

国富沈下、貯蓄は初減少

発表日：2011年2月7日(月)

～政府の赤字体質が進んで正味資産もマイナス～

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

わが国の国富は、2,712兆円である。内閣府「国民経済計算」によれば、2009年末の国富は2年連続の減少となっている。驚くのは、それが不動産などの時価下落で起こっているだけでなく、国民が稼いだ貯蓄額が、遡及可能な1955年以来、初めてマイナスに転じていることである。これは、日本の資本蓄積がマイナスということでもある。

国富は収益力の源泉たる自己資本

本稿では、内閣府「国民経済計算」を使って、2009年末時点の日本の国富についてみていくことにしたい。まず冒頭に、国富は何かを解説をしておこう。国富とは蓄積された国民の富を示す。単年度で蓄積される富が貯蓄であり、貯蓄が自己資本として積み上がる。これは、バランスシート(貸借対照表)の自己資本に当たる。

注意しなくてはいけないのは、国富が日本1国のバランスシートである点である。日本の純資産＝自己資本＝正味資産を指し、正味資産には金融資産を含まない。1国のバランスシート上では、誰かの金融資産は、誰かの負債(借金)になるので、統合された勘定では貸し借りがほぼ相殺される(図表1)。グロスの残高ではなく、ネットの純資産で考えるのが、国富の考え方だ。

例えば、家計の保有する1,453兆円の金融資産が、国富なのかどうかを考えてみよう。家計の金融資産の過半は、金融機関に預けられて、そこから企業の貸出と政府の国債に回っていく。企業と国の生み出す付加価値から、1,453兆円に配分される所得(利子など)は生まれる。所得の源泉から考えると、実物資産が生み出した所得が、負債の利子に還元されて、さらにそこから金融資産の利子に再配分される。この順序は、間接金融でも直接金融でも同じである。金融資産の生み出す所得の源泉は、実物資産の所得から派生したものになる。だから、家計の金融資産はそのまま正味資産にはカウントできず、収益の源泉たる実物資産だけが国富になる。

金融資産と負債は、金融機関によって仲介されていて、実物資産の収益を還流させるに過ぎない。1国のバランスシートでは、資産側と負債側はその役割は中立化されて、正味資産を考えると消えてしまう。残った実物資産(含む不動産)が国富になる。

(図表1)日本国のバランスシート

単位:兆円

実物資産 2,446 (有形固定資産 1,131 土地 1,208)	負債 5,242 (借入金 1,306 国債・FB 687 株式 474 保険・準備金 393)
金融資産 5,508 (家計金融資産 1,453 社会保障基金 186 保険・年金基金 108)	正味資産 2,712 対外純資産 266

出所：2009年末・内閣府「国民経済計算」

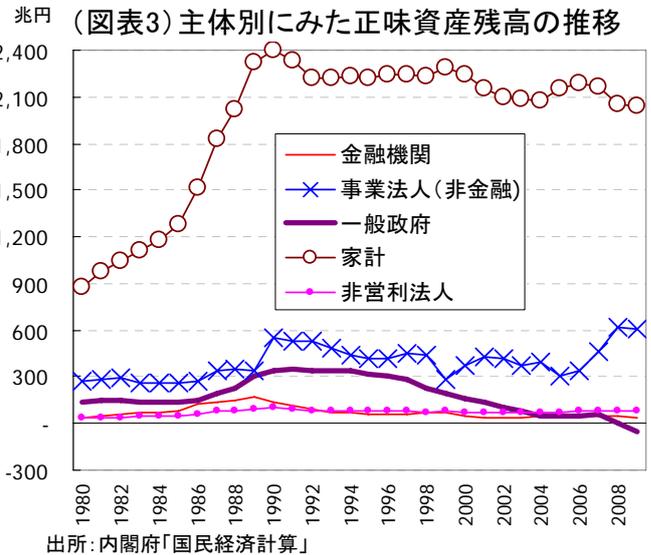
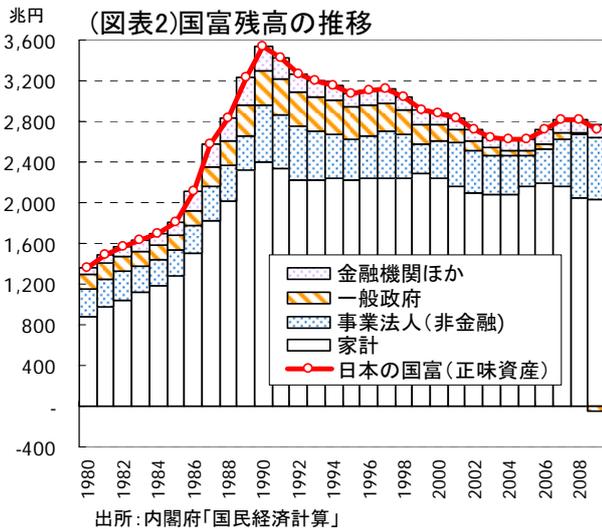
国富減少のメカニズム

