

日本経済ウォッチ < 2006 年 2 月号 >

【目次】

- | | |
|------------------------|------------|
| 1 . 今月のグラフ | p . 1 |
| ～ 企業収益の安全度と収益力 ～ | |
| 2 . 景気概況 | p . 2 |
| ～ 景気回復に死角はないか ～ | |
| 3 . 今月のトピックス | p . 3 ~ 11 |
| ～ バブル崩壊後の家計部門の調整について ～ | |



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

【お問い合わせ先】調査部 国内経済班
芥田 (E-Mail: tomomichi.akuta@murc.jp)

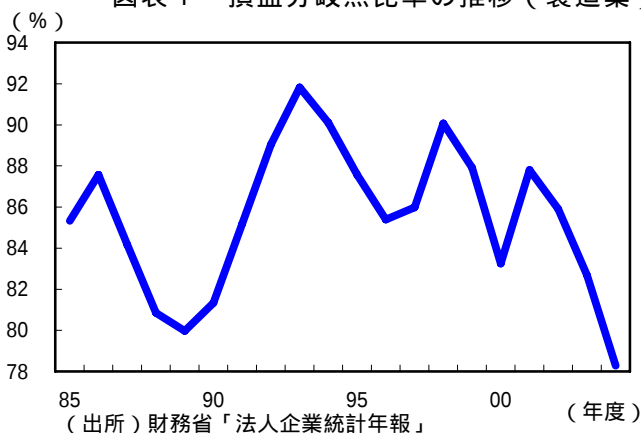
1. 今月のグラフ ～ 企業収益の安全度と収益力

企業業績の回復に伴って、企業収益の安全度を判断する指標である損益分岐点比率の低下（改善）が続いている（図表1）。コストの総額と等しくなる売上高のことを損益分岐点売上高といい、実際の売上高がこれを上回れば利益となり、下回れば損失が生じる。この損益分岐点売上高を実際の売上高で割ったものが損益分岐点比率であり、この比率が低いほど売上の減少に耐える力が強く、損失が生じるリスクが小さいと判断できる。製造業の損益分岐点比率は、93年度をピークに低下しており、98年度以降、低下が加速している。この時期は債務の削減や人件費のカットによって固定費の圧縮が進んだ時期である。企業はスリムになることによって、収益の安全度を高めていったといえる。

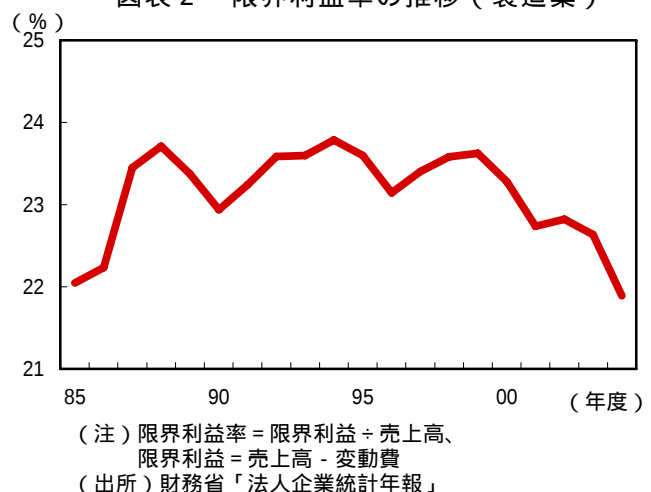
もっとも、収益の安全度が増しているからといって、企業の収益力が高まっているとは限らない。企業の収益力を示す指標の1つに限界利益率がある。限界利益とは売上高から変動費（原材料費、仕入原価など）を除いたもので、さらに固定費（人件費、支払い利息など）を除けば経常利益となる。限界利益率とは、この限界利益を売上高で割ったものであり、売上高が1単位増減したとき限界利益が何単位増減するかを示すものである。つまり、この比率が高いほど収益力が強いと考えられる。

製造業の限界利益率の推移をみると、80年代後半から90年代後半までは横ばいを続けていたが、99年度以降は低下（悪化）が続いている（図表2）。限界利益率＝（販売価格－仕入れ価格）÷販売価格¹であり、仕入れ価格の上昇や販売価格の低下によって限界利益率は低下（悪化）する。厳しい競争の続く中で販売価格を引き下げざるを得なかったことや、最近のように原材料価格の増加分を販売価格に転嫁できないことが限界利益率の低下の原因になっている。

図表1 損益分岐点比率の推移（製造業）



図表2 限界利益率の推移（製造業）



¹限界利益率は、限界利益÷売上高で求められるため、（売上高－変動費）÷売上高＝（販売数量×販売価格－販売数量×仕入れ価格）÷（販売数量×販売価格）となり、販売数量を取り除くと（販売価格－仕入れ価格）÷販売価格となる。

