

# アベノミクス下の消費における 資産効果の計測

宮 崎 浩 伸

## 要 旨

アベノミクスにおいては、日銀による強力な金融緩和政策がとられてきた。本稿では、「家計調査」の都道府県庁所在市別かつ消費費目別パネルデータを用いて、アベノミクス下の消費における資産効果について、分析している。主な分析結果は以下の通りである。

第一に、株式・株式投資信託を通じた消費の資産効果は、アベノミクス期において、強く働いたことが明らかになった。

第二に、株式・株式投資信託だけでなく、銀行・郵便局による預貯金や生命保険等を中心とした包括的な総貯蓄現在高による資産効果については、概ね既にアベノミクス期以前から働いていたことも確認できた。

第三に、消費項目を分けて分析した結果によると、必需財においては、株式・株式投資信託を通じた資産効果は確認できなかった。これに対して、奢侈財においては、株式・株式投資信託を通じた資産効果と総貯蓄現在高による資産効果のいずれも、アベノミクス期以前から働いていたことが明らかになった。

第四に、奢侈財において、株式・株式投資信託を通じた消費の資産効果は、アベノミクス期以前よりもアベノミクス期でより大きくなっていることが明らかになった。

以上から、アベノミクス期では、株式市場を通じた消費の資産効果が、とりわけ奢侈財において、より大きくみられたといえる。

## 目 次

- |                      |              |
|----------------------|--------------|
| I. はじめに              | III. 実証分析    |
| II. 資産効果の計測に関する理論的背景 | 1. データと推定モデル |
| 1. 消費理論による資産効果       | 2. 分析結果      |
| 2. アベノミクスによる金融政策     | IV. まとめ      |

## I. はじめに

本稿では、アベノミクス下での消費における資産効果について分析する。わが国では、2012年12月に第二次安倍政権が発足し、黒田総裁が主導する大胆な金融緩和政策がとられてきた。この金融緩和政策により、GDPは2013年以降、着実にプラス成長をし、株価も大きく上昇している。特に、図表1によると、日経平均株価（年末終値）は2012年からアベノミクス始動後の2013年にかけて前年比56.7%と大きく上昇し、その後も2018年10月2日には24,270円と27年ぶりの高値を記録した。こうした株価上昇は、通常、家計マインドを改善させるだけでな

く、資産効果が働くため、消費回復への寄与は大きいはずである。しかしながら、GDPのおよそ6割弱を占める家計最終消費支出については、図表2を見ても、2013年には前年比2.4%増と伸びているものの<sup>1)</sup>、その後2014年から2016年までマイナス成長となり、成長率ではアベノミクス期以前よりもむしろ低迷している。

一般に、90年代後半以降にみられる消費の長期停滞論として、雇用環境の悪化に伴う所得要因や老後の備えや年金制度をはじめとした社会保障制度から生じる将来不安による節約志向、さらにカーシェアリングなどのシェアリングエコノミーの普及にみられるように、一部の耐久財において、若者の消費離れやミニマリスト志向、持ち家による家計債務の上昇など、いくつ

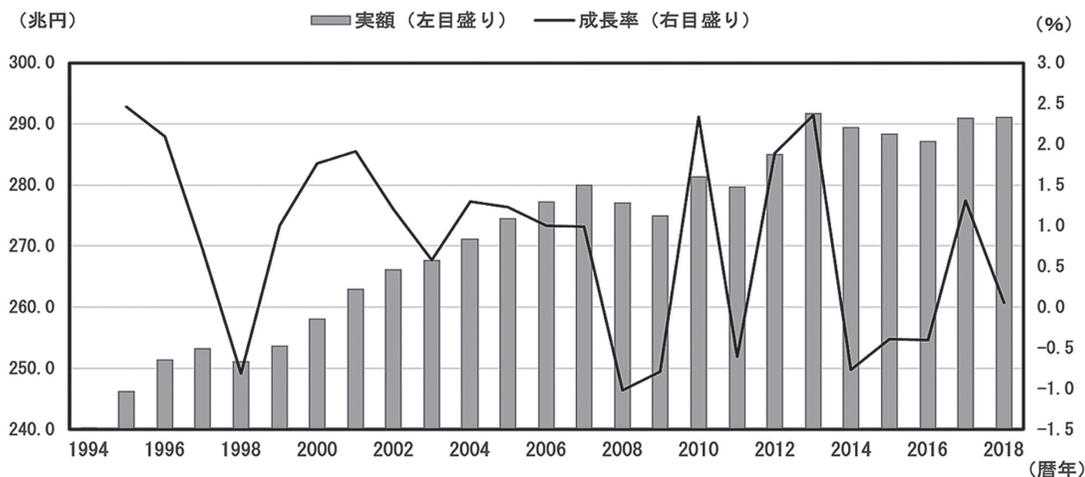
図表1 株価の推移

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
日経平均	10,395	16,291	17,451	19,034	19,114	22,765	20,015	23,657
前年比 (%)		56.7	7.1	9.1	0.4	19.1	-12.1	18.2
東証株価指数	860	1,302	1,408	1,547	1,519	1,818	1,494	1,721
前年比 (%)		51.5	8.1	9.9	-1.9	19.7	-17.8	15.2

