

低金利がもたらした家計から企業への所得移転

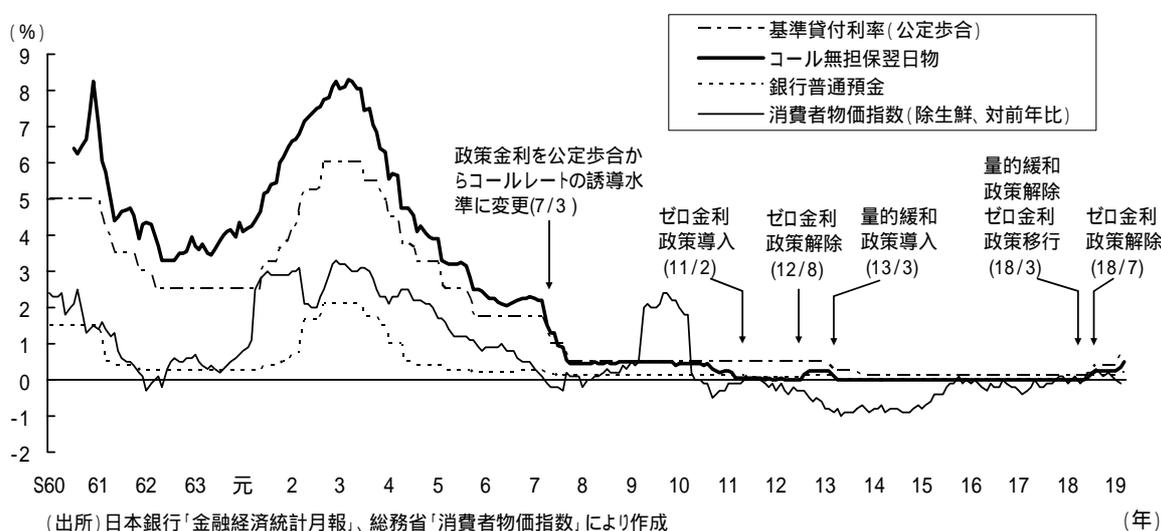
予算委員会調査室 福嶋 博之

1. 長期化する低金利

バブル崩壊後の急激な景気後退に対応すべく、相次ぐ財政出動とともにゼロ金利政策や量的緩和政策といった低金利政策が長期にわたって続けられてきた。バブル期の金融引き締めで6%まで引き上げられた公定歩合は、バブル崩壊に伴い平成5年10月にはそれまでで最低の1.75%にまで引き下げられ、平成7年以降政策金利となったコールレートも8%を超える水準から実質ゼロ%にまで低下した(図表1)。国民にとって身近な預金金利についても銀行普通預金金利は平成3年の2%から11年には0.001%と100万円を預けても10円の利子しか付かない水準にまで低下した。ゼロ金利導入の平成11年2月から数えると、一時的に解除された7カ月間を含めて実に8年半の間、史上類のない低金利状態が続いたことになる。

平成14年以降、景気が2度の踊り場を経ながらも回復を続ける中で、水面下で推移していた消費者物価が若干ながらプラスに転じ、需給ギャップも解消しつつあることなどを背景に、昨年には量的緩和政策とゼロ金利政策が相次いで解除された。さらに本年2月の追加利上げによりコールレートの誘導目標が0.5%に引き上げられたが、日銀総裁自らが「異例」と評した量的緩和を含む低金利政策の長期化は、その影響の一つとして家計部門から企業部門への所得移転をもたらすこととなった。

