

『英国の個人貯蓄』

NLI International Limited  
(ロンドン) ジョン・ドー

要 約

貯蓄率はこれまで、個人資産に大いに依存していると見られている。個人の資産全体のおよそ半分は不動産関係であり、住宅建設市場の動向が唯一の最も重要な貯蓄率の決定要因である。住宅建設市場自体は、長期にわたる保守政権のもとでの金融規制の緩和と経済的繁栄によって活況を呈してきたが、最近では、住宅ローン金利軽減措置の圧縮や金融の引締めによって水を差された。その結果、1980年代には全般的に下降基調にあった貯蓄率は、現在上昇しつつある。

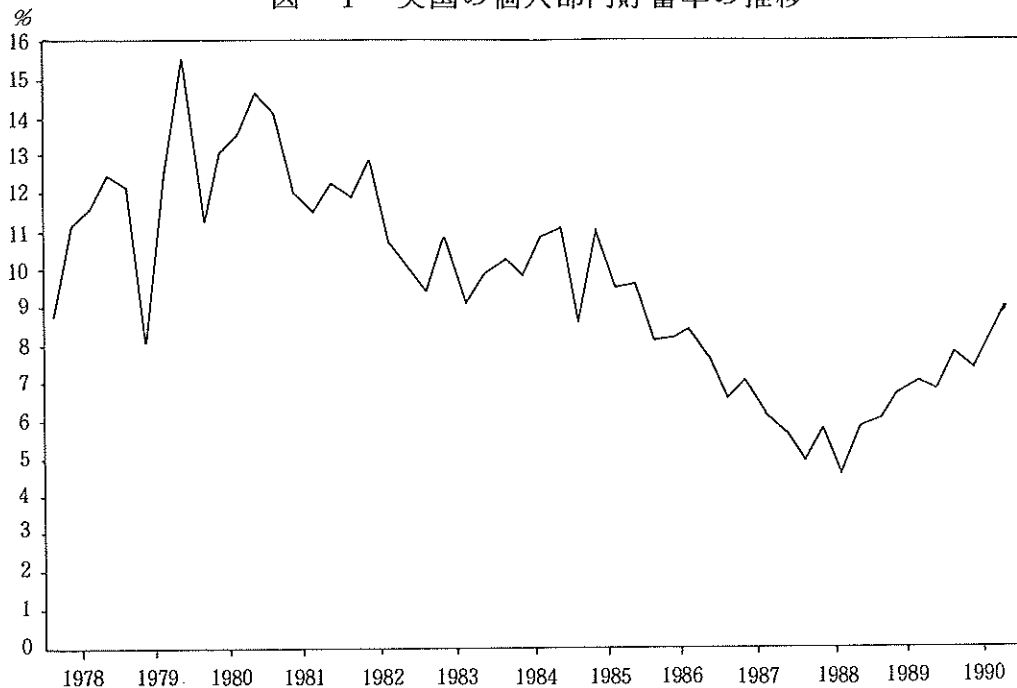
貯蓄率の低下がもたらした主な経済的影響は、経常収支赤字の拡大である。また、超過需要が、インフレの一層の高進につながった。しかし、最近の貯蓄率の回復に伴い、これらの傾向は逆方向へ戻り始めている。

貯蓄率はさらに上昇へ向かうというのが、当面の見通しである。経済は、より深い景気後退に向かって落ち込んでいる。EMS（欧州通貨制度）の為替レート制度に加わったことが大幅な金融政策の緩和を妨げている。こうした状況のもとでは、住宅市場は、金額ベースでは回復の徴候がいくつか見えるが、所得との対比、あるいは一般物価水準との対比で上昇する可能性は少ないようである。当面、貯蓄に関する予備的動機が、強い状況が続こう。

英国の個人部門貯蓄率（以下、「貯蓄率」という）は、1980年代に著しく低下し、1979年10～12月期の15.6%から、1988年7～9月期には4.5%にまで低下した。しかしそれ以降は大幅に回復し1990年7～9月期には、8.8%にまで達している（図-1）。

