

### コラム2-7 株価上昇の家計への影響

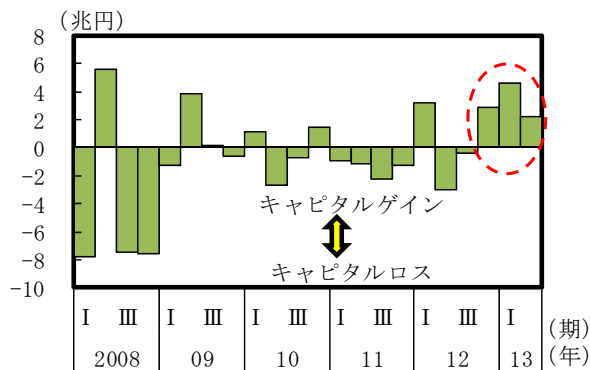
2012年秋以降の株価上昇は、株式や株式を運用資産に含む投資信託<sup>38</sup>のキャピタルゲインを生んだ。家計が保有する株式のキャピタルゲインは2012年10-12月期から2013年4-6月期の累計で約40兆円に達したほか、家計が投資信託を通じて保有する株式のキャピタルゲインは同期間の累計で4兆円程度<sup>39</sup>と推計される。これらの金融資産を多く保有する高齢者や高所得者層を中心に資産効果が生じ、個人消費は2013年春頃に増勢が強まった<sup>40</sup>。ただし、株価上昇の家計への影響はこうした経路にとどまらない。

家計は保険や年金を通じて間接的に株式を保有している。保険が保有する株式のキャピタルゲインは、2012年10-12月期から2013年4-6月期の累計で約10兆円となった（コラム2-7図（1））。この結果、主要生命保険9社全体では2013年度上期に逆ざやが解消し、一部では配当による契約者への利益還元が検討されている。公的年金と年金基金が保有する株式のキャピタルゲインは同期間の累計で約16兆円に達し、厚生年金基金の代行割れ基金数は2011年度の210基金から2012年度には101基金へと半分以下に減少した（コラム2-7図（2））。このような年金財政の改善は年金給付の増加などを通じて<sup>41</sup>長期的に家計に好影響を与える。

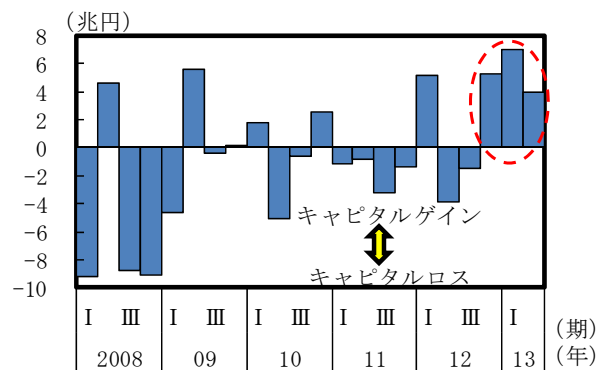
コラム2-7図 株価上昇の影響

2012年秋以降の株価上昇で保険や年金でもキャピタルゲインが発生

(1) 保険保有株式のキャピタルゲイン・キャピタルロス



(2) 公的年金及び年金基金保有株式のキャピタルゲイン・キャピタルロス



(備考) 日本銀行「資金循環統計」により作成。

<sup>38</sup> 株式保有残高（2013年6月末）は、家計（129兆円）、投資信託（20兆円）、保険（28兆円）、公的年金（26兆円）、年金基金（16兆円）、銀行等（53兆円）、民間非金融法人（184兆円）（日本銀行「資金循環統計」）。

<sup>39</sup> 投資信託が保有する株式のキャピタルゲイン・キャピタルロスを各経済主体が保有する投資信託受益証券の合計額（期首・期末平均）に占める家計の割合で按分した。

<sup>40</sup> 2012年末以降の個人消費の動向と所得、金融資産、マインドなどの影響については、第1章第2節を参照。

<sup>41</sup> 2004年の年金制度改正で導入されたマクロ経済スライドの下では、将来の保険料は固定され、年金財政の長期的な安定は給付水準を調整することで実現することとされている。

