

「日本の貯蓄行動：サーベイと展望」

慶應義塾大学総合政策学部助教授 竹中 平蔵  
ニッセイ基礎研究所特別研究員

1. はじめに

「湾岸戦争」という一つの異常事態の終結を受けて、'90年代の日本の経済運営、さらには世界経済への展望といった、中長期的な視点にたった経済論議が活発化している。こうしたなかで、日本の消費・貯蓄行動（および投資行動）に対する関心が高まりをみせている。その理由の第一は、湾岸戦争によるアメリカの志気高揚と対日批判激化のなかで、日本の経常収支黒字（これは貯蓄・投資バランスによって決定される）が今後どのように推移するか、内外の注目を集めていることである。第二に、その一方で、東欧経済改革に基づく投資需要増や湾岸復興需要の発生などにより、貯蓄ソースとしての日本への期待が、世界的なレベルで高まりを見せている。またその他に、通貨切上げと国内賃金上昇によって成長率鈍化を余儀なくされつつあるアジアNIES等の立場からも、日本の貯蓄・投資バランス変化を通して日本のアブソーバー（需要吸収者）機能がいかに拡大して行くか、大きな関心がよせられている。

しかしながら、日本の貯蓄行動については、それがマクロ経済分析の中心的課題であるにもかかわらず、包括的な議論や分析は必ずしも充分になされてこなかった。とりわけ、人口高齢化、土地価格高騰等々、貯蓄決定に関係する諸要因がダイナミックな変化をみせているなかで、今後の動向を展望するのは困難な作業となっている。

そこで本稿では、これまで行なわれてきた日本の貯蓄行動に関する実証経済分析を可能な限り幅広くサーベイし、それらに基づき'90年代前半の貯蓄動向の展望を試みることにする。

〔竹中 平蔵氏の略歴〕

昭和26年生まれ。昭和48年一橋大学経済学部卒業後、日本開発銀行入行。以降、日本開発銀行設備投資研究所、ハーヴァード大学、ペンシルバニア大学研究員、大蔵省財政金融研究所主任研究官、大阪大学経済学部助教授、ハーヴァード大学客員准教授、国際経済研究所（IIE）客員フェロー（牛場フェロー）等を経て、現在、慶應義塾大学総合政策学部助教授、ニッセイ基礎研究所特別研究員。  
著書に「研究開発と設備投資の経済学」（東洋経済）、「対外不均衡のマクロ分析」（東洋経済）ほか、論文多数。

以下では、まず最初に、日本の貯蓄問題の今日的意識を論議し、次にその決定メカニズムおよび変動メカニズムに焦点をあてたサーベイを試みる。最後に、そこから導かれる'90年代前半の貯蓄動向を展望し、その政策的インプリケーションを議論する。

## 2. なぜいま、貯蓄問題か？

### (1) 日米経済摩擦の激化

湾岸戦争における日本の貢献（90億ドルの拠出等）をめぐっては、憲法上の制約、参院における与野党逆転現象等の条件をどのように考慮するかによって、いくつかの異なった評価が可能であろう。しかしいずれにせよ、現実の問題として、アメリカ社会における日本への風当たりが強まりつつあることが、様々に伝えられている。<sup>(注1)</sup>こうした状況は、戦争勝利によるアメリカの対外政策への自信回復と相俟って、今後、経済面で日本に対する要求姿勢を強硬なものにしてゆくことが予想される。また、アメリカ経済が不況色を強め、国内経済の悪化が深刻化すれば、保護主義の高まりを背景とした対日強硬姿勢は、より顕著なものとなってゆく危険がある。

さらに注目されるのは、湾岸戦争をきっかけとして世界の政治・経済におけるアメリカのプレゼンスが高まり、ここからドルの上昇傾向がみられていることである。円・ドルレートは、'89年1月に1ドル127.2円であったものが、2年後の'91年1月には133.9円に上昇している。アメリカでは、一般にドルが過大評価されると国内の保護主義が高まる傾向のあることが指摘されており、この面からも、対日経済攻勢の強まる<sup>(注2)</sup>ことが予想される。

以上のように、いくつかの条件から、1990年代前半の日米経済関係は、従来以上に緊張したものになることを覚悟しなければならない。こうした点から、日本自身の経常収支黒字が今後とも順調に縮少して行くか否か、重要な視点と言わねばならない。

ところで、よく知られている国民経済計算の定義式によれば、

$$(\text{民間貯蓄} - \text{民間投資}) = (\text{政府支出} - \text{税金}) + (\text{輸出等} - \text{輸入等})$$

即ち、民間部門の貯蓄超過は、事後的に財政赤字と海外経常余剰の和に等しくなる。したがって、経常収支が中期的にどのように変化しうるかの判断材料として、貯蓄の動向（および投資・政府バランス）がどのように変化するかが、重大な関心事となっているのである。

### (2) 世界の資金需要増大と日本の貯蓄

日本の貯蓄動向は、以上のような日本経済摩擦の高まりに加え、よりグローバルな経済運営という観点からも注目を集めている。世界の政治・経済構造の変化によって、追加的な資金需要が見込まれるなかであって、貯蓄供給者としての日本の役割が期待されているのである。

表一 1 世界の貯蓄、投資、財政赤字（1989年）

(10億ドル)

	民間貯蓄(1)	民間投資	中央政府赤字	経常収支
米国	835	796	150	- 111
日本	989	917	15	57
西ドイツ	319	255	11	53
以上計	2143	1968	176	- 1
他の先進国	1258	1172	180	-83
先進国計	3411	3140	356	-84
途上国	783	691	104	-12
世界計	4194	3831	459	-96(2)