本レポートでは、こうした貯蓄率の動きが広く経済に及ぼした影響、その原因となった様々な要因、及び最近の貯蓄率回復傾向の今後の持続性について述べたい。

図-1 英国の個人部門貯蓄率の推移



(資料) 英国中央統計局「Economic Trends」

### 貯蓄率

経済の各部門（そしてまた経済全体についても）において、貯蓄は当期の所得と消費との差額として定義される。言い方を変えれば貯蓄は、当期の所得のうち、当期の財・サービスに支出されなかった部分である。

$$\text{貯蓄} = \text{所得} - \text{消費} \dots\dots\dots (1)$$

従って、個人部門において貯蓄とは、個人の可処分所得総額と消費支出総額の差額と定義される。貯蓄率は、この貯蓄額の個人の可処分所得総額に対する割合である。

所得支出勘定により貯蓄率を定義することができるが、そこからは、貯蓄がどのような形で持たれたのか、またそれがいかにして発生したかについては、ほとんどわからない。これらを知るためには、個人部門の資本勘定と金融勘定を分析する必要がある（表-1）。

表-1 個人部門の諸勘定

所得・支出勘定	資本勘定	金融勘定
税引前所得		
- 所得からの諸控除		
個人可処分所得		
個人可処分所得		
- 消費支出		住宅購入のための借入
貯蓄	貯蓄	銀行借入
	+ 資本移転	+ 消費者信用
	受取額（収入）合計	+ その他の借入、住宅ローン
		金融負債増額
	固定資本形成	
	+ 在庫品増加	流動資産
	+ 資本に対する税	+ 英国政府債（国債）
	+ 資本移転	+ その他の公債
	支出額合計	+ 社債
		生命保険と年金基金
	受取額合計	金融資産増額
	- 支出額合計	
	資金過不足額	資金過不足額
		+ 金融負債増額
		- 金融資産の増額
		調整項目

資本勘定、金融勘定とで資金過不足額は一致する。また、表-1の「資本勘定」のうち、「固定資本形成+在庫品増加」を「投資額」と置きかえ、「金融勘定」うち「金融負債の増額」を「借入額」と置きかえると次式を得る。

$$\begin{aligned} & \text{貯蓄額} + \text{資本移転額（純受取額）} - \text{投資額} \\ & = \text{調整項目} + \text{金融資産増額} - \text{金融負債増額} \end{aligned}$$

さらに、「調整項目」をゼロとし、金額の小さい「資本移転額」を捨象すると、以下のようなになる。

$$\text{貯蓄額} = \text{金融資産増加額} + \text{投資額} - \text{金融負債増額} \quad \dots\dots\dots (2)$$

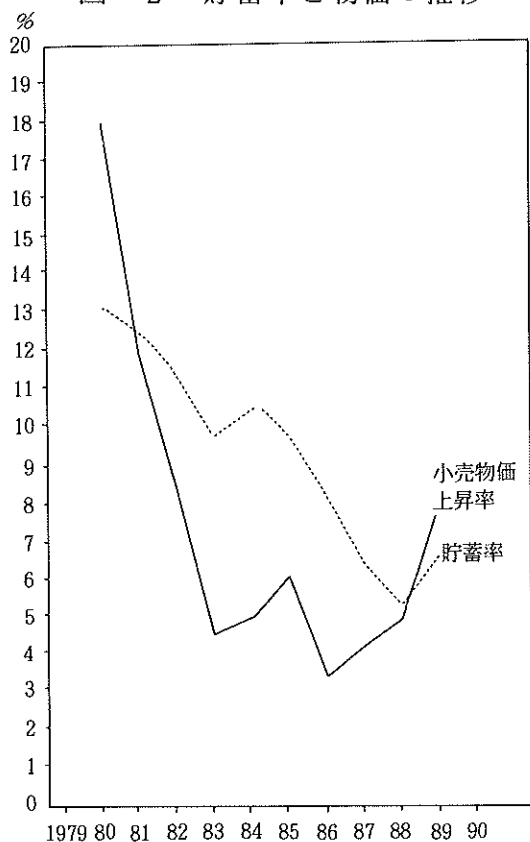
この方程式は、容易に理解できる。即ち、貯蓄は銀行預金を増やしたり、株式を購入するために使うことができる。また住宅購入資金として使うことができるし、借金を減らすことができる。