図表1 各種金利の動向

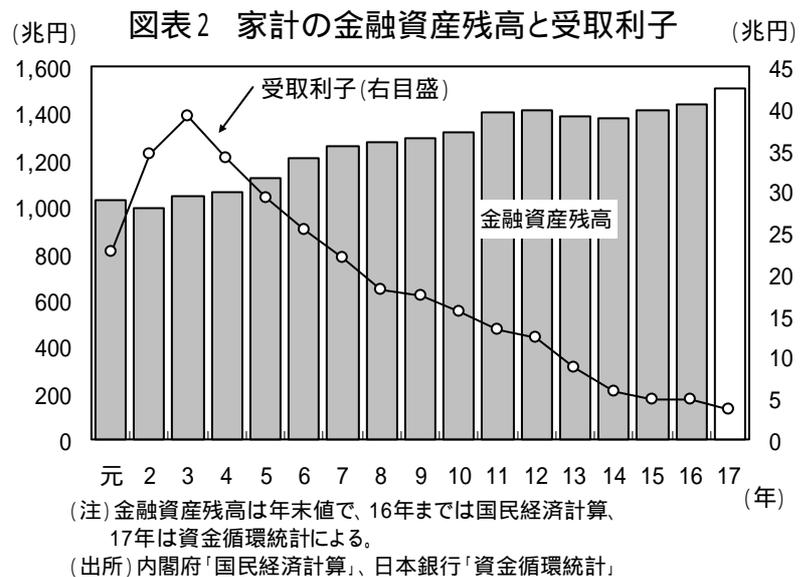


2. 250兆円に上る家計の純逸失利子

2-1. 支払超過が続く純利子所得

家計は、金融資産額が負債額を上回る純金融資産部門であり、資産の中でも預金が大きな割合を占めることから、低金利の長期化で利子所得が大きく減少する傾向が続いている。平成元年以降をみると、金融資産は1,024兆円から1,433兆円(16年末)と400兆円増加した一方で、受取利子は3年の38.9兆円をピークに16年は4.7兆円、17年は3.5兆円と10分の1以下にまで減少している(図表2)。

ただし、家計には住宅ローン等の借入れを行っている世帯があり、この場合は低金利が支払利子を軽減する方向に働く。そこで、昭和55年以降の家計の受取利子、支払利子の推移をみると、受取利子は前述したように10分の

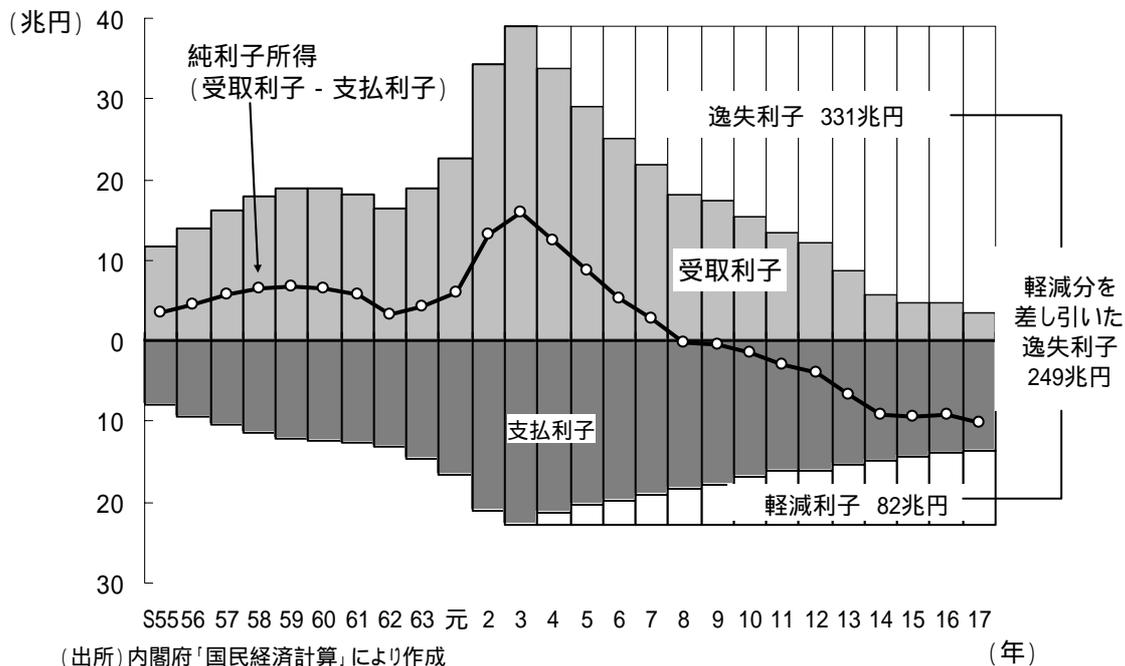


1にまで減少しているが、支払利子はピーク時の22.9兆円から足元では13.7兆円と5分の3程度にまでしか減少していないことが分かる(図表3)。これは、受取利子率が市中金利と連動した動きをしているのに対し、支払利子率は比較的下方硬直的であることが背景にあると思われる。このように、支払利子の減り方に比べて、受取利子の減り方が大きい傾向が続いていることから、平成8年以降は支払利子が受取利子を上回る状況が続き、17年の純利子所得(受取利子 - 支払利子)は10.2兆円のマイナス、すなわち、支払超過となっている。

