

資金循環に見るコロナ下での家計の投資行動

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 有用な資金循環統計

日銀から四半期ごとに発表される資金循環統計は、家計、法人、政府といった各経済主体の金融資産・負債の推移を、預金や貸出といった金融商品毎に記録した統計である。経済の血液であるマネーフローの動向が詳細かつ包括的に把握できることから、有用性が高い。2008年版の最新の国民経済計算（08SNA）に準拠しており、SNAで示される実物取引が金融面からどうファイナンスされているかを示している点で、事実上その一部を構成している。

金融取引表において、資金運用額（金融資産の純増減額）と資金調達額（負債・資本の純増減額）の差で示される資金過不足は、SNAにおける生産、支出、分配という実物取引の収支尻である貯蓄・投資（IS）バランスと概念的に一致する（図表1）。また、一国全体の資金過不足は経常収支に一致する。

2. 家計の資金過不足が大きく動く

最新の2020年10-12月期の統計で、経済主体別の資金過不足の推移を見たのが図表2である。金融取引（特に家計）には季節性があることから、通常であれば季節調整値か、もしくは4四半期の平均でトレンドを追うという用い方をすることが多いが、ここではコロナ下でのピンポイントの動きを見るため、原系列で示している。

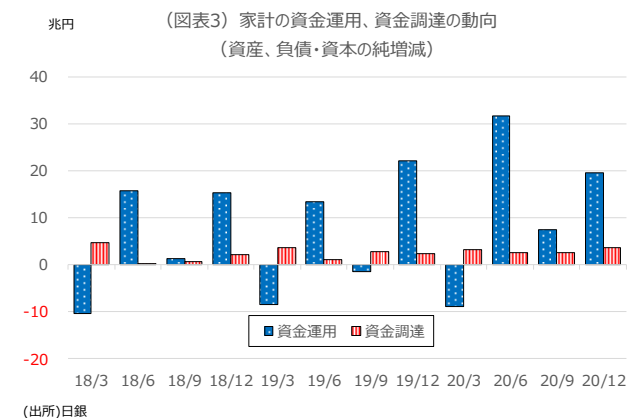
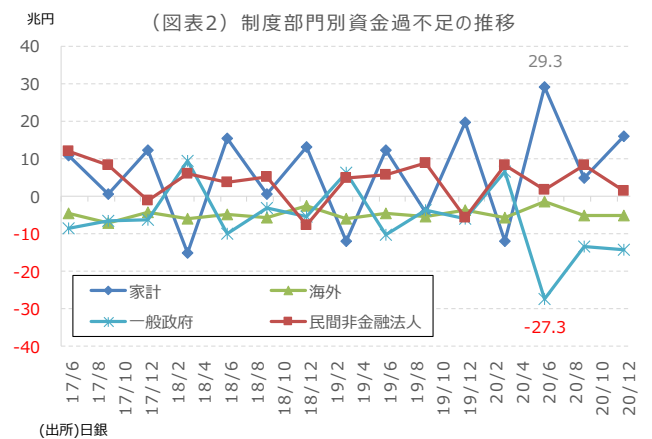
これによると、2020年4-6月期は家計の資金余剰幅が29.3兆円まで大きく拡大、一方で、一般政府の資金不足幅が▲27.3兆円まで拡大した。一般政府は、中央政府、地方公共団体、社会保障基金に分けられるが、中央政府だけで▲30.6兆円と、合計よりも大きい資金不足を計上している。第一次補正予算で決定した経済対策を反映していると考えられるが、これを確認するため、家計の資金過不足を、資金運用サイド（金融資産の純増減）と資金調達サイド（負債・資本の純増減）に分解したのが図表3である。家計の場合、多くの企業で賞与が支給される4-6月期と10-12月に資