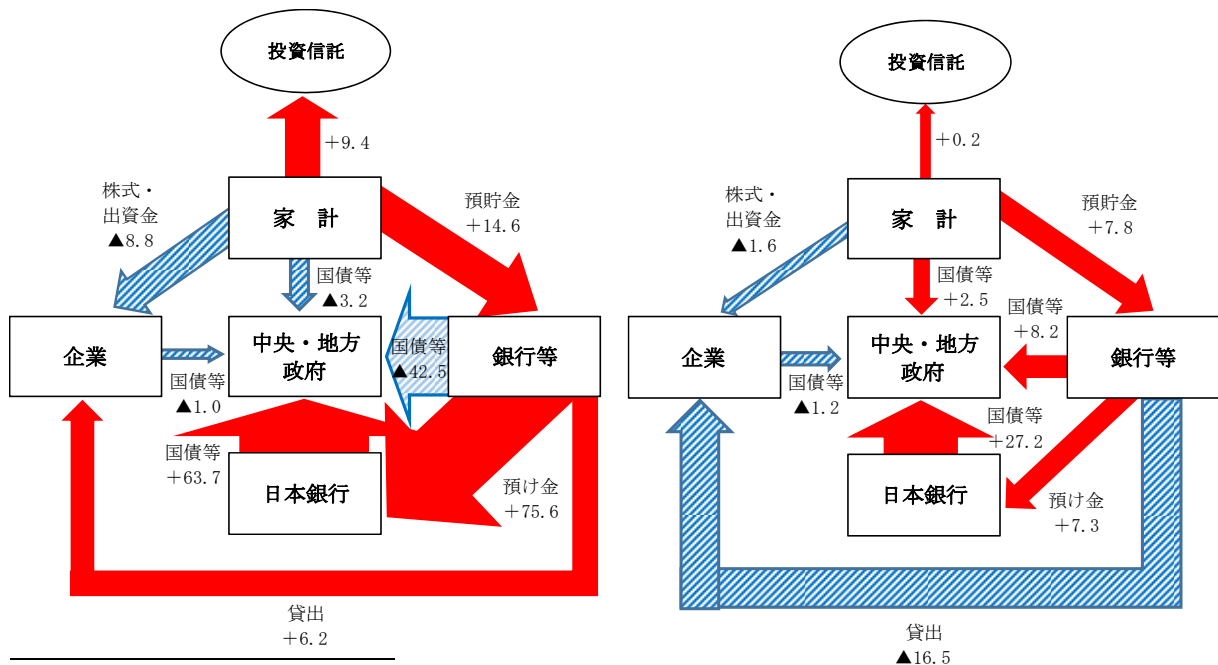
第三に、金融資産残高（ストック）の変化を見ると、家計の株式・出資金は株価上昇によって2012年末から大幅に増加しており、「量的緩和政策」のときとは対照的である（第2-3-10図（3）、（4））。こうした株価上昇に伴う家計金融資産の増加は、「資産効果」を通じて、個人消費に対してプラスの効果をもたらしており、その効果は、株式保有割合の高い高齢者世帯において特に大きいと考えられる<sup>42</sup>。

第四に、今回は、銀行等が企業向け貸出を増加させていることも特徴的である。大胆な金融政策を背景とする貸出金利の低下や金融機関の貸出態度の改善などが、最近の貸出増加に一定程度作用していると考えられる<sup>43</sup>。2006年のデフレ改善期においては、2006年3月に「量的緩和政策」が解除されたものの、企業向け貸出は増加傾向にあり、今回と同じように企業の資金需要に改善の動きが見られていた<sup>44</sup>。今後の焦点は、大胆な金融政策を着実に進める下で、銀行等が日銀当座預金から貸出へ資金を振り替える動きを強めて、金融資産に占める貸出の構成比が上昇するかどうかである。なお、日本銀行は、「成長基盤強化を支援するための資金供給」と「貸出増加を支援するための資金供給」によっても、金融機関の貸出増加に向けた取組を支援している。

第2-3-10図 経済主体別の金融資産の変化

金融緩和を一段の貸出増加につなげることが重要

- (1) 物価安定の目標（2013年1月22日～）  
量的・質的金融緩和（2013年4月4日～）  
（フロー）
- (2) 量的緩和政策（2001年3月19日～）  
（フロー）



