

貯蓄投資バランスからみる不動産業界の状況*

経済産業研究所 上席研究員 後藤 康雄
 ごとう やすお

日本経済は、1990年頃のパブル崩壊以降、“失われた20年”という長く厳しい低迷の期間を続けてきた。2010年代以降は徐々に正常化のきざしはみせているが、それでも根強いデフレに象徴されるように、なかなか力強い回復の道筋に入れない状態が続いている。そうした状況の一端を、多分に実感も込めて「世の中のお金が回らない」と言い表すことが少なくない。この表現自体は厳密な定義に基づくものではなく、あくまで感覚ベースの言い方に過ぎない。しかし、日本銀行が空前の金融緩和を続けてもなおデフレから脱却できずにいる現在の状況や、高水準の企業収益にもかかわらず、企業が大胆な雇用者への還元や設備投資には慎重な現状をみると、相応の実態を反映している面もあるように思われる。

こうした“お金が回らない”状況をマクロ経済的にとらえる際の、ひとつの鍵となる概念が貯蓄投資差額、通称ISバランスである。本稿では、ISバランスという切り口から、わが国の経済全体と企業部門、そのなかでの不動産業界の状況を概観する。

1. ISバランスと資金過不足—モノとカネの結節点

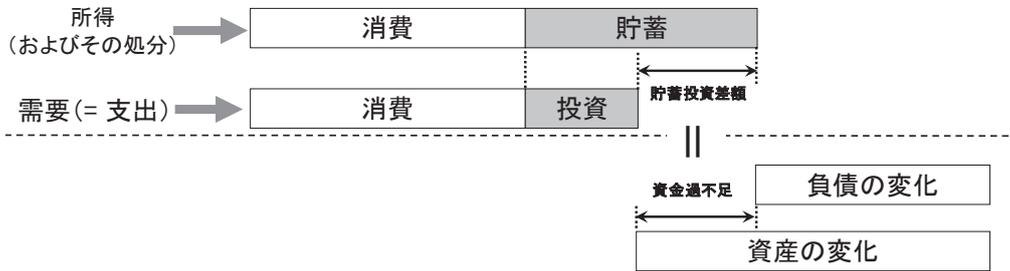
ISバランスは、マクロ経済を分析する際には非常に重要な概念だが、その具体的な定義や意味は一般にあまり知られていない。まずその定義だが、国や各経済部門の投資（Investment）と貯蓄（Saving）を差引きしたものである。その大まか

なイメージを述べておこう。ある経済主体が所得を得たとして、今を生きるためにモノとして今期使い切ってしまう部分が消費である。消費以外は貯蓄ということになる。貯蓄をそのままにしておいてもよいが、来期以降に使うモノを新たに生み出すため、その一部を何かの設備などに、やはりモノとして使うこともできる。これが投資にあたる。ISバランスとは、以上の貯蓄と投資の差額を算出したものであり、貯蓄に対してどれだけ積極的に投資をしたかを表す指標と解釈できる。

このようにISバランスは、ある経済主体（あるいは経済部門）にとっての、モノに関する“最終尻”のような概念だが、実はカネに関する“最終尻”ともいえる資金過不足という概念と恒等的に一致する関係にある。ある経済主体が今期、金融資産を増やす状況を考える。そのひとつのやり方は、負債を増やしてそれを元手に金融資産を購入することである。この場合、両建てでバランスシートが拡大する。もうひとつは、貯蓄のうち、実物投資に回さなかった部分、すなわち上記のISバランスに相当する部分を使うというものである。概念上、あるいは統計上、貯蓄のうち投資として使わなかった部分は即、金融資産の増加として捉えられる。現金のまま寝かせる、あるいは（今日ではほとんど利子が付かないので現金にほとんど近い）預金に預けるとしても、それらは立派な金融資産である。

