *Brookings Papers on Economic Activity*: 2, pp/454-504.
- Poterba, J. M. (2001) "Demographic Structure and Asset Returns," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 83, No. 4, pp. 565-584.
- Reinhart, C. M. and K. S. Rogoff (2009) *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.
- The Telegraph [2016] "Olivier Blanchard eyes ugly 'end game' for Japan on debt spiral," 11/04/2016. URL: <http://www.telegraph.co.uk/business/2016/04/11/olivier-blanchard-eyes-ugly-end-game-for-japan-on-debt-spiral/>
- Tokuoka, K. (2010) "The Outlook for Financing Japan's Public Debt," International Monetary Fund, working paper, WP/10/19, January.
- Unayama, T. (2010) "SNA to Kakei-chosa no Chyochiku-ritsu no Kairi: Nihon-no Chyochiku-ritsu no Teika no Youin (Discrepancy between saving rates in SNA and family income and expenditure survey and its implications)," *RIETI Discussion Paper Series* 10-J-003, January 2010 (in Japanese). <http://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/10j003.pdf>.