

Economic Trends

マクロ経済分析レポート

テーマ：日米経済成長格差の根源を探る 発表日：2006年1月25日(水)

～消費水準格差の約4割は住宅価格による非金融資産の格差で説明～ (No. N - 81)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 永濱 利廣(03-5221-4531)

(要旨)

- 90年代以降における日米の経済規模の変化は大きく異なる。米国では消費が堅調な伸びを続け、この15年間で経済規模が2.2倍になった一方で、日本ではバブルの崩壊と共に消費が弱い動きとなり、この15年間で経済規模は1.2倍にとどまった。
- 日米消費水準格差は、①雇用・賃金環境を通じた可処分所得の格差、②住宅価格の格差に伴う非金融資産の格差、③期待成長率や高齢化の格差に伴う期待所得・将来不安格差、④米国における住宅価格上昇の現金化、等を通じて成長率格差をもたらした。
- 日米の消費水準の格差を「可処分所得要因」「住宅要因」「株価要因」「その他要因」の要因に分解すれば、「可処分所得要因」と「株価要因」による消費水準格差は2003年時点でそれぞれ38.9兆円、29.2兆円となり、格差全体の23.4%、17.6%を占める。一方、非金融資産の格差を通じた「住宅要因」により2003年度時点で62.1兆円の消費水準格差が発生しており、格差全体の37.4%を説明する。つまり、住宅価格や地価といった非金融資産の格差こそが日米成長率格差の主因である。
- 90年以降の株価と91年以降の住宅価格の下落で、2003年末時点のわが国個人消費はそれぞれ▲4.1兆円、▲18.3兆円押し下げられた。世界経済との成長率格差の縮小は、可処分所得や資産価格の拡大により個人消費が本格回復することが必要。
- 足元の日本経済は構造改善が着実に進んでおり、名目成長率も+1%を超える水準まで到達したが、世界経済の平均的な名目成長率が+6%台であることからすれば、日本は依然として世界の中で特異な経済状況にある。経済状況が他の先進国並みの正常な状態に戻るまでは、増税等の景気引き締め策には慎重な舵取りが求められる。

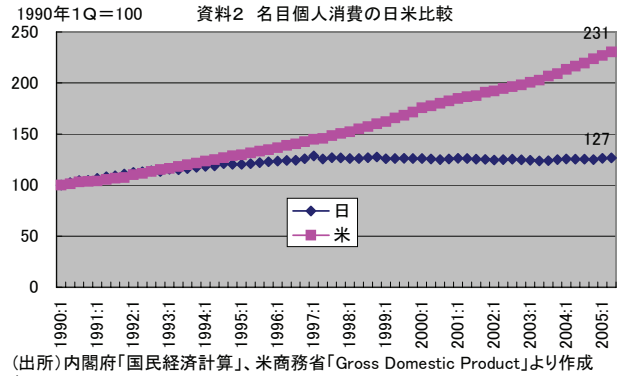
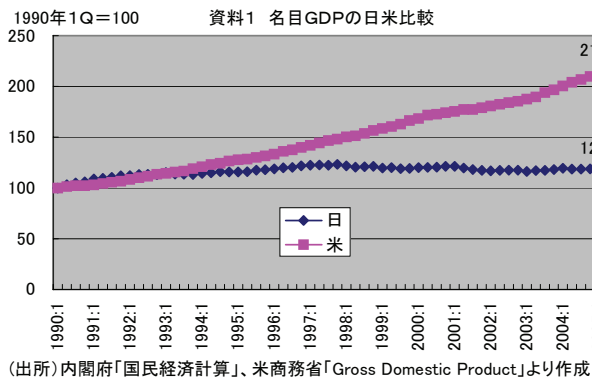
●はじめに

1990年以降における日米の経済規模の変化を名目GDPで見ると、1990年当時は日本が440兆円、米国が5兆ドル程度であったが、現在は日本が500兆円、米国が12兆ドル程度になっている。つまり、この15年間で日本の経済規模が1.2倍にとどまっているのに対し、米国は2.2倍にも拡大していることになる(資料1)。このように15年間に経済規模が2.2倍に拡大した米国経済と、1.2倍に止まった日本経済の違いは何だったのか。

