

2012年3月1日 全8頁

高齢化と家計貯蓄率の国際比較

資本市場調査部
森 祐司

欧米諸国でも高齢化の影響が家計貯蓄率低下となって表れる可能性も

[要約]

- 家計貯蓄率の低下傾向は1990年代後半から欧米先進国に共通に見られる現象である。
- ただし、日本以外の先進国の家計貯蓄率の低下は、住宅資産価格の上昇による資産効果の影響によって、所得・消費を拡大した結果だとみられる。このため、2008年以降の住宅資産価格の下落局面においては、消費が縮小し、家計貯蓄率は上昇する傾向も見られた。
- 日本では2000年代の住宅資産価格上昇による家計貯蓄率への影響はほとんどみられない。日本の家計貯蓄率の低下は高齢化による影響が大きいとみられる。日本は高齢化の進展が先進国の中で最も進み、家計貯蓄率への影響も顕著に表れてきているとみられるが、今後はその他先進国でも高齢化の影響が表れてくる可能性がある。
- 日本人の年金への信頼感が低いことは家計貯蓄率を押し上げる要因となるが、それでも2000年代以降に顕著に家計貯蓄率が低下してきたことは、高齢化の影響の強さをうかがわせる。今後も高齢化は進むとみられ、家計貯蓄率低下への影響はまだしばらく続くものと予想される。

1. はじめに

先進国での家計貯蓄率低下は住宅価格上昇による資産効果の影響が大きかった

欧米先進国において、1990年代後半から2000年代前半にかけて、家計貯蓄率の低下傾向が見られた。これら諸国における家計貯蓄率の低下は、主に1990年代からの世界的な住宅価格上昇や株価上昇を家計が恒久的な所得増加と判断して、消費を増加させたためである（いわゆる資産効果）との解釈が一般的である。一方、住宅価格上昇が顕著でなかった日本では、家計貯蓄率低下の要因はそのような資産効果よりも、高齢化要因のほか、景気変動要因によることが指摘されている（内閣府 [2003]・[2005]）。世界的な住宅価格上昇に転機が訪れ、下方転換するようになった2008年以降になると、欧米先進国の家計貯蓄率は概ね上昇傾向を示すようになり、資産効果を逆に証明しているようにも見える。

日本では高齢化が家計貯蓄率にもたらす影響が大きいとみられ、国際比較することでその特徴を明確にする

本稿では、家計貯蓄率に影響を与える要因についてより長期的な視点から国際比較しつつ検討していく。特に、わが国の家計貯蓄率の動向に、大きな影響をもたらしているとみられる高齢化要因を中心に分析し、他国とは異なる日本の特徴を明確にしていきたい。対象国はオーストラリア、ベルギー、カナダ、フィンランド、フランス、ドイツ、アイルランド、イタリア、日本、オランダ、ノルウェー、スペイン、スウェーデン、英国、米国の15カ国とする。

2. 家計貯蓄率と高齢化の推移

欧米諸国の家計貯蓄率は90年代中盤から下落傾向

欧米先進国の家計貯蓄率は、1990年代中盤から低下してきていると言われている。この傾向は、株価や住宅資産価格の上昇により、家計の資産額が増加したことから、消費が刺激されたことが大きいと指摘されている（Serres and Pelgrin[2003]）。

住宅価格上昇による資産効果で消費が刺激され家計貯蓄率が下がった

2000年代以降も米国を中心に住宅価格が上昇基調となり、家計が保有する資産が増大したことによって消費が刺激され、家計貯蓄率が下がったとの見解が有力だとみられている。井出・倉橋 [2011] は、不動産価格が消費を刺激する関係について、以下の5点を指摘している。すなわち、①住宅価格の上昇は、将来の帰属家賃の割引現在価値の増加により、部分的ないしは完全に打ち消される、②住宅資産は流動性制約のある世帯にとっては、利用可能な最も重要な担保となる、③住宅価格は金融資産価格よりも変動性が低いと考えられるため、家計は住宅価格の変化に応じてより早く消費を修正する、④キャピタルゲインを実現するコスト（取引費用や税）が潜在的に重要なファクターとなっている、⑤人口の年齢構成も関係する、である。

