

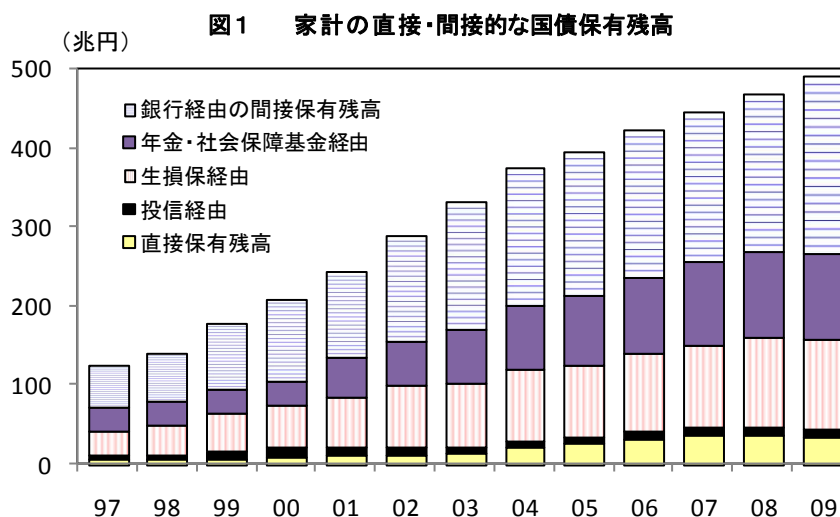
国内民間部門の国債消化能力は持続するか

国際通貨基金(IMF)によると、日本の政府部門債務残高は 2009 年末で GDP 比 217%となっている。この水準は他の先進国のみならず、欧州ソブリン危機のきっかけとなったギリシャさえも大きく上回る深刻な数字であるが、9月下旬における日本の 10 年国債利回りは 1.1%前後と非常に低く、利回りを見る限り日本国債に対する信認は全く崩れていない。この要因としては、家計を中心とする国内民間部門の貯蓄によって、殆どの国債が消化できていることが大きいとされる。

しかしこれから少子高齢化が進むことで家計貯蓄率が低下し、2010 年代半ばにも家計貯蓄がマイナスに転じて国債消化に支障が出るとの懸念もある。本レポートでは、国民経済計算等のデータを用いて、家計を中心とする国内民間部門の資金余剰が、向こう5年程度の間でどのように推移するのかを見ていきたい。

1. 家計部門の資金余剰の現状と見通し

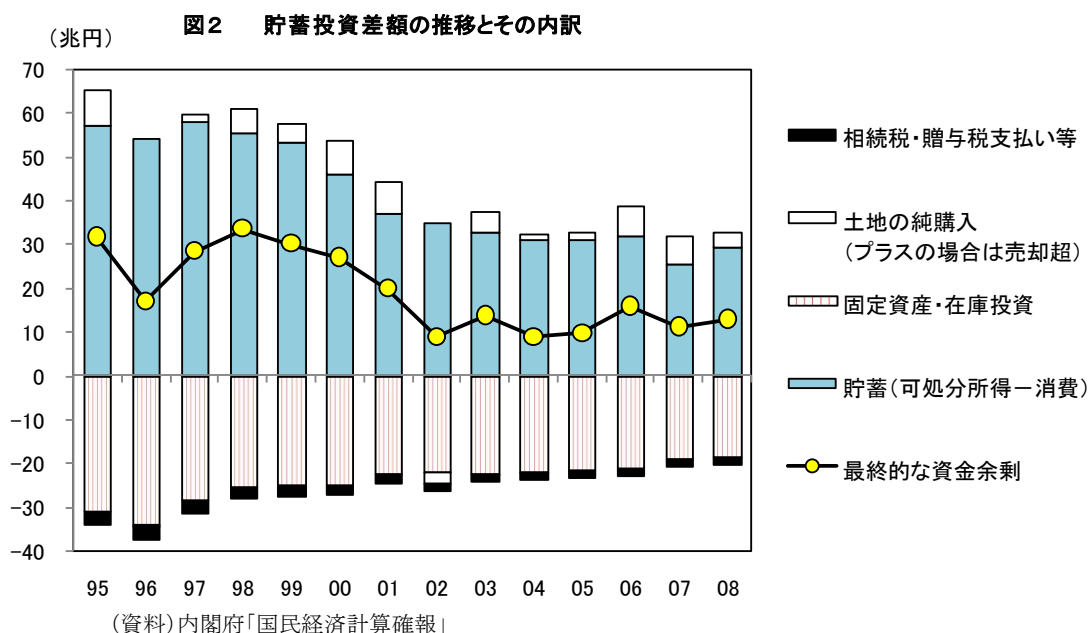
日銀の資金循環統計によると、2009 年度末において家計が保有する国債残高は 34 兆円強で、発行残高全体 834 兆円の 4.1%に過ぎない。しかし、銀行や保険が保有する国債は、その原資を預金や保険料という形で提供している家計が間接的に保有しているものと考えることが可能であり、その間接保有残高を単純に計算すると 500 兆円に及ぶ(図1)。今後の国債消化が順調に進むかどうかを見る上では、やはり家計の貯蓄動向が最も重要なポイントである。



