

調査レポート

日本経済ウォッチ (2010年7月号)

【目次】

1. 今月のグラフ p.1
～再び低下が懸念される出生率～
2. 景気概況 p.2
～景気は回復しつつあるが、先行き鈍化の懸念は払拭されず～
3. 今月のトピック p.3 ~ 18
～個人金融資産の動向～
高齡化の進展で資金の流れがどう変わるのか
 - (1) 個人金融資産の現状～時価変動の影響を除けば緩やかに増加中
 - (2) 家計の貯蓄と資金過不足の関係～金融負債の動向も影響
 - (3) 高齡化進展と貯蓄率低下の背景～高齡化要因は意外と小さい
 - (4) 個人金融資産の行方～誰が政府の赤字をファイナンスするのか

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社
調査部 小林 真一郎、尾畠 未輝 (chosa-report@murc.jp)
〒108-8248 東京都港区港南 2-16-4
TEL: 03-6711-1250

1. 今月のグラフ ～再び低下が懸念される出生率～

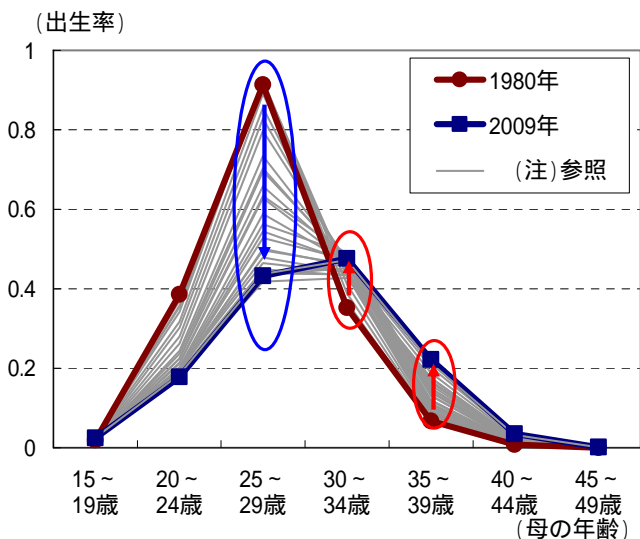
1980年以降、合計特殊出生率（女性が生涯に生む平均的な子どもの数、以下「出生率」）は低下基調が続いており、2005年に1.26で最低となったが、それ以降は3年連続で上昇していた。しかし、2009年は前年と同率の1.37となり出生率の上昇が一服した。

出生率を5歳ごとの年齢階級別にみると、1980年には25～29歳が0.91で最も高かったが、2009年には20～29歳の階級で大きく低下した一方、30～49歳の階級での上昇は小幅にとどまった。2009年においては、出生率が最も高い年齢階級は30～34歳であるが、その水準は0.47にとどまっており、20歳代での出生率の低下を補えていない（図表1）。

晩産化の進行には女性の晩婚化が大きな影響を与えており、長期的な出生率の低下をもたらしている。1980年の女性の平均初婚年齢は25.2歳であったが、2009年には28.6歳と3歳以上も上昇した。さらに、結婚生活に入ってから第1子を出生するまでの期間も長くなっている（図表2）。1980年には、女性の約8割が結婚後2年目までに第1子を出産していたが、2009年にはその割合は6割強に低下し、結婚してから3年以上経って第1子を出産した女性の割合は2割を超えるまで上昇した。このため、女性の初婚年齢が遅くなり出産可能な期間が短くなっていることに加え、結婚してから第1子を儲けるまでの期間が長くなったことで、必然的に子どもの数はより減少することとなっている。

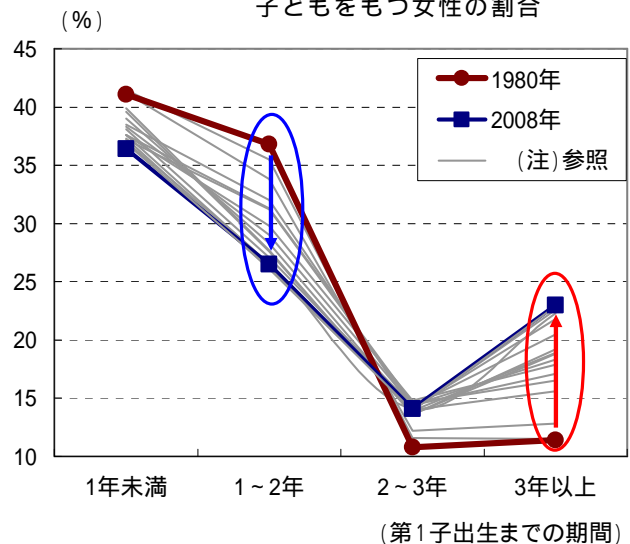
近年の出生率の上昇は、“団塊ジュニア”と呼ばれる世代が30歳代に達したことが大きく寄与したとも考えられる。このため、少子化改善の兆しが見え始めてきていたとは必ずしも言えず、出生率は再び低下していく可能性が高い。今後、出生率の上昇を促し、少子化を根本的に改善していくためには、やはり女性が子どもを生みやすくなるような社会システムを構築していく必要がある。（尾畠 未輝）

図表1 母の年齢階級別にみた合計特殊出生率



(注)1980～2008年
(出所)厚生労働省「人口動態統計月報年計(概数)」

図表2 第1子出生までの期間別にみた子どもをもつ女性の割合



(注)1985年、1990年、1995～2007年
(出所)厚生労働省「人口動態統計月報年計(概数)」

2. 景気概況 ~ 景気は回復しつつあるが、先行き鈍化の懸念は払拭されず ~

景気は持ち直しの局面を経て、回復の局面に入ってきた。

6月調査の日銀短観において、大企業製造業の業況判断DIは、新興国向けの輸出好調や政策効果による耐久消費財の販売好調などを背景に、前回調査から15ポイント上昇の1と5四半期連続で改善した。業況判断DIがプラスとなるのは2008年6月調査以来2年ぶりである。大企業非製造業も9ポイント上昇の-5となり、中小企業の景況感も回復が続いた。景気回復の動きが、輸出企業などの特定の業種から幅広い業種に波及してきている。

もっとも、輸出と政策効果に頼った成長であることには変わらない。特に個人消費は、政策効果によって当面は堅調に推移しようが、年度後半には政策効果の剥落により急減するリスクが残る。さらに、輸出もギリシャの財政問題をきっかけとした欧州での信用不安の高まりが波乱要因となる懸念が残っている。しばらくは景気回復の動きは続こうが、勢いは徐々に鈍化してくる見込みである。

こうした鈍化の兆候は、いくつかの経済指標で見られる。まず、5月の鉱工業生産が輸送機械などの落ち込みを中心に前月比-0.1%と小幅ながら減少に転じた。生産予測調査では、6月同+0.4%、7月同+1.0%と増加が続く見通しだが、昨年度までと比べる勢いが鈍化しており、実際にはマイナスとなる可能性がある。内外で需要が持ち直している一般機械や電気機械などを中心に回復の動きは続こうが、鉄鋼、電子部品デバイス、輸送機械、通信機械などで動きが鈍っており、回復力が徐々に緩やかになると予想される。

輸出は、5月の実質輸出が前月比+0.9%と15ヶ月連続で増加したが、小幅増加にとどまった。堅調を維持していたアジア向け輸出の勢いも一服してきている。欧州での信用不安の高まりによる輸出へのマイナスの影響は、今のところ見られない。しかし、こうした信用不安を背景に円高が進んでおり、輸出のマイナス材料として効いてくる可能性がある。

企業の設備投資も動きも鈍い。実質GDPベースでは2四半期連続で前期比プラスとなっているが、伸びは小幅である。6月調査の日銀短観における2010年度の設備投資計画も大企業製造業で前年比+3.8%、大企業非製造業で同+4.6%にとどまっており、2年続けて大きく減少したことを勘案すると、大企業の設備投資意欲の回復はまだ鈍いままである。

雇用情勢は、5月失業率が5.2%と3ヶ月連続で悪化し、最悪期を脱したものの依然として厳しい状況にある。また、5月の一人あたり現金給与総額は前年比-0.2%と3ヶ月ぶりにマイナスとなった。所定内給与の減少幅が縮小し、製造業を中心に所定外給与が増加して賃金全体を押し上げているが、特別給与が大きく減少した。生産回復の好影響が、家計部門に浸透し始めてはいるが、雇用・所得の改善ペースは緩慢なものにとどまっている。

個人消費は、自動車、薄型テレビといった耐久財を中心に持ち直しの動きが続いており、消費者マインドを表す消費者態度指数も5月まで5ヶ月連続で上昇している。しかし、年度後半の息切れの懸念は依然として払拭されていない。 (小林 真一郎)

3. 今月のトピック ～個人金融資産の動向～

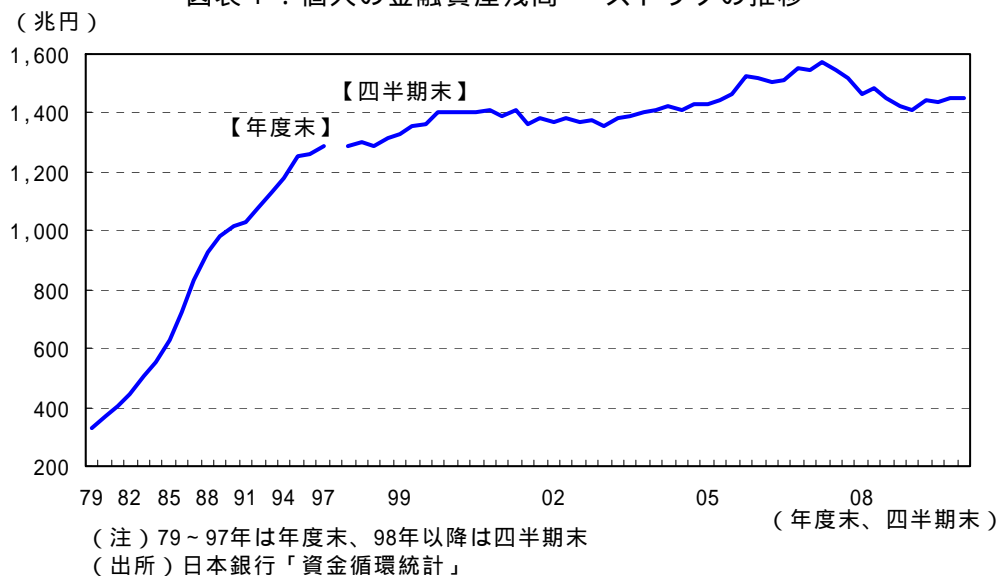
高齢化の進展で資金の流れがどう変わるのか

高齢化の進展によって家計の貯蓄率がマイナスに転じ、個人の金融資産が減少することが確実視されている。そうなった場合、政府部門の多額の赤字を誰が穴埋めすることになるのか。やはり、海外からの資金流入に頼らざるを得ないのだろうか。今月は高齢化が進む中で、日本の資金の流れがどう変化していくのかについて、家計部門を中心に検討した。