(注) 株価データは年末終値。

東証株価指数は1968年1月4日の時価総額を100として指数化。

図表2 家計最終消費支出（実質値）の推移



か要因が挙げられる<sup>2)</sup>。これらの多くは消費のマイナス要因と考えられるが、こうした中で数少ないプラス要因ともいえる資産効果が、アベノミクス下の消費においてどれぐらい働いていたのか、さらに、アベノミクス期以前と比べて、どのような特徴があったのか、本稿で明らかにしていくことはアベノミクスの経済効果を評価するうえでも意義があろう。

ここで、消費における資産効果について、まず、海外での先行研究をみると、サーベイ論文として、Porterba [2000], Paiella [2009], Cooper and Dynan [2016] がある。

これらの論文で取り上げられている先行研究の中で、特に、2007年頃からのアメリカ発のサブプライムローン問題や2008年のリーマンショックを発端として、アメリカやヨーロッパ諸国の一部で住宅バブルが崩壊して以降、資産の中でも、とりわけ住宅の資産効果を計測した研究が多く行われている。例えば、米国を対象とした研究では、Case, Quigley and Shiller [2005] [2012], Zhou and Christopher [2012], Mian, Rao, and Sufi [2013], Aladangady [2017] があり、英国を対象とした研究では、Attanasio, Leicester and Wakefield [2011], Disney, Gathergood and Henley [2010] がある。また、オーストラリアについては、Tan and Voss [2003], Dvornak and Kohler [2007], May, Nodari and Rees [2020] がある。

一方、株価の資産効果を分析した研究では、米国を対象としたものとして、Ludvigson and Steindel [1999], Davis and Palumb [2001], Dynan and Maki [2001], Starr-McCluuer [2002] があり、オーストラリアを対象としたものとして、Dvornak and Kohler [2007], May, Nodari and Rees [2020] がある。

まず、Ludvigson and Steindel [1999] では、時期により限界消費性向は安定しないが、1953年1Q~1997年1Qでは概ね0.02~0.11と報告している。

Davis and Palumb [2001] では、推定モデルにもよるが、株価の資産効果として、限界消費性向で3~6%程度の結果が得られている。

Dynan and Maki [2001] では、各家計が得たキャピタルゲインを推計して資産効果を計測しているが、6~9%と若干高めの限界消費性向が得られている。

さらに、Starr-McCluuer [2002] では、米国を対象とした先行研究によると、消費の限界消費性向は3~7%と報告したうえで、ミシガン大学消費者調査に質問を追加して、資産効果を計測した結果、3.3%の限界消費性向が得られている。

次に、Dvornak and Kohler [2007] では株式資産の価値が1A\$増加した場合に、3~6%の消費が増加するのに対し、住宅資産が同価値増加した場合に3%の消費が増加することを報告している。

また、May, Nodari and Rees [2020] では、1988年3Q~2019年1Qの期間で、消費の株式資産の弾性値は0.11で、限界消費性向は0.15と高めの値が得られている。

一方、わが国を対象としたものでは、住宅の資産効果についての研究はわずかにHori and Niizeki [2019] があるが、株価の資産効果に関する研究はここ数年ほとんど行われていないのが現状である。

そこで、少し古い分析になるが、本稿と同様に、わが国の消費における資産効果を分析した先行研究について簡単にふれておくと、Horioka [1996], Boone, Giorno and Richardson [1998],

Ludwig and Sloek [2002], 小川・北坂 [1998] が挙げられる。これらの研究は90年代までの資産効果について計測している。

まず, Horioka [1996] では、『国民経済計算』のデータを用い, 1955~1993年を推計期間として, 家計消費におけるキャピタルゲインの限界消費性向を計測したところ, 0.0157から0.0432という結果が報告されている。

小川・北坂 [1998] では, 消費と所得に関するデータは『県民経済計算年報』からとり, 株式資産に代表される流動的な金融資産からの限界消費性向を計測したところ, 0.0488という推定結果が得られている。

また, Boone, Giorno and Richardson [1998] では, G7諸国を対象に消費の資産効果を計測しているが, 日本については, 1979年1Q~1996年2Qを推計期間とした結果, 株価を通じた資産効果は, 弾性値で0.0216と報告されている。

さらに, Ludwig and Sloek [2002] では, OECD加盟16カ国を対象に, 株価や住宅価格が個人消費に与える影響を分析したものであるが, その中で, 日本での株価を通じた資産効果について, 限界消費性向を計測したところ, 0.04 (推計期間は1960年1Q~1999年4Q) という値が得られている。

次に, 2000年代以降を分析対象としたものとしては, 内閣府 [2009] や宇南山・吉村 [2014] が挙げられる。

内閣府 [2009] では, 内閣府の『国民経済計算』のデータを用いて, 1980~2006年を推計期間とし, 家計消費支出における資産効果を計測した結果, 株式残高の弾性値は0.020, その他純金融資産の弾性値は0.178といった値で, いずれも1%の有意水準を満たしている。

また, 宇南山・吉村 [2014] では, 本稿と同様に, アベノミクス期, 特に2012年末から2013年前半にかけての第二次安倍政権が発足直後の株価急上昇を自然実験として, 株価上昇がもたらすキャピタルゲインの限界消費性向を計測したところ, 2.2%という結果が報告されている。