### 貯蓄の適切さ

貯蓄率は、個人部門における所得の支出に対する超過の程度を表す尺度であり、本質的には、経済における消費を示している。貯蓄率における変動は、その裏側の消費性向の変動であり、そのことは需要水準に直接的な影響を及ぼし、さらに、間接的に

ではあるが、インフレ率に対して影響を及ぼすであろう。図-2は、貯蓄率と小売物価（消費者物価に相当）上昇率でみたインフレ率との関係を示したものである。

図-2 貯蓄率と物価の推移



(資料) 英国中央統計局「Economic Trends」

ここでの結果は明瞭なものではないが、需要とインフレとの間に存在するタイムラグを考慮すると、通説のように1980年代における貯蓄率低下が、1986年以降のインフレ率の上昇の一因であったと思われる。最近、インフレ率が低下しており、このことが1988年以降の貯蓄率の上昇にもよっているとみられることは、こうした見解をさらに支持するものである。

(経済全体における)貯蓄水準が取引状況に及ぼす影響は、貯蓄率がインフレ率に及ぼす影響よりも、理論的にはより直接的である。

この見解の基礎は、比較的単純である。資本勘定から、次のことが言える。

#### 貯蓄－投資＝資本過不足

一般的に、この式は経済のすべての部門、即ち、政府部門、企業部門、個人部門及び海外部門に当てはまる。しかし、経済全体では、資本過不足はゼロにならなければならない。言い換えると、国内部門の資金過不足総額は、海外部門の黒字または赤字となって海外部門から調達されなければならないわけである。これは、国際収支表における経常収支勘定である。

従って、経済全体については、以下の等式が成り立つ。

$$\text{貯蓄} - \text{投資} = \text{経常収支}$$

従って、経常収支が悪化するのには、貯蓄水準が低下するか（即ち、消費が増大するか）あるいは投資水準が上昇する場合だけである。これは以下に述べる事実により明瞭である（図-3、4）。

図-3 投資、貯蓄、経常収支の推移

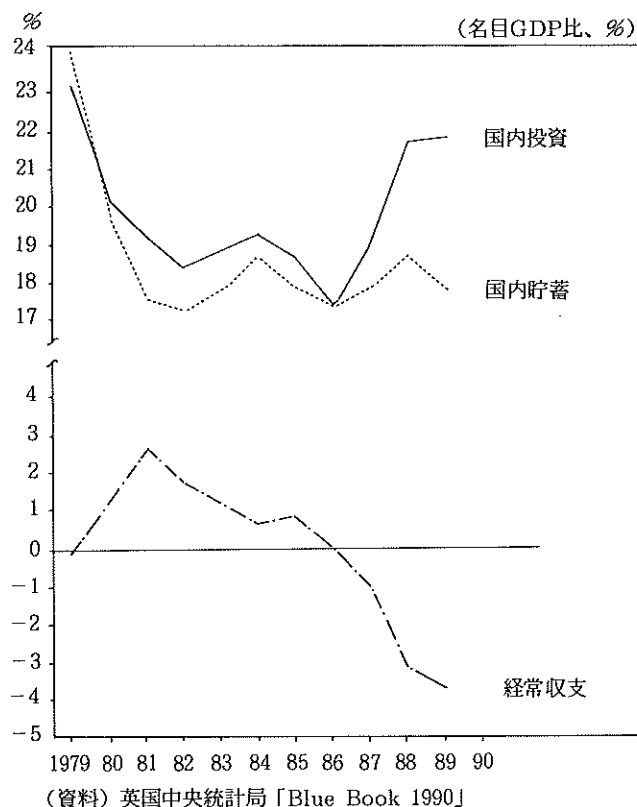
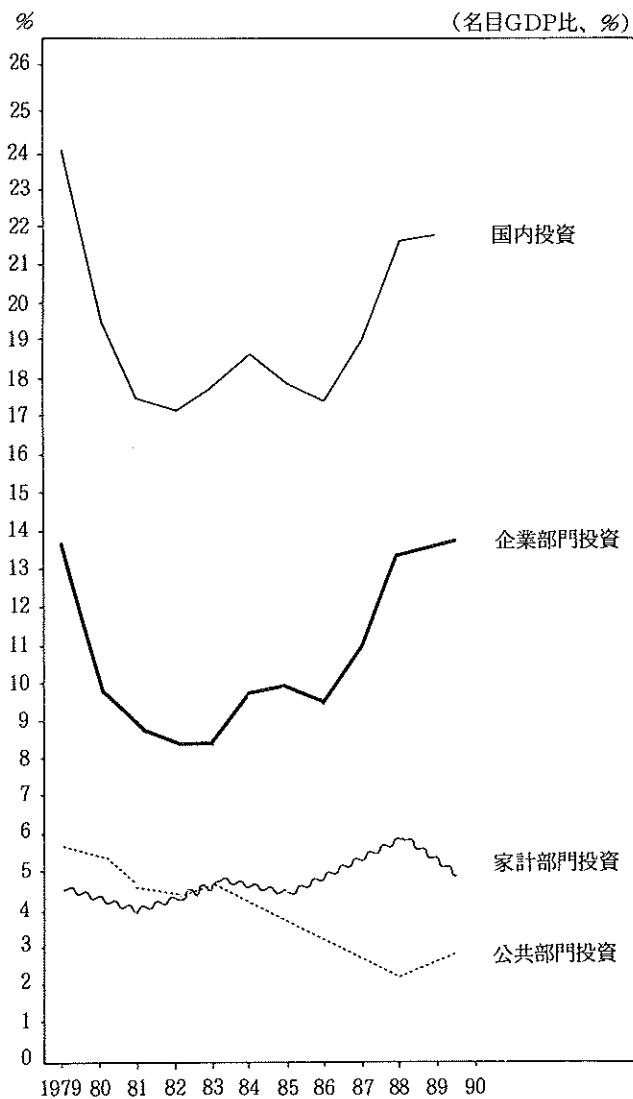


