

# Economic Trends

マクロ経済分析レポート

テーマ：制度部門別で異なる資産デフレの状況 発表日：05年4月14日(木)  
～法人部門では既に脱却も、家計や政府は依然として資産デフレ状態～ (No.N-6)

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 永濱 利廣 (03-5221-4531)

## (要旨)

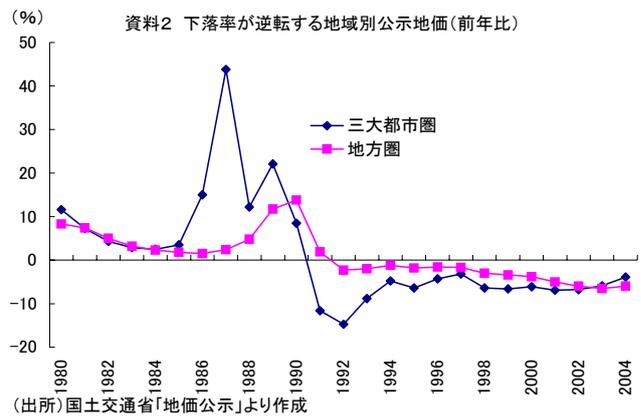
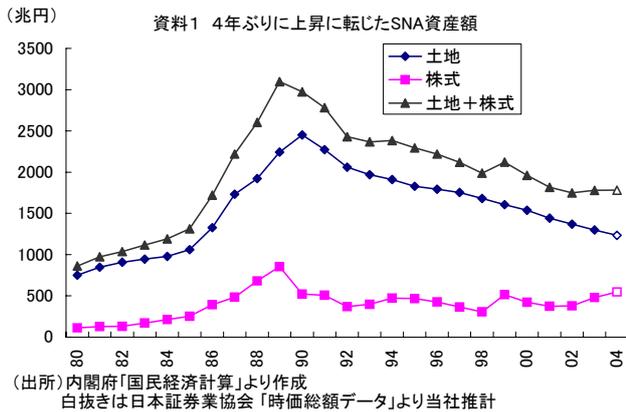
- 国民経済計算（以下SNA）における2003年末の株式＋土地資産額は1779兆円になり、4年ぶりに拡大に転じた。2005年1月1日付の公示地価においても、都市部の地価上昇地点が増加したことから3大都市圏を中心に下落率の緩和が見られる等、資産価格に下げ止まりの兆しが窺える。
- 当研究所開発の資産額総合指標により2004年末のSNA株式＋土地資産額を予測すると、2003年末から＋3兆円のキャピタルゲインにより1782兆円となる。これは、地価下落により土地資産に▲64兆円のキャピタルロスが発生した一方で、株価上昇により株式資産に＋67兆円のキャピタルゲインが発生したためだ。暦年末値で見れば、バブル崩壊以降初めて2年連続で我が国の株式＋土地資産額が拡大した可能性がある。
- 制度部門別に2003年末の株式＋土地資産額を見ると、株式の保有比率が高い非金融法人で＋6兆円の取得と＋17兆円のキャピタルゲインにより＋23兆円、金融機関で▲12兆円の売却と＋37兆円のキャピタルゲインにより＋25兆円それぞれ増加している。しかし、土地の保有比率が高い政府で＋5兆円の取得と▲7兆円のキャピタルロスにより▲2兆円、家計で▲3兆円の売却と▲12兆円のキャピタルロスにより▲15兆円と依然として減少を続けている。
- 2004年における制度部門別のSNA株式＋土地資産の取引額をゼロと仮定し、キャピタルゲイン・ロスを予測すると、非金融法人では＋9兆円、金融機関では＋21兆円となる一方、政府では▲5兆円、家計では▲22兆円となる。2004年末時点でも、法人部門は資産デフレから解消されている一方で、家計、政府では依然として資産デフレから解消されていないことになる。

## ●下げ止まりの兆しが窺える各資産価格統計

資産価格に下げ止まりの兆しが窺える。3月10日に発表されたSNAストック統計によれば、2003年末時点の株式＋土地資産額は1779兆円となり、99年末以来4年ぶりに拡大に転じた（資料1）。この背景としては、株式資産額が4年ぶりに108兆円ものキャピタルゲインを計上したことが指摘できよう。また、3月23日に発表された2005年1月1日付の公示地価でも、都市部の地価上昇地点が増加したこと等から、三大都市圏を中心に下落率の緩和が見られる（資料2）。