（図表1）SNA-資金循環上の家計の実物・金融取引

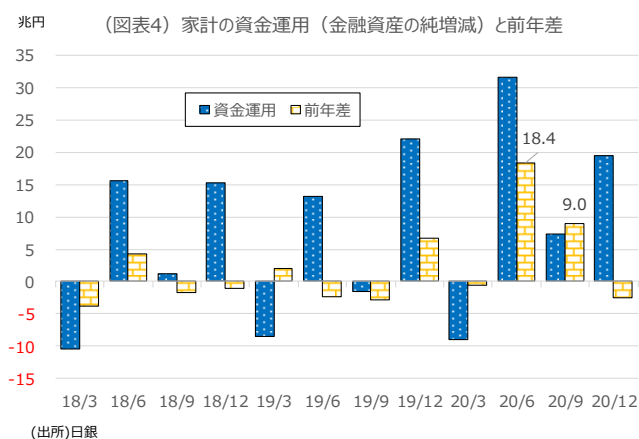
借方(アウトフロー)		貸方(インフロー)	
個人消費	貯蓄	可処分所得	
住宅投資		ISバランス = 資金過不足	
資金運用 (金融資産の純増)		資金調達 (負債(資本)の純増)	

※簡略化のため細かい取引項目は捨象している

（出所）明治安田総研作成

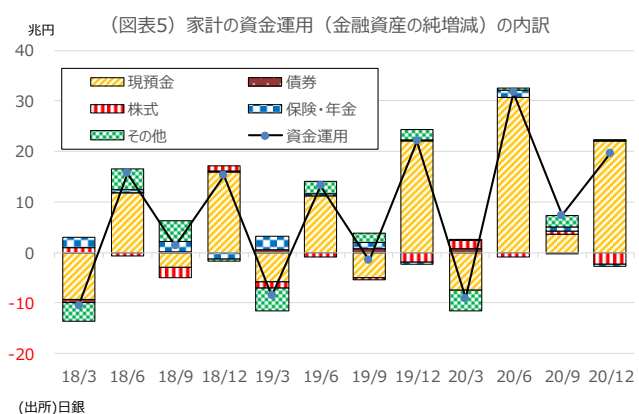


金運用純増幅が拡大し、残りの2つの四半期は純減、もしくは純増幅が大きく縮小するという季節性がある。しかし、2020年に関しては、4-6月期の純増幅が例年よりも大きく拡大、通常なら純減となる7-9月期も2期連続で拡大した。前年同期との純増減幅の差をみると(図表4)、4-6月期は18.4兆円、7-9月期は9.0兆円で、合計の前年差は27.4兆円に達している。

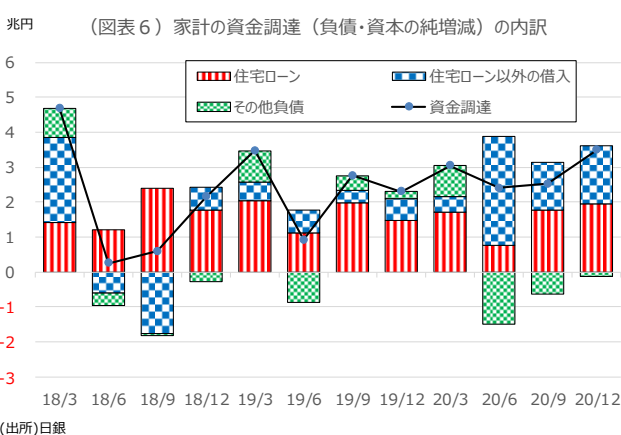


3. 現預金が大きく拡大

4-6月期の資金運用の商品別内訳をみると、ほとんどが現預金である(図表5)。一人10万円の特別定額給付金の影響が大きかったことは論を俟たない。もっとも、特別定額給付金の給付総額は12.7兆円なので、実際の純増幅はずっと大きい。これについては、家計部門が個人事業主を含む影響が考えられる。個人事業主に対しては、上限100万円の持続化給付金、上限300万円の家賃支援給付金等の給付金が支給されており、これが資産サイドでは現預金の増加として現れた形である。



