

「金利」から「配当」への流れ

～「貯蓄から投資へ」の背景にある資金フロー～

発表日：2007年4月11日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

2006年度の配当総額は、国民経済計算ベースでみて、過去最高を更新しそうだ。企業・金融機関・家計の間での財産所得のフローでは、企業の支払利子と支払配当の大きさが逆転し、家計でも受取利子よりも受取配当が上回っている。つまり、金融資産の派生所得は、金利よりも配当のパイプの方が太くなっているのが実情である。一方、もっぱら配当で財産所得の増加の恩恵を受けるとすると、株式・投信の保有者のみとその果実を直接得ることになる。そうした状況を考えると、金融機関・機関投資家に配当還元することは、リスク資産を保有しない家計にも間接的な恩恵を広げることに適う。

配当総額はGDPの5%

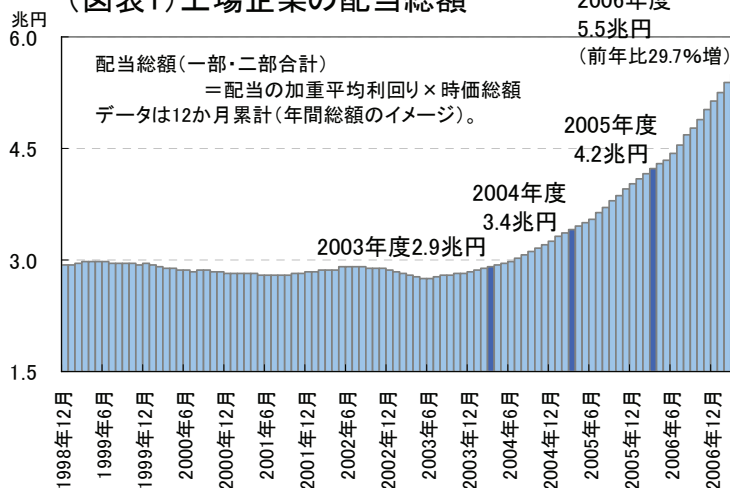
2006年度の東証一部・二部の配当総額を公表された配当利回りから計算すると、5.5兆円と前年比3割方の増加となりそうだ(図表1)。企業収益の拡大に加えて、株主還元機運の高まりによって、上場企業が配当を増やそうとしている*のが背景だ。

東証統計によれば、有配当企業の配当利回りはおおむね1%以上を保とうとしている(図表2)。そうした中、株式総時価が増加しているのので、企業が一定の配当利回りを確保しようとした結果、配当総額も増えてきているとみることもできる。

さらに、配当増額について、東証ベースとは別に、一国をベースにした国民経済計算でみると、2005年度17.2兆円(非金融法人+金融法人)と過去最高であった。この配当額が仮に東証ベースの配当と同程度で増えていたとすると、2006年度の配当総額は26.4兆円に膨らむ。これは、過去最高を更新する規模である。その大きさを2006年暦年の名目GDP507.8兆円と比べると、5.2%というかなり大きなボリュームになる。日経金融新聞の報道(4月10日)によると、2006年度自社株買いは7.5兆円という見込みなので、配当+自社株買いによる株主還元は、合計33.9兆円で対GDP比6.7%にも及ぶことになる。

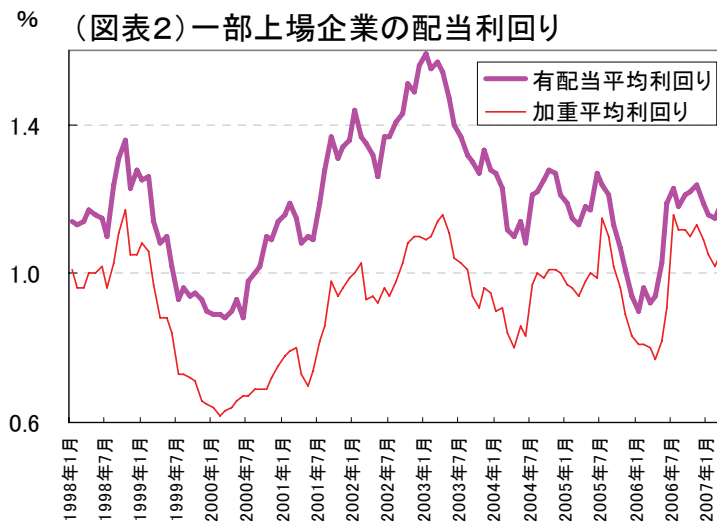
※ 財務省「法人企業統計年報」によれば、企業規模別にみて配当支払額の増加ペースが目立っているのは、資本金1～10億円の中堅企業になっている。資本金10億円以上の大企業は、2005年度に限っては前年比1.61倍と大きいですが、2000～2005年度のペースでは2.48倍に対して、中堅企業の増加が4.59倍とより大きい。

