

強いGDPで貯蓄率マイナスの可能性

発表日：2014年5月15日（木）

～4月以降も消費拡大すると、貯蓄率には低下圧力～

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

2014年1QのGDP統計で、家計消費の駆け込みが広がったことで、2013年度の家計貯蓄率が僅かにマイナスに転じた可能性がある。まだ一時的とみられるが、4月以降の消費拡大が続くと、貯蓄率には低下圧力がかかる。ISバランスを念頭に置くと、経常収支の赤字化と歩調を合わせ、家計貯蓄がマイナスになったように思える。今後、財政再建が約束どおりに履行されるのならば、国債消化に問題はないだろう。

駆け込み需要は、貯蓄率低下要因

2014年1-3月のGDP統計は駆け込み需要が大きく成長率を嵩上げた（実質前期比年率5.9%・一次速報）。筆者が注目するのは、家計部門の変化である。自動車・家電販売など耐久消費財消費が大きく伸びた（実質前期比+13.7%＜実質年率+66.7%＞）ほか、衣料品・履物など百貨店販売と重なる部分の大きい半耐久消費財消費も伸びている（同+6.4%＜同+28.1%＞）。

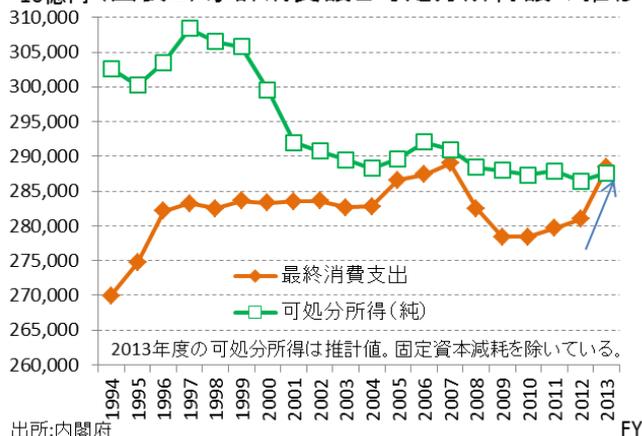
個人消費の伸びの実勢は、名目値でみた方がよいかもしれない。家計最終消費の名目前期比でも+2.1%の伸びである。こうした消費の伸びは、明らかに所得の伸びを上回っている（雇用者報酬、名目▲0.2%、実質▲0.3%）。ということは、家計貯蓄率はマイナス方向の動きになる理屈だ。

実は、家計貯蓄率の時系列の推移をみると、2000年ごろから大幅に低下して、2007年にはあわやマイナスという所まで下がっていた。筆者の計算では、2013年度では小幅のマイナスに転じた可能性があるかとみている（図表1）。家計貯蓄率は、分子が家計貯蓄（固定資本減耗を除いた純貯蓄）であり、分母が可処分所得（固定資本減耗を除く）と年金基金年金準備金の変動の合計額である。

