

日本国のバランスシート：国富の分析

発表日：5月10日(水)

～2005年末の国富の推計～

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

日本国のバランスシートは、自己資本に相当する国富の部分が減少を辿っている。内閣府が発表した2004年末のデータに加え、2005年末の国富を試算すると、土地以外の実物資産が底打ちする明るい動きがみられており、地価の下げ止まりが期待できる中、国富の反転まであと一歩と言える。2005年末の国富については、地価下落が小幅になる一方、増価する日本株を外国人投資家がより多く保有したために減った面もある。これも資産デフレ脱却が間近であることを感じさせる。

(図表1) 日本国のバランスシートの図式
2004年末

資産		負債	
金融資産	5,666兆円	負債	5,481兆円
実物資産	2,461兆円	国富(正味資産)	2,647兆円
総資産		8,128兆円	

2005年末の国富状況

内閣府から2004年末の国民経済計算・ストック編が発表された。そこでは、日本一国の国富(正味資産、国の自己資本)が2004年末2,647兆円(前年比△0.3%)と1997年以来7年連続のマイナスとなっていた(図表1、2)。依然、地価下落によって国富が目減りする構図が続いている。

だが、ここにきて基調に変化が出始めている傍証も発見できる。

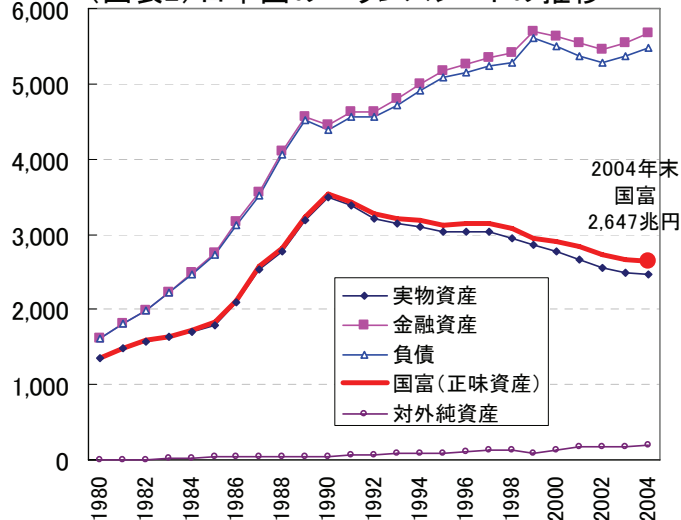
特に、2004年末になって土地以外の実物資産(資本ストック・住宅・建築物・在庫など)は底打ちしたことは良い兆しだ(図表3)。

国富の考え方はやや特殊なので解説しておく。国のバランスシート(貸借対照表)の右側にある国富に対応するのは、資産側(左側)にある実物資産(=土地+有形固定資産+無形固定資産+在庫)である。一国の金融資産・負債は、金融機関の資金仲介によって「誰かの金融資産は、誰かの負債になっている」という関係がおおむね成り立つので、両者がオフセットされる(例えば、金融機関の負債=家計の預金=企業の借入+政府の国債=金融機関の資産)。そして、バランスシート上に残った国富と実物資産がほぼ見合うというかたちになる。つまり、実物資産のうち、土地を除いた部分が底打ちしているので、あとは地価下落がプラス*に転じれば、国富も反転することになる。

筆者は、国富の反転が足元で起こっている可能性を確認するために、公式な内閣府の計算を延長し、2005年末の日本国のバランスシートを計算することを試みた。すでに発表された2005年末のストックデータとして、資金循環勘定、公示地