ある程度の長期間を取ると、消費者は恒常的な所得(=GDP)にあわせて消費を平準化するような行動を取るため、GDPと消費は同じような増加率を示す。事実、経済成長が著しかった米国と経済成長が低迷していた日本を比較すると、両者の間には消費動向の違いが見られ、経済成長の著しかった米国では消費が堅調だったことがわかる(資料2)。

そこで本稿では、消費動向の違いをもたらした要因と考えられる所得や資産に焦点を当て、米国と

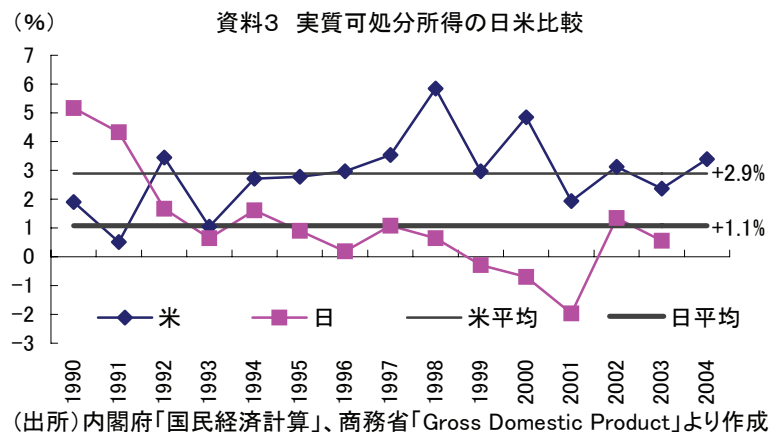
日本の比較を行う。

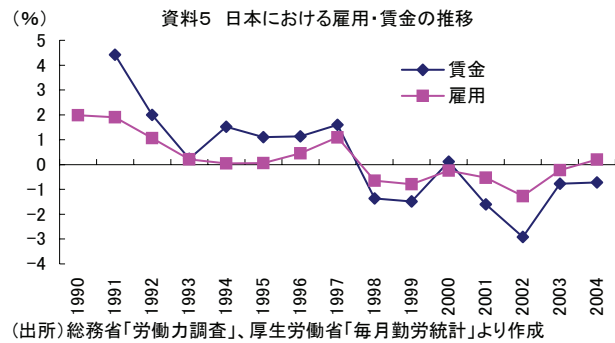
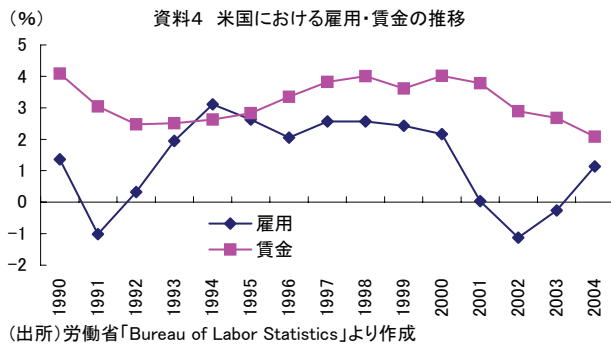


●大きく異なる可処分所得の伸び

以下では、所得面の比較をする。実質家計可処分所得の動向を見ると、90年代以降の平均増加率は米国では+2.9%と高い伸びとなった一方で、日本では+1.1%と低い増加率にとどまっている。このように、米国では実質可処分所得が安定的に増加したが、その所得の増加は雇用の増加と賃金の上昇によってもたらされた。事実、90年代以降の雇用と賃金を見ると、米国では雇用の伸びが高いうえ、名目賃金の平均上昇率も+3%以上であった。一方、日本では雇用、名目賃金共に90年代後半以降減少に転じた。

