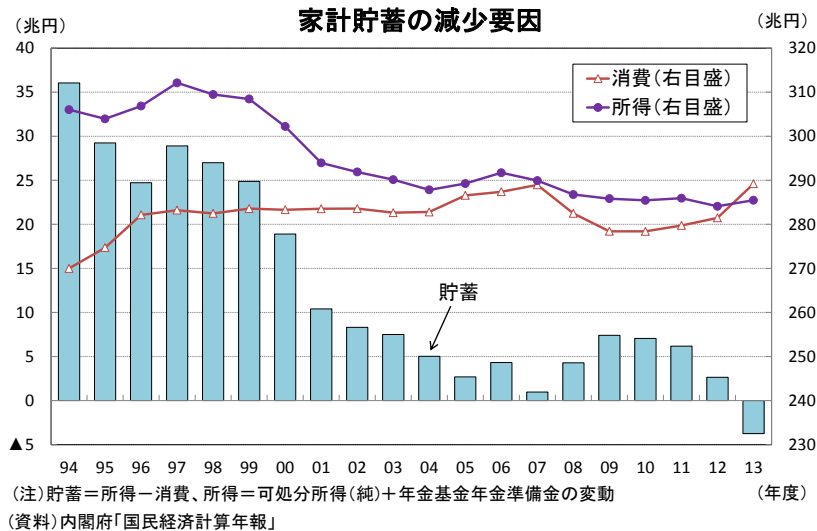


Weekly エコノミスト・ レター

貯蓄不足に転じた家計と大幅な貯蓄超過が続く企業

経済研究部 経済調査室長 斎藤 太郎
(03) 3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

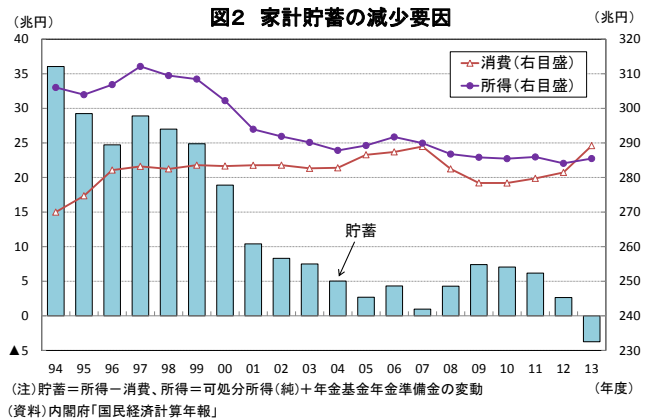
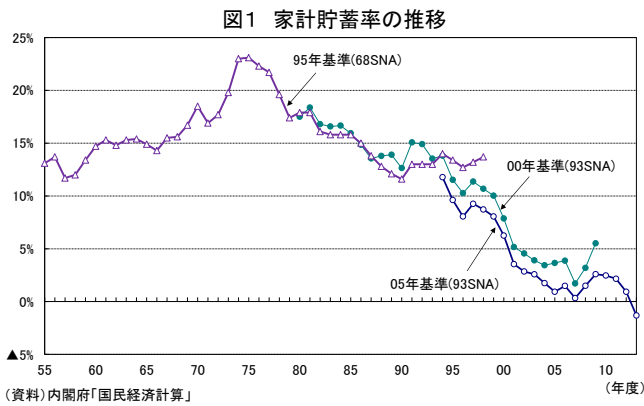
1. 2013年度の家計貯蓄率は▲1.3%となり、1955年度以降で初のマイナスとなった。家計の貯蓄額は1994年度の36.1兆円から2013年度には▲3.7兆円と約20年間で40兆円近く減少した。
2. 家計貯蓄減少の主因は所得の低迷である。2013年度の家計の可処分所得は雇用者報酬の低迷、超低金利の長期化に伴う財産所得の減少などから1997年度よりも20兆円以上低い水準となっている。
3. 家計の所得が低迷する一方、企業の所得は増加傾向が続いている。本業で上げた利益に当たる営業余剰はリーマン・ショック前の水準に達していないが、利払い負担の軽減や対外資産からの利子、配当の増加によって財産所得が大きく改善している。
4. 企業は潤沢な貯蓄を有しているにもかかわらず設備投資の抑制を続けているため、貯蓄投資バランスが高水準の黒字を続けている。企業に滞留する余剰資金を家計に還流させることにより、所得の増加を伴った個人消費の回復を実現することが重要であり、このことは日本経済全体の成長力を高めることにもつながるだろう。