2-2. 家計の逸失利子の状況

それでは、低金利により家計が逸失した利子所得はどの程度になるだろうか。単純に平成3年時点の利子所得(38.9兆円)を基準にして、4年以降各年の実際の受取利子との差額を逸失利子所得として考えてみると、17年までの逸失利

図表3 家計の受取、支払利子及び逸失、軽減利子の状況



子の累計額は 331 兆円となる（図表3の白抜きの棒グラフ）¹。また、低金利による支払利子の軽減分を同様の考え方で算出すると4年以降の合計で 82 兆円となり、逸失利子から軽減利子を差し引いたネットの逸失利子は 249 兆円という結果になる。受取利子の減少が支払利子に比べて大きく、軽減された利子を加味してもなお、家計の逸失利子が多額に上ることがみてとれる。

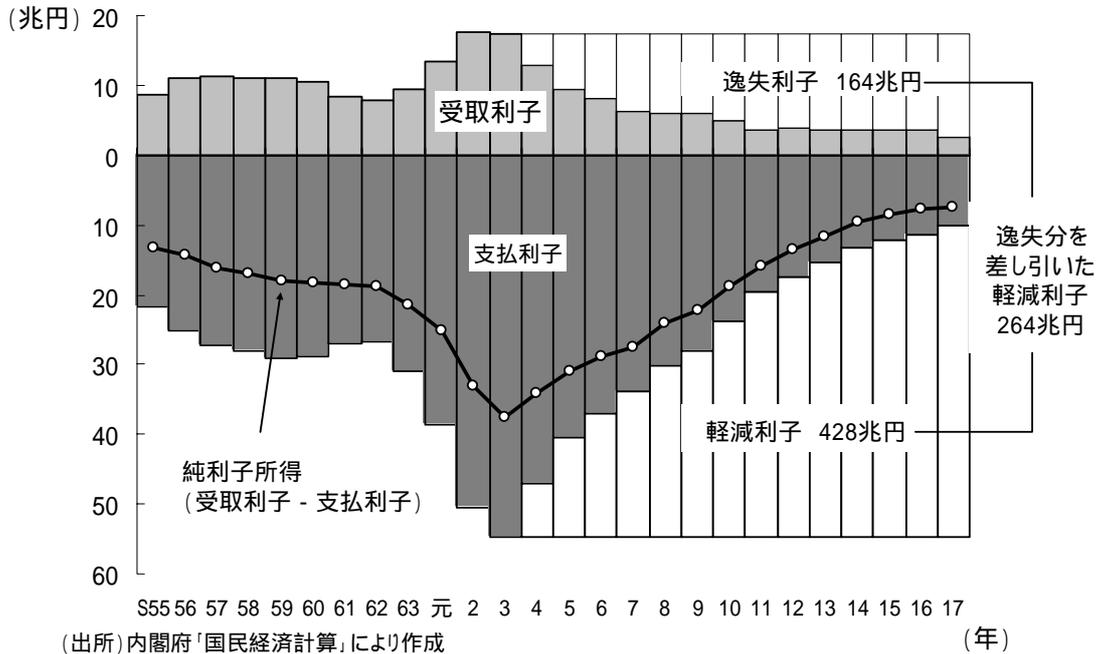
3. 家計の逸失利子額は企業の利子負担軽減額に相当

金利の低下は家計の利子所得を大きく減少させる一方で、金融負債が金融資産を上回り支払利子の方が大きい企業部門に対しては、負担軽減の方向に働くことになる。企業部門の受取利子と支払利子の推移をみると、受取利子は平成3年の 17.3 兆円から 17 年には 2.7 兆円と 14.6 兆円減少した一方、支払利子は同じく 54.8 兆円から 10.0 兆円と 44.8 兆円減少し、利子負担が大きく軽減される状況になっている（図表4）。

家計の場合と同様の方法で企業の逸失利子及び軽減利子を算出すると、平成4年から17年までの合計で、逸失利子は 164 兆円、軽減利子は 428 兆円となり、

¹ 平成19年3月22日の参議院財政金融委員会において、福井日本銀行総裁は、平成5年の受取利子額がその後も続いたと仮定した場合と実際の家計の受取額との差額の累計は 197 兆円であり、平成3年を基準にすると差額の累計は 331 兆円になるとの答弁を行っている。