しかし、経済の制度部門別によっては保有する資産の内容も異なる。従って、資産価格が実体経済に及ぼす影響を見通す上では、経済の制度部門別に資産額がどのように変動しているかを明らかにすることが必要であろう。

そこで本稿では、制度部門別にSNAの株式＋土地資産額の状況を分析し、部門の違いによって資産価格の変動が実体経済に及ぼす影響がどのように異なるのかを明らかにする。



### ●2004年末のSAN資産額は2年連続で拡大の可能性

SNA 資産額の推計方法によれば、株式資産額は株式時価総額等を用いて、また土地資産額は公示地価等を用いて算出される。この関係を用いて当研究所が開発した資産額総合判断指標によれば、SNA 資産額が公表されていなくても、同時期の基礎統計が存在すれば SNA 資産額が予測できる(詳細は、永濱利廣(2004)「資産価格を総合判断する指標の開発」ニュース No. 52 第一生命経済研究所 2004. 12. 27 参照)。そこで以下では、各基礎統計との関係から 2004 年末における SNA の各資産額を予測した。

各資産の取引額の予測が困難なこと等から、SNA の推計方法を完全に再現して正確な SNA 資産額を特定するのは不可能だ。そこで、各資産の取引額をゼロと仮定して 1980 年末から 2003 年末までの SNA の各資産額と基礎統計の関係からキャピタルゲイン・ロスの額を求めれば、株式資産額は+67 兆円のキャピタルゲインを通じて 547 兆円、土地資産額は▲64 兆円のキャピタルロスを通じて 1235 兆円となる(資料 1、3)。合計すれば 2004 年末の株式+土地資産額は 1782 兆円となり、前年から+30 兆円増えた 2003 年末の実績値(1779 兆円)からさらに+3 兆円のキャピタルゲインを計上したことになる。

つまり、2003 年末から 2004 年末までの我が国の株式+土地資産額は、バブル崩壊以降初めて 2 年連続で拡大した可能性が高いといえよう。

資料3 株式+土地資産額の実績および予測

単位:兆円

資産	2003年末実績					2004年末予測				
	水準	シェア%	前年差	取引 調整		水準	シェア%	前年差	取引 調整	
株式	480	27.0	102	▲ 6	108	547	30.7	67	0	67
土地	1371	77.1	▲ 72	4	▲ 76	1235	69.3	▲ 64	0	▲ 64
計	1779	100.0	30	▲ 2	32	1782	100.0	3	0	3

(出所)内閣府「国民経済計算」、日本証券業協会「時価総額データ」、国土交通省「地価公示」より当社試算。

(注)取引は資本取引による増減、調整はキャピタルゲイン・ロスを示す。2004年末予測については、資本取引がないと仮定。

### ●株価上昇の恩恵を受けやすい法人部門の資産

SNA 統計の各資産額は、制度部門別に分割されている。具体的には、①非金融法人、②金融機関、③政府、④家計、⑤民間非営利団体の 5 部門に分かれている。そして、それぞれの部門によって保有する各資産の構成は異なる。

そこで、制度部門別に分割して状況を見た(資料 4)。すると、2003 年末では非金融法人が約 476

兆円、金融機関が約 156 兆円、政府が約 146 兆円、家計が約 984 兆円の株式＋土地資産を保有している。つまり、同時期の株式＋土地資産の総額が約 1779 兆円であることからすれば、2003 年末の株式＋土地資産額のうち約 55%以上が家計によって保有されていることになる。