(1) 個人金融資産の現状～時価変動の影響を除けば緩やかに増加中

個人金融資産の残高は日本銀行が四半期ごとに作成・公表している資金循環統計によって把握することができる。最新の2010年3月末時点の残高をみると、その金額は1,453兆円にものぼる。過去最高額は2007年6月末の1,571兆円であるが、リーマン・ショック後の株価の大幅下落を主因に、一時1,400兆円程度まで落ち込んだ。その後、株価が反発してきたこともあって再び持ち直してきた(図表1)。

図表1. 個人の金融資産残高～ストックの推移

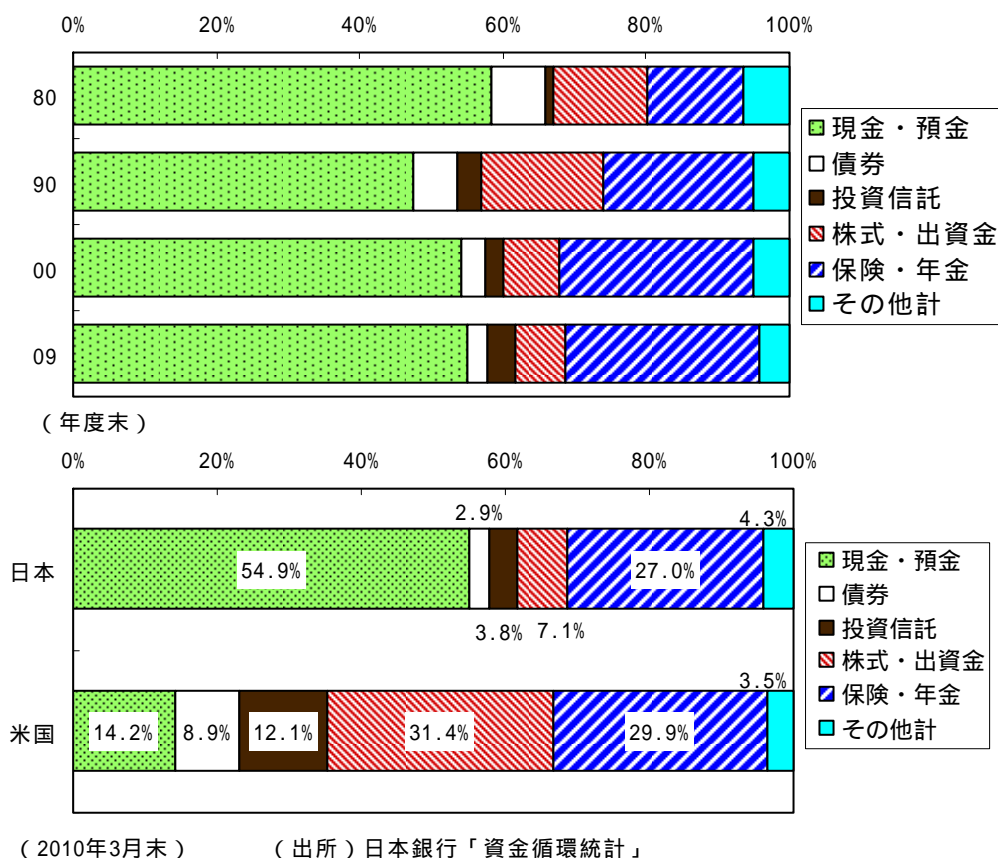


個人金融資産の内訳(2010年3月末)をみると、半分以上が現金・預金となっており、価格変動リスクの小さい保守的なポートフォリオになっている(図表2)。この傾向は、バブル期に株価の上昇によって株式・出資金の割合が高まった時期を除けば、過去と比較してもあまり大きな変動はみられない。一方、米国の個人金融資産は、株式・出資金の割合が最も高く¹、債券や投資信託の割合も日本に比べて高い。期待される利益が高い半面、価

¹ 米国では確定拠出年金(401k)の導入が進んでいるほか、資金循環統計において個人企業と家計がそれぞれ独立した部門として計上されているため、個人企業の純資産が家計からの出資とみなされており、株式・出資金のウェイトが高くなっているという面もある。

格が変動するリスクが大きいポートフォリオになっている。なお、保険・年金²は両国とも、ほぼ同じシェアである。株式市場の活性化、企業の成長を支えるリスクマネーの供給、個人金融資産の増加を狙って、個人マネーを直接金融市場に流入させる「貯蓄から投資へ」の動きを活発化させようという政府の方針が推進されてきたが、実際には投資へのシフトはあまり進んでいない。

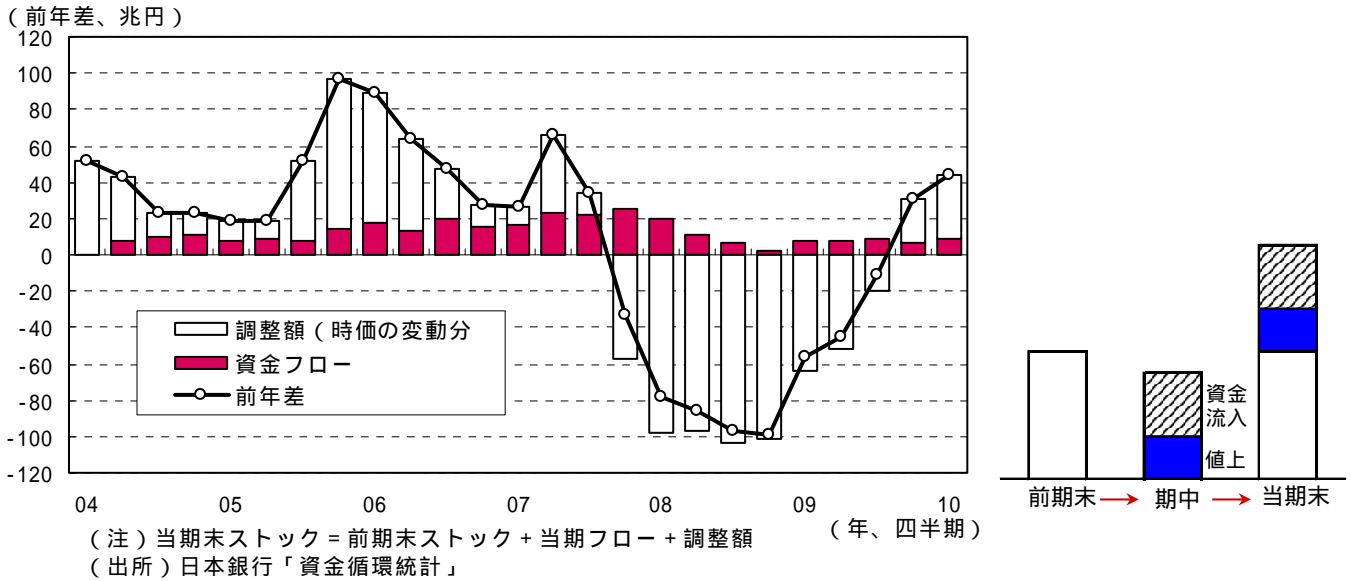
図表 2 . 金融資産残高の内訳推移および 2010 年 3 月末時点の日米比較



なお、これら金融資産残高の数字は、時価で評価された数字である。前期末の残高との関係では、期中の時価の変動分（調整額）と期中の資金の流出入（フロー）を加えると、当期末の残高（ストック）になる。最近の金融資産残高の増減要因（前年差）をみると、ネットで資金流入が続き残高を増加させているが、時価の変動幅の影響の方が圧倒的に大きく、2008 年中には前年差で約 100 兆円の金融資産が失われている。その後は時価が持ち直しに転じ、最近ではようやく前年比で残高も増加してきている。

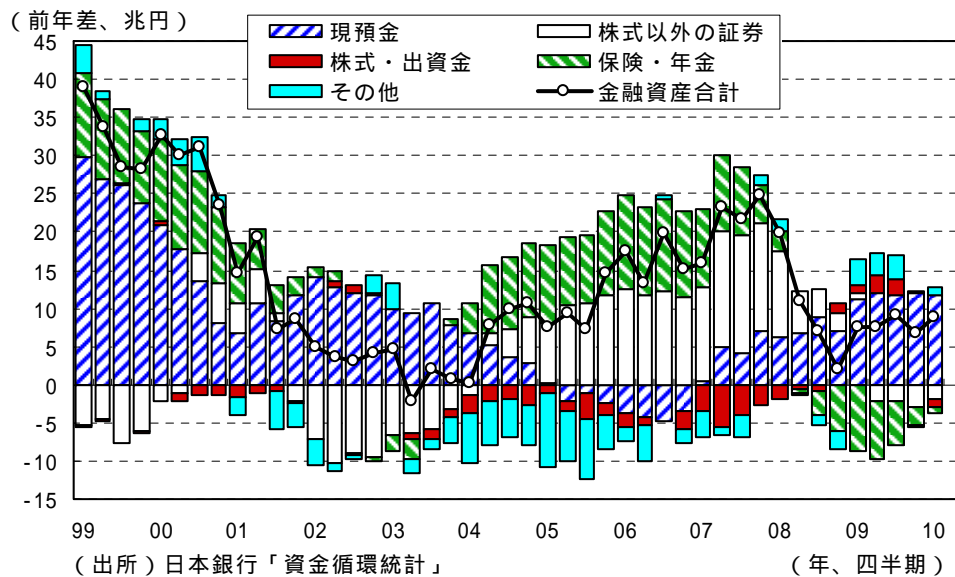
² 保険・年金は支払い準備金であり、将来的には家計に対して支払われるものであるため、家計の金融資産として計上されているが、家計が自由に使える資金ではないため金融資産としての実感はないとされる。

