

# Financial Trends

経済関連レポート

## 「低金利政策の犠牲」説の再考

発表日：2月6日(月)

～金利の所得移転効果から金利メカニズムの正常化へ～

(No. FT-26)

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

低金利政策の効果は、資産家から負債保有者への所得移転と言われる。家計の受取利子に限定すれば、11年間で171兆円の逸失利益になる。ただ、企業・金融機関が過剰債務・不良債権処理を斟酌すれば、家計は金利を通じてダメージを共有したと言える。もっとも、企業・金融機関の健全化が進んだ今でも、配当の流れがようやく変わり始めたのに、金利の方は遅れているという問題がある。家計が相対的に不利に置かれた状況は長期化せざるを得ない。

### 家計の逸失利益は171兆円

しばしば超低金利の作用は、資産家から負債保有者への所得移転と表現される。金利生活者が利息収入の目減りに苦しむ代わりに、借金をする人は金利負担軽減で助けられるという理屈である。金融広報中委員会「家計の金融資産に関する世論調査」(2005年)では、60歳以上の高齢者に対して、主な生活資金源として、利子配当を挙げた世帯割合は1.7%と、1993年の10.3%よりも激減している。現代日本で「金利生活者」とは失われた言葉も同然である。

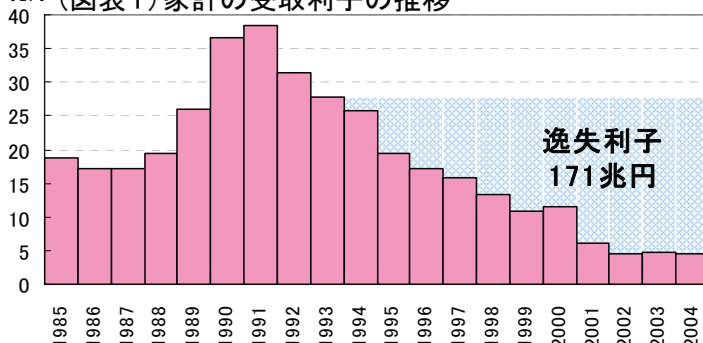
福井総裁は、国会答弁でその影響について具体的に「10年間(1994～2003年度)で家計が失った得べかりし利益は△154兆円」と答弁したとされる。福井総裁の計算方法を踏襲し、1994～2004年度まで11年間で家計の金利所得者が逸失した利子を再計算すると△171兆円になった(図表1)。こうした考え方は果たして正しいのだろうか。

### 世代間アンバランスの姿

まず、逸失利益の話は、専ら受取利子だけなので、支払利子との通算を考える必要があることに気付く。国民経済計算によると、2004年度の家計の支払利子は13.6兆円と、受取利子4.5兆円よりも遥かに大きく、△9.2兆円の支払超過になっている(図表2)。

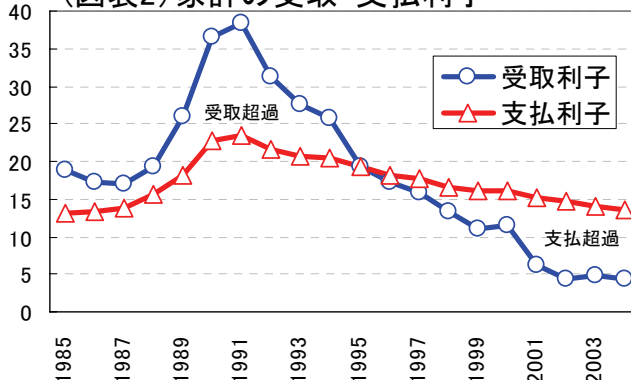
支払利子について、受取利子と同じように11年間で失われた金額を計算すると、+46兆円の負担軽減となっていた(家計部門の逸失利益はネットで△124兆円に縮小)。

兆円 (図表1) 家計の受取利子の推移



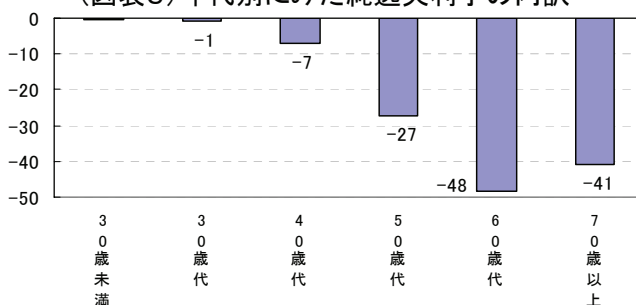
出所：内閣府「国民経済計算」1995年度までは95年基準、1996年度以降は2000年基準。

