

**テーマ：金利上昇と家計部門**

発表日：2006年8月9日（水）

～金利上昇で個人消費は増加するか～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 副主任エコノミスト 新家 義貴  
TEL:03-5221-4528**(要旨)**

- 家計部門は、借り入れ残高と比較して保有する預貯金の残高が非常に大きいため、1%の金利上昇に伴って純利子所得は約6.2兆円増加する。もっとも、金利上昇の受益と負担の動向は一樣ではなく、保有している預貯金や負債の大きさによって大きな差が出る。利子所得増加の恩恵を享受できるのは、高齢者層などの一部に偏る。
- また、金利が上昇した場合、利子所得が増加して消費を押し上げる効果（所得効果）が生じる一方で、金利上昇により貯蓄メリットが増すことで消費性向が低下し、消費を抑制する効果（代替効果）も同時に発生する。日本についての実証研究では、所得効果と代替効果が打ち消しあう結果、金利と個人消費に明確な関係はないとされている。
- 企業部門を通じた二次的な悪影響も踏まえれば、むしろ金利上昇は個人消費にとってマイナスである可能性もある。

**○ 金利上昇と家計部門**

第一生命経済研究所 Economic Trends 「ゼロ金利解除が日本経済に及ぼす影響①」「ゼロ金利解除が日本経済に及ぼす影響②」では、金利上昇が日本経済に与える影響について考察を行っている。そこでの結論は、金利上昇は企業部門を通じた経路を主因として経済に悪影響を与えるが、0.25%pt程度の金利上昇であれば影響は限定的というものだった。本稿ではその補足として、金利上昇が家計部門に与える影響について述べることにしたい。

結論から言えば、日本においては金利上昇は必ずしも消費を押し上げず、むしろマイナスの影響が生じる可能性が高い。これは、一般的に言われている「金利上昇によって金利収入が増加することで消費に好影響がある」という意見とは異なる。なぜだろうか。以下で詳しく述べる。

**○ 金利上昇と利子所得の増加**

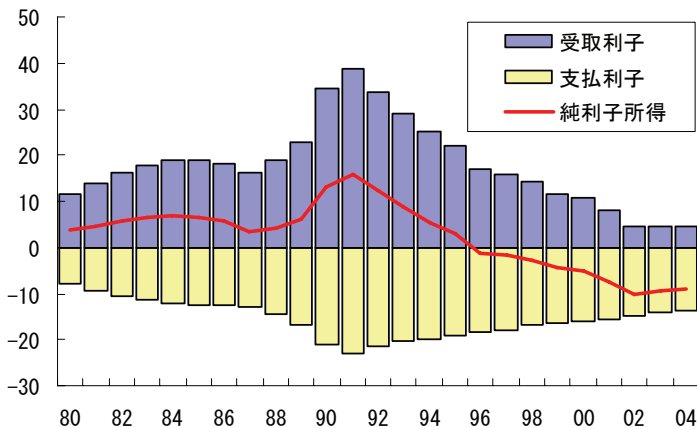
金利上昇と家計部門といった場合、まず初めに思い浮かぶのが利子所得の増加だろう。

国民経済計算で確認すると、家計部門（個人企業を含む）の受取利子は、ピークだった1991年には38.9兆円もの規模があったが、その後は金利低下のあおりを受けて、2004年には4.7兆円にまで減少している。受取利子から支払利子を差し引いたネットの利子所得でも、1995年まではプラスが続いていたが、1996年以降には支払い超過に転じ、2004年には▲9兆円と大幅なマイナスになっている。一方、企業部門（非金融法人企業）をみると、1991年には▲37.5兆円の大幅な支払い超過だったが、90年代における借り入れ金利の低下を通じて利払い負担が縮小した結果、2004年には支払い超過額は▲7.8兆円にまで縮小している。金利低下を通じて家計部門から企業部門への所得移転が起こっていたことが確認できる<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> こうした利子収入の減少等を根拠に、「家計部門は低金利政策の犠牲になってきた」との意見が聞かれることがある。だが低金利には、支出性向が相対的に低い家計部門から支出性向が相対的に高い企業部門へ所得が移転することによって、経済全体の支出性向を高める効果が一般的にはある。その結果として景気が下支えされることによって、最終

