

2020年3月18日 全7頁

新型肺炎拡大に伴う株価急落が個人消費に及ぼす悪影響は限定的か

逆資産効果は活動自粛や制限措置の影響によってかき消される可能性

経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司
研究員 山口 茜

[要約]

- 日本や欧米の代表的な株価指数は、年初来高値から 30%ほど下落している。今回のような株価の大幅な調整局面では、保有資産の価値の下落に伴って家計が消費を抑制する行動、つまりマイナスの資産効果（「逆資産効果」ともいわれる）が懸念される。
- 株価の変動によって家計の保有する金融資産の価値が 100 円変化すると、日本の個人消費は 3.0 円程度変化すると推計される。これは 2~4 円程度とされる先行研究の中央値に位置している。推計結果を機械的に当てはめれば、株価が前年から 30%下落すると、実質個人消費は年 0.5%程度（1.6 兆円程度）減少する。
- 高齢化の進展で、株式資産の大部分は高齢世帯が保有するようになっており、資産効果の影響を受けやすい不要不急の消費は以前よりも減少している。そのため現実に生じる資産効果は推計結果よりも小さいだろう。また、経済活動の自粛が 2月下旬から全国的に広がったことで、不要不急の消費はすでに抑えられている。こうした点を踏まえれば、今回はマイナスの資産効果が個人消費に及ぼす悪影響は限定的と考えられる。

1. 欧米での新型コロナウイルス拡大で世界各国の株価が急落

新型コロナウイルスによる肺炎の感染拡大が欧米でも深刻化している。2020年3月11日、世界保健機関（WHO）は世界的な大流行を意味する「パンデミック」を表明した。

感染拡大を防ぐため、イタリアやフランス、スペインなどでは、人の移動や飲食店等の営業などを制限する措置を実施した。EUのフォン・デア・ライエン欧州委員会委員長は16日、EUへの第三国からの入域を30日間制限する方針を表明した。一方、米国では13日、トランプ大統領が国家非常事態を宣言した。欧州28カ国に過去14日間滞在した外国人の入国を4月13日まで禁止し、16日には10人を超える集会や外食を自粛するよう国民に呼びかけた。

グローバル化やICT化が進展し、人・モノ・資本の国際的な移動が活発となった現在の経済構造の下、経済規模がとりわけ大きい欧米で制限措置や自粛要請が実施されたことから、世界経済の大幅な減速は避けられないだろう。各国政府・中央銀行は大規模な経済対策や追加の金融緩和策を実施（を発表）したものの、感染収束の目途が立たないことや経済の先行きへの懸念などから、世界各国の株価は実体経済に先行する形で大幅に調整している。日本や欧米の代表的な株価指数は、年初来高値から30%ほど下落した。

世界経済が実際にどの程度減速するのかは予断を許さないが、今回のような株価の大幅な調整局面では、保有資産の価値の下落に伴って家計が消費を抑制する行動、つまりマイナスの資産効果（「逆資産効果」ともいわれる）が世界経済に悪影響を及ぼすことも懸念される。

そこで本稿では、日本だけでなく、米国、ドイツ、英国における資産効果を推計して比較し、今後の日本と世界経済への影響について検討する。

2. 主要4カ国におけるマイナスの資産効果は？

100円の株式資産価値の増減に対して、日本の個人消費は3.0円程度変化

今回は、日本の個人消費の資産効果を測定するとともに、国際比較を行う観点から、各国共通の枠組みで消費関数を推計した。そのため説明変数（個人消費の動きを説明する要素）は「可処分所得」「株式資産」「純金融資産（除. 株式資産）」「実物資産」というシンプルなものにしていく。推計方法等の詳細については**補論**を参照されたい。

日本銀行（2016）¹では、個人消費の資産効果に関する先行研究を整理している。その結果を**図表1**に示したが、「株価の変動によって家計の保有する金融資産の価値が100円変化した場合、これに伴って個人消費は何円変化するか」と定義される資産効果は、100円の資産価値の増減に対し、個人消費は2~4円程度変化するとの結果が得られている。

¹ 日本銀行「経済・物価情勢の展望」（2016年4月）

本稿の推計は内閣府（2009）²の手法を参考にしており、推計期間を1980～2018年として資産効果を測定すると、100円の資産価値の増減に対して個人消費は3.0円程度変化するとの結果が得られた³。これはおおむね先行研究の中央値に位置している。

図表1：日本における個人消費の資産効果の先行研究

	推計期間	資産効果
武藤・河井・佐野（1993）	1955年～1991年	0.0
Horioka（1996）	1955年～1993年	2.9
Boone, Giorno and Richardson（1998）	1979/1Q～1996/2Q	3.8
小川・北坂（1998）	1980、1985、1990年	4.9
Ludwig and Slok（2002）	1960/1Q～1999/4Q	4.0
内閣府（2009）	1980年～2006年	3.5
宇南山・古村（2014）	2012/11月～2013/5月	2.2
大和総研（2020）	1980年～2018年	3.0