図表3．個人金融資産残高の増減内訳～フローとストックとの関係



次に、ネットで資金流入が続いている個人金融資産のフローの動きをみると、2004～2008年にかけては株式から資金が流出し、国債、投資信託といった株式以外の証券に資金が流入していたが、2007年以降は現預金の増加が続いている（図表4）。手元に余ったお金を、そのまま預金口座においておく状態が強まっているものと考えられるが、景気が後退し、株価が下落する中で、家計の安全志向が強まったことが背景にあると考えられる。最近でも、株式市場に再び資金が戻ってくる動きは限られている。

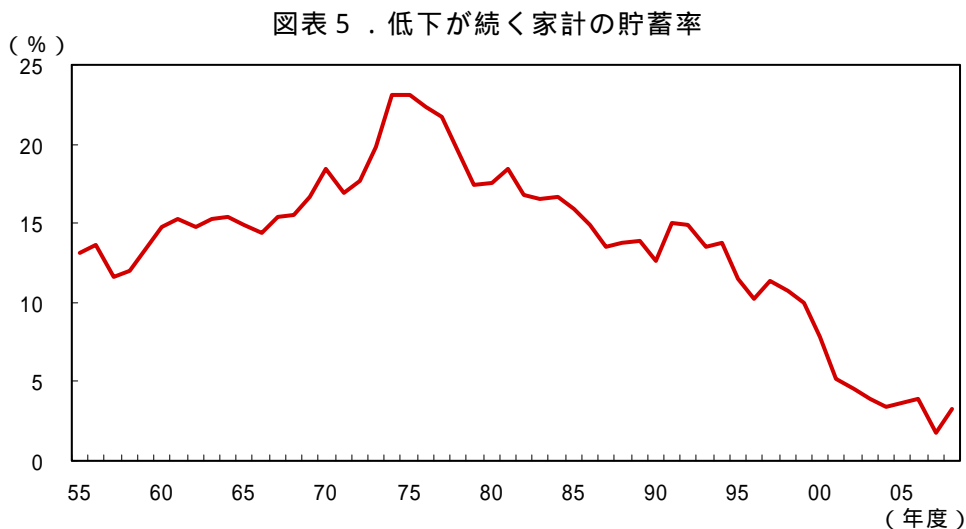
図表4．最近のフローの推移（前年差）



以上みてきたように、最近の個人金融資産は時価の変動によって大きく増減しているが、その影響を除けばネットで資金流入が続き、残高は緩やかな増加基調にある。ただし、増加している金融資産は安全性の高い元預金が中心である。

(2) 家計の貯蓄と資金過不足の関係～金融負債の動向も影響

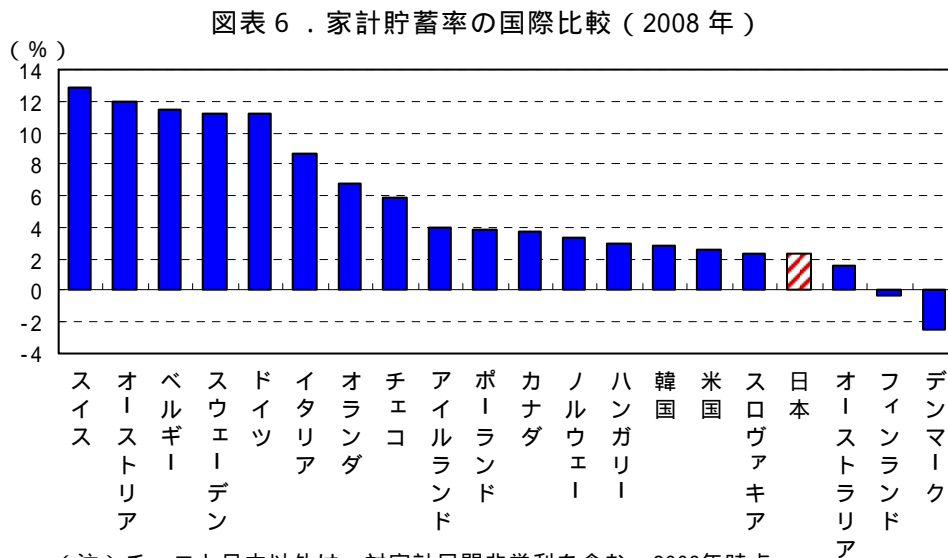
次に、金融資産の源泉となる家計の貯蓄動向についてみてみよう。図表5は、家計の貯蓄率の推移をみたものであるが、1970年代半ばをピークとして低下傾向が続いている。後で詳しく説明するが、一般に高齢化が進むと貯蓄率が低下することになるため、貯蓄率はいずれマイナスに転じると見込まれている。



(注) 貯蓄率 = 貯蓄(純) ÷ (可処分所得(純) + 年金基金準備金の変動(受取))
 (出所) 内閣府「国民経済計算年報」

各国との比較でみると、日本の貯蓄率は米国並まで低下しており、高齢化が進む韓国においても貯蓄率低下が著しい(図表6)。また、北欧諸国の中には、すでに貯蓄率がマイナスの国もある。

ところで、金融資産の時価が変動しないと仮定した場合、家計の貯蓄が増加すれば、同額の金融資産が増加するのだろうか。また、家計の貯蓄がそのまま家計以外の部門の資金不足に充当されているのだろうか。

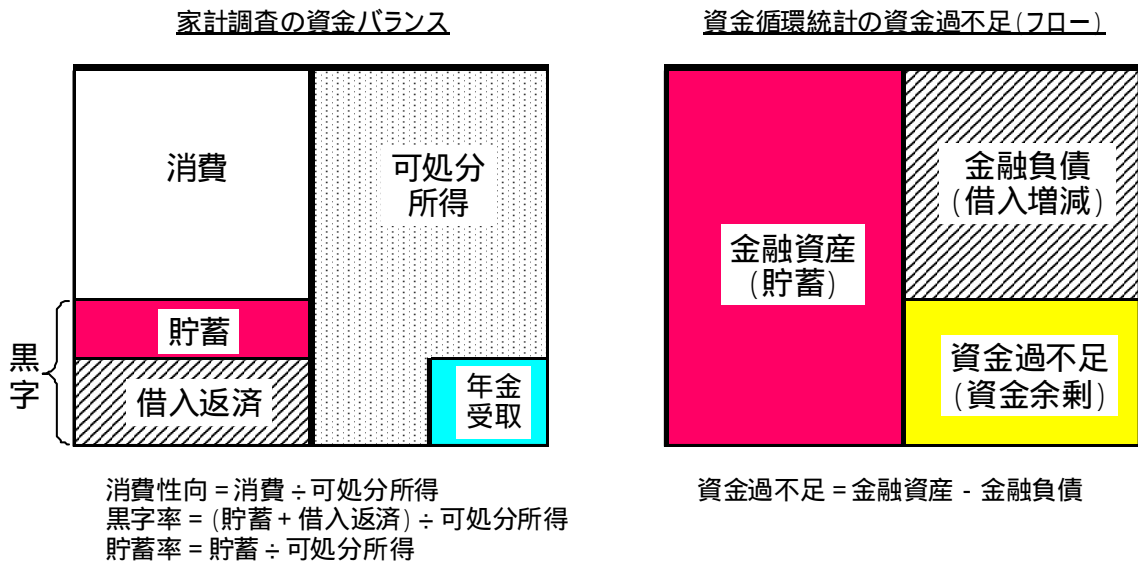


(注) チェコと日本以外は、対家計民間非営利を含む。2008年時点
 (出所) OECD "Economic Outlook No87" (2010年6月)

図表7の左図は、家計調査における資金バランス（フロー）をみたものである。まず、一般家計の収入（年金受給世帯では年金の受取）から税金や社会保障の負担分を除いたものが可処分所得である。このうち消費にいくらか使われることになるが（可処分所得のうち消費に回った割合が消費性向である）残った金額が黒字である。この黒字の一部は住宅ローンなどの借入金の返済にまわり、最終的な残額が貯蓄となり金融資産として蓄えられる（可処分所得のうち貯蓄にまわった割合が貯蓄率である）。すなわち、貯蓄の増加分だけ家計の金融資産は増加する。

次に、貯蓄（＝金融資産増加分）がそのまま他の部門の資金不足に充当されているかという、そうではない。貯蓄は金融資産を増加させるが、家計の資金過不足は、金融負債の動きによっても変動するためである。たとえば、貯蓄が増えても、同時に多額の借入が行なわれていれば、家計部門が他の部門にまわせる資金余剰額は少なくなる。逆に、借入よりも返済の方が大きければ、金融負債の減少を通じて資金余剰幅は拡大する。資金循環統計では、図表7の右図のように、部門ごとの資金過不足額（フロー）が金融資産の増減額と金融負債の増減額の差として示されている。ある家計で多額の貯蓄を積み上げて、別の家計で資金が不足して借金をしていれば、家計全体での資金余剰分は貯蓄増加分－借金増加分として定義されることになるのである。

