

運用難は「氷の時代」、利子源泉分析

発表日：2016年3月11日（金）

～ 利子収入の約4割は海外利子～

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

資産運用は政策金利がマイナスになって、氷点下の温度になった。今後も、国内からの受取利子は低下が進んで、海外からの利子への依存度を高めていこう。国内からの受取利子を増やすには、投資機会を開拓して、資金需要を喚起する必要がある。円安政策では、投資需要を喚起できなかった反省を踏まえて、潜在成長率を引き上げるような実体のある成長戦略を講じなくてはならない。

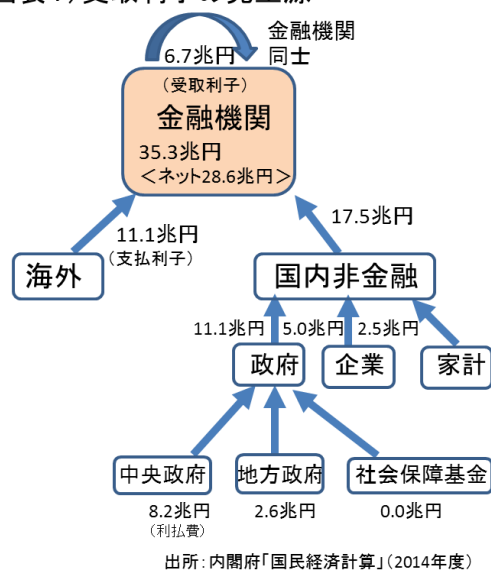
マネーの運用環境は氷点下

日銀のマイナス金利政策が開始されて、資産運用は“冬”の時代を通過して、「氷の時代」に突入した。水は温度がゼロ度を下回った状況（氷点下）で氷に変わる。現在は、政策金利が氷点下に下がり、いつ終了するのかかわからない資産運用の氷河期に移行している。

そこで、直近データで金利環境について調べてみた。内閣府「国民経済計算」のデータを用いると、日本1国の金利収入（受取利子・支払利子）がどのように国内で循環しているのかを調べることができる（図表1）。議論をわかりやすくするために、金融機関の立場に立って、金融機関が受取っている利子を見ると、2014年度35.3兆円である。この利子の内訳は、大きい順に、①海外からの支払分が11.1兆円、②政府分が10.1兆円、③企業（国内非金融）分が5.0兆円、④家計分が2.5兆円となっている。また、金融部門内の支払分が6.7兆円である。首位の海外支払利子は全体の3割（ $31.5\% = 11.1 / 35.3$ 兆円）に相当する。この割合は金融部門の中で交換されている利子を除くと約4割（ $38.9\% = 11.1 / (35.3 - 6.7)$ 兆円）になる。金融機関が得ている利子の源泉が、海外・企業・家計からであることを考えると、実質的に海外利子への依存度は約4割にまで達していると言える。

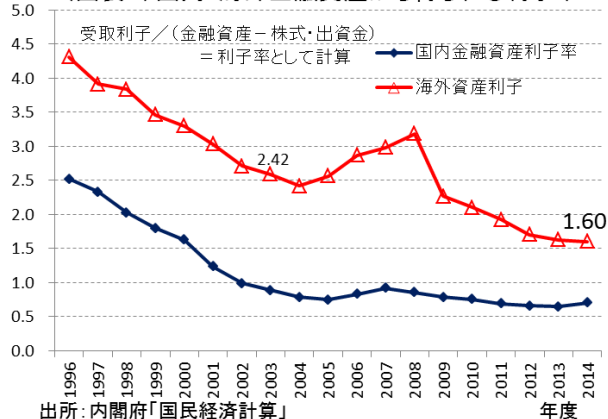
先行きの見通しが難しいのは、海外からの金利収入自体が、世界的な低金利で以前よりも低くなっている点である（図表2）。時系列で見ると、1994年度は7.7%だったのが、2004年度は2.4%、2014年度は1.6%となっている。この1.6%は過去20年間で最低である。米長期金利でも、過去10年間で2004年度平均4.34%→2014年度平均2.28%に大きく下がっている。さらに2015年度（直近まで）は2.10%になっている（2016年3月10日1.88%）。

