

金利循環図からみえる運用難の姿

発表日：2009年5月8日（金）

～海外から得られる金利収入は全体の3割～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

長引く運用難の中で、金融機関は、金利収入を稼ぎ出すために、企業の支払利子だけでは依存していない。金融セクターでは、海外資産を増やすことで、インカムゲインを稼ぐことが一般化している。ただし、そうした手法も、これから世界的な低金利になると苦しくなるだろう。今後、日本の金融業は、内外の低金利環境が続けば、いつか間接金融のビジネスの再検討を迫られるだろう。

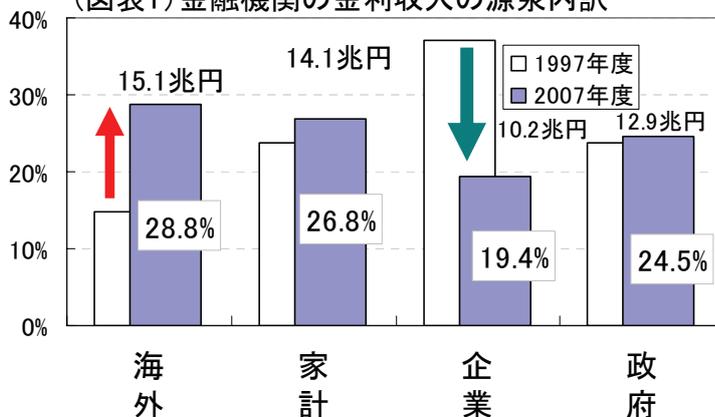
金利収入は何処から来るのか

ひとつの質問をしたい。投資家・預金者の人たちが受け取っている金利は何処から来るとお考えでしょうか。

答えは単純に「企業が支払った借入金利」ということではない。答えは、海外運用の金利、個人からの住宅ローン金利、国債利子、そして企業が支払った借入金利、の主に4つが原資になって、投資家の金利収入が賄われている（図表1）。2007年度の状況をみると、金融機関に対して支払われている金利の源泉は、海外運用の金利28.8%、個人向けのローン金利26.8%、国債の金利24.5%、企業の貸出金利19.4%と分散されている。

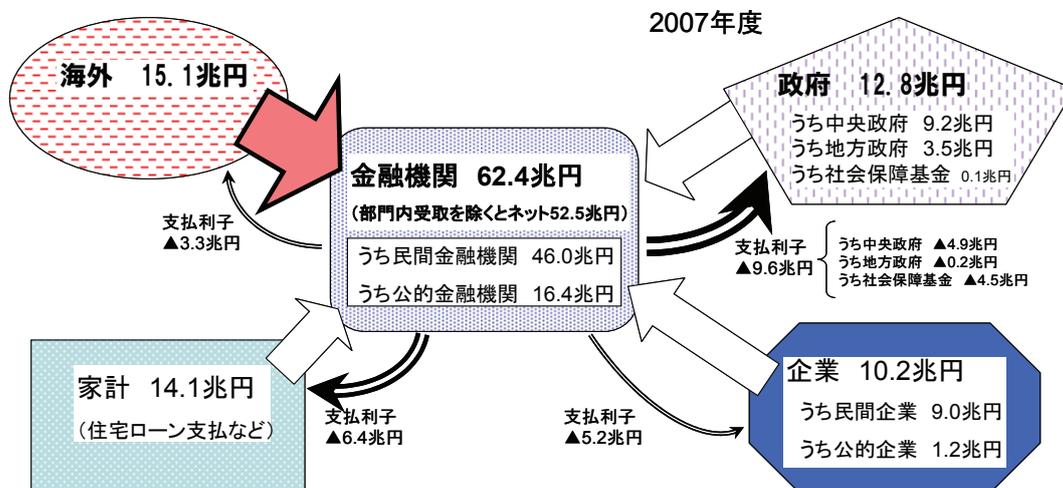
金融機関の基本的なビジネスモデルは、預金や債券発行で資金を調達し、その資金を運用して利鞘を稼いで、資金調達サイドにいる投資家に運用収入を還元する仕組みで成り立っている（図表2）。そうした枠組みの中で、資金調達サイドの顔ぶれは変化しにくい、資金運用サイドは経済環境の変遷に応じてかなり変化しているのが実情である。