上記の先行研究のように, 過去においては, わが国の消費の資産効果を計測した研究はいくつかみられる。しかしながら, ここ最近を分析対象としたもの, とりわけアベノミクスに焦点を絞り, 長期間での研究は, 現在のところ, 行われていないようである。このため, アベノミクス下における消費の資産効果について, 計量分析による結果を提示できることは, 本研究の大きな貢献といえる。

以下, 本論文の構成を述べる。まず, 次のIIでは, 消費に関する理論的背景についてふれる。IIIでは, 本分析で使用するデータについて解説し, 推計モデルの定式化を行い, その後, 実証分析の結果について検討する。まとめと今後の課題についてはIVで総括する。

## II. 資産効果の計測に関する理論的背景

### 1. 消費理論による資産効果

ここでは, 次節で行う消費の資産効果の計測における消費理論について確認する。消費理論についてはいくつか挙げられるが, 本研究のように, 所得要因以外に, 資産要因までを考慮するモデルは, 広い意味で「ライフサイクル・恒常所得」仮説である<sup>3)</sup>。すなわち, 金融資産をはじめとした資産要因は, 今期の所得だけでなく, ライフサイクル仮説における生涯所得に相

当し、また、恒常所得仮説においては、一時所得ではなく、自らの所得稼働能力を反映した恒常所得とみなすことができる。一般に、資産としては、株式や銀行預金のような金融資産、土地や住宅といった実物資産、さらに、将来の所得稼働を反映する人的資産が挙げられる。本来の「ライフサイクル・恒常所得」仮説においては、これら全ての資産を考慮すべきではあるが、そもそも資産の範囲を特定することは難しく、実証分析で人的資産のデータを得ることも困難である。また、純粋な「ライフサイクル仮説」においては、遺産の取り扱いが明確にされていない。このため、わが国のように、土地や住宅といった実物資産が遺産となっている場合では、実物資産は消費に大きな影響は与えないかもしれない。

さらに、「ライフサイクル・恒常所得」仮説では、家計は所与の利子率の下で、自由に資金の調達及び運用ができるという資本市場の完全性が仮定されている。しかし、この仮定が満たされず、特に借入れが十分にできないといった流動性制約下にある家計が近年増加していることを考慮すると、実物資産よりもむしろ比較的すぐに換金可能な預貯金や所得が、消費に大きな影響を与えている可能性が高いと考えられる。

以上から、本研究では、上記のように実物資産の効果が曖昧で小さいこと、人的資産についてはデータ上の制約もあるため、データの得られる株式による資産効果と預貯金を中心とした包括的な総貯蓄の資産効果に着目して検証する<sup>4)</sup>。

## 2. アベノミクスによる金融政策

次に、アベノミクス下における金融政策が消

費にどのような影響を及ぼしたか、資産効果の観点から考察する。

ここで、日銀によるETF（上場投資信託）の購入の動きを確認すると、2010年12月は年4500億円であったが、アベノミクス始動後では2013年4月に1兆円、2014年10月では3兆円、2016年では6兆円まで年間購入額を段階的に増額し、2020年3月16日には新型コロナウイルスの感染拡大による危機対応から12兆円まで購入目標額を増額した。

また、日銀は、ETF買い入れの理由について、株式市場におけるリスクプレミアムを縮小するためと説明してきた<sup>5)</sup>。ここでいうリスクプレミアムとは株式利回りがリスクフリー金利を上回る部分である。リスクプレミアムを縮小することで、企業に対して株式発行コストを低下させ、設備投資を促すだけでなく、投資家に対しても株式投資を促すことで、株価の上昇を通じた消費の資産効果が期待できる。

岩田・佐三川 [2018] では、株式のリスクプレミアムとして、①株式の益回り－10年物国債の流通利回り、②株式の配当利回り－10年物国債の流通利回り、③株式の益回り＋名目GDP成長率予想－10年物国債の流通利回りの3種類の指標で計測したところ、日銀のETF買い入れはリスクプレミアムの上昇を抑えていた可能性はあるものの、圧縮したとまでは言い切れないと指摘している。さらに、株価分析により、日銀のETF買い入れは、特に後場の株価に影響を与えたことも明らかにしている<sup>6)</sup>。

この日銀によるETF買い入れについては、日銀にとっても臨時、異例の政策で初の試みであったことや副作用への懸念もあり、政策の導入に際し慎重な意見もみられた。しかし、公開された金融政策決定会合の議事録によると、そ

の目的について、「萎縮しているマインドをできるだけ活性化して、目覚めさせて、日本経済全体でもっと前向きなチャレンジをしていく」(宮尾龍蔵審議委員)、「日銀が買うなら自分たちも買おうとか、周りの人達の行動が変わる可能性は結構ある」(須田美矢子審議員)といった意見があり、その効果を期待して実施された<sup>7)</sup>。

このように、日銀がリスク性資産であるETFの購入を継続することは、結果的に株価の下支え効果による株価下落を回避できたといえる。さらに、企業の投資行動や家計の消費行動を前向きにするとという心理的效果も大きかったといえる<sup>8)</sup>。