実数を確認しておく、国富の内訳は、土地が1,208兆円で、有形固定資産が1,131兆円というのが主な内容である。有形固定資産は、企業が稼いだ利益を、資本ストックなどのかたちで蓄積し、さらに将来の収益源にしようとしたものである。

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。

主体別にみると、家計が2,039兆円と75%を占め、残りのうち605兆円を事業法人が占めている（図表2、3）。住宅・建物が105兆円、設備・機械が20兆円、残りは在庫、ソフトウェアなどになっている。

時系列でみると、国富の増加がピークに達したのは1990年3,531兆円であり、そこから15年間も多かれ少なかれ減少傾向を続けている。今は、ボトムの2005年2,626兆円から少しずつ盛り返している。国富の変動の主因は、地価下落であり、1990年から日本全体の不動産価値が半分に目減りしたことが国富減少の原因である。2005年から盛り返しているのは、やはり都心の地価反転を背景にしているが、2008年以降リーマンショックで都心地価も反落しているため、先行き明るい展望を持つことはできない。

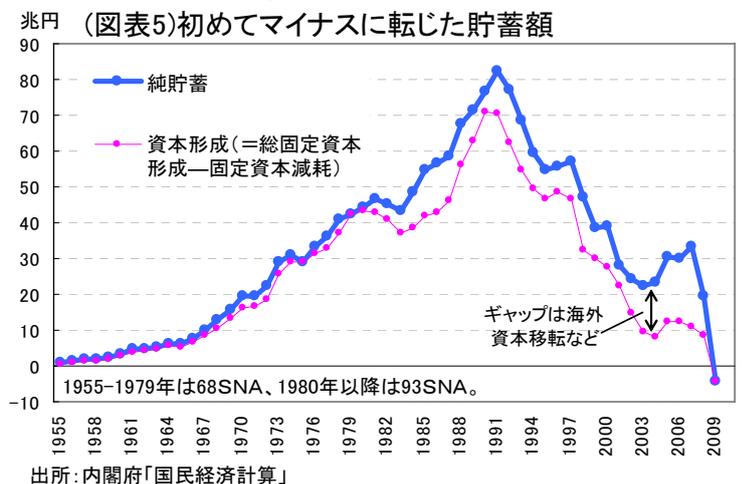
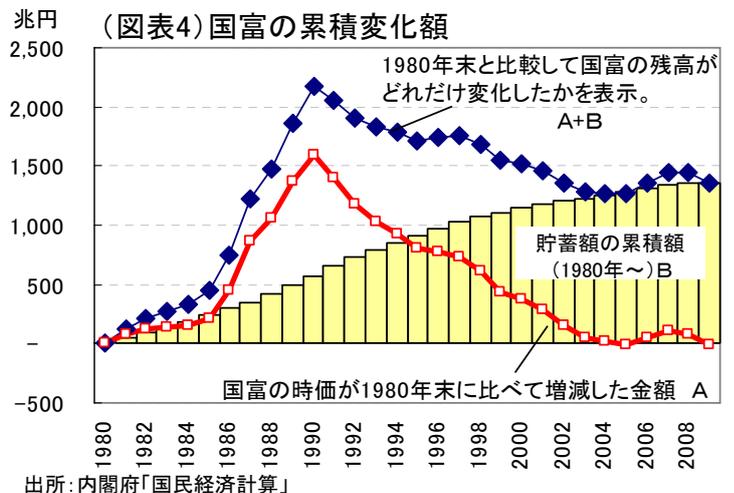


過去からの国富の推移をみて気付くのは、バブル崩壊以来、不動産の時価下落を穴埋めしているのが所得からせっせと積み上げた貯蓄である構図になっていることだ（図表4）。値下がりした実物資産の価値に対して、貯蓄を増やしながら国富の目減りを穴埋めしている状況である。

ところが、2009年の年間貯蓄額（純貯蓄）は、初めてマイナスに転じた（図表5）。これは、遡及可能な1955年以来、初めてのことである。今後、貯蓄額がマイナスを続けると、時価下落を穴埋めすることすらできなくなり、国富の減少には歯止めがかからなくなるかもしれない。日本経済の衰退を暗示する恐ろしい変化である。