家計貯蓄率の低下している国が散見される

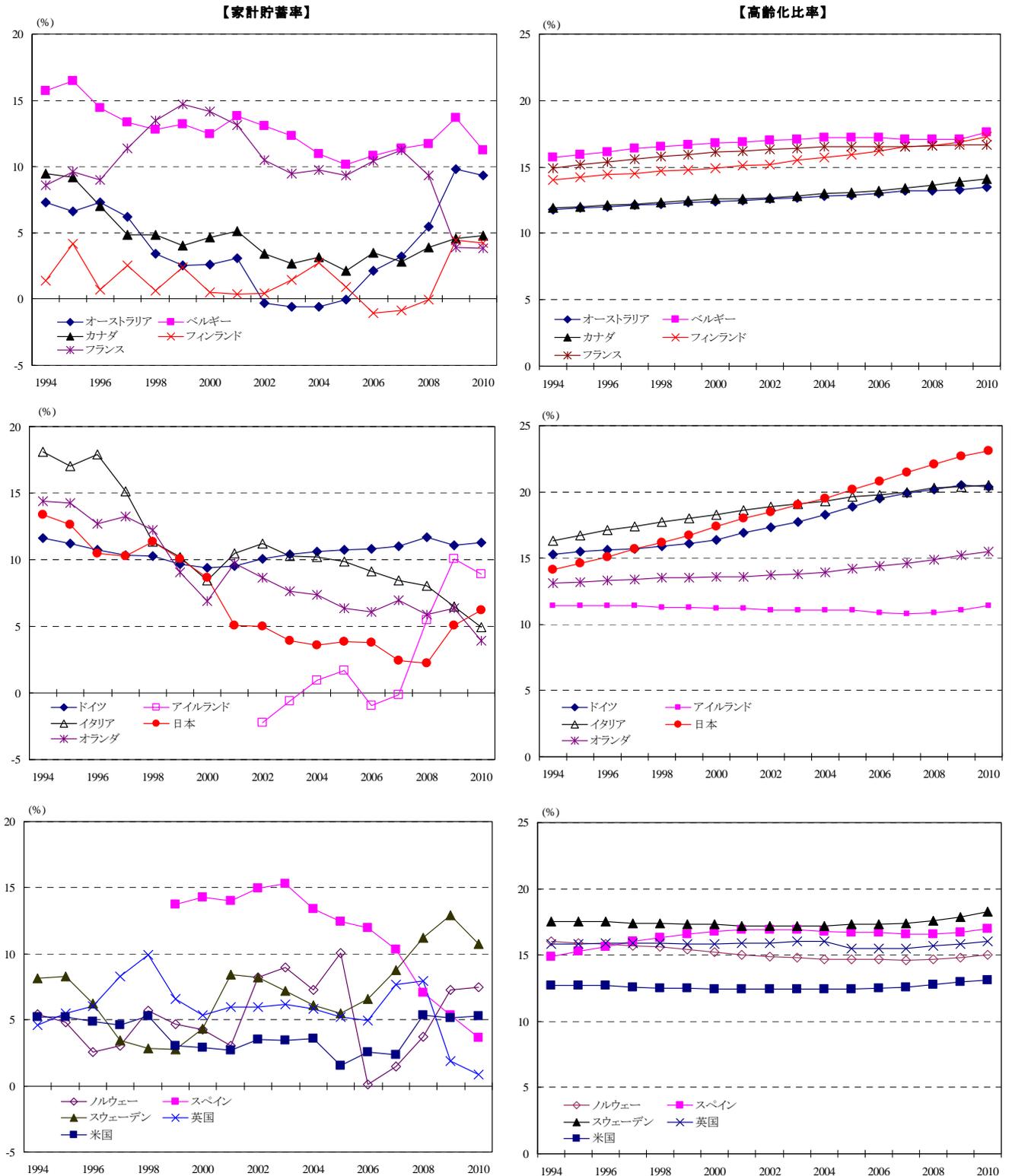
実際に図表1でOECD15カ国の家計貯蓄率の推移について見てみよう。1990年代以降2006-07年頃まで家計貯蓄率が低下している国が散見される。その後、住宅バブルが崩壊した2008年頃を境に家計貯蓄率がやや上昇する傾向を示す国（オーストラリア、カナダ、ベルギー、日本、米国）がある一方、そのまま低下傾向が続いている国もある（イタリア、オランダ、スペイン）。このように、家計貯蓄率の上昇・下降は国によって異なるが、それは、上述の資産効果を踏まえると、住宅資産価格の上昇が消費を刺激する度合いが国により異なるため、家計貯蓄率への影響も国によって様々になったと考えられる。また、住宅資産価格の上昇があまり顕著でなかった国、たとえばドイツや日本では、家計貯蓄率への影響はほとんどなかったことも考えられる。

