

# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

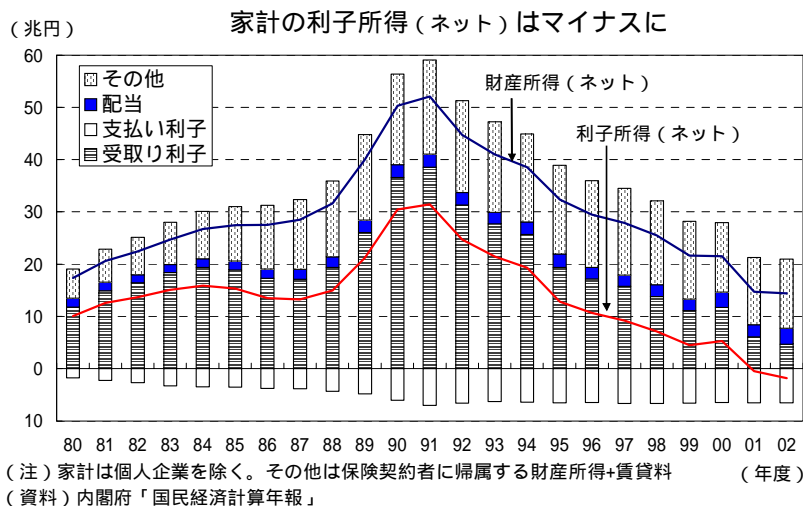
## 家計所得を下押しする財産所得の減少

### < 低金利による利子所得の減少が家計を圧迫 >

1. 労働分配率（雇用者報酬/国民所得）は高止まりしているが、財産所得まで含めた家計への分配はむしろ低下しており、逆に国民所得に占める企業所得の割合が上昇している。
2. 超低金利の長期化は、家計の利子所得を減少させ可処分所得低迷の一因となる一方、企業の利払い負担を大幅に軽減することにより、企業収益を押し上げている。
3. 所得の低迷が続く中でも個人消費が比較的堅調なのは、貯蓄率が低下しているためであるが、今後は所得面からの下支えが必要不可欠である。
4. 現在、企業部門内にとどまっている潤沢なキャッシュフローが、賃金あるいは配当という形で家計の所得へとつながることが、個人消費の本格回復の条件と言えるだろう。

### < 月次 GDP >

- ・1月の月次GDPは民間消費、設備投資が好調だったことから、前月比0.7%となった。2月は設備投資の反動減等から前月比 0.2%と3ヵ月ぶりの減少を予測する。



シニアエコノミスト 齋藤 太郎 (さいとう たろう) (03)3597-8416 tsaito@nli-research.co.jp  
 ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 7F : (03)3597-8405  
 ホームページアドレス: <http://www.nli-research.co.jp/>

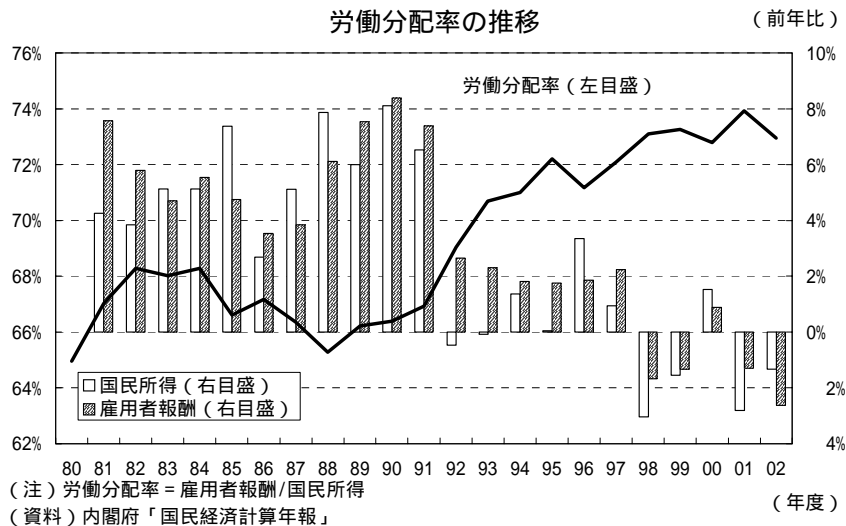
## < 家計所得を下押しする財産所得の減少 >

個人消費は昨年末頃から回復の動きが見られる。10-12 月期の GDP 速報値では、民間消費支出が前期比実質 0.9%と高い伸びとなったほか、家計調査、商業販売統計などの月次統計からは年明け以降も個人消費の回復が続いていることが確認できる。