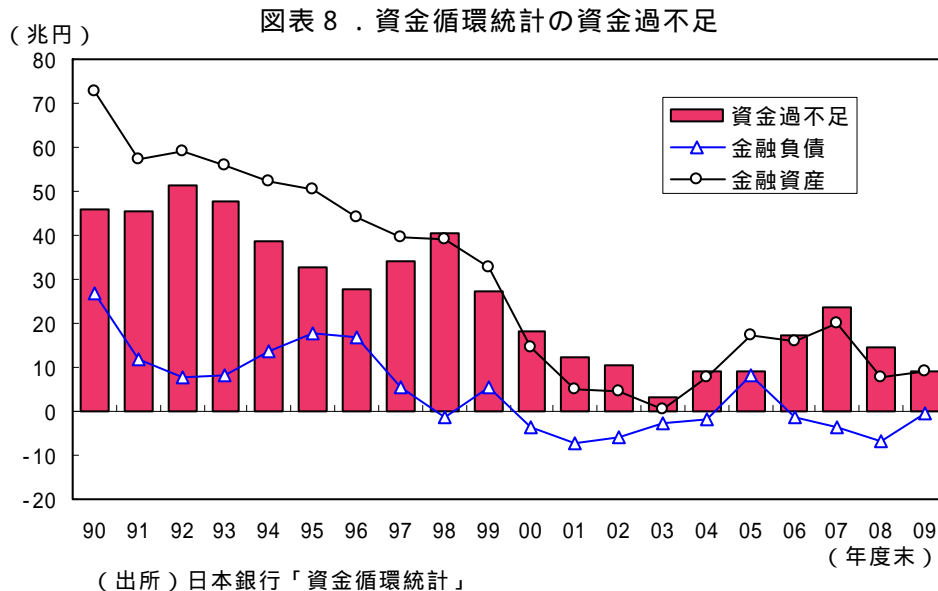
図表7．家計の貯蓄と資金過不足の関係



具体的に資金循環統計の金融資産と金融負債の毎年度の増減額、およびその格差である資金過不足額の推移を見てみよう（図表8）。毎年の金融資産の増加幅は縮小傾向が続いており、2003年度には一時ほぼゼロまで減少したが、その後はやや落ち直している。フローの動きであるため株価下落といった時価変動の影響を受けておらず、この間の動きは毎年の貯蓄額が徐々に少なくなってきたことを示している。一方、金融負債については、2000年度～2009年度の過去10年において、増加したのは2005年度だけであり、減少基調が続

いている。このため、金融資産の増加幅の縮小効果の一部を相殺し、資金過不足の押し上げに寄与している。

このように、資金過不足の動きを見るうえでは、貯蓄（金融資産）の動向だけでなく、金融負債の動向も考慮する必要がある、これは他の部門においても同様である。



資金循環統計（フロー）は、家計、非金融法人、一般政府、対家計民間非営利団体（私立学校、宗教団体、労働組合など）、海外、金融の6部門で構成されているが、ある部門の資金余剰が、他の部門の資金不足に充当されており、それぞれの部門の資金過不足を合計するとゼロとなる。実際の資金過不足の状態をみると、資金が不足しているのは、財政赤字が膨らんでいる政府部門、資本収支の赤字が続いている海外部門³である。一方、資金が余剰となっているのが、家計に加え、非金融法人企業である。非金融法人企業は、バブル崩壊後、債務の圧縮を進めバランスシート調整を行ってきたが、その後も設備投資をキャッシュフローの範囲内に抑制し、余剰資金を返済に充当し続けている。こうした家計、非金融法人企業の毎年の資金余剰分が一般政府、海外の資金不足分を埋め合わせる構図が1990年代後半以降変化していない（図表9）。なお、資金の仲介機能をはたす金融および営利活動を行わない対家計民間非営利団体（私立学校、宗教団体、労働組合など）は、長い目で見れば資金の過不足額は小額にとどまっている。

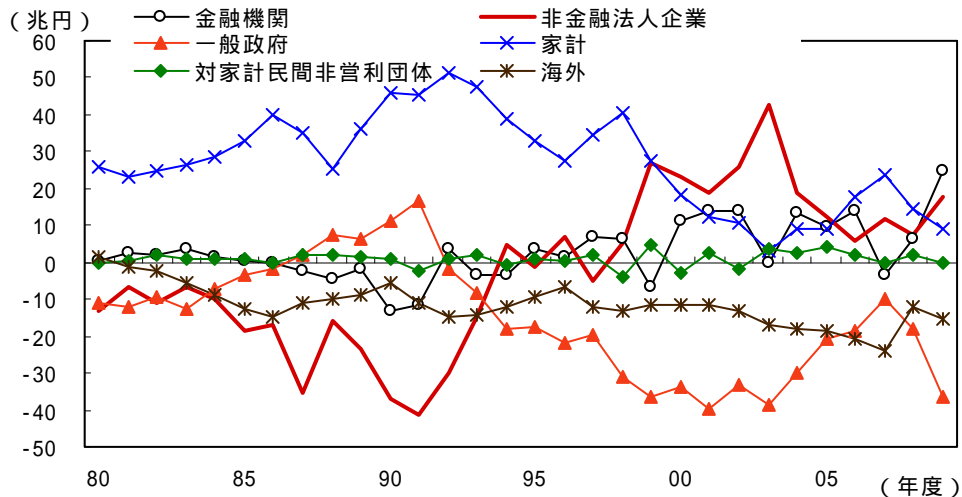
各部門の資金過不足の関係をストックの面でみたのが図表10である。2010年3月末時点の家計の純金融資産残高（金融資産 - 金融負債）は1,079兆円で、その大半が非金融法人企業、一般政府、海外⁴の純金融資産残高の資金不足の穴埋めに充当されている。このよ

³ 国際収支統計では経常収支 + 資本収支 = 0 でバランスしており、経常収支 = - 資本収支（資本流出）となる。このため、日本の側からみた経常収支黒字は、海外部門から見れば逆に同額の赤字となる。

⁴ 海外部門の純金融資産残高は、日本の側からみれば対外純資産残高のことである。日本の対外純資産残高は2010年3月末時点で263兆円と過去最高額を更新し、同時に19年連続で世界一を記録している。

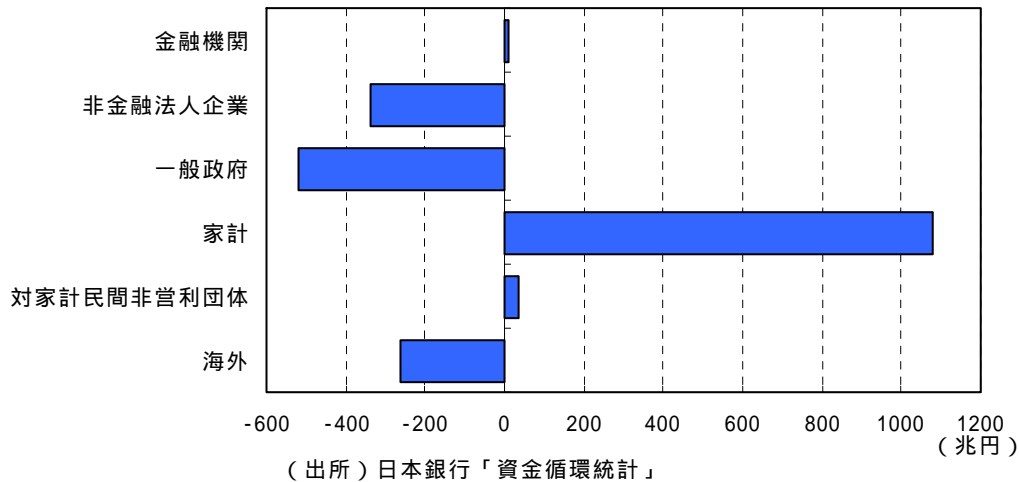
うに、家計の金融資産は使用されていない資金が眠っている訳ではなく、すでに直接・間接的にいずれかの部門の資金不足に充当されている。このため、「貯蓄から投資へ」の動きが活発となっても新たな資金が投入される訳ではなく、家計の金融資産内で、現金預金から株式といった形で振替が行なわれることを意味している。

図表9．部門別の資金過不足状況（資金循環統計）



(注1) 特別会計(埋蔵金)から中央政府への積立金繰入れなどの調整は全て実施
 (注2) 経常収支 + 資本収支 = 0 のため、資金循環統計では経常黒字 = - 資本収支 (海外部門の赤字) として表示される
 (出所) 日本銀行「資金循環統計」

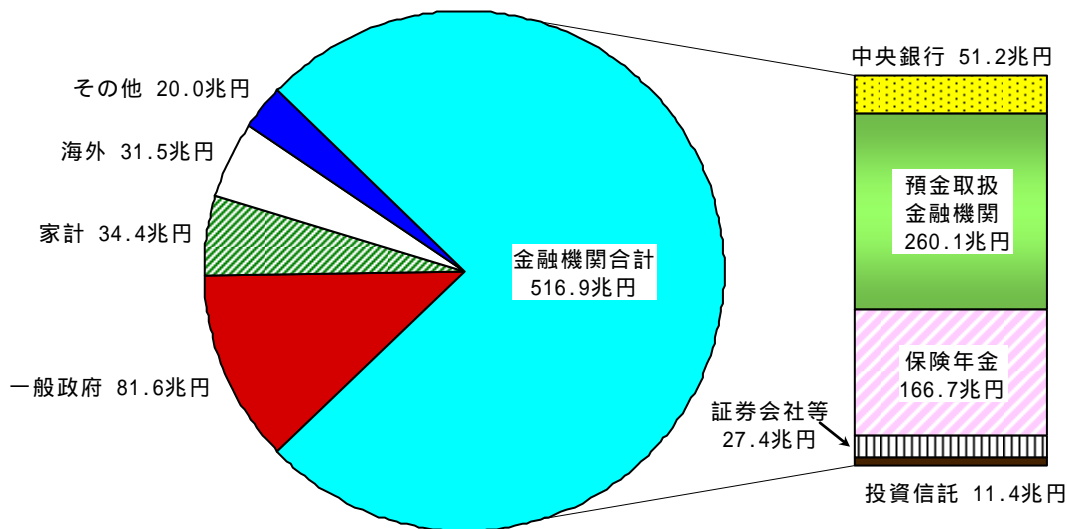
図表10．部門別の純資産残高（2010年3月末）



最終的に家計の資金余剰分が政府部門の赤字に回っているとしても、直接的に国の借金を支えているのは誰だろうか。部門別の国債（財投債を含み、国庫短期証券は含まない）の保有比率（2010年3月末時点）をみると、海外の4.6%に対し国内が95.4%と、ほとんどが国内からの資金で賄われている（図表11）。うち、金融機関が全体の75.5%と圧倒的に多い。さらに金融機関の内訳をみると、ゆうちょ銀行も含んだ預金取扱金融機関が最大の保有者であり、保険年金が続く。