(1) 残差として計算されているため、下位の政府（地方政府）のバランスを含んでいる。

(2) 世界合計の経常収支はゼロとなるべきであるが、統計上の不突合がある。

IMF WORKING PAPER "Economic Implications of German Unification for the Federal Republic and the Rest of the World" (September 1990) による。

(出所) 経済企画庁 (1990)

表一 1 は、世界の貯蓄・投資・財政赤字等のバランス（1989年）を要約したものである。これによると、日米独三ヶ国で世界の貯蓄の半分以上を占めるが、なかでも日本の貯蓄は最大であり、そのシェアは23.6%に達している。かつ日本は、西ドイツとともに中央政府赤字が小さいことから、(自国を含む)世界の投資資金の重要な供給者となっている。

世界的な資金需要増大がどの程度の規模となるか、不確定要因は大きいですが、例えばドイツ統合による追加的投資需要について、IMFは次のように計測している。現在、東ドイツの労働生産性は西ドイツの約三分の一である。そこで今後10年間で西ドイツの水準の約8割にまで生産性を引き上げることを前提とすると、東の労働生産性は毎年10%の成長を続けることが必要になる。これを可能にするためには、約1.2兆マルク（1990年価格）の固定資本投資が必要である。経済企画庁（1990）は、こうした計算を踏まえ、東ドイツおよびその他東欧諸国において、年平均1,440億ドルの追加的投資需要が発生すると推計している。

さらに、湾岸戦争後における同地域の復興需要も予想される。これについても、対象国の範囲、被害の程度等不確定要因が大きいですが、一般に5年間で1,000億ドル程度（年間200億ドル）<sup>(注3)</sup>との見込みが有力である。

また、SII（日米構造協議）合意および「公共投資基本計画」に基づく日本の430兆円（10年間）の公共投資実施も、世界的にみて追加投資需要をもたらす。先の経済

企画庁（1990）は、これによる追加需要を1991～95年間で1,800億ドルと見込んでいる。

以上、断片的な追加投資需要を積み上げるだけでも、年間2,000億ドル程度の規模に達し、貯蓄に対する世界的な需要拡大が見込まれている。加えて、3,000億ドルを上回る水準のアメリカ経済赤字がさらに拡大する懸念はないか、基本的な不安材料として残されたままである。こうした状況の下で、最大の貯蓄供給国である日本の貯蓄動向がどうなるか、世界的な高金利の再来を避け安定的な経済運営を行な上えからも、巾広い注目を集めているのである。

### 3. 消費・貯蓄行動：サーベイ

#### (1) 日本の貯蓄率は本当に高いのか？

日本は、先進工業国中最も貯蓄率の高い国として知られている。まず、貯蓄率の高さという事実の問題からはじめよう。

公表された国民所得統計によれば、日本の国民貯蓄率は、1988年32.3%となっている。この数値は、アメリカの貯蓄率14.6%と対比される。また、日本の数値は、発展途上のアジアNIESに属する諸国と比べてもあまり差がないほど高いものとなっている。国民の国民貯蓄率が高い最大の理由は、個人の貯蓄率が高いことである。日本の数値14.8%は、しばしばアメリカのそれ4.2%と対比されるものである。このような数値はすべて、日本が先進工業国としてはかなり特異な、高貯蓄率の国であることを示すものである。

しかし、日本の貯蓄率は果して本当にそんなに高いのかどうか、疑問視する意見もでてきている。日本の貯蓄が高いか低いかを論じる前に、まず「貯蓄とは何か？」を定義しなければならない。最も一般的な経済学上の定義は「貯蓄とは、将来の消費に対する請求権である」ということであろう。こうした前提に立つ場合、現実に統計上どのような項目を消費するかについては、いくつかの異なった見解（例えば耐久消費財支出は消費か投資（＝貯蓄）か等々）が存在しうる。

次に、貯蓄の国際比較にあたっては、公表された統計の定義およびカバレッチの相違にも留意を要する。例えば、アメリカのNational income and product accountsは、資本減耗（固定資本からのサービス・フロー消費分）を時価で適切に測っているが、一方で政府支出はすべて消費として取扱い、その結果、政府によって貯蓄された固定資産を無視することによって国民蓄積を過少評価してしまっている。これに対し、日本の新SNAは政府の固定資本形成を正しく投資として取扱っているが、資本減耗を時価ではなく簿価で評価している。

Hayashi（1986）は、日本の資本減耗をアメリカと同様に時価に基づいて再計算す

ることによって、日米貯蓄の厳密な比較を試みている。林氏は、さらに耐久消費財への支出を投資とみなし、政府の固定資本形成の取扱いを日米間で統一している。それによると、公表統計では10%ポイントある日米の家計貯蓄率のギャップは7%に、また国民貯蓄率のギャップ15%は5%へと、大幅に減少することが明らかになっている。

貯蓄率の日米比較には、他にBlades (1983) 等があるが、こうした一連の研究結果から、概ね次のような合意が得られている。

- ①日本の貯蓄率は、貯蓄をより厳密に定義すると、公表統計に示されているほどに高くはない。
- ②しかし、日本の貯蓄率は、どのような指標を用いても、依然どの先進工業国よりも大幅に高い水準にある。
- ③ただし、時系列的に見れば、日本の貯蓄率は低下傾向にある。とりわけ国民貯蓄の最も大きな源泉である家計貯蓄は、1970年代前半から上昇した後、'70年代後半から'80年代にかけて急激に低下した。