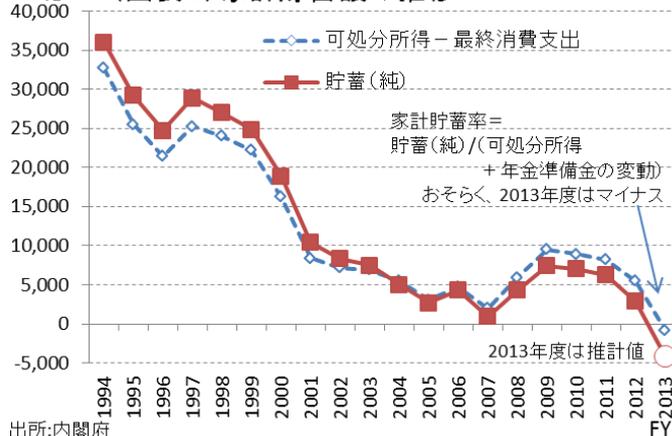
（図表1）家計貯蓄率の推移



10億円（図表2）家計消費額と可処分所得額の推移



10億円（図表3）家計貯蓄額の推移

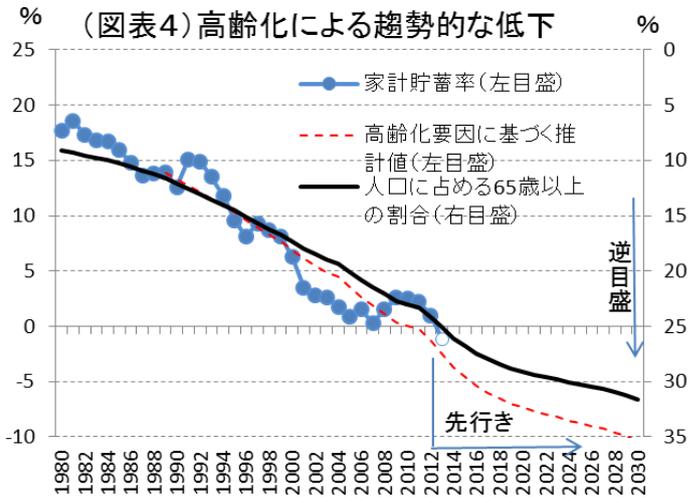


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

2013年度の家計最終消費額（名目値）は288.4兆円であり、この金額は、未発表の可処分所得をごく僅かに上回っている可能性が高い。2013年度の家計最終消費額は、前年を2.7%と大きく増えて伸びている（図表2）。可処分所得の方は、雇用者報酬が2013年度1.0%と伸びているが、全体では公的年金の特例水準の解消などもあって0.4%程度の伸びにとどまっていると予想される。そのため、残差の家計貯蓄額も僅かなマイナス*となるかたちになった模様だ（図表3）。

※分母の「年金基金年金準備金の変動」がマイナスだとすると、可処分所得-家計最終消費+年金基金年金準備金の変動は、よりマイナス幅が広がると考えられる。

仮に、2013年度の家計貯蓄率がマイナスに転じると、歴史を遡ると、1949年度以来のマイナスである（図表4）。当時は、終戦直後のインフレがドッジラインで終息し、翌年の朝鮮戦争を期に経済成長が始まる前のタイミングである。



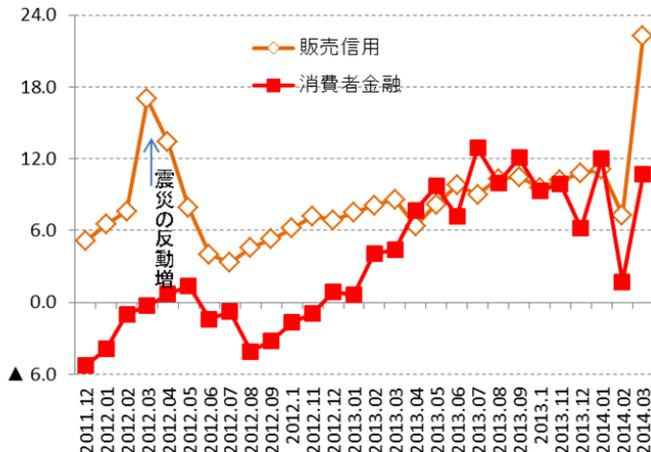
出所：内閣府、国立社会保障人口問題研究所

駆け込み需要の背後にあった貯蓄減・借入増

所得が伸びる以上に、消費が伸びているということは、裏側では貯蓄減少、あるいは借入増加という金融取引があったということである。SNAの概念上、貯蓄率低下は借入増加（負の貯蓄増）も含んでいる。様々な統計データを確認すると、まず、経済産業省「特定サービス産業動態統計速報」では、クレジットカード業の販売信用が3月の前年比22.3%と著増している（図表5）。これは、現金売買ではなく、カード支払いで駆け込み消費を賄った姿を映している。さらに、国内銀行の月次の個人預金・借入の動きを確認すると、3月は個人の借入増加、預金の増加ペースの鈍化がみられる（図表6）。これも、家計貯蓄率の低下を裏付けるような動きである。