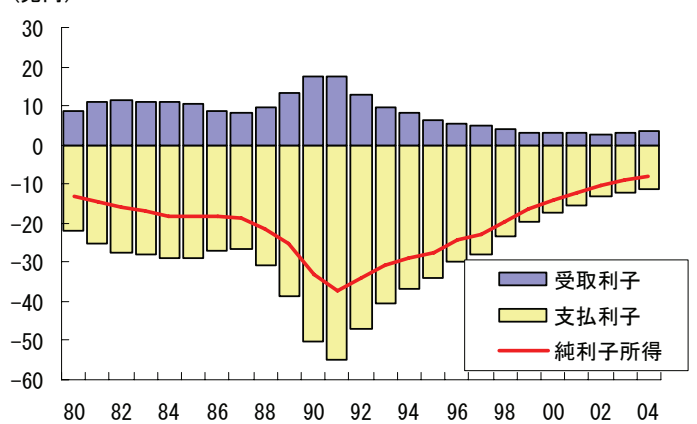
金利が上昇した場合、こうした流れに変化が生じる。家計は借り入れ残高と比較して預貯金の残高がかなり大きいため、金利の上昇はネットでみた利子所得の増加につながる。金利が1%上昇した場合の影響を単純に試算すると、家計の純利子所得は6.2兆円増加するという結果が得られる<sup>2</sup>。決して小さいとは言えない額だろう。

(兆円) 図表1 純利子所得の推移 (家計部門)



出所：内閣府「国民経済計算」  
1995年以前は平成7年基準の値を用いている

(兆円) 図表2 純利子所得の推移 (非金融法人部門)



出所：内閣府「国民経済計算」  
1995年以前は平成7年基準の値を用いている

### ○ 利子所得増加のメリットには偏り

もともと、金利上昇の受益と負担の動向は一樣ではない。保有している預貯金や負債の大きさによって大きな差が出る。一般的に、フローの所得が少なくまだ資産蓄積が進んでいない若年層や、多額の住宅ローン負債を抱え、教育費負担も重い中堅層はネットの金融資産が少ない一方で、多額の預貯金を保有し負債も少ない高齢者層では純金融資産は大きい傾向がある。実際、家計調査（貯蓄・負債編、平成17年平均）で、預貯金額<sup>3</sup>から負債額を差し引いた値を確認してみると、世帯主年齢が20代、30代、40代の世帯では負債額が預貯金額を上回っているのに対して、60代では1,214万円、70歳以上では1,455万円の預貯金超過となっている。

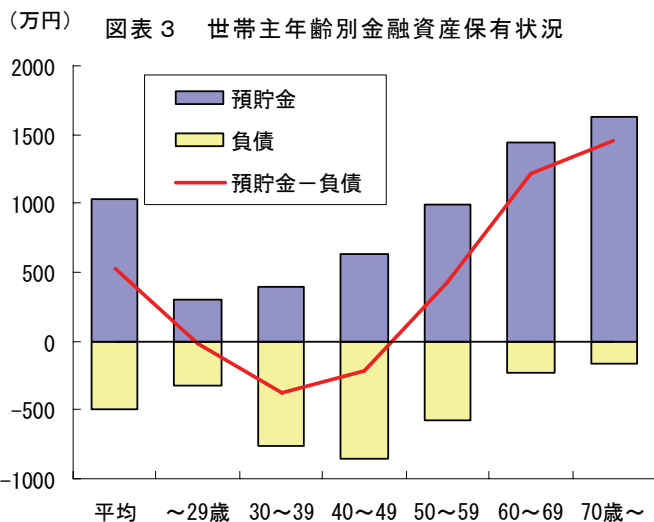
また、高齢世帯の中でも金融資産の保有状況にはかなりの偏りがある。つまり、個人差が非常に大きいのだ。前述の家計調査（貯蓄・負債編）によると、一世帯当たりの貯蓄額の平均値は1,728万円だ。「そんなに持ってない」というのが実感ではないだろうか。これは、少数の高額貯蓄保有世帯によって平均値が引き上げられているために生じた現象だ<sup>4</sup>。実際、保有額が平均値を下回る世帯は全体の3分の2を占めており、利子所得の増加といった形で恩恵が受けられる層は、高額貯蓄保有世帯のごく一部に限られることになる。

