

経営者目線 で読む 景気動向



武藤泰明（むとう やすあき）
1955年生まれ。1980年東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所、主席研究員を経て、2006年早稲田大学スポーツ科学学術院教授嘱任。専門はマネジメント。

武藤泰明

2016年度末の資金循環表（速報値）が日銀から公表された。個人（家計）金融資産は総額1706兆円で、対前年比マイナス0・6％、7年ぶりの減少である。新聞の報道は「株価が伸びなかったで、個人金融資産の伸びも頭打ちになった」というものであった。

○金利は今より高いほうがよい

ここで仮に、世の中の景気がよくて、金利も高い状況を想像してみる。たとえば定期預金金利が年率3％、普通預金でも1％とする。3月末の預金残高は表のとおり定期預金が463兆円、普

連載
第18回

悲しき個人金融資産

たしかに、表1のとおり、株式は10％近く減少している。投信もマイナスである。そのぶん、現金・預金が増加している。しかし、気をつけておかなければならないのは、日本は低金利なので、預金しても個人金融資産が伸びないということであろう。

通預金が365兆円だが、これは、ほとんどゼロに近い定期預金金利のために、普通預金を定期にするインセンティブがない状態の数字である。定期預金金利が高くなると、普通預金からの預け替えが起きると考えるのが自然なので、普通預金の2分の1程度が定期預金に回るとする。そうすると、定期預金645兆円、普通預金183兆円

金利もそれなりの水準になっている。預金金利が高ければ貸出金利も上がるが、景気が良いので企業は金利を負担できる。

②しかし、現状は理想にはほど遠いので、量的緩和によってインフレに誘導する。ただし、量的緩和は金利を下げる。

③金利が下がると、企業の投資意欲が増す。だから景気が良くなるはずである。

④しかし、クルグマンも反省したとおり（この連載の7月号参照）、日本は潜在成長率がマイナスなので、企業は金利が低くても国内では投資を行わない。

⑤一方、今回示したとおり、低金利では金融資産が増えないので、個人消費も増えない。

⑥結果として、自律的なインフレは実現されず、「量的緩和によるインフレ」が、少なくとも政策当局からは期待され続け、金利は低いままである。

念のために言えば、量的緩和による金利低下の結果として、個人金融資産が株式や投信に「雪崩をうって」流れ込むのであれば、株価が上昇し、個人金融資産も増えたのかもしれない。そうなれば、いわゆる「資産効果」で消費が上向いた可能性もある。しかし日本人は低金利でも株を買わないことがあらためて立証されつつある。このことを前提とした金融政策でなければ、画餅におわってしまふのだろう。

○un9対策

ではどうすればよいのか。ここでは、少々荒っ

ぱいことを2つ想像してみたい。

第一は、預金金利に下限を設けることである。つまり、定期預金金利は3％以上、普通預金金利も1％以上でなければならぬとする。そうすれば、利息収入が増えて消費が上向く。潜在成長率がプラスになるということである。結果として、企業の国内投資意欲も高まる。銀行は高利の運用先がなくて困るだろうし、手持ちの低利率の債券の評価損も計上することになるかもしれない。住宅ローン金利、企業への貸出金利も上がるのだろう。大変なことになりそうだが、重要なのは個人金融資産が増えれば潜在成長率が上がる可能性が出てくるという点で、これを実現できる政策は何なのかということである。念を押すが株価上昇施策ではない。

第二は、景気対策を地方自治体に委ねてみることである。同じく資金循環表から、各部門の資金ポジション（資産マイナス負債）を計算すると表2のようになる。地方公共団体のマイナスが意外に少ない。ネットで98兆円である。これを詳細にみると、地方公共団体は借入れが103兆円、地方債残高が73兆円である。国の借金と比べると、かなり少ないことがわかる。

ただ、これには少し「からくり」があつて、地方自治体の多くは、国から「地方交付税交付金」というお金を貰っている。財政が豊かな自治体は貰っていないが、そんな自治体はあまり多くない。この交付金は国から見れば歳出である。平成25年でみると、国の歳出のうち、国債費（満期の国債の償還金など）を除いた額は約73兆円であった。支出の費目で一番大きいのは社会保障関係費

である。これに、それぞれの預金金利をかける。定期預金は金利だけで19・35兆円、普通預金は1・83兆円の利息を生む。ただし、源泉分離課税が20％ある。これを除外すると利息収入は定期15・48兆円、普通預金1・46兆円、合計で約17兆円である。2016年度の個人金融資産の減少は約10兆円なので、金利が高ければ十分「おつりがくる」計算になる。

金利が高ければ株価が下がると思われがちだが、この高金利の前提は「景気が良いこと」なので、株価は下がっていない。つまり、預金も株式・投信ともに、個人金融資産の増加をもたらす。また17兆円の3分の1程度が個人消費拡大に回るとすると、GDPは1％押し上げられる。加えて、国はこの源泉分離課税で4兆円強の税収増になる。簡単に言えば、「いいことづくめ」の状態である。

○金融政策の論理破綻

なぜ、そういう状態にならないのか、順を追って解説すれば、つぎのようになるのだろう。

①理想は、前記のような「いいことづくめ」の状態である。つまり、2％程度のインフレで、預

の約32兆円、地方交付税交付金はこれに次いで大きく、15兆円余であった。公共事業費、文教及び科学技術振興、防衛の各歳出の2、3倍である。交付金は、かなり多額なのである。

こう書くと、いかにも地方自治体は国のお金に依存しているように思える。たしかにそういう面もあるのだが、この交付金の財源は税金なので、国税と地方税の割合が変われば、つまり現在国税として納付されているお金の一部を地方税にすれば、交付金は減ることになる。

さて、そうであるなら、都道府県が独自の経済政策を立案・推進してはどうか。そしてそのために資金が必要であれば、地方債を発行すればよい。何しろ、国に比べればかなり財政状態が健全なのである。国は財政出動ができないので金融政策に頼らうとする。地方のほうが景気対策を立案実行しやすい。いうまでもなく、各都道府県のGDPを合計すると、日本のGDPになる。つまり、日本の「都道府県連合」という疑似国家は、国とは違って、柔軟に財政出動する余裕を持っている。

表2 国内各部門の資金ポジション (兆円)

金融機関	133
民間企業	▲334
公的企業	▲97
中央政府	▲821
地方自治体	▲98
社会保障基金	228
家計	1316

資料：資金循環表（2016年3月末）