こうした関係を概念図で示したのが図表1であ

図表1 ISバランスと資金過不足の対応関係（概念図）

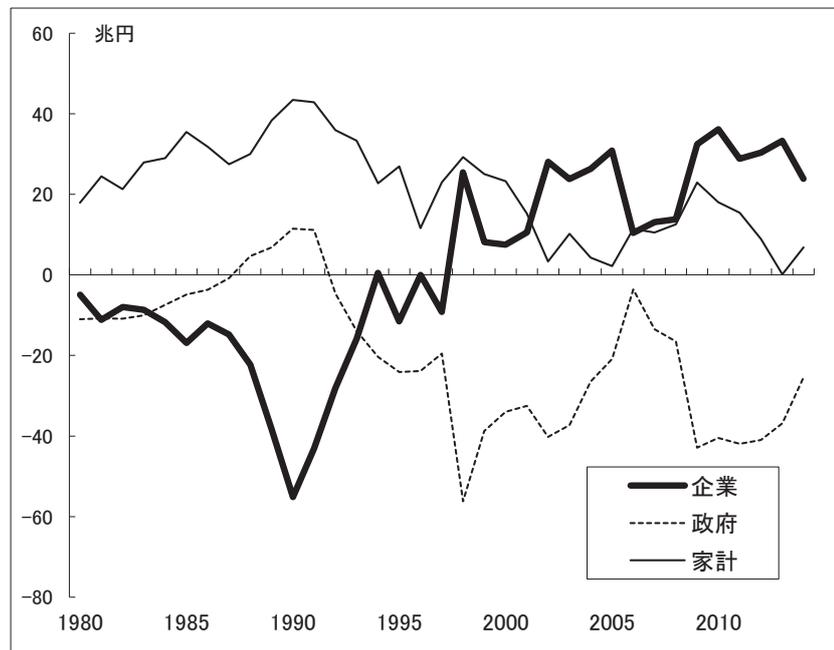


る。上半分はモノの世界で、その最終尻が IS バランスとなる。それに対して下半分はカネの世界で、金融資産と負債の変化を差し引きした最終尻が、資金過不足として IS バランスと一致する関係にある。ここまではイメージの説明として、モノの世界を起点に説明してきた。すなわち、モノとして使わなかった残りを受け身の形で金融資産の増加に充てるようなニュアンスで記述してきた。しかし、カネの世界が起点にな

ることも考えられる。例えば、金融資産を増やしたいので、実物投資を抑えて、資金過不足を拡大させるというケースである。IS バランス (あるいは恒等関係にある資金過不足) をめぐる因果関係、さらにいえばモノとカネの世界の因果関係は、IS バランスをみているだけでは分からない。しかし、IS バランスがモノとカネの世界の結節点ともいえる、マクロ経済をみる上での重要な視点ということはいえる¹。