高齢化比率は概ね横ばいあるいは上昇傾向

他方、これら諸国における高齢化比率（65歳以上人口の全人口に占める比率）を確認しよう。いずれの諸国も高齢化比率は概ね横ばいあるいは上昇傾向にあることが分かるが、その程度は国により区々となっている。1990年代半ばからの上昇傾向が顕著なのは、日本を筆頭に、ドイツ、イタリア、オランダといった国である。他方、米国や英国などほぼ横ばいで推移する国もある一方、横ばいであっても高齢化比率の水準の高いスウェーデンなどのような国もある。また家計貯蓄率と高齢化比率の関係も、必ずしも一様でないことが分かる。ベルギーは高齢化比率も高いが、家計貯蓄率も高い。フィンランドは高齢化比率が高い一方、家計貯蓄率はマイナスになる年もあるほど低い水準なのが特徴となっている。ドイツは高齢化比率は上昇しているが、家計貯蓄率は横ばいであるのに対し、日本では高齢化比率が上昇する一方で、家計貯蓄率は顕著に低下してきている。スウェーデンの高齢化比率は2005年頃まで水準としては高いがほぼ横ばいで推移し、それ以後上昇している。しかし、家計貯蓄率は上昇してきており、日本とは逆の傾向を示している。米国は家計貯蓄率も高齢化比率も相対的に水準としては低く、ほぼ横ばいで推移している。このように、高齢化比率については、全般的に上昇する傾向にあるとみられるが、移民政策を採る国などでは、少子化傾向も低いことから必ずしも日本のように高まる一方ではなかったことも分かる。