（図表1）金融機関の金利収入の源泉内訳



注：内閣府「国民経済計算」より計算

（図表2）マクロの金利循環図



注：内閣府「国民経済計算」に基づき作成

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。見通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。

かつて10年前の金融機関は、金利収入の約4割の構成が企業からの支払金利であったが、企業が自己資本比率を高め、負債のボリュームを絞り込んできたために、今は半分程度までウエイトが低下してしまっている（図表3）。

（図表3）金利収入の循環

単位：兆円

支払利息						受取利息	
	海外	家計	企業	政府	非営利法人	金融機関	うち金融部門内
1996年度	10.5	18.1	29.6	17.7	0.7	103.6	26.9
1997	11.0	17.7	27.8	17.7	0.7	100.9	25.9
1998	10.6	16.6	22.3	17.7	0.6	93.1	25.2
1999	8.9	16.1	18.5	17.3	0.5	84.0	22.7
2000	9.1	16.0	17.3	16.7	0.5	79.9	20.2
2001	9.4	15.2	14.5	15.6	0.5	71.0	15.8
2002	8.4	14.7	12.9	14.4	0.4	64.5	13.6
2003	8.5	14.2	11.8	13.3	0.4	59.4	11.4
2004	8.9	13.9	11.3	12.4	0.3	55.5	8.7
2005	10.9	13.6	9.3	12.0	0.3	58.1	12.0
2006	13.3	13.8	10.0	12.6	0.3	60.1	10.1
2007	15.1	14.1	10.2	12.8	0.3	62.4	10.0

受取利息						支払利息	
	海外	家計	企業	政府	非営利法人	金融機関	うち金融部門内
1996年度	5.6	18.5	6.0	10.8	1.1	68.9	26.9
1997	5.8	17.3	5.9	10.8	1.1	66.9	25.9
1998	5.0	14.6	4.7	10.1	0.9	60.5	25.2
1999	3.3	12.6	3.2	9.8	0.7	52.3	22.7
2000	3.4	12.5	4.1	9.3	0.6	50.1	20.2
2001	3.0	7.0	3.6	8.8	0.5	38.8	15.8
2002	2.2	5.4	3.7	7.6	0.5	33.0	13.6
2003	1.7	4.8	3.6	6.8	0.5	28.7	11.4
2004	1.7	4.5	3.7	7.0	0.5	26.1	8.7
2005	2.2	3.8	3.0	8.4	0.5	29.9	12.0
2006	3.1	5.3	4.4	9.5	0.6	32.9	10.1
2007	3.3	6.4	5.2	9.6	0.7	35.2	10.0

ネット受取利息						ネット受取利息	
	海外	家計	企業	政府	非営利法人	金融機関	うち金融部門内
1996年度	-4.9	0.4	-23.6	-6.9	0.4	34.6	-
1997	-5.2	-0.4	-21.9	-6.9	0.4	33.9	-
1998	-5.6	-2.0	-17.6	-7.6	0.2	32.6	-
1999	-5.5	-3.5	-15.3	-7.4	0.2	31.6	-
2000	-5.7	-3.5	-13.2	-7.5	0.1	29.8	-
2001	-6.4	-8.2	-10.8	-6.8	0.1	32.2	-
2002	-6.2	-9.3	-9.1	-6.8	0.1	31.5	-
2003	-6.7	-9.4	-8.2	-6.5	0.1	30.8	-
2004	-7.2	-9.3	-7.6	-5.3	0.1	29.4	-
2005	-8.8	-9.8	-6.2	-3.6	0.2	28.2	-
2006	-10.2	-8.5	-5.6	-3.1	0.3	27.3	-
2007	-11.8	-7.6	-5.0	-3.3	0.4	27.3	-