このように、所得面を見ると、米国では雇用・賃金ともに増加したことから、実質可処分所得の増加率が高く、またインフレ率がプラスを保ったことから、名目可処分所得の増加率がさらに高まったことが指摘できる。そして、これらの動きは日本と対照的であり、両国間における消費の増加率の違いを説明する大きな要因になったと考えられる。





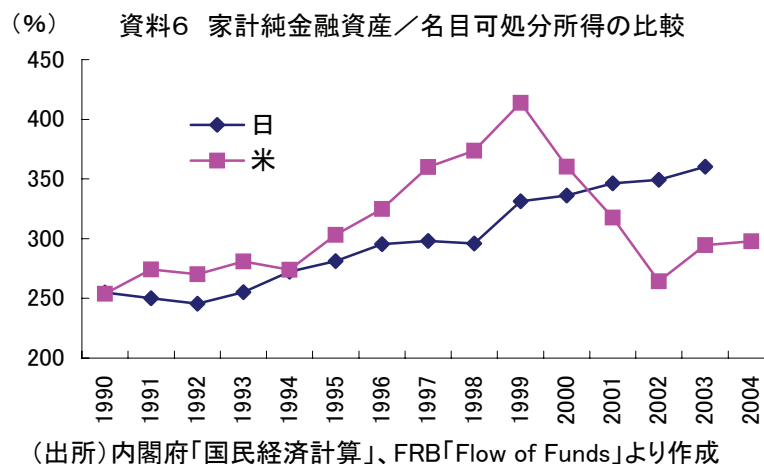
● 資産面では住宅価格を通じた非金融資産に大きな格差

家計の消費行動に影響を与える要因としては、所得要因以外にも資産要因がある。そこで続いては、資産要因のうち人的資産を除く金融資産と実物資産について比較を行う。

①純金融資産の動きに思ったほどの格差なし

米国と日本の間で純金融資産の動きを比較すると、両者の水準に思ったほどの格差はないが、次のような特徴を指摘することが出来る(資料6)。(1)米国の純金融資産の大きな減少は、ITバブル崩壊による株価下落に伴い金融資産が減少したことと、2001年以降負債が増加したことによる。(2)日本は家計金融資産に占める株式割合が低いこともあり、株価下落の影響は表面上見られない一方で、預金の増加などから純金融資産の可処分所得に対する比率は2001年には米国を上回っている。

また、米国では分母の可処分所得が堅調に推移していたことにより純金融資産比率が押し下げられている一方で、日本では可処分所得の低迷により同比率が押し上げられていることも指摘できる。



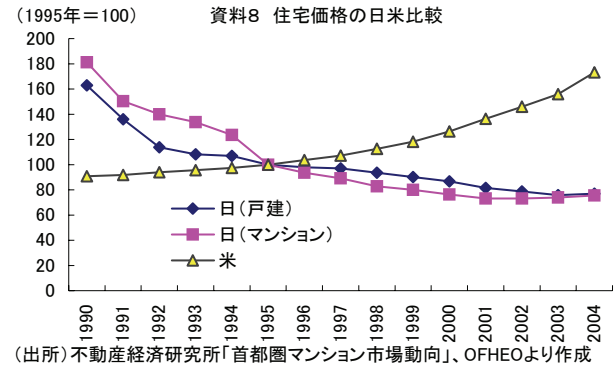
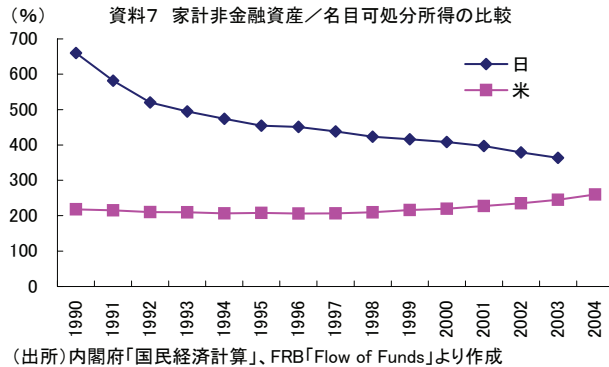
②大きく異なる非金融資産の動向