次に、家計貯蓄率と高齢化比率の関係について見てみよう。図表2は家計貯蓄率と高齢化比率（いずれも5年移動平均）の散布図を示したものである。これを

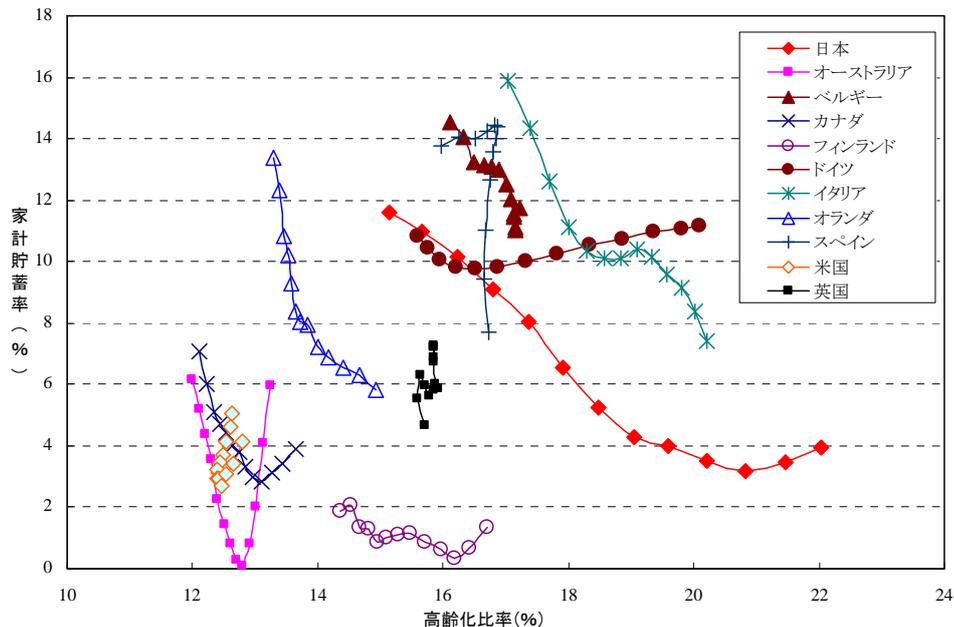
図表 1 OECD15 力国の家計貯蓄率（左図）と高齢化比率（右図）の推移



(注) 家計貯蓄率は“Household saving rates”であり disposable household income に対する比率で示す。尚、フランス、英国、スペインは各国の統計データから計算した。高齢化比率は、全人口に対する 65 歳以上人口の比率で示す。

(出所) OECD Economic Outlook, Volume 2011 Issue 2-No. 90、OECD Database より大和総研資本市場調査部作成

図表 2 家計貯蓄率と高齢化比率の推移



(注) 家計貯蓄率、高齢化比率の定義は図表 1 の注を参照。両変数ともに 5 年移動平均である

(出所) OECD Economic Outlook, Volume 2011 Issue 2-No. 90, OECD Database より大和総研資本市場調査部作成

見ると、高齢化比率が上昇すると家計貯蓄率が低下するという関係が顕著なのは日本、イタリア、オランダといった国であり、それら以外の国では必ずしも明確ではない。しかし、計測期間内には前述のように住宅資産価格の上昇と下落という期間が含まれていることが考えられる。高齢化と家計貯蓄率の関係については、もっと長期的に見ていくことが必要だと考えられよう。

3. 家計貯蓄率に作用する要因

家計貯蓄率に影響する要因を考察する

ここでは先進国の家計貯蓄率に影響する要因について、推計を行う。その際、Serres and Pelgrin[2003]と同様に、家計の金融資産額といった資産額の直接的な変数を取り上げるよりも、その背後にある資産価格に影響を与えるとみられる各要因を検討することで資産価格だけでは捉えられない要素を考察していく。本稿で採用する各変数については、以下のように考えることができる (Serres and Pelgrin[2003]を参照)。

実質金利が家計貯蓄率にもたらす効果は正負いずれもある

①実質金利： 実質金利が家計貯蓄率にもたらす効果は、正負両方の効果があるとみられている。実質金利の上昇は、貯蓄して将来の消費を増やすことを有利にするために、家計貯蓄率を引き上げる効果をもたらす¹。一方、実質金利の上昇は財産からの利子所得の増加をもたらす、それが消費を刺激すれば家計貯蓄率を低下させる効果も持つ。このため、両者の効果が正負いずれかに表れるのかは、各国各時点の状況に依存する。ただし、家計貯蓄率の対象となる個人部門は、通常はいずれの国でもネットの貸し手として存在するため、実質金利の上昇は所得を増加させ、消費を高めて家計貯蓄率を低下させる効果を持つことが考えられよう。

¹ その効果の強さは消費の異時点間の弾力性に依存する。

インフレ率の上昇は所得増加による消費増大（家計貯蓄率の低下）もあるが、将来の不確実性が高まる場合は家計貯蓄率を引き上げる効果もある

②インフレ率： インフレ率の上昇は名目の利息収入を増加させる効果を持つため、実質金利の上昇と同様に利子所得増加によって消費が刺激され、家計貯蓄率を低下させる効果を持つ。その一方で、資産の実質的価値を低下させる効果もあるため、家計貯蓄率を引き上げる効果もあることが指摘される。また、インフレ率は、ある程度予測される場合よりも予測されない場合や、インフレ率の分散値の増大として表れるような将来の不確実性が増大する場合は、家計貯蓄率を引き上げる効果をもたらす。これらの効果を考えると、インフレ率がもたらす効果は各国の経済状況によって多様になると考えられる。

