

（BOX 3）企業貯蓄増加の背景と設備投資への影響

BOX 2では、このところ企業貯蓄が増加してきていることを確認した。ここでは、その背景を、①海外投資の拡大、②予備的動機の高まり、③期待成長率の低下、④タイムラグ、の4つの要因に分けて考察する。

①海外投資の拡大

前掲図表 B2-2 の太線でみた設備投資比率は単体ベースであるため、海外での設備投資や（国内案件も含めた）企業買収は含まれていない。そこで、例えば、国内での設備投資に日本企業による外国企業M & Aの金額も加えてみると、企業の投資スタンスはより積極化したものにみえる（図表 B2-2 細線）。こうしたことを勘案していない分だけ、見た目上、企業貯蓄が高まっている面はある。

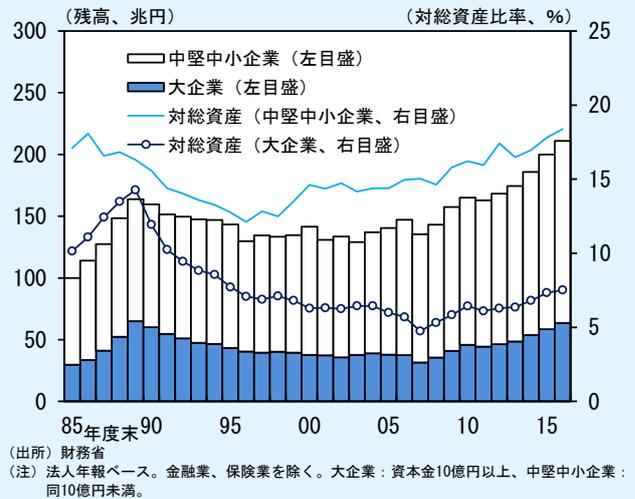
②予備的動機の高まり

リーマン・ショック時の資金繰りの厳しさがなお記憶に残るなか、将来の危機に備えて、稼いだキャッシュは取敢えず手元流動性として積むという企業の声が今でも聞かれる。現預金比率の動向を企業規模別にみると、ここに来て上昇が目立つのは、大企業よりも中堅中小企業である（図表 B3-1）。こうした企業の方が、危機時のバッファが必要であるということからすると、根強い予備的動機が、企業貯蓄増加の背景にあることは考えられる。しかしながら、その一方で、ここに来て特に不確実性指標が高まってきている訳でもなく（図表 B3-2）、予備的動機の「高まり」が、ごく最近の企業貯蓄増加の主因とは考え難い。