一方、非金融資産は米国で増加傾向にあり、2000年以降は純金融資産の減少をある程度相殺した。これに対し、日本はバブル崩壊後地価下落が続いていることから、非金融資産は減少している(資料7)。

米国における非金融資産の増加は、住宅価格の上昇によるものである。米国の住宅価格は90年代

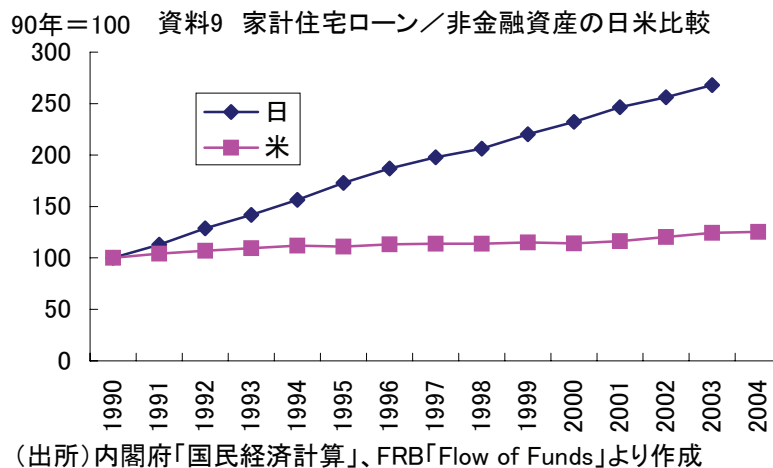
後半以降に大幅に上昇した(資料8)。住宅価格上昇の背景には、低金利を受けて住宅への需要が高まったことが挙げられる。また、米国では移民の増加等により世帯数が増加しており、住宅需要が高まっている側面もあると考えられる。

このように、住宅価格の変化を通じた非金融資産の乖離が日米間における消費水準の格差につながったことが指摘できる。



③ 日本では住宅ローンが消費の重荷に

一方、90年代以降の家計の負債動向を見ると、日米とも債務が増加する中で、住宅ローンが増加した。しかし、米国では住宅ローンが消費の重荷にならなかった一方で、日本では重荷になった可能性がある。なぜなら、90年代以降の住宅ローン残高の非金融資産に対する比率は、日米間で大きな違いがあるからだ。すなわち、米国ではその比率は90年とほとんど同程度であり、住宅ローンと資産のバランスがとれている一方で、日本では90年代以降、住宅資産価格が下落したことから、住宅ローン残高の非金融資産に対する比率の上昇が続いている(資料9)。



つまり、米国では住宅資産価値に見合う形で住宅ローンが増加しており、家計のバランスシートは負債と資産の両建てで増加していた。それに対して、日本では住宅資産の価値が減少した結果、家計の負担は増加し、家計のバランスシートは悪化した。この背景には、住宅価格や地価が低迷、あるいは下落していることが挙げられるが、日本では所得の伸びが低かったことも家計における住宅ローンの負担を重くし、日本の消費の伸びが低くなったと考えられる。

以上のように、米国では金融資産の減少分を非金融資産の増加によって相殺したことが消費の伸びを高めたと考えられる。一方、日本では住宅価格や地価の低迷により住宅資産の価値が減少した結果、家計のバランスシートが悪化し、消費の伸びが低くなったと考えられる。

●所得と資産価格の要因で足元の格差の 79.5%を説明

以上の通り、90年代以降における日米の消費水準格差の主な要因として、米国では物価の上昇に加えて、雇用、賃金、住宅価格が堅調に推移していたことなどが挙げられる。

そこで以下では、90年代以降における日米の消費規模の格差を「所得要因」「物価要因」「金融資産要因」「非金融資産要因」「その他要因」に分解してみよう。具体的には、資産の変動がタイムラグを伴って将来の所得にも影響を及ぼすことも考慮して、80年から2003年までの関係から、日本の個人消費に対する可処分所得、純資産(=非金融資産+金融資産-負債)の各弾性値、および可処分所得に対する過去の純資産額の弾性値を算出した(注1、2)。そして、それらの弾性値を基に、90年代以降の可処分所得、金融資産、非金融資産がそれぞれ米国の変化率で推移した場合の日本の個人消費額を算出し、現実の個人消費額との差額を各要因とした。そして、これらの要因では説明できない要因をその他要因とした。結果は以下の通り(資料10)。