2. 景気概況 ～ 景気回復に死角はないか ～

景気は踊り場を脱して回復力を強めている。横ばい圏をなかなか抜け出せなかった鉱工業生産も、半導体や液晶などいわゆるデジタル関連財の在庫調整が終了し、5ヶ月連続で増加している。10～12月期の生産は前期比+2.7%と3四半期ぶりに増加した。17日に発表される同期のGDP成長率は名目、実質ともに高めの成長が見込まれている。景気回復は2006年も続くと予想されるが、それを支える役割を果たすのは企業収益だろう。

財務省の法人企業統計によれば、2004年度的全産業の経常利益はバブル期の89年度のレベルを越えて史上最高となっており、2005年度もさらに増益となることが確実であろう。バブル崩壊から15年、バランスシート調整など苦しい構造改革の時期を経て、企業の収益力が大きく改善したことは間違いない。そして、企業収益の安定度が増してくれば、息の長い景気回復が可能になる。11月には、戦後最長であったいざなぎ景気を超えることも夢ではないのだが、果たして企業の収益力は磐石であろうか。

全国の消費者物価指数は、変動の大きい生鮮食品を除くコア物価で見ると、12月は前年同月比+0.1%と極めて小幅ながら2ヶ月連続で上昇した。消費者物価が安定的に上昇を続けるとは断定できないものの、デフレの時期は終わったようである。そこで、ポスト・デフレ時代の収益環境を考えてみよう。

まず、採算性を高めることは楽ではない。原油など原材料価格の上昇によって投入コストが増加する一方で、川下段階へコスト増を転嫁して販売価格を引き上げることが難しいからである。消費者物価がようやく水面上に顔を出したが、生産段階に近い国内企業物価はすでに2年近く上昇を続けている。交易条件（産出物価/投入物価）の悪化は、売上高変動費比率（変動費/売上高）を上昇させるので、企業の採算が悪化する。特に中小製造業では売上高変動費比率の上昇が利益を圧迫している。

また、固定費の減少による収益改善効果が一服してきている。雇用の削減、賃金カットによる人件費圧縮の流れは、緩やかではあるが雇用の拡大、賃金引上げという方向に変わってきている。金利低下と債務の圧縮によって利息支払いが減少していたが、これも転換期を迎えている。低金利は続くであろうが方向としては低下よりも上昇であり、バランスシート調整に目処がついて銀行の貸出に増加の動きが出ている。さらに、景気回復に伴う設備投資の増加は減価償却費を拡大させることになる。

こうした環境変化はすでに生じているが、それでも企業収益が改善を続けているのは、世界経済が成長を続け、輸出の拡大によって売上数量が増えているからである。昨年前半やや減速していた輸出はアジア向けの電子部品や資本財を中心に増加しており、当面は企業の収益環境にプラスに働く。しかし、水面下でこれまでの好環境に変化が生じているのも事実である。世界経済の減速や原油価格の更なる上昇といった事態が起これば、企業の収益環境は大きく変わってくる。景気の先行きに死角があるとすれば、企業収益だろう。

3. 今月のトピックス ～ 家計部門におけるバブル崩壊後の調整について

株価は上昇し、地価は下げ止まりつつある。こうした中、企業部門では、債務の返済や資産の圧縮などといったバブル期の負の遺産の処理が一巡し、バブル崩壊後の調整にメドがたってきたとされる。これに対して、家計部門では、バブル崩壊後の調整はどのように進展しているのだろうか。今回は、資産価格の下落が家計部門に及ぼした影響について考察してみたい。

(1) バブルの崩壊に伴う損失

まず、バブル崩壊後の資産価格の下落によって、家計部門ではどの程度の損失が発生したのであるか。

日本国内にある全ての資産についてみると、バブル崩壊後の 91～2003 年の間に 1389 兆円の損失が発生している。資産別にその内訳をみると、株式を中心とする金融資産が 44 兆円、土地を中心とする実物資産が 1345 兆円である。部門別に見ると、家計部門が 623 兆円、企業部門（非金融）が 466 兆円、金融機関が 89 兆円、一般政府が 189 兆円となっている。家計部門の損失は企業部門より大きかったことになる。

図表 1 . バブル崩壊による国富の変動

	86～03年	86～90年	91～03年
総資産			
全体	209.9	1598.6	-1388.8
家計	353.6	976.2	-622.7
企業	-66.0	399.5	-465.5
金融機関	21.4	110.3	-88.8
一般政府	-98.1	91.1	-189.1
対家計民間非営利団体	-3.1	21.6	-24.7
海外	2.1	0.0	2.1
< 内訳 >			
実物資産			
全体	99.4	1444.2	-1344.7
家計	309.4	918.4	-609.0
企業	-85.0	348.4	-433.4
金融機関	-24.2	63.1	-87.3
一般政府	-102.4	91.7	-194.1
対家計民間非営利団体	-0.5	22.6	-23.1
海外	2.1	0.0	2.1
金融資産			
全体	110.5	154.5	-44.0
家計	44.2	57.8	-13.6
企業	19.0	51.1	-32.1
金融機関	45.6	47.2	-1.6
一般政府	4.3	-0.6	4.9
対家計民間非営利団体	-2.6	-1.0	-1.6
海外	0.0	0.0	0.0