兆円 (図表2) 家計の受取・支払利子



出所：内閣府「国民経済計算」  
1995年度までは95年基準、1996年度以降は2000年基準。

兆円 (図表3) 年代別にみた純逸失利子の内訳



注：総務省「家計調査」と内閣府「国民経済計算」から筆者が試算。

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。

このことは、家計の中で、負債を抱えた世代と、資産を蓄えた世代では、低金利の損得勘定が異なることを示している。年代別に家計の資産・負債状況をみていくと、40歳代以下は金融資産と同程度の負債を抱えており、年代内で負担の増減はほぼ相殺されている。むしろ、家計のネット逸失分は50歳以上に集中している。具体的に、ネット損失△124兆円がどの世代にシェアされているかを計算すると、50歳代△27兆円、60歳代△48兆円、70歳以上△41兆円という状況となる(図表3)。

### 企業や金融機関は楽をしたのか

さらに、視野を広げて他部門の利子収支をみてみると、家計の利子収支が悪化した代わりに、利子収支が改善したのは企業である。各部門間の利子収支の推移をみても、両者が好対照を成しているのがわかる(図表4)。1994～2004年にかけて軽減された企業部門の利子負担は、ネットで△146兆円の軽減に及ぶ(借入返済が元本を減らした効果を割り引くと△83兆円)。

加えて、筆者は金融仲介を行っている金融機関の利鞘が膨らんでいる流れにも注目したい。金融機関の利鞘とは、受取利子ー支払利子で表される純受取利子のプラス幅とオーバーラップする。通常、金融機関は仲介機関として存在するので、所得移転を考える上で見過ごされがちであるが、この利鞘は全般的な金利低下が進むに伴って、90年代後半に広がり、2000年代に入っても高止まりしている(図表5)。

しかし、企業や金融機関への所得移転が巨大だからといって、企業・金融機関の業績が良かった訳では決してない。むしろ、90年代半ばから10年間近く、企業は多額のキャッシュフローを過剰債務処理に使い、金融機関は不良債権に苦しんだ。94～2004年度にかけて、預金取扱金融機関の貸出金償却

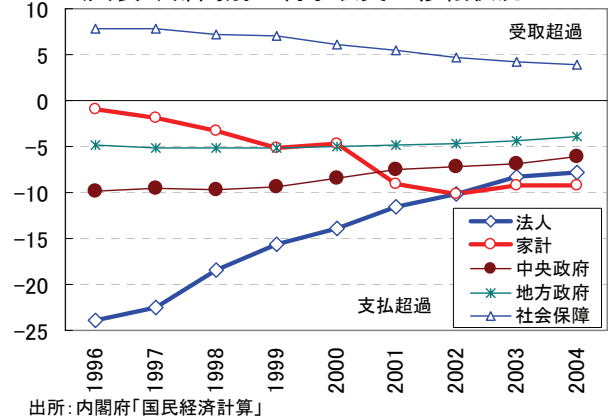
(含む間接償却)は実に累計103兆円に達する。家計からの所得移転分をはるかに上回る利益が、過剰債務返済と不良債権処理につき込まれたと理解できる。こうした結果からは、家計だけが低金利政策の犠牲になったというのは一面的な見方であることがわかる。正確に言えば、日本経済がバブル崩壊以降に悪化したことで、家計も企業・金融機関とともに「痛み分け」の状態になったということである。

反面、家計には低金利を余儀なくされる代わりに、預貯金がペイオフ解禁の延期によって保全されていたことも忘れてはなるまい。金融不安の中で破綻した金融機関の債務超過部分は、預金利子を削って捻出した預金保険料に加え、財政資金の投入によって穴埋めされてきた。ここには受取利子だけでは測れないファクターが家計には影響していることが示されている。