●家計貯蓄率がマイナスに

昨年末に内閣府から公表された 2013 年度の国民経済計算では、家計の貯蓄率が▲1.3%となり、現在利用可能な 1955 年度以降では初のマイナスとなった（図 1）。かつて日本の家計貯蓄率は国際的に高いことで知られていたが、高齢化の影響もあって 1970 年代半ば頃から長期にわたり低下傾向が続いてきた。現行基準（93SNA、2005 年基準、1994 年度～）の国民経済計算でみると家計の貯蓄率は 1994 年度の 11.8%から 2013 年度の▲1.3%まで急低下し、貯蓄額は 1994 年度の 36.1 兆円から 2013 年度の▲3.7 兆円まで 39.8 兆円の急減少となった¹。

貯蓄＝所得－消費で表されるため、所得の減少、消費の増加が貯蓄の減少要因となる。ここで、1995 年度以降の家計の貯蓄減少を消費要因と所得要因に分けてみると、消費の増加による部分が▲19.2 兆円、所得の減少による部分が▲20.6 兆円と両者がほぼ同額となっている（図 2）。ただし、経済成長を前提とすれば消費が増加することは当然である。1995 年度から 2013 年度までの家計消費支出の伸びは年平均で 0.4%にすぎず、過剰消費が貯蓄減少の理由とは言えない。家計貯蓄の大幅減少をもたらしたのは所得の低迷によるところが大きい。



(家計の可処分所得の減少要因)

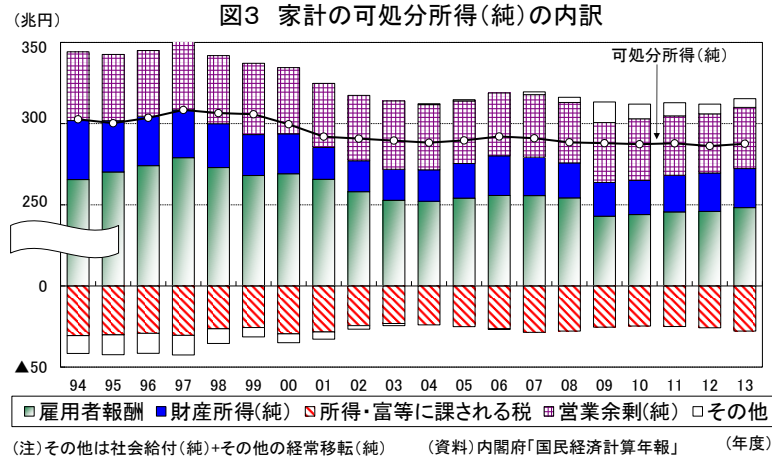
家計の所得が低迷している理由は何だろうか。家計の可処分所得（純）の内訳の推移をみると、「所得・富等に課される経常税」は賃金の低迷や所得減税の影響などから 1994 年度の 30.6 兆円から 2013 年度には 27.8 兆円まで減少しており、高齢化の進展を反映し社会給付（純）は 1995 年度の▲6.4 兆円から 2013 年度には 9.2 兆円まで増加している。これらは可処分所得の押し上げ要因である。

一方、可処分所得の 8 割以上を占める雇用者報酬は 2010 年度から 4 年連続で増加しているが、2013 年度の雇用者報酬は 248.3 兆円とピーク時の 1997 年度（279.0 兆円）と比べると 30.7 兆円も低い水準となっている。また、超低金利の長期化によって利子所得が激減したことから、財産所得（純）

¹ 2013 年度の家計貯蓄率がマイナスに転じた一因は 2014 年度の消費税率引き上げを前にした駆け込み需要によって消費が高い伸びとなったことである。ただし、当研究所では駆け込み需要の規模を 2.4 兆円程度と試算しており、駆け込み需要がなかったとしても貯蓄率はマイナスとなっていた可能性が高い。一方、2014 年度は駆け込み需要の反動により消費が落ち込んでいるため、貯蓄率は一時的にプラスとなることが見込まれる。

