

の拡大／縮小に伴うグロスでの運転資金や設備投資資金の需要、流動性資産の保有意向の2点、調達面では外部資金と内部資金の選択に分けて考えることができる。リーマンショック以降の企業の資金の運用・調達行動を振り返ると、運用面では設備投資など長期性の運用が伸び悩む中で、現預金の積み上がりが顕著であった。また、調達面では、リーマンショック後の需要の落ち込みや為替変動といった経営環境の厳しさなどを背景に、内部資金の調達割合が上昇してきた。

2012年末以降の動向について、まず運用面をみると、設備投資など長期性の資金需要が引き続き弱めの動きを続ける一方、在庫投資など短期性の資金需要が増加している（第1-2-6図（1））。この間、現預金等の保有比率には頭打ちの兆しがみられている（第1-2-6図（2））。また、調達面をみると、外部資金の調達割合と同様の動きを示す負債比率は、明確な下げ止まりには至っていない。以上のことから、外部調達の増加は、主には企業の生産活動の活発化などによる資金需要増加にけん引されたものと考えられる。

先行きを展望すると、企業活動が拡大していけば外部資金需要の増加要因となるが、企業の流動性資産への需要低下は、現預金の取り崩しを通じて、外部資金需要を抑制する可能性もある。

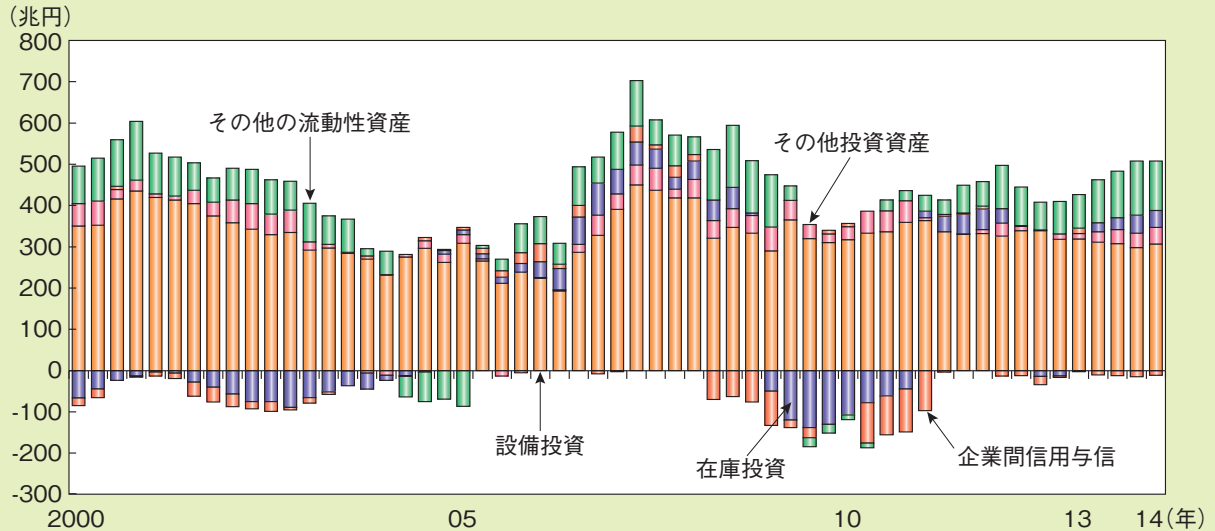
ただし、この流動性資産保有スタンスにみられる変化の兆しは、近年では特徴的な動きでもある。これまで、我が国企業が多額の現預金を保有してきた要因については、先行きの不確実性による予備的資金需要の高止まり<sup>48</sup>や、緩和的な金融環境<sup>49</sup>、コーポレートガバナンスの問題<sup>50</sup>、デフレによる現金の保有コストの低下などが指摘されてきた。これらの諸点の中で、最近、大きな変化をみせたのは、現金の保有コストであり、預金の実質収益率は大きく低下（保有コストは上昇）している（第1-2-6図（3））。緩和的な金融環境が継続する下、デフレ脱却に向けた動きが着実に進んでいくことで、流動性資産の保有から投資へのシフトが明確となり、外部資金需要の一段の増加につながっていくことが期待される。

