

貯蓄投資バランスを中心とした我が国経済の観察

前 参事官（経済財政分析－総括担当）付 並木 智春 ※
参事官（経済財政分析－総括担当）付 浅井 拓也 ※
参事官（経済財政分析－総括担当）付参事官補佐 直野 未悠 ※

【概要】

1. 2010年以降の我が国経済の全体像を、貯蓄投資バランスを中心に、国民経済計算の所得支出勘定および資金循環統計などから振り返った。マクロ全体の資金の流れをみると、家計の貯蓄率が趨勢的に低下していること、非金融法人企業が大きく貯蓄超過となっていることが目立つ。
2. 家計の貯蓄率の低下は、人口構成の変化と、所得の伸び悩みの両面からもたらされたとみられる。一方、近年の株価上昇によるキャピタルゲインは相応の規模となっている。
3. 企業の貯蓄超過幅は、対外直接投資の増加や、それに伴う収益再投資の統計的な擬制によるところもあるが、擬制処理の影響を除いても、貯蓄超過幅は相応に大きい。背景をみると、現預金等の余資が増加している。借入も増加傾向にあるが、これは不動産業の寄与が大きい。
4. 家計の貯蓄率低下と企業の貯蓄超過の拡大が表裏の関係にあることを踏まえると、企業行動が貯蓄から投資や賃上げといった方向に積極化することは、家計の所得とゆとりを回復させるうえでも重要な課題であるといえる。

※ 本稿の作成では、茂呂賢吾氏（大臣官房審議官（経済財政分析担当））、加藤卓生氏（政策統括官（経済財政分析担当）付参事官（総括担当））から有益な助言及びコメントを頂いた（肩書は2026年9月現在）。記して感謝したい。ただし、あり得べき誤りは全て執筆者に属する。なお、本稿の内容や意見は執筆者個人のものであり、必ずしも内閣府の見解を示すものではない。

1. はじめに

(1) 我が国経済の観察

我が国経済は、2008 年の世界金融危機に起因する深い景気後退や、2011 年の東日本大震災による影響に苦しんだ後、各種の政策対応の効果もあって、2010 年代半ばには息の長い景気拡張期を経験した。2020 年にはコロナ禍により大きな打撃を受けたが、その後は米国による関税の導入・引上げ、中東情勢の緊迫化といった外的ショックに見舞われながらも、緩やかな回復を続けている。特に、2022 年頃からは物価が上昇傾向に転じ、賃上げや価格改定のダイナミズムも復活しつつある。一方で、潜在成長率は 2010 年代半ば以降 1 % を下回る低い水準にとどまり、企業の投資意欲にはいくらか前向きな面もみられるようになってきたが、慎重姿勢も根強く残っている。また、家計の懐に入る所得は増加傾向にあるものの、輸入物価の上昇等を背景とした物価高の影響もあり、経済回復の実感が市井に広く行き渡るまでには至っていない。このほか、長きにわたる出生率の低下による人口構成の変化など、経済全体に長期的な影響を及ぼす課題の多くは依然として残存したままである。

上記は我が国経済¹のごく簡単な点描であるが、こうしてみるだけでも、経済の動きの背景には様々な主体とそれを取り巻く多くの外的要因が存在していることがわかる。本稿では、こうした 2010 年代以降の我が国経済の動きを、一国の経済統計としては最も包括的な国民経済計算²、特にその所得支出勘定³と、金融面などから俯瞰する。

本稿の分析は、学術的な新規性を伴うものではなく、経済の見方としても特別に新奇なものを提供するわけではない。しかしながら、国民経済計算を用いて経済を俯瞰するためには、その重厚長大な体系に分け入って必要な情報を探し出す必要がある。また、複雑な加工統計の宿命であるが、公表に速報性を求めることは容易ではないため、経済の動きとその背景に対する関心事項を明らかにするには、データの蓄積を待ちながら過去を遡っていかねばならない。こうした点がいわば障壁となるためか、関心の移り変わりの速い昨今にあって、国民経済計算の持つ情報を積極的に活用しようという分析は、期待されるほどには多くないように思われる。そうであれば、国民経済計算からみえる経済の姿を確認する本稿にも、ささやかな貢献があるといえるだろう。

本稿の構成は以下のとおりである。まず、我が国経済の貯蓄投資バランスをみた後、第 2 節では家計の動向を分析し、第 3 節では非金融法人企業に焦点をあてる。第 4 節において、それまでの節における分析を踏まえた考察を行う。

¹ この間の我が国経済の動向については、内田（2024）がわかりやすい解説を加えているほか、金融政策の効果に関する研究をサーベイした Aoki and Ueda (2025) などとも参照。

² 本稿では金融面のデータとして資金循環統計を活用しているが、これは国民経済計算の金融勘定を形成するものと理解できる。

³ 所得支出勘定に関する解説は、柿澤（2026）を参照。

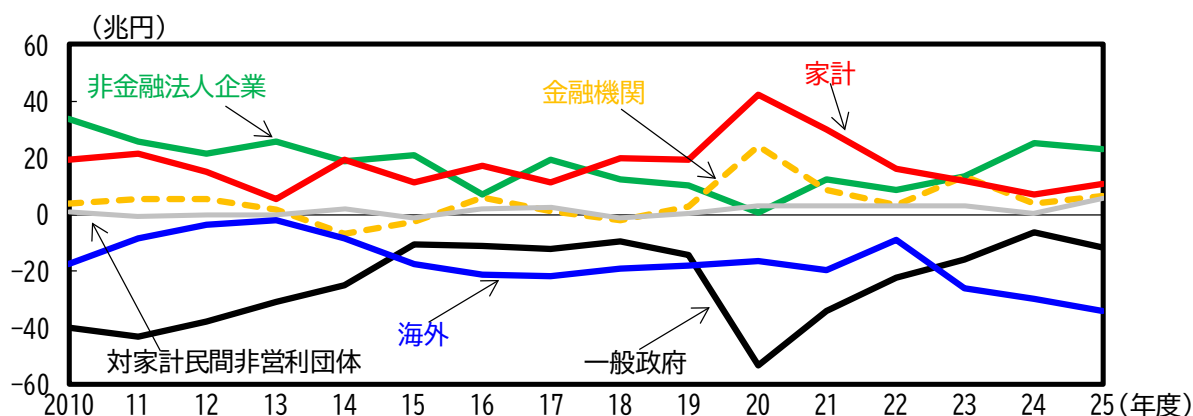
（２）我が国経済主体の貯蓄投資バランス

はじめに、我が国経済主体の貯蓄投資バランスについて確認しておこう。2010年代以降の一貫した傾向として、家計と非金融法人企業（以下単に「企業」という）がともに貯蓄超過（資金余剰）主体である一方、海外と一般政府は投資超過⁴（資金不足）主体となり、両者が釣り合う姿となっている（第1図）。標準的なマクロ経済学が仮定する世界では、企業は資金を調達して設備投資等を行い、事業を展開する主体であるため、恒常的に貯蓄超過となることは想定されていない。この点、我が国企業がかなりの幅で貯蓄超過を続けている姿は特徴的である（北・直野（2026）も参照）。

より細かくみれば、企業の貯蓄超過幅は、2010年代にかけては振れを伴いつつ緩やかに縮小傾向にあったものの、2020年代に入ってから拡大傾向に転じている。一方、家計の貯蓄超過幅は2020年代入り後縮小傾向である。一般政府の投資超過幅は、2020年にコロナ禍への対応で財政支出が拡大したことを除けば、総じて縮小傾向である。海外の投資超過幅は、緩やかに拡大している。

こうした貯蓄投資バランスの動き、特に家計と企業の動向がもつ含意については、次節以降で検討することにしよう。

第1図 我が国の貯蓄投資バランス



（備考）日本銀行「資金循環統計」により作成。

2. 我が国家計の貯蓄、可処分所得の動向

初めに、我が国家計の貯蓄動向について、国民経済計算（以下、「SNA」という。）の貯蓄率⁵と資金循環統計の資金過不足から観察してみる。貯蓄率⁶は、大まかにいえば、家

⁴ 海外の投資超過は、我が国が経常黒字となっていることに対応する。本稿では我が国と海外との経済取引については深入りしないが、詳細は直野（2025）を参照。

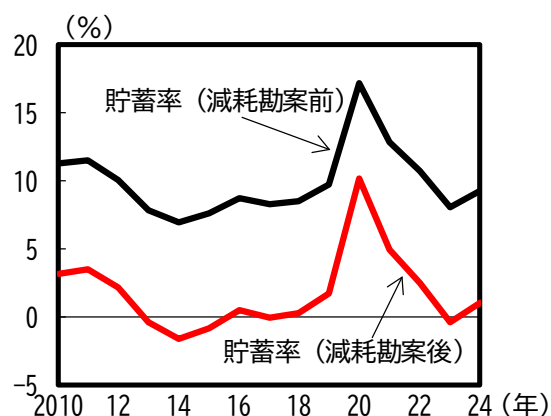
⁵ SNAにおいては、貯蓄率＝貯蓄／（可処分所得＋年金受給権の変動調整）、貯蓄＝可処分所得＋年金受給権の変動調整－最終消費支出と定義される。