が1994年度の36.3兆円から2013年度には24.0兆円と12.3兆円の減少となっている²。

この結果、2013年度の家計の可処分所得（純）は287.6兆円となり、1997年度の308.4兆円よりも20.9兆円低い水準となっている（図3）。

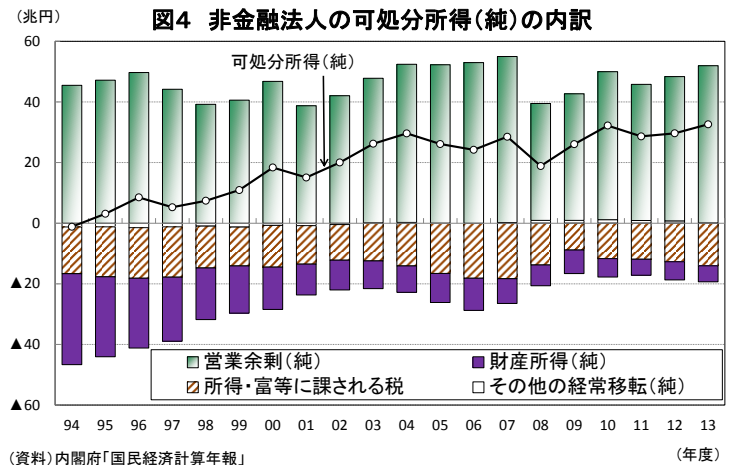


（企業の可処分所得は増加）

家計の所得低迷が長期化する一方、企業の所得は増加傾向が続いており、非金融法人の可処分所得（純）は2013年度に32.6兆円と過去最高を更新した（図4）。内訳をみると、本業で上げた利益に相当する「営業余剰」は足もとでは持ち直しているものの2013年度は51.9兆円とリーマン・ショック前の2007年度（54.8兆円）の水準を依然として下回っている³。

一方、超低金利の長期化に伴う支払利子の大幅減少や対外資産からの利子、配当の増加が財産所得（純）の改善をもたらしている。非金融法人の財産所得（純）のマイナス幅は1994年度の▲30.0兆円から2013年度には▲5.3兆円と24.8兆円も縮小している⁴。

法人税の支払いが減少していることも企業の可処分所得の増加に寄与している。「所得・富等に課される経常税」は2009年度の8.8兆円から2013年度には14.1兆円まで持ち直したが、リーマン・ショック前の2007年度（18.3兆円）に比べると2割以上少ない⁵。



² 旧基準（2000年基準）の計数（1980年度～）まで含めてみれば、家計の財産所得（純）のピークは1991年度の38.0兆円となる。ただし、旧基準ではFISIM（間接的に計測される金融仲介サービス）が導入されていないため、現行と同じ基準での比較ができない。FISIMの導入はGDPの水準を押し上げるとともに、財産所得以外の項目（制度部門別の営業余剰、可処分所得など）にも影響を与える。本レポートでは参考までに1993年度以前の旧基準の計数を示すが、いずれも現行統計とは同じ基準での比較ができないことに留意する必要がある。

³ 旧基準の営業余剰のピークは1991年度の72.0兆円。

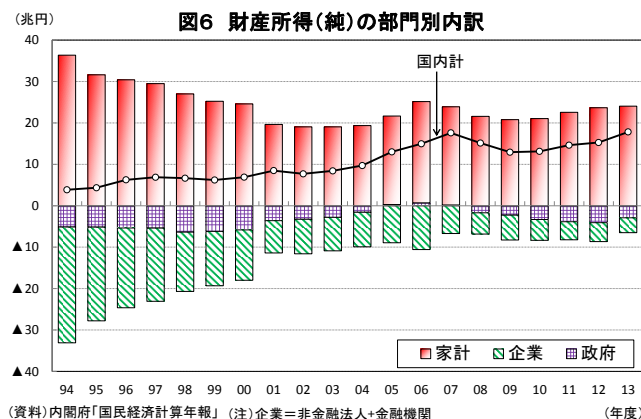
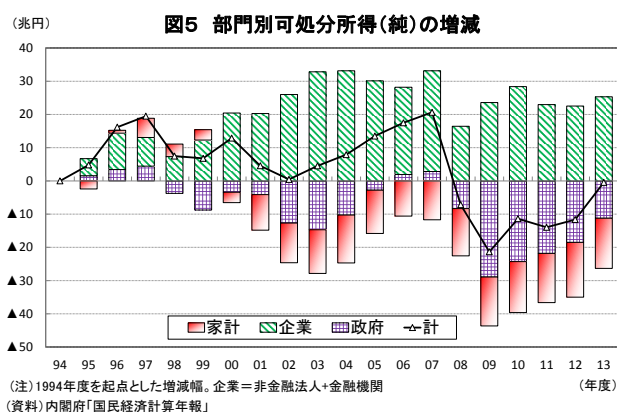
⁴ 旧基準の財産所得（純）の赤字幅のピークは1991年度の▲45.9兆円。