(注)調整勘定のデータを基に作成
(出所)内閣府「国民経済計算」

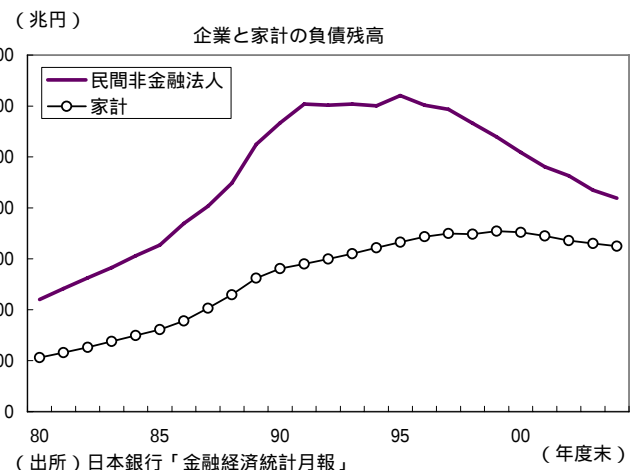
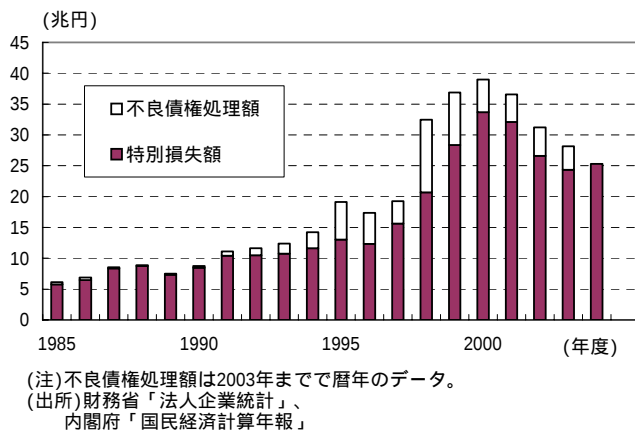
バブルのピーク時に保有していた資産価額に基づいて、企業は資金を借り入れたり、家計は住宅ローンを組んだりし、金融機関はそれに見合う貸出を行ったとすると、この債権・債務がバブル崩壊により形成された負の遺産のもとになっている。

企業部門については、特別損失の計上や不良債権処理といった形で、債務や資産の整理を行ってきたが、近年そうした動きはピークアウトしつつある（図表2）。企業の負債残高は1987年当時の水準に近づいてきている（図表3）。

これに対して、家計の負債残高は、1998年をピークに頭打ちとなっているが、企業部門の動きと比較してみると、高止まりが続いている状況といえる（図表3）。一方で、株価は上昇に転じ、地価も下げ止まってきており、日本全体として、資産デフレは収束してきている（図表4～5）。しかし、企業部門と違って家計部門では、依然として過剰な債務を抱えたままといえることができる。

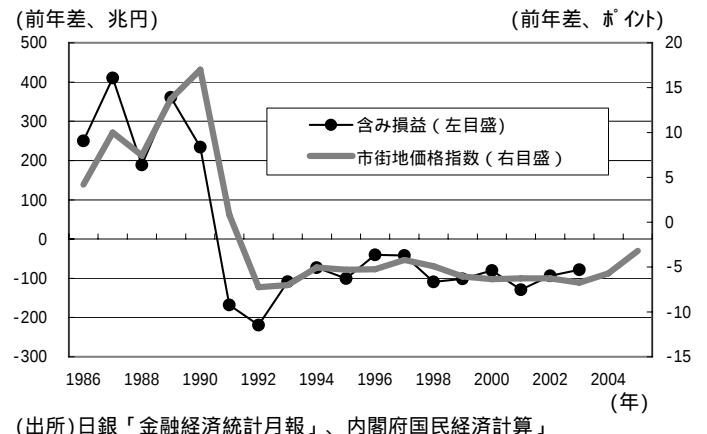
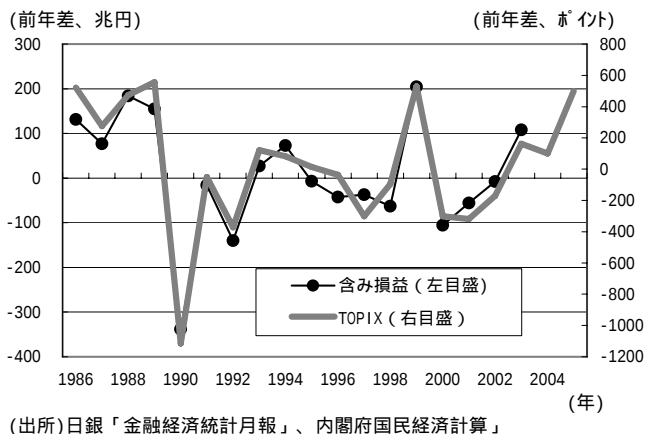
図表2．企業(非金融)の特別損失と不良債権処理額

