

【調 査】

コロナ感染症(COVID-19)拡大下での貯蓄・金融投資 行動と個人の主観的認識の役割

祝 迫 得 夫¹⁾

コロナ感染症によるパンデミックの影響により、家計による一部のサービスや贅沢品に関連した支出が大きく減少し、その一方で定額給付金に代表される政府からのトランスファーがかつてない規模で増加した結果、2020年度の日本では未曾有の「超過貯蓄」が発生していた。そのような超過貯蓄のほとんどが、銀行預金のような極めて流動性の高い資産の形で保有されており、株式等のリスク資産への投資はほとんど増えていない。独自のアンケートに基づく分析では、マイナスの所得ショックによる貯蓄減が一部の家計に集中して起きていること、大きく所得が減った個人は資産額も大きく減っていることが分かった。これに対して、所得の増減が一定程度以内に留まった個人は、家族の所得の増減等の自分以外の周辺の環境の影響が大きい一方、所得が顕著に増加した個人は、積極的に貯蓄しようとする個人的意思(intention)が、最も重要な貯蓄の決定要因になっている。

JEL Classification Codes: E21, E71, G11

1. はじめに

2019年12月に中国・湖北省、武漢市で初めて検出され、2020年に入って世界中に拡大した新型コロナウイルス感染症(国際正式名称:COVID-19)は、2021年半ばに差し掛かっても世界の社会経済に甚大な影響を及ぼしている。日本経済も例外ではなく、2020年の実質GDP成長率はマイナス4.7%(2021年1-3月期2次速報値に基づく)で、年度ベースではさらにマイナス幅が大きくなると予想されている。

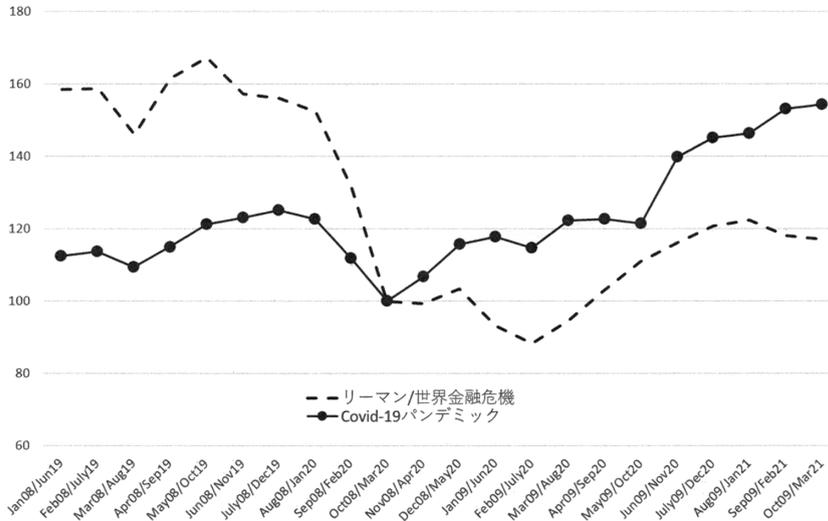
その一方、コロナ感染症による不況は瞬間的にはリーマン・ショック後/世界金融危機時の不況より深刻であるが、いったんパンデミックが終息すれば/抑制に成功すれば、景気は比較的急速に回復するという予測が一般的である。世界金融危機の際、2008・2009年度の実質GDP成長率は、それぞれマイナス3.6%とマイナス2.4%であった。これに対し、2021年1月時点での「NEEDS」の日本経済モデルに基づく日本経済新聞社の予測では、2020年度の実質成長率はマイナス5.2%だが、21年度はプラス4.6%の見通しになっており²⁾、7月の最新の予測でもほぼ同じ4.5%の見通しのままである。株価の動きも、このような見通しを反映している。図1には、リーマン・ショック/世界金融危機については2008年10月を、COVID-19パンデミックについては2020年3月を、それぞれ100として基準

化した日経225の動きがプロットしてある。リーマン・ショックの時に比べ、2020年の株価の下落は限定的であり、2020年の年末には早くもパンデミック発生以前の直近の最高値を更新している。