注：内閣府「国民経済計算」より計算

資産運用も海外依存

日本経済の牽引力が外需依存と言われるが、製造業だけではなく、金融セクターも同じである。図式は全く同じで、国内からの収益があまりに低くなっていて、活路を海外に求めるしかなくなっている状況である。

各種金融機関ごとに総資産残高に占める海外証券投資の割合を見比べると、株式投資信託 48.6%、企業年金 30.5%、損害保険 16.2%、公的年金 14.8%、生命保険 12.8%が高い（2008 年末のデータ、図表 4）。長期投資家ほど、海外運用でインカムゲインを稼ごうとする傾向がみられる。長期投資家の場合は、顧客からの換金要請が少なく、相対的に流動性確保のニーズが低い性格がある。なるべく高いインカムゲインを稼ごうとすると、流動性を犠牲にして、償還期間の長い債券に投資することを迫られる。

ただし、近年は、長期投資であっても、世界的金利低下の中で、金利収入が得にくくなってきている。ほとんどすべての中央銀行がかつて類をみないほどの低金利政策を試みている。日本の運用環境も、異常なほどに内外短期

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。

金利差が縮小して、リスクをとらなくては高利回りを得にくくなっている。

為替リスクをとろうとするときは、原理的に内外金利差が縮小すると傾向が生じれば、キャピタルのリスクをより多く背負う。為替リスクを長期に亘るインカムゲインでカバーしにくい状況である。直近の長期金利は、米英の中央銀行が量的緩和政策を推進したために、歴史的に低水準の長期金利になった後、いくらか戻している。それでも為替リスクに対して内外長期金利差が乏しいことに変わりはない。

長期投資家にしてみれば、ニューマネーの追加によって、ポートフォリオの中身が徐々に新しい海外債券投資の分に入れ替わっていくと、総体の運用利回りは下がっていく。そうなると、顧客に還元できる金利収入も余地が小さくなっていくので、海外運用に活路を見出してきた、これまでの環境も変化して、全般的な運用難に陥ることになる。

(参考) 国内金融セクターの中で、突出して運用資産に占める海外資産の割合が高いのが、株式投資信託であった(前掲図表4)。その背景には、2000年代前半に、毎月分配型投資信託に代表される投資信託が、インカムゲインの高さを前面に出し、個人投資家に対して人気を集めたことがある。株式投信の運用資産全体に占める海外資産の割合は、円安が進んだ2005年辺りから50%に接近するまでに高まっている(図表5)。

この状況は、リーマンショックが起こり、2008年後半に為替円高が急速に進んで以降も大きく変わってはいない。直近でも、外債を組み込んだ投信は、為替が円安方向に反転した2009年2・3月に、むしろ増加する動きをみせている。国内運用資産の低金利状況が構造的に定着している下では、投資家はかなり大きな為替ショックに見舞われても、容易には運用スタンスが変化しそうにないことが窺われる。

(図表4) 国内金融機関の海外証券投資

	兆円		2008年末
	保有残高	証券投資の構成比	総資産に占める割
金融機関(全体)	158.4	100.0%	5.8%
中央銀行	4.6	2.9%	3.6%
銀行等	47.46	30.0%	3.2%
国内銀行	19.64	12.4%	2.4%
在日外銀	0.58	0.4%	1.6%
農林水産金融機関	15.41	9.7%	7.6%
中小企業金融機関	11.84	7.5%	2.9%
保険	44.58	28.1%	12.1%
生命保険	36.88	23.3%	12.8%
非生命保険	5.08	3.2%	14.1%
うち民間損保	5.08	3.2%	16.2%
共済保険	2.62	1.7%	5.9%
年金基金	25.96	16.4%	27.6%
企業年金	23.54	14.9%	30.5%
その他年金	2.43	1.5%	14.2%
社会保障基金	27.08	17.1%	13.0%
公的年金	27.08	17.1%	14.8%
証券投資信託	32.87	20.7%	40.7%
株式投信	32.87	20.7%	48.6%
公的金融機関	0.15	0.1%	0.0%
財政融資資金	0.14	0.1%	0.1%
政府系金融機関	0.01	0.0%	0.0%
証券会社(ブローカー)	2.27	1.4%	2.9%