(資料) 日本銀行「資金循環統計」

(注) 間接保有残高は、(1)銀行保有分を家計の預金シェアで按分した額、(2)年金・社会保障基金が保有する分の全額、(3)生損保保有分を生損保資産総額に占める家計帰属割合で按分した額、(4)投資信託保有分を家計の投信残高シェアで按分した額－を合計して算出。

家計がどの程度の資金余剰を発生させたかを内閣府「国民経済計算」のデータから見ると、図2のようになる。この図からは①可処分所得から消費額を差し引いた貯蓄額は徐々に減っていること、②固定資産・在庫投資も減少傾向にあること、③土地の純購入額は殆どの年において資金余剰押し上げ要因となっている（売却超）－ことが確認できる。



この図からは、可処分所得から消費額を差し引いた貯蓄額がゼロとなっても、住宅投資が弱まったり、土地売却が増えたりすれば最終的な資金余剰はプラスとなり、政府を主とする他部門の赤字をファイナンスする余地があることになる。今後は、国内人口減少によって住宅投資への低下圧力が強まることや、相続増加で土地売却が増えることなどで、家計の資金余剰に対する押し上げ要因が強まっていくと想定されるが、住宅投資の減少や土地売却増加のみで家計部門の資金余剰がプラスを維持すると考えるのは無理がある。やはり貯蓄額のトレンドが資金余剰の趨勢を大きく左右すると見るべきであろう。

¹マスコミ等で報道されることの多い一般的な「貯蓄率」と、最終的な資金余剰額は、厳密には異なるものである。

一般的な「貯蓄率」は、【純貯蓄額÷純可処分所得】で計算され、2008年度は【9.6兆円÷291.2兆円＝3.3%】となっている。「純」としているのは、分子・分母の双方から家計の固定資本減耗を差し引いていることを示したもので、厳密には「純貯蓄率」とするべき数値である。しかし実際には、固定資本減耗分は支出ではなくキャッシュとして残る。これを踏まえた「粗」貯蓄額は29.6兆円で、粗貯蓄率は9.5%となる。この粗貯蓄額から、固定資産投資（主に住宅）・在庫投資・土地の純購入額、そして贈与税などが含まれる資本移転の分を差し引いて最終的な資金余剰額が得られ、2008年度は12.9兆円となっている。

このように、両者はその水準や方向性において必ずしも一致しないため、本レポートでは可処分所得から消費を差し引いた分を「貯蓄」とし、最終的な「資金余剰」と区別している。

ではこの先、向こう 5 年間の家計所得、および貯蓄はどう推移するか。これを見るための前提として、直近 10 年間の貯蓄額の変動の内訳を見ておきたい（表 1）。

表1 貯蓄額減少の要因

	(兆円)		
	1998	2008	変化幅
可処分所得 (a)	330.2	312.9	▲ 17.3
自営業主の所得	33.1	21.1	▲ 12.1
雇用人報酬	274.1	262.4	▲ 11.7
財産所得	35.3	23.3	▲ 12.0
その他所得－金利・税等負担差引分	▲ 9.4	4.6	+ 13.9
年金資産変動額 (b)	3.0	▲ 1.6	▲ 4.6
名目消費額 (c)	277.3	281.7	+ 4.4
貯蓄額 (=a+b-c)	55.8	29.6	▲ 26.2

(資料) 内閣府「国民経済計算確報」

1998 年度から 2008 年度にかけて、貯蓄額は 55.8 兆円から 29.6 兆円まで、26.2 兆円減少した。この要因としては、名目消費額が +4.4 兆円増加したこともあるが、最も大きいのは可処分所得の 17.3 兆円減少である。

そして可処分所得 17.3 兆円減少の内訳は、(1)自営業主の所得減少、(2)雇用人報酬の減少、そして(3)利子など財産所得の減少がそれぞれ 12 兆円前後の減少であり、3 つの要因ほぼ同じ度合いで可処分所得の足を引っ張っていることが確認できる。