### Ⅲ. 実証分析

#### 1. データと推定モデル

本節では、本研究での実証分析について紹介するが、まず、用いたデータについて解説すると、総務省統計局『家計調査年報』(家計収支編)で、都道府県庁所在市別、二人以上世帯を分析対象とした。そもそもわが国の家計世帯は単身世帯が増加する一方で<sup>9)</sup>、二人以上世帯は減少している点や、家計簿記入の負担から『家計調査』の対象者が高齢者世帯や専業主婦世帯に偏っている点などは、『家計調査』による分析結果の解釈において注意が必要である。しかしながら、消費項目(費目)の詳細なデータを利用でき、消費財ごとの資産効果の影響をみるることができるのは『家計調査』を用いることの大きなメリットといえる。さらに、都道府県庁所在市データを利用することで、地域間の特徴を考慮した分析ができるだけでなく、パネル

データとして利用することで、十分なデータ数を確保できるため、安定した推計結果を得ることができる<sup>10)</sup>。

推計モデルは以下の通りである。

$$\frac{\Delta C_{ijt}}{C_{ijt-1}} = a_0 + a_1 \frac{\Delta W_{jt}}{W_{jt-1}} + a_2 \frac{\Delta Y_{jt}}{Y_{jt-1}} + a_3 J + a_4 Year + u_{ijt}$$

$C_{ijt}$ :  $t$ 期における県庁所在地  $j$  の財  $i$  の消費支出

$W_{jt}$ :  $t$ 年における県庁所在地  $j$  の株式・投資信託あるいは総貯蓄現在高

$Y_{jt}$ :  $t$ 年における県庁所在地  $j$  の年間収入

$J$ : 都道府県庁所在市ダミー

$Year$ : 年ダミー

『家計調査年報』の消費項目(費目)については1世帯当たりの1か月の値であるため、12倍して年ベースに換算している。また、消費項目(費目)、株式・投資信託、総貯蓄現在高、年間収入については、いずれも消費者物価指数で実質化している。

消費項目(費目)については、『家計調査』では、時代の変化に合わせて、いくつかの分割・統合を経て、現在のところ、数百項目にも及んでいる。そこで、本研究では付表1と付表2にあるように大きく大分類(1費目)、中分

付表1 費目分類表(大分類・中分類)

	家計調査 分類番号	費目
大分類		消費支出(計)
中分類	1	食料
	2	住居
	3	光熱・水道
	4	家具・家事用品
	5	被服及び履物
	6	保健医療
	7	交通・通信
	8	教育
	9	教養娯楽
	10	その他の消費支出

付表2 費目分類表 (小分類)

	家計調査 分類番号	費目 (必需財)		家計調査 分類番号	費目 (奢侈財)
小分類	1.1.1	米	小分類	1.8	菓子類
	1.1.2	パン		1.11	酒類
	1.1.3	麺類		4.1.1	家事用耐久財
	1.1.4	他の穀類		4.1.2	冷暖房用器具
	1.2.1	生鮮魚介		4.1.3	一般家具
	1.2.2	塩干魚介		4.2	室内装備・装飾品
	1.2.3	魚肉練製品		4.6	家事サービス
	1.2.4	他の魚介加工品		7.2.1	自動車等購入
	1.3.1	生鮮肉		7.2.2	自転車購入
	1.3.2	加工肉		7.2.3	自動車等維持
	1.4.1	牛乳		9.1	教養娯楽用耐久財
	1.4.2	乳製品		9.2	教養娯楽用品
	1.4.3	卵		9.3	書籍・他の印刷物
	1.5.1	生鮮野菜		9.4.1	宿泊料
	1.5.2	乾物・海藻		9.4.2	バック旅行費
	1.5.3	大豆加工品		9.4.3	月謝類
	1.5.4	他の野菜・海藻加工品		9.4.4	他の教養娯楽サービス
	1.6.1	生鮮果物		10.1.1	理美容サービス
	1.6.2	果物加工品		10.1.2	理美容用品
	1.7.1	油脂		10.1.3	身の回り用品
	1.7.2	調味料		10.1.4	たばこ
	1.9.1	主食的調理食品		10.1.5	他の諸雑費
	1.9.2	他の調理食品		10.3.1	食料
	1.10.1	茶類		10.3.2	家具・家事用品
	1.10.2	コーヒー・ココア		10.3.3	被服及び履物
	1.10.3	他の飲料		10.3.4	教養娯楽
	1.12.1	一般外食		10.3.5	他の物品サービス
	1.12.2	学校給食		10.3.6	贈与金
	2.1	家賃地代		10.3.7	他の交際費
	2.2.1	設備材料			
	2.2.2	工事その他のサービス			
	3.1	電気代			
	3.2	ガス代			
	3.3	他の光熱			
	3.4	上下水道料			
	4.3	寝具類			
	4.4	家事雑貨			
	4.5	家事用消耗品			
	5.1	和服			
	5.2	洋服			
	5.3	シャツ・セーター類			
	5.4	下着類			
	5.5	生地・糸類			
	5.6	他の被服			
	5.7	履物類			
	5.8	被服関連サービス			
	6.1	医薬品			
6.2	健康保持用摂取品				
6.3	保健医療用品・器具				
6.4	保健医療サービス				
7.1	交通				
7.3	通信				
8.1	授業料等				
8.2	教科書・学習参考教材				
8.3	補習教育				