⁵ 旧基準の所得・富等に課される経常税のピークは1989年度の20.7兆円。

国全体の可処分所得（純）は1994年度が400.0兆円、2013年度が399.6兆円と約20年間でほとんど変わっていない。大きく変わったのは部門別の構成比だ。1994年度を起点とした部門別の可処分所得（純）の増減幅を見ると、家計が▲15.1兆円の減少、政府が▲11.2兆円の減少となる一方、企業（非金融法人+金融機関）が+25.3兆円の増加となっている。つまり、家計と政府の所得の減少分がほとんどそのまま企業の所得増となっているのである（図5）。

こうした所得移転は主として財産所得（純）の部門別構成比の変化によって説明できる。国内部門の財産所得（純）の合計は海外からの財産所得（純）に一致するが、対外純資産の拡大に伴い2013年度の国内部門の財産所得（純）は17.8兆円となり、1994年度の3.9兆円に比べると14.0兆円も増えている。これを部門別にみると、企業が+24.4兆円（1994年度：▲28.0兆円→2013年度：▲3.6兆円）、政府が+2.2兆円（1994年度：▲5.1兆円→2013年度：▲2.9兆円）、家計が▲12.3兆円（1994年度：36.3兆円→2013年度：24.0兆円）となっている。対外資産の増加に伴う利子、配当などの財産所得増加の恩恵を受けているのは企業だけということになる（図6）。

もちろん、海外からの財産所得を直接受け取るのは企業だとしても、賃金等の形で家計に分配されれば家計も間接的に海外からの所得増の恩恵を受けることになる。しかし、現時点では雇用者報酬の伸びが十分でないために、財産所得の減少がそのまま家計所得全体の減少をもたらす形となっている。



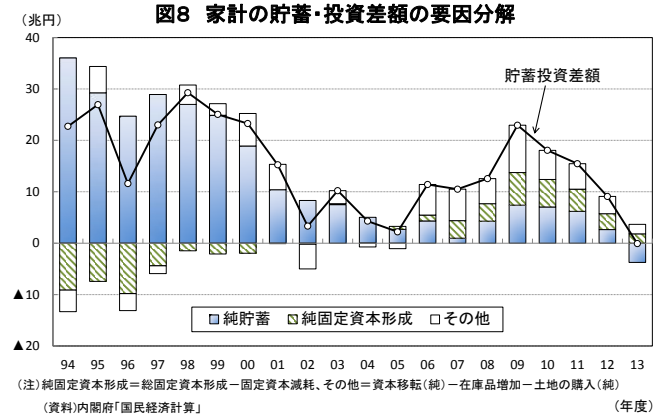
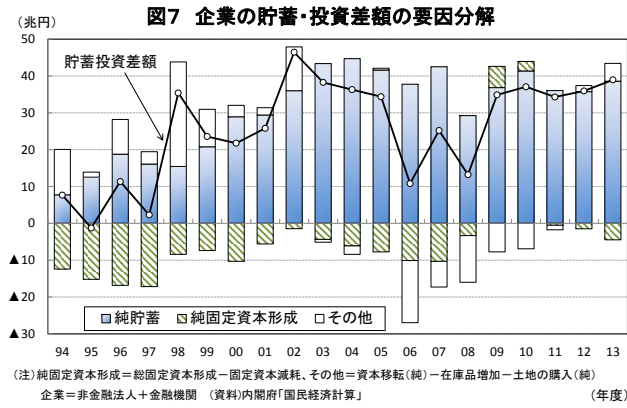
（家計は貯蓄投資バランスも赤字へ）

企業の可処分所得（純）は貯蓄（純）にはほぼ一致する⁶。企業は貯蓄が高水準で推移する一方、設備投資はバブル崩壊以降、抑制傾向が続いており、企業の純固定資本形成（総固定資本形成－固定資本減耗）は2009年度、2010年度にはマイナスとなった。2011年度以降は再びプラスとなったものの2013年度の純固定資本形成は4.5兆円にすぎず、高水準の貯蓄に比べると極めて低い水準にとどまっている。この結果、企業の貯蓄投資差額は2009年度以降、5年連続して30兆円台の高水準を維持している（図7）。

