

## 価格変動と家計貯蓄

——実質会計からみた日米の家計貯蓄率

中村 洋一

(法政大学工学部教授)

### 1. はじめに

最近の日本の家計貯蓄率の急低下が関心を集めている。国民経済計算（SNA）によると、2001年の家計貯蓄率は6.9%と、前年の9.8%から落ち込んだ。90年代の初頭には14%程度であったから、かなりの落ち込みである。OECD諸国との比較においても、日本の貯蓄率は中位にとどまり、もはや高貯蓄国とはいえないかの感がある。また、低貯蓄国として名高いアメリカとの貯蓄率の逆転の可能性も指摘されている。さらに、このことは、一時的に縮小がみられた貿易・サービス収支ともあいまって、日本の経常収支の赤字転落を想起させることにもなっている。

貯蓄率低下の理由としては、可処分所得が減少する中で、消費には慣性が強いため低下しにくい傾向があり、可処分所得と消費の差額である貯蓄が減少しているとの説がある。また、消費のライフ・サイクル仮説によれば、引退後の世帯は現役時に積み立てた貯蓄を取り崩すため、貯蓄率が低いとされる。貯蓄率低下は、高齢化による引退世帯の割合の高まりの結果であると主張される。

しかし、資産負債残高などのストックが、所得や貯蓄などのフローに比べて大きくなった経済においては、可処分所得と最終消費支出との差額である貯蓄の動きをみるだけでは、実は不十分である。現金、預貯金をはじめとする家計の金融資産が価値保蔵手段であるとするれば、その購買力に

あたる実質価値こそが重要である。日本の家計可処分所得は300兆円ほどであるから、貯蓄率の3%の低下は9兆円に相当する。一方、家計が保有する金融資産残高は1400兆円に上るので、1%の一般物価水準の下落により、14兆円の実質購買力が創出されることになる。また、名目の貯蓄は資産残高の変化額とは一致しないという意味において、フロー・ストック整合性を欠いている。したがって、一般物価水準および金融資産価格の変動により拡張された貯蓄概念を考慮することには意味があると考えられる。

Siegel (1979) は財政赤字と公債との関係に同様の考え方を適用することに関し、第1に、消費・貯蓄行動を考察するのに適切な指標が得られること、第2に、金融市場あるいは経済全体に対するインパクトを測る上でもっとも適切な指標を得られること、第3に、過去のフローの累積がストックを決める系列が得られること、をメリットとして指摘している。

本論では、家計の金融資産・負債の実質残高変動に着目して貯蓄の概念を拡張する実質貯蓄の考え方と推計値を示す。また、貯蓄から有形資産への純投資を除く資金過不足（資本移転を無視、貯蓄投資差額と同概念）に対しても同様の拡張を行う。このような拡張を「実質会計」と呼ぶこととし、第2節では、この実質会計の考え方を整理する。第3節では、日本とアメリカの家計に関する推計結果を示す。第4節は結論である。

## 2. 実質会計の考え方

家計貯蓄を $S$ 、家計の純資産量を $A$ 、その価格を $p_a$ 、一般物価水準を $p$ とすれば、一般物価水準で実質化した純資産の変化は、 $(\cdot)$ で時間に関する微分を表すものとして、

$$\left(\frac{\dot{p}_a A}{p}\right) = \frac{1}{p}(\dot{p}_a A + p_a \dot{A} - p_a A \frac{\dot{p}}{p}) = \frac{1}{p}(\dot{p}_a A - p_a A \frac{\dot{p}}{p}) + \frac{S}{p} \quad (1)$$

(1) 式の最初の等号の右辺カッコ内の第1項は、資産価格の変動による保有利得であり、SNAの再評価勘定に相当する。第2項が純資産の純取得額であり、貯蓄に相当する。第3項は、一般物価の変動に伴う実質純資産 $(p_a A/p)$ の変化分であり、SNAの中立保有利得の符号を変えたものである。このように実質会計では、実質貯蓄の一般的な定義である $S/p$ を、一般物価と資産価格の変化による実質資産の変動によって調整する。(1)式を実質会計による「実質貯蓄」と呼ぶことにする。