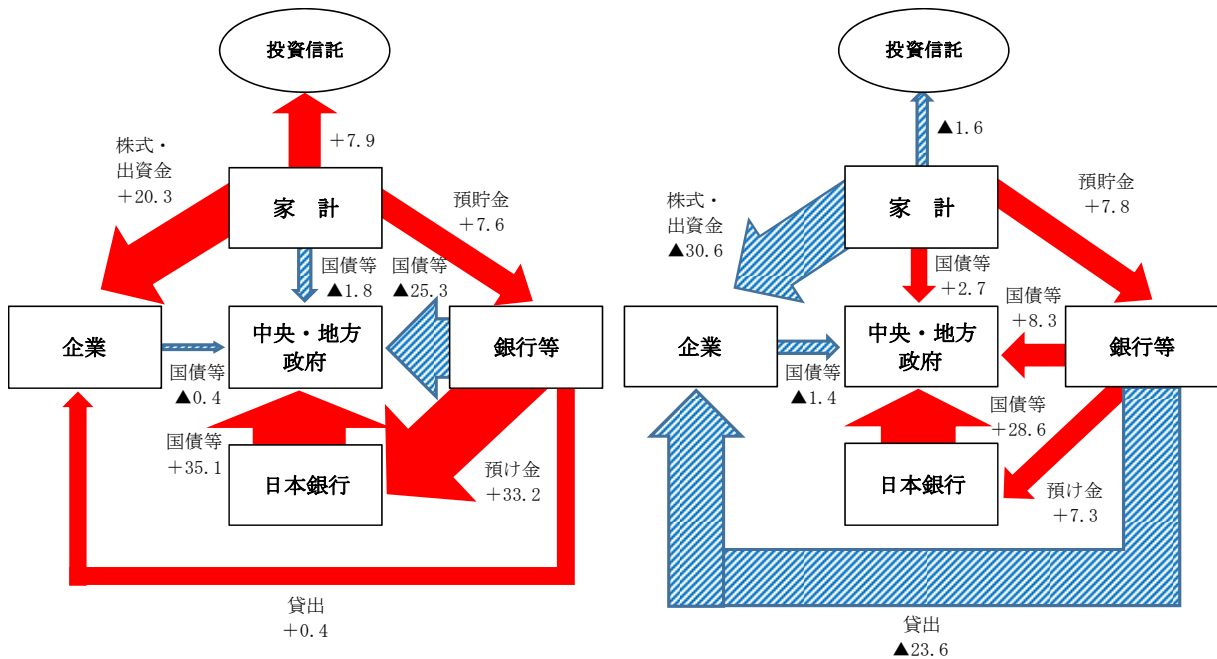
<sup>42</sup> 内閣府（2013）を参照。

<sup>43</sup> 日本銀行の「貸出先別貸出金」統計で2013年7-9月期の貸出動向を確認しておく、企業向け貸出は引き続き緩やかに増加している。

<sup>44</sup> 内閣府（2007）を参照。

(3) 物価安定の目標 (2013年1月22日～)  
量的・質的金融緩和 (2013年4月4日～)  
(ストックの増減)

(4) 量的緩和政策 (2001年3月19日～)  
(ストックの増減)



- (備考) 1. 日本銀行「資金循環統計」により作成。単位は兆円。  
 2. (1)は2013年1-3月期～4-6月期、(2)は2001年1-3月期～10-12月期のフローの累計額。  
 (1)は期間が半年のため、季節調整値を2倍した数値を用いている。  
 3. (3)は2012年12月末～2013年6月末、(4)は2000年12月末～2001年12月末のストックの差額。  
 (3)は期間差が1年未満のため、季節調整値を用いている。  
 4. 家計から企業への「株式・出資金」には、一部金融機関等向けが含まれている。  
 5. 「国債等」は国債・財融債、国庫短期証券、地方債の合計額。  
 6. 「銀行等」は預金取扱金融機関、「企業」は民間非金融法人。