原因・発端に注目するのであれば、COVID-19という外生的要因による不況と、リーマン・ショック/世界金融危機や、1990年代末のアジア通貨危機・国内銀行危機といった資本主義経済に内在する要因に端を発した深刻な景気後退は、全く別物である。その一方で、日本経済にとって、ほぼ外生的と言って良い大きな負のショックであるという点に注目すると、現在のCOVID-19による不況は、2008年のリーマン・ショック後の不況と共通する部分が多いとも言える。COVID-19の影響を負の需要ショックと捉える場合、その影響は外食・旅行関連のサービス支出と高級衣料などの一部の財に集中している。したがって、家計にとっての所得ショックも、大半はこれらの財・サービス支出に関連する企業・産業で働いている個人・家計に集中していると考えられる。これに対し、上記の財・サービスの消費機会が消失してしまったという状況にフォーカスするのであれば、COVID-19の経済への影響は一時的な供給ショックとしての側面も持っている。

本稿の目的は、これらのバックグラウンドを踏まえた上で、コロナウイルス感染症が我が国の家計の貯蓄行動および資産選択行動に与えた影響について、

図1. 世界金融危機時と COVID-19 の前後での日経平均の推移
(それぞれ 2008 年 10 月と 2020 年 3 月を 100 として基準化)



現時点(2021年5月末まで)で得られるデータを用いて検証することにある。特に2020年から2021年にかけて先進各国で大幅な貯蓄増が起っており(Bank Overground(2020); Bilbiie, Eggertsson, Primiceri(2021); Schembri(2021)), 日本も例外ではない。第2節ではこの問題に関して、家計の貯蓄の裏側にある消費行動に関する分析とあわせて、日本の状況について概観・分析を行う。また、COVID-19によるパンデミック下での家計の消費/貯蓄に関する分析や、物価指数の計算に関する、経済学的な視点から見た問題点・困難についても議論する。第3節では、COVID-19パンデミックによるショックが引き起こした過剰貯蓄が、家計によってどのような形で貯蓄されたのか、どのような資産が増えたのかについて分析する。第4節では、独自のサーベイ・データを用いて、マクロの貯蓄の動きがマイクロデータからサポートされるか検証するとともに、COVID-19パンデミックの深刻さ(継続期間)や将来の景気環境に関する主観的な認識が、個人の貯蓄行動に与えた影響について分析する。

2. COVID-19パンデミックによる景気後退下での日本の家計消費と貯蓄

2.1 パンデミック下での消費と貯蓄の動き

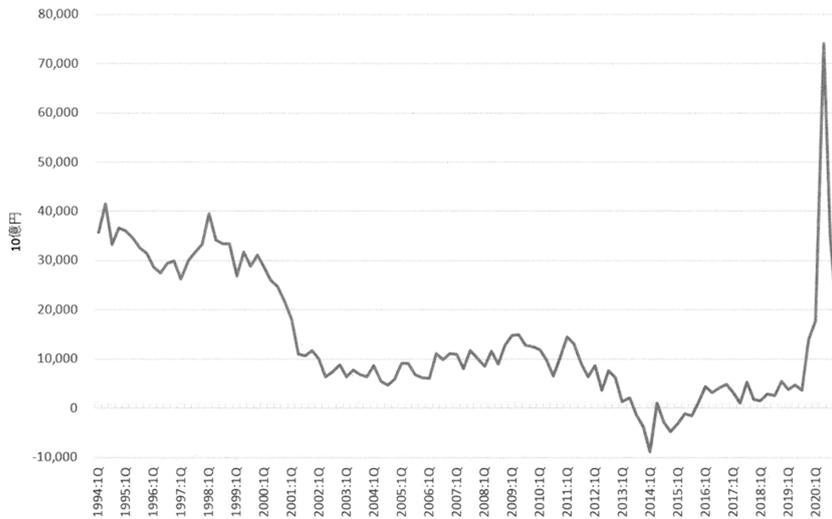
冒頭でも述べたように、2020年の日本の実質経済成長率はマイナス5%近くまで落ち込んだが、急激なマクロ経済パフォーマンスの鈍化にもかかわらず、2020年の家計所得は増加している。家計調査