図表3 基本統計量

	サンプル数	平均値	標準偏差
消費（大分類）	611	-0.66	0.06
消費（中分類）	6,110	-0.77	0.16
消費（小分類）	43,364	-0.61	0.36
貯蓄	611	-0.01	0.15
株式・株式投資信託	611	0.62	0.49
年間収入	611	-0.70	0.07

(注) いずれも成長率(%)の値。

類(10費目)、小分類(84費目)の3つに分け、さらに小分類においては、財の性質から必需財(55費目)と奢侈財(29費目)に分けて分析している。

なお、説明変数、被説明変数のいずれも前年比(%)データに変換されているため、推計される $a_1$ は消費の資産弾性値を、 $a_2$ は所得弾性値と解釈できる。

計量分析については、各都道府県庁所在地、各時点における特有の効果を捉えるため、地域ダミー、年ダミーを考慮したplain OLS推定を用いている。

推計期間は2006~2018年とし、特にアベノミクスの効果をみるため、アベノミクス期を2013年から2018年とし、それ以前の時期と分けて、比較検討している。また、実証分析で用いた変数の基本統計量は図表3で示される。

## 2. 分析結果

計測結果は図表4である。まず、株式・株式投資信託については、2006年から2012年のアベノミクス期以前では、小分類では5%水準で有意となっているが、大分類、中分類ではいずれにおいても有意な結果は得られていない。これに対して、2013年から2018年におけるアベノミクス期では、大分類、中分類、小分類のいずれ

においても、約0.02の弾性値で、1%の有意水準を満たした結果が得られている。この結果から、わが国の場合、金融資産の大半を現金・預金が占め、株式・株式投資信託は、米国や欧州と比べても資産としての保有率が低いことを考慮すると<sup>11)</sup>、アベノミクス期においては、日銀による強力な金融緩和政策が奏功し、株式を通じて消費の資産効果が強く働いたことが確認できる。

次に、資産効果として、総貯蓄現在高の影響をみた結果については、2006年から2012年のアベノミクス期以前でも、大分類と小分類において1%水準で有意、中分類では5%の有意水準を満たしており、弾性値では0.04~0.09となっている。さらに、アベノミクス期では、中分類では5%の有意水準、大分類、小分類のいずれにおいても、1%の有意水準を満たし、0.05~0.07の弾性値が得られている。このように、株式・株式投資信託だけでなく、銀行・郵便局による預貯金や生命保険等を中心とした包括的な総貯蓄現在高の資産効果については、概ね既にアベノミクス期以前から働いていたことが確認できた。

参考までに、計測された株価の資産弾性値から限界消費性向を求めると、アベノミクス期では0.066という値が得られている<sup>12)</sup>。なお、本稿と同様に、アベノミクス期における株価の資産効果を計測した研究である宇南山・吉村[2014]では0.022となっている。ここで、宇南山・吉村[2014]では2012年11月~2013年5月までの月次データによるアベノミクス始動直後の短期間かつ株価急上昇期に絞った分析期間であるのに対し、本稿では2013年~2018年の年次データによる長期間のアベノミクス期を分析期間としているといった違いがあるが、両者を比

図表4 資産効果の計測結果

大分類

2006-2012年	推定係数	t 値	推定係数	t 値
定数	-0.0067	-0.35	-0.0054	-0.29
株式・株式投資信託	0.0058	0.99		
貯蓄現在高			0.0660	3.32***
年間収入	0.3757	8.96***	0.3347	7.80***
年ダミー	あり		あり	
都道府県ダミー	あり		あり	
サンプル数	329		329	

2013-2018年	推定係数	t 値	推定係数	t 値
定数	-0.0023	-0.11	-0.0031	-0.14
株式・株式投資信託	0.0220	3.17***		
貯蓄現在高			0.0678	2.95***
年間収入	0.3451	6.65***	0.3250	6.12***
年ダミー	あり		あり	
都道府県ダミー	あり		あり	
サンプル数	282		282	

中分類

2006-2012年	推定係数	t 値	推定係数	t 値
定数	-0.0124	-0.70	-0.0116	-0.65
株式・株式投資信託	0.0028	0.50		
貯蓄現在高			0.0377	1.99**
年間収入	0.3557	9.04***	0.3313	8.09***
年ダミー	あり		あり	
都道府県ダミー	あり		あり	
サンプル数	3,290		3,290	

2013-2018年	推定係数	t 値	推定係数	t 値
定数	-0.0001	-0.003	-0.0004	-0.02
株式・株式投資信託	0.0247	3.73***		
貯蓄現在高			0.0451	2.06**
年間収入	0.4137	8.35***	0.4068	8.03***
年ダミー	あり		あり	
都道府県ダミー	あり		あり	
サンプル数	2,820		2,820	

小分類

2006-2012年	推定係数	t 値	推定係数	t 値
定数	-0.0115	-0.84	-0.0100	-0.73
株式・株式投資信託	0.0105	2.48**		
貯蓄現在高			0.0901	6.19***
年間収入	0.3143	10.40***	0.2623	8.34***
年ダミー	あり		あり	
都道府県ダミー	あり		あり	
サンプル数	28,282		28,282	