生産性の上昇は所得と消費への影響により家計貯蓄率への影響は様々となる

③生産性上昇率・GDP成長率： 生産性上昇率の上昇やGDP成長率の上昇は可処分所得の増加となっていくために、家計貯蓄率には正の効果をもたらすことが考えられる。しかし、将来に消費を先送りすることに障害が少なく（異時点間の消費代替がスムーズ）、将来の成長率が高いと確信するような場合（たとえば1990年代の米国のようなケース）は、所得の拡大と金融資産の増大を確信するようになるため、消費も増大し家計貯蓄率が下がっていくことも考えられる。

高齢化比率は家計貯蓄率を引き下げるが単純にはいかないケースも

④高齢化比率： 現役期に貯蓄を行い、高齢引退期に貯蓄を取り崩していくというライフサイクル仮説に従う場合には、人口構成の高齢化に伴い家計貯蓄率が低下していくのは理解されよう。しかし、高齢化が進んだとしても、社会保障の充実度などいわゆる公的な貯蓄が充実する北欧諸国では個人の貯蓄率が必ずしも高くないことも見られるなど、単純に高齢化の高まりが家計貯蓄率の低下を招くわけではないことは注意が必要である。

政府部門の貯蓄率の高低と家計貯蓄率の高低は一般にトレードオフの関係にある

⑤政府部門の貯蓄： Serres and Pelgrin[2003]は、1990年代後半期の日本を除く先進諸国では家計部門の貯蓄率が低下する一方で、政府部門の貯蓄率が大きくなったことを指摘している。しかし、政府部門の貯蓄の増減があっても、それを将来的な増減税のサインだと民間の経済主体が予測するならば、経済的効果はないことがありえる（いわゆるリカードの中立命題）。しかし、日本では政府部門の支出が増大する一方、家計貯蓄率が2000年代から低下する傾向が見られ、ノルウェーのように政府部門の貯蓄が拡大する一方、家計貯蓄率も増加する国もあるなど、必ずしも単純な逆相関の関係が成り立つようではないようである。

以上の各種要因のほか、社会保障制度、消費者金融制度、貯蓄に対する優遇は正措置や貯蓄優遇措置、文化・国民性などが家計貯蓄率に影響を与えることが指摘されている（ホリオカ [2009]）。しかし、ここで挙げた要因が主な要因であると考え、これら主な要因がどのように先進国の家計貯蓄率に作用するのかについて分析を行う。

4. 家計貯蓄率の推計

15カ国を対象とした推計を行った

第3節で検討した各要因についての代理変数を含めて、国際間での家計貯蓄率の推計を行った。図表3はOECD15カ国の1970年から2010年までを対象にしたパネルデータ推計の結果である（いずれもハウスマン検定の結果、固定効果モデルが選択された）。

GDP成長率は家計貯蓄率には正の効果をもたらす

GDP成長率は正で有意となった。やはりGDP成長率が高いほど、可処分所得の増大率にはプラスに作用し、家計貯蓄率にプラスの作用を示すのであろう。一方、労働生産性は負で有意となった。これは第3節でも指摘したように、家計が将来