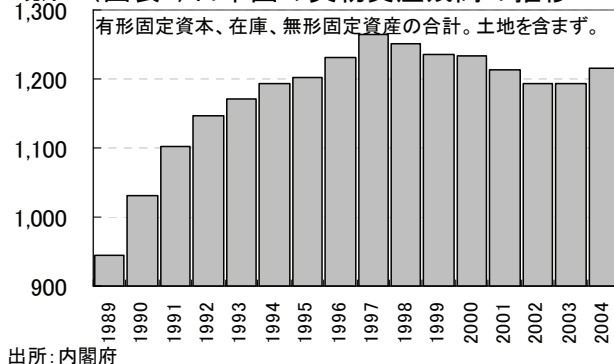
出所：内閣府「国民経済計算」

(図表2) 日本国のバランスシートの推移



出所：内閣府「国民経済計算」

(図表3) 日本国の実物資産残高の推移



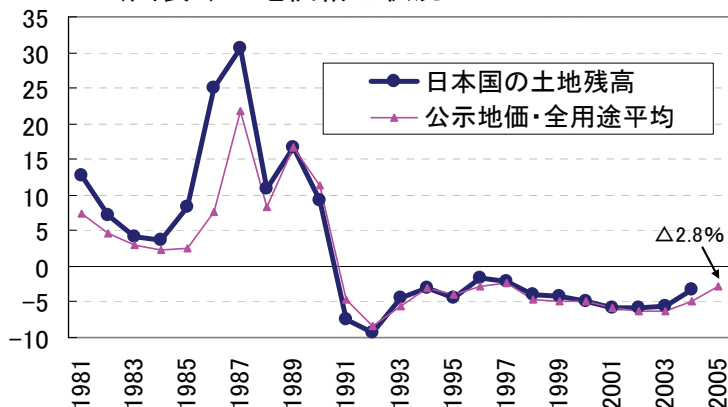
出所：内閣府

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、民間企業資本ストック統計などを用いることができる。試算値は国民経済計算ほどの厳密さはないが、2005年末の日本の国富の概数に近づくことはできると考えている。

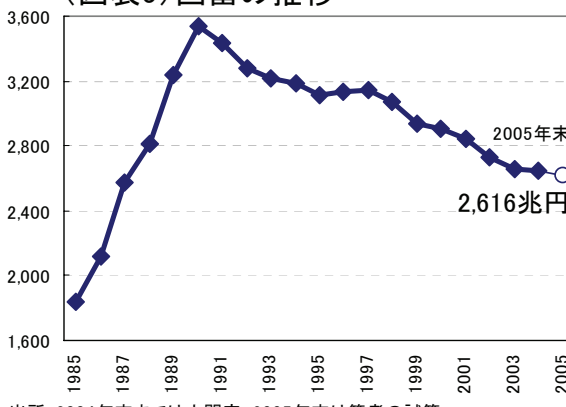
※ 足元の公示地価では、住宅地と商業地を併せた全用途の伸び率が2006年1月1日時点で $\Delta 2.8\%$ までマイナス幅を大きく縮小させている。この全用途の地価の伸びは、2005年末の国民経済計算の日本の土地残高の伸び率と対応している（図表4）。また、4月28日に発表された日銀の展望レポートでは、地点ごとに単純平均した公示地価のデータを 1m^2 ごとの価格で加重平均した全国地価の前年比が2006年1月1日時点で15年ぶりにプラスに転じたと報告されている。

前年比% (図表4) 土地価格の状況



出所：内閣府、国土交通省

兆円 (図表5) 国富の推移



出所：2004年末までは内閣府、2005年末は筆者の試算。

国富が減少する理由の変化

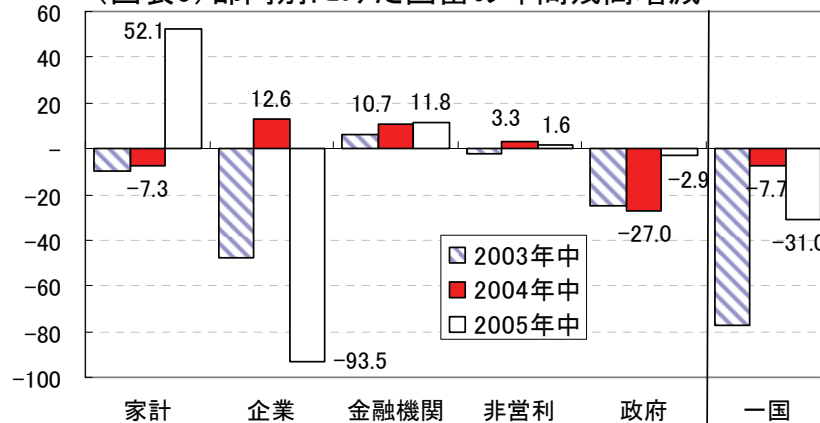
結論から述べると、2005年末の国富の試算値は、2,616兆円（前年比 $\Delta 1.2\%$ ）という計算結果になった（図表5）。残念ながら、国富はプラス転化にはならなかったが、前年比プラスまで一歩手前ということはいえそうだ。