¹ さらに一国全体でみると、国の IS バランスは概念上、対外的な実物取引の最終尻である経常収支に一致する恒等関係にある。

図表2 部門別にみたわが国の IS バランスの推移：1980～2014 年度

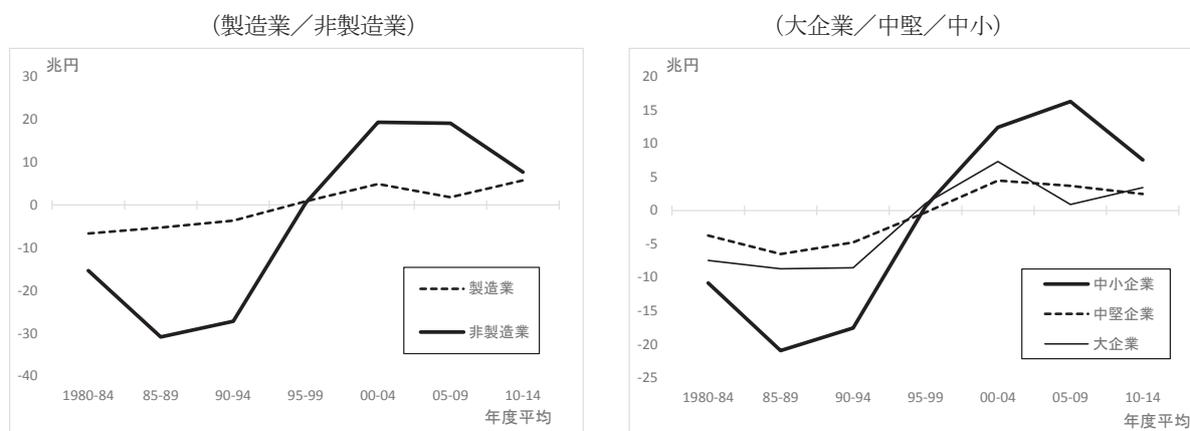


注1：企業は非金融法人、政府は一般政府、家計は個人企業を含むベース。
注2：1980～1993 年度は 2000 年基準、1994 年度以降は 2005 年基準 (いずれも 93SNA)。

2. わが国のISバランスの概観

IS バランスの概念について述べてきたが、次にわが国の IS バランスの長期的な推移を経済部門ごとに概観する。まず家計部門をみると、恒常的に貯蓄超過の状態にはあるものの、近年その超過幅は縮小してきている (図表 2)。リーマンショック後、生活防衛的な貯蓄を背景とする一時的な拡大も観察されるが、超過幅の縮小は少子高齢化のもとでの基調的なものとみられる。次に政府部門だが、90 年代以降、急速に貯蓄不足の度合いを高めている。政府は、バブル崩壊後の日本経済を支えるため、国債の発行等を通じて債務を増やし、それにより金融システム安定化のための公的資金

図表3 業種別・規模別にみたISバランスの推移



出所：財務省「法人企業統計」より筆者作成。

や公共投資の原資を調達してきた。

こうしたなか、特徴的な動きを示しているのが企業部門である。企業部門は1990年まで急速に貯蓄不足（投資超過）幅を拡大してきたが、その後急速に貯蓄不足幅を縮小し、90年代半ばからは貯蓄不足から貯蓄超過に転じ、今日に至っている。かつての企業部門は、貯蓄以上の投資を、外部から資金調達してでも行うことで、日本経済のいわば“エンジン”としての役割を果たしてきた。それが、貯蓄相当分を使い切らずに余らせている状況が長らく続いているわけで、日本経済の活力の喪失の一端を表しているようにもみえる。時系列的な変化という点でいえば、政府と家計はわが国の貯蓄を減らす方向に働き、貯蓄を増やす方向に寄与したのはもっぱら企業部門であった²。

3. 企業部門のISバランスの状況

ここまでは日本経済を包括性に捉えるSNAベースのデータを「国民所得統計」（内閣府）から得てISバランスを算出したものを用いたが、以下では、細かい業種や企業規模、ISバランスを計算する上での内訳項目を詳しく捉えることができる「法人企業統計」（財務省）に基づき分析を行う³。