図-3より、1980年代に、経常収支が赤字化した主な要因が、特に、1986年以降の投資の急激な増大であったことがわかる。しかし、その原因が、投資の拡大にあわせて貯蓄が伸びなかったことにあると言っても間違いではない。国際比較において、英国の投資水準が依然として低いことを考慮すると、この見方は一層有益であると判断できる。確かに、経常収支赤字の改善が、投資の減少よりもむしろ貯蓄の伸びによってもたらされる方が、好ましいことであろう。

国レベルでの貯蓄及び投資の変化により、国内のあらゆる部門で同様の変化が起きる可能性がある。

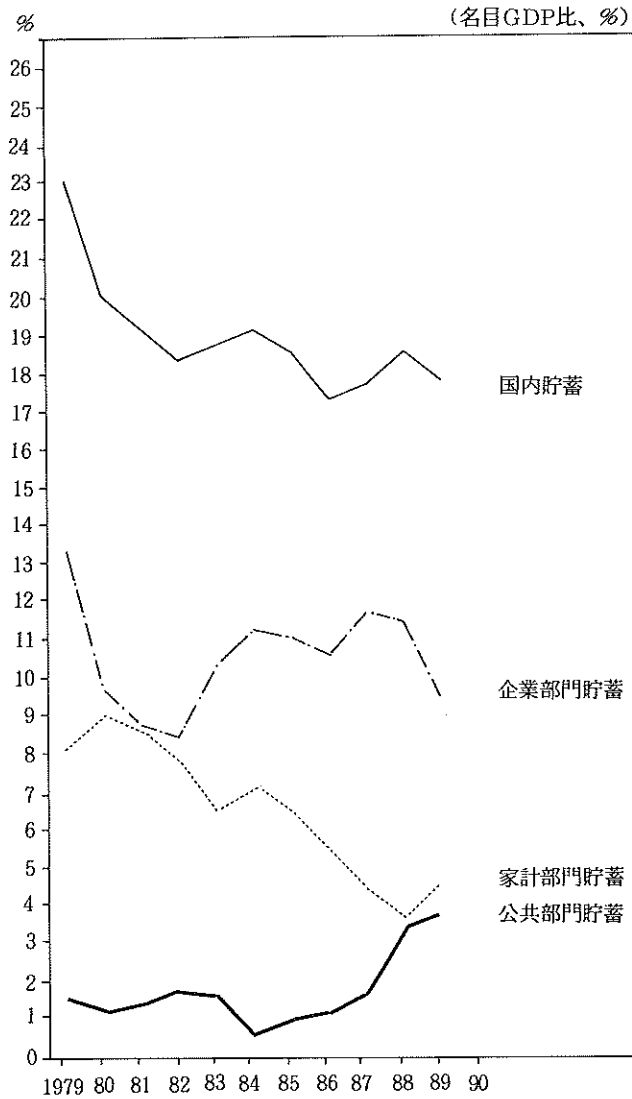
図-4より、投資の急増はほとんど企業部門で発生したことがわかる。これは、期待してきた通りの結果である。図-5から明らかのように、1980年代における個人貯蓄の持続的、大幅な低下がなかったならば、インフレ率とともに貯蓄も増加したであろう。従って、経常収支赤字改善のカギを握るのは貯蓄率そのものなのである。国の貯蓄は政府部門の貯蓄の増加によって、より速くかつ効率的に増加し得ることは一般に認められていることではあるが、それが長期的な視点に立った解決策でないことは明らかである。