## (2) 日本の貯蓄はなぜ高い？

それでは、より重要な問題として、日本の高貯蓄の要因は何であろうか。

日本の高貯蓄は日本経済のパフォーマンスを特徴づける重要な現象であり、このメカニズムを解明するために多くの研究が行なわれてきた。にもかかわらず、日本の高貯蓄の真の要因は何かについて、エコノミストの間で合意は成立しておらず、こうした議論の混迷が、日本経済に対する海外からの理解を困難なものにする一つの要因ともなっている。日本の高貯蓄について唯一合意されているのは、次の2点である。第一に、高貯蓄はいくつかの要因が複合的に作用した結果生じたものであり、単独の説明変数を探すのは困難だ、ということである。そして第二に、高貯蓄に影響を与えた要因の相対的な重要性は、戦後の日本経済のそれぞれの局面において変化してきたということである。

各仮説を検討するにあたり、一つ重要な事実は、第二次大戦以前の日本の貯蓄率は決して高くなかったということである。南 (1981) によれば、1910-20年の日本の国民純貯蓄率は、6.0-9.6%と、アメリカのそれ11.5% (1909-28) をかなり下回っていた。ここから、篠原 (1964、1982) は「資産効果」の重要性を説く。これは、戦後間もなく、資産の消失およびインフレによって、資産 (とりわけ流動資産) / 国民所得の比率が大幅に低下し、これを埋めあわせるために、貯蓄性向が急上昇したと解釈するものである。一般に、現実の資産水準が「望ましい資産水準」より低い場合、貯蓄率が高まるものと考えられる。しかし、この仮説は戦争直後の時期の高貯蓄は説明しても、それ以降の期間には妥当しないように思われる。日本の家計部門の貯蓄率

は、1960年代に入ってから一貫して上昇し、勤労者家計についてみると'61年15.9%から'70年20%へと上昇した。そして'74年のインフレーション期とそれに続く金融引締め期にさらに24%に上昇し、その後は低下傾向を示してきた。日本の高貯蓄の原因を論じるにあたって、その要因がこうした貯蓄率の動きを齊合的に説明できることが必要である。

こうした点から、日本の高貯蓄を経済学的に説明しうる要因で検討に値するものとして、次の6つがあげられよう。

- ①経済成長率の高さ
- ②人口の平均年齢の低さ
- ③社会保障水準の低さ
- ④住宅が高価であることによる目標貯蓄額の高さ
- ⑤ボーナス制度の存在
- ⑥貯蓄優遇税制の存在

以下、一つずつ吟味してみよう。

#### ①経済成長率の高さ

人々は、消費計画を立てるにあたって、今期およびそれ以降の自分の所得に対し、自分なりの「予想」を形成する。もし現実の所得が「予想」よりも大きかった場合、（消費支出は「予想」所得に基づいて行われるため）現実の所得に対する消費支出の割合は、そうでない場合よりも小さくなる。1960年代、日本経済が人々の予想を上回るような高い成長を実現したことによって、家計の貯蓄率が高まったことについては広く合意されているように思われる。しかしながら、1970年代の二度の石油危機を通して、日本の経済成長率が大幅に低下したような状況下では、当時の日本の貯蓄率を適切に説明することはできない。

#### ②人口の平均年齢の低さ

ライフ・サイクル消費仮説に立てば、人々は生涯所得を合理的に見積り、支出計画をたてる。その結果、中高年で所得のピークを迎える時期に貯蓄率は最高となり、退職後の老年期は貯蓄取崩しのため貯蓄率はマイナスとなる。従って、これまでの日本のように人口の平均年齢が若い経済では、マクロの貯蓄率が高くなると考えられる。

ただし、金森（1961）らは、次の点でこの仮説の妥当性に疑問を示している。それは、クロス・セクション・データ（同一時点をとり、各層別の消費動向を見る）に基づく限り、日本では高齢者の貯蓄率はむしろ高く、とりわけ50～60歳で家計の貯蓄率は最高になることである。また、こうした点を反映して、日本の消費にライフ・サイ

クル仮説そのものがうまくフィットするか否かについても、疑問視する研究がいくつか示されている。

### ③ 社会保障水準の低さ

消費のライフ・サイクル仮説に関連して、いま一つ高貯蓄の要因として考えられるのは、日本において社会保障が欧米諸国ほど完備しておらず、このため各個人が老後の生活のために貯蓄を増やす、という点である。この考え方は、1970年代以降、社会保障水準が上昇するとともに貯蓄率の低下がみられた、という事実とも整合的である。

Blassa-Noland (1988)は、この点に関連し、遺産 (bequest)の役割りを重視した一つの仮説 (戦略的遺産動機)を提唱している。一般に、日本の高齢者は、老後の生活を子供達に依存する傾向が他の先進工業国に比べて強い。また現実には、日本の高齢者は、自分の子供と同居する例が多い。その場合、子供の扶養に対する見返りとして、十分な遺産を用意することは、高齢者にとって経済合理的な行為と言える。また、日本における住宅価格の高騰を考慮すれば、子供にとっても親の遺産——その大部分は土地・住宅である——を譲り受けることのメリットは大きいと考えられる。

日本の消費・貯蓄行動を考えるにあたって、今後は遺産の存在をどう考えるべきか、経済学的分析の重要な論点になると思われるが、他にそもそも社会保障と「中立命題」<sup>(注4)</sup>の関係をとどのようにとらえるか、経済学的な基本問題も残されている。

### ④ 住宅購入価格の高さ

日本の高貯蓄の要因として、現在のところ最も幅広い支持を得ているのは、住宅購入価格の高さである。

Horioka (1988)の推定によれば、住宅購入に関連した貯蓄は、日本の家計貯蓄の46.8%を占める。また、Hayashi-Ito-Slemrod (1988)によれば、その比率は約2/3に達するとされている。