純資産の範囲については、貯蓄に対応するのは有形資産を含む資産合計の変化である。しかし、すべての資産の価格変動を同等に扱うには、それぞれに競争的な市場が存在し、取引費用が無視できるほど小さいという前提が必要になると思われる。家計保有の土地や住宅に関して、このような前提は成立しがたいため、本論においては、金融資産と負債を考察の対象とする<sup>1)</sup>。したがって、貯蓄から有形資産への純投資を差し引いた資金過不足がより適切な実質会計の対象となる。ただし、有形資産への投資と金融資産の取得が短期的には代替的でない、すなわち家計貯蓄の大部分は短期的には純金融資産の増加となるとすれば、金融資産に限定した貯蓄の実質会計にも、なお意味があるものと考えられる。

また、本論においては、価格変動が「予想される」場合と「予想できない」場合の家計行動の相違を考慮する。すなわち、一般物価の変化方向と変化幅についてはコンセンサス的な予想が成立しやすいが、資産価格についてはそうでないも

のと考える。貯蓄・消費行動は異時点間の資源配分であるから、予想される価格変動は、これに影響を与える可能性が高い。一方、予想されない価格変動の影響は比較的に小さいであろう。したがって、一般物価変動の影響 $(p_a A/p)/p$ と資産価格の変動のそれ $(p_a A)/p$ の両方を考慮する場合と、前者のみを考慮する場合の2つを考える。

## 3. 実証結果

### (1) 使用データと計算方法

使用したデータは、日本については国民経済計算年報（内閣府経済社会総合研究所）、アメリカについてはFlow of Funds Account (Federal Reserve Board) および、National Income and Product Account (Bureau of Economic Analysis, Department of Commerce) から得た。すべて暦年ベースである。

日本については、一般物価 $p$ は「家計最終消費支出デフレーター」の年末値<sup>2)</sup>、家計の純資産額 $p_a A$ は期末貸借対照表勘定の「金融資産」－「負債」、資産の保有利得は調整勘定から得た。アメリカについても、一般物価 $p$ は“Personal Consumption Expenditure”のデフレーター年末値、家計の純資産額 $p_a A$ は“Total Financial Assets”－“Total Liabilities”とし、保有利得はFlow of Funds Accountの残高変化と取引額の差として計算した<sup>3)</sup>。

これらから、(1)式の各項の計算方法は次のとおりである。下付の-1で前年を表すものとして、

$$p_a A \frac{\dot{p}}{p} \sim \frac{(p_a A)_{-1} + p_a A}{2} \cdot \frac{p - p_{-1}}{p_{-1}} \quad (2)$$

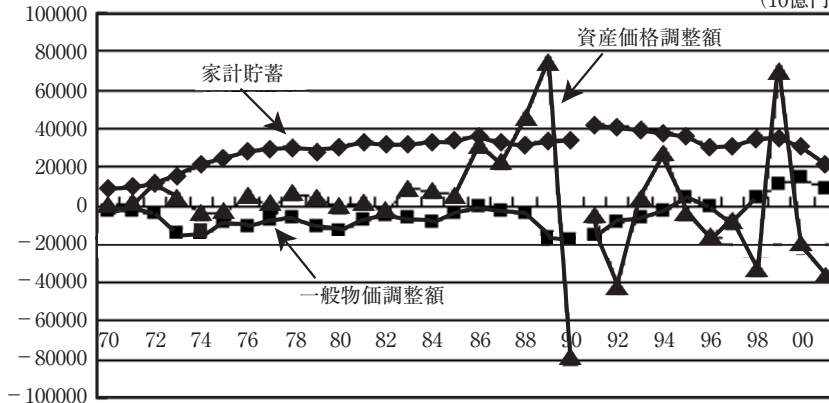
と近似する。(2)式は、純金融資産の平均残高に一般物価水準の年間の変化率を乗ずることを意味している。また、