図表 3 OECD15 カ国の家計貯蓄率を対象としたパネルデータ推計

	(1)		(2)		(3)		(4)	
	係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値
GDP成長率	0.537	(6.639) ***			0.527	(6.386) ***		
労働生産性			-0.003	(-4.658) ***			-0.002	(-4.470) ***
人口増加率			-0.279	(-0.590)			0.012	(0.028)
高齢化比率	-1.091	(-10.399) ***	-0.945	(-5.956) ***	-1.131	(-10.468) ***	-0.979	(-6.132) ***
消費者物価上昇率	-0.156	(-2.693) ***	-0.317	(-5.134) ***				
実質長期金利	-0.332	(-3.885) ***	-0.485	(-4.225) ***				
名目長期金利					-0.175	(-3.156) ***	-0.327	(-5.268) ***
政府純借入	0.002	(0.198)	0.018	(1.719) *	0.007	(0.623)	0.023	(2.159) **
定数	24.436	(14.881) ***	25.710	(10.537) ***	24.533	(14.772) ***	25.414	(10.652) ***
修正済決定係数	0.726		0.693		0.722		0.691	
データ数	576		571		576		571	

(注) 「GDP 成長率」は各国の実質 GDP 成長率。「労働生産性」は各国の1時間あたり・労働者一人あたりの GDP で表す。「人口増加率」は各国の総人口の対前年変化率。「高齢化比率」は全人口に占める 65 歳以上人口の比率。「消費者物価上昇率」は消費者物価指数の対前年変化率。「実質長期金利」は各国の名目長期金利から消費者物価上昇率を差し引いたもの。「政府純借入」は各国の GDP に対する比率で示している。推計期間は 1970 年から 2010 年。対象国は OECD15 カ国 (図表 4 と同じ)。***は 1%、**は 5%、*は 10%の有意水準。尚、いずれの推計でもハウスマン検定の結果、固定効果モデルが選ばれた。

(出所) OECD Economic Outlook, Volume 2011 Issue 2-No. 90, OECD Database より大和総研資本市場調査部作成

的な生産性上昇率の拡大を確信し、所得と消費の増加を促したことから家計貯蓄率にマイナスの作用を与えたのではないかと考えられる。しかし、このことは GDP 成長率との関係については逆の関係を示しているようにうかがえる。この点についてはさらに詳細に分析する必要があり今後の検討課題としたい。

消費者物価上昇率は家計貯蓄率には負の効果をもたらしている

インフレ率を示す消費者物価上昇率は、負で有意となった。インフレ率の上昇は資産の実質的価値を低下させて家計貯蓄率を引き上げる以上に、名目所得と名目利息の増加となり、消費を刺激して家計貯蓄率には負の作用が表れたと考えられる。実質長期金利も負で有意であった。これも第 3 節で述べた家計貯蓄率の引き上げ効果よりも、利子所得増加による家計貯蓄率の低下効果が上回って表れたのではないかと見られる。尚、名目長期金利も同様に負で有意であった。

高齢化比率は家計貯蓄率に負の効果をもたらす

高齢化比率は、いずれの推計結果でも負で有意となった。やはり高齢化が進むと、貯金を取り崩す世帯の比率が増加するために、家計貯蓄率には負の影響を及ぼすようになるというライフサイクル仮説が当てはまるように見られる。最後に、人口増加率と政府純借入はあまり有意ではなかった。

国別の推計結果からは、GDP成長率は家計貯蓄率に正の効果をもたらす

次に、各国ベースで推計した図表 4 の結果を見てみよう。GDP 成長率はいずれの国も概ね正で有意となっている。消費者物価上昇率は有意となっていた国では負である場合が多く (米国を除く、スペインは 10%水準で有意なので参考値ではあるが正である)、図表 3 での推計結果と同様に概ね消費を刺激して家計貯蓄率には負の作用が表れたと考えられる。ただし、日本ではオイルショックの時期を除き、インフレ率がその他先進国より低く安定し、ここ 20 年ではデフレ状況にもあったために、このような効果はほとんどなかったために有意ではなかったのではないかとみられる。実質長期金利は概ね負で有意となり、各国ベースでも利子所得増加による家計貯蓄率の引き下げ効果が表れたものと解釈される。