2013-2018年	推定係数	t 値	推定係数	t 値
定数	-0.0027	-0.17	-0.0033	-0.21
株式・株式投資信託	0.0211	4.17***		
貯蓄現在高			0.0588	3.53***
年間収入	0.3651	9.67***	0.3489	9.05***
年ダミー	あり		あり	
都道府県ダミー	あり		あり	
サンプル数	24,247		24,247	

(注) \*\*\*印は1%, \*\*印は5%, \*印は10%有意を示す。

較すると、本稿で得られた値は若干高めといえる。

次に、所得要因である年間所得については、大分類、中分類、小分類のいずれにおいても、アベノミクス期以前から、1%の有意水準を満たした結果が得られている。弾性値でみると、アベノミクス期以前では0.26~0.38、アベノミクス期では0.33~0.41となっており、ある程度の幅を持って見る必要があるが総じて言えば、特に近年、借入れが十分にできないといった流動性制約下にある家計が増加していることか

ら、すぐに換金可能な預貯金や所得といった流動的な資産が消費に与える影響が高まっている可能性が示唆される。

さらに、消費項目(費目)を大きく必需財と奢侈財の2つに分けて、それぞれ消費の資産効果を分析した結果をまとめたものが図表5である<sup>13)</sup>。

これによると、必需財では、株式・株式投資信託については、アベノミクス期以前もアベノミクス期のいずれにおいても有意な結果は得られていない。また、総貯蓄現在高については、

アベノミクス下の消費における資産効果の計測

図表5 財別の資産効果の計測結果

必需財

2006-2012年	推定係数	t 値	推定係数	t 値
定数	-0.0084	-0.58	-0.0071	-0.49
株式・株式投資信託	0.0058	1.28		
貯蓄現在高			0.0661	4.26***
年間収入	0.2718	8.44***	0.2306	6.88***
年ダミー	あり		あり	
都道府県ダミー	あり		あり	
サンプル数	20,398		20,398	

2013-2018年	推定係数	t 値	推定係数	t 値
定数	-0.0055	-0.33	-0.0057	-0.34
株式・株式投資信託	0.0056	1.04		
貯蓄現在高			0.0197	1.12
年間収入	0.3088	7.73***	0.3024	7.41***
年ダミー	あり		あり	
都道府県ダミー	あり		あり	
サンプル数	17,484		17,484	

奢侈財

2006-2012年	推定係数	t 値	推定係数	t 値
定数	-0.0225	-0.95	-0.0202	-0.86
株式・株式投資信託	0.0140	1.91**		
貯蓄現在高			0.1292	5.12***
年間収入	0.3551	6.78***	0.2789	5.11***
年ダミー	あり		あり	
都道府県ダミー	あり		あり	
サンプル数	11,174		11,174	

2013-2018年	推定係数	t 値	推定係数	t 値
定数	-0.0024	-0.09	-0.0036	-0.13
株式・株式投資信託	0.0510	5.82***		
貯蓄現在高			0.1228	4.25***
年間収入	0.5082	7.77***	0.4789	7.16***
年ダミー	あり		あり	
都道府県ダミー	あり		あり	
サンプル数	9,583		9,583	

(注) \*\*\*印は1%, \*\*印は5%, \*印は10%有意を示す。

アベノミクス期以前では1%の有意水準を満たした結果が得られているが、アベノミクス期では有意な結果が得られていない。これに対して、年間収入については、アベノミクス期以前もアベノミクス期のいずれにおいても1%の有意水準を満たした結果が得られている。

これらの結果から、必需財においては、株式・株式投資信託を通じた消費の資産効果は確認できなかったが、所得の影響については、アベノミクス期以前から及んでいたことがわかった。

なお、年間所得の弾性値は、アベノミクス期以前では0.23~0.27となっており、アベノミクス期では0.3程度となっている。

一方、奢侈財については、株式・株式投資信託は、アベノミクス期以前では5%の有意水準を、アベノミクス期では1%の有意水準を満たした結果が得られている。

また、総貯蓄現在高については、アベノミクス期以前もアベノミクス期のいずれにおいても1%の有意水準を満たした結果が得られている。

これらの結果から、奢侈財においては、必需財とは対照的に、財の性質を反映して、株式・株式投資信託を通じた資産効果と、株式・株式投資信託だけでなく、銀行・郵便局による預貯金や生命保険等を中心とした包括的な総貯蓄現在高による資産効果のいずれも、アベノミクス期以前から働いていたことが明らかになった。

なお、株式・株式投資信託の消費に与える弾性値は、アベノミクス期以前では0.01に対して、アベノミクス期では0.05となっている。総貯蓄現在高の消費に与える弾性値は、アベノミクス期以前では0.13、アベノミクス期では0.12となっている。

また、年間所得の弾性値は、アベノミクス期以前では、0.28~0.36となっており、アベノミクス期では0.48~0.51と大きな値となっている。

以上の結果から、奢侈財において、株式・株式投資信託を通じた消費の資産効果と所得要因のいずれも、アベノミクス期以前よりもアベノミクス期でより大きな値となっていることも明らかになった。