今後の可処分所得について、向こう 5 年間でどの程度の推移が見込まれるか、(1)～(3)それぞれについて、過去 10 年間の変動とともに見ていく。

(1) 自営業主の所得

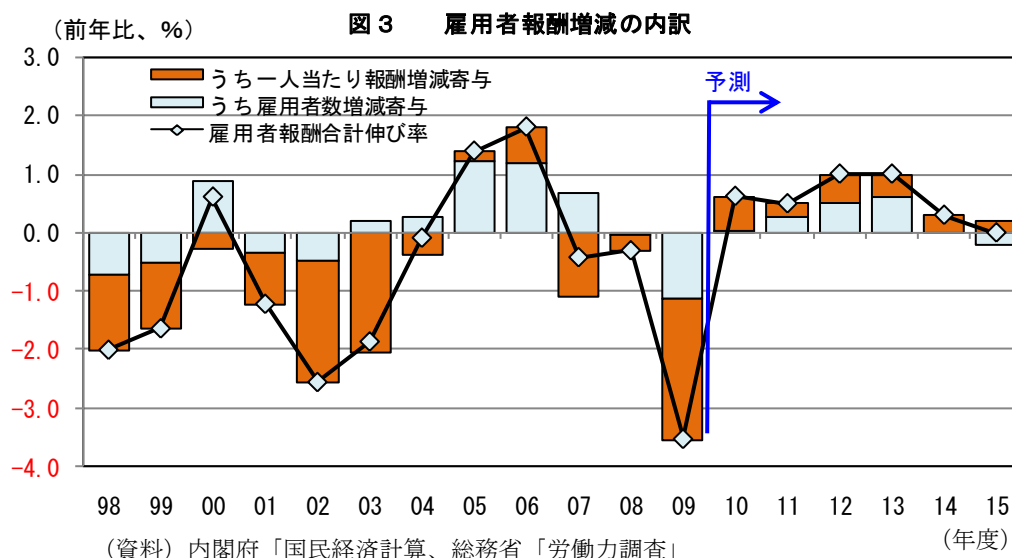
前掲表 1 の通り、1998 年度の 33.1 兆円から、2008 年度は 21.1 兆円まで、10 年間で 36.4% 減少した。年平均の減少率に換算すると 4.4% になる。これは、自営業主の数そのものが同じ期間に 20%、無給で自営業主を手伝う家族従業者まで合計すると 25% 減少していることが大きな要因である。自営業主の数は、高齢化による非労働力化や事業環境の悪化などによって、農林漁業・建設業・製造業・小売業などでの減少が目立っている。今後もこのトレンドに大きな変化はないと見られ、自営業主の所得の減少が続くことも避けられないだろう。後に行うシミュレーションでは、2009 年度以降の自営業主・家族従業者の数が毎年 4%、自営業主の所得は毎年 5% のペースで減少していくと想定した（後掲表 2、図 8）。

(2) 雇用者報酬

1998 年度から 2008 年度にかけて 274.1 兆円から 262.4 兆円まで、10 年間で 4.3%、1 年あたりでは 0.4% 減少した。この 10 年間で雇用者数は 3.1% 増加しているので、一人当たりの雇用者報酬は 7.4% 減少した計算になる。

但し雇用者数と一人あたり雇用者報酬は、常に減少し続けている自営業主と異なり、景気変動によって増減する。従って、今後の日本経済が景気回復局面を辿るならば、雇用者数や一人当たりの雇用者報酬が増加する局面に入る可能性は十分ある。

この点に関して当部は、今後景気の回復持続によって雇用者数が増加し、企業収益増加を受けたボーナス水準の回復や、高齢化に伴う労働力人口減少で労働需給が逼迫することによって、一人あたり雇用者報酬も増加していくと予想している。結果として、雇用者報酬合計額もプラスに転じると見る（図 3）。



この見通しに関しては、2015 年までの少子高齢化進行が雇用者数および雇用者報酬総額に対してどの程度マイナスの影響を及ぼすかが問題になるが、この点については、向こう 5 年程度の期間内ではさほど大きな影響は出ないと見ている。

人口問題研究所の将来推計人口によると、15～64 歳の生産年齢人口は 2012 年から減少ペースがやや加速する。これは団塊の世代が 65 歳に達することで、生産年齢人口の範囲から外れていくことが主な要因である。しかしながら、ここ数年の 65-69 歳の労働力率は上昇傾向が明確であることから、団塊世代がこの年齢層に入っても、一定割合の就業者は仕事を続けると見込まれる（次頁図 4、5）。この結果、2012 年になっても労働力人口全体の減少ペースは加速せず、減少率は年間▲0.5～▲0.7%前後で大きく変動しないだろう。