（図表1）受取利子の発生源



出所：内閣府「国民経済計算」（2014年度）

（図表2）国内・海外金融資産から得られる利率



出所：内閣府「国民経済計算」

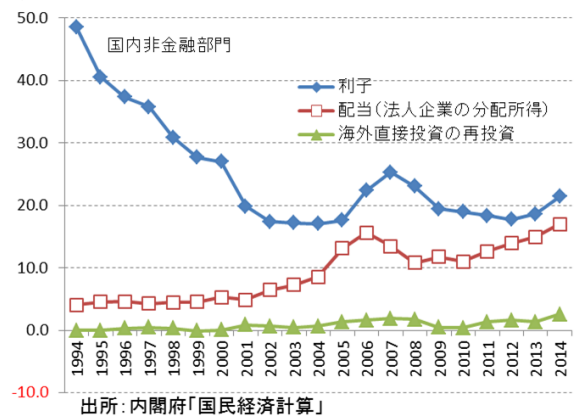
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

日本全体の利子収入は、新しい収益源を確保しない限り、減っていくモーメントが働いているということだ。

なお、海外金利だけでみると、海外からの財産収入は増えにくい、直接投資を通じた法人企業の分配所得は増加傾向にある。財産所得の受取分の内訳では、利子が漸減するのに対して、配当などの法人の分配所得が増えている（図表3）。

海外投資の収益源は、金利のほかに、企業の海外活動を通じた配当などの収入もあり、財産収入はこちらの方の寄与によって増加基調にある。金融投資よりも実物投資のシフトしながらわが国はグローバル化のメリットを享受していく流れにある。裏返しに言えば、金融機関は、もはや国内からの金融収益だけでは顧客などに還元する収益を増やせなくなっているのが実情である。

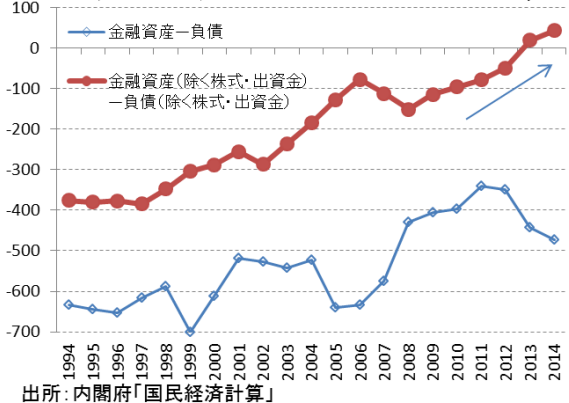
兆円 (図表3) 財産所得の受取分の内訳



低金利政策よりも資金需要の創出を

金融機関が顧客に対して還元する金利収入を、国内だけで賄い切れなくなった背景には、企業の資金ポジション残高（ネット金融資産残高）が改善したことがある。「国民経済計算」の非金融法人のネット金融資産（除く株式・出資金）は、2013・2014年度とネット金融資産が資金余剰に転じている（図表4）。企業が借入・社債での資金調達を増やさずに、投資を賄っていることがわかる。家計の負債残高も、2012年末にボトムをつけるまで一貫して減少していた。要するに民間資金需要が乏しいから、金利収入も民間部門からは得にくい状況だったのである。

兆円 (図表4) 国内非金融法人のネット金融資産残高



そうした中で、国内からの金利収入を支えてきたのは政府部門である。2002年度以降でみると、2007年度を除いて家計と企業の支払利子よりも、政府の支払利子の方が恒常的に上回っている。つまり、中央政府と地方政府の債務支払費用が膨張してきたということである。

もっとも、政府債務からの利子も今後はどうなるかわからない。日銀が開始したマイナス金利政策は、政府の金利負担を減らすものであり、国内で得られる金利収入を一段と細らせる効果も持っている。財政再建にはプラスかもしれないが、日本の資産運用全体からみると厳しい状況である。

一方、低金利で資金需要が増えればよいという論法は成り立つのだろうか。イールドカーブのフラット化は、長期資金の調達コストを一段と低下させるものである。家計の住宅ローンや企業の社債発行はその恩恵が出やすい。

ただし、そうした恩恵と裏腹の関係で、イールドカーブのフラット化は金融機関の収益源を奪う側面もある。これまでは長短金利差があって、金融機関の運用・調達の間期間ギャップが金融機関の収益源になっていた。黒田緩和は長期金利を徹底的に引き下げて、その収益源を消滅させようとしている。

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。

将来、短期調達コストが上がったとき期間ギャップが逆転するリスクもある。

楽観的に考える人には、景気が良くなれば、金融機関の収益が自然に増えるだろうと何となく考える人もいるだろうが、それは心許ない期待感だ。円安などによって企業収益が増えても、それは借入返済を促進して、さらに資金ポジションを改善させるだけに終わることが起こっている。企業収益の改善は一段と金利収入を減らす格好になるということだ。家計についても、所得増加によって借入返済を増やし、支払金利を減らすことになる。