的には家計部門も恩恵を得られる面がある。また、バブル崩壊後のデフレ期には、労働分配率は急上昇した。これは、名目賃金の下方硬直性が、労働生産性上昇率を上回る実質賃金の上昇をもたらした結果である。デフレ期の家計部門は、企業部門と比較してむしろ相対的に有利な立場にあったと考えることもできるだろう。低金利政策によって家計部門が犠牲になってきたという見方は一面的であり、あまり意味のない議論であると思われる。

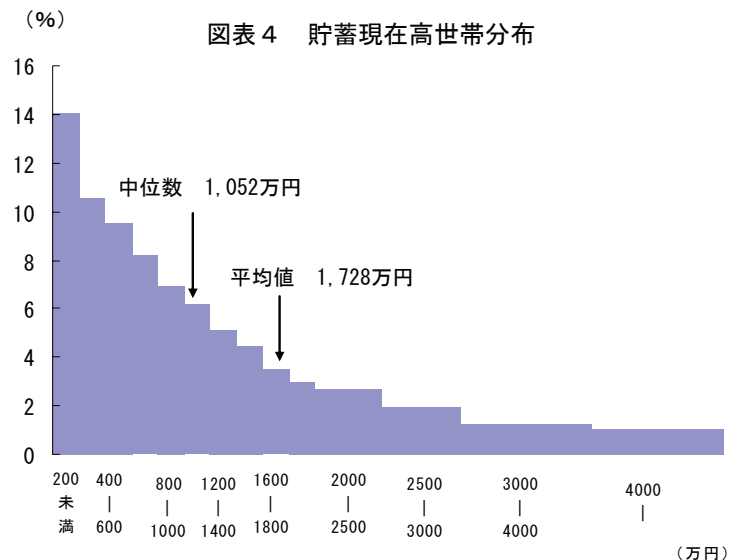
<sup>2</sup> 資金循環勘定から、家計の有利子資産と有利子負債について、それぞれ金利が単純に1%上昇したと仮定して計算した。実際には、資産や負債に適用される金利が長期金利上昇に対して反応する度合いはそれぞれ異なることなどもあるため、この試算は幅を持ってみていただきたい。なお、内閣府（2006）では、金利が1%上昇した場合、家計部門の純利子所得は6.3兆円増加すると試算されている。

<sup>3</sup> 通貨性預貯金と定期性預貯金の合計。生命保険や有価証券は除いている。

<sup>4</sup> 中央値を求めると1,052万円となり、平均値よりも随分低くなる。こちらの方がより実感に近いだろう。なお、「それでも多過ぎる」という人は最頻値を見ればよい。最頻値は「貯蓄額200万円未満」である。



出所：総務省統計局「家計調査（貯蓄・負債編）」  
 ※預貯金は、通貨性預貯金と定期性預貯金の合計



出所：総務省統計局「家計調査報告（貯蓄・負債編）」

## ○ 金利上昇と個人消費

ここまで、金利上昇によって家計の純利子所得が増加すること、その恩恵を受ける層にはかなりの偏りがあることを述べてきた。では、消費に与える影響はどうだろうか。利子所得が増えれば、それに伴って消費も増えそうな気もする。だが、話はそう単純ではない。