しかし、経済学的に考えて、この仮説にも若干の問題はある。即ち、住宅価格の高騰は、一方では住宅所有者の資産価値を増価させているはずであり、マクロ的にみればこうした人々の消費増加 (いわゆる資産効果)によって、家計全体の貯蓄率はうち消されると考えられるからである (Shibuya (1988))。

これに関連して、1987年からごく最近の日本の消費動向は、日本経済の新しい動きとして注目される。この期間の消費増加に、株・土地等の資産増増加が大きな役割を果たしたことについて、いくつかの研究結果が報告されている (武藤 (1988)ほか)。また一方で、資産を持っていない人々も、もはや住宅価格があまりに高いために購入をあきらめ、その結果貯蓄目標をなくして消費を拡大させた可能性が強い。

住宅価格と貯蓄との関係で、いま一つ重要な点は、住宅という貯蓄形態の特殊性である。Blassa-Noland (1988)によれば、日本の家計のポートフォリオにおいて、住宅は65%もの高いウェイトを占めている。この比率は、アメリカのそれ31%を大幅に上回るものである。しかし、住宅という資産は極めて流動性の乏しいものである。その結果、人々は退職後の生活を送るにあたって流動性の不足に直面し、貯蓄率を高めることになる。こうした点は、高齢者の労働市場への参入、高齢者の高貯蓄といった日本のユニークな現象と強く結びついているものと考えられる。

#### ⑤ボーナス制度

一般に日本の労働者は、日々の定期的な給与の他に、年二度のボーナスという形で企業からの賃金支払を受ける。このボーナスは、消費者にとってはより不確実な所得であり、恒常所得 (Permanent income) とは考えられてこなかった。従って、このボーナス制度が日本の高貯蓄の原因である——とする仮説が、篠原 (1964、1982) によって提唱された。また、ボーナスは、一時的にかつ多額に支払されるため、この支払の形態も高貯蓄に貢献している、との主張がなされた。

しかしながら、日本経済が発展し、ボーナスの支払いが恒常的なものになるにつれ、このボーナス仮説の論拠を疑う声が高まってきた。

にもかかわらず、'80年代になって、再びボーナスと消費・貯蓄の関係が強いことを示すいくつかの研究が報告されている。Ishikawa-Ueda (1984) は、1958年から78年の期間について、全所得に占めるボーナスの比率は、概ね2割であると指摘する。さらに石川-植田は、個人貯蓄とボーナス支給額の間には、統計的に有意な関係があった、と結論している。同様に、森口 (1988) も日本の個人貯蓄とボーナス比率の間に有意な関係があったと報告している。こうした一連の研究は、日本のボーナス制度が日本の消費・貯蓄の「変動」に深い係わりがあったことを示すものである。ただし、日本の貯蓄率が高「水準」であることをどれだけ説明しうるか、依然として疑問が残っている。

なお、日本のユニークな給与形態としていま一つ注目されるのは、退職金と貯蓄の関係である。日本では、終身雇用制度に対応して、定年退職時に多額の一時金が支払われる。これはボーナスと同様、一時的な所得であり、かつ高齢者の高貯蓄現象をもうまく説明しうるため、これまでも注目を集めてきた。しかしながら、退職金が支払われるまでの期間についてみると、それは企業内に積立てられた企業貯蓄であり、マクロ的にみれば、退職金支払いは企業から個人への貯蓄の移転にすぎない。かつ、支給金額は労働協約等によってあらかじめ明らかにされており、その意味で人々が十分に合理的であれば、退職金収入をそれ以前の消費計画に織り込むことが可能なはずで



ある。こうした点についても、より詳細な実証研究が必要とされている。

#### ⑥貯蓄優遇税制の存在

第二次大戦後、資本不足に悩んだ日本は、貯蓄優遇のための税制を採用した。その内容は時代とともに変遷したが、概ね小口の銀行預金について一定限度まで利子所得を課税免除する、というものであった。この制度は、マル優制度の名で、海外でも知られるようになった。金融市場の革新が進み、金融資産間の資金移動が激しくなったこと、および財政赤字が拡大し税収確保の必要が生じたことから、マル優制度は1988年に廃止となったが、この制度は、長年にわたって日本の高貯蓄政策のシンボルとされてきた。

しかしながら、経済学的実証分析の立場からする限り、日本の消費者がこのような税制に対し強く反応したかどうか、疑わしい。吉野（1984）は、税変数を含む消費関数を所得階層別に推計した結果、ごく一部の低所得層の人々を除いて、マル優制度は日本人の消費・貯蓄行動に有意な結果を及ぼさなかった、と結論している。また現実には、マル優制度が廃止された後も、日本のマクロの貯蓄動向に大きな変化は見出されていない。