必要なのは、単に企業収益を良くすることだけではなく、資金需要を増やすである。低金利政策で資金需要を掘り起こそうとしても、企業が新しい投資のフロンティアを見出さなければ、借入増加には結び付かない。投資分野が増えるから、負債を増やしてでも収益力を高めようという企業の姿勢が求められる。

経済学では、自然利子率という概念があり、それは金融市場で決まってくる貨幣利子率とは区別される。いくら低金利政策で、投資需要を引き出そうとしても、投資の総量はビジネスチャンスのポテンシャルで制約されるということである。言い換えると、潜在成長率を押し上げるような働きかけがなければ、自然利子率を引き上げられない。しばしば、イノベーションや規制緩和を通じて潜在成長率を引き上げようと言われることは、資金需要を増やすことと整合的な動きである。そのためには、財政面で分配所得を増やそうという発想に囚われることなく、実体のある成長戦略を推進することが不可欠である。現状では、政策面でそうした働きかけが十分とは言えない。

資金需要を喚起できなかった円安政策の反省

マイナス金利政策とは何なのかを原理的に考えてみたい。金利収入を増やしたいのならば、①国内で信用リスクを覚悟してリスクプレミアムを追求するか、②海外投資で高い利回りを追求するか、の2つしかない。そうでなければ、③金利収入減少を我慢するしかない。これは、家計も金融機関も企業も事情はおおむね同じである。家計の場合は、リスクテイクができないので、多くの国民は我慢することを強いられることになる。

一方、金融機関の場合は、海外投資のボリュームを増やすことで、国内顧客に対する金利収入を稼ぎ出せる。前述したように、海外投資も金利低下が進んでおり、かつてよりもインカムゲインが得にくくなった。だから、自ずとハイリスクを許容して海外でもリスクプレミアムを追求することになる。黒田総裁の円安促進の意図は、間接的に金融機関が海外投資に向かいやすくすることにもつながっていく。ただし、昨今は米利上げによる国際金融市場の混乱が大きく、自由自在に円安誘導ができる環境ではないことを思い知らされる。

マクロ政策の観点から本質的に金融収益を増やそうとするのならば、健全な経済成長を目指すしかないが、現状の円安政策が呼び水になってそれが実現するかどうかは不透明である。例えば、円安政策を推進することで、国内設備投資が増加するという経路はなかなか実績を上げてこなかった。この点は、黒田総裁が就任して当初から持っていたビジョンが、結果的に成功していないことを認めざるを得ないだろう。黒田総裁には、手段と目標の間のミッシングリンクをもっと深く考えてほしい。昔の設計を見直さずに、敷かれた線路を突っ走るようでは、明るい展望は描けない。

金融機関を追い詰めるマイナス金利

最後に、マイナス金利の作用として、銀行経営にも甚大な影響があることを指摘したい。

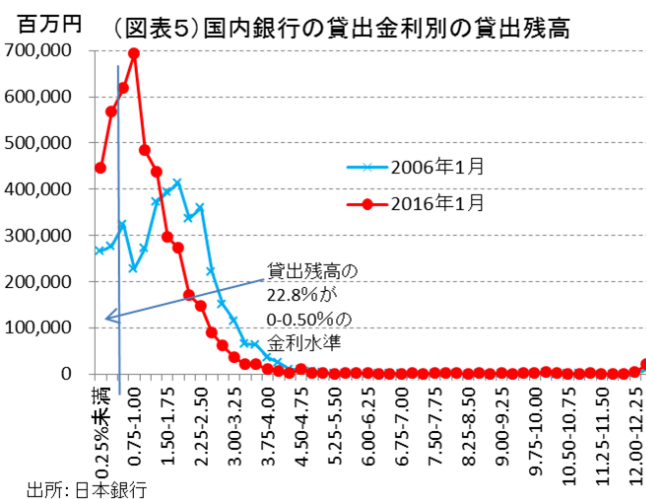
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

日銀が長期金利の押し下げを促してきたことは、期間の長い銀行貸出金利に低下圧力を働かせた。これはマイナス金利政策以前から行われていたことである。そのことによって、企業や家計の中で、借入資金を長期固定で低位にしたいと考える資金ニーズを掘り起こすことはできると考えられる。