² 企業部門の貯蓄の増加は政府と家計だけでは埋まり切らず、最終的に経常黒字の拡大として帳尻が合う形となった。

³ 両統計から得られるISバランスの動きは非常に近い

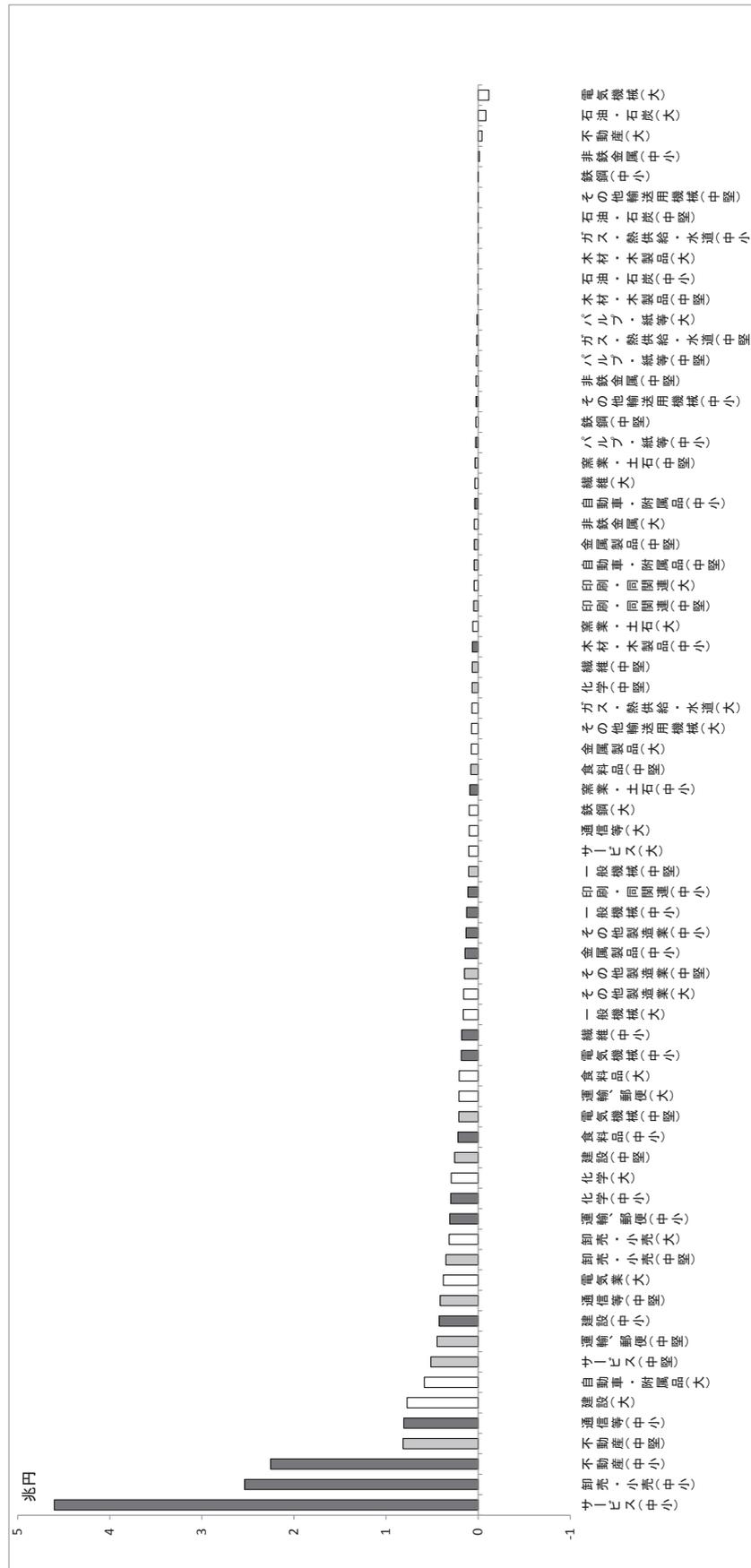
図表3をみると、ISバランスの動きは業種や企業規模によって相当異なることがわかる。左は製造業と非製造業のISバランスだが、非製造業のほうが振れ幅は大きく、企業部門全体の長期的なトレンドの変化に大きく作用した状況がみてとれる。一般には、製造業を中心とする海外シフトが国内の投資を減退させた、というイメージが持たれることが多いが、ISバランスの変化については、少なくとも数量的には非製造業の動向が大きく影響した形である。また、企業規模ごとにみた右のグラフでは、大企業や中堅企業に比べ、中小企業の振れが大きい（規模階層ごとの変化については拙著（後藤2014）に詳述している）。

ここで、どの業種のどの規模階層が貯蓄超過に寄与していたのかを細かくみたのが図表4である。値は2000年以降（2000～2014年）の年度平均額を表している。同図は金額表示であり、企業部門全体のISバランスへの寄与の大小を直接的にみることがきる。規模階層については、中小階層を黒い棒グラフで、中堅、大企業階層をそれぞれ灰色、白で表示している。