図4 生産年齢人口の現状と将来推計

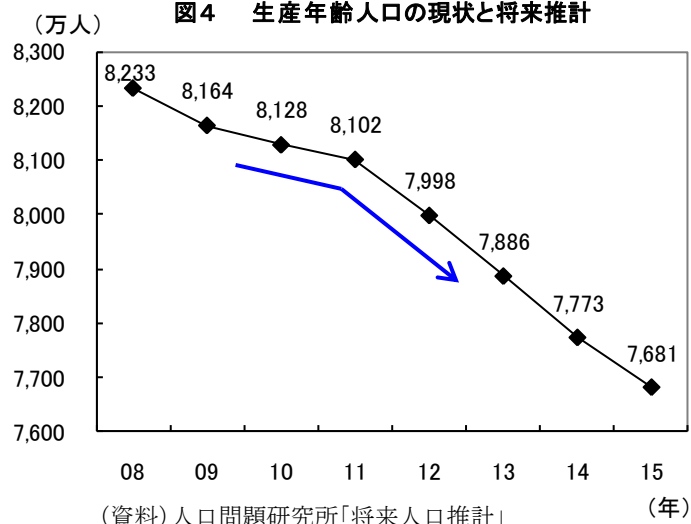
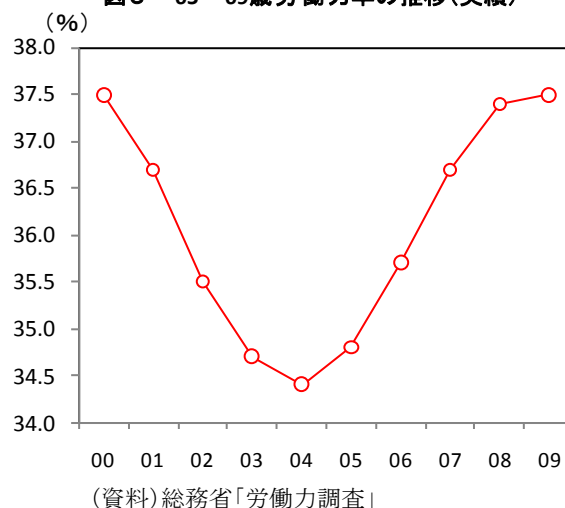


図5 65-69歳労働力率の推移(実績)



この見方を前提とすると、2015年における労働力人口は2009年比で242万人強減少する。これに合わせて就業者数も111万人減少するが、失業者のプールから労働力を吸収することなどで、2015年の雇用者数が2009年よりも増加する余地は十分にあると考えられる(表2)。

表2 向こう5年間の労働力人口等の推移に関するシミュレーション

暦年	実績		試算値						09→15変化
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
15歳以上人口	11,050	11,053	11,060	11,062	11,062	11,061	11,056	11,049	▲ 4
生産年齢人口	8,233	8,164	8,128	8,102	7,998	7,886	7,773	7,681	▲ 484
前年比伸び率(%)	▲ 0.8	▲ 0.8	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 1.3	▲ 1.4	▲ 1.4	▲ 1.2	
労働力人口:(a)	6,650	6,617	6,591	6,549	6,514	6,484	6,435	6,375	▲ 242
前年比伸び率(%)	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.8	▲ 0.9	
就業者数:(b)=(c)+(d)	6,385	6,282	6,253	6,237	6,234	6,237	6,209	6,171	▲ 111
自営業主・家族従業者:(c)	861	822	791	760	729	700	672	645	▲ 177
前年比伸び率(%)	▲ 3.4	▲ 4.5	▲ 3.7	▲ 4.0	▲ 4.0	▲ 4.0	▲ 4.0	▲ 4.0	
雇用者数:(d)	5,524	5,460	5,462	5,477	5,504	5,537	5,537	5,526	+ 66
前年比伸び率(%)	0.0	▲ 1.2	0.0	0.3	0.5	0.6	0.0	▲ 0.2	
完全失業者数:(e)=(a)-(b)	265	336	338	313	280	246	225	204	▲ 132
失業率(%):(e)÷(a)	4.0	5.1	5.1	4.8	4.3	3.8	3.5	3.2	▲ 1.9
労働力率	60.2	59.9	59.6	59.2	58.9	58.6	58.2	57.7	▲ 2.2

(資料) 総務省「労働力調査」等により住友信託銀行調査部作成

少子高齢化の影響で雇用者数はこれよりも大幅に減るのではないかとという観点から、このシミュレーションの現実性をチェックしてみる。15歳以上人口はほぼ確定した値なので、チェックのためのアプローチとしては、労働力率(労働力人口÷15歳以上人口)が少子高齢化の進行を踏まえた上でも現実味のある数字かどうかを見るのが適当であろう。

表3のシミュレーションでは、2015年時点の労働力率は57.7%と、2009年の実績である59.9%から▲2.2%ポイント低下するという試算結果になっている。今後高齢者の割合が高まる中で、全体の労働力率はもっと速いペースで低

下するのではないかと印象を持つが、年齢階層別に労働力率の推移を見ると、25歳から64歳までの幅広い年齢層において、女性の労働力人口増加を主因として労働力率が明らかに上昇している（表3）。

表3 過去10年間の年齢階層別労働力率変化

年齢階層	2009年実績	10年前比
合計	59.9	▲ 3.0
15-19	15.4	▲ 2.3
20-24	68.7	▲ 3.9
25-29	85.8	+ 2.9
30-34	81.9	+ 4.6
35-39	81.2	+ 1.4
40-44	84.3	+ 0.4
45-49	86.0	+ 1.3
50-54	84.1	+ 1.7
55-59	77.4	+ 1.1
60-64	60.2	+ 3.8
65-	20.1	▲ 3.4