⁶ 第2図の通り、住宅等のストックの減耗を勘案するかどうかで貯蓄率には相応の差が生じる。以下では貯蓄率は減耗勘案後のものを考える。

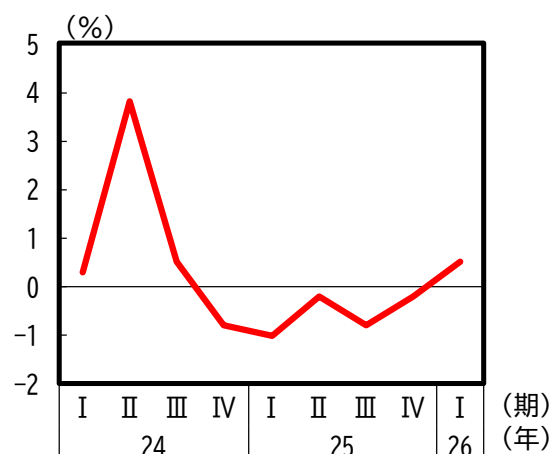
計の所得のうち財やサービスの消費に回らず、金融・実物資産として貯蓄されたものの割合である（貯蓄率が負の値をとる場合は、過去に貯蓄した資産が消費のために取り崩されたことを示す）。一方、資金過不足は金融取引の収支尻であり、家計にとって収入のフローが大きいほど（小さいほど）、また消費などの支出のフローが小さいほど（大きいほど）貯蓄超過（投資超過）となる。このように、SNAの貯蓄率と資金循環統計の資金過不足は、一部に定義の違いがあるほか、基礎資料や推計方法の相違によって完全に同一の動きはとらないものの（たとえば足元の四半期ごとの推移はかなり異なる動きになっている）、家計の貯蓄動向を表す指標として類似点が多く、長期的な傾向は概ね一致している。こうしたことを踏まえ、両者の動きを確認すると、いずれも2010年代前半には緩やかに低下し、その後はおおむね横ばいで推移している（第2図）。給付金等の支援策と支出の抑制が重なったコロナ禍の局面では大幅に上昇したものの、足元ではコロナ禍前の低めの水準に回帰している。

第2図 我が国家計の貯蓄動向

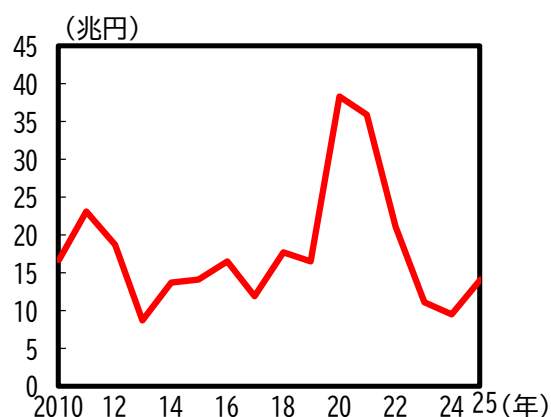
（1）貯蓄率（SNAベース）



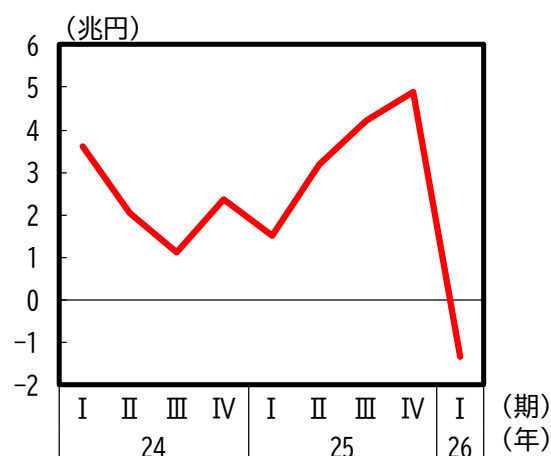
足元の推移



（2）資金過不足（資金循環統計ベース）



足元の推移



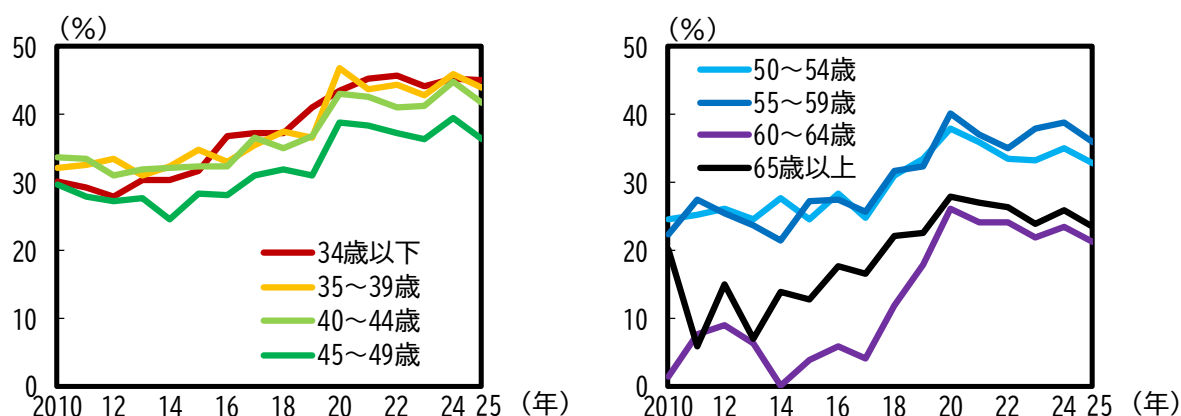
（備考）内閣府「国民経済計算」、日本銀行「資金循環統計」により作成。（1）左図は、2024年度年次推計時点。（1）右図は2026年1－3月期2次速報時点。「減耗勘案前／後」は、SNAにおける「総／純」を使用している。

このように、やや長い目でみれば我が国家計の貯蓄率は低下トレンドにあるが、この要因としてはどのようなものがあるだろうか。構造的な要因としてよく取り上げられるのは、高齢化による人口構成の変化である。ライフサイクル仮説に基づけば、人々は現役期間に所得を蓄え、引退後はその所得を切り崩して生活していくため、高齢化が進行すれば貯蓄を切り崩して生活する人々が増加し、マクロの貯蓄率を押下げることになる。たとえば Horioka (2026) では、1955 年から 2019 年の日本において、生産年齢人口に対する従属人口の比率の高まりが貯蓄率を低下させたといった分析結果を報告している。一方で、たとえば宇南山・大野 (2018) では、家計調査等の貯蓄率に関するデータを統合したデータセットを構築し、1989 年から 2014 年までの日本におけるマクロの貯蓄率の低下傾向は、高齢者の割合が高まる「人口構造の高齢化」を通じて貯蓄率を低下させただけでなく、バブル崩壊後の金利低下や年金受給額の低下等によって、この間 (1989～2014 年) の高齢者の所得が趨勢的に低下し、その結果として、各年の「高齢者の貯蓄率」が低下したことが、マクロの貯蓄率を押し下げる一因になったことを示している。

ここではライフサイクル仮説の可否自体には深入りしないが、世代ごとの貯蓄率の差異について確認しておく。SNAには年齢別に区切ったデータがないため、「家計調査」を用いることにする。家計調査は、SNAと比較して持ち家の帰属家賃にあたる支出が計上されない、減耗が考慮されないといった違いがあるものの⁷、世代ごとの動向の違いを確認するうえでは十分利用可能なデータであると考えられる。

家計調査のデータをみると (第3図)、実際 65 歳以上を筆頭とする高齢層では貯蓄率が低く、人口構成の変化が貯蓄率に影響を与えている可能性がうかがわれる。一方で、2020 年以降は多くの世代で貯蓄率は低下傾向にあり、人口構成以外の要因で貯蓄率が低下している面も少なからずあることが示唆される。

第3図 世代別貯蓄率



(備考) 総務省「家計調査」により作成。二人以上の勤労者世帯。2014 年以前の「34 歳以下」は、「24 歳以下」、「25～29 歳」、「30～34 歳」の系列を集計世帯数で加重平均し算出。