図表3．企業と家計の負債残高



図表4．株価と株式評価損益の発生状況

図表5．地価と土地評価損益の発生状況



(2) バブル崩壊が家計部門に及ぼした影響

バブル崩壊が家計部門に及ぼした影響は、企業部門における調整を通じた間接的な影響と 資産価格の変動が家計部門に直接的に及ぼす影響とに大別される。

企業部門の調整によって受ける影響

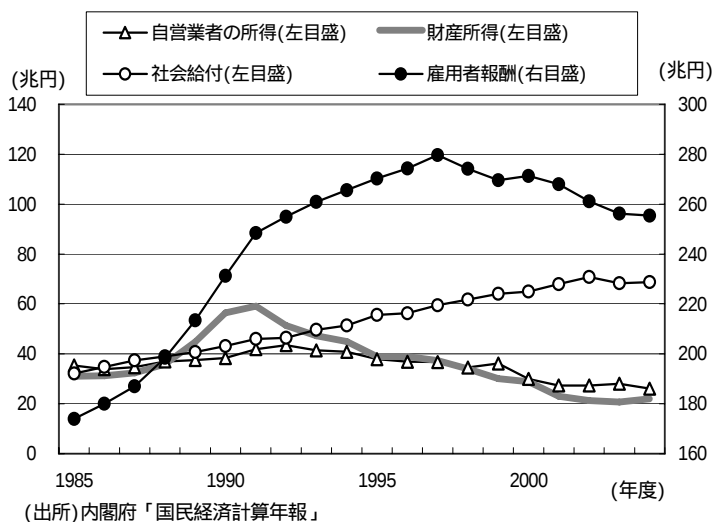
企業部門における調整が家計部門に及ぼした影響を整理すると、次のようになる。まず、企業部門における調整が人件費の抑制を通じて家計部門に影響してくるルートである。家計部門が受け取る雇用者報酬は、バブル崩壊後に伸び悩むようになり、1997 年の 280 兆円をピークに、2004 年には 255 兆円にまで減少してきている（図表 6）。また、自営業者の事業環境も悪化したため、自営業者の所得は 1992 年の 43 兆円に対し 2004 年には 26 兆円へと減少している（図表 6）。

次に、バブル崩壊後の低金利が家計の利子収入を抑制するルートである。利子所得や配当所得などを中心とする財産所得は 1991 年の 59 兆円に比べ、2003 年には 21 兆円にまで大幅に減少し、2004 年も 22 兆円と低迷している（図表 6）。一方で、人口の高齢化を反映して社会保障給付が増加してきていたが、給付額の見直しや給付年齢の引上げにより最近では伸び悩んでいる（図表 6）。

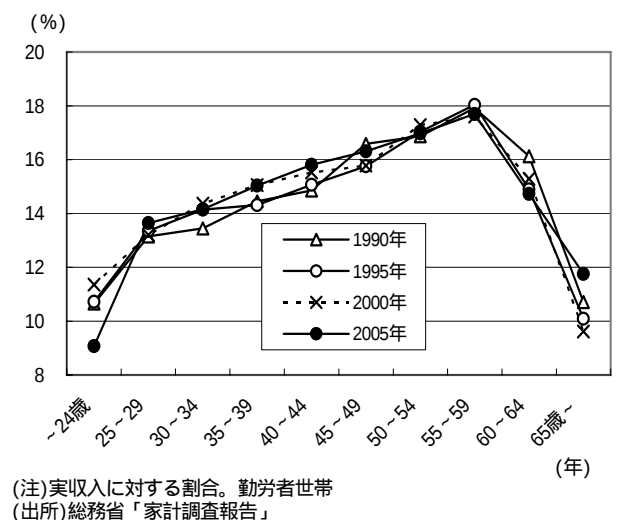
この間、景気刺激策として所得税をはじめとした減税策がとられたが、一方で社会保険料が引き上げられたため、サラリーマン世帯の家計の公的負担額は、ほとんど変わっていない（図表 7）。

結果として、雇用者報酬、自営業収入、財産収入の減少を反映して、家計の可処分所得は減少している。こうした動きは年齢層に関係なく進んでおり、全年齢層を通じて、1995 年～2000 年頃に比べ、可処分所得が減少し、消費金額も減少傾向にある（図表 8～9）。このように、企業部門の調整を通じた影響は、家計部門では広く薄く負担されているように見える。