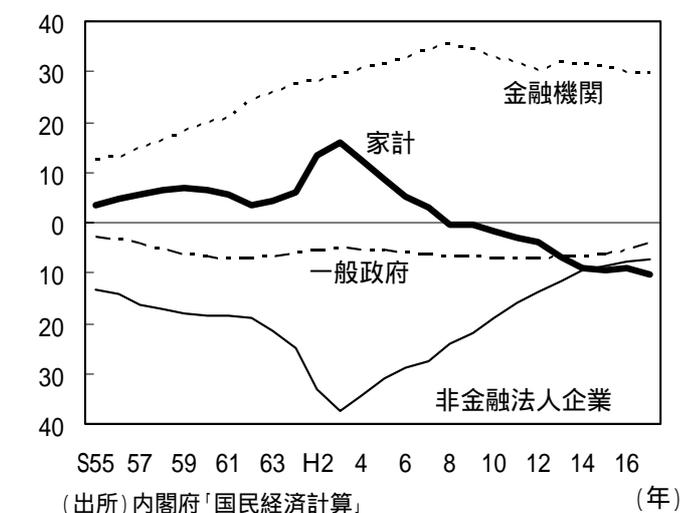
図表4 非金融法人企業の受取・支払利子及び逸失・軽減利子の状況



ネットで見ただけの場合、264兆円の利子が軽減されたことになる。注目されるのは、家計のネットの逸失利子 249兆円と企業のネットの軽減利子 264兆円がほぼ同じ規模であるという点である。他の経済部門について、同じ14年間における逸失利子と軽減利子の額をネットで見ると、金融機関は41兆円の軽減利子超過、一般政府は19.1兆円の逸失利子超過であり、家計や企業ほど大きな額ではないことから、主に家計と企業間で移転が起きていることが推量できる。

また、純利子所得の推移をみても、家計と企業（非金融法人企業）は対象的な動きを示している（図表5）。これらの点から、超低金利のもとで、金融資産超過主体の家計の逸失利子所得にほぼ相当する部分が金融負債超過主体の企業部門に移転したとみることができよう。

図表5 経済主体別の純利子所得

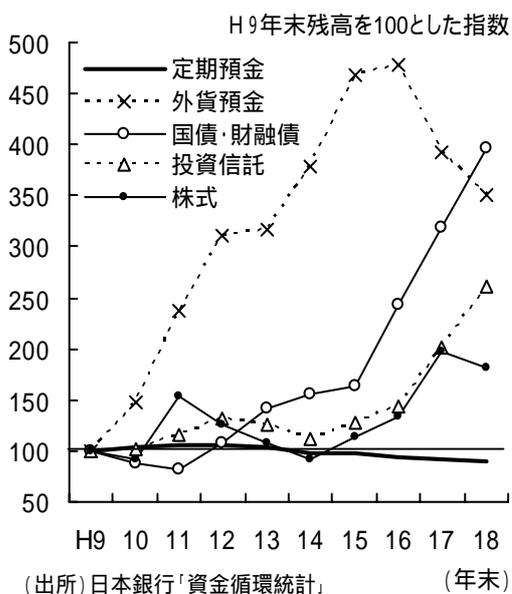


4. リスク資産へのシフトが進む家計金融資産

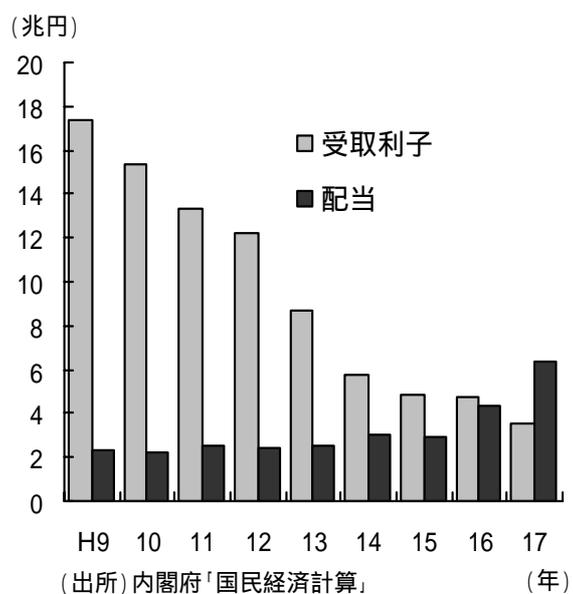
低金利の長期化による家計の逸失利子が軽減利子分を除いても14年間で250兆円にも上るという状況の中で、家計は対応策として金融資産の内容をこれまでの預貯金等の安定資産から株式や投資信託等のリスク資産にシフトする動きを強めている。18年末時点の家計金融資産の内容を平成9年末と比較すると、外貨預金が3.5倍(3.1兆円増)、投資信託が2.6倍(41兆円増)、株式が1.8倍(49兆円増)にそれぞれ増加している(図表6)。国債も個人向け国債が15年から発行されたこともあり、同じ比較で4.0倍(24兆円増)に増加。その一方、家計金融資産の中心をなしてきた定期預金は9年と比べると61兆円減少しており、低金利の長期化を背景に預金からリスク資産へのシフトが進んでいることが分かる。