$$\dot{p}_a A = \text{保有利得}$$

は自明である。

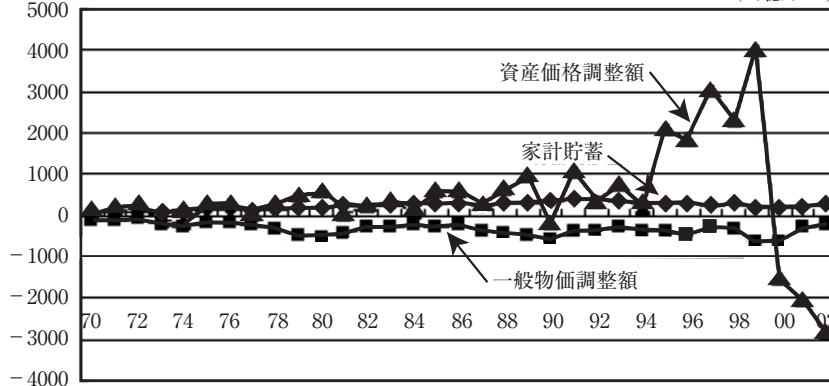
図表-1 価格変動による影響の規模(日本)

(10億円)



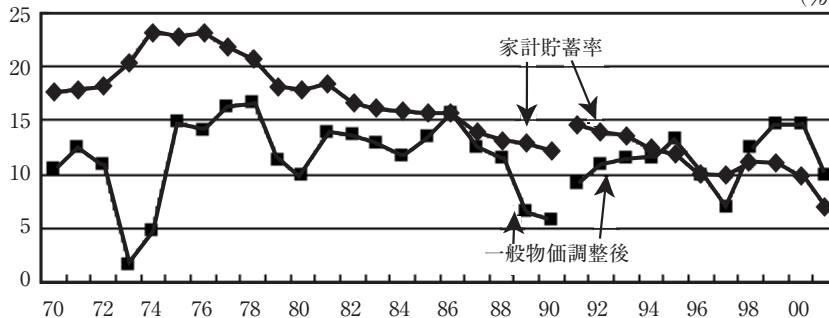
図表-2 価格変動による影響の規模(アメリカ)

(10億ドル)



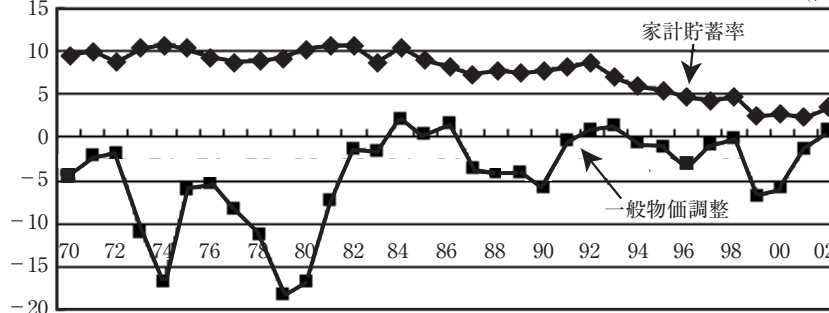
図表-3 家計貯蓄率と一般物価水準調整後の家計貯蓄率(日本)

(%)



図表-4 家計貯蓄率と一般物価水準調整後の家計貯蓄率(アメリカ)

(%)



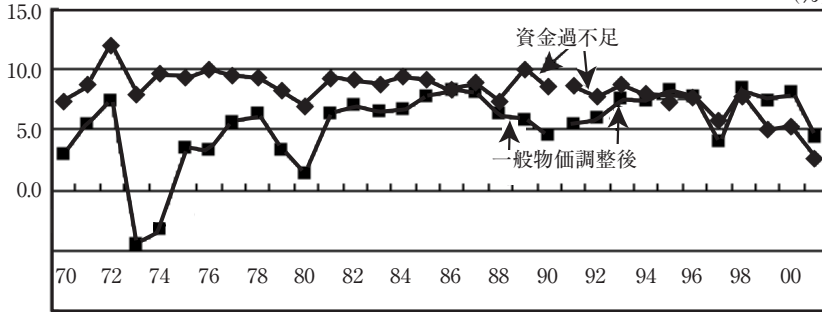
また、貯蓄率などについては、(1)式に  $p$  を乗じて名目概念に直した  $\dot{p}a A - p a A$  ( $\dot{p}/p$ ) +  $S$  を可処分所得で除すことなどによって得る。