（注1）図表の「資産効果」は、家計が保有する金融資産の価値が100円変化した場合に、消費が何円変化するかを表したもの。大和総研以外は日本銀行調べ。

（注2）大和総研の資産効果は、補論で示した株式資産の弾性値に、消費と資産価値の比率（推計期間の平均値）を乗じたもの。株式資産には投資信託等が含まれる。

（出所）日本銀行「経済・物価情勢の展望」（2016年4月）等より大和総研作成

株価が前年から30%下落すると日本の消費は年0.5%程度減少する傾向

先述のように、足元の各国の株価は年初来高値から30%ほど低い水準にある。そこで、日本と同様の手法で米国、ドイツ、英国の3カ国についても推計し、仮に株価が前年から30%下落した場合の実質個人消費への影響を試算した結果が**図表2左**である。日本ではマイナスの資産効果により、実質個人消費は年0.5%程度（1.6兆円程度⁴）下振れするとみられる。

消費の伸び悩みが課題となる中で、年0.5%程度というのはかなりの大きさだ。とはいえ、他の3カ国に比べると資産効果は小さい。これは、金融資産に占める株式資産の割合が比較的小さく、大部分を現預金が占めるためである。

一方、株価下落による個人消費への悪影響が特に大きいのは米国である。株価が前年比で30%下落すると実質個人消費は年1.2%程度下振れすると試算され、これは、例えば2019年の実質個人消費の伸び（2.6%）を半減させるほどのインパクトといえる（**図表2左**）。

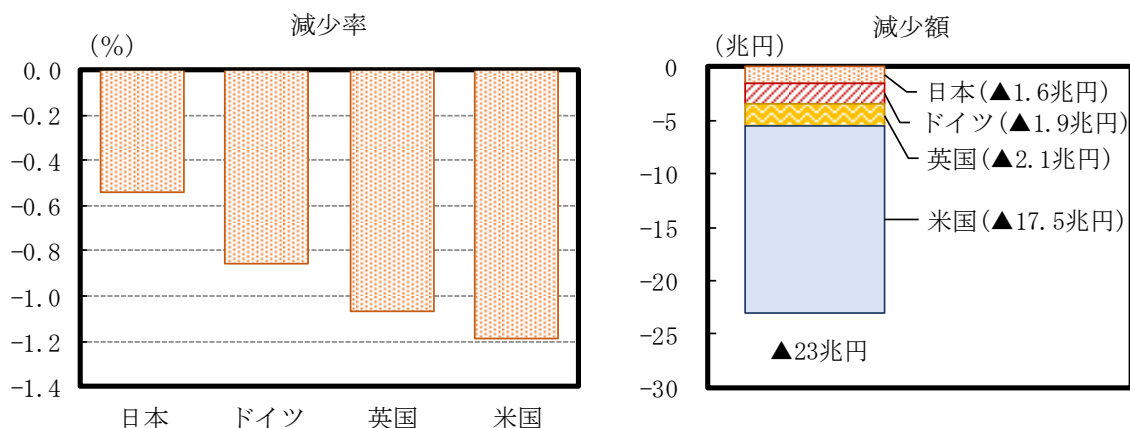
² 内閣府「平成21年度 年次経済財政報告」（2009年7月）

³ 大和総研の資産効果は、補論で示した株式資産（投資信託を含む）に関する弾性値に、消費と資産価値の比率を乗じたもの。

⁴ 実質個人消費1.6兆円程度の減少は実質GDPを1.1兆円程度押し下げる。個人消費の減少はGDPの控除項目である輸入の減少を伴うため、GDPは個人消費ほどには減少しないからである。

ここで取り上げた4カ国の実質家計消費の減少額を市場為替レートで集計すると、合計で23兆円ほど減少する。その内訳を**図表2右**で示したが、そのほとんどを米国が占める。株式資産の弾性値（株式資産の評価額が1%増加したときに個人消費は何%増加するか）が他国よりも高いことに加え、名目GDPに占める個人消費の割合も高いためである。世界経済に与える影響度という点では、やはり米国株式の資産効果が最も重要な要因となろう。

図表2：株価が前年から30%下落した場合の実質個人消費への影響度



(注1) 右図は、2018年の消費額に推計された減少率を乗じ、直近の市場為替レートで円換算した金額。推計期間において株価と株式資産の弾性値はほぼ1だったため、株式資産は株価と同じ変化率で増減すると想定。