また、制度部門別に2002年末からの変化を比較すると、非金融法人が＋6兆円の取得と＋17兆円のキャピタルゲインにより＋23兆円増加、金融機関が▲12兆円の売却と＋37兆円のキャピタルゲインにより＋25兆円拡大している。これに対して、政府が＋5兆円の取得と▲7兆円のキャピタルロスにより▲2兆円減少、家計が▲3兆円の売却と▲12兆円のキャピタルロスにより▲15兆円減少している。つまり、2003年末における資産額の拡大は、金融機関を含めた法人部門のキャピタルゲインによってもたらされたことがわかる。この背景としては、株式＋土地資産額に占める株式の比率の違いが指摘できよう。株式＋土地資産額に占める株式の比率を見ると、2003年末時点で政府が12.1%、家計15.7%程度であるのに対して、法人企業では非金融が34.5%、金融機関が91.9%と相対的に高い（資料5）。つまり、マクロで見れば金融機関の資産額が株価上昇の恩恵を最も受けやすい。

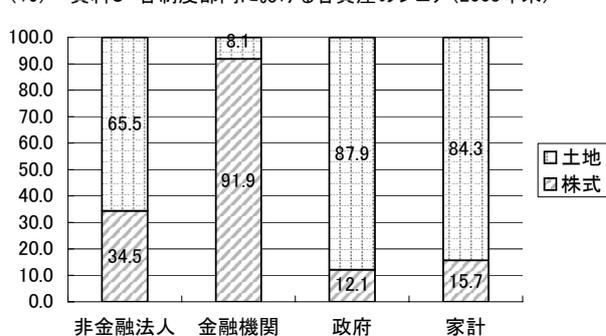
資料4 制度部門別の株式＋土地資産額(2003年末)

制度部門	資産	水準	前年差			
			シェア%	うち取引	うち調整	
非金融法人	株式	164	9.2	37	3	34
	土地	312	17.5	▲14	3	▲17
	計	476	26.8	23	6	17
金融機関	株式	144	8.1	28	▲9	37
	土地	13	0.7	▲3	▲3	0
	計	156	8.8	25	▲12	37
政府	株式	18	1.0	5	0	5
	土地	128	7.2	▲7	5	▲12
	計	146	8.2	▲2	5	▲7
家計	株式	155	8.7	32	0	32
	土地	829	46.6	▲47	▲3	▲44
	計	984	55.3	▲15	▲3	▲12

(出所)内閣府「国民経済計算」より作成

(注)取引は資本取引による増減、調整はキャピタルゲイン・ロスを示す

資料5 各制度部門における各資産のシェア(2003年末)



(出所)内閣府「国民経済計算」より作成

## ●2004年末でも法人部門以外では依然として資産デフレ状態

制度部門別の資産額の動向は、先行きの資産額が実体経済に及ぼす影響を見通す上で重要な要因である。そこで続いては、SNA資産額の基礎統計から先行きの資産額総合指標を算出する手法を応用し、2004年末における制度部門別の株式と土地の資産額を予測した（資料6、8）。なお、制度部門毎の資産の取引額を予測するのは困難かつ、過去の取引額を見ても各資産額の増減の方向に殆ど影響を及ぼしていないことから、各資産額はキャピタルゲイン・ロスのみから予測した。

結果を見ると、非金融法人では＋9兆円、金融機関では＋21兆円のキャピタルゲインが発生している一方で、政府では▲6兆円、家計では▲22兆円のキャピタルロスが発生していることがわかる。つまり、2004年末時点でも法人部門は資産デフレから解消されている一方で、家計、政府では依然として資産デフレから解消されていないといえる。この背景としては、相対的に法人部門では株式資産の保有比率が高い一方で、家計や政府では土地資産の保有比率が高いことが指摘できよう（資料4）。

特に土地資産のキャピタルロスを見ると、非金融法人で▲15兆円、金融機関で▲1兆円、政府で▲6兆円であるのに対して家計では▲41兆円となり、土地資産のキャピタルロスの2/3程度が家計から発生している結果となった。この背景としては、制度部門別の土地資産保有比率の違いが指摘できる。2003年末の土地資産額を制度部門別の比率で見ると、非金融法人が24%、金融機関が1%であるのに対