図-4 国内各部門における投資の推移



(資料) 英国中央統計局「Blue Book 1990」

図-5 国内各部門における貯蓄の推移



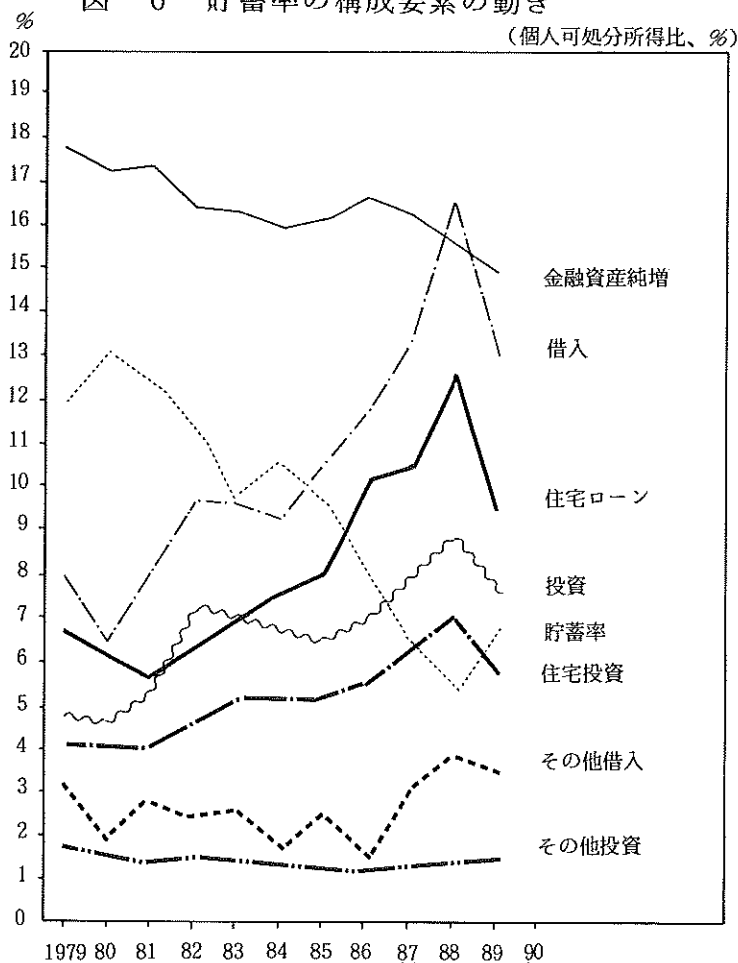
(資料) 英国中央統計局「Blue Book 1990」

### 貯蓄率の低下 (1980~1988年)

図-1は、1980年から1988年にかけて、貯蓄率がほぼ一貫して低下したことを示している。1980年以前においては、貯蓄率はゆるやかに上昇しており1960年代は平均8.5%であったものが1970年代は平均10%となっていた。

貯蓄率の低下という基調変化を予想する者は誰もいなかった。既存のマクロ経済モデルは、この点に関して十分なフォローができなかった。その結果、是正措置はとられず、貯蓄率の低下は、経済にマイナスの影響を及ぼし、経常収支は赤字に追い込まれ、インフレ率を高めることになってしまった。ある程度の説明がこれでできよう。