（資料）総務省「労働力調査」

これらの年齢層における労働力率上昇の流れが向こう5年間変わらないとすると、高齢化進行が全年齢層の労働力率を押し下げる効果は、64歳以下の年齢層における労働力率上昇によってある程度相殺され、結果として労働力率全体の低下ペースも緩やかなものに留まる。64歳までの各年齢層における過去10年間の労働力率変化のトレンドが2015年まで続くと仮定し、それを基に全体の労働力率を計算すると58%弱となり、前掲表3の数値をほぼ一致する（表4）。従って、少子高齢化が進む中であっても、2015年の雇用者数が2009年よりも増えるという表3のシミュレーションは現実的な範囲のものであり、向こう5年の間に進む少子高齢化は、この間の雇用者数増加を完全に阻むほどの影響を及ぼすわけではないと判断できる。

表4 2015年の労働力率試算値

年齢階層	2015年試算値	2009年比
合計	57.7	▲ 2.2
15-19	14.0	▲ 1.4
20-24	66.3	▲ 2.4
25-29	87.6	+ 1.8
30-34	84.6	+ 2.7
35-39	82.0	+ 0.8
40-44	84.6	+ 0.3
45-49	86.8	+ 0.8
50-54	85.2	+ 1.0
55-59	78.0	+ 0.6
60-64	62.4	+ 2.3
65-	18.8	▲ 1.3

（資料）総務省「労働力調査」

（注）2015年の各年齢層労働力率は、1999年から2009年までのトレンドに沿って変化すると仮定したもの。全体の労働力率は、2015年における各年齢層労働力率に人口を乗じて得られた階層別労働力人口を合計して算出。

但し、このシミュレーションは 2015 年までの我が国労働市場において、(1) 女性を中心として 64 歳未満の年齢層における労働力率がここ 10 年と同じペースで上昇する、(2) 失業率は 3 % 台前半まで低下する一ことを前提としている。この前提に反して、女性が働きやすい環境整備が全く進まない、あるいは高水準の雇用ミスマッチが残存して労働需要が高まっても失業率が下がらない場合は、労働力調達が困難になり、家計所得が抑制されることで貯蓄率は下振れるリスク要因となる点には留意が必要であろう。

(3) 財産所得

利子や配当などの財産所得は、1998 年度の 35.3 兆円から 2008 年度の 23.3 兆円まで減少した。その内訳を見ると、配当は企業収益水準の増加や配当性向上の流れに沿って 1.9 兆円増加したが、利子と保険資産からの収益が、この 10 年間の金利低下を主因としてそれぞれ 7.5 兆円、6.1 兆円減少したために、財産所得全体も 12 兆円減少することになった（表 5）。

表5 財産所得の内訳

	(兆円)		
	1998	2008	変化幅
財産所得	35.3	23.3	▲ 12.0
利子	14.6	7.1	▲ 7.5
配当	2.3	4.2	+ 1.9
保険契約者に帰属する財産所得※	14.9	8.8	▲ 6.1
賃貸料	3.5	3.2	▲ 0.3

(資料) 内閣府「国民経済計算確報」

(注) 保険契約者に帰属する財産所得とは、保険資産による投資から得られる収益のこと

この先の財産所得は、緩やかながらも金利が上昇していくとの前提に立てば、この先の財産所得も増加していくことになる。2010 年 3 月末時点で、家計部門は 748.6 兆円の現預金と、42.2 兆円の債券（信託含む）を保有している。家計が保有する預金等からの平均受取金利は、政策金利や市場金利の変化に対してかなり遅れて動き、かつ変動幅は相対的に小さいが、それでも 0.5% 上昇しただけで約 4 兆円、税引き後でも 3 兆円強の可処分所得増加要因となる（次頁図 6, 7）負債への支払金利も増加するが、負債残高は約 300 兆円と金融資産に比べると小さいため、支払利子を差し引いたネットの利息受取額は増加する。