出所: 日本銀行「資金循環勘定」

(図表5) 株式投資信託の運用資産のシェア



出所: 投資信託協会

金利耐性が弱い経済体質

日本の投資家が海外運用を志向することは、日本国内の運用難の裏返しである。運用難については、それが構造的なものになりつつある。

思考実験として、日銀が高金利政策を実行するなど、長短金利が跳ね上がるような人為的操作をしたならば、日本の運用難は解消するのであろうか。こうした政策提言は頻繁に聞かれる話である。

答えはもちろんNOである。しばしば利上げの是非論が語られると、「金融引き締めをすれば、中小企業が資金繰りに窮する」、「企業活動にダメージが及んで景気腰折れする」という理由が語られる。そうした見方は、確かにできるのだが、筆者は、もっと違った視点から、金利上昇が容認されない事情があると考えます。

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。

現在、企業は自己資本比率を高め、債務を圧縮してきているので、かつてのような負担増にはなりにくい。中小企業に厳しいところがあるだろうが、マクロの企業部門では金利上昇に耐える力は以前よりも増していると考えられる。

むしろ、問題は、企業よりも巨額の支払金利を負担している家計と政府だろう。金利が上昇すれば、そのショックで家計や政府が先に音を上げる。家計の中では、変動金利型住宅ローンなどを借りている人が少なくない。金利が上昇すれば、新規で住宅取得をする人が減っていくマイナス効果もある。政府も、短期国債・長期国債で資金調達をしていて、その借り換えコストの増加は敏感に財政収支に影響してくる。財政再建にとって、程度の差はあれ、低金利構造は不可欠である。

家計にしても、政府にしても、金利耐性が弱い背景には、フローの所得が弱々しく、金利上昇のショックに耐えて所得の好循環を保てないという構造がある。そうした脆弱性の背後には、家計の給与所得が増えにくいデフレ構造がある。政府の方には、課税所得が増えにくいという税収構造の悩みがある。

達観すれば、長期不況の中で、金利収入の負担者が、企業から家計・政府へと分散したことは、金融機関がより金利耐性の低い主体との取引をしなないといけなくなったことを意味する。それが、運用難の構造であると言える。

金融業の構造問題

一昔前、日本の金融業の未来について、「金融立国論」などのバラ色の展望を描いてみせる人がいた。しかし、本稿で見てきたような金利構造をきちんと認識すると、日本の伝統的な金融機関は、根深い構造問題を抱えていることがわかる。もっとフォーカスを絞って言えば、日本の資金運用者（投資家）と、銀行などの間接金融のセクターは、構造不況を背負っているのである。

この構造不況から脱する方法は、（１）家計と政府の金利耐性を強化するために、企業部門が海外で稼いできた所得を勤労者に還元する分配構造を変化させ、かつ増税を容認して政府部門の財政問題に打開の出口を示すことがどこかの時点で必要だろう。いわば内需回復のための構造転換のシナリオである。

そして、もうひとつは（２）金融システムを、間接金融よりも直接金融中心に変化させることが、金利収入に依存しないための構造転換のシナリオが必要になる。そのためには、家計が金利収入の代わりに配当所得を増やし、金融機関は非金利収入を増やすことが打開の糸口になるだろう。

現時点で、私たちは目前に、欧米金融機関が証券化バブルの崩壊している姿がある。そのため、多くの人には直接金融型ビジネスモデルを目指すことは抵抗感が強く、非金利収入の収益構造へシフトすることにも不信感があると思われる。しかし、米国の商業銀行が、伝統的な収益源であった融資分野で稼ぎにくくなって、証券化など業務多様化に活路を見出してきた経緯を踏まえると、そうした趨勢は、変わらないと考えられる。

日本の金融業は、日本経済が内需強化の構造転換を進めていく方向性と、軌を一にして収益体質を変化させていかななくては、構造不況の図式からの逃れることはできないだろう。