高齢化比率の上昇は家計貯蓄率には負の効果をもたらす

高齢化比率は日本を含む 11 カ国で負で有意となり、図表 3 と同様に高齢化が進むと先進国の家計貯蓄率に負の影響を与える傾向があることが分かった。ただし、係数を見ると、日本 (-0.801) よりも係数の絶対値が大きい国が多い。これは高

図表 4 OECD15 カ国の家計貯蓄率を対象とした国別推計

	GDP成長率	消費者物価 上昇率	実質長期 金利	高齢化比率	政府純借入	定数	決定係数
オーストラリア	0.305 (1.302)	-0.290 ** (-2.565)	-0.510 *** (-3.820)	-1.833 ** (-3.454)	-0.093 (-0.599)	30.917 *** (4.439)	0.713
ベルギー	0.803 *** (5.283)	-0.931 *** (-3.271)	-1.621 *** (-6.639)	-1.685 *** (-2.979)	0.062 *** (3.067)	40.626 *** (3.847)	0.659
カナダ	0.718 *** (3.237)	0.190 (0.754)	-0.781 *** (-4.818)	0.507 (1.039)	-0.160 (-1.147)	4.329 (0.635)	0.627
フィンランド	0.698 *** (4.429)	-0.341 (-0.852)	-1.074 *** (-3.539)	0.308 (0.408)	-0.212 (-0.591)	6.705 (-4.658)	0.611
フランス	0.842 *** (5.885)	-0.398 *** (-3.077)	-1.107 *** (-5.576)	-1.441 *** (-2.962)	0.009 (0.098)	32.861 *** (4.212)	0.760
ドイツ	0.450 *** (4.894)	-0.556 *** (-2.898)	-0.683 ** (-2.233)	0.054 (0.239)	-0.370 *** (-11.045)	17.405 *** (3.297)	0.832
アイルランド	0.553 *** (9.068)	-0.715 *** (-6.553)	-0.901 *** (-6.518)	-4.442 *** (-3.448)	-0.027 (-0.446)	61.312 *** (4.235)	0.883
イタリア	0.332 *** (2.971)	-0.139 ** (-2.060)	-0.296 *** (-3.623)	-0.969 *** (-6.346)	-0.038 (-0.746)	25.063 *** (6.951)	0.826
日本	0.493 *** (4.943)	0.224 (0.802)	0.008 (0.023)	-0.801 ** (-2.394)	-0.046 (-1.315)	24.360 *** (5.173)	0.955
オランダ	0.839 *** (7.748)	-0.140 (-0.633)	-0.579 *** (-2.843)	-0.964 ** (-2.630)	-0.078 ** (-1.946)	25.803 *** (4.373)	0.779
ノルウェー	0.849 ** (2.155)	0.270 (0.875)	-0.311 (-0.662)	-9.242 *** (-5.992)	-0.570 ** (-2.745)	153.437 *** (7.044)	0.758
スペイン	0.760 *** (4.622)	0.364 * (1.818)	0.127 (0.688)	0.436 (1.019)	0.026 (0.270)	-4.096 (-0.463)	0.362
スウェーデン	0.569 * (1.851)	-0.233 (-0.718)	-0.830 * (-1.940)	-3.928 *** (-7.882)	0.140 (0.581)	81.141 *** (9.131)	0.712
英国	0.237 *** (2.899)	-0.240 *** (-3.391)	-0.285 ** (-2.144)	-2.893 *** (-4.383)	-0.007 (-0.185)	50.820 *** (4.596)	0.759
米国	0.492 *** (4.934)	0.428 *** (6.399)	0.030 (0.256)	-2.128 *** (-8.163)	0.134 * (1.944)	24.422 *** (10.143)	0.787

(注) 各変数の定義は図表 3 を参照。推計期間は 1970 年から 2010 年。***は 1%、**は 5%、*は 10%の有意水準、() 内は t 値を示す。
(出所) OECD Economic Outlook, Volume 2011 Issue 2-No. 90, OECD Database より大和総研資本市場調査部作成