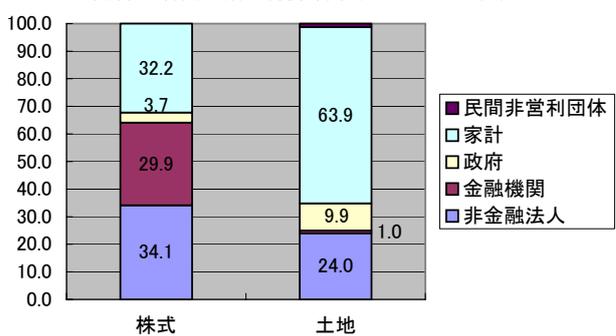
して、政府が10%、家計が64%となり家計が圧倒的だ(資料7)。また、地域別の地価下落率が異なることも、家計のキャピタルロスが大きくなる要因となっているものと思われる。先に見た通り、2005年1月1日付け公示地価の地域別下落率は、三大都市圏に比べて地方圏の下落幅が大きい(資料2)。一方、土地資産額の推計式の係数を見ると、非金融法人や金融機関では三大都市圏地価の係数が高いのに対して、家計や政府では地方の住宅地の係数が最も大きいことがわかる(資料2、補足)。つまり、金融機関や非金融法人では下落率の小さい三大都市圏の保有比率が高い一方で、家計や政府では下落率の大きい地方圏の保有比率が高いために、家計がより地価下落のダメージを受けやすくなっているようだ。以上の結果は、マクロで見れば都心の地価が上昇しても、家計や政府の資産デフレ解消への影響は小さいことを示している。

資料6 制度部門別の株式+土地資産額予測(2004年末)

制度部門	資産	水準	前年差		うち取引		うち調整	
			シェア%					
非金融法人	株式	188	10.5	▲24	0	▲24		
	土地	297	16.7	▲15	0	▲15		
	計	485	27.2	▲9	0	▲9		
金融機関	株式	166	9.3	▲22	0	▲22		
	土地	12	0.7	▲1	0	▲1		
	計	177	9.9	▲21	0	▲21		
政府	株式	19	1.1	▲1	0	▲1		
	土地	122	6.8	▲6	0	▲6		
	計	141	7.9	▲5	0	▲5		
家計	株式	174	9.8	▲19	0	▲19		
	土地	788	44.2	▲41	0	▲41		
	計	962	54.0	▲22	0	▲22		

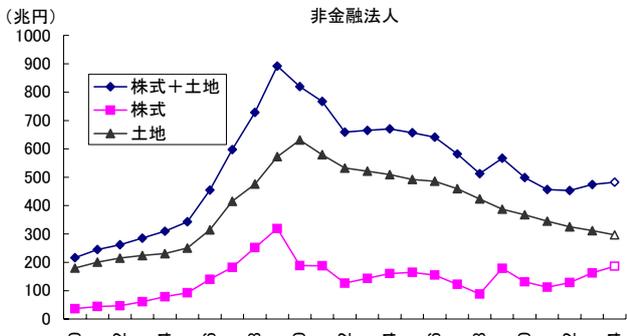
(出所)内閣府「国民経済計算」、日本証券業協会「時価総額データ」、国土交通省「地価公示」より試算。  
(注)取引は資本取引による増減、調整はキャピタルゲイン・ロスを示す。予測は資本取引がないと仮定。

資料7 各資産額の制度部門別シェア(2003年末)