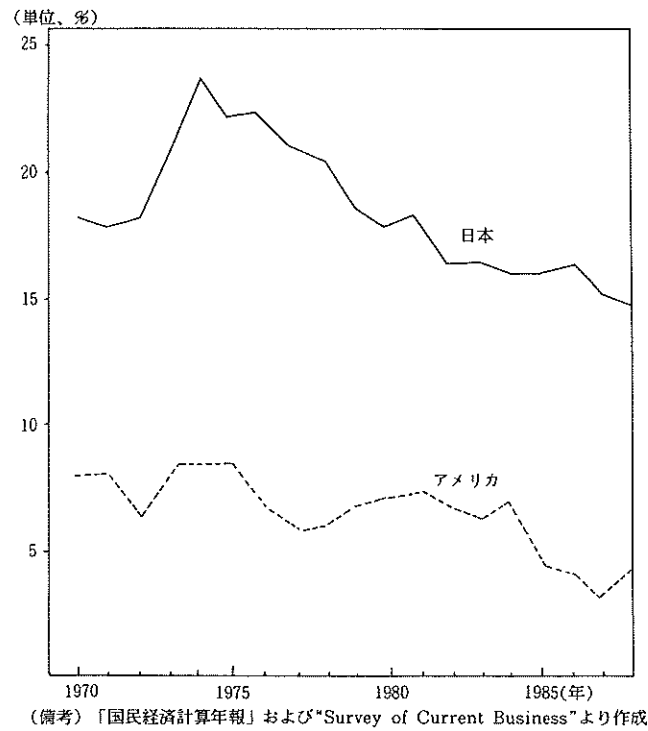
#### (3) 消費・貯蓄の変動要因

以上のように、日本の高貯蓄の原因をめぐって展開されてきた諸仮説には、それぞれの長所と短所があるように見うけられる。現状では、いずれか単一の有力な要因をあげることは困難である。ただ、諸々の成果を総合的に判断したうえで、人口の平均年齢の低さ、住宅価格の高さが、少なくとも現時点における日本の高貯蓄のかなり有力な原因であると考えられる。

しかしながら、今後の日本の貯蓄動向を展望するにあたってより注目すべき点は、日本の貯蓄率が低下傾向にあり、とりわけ'70年代後半から'80年代半ばにかけて急激に低下した（図-1参照）という事実である。

こうした貯蓄の変動要因について、竹中・小川（1987）は、ライフ・サイクル恒常所得仮説に基づく次のような消費関数を（Hayashi型消費関数）を、計測期間を変えて推定し、パラメータの変化をとおした分析を行っている。

図1 日米個人貯蓄率の推移



$$C_t = \alpha (W_t + H_t) + \lambda \cdot YD_t + V_t$$

ただし  $C_t$  = t時点における消費

$W_t$  = t時点初期における非人的資産

$H_t$  = 人的資産。次のように定義される。

$$H_t = \sum_{k=0}^{\infty} (1 + \mu)^{-k} E_t (Y_{t+k}) + V_t$$

$\mu$  : 実質割引率

$Y_{t+k}$  : t+k時点における実質税引労働所得

$E( )$  : t時点において利用可能な情報セットに基づく数学的期待値

$YD_t$  = t時点における実質可処分所得

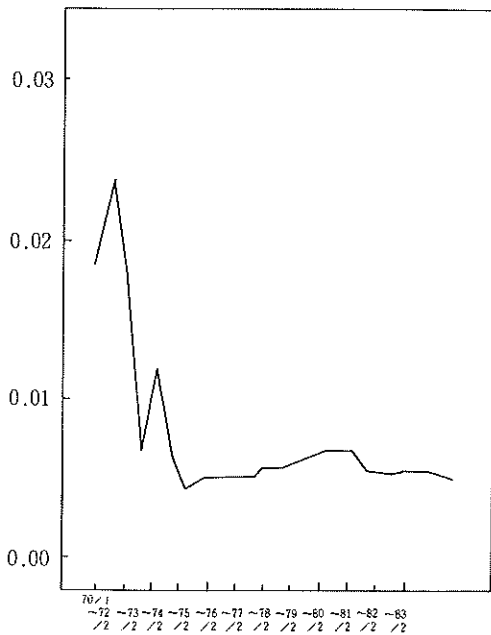
$V_t$  = 誤差項

$\alpha$ 、 $\lambda$ 、 $\mu$  ……パラメータ

ここで $\lambda$ は、全可処分所得に占める流動性制約家計のシェア、 $\alpha$ はライフ・サイクル仮説にのっとった支出を行なう家計のシェアとその消費性向をかけたもの、そして $\mu$ は、人的資産（労働所得の割引現在価値）を算定するにあたって用いられる主観的な割引率を示している。

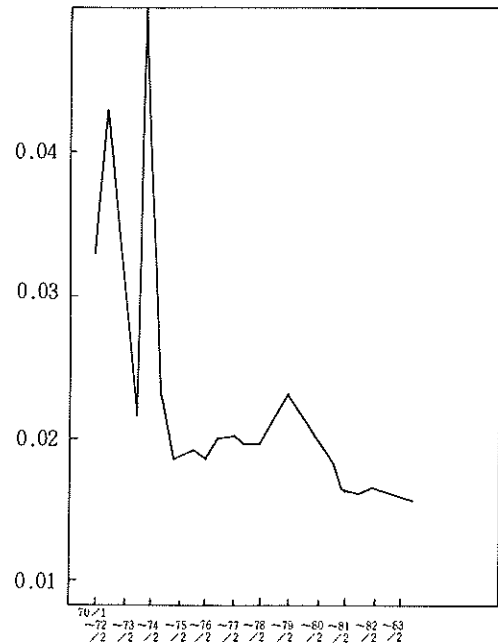
'80年代半ばまでの期間について推定された $\alpha$ 、 $\mu$ 、 $\lambda$ の動きは、図-2~4の通りである。