⁷ 詳細は宇南山 (2023) を参照。また、補論において、SNAの貯蓄率、資金循環統計の資金過不足、家計調査の貯蓄率の相違点について整理を行っている。

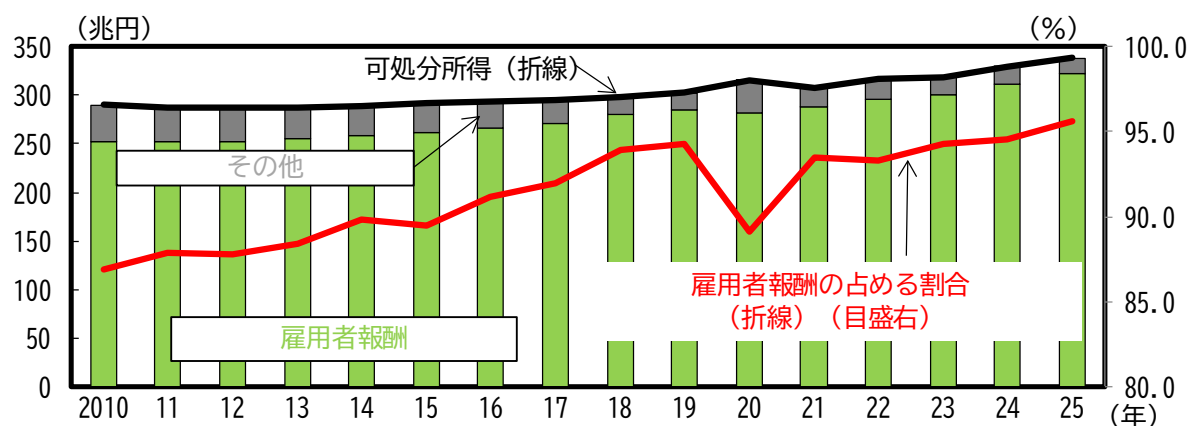
初めにみたように、2010年代に入って以降の我が国の貯蓄率はコロナ禍を除いて0%程度で概ね横ばいになっている。これは、可処分所得と消費支出が概ね釣り合っていることを表している。ここからは、可処分所得と消費支出をみていくことで、家計の消費・貯蓄構造を明らかにしていきたい。

まず、名目可処分所得の動向をみると、雇用者報酬の増加に伴って増加傾向にある（第4図）。なお、自営業者などの割合が減少しており、家計の可処分所得に占める雇用者報酬の割合は2025年で95%程度と、2010年の87%程度から上昇している。

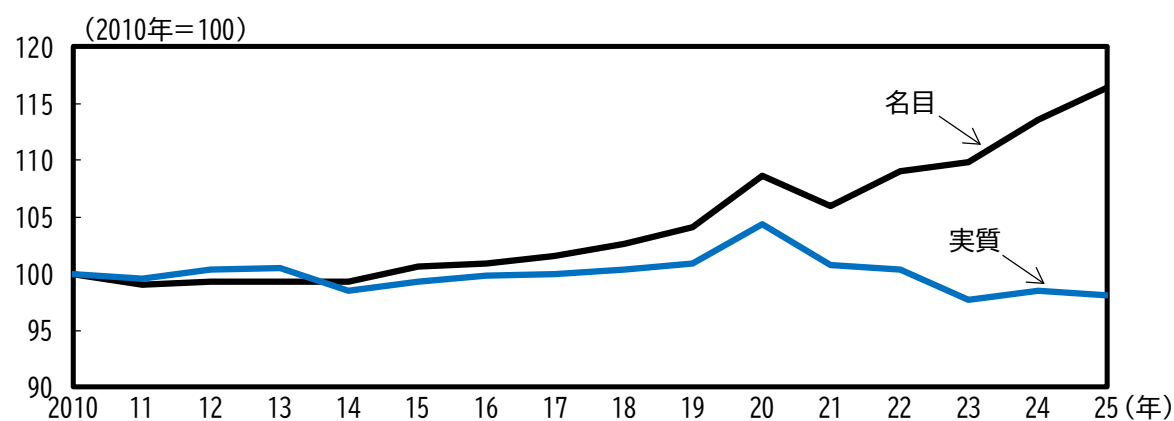
一方で、実質の可処分所得は、食料品の価格上昇などを受けて2020年以降目減りしてきていることがみてとれる。この実質的な可処分所得の目減りは、どこに皺寄せが行っているのだろうか。

第4図 可処分所得の動向

（1）可処分所得の内訳と雇用者報酬の占める割合



（2）実質可処分所得の動向



（備考）内閣府「国民経済計算」により作成。2026年1－3月期2次速報時点。（2）の実質化に当たっては、家計最終消費支出のデフレーターを使用した。

この可処分所得の動向を詳しくみていくために、可処分所得を目的別の消費支出で分解してみる。具体的には、日常生活にとって必要性が高いと考えられる、食料品等や、家賃、光熱費といった住宅等に振り向けられている支出額⁸（本稿では、これらを合わせて「必

⁸ 本稿では、SNAの家計の目的別最終消費支出のうち、「食料・非アルコール」を「食料等」、「住

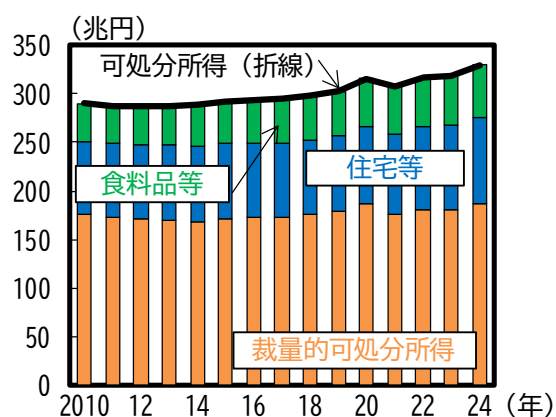
「裁量的消費」と呼称する。)と、それらを可処分所得から差し引いて残った、使途についてより裁量性の高い所得とに分解する⁹。本稿では、この裁量性の高い所得を、「裁量的可処分所得」と呼称する。この定義からして、裁量的可処分所得は、必須的消費以外の消費（「裁量的消費」とする。）と貯蓄額のどちらかに振り分けられることになる¹⁰。

第5図をみると、裁量的可処分所得は可処分所得に比べて伸びが抑制されていることが分かる。可処分所得に占める必須的消費の割合は、2021年から大きくなっており、必須的消費に回さなければならない可処分所得が高止まりしていることがみてとれる。

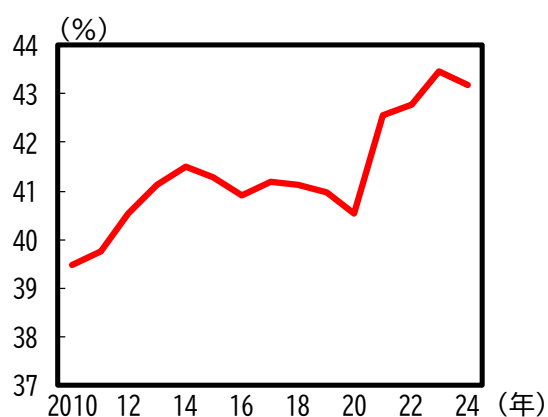
必須的消費の動向をみると、期間を通じて実質値が横ばいになっており、実質の消費量を維持するように名目の消費を増加させている家計の行動が示唆される。

第5図 可処分所得の分解

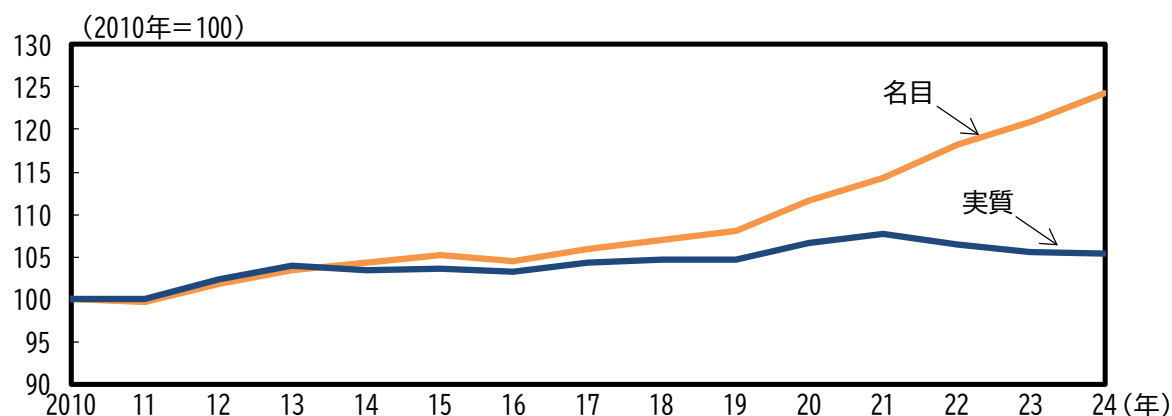
(1) 可処分所得の支出内訳



(2) 可処分所得のうち必須的消費の割合



(3) 必須的消費の推移



(備考) 内閣府「国民経済計算」により作成。2024年度年次推計時点。(3)の実質化に当たっては、家計最終消費支出(住宅等及び食料品等)の実質系列を作成し、算出したデフレーターを用いた。

宅・電気・ガス・水道」を「住宅等」と呼称している。

⁹ 内閣府政策統括官(2025)では、家計調査における定義を用いて、支出弾力性に基づき「基礎的支出」と「選択的支出」に分類した分析を行っている。分類の仕方は異なるものの、「選択的支出」については、本稿における裁量的消費の分析と概ね同様の結果が得られている。