(注2) 株価変動率に使用した株価は以下の通り。日本：TOPIX、ドイツ：DAX、英国：FTSE All-Share、米国：S&P500。

(出所) 各国統計、OECD statistics、Haver Analyticsより大和総研作成

3. 今回の資産効果は経済活動の制限・自粛の影響にかき消される可能性

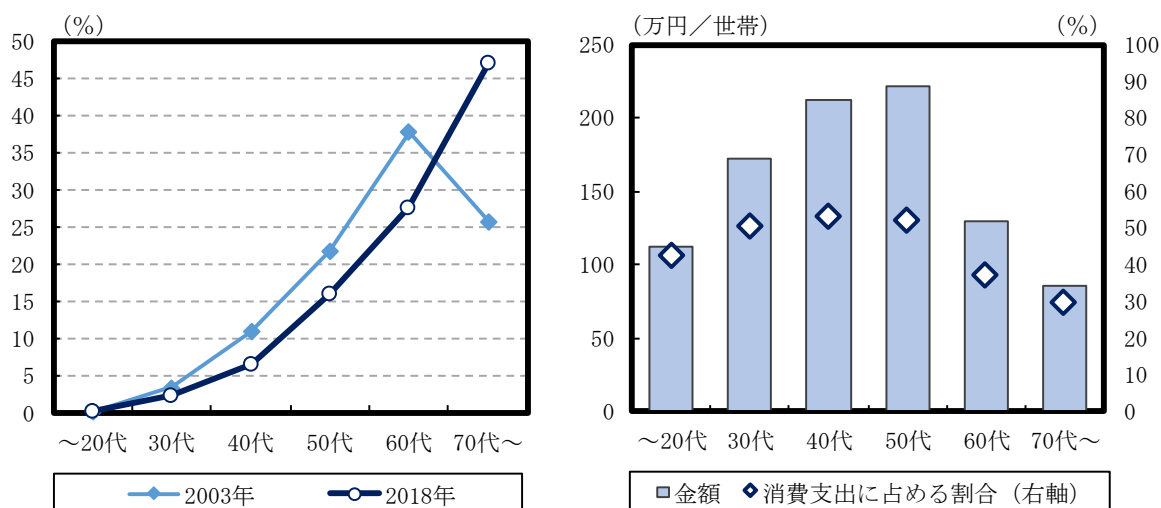
高齢化で資産効果が低下している上、不要不急の消費はすでに抑制

上記の推計結果は、最近の株価の大幅安が個人消費を強く抑制させる可能性を示唆している。しかしながら、これを現実にあてはめる場合には、①1980～2018年を推計期間として測定された資産効果であり、株式資産と個人消費の長期的な関係を表していること、②直近の経済動向が加味されていないこと、の2つに留意する必要がある。

まず①については、高齢化が進む日本において特に重要だ。**図表3左**は世帯主の年齢階級別に株式の保有状況を示したが、家計の保有株式のうち、世帯主年齢70歳以上の世帯が2018年で約半分を占める。15年前の2003年では、世帯主年齢60歳代の世帯が株式資産を最も多く保有していた。それが最近では70歳以上にシフトしており、40～60歳代の株式保有割合はいずれも低下している。

さらに世帯主の年齢階級別に消費支出の特徴を見ると、高齢世帯では特に「選択的支出」に充てる金額が少ない（**図表3右**）。選択的支出とは、いわゆる不要不急の消費支出であり、旅行や教養娯楽、外食などのサービスや、乗用車や家電製品、衣料品などの商品への支出が該当する⁵。資産効果が発生したときに増減しやすいのが選択的支出だが、これに充てる金額は高齢化で減少している。そのため現実に生じる資産効果は、推計結果よりも小さいと考えられる。

図表3：世帯主の年齢階級別に見た株式保有状況（左）と選択的支出（右）



（注1）二人以上世帯、世帯主の年齢階級別。ここでの株式とは、株式・株式投資信託を指す。

（注2）右図のデータは2019年の数値。

（出所）総務省統計より大和総研作成

②については、2月下旬から全国的に広がった経済活動の自粛の影響を考慮する必要がある。神田慶司・山口茜・藤原翼「[新型肺炎拡大を受けたイベント自粛等により、個人消費はどれだけ下振れするか？](#)」（大和総研レポート、2020年2月28日）で述べたように、新型肺炎による経済活動の自粛が個人消費に与える影響は2020年2～5月の4カ月間で3.8兆円程度と見込まれる。活動自粛が見られた東日本大震災後の日本や、SARS（重症急性呼吸器症候群）流行時の中国では、消費者マインドの大幅な悪化や不要不急の消費の抑制が共通して見られた。こうした点を踏まえ、東日本大震災後の消費抑制額を目安に試算されたものである。