2005年末の国富（正味資産）の変化を概観すると、部門別に分解した場合、家計の正味資産が大きく増えている一方で、企業の正味資産が減少している（図表6、7、

8）。企業の正味資産が減っているのは、地価下落が続いている面はあるが、株価上昇による変化が作用している。株価上昇が起こると、企業部門の負債サイドの規模が膨らむ半面、株式の所有者である家計や外国人の資産サイドの金融資産が増える。この変化によって、家計と外国人の正味資産を増やすが、企業部門の正味資産は減ってしまうことになる。

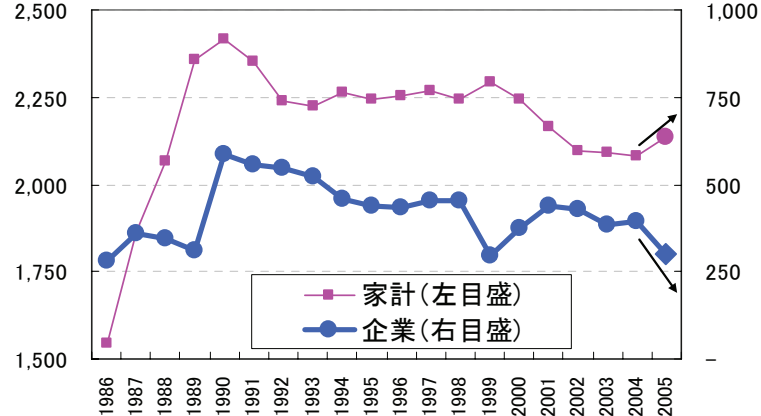
最近、株価総額が急増する一方で、個人投資家や外国人投資家の保有株式が増えている。企業の方は持ち合い解消が進み、シェアを落としている。企業の正味資産が減るのは、この影響だ。

兆円 (図表6) 部門別にみた国富の年間残高増減



出所：内閣府、2005年中は筆者の試算。

兆円 (図表7) 企業・家計部門の正味資産の推移



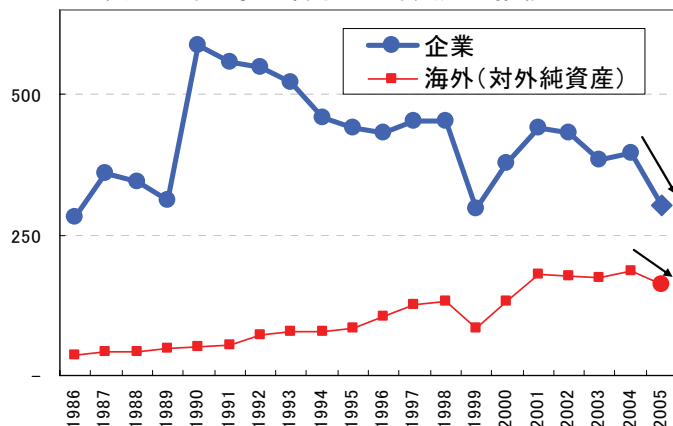
出所：内閣府、2005年末は筆者の推計。

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。

具体的に2005年末の企業部門の株式・出資金（総時価）614兆円の持分を調べると、個人投資家の持分は171兆円（シェア27.9%）、外国人投資家は142兆円（同23.1%）に達する。増加分への寄与で言えば、2005年中に+175兆円が増加したうち、約2/3に相当する+108.1兆円が家計（+55.4兆円）と外国人（+52.7兆円）の増分であった。