金利が上昇した場合、個人消費に対しては二つの効果が発生する。

一つは所得効果だ。前述した通り、金利上昇は、貯蓄超過主体である消費者に純利子所得の増加という恩恵をもたらす。この結果として生涯所得が増加するため、現在の消費が増加する。

もう一つは、異時点間の消費代替効果と呼ばれるものである。金利が上昇すると、貯蓄することのメリットが増すため、現時点で消費をするよりも貯蓄をすることが相対的に有利になる。そのため、所得を消費に振り向ける割合が減り、現在の消費を減少させる<sup>5</sup>。

この二つの効果は、現在の消費に対してそれぞれ反対方向に働く。そのため、金利上昇が現在の消費を増やすかどうかは一義的には決まらない。結局、所得効果と代替効果の大きさに依存することになる。

金利上昇が個人消費に与える影響度合いは国によって異なる。

例えば米国では、金利と個人消費には明確に負の関係があり、その影響も比較的大きいと言われている。この理由としては、まず所得効果の小ささが挙げられる。米国の家計部門では、金融資産のうち現預金の占める割合は15%程度しかなく、株式（約16%）や投資信託（約11%）、年金（約28%）等の割合が非常に大きい<sup>6</sup>。日本では、金融資産の55%程度を現預金が占めていることは対照的である。また、負債の額にしても、米国のそれは日本に比べて非常に大きい。こうしたことから、米国では仮に金利が上昇したとしても、純利子所得はさほど増えることがないため、消費を押し上げる所得効果は小さいものとどまる。

一方、代替効果は比較的大きい。米国では日本に比べて借入れを行って消費をするケースが多くみられ、消費者信用はかなり発達している。つまり、日本では借入れに対して一般的に消極的であることに対して、

<sup>5</sup> 別の言葉で言えば、将来の消費が現在の消費と比較して相対的に安価になるため、現在の消費は減少するというものである。なお、後述の通り、金利上昇が現在の消費に与える影響は所得効果と代替効果の大きさに依存する。しかし、将来消費に関しては、両効果とも消費を高める方向に作用する。

<sup>6</sup> 出所：FRB ”Flow of Funds”

米国では相対的に借り入れ志向が強い。こうした状況下では代替効果が働きやすく、金利の上昇は消費の減少をもたらすことになる。こうした小さな所得効果と大きな代替効果の影響により、米国では金利の上昇は個人消費を減少させるとされている<sup>7</sup>。

では、日本ではどうだろうか。日本では、米国に比べれば金利上昇が個人消費に与える影響は小さいと予想される。前述の通り、日本では金融資産に占める預貯金比率が非常に高いことから所得効果は比較的大きく、代替効果によるマイナスの影響をある程度相殺すると考えられる。ただし、一般によく言われるように「金利上昇によって利子収入が増加することで、個人消費が増加する」と言えるほどに所得効果が大きいかどうかといった点については、実証研究を行って検証する必要がある。

こうした点について、実際に検証を行った過去の先行研究をみてみよう。中川・大島（2000）や内閣府（2005）では、実質金利を説明変数に含んだ消費関数を推定することにより、実質金利の個人消費に対する影響度を定量的に測定している。そしてその推定結果からは、①米国では実質金利は有意にマイナスに影響すること、②日本においては実質金利は有意に影響しないこと、が示されている。

このことは、米国でみられるほど金利上昇が個人消費に与える悪影響は大きくない一方で、「純利子所得の増加の影響で個人消費は増加する」といえるほどには所得効果は大きくないことを意味している。つまり、日本においては、金利上昇による代替効果と所得効果のどちらが大きいかははっきりせず、金利上昇に伴って個人消費が増加するかどうかは定かではないということになる。

なお、ここで示された結果は、金利上昇が個人消費に与える一次的な影響をみたものであることには注意が必要だ。実際には、金利上昇が企業部門に対して悪影響を与えることを通じて雇用・所得環境も悪化し、家計部門へ間接的に悪影響をもたらされる経路も存在する。こうした二次的な影響も加味すれば、金利上昇が個人消費に与える影響は、むしろ若干のマイナスである可能性もあるだろう。また、住宅部門にとっては金利上昇は明確なマイナスであることも踏まえれば、家計部門全体に及ぼすマイナスの影響はさらに大きくなる。