(注1) わが国の消費関数の推計結果(推計期間は80年~2003年)

$$\Delta \ln(\text{名目家計消費支出}) = 0.004 + 0.7971 * \Delta \ln(\text{名目可処分所得}) + 0.0744 * \Delta \ln(\text{純資産額})$$

(t 値)	(1.273)	(9.282)	(1.925)
-------	---------	---------	---------

adj. R**2=0.873、なお、純資産額=非金融資産+金融資産-負債

(注2) わが国純資産額の可処分所得弾性値の推計結果(推計期間は83年~2003年)

$$\Delta \ln(\text{名目可処分所得}) = 0.006 + 0.3705 * \Delta \ln(\text{純資産額}(-3))$$

(t 値)	(1.301)	(6.488)
-------	---------	---------

adj. R**2=0.700、なお、純資産額は後方3期移動平均

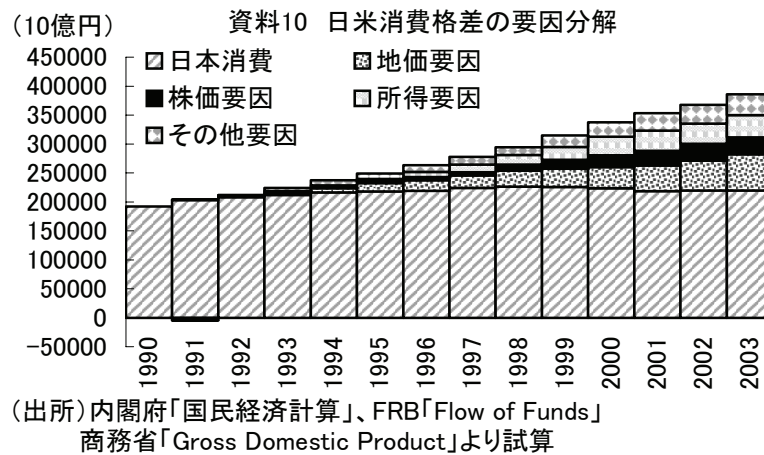
①可処分所得による乖離は、日米の消費水準格差の23%を説明

91年以降の日本の名目可処分所得が米国並みに増加したとすれば、92年以降に現実の家計消費水準を上回り始めていることがわかる。そして、可処分所得の要因だけであれば足元では概ね111.6兆円の乖離要因となるが、ここから過去の資産価格の要因を除去して純粋な可処分所得要因を抽出すれば、概ね38.9兆円の乖離要因となる。これは、足元の消費水準格差の23.4%を説明している。

②資産額による乖離は日米の消費水準格差の55%を説明

我が国の非金融資産はバブル崩壊以降から一貫して減少基調を続けているのに対し、金融資産は90年代以降から伸びを鈍化させながらも拡大基調にある。このため、直近の2003年時点では金融資産による個人消費の乖離額は29.2兆円の水準に留まっている。しかし、バブル崩壊以降の地価の下落によって、非金融資産要因による個人消費の乖離額は62.1兆円の水準となっている。つまり、わが国の資産価格の低迷によって、2003年時点で91.4兆円の個人消費の乖離が発生しており、これは同時期の日米の消費水準格差の55.0%を説明する水準となっている。