図-6 貯蓄率の構成要素の動き



(資料) 英国中央統計局「Blue Book 1990」

図-6では、前述の等式(2)により、貯蓄率を幾つかの要素に分解している。借入及び投資については、住宅関連分を分離・独立させている。この図から、1980年代全般にわたって可処分所得に対する金融資産純増額の比率が低下傾向にあったことがわかる。貯蓄率に対するこの変化の影響は、可処分所得に対する投資の増加（但し、必ずしも関連はない）によって相殺された形になっている。しかし、貯蓄率の低下の主因が借入の急激な増加であったことは明らかである。この借入は、1980年から1988年にかけて2倍以上に膨れ上がったが、増加した借入のほとんどは、住宅購入のためのものだったようである。住宅購入は投資の一形態であるので、住宅を購入するための資金

を借りるプロセスは、本来、貯蓄率に何ら影響を及ぼさないはずである。しかし、住宅購入のための借入と住宅投資額との間にギャップがあることから、（表向きは住宅購入のために）借りた資金のすべてが住宅に投資されたわけではなかったことがわかる。事実、その資金は単に消費されただけであり、消費支出が大幅に増加した要因がここにあることがわかる。住宅購入のための借入が消費支出にまわされるプロセスは、「資本の取崩し」として知られている。

1980年代における金融市場の自由化は、この動きを大いに推進した。特に、1980年6月の補足特別預金制度の廃止により、それまでは住宅金融組合がほとんど独占的に支配していた分野である住宅抵当証券（または住宅ローン）市場への銀行部門の参入が可能になった。〔補足特別預金制度（「コルセット」と呼ばれる）は、信用供与規制の一つの形態で銀行の債務のあまりにも急速な増大を規制した。〕住宅購入のための信用供与を著しく増加させたのみならず、銀行と住宅金融組合との間の競争により、信用供与の条件も著しく緩和された。これが、図-6で示されているように1980年以降の住宅購入のための借入が爆発的に増加した理由の一つである。

以上、本当の貯蓄率の決定要因についてはほとんど述べてこなかった。前述の住宅

抵当証券（または住宅ローン）市場の規制緩和によって、資本の取崩し及びそれによる貯蓄率の低下の可能性は大いに高まるわけであるが、この規制緩和自体がその直接の原因ではない。

個人部門がその貯蓄を増加又は減少させる理由は一体何か。もっとも基本的な見方によれば、貯蓄性向は、収入の変動が避けられない中で、一生を通じて消費の水準をいつもある一定のところに維持したいという欲望によって決定されているということである。具体的に言うと、これは、予期せぬ事態に備えて貯蓄しておきたいという願望だけでなく、所得が当然減少する退職の時に備えて貯蓄する必要があることを言っている。

退職に備える貯蓄が貯蓄率の変化に及ぼす影響は小さいことが知られている。たとえば、人口の高齢化が始まり、負の貯蓄を行う退職者の割合が増加することによって貯蓄が減少するとしても、この影響は大きくはないし、またその他の人口動態の変化も同様に大きくはない。

過去の事実からは、貯蓄率の変化に大きな影響を及ぼしてきたのは、いわゆる、予備的動機に基づく貯蓄であることが示唆されるようである。

- 予備動機に基づく貯蓄の水準を決定する主な要因は2つある。即ち、
- 将来の可処分所得の「水準」と「確実性・信頼性」についての期待
  - 金融資産及び実物資産の価値の所得に対する割合（「資産効果」）

1980年代全般にわたり政権及び政府の政策には一貫性があった。税率は徐々に引き下げられ、インフレ率は低下し（少なくとも1988年までは）、経済は力強く成長した。サッチャー前首相の下で、英国は黄金時代に突入したようだった。不確実性は減少し、将来の展望は楽観的であり、このため実質可処分所得の今後の増加は確実なように思えた。このような状況下では、予備的動機から貯蓄をする必要性は減じており、この事実、貯蓄率が低下したことと整合的と思われる。

同様に、1980年代全般にわたり金融資産と実物資産の実質的価値は著しく増加した。一般に、①個人は自分の実質的な資産価値の程度を認識している②そして一度満足すべき水準に到達すると、それ以上に資産が増加した場合は、貯蓄を犠牲にして所得の中から消費に向ける分を増加させるようになる——と想定される。反対に、例えば、インフレ率が高止まりするか、又は上昇することによって、実質資産が目減りした場合には、貯蓄の増加につながるようである。このように、1970年代の後半には、インフレの悪化につれて貯蓄率が上昇したのに対して、1980年代には、インフレ率の低下とともに貯蓄率が低下したのである。