貯蓄について説明しておく、純貯蓄は国民可処分所得から民間・政府最終消費を差し引いた値である。国富は、①実物資産の時価変化で増減する部分と、②貯蓄の蓄積として実物資産*が増えていく部分がある。

※貯蓄の蓄積は、海外資本流出を除くとストックは実物資産として残る。ISバランスでは民間貯蓄超過＝国債発行＋資本収支赤字とされるが、民間と公的部門を統合すると、純貯蓄＝資本形成（在庫投資を含む）＋資本収支赤字となる。1国全体では貯蓄は最終的に実物投資に回っていく。



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。

2009年に貯蓄減が起こったのは、国民可処分所得がリーマンショックの打撃で大きく減ってしまう一方、政府消費の方はさほど減らなかったせいである。民間部門は、リーマンショックで所得減・民間消費減となって対応している。

フローの貯蓄マイナスの原因について主体別にみていくと、一般政府の要因が大きくなったことが目立つ。一般政府（中央政府+地方政府+社会保障基金）は、すでに1998年以来マイナスの貯蓄を継続しているが、2009年は▲45.8兆円と前年（▲18.7兆円）よりも著しくマイナス幅が大きくなった（前年比▲27.1兆円、これは全体の純貯蓄の減少幅▲23.7兆円を上回る）。2009年は特に税収不足と歳出拡大が大きく響いた。一般政府については、ストックベースでも正味資産が2009年に初めて赤字転化している。政府は、家計などに社会保障を通じて所得移転する役割を持っている反面、増税ができないために採算面では大きなアンバランスを抱えている。それが極まっていることが、2009年に貯蓄率マイナスと正味資産赤字を引き起こした背景である。

2009年の貯蓄減の影響は、日本全体の資本蓄積を抑制したということでもある（前掲図表5）。貯蓄が抑制されると、資本ストックへと回っていく投資分が抑制されるという結果になる。新規の総固定資本形成が減少して、固定資本減耗の金額を下回るまでに減った。リーマンショックのダメージは、正常な資本蓄積を阻害するという衝撃でもあったことがわかる。

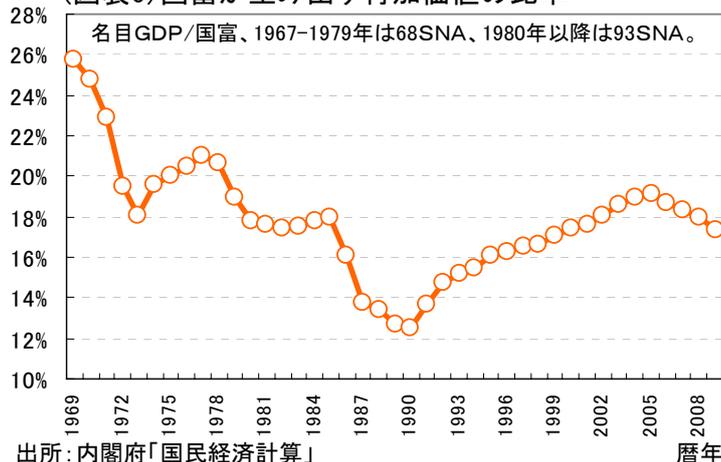
時価変動がマイナスになる背景

今度は、国富を減少させるストック側のメカニズムを考えてみたい。国富減少の背後にある資産価格の下落は、土地や上物の収益力が落ちてしまったことを反映していると考えられる。原理面でみると、資産収益率は、正味資産のストックが有効活用されて、どのくらい大きな収益（1国の場合はGDP）が生み出されているかが問題になる。残念ながら日本の名目GDPは、1997年をピークに水準は減少傾向にある。仮に、日本が経済成長をしてGDPが増えると、将来収益の現在割引価値が上昇して、地価は反転するだろう。経済成長路線への回復こそが減少する国富を反転させるために必要な施策である。

興味深いことに、国富の資産収益率を、名目GDP/国富残高で計算すると、80年代後半からずっと12~20%の比率でそれほど大きな振れがない（図表6）。バブル生成期も、その後のバブル崩壊後も資産収益率は同程度でしかない。このことは、土地などの資産価格が、正味の収益力によって比較的安定して決まっていることを表している。国富の収益率がほぼ一定だったことは、バブル崩壊前でもバブル崩壊後も一貫していることは驚きである。バブルに伴って、資産価格が上昇したことが過大評価と言われることは多いが、マクロの時価は収益率から著しくは乖離していなかった。バブル崩壊後の時期に「逆バブルが起こった」という印象論が語られることも多かったが、収益率はそれほど低下していなかったのである。