しかし、その一方で個人消費の動向を大きく左右する雇用者所得は、下げ止まりつつあるものの増加に転じるまでには至っていない。現金給与総額（毎月勤労統計）は、昨年 4-6 月期に前年比 1.1%増といったんは水面上に浮上したが、7-9 月期、10-12 月期はそれぞれ 1.2%、0.8%と再びマイナスに転じている。景気回復に伴い雇用者数は増加に転じているが、企業は正社員からパートタイム労働者への切り替えを進めることなどにより、賃金単価を下げることによって人件費全体を抑えようとしている。

### 労働分配率の高止まりする中、家計の財産所得は大幅に減少

企業が人件費抑制姿勢を維持し続ける背景としては、すでに労働分配率が高止まりしていることが挙げられる。確かに国民所得に対する雇用者報酬の割合である労働分配率の推移を見ると、10年以上にわたってほぼ一貫して上昇している。バブル崩壊後、国民所得が低迷する中、賃金の削減ペースはそれに比べると緩やかなものとどまっているためである。



労働分配率の上昇は、生産活動によって生み出された所得のうち労働の取り分が増えていることを意味する。しかし、個人消費の主体である家計の所得を考える場合には、雇用者報酬以外の所得も含めて見る必要がある。

GDPを分配という観点から考えると、国内総生産は、固定資本減耗ならびに「生産・輸入に課される税 - 補助金」を除いた後、そのほとんどが雇用者報酬、営業余剰として分配される。雇

雇用者報酬は労働に対する報酬であり、営業余剰は企業の利潤である。財産所得は、国全体としては受取と支払が国内部門間で相殺され、海外とのやりとりだけが残るため、その割合は非常に小さい。しかし、国内における所得分配を見る場合には、財産所得が部門毎にどのように振り分けられているかが重要な意味を持つ。

国民経済計算（SNA 統計）において、国民所得がどの制度部門にどのような形で分配されたかを見ると、雇用者報酬がその割合を高めている一方、家計の財産所得の割合は 90 年度の 14.4% をピークに 2002 年度には 4.0% にまで低下している。その結果、雇用者報酬と財産所得（家計分）の合計（国民所得比）は 93 年度の 93.3% をピークに 2002 年度には 88.8% まで低下している。労働分配率は高止まりしているが、国民所得の家計への分配はむしろ低下しているのである。一方、企業部門（非金融法人+金融機関）の企業所得（営業余剰+財産所得（ネット））の割合は 88 年度の 14.5% をピークに低下していたが、93 年度の 8.0% をボトムとしてそれ以降は上昇傾向が続いている。