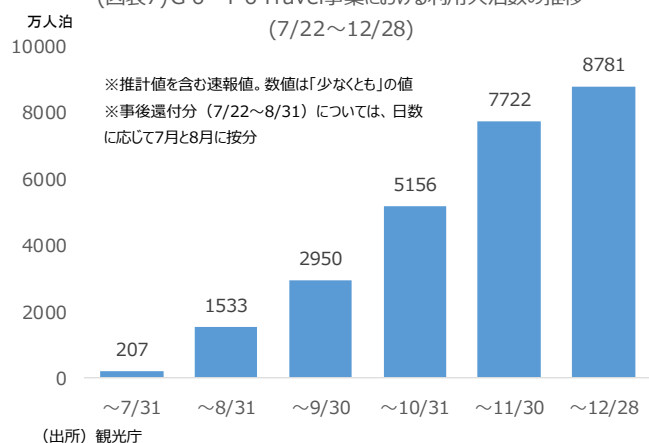
また、資金調達サイドをみると、4-6月期は住宅ローン以外の借入金が増加している(図表6)。内訳を追うと、消費者ローンは伸びていないので、一般家計向けではなく、やはり個人事業種向けの各種緊急融資制度の利用を反映しており、これも現預金の増加に寄与した可能性がある。ちなみに、住宅ローンは4-6月期に縮小したものの、7-9月期には早くも前年に近い水準に戻っており、昨年の経済活動制限の住宅投資への打撃が、比較的短期間にとどまった可能性を示唆している。



もし、家計が現預金を取り崩して個人消費に充てる動きが進めば、翌期以降、現預金の純増幅が縮小、あるいは純減に転じてもおかしくはないが、10-12月期の現預金の純増額は22.1兆円で、ほとんど前年と同水準(+0.1兆円)である。依然として、家計の現預金残高は積み上がったままになっている。現預金以外の金融資産をみると、株式に関しては▲2.4兆円で、株価が順調に上昇を続ける中で、家計はむしろ売りに回っている(含み益の増減は金融取引には含まれない)(前掲図表5)。債券の増減はほとんどなく、内訳である投資信託受益証券も、4-6月期からの3四半期でわずか1.4兆円増加したにすぎない。

4. 家計に消費余力が

(図表7) Go To Travel事業における利用人数の推移 (7/22~12/28)



以上から、二つの示唆が得られる。すなわち、①家計が個人消費を増やす余力が残っている可能性がある、②「貯蓄から投資へ」の流れが加速する気配がほとんど見られない、の二点である。

前者に関しては、Go To Travel キャンペーンの再開が起爆剤となる可能性を秘めている。観光庁によると、昨年末までのGo Toの利用は8,781万人泊に達した(図表7)。政府による割引支援額は5,399億円だが、当方の試算では、これによる旅行・観光産業の総売上は2.5兆円、誘発消費の乗数は3.6倍に達する。Go To再開を待って旅行しようと考えている消費者は多いはずで、これが足元の現預金残高の積み上がりの一因となっているのかもしれない。Go Toの総予算は、数次にわたり追加された結果、総額2.7兆円に達している。再開のタイミングは難しい判断になるが、景気刺激のために有効活用が望まれる。

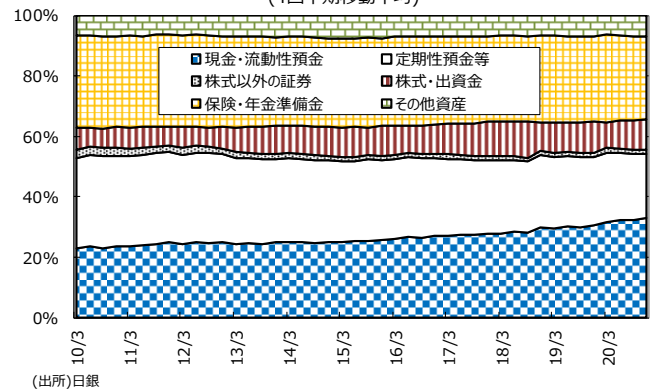
緊急事態宣言下で、個人消費に関しては、旅行・飲食以外にもpent-up demandが相応に蓄積されているとみる。今年の春闘は労働者サイドに厳しい結果が予想されることから、通年にわたり個人消費の高い伸びを期待するのは難しいが、とりあえず4-6月期は反動増が予想される。Go Toが再開されれば7-9月期も高めの伸びが期待できる。