図表 11 . 部門別の国債保有残高 (2010 年 3 月)

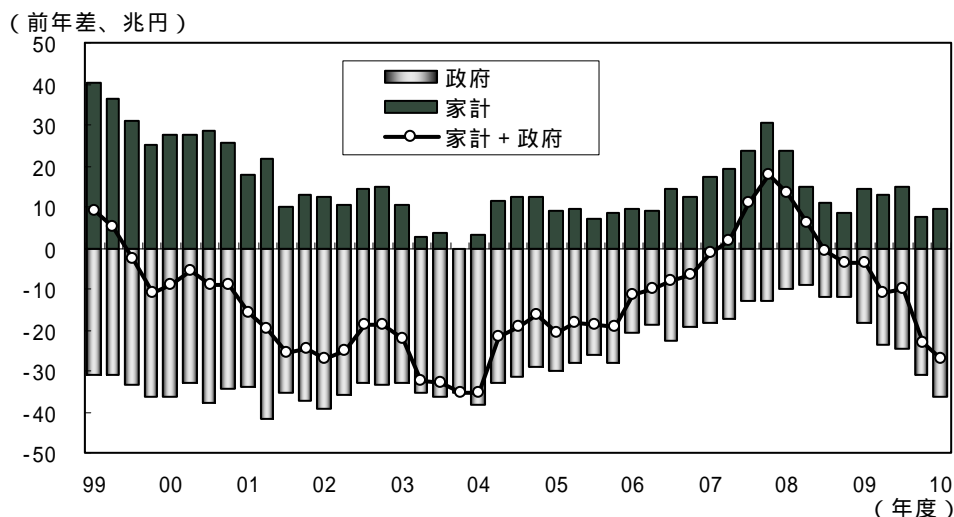
【2010年3月末：684.3兆円の内訳】



(注1) 国債・財投債の残高で国庫短期証券は含まない
 (注2) 預金取扱機関にはゆうちょ銀行も含む
 (出所) 日本銀行「資金循環統計」

ストックベースでみると家計の余剰資金の大半が他の部門の資金不足の穴埋めに充当されているが、毎期のフローベースでは、新規に発生する家計の資金余剰額よりも、新規に発生する政府の資金不足額の方が多くなっている(図表 12)。家計の貯蓄率がマイナスとなった場合、誰が政府部門の赤字を補填するのかが議論となっているが、毎期のフローでみると、すでに家計の資金余剰額では賄えていない状況になっているのである。代わって、非金融法人企業の資金余剰が、家計では賄いきれない資金を補っている。

図表 12 . 一般政府および家計の資金過不足の推移



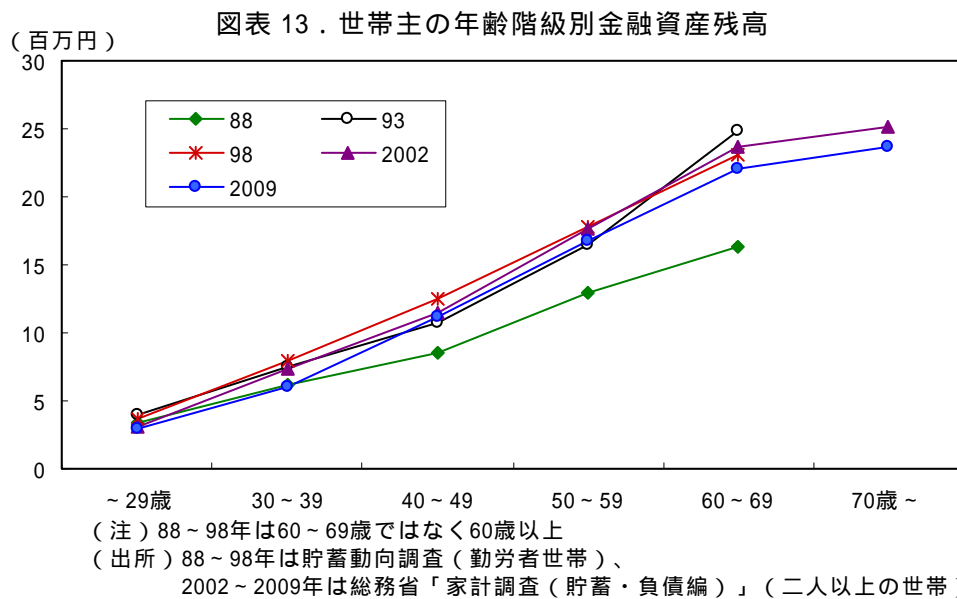
(注) 特別会計(埋蔵金)から中央政府への積立金繰入れなどの調整は全て実施
 (出所) 日本銀行「金融経済統計月報」

(3) 高齢化進展と貯蓄率低下の背景～高齢化要因は意外と小さい

前述したように、毎期のフローではすでに政府部門の赤字分を賄えなくなっているとはいえ、ストックベースでは家計は依然として最大の資金供給者である。ストックである金融資産の残高が減っていけば（ただし、後で説明するが、貯蓄率がマイナスになることと同義ではない）、政府部門の資金不足を誰かが家計に代わって埋め合わせすることになる。

個人の金融資産残高は、高齢化の進展の影響により次第に減少すると見込まれているが、その影響はどの程度の大きさなのであろうか。高齢化と金融資産残高および貯蓄率の関係を具体的にみていこう。

世帯主の年齢別の金融資産残高をみると、年齢が高まるにつれて資産残高は増加する傾向がある（図表 13）。これは、現役時代に貯蓄をしておいて、退職後は年金と貯蓄の取り崩しで生活をしていくというライフサイクルによるものである。なお、1990 年代初めにかけて株価上昇の影響により高齢者世帯を中心に金融資産残高が増加したが、その後は残高の水準に大きな変化はない。また、29 歳以下の若年世帯では、この 20 年間で金融資産はほとんど増えていない。



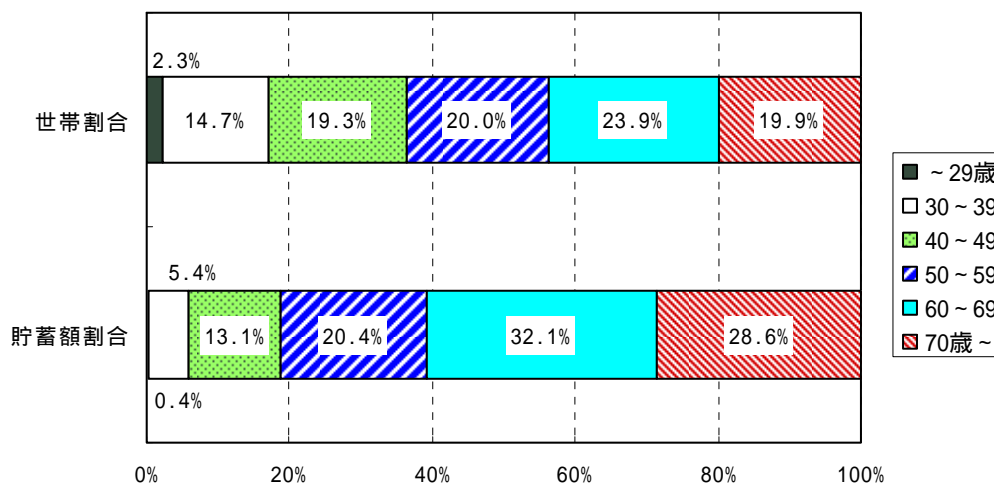
さらに、2009 年時点の世帯主の年齢階級別貯蓄の分布状況をみると(二人以上の世帯)、60 歳以上では、世帯数が全体の 43.7%であるのに対し貯蓄額は 60.7%と、高齢世帯に貯蓄が集中していることがわかる(図表 14)。

こうして蓄えた貯蓄を取り崩していくため、高齢者世帯では消費性向が高くなり、100%を超えることになる。勤労者世帯に限ってみると、60 歳以上となると消費性向は高まるが、収入の範囲内で消費するため 100%は超えない(図表 15)。しかし、60 歳以上の無職世帯では、収入源が年金と金融資産からの収入だけとなるため、消費性向が 100%を超えている。年齢と共に勤労者世帯が減少し、無職世帯にシフトしていくため、高齢者世帯の消費

性向は次第に上昇していくことになる。このようにして消費性向が 100%を超える世帯が増えてくれば、それだけ国全体の消費性向も上昇することになり、やがて新たに貯蓄する金額と貯蓄を取り崩す金額が同額となれば貯蓄率はゼロになる。