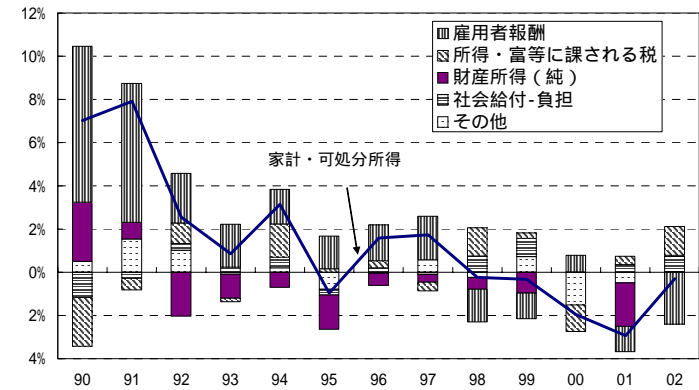
国民所得（分配）構成比

年度	家計		個人企業 企業所得	企業 企業所得	一般政府 財産所得	
	合計	雇用者報酬 財産所得				
80	87.3%	65.0%	8.6%	13.8%	14.1%	-1.5%
85	89.6%	66.6%	10.5%	12.5%	12.8%	-2.6%
88	87.4%	65.3%	10.4%	11.7%	14.5%	-2.1%
89	89.5%	66.2%	12.4%	10.9%	12.0%	-1.7%
90	90.3%	66.4%	14.4%	9.5%	10.8%	-1.4%
91	91.1%	66.9%	14.0%	10.1%	9.9%	-1.2%
92	92.6%	69.0%	12.1%	11.4%	8.6%	-1.3%
93	93.3%	70.7%	11.1%	11.5%	8.0%	-1.4%
94	93.0%	71.0%	10.3%	11.7%	8.4%	-1.5%
95	92.4%	72.2%	8.6%	11.6%	9.1%	-1.6%
96	90.3%	71.2%	7.6%	11.5%	11.3%	-1.7%
97	91.1%	72.1%	7.1%	11.8%	10.5%	-1.6%
98	91.8%	73.1%	6.7%	11.9%	10.1%	-1.9%
99	91.8%	73.3%	5.8%	12.7%	10.0%	-1.9%
2000	89.9%	72.8%	5.7%	11.4%	12.0%	-1.9%
2001	89.4%	73.9%	4.0%	11.5%	12.4%	-1.8%
2002	88.8%	73.0%	4.0%	11.8%	13.1%	-1.9%

(注) 対家計民間非営利団体は除いている。○ はそれぞれの項目のピークを表す  
 企業所得 = 営業余剰+財産所得（ネット）  
 (資料) 内閣府「国民経済計算年報」

財産所得の減少は家計所得を大きく圧迫している。90 年度以降の可処分所得の動きを見ると、バブル崩壊以降所得減税、住宅ローン減税などが度々実施されたことから、税は概ね可処分所得を引き上げる方向に働いている。また、最近では高齢化の進展により社会給付が増えていることも所得の下支え要因となっている。

(前年比、寄与度) 財産所得の減少が家計所得を下押し

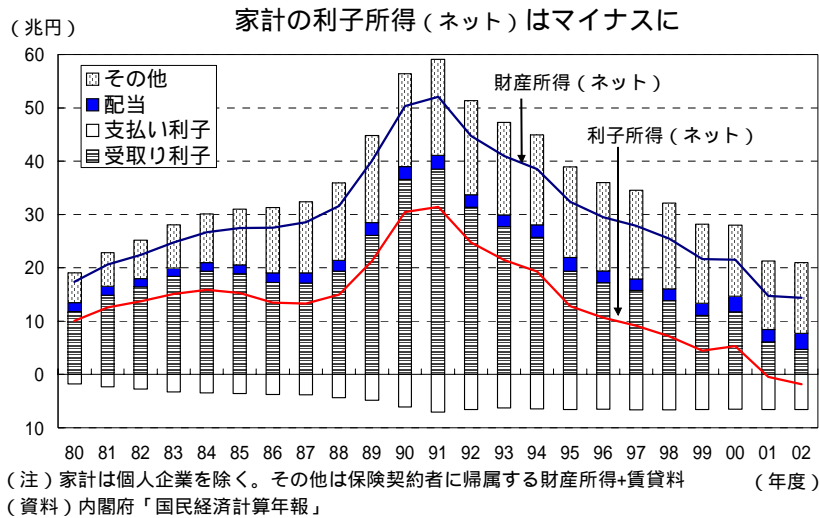


(資料) 内閣府「国民経済計算年報」

その一方で、財産所得は92年度以降、大幅な減少が続いており、可処分所得を大きく下押ししている。特に98年度以降は、これに雇用者報酬の減少が重なったことから、家計の可処分所得は低迷が続いている。