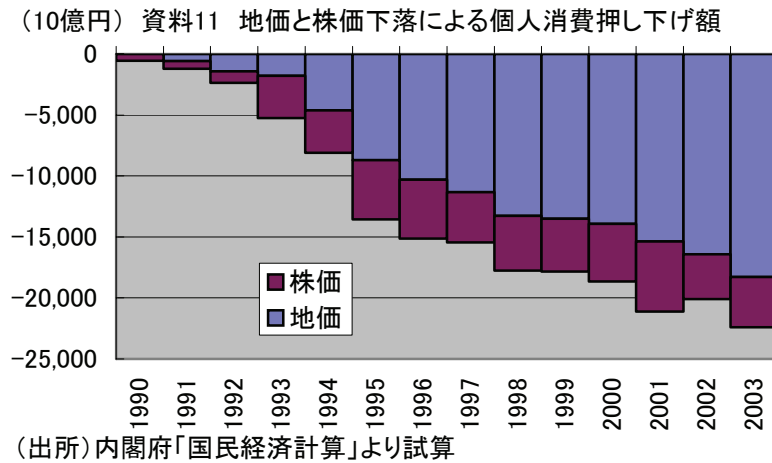
以上より、バブル崩壊以降の資産価格下落を発端とした名目可処分所得及び資産価格の低迷によって、足元の日米の消費水準格差の約78.4%が発生している結果となる。つまり、株価及び地価下落の経路とその経路を通じてわが国家計の名目可処分所得が低迷してきたため、日米間の消費水準格差が拡大してきたことがわかる。



●わが国の資産デフレで失われた個人消費は▲22.4兆円

以上は、わが国の所得や資産が米国並みに拡大したときと比べた個人消費の格差である。しかし、株価と地価については米国ほど拡大しなかったどころかバブル崩壊によりむしろ大きく縮小した。そこで、少し前提を緩めてバブル崩壊以降の株価と地価の下落を通じた資産減によって、どれだけわが国の個人消費が押し下げられたかを試算すれば、2003年度までの13年間で地価下落により約▲18.3兆円、株価下落により約▲4.1兆円の個人消費が新たに失われたとの結果が得られる(資料11)。つまり、平均すれば▲10%の地価及び株価下落の進行によって名目個人消費がそれぞれ▲4.8兆円、▲1.1兆円失われたことになる。

一方、2005年11月末時点における東証時価総額の前年比が+43.9%、2005年9月末時点の市街地価格指数(六大都市商業地)が同+2.8%に拡大していることからすれば、2005年の名目個人消費は資産価格の持ち直しにより大きく押し上げられているものと思われる。ただし、同時期における米国の名目個人消費が同+6%以上で拡大していることからすれば、日米間の個人消費および名目GDPの水準格差は更に拡大していることになる。



●期待所得や将来不安、住宅価格上昇の現金化の成長率格差の一因

これに対し、資産価格や物価及び可処分所得の低迷では説明できない「其他要因」は2003年の日米間の消費水準格差のうち21.5%を占める。従って、足元の日米間の消費水準格差の要因は所得や資産価格の問題だけではないと認識することも必要である。

消費と所得の関係を考える場合、消費はその時点での所得だけではなく、一時的な所得の変動を取り除いた将来にわたって安定的に得られると考えられる所得に依存する(恒常所得仮説)。こうした恒常所得も日米間の成長率格差の動向と関係があると考えられる。

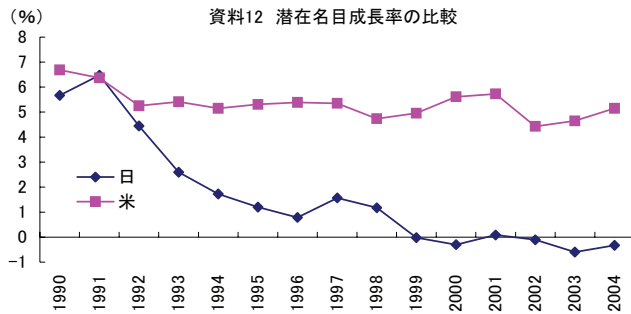
①米国で高い期待所得と、日本で高い将来不安

恒常所得の動向を見るために、将来所得に対する期待を知る必要がある。これを直接把握することは困難であるので、ここでは代理するものとしてOECDの試算による潜在名目成長率を取り上げてみたい。高い潜在名目成長率が続いていると、人々は恒常所得の堅調な増加を期待していると考えられる。