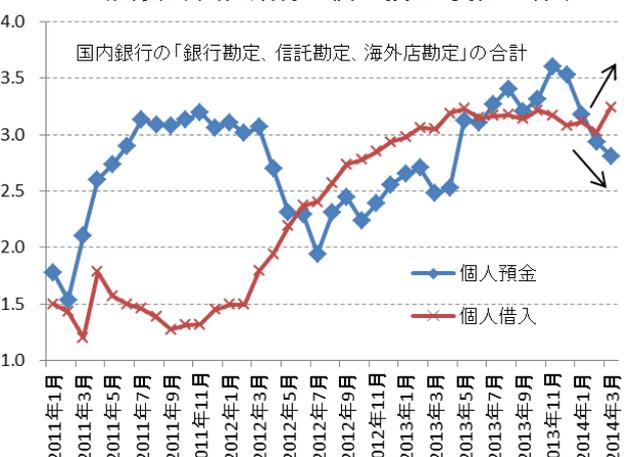
問題は、こうした駆け込み需要によって起こった貯蓄率の低下が、今後も継続するのかどうかである。直感的に言って、消費税増税の反動減が小幅・短期間で終息すると、消費堅調の裏側では貯蓄率の下押しが進むことになる。常識的に考えると、2013年度の家計貯蓄率がマイナスに転じた可能性は、駆け込み需要によるごく一時的なものだという解釈になるだろうが、もしも4月以降も消費が堅調ならば、家計貯蓄率がプラスに戻っても、再びマイナスの圧力がかかることになる。

前年比% (図表5) クレジットカード業の取扱高



出所：経済産業省「特定サービス産業動態統計調査」

前年比% (図表6) 国内銀行の個人預金・貸出の伸び



出所：日本銀行「預金・現金・貸出金」

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。

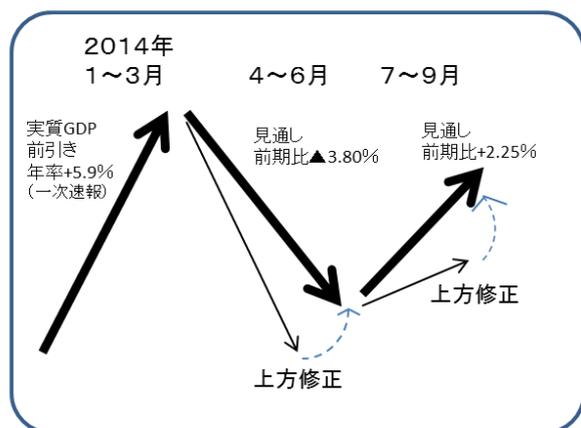
もちろん、4月以降は賃上げ、ボーナス増、雇用者数の増加によって家計所得は上昇していきだろう。ただし、物価上昇ペースを控除した実質所得増になるかどうかは微妙である。所得が増えたとしても、物価上昇によって消費額の伸びが高まり、家計貯蓄額は増えにくい。つまり、家計貯蓄率には下押しの圧力がかかるとみた方が妥当であろう。

家計貯蓄率の未来図に関しては、高齢化が進めば、それに応じて貯蓄取り崩しの世帯が増えていくという人口要因で語られることが少なくない。1980年以降の家計貯蓄率の推移と、65歳以上人口の比率を重ねてみると、両者は対応していて、すでに家計貯蓄率のマイナスがいつ起こっても不思議ではない流れが見て取れる。筆者も、2014年度は再び家計貯蓄率がプラスになっても、2015年度からは貯蓄率が継続的にマイナスになる可能性が小さくないと考えている。

IS バランスで考えた内外資金フロー

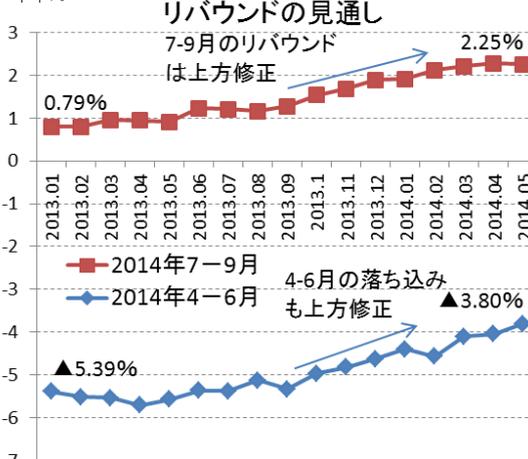
最近では、消費税の反動減（4-6月）とその後のリバウンド（7-9月）が以前考えていたよりも上振れするのではないかという見方が強まっている。日本経済研究センターの「ESP フォーキャスト調査」では、5月の民間エコノミストの平均的な成長見通しが、2014年4-6月前期比年率▲3.80%、7-9月同2.25%と、2013年初頃の見通しよりも上方修正されている（図表7、8）。そうすると、需給ギャップの縮小も継続して、物価上昇圧力は持続的に働くことになる。