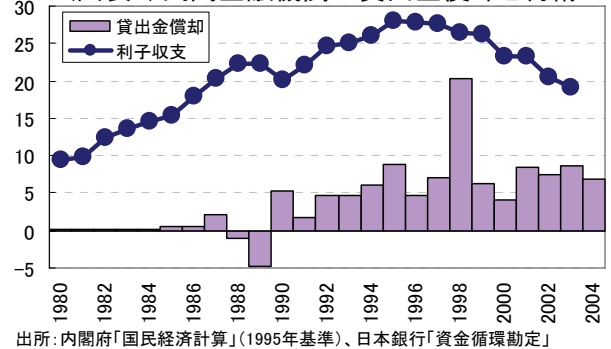
### 家計の金利収支のアンバランスは続く

預金者を含めて犠牲を強いられざるを得ない環境は、当面続きそうだ。つまり、預金者の金融収支を押し下げていた原因である企業の過剰債務問題と金融機関の不良債権問題は解消され、平時に戻ってきても、相対的に不利な状況は変わりにくいということだ。これは、預金金利の絶対水準が低いということだけではなく、家計の直面

(図表4) 部門別に利子収支の移転状況



(図表5) 民間金融機関の貸出金償却と利鞘



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。

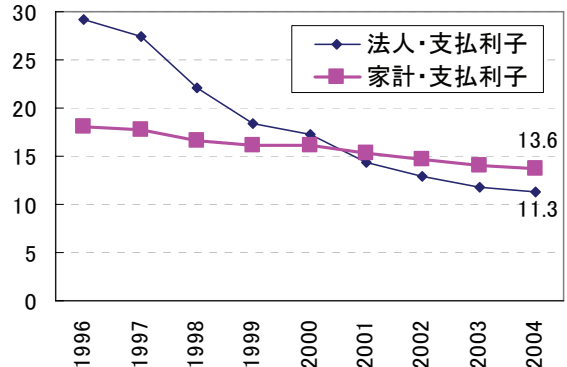
する預金金利も借入金利も相対的に不利だという状況が存続するということである。

そこで、その状況を家計の金利収支にそって見ていきたい。まず、家計の金利収支は、受取利子を支払利子が上回って、支払超過になっていたことを思い出して欲しい。これは、家計の借入コストが下げ渋っていたとも理解できる。そこで、企業部門の支払利子と、家計部門の支払利子を比べると、2001年度以降は企業よりも家計の方が支払利子の金額が大きくなっている(図表6)。つまり、金融機関収益を支えているのは、企業向け貸出よりも、個人向け貸出であることを暗示している。家計の金融収支の赤字は、家計からの購買力の吸収が行われているものとも受けとれる。

なお、2004年度については、家計部門が金融機関に支払っている利子は、政府部門(含む社会保障基金)の支払利子13.2兆円とほぼ同額だ。政府は、巨大な政府債務の支払いに苦しんでいるはずだが、その利子負担は低位に抑えられている(政府部門の中で、中央政府だけに限れば2004年度の利子は8.8兆円)。

※1994年度の借入水準と比較すると、2004年度の家計の借入残高はほぼ変わらず、企業の借入は△3割減っている。

(図表6) 家計と企業の支払利子



出所: 内閣府「国民経済計算」

### 受取利子よりも配当が多い

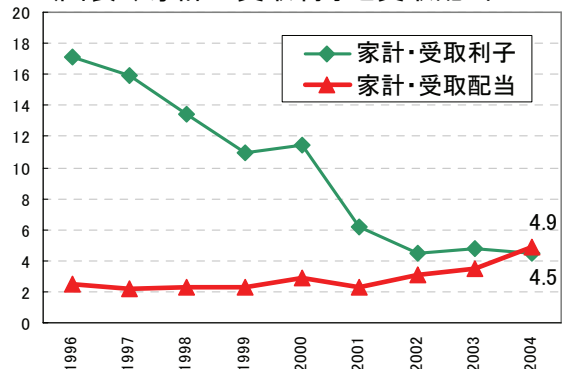
もうひとつ、家計の受け取っている利子の金額は、2004年度に配当金額に抜かれている。2004年「全国消費実態調査」(総務省)によれば、家計の87.2%が保有している預貯金よりも、家計のうち17.6%しか持っていない株式・株式投信の受取配当の方が多いという逆転の状況になっているのである(図表7)。このことは、企業・金融機関経営が正常化した後も変わらずに、配当の方だけが正常化に向かい、家計の受取利子の方は相対的に不利な状況に抑えられたままであることを示している。

そもそも配当金額が増えている変化は、企業収益の拡大を背景にしている。短期的に企業収益の蓄積は、債務返済に吸収され、その後も企業の金あまりとして積み上がってきたが、ようやく、その一部が株主に還元されるようになった(2005年度は従来よりも一段と配当が増える公算が強い)。株式を通じた収益還元はすでに動き始めているということだ。