### 3 銀行貸出と企業の資金調達

前項で銀行の企業向け貸出が増加し始めていることを確認したが、ここでは企業規模別の貸出動向や銀行貸出と設備資金の関係の変化について概観する。さらに、銀行貸出と表裏の関係にある企業の資金調達の特徴について分析する。

#### (大企業向けを中心に貸出残高が増加)

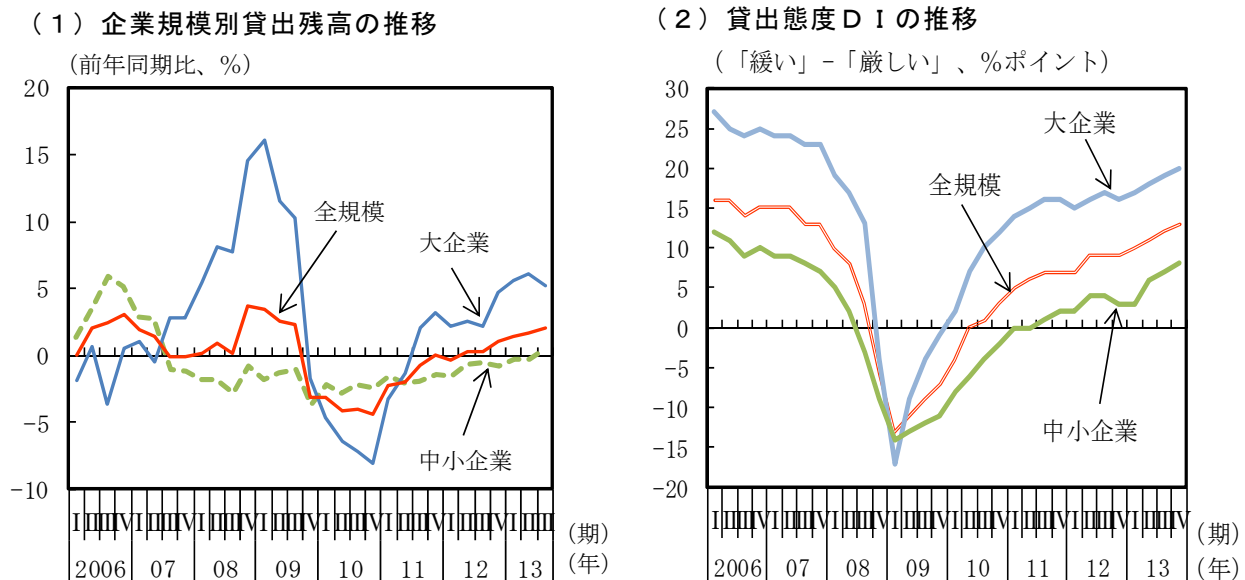
銀行貸出残高（全規模）の前年比を確認すると、2011年年央から横ばいで推移していたが、2012年第10-12月期以降は緩やかにプラス幅を拡大している（第2-3-11図（1））。規模別には、大企業向け貸出が底堅く推移しており、中小企業向けも2013年7-9月期にプラスに転じた。この背景として、我が国の景気の回復や大胆な金融政策などによって、銀行の貸出姿勢が積極化していることなどが挙げられる。日銀短観の「金融機関の貸出態度判断DI」が改善傾向にあるように、企業は以前よりも金融機関からの融資を受けやすいと考えている（第2-3-11図（2））。

銀行貸出の先行きについては、銀行貸出残高（全規模）の伸び率がまだ低い水準にとどまっており、企業経営者は、借入増加を伴う投資の拡大に対して、依然慎重であると考えられる。また、銀行貸出と設備投資の関係が過去に比べて弱まっている一方で、銀行貸出の伸びが高くない状況下でも設備投資が大きく増加しているケースが見られる（第2-3-11図（3）、（4））。