ただし、それは資金需要の喚起には違いないが、長期的にみて、銀行の収益にプラスとして貢献するかどうかはわからない面がある。なぜならば、将来、短期の資金調達コストが上がったときに、利鞘が稼げにくくなる可能性があるからだ。

国内銀行における貸出金利はすでに低金利化が定着しているために、2016年1月では0.50%未満の貸出金利の残高が全体の22.8%を占めている(図表5)。この割合は10年前の2006年1月には13.6%であった。おそらく、マイナス金利政策を導入して、この割合はさらに上昇することが予想される。

貸出金利の水準が下がれば、預金金利をさらに引き下げればよいではないかという見解もあるだろう。しかし、利鞘の状況を鑑みると、そうとは言い切れない。全国銀行の



2014年度決算では、資金調達原価のうち預金債券等利回りが0.06%まで下がっている。もう下げ余地はほとんどない。マイナス金利の導入後に、いくつかの銀行は普通預金金利0.001%まで下げた。これからは、日銀がマイナス金利幅を拡大させても、普通預金金利をこれ以上上げて預金コストを低下させることはできないだろう。

全国銀行の2014年度決算では、資金運用利回りが1.02%で、この内訳で貸出金利回り0.29%、有価証券利回りが0.86%であった。資金運用利回りの1.02%から資金調達原価の0.92%を差し引いて、総資金利鞘は0.10%である。今後、貸出金利回りの加重平均レートがもう一段下がってくると、総資金利鞘は圧縮を余儀なくされるであろう。経費率を引き下げること、海外投資を増やして有価証券利回りを稼ぐのかという選択を迫られる。マイナス金利を長期させると、金融セクターは疲弊することになる。

結局、日本全体で、経済成長を促進させようという機運が高まっているのに、金融機関の経営を弱体化させるようなマイナス金利政策が推進されていることには極めて深刻な矛盾を感じざるを得ない。収益悪化は、リスクテイク能力を低下させるからである。

前述のように、インカムゲインを稼ごうとすると、金融セクターであっても海外投資を増やすしかない。しかし、海外投資を増やすためにもリスクテイク能力の向上は必要である。また、政策論として海外投資が好ましいかどうか議論する必要があるだろう。金融機関の海外投資は、国内貯蓄が海外に流出することにはほかならないからだ。国内の成長資金を増やすために、海外投資を増やすよりもリスクテイクをして国内の成長機会の開拓をした方がよいことは言うまでもない。

現状のように、企業がグローバル化していく流れでは、企業は海外からの直接投資収益を増やすことができるが、その収益が国内に還元されることは期待しにくい。直接投資収益が国内に還元されるチャネルが乏しいということだ。ならば、金融機関が直接的にグローバル化する企業の株式などの配当収入をより多く得られるようにすることは一案である。マイナス金利時代には、どうやって国内利子の収益源を増やしていくかをもっと広範囲に議論しなくてはならない。

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。

(参考)日本全体の利子の循環関係

単位:兆円

支払利子

年度	海外		国内非金融			
	a	b	家計	企業	政府	非営利法人
1994	15.3	62.5	13.0	32.5	16.5	0.53
1995	15.7	55.6	11.8	26.6	16.8	0.43
1996	10.6	50.5	9.8	23.4	17.0	0.32
1997	11.1	48.3	9.2	21.6	17.1	0.31
1998	10.5	41.6	8.3	15.8	17.2	0.27
1999	8.8	37.6	7.4	13.1	16.9	0.24
2000	9.1	34.4	6.8	11.7	15.7	0.19
2001	9.3	26.0	4.6	8.4	12.9	0.11
2002	8.2	21.4	3.4	6.7	11.3	0.06
2003	8.3	19.1	2.9	6.1	10.1	0.05
2004	8.8	17.2	2.9	5.1	9.1	0.04
2005	10.8	16.6	3.5	4.5	8.5	0.04
2006	13.3	18.5	4.1	5.1	9.2	0.07
2007	15.0	20.5	4.7	5.9	9.9	0.08
2008	12.9	18.9	4.1	4.8	9.9	0.10
2009	9.9	17.5	3.2	4.7	9.5	0.07
2010	9.2	17.1	2.4	4.8	9.8	0.05
2011	8.7	16.0	2.1	3.8	10.0	0.04
2012	8.7	15.3	1.8	3.6	9.9	0.01
2013	10.0	15.5	1.8	3.7	9.9	0.02
2014	11.1	17.5	2.5	5.0	10.0	0.02