しかし、インフレの収束は、1980年代の実質的な資産価値の上昇をもたらした原因の一つに過ぎない。資産の価格自体もまた極めて大幅な上昇を示した。この主な理由



は、保守党政権下における経済についての全般的な見通しが改善に向かうと受け取られたこととともに、金利が概して低かったことである。1980年代を通じて金利が下がり続けたわけではないが、金利が上昇した期間は、基本的なこの傾向から逸脱した時期であると考えられた。住宅建設市場に限らず、金融面の規制緩和もまた、信用の供与を容易にし、資産価格インフレを促進した。しかし、その影響をもっとも強く受けたのは住宅建設市場であった。1981年から1988年にかけて、新築住宅の平均価格は、ほぼ150%上昇した。一方、同じ期間の小売物価の上昇は約50%であった。比較的多くが持家世帯であるので（1986年で62%）、国全体で広範囲にわたり資産価値の増加が生じた。

金利は、貯蓄率又は消費に対して直接的な影響は及ぼさないことに注目するのは重要である。このことは、金利の上昇が借入を抑制し、貯蓄を促進するという従来からの考え方に多少反している。大蔵省によると、金利が消費支出に影響を及ぼすメカニズムには、次のような3つがある。

- 1) 借入れのコストに対して貯蓄の利回りを調整することによるもの
- 2) 資産価値を変化させ資産効果を通じて、消費支出に影響するもの
- 3) 預金者から借手に、又は借手から預金者に所得を再配分することによるもの

オックスフォード大学のミュエルバウアー&マーフィーは、「英国の個人貯蓄はなぜ崩壊したのか？」（CSFB 1989年7月）において、これらのメカニズムの中の最初のもの（クレジットで苦しんでいる世帯による耐久消費財への支出（この英国全体の消費支出に占める割合は非常に小さい）の場合を除いては、ごくわずかなものであることを示している。三番目のメカニズムの影響もまた、わずかなものである。

消費及び貯蓄率を決定する極めて重要かつ直接的な要素は、これらのメカニズムの中の二番目のものである。

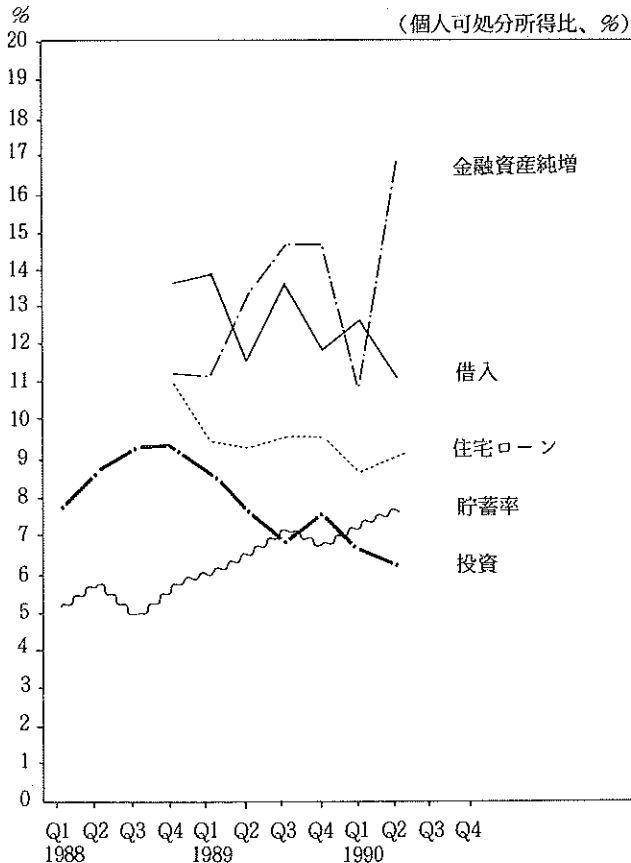
確かに、金利の水準は非常に重要なのであって、資産価値自体は、実質金利に強く依存している（1980年代の金利低下がなかったら、住宅の価格の前述のような上昇はなかったであろう）。しかし、金利の変化はそれ自体では、貯蓄率の変化にとっては必要条件でもないし、十分条件でもない。これに対して、資産価値の変化は必要かつ十分条件なのである。