図6 家計の財産所得と利子等支払の推移

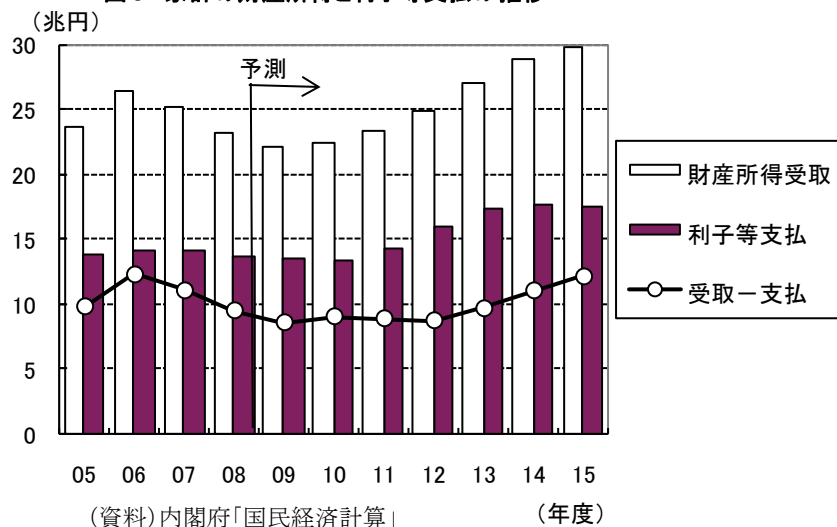
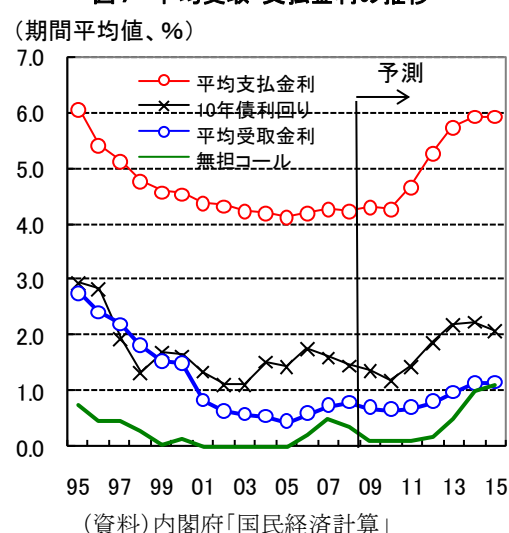


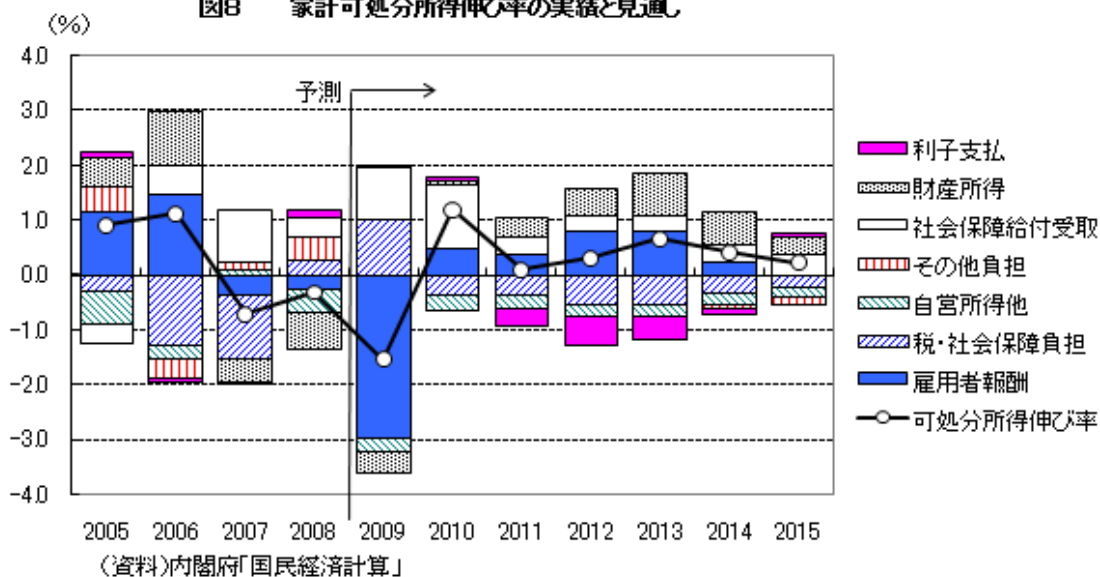
図7 平均受取・支払金利の推移



財産所得は、多額の金融資産を保有する富裕層に集中する傾向が強いため、限界消費性向が（追加的な所得のうち消費に回る金額）は低く、貯蓄額を押し上げる要因になりやすい性質を持つ。まだしばらく時間はかかるものの、2012年頃から日銀の利上げなどで長短金利が上昇し、可処分所得と貯蓄額を押し上げる材料として顕在化してくると予想している。

以上、(1)から(3)までの材料を踏まえ、2015年までの可処分所得伸び率を予想したのが下の図8である。2010年度は子供手当の支給などで伸び率が高まった後、2011年度には一旦低下するが、雇用者増加と労働需給逼迫の影響で一人当たり賃金もプラスになることから、雇用者報酬の増加が家計可処分所得を支え、2015年までプラス基調で推移すると見る。

図8 家計可処分所得伸び率の実績と見通し



この可処分所得の推移と、家計の名目消費額・住宅投資額等に関する中期経済見通しを前提として、最終的な資金余剰額を試算した結果が下の表 6 である。
①2015 年度まで名目個人消費が 1%弱の伸び率、②固定資産（住宅）投資は 2012 年度から僅かなプラス、③家計が保有している土地は毎年 2 兆円の売却超えを前提とすると、家計部門は 2008 年度と同程度の資金余剰の水準を維持することは可能という試算結果が得られた²。