図2  $\alpha$ の変化



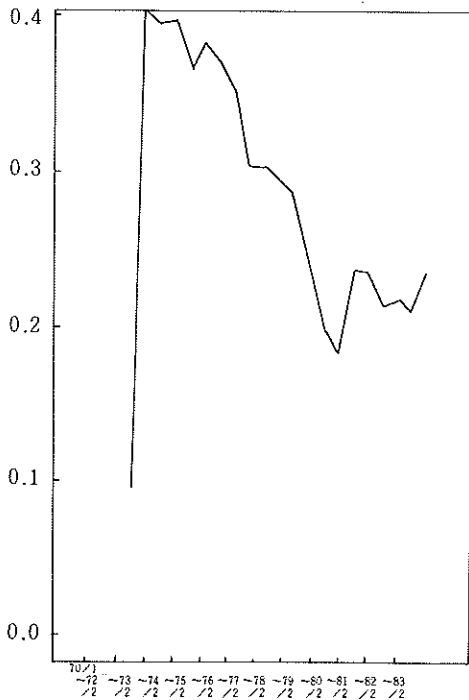
(備考) 竹中・小川 (1987) より作成

図3  $\mu$ の変化



(備考) 図2に同じ

図4  $\lambda$ の変化



(備考) 図2に同じ

このうち、まずパラメータ $\alpha$ についてみると、第一次石油ショック直後の'74年頃急激に低下し、その後は'80年代にかけてごくゆるやかな上昇がみられるものの概ね低位に安定している。'74年以降の $\alpha$ の急低下は、石油ショックによる所得分配の歪み等のためライフ・サイクル型消費を行う人々が減少したことに基づくものと推察される（この点は、後の $\lambda$ の動きともに整合的である）。'80年代にはいって $\alpha$ がゆるやかに上昇してきたのも、逆にライフ・サイクル型消費を行う人々が増加してきたものと解釈することができよう。

次に $\mu$ 、すなわち生涯にわたる労働所得累計（人的資産）を評価する際の人々の主観的割引率は、'74年の前半には年率20.2%（グラフは四半期）にまで上昇し、'75年の前半には7.4%へと急低下している。その後 $\mu$ は徐々に上昇し、'79年前半の期間には年率9.2%に達した後再び低下し、以降年率6%程度の安定した動きとなっている。第一次石油危機時の動きについては、経済の混乱によって将来に対する不確実性が增大し、リスク・プレミアムが上昇するという形で主観的な割引率の上昇を抱いたと解釈することができよう。 $\mu$ のこうした上昇は、人的資産の評価切下げを通して消費を抑制し、結果的に当時の貯蓄急増を抱いたと考えられる。同様に'70年代後半から'80年代にかけての貯蓄率の低下も、 $\mu$ の低下によって、以上とは逆のメカニズムが作用したものと解釈することができる。

最後に、流動性制約家計（ライフ・サイクル型の消費を行えず、可処分所得の100%を支出する家計）のシェア $\lambda$ をみると、第一次石油危機によって急増（'74年には43%）した後、'80年代初頭にかけてしだいに低下し、以降は20%強で推移している。ここで重要なことは、通常の場合、 $\lambda$ の上昇はマクロ的な貯蓄率の上昇を抱くということである。例えば、以前はライフ・サイクル仮説にのっとった消費をしていた個人が流動性の制約を受け、 $\lambda$ のグループに入ったとしよう（この時 $\lambda$ は上昇する）。この個人はそれ以前、流動性制約を受けなかった時には借入れを受け1を越える消費性向を有していたと考えられるが、 $\lambda$ のグループに属した後は消費性向を1に抑えざるをえなくなる。明らかにこの時、マクロの貯蓄率は上昇（消費性向低下）することとなり、 $\lambda$ の上昇が貯蓄率の上昇を招くことが理解されるだろう。なお、 $\lambda$ は、より具体的に労働市場の動向に左右され、失業率の上昇とともに上昇する（これは石油ショック時の日本の実感とも合致する）ことが統計的に明らかにされている。

さて、以上のように、 $\alpha$ 、 $\mu$ 、 $\lambda$ の動きから、'70年代から'80年代にかけての日本の貯蓄率の変動がかなりの程度説明されることが明らかである。第一次石油危機直後の貯蓄率急上昇は、基本的には、将来の不確実性増大による人々の主観的割引率 $\mu$ 上昇と、不況と労働市場の悪化等による流動性制約家計の増大（ $\lambda$ 上昇）に基づくものである。また、その後'80年代にかけての貯蓄率低下は、こうしたパラメータが正常化し、石油危機時とは逆の動きが生じてきたことによる。ここでの分析では、人口の高齢化による貯蓄への影響は明示的には織り込まれてこないが、資産からの消費性向 $\alpha$ が'80年代に入ってわずかながら上昇トレンドにある点に、その兆候を見出すことができる。しかし言い方をかえれば、'80年代に入って日本の貯蓄率はかなり大幅な低下を示してきたものの、それが（主観的割引率や流動性家計のシェアの動きで説明されるという意味で）人口の高齢化を反映したものだとは必ずしも言えないのであ

る。図-1に示すように、近年の貯蓄率低下のペースは'80年代前半に比べてむしろかなりゆるやかであり、人口高齢化の影響はなお今後の問題であると考えられる。

#### 4. 今後の貯蓄動向：展望とインプリケーション

日本の高貯蓄の原因が何か十分に解明されていない以上、今後の日本の貯蓄率の動向を見通すこともなかなか困難である。上で示した分析を参考にしながら、当面（1990年代前半）の貯蓄率に影響を及ぼすと考えられるいくつかの要因を検討しよう。

まず第一は、人口の高齢化である。日本が、他の先進国がかって経験したことがないほど早い速度で人口の高齢化を迎えるであろうことについては、ほとんど疑う余地がない。ライフ・サイクル仮説に従えば、人口の高齢化はマクロの貯蓄率を下げるものと考えられる。しかし、既に述べたように、日本では50~60歳で人々の貯蓄率が最高になることを考えると、当面の日本の貯蓄率が高齢化によってどの程度影響を受けるか、定かではない。