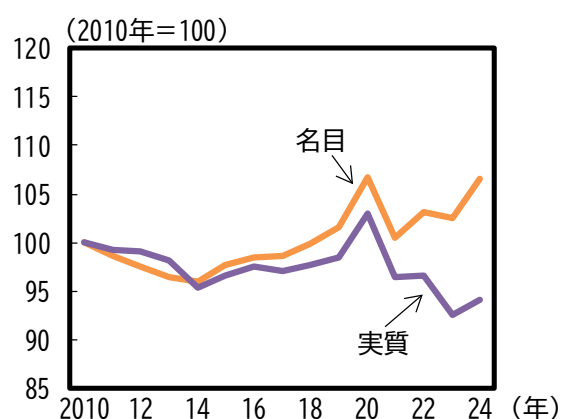
¹⁰ 裁量的可処分所得は、厳密には、裁量的消費と貯蓄(純)の合計から年金受給権の変動調整を控除したものになるが、相対的に少額であるため説明の都合上捨象した。

実質の可処分所得が目減りする中で、実質の必須的消費が横ばいであるということは、実質の裁量的可処分所得が押下げられていることになる。ここからは、裁量的可処分所得はどのような推移をしているかみていこう。名目の裁量的可処分所得は、必須的消費の割合が高止まりしていることから分かるように、可処分所得全体に比べて伸び悩んでおり、2020年と同水準になっている（第6図）。そして、実質化した裁量的可処分所得をみると、2021年以降、減少しており、足下で持ち直すような動きをみせているものの、可処分所得全体の動きと比較しても相応に目減りしていることが分かる。実際、裁量的消費の動向をみると、名目ではコロナ禍の大幅な落ち込みから回復を続けている一方で、実質ではコロナ禍の落ち込みを取り戻せておらず、弱含んでいる様子が分かる。

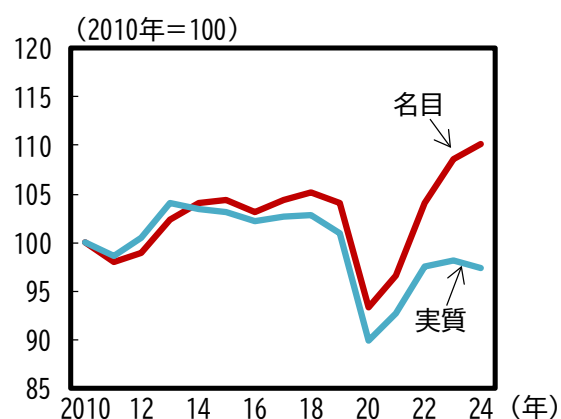
これらの動向を踏まえると、近年の家計をマクロでみれば、実質所得の伸び悩みと必須的消費の負担によって、裁量的消費を行うゆとりが少なくなってきたおり、貯蓄率を低下させることで裁量的消費の水準を維持している面があると考えられる。

第6図 裁量的可処分所得の動向

（1）名目と実質の推移



（2）裁量的消費の動向



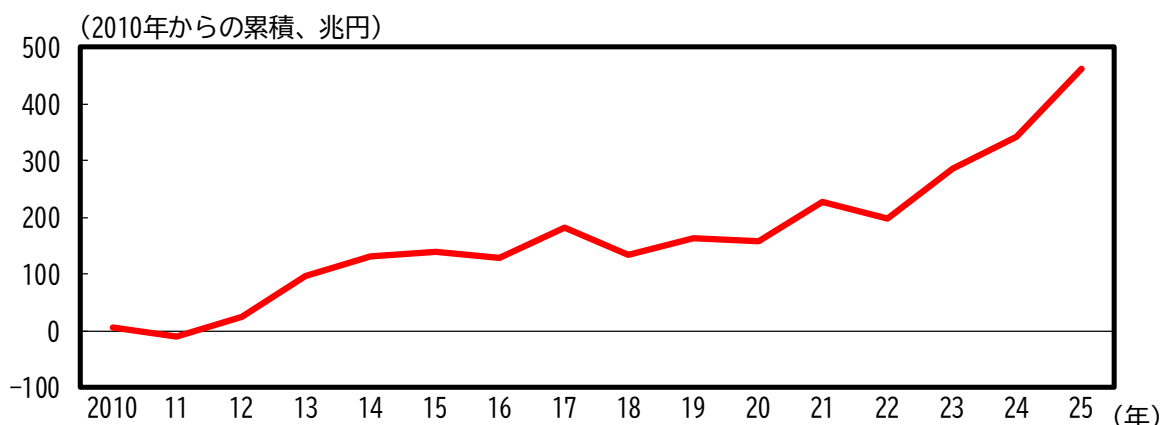
（備考）内閣府「国民経済計算」により作成。実質化に当たっては、家計最終消費支出（除く住宅等、食料品等）の実質系列を作成し、算出したデフレーターを用いた。

本節の最後に、家計が所有する資産のキャピタルゲイン（含み益）の動向をみておきたい。SNAの所得勘定には、株価上昇などのキャピタルゲインは計上されないが、消費支出を考える上では、資産評価額の上昇によって生じたキャピタルゲインが消費を増加させるという「資産効果」を考慮することも重要である。たとえば岸川（2026）では、家計調査のデータを用いて、2025年について資産効果が発生していた可能性を指摘している。キャピタルゲインが実際にどの程度家計の手元にあるか、統計で捕捉することは困難であるが、ここでは2010年以降の資金循環統計の調整額を毎期のキャピタルゲインとみなし、その推移を確認する。

2010年からの累積のキャピタルゲインをみると、内外の株価が上昇した2023年から2025年にかけて大幅に上昇している様子がみてとれる（第7図）。これまでみてきたように家計の可処分所得は伸び悩んでいるものの、キャピタルゲインまで含めた家計の「収入」

は足元相応に増加していると考えられる。しかし、キャピタルゲインは資産を売却し、現金化しなければ消費に活用することはできない。また、これが消費に結びついていくかは、株式等のリスク資産の生み出したキャピタルゲインが家計において恒常的な所得とみなされるかどうか重要であり、今後の消費動向を丁寧に確認していく必要がある¹¹。

第7図 キャピタルゲインの推移



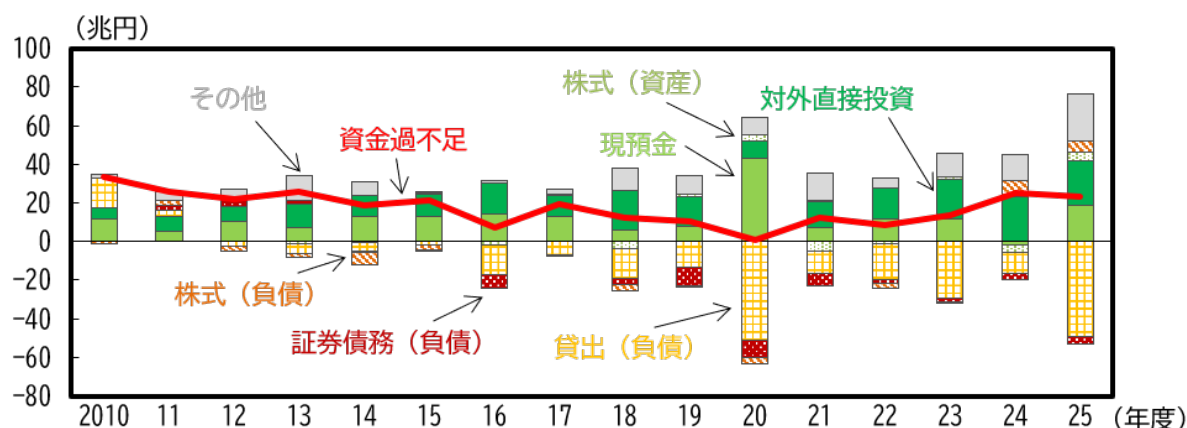
(備考) 日本銀行「資金循環統計」により作成。資産側調整額（おおむね、価格変動による保有残高の変動を表す）の累積。

3. 企業の資金過不足の動向

次に、我が国の企業の資金過不足の動向を資金循環統計から観察する。家計の場合と同様、企業の資金過不足は非金融資産の取引と対照をなしており、資金過不足は大まかには収益と設備投資等への支出の差額になっている。これを踏まえて、資金過不足の推移をみると、2010年度以降、一貫して資金余剰超（貯蓄超過）となっている（第8図）。なお、企業の貯蓄超過自体は1990年代後半から続いているが、当時はバブル崩壊を受けた景気停滞の中で過剰投資や過剰債務の処理に追われ、その後は世界的な金融危機や東日本大震災などの外的ショックに見舞われるなど、投資に逆風が吹いていた。2010年代半ば以降は、為替が円安方向に動くとともに企業業績が改善し、設備投資も上向く中で、緩やかに貯蓄超過幅を縮小してきたが投資超過には至らず、コロナ禍を経て再び貯蓄超過幅は拡大傾向にある。この間、投資超過となるまで設備投資が回復しなかった要因としては内閣府（2026）、内閣府政策統括官（2026）、田中（2019）などで指摘されている通り、日本経済への成長期待の低さや、過去の設備投資の失敗を受けた慎重姿勢などが考えられる。