その具体例を、毎日の生活の中に見出すことができる。即ち、金利が高いと、貯蓄の利回りも間違いなく上昇するが、そのことによって、将来受け取る所得も増加するので、高金利は貯蓄の必要性を少なくする。

## 貯蓄率の上昇（1988年～現在）

貯蓄率の低下は長期間続いてきたが、ついに、1988年7～9月期に4.5%の低水準の記録とともに終わりを告げた。その後貯蓄率は着実に上昇してきている。1990年の7～9月期には、貯蓄率は8.8%に達し、2年前の水準に比べほぼ2倍になった。貯蓄率はずっと上昇基調を持続してきたようである。

図-7 貯蓄率の構成要素の動き



(資料) 英国中央統計局「Economic Trends」

イングランド銀行「Bank of England Quarterly Bulletin」

図-7は、前述の(2)式に示された貯蓄率の構成要素を示している。ごく最近の四半期データについては、かなりの改定の可能性があるが、解釈には十分な注意を払う必要がある。これによれば貯蓄率の上昇は、金融資産の純増額の増加、投資及び借入の減少によるものである。借入の中では、住宅購入資金の借入減が最も重要な要素である。

1980年から1988年にかけての貯蓄率低下についての分析結果が、その後の回復についての説明にも利用できる。これまで住宅建設市場の活況が、貯蓄率の低下の主な原因であると指摘されてきた。しかし、この活況は、住宅ローンの金利軽減措置の利用が大幅に制限された1988年の8月に突然止まった。それ以前は、一軒の住宅の購入に際して、たとえば夫と妻という風に複数の

共同購入とすれば、複数の名義人がそれぞれ住宅ローン金利軽減措置をまるまる受けることができたが、この制限によって名義人単位ではなく、住宅1戸毎に適用されることになった。このため、持家取得に際して比較的低い金利の購入資金を調達することが非常に困難になった。影響は直ちにすべての価格帯に波及し、まもなく、住宅価格は下がり始めた。1988年の夏頃には、時を同じくして、基準貸出金利がはっきりと上昇し始めていた。このため、住宅建設市場の低迷はさらに追い打ちをかけられた形となった。すなわち、住宅ローンの利用が困難になっただけでなく、そのコスト（金利）もまた上昇したのである。

他の商品に対する（また恐らくもっと重要なことであるが、所得に対する）このような住宅の価格の相対的な低下、そしてその結果としての資産全体の水準の低下により、貯蓄意欲が高まった。景気低迷の程度が明らかになるにつれて、（例えば、失業

率が上昇し始めたため) 将来受け取る所得の額もまた、不確定なものになった。このため、予備的動機に基づく貯蓄を増やそうとする思いが強まる傾向が生じた。

政府は、1987年頃までに貯蓄率の低下がもたらすマイナス面を認識するようになった。これに対して、政府は(株式市場の暴落で一時的に中止されていた政策であるが) 金利引き上げを開始し、また特に貯蓄を増やすことを目指した様々な財政措置を導入した。たとえば個人株主制度(Personal Equity Plan)や、より最近では、非課税税特別貯蓄口座(Tax Exempt Special Savings Account)などである。実際、1990年度予算を、大蔵大臣は「預金者のための予算」と発表した。残念なことに、そうした財政措置が直接、貯蓄を実際に増加させることを示唆する証拠はなにもない。それとは反対に、魅力のない利回りの金融資産から資金を引きあげさせ、既存の貯蓄の構成を変化させる傾向となっている。しかし、そのようにしてつくり出された「金融引締め」の状況は、将来の所得に対する期待感に好影響を与え、このメカニズムを通して貯蓄が促進されるかも知れない。

#### [参考文献]

- Dicks, G. (1990), "Is the world short of savings?", LBS economic outlook, July  
Franklin, M., Keating, G., Muellbauer, A. & Murphy, A. (1989), "Why has UK personal saving collapsed?", CSFB, July  
Godden, D. (1990), "The UK savings problem", CBI, July  
EEC (1990), "Saving, investment and real interest rates", analytical study, December