のデータに基づく2020年の2人以上の勤労者世帯の可処分所得は、実質で前年比4.6%増であった。この可処分所得増加の背景に、一律10万円の特別定額給付金等の政府からの緊急援助(トランスファー支払い)が大きな影響を与えているのは想像に難くない。実際、同じ2人以上の勤労者世帯のデータにおいて、世帯主の収入は前年比で1.5%減少している。これに対し、消費支出は物価変動の影響を除いた実質で前年比5.6%減少した(勤労者に限らない2人以上世帯の場合は5.1%減)。この結果、我が国の2人以上勤労者世帯の貯蓄は前年に比べ17万5525円増えており、これはデータを比較できる2000年以降では最大の増加幅である。

同様の計算をGDP統計を用いて行くと、2020年の家計部門の雇用者報酬は1.5%、営業余剰・混合所得は34%減少しているが、可処分所得は逆に3.5%増加している。消費支出は6.0%減少しており、その結果、2017-19年の3年間の平均で1.5%だった家計の貯蓄率は、一気に11.3%まで上昇している。図2には、季節調整済みの家計部門の貯蓄額(名目)が示してある。20年第2四半期に、家計は279兆円の雇用者報酬に対して、実に38兆円に上る(政府からの)トランスファーを受け取っており、その結果、74兆円に上る貯蓄を行っている。第4四半期には18.5兆円まで減少しているが、それでもまだ我が国の家計貯蓄が大幅な減少を始めた2000年代初頭のレベルに匹敵する水準にある。

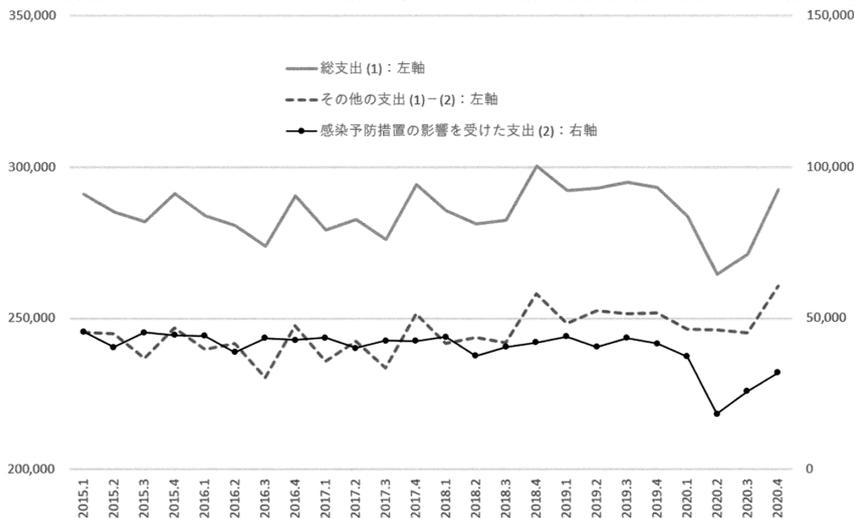
次に、家計調査のデータを用いて、個別の財・サ

図2. 国民経済計算における家計部門の貯蓄額の推移



データ出所) 家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報(参考系列).

