

日本 ～マイナス金利と“時間割増率”～

経済調査部 副主任エコノミスト 星野 卓也(ほしの たくや)



所得が増えても使わない家計

家計の慎重姿勢はなお続いているようだ。2018年度の国民経済計算(年次推計)で示された日本の家計貯蓄率は4.0%だった。家計貯蓄率は所得のうちどれほどを貯蓄に回したかを示す値だ。アベノミクス景気に沸いた2013年度以降、上昇傾向にある。家計は所得を得ても消費を同等には増やさず、貯蓄率は上昇する傾向にある。

先進国の民間部門がカネ余り

こうした現象の背景の一つは高齢化・長寿化だろう。退職後の生活に向けて、生活資金を貯蓄しておく動機だ。

また、民間部門のカネ余りは日本に限った話ではなく、米欧でも発生している。特にアメリカでは家計部門が、EUでは企業部門が2008年の金融危機後に支出性向を低下させ、資金余剰を拡大させた。危機直後と比べれば余剰幅は縮小する傾向にあるが、危機前と比較すれば民間部門は大幅な余剰主体に転じたままだ。バブル崩壊後の日本がそうであったように、危機後に家計や企業が慎重姿勢を強めたと考えられる。こうして生まれた世界的なカネ余りは、グローバル金融市場に流入することで、歴史的な低金利環境を形成している。

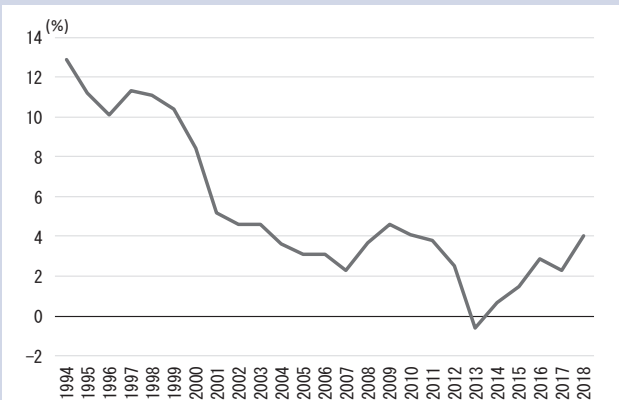
時間割引率はマイナスになるのか?

経済学やファイナンスの世界では、無リスク金利を「時間割引率」(Discount Factor)と表現することがある。将来のお金の価値は現在のお金の価値よりも低いから、将来のお金を現在価値換算する際には、金利で割り引こうという発想だ。逆説的に、プラスの金利が市場でつくのは「現在の価値 > 将来の価値」の関係が成り立っているため、とも言えよう。

しかし、この関係が逆転して「現在 < 将来」となったらどうだろう。家計の老後のための貯蓄動機や企業の危機への備えはこれらを強める要因だ。負値となった時間割引率は「時間割増率」とでも名づけるべきだろうか。これが正当化されるのであれば、資金需給の観点で“金利マイナス”の世界は異常なものではなくなる。

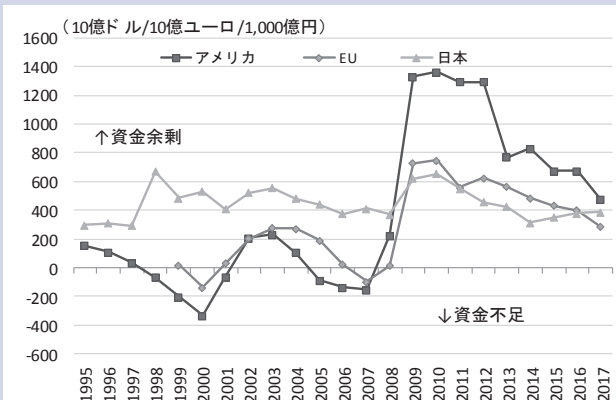
2019年夏には、スイスやドイツにおいて超長期の30年債利回りがマイナスに突入した。カネ余り構造の一因と考えられる高齢化は、日本に限らず、あらゆる先進国で共通に進んでいく現象だ。夏場から年末にかけて金利は上昇、日本の10年債利回りもプラスを付けたが、より長い目線では、マイナス金利が定着するリスクも見ておく必要があるのではないかと。

資料1 日本の家計貯蓄率



(出所)内閣府「国民経済計算」より第一生命経済研究所作成

資料2 先進国/家計+企業の資金過不足



(出所)Refinitivより第一生命経済研究所作成