このような資産構成のシフトを受けて家計の財産所得にも変化がみられる。株式や株式投信からの配当所得は足元で増加傾向が顕著となっており、平成17年の受取配当は9年に比べ2.8倍の6.3兆円に増加し、初めて受取利子の額を上回った(図表7)。企業は好調な業績を背景に、M&Aや敵対的買収の防止の意味でも株主重視の姿勢を強め、増配の方向にある。上場企業の平成18年度の配当金は6兆3,700億円と過去最高となる見込みであり²、今後も受取配当が受取利子を上回る状況が続く可能性は低いと思われる。

図表6 家計金融資産の推移



図表7 家計の受取利子と配当

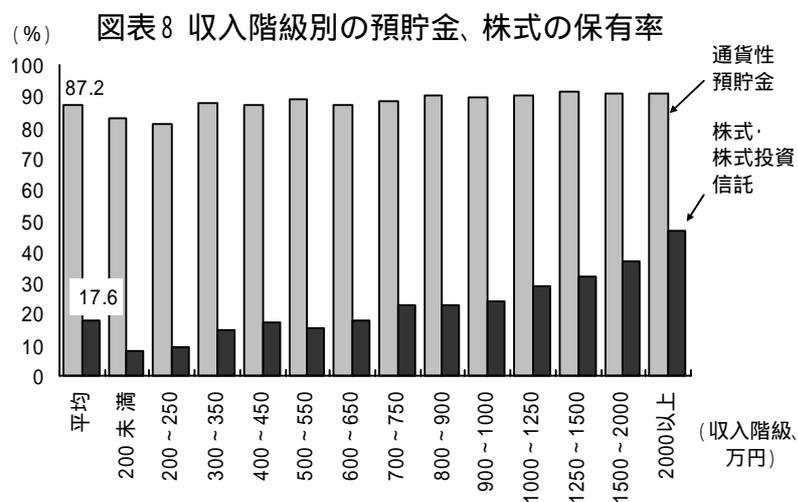


² 日本経済新聞 (2007.3.19)

5. 懸念される資産格差の拡大

家計の財産所得にとって配当の増加傾向がプラスであることは確かだが、利子所得の減少を補うに足るものであるかについては疑問無しとしない。家計金融資産の中身をみると、預貯金を保有している世帯の割合（保有率）が平均で87.2%であるのに対し、株式（株式投信を含む）の保有率は17.6%と預金に比べてかなり低く、さらに収入階級別にみると、預貯金の保有率がほぼ横並びであるのに対し、株式は年間収入300万円未満の世帯（保有率8%～9%）と2,000万円以上の世帯（同46.7%）では大きな乖離がある（図表8）。

足元で配当が急増しているとはいえ、その利益を受けている世帯は全体の2割に満たないというのが実態であり、利子所得の低迷と配当の増加という傾向が今後も続けば、資産格差を更に拡大させる方向に向かうものと思われる。



(出所) 総務省「平成16年全国消費実態調査」

本稿では、長期にわたる低金利によって、本来なら家計が受け取るはずの利子所得の相当部分が企業部門に移転した状況を見てきた。家計から企業への所得移転が債務超過に陥っていた企業にカンフル剤となって収益回復につながったことは間違いない。しかし、企業収益の回復が相当進み、上場企業の増収増益が5年連続になると見込まれている現在、家計と企業との間の利子所得の不均衡の拡大は、その影響が様々な広がりを見せているように思われる。特に、貯蓄を容易にリスク資産にシフトできない低所得者層への影響は大きい。今後の景気動向次第であるが、企業及び家計に等しく資源配分機能が働くような金利水準が形成されるようになれば、資産所得効果を通じて個人消費にプラスに働くことが期待できると思われる。

(内線 3124)

【参考文献】

内閣府『年次経済財政報告』、2006年7月