受取配当に関して、家計・企業・金融機関ごとの金額の推移をみると、ここにきて家計への配当が増える動きが目立ってきている(図表8)。これは、企業が増配に動く流れとあいまって、個人の高配当志向が高まりをみせていることを表している。個人は、預貯金の低金利にしびれを切らして株式投資への選好を高めている者が少なくないということであろう。

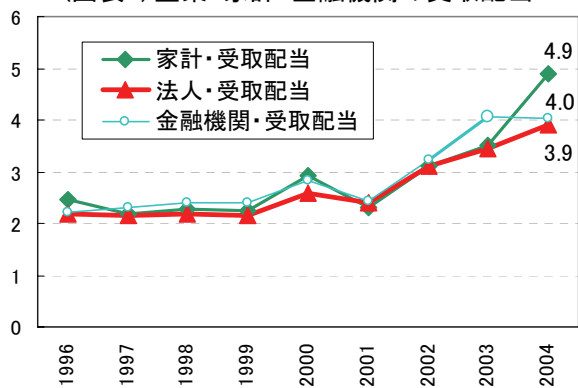
おそらく、当面、預金金利の魅力が相対的に改善されない状況が続くと考えられるので、企業は配当を通じた収益還元を進めていき、個人の株式投資に対する関心が高まる展開が予想される。

(図表7) 家計の受取利子と受取配当



出所: 内閣府「国民経済計算」

(図表8) 企業・家計・金融機関の受取配当



出所: 内閣府「国民経済計算」

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。

## 価格・金利の伸縮的メカニズムは復活するか

金融政策の所得移転効果とは、支出性向が高い経済主体に所得が移転されることで、マクロの支出拡大が促される効果を狙ったものだ。これが金融政策の伝統的な効果だとも言える。ところが、90年代にバランスシート調整に企業・金融機関が苦しんでいたときは、移転した所得も債務返済など貯蓄に振り向けられて、支出誘発効果が見込めなかった。それでも、日本経済は財政資金の事前的投入を制限しながらでは、不良債権処理を進めるために、強制貯蓄に甘んじなくてはならなかった。

では、これから単に預金金利が上昇すれば、家計の消費性向も上昇するかと言えば、引き続きその効果は乏しいと言わざるを得ない。マクロ的には、預金者の金利収入を増やしても、貯蓄率の高い資産家などに所得移転が進み、消費性向を刺激しないと考える方が自然だ。企業の金あまりに収益が吸い込まれるのと変わらないとも言える。

むしろ、金利が上昇することの効果は、企業の中で、低金利だから価格転嫁を手控えて、コストダウンで収益を捻出する薄利多売、リストラ型ビジネスモデルを成り立たなくさせる意味がある。企業の収益体質を、利益率重視、成長型ビジネスモデルへと後押しする効果である。企業収益の拡大に伴って金利が上昇してくれば、企業に余剰キャッシュフローをより採算性の高い案件に振り向けられ、銀行には貸出をより採算性の高い融資先を開拓させるプレッシャーになる。金利上昇→価格上昇を通じた収益拡大→金融収益への還元を促進、という歯車が回転する世界への転換である。その点、今の企業行動にはデフレ時代の慣性作用が続き、このままでは価格・金利の伸縮的なメカニズムがワークしにくように思える。

この転換は、企業収益が低迷し、過剰資本処理が道半ばのときには、その循環を回転させようにも浮揚力が弱すぎて実現不能のシナリオであったが、デフレ脱却を目前にした現在では、総需要の拡大に応じてそのシナリオも徐々に現実味を増してきている。物価や金利が伸縮的に変動するゲームのルールを復活させる方が、結果的に支出性向は高まるとみることができる。

昨今、家計・企業・金融機関ともに受取配当が増加傾向にあることは、金融収益の還元が裾野を広げていく兆候とも受け取られる。今後、消費者物価が上昇していき、長期金利がそれに連られて上昇するときには、日銀の金利引き上げはそれと整合性が取れるようになっていくだろう。金利上昇圧力と整合的な金融政策の運営を進めていくことで、次第に経済体質が物価や金利が伸縮的に動く世界に戻っていく。

最後に、ここまで家計の金利収支のいびつさを描写してきたが、その姿が相対的に抑制された関係を抜け出せるのは、金利水準がさらに上昇した、かなり先の未来になるだろう。そうした意味で、家計の金利収支の健全化は遅れたかたちで進んでいかざるを得ない。