¹¹ 内閣府（2025）では、内閣府が行ったアンケート調査に基づいて、人々は継続的な所得増に反応して消費を増やす傾向を報告している。

第8図 企業の資金過不足の動向



(備考) 日本銀行「資金循環統計」により作成。負債に計上される項目は逆符号。

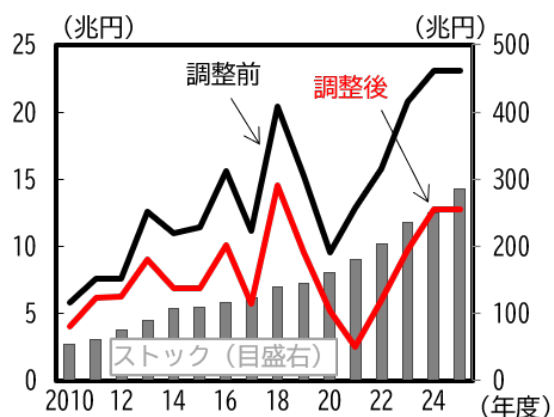
なお、企業の資産側には海外への投資、主に対外直接投資が多く計上されるようになっている。海外への投資という点では、人口減少に伴う国内市場の縮小見通しに加え、東日本大震災後の電力コストの上昇や1ドル=70円台をつけた急激な円高など、国内投資に関する事業環境の悪化等を背景に、企業は成長機会を求めて対外直接投資を拡大してきた。こうした動きにより対外直接投資の貯蓄への寄与は2010年代後半から大きくなり、企業の貯蓄超過の主因となっている。ただし、統計の性質を考慮すると、企業は見かけほど貯蓄超過となっていない可能性がある。すなわち、国際収支関連統計では、対外直接投資に、海外の投資先企業の内部留保が国内に還流したと仮定し、それをそのまま再投資したと想定した「収益再投資」というフローが擬制的に計上されている。これは対外直接投資の4割以上を占めているが、その計上の背景には実際の資金の動きは生じていない¹²。そのため、対外直接投資をみても実際のキャッシュフローは把握できないと考えられる。そこで、収益再投資の擬制を除いた対外直接投資を試算すると¹³、対外資産が増加するにつれて修正幅が大きくなっている(第9図)。擬制を調整した資金過不足では、2020年から2023年にかけて資金過不足はほぼバランスしており、資金循環統計が示すほどには企業は資金余剰ではなかったことがうかがえる。もっとも、擬制を除いてみても、ここ数年、企業の資金余剰は相応に拡大する姿となっている。

¹² 収益再投資は、投資先の内部留保残高の前期から当期の増減に、投資主体の当期末の出資比率と当期末の為替レートを乗じることで算出している。

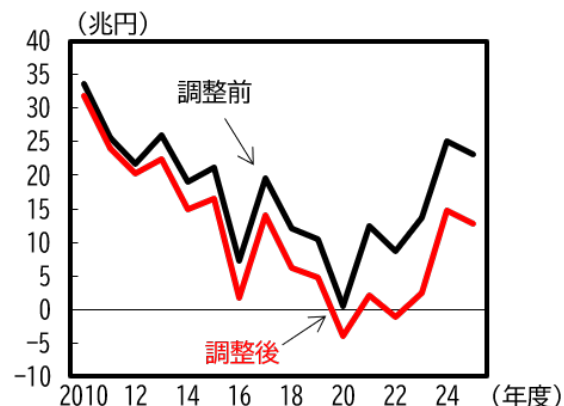
¹³ 資金循環統計では対外直接投資の内訳は公表されていないため、企業の収益再投資にはSNAの非金融法人企業の海外直接投資に関する再投資収益を用いて計算した。SNAが未公表の2025年度は、資金循環統計上の対外直接投資(ストック)について全体に占める企業の割合と、国際収支関連統計上の収益再投資について全体に占める企業の割合が一致するとの仮定を置いて試算した企業の収益再投資額の2024年度から2025年度の伸びを用いて延伸した。

第9図 収益再投資の擬制を調整した海外直接投資のフローと資金過不足

(1) 対外直接投資のフロー



(2) 資金過不足

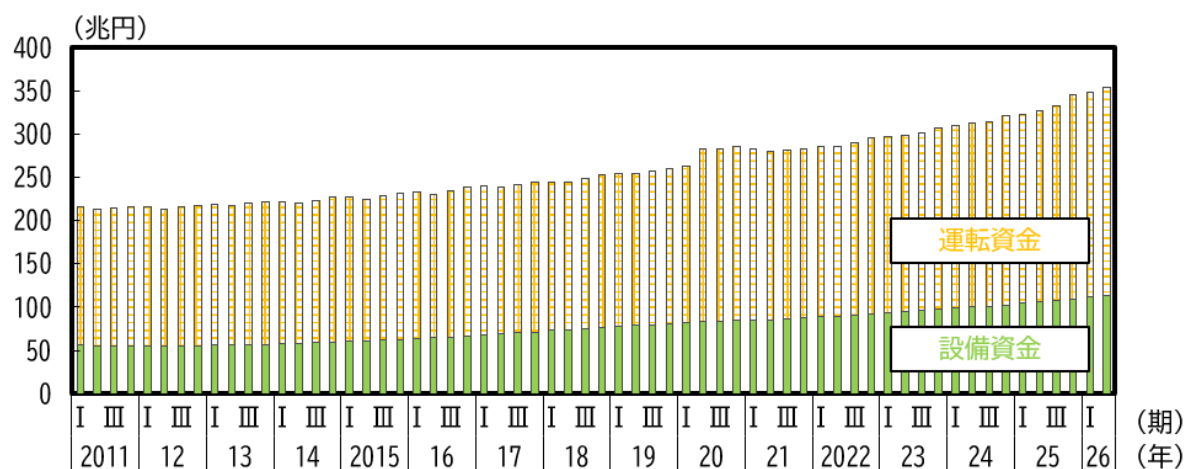


(備考) 日本銀行「資金循環統計」、内閣府「国民経済計算」、及び財務省・日本銀行「国際収支関連統計」により作成。

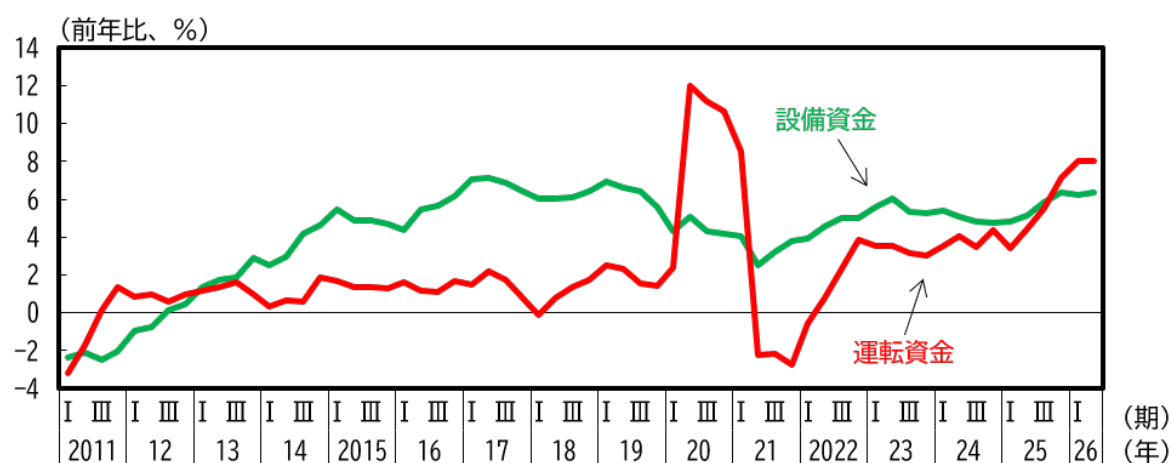
ここまで、企業の資金過不足を概観し、海外直接投資により生じる論点を踏まえた実態を議論したが、ここからは、金融資産や金融負債について主要項目の動向をみていく。まず、借入（資金循環統計における負債側の貸出）は、第8図でみたようにコロナ禍で大幅に増加した後、その反動で削減する動きはみられず一貫して増加している。内閣府（2026）の中小企業を対象とした分析では、企業はコロナ禍に増加した債務をあまり削減せず現預金として保存する動きがみられたことが指摘されている。本稿では、日本銀行の貸出先別貸出金を使い、増加が続く企業の借入について資金使途や主な借入主体を確認しよう。まず、金融機関の貸出を設備資金と運転資金に分けてみると、設備資金は2010年代後半以降、概ね前年比5%前後の伸びで安定して増加している（第10図）。一方、運転資金の伸びは、2010年代は設備資金の伸びを下回っていたが、コロナ禍の振れを経て拡大している。なお、設備資金には海外設備向けの資金も含まれるほか、運転資金は総貸出から設備資金を差し引いて算出しているためM&Aに要する資金なども含まれている点には留意が必要である。