一方、家計は住宅投資の長期低迷を反映して純固定資本形成は2005年度以降マイナスが続いてお

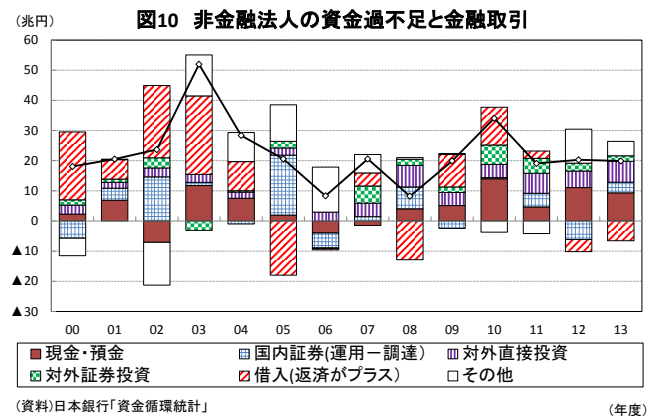
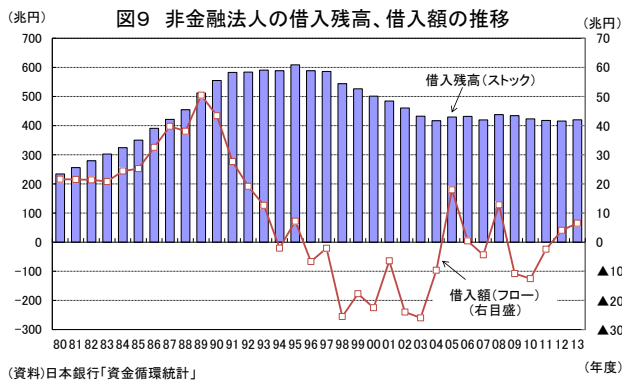
⁶ 正確には非金融法人は貯蓄（純）＝可処分所得（純）、金融機関は貯蓄（純）＝可処分所得（純）－年金基金年金準備金の変動（支払）となる。

り、このことは貯蓄投資バランスの改善要因となっている。しかし、2013年度は純貯蓄のマイナス幅が▲3.7兆円となったことが響き、貯蓄投資差額も▲0.1兆円と小幅ながら初めてマイナスとなった（図8）。



企業が潤沢な貯蓄を有しているにもかかわらず、それが設備投資に回らなかったのは、バブル期に積み上がった過剰債務の圧縮に向けて余剰資金の多くを借入の返済に充てていたことが大きな原因だった。日本銀行の資金循環統計によれば、企業部門が貯蓄超過に転じた1990年代後半以降、当時の貯蓄超過額にほぼ一致する年間20兆円前後が借入の返済に充てられていた（非金融法人）。しかし、2000年代半ば以降は借入額（フロー）がゼロ近傍で一進一退の動きとなっており、借入残高もこの頃からほぼ横ばい圏の推移が続いている（図9）。過剰債務圧縮のための借入の返済は一段落したとみてよいだろう。

それにもかかわらず、企業が設備投資に慎重な姿勢を崩さない一因は、国内での需要拡大に見切りをつけ、より高い成長が期待できる海外への設備投資に積極的になっていることだ。海外への設備投資は対外直接投資の増加として金融取引に現れるため、国内の貯蓄投資バランスは変わらない。このことを資金循環統計で確認すると、確かに非金融法人の対外直接投資はこのところ大幅に増加していることが分かる。しかし、その水準は2013年度で6.9兆円であり、同年度の資金余剰額（19.9兆円）の3分の1程度にとどまっており、現金・預金の9.3兆円に比べても少ない（図10）。



(企業の余剰資金を家計に還流させることが重要)

本来は資金の借り手であるはずの企業部門が大幅な貯蓄超過を続けていることは決して健全な姿とはいえ、経済成長にとってもマイナスである。かつては日本の個人消費の低迷は社会保障制度の持続可能性に対する将来不安などを背景とした過剰貯蓄が原因と言われることが多かったが、もはや消費の原資となる所得が足りないことが問題であることが明らかな状況となっている。企業に滞留する余剰資金を家計に還流させることにより所得の増加を伴った個人消費の回復につなげることが経済活性化のためには不可欠である。