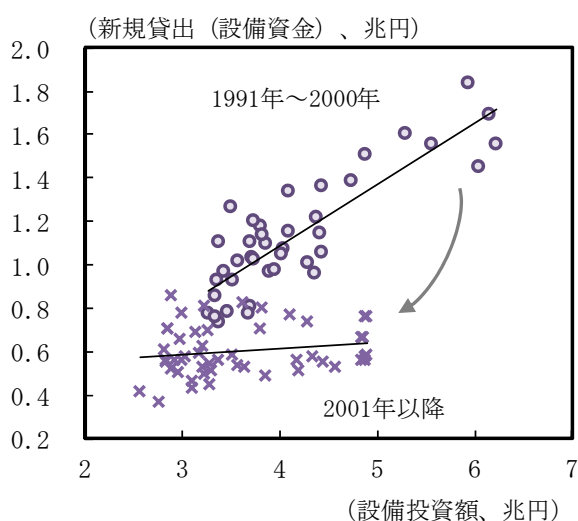
こうした貸出市場に見られる変化を考えると、金融緩和政策の実体経済への波及効果を見極めるためには、銀行貸出の動向と併せて、借入れ側の企業の資金調達構造についても検討する必要がある。

第2-3-11図 銀行貸出の動向

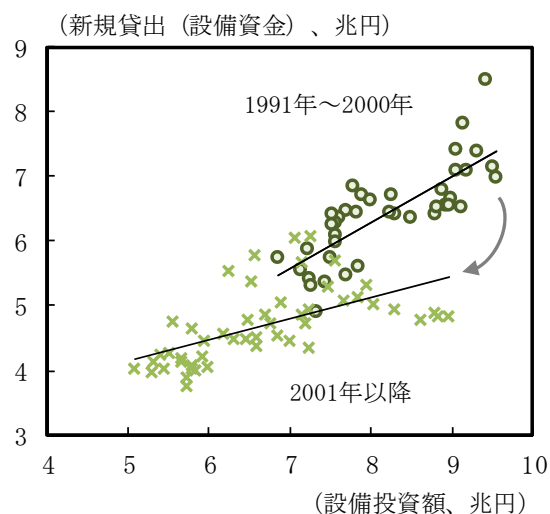
#### 大企業向けを中心に貸出残高が増加



(3) 新規貸出と設備投資（製造業）



(4) 新規貸出と設備投資（非製造業）



(備考) 日本銀行「貸出先別貸出金」、「全国企業短期経済観測調査」、財務省「法人企業統計季報」により作成。

### (企業は内部資金による調達を拡大する傾向)

企業の資金調達に関して負債構成比の推移を見ると、1990年代後半から2005年頃までは、借入金の割合が緩やかに低下する一方で、株式・出資金の比率が高まっている(第2-3-12図(1))。すなわち、この間、我が国の企業金融において間接金融から直接金融へのシフトが進んだことが分かる<sup>45</sup>。借入金の比率の低下は、90年代後半の金融危機や不良債権問題などを背景に金融機関が融資を消極化させたこと、企業が過剰な債務の圧縮を進めたことなどによる。また、企業が株式・出資金による資金調達を徐々に増やしたのは、97年に始まった金融システム改革(いわゆる「日本版ビッグバン」)や大企業を中心に資金調達力が向上したことなどが影響していると考えられる。2005年度以降は、企業の負債圧縮の動きが一巡し、株式・出資金の拡大ベースが鈍化したため、資金調達構成に大きな変化は見られない。