（図表7）消費税の反動減とリバウンド



見通しは、日本経済研究センターのESPフォーキャスト調査

（図表8）消費税増税後の反動減とリバウンドの見通し



出所：日本経済研究センター「ESPフォーキャスト」

そのこと自体は歓迎されるとしても、一方で内外需要・供給能力のギャップが、經常収支の赤字転嫁として表れるのではないかという点は警戒しなくてははいけない。内外資金移動でみると、2013年10-12月は▲1.4兆円の資金流入超過になった。内外資金フローが、資金流入に転じた変化は、今回の家計貯蓄率マイナス転化の可能性と符号しているようにも思える。すなわち、IS バランスで考えると、財政収支を一定だと考えるのなら、經常収支の悪化＝国内資金への流入方向の変化＝国内投資に対する国内貯蓄超過の縮小を意味するからだ。

少し説明すると、IS バランスとは、

$$\begin{aligned} \text{民間部門の貯蓄超過} &= \text{企業の貯蓄超過} + \text{家計の貯蓄超過} \\ &= \text{財政収支 (赤字がプラス)} + \text{經常収支 (黒字がプラス)} \\ &= \text{政府の資金不足のファイナンス} + \text{海外のファイナンス} \end{aligned}$$

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。

という関係でバランスするということである。

今回、家計貯蓄率がマイナスに転化したとすると、そのことは海外へのファイナンスがマイナスに転じて、海外からのファイナンス（＝資金流入）に変わったことと軌を一にしているようにも見える。ただし、企業の貯蓄超過は、年間 20 兆円以上のフローの厚みがあり、仮に経常収支が赤字になったとしても、財政赤字の維持、つまり国債消化がすぐにできなくなるという訳ではない。

また、家計貯蓄率がマイナスになっても、それは固定資本減耗を差し引いた純・家計貯蓄がマイナスということで、総・家計貯蓄（純・家計貯蓄＋固定資本減耗）でみれば、まだ年間 20 兆円近い厚みがある（資金フローのイメージは純ではなく総・家計貯蓄率の動きを反映する）。

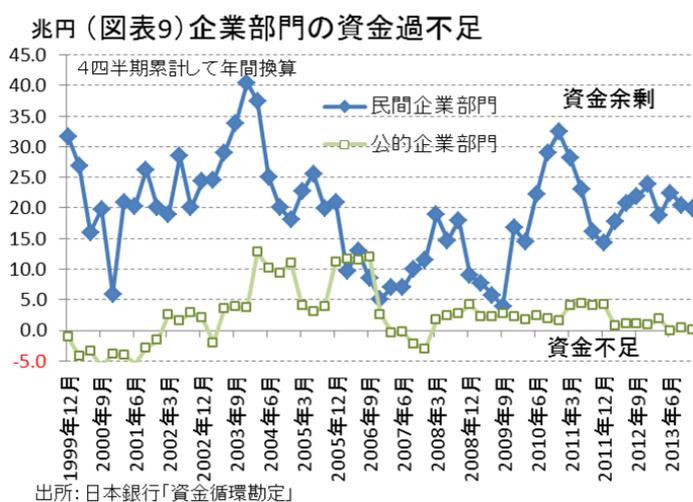
一方、政府は、経済政策の柱を『民間投資を喚起するための成長戦略』に置いて、民間供給能力の拡大支援を推進している。もしも、この計画が成果を上げれば、今度は民間企業部門の資金余剰が少しずつ縮減していくことになるだろう。

過去の企業部門の資金過不足の状況を振り返ると、2000 年代後半は、現在よりも設備投資が多く、民間企業部門の資金余剰幅は小さかった時期がある（図表 9）。つまり、現在の民間企業部門の資金余剰が大き

いのは、設備投資が不活発なことの裏返しとして、潤沢な余剰幅が維持されているということだろう。

政府の成長戦略を強力に推進していくのならば、それが成功したときに備えて、同時に財政赤字の縮小計画も怠りなく実行していく必要があるということだ。

筆者は、政府が 2020 年度に基礎的財政収支を黒字化すると宣言している点を信頼している。その約束が正しく履行されて、さらに、一里塚である 2015 年度の赤字幅の半減目標が守られることで、資金面での制約は支障なく切り抜けられると考えている。確かに、リスク・シナリオとしては、東京オリンピックなどが近づくタイミングで、財政再建計画を止めて財政拡張の誘因が強まることもあり得るだろうが、それはまだ蓋然性の低いシナリオだとみている。



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。