これをみると、サービス業、卸・小売、不動産の、それも中小階層の寄与がずば抜けて大きいことが分かる。また、本稿が関心とする不動産業で

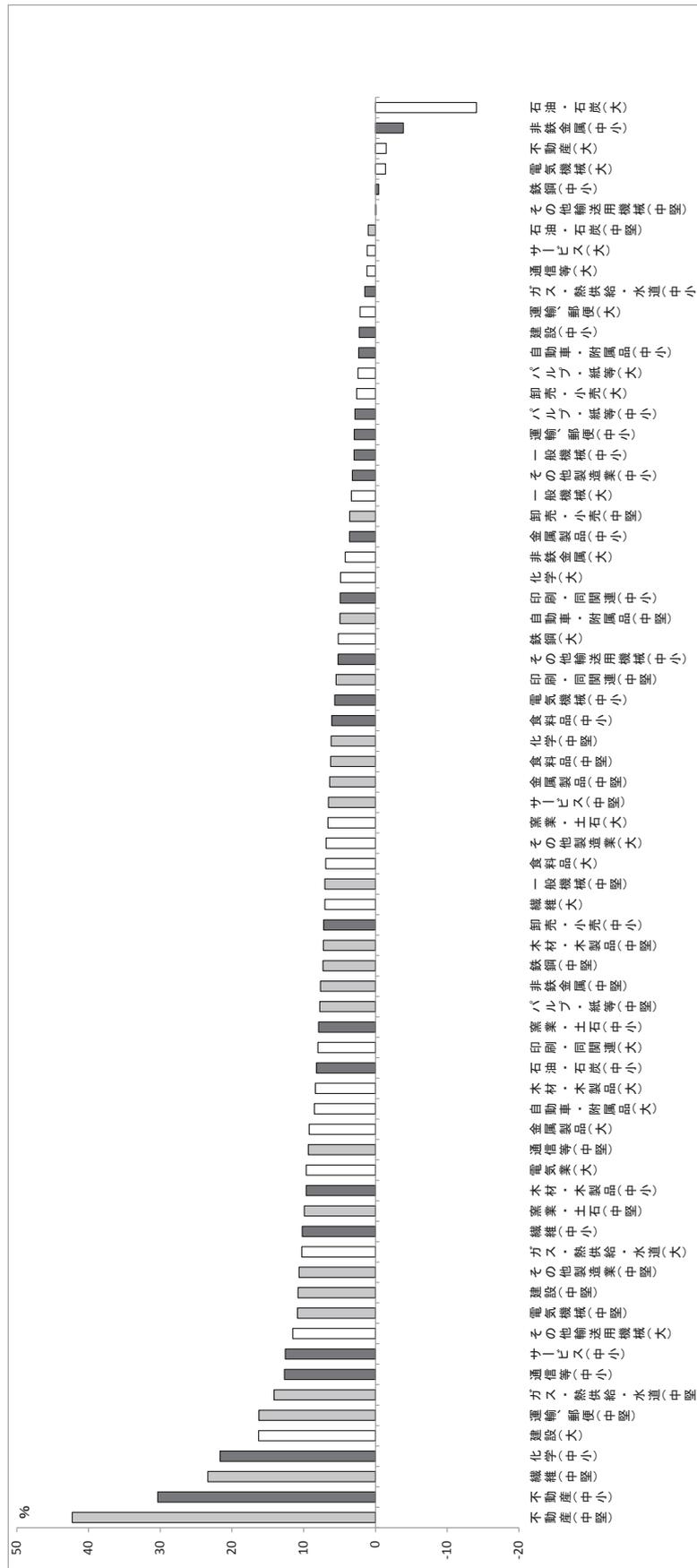
ことを別途確認している。なお、法人企業統計を用いたISバランスの算出は益田（2006）を参照。

図表4 業種別×規模別（細分類）にみたISバランス：金額ベース（2000年度以降平均）



出所：財務省「法人企業統計」より筆者作成。

図表5 業種別×規模別（細分類）にみたISバランス：対付加価値比率（2000年度以降平均）



出所：財務省「法人企業統計」より筆者作成。

は、中堅階層も4位を占めている。しかし、大規模階層は逆に下から3番目の位置にあり、同じ業界にもかかわらず、規模階層によって極めて大きな差が生じている。上位の顔ぶれは、筆者が2000～2009年度の期間を対象に同様の手法で算出した、後藤(2014)の結果と似たものである。上位3つを占める卸・小売りと不動産はバブルで痛手を負った業種であり、サービス業も内訳の業種をみるとリースなど、やはりバブル関連業種の影響が小さくない。ただし、いずれの業種も大規模階層のISバランスはすでに貯蓄超過幅が縮小してきており、不動産業だけでなく規模階層ごとの違いが非常に大きくなっている。