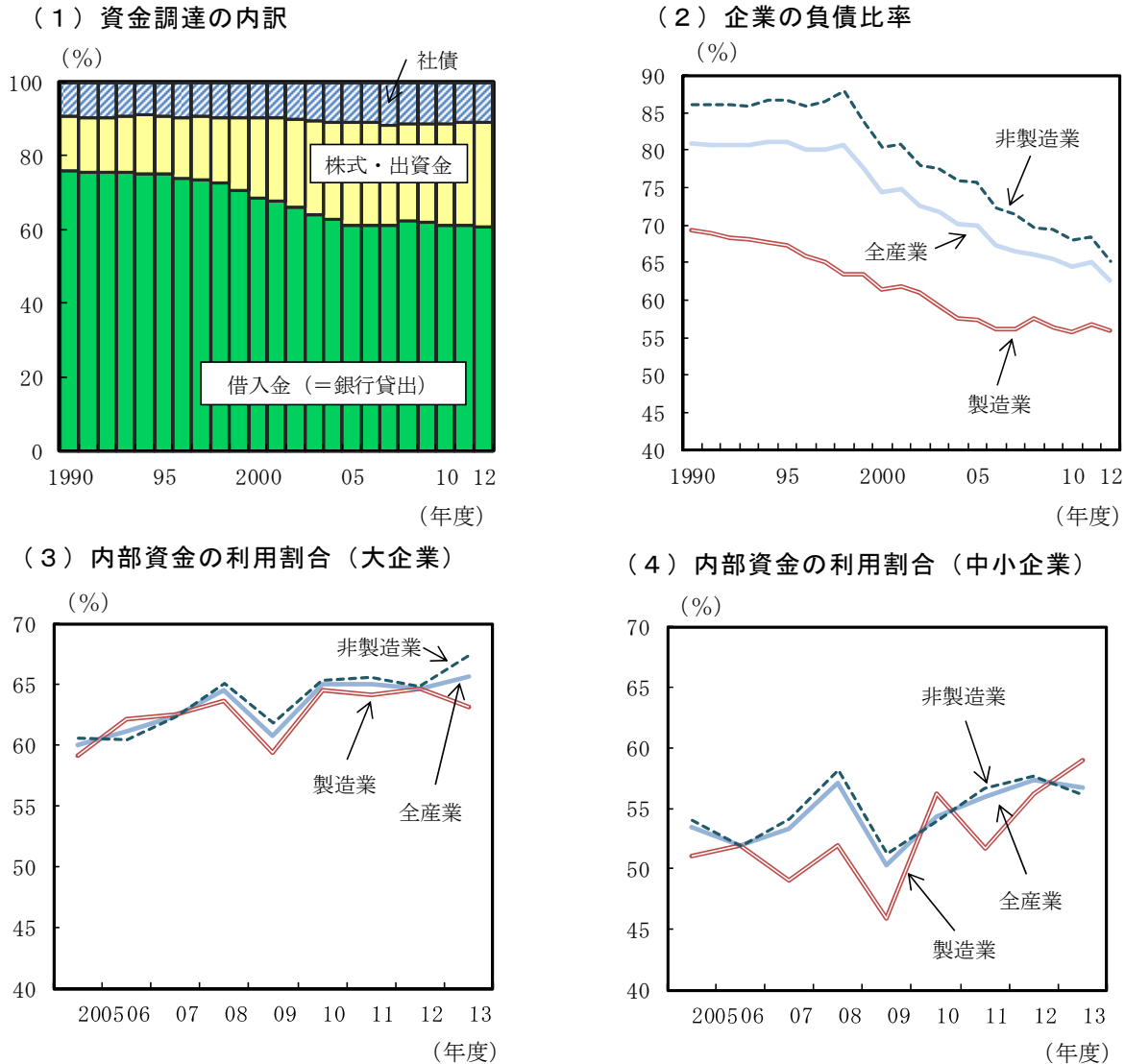
また、企業の負債比率は、90年代後半から低下を続けている(第2-3-12図(2))。これは、企業がバランスシート調整を進める中で、有利子負債の削減を加速させたことが主因である。他方、内部資金の利用割合は、大企業と中小企業のいずれも2005年度から緩やかな上昇傾向にある(第2-3-12図(3)、(4))<sup>46</sup>。前述したように、企業の設備投資と銀行の新規貸出(設備資金)の関係が2000年代に入って弱まっているが、これは、企業が設備投資を行う際に内部資金の利用割合を増やしていることや設備投資が企業のキャッシュフローの範囲内に収まっていることなどが要因として挙げられる(付図2-4)。

<sup>45</sup> ここでは、投資信託を通じた市場型間接金融へのシフトも含む。

<sup>46</sup> 2009年度における一時的な落ち込みは、リーマンショック後の企業収益の落ち込みや資金繰りの悪化などによる。

第2-3-12図 企業の資金調達の内訳

企業は内部資金による調達を拡大する傾向



- (備考) 1. 日本銀行「資金循環統計」、財務省「法人企業統計年報」、内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」により作成。  
 2. (1)の貸出、株式・出資金は民間非金融法人企業、社債は非金融法人企業の事業債と居住者発行外債の合計。貸出、株式・出資金は簿価ベース、事業債、居住者発行外債は額面ベース。  
 3. (2)の負債比率=負債/総資産×100。  
 4. (3)、(4)は、各年度における資金調達方法について、10項目中1社3項目以内の複数回答方式で「内部資金による調達」を回答した比率。