この点に関連してNoguchi (1990) は、家計調査に示された高齢者の高貯蓄率は、必ずしも高齢者一般の動向を示すものではない、との前提のもとに、人口の高齢化が日本の貯蓄率を引き下げるとの推計を行っている。野口氏によれば、家計調査にあらわれる高齢者は、独立した家計の高齢者のみであり、65歳以上の人々のわずか8%にすぎないという。子供達といっしょに住み、独立した家計を持たない高齢者が大幅な貯蓄取崩を行い、貯蓄率を引き下げることがAndo et al (1986) によっても報告されている。そこから野口氏は、“目標資産仮説”（目標とする資産額を設定し、この目標と現状との差を埋める行為として貯蓄する）に基づく消費モデルに基づき、日本の貯蓄率は人口の高齢化によって今後15年間に4%ポイント、40年間に10%ポイント低下するであろう、と試算している。

同様のHorioka (1989) は、所得水準、成長率、資産、失業率および人口の年齢構成を独立変数として含む消費関数を推定し、これを将来予測に用いることによって、日本の民間貯蓄率は21世紀の初頭にマイナスになる可能性があることを示唆している。ただし、Horioka (1990) は、それまで低下を続けていた家計貯蓄率が'86年には上昇していることに着目し、将来に対する不確実性の増大や、一方でこれまで貯蓄率を低下させてきた諸要因が変化していること（例えば、高齢者の労働力参加率の低下、個人貯蓄者の投資選択拡大）から、「日本の家計貯蓄率は低下しようが、そのペースは緩やかなものにとどまろう」と結論している。

第二の要因は、土地・住宅価格上昇の影響である。一般に、これらは貯蓄を増加させる作用をもつと考えられるが、一方で、二つのルートを通して消費を拡大させる可能性もある。一つは、いわゆる資産効果 (asset effect) である。武藤 (1988) の計

測によれば、日本の個人消費は、資産価格1の上昇に対し年間0.03増加する。また、本稿で示したHayashi型の消費関数でも、総実質資産からの消費性向は約3%と推定されており、武藤氏の結果を裏付けている。消費を刺激する第二のルートは、土地・住宅価格があまりに上昇したため、人々がもはや住宅の購入をあきらめる、即ち貯蓄目標を失うことである。こうしたタイプの消費増加は、自分自身の住宅を持たない若い世代が高級耐久消費材への支出を増やしているという事実にも示されている。

土地住宅価格の上昇による消費抑制効果と消費拡大効果がどれぐらい大きいかを定量的に予測するのは困難である。しかし、'70年代後半から一貫して低下してきた個人貯蓄率が、土地・住宅価格の上昇が著しくなった'86年頃には、むしろわずかながら上昇していることから判断して、土地・住宅価格の上昇が今後とも続けば、日本の貯蓄率をむしろ上昇させる可能性すらあると判断される。

検討すべき第三の要因は、所得および資産の分布に関する、前述の消費関数のパラメータ $\lambda$ の動向である。これは、上の土地・住宅価格とも深く関係している。'80年代後半の資産インフレは、資産を含む広義の所得分布を、より不平等なものにしたと考えられる。経済企画庁(1989)の推計によれば、土地資産の分布に関するジニ係数は、1983年の0.43から、'88年には0.53へと急拡大を示した。こうした所得・資産分布の不平等化によって $\lambda$ が上昇すれば、これは貯蓄率を上昇させる要因となりうる。

以上の諸点から判断して、'90年代前半の日本の民間貯蓄率は、'80年代の低下傾向と比較して、下げ止まるか場合によっては若干の上昇すらありえよう。このことは、日本の貯蓄問題が注目されている第二の理由「対外不均衡持続・拡大への懸念」という観点からすると、極めて危惧される状況である。しかし一方で、第二の点「世界的資金需要に対する日本の貯蓄の貢献」という点からは、好ましい状況とも言える。

経済成長の源泉は、常に投資を可能にする貯蓄の存在である。日本が安定的な貯蓄を自国および世界の投資源泉として提供し続けていることは、それ自体高く評価されるべきである。しかし同時に、日本は世界第二の経済規模を有する国として、輸出アブソーバーとしての機能を果たし、日米関係の良好なマネジメントにも努めなければならない。日本に対して寄せられている二つの期待を同時に果たす唯一の方法は、規制緩和を中心に国内の構造調整を進めることである。因みに、現在約40%に達するといわれる内外価格差を是正すること(国内物価を引下げること)ができれば、高い貯蓄を提供しながら一方で実質所得の上昇を通じてアブソーバー機能を高めることが可能になる。その意味で1980年代の半ばに示された「前川レポート」の処方箋は、今日でも重要な意義を持っている。日本の貯蓄問題という一見新しい経済問題においても、結局のところ経済の構造調整の必要性が再度強調されねばならないのである。

- (注1) 例えば、'90年3月4日に公表されたシカゴ外交評議会の「米外交政策世論調査」(各界指導者対象)によれば、日本に対する「好意度」、調査以来初めてソ連を下回った。
- (注2) 適正な為替レートがどれほどかを議論することは、理論的にも実証的にも困難な作業であるが、筆者らの小型世界モデル(竹中・小川(1987)参照)における為替レートの理論値をもって、適正レートとし、保護主義圧力の代理変数として外国企業に対するペティション件数(反ダンピング法等に基づく(提訴件数))を考えると、ドルの過大評価率とアメリカの保護主義圧力の間には、下の図および表のような相関が存在している。即ち、表1のケース1に基づけば、ドルが1%過大評価されるとペティション件数は18件、ケース2の計測では、33件増加するといった統計的関係が見出される。