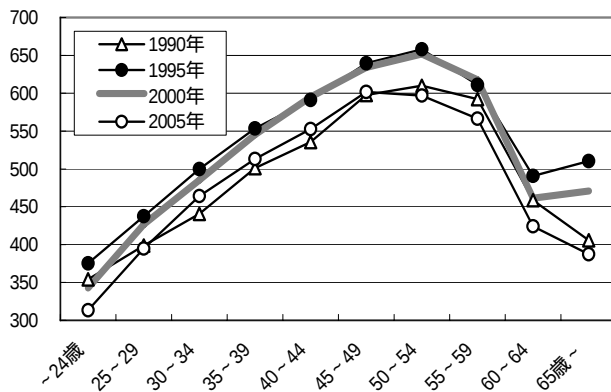
図表 6 . 家計の収入源の推移



図表 7 . 家計の社会負担（直接税 + 社会保険料、年齢別）

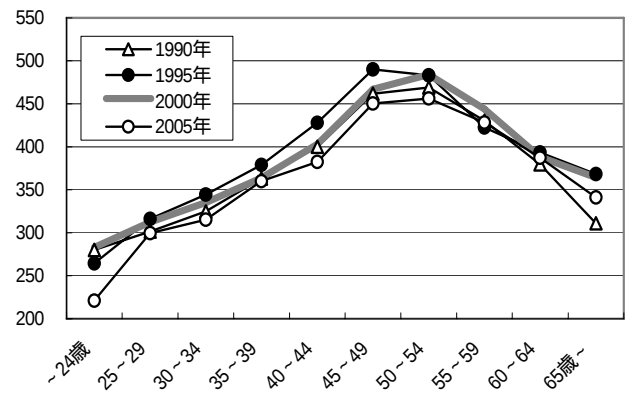


図表 8 . 年齢別に見た家計の可処分所得
(万円)



(注)2人以上の勤労者世帯
(出所)総務省「家計調査報告」

図表 9 . 年齢別に見た家計の消費支出
(万円)



(注)2人以上の勤労者世帯
(出所)総務省「家計調査報告」

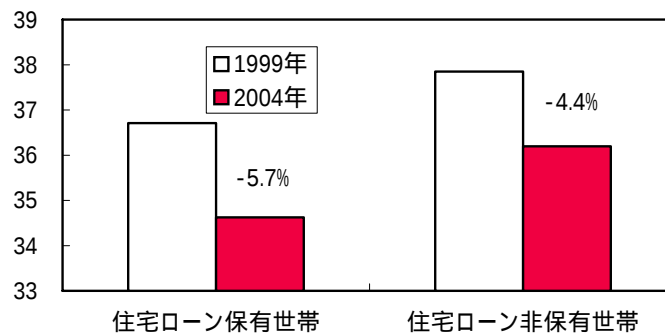
資産価格の変動によって家計が直接的に受ける影響

一方で、先述の通り、家計の保有資産も大幅に目減りしており、家計のバランスシートは悪化している。しかし、バランスシートの悪化に対する家計の対応は、企業の場合とは異なる。

企業は、毎年のように新規に資金を調達する必要があり、資産価格の下落により財務内容が悪化すると、新規の資金調達に支障が出て、場合によっては、経営が行き詰まることもある。しかし、家計の場合、通常は住宅購入時以外には大きな借入を行う必要はなく、毎年の所得の中から消費を行い、残りは借金の返済や金融資産の購入に回している。バランスシートが悪化したからといって、毎年の収入が減るわけではなく、急速に資金繰りに行き詰まることはない。

ただし、高値で住宅を購入した場合は、毎年の返済額が多くなる。多くを返済に回すために、消費や金融資産の購入に回すお金が減っているはずである。実際、住宅ローンのある世帯の消費は、住宅ローンのない世帯の消費に比べて少なく、減少幅も大きい(図表 10)。

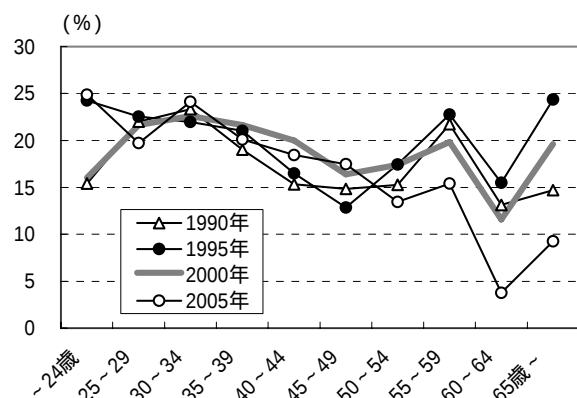
図表 10 . 住宅ローンの有無による消費動向の違い(持ち家世帯)
(万円)



(注)図中の数字は、消費の伸び率(2004年 / 1999年)
(出所)総務省「全国消費実態調査」

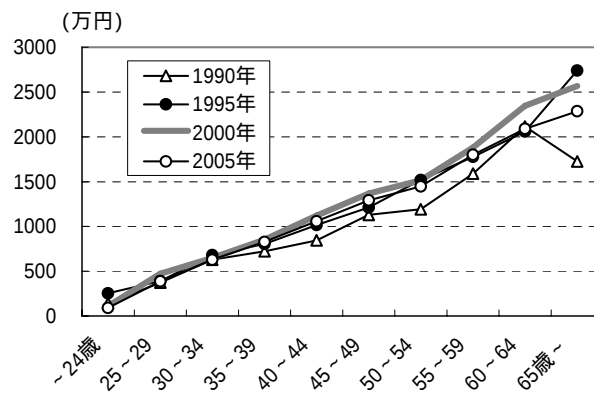
また、返済負担が大きいと消費に回せるお金だけではなく、金融資産の取得に回せるお金も減ってくることになる。実際、住宅価格が高いときに住宅を購入したとみられる中高年層では、可処分所得のうち金融資産の取得に充てられる金額の割合が、従来に比べて落ちてきており（図表 11）、貯蓄残高（金融資産残高）も、1995 年、2000 年に比べて伸び悩むようになっている（図表 12）。