## ○ まとめ

ここまでの議論をまとめると以下のようなになる。

- ①金利上昇に伴い、家計の純利子所得は増加する（1%の金利上昇で6.2兆円）。
- ②利子所得増加の恩恵を享受できるのは、高齢者層などの一部に偏る
- ③金利上昇によって利子所得は増加する（所得効果）が、一方で、貯蓄メリットが増すことで消費性向が低下する効果（代替効果）も存在する
- ④日本についての実証研究では、所得効果と代替効果が打ち消しあう結果、金利と個人消費に明確な関係はないとされている
- ⑤企業部門を通じた二次的な悪影響も踏まえれば、むしろ金利上昇は個人消費にとってマイナスである可能性もある

ゼロ金利解除時などには、「金利上昇によって企業部門は悪影響を受けるが、個人消費にとってはむしろプラスなので、悪影響はある程度相殺される」との議論も一部ではみられた。しかし、本稿の議論を踏まえれば、こうした意見は正確ではないと思われる。やはり、金利上昇は成長率をある程度抑制することは事実

---

<sup>7</sup> この他、資産効果の影響も存在する。株式の家計保有額が大きい米国では、資産効果は比較的大きいとされている。

また、住宅価格上昇を背景とした住宅ローンの借換え（リファイナンス）とキャッシュアウトが米国では盛んなため、住宅価格の動向に個人消費は大きく影響を受ける。住宅市場は金利に対して非常に敏感に反応することから、金利上昇は住宅市場の調整を通じて個人消費を押し下げることになる。

である。

第一生命経済研究所 Economic Trends 「ゼロ金利解除が日本経済に及ぼす影響①」 「ゼロ金利解除が日本経済に及ぼす影響②」 (飯塚主席エコノミスト) でも述べられている通り、確かに 0.25%ポイント程度の金利上昇であれば、悪影響はかなり限定的だ。この利上げによって景気が下振れする可能性は低いだろう。もっとも、この先、利上げのペースや利上げ幅が急激なものになった場合にはその限りではない。現在のところインフレ圧力が限定的であることから考えても、当面は、ゼロ金利解除が経済に与える影響をよく見極め、慎重に行動していく必要があると思われる。

#### (参考文献)

- ・ 飯塚尚己 (2006) 「ゼロ金利解除が日本経済に及ぼす影響①」 (第一生命経済研究所 Economic Trends)
- ・ 飯塚尚己 (2006) 「ゼロ金利解除が日本経済に及ぼす影響②」 (第一生命経済研究所 Economic Trends)
- ・ 熊野英生 (2006) 「ゼロ金利解除による受取利息増は 5,600 億円」 (第一生命経済研究所 Financial Trends)
- ・ 内閣府 (2005) 「日本経済 2005-2006 ーデフレ脱却へ向けての現状と課題ー」
- ・ 内閣府 (2006) 「平成 18 年版 経済財政白書 ー成長条件が復元し、新たな成長を目指す日本経済ー」
- ・ 中川忍・大島一朗 (2000) 「実質金利の低下は個人消費を刺激するのか? ー実証分析を中心にー」 (日本銀行調査統計局 *Working Paper* 00-2)
- ・ 中前忠・斎藤朋子 (2005) 「金利上昇と日本経済 (上) ー消費主導へ構造転換ー」 (日本経済新聞 2005 年 12 月 26 日 経済教室)
- ・ 日本総合研究所 (2006) 「ゼロ金利解除の実体経済へのインパクト」 (日本総研リサーチアイ No. 2006-006)
- ・ 宮川憲央 (2006) 「金利上昇の企業・家計への影響について」 (新光総合研究所 S R I 国内経済ウォッチ No. 06-44)