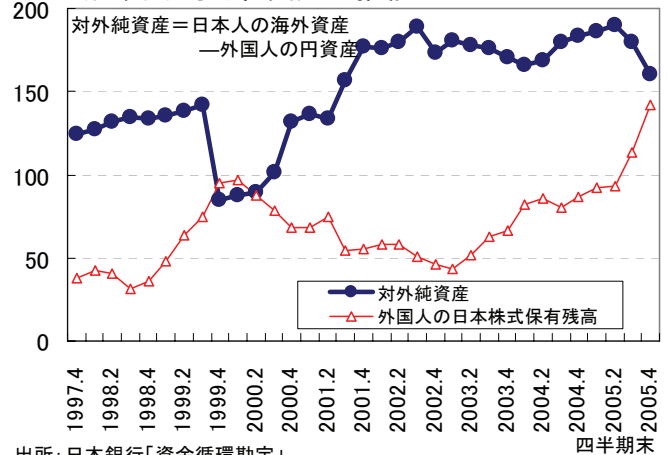
日本一国の国富については、株価上昇によって家計の正味資産が増えるのはプラスへの寄与だとしても、外国人投資家の正味資産の増加はマイナス方向の寄与になる。日本人の対外純資産（海外部門の正味資産）は、「日本人の対外資産—外国人の対内資産（円資産）」と示されるので、外国人が日本株の持分を増やせば、日本人の対外純資産は減ってしまう（日本の対外純資産は2004年末185.8兆円→2005年末160.3兆円<資金循環勘定>と減少、図表9）。日本一国で見れば、日本の正味資産の減少は、地価下落だけでなく、外国人投資家の日本株式の保有増もいくらか効いている格好だ。この変化は、資産デフレの影響というよりも、資産デフレ脱却への変化がテクニカルに国富減少につながったと言える。

兆円（図表8）企業・海外部門の正味資産の推移



出所：内閣府、2005年末は筆者の推計。

兆円（図表9）対外純資産の推移



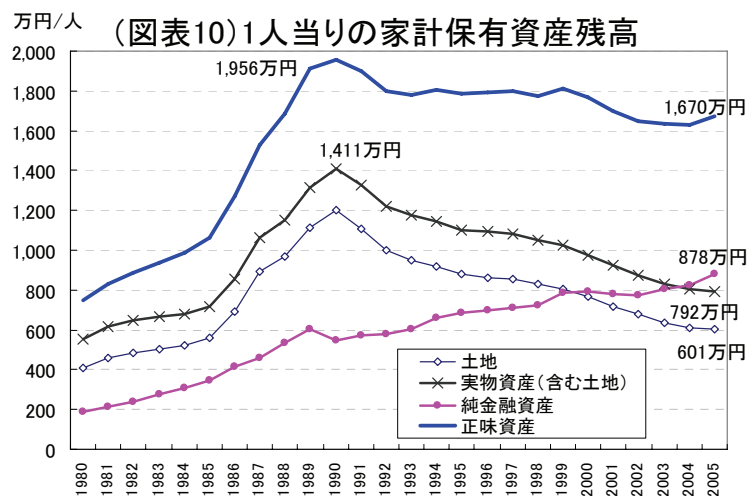
出所：日本銀行「資金循環勘定」

家計の正味資産は2005年に増加に転じる

今度は家計部門のバランスシートをみていこう。家計の総資産は、土地・住宅資産の目減りを主因に、これまで5年連続でマイナスを続けてきたが、2005年末の試算値ではようやく増加に転じたようだ。これは、家計の保有株式が増加に転じたことが主因である（前掲図表7）。家計の正味資産の構成をみると、これまで住宅など実物資産の保有額が常に純金融資産（金融資産—負債）を上回ってきたが、2004・2005年は純金融資産の方が大きくなっている。家計の金融資産（資金循環勘定ベース）が2005年末になって1,500兆円を超えたことに象徴されるように、個人の財産に占める金融資産の地位が高まっていると言える。

なお、家計の資産を人口1億2,776万人で割った国民1人当たりの資産保有額（2005年末）は1,973万円/人、正味資産は1,670万円/人となっている（図表10）。内訳は、実物資産792万円（住宅・土地）、純金融資産878万円（金融資産1,181万円、負債303万円）である。

万円/人（図表10）1人当たりの家計保有資産残高



出所：内閣府、総務省

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。

拡大する政府部門の債務超過

日本国のバランスシートを概観していて気になるのは政府部門の正味資産の少なさである。政府部門には、中央政府・地方政府と社会保障基金の3つの部門がある。国民経済計算の政府部門では、社会保障基金を含めることで、正味資産は2004年末で47兆円のプラスになっているが、中央政府と地方政府だけでみると、正味資産が大幅なマイナス、つまり債務超過である可能性が高い。社会保障基金が家計に帰属する積立資金であることを勘案すると、実質的に政府部門が債務超過であると考えた方がよい。2005年末の政府部門の正味資産も44兆円と計算できるが、これも社会保障基金の純資産が株価上昇で膨らんでいるためだと考えられる（2005年末の社会保障・中央政府・地方政府の正味資産の分類推計はうまくできていない）。国民経済計算では、政府の部門別の正味資産を分類表示していないが、社会保障基金がほとんど実物資産を持っていないと考えると、土地以外の実物資産のすべてが中央・地方政府分だとみなして正味資産の按分を計算した結果、中央政府・地方政府の正味資産は△166兆円の債務超過となる（図表11）。