さらに、企業の負債比率について、上場企業の2002年度以降のパネルデータを用いて企業の負債比率の決定要因を推計すると、以下の点が指摘できる。まず、総資産利益率(ROA、営業利益ベース)の上昇は負債比率を低下させる。企業は、利益の増加によってキャッシュフローが増えると、剰余金の積み増しや負債の返済に

充てていると見られる（付図2-5（1））<sup>47</sup>。また、負債比率に対するROAの影響度（回帰係数）を期間別に比較すると、リーマンショック後に製造業のROAの係数（絶対値）が大きくなっている（付図2-5（2））。この結果については、リーマンショック後の景気後退や為替レートの急速な上昇などを背景に、製造業の経営環境が厳しさを増す中で、利益を上げた企業ほど負債圧縮をそれまで以上に進めたことなどが影響していると考えられる。

### （借入増加によって利益拡大を期待できる環境）

長期にわたって負債の圧縮を進めてきた企業の資金需要を増加させるためには、企業が事業拡大に向けた投資を積極化しやすい環境を整備する必要がある。そこで、企業の収益性を示すROA（税引前利益ベース）と借入金利率を比較することによって、企業の借入増加が利益拡大につながりやすい状況にあるかを点検する<sup>48</sup>。

まず、2010年度以降、製造業と非製造業のいずれもROAが借入金利率を上回って推移している（第2-3-13図（1）、（2））。特に、非製造業のROAと借入金利率の差は1990年度以降で最も大きい。この状況は、借入コストに比べて企業の収益性が相対的に高いことを示しており、企業は借入れを増やして収益性がより高い投資を行えば、企業業績の拡大が期待できる状況にあることを示唆している。

次に、このROAと借入金利率の差を企業規模別に確認すると、収益力や資金調達力の差などを反映して、大企業より中小企業の方が低くなる傾向にある（第2-3-13図（3）、（4））。ただし、製造業はいずれの規模においても2010年度からプラスが継続しており、全体的に投資環境は良好であると考えられる。非製造業は、中小企業が2012年度においてもマイナスであるが、そのマイナス幅は2010年度から急速に縮小しており、投資環境は改善に向かっている。

こうした収益性と借入コストの関係から見ると、我が国では事業拡大のための投資を積極化しやすい環境が整いつつあるといえる。今後は、大胆な金融政策などを背景に企業の資金調達環境の改善が続く中で、民間投資を喚起する成長戦略を進めることによって、企業の新たなビジネス機会を創出し、銀行貸出の増加を促すことが重要である。

<sup>47</sup> この結果は、資金の借り手と貸し手の間に情報の非対称性が存在する場合などに、企業が資金の調達方法に優先順位をつけるという「ペッキング・オーダー仮説」を支持するものである。

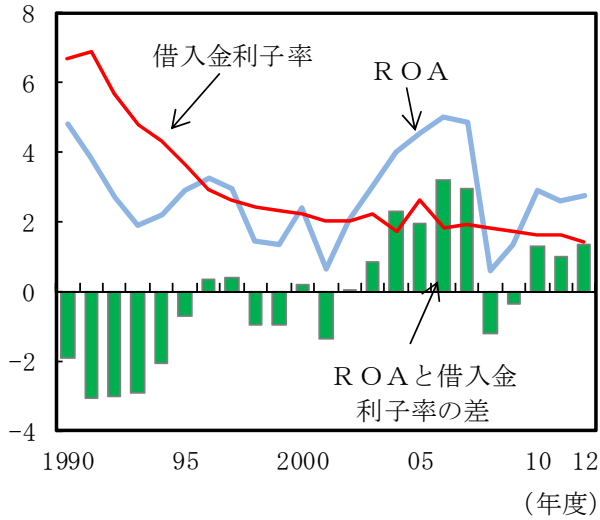
<sup>48</sup> 第3章第2節において分析しているように、我が国の設備投資の動向には期待成長率の低迷などが影響していると考えられる。

