

特別定額給付金と家計のポートフォリオ

京都大学経済研究所教授 宇南山 卓

特別定額給付金の効果

コロナ禍における家計向けの最大の政策は、国民一人当たり10万円、総額12兆円を支給した特別定額給付金である。超大型の政策にもかかわらず、その趣旨は「人々が連帯して一致団結し、見えざる敵との闘いという国難を克服しなければならない」とあいまいだった。とはいえ、家計に対する現金給付であるという点で、不況時に実施される消費刺激策と同じであり、どれだけ消費を増加させたかという点での評価に注目が集まった。

すでに、筆者が公表したものを含めいくつかの研究がされており、支給された給付金のうち6~27パーセントが消費された(筆者らの推計では10パーセント)と考えられている。同じくコロナ対策として実施された米国の現金給付策では、約40パーセントが消費されたと推計されており、日本では消費を刺激する効果が小さかったようである。

コロナ禍以前から、日本では現金給付による消費刺激策の効果が小さいことが知られていた。金融危機後の地域振興券、リーマンショック時の定額給付金などのケースでも、消費に回った額は5~10パーセントとされ、米国での比率が25パーセント以上とされるのとは比べ、有効性は半分以下と考えられる。すでに、その理由についても解明されており、流動性制約に直面する家計の割合が異なるからと説明されている。

ライフサイクル理論と流動性制約

流動性制約とは、家計が消費を決定する際に影響を与える制約の一つで、手元に現金や普通預金などの流動的な資産がなければ消費ができないという制約である。「お金がないと消費できない」ということで、当然の制約に見

えるが、自分の持っている資産の範囲でしか消費できないという予算制約との関係を考えて必ずしも自明ではない。

家計消費の標準的な決定理論であるライフサイクル理論では、家計は自らの生涯にわたって利用可能な経済的なリソース(生涯可処分リソース)を一定のペースで消費すると考える。生涯可処分リソースとは、預金や株式などの金融資産、住宅などの実物資産、現在から将来にかけての労働所得である人的資産などの合計であり、生涯を通じた「予算」である。たとえば、30歳で金融資産が100万円、住宅資産4,900万円、退職までの生涯賃金が2億5,000万円の人がいれば生涯可処分リソースは3億円、その人が80歳まで50年間生きるとすれば、毎年600万円を消費するのが最適というイメージである。

それに対し、消費は生涯可処分リソースの量だけでなくその構成にも影響されるというのが、流動性制約のストーリーである。生涯可処分リソースの構成、すなわちポートフォリオは、人によってもライフステージによっても大きく異なる。遺産などで金融資産や実物資産を最初から多く持つ人もいれば、賃金が高く人的資産のウエイトが大きい人もいる。年齢が上がるにつれて、人的資産は「所得」として流動化され、金融資産や住宅資産に姿を変えるため、引退が近づけば人的資産のウエイトは下がる。さらに、家計はリスクやリターンを考慮して、金融資産のポートフォリオも選択する。

家計のおかれた状況・選択の中で、流動性資産の割合が低くなり、生涯可処分リソースの量で決まる最適消費を下回ると「流動性制約に直面する」状態になる。そのとき、消費は流動性資産の量と等しくなる。流動性資産とは、即座に消費できる資産であり、その残高は通常の金融資産のポートフォリオ選択と、人的資産の流動化分である所得で決まる。たとえば、上で示した例で、30歳時点での年収が400万円、100万円の金融資産がすべて普通預金とす

れば流動性資産残高は500万円である。最適消費である600万円より少なく、流動性制約に直面することになり、実際の消費は500万円となる。

このように流動性制約に直面した家計は、消費刺激策に大きく反応する。政策によって流動性資産が供給されれば、家計はそれを使い少しでも消費を最適水準に近づけようとする。つまり、支給された現金のほとんどを支出することになる。それに対し、流動性制約に直面していない家計は、支給された流動性資産を他の生涯可処分リソースとプールし、平準化して使う。人生残りが50年あるならば、政策実施年に消費される割合は1/50、すなわち2%に過ぎない。

日本における流動性制約

なぜ日本で、この「流動性制約に直面する家計」の割合が低いのだろうか。流動性が不足して十分な消費ができないと表現すると、貧困層を想像しがちであるが、流動性制約はあくまでポートフォリオの問題で、生涯可処分リソースの「量」の問題ではない。主として家計資産の大部分を占める人的資産の流動化が難しいことが原因で発生する金融現象である。

年功賃金などで将来の所得上昇が期待できる若年世帯の場合、生涯可処分リソースが多くても現時点では流動性資産を十分に持たない可能性が高く、将来の所得を担保に借入することも難しい。また住宅を購入した直後の世帯も、流動性資産を頭金などに使ってしまう、流動性制約に直面しがちである。逆に、金融資産が少ない貧困高齢世帯では、最適消費水準も低くなるため、手元流動性が乏しくても流動性制約には直面しない。

このようにイメージすれば、現状の日本で流動性制約に直面する家計が少ないのは、ある意味当然である。ゼロ金利政策によってイールドカーブはフラット化しており、定期預金などの長期の資金運用をしても高い利回りは望めない。株式や住宅などの資産価格の動向は堅調とはいえ、諸外国やバブル以前の日本と比べれば決して高くはない。金利収入もキャピタルゲインも期待できないとなれば、金融資産や実物資産の選択にあたり消費の変動に対応できリスクも小さい流動性資産で保有するの

は自然である。

しかし、それ以上に「家計のポートフォリオ」に影響を与えているのは労働市場の状況である。若年世帯では生涯可処分リソースの大部分を占めるのは人的資産である。所得の年齢プロファイルがフラット化してきたことで、この人的資産の流動化のスピードは早くなってきている。かつての年功賃金・終身雇用の状況と比べ、所得の上昇は期待しにくくなっている。働き方改革で導入が進むジョブ型雇用も、人的資産の流動化のスピードを早める可能性が高い。そもそも高齢化が進む中では「将来所得を得る人」、すなわち人的資産の割合の高い人はどんどん減っていく。こうした労働市場の要因が日本の「家計のポートフォリオ」を特徴づけるものであり、日本で流動性制約に直面する家計の割合が低い原因となっている。

アフターコロナの消費刺激策

その意味では、特別定額給付金は「予想された通り」に消費を刺激せず、給付金の大部分は貯蓄された。しかも、その大部分は極めて流動性の高い形態で保有されているようである。日本銀行の資金循環統計によれば、2020年第2四半期に家計は30兆円もの流動性預金を積み上げている。この事実は、特別定額給付金によって、流動性制約に直面する家計の割合がさらに減少した可能性を示唆する。

この事実は、今後の経済政策の制約になりかねない。アフターコロナでは、これまで緊急事態宣言や自粛で控えられていた旅行や外食などでリベンジ消費が期待され、少なくとも一時的には消費は増加するだろうが、その反動増がどこまで続くのかは未知数である。景気回復が遅れた場合、政府が何らかの消費刺激策をしなければいけない局面がやってくるかもしれない。しかし、特別定額給付金を支給したことで、新たな消費刺激策の有効性はさらに小さくなっているのかもしれない。

消費刺激には、ただ流動性を供給しても効果はない。まずは、経済成長の実現によって将来の所得への期待を高め、流動性制約に直面する家計を増やす必要がある。求められるのは、この真の意味での「家計のポートフォリオ改革」である。