企業の余剰資金を家計に還流させる手段はいくつかある。ひとつは金利上昇によって家計の利子所得を増やすことだ。しかし、日本銀行が「物価安定の目標」とする消費者物価上昇率2%が遠のいたこともあり、「量的・質的金融緩和」が長期化することは避けられず、利子所得のルートを通じた家計所得の改善は当面期待できない。企業が配当の支払いを増やすことも企業から家計への所得移転を進める有効な手段だ。ただし、日本の家計は株式の保有比率が低いため、企業が配当の支払いを増やしてもそれを受け取るのも企業となり、企業部門内に資金が滞留してしまう面がある。

現時点で最も実現可能性が高く効果も大きいのは、雇用の増加、賃上げの実施による雇用者報酬の拡大だ。消費税率引き上げ後の景気は想定よりも大きく下振れているが、円安による輸出(金額)の増加、海外現地法人の好調などもあって企業収益は消費増税後も堅調を維持しており、賃上げの原資は十分な状態を維持している。

2014年度は政府による賃上げ要請の効果もあって久しぶりにベースアップを実施する企業が相次いだ。同時に消費税率引き上げによって家計の負担が大幅に増えたことにより賃上げの効果は打ち消されてしまった。2015年度は消費税率の再引き上げが延期されたことに加え、原油価格の急落により消費者物価上昇率の低下が見込めるなど、家計を取り巻く環境は好転しつつある。こうした中で賃上げの動きがさらに広がれば、所得の増加を伴う個人消費の本格回復が実現される可能性が高まり、このことが日本経済全体の成長力を高めることにもつながるだろう。

月次GDPの動向

2014年11月の月次GDPは前月比0.2%と2ヵ月連続で増加した。外需は2ヵ月ぶりにマイナスとなったが、民間消費が前月比0.4%、住宅投資が前月比1.7%の増加となったことから国内民間需要が成長率を押し上げた。