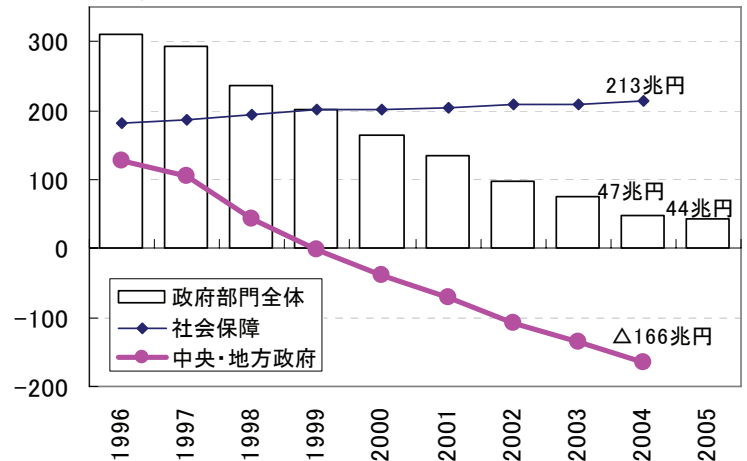
中央政府・地方政府の実物資産（含む土地）454兆円の大きさに対して、債務超過の△166兆円は、実物資産の大きさの3割相当の規模になる。今、政府の保有資産を大規模に売却するアイデアが財政再建のメニューとして提出されているが、考え方として資産売却額の時価を膨らませないと、債務超過部分は穴埋めできないことを確認しておく必要がある。これは、バランスシートに載った資産額で売却したのでは、負債を返済した後でも、マイナスの債務部分だけが残るからである。

その際に△166兆円にも及ぶ債務超過部分の大きさを考えると、資産売却だけでは政府部門の財務健全化が達成できそうにないことがわかる。政府の資産売却方針は、国のバランスシートの価値を効率化するという面では有効だと評価することができるが、財政再建に絡めて、過度にその発想に依存するべきではないと考えられる。

もうひとつ、中央・地方政府の債務超過幅については、2004年末まで毎年40兆円前後膨らんでいることも懸念材料だ。先に、中央・地方政府の債務超過の問題を指摘したが、極端な話で言って債務超過がどれほど大きくなってもし払いに滞りがなければ、債務は持続可能とみることができる。しかし、債務規模が発散経路に移行した場合、利払負担が税収などのキャッシュフローを大幅に上回ってしまうので、そこで債務支払いの持続可能性の条件が失われてしまうことが怖いのである。資産売却の意義は厳密に言えば、政府の債務残高のボリュームを減らすことで、利払負担を軽くし、フローの世界で税収とのバランスをとるという発想で進めることが望ましい。そうした観点でみると、中央・地方政府のバランスシートが年々債務超過幅を拡大させていることは、資産売却をしても削減できない債務規模の拡大が進んでいることを意味する。政府は中央・地方を併せたプライマリーバランスの均衡を2011年度に向けて目指しているが、それが達成されるまでの間は、政府の債務超過は増え続け、資産売却の有効性は相対的に低下していく。

本稿の前半では、日本国の国富の下げ止まりが近いという見方を示したが、近々、日本の民間部門の正味資産が拡大に転じて、政府部門の債務超過が膨らんでいる要因を割り引いて考える必要がある。日本のバランスシートは、健全化する方向にありながらも、政府部門の債務調整という課題が未解決であることには留意しておく必要があるだろう。

兆円 (図表11) 政府部門の正味資産



注：内閣府のデータに基づき、筆者が加工計算。社会保障は実物資産を保有せず、中央・地方政府が政府部門の実物資産をすべて保有すると考えて、正味資産を計算。

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。