- 注 (48) 1990年代末の金融システム不安や、リーマンショック、東日本大震災といった、大きな経済的なショックが生じた際に、予備的資金需要が高まった。Shinada (2012) は、パネルデータ分析から、キャッシュフローの変動が大きい企業ほど、現預金の保有を増やす傾向があると指摘している。
- (49) Shinada (2012) は、2001年以降、クレジット・スプレッドが縮小した企業ほど、現預金保有を増加させるという、想定されるものとは逆の結果がみられたことから、金利の低下が調達コストに対する懸念を低下させ、現金保有を増加させる要因となったと指摘している。
- (50) 木下 (2012) は、諸外国と比較した場合に、法的整理のコストが大きい、企業買収が容易でない、株主が個別的利益（株式持ち合いによる利益など）を重視する傾向が強いなど、制度・ガバナンス面の要因が、我が国企業が多額の内部留保を維持しやすくしていることを指摘している。

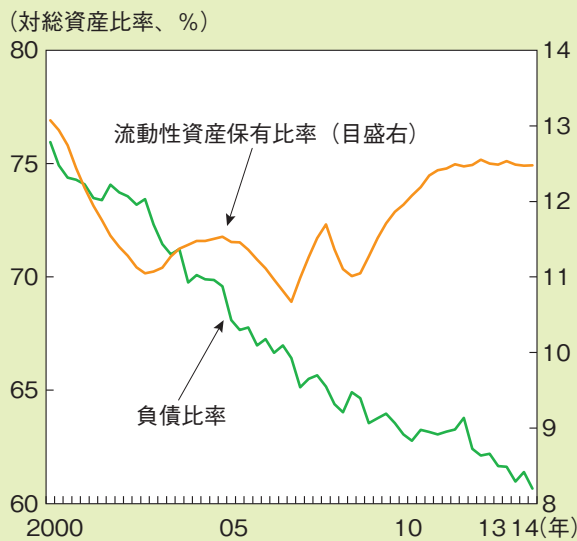
## 第1-2-6図 企業の資金調達・運用の動向

企業活動の活発化が外部資金需要の増加に寄与、現金保有には変化の兆し

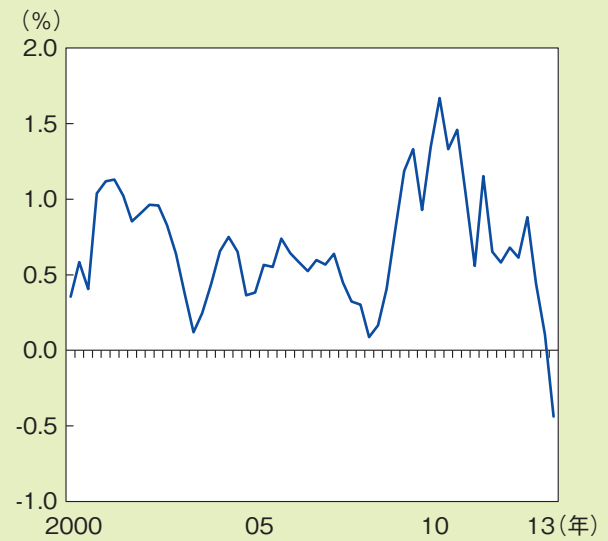
## (1) 企業の資金需要



## (2) 流動性資産保有比率・負債比率



## (3) 預金の実質収益率



- (備考) 1. 財務省「法人企業統計」、全国銀行協会資料、総務省「消費者物価指数」により作成。  
 2. (2)の流動性資産には、現預金のほか有価証券を含む。  
 3. (3)の預金の実質収益率は、預金利回りからCPI(食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合)を控除して算出。

## 2 アメリカにおける金融政策の転換をめぐる議論とその含意

アメリカでは、2014年1月から債券購入プログラムの縮小が開始され、非伝統的金融政策(量的緩和政策)が「正常化」に向かう動きがみられる。こうした中で、量的緩和政策の「出口」をめぐって、幾つかの論点が見出されている。2013年4月に大胆な金融政策を導入した我が