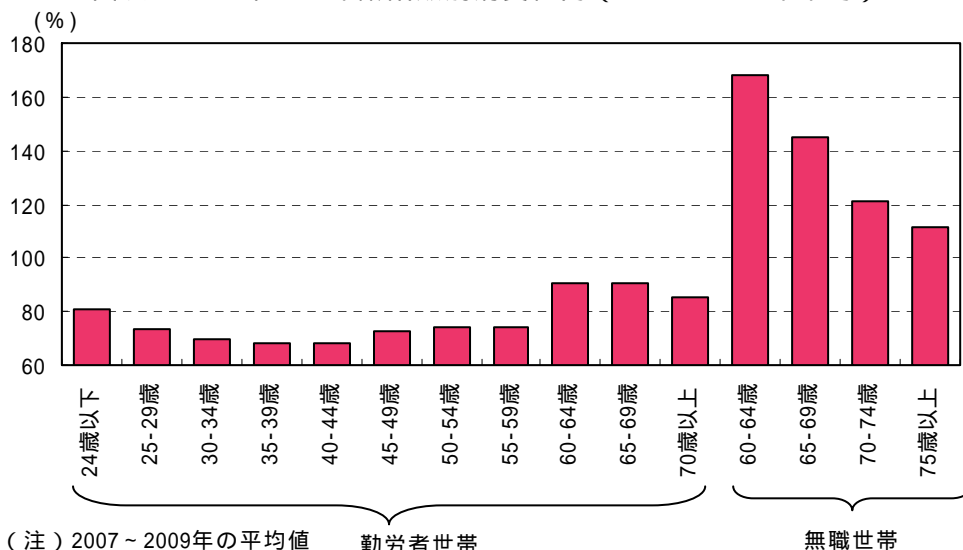
なお、無職世帯の消費性向は 60～64 歳で高く、その後年齢と共に低下する傾向にあるが、これは年金の支給開始年齢が徐々に引き上げられていることや、年齢が高まるとともに生活様式が変化して消費金額が減少してくるためと考えられる。

図表 14 . 世帯主の年齢階級別貯蓄の分布状況 (2009 年)



(注) 二人以上の世帯
(出所) 総務省「家計調査(貯蓄・負債編)」

図表 15 . 世帯主の年齢階級別消費性向 (2007～2009 年平均)



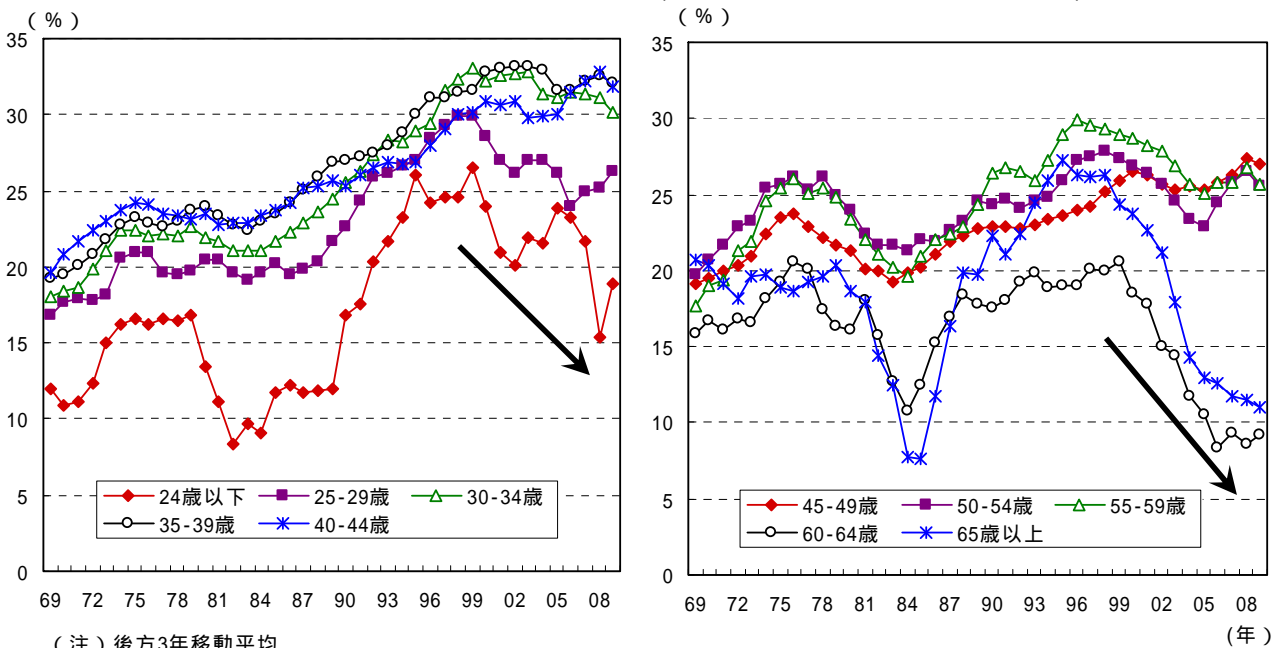
(注) 2007～2009年の平均値
(出所) 総務省「家計調査」

ところで、消費性向とは裏表の関係にある黒字率 (= 1 - 消費性向) を年齢別 (二人以上世帯のうち勤労者世帯) に時系列でみると、90年代半ば以降、29歳以下の若年世帯および60歳以上の高齢者世帯の黒字率が徐々に低下し、特に2000～2005年にかけて低下

ペースが増していることがわかる(図表 16)。高齢者世帯においては、60歳以上の年金の受給開始年齢が引き上げられることが影響していると思われるが、一方、24歳以下、25～29歳の若年世帯ではバブル崩壊後の賃金の伸び悩みや非正規雇用の増加が影響している可能性がある。

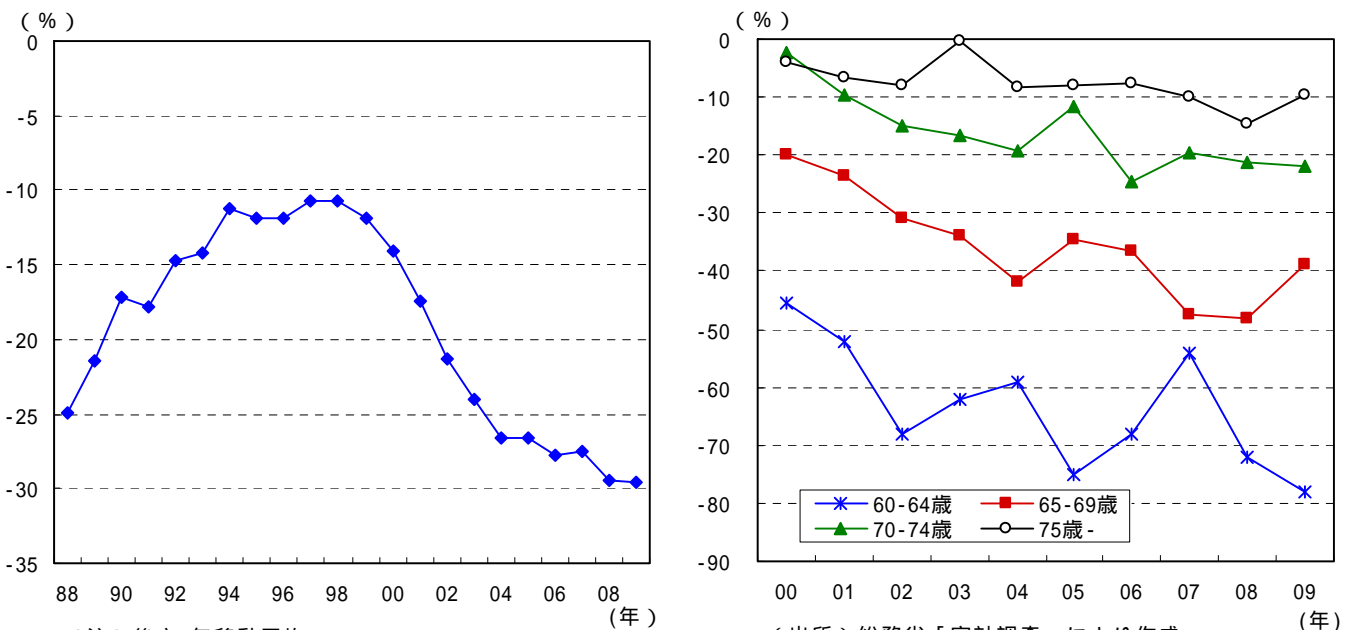
無職高齢者世帯(二人以上世帯のうち無職で世帯主が60歳以上)でも、時系列でみると同様に黒字率の低下傾向が続いている(図表 17)。また、無職高齢者世帯の内訳をみると、60～64歳では黒字率が最も低く、年齢が上がるにつれて低下幅が小幅となっている。

図表 16. 世帯主の年齢階級別黒字率(二人以上世帯のうち勤労者世帯)



(注) 後方3年移動平均
(出所) 総務省「家計調査」

図表 17. 高齢者無職世帯の黒字率(二人以上世帯)と世代別内訳

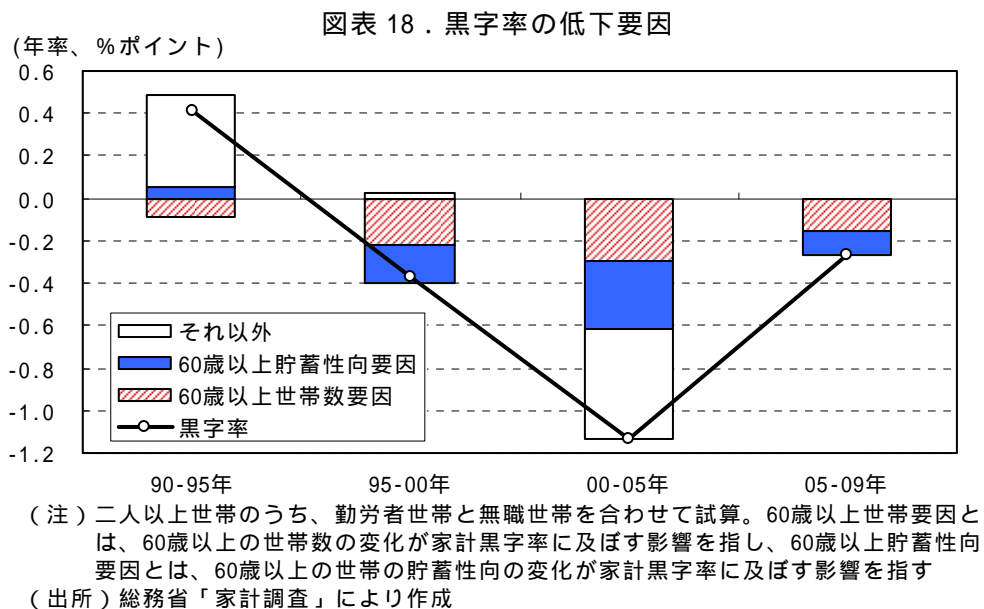


(注) 後方3年移動平均
(出所) 総務省「家計調査」

(出所) 総務省「家計調査」により作成

このように、高齢化の進展による貯蓄率もしくは黒字率の低下の背景には、消費性向が低い世帯から消費性向が100%を超える世帯にシフトしていく要因だけでなく、高齢者世帯の消費性向が上昇(=高齢者世帯の黒字率が低下)しているという要因も加わっている。