現時点では、2014年10-12月期の実質GDPは前期比0.9%(年率3.6%)と3四半期ぶりのプラス成長になると予想している。

日本・月次GDP 予測結果

[月次]
→実績値による推計

[四半期]
実績← →予測

	2014/6	2014/7	2014/8	2014/9	2014/10	2014/11	2014/4-6	2014/7-9	2014/10-12
実質GDP	525,830	523,812	524,212	523,252	527,240	528,125	526,270	523,759	528,380
前期比	▲0.0%	▲0.4%	0.1%	▲0.2%	0.8%	0.2%	▲6.7%	▲1.9%	3.6%
前期比	▲0.1%	▲1.6%	▲1.9%	▲0.4%	▲0.0%	0.2%	▲1.7%	▲0.5%	0.9%
前年同期比	▲0.1%	▲1.6%	▲1.9%	▲0.4%	▲0.0%	0.2%	▲0.3%	▲1.3%	0.1%
内需（寄与度）	517,657	514,572	513,807	513,984	515,971	518,534	516,876	514,121	518,394
前期比	0.4%	▲0.6%	▲0.1%	0.0%	0.4%	0.5%	▲2.8%	▲0.5%	0.8%
前年同期比	0.6%	▲1.7%	▲1.9%	▲1.0%	▲0.6%	▲0.8%	▲0.3%	▲1.6%	▲0.9%
民需（寄与度）	392,846	389,264	388,339	388,397	390,287	393,275	392,068	388,667	393,112
前期比	0.3%	▲0.7%	▲0.2%	0.0%	0.4%	0.6%	▲2.9%	▲0.7%	0.8%
前年同期比	0.6%	▲1.9%	▲2.2%	▲1.0%	▲0.6%	▲0.9%	▲0.4%	▲1.8%	▲0.9%
民間消費	308,220	306,227	306,944	307,920	308,555	309,775	306,874	307,030	309,575
前期比	0.7%	▲0.6%	0.2%	0.3%	0.2%	0.4%	▲5.1%	0.4%	0.8%
前年同期比	▲1.3%	▲3.5%	▲3.1%	▲1.9%	▲1.3%	▲1.8%	▲2.8%	▲2.8%	▲1.8%
民間住宅投資	13,509	13,101	12,926	13,014	12,712	12,928	13,957	13,014	12,948
前期比	▲1.8%	▲3.0%	▲1.3%	0.7%	▲2.3%	1.7%	▲10.0%	▲6.8%	▲0.5%
前年同期比	▲6.8%	▲11.1%	▲12.7%	▲13.5%	▲13.8%	▲14.4%	▲2.0%	▲12.4%	▲14.5%
民間設備投資	70,482	71,141	70,890	71,707	72,269	72,117	71,513	71,246	72,449
前期比	▲0.9%	0.9%	▲0.4%	1.2%	0.8%	▲0.2%	▲4.7%	▲0.4%	1.7%
前年同期比	4.8%	2.7%	▲0.8%	2.7%	2.0%	2.3%	2.7%	1.6%	2.5%
民間在庫（寄与度）	806	-608	-1,823	-3,647	-2,651	-947	895	-2,026	-1,263
前期比	0.1%	▲0.3%	▲0.2%	▲0.3%	0.2%	0.3%	1.3%	▲0.6%	0.1%
前年同期比	0.9%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	1.1%	0.2%	0.3%
公需（寄与度）	124,696	125,138	125,298	125,416	125,514	125,089	124,693	125,284	125,112
前期比	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	▲0.1%	0.1%	0.1%	▲0.0%
前年同期比	▲0.0%	0.2%	0.3%	▲0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.0%
政府消費	102,221	102,407	102,452	102,639	102,651	102,686	102,211	102,499	102,673
前期比	0.0%	0.2%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.3%	0.3%	0.2%
前年同期比	▲0.9%	0.7%	0.9%	▲0.4%	▲0.2%	0.8%	▲0.0%	0.4%	0.5%
公的固定資本形成	22,453	22,709	22,824	22,755	22,872	22,411	22,460	22,763	22,447
前期比	0.9%	1.1%	0.5%	▲0.3%	0.5%	▲2.0%	0.9%	1.4%	▲1.4%
前年同期比	4.2%	1.0%	3.3%	1.4%	0.8%	▲1.3%	4.3%	1.9%	▲1.5%
外需（寄与度）	8,807	10,168	11,333	10,196	12,197	10,519	10,028	10,566	10,914
前期比	▲0.4%	0.3%	0.2%	▲0.2%	0.4%	▲0.3%	1.0%	0.1%	0.1%
前年同期比	▲0.5%	0.4%	0.2%	0.8%	0.6%	1.0%	▲0.2%	0.3%	1.0%
財貨・サービスの輸出	89,196	89,820	89,151	90,246	91,914	90,959	88,616	89,739	91,499
前期比	1.2%	0.7%	▲0.7%	1.2%	1.8%	▲1.0%	▲0.5%	1.3%	2.0%
前年同期比	6.3%	7.5%	1.8%	12.5%	8.3%	7.4%	5.4%	7.3%	9.3%
財貨・サービスの輸入	80,389	79,651	77,818	80,050	79,717	80,441	78,588	79,173	80,585
前期比	4.3%	▲0.9%	▲2.3%	2.9%	▲0.4%	0.9%	▲5.4%	0.7%	1.8%
前年同期比	12.0%	5.7%	0.5%	8.3%	4.7%	0.8%	5.9%	4.9%	3.1%

<民間消費の内訳>

	249,061	246,818	247,370	248,139	249,023	250,936	246,500	247,442	249,971
家計消費（除く帰属家賃）									
前期比	1.0%	▲0.9%	0.2%	0.3%	0.4%	0.8%	▲6.3%	0.4%	1.0%
前年同期比	▲2.3%	▲4.4%	▲4.1%	▲2.8%	▲2.0%	▲2.5%	▲3.8%	▲3.8%	▲2.5%
需要側推計									
前期比	1.5%	▲1.7%	0.8%	▲0.3%	▲0.0%	0.9%	▲7.4%	0.4%	0.6%
前年同期比	▲3.0%	▲6.5%	▲4.0%	▲4.5%	▲2.5%	▲2.8%	▲5.1%	▲5.0%	▲3.0%
供給側推計									
前期比	▲1.5%	▲0.2%	0.5%	2.8%	0.6%	▲1.2%	▲5.3%	▲0.6%	1.6%
前年同期比	▲0.8%	▲2.8%	▲4.3%	▲1.4%	▲2.1%	▲2.2%	▲1.1%	▲2.9%	▲2.2%
帰属家賃									
前期比	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%
前年同期比	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%

(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。