ここで、家計部門（個人企業を除く）の財産所得の動きを詳しく見てみよう。

91年度には52.1兆円だった家計の財産所得（ネット）は年々減少し、2002年度には14.4兆円となった。その内訳を見ると、低金利が続く預金金利がゼロ%に近い水準にはりついていることから、利子の受取りが91年度の38.5兆円から2002年度には4.7兆円にまで落ち込んでいる。一方、住宅ローンなどの借り入れ金利は低下余地が限られている上、長期間固定されている場合も多いため、利子の支払額は90年度以降6兆円台でほとんど変わっていない。この結果、家計の利子所得（ネット）は91年度には31.5兆円だったが、その後急速に縮小し2001年度にはついにマイナスに転じてしまった。配当の受取りは、若干増加しているが小幅なものにとどまっている。



## 低金利の恩恵を大きく受ける企業部門

国民所得に占める企業所得（非金融法人+金融機関）の割合は近年上昇傾向にある。SNAの企業所得は企業会計における「経常利益」にほぼ相当する<sup>(注)</sup>が、景気の低迷が続く中、企業はどのようにして利益を伸ばしてきたのだろうか。

(注) 企業所得 = 営業余剰 + 財産所得（ネット）

企業会計の経常利益は自社の株式に対する配当支払前であるが、SNAの企業所得は配当支払後であること、企業会計では営業外収益となる有価証券売却損益等が、SNAでは貸借対照表の調整勘定に分類すること、等が異なる

まず、企業が本業で上げた利益である「営業利益」に相当するSNAの営業余剰の動きを見ると、景気停滞、デフレ継続を反映して低迷が続いている。景気が回復局面にあった96年度、2000年度、2002年度は増益を確保したが、足元の営業余剰（2002年度：38.9兆円）はピーク時（91年

度：65.7兆円)の約6割の水準にとどまっている。

しかし、利子、配当、賃貸料の受払いの合計である財産所得(ネット)のマイナス幅が急速に縮小し、99年度以降はプラスに転じていることが企業所得を大きく押し上げている。

財産所得の改善に大きく寄与しているのは利子所得の動きである。

非金融法人は利子支払超過主体であるが、低金利の継続に伴う利払い負担の軽減により、ネットの利子所得は91年度の37.8兆円から2002年度には10.6兆円にまでマイナス幅が大きく縮小している。これは、同期間における企業部門の財産所得改善の7割以上を説明している。金融機関については、ネットの利子所得は一貫してプラスでその額もこの10年間はあまり変わっていない。非金融法人と金融機関を合わせた企業部門の利子所得(ネット)は93年度にプラスに転じて以降、受取超過額は拡大し続け2002年度には23.2兆円のプラスとなっている。

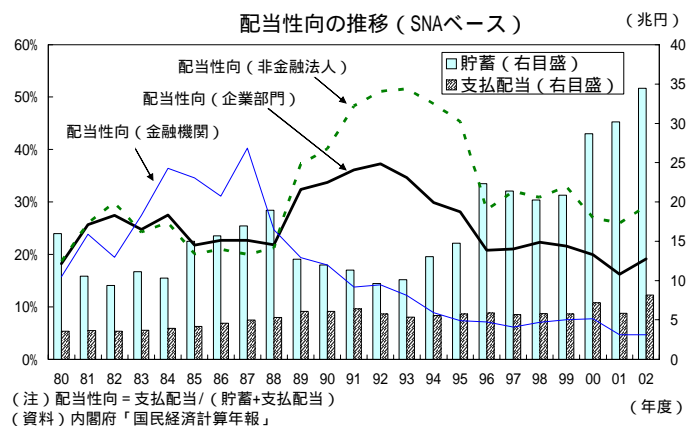
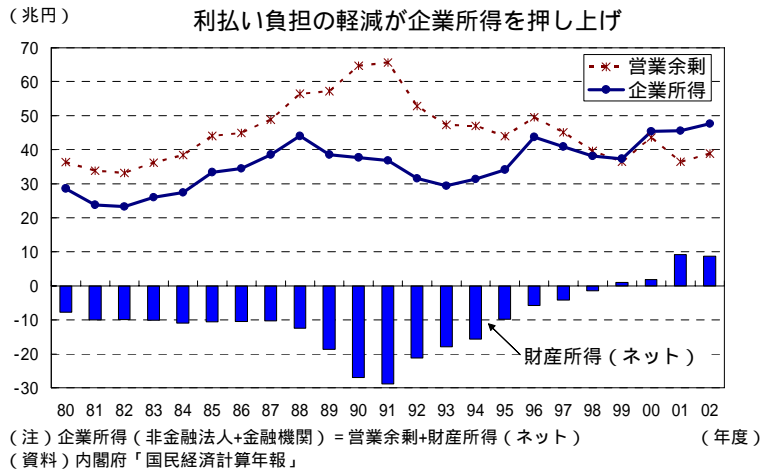
営業余剰は低迷しているものの、低金利による財産所得の改善の寄与が大きいため、企業所得の伸びは営業余剰の伸びを大きく上回っている。2000年度にはそれまでのピークだった88年度の44.0兆円を越え、その後も堅調に推移している。