そこで、黒字率の低下要因を、高齢者世帯(勤労者・無職世帯の両方)の比率の上昇によるもの、高齢者世帯(同)の黒字率の低下によるもの、それ以外の3つの要因に分け、家計調査の黒字率の変化幅への寄与を計算すると、1995~2000年までの5年間はおよびの2つの高齢化要因によって低下のほとんどが説明されていたが、2000~2005年までの5年間ではの寄与がやや増したほか、のそれ以外の要因も大きくなっている。さらに2005~2009年までの4年間では、再び およびの2つの高齢化が低下要因となっている。



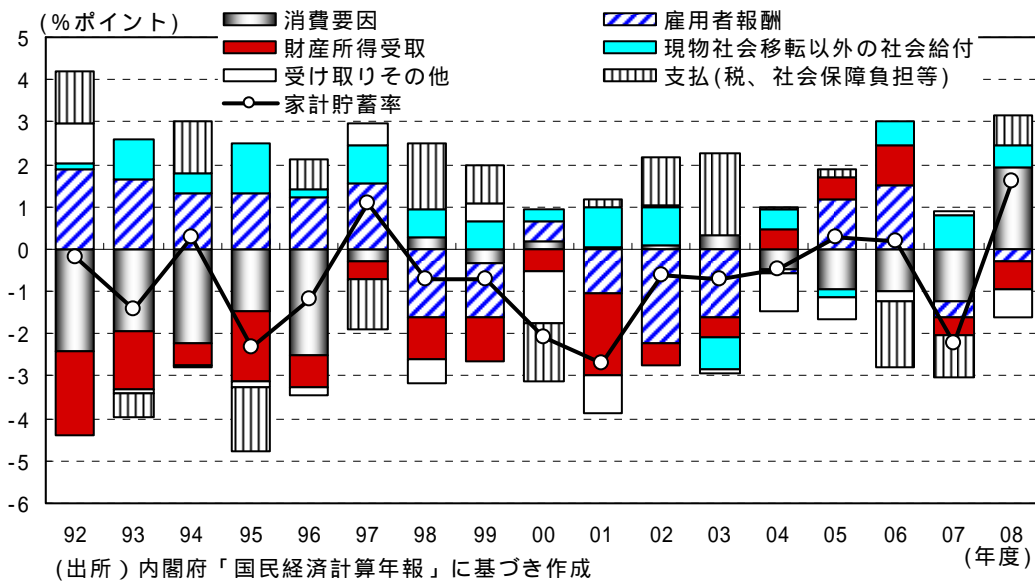
2000~2005年に大きく低下に寄与したそれ以外の要因とは何であろうか。内閣府が発表しているSNAベースの貯蓄率(図表5参照)の低下要因分析では、貯蓄率が大きく低下した1998年~2004年にかけては、税負担や社会保障の支払いの軽減が上昇要因となる一方、財産所得の受取、雇用者報酬の減少が低下要因となっている(図表19)。このことから判断すると、金利の低下によるマイナス効果、賃金や雇用の減少による可処分所得の減少が原因であった可能性が高い。

実際にネットの財産所得、雇用者報酬の動きをみると、1990年代半ば以降は低迷が続いている(図表20)。このように、貯蓄率が低下した背景には、高齢化以外の要因である財産所得、雇用者報酬といった所得要因の落ち込みもあったようだ。財産所得のうち、かなりの部分を占める金利低下による所得減少、人件費削減による雇用者報酬の削減は、いずれも家計の貯蓄にとって減少要因であっても、企業部門にとっては同額の貯蓄の増加要因

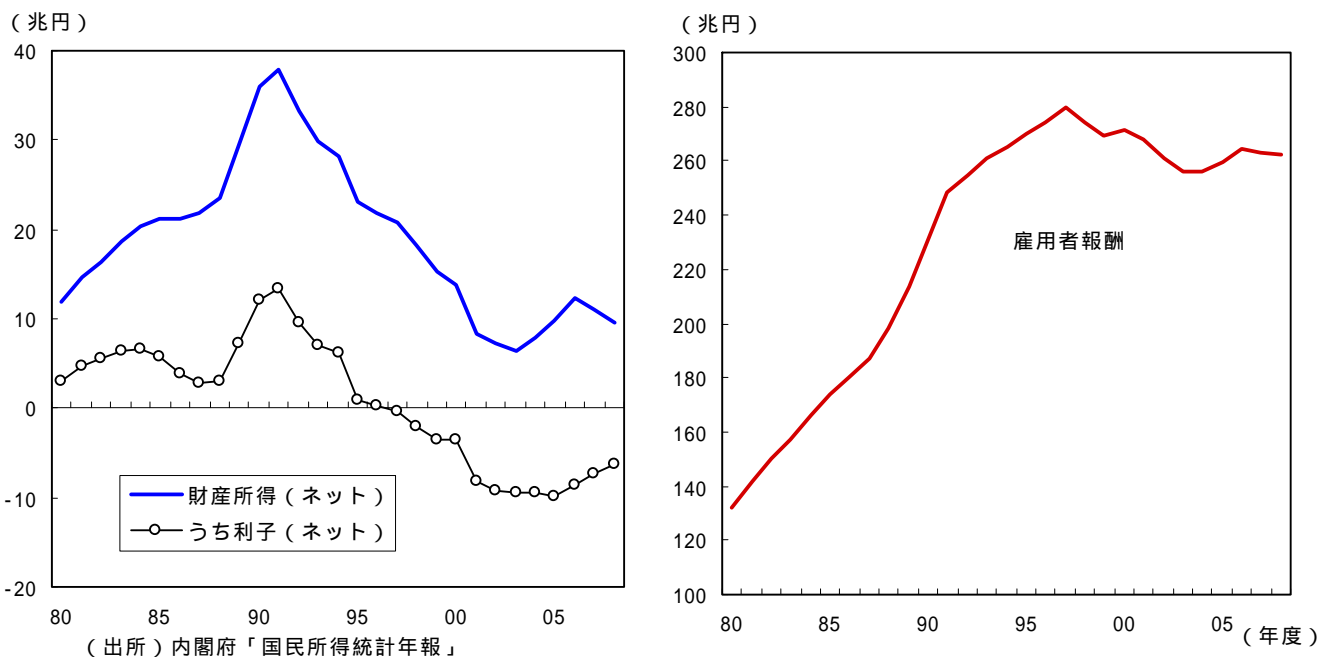
になる。家計の貯蓄率が低下した 1990 年代後半に、企業が資金不足主体から資金余剰主体に転じた背景には(図表 9) 家計の貯蓄の減少部分が企業に付け替えられたことがかなり効いていると考えられる。

しかも、高齢者世帯の消費性向が上昇していることは、年金制度の変更に伴うものであって、厳密には高齢化要因ではない。年金制度変更の移行期間が終了すれば、その後は貯蓄率を低下させる要因にはならない。このように、高齢化世帯が増えることによる貯蓄率の低下要因は、意外と小さいと考えられる。

図表 19. 貯蓄率の低下要因 (SNA ベース)



図表 20. 財産所得要因と雇用者報酬要因

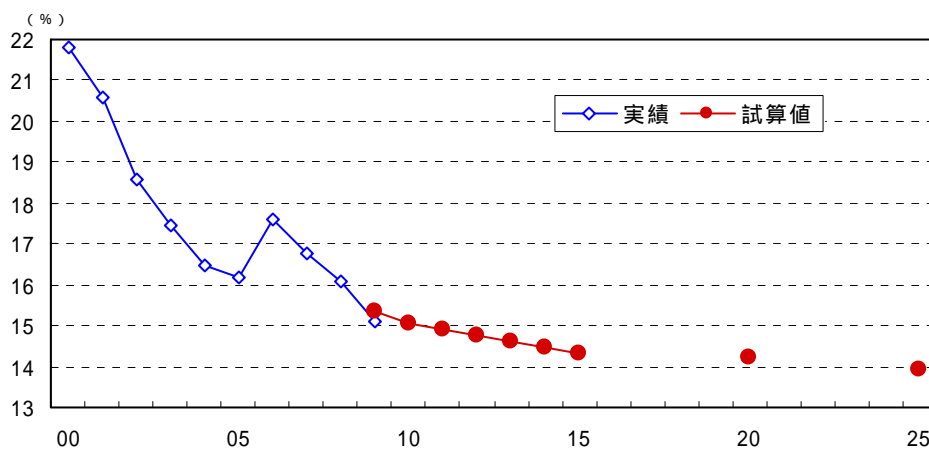


(4) 個人金融資産の行方～誰が政府の赤字をファイナンスするのか

高齢化の進展によって、今後も貯蓄率に低下圧力がかけられ続けることは確実である。しかし、高齢化以外の要因が逆に押し上げに寄与する可能性があり、必ずしも着実に下がり続けてマイナスに転じるとは限らない。さらに無職高齢世帯の消費性向の上昇は、年金受給開始年の先延ばし効果が薄れてくるため、いずれは安定してくると予想される。そうなれば、高齢化によって貯蓄率が下がるのは高齢者世帯が増えるという世帯構成要因だけとなる。

