

## 2014年4月11日アカデミックセミナー要旨

設備投資研究所

日時：2014年4月11日 15:30-17:30

講師：一橋大学経済研究所 准教授 宇南山 卓 先生

演題：株価上昇による資産効果が消費に与える影響：アベノミクス期の経験から

本研究は、アベノミクス(ここでは2012年11月以降、約半年間の株価上昇と定義する)を利用して、株式のキャピタルゲインによる資産の増加を通じて消費を増加させる効果、いわゆる資産効果を計測しようと試みたものである。株式保有世帯と非保有世帯の消費を比較することにより資産効果を検証する。

資産効果は、三つの観点から重要であると考えられる。まず、家計の消費決定に際しては、ライフサイクル仮説がよく知られている。これに従えば、資産価格の上昇は消費の増加をもたらすことになる。また、景気動向をみるうえでも、株価の上昇が消費増加を通じてマクロ経済を変動させるかどうかは大きなポイントの一つである。さらに、資産価格が大きければ、消費の増加を通じて物価が上昇するため、中央銀行は、物価の安定のために、資産価格をも考慮に入れた金融政策をとる必要があることになる。すなわち、資産効果の有無は、中央銀行の政策についても示唆を与えることとなる。

日本の家計は、90年代終わりまで、土地を中心とする実物資産の形で資産を最も多く保有してきたが、2000年代以降は、金融資産の保有量が、実物資産を逆転している。そのうち、株式の割合は100兆円から200兆円程度だが、金融資産のキャピタルゲイン、ロスを示すのは殆どが株式であり、近年では、株価の変動によって、金融資産のキャピタルゲイン、ロスの多くを説明できる。

本研究では、ミクロレベルのキャピタルゲインと消費の変化から資産効果を識別する。今回利用した総務省統計局の家計調査は、各家計レベルの消費水準が把握可能な、高頻度(月次)のパネルデータであり、なおかつ、資産に関する情報が利用可能である。ただし、この調査には、キャピタルゲインの値や、保有銘柄について情報がないため、調査期間中に株式の売買がなく、保有銘柄の変動が日経平均株価と同様に変動するという仮定をおいてキャピタルゲインを推計した。すなわち、株式保有額に日経平均株価の増減率を掛けることで仮想的にキャピタルゲインを算出する。なお、アベノミクスの期間は、この仮定が妥当であると思われる。なぜなら、全上場銘柄の7割~8割が上昇し、変化率が第一四分位の銘柄でも、株価はほぼ上昇しているからである。

このように算出したキャピタルゲインを用いて、消費が、キャピタルゲイン、世帯属性(世帯人員・家計固有の景況感等)、時点ダミー(株式保有者と非保有者に共通のマクロシヨックや季節効果)によって決定されるとするモデルを構築し、推計した。

推計結果は、キャピタルゲインのうちおおむね1%程度が消費に回されているというものであった。ただし、株価の上昇した期間には、高額商品、とくに耐久財の販売が増加したとも指摘されている。耐久財が存在すれば、消費水準がライフサイクル仮説どおりに変化したとしても、一時的にキャピタルゲインによって支出が一時的に増加する可能性がある。これを考慮に入れ、消費関数の推計の中にキャピタルゲインの変化額も含めると、キャピタルゲイン発生月には、そのうち1.4%が一時的に支出され、以後、永続的に0.5%ずつが支出されることが分かった。これは、先行研究と比べると効果が小さいものである。これは、家計がキャピタルゲインを一時的なもののみとしていることに起因する可能性がある。

この資産効果の推計値を用いて、アベノミクスへの資産効果の寄与を四半期ごとに比較すると、消費増加のうち、前述の推計からキャピタルゲインで説明できる部分は、2012Q4で36%だったのに対し2013Q4では13%と大きく低下している。すなわち、直近ほど、資産効果によらず、消費が増加している。これは、実体経済の改善に起因する可能性があるが、2014年4月の消費税率引き上げに対する駆け込みの可能性も否定できない。

また、この推計結果をバブル崩壊時と照らし合わせてみる。1991年以降、家計の保有資産に対し累積で810兆円のキャピタルロスが発生しているが、その消費への影響はこの額に0.5%を掛けたものとなり、現在と比べてフローの家計消費は4.5兆円減っただけとなる。これは20年でGDPを1%、年平均でGDP成長率を0.05%低めているに過ぎない。すなわち、バブル崩壊によるキャピタルロスによって説明できる成長率の低下は無視できる程度に小さい可能性がある。

結論として、キャピタルゲインが消費に与える資産効果は相対的に小さい。直近の消費動向に対しては、資産効果の消費増加への寄与は低下傾向にあり、株価の上昇が止まったとしても消費への影響は小さいと思われる。ただし、これを実体経済の改善と捉えられるかどうかは、前述のとおり議論の分かれるところである。

以上