また、収益の回復に比べ配当支払があまり増えていないことも企業所得を押し上げる一因になっていると考えられる。

ここで、配当性向<sup>(注)</sup>(配当支払前の税引き利益に対する支払配当の割合)の動きをSNAベースで見ると、非金融法人は93年度の51.6%が2002年度には29.3%へ、金融機関は87年度の40.3%が2002年度には4.7%へと大幅に低下している。企業部門全体でもピークの92年度の37.3%から2002年度には19.2%にまで低下している。

(注) 配当性向 = 支払配当 / 税引利益で表されるが、SNAでは支払配当 / (貯蓄 + 支払配当) がこれに相当する  
貯蓄 = 企業所得 - 所得・富等に課される経常税 + その他の経常移転(純)

さらに、このようにキャッシュフローは非常に潤沢になってきているにもかかわらず、過剰債務に苦しむ企業はその多くを借り入れの返済に充てており、金融機関も不良債権の処理を進めて



いる。企業収益が好調であることに加え、法人税減税も実施されてきたことから、企業の貯蓄は大幅に増えている。しかし、設備投資は引き続き抑制されているため、本来赤字であるはずの企業部門の貯蓄投資差額は98年度以降黒字が続いており、2001年度以降は非金融法人でも黒字になるという異常事態になっている。

### 個人消費の本格回復に必要な条件

結局、長期にわたり超低金利が続いてきたために、利子所得の面から見ると、家計部門から企業部門への所得移転が行われていると言うことができるだろう。

もちろん、低金利の継続が景気全体を下支えしてきたことは否定できない。さらに、低金利の影響は、直接的な家計の利子所得の減少だけでなく、他方で企業の金利負担の軽減が収益の改善、設備投資の回復につながり、それが雇用者所得の増加をもたらすといった波及効果がある点も含めて考えるべきである。しかし、98年度以降は雇用者報酬と財産所得がともに減少することがほとんどであり、金利低下を起点とした前向きな循環メカニズムが十分に働いているとは言えないだろう。低金利によるプラス効果は企業部門でとどまっており、家計部門にまで波及していないのである。

足元の個人消費が回復しているのは、所得が低迷している中でも消費者マインドの改善に伴い消費性向が上昇(貯蓄率が低下)しているためと考えられる。家計の貯蓄率は2002年度には6.2%と過去最低を更新したが、2003年度にはさらに低下していることが推測される。しかし、近年の貯蓄率の低下スピードはあまりに急激であり、貯蓄率のさらなる低下が個人消費を押し上げることを期待することは難しい。今後は所得面からの下支えが必要不可欠だろう。

日銀の量的金融緩和策は当面続けられる可能性が高いため、家計の利子所得の低迷は続くだろう。このような中では、現在、企業部門内にとどまっているキャッシュフローが、賃金(雇用者報酬)あるいは配当の増加という形で家計へ波及し、家計の所得が明確に増加することが、個人消費の本格的、持続的な回復の条件と言えるのではないだろうか。

---

### 月次GDPの動向

<1月、2月>

1月の月次GDPは民間消費、設備投資が好調だったこと等から、前月比0.7%となった。2月は設備投資が反動で落ち込むこと等から、前月比0.2%と3ヵ月ぶりの減少を予測する。