表6 家計部門 貯蓄投資差額の試算

(兆円)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
可処分所得 (a)	313.9	312.9	308.1	311.7	312.0	313.0	315.0	316.3	317.0
同前年比伸び率 (%)	▲ 0.7	▲ 0.3	▲ 1.5	+ 1.2	+ 0.1	+ 0.3	+ 0.7	+ 0.4	+ 0.2
名目家計消費 (b)	287.3	281.7	277.1	277.6	277.7	279.9	282.5	284.7	286.7
同前年比伸び率 (%)	+ 1.3	▲ 2.0	▲ 1.6	+ 0.2	+ 0.0	+ 0.8	+ 0.9	+ 0.8	+ 0.7
貯蓄額 (a-b)	25.5	29.6	29.3	32.3	32.4	31.0	30.4	29.3	27.9
(▲) 固定資産投資	18.8	18.3	14.4	13.0	12.9	13.0	13.1	13.1	13.1
同前年比伸び率 (%)	▲ 10.2	▲ 2.5	▲ 21.6	▲ 9.2	▲ 0.8	+ 0.8	+ 0.5	+ 0.2	+ 0.0
(▲) 在庫増減	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(▲) 土地の純購入額	▲ 6.6	▲ 3.5	▲ 2.0	▲ 2.0	▲ 2.0	▲ 2.0	▲ 2.0	▲ 2.0	▲ 2.0
その他資本移転 (相続税等)	▲ 1.8	▲ 1.8	▲ 1.8	▲ 1.8	▲ 1.9	▲ 1.9	▲ 1.9	▲ 1.9	▲ 1.9
資金余剰額	11.3	12.9	15.1	19.5	19.6	18.1	17.4	16.3	14.8
(資料) 内閣府「国民経済計算確報」			実績←	→試算値					

従って、緩やかながらも労働力率が上昇し、失業率が低下していくという前提が崩れない限り、この先少子高齢化が進み、労働力人口が徐々に減少する中であっても、向こう 5 年程度の間には家計の資金余剰がゼロ近傍まで低下する可能性は低く、直接的・間接的な国債購入主体としての家計部門の姿は大きく変化しないと予想する。

2. 企業部門の資金余剰の現状と見通し

なお、銀行預金を通じての国債需給を見る観点からは、企業部門の資金余剰と法人預金の増加も見逃せない。財務省「法人企業統計季報」によると、リーマンショック後の混乱期を脱してからの景気回復期において、企業収益の回復が設備・在庫投資の反転増に先行しており、その結果として国内企業の資金余剰は急拡大した。その水準は直近においてようやく上昇に歯止めがかかりつつあるものの、過去最高水準前後にあることは変わらない（次頁図 9）。リーマンショック後の混乱期に国内企業が念の為に手許資金を積み上げたところに、

² 表 6 で示したシミュレーションにおける 2015 年度の粗貯蓄率は 9%強、一般的な「貯蓄率」である純貯蓄率は 3%強と試算される。これらはいずれも 2008 年度とほぼ同じ水準であり、貯蓄率の観点から見ても、やはり向こう 5 年の間にゼロ近傍まで低下する可能性は低いと見ている。

大規模な資金余剰の発生が重なったため、国内企業（民間非金融企業）部門が保有する現預金は2010年3月末で204兆円と過去最高に達した（次頁図10）。現在の国内企業はフロー面・ストック面の双方において資金余剰の度合いを強めている。このような状態は、銀行にとっての運用難を意味し、国債需要を支える要因の一つになっている。