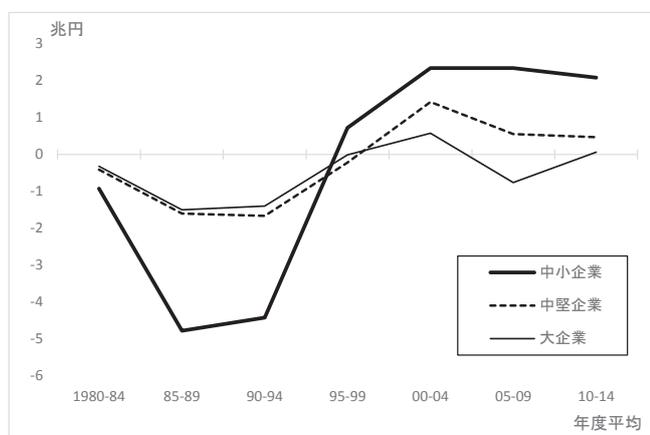
図表4は金額ベースなので、業種や規模階層の大きさの影響をダイレクトに受ける面がある。そこで、図表5では、各業種・規模階層の大きさを付加価値で測り、それに対するISバランスの比率を算出することで、各セグメント(業種×階層)の貯蓄超過(または貯蓄不足)の“度合い”をみた。すると、全体的にはかなり順位が変わるが、中堅・中小の不動産業は引き続き高い順位どころか、1、2位を占めることになる。以上の結果をまとめると、中堅・中小階層(特に中小階層)の不動産業は、質・量ともにISバランスの貯蓄超過幅が大きいと判断される。

4. 不動産業のISバランスの状況

次に不動産業のISバランスをやや詳しくみる。図表6は、規模階層別の不動産業のISバランスの推移である。1980年代以降を5年ごとに区切った同図から、先にみた中小階層の貯蓄超過幅が直近で大きいことが改めて確認されるほか、時系列的に中小階層の振れ幅が非常に大きいこと、2000年代以降、中堅階層と大規模階層は貯蓄超過幅を縮小する流れにあったが、中小階層は高水準の推移が続いていたことがわかる。