## 日本・月次GDP 予測結果

	[月次] 実績値による推計						[四半期]		
	予測						実績	予測	
	2003/9	2003/10	2003/11	2003/12	2004/1	2004/2	2003/7-9	2003/10-12	2004/1-3
<b>実質GDP</b>	<b>555,980</b>	<b>557,228</b>	<b>551,772</b>	<b>560,683</b>	<b>564,503</b>	<b>563,283</b>	<b>547,950</b>	<b>556,561</b>	<b>559,345</b>
前期比年率							2.5%	6.4%	2.0%
前期比	1.9%	0.2%	1.0%	1.6%	0.7%	0.2%	0.6%	1.6%	0.5%
前年同期比	2.9%	3.8%	2.2%	4.5%	4.6%	4.6%	2.1%	3.4%	3.8%
<b>内需(寄与度)</b>	<b>537,802</b>	<b>538,415</b>	<b>533,163</b>	<b>539,200</b>	<b>542,205</b>	<b>540,823</b>	<b>530,427</b>	<b>536,926</b>	<b>537,924</b>
前期比	1.8%	0.1%	0.9%	1.1%	0.5%	0.2%	0.4%	1.2%	0.2%
前年同期比	2.1%	2.9%	1.5%	3.2%	3.3%	3.1%	1.2%	2.4%	2.6%
<b>民間(寄与度)</b>	<b>419,417</b>	<b>419,143</b>	<b>414,423</b>	<b>419,735</b>	<b>423,908</b>	<b>422,712</b>	<b>411,302</b>	<b>417,767</b>	<b>419,617</b>
前期比	1.9%	0.0%	0.8%	1.0%	0.7%	0.2%	0.6%	1.2%	0.3%
前年同期比	2.9%	3.5%	2.2%	3.9%	4.0%	3.8%	1.9%	3.1%	3.2%
<b>民間消費</b>	<b>304,037</b>	<b>304,410</b>	<b>300,799</b>	<b>303,384</b>	<b>305,739</b>	<b>307,161</b>	<b>300,261</b>	<b>302,865</b>	<b>304,007</b>
前期比	1.6%	0.1%	1.2%	0.9%	0.8%	0.5%	0.5%	0.9%	0.4%
前年同期比	0.7%	2.6%	1.4%	2.5%	2.7%	3.1%	0.1%	2.2%	2.1%
<b>民間住宅投資</b>	<b>18,902</b>	<b>18,584</b>	<b>18,559</b>	<b>18,662</b>	<b>18,560</b>	<b>18,799</b>	<b>18,797</b>	<b>18,602</b>	<b>18,836</b>
前期比	1.0%	1.7%	0.1%	0.6%	0.6%	1.3%	2.9%	1.0%	1.3%
前年同期比	2.9%	0.3%	0.9%	1.8%	0.5%	3.0%	1.4%	1.0%	3.0%
<b>民間設備投資</b>	<b>94,421</b>	<b>96,292</b>	<b>95,200</b>	<b>97,821</b>	<b>99,694</b>	<b>96,830</b>	<b>90,720</b>	<b>96,438</b>	<b>96,852</b>
前期比	5.6%	2.0%	1.1%	2.8%	1.9%	2.9%	0.0%	6.3%	0.4%
前年同期比	12.9%	14.7%	10.2%	18.3%	15.2%	11.4%	9.2%	14.3%	11.4%
<b>民間在庫(寄与度)</b>	<b>2,057</b>	<b>-144</b>	<b>-136</b>	<b>-132</b>	<b>-85</b>	<b>-78</b>	<b>1,524</b>	<b>-137</b>	<b>-78</b>
前期比	0.1%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.3%	0.0%
前年同期比	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.2%	0.1%
<b>公需(寄与度)</b>	<b>118,385</b>	<b>119,272</b>	<b>118,741</b>	<b>119,465</b>	<b>118,297</b>	<b>118,111</b>	<b>119,125</b>	<b>119,159</b>	<b>118,307</b>
前期比	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.0%	0.2%	0.0%	0.2%
前年同期比	0.9%	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>政府消費</b>	<b>90,306</b>	<b>90,408</b>	<b>90,553</b>	<b>91,321</b>	<b>90,335</b>	<b>90,579</b>	<b>90,443</b>	<b>90,761</b>	<b>90,586</b>
前期比	0.1%	0.1%	0.2%	0.8%	1.1%	0.3%	0.7%	0.4%	0.2%
前年同期比	0.5%	1.1%	1.1%	1.6%	0.8%	0.7%	1.0%	1.3%	0.7%
<b>公的固定資本形成</b>	<b>28,068</b>	<b>28,925</b>	<b>28,249</b>	<b>28,205</b>	<b>28,212</b>	<b>27,782</b>	<b>28,670</b>	<b>28,460</b>	<b>27,971</b>
前期比	2.4%	3.1%	2.3%	0.2%	0.0%	1.5%	5.2%	0.7%	1.7%
前年同期比	15.0%	11.6%	12.7%	12.7%	10.8%	10.4%	13.5%	12.3%	10.4%
<b>外需(寄与度)</b>	<b>18,178</b>	<b>18,813</b>	<b>18,608</b>	<b>21,483</b>	<b>22,298</b>	<b>22,460</b>	<b>17,524</b>	<b>19,635</b>	<b>21,421</b>
前期比	0.1%	0.1%	0.0%	0.5%	0.1%	0.0%	0.2%	0.4%	0.3%
前年同期比	0.8%	0.9%	0.6%	1.3%	1.2%	1.4%	0.8%	0.9%	1.2%
<b>財貨・サービスの輸出</b>	<b>68,251</b>	<b>68,987</b>	<b>69,938</b>	<b>71,679</b>	<b>72,437</b>	<b>73,226</b>	<b>67,126</b>	<b>70,201</b>	<b>72,249</b>
前期比	1.4%	1.1%	1.4%	2.5%	1.1%	1.1%	3.3%	4.6%	2.9%
前年同期比	12.0%	12.5%	4.9%	17.0%	13.1%	14.0%	9.8%	11.4%	12.9%
<b>財貨・サービスの輸入</b>	<b>50,073</b>	<b>50,174</b>	<b>51,329</b>	<b>50,196</b>	<b>50,139</b>	<b>50,766</b>	<b>49,603</b>	<b>50,566</b>	<b>50,828</b>
前期比	1.0%	0.2%	2.3%	2.2%	0.1%	1.3%	2.6%	1.9%	0.5%
前年同期比	6.3%	6.3%	0.8%	7.1%	2.6%	3.2%	3.6%	4.2%	3.9%