(図表1) 上場企業の配当総額



出所：東京証券取引所

(図表2) 一部上場企業の配当利回り



出所：東京証券取引所

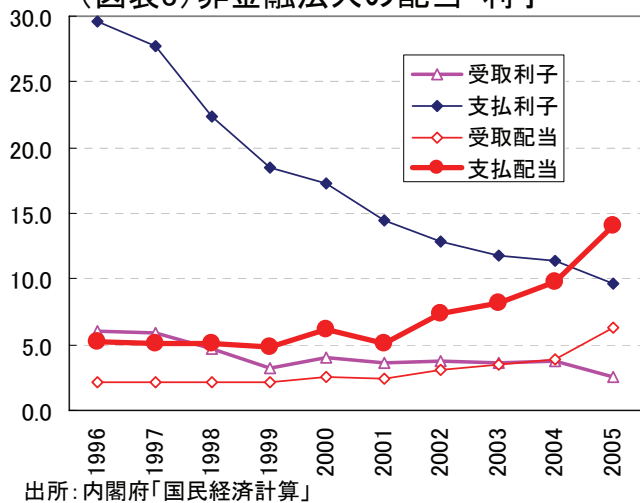
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

「金利」から「配当」への流れ

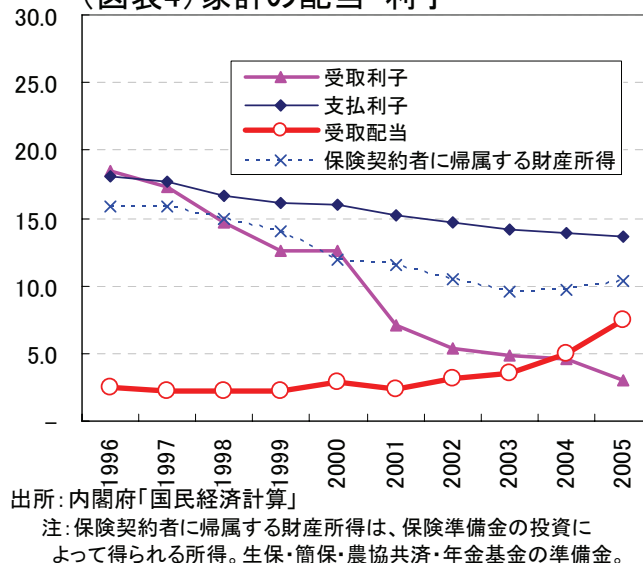
実は、国民経済計算ベースでは、非金融法人（事業法人）が支払っている金額は、2005年度から支払利子よりも、支払配当の方が大きくなっている（図表3）。これは、企業が借入返済を進めながら資本構成をより資本増強にシフトさせているので、その反映だとも理解できよう。

一方、家計に対しては、受取配当が受取利子を上回る状態が2004年度から続いている（図表4）。この点に関しては、常々、銀行が預金金利を引き上げないので、利息収入が増えないとも見えるが、底流にある変化として企業側の負債構成の問題を指摘することができる。すなわち、企業部門が債務圧縮に努め、かつてのような金利負担を負わない体質に変化しているため、銀行サイドとしては支払原資を確保しにくくなり、家計への預貯金利息の恩恵も限定されたものになっているという理解である。ここにきて、日銀が低金利政策を是正し、金利正常化を目指そうとしているが、その政策変更がなかなか高齢者を中心とした家計部門に伝わりにくい背景には、企業の財務体質の変化によって銀行が金利収入を得にくくなっていることも大きい。

兆円（図表3）非金融法人の配当・利子



兆円（図表4）家計の配当・利子

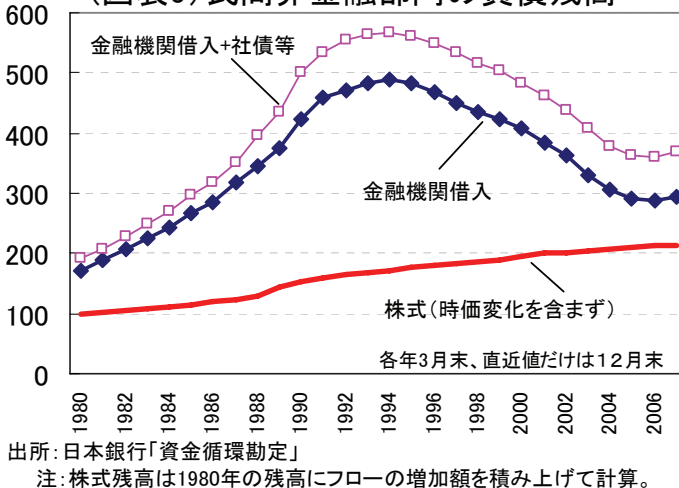


こうした変化を鳥瞰すると、財産所得の循環は、かつては間接金融のチャネルを中心に企業から金融機関を經由して家計に流れていたのが、近年は企業から家計へ配当を通じて直接的に流れていると言える（図表5）。