さて、ここまでは全体像を大づかみでとらえるため、ISバランス全体をみてきた。しかし、最初

図表6 規模別にみた不動産業のISバランスの推移



出所：財務省「法人企業統計」より筆者作成。

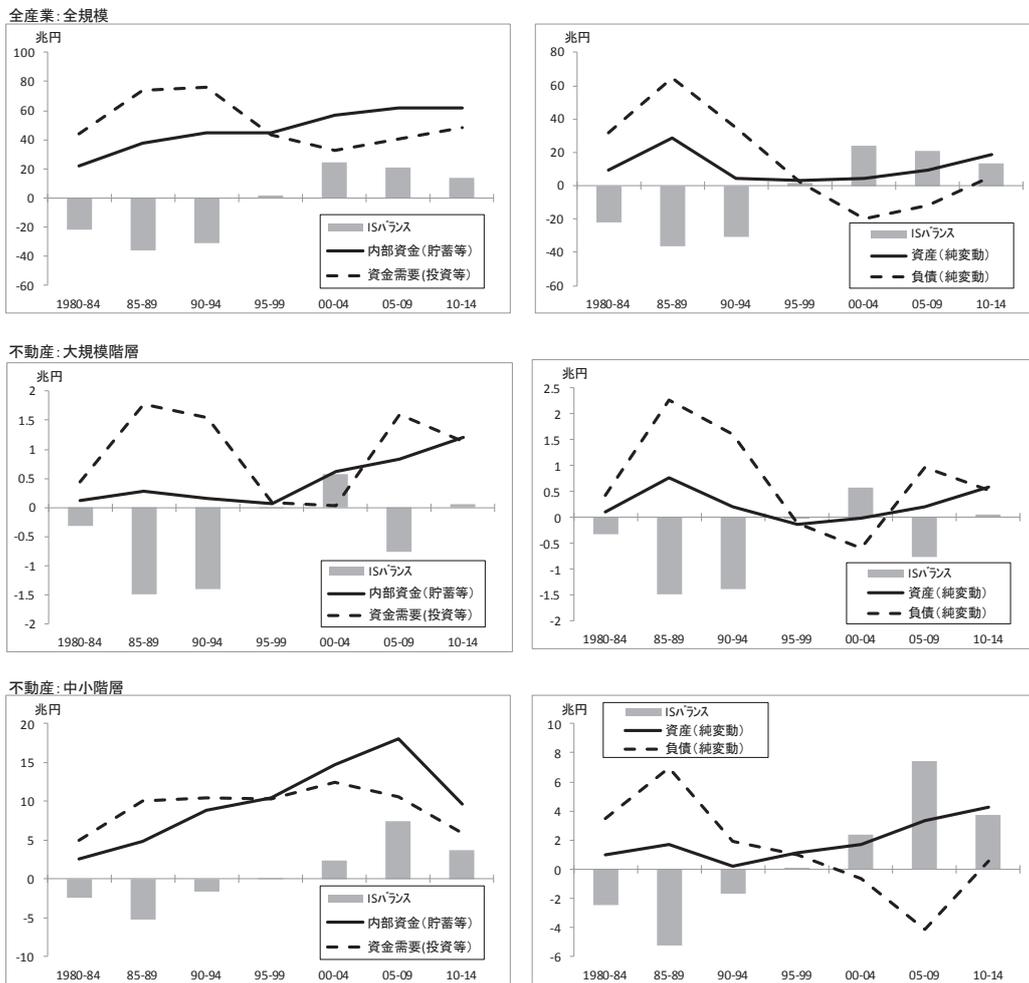
に定義を述べたように、ISバランスは貯蓄と投資の差額であり、変化はそれら両者から及ぶ。また、その裏側には、恒等関係にある資金過不足が存在し、それもまた金融資産の変化分と負債の変化分の差し引きとなっている。以下では、これら貯蓄、投資、金融資産(の変化)、負債(の変化)の状況をみていきたい。

誤解を避けるため、改めてISバランスは因果関係を表すものでないことは強調しておきたい。貯蓄が増えている場合、それは必ず、(i)実物投資の増加、(ii)金融資産の増加、(iii)負債の減少、のいずれか、あるいは複数と対応している。しかし、そうした状況が、貯蓄を増やそうとした結果、他の変化を招いたのか、逆に他の項目(例えば実物投資)を変化させたかったから、結果的に貯蓄が増えたのかは、この統計だけでは分からない。現実の状況は、他の統計、あるいは経済理論の助けを借りながら、慎重に検討する必要がある。

こうした点には留意しつつ、まず企業部門全体のISバランスの変化を、図表7の上段左のグラフからみてみよう。まず気がつくのは、トレンドとして貯蓄がほぼ一貫して増え続けてきたことである⁴。これは確かに“基調的に”貯蓄不足から貯蓄超過に向かう流れを作る方向に働くものだが、同

⁴ 企業部門の貯蓄のトレンド的な増加は、実はわが国に限ったことではない。この点については Karabarbounis and Neiman (2012, 2014) を参照。

図表7 ISバランスと資金過不足の変動



出所：財務省「法人企業統計」より筆者作成。

図の棒グラフにもあるような、90年頃まで貯蓄不足が拡大し、その後急速に貯蓄超過に向かうという“波”を形成するものではない。波を生んだ要因は、もっぱら投資サイドにあったといえる。

ISバランスが投資の変動によって波をうった裏には、それに対応する資金過不足の動きがある。その点を見たのが同図の上段右である。結論をいえば、資金過不足の側で“波”に対応していたのは、金融資産の変動ではなく負債の変動であった。金融資産は緩やかな増加を続けており、特に大きな波を形成してはいない。負債は大きく波を打っていることに加え、特に2000年代以降は負の領域で推移していたのが特徴的である。負債のネット変動がマイナスとは、負債総額を圧縮していたこ