図表 11．家計の金融資産取得額の可処分所得比



(注)2人以上の勤労者世帯
(出所)総務省「家計調査報告」

図表 12．家計の貯蓄残高の推移



(注)2人以上の勤労者世帯。2004年は10歳刻みのデータを基にした推計値
(出所)総務省「家計調査報告」

このように、バブルの形成と崩壊により資産価格が変動した影響は、毎年の消費や金融資産の取得額に少しずつ反映されているといえる。つまり、毎年のキャッシュ・フローによる調整が中心となっているが、貯蓄形成の遅れとしてストック面にも緩やかに影響が現れてきている。

企業は、事業で得た資金を集中的に負債の返済に回し、資産を圧縮することでバランスシート調整を進めてきたわけであるが、家計の場合は、月々の借金返済を進める中で、毎月のキャッシュ・フローが少しずつ圧迫されているというイメージである。

(3) 住宅資産価格の下落により住宅の買い替え・建て替えが抑制

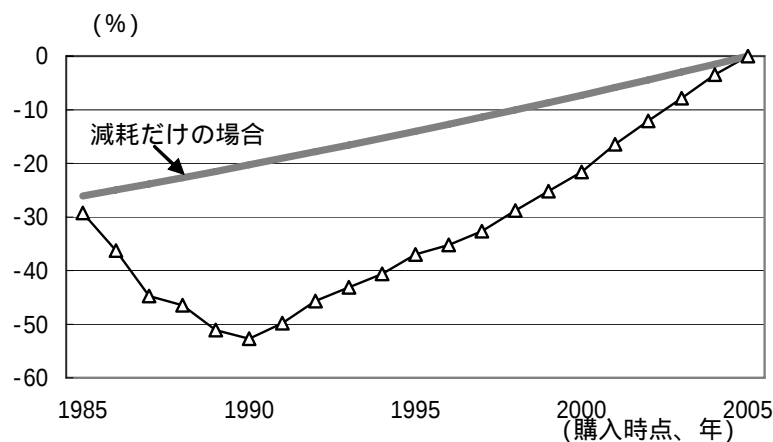
ただし、家計の場合も、住宅を買い替えるような場合には、これまで住んでいた住居を売却して、既存の住宅ローンも清算する必要がでてくるであろう。

この場合、住宅をいつ購入したかによって、各家計が経験した資産価格下落の影響は異なることに注意を要する。一定の仮定（宅地価格と建物価格が1：1の物件、住宅の価値は、一般的な住宅価格変動に加えて老朽化により年率3%で減耗すると仮定）を基に計算すると、1990年に住宅を購入した場合は、その資産価値の減少は50%以上になる。そのうち、老朽化による価値の減耗分は約20%分であり、30%分以上が資産価格の下落の影響である。2000年時点で住宅を購入した場合は、資産価値の減少は2割強（7%強が減耗分、13%強が資産価格下落分）である（図表 13）。

そして、住宅資産価格の下落が大幅な家計では、住宅ローンの清算が困難になってくる可能性がある。例えば、1990年に4000万円の住宅を購入し、その時点で3200万円の住宅ローン（返済期間35年）を組んだとしよう。上述のように住宅価格が変動した場合、住宅ローン残高と住宅価値の推移を比べると、1990年代後半以降は、住宅ローン残高が住宅価値を上回ってくる計算になる（図表14）。つまり、住宅を売却して売却代金の全額を住宅ローンの返済に充てても、完済できないことを意味する。

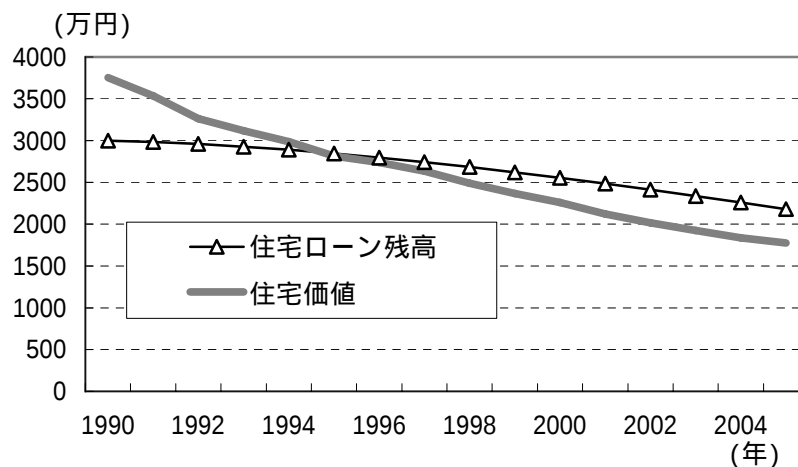
実際、1990年代後半～2000年代前半はそれまでに比べ、住宅の買い替え・立て替えが30代～40代を中心に減少していることがみてとれる（図表15）。