かつて「金利」循環のパイプは太かったが、90年代末から2000年前半のゼロ金利時代を経て、一度細くなったパイプは昔のように太くなくなりつつある（図表6）。企業は、デフレ期を経て、かつてのような巨大な金利負担から解放された後、株主に蓄積した利益還元をするかたちで期待に応えようとしている。

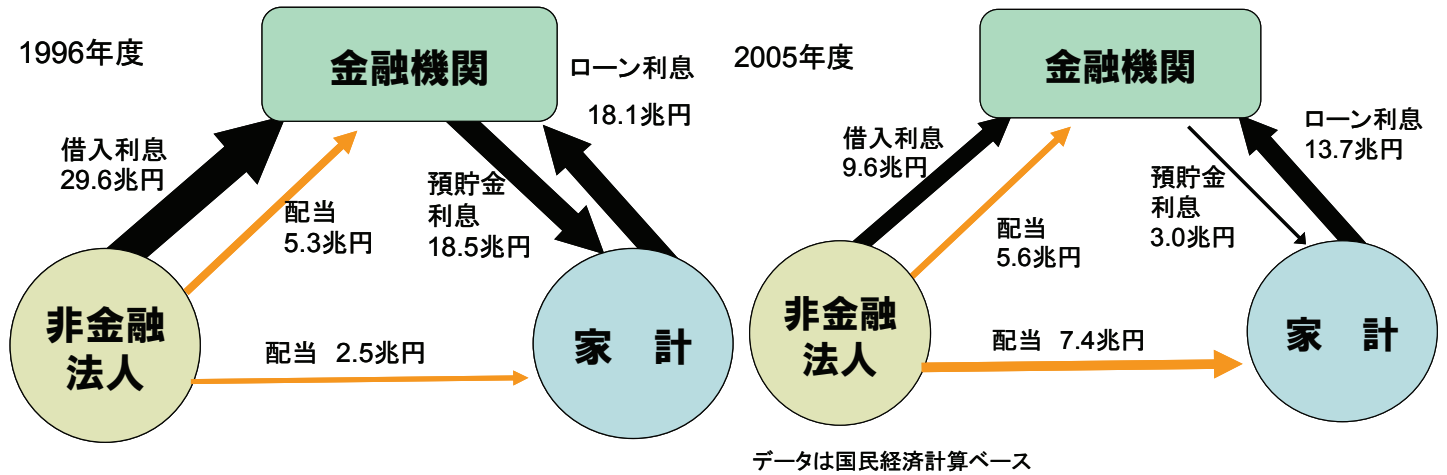
「貯蓄から投資へ」の流れは、もっぱら家計が投資信託の購入を活発化させることを指して言われることが多いが、上記のような資金フローの変化を踏まえると、底流には預貯金利息の妙味が薄くなり、株式・投信などの果実がより厚くなっていく金融構造の変化を背景にしているとも表現できる。

兆円（図表5）民間非金融部門の負債残高



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(図表6) 金利循環と配当循環



家計に対する配当還元をどう考えるか

資金フローが金利から配当へと流れがシフトしていることは、その受益者である家計の財産所得の分配に関して偏りを起す。マクロ集計値では、家計の配当受取が増えているように見えても、それは全家計に配当が還元される訳ではないということである。

家計の中で株式・株式投信を保有していない人は、当然、配当還元の恩恵を受けられない。2人以上世帯における株式・株式投信の保有比率は18.1%と高くはなく、一方でそうしたリスク資産を保有しない世帯は81.9%と圧倒的多数である(2004年・総務省「全国消費実態調査」)。この状況を指して「リスクをとらなくてはリターンは得られない」というのは簡単だが、筆者は、保守的な生活設計を進めようとする人が元本割れを回避したいというニーズを持っていることは大切にしないといけないと考える。

企業の配当が増えていく環境の中で、これからは間接的に家計に還流するチャンネルを再検討することが妥当であろう。例えば、配当収入を得ている金融機関・機関投資家***のうち、家計に元本保証商品を提供している先が、その利益を間接的に家計に還元していくルートを太くすることが考えられる。

***東証の「株式分布状況調査」によれば、金融機関の株式の持分は、市場価格ベースで31.6%である。金融機関の区分の中で、銀行は株式の保有制限があるので、それ以外の年金・信託・保険といったセクターが広い意味で家計への利益還元を広げていく担い手を考えられる。

近年、機関投資家から企業などへの配当還元の要望が強まっているが、これはマクロ的にみて、企業から家計に流れる収益還元のパイプを太くしようという流れとも整合的とみることもできる。企業の負債・資本構成が、債務から資本へとウェイトを変化させていることに応じて、機関投資家は家計の代理人として、配当重視のスタンスを強めているという説明になろう。今後、機関投資家にはそうしたリスク変換機能を担いながら、家計に対する収益還元のチャンネルを太くしていく志向を強めていく方向性が考えられる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。