(2) 計算結果

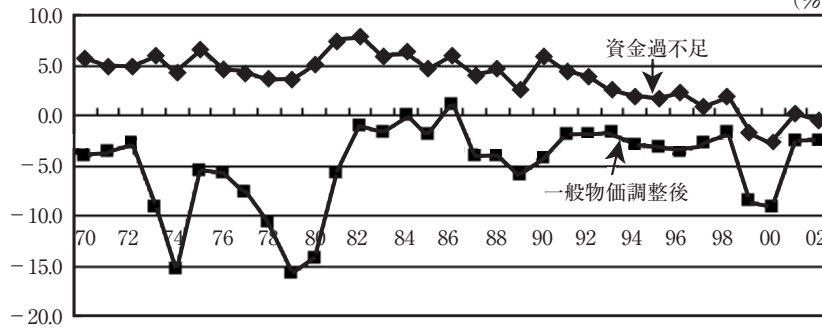
図表-1 および図表-2 は、日本とアメリカの家計について実質会計を適用する場合の、価格変動による調整額を名目の家計貯蓄と比較するものである。一般物価水準の変動による調整額も貯蓄に比べて無視できる大きさではないが、資産価格変動による調整額は、特定の時期にはるかに大きな影響を与えていることがみてとれる。日本については、バブルの発生と崩壊期および90年代末の金融システム動揺期に資産価格(主として株価)の影響がとくに大きく、アメリカについては、90年代後半以降に日本のバブル期と同様の現象がみられる。

図表-3 には、一般物価水準による調整のみを行った日本の家計貯蓄率とSNAの貯蓄率が示されてい

図表-5 家計資金過不足と一般物価水準調整後の家計資金過不足(日本,GDP比) (%)



図表-6 家計資金過不足と一般物価水準調整後の家計資金過不足(アメリカ,GDP比) (%)



る。90年までは68年SNA、91年以降は93年SNAによっているため、90年に断層があるが、家計貯蓄率の低下トレンドは明らかである。ただし、2001年の急低下には飯塚（2003）が指摘する特殊要因<sup>4)</sup>がある。

SNAの貯蓄率は73年から78年の6年間、20%を上回ったが、実質貯蓄率でみると、大インフレ期の73年と74年にはそれぞれ2.5%、4.5%と急降下していたことになる。75年から78年の間は、SNA貯蓄率が高止まりする中で物価も安定化したことから実質貯蓄率も高まったが、これは大インフレ期に名目所得が急増することによって低下してしまった金融資産と可処分所得の比率を回復する行動であったと理解できる。実際、図表-5にみられるように、73年、74年の両年には一般物価水準調整後の家計の実質資金過不足はマイナスとなっており、このベースでは実質純金融資産の絶対額が減少したことになる。

90年代後半には、逆に、低下する物価が資産残高の実質価値を引き上げ、実質貯蓄を増加さ

せた。資産残高の可処分所得に対する割合が高まったため、わずかの物価の下落が、かなりの実質貯蓄の増加要因となった。この結果、一般物価水準調整後の実質貯蓄率は、SNAの貯蓄率と異なって低下トレンドを示していない。実質貯蓄率は、変動は大きいだが、過去30年間、ほぼ一定の水準を上下してきたといえる。

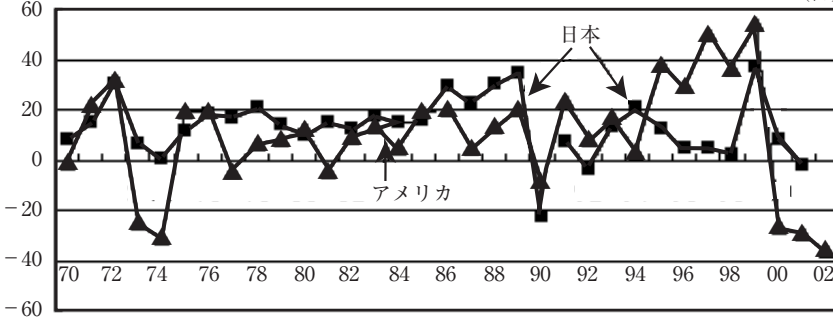
図表-4は、同じくアメリカの家計について、SNAの貯蓄率と一般物価水準調整後の実質貯蓄率を示