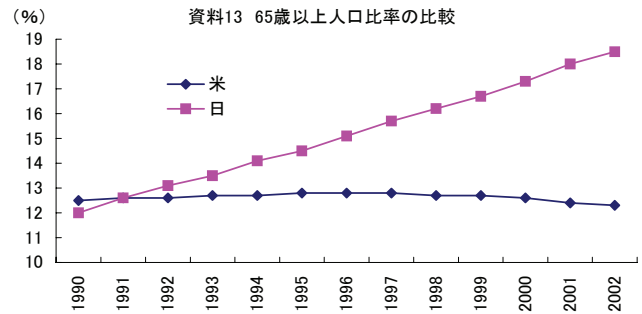
米国では、90年代後半に潜在名目成長率が高まった後、2000年代前半は平均で5%程度の潜在名目成長率となっている。この期間においては米国では雇用が増加しているが、この背景には米国では日本と比較して人口増加率が高いことが考えられる。このように、米国では潜在名目成長率が高く、一時的な所得の減少があっても、将来にわたる所得増加の期待につながっていたと考えられる(資料12)。

一方、日本の90年代以降の可処分所得は1%を下回り、低い増加率にとどまった。特に90年代後半に潜在名目成長率が大きく低下しており、2000年代前半の潜在名目成長率はマイナスとなっている。日本の潜在名目成長率が低い要因としては、雇用の減少が続いていたことが挙げられる。

また、米国と日本との間では90年代における高齢化のスピードに差が見られており、米国では高齢化の進展が遅かった(資料13)。米国では、高齢者比率は90年から2002年にかけて▲0.2%ポイント低下した。一方、日本では高齢化のスピードが早く、同時期に+6.5%ポイント上昇した。米国は日本と比較して高齢化の進展が遅かったため、将来に対する不安が少なく、消費が堅調に増加したと考えられる。



(出所)OECD「エコノミックアウトルック」より作成



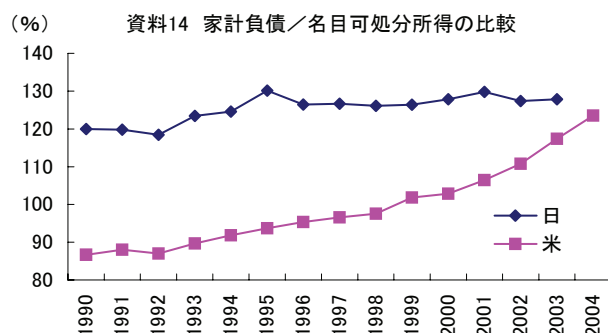
(出所)OECD「エコノミックアウトルック」より作成

②住宅価格による家計の流動性の増加

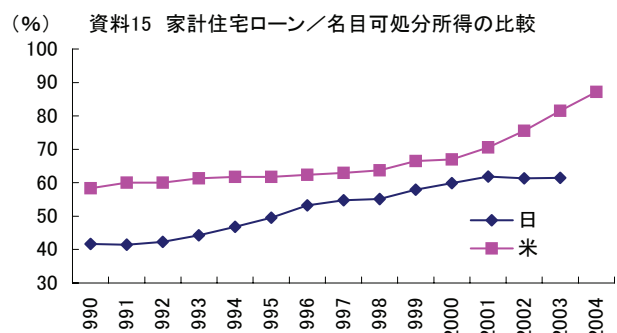
米国では、低コストで既存のモーゲージの借り換えを行うことが出来る。金利低下局面においては、家計はより低い金利の住宅ローンへと借り換えることによって、利払いを節約する。さらに、借り換えを行う場合に住宅資産価値の上昇を活かして借り入れを増加させることも可能である。例えば、住宅の純資産価値を担保にローンを設定することが出来る。また、住宅ローンの借り換え時に、ローン設定時以降の住宅価格上昇分を利用して、住宅ローン残高を積み増し、その分を現金化することもできる。