図3. 家計調査のデータによる感染予防措置の影響を受けた消費支出と総消費支出・その他消費支出

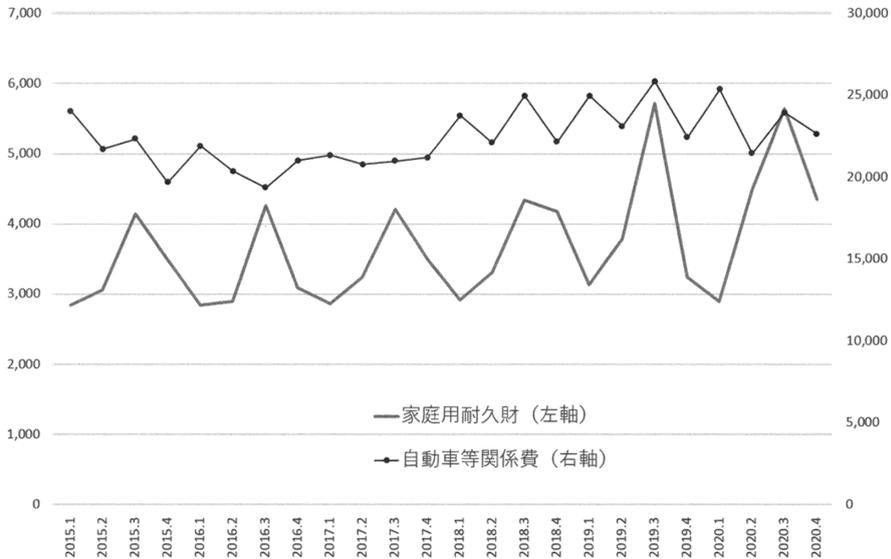


サービスの消費の動きを見ておこう。まず帝国データバンク情報部(2021)等を参考に、著者の判断で家計の消費支出の項目を、COVID-19 および緊急事態宣言・まん延防止等重点措置などの感染予防措置によって大きく影響を受けたと考えられる財・サービスと、それ以外の二つに分けた。COVID-19 の影響を強く受けたと判断した支出項目は、具体的には一般外食、男子用洋服・婦人用洋服、履物類、交通、宿泊料、バック旅行費、食費(交際費)、贈与金(交際費)である。図3は、この分類に基づいて、2人以上世帯の消費支出額(一世帯あたり)を、コロナ禍の影響を強く受けたと考えられる財・サービスへの支出と、それ以外への支出に分けてプロットしたも

のである。

図3からわかるように、パンデミック期間中、特に2020年の第2・第3四半期の消費支出の落ち込みは、政府の感染予防措置等によって支出が減少したと考えられる財・サービスに集中している。2020年第4四半期には、総消費支出はほぼパンデミック以前の水準をほぼ回復しており、COVID-19の影響を受けていない財・サービスへの消費支出は、パンデミック以前を明確に上回っている。感染予防措置等の影響を受けている財・サービスのグループと、そうでないグループに関する消費の間には、一定程度の代替関係があると考えられるので³⁾明確な線引きは難しいが、少なくとも集計レベルでの消費

図4. 家計調査のデータによる耐久財消費支出と自動車関係支出



支出については、「所得減少による消費の落ち込み」という因果関係は、2020年の第2四半期を除けばさほど大きな役割を果たしてはいないと思われる。

念のため図4には耐久財への消費支出を、さらに自動車関係の支出とそれ以外に分けて示してある。消費税の税率引き上げが2019年10月に行われたので、その直前の2019年第3四半期にピークを迎えていることに注意して欲しい。自動車関係以外の耐久財への支出は、2019年第4四半期に大きく減少し、2020年第1四半期はさらに減少した。しかし、その後は急速に回復して、2020年第3四半期にはピークだった一年前の水準をほぼ回復している。一方、自動車関係の支出に関しては、2019年第3四半期以降、アップダウンを繰り返しながら緩やかに減少しているようにも見えるが、明確な傾向を見て撮ることはできない。いずれにせよ、自動車関係の支出に関しては、それ以外の他の耐久財のような明確な落ち込みは観察されていない。したがって耐久消費財に対する支出に関しても、COVID-19による顕著な影響を見て取ることはできない。

2.2 COVID-19下での消費支出減少の経済学的解釈

日本におけるCOVID-19下の消費の動向に関しては既に宇南山ほか(2021)、Konishi *et al.*(2020)、Kubota, Onishi, and Toyama(2020)、Omori and Watanabe(2020)などマイクロデータを用いた論文が数多く発表されている。このテーマに関する研究論文は増え続けていて全てに言及するのは不可能なの