図表13．購入時点別、住宅価額の減少率



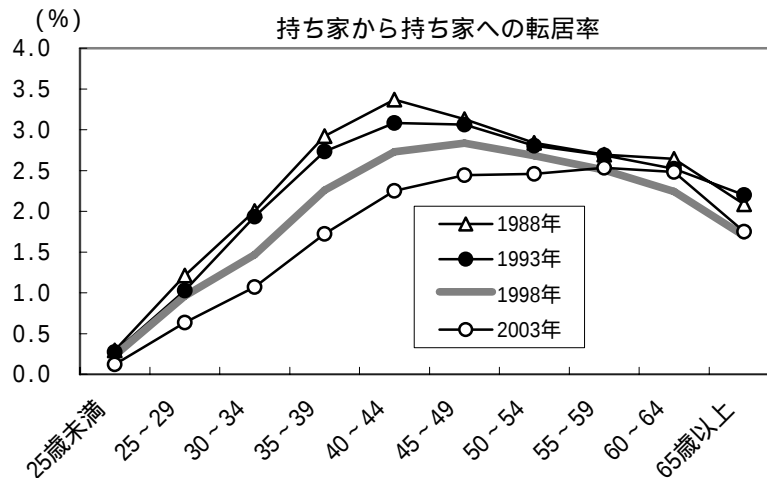
（注）宅地価格と住宅地価格の変化率は、SNAの調整勘定を基に作成。住宅価値の減耗は年率3%、住宅購入費：土地購入費＝1：1と仮定。
（出所）内閣府「国民経済計算」

図表14．住宅ローン残高と住宅価額（1990年購入の場合、試算値）



（注）物件価格4000万円。自己資金800万円。35年ローン。金利は、全住宅ローンの平均金利で変動させた。住宅価格は上の図の通り。

図表 15. 年齢別に見た買い替え・住み替えの状況

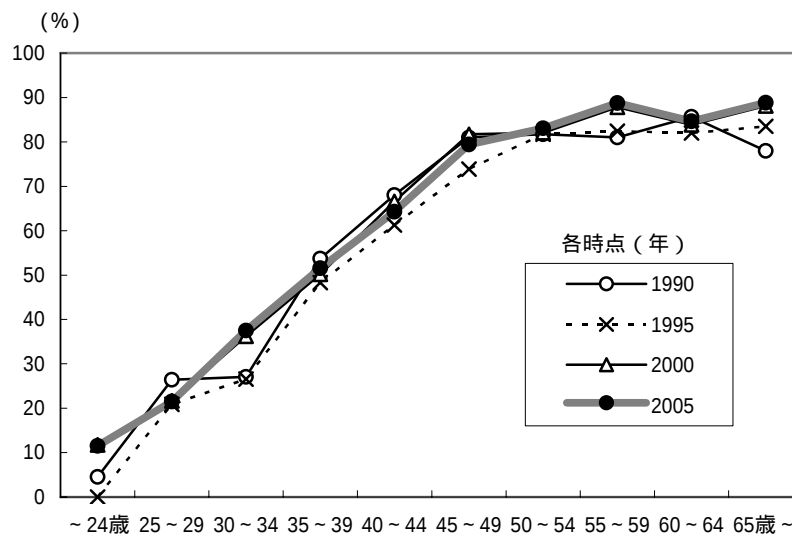


(注)過去5年間に持ち家から持ち家に住み替えた人の割合
(出所)総務省「住宅土地統計調査」

(4) 若い世代の住宅取得

一方で、若い世代を中心とする住宅の取得には影響がでているであろうか。所得の伸び悩みによって、住宅の一次取得が阻害されているかというところでもない。年齢別の持ち家比率は過去と同様なパターンで推移しており、住宅減税や低金利を背景に、住宅の一次取得はほぼ従来通りに行われていることが伺える(図表 16)。収入が減少しているとはいえ、家計は、ライフサイクルに応じた住宅購入を行っているといえる。