図9 企業部門の資金余剰の推移

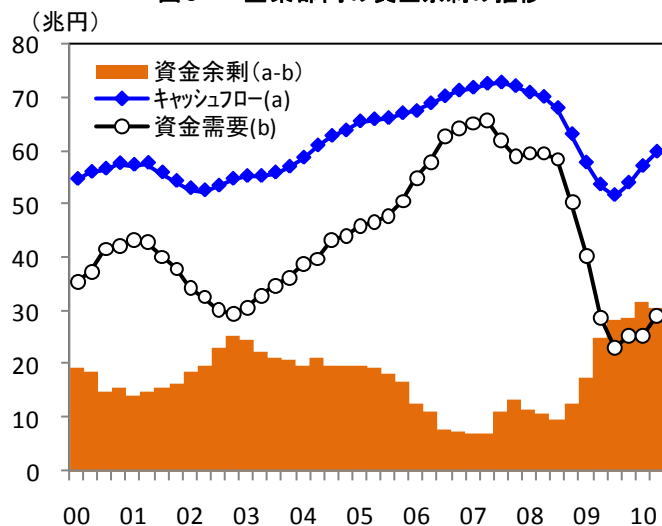
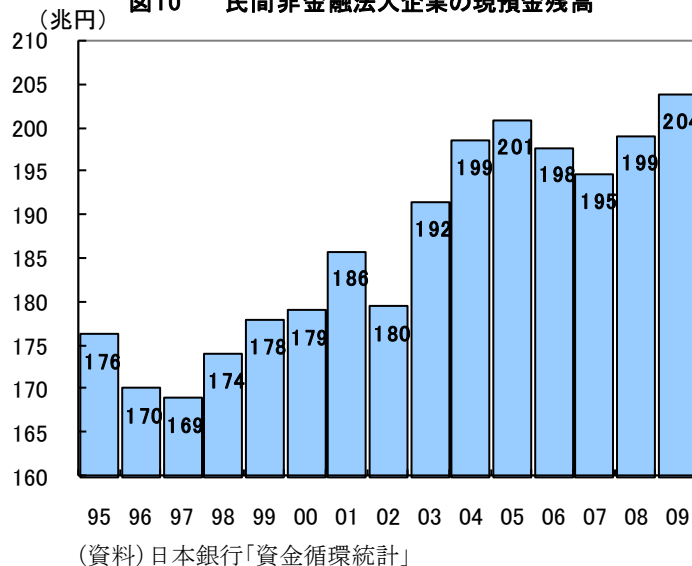
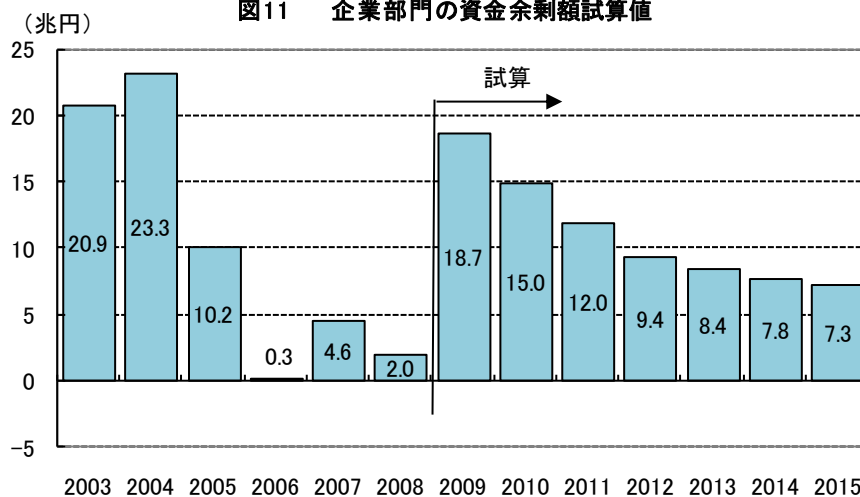


図10 民間非金融法人企業の現預金残高



法人部門の資金余剰が、銀行への預金増加を通じて国債需要を支える状態は、まだ続くのであろうか。この観点から、国民経済計算のデータと当部経済見通しをベースに、今後の企業部門の資金余剰を試算すると、この先2～3年は10～20兆円を上回る大幅な資金余剰が発生するとの結果が得られた（図11）。

図11 企業部門の資金余剰額試算値



	2007 (実績)	2008 (実績)	2009 (予測)	2010 (予測)	2011 (予測)	2012 (予測)	2013 (予測)	2014 (予測)	2015 (予測)
営業余剰 前年比伸び率	+ 4.7	▲ 34.6	+ 0.0	+ 10.0	+ 6.0	+ 4.0	+ 2.0	+ 0.0	+ 10.0
固定資産投資 前年比伸び率	+ 2.4	▲ 6.1	▲ 18.3	+ 4.4	+ 3.1	+ 4.4	+ 2.8	+ 1.3	+ 4.3

（前年比、%）

一般的に企業は負債超過主体であることから、発生した資金余剰が借入返済に充当される可能性は家計部門よりも高い。借入返済が急激に増加した場合には、借入と相殺された預金が減少することで、銀行の国債需要も弱まることになる。しかし、リーマンショックのような急速な信用収縮の再発が考えにくいことや、デフレ気味で急速な利上げの可能性が低い日本では資金保有コストも極めて低い状態が当面続くことが想定されることから、金利が上昇するまでの向こう 2～3 年程度は、企業部門のフロー面での資金余剰が、銀行預金の増加を通じて国債需要を支え则认为る。

以上から、向こう 5 年程度の家計貯蓄率はプラスを維持し、家計が銀行預金を通じた国債購入主体である状態は大きく変化しないと見る。また企業部門の資金余剰幅は足許でかなり拡大しており、向こう 2～3 年は高水準での推移が見込まれることから、企業部門の資金余剰も間接的な国債購入原資となろう。民間部門の貯蓄が政府部門の赤字をファイナンスする姿は、少なくとも向こう 5 年程度の期間では大きく変わらないと予想する。

(花田 : hanadah@sumitomotrust.co.jp)