日本以外の先進国でも、高齢化による家計貯蓄率低下が今後顕著になってくることが予想される

高齢化比率が 1%ポイント高まった場合、日本よりも家計貯蓄率に大きくマイナスの影響を与えることを示す(たとえば、ノルウェーは高齢化比率が 1%高まると、家計貯蓄率が 9.242%ほど低める効果をもたらすことを示唆する)。このように、日本だけでなく世界でも高齢化が進むと家計貯蓄率にマイナスの影響を及ぼしていくことが確認できた。日本の高齢化の進展度合いは先進国でも最高水準に達し、家計貯蓄率は低下傾向を示すようになってきているが、その他先進国でも高齢化は日本を追って進んでいくとみられるため、それら諸国でも家計貯蓄率は今後低下していくことが考えられよう。尚、ドイツでは高齢化が進んでいるにもかかわらず、家計貯蓄率が低下しなかったため高齢化比率は有意ではなかった。この点につき、内閣府 [2009] は年金に対する信頼感が高い国ほど高齢化要因調整後の家計貯蓄率が低いという関係があることを指摘し、ドイツは年金に対する信頼感が先進国の中では非常に低いために家計貯蓄率も高いのではないかと示唆する。ドイツの推計で高齢化比率が有意でないのはこのような事情が反映したためなのかもしれない。尚、日本もドイツと同様に年金に対する信頼感が低かったことが示されている。政府純借入はドイツ、オランダ、ノルウェーでは負で有意、ベルギーでは正で有意となっているが、それ以外の国では有意ではなかった。

以上の推計結果から、家計貯蓄率に影響する要因を考えると、GDP 成長率や消費者物価上昇率、実質長期金利あるいは名目長期金利等からの影響が概ねうかがえることがわかった。そして、高齢化が進むと家計貯蓄率にはマイナスの影響を及ぼすことが分かった。高齢化が家計貯蓄率にもたらす影響は GDP 成長率と同様に重要であり、今後日本と同様に高齢化が進むとみられる先進国においては、家計貯蓄率を下げしていく要因として強く響いてくることが考えられる。

5. おわりに

家計貯蓄率の低下に
高齢化が影響するの
は世界的な現象で、今
後はよりその傾向が
強まることも予想さ
れる

先進国の家計貯蓄率に影響する要因について 1970 年から 2010 年までのデータを用いて、パネルデータ推計と各国別の推計結果を用いて考察してきた。その結果、人口動態要因では人口増加率は有意ではなかったものの、高齢化要因は有意に影響していることが分かった。高齢化は他の先進国でも共通して見られる現象である。今後、日本以外の先進国も高齢化により家計貯蓄率に下方圧力がかかることが予想される。

日本においては、年金に対する信頼感が低く、また社会保障改革も遅々として進まないことは、家計貯蓄率を押し上げる要素になったのではないかと考えられる。しかし、そのような要因があったとしても家計貯蓄率は 2000 年代以降顕著に低下してきたのであった。既に世界最高水準にまで進んだ高齢化は、今後もさらに進むとみられ、家計貯蓄率はさらに低下していくことが予想される。

以上

参考文献

Alain de Serres and Floroan Pelgrin[2003], “The Decline in Private Saving rates in the 1990s in OECD Countries: How much can be explained by non-wealth determinants?”, *OECD Economic Studies*, No. 36 2003/1 OECD.

井出多加子・倉橋透 [2011] 『不動産バブルと景気』、日本評論社、2011 年 9 月。

チャールズ・ユウジ・ホリオカ [2009] 「日本の貯蓄率」樋口美雄・財務省財務総合政策研究所『日本経済の構造変化と景気回復』、日本評論社、2009 年。

内閣府 [2003] 『平成 15 年度 年次経済財政報告』、2003 年 10 月。

内閣府 [2005] 『平成 17 年度 年次経済財政報告』、2005 年 7 月。

内閣府 [2009] 『平成 21 年度 年次経済財政報告』、2009 年 7 月。