図表 16. 年齢別に見た持ち家比率

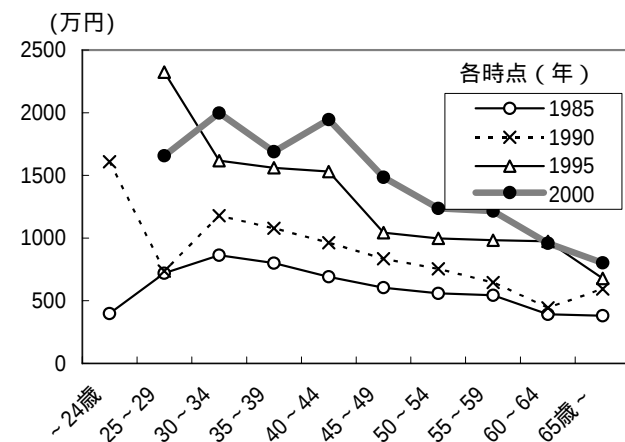


(注)2人以上の勤労者世帯。2005年は推計値
(出所)総務省「家計調査報告」、「貯蓄動向調査報告」

こうした若い世代は、住宅ローン減税や低金利により、家賃を支払うよりも安いという感覚で、住宅ローンを組んだ可能性がある。年齢層別のデータをみると、若い年齢層ほど、過去に比べて住宅ローン残高が多くなっているのがみてとれる（図表 17）。一方で、低金利を背景に返済額は抑制されている（図表 18）。しかし、当面の支払を抑制できる変動金利型ローンの場合は、今後、市中金利が上昇してくると、住宅ローンの支払負担も増えてくることになる。

図表 17．住宅ローン残高の推移

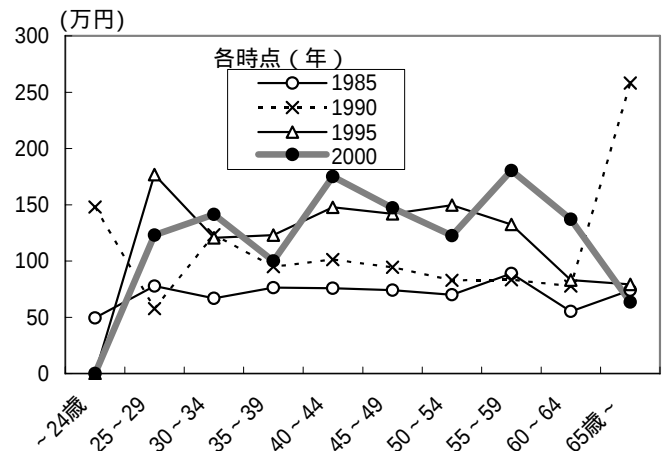
（住宅ローン保有世帯）



(注)2人以上の勤労者世帯
(出所)総務省「家計調査報告」、「貯蓄動向調査報告」

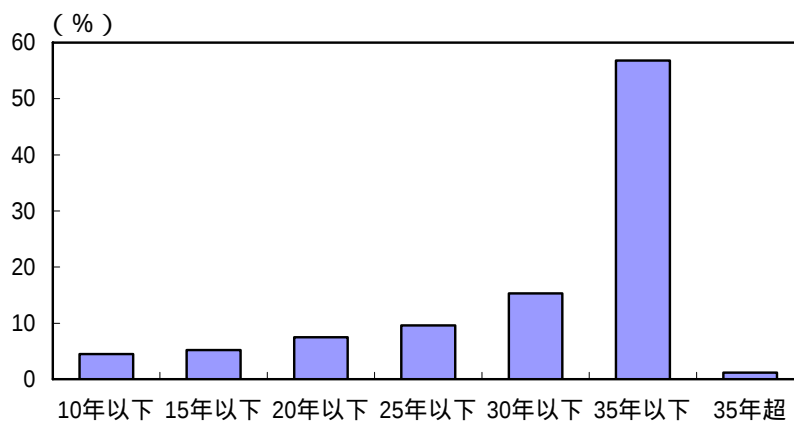
図表 18．住宅ローン返済額の推移

（住宅ローン保有世帯）



(注)2人以上の勤労者世帯
(出所)総務省「家計調査報告」、「貯蓄動向調査報告」

図表 19．住宅ローンの返済期間



（返済期間）

（出所）住宅金融公庫「住宅ローンに関する顧客アンケート調査」（平成17年度）

(5) まとめ

バブル崩壊が家計部門に及ぼした影響は、「企業部門の調整を通じて受ける影響」と「資産価格の変動が家計部門に直接的に及ぼす影響」とに大別される。

「企業部門の調整から受ける影響」は、家計からみれば収入の減少となって現れてきている。これは企業部門の調整一巡とともに緩和されてくるとみられるが、人件費抑制圧力は当面残り、雇用者報酬の伸びを抑える可能性もある。

一方で、「資産価格の変動が家計に直接及ぼす影響」は、住宅ローンの返済が続く間、毎年のキャッシュ・フローを少しずつ圧迫することになる。毎年の消費や住宅投資に目立った影響を及ぼすわけではないが、調整が終わるには、長い年月を要することになる。

なお、は、若い世代の住宅取得などライフサイクル的な家計の支出パターンには影響をさほど及ぼしていないと考えられるが、そうした必要な支出を行う結果、金融資産の取得ができず老後への備えが不足したり、あるいは大きな債務残高を抱えていたりするという問題を内包している。

これらの問題は、一時に集中して出くるわけではないため、経済全体としてみると影響は分かりにくいであろうが、個人消費や住宅投資を少しずつ抑制し続ける可能性がある。

図 20 . バブル崩壊の家計部門への影響のイメージ図