## &lt;民間消費の内訳&gt;

<b>家計消費(除く帰属家賃)</b>	<b>246,235</b>	<b>246,869</b>	<b>243,871</b>	<b>245,830</b>	<b>248,092</b>	<b>249,210</b>	<b>243,152</b>	<b>245,523</b>	<b>246,606</b>
前期比	1.6%	0.3%	1.2%	0.8%	0.9%	0.5%	0.5%	1.0%	0.4%
前年同期比	0.4%	2.8%	1.5%	2.6%	2.8%	3.3%	0.2%	2.3%	2.2%
<b>需要側推計</b>									
前期比	0.2%	1.6%	0.8%	0.2%	1.4%	2.3%	0.1%	1.4%	1.4%
前年同期比	3.3%	0.9%	2.0%	2.2%	3.6%	5.6%	2.0%	1.7%	2.7%
<b>供給側推計</b>									
前期比	2.7%	1.4%	2.1%	0.0%	1.8%	1.5%	0.4%	1.5%	0.6%
前年同期比	2.2%	2.5%	1.0%	3.6%	1.2%	0.8%	0.3%	2.4%	0.9%
<b>帰属家賃</b>	<b>4,225</b>	<b>4,232</b>	<b>4,237</b>	<b>4,242</b>	<b>4,244</b>	<b>4,249</b>	<b>50,628</b>	<b>50,834</b>	<b>50,990</b>
前期比	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.4%	0.4%	0.3%
前年同期比	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%	1.6%	1.6%	1.5%

(注) 家計消費(除く帰属家賃)には「需要側推計」、「供給側推計」以外に「共通推計」部分が含まれる

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)