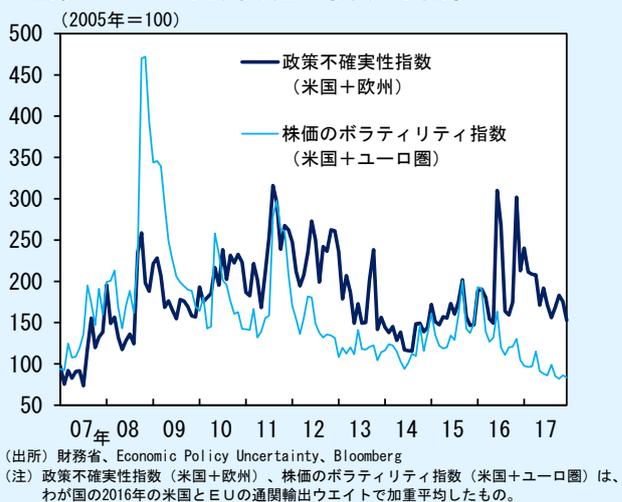
③期待成長率の低下

上述の海外投資拡大と裏表の関係で、国内の期待成長率の低さが、企業貯蓄増加に寄与していることも考えられる。現に、（国内）設備投資／キャ

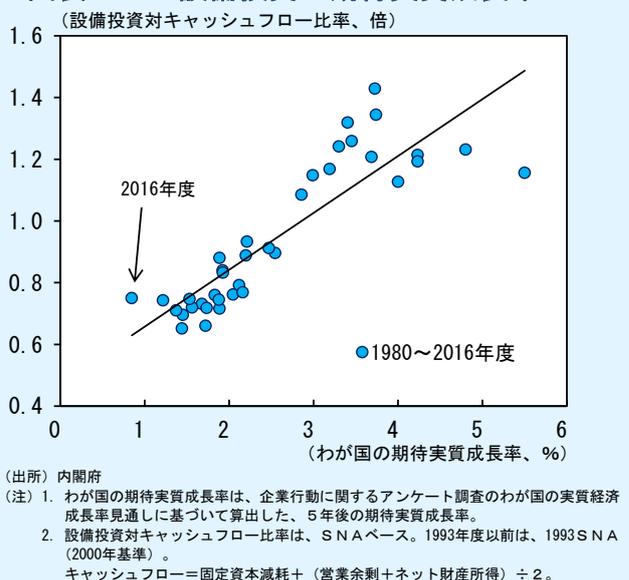
図表B3-1：規模別にみた現預金



図表B3-2：不確実性に関する指標



図表B3-3：設備投資と期待実質成長率



キャッシュフロー比率は、企業の期待成長率と相関があることが知られている（図表 B3-3）。中堅中小企業で現預金比率が高まっているのは、上記の予備的貯蓄のほか、こうした企業の方が期待成長率はより低いという、大企業のような海外進出の機会が乏しいということも影響していると考えられる。

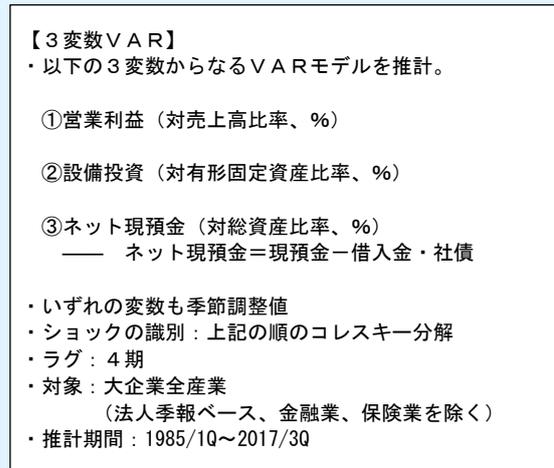
④タイムラグ

最近の企業収益は上昇テンポが急なだけに、企業にしてみると、予想外（windfall）なものであったことが推察される。こうした予想外な収益の高まりは、取敢えず企業貯蓄として滞留しても、先々設備投資の増大につながる可能性が高い。また、現在進行中の労働生産性の高まりが、潜在成長率の高まりを通じて、期待成長率を押し上げれば、投資スタンスは次第に積極化するものとみられる。加えて、実質賃金が労働生産性見合いに引き上げられれば、人件費比率も上昇するはずである。こうしたことからすると、最近の企業貯蓄の高まりはあくまでも一過性のものに過ぎず、先行き、徐々に低下に向かっていくとも考えられる。

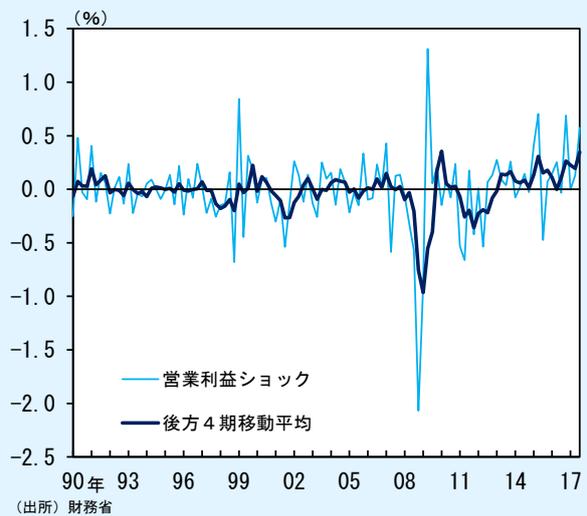
こうした点を検証するため、売上高営業利益率、設備投資比率、ネット現預金比率の3変数からなる多変量自己回帰（VAR）モデルを推計すると（図表 B3-4）、2016 年後半からの売上高営業利益率は、モデルの予測を上回り、誤差項がプラスとなる（図表 B3-5）。こうした収益の上振れは、ネット現預金比率からやや遅れて設備投資比率を押し上げる傾向がある³⁵（図表 B3-6）。こうしたことからすると、2016 年後半からの予想外の収益増大は、短期的には企業貯蓄を高めるものの、長期的には設備投資につながると考えられる。

³⁵ ネット現預金比率が長期的に負となるのは、設備投資増加に伴う総資産拡大や借入増が影響していると考えられる。

図表B3-4：VARモデルの概要



図表B3-5：識別された営業利益ショック



図表B3-6：営業利益ショックに対する反応