第10図 企業の資金使途別の借入動向

(1) 残高



(2) 伸び率

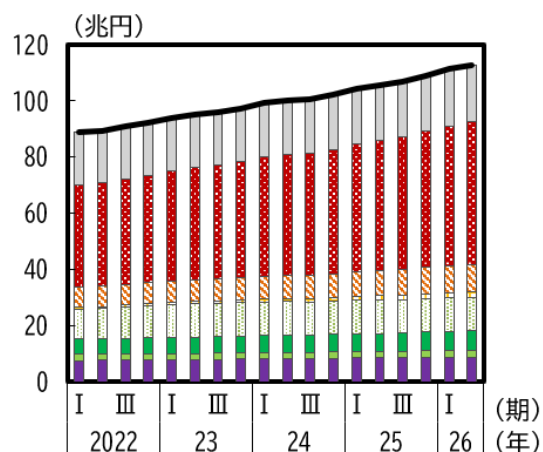


(備考) 日本銀行「貸出先別貸出金」により作成。金融・保険業及び個人による貸家業を除く。運転資金は、総貸出から設備資金を引いて算出。

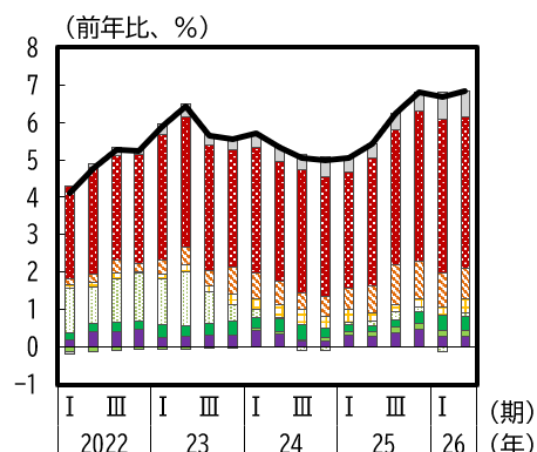
次に、第11図で設備資金、運転資金それぞれの足元の業種別動向をみると、設備資金は多くの業種で増加しているが、残高の大きい不動産の寄与が際立つ。不動産は、都市部の再開発や、足元では資材価格の高騰も相まって設備向けの資金需要が拡大している。運転資金は、近年活発化するM&A向けの資金需要や足元の広範な物価高により設備資金に比べると幅広い業種が寄与しているが、それでも不動産の寄与が大きい。総じてみると借入は拡大しているものの、その伸びは業種によって偏りがあることが分かる。

第 11 図 業種別の借入動向

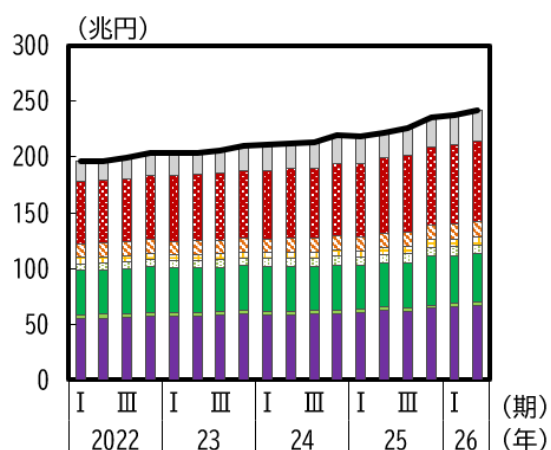
(1) 設備資金の残高



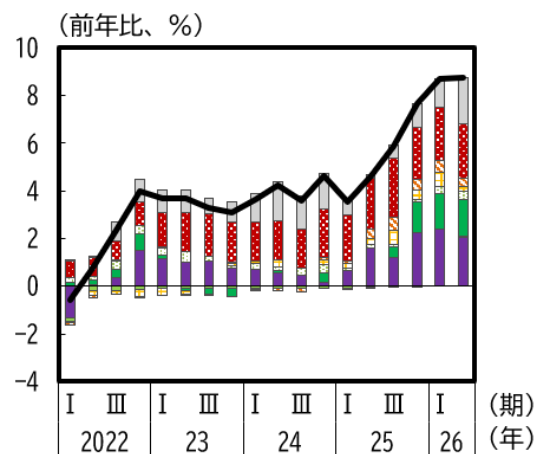
伸び率



(2) 運転資金の残高



伸び率



— その他非製造業
— 情報通信
— 飲食・宿泊

— 不動産
— 電気・ガス
— 製造業

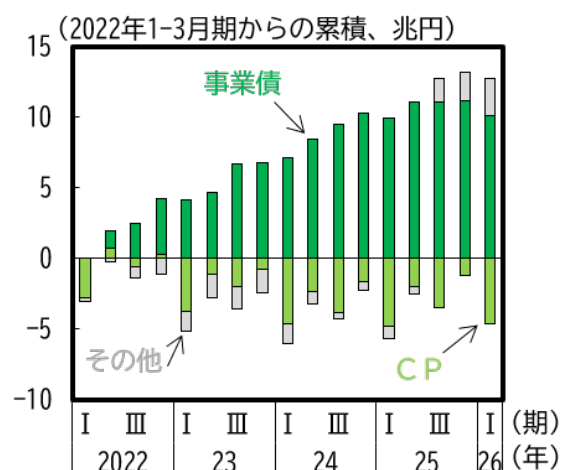
— 運輸
— 卸売・小売
— 全体

(備考) 日本銀行「貸出先別貸出金」により作成。金融・保険業及び個人による貸家業を除く。運転資金は、総貸出から設備資金を引いて算出。

企業の資金調達手段として、社債などの債券発行の動向も簡単に確認しておこう。資金循環統計で 2022 年以降の債務証券の発行残高をみると¹⁴、C Pはコロナ禍やロシアによるウクライナ侵攻を受けた輸入物価の上昇により 2020 年から 2022 年にかけて発行ニーズが増加したことの反動で、2023 年以降、弱含んだ(第 12 図)。一方、事業債は借入と同様に概ね堅調に増加している。

¹⁴ 資金循環統計では、債務証券は時価で評価される。ストックベースでは金利変動の影響を大きく受けるため、ここではフローの累積を用いた。

第12図 債務証券の発行動向



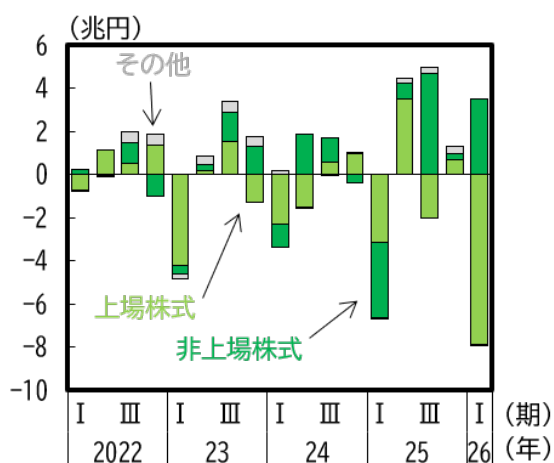
(備考) 日本銀行「資金循環統計」により作成。発行から償還を控除したネットベースのフローの累積。その他には、居住者発行外債等が含まれる。

次に、金融資産、金融負債双方に関連する動きとして、株式の動向を確認する。企業にとって資産としての株式は、株式の売買により変動し（株式の取得はプラス、売却はマイナス）、負債としての株式は、主に自社の株式の発行や消却により変動する（株式の新規発行はプラス、消却はマイナス）。第13図をみると2022年以降、いわゆる東証改革などを受けて、資産側の上場株式は政策保有株の持ち合い解消の動きの中でマイナスが目立ってきている。非上場株式はM&Aに伴う株式の取得により概ねプラスとなっている。一方、負債側の上場株式は、株主還元の要求が強まる中、自己株式取得を経た自己株式の消却によりマイナスとなっている。事業法人の上場株式の売買状況について日本取引所グループのデータでは、これまで述べてきた要因から2023年の後半以降、買い、売りどちらも増加している様子が分かる。ネットで見ると、事業会社は一貫して株式の買い越し主体となっている¹⁵。

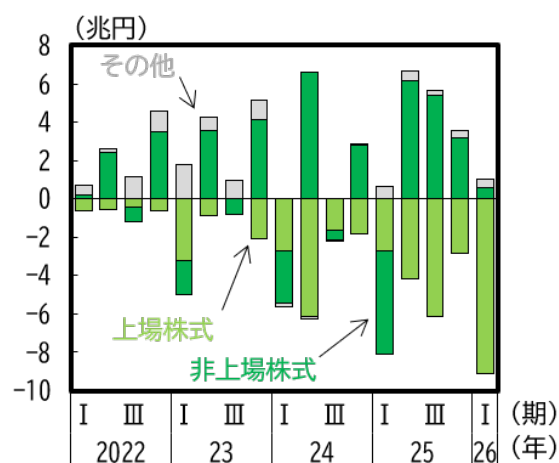
¹⁵ 資金循環統計のフローと動きに差異がみられるが、対象となる事業法人の定義の違いや、資金循環統計では消却された自己株式が株式（資産）のマイナスとして計上されることなどが要因として考えられる。