5. 進まない「貯蓄から投資へ」

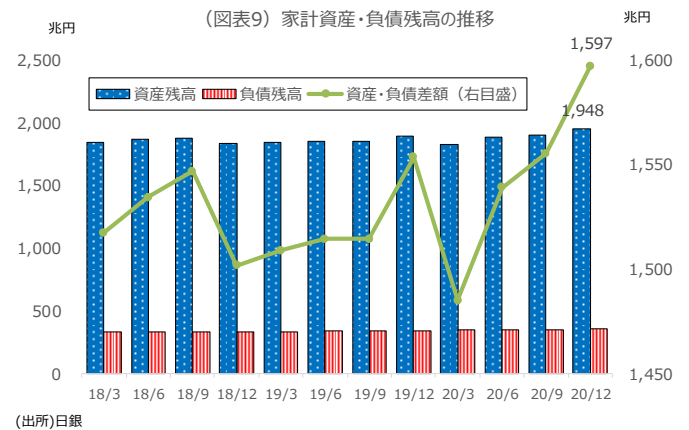
後者に関しては、日本の家計に「投資」を根付かせることが難しいことを改めて印象付ける結果といえる。ストックベースでの家計の資産構成の推移を示したのが図表8である。下から2段が現預金だが、2010年以降、50%台前半のレンジ内での推移が続いている。株式のウェイトは多少上下しているが、ストック勘定の株価が時価評価であることを考えれば、もっぱら含み益の増減を反映しているだけの可能性も高い。

政府が、「貯蓄から投資へ」のスローガンを掲げたのは最近のことではない。言い方や内容を変えながらも、過去何十年にわたり同じ旗を振り続けている。この間、金利は一貫して低下し、足元では預金金利はほとんどゼロにも関わらず、預貯金の割合がほとんど変わらないというのは、ある意味驚くべき事実である。デフレ下で実質金利は上昇しているとの説明もできないわけではないが、国民性も無視できず、トレンドを変えるのは今後も容易ではないだろう。

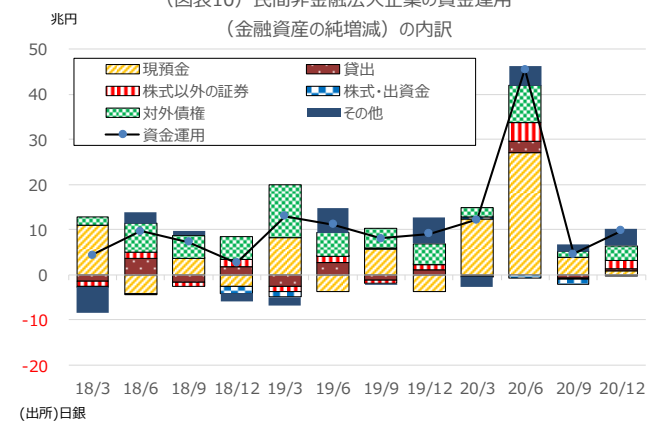
(図表8) 家計の資産構成の推移
(4四半期移動平均)



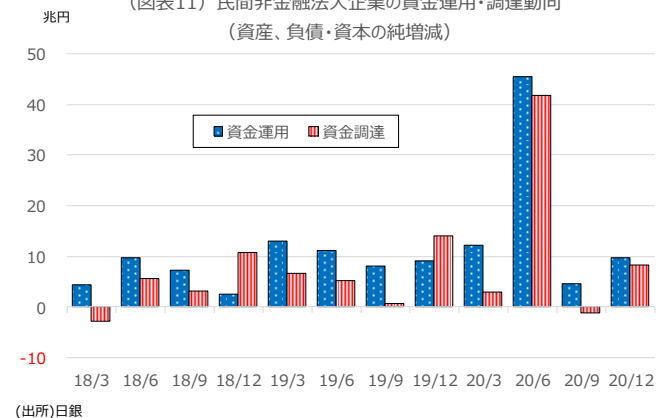
(図表9) 家計資産・負債残高の推移



(図表10) 民間非金融法人企業の資金運用
(金融資産の純増減)の内訳



(図表11) 民間非金融法人企業の資金運用・調達動向
(資産・負債・資本の純増減)