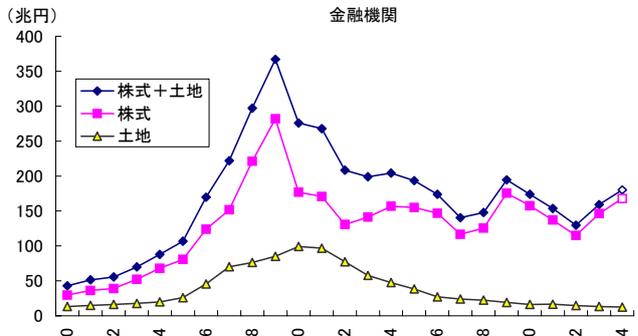


(出所)内閣府「国民経済計算」より作成

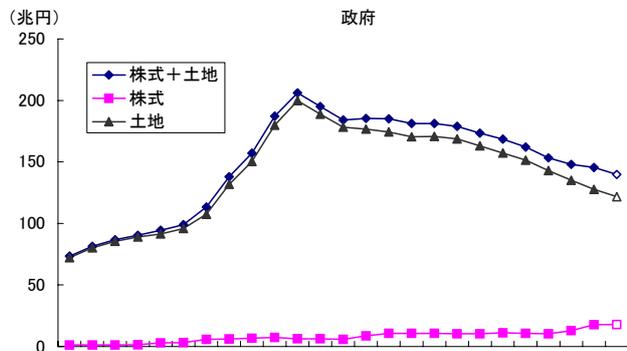
資料8 制度部門別の株式+土地資産額の推移



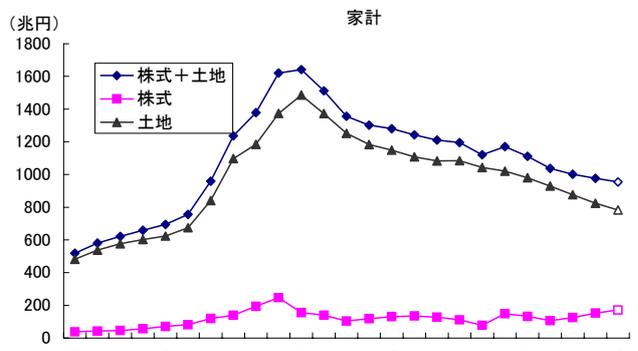
(出所)内閣府「国民経済計算」より作成。白抜きは日本証券業協会「時価総額データ」国土交通省「地価公示」より当社推計



(出所)内閣府「国民経済計算」より作成。白抜きは日本証券業協会「時価総額データ」国土交通省「地価公示」より当社推計



(出所)内閣府「国民経済計算」より作成。白抜きは日本証券業協会「時価総額データ」国土交通省「地価公示」より当社推計



(出所)内閣府「国民経済計算」より作成。白抜きは日本証券業協会「時価総額データ」国土交通省「地価公示」より当社推計

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

## ●資産デフレ下にある家計に負担を強いる大幅増税は時機尚早

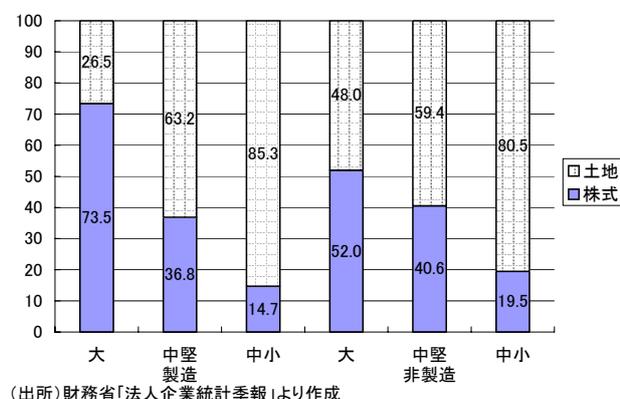
結局、2004 年末の SNA 株式+土地資産額は、バブル崩壊以降初めて2年連続で拡大した可能性があり、それは株式資産のキャピタルゲインによってもたらされたことになる。しかし、制度部門別に見れば、株式+土地資産でキャピタルゲインが発生しているのは非金融法人と金融機関のみである。政府や家計においては2004 年末時点でもキャピタルロスが発生しており、依然として資産デフレから解消していない可能性が高い。そして、家計部門の資産デフレの状況が最も深刻なのは、地方圏の住宅地を中心に地価下落率の緩和が芳しくないことにより土地資産額の減少が止まらないためだ。

こうした状況下、小泉首相は2006 年9月までの任期中には消費税を引き上げないと明言しているにも拘らず、早ければ2007 年度にも消費税率の引き上げを視野に入れた本格的な増税路線に舵が切られている。一方、マーケットにおいては量的緩和解除の議論で賑わっている。しかし、家計部門を中心とした資産額の状況を勘案すれば、政府やマーケットの資産デフレに対する認識は十分とはいえない。