このことは、国富の収益率がほぼ一定なので、名目GDPが安定的に上昇経路に向かえば、ストックの評価額も同様に上向く可能性を示唆している。2000年代に入ってから資産価格の減少は、名目GDPの減少に反応して引き起こされたもので、それが名目GDP増加に転じれば、資産価格の下落にも歯止めがかかるという展望が描ける。

（図表6）国富が生み出す付加価値の比率



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。

もっとも、現在の日本は人口が減少して、ごく簡単に「仮に名目GDPが増えれば・・・」という仮定を実現できる訳ではない。資産価格が下落するのは、まさに人口減少の影響もあって、地方経済を中心に名目GDPに低下する作用が働いているからである。わが国が、人口減少圧力という荷重を跳ね返して、経済成長を取り戻すことは重い課題なのである。

そのための処方箋としては、ストックの残高が増えなくともストックの中身が高収益の内容に入れ替わっていくことが肝要である。言い換えれば、設備のスクラップ・アンド・ビルドを推進し、1単位の実物ストックの資本効率を引き上げることである。

グロスの国民総資産

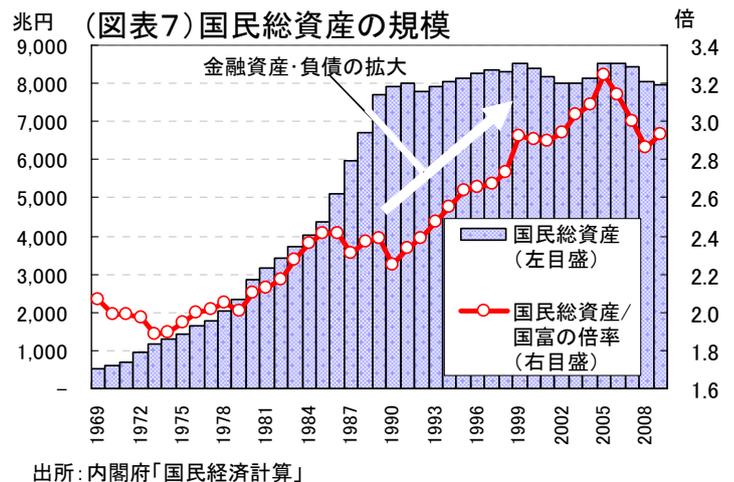
ところで、国富を計算したときに、1国の金融資産と負債を両建てで相殺したが、相殺する前の国民総資産でみるとどうなのか。グロスの国民総資産は、2009年末は7,954兆円で、1990年から現在に至るまで約8,000兆円の水準でほぼ横ばいである（図表7）。正味資産は2,712兆円で、その約2倍の負債（5,242兆円）があるから、国民資産7,954兆円が成り立つ関係になる。

時系列でみて、国富が減っているのに、国民総資産が減らないのは、金融資産＝負債が増えていることを示している。これは、超低金利政策のお蔭でもあろう。負債の内訳について1990年から現在に至るまでをみると、民間企業の負債が減って、政府債務が増え続けている。1国の生産力は弱っているのに、政府が債務を支えているからバランスシートを膨らませることができた。政府自身は、将来の徴税権を裏づけにして債務膨張をしているが、その持続性は必ずしも永遠ではない。長期的にみると、日本全体の生産力が低下すると税収が目減りして財政赤字が拡大する。税収と財政赤字のアンバランスが止め処なく継続すると、金融市場は政府債務がずっと増え続けるのは無理だと気が付くことになる。

実は、政府部門の効率性向上は、政府自身の収益ではなく、公的サービスの提供が間接的に民間部門の活動を活発化させ、税収が上がるようにすることである。政府の役割とは、マクロの成長刺激に寄与することを意味している。

翻って、ここ数年の政府支出は、医療・介護・福祉の部門に多くの支出を投下して、有形固定資産に振り向ける支出を大幅に減らしている。政府の役割は単に所得再分配だけに集中していればそれでよいというものではない。むしろ、政府支出が再分配にのみ配分されるとすれば、官のチャネルを通じた資源配分が低生産性部門への資源の固定化を招く可能性もある。政府部門の改革は、もっとストックのパフォーマンスを高める視点が必要だ。

これに関連するが、政府のバランスシートには載ってこない公務員の有効活用という点でも同じである。公務員に対して、極端な給与削減を強いることは、公務員のやる気を殺ぐような結果を招く。これも、政府部門のストックを活かすことにつながらない。政府部門は、「無駄を省くべし」、「減税すべし」というフロー側からの一辺倒の見方は、公的サービスがどのくらい民間部門の生産性上昇に貢献したかというストックの価値評価を見失わせる危険がある。政府の財政再建は、8,000兆円に積み上がった日本国のバランスシートが崩れないためにも必要である。



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。