う。デジタル経済やグリーン経済の浸透に伴う、投資対象商品の増加および小口化が、個人投資家の拡大に貢献する可能性はあるものの、徐々にしか進まない可能性が高い。

6. 金融資産残高が2,000兆円に迫る

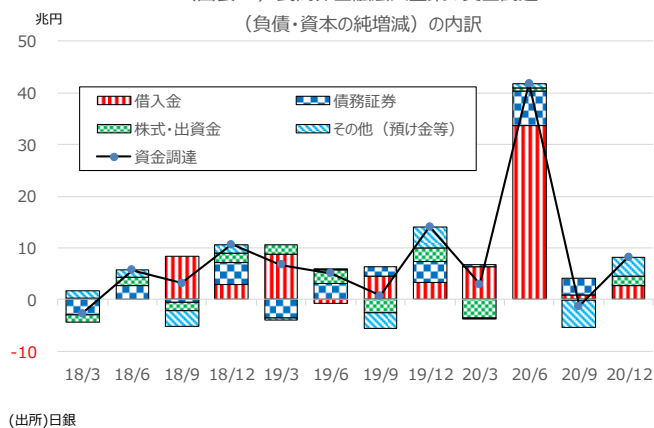
家計の金融資産残高は全体でも増加を続けており、12月末には1,948兆円と、2,000兆円の台が目前に迫った(図表9)。資産・負債差額も1,597兆円に達している。家計の金融資産に関しては、しばしばその偏在が問題視されるが、総じて財務ポジションが大きく改善している様子を示している。

現預金を積み上げているのは家計だけではない。民間非金融法人の現預金残高も、4-6月期は27.0兆円の純増となった(図表10)。民間非金融法人の場合は、1-3月期からすでに拡大に転じていた。家計と異なるのは、資金運用サイドと調達サイドが両建てで大きく拡大している点である(図表11)。実質無利子無担保の緊急融資制度等を利用して調達した借入金が、ひとまず現預金として積みあがったと考えられる(図表12)。いずれ借入金を返済する段階では、見合いの預貯金も減少すると考えられ、企業の現預金の積み上がり分に関しては、将来的な投資の原資となりうる性質のものではない。

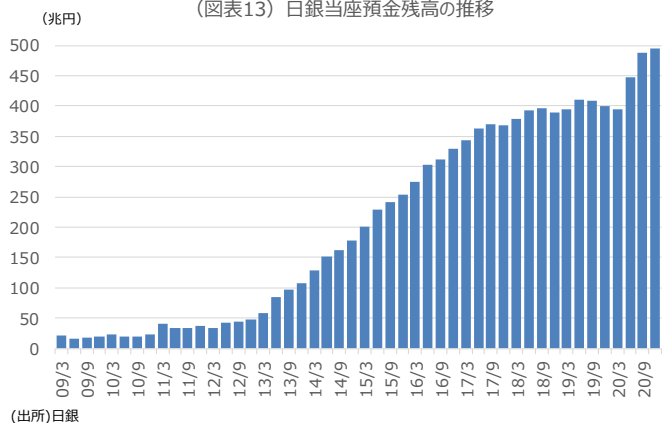
家計と企業の現預金残高がともに大きく増加した結果、預金取扱機関の負債サイドの6月末の預金残高は、3月末から一気に71兆円も増加した。資産サイドでこの運用方法を確認すると、国債は5.8兆円の減少となっている。もっとも増えているのは日銀預け金(当座預金)で、45.9兆円に及ぶ。あとは貸出金の17.0兆円増といったところが目立つ。日銀のストック勘定で日銀当座預金の残高の推移をみると、4-6月期と7-9月期の2四半期で合計92兆円拡大しており、12月末には494兆円と、500兆円が目前となっている(図表13)。

日銀当預残高急増の背景には、日銀が各種の企業金融支援措置を繰り出す中で、付利範囲を拡大するなどの優遇措置を講じてきたことがある。これらの政策にはマイナス金利の副作用対策の面もあり、必要な政策ではあるが、増加したマネーがもっぱら日銀に積み上がる一方となっているのは、健全なマネーフローの姿とは言えない。家計の資産・負債差額の拡大は、巡り巡って金融機関の国債の買い余力に繋がっており、そうした意味では循環は成立しているが、政府債務、家計資産、日銀当預残高の同時拡大は、永遠に持続可能なものではない。

(図表12) 民間非金融法人企業の資金調達
(負債・資本の純増減)の内訳



(図表13) 日銀当座預金残高の推移



※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411