それでは、世帯構成要因には、どのくらい貯蓄率を低下させる効果があるのだろうか。家計調査における勤労者世帯と無職世帯をあわせた黒字率(二人以上世帯)で考えてみよう。黒字率が足元(2007～2009年の平均)から変化せず、国立社会保障人口問題研究所の「日本の世帯数の将来推計」の予測通りのテンポで高齢者世帯が増加すると、2010年から2015年の5年間で0.7%、2015年から2020年の5年間で0.1%、2020年から2025年の5年間で0.3%低下すると予測される(図表21)。これは極めて緩やかな低下圧力であり、短期的には誤差の範囲内と考えることもできる程度である。

図表21. 高齢化要因による黒字率(家計調査ベース)の低下幅の予測



(注) 各年齢階級の黒字率が足元(2007～2009年平均)の値で推移すると仮定した場合の、年齢階級別の世帯数の変化が黒字率に与える影響をみたもの
(出所) 総務省「家計調査」、国立社会保障人口問題研究所「日本の世帯数の将来推計」に基づく試算

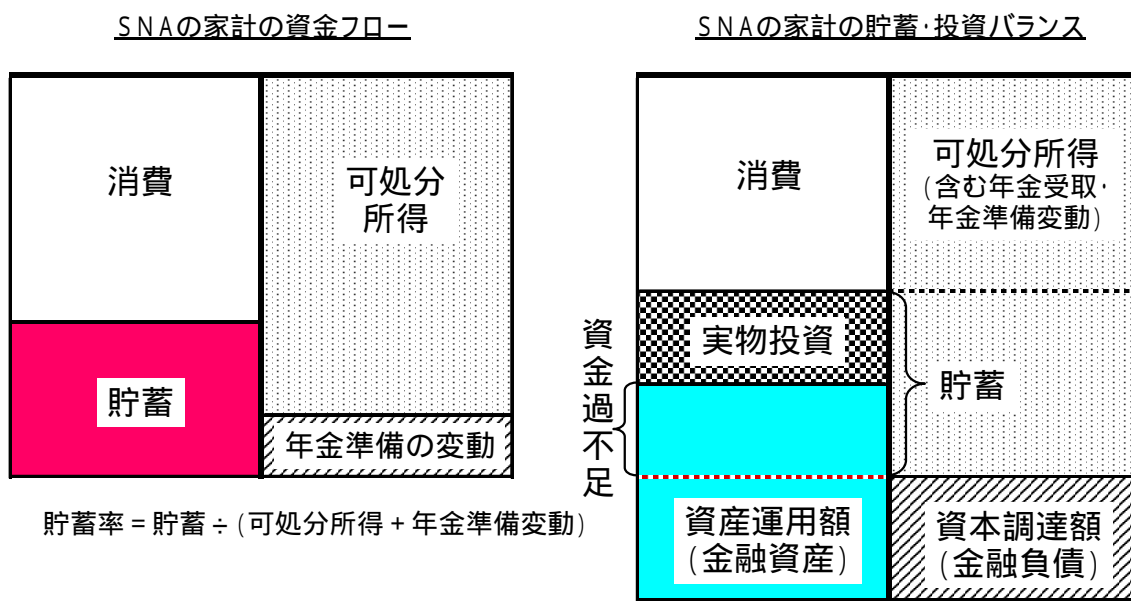
さらに、貯蓄額と資金過不足額は一致しない⁵。すでに述べたように、金融負債の増減も資金過不足に影響してくるためである。このため、家計の貯蓄が徐々に減っていったマイナスになったとしても、実物投資(住宅など)の動向次第では、すぐに家計が資金不足になるとは限らない。

図表22は家計の資金フローと家計の貯蓄・投資バランスの関係をみたものである。左図

⁵ 両者の違いを端的に言えば、貯蓄は所得と消費の差であり各経済主体の金融資産残高の増減に影響するだけであるのに対し、資金過不足は貯蓄・投資バランス(ISバランス)の結果によって発生するものであって、他の経済主体の資金過不足ともバランスする。図表7の資金循環統計の資金過不足と図表22のSNAの資金過不足は本来同じ数字であるが、実際には統計上の誤差があって一致していない。

のように可処分所得と年金基金準備の変動⁶の合計から消費を除いた残額が貯蓄となる。この貯蓄は右図のように、実物投資にも使用され、残った金額が家計の資金余剰額（資金過不足）となり、金融資産として運用されることになる。貯蓄が減少しても、実物投資の金額が同額減少すれば、資金余剰額は変化しないのである。

図表 22．貯蓄と貯蓄・投資バランス（資金過不足）との関係



$$\begin{aligned} \text{消費} + \text{実物投資} + \text{資産運用額} &= \text{可処分所得} + \text{資金調達額} \\ (\text{可処分所得} - \text{消費}) - \text{実物投資} &= \text{資産運用額} - \text{資金調達額} \\ \text{貯蓄} - \text{投資} &= \text{資金過不足} \end{aligned}$$

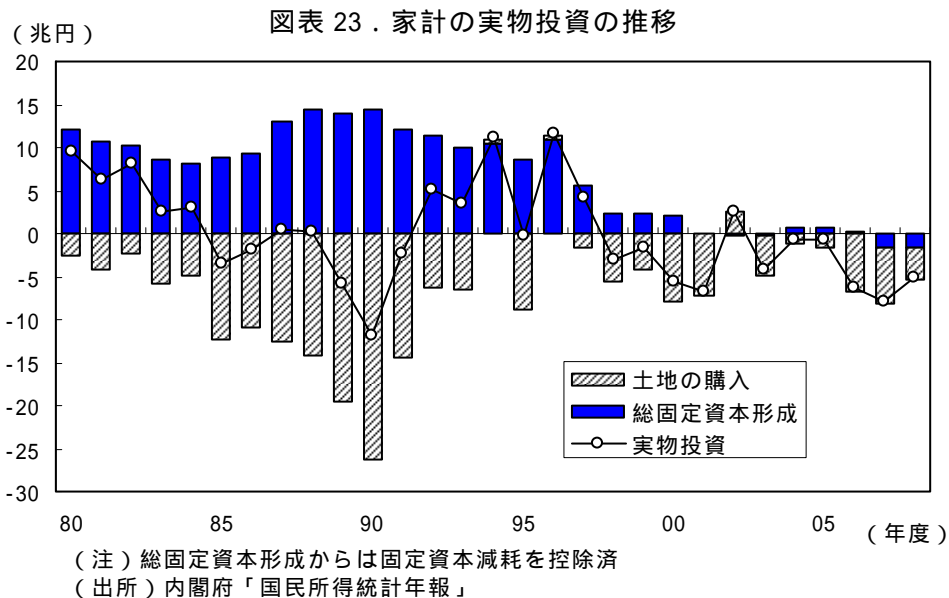
そこで、最近の実物投資の動向をみると、家計の総固定資本形成（住宅および個人事業主の設備投資）が減少傾向にある一方、土地の売却が続いているため、実物投資の金額は減少傾向にあり、資金余剰幅の拡大に寄与している（図表 23）。高齢化が進めば、住宅需要も減少していくと予想され、実物投資の面から考えると、資金余剰幅の拡大に寄与すると考えられる。また、高齢者になると無借金世帯が増えるため、債務が減っていくと思われる、金融負債の減少を通じて資金余剰幅の拡大に寄与すると考えられる。

以上のように、高齢化に伴う家計の貯蓄の減少は緩やかなペースで進み、財産所得要因、雇用者報酬要因、実物投資の動向しだいでは、資金余剰幅が拡大していく可能性もある。このため、家計の貯蓄率の低下は、短期的にはそれほど深刻な問題には発展しないと考えられる。

それでも、貯蓄を取り崩して消費する世帯が増えれば、やがては家計の資金過不足がマイナスになる可能性は否定できない。各部門の資金過不足が不変と仮定した場合には、個人消費の増加分（＝貯蓄の減少分）は、他の部門の貯蓄増加の合計と等しくなるため、資

⁶ 年金基金（金融機関）から家計が受け取る社会給付と、家計が年金基金へ払い込む社会負担の差額も、貯蓄として扱われる。

金過不足のバランスは崩れない。たとえば、家計の消費は同額の企業の売上となるが、企業は売上を得るために、コストを他の企業、雇用者、海外（＝輸入）に支払うので、消費の増加分は、最終的には企業の貯蓄増加、海外部門の赤字幅縮小、政府の税収、家計の貯蓄増加に振り分けられることになる（家計の消費＝企業の売上高＝賃金＋輸入＋企業利益＋消費税）。このため、政府部門の赤字は、家計の貯蓄が減っても、企業、海外、家計の資金過不足額の増加分で賄われてバランスすることになる。



ただし、政府の財政赤字が増え続けるのであれば、やはりいずれかの部門の資金過不足額が増加し続けることで埋め合わせていかざるを得ない。それが家計に無理なのであれば、企業の投資が抑制され資金余剰額が増加するか、海外の赤字が縮小（＝経常収支黒字が縮小）することによってバランスされることになる。

以上みてきたように、短期的には、家計の資金過不足がマイナスとなり、政府の財政赤字のファイナンスが容易には行なわれなくなるといった事態が発生する懸念は小さい。しかし、このまま財政赤字額が膨らみ続ければ、高齢化に歯止めがかからない以上、やがて企業の投資を抑制し、海外からの資本に頼らざるを得ない状況に陥る可能性がある。その場合には、国債の発行は現在ほど容易ではなくなっていく。個人金融資産に対する高齢化の影響が軽微であるうちに、財政赤字の増加に歯止めだけでもかけておかなければならない。

（小林 真一郎）

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。