このような借り入れは、住宅資産が担保となっていることから、信用リスクプレミアムが低く抑えられている。さらに、住宅ローン関連の利子支払いが所得税制上、控除可能であることも家計にとって大きなメリットになっている。

米国の家計は、以上のような方法により、低金利あるいは住宅資産の価値上昇を利用して既存の高金利債務の整理を行ったり、キャッシュアウトから現金を得ており、その一部が消費に向けられたと考えられる。実際、90年代以降の米国の家計の負債動向を見ると、2001年以降増加しており、うち住宅ローンが可処分所得比90%程度に達している(資料14-15)。このような動きは、住宅価格が上昇する中で家計が住宅ローンの借り換えや借り増しを行った結果である。そして、家計はこのようにして得た現金のうちの一部を消費に回したものと考えられる。



(出所)内閣府「国民経済計算」、FRB「Flow of Funds」より作成



(出所)内閣府「国民経済計算」、FRB「Flow of Funds」より作成

こうした状況から判断すれば、米国では潜在成長率が高く、そのことが将来にわたる所得増加の期待につながっていたと考えられる。また、90年代における高齢化のスピードにも差が見られ、高齢化の進展が比較的少なかった米国では将来に対する不安も少なく、消費が堅調に増加したと考えられる。更には、低金利や住宅資産の価値上昇を利用した既存の高金利債務の整理やキャッシュアウトから現金を得、その一部が消費に向けられたことも考えられよう。

●求められる景気引き締め策の慎重な舵取り

2004年の名目個人消費は3年ぶりに拡大に転じており、それは家計の所得環境や資産価格の改善等によってもたらされた。経済全体で見ても企業のバランスシート調整等の構造改善が着実に進んでおり、名目成長率も+1%を超える水準まで到達した。しかし、海外との比較で見れば、日本の名目成長率が依然として+1%台であるのに対し、米国をはじめとした世界の平均的な名目成長率は+6%程度である。つまり、日本経済が世界の中で極めて特異な経済状態から完全に脱したとは言い切れない状況である。

こうした状況下、小泉首相は2006年9月までの任期中には消費税を引き上げないと明言しているが、早ければ2007年度の消費税率の引き上げを視野に入れた本格的な増税路線に舵が切られている。一方、日銀も金融政策の正常化に前向きな姿勢を示している。

足元の日本経済は構造改善が着実に進んでいるものの、家計では住宅ローンの負担に加えて社会保障制度の存続不安など将来の生活不安が完全に払拭されたわけではない。また、長期にわたる景気回復と歳出削減や減税の縮小等による政策努力も相俟って、目先の財政赤字は急速に改善する見込みである。しかし、政府が目論む2010年代初頭における基礎的財政収支の黒字を達成するには、更なる歳出削減や歳入の拡大が不可避といった状況は変わっていない。つまり、我が国の経済を巡る環境は他の先進国と大きく異なっており、こうした特異な経済状況下で、景気見合いで拙速な大幅増税や利上げを実施すれば、着実に進んでいる経済正常化を遅らせる危険性も十分に考えられる。そして、拙速な景気引き締め策は名目成長率の低迷を生み出し、政府が目論む2010年代初頭の基礎的財政収支黒字転換も達成困難となる可能性がある。

従って、政策当局はこうした現状等を十分に踏まえて政策運営を進めることが重要であり、過去のわが国と比べて経済がしっかりしてきたからといって、闇雲に増税や金融引き締めを急ぐことは賢明でないといえる。つまり、少なくとも経済状況が他の先進国並みの正常な状態に戻るまでは、過去に比べて経済がしっかりしていても、増税や利上げといった景気引き締め策を実施する際には、慎重な舵取りが求められよう。痛みを伴い経済正常化を後戻りさせかねない大幅増税や拙速な利上げよりも、経済状況を他の先進国並みの正常な状態に戻すことが今の日本経済には最優先されるべきであろう。

<参考文献>

内閣府(2003)「2003年 秋 世界経済の潮流」(ぎょうせい)