第13図 株式の売買動向

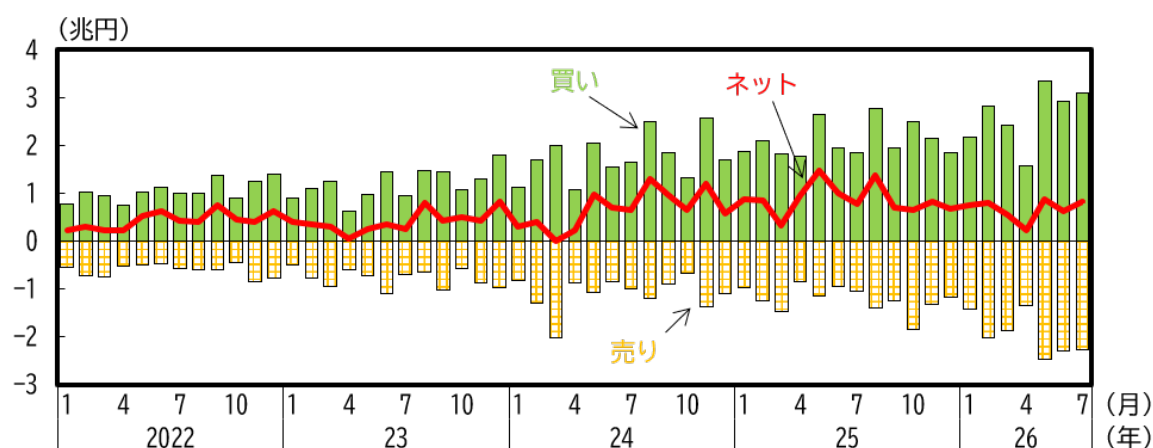
(1) 株式（資産）のフロー



(2) 株式（負債）のフロー



(3) 事業会社の上場株式売買フロー



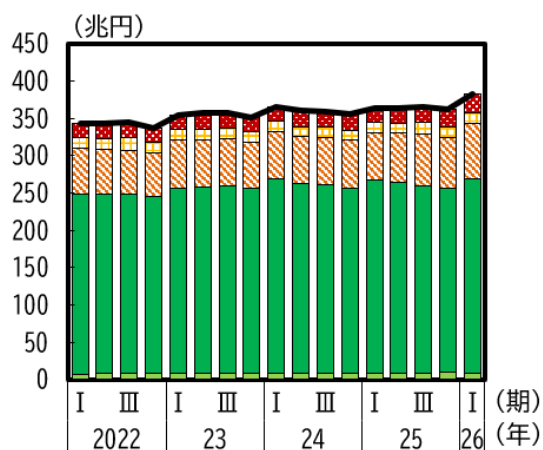
(備考) (1)、(2) は日本銀行「資金循環統計」、(3) は日本取引所グループ「投資部門別売買状況」により作成。(1)、(2) はネットベースのフロー。

最後に、資産側の動きとして現預金の保有残高の推移を確認する。ここまでみてきたように、企業は借入による資金調達を拡大させ、国内外の投資やM&Aに加え、自社株買いなどに資金を投じてきた。このように資金の使い道が多様化する中でも、現預金は概ね増加が続いている（第14図）。物価上昇や経済規模の拡大につれて、企業が必要とする手元現預金も増加することは自然である。実際、2022年や2023年の残高増加の大部分は流動性預金であり、名目でみた経済規模の拡大に伴って現預金保有が増やされた可能性がある。しかし、2024年半ばから流動性預金の寄与は縮小し、2025年には減少に転じた。流動性預金に代わり足元で現預金の増加に寄与しているのが定期預金である。政策金利の段階的な引上げにより短期金利が上昇しており、企業は資金の預け先として預金金利が高く付く定期預金を活用していることがうかがえる。なお、資金の短期的な運用先として、企業が保有するCPも足元で増加している。ただし、こうした現預金が過剰に貯蓄されているものか否かについては、これまでもしばしば論じられてきた中で、具体的な資金の使い道がな

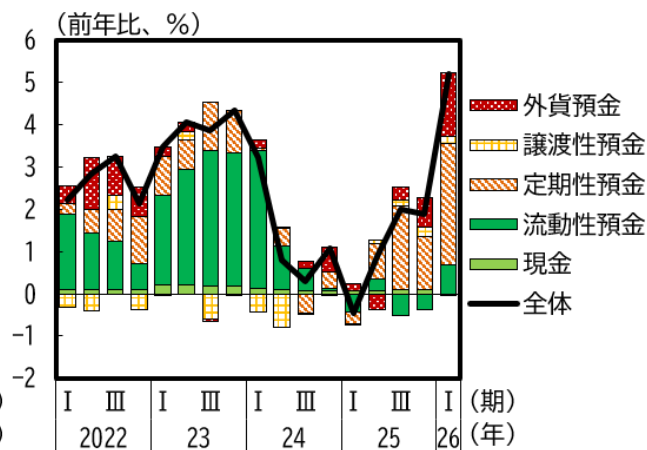
いまに定期預金やC Pが蓄積され続けているとすれば、投資家など外部からはその位置付けを問われることになるものと思われる¹⁶。

第14図 現預金及びC P（資産）の保有動向

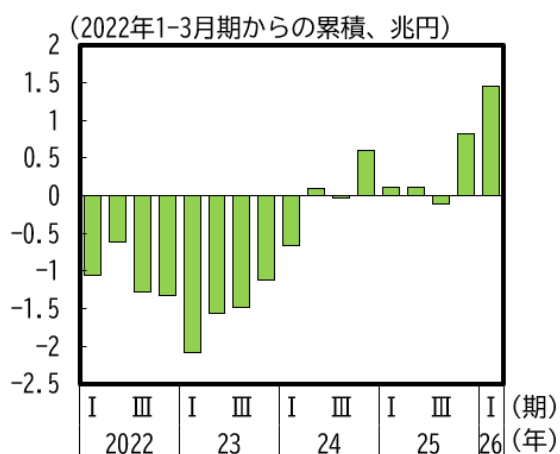
（1）現預金のストック



伸び率



（3）C P（資産）のフロー



（備考）日本銀行「資金循環統計」により作成。（3）はネットベースのフローの累積。

4. まとめ

ここまで、企業と家計の動向をみてきたが、そこから経済全体に対してどのような含意を導くことができるだろうか。

第2節でもみたように、家計の可処分所得は実質ベースでは伸び悩んでおり、そのうち自由度の高い状態で支出できる部分は、世帯構成等の変化はあるにせよ、むしろ緩やかに減少傾向でさえある。マクロ統計でみれば、家計は貯蓄率を低下させつつ、消費水準を維

¹⁶ 企業の資金調達コストは加重平均資本コスト（WACC）である以上、投資家からはWACC以上の資金効率が求められる。定期預金として資金が滞留すれば、配当や自己株買いなど株主還元への圧力が強まる可能性がある。

持しているともいえる状態にある。

一方で、企業の貯蓄超過は、直近数年では拡大傾向にある。企業が貯蓄主体となることは近年世界的にもみられている現象ではあるが（Chen et al. (2017)）、我が国の場合はその幅が大きいことや、背景に企業のリスク回避姿勢がはっきりと存在することが特徴である¹⁷（内閣府（2026）第3章）。結果的に、マクロ経済全体でみれば、設備投資に回ることによって経済全体の供給能力を高めたり、賃上げによって家計をうるおしたりする原資となることもありえた資金が、相当程度、企業の内部に積み上げられるままになってしまっていたと考えられる。すなわち、我が国の経済構造とその課題は、家計の貯蓄超過幅の減少と企業の厚い貯蓄が、「コインの裏表」のような関係となって立ち現れているのである。

こうした点を踏まえると、企業行動が貯蓄から投資や賃上げにより積極化することは、家計の所得とゆとりを回復させるうえでも重要な課題であるといえる。たとえば、官民が力を合わせて将来の成長の道筋を描き、それに合わせた環境整備の下で、国内投資を推進していくことが期待される。

もっとも、現状、その幅の大小はさておき家計も企業も貯蓄超過主体であり、その貯蓄が一般政府の投資超過と釣り合う格好となっていることには留意が必要である。政府の施策においても、支援を必要とする家計に一層焦点を当てたり、企業活動の活性化が誘発されるような取組に力を入れたりすることで、家計と企業の貯蓄投資バランスの課題が緩和方向に向かうことが期待される。