している。アメリカにおいても、日本と同様に、SNA貯蓄率の長期的な低下トレンドが観察される。全期間を通ずると、アメリカの貯蓄率は日本よりもかなり低いため、一般物価水準による調整を行うと、ほとんどの年でマイナスとなり、プラスの場合もきわめて小さい。

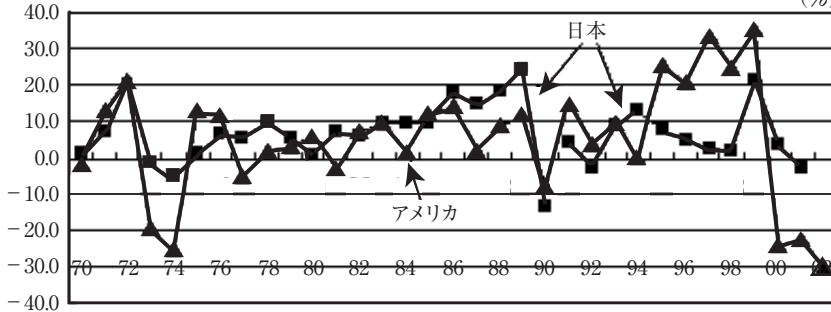
図表-5および図表-6は、一般物価水準の変動のみを考慮して実質化した家計の資金過不足をGDP比で示すものである。日本の家計の資金過不足は、SNAではやはり低下トレンドがあるが、一般物価水準調整によりトレンドがなくなり、大インフレ期の2年を除くと、一貫して資金余剰のポジションにあった。これに対しアメリカでは、SNAの資金過不足の余剰幅が比較的に小さく、しかも低下トレンドがある。一般物価水準による調整を行うと、84年と86年のわずかのプラスを除けば、アメリカの家計は一貫して資金不足の状態にあったことになる。

図表-7および図表-8は、一般物価水準の変動に加えて、資産価格の変動も考慮した実質会計

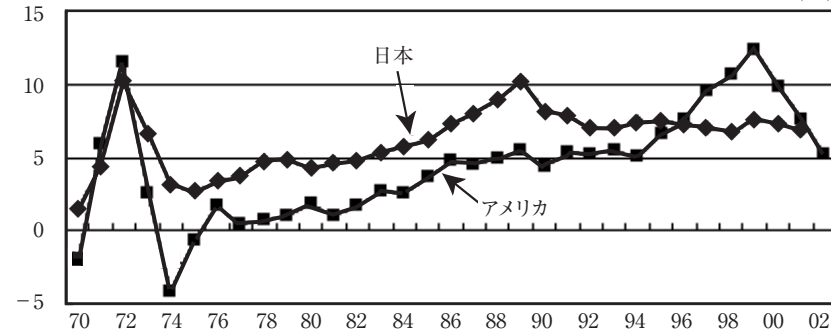
図表-7 一般物価水準および資産価格変動調整後の家計貯蓄率 (%)



図表-8 一般物価水準および資産価格変動調整後の家計資金過不足 (GDP比) (%)



図表-9 一般物価水準および資産価格変動調整後の家計資金過不足 (累積, GDP比) (%)



家計の実質貯蓄および資金過不足は株価の上昇によってのみ資金余剰主体の地位を確保することが可能であったことを意味する。

図表-9 は70年を起点として、図表-8の実質資金過不足を累計し、同じく累計したGDPとの比をとることにより、家計の資金ポジションのマクロ的なインパクトを経年的にみようとするものである。これによると、日本の家計は累積ベースで黒字で推移しており、安定的な資金供給者としての役割を果たしてきたと考えられる。一方、アメリカの家計の資金供給主体としての役割は相対的に小さく、90年代後半に資金超過幅を拡大したものの、2000年代には株価の下落により、再びその役割を縮小したものと考えられる。

を適用して求めた実質貯蓄率と実質資金過不足のGDP比をそれぞれ示すものである。このベースでも、日本の家計の実質貯蓄および資金過不足は、いくつかの年を除いて、基本的には黒字を維持している。また、変動は大きいものの、明確なトレンドは認められない。