受取利子

年度	金融機関	
	=a+b+c	うち金融部門内c
1994	105.2	27.4
1995	99.1	27.7
1996	88.7	27.6
1997	85.2	25.8
1998	77.2	25.2
1999	67.7	21.3
2000	63.4	19.9
2001	50.6	15.2
2002	42.4	12.9
2003	38.2	10.7
2004	34.6	8.6
2005	39.1	11.7
2006	42.6	10.8
2007	45.7	10.2
2008	39.4	7.6
2009	35.4	8.1
2010	33.7	7.4
2011	33.1	8.4
2012	32.4	8.4
2013	33.7	8.2
2014	35.3	6.7

国内非金融法人の内訳

年度	民間法人		公的法人	
	支払利子	受取利子	支払利子	受取利子
1994	27.5	8.9	5.1	0.32
1995	21.4	6.7	5.1	0.29
1996	18.4	6.2	4.9	0.27
1997	17.0	5.8	4.6	0.26
1998	12.0	4.4	3.9	0.26
1999	9.7	3.1	3.5	0.32
2000	8.5	3.5	3.3	0.32
2001	5.9	2.9	2.5	0.30
2002	4.6	3.2	2.0	0.28
2003	4.4	3.7	1.7	0.27
2004	3.8	3.6	1.3	0.33
2005	3.7	3.1	0.8	0.32
2006	4.5	4.6	0.6	0.32
2007	5.2	5.5	0.6	0.33
2008	4.3	5.2	0.6	0.31
2009	4.1	4.0	0.6	0.30
2010	4.3	4.4	0.6	0.27
2011	3.3	4.2	0.5	0.24
2012	3.1	4.2	0.5	0.22
2013	3.2	4.3	0.5	0.20
2014	4.5	5.6	0.5	0.18

金融機関の内訳

年度	民間金融法人		公的金融法人	
	支払利子	受取利子	支払利子	受取利子
1994	27.5	8.9	38.2	44.1
1995	21.4	6.7	38.4	43.6
1996	18.4	6.2	37.8	43.4
1997	17.0	5.8	37.5	43.5
1998	12.0	4.4	35.1	41.3
1999	9.7	3.1	32.5	38.8
2000	8.5	3.5	28.6	34.7
2001	5.9	2.9	22.3	27.4
2002	4.6	3.2	18.3	22.4
2003	4.4	3.7	14.2	17.4
2004	3.8	3.6	11.7	13.9
2005	3.7	3.1	11.0	13.8
2006	4.5	4.6	9.6	12.2
2007	5.2	5.5	9.1	11.7
2008	4.3	5.2	7.8	9.8
2009	4.1	4.0	6.7	8.8
2010	4.3	4.4	6.1	7.8
2011	3.3	4.2	5.7	7.4
2012	3.1	4.2	5.0	7.3
2013	3.2	4.3	4.7	7.1
2014	4.5	5.6	4.3	7.1

受取利子

年度	海外		国内非金融			
	a	b	家計	企業	政府	非営利法人
1994	11.7	48.6	27.2	9.2	11.0	1.11
1995	11.8	40.6	21.4	7.0	11.3	0.93
1996	5.5	37.4	18.8	6.5	11.3	0.78
1997	5.7	35.8	17.6	6.1	11.4	0.77
1998	5.1	30.9	15.0	4.7	10.6	0.61
1999	3.3	27.7	13.4	3.4	10.4	0.52
2000	3.4	27.0	13.1	3.8	9.6	0.48
2001	2.9	19.9	7.2	3.2	9.1	0.35
2002	2.3	17.4	5.8	3.5	7.8	0.30
2003	1.8	17.2	5.8	4.0	7.1	0.28
2004	1.8	17.1	5.4	4.0	7.4	0.29
2005	2.2	17.6	5.2	3.4	8.7	0.33
2006	3.0	22.4	7.3	4.9	9.8	0.43
2007	3.3	25.3	9.1	5.8	9.9	0.49
2008	2.8	23.1	9.1	5.5	8.0	0.47
2009	1.9	19.4	7.7	4.3	7.1	0.47
2010	1.6	18.9	7.5	4.6	6.3	0.45
2011	1.6	18.3	7.6	4.5	6.0	0.26
2012	1.7	17.8	7.5	4.4	5.7	0.22
2013	1.8	18.6	7.1	4.5	6.9	0.20
2014	2.2	21.4	8.1	5.8	7.3	0.22