とを意味する。

以上を整理すると、1980年代以降の企業部門のISバランスの大きな変化は、实体经济（モノの領域）側からみると投資の変動によってもたらされ、金融（カネの領域）側からみると負債の変動によってもたらされた。近年についていえば、投資をしなくなったから負債を返せるようになったのか、負債を返すために投資をしなくなったのかは、どちらも可能性があり得る。ここではその因果関係にこれ以上立ち入らないが、現実はその両者が同時に働く“同時決定”だったように思われる。どちらの影響がより大きかったかは、今後の重要な分析上の課題であろう。

さて、以上と同様の視点で不動産業の大規模階

層と中小階層をみたのが同じ図表7の中段と下段である。まず大幅な貯蓄超過で注目される中小階層からみると、左グラフにおいて、やはり貯蓄はほぼ基調的に増加傾向をたどっており（直近のみ減少しているが）、変動の波を生じさせたのは投資サイドであった。しかし、上段の企業部門全体が、近年は投資に回復傾向がみられるのに対し、中小の不動産業では依然として減退傾向が続いている。資金過不足の側に目を転じると、やはり企業部門全体と同様、波を形成したのは負債サイドであった。

次に中段の大規模階層の不動産業をみると、やはり貯蓄はトレンドとして増加傾向にあるが、一方で投資も急速に回復している。一方の金融サイドでは、ネット負債の減少に歯止めがかかり、近年はむしろ増加している。このように、中小階層において“波”を作る主因だった投資、ネット負債とも、大規模階層ではまったく異なる動きとなっている。

むすび

バブル期には、企業規模、業種を問わず企業部門全体に幅広く過剰体質が形成された。しかし、大企業部門は、内部資金による債務の返済や銀行による債権放棄などにより、比較的早い段階で財務リストラを完了させられた。しかし、中小部門はそうした調整が進みにくかった。筆者が後藤（2014）で指摘したように、政府が繰り返してきた資金繰り支援策は、中小企業に対して強力な支援効果を持ったと同時に、そうした過剰体質を温存し、業界全体のバランスシート調整を送らせたという効果も持ってしまった可能性が高い。今回の分析結果をみる限り、そうした構図は不動産業においても成立する、あるいは特に強く生じているように見受けられる。

しかし、今後のあるべき政策についての妙案はなかなか見出しにくい。業界のバランスシート調整が不十分といっても、それは大規模階層ではなく中小階層に偏っている。一件ごとに精査するスタイルの政策コストを払うのは難しい。そうした

精査はどの主体が行っても結局手間がかかるものであり、例えば金融機関に任せただけからといって社会全体のコストが劇的に軽くて済むものではない。債務返済の原資を各事業者が確保できるような収益力、あるいはその裏づけとなる生産性を高める地道な取り組みが正攻法であろう。

積極的な実物投資に伴う旺盛な資金需要と、それを支える金融市場からの資金供給の好循環が、冒頭で感覚的な表現として紹介した「お金が回る」状態だとすれば、現在のわが国において、不動産業、特に中小不動産業のISバランスの貯蓄超過幅の縮小は、ひとつの試金石と位置づけられる。マクロ経済の視点からも、不動産業界のバランスシートについてのさらなる考察と政策論議が望まれる。

参考文献

- 後藤康雄（2014）『中小企業のマクロ・パフォーマンス』日本経済新聞出版社。
- 益田安良（2006）『中小企業金融のマクロ経済分析』中央経済社。
- Karabarbounis, L and B. Neiman (2012) "Declining Labor Shares and the Global Rise of Corporate Saving," NBER Working Paper Series 18154.
- and —— (2014) "The Global Decline of the Labor Share," *The Quarterly Journal of Economics* 129(1), 61-103.

*本稿には、文部科学省科学研究費助成金（科研費基盤研究(B) 26285068）の助成を受けた研究成果、および京都大学経済研究所プロジェクト研究：2015年度一般研究課題「資金制約下の企業行動に関する2000年代以降のマイクロデータを用いた実証研究」の研究成果のそれぞれ一部を活用している。