¹⁷ 現預金保有を中心に我が国企業の行動を分析した研究として、Shinada(2012)やHosono et al. (2019)も参照。

参考文献

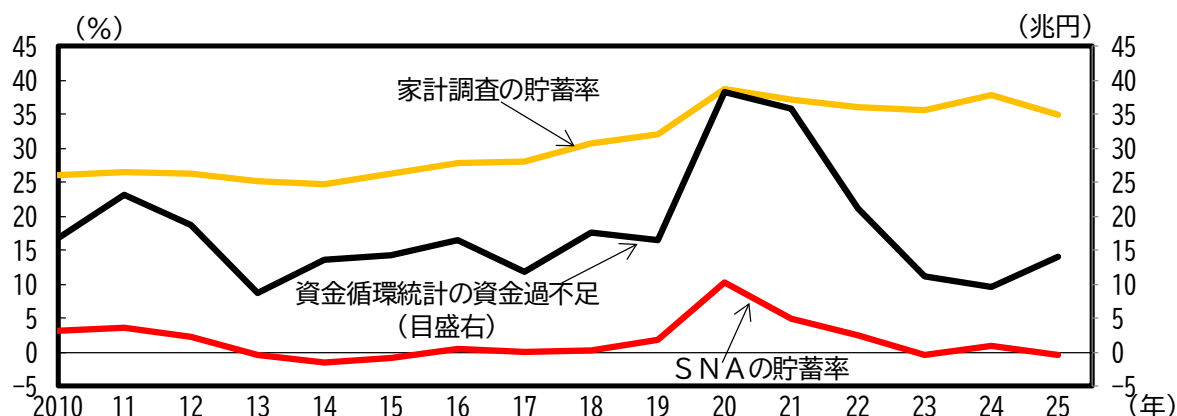
- 内田眞一（2024）「わが国における過去 25 年間の物価変動」金融研究 第 43 巻第 4 号 pp. 47-68 日本銀行金融研究所
- 宇南山卓（2023）『現代日本の消費分析：ライフサイクル理論の現在地』慶応義塾大学出版会
- 宇南山卓・大野太郎（2018）「日本の世帯属性別貯蓄率の動向について：アップデートと考察」RIETI Discussion Paper Series 18-J-024 独立行政法人経済産業研究所
- 柿澤佑一朗（2026）「2024 年度（令和 6 年度）年次推計（2020（令和 2）年基準改定）における 所得支出勘定等の概要について」国民経済計算関連論文 No. 23 内閣府
- 岸川和馬（2026）「株価上昇と世帯年収別の金融資産・消費支出について」今週の指標 No. 1421 内閣府
- 北大幸・直野未悠（2026）「金融連関分析の手法による我が国経済の構造的解析」経済財政分析ディスカッション・ペーパー DP/26-3 内閣府
- 田中賢治（2019）「堅調な企業収益と低調な設備投資のパズル」経済分析 200 号 内閣府
- 内閣府（2025）『令和 7 年度年次経済財政報告』
- 内閣府（2026）『令和 8 年度年次経済財政報告』
- 内閣府政策統括官（経済財政分析担当）（2025）『日本経済レポート（2024 年度）』
- 内閣府政策統括官（経済財政分析担当）（2026）『日本経済レポート（2025 年度）』
- 直野未悠（2025）「わが国の国際収支について－近年の動向と論点の整理－」マンスリー・トピックス No. 78 内閣府
- Aoki, K., & Ueda, K. (2025). Survey of the effects of unconventional monetary policy in Japan. *The Japanese Economic Review*, 76, 587-619.
- Chen, P., Karabarbounis, L., & Neiman, B. (2017). The global rise of corporate saving. *Journal of monetary economics*, 89, 1-19.
- Shinada, N. (2012). Firms' cash holdings and performance: Evidence from Japanese corporate finance. RIETI Discussion Paper Series 12-E-031, The Research Institute of Economy, Trade and Industry.
- Horioka, Charles Yuji (2026). The impact of population aging on the household saving rate: The case of Japan, Discussion Paper No. DP2026-02, Research Institute for Economics and Business Administration, Kobe University.
- Hosono, K., Miyakawa, D., & Takizawa, M. (2019). Cash holdings: Evidence from firm-level big data in Japan. *The Economic Analysis*, vol.200, pp.135-163.

補論. 統計間の貯蓄率の違い

家計の貯蓄動向をみる上で、各統計間の貯蓄率の動向の違いには、気を配らなければならない。第2節でも触れたように、SNAの所得支出勘定（以下、この補論では単にSNAと呼ぶ）、資金循環統計、家計調査の間では、貯蓄率の動向や水準感について相応の差異が生じている。ここでは、それらの差異がどのようにして生まれているのか、定義や概念の違いを整理することで考えてみたい。

まず、これら三種類の統計の動きを改めてみると以下の通りである。第2節でみたように、SNAと資金循環統計は長期的には同様の動きを示している。一方で、SNAと家計調査は、まず家計貯蓄率の水準感にかい離があり、家計調査の貯蓄率は過去15年間、一貫して25%を上回って推移している一方、SNAではコロナ禍の期間を除いて5%を下回る水準で推移している。また、方向感についても、SNAの家計貯蓄率はおおむね横ばい傾向であるのに対し、家計調査の貯蓄率はやや右肩上がりの傾向を示しているようにみてとれる。

補論図1 各統計間の家計貯蓄率の動向



（備考）総務省「家計調査」、内閣府「国民経済計算」、日本銀行「資金循環統計」により作成。

次に、SNAと資金循環統計の違いについてみていこう。資金循環統計も国民経済計算体系に基づいて作成されているため、基本的な概念や考え方は同一のフレームワークに基づいており、これらの差異はもっぱら金融勘定と所得支出勘定の個別の定義の違いに求めることができる。両者が同じようなふるまいをみせる例として、家計が何かしらの消費財を購入したときを考えてみよう。このとき、SNAにおいては貯蓄が減少し、貯蓄率が低下する。資金循環統計においては、資産として所有していた現預金が減少し、資金過不足も減少することになる（資金不足になる）。

しかし、たとえば、家計がローンを組んで住宅を購入したときは動きが異なる。SNAにおいては、住宅の購入は投資とみなされるため、当期の帰属家賃（帰属家賃については後述）の分だけ消費支出は増加し、また、帰属家賃から減耗等を調整した分だけ可処分所得は増加することになる。したがって、貯蓄率は減耗等の分だけ低下すると考えられる。

一方で、資金循環統計においては、住宅は非金融資産であるために計上対象に含まれない。よって、資産側は（借入で調達した資金を住宅購入に用いるため）変化せず、負債側についてはローンの分だけ増加することになる。したがって、資金過不足はローン全額分、すなわち住宅価格の全額分が不足することになる（資金不足になる）。

加えて、資産の購入、売却における扱いの差があると考えられる。たとえば、ある期に預金を用いて非金融資産を購入したとする。このとき、SNAにおいては、購入資金は貯蓄から拠出されるため、貯蓄率に変動は生じない。資金循環統計においては、資産側の預金を減少させる一方、購入した非金融資産は計上範囲外であるため、この取引は不足超方向に作用する。この資産を次の期に売却する際、SNAにおいては、資産の売却損益は、所得として計上されないため、貯蓄率には影響を及ぼさない。したがって、2期間にわたって貯蓄率は変動しない。一方で、資金循環統計においては、資産の売却額だけ現金・預金を変動させ、余剰超方向に作用することになる。すると、2期間にわたってみれば、非金融資産の価格変動（実現したキャピタルゲイン）の分だけ資金過不足が生じることになる。

このように、勘定の定義の差異に起因して、SNAと資金循環統計は異なる動きをみせることになると考えられる。また、SNAと資金循環統計はそれぞれ異なる基礎資料を用いて推計されているため、定義の差異以外にも推計誤差による不一致も生じることが避けられない。

それでは、SNAと家計調査はともに「収入」と「支出」を計上した勘定をみているが、何が異なるのだろうか。ここでは、宇南山（2023）を参考に、統計の対象とする範囲と品目について整理したい。

まず、統計の対象とする範囲について、SNAは一国経済全体をカバーすることを目的としているため、家計についてもすべての家計を対象としている。一方で、家計調査については、貯蓄率において二人以上の勤労者世帯のみを算出対象としている。したがって、たとえば相対的に貯蓄率が低いと考えられる高齢者の無職世帯は対象範囲から外れており、両者の傾向の違いを生み出していると考えられる。

続いて、統計の対象とする品目について、ここではSNAに特徴的な点として、帰属家賃が挙げられる。これは、持家の所有者について、自分が自分自身に家を貸していると想定し、そのとき生じると考えられる家賃を擬制的に消費支出に計上するものである。また逆に、持家の所有者は、自ら支出した帰属家賃から固定資本減耗や修繕費用などを除いた分だけ、営業余剰という所得として受け取ることとなる。このようにみると、営業余剰という所得に比べると、固定資本減耗や修繕費用などが差し引かれていない帰属家賃という支出のほうが大きく計上されるため、その分だけ貯蓄の水準は押し下げられることとなる。家計調査ではそうした擬制的な概念は存在しないため、水準や傾向に違いを生み出す要因となり得る。

ここまで、SNAと家計調査の主な相違について、対象とする範囲、品目の観点からみてきた。各々の相違点がそれぞれどの程度の影響を及ぼしているかは先験的に判断できるものではないが、宇南山（2023）では上述の点に加えて、様々な相違点を整合的になるよ

う調整した試算を行っている。その結果、両者のかい離のうち、約 60%は世帯の調査範囲の違いによって生じていると指摘している。

家計の貯蓄や消費の動向を分析する際には、こうした統計間の違いに気を配りつつ、多角的に観察することが肝要である。