今回も消費者マインドは大幅に悪化している。内閣府「景気ウォッチャー調査」によると、2020年2月25日から月末にかけて調査された家計動向関連の現状判断DIは、東日本大震災時に近い水準まで急落した。どの地域でも低下しており、地域差が見られた東日本大震災時とは異なる。政府が要請した自粛期間は当初の3月15日頃から延長されたため、DIはさらに低下すると見込まれる。

⁵ 本稿で示した選択的支出は総務省「家計調査」の公表値で、支出弾力性が1.00を上回る品目への支出額。

経済活動の自粛により、旅行やレジャー、外食などへの支出が抑制されているが、これらは**図表 3 右**で示した選択的支出に該当する。また、30%の株価下落は個人消費を 1.6 兆円程度抑制させるとの試算結果を**前章**で示したが、自粛による消費への悪影響（3.8 兆円程度）はこれを大幅に上回る。そのため、今回はマイナスの資産効果が個人消費に及ぼす悪影響は限定的だろう。

欧米では外出等の自粛や、国（域）内外の移動や飲食店等の営業などを制限する措置が実施されている。米国や英国、ドイツの資産効果は日本よりも大きいものの、日本と同様、こうした自粛要請や制限措置によってマイナスの資産効果が見えにくくなる可能性がある。

いずれにせよ、欧米の個人消費は大幅な悪化が避けられない情勢である。日本から欧米向けの輸出が減少すれば、企業収益の減少を通じて雇用・所得環境が悪化し、日本の個人消費にさらなる下押し圧力がかかる。今回はマイナスの資産効果による追加的な悪影響は限定的だとしても、国内の活動自粛や、世界経済の減速を通じた個人消費などへの悪影響には注意が必要である。

補論 消費関数の推計について

ここでは消費関数の推計について解説する。今回は資産効果の大きさを日本、米国、英国、ドイツの4カ国で比較するため、推計式の構造や推計期間を可能な限り揃えた。推計結果をまとめたものが**図表4**である。

推計式の説明変数（個人消費の動きを説明する要素）は「可処分所得」「株式資産」「純金融資産（除. 株式資産）」「実物資産」である。いずれも個人消費デフレーターで実質化した。

ただし、4カ国の消費関数は完全に同一というわけではない。例えば、3カ国については推計期間を1981～2018年としたが、ドイツでは1991年の東西ドイツ統合後のデータを利用している。また、米国の消費関数で利用した可処分所得には財産所得が除かれている。財産所得と株式資産の相関が他国よりも強いため、財産所得を含んだ可処分所得で消費関数を推計すると多重共線性が発生して、正しい係数を推計できない可能性があるからだ。

なお、本稿では株式資産の係数（弾性値）のみに注目したが、土地や家屋などの実物資産価格の変動が消費に影響を与えるケースも少なくない。特に実物資産の流動性が高い（現金化しやすい）国では、資産効果も大きいと考えられる。

実際に**図表4**を見ると、中古住宅市場が発達している米国、英国、ドイツでは実物資産の弾性値が比較的高い。一方、中古住宅市場が相対的に未発達である日本では、実物資産の係数は統計的に有意ではない。日本の住宅評価額は築年数で機械的に減算される一方、住宅の質が評価されるケースは少なく、住宅が家計資産の役割を十分に果たしていないことが推計結果に表れた可能性がある。

図表4：消費関数の推計結果

【推計期間】 1981年（ドイツは1992年）～2018年

【有意水準】 ***：1%、**：5%、*：10%

【推計式】 $\ln(\text{家計消費}) = \beta_1 \times \ln(\text{可処分所得}) + \beta_2 \times \ln(\text{純金融資産}) + \beta_3 \times \ln(\text{株式資産}) + \beta_4 \times \ln(\text{実物資産}) + (\text{定数項})$

	日本	米国	英国	フランス	ドイツ
可処分所得	0.50 ***		0.35 ***	0.61 ***	0.56 ***
可処分所得（除. 財産所得）		0.70 ***			
純金融資産（除. 株式資産）	0.25 ***	0.06 **	0.18 ***	0.04 ***	-0.01
株式資産	0.02 ***	0.04 **	0.04 *	0.05 ***	0.03 ***
実物資産	-0.01	0.14 ***	0.15 ***	0.06 ***	0.19 ***
定数項	1.64 ***	0.14 ***	0.38 ***	0.36 ***	0.29 *

（注1）全ての変数は、個人消費デフレーターで実質化。各資産は前期末の値を利用。

（注2）各国によってデータの定義が多少異なっていることなどデータの制約があるため、試算結果は幅を持つてみる必要がある。

（出所）各国統計、OECD statistics、Haver Analyticsより大和総研作成