図 ドル過大評価と保護主義

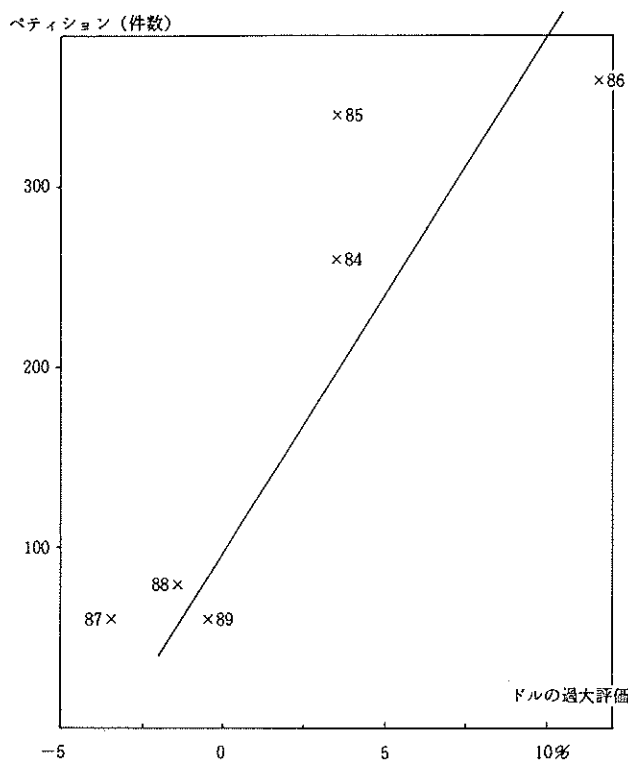


表 ドル過大評価と保護主義の統計的関係

	c 定数値	a. (ドル過大評価率)	b (失業率)	R <sup>2</sup>	D W.
ケース I	- 265.3 (3.80)	17.89 (5.92)	57.39 (5.93)	0.985	1.48
II	110.83 (18.24)	32.97 (21.18)	-	0.988	0.63

(備考) ・ペティション件数=c-a×ドル過大評価率+b=失業率として推計  
 ・期間 1981-89年

- (注3) '90年3月5日付日本経済新聞「湾岸和平：日本の進路③」による。
- (注4) フェルドシュタイン (Feldstein (1974)) は、社会保障の完備とともに、必要とされる個人の「備え」も小さくて済むという点に着目し、国民貯蓄と社会保障年金制度の関係を分析した。それによると、社会保障年金の現在価値が1ドル増えると、個人貯蓄は年間2セント強低下すること、より具体的に社会保障制度が個人貯蓄を半減させていることが結論されている。これに対し(パロー (Barro (1974)) は、個人が年金増による次世代(子孫)の負担増まで考えるなら、社会保障が貯蓄率に影響を及ぼすことはありえないと主張し、これを実証した。その後、理論・実証両面で、こうした論争が続いている。
- (注5) Hayashi型消費関数についてはHayashi (1982) 参照。

〔参考文献〕

- Balassa, B. and M. Noland Japan in the World Economy, Washington D. C. : Institute for International Economics, (1988)
- Blades, D. "Alternative Measures of Saving," OECD Economic Outlook Occasional Studies (1983)
- Hayashi, F. "Why is Japan's Saving Rate Apparently So High?" Paper presented at NBER Conference on Macroeconomics in 1986
- , The Permanent Income Hypothesis : Estimation and Testing by Instrumental Variables, Journal of Political Economy 90(1982) : 895—916
- , T. Ito and J. Slemrod, "Housing Finance Imperfections and National Saving : A Comparative Simulations Analysis of the U.S. and Japan," Journal of the Japanese and International Economics (1988)
- Horioka, C. Y. "Housing Demand and Saving for Housing in Japan" Paper presented at Joint TCER— NBER Conference, Tokyo 9—10 (1988)
- , "The Determinants of Japan's Saving Rate : The Impact of the Age Structure of the Population and Other Factors, " ISER Discussion Paper" No.184 (1989)
- , "Why is Japan's Household Saving Rate So High ? A Literature Survey," Journal of the Japanese and International Economics, Vol. 4 (1990)
- IMF "Economic Implications of German Unification for the Federal Republic and the Rest of the World" IMF Working Paper, September 1990
- Ishikawa, T. and K. Ueda "The Bonus Payment System and Japanese Personal Savings" In the Economic Analysis of the Japanese Firm, edited by M. Aoki Amsterdam : Elsevier Science Publishers, (1984)
- Noguchi, Y. "Macroeconomic Implications of Population Aging" Mimeo (1990)
- Shibuya, H. "Japan's Household Savings : A Life-Cycle Model with Implicit Annuity Contract and Rational Expectation" Mimeo, February 1988
- Shinohara, M. Industrial Growth, Trade and Dynamic Patterns in the Japanese Economy, University of Tokyo Press (1982)
- 経済企画庁『経済白書』(1989)
- 篠原三代平『日本経済の構造分析』国元書房 (1964)
- 竹中平蔵・小川一夫『対外不均衡のマクロ分析』東洋経済新報社 (1987)
- 南亮進『日本の経済発展』東洋経済新報社 (1981)
- 武藤博通「資産価格の変動と家計消費」『日本経済研究』18 (1989. 3)
- 森口親司『日本経済論』創文社 (1988)