また、所得の影響については、アベノミクス期以前でもアベノミクス期のいずれにおいて

も、必需財よりも奢侈財でより大きくなっていることも明らかになった。

#### IV. まとめ

本稿では、総務省統計局『家計調査年報』（家計収支編）の都道府県庁所在地別かつ消費費目別パネルデータを用いて、アベノミクス下における消費の資産効果について検証した。主な分析結果は以下の通りである。

第一に、株式・株式投資信託を通じた消費の資産効果は、アベノミクス期では、日銀による強力な金融緩和政策により、強く働いたことが明らかになった。計測された株価の資産弾性値から限界消費性向を求めると、アベノミクス期では0.066という値が得られており、この値は先行研究と比べても高めである。

第二に、株式・株式投資信託だけでなく、銀行・郵便局による預貯金や生命保険等を中心とした総貯蓄現在高による資産効果については、概ね既にアベノミクス期以前から働いていたことも確認できた。

第三に、消費項目（費目）を分けて分析した結果によると、必需財においては、株式・株式投資信託を通じた資産効果は確認できなかった。これに対して、奢侈財においては、株式・株式投資信託を通じた資産効果と、株式・株式投資信託だけでなく、銀行・郵便局による預貯金や生命保険等を中心とした総貯蓄現在高による資産効果のいずれも、アベノミクス期以前から働いていたことが明らかになった。

第四に、奢侈財において、株式・株式投資信託を通じた消費の資産効果は、アベノミクス期以前よりもアベノミクス期でより大きくなっていることが明らかになった。

本稿により、アベノミクス下における消費の資産効果を提示できたことは、本研究の大きな貢献といえる。

しかしながら、本稿での分析結果の頑健性を得るためにも、『全国消費実態調査』や『県民経済計算年報』といった他の統計による分析も行い、本稿で得られた分析結果を比較検討することも必要と思われる。この点は今後の課題としたい。

#### 注

- 1) 2013年の前年比2.4%増の要因としては、アベノミクス前の民主党政権下において、既に2014年4月に5%から8%、2016年10月には8%から10%に引き上げられることが決まっていたため、増税前の駆け込み需要の影響も考えられる。
- 2) 消費の長期停滞要因について分析した最近の研究として、小川 [2020] がある。また、家計債務が消費に与える影響を分析した最近の研究では、Nakajima [2020] がある。
- 3) ライフサイクル仮説については、Ando and Modigliani [1963] を参照。恒常所得仮説については、Friedman [1958] を参照。
- 4) 総貯蓄現在高の内訳については、通貨性預金、定期性預金、生命保険、有価証券等である。
- 5) 白川 [2018] 参照。
- 6) 一方で、日銀の量的・質的金融緩和 (QQE) により、大規模な国債購入が行われた結果、長期金利の低下が生じ、これがリスクプレミアムを拡大する方向に働いた面もある。
- 7) 金融政策決定会合議事録 (2010年10月4日5日) 参照。
- 8) 日銀によるETF買い入れは、本来、市場が持っている健全な株価形成に歪みが生じることや株式市場の流動性が低下すること、さらに、企業のガバナンス機能が低下し、経営規律が働かなくなるなど、その副作用が懸念されている。また、そもそも株式を所有しているのは富裕層であるため、株高の恩恵はこうした層に限られ、広く国民全体に及んでいるわけではない。このため、株高はむしろ経済格差を広げている可能性も指摘される。
- 9) 『家計調査』において、世帯補正にも利用される総務省の『労働力調査』によると、2020年1月時点で単身世帯は34.4%まで増加している。
- 10) 各都道府県においても、厳密に言えば、県庁所在地とその他の地域での消費動向の差がみられる場合もあるが、本研究では、都道府県庁所在地のデータを各都道府県の消費支出の代表とみなし、分析している。
- 11) 日本銀行調査統計局 [2020] によると、家計の資産構成 (2020年3月末時点) をみると、日本は、現金・預金54.2%、株式等・投資信託13%となっており、米国は、現金・預金13.7%、株式等・投資信託44.8%、また、ユー

## アベノミクス下の消費における資産効果の計測

ロエリアは、現金・預金34.9%、株式等・投資信託25.9%となっている。

- 12) 限界消費性向は、計測された弾性値に平均消費性向を乗じて算出している。また、限界消費性向は、小川一夫・北坂真一 [1998] や Mian, Rao, and Sufi [2013] の分析結果をみても、財分類を細かく分けて計測すると小さくなる傾向にある。ここでは先行研究との比較を行うため、財分類も先行研究に合わせて、大分類で得られた弾性値を利用して算出している。
- 13) 必需財と奢侈財の費目分類については付表2を参照。