支払利子

年度	金融機関	
	=a+b+c	うち金融部門内c
1994	87.7	27.4
1995	80.1	27.7
1996	70.5	27.6
1997	67.4	25.8
1998	61.1	25.2
1999	52.3	21.3
2000	50.3	19.9
2001	38.1	15.2
2002	32.6	12.9
2003	29.8	10.7
2004	27.4	8.6
2005	31.4	11.7
2006	36.2	10.8
2007	38.8	10.2
2008	33.5	7.6
2009	29.4	8.1
2010	27.9	7.4
2011	28.4	8.4
2012	27.9	8.4
2013	28.7	8.2
2014	30.3	6.7

一般政府の内訳

年度	中央政府		地方政府		社会保険基金	
	支払利子	受取利子	支払利子	受取利子	支払利子	受取利子
1994	11.5	1.3	4.5	0.90	0.42	8.8
1995	11.3	1.5	4.7	0.57	0.74	9.2
1996	11.3	1.7	4.9	0.49	0.73	9.1
1997	11.2	1.9	5.1	0.41	0.74	9.0
1998	11.4	1.9	5.1	0.36	0.69	8.3
1999	11.1	2.0	5.2	0.33	0.57	8.0
2000	10.5	2.5	4.7	0.29	0.45	6.9
2001	8.9	2.5	3.7	0.23	0.36	6.4
2002	7.9	2.2	3.2	0.19	0.19	5.4
2003	7.2	2.1	2.7	0.15	0.11	4.9
2004	6.8	2.7	2.2	0.15	0.07	4.6
2005	6.4	3.4	2.1	0.17	0.05	5.1
2006	7.0	4.3	2.1	0.16	0.07	5.3
2007	7.7	5.0	2.1	0.25	0.06	4.7
2008	7.8	4.2	2.0	0.28	0.04	3.5
2009	7.5	3.2	2.0	0.29	0.02	3.5
2010	7.8	3.0	2.1	0.26	0.01	3.1
2011	8.0	2.7	2.0	0.24	0.01	3.1
2012	8.0	2.4	1.9	0.23	0.01	3.1
2013	8.1	2.6	1.9	0.24	0.01	4.0
2014	8.2	2.6	1.8	0.25	0.01	4.5

出所:内閣府「国民経済計算」

ネット利子

年度	海外		国内非金融			
	a	b	家計	企業	政府	非営利法人
1994	-3.6	-13.9	14.2	-23.3	-5.5	0.58
1995	-3.9	-15.1	9.6	-19.6	-5.5	0.50
1996	-5.0	-13.2	9.0	-16.9	-5.7	0.46
1997	-5.3	-12.5	8.4	-15.6	-5.7	0.46
1998	-5.4	-10.7	6.7	-11.2	-6.6	0.34
1999	-5.4	-10.0	6.0	-9.7	-6.5	0.28
2000	-5.7	-7.5	6.2	-7.9	-6.1	0.28
2001	-6.4	-6.2	2.6	-5.2	-3.8	0.24
2002	-5.9	-4.0	2.4	-3.2	-3.5	0.24
2003	-6.5	-1.9	2.9	-2.1	-3.0	0.24
2004	-7.0	-0.2	2.5	-1.2	-1.7	0.25
2005	-8.6	1.0	1.7	-1.1	0.2	0.29
2006	-10.3	3.9	3.2	-0.2	0.6	0.37
2007	-11.7	4.8	4.4	-0.1	0.0	0.40
2008	-10.1	4.2	5.0	0.7	-1.9	0.37
2009	-8.0	2.0	4.4	-0.4	-2.5	0.40
2010	-7.6	1.8	5.1	-0.2	-3.5	0.40
2011	-7.1	2.4	5.5	0.6	-4.0	0.22
2012	-7.0	2.4	5.7	0.8	-4.3	0.20
2013	-8.2	3.1	5.2	0.8	-3.1	0.19
2014	-8.9	3.9	5.6	0.8	-2.7	0.20

ネット利子

年度	金融機関	
	=a+b+c	うち金融部門内c
1994	17.5	-
1995	19.0	-
1996	18.2	-
1997	17.8	-
1998	16.1	-
1999	15.4	-
2000	13.1	-
2001	12.5	-
2002	9.9	-
2003	8.4	-
2004	7.2	-
2005	7.7	-
2006	6.3	-
2007	6.9	-
2008	5.9	-
2009	6.0	-
2010	5.8	-
2011	4.7	-
2012	4.6	-
2013	5.1	-
2014	5.0	-

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。