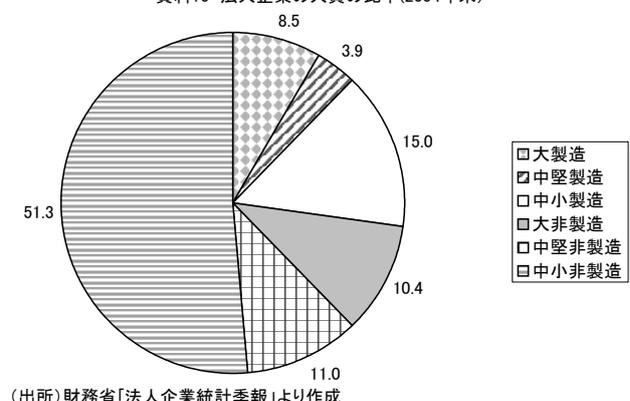
足元の景気は軽微な調整局面から脱する兆しが窺えるものの、雇用の大部分を抱える中小企業では、株式+土地資産額に占める土地資産額の比率が高く、引き続き資産デフレと負債デフレに伴うバランスシート調整を余儀なくされている可能性が高い(資料9、10)。家計においても、資産デフレに加えて社会保障制度の存続など将来の生活不安が高まっており、今後の実体経済の足を引っ張る可能性もある。さらに、政府は緊縮財政により財政赤字の縮小を試みているが、却って財政規律の破たんや社会保障制度は変更が不可避といった期待が醸成されている。つまり、日本経済は依然として脆弱であり、消費税率引き上げのようなショックが生じれば、負の循環が生じる危険性も十分に考えられる。

このように、依然として正常でない経済状況下で家計に負担を強いる大幅増税や歳出削減を実施しても、経済規模の縮小や資産価格の低迷を生み出し、財政再建は達成困難となろう。このままでは、実質 GDP は成長しても名目 GDP は低迷を続け、国民の多くは景気回復が実感できないことになる。従って、少なくとも本格的に資産デフレとデフレから脱していない状況、すなわち家計部門の株式+土地資産額が依然として減少しており、名目経済成長率が実質経済成長率や長期金利を安定して上回らないような状態では、景気が循環的に回復していても景気を引き締めるような政策は控えるべきだろう。まず、日本経済を正常な状態に戻すことが不可欠であり、そのためには政策当局の介入により資産価格の低迷を是正し、負債の実質価値を低下させるためのインフレを起こすことが最優先だ。痛みを伴い経済そのものを破綻させかねない大幅増税よりも、こうした政策を即座にかつ大規模に実施し、経済状況を正常な状態に戻すことが今の日本経済には必要であろう。

資料9 法人企業の株式+土地資産額のシェア



資料10 法人企業の人員の比率(2004年末)



## (補足) 各資産額の推計結果

## 被説明変数: SNA株式資産額(1980~2003年末)

	説明変数	定数項	東証 時価総額	自由度調整済 決定係数	ダービン ワトソン比
総合	係数 t値	-6388.08 -1.0	0.00141 69.4	0.995	2.136
非金融 法人	係数 t値	-1727.43 -0.6	0.00050 33.5	0.995	2.871
金融 機関	係数 t値	-5302.08 -4.7	0.00045 72.1	0.999	1.726
政府	係数 t値	845.6479 2.2	0.00000 2.4	0.976	2.389
家計	係数 t値	7021.933 2.7	0.00039 47.5	0.990	2.570

## 被説明変数: SNA土地資産額(1980~2003年末)

	説明変数	定数項	公示地価				自由度調整済 決定係数	ダービン ワトソン比
			三大都市		地方			
			商業地	住宅地	商業地	住宅地		
総合	係数 t値	-359529 -13.8	1284 12.2	4518 11.1		10421 19.5	1.000	2.903
非金融 法人	係数 t値	-89942.8 -30.4		2275 115.8	311 5.9	1378 16.3	1.000	2.789
金融 機関	係数 t値	-17064.3 -20.8	294 43.5				1.000	2.732
政府	係数 t値	-23491.4 -12.5		539 43.0		918 33.5	1.000	2.214
家計	係数 t値	-205890 -8.2	668 6.6	2568 6.2		6863 12.7	1.000	2.737

注) 公示地価は2001年1月1日付=100として指数化した。尚、標記は省略しているが、資本取引による変化が統計的に有意と認められる残差については、ダミー変数を用いて処理した。

(出所) 内閣府「国民経済計算」、日本証券業協会「時価総額データ」、国土交通省「地価公示」より当社推計。