## 参 考 文 献

- 岩田一政・佐三川郁子 [2018] 『金融正常化へのジレンマ』, 日本経済新聞社
- 宇南山卓・吉村典洋 [2014] 「株価が消費に与える影響：アベノミクス期を用いた資産効果の計測」, PRI Discussion Paper14A-09, 財務省財務総合政策研究所
- 小川一夫・北坂真一 [1998] 『資産市場と景気変動』, 日本経済新聞社
- 小川一夫 [2020] 『日本経済の長期停滞』, 日本経済新聞出版
- 日本銀行 [2010] 『金融政策決定会合議事録 (2010年10月4日5日)』
- 白川方明 [2018] 『中央銀行』 東洋経済新報社
- 内閣府 [2009] 『平成21年度年次経済財政報告』
- 日本銀行調査統計局 [2020] 『資金循環の日米欧比較』
- Abdallah, Chadi S. and William D. Lastrapes [2013] “Evidence on the Relationship between Housing and Consumption in the United States: A State-Level Analysis” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.45, No.4, pp.559-590.
- Aladangady, Aditya [2017] “Housing Wealth and Consumption: Evidence from Geographically Linked Microdata” *American Economic Review*, Vol.107, No.1, pp.3415-3446.
- Ando, Albert and Franco Modigliani [1963] “The “Life Cycle” Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests” *American Economic Review*, Vol.53, No.1, pp.55-84.
- Attanasio, Orazio, Andrew Leicester and Matthew Wakefield [2011] “Do House Prices Drive Consumption Growth? The Coincident Cycles of House Prices and Consumption in the UK” *Journal of the European Economic Association* Vol.9, No.3, pp.399-435.
- Boone, Laurence, Claude Giorno and Pete Richardson [1998] “Stock Market Fluctuations and Consumption Behaviour: Some Recent Evidence” *OECD Economic Department Working Papers*, No.208.
- Case, Karl E., John M. Quigley and Robert J. Shiller [2005] “Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market” *The B. E. Journal of Macroeconomics*, Vol.5, No.1, pp.1-32.
- Case, Karl E., John M. Quigley and Robert J. Shiller [2012] “Wealth Effects Revisited 1975-2012” *Critical Finance Review*, Vol.2, pp.101-128.
- Cooper, Dynan and Karen Dynan [2016] “Wealth Effects and Macroeconomic Dynamics” *Journal of Economic Surveys*, Vol.30, No.1, pp.34-55.
- Davis, Morris and Michael Palumbo [2000.] “A Primer on the Economics and Time-Series Econometrics of Wealth Effects” Federal Reserve Board, *Finance and Economics Discussion Series*, No.2001-09.
- Disney, Richard, John Gathergood and Andrew Henley [2010] “House Prices Shocks, Negative Equity and Household Consumption in the United Kingdom” *Journal of the European Economic Association* Vol.8, pp.1179-1207.
- Dvornak, Nikola and Marion Kohler [2007] “Wealth and Consumption: A Panel Analysis” *Economic Record*, Vol.83, No.261, pp.117-130.
- Dynan, Karen E. and Dean M. Maki [2001] “Does Stock Market Wealth matter for Consumption?” Board of Governors of the Federal Reserve System, *Finance and Economics Discussion Series*, No.2001-23.

- Friedman, Milton [1958] *A theory of Consumption function*, Princeton University Press (宮川公男・今井賢一訳 [1961]『消費の経済理論』, 巖松堂).
- Hori, Masahiro and Takeshi Niizeki [2019] “Housing Wealth Effects in Japan: Evidence Based on Household Micro Data” *B. E. Journal of Economic Analysis and Policy*, Vol.19, pp.1-28.
- Horioka, Charles Yuji [1996] “Capital Gains in Japan: Their Magnitude and Impact on Consumption” *Economic Journal*, Vol.106, pp.560-577.
- Ludwig, Alexander and Torsten Sloek [2002] “The Impact of Changes in Stock Prices and House Prices on Consumption in OECD Countries” *IMF Working Papers*, No.02/1.
- Ludvigson, Sydney and Charles Steindel [1999] “How Important Is the Stock Market Effect on Consumption?” *Economic Policy Review*, Vol.5, pp.29-51.
- May, Diego, Gabriela Nodari and Daniel M. Rees [2020] “Wealth and Consumption in Australia” *The Australian Economic Review*, Vol.53, no.1, pp.105-117.
- Mian, Atif, Kamalesh Rao, and Amir Sufi [2013] “Household Balance Sheets, Consumption, and The Economic Slump” *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.128 [4], pp.1687-1726.
- Nakajima, Jouchi [2020] “The role of household debt heterogeneity on consumption: Evidence from Japanese household data”, *Economic analysis and Policy*, Vol.65 pp.186-197.
- Paiella, Monica [2009] “The Stock Market, Housing and Consumer Spending: A Survey of The Evidence on Wealth Effects” *Journal of Economic Surveys*, Vol.23, No.1, pp.943-973.
- Poterba, James M. [2000], “Stock Market Wealth and Consumption” *Journal of Economic Perspectives*, Vol.14, No.2, pp.99-118.
- Starr-McCluer, Martha [2002] “Stock Market Wealth and Consumer Spending” *Economic Inquiry*, Vol.40, No.1, pp.69-79.
- Tan, Alvin and Graham Voss [2003] “Consumption and Wealth in Australia” *Economic Record*, Vol.79, No.244, pp.39-56.
- Zhou, Xia and Carroll Christopher D. [2012] “Dynamics of Wealth and Consumption: New and Improved Measures for U. S. States” *The B. E. Journal of Macroeconomics*, Vol.12, pp.1-44.

(南山大学経済学部准教授)