第2-3-13図 企業のROAと借入金利率

借入増加によって利益拡大を期待できる環境

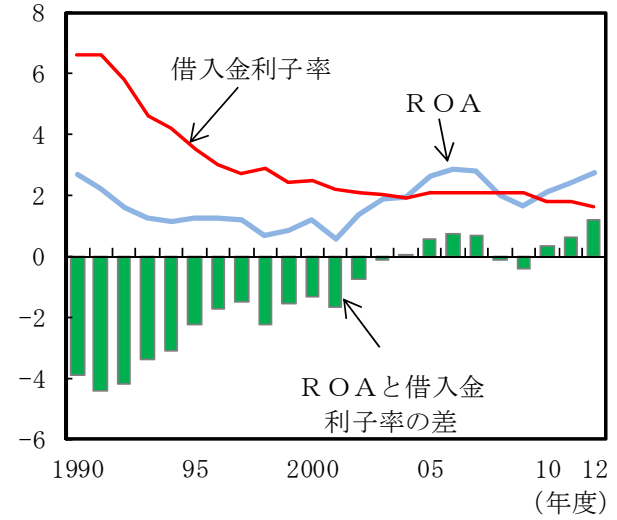
(1) 製造業

(%、%ポイント)



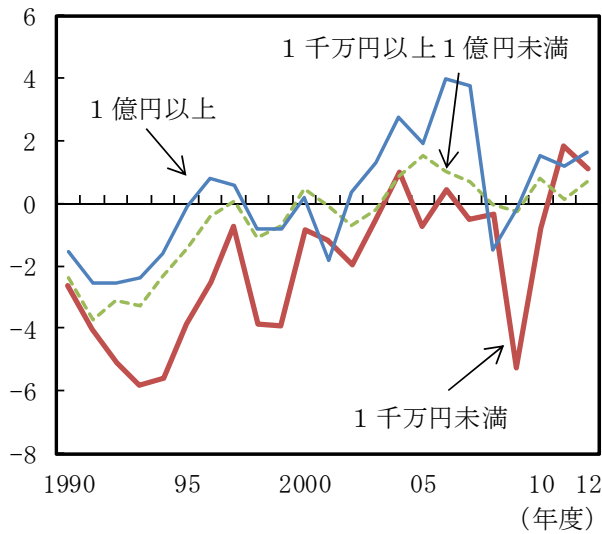
(2) 非製造業

(%、%ポイント)



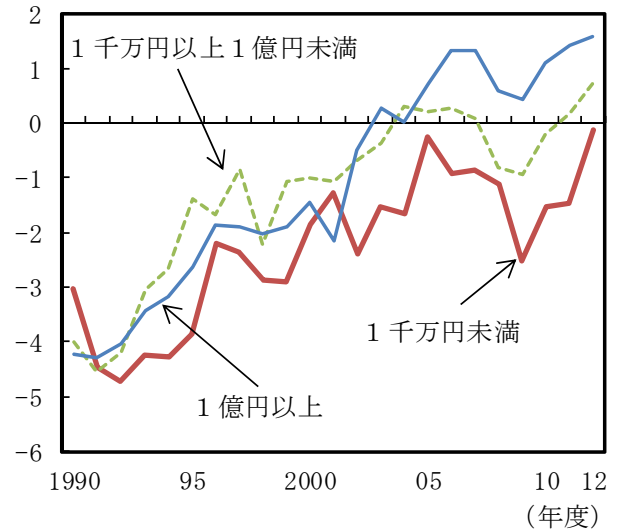
(3) 規模別のROAと借入金利率の差（製造業）

(%ポイント)



(4) 規模別のROAと借入金利率の差（非製造業）

(%ポイント)



(備考) 1. 財務省「法人企業統計年報」により作成。

2.  $ROA = \text{税引前純利益} \div \text{資産合計}$ 。

3.  $\text{借入金利率} = \text{支払利息等} \div (\text{短期} \cdot \text{長期借入金} + \text{社債} + \text{受取手形割引残高}(\text{期首} \cdot \text{期末平均})) \times 100$ 。