これに対し、アメリカの実質貯蓄および資金過不足は、資産価格の変動を調整してはじめて、大半の年で黒字となる。このことは、アメリカの

#### 4. 結論

日本の家計貯蓄率の近年の急低下が、日本経済の将来に対する懸念を投げかけつつある中において、本論は、実質会計の考え方を家計の資産蓄積行動に適用することによって、家計貯蓄率の動向に関して代替的な見方がありうることを示

した。また、アメリカの家計との比較を行うことによって、日本の家計の貯蓄行動の特徴を明らかにすることも試みた。

最近の日本の家計貯蓄率の急低下は、長期的には人口の高齢化を背景とし、短期的にも景気低迷のなかでの消費水準の確保の必要性による消費性向の上昇の裏返しという側面があると指摘されている。本論も、これらの一般的な見方を否定するものではない。しかし、最近の家計の消費・貯蓄行動が、厳しい経済環境によって余儀なくされたとみるばかりでは、十分な理解とはいえないと考える。本論のポイントは、実質会計という新たな視点からは、過去30年の間、家計の行動に大きな変化はみられないという点にある。最近年のSNAの貯蓄率の低下も、低下に転じた物価動向がもたらしたものであり、実質純金融資産残高の維持という観点からは、過去のパターンから大きく離れるものでないとするれば、デフレーションの解消とともに貯蓄率が回復することも期待できるのではないだろうか。

また、本論においては、過去の日本における家計の資金供給主体としての役割が、アメリカの家計のそれに比べて大きく、かつ安定的であったことを示した。このことが、少なくとも80年代までの日本の相対的に大きな資本形成を支えてきたことに間違いはないであろう。この点からも、今後の日本経済の成長にとって、ある程度の貯蓄水準を維持することは不可欠であると考えられる。

本論は、日本の家計貯蓄率について、過度に悲観的になる必要はないとする一つの論拠を提示した。ただし、本論のようにマクロ的な分析では、十分な証拠を提供するには限界がある。この問題への可能な限りのミクロ的の接近が今後の課題である。

注

1) 土地の価格変動による資産額の変化の最大値は268兆円(87年)であり、家計貯蓄の規模を大きく上回る。

このため、実質有形資産の変動により調整した系列は、家計貯蓄とほとんど無関係となる。

- 2) 当該年第4四半期と翌年第1四半期の平均とした。
- 3) Flow of Funds Account of Households and Nonprofit Organizations (1) のL100から残高の変化を求め、これからF.100の取引額を差し引いた。
- 4) 2001年には郵便貯金の定額預金が大量満期を迎えたが、この預金の利子はSNAの発生主義の原則から預け入れ期間全体に記録される一方、利子所得への課税は満期の年に集中して記録された。可処分所得が実際の手取り所得よりも小さく推計されたため、これから消費を差し引いた貯蓄が過小に推計されたとされる。

文献

- 飯塚信夫, 2003, 「日米の貯蓄率は、本当に「急接近した」か」『JCER研究員レポート』日本経済研究センター, No.10.
- 武藤博道, 1989, 「資産価格変動と家計消費」『日本経済研究』18: 60-75.
- Boskin, Michael J., 1987, "Concepts and Measures of Federal Deficits and Debt and Their Impact on Economic Activity," *NBER Working Paper*, No. 2332.
- Buiter, Willem H., 1983, "Measurement of the Public Sector Deficit and Its Implications for Policy Evaluation and Design," *IMF Staff Papers*, 30(2): 306-349.
- Eisner, R. and P. J. Pieper, 1984, "A New View of the Federal Debt and Budget Deficits," *American Economic Review*, 74(1): 11-29.
- Eisner, Robert, 1984, "Which Budget Deficit? Some Issues of Measurement and Their Implications," *American Economic Review*, 74(2): 138-143.
- Patterson, K. D. and M. J. Stephenson, 1988, "Stock-Flow Consistent Accounting: A Macro Economic Perspective," *Economic Journal*, 98: 787-800.
- Siegel, Jeremy J., 1979, "Inflation-Induced Distortions in Government and Private Saving Statistics," *Review of Economics and Statistics*, 61: 83-90

(2003年10月6日掲載決定)

なかむら・よういち 法政大学工学部教授。主な著書に『SNA統計入門』(日本経済新聞社, 1999年)。応用マクロ経済学、国民経済計算論専攻。  
(yoichin@k.hosei.ac.jp)