で、最新の研究については日本経済学会が作成している論文リストを参照して欲しい(<https://COVID19.jeaweb.org/index.html>)。

これらの論文の多くは、POSデータやクレジットカードなどのマイクロのリアルタイム・データを活用し、コロナ禍の拡大が人々の消費行動に与えた影響や、特別定額給付金に対する限界消費性向(MPC)の推計を行なっている。そのような分析を行うこと自体には問題はないが、COVID-19の人々の消費環境・消費行動に与えた影響は、経済学的な観点からは不況や他の大災害/天災の影響とは大きく異なっているので、結果の経済学的解釈は注意深く行う必要がある。第1に、COVID-19によるパンデミックが引き起こしたマイナスの所得ショックは、外食産業や旅行業といった特定の産業や企業で働いている/いた一部の家計に極端に集中している。第2に、これらの産業や企業が供給していた財・サービスの取引が、事実上ゼロになってしまったということは、2.1節で述べたように、消費者/家計にとっての消費機会が一時的にほぼ完全に消失してしまう供給ショックであることを意味している。第3に、しかしながら企業/供給者の側から見れば、「運航可能でも航空便に対する需要が全くない」、「感染リスクへの十分な対応策を講じても緊急事態措置によって一時的に閉店せざるを得ない」といった、需要ショックとしての意味合いを持つことも事実である。特に第2・第3の点の影響を踏まえて経済学的にどのように解釈・モデル化するかはあまり

明白ではなく、実証分析の結果からなんらかの政策的インプリケーションを導こうとしたり、厚生分析を行おうとする場合には十分な注意が必要である。そこで本節では、これらの点について少し踏み込んで整理しておくことにする。

2.2.1 簡単なモデル分析

次のような簡単化されたモデルを考えよう。家計は、消費機会がCOVID-19によるパンデミックの影響を受けない財 ($i=1$) と、受ける財 ($i=2$) から毎期の効用を得ているものとしよう。またCOVID-19によるパンデミックの発生前 ($t=0$)、発生中 ($t=1$)、パンデミック終息後 ($t=2$) という3つの期間を考える。第 t 期における財 i への消費支出を c_i^t で表すものとする、家計の効用最大化問題は以下のように書くことができる：

$$\begin{aligned} \text{Max. } U &= u(c_0^1, c_0^2) + u(c_1^1, c_1^2) + u(c_2^1, c_2^2) \\ \text{sub. to } y_0 + y_1 + y_2 &= (p_0^1 c_0^1 + p_0^2 c_0^2) + (p_1^1 c_1^1 + p_1^2 c_1^2) \\ &\quad + (p_2^1 c_2^1 + p_2^2 c_2^2) \end{aligned}$$

ただし単純化のために不確実性は存在せず、利子率と主観的割引率はともにゼロであるものとする。

まず最初は財1と財2の相対価格は1で、時間を通じて常に一定であるものと仮定すると⁴⁾、COVID-19の影響がない時の $t=1$ と $t=2$ における、消費の最適性の条件は以下の様になる。

$$\begin{aligned} \frac{\partial u(c_1^1, c_1^2)}{\partial c_1^1} &= \frac{\partial u(c_1^1, c_1^2)}{\partial c_1^2} \\ &= \frac{\partial u(c_2^1, c_2^2)}{\partial c_2^1} = \frac{\partial u(c_2^1, c_2^2)}{\partial c_2^2} \end{aligned}$$

次に、 $t=1$ に予期されていなかったパンデミックが発生し、財2の供給と消費量はゼロになったものとしよう。さらに $t=2$ には財2の供給は完全に元に戻り、いささか強引ではあるが財1との相対価格もパンデミック発生以前と同じになると仮定する。当然、 $t=1$ における財2の消費から得られる限界効用は非常に大きくなり、効用関数の定式化によっては無限大になるが、消費が不可能な以上、 c_2^1 そのものの増減に関する条件(限界効用)は、個人の最適化行動に影響を与えなくなる。

また過去のデータには、 c_2^1 がゼロないしはゼロに近い場合のサンプルは存在しないので、実証分析を行うにあたって、効用関数 $u(c_1^1, 0)$ がどのような形状をしているかについて情報が存在しない(Diewart and Fox 2020)。例えば、定額給付金の支給によって y_1 が $(y_1 + \Delta y_1)$ に増えた時に何が起

り、それによって消費者の効用がどのように変化するかについて議論するには、 $t=1$ と $t=2$ における限界効用がわかっている必要があるが、 $t=1$ における財1の限界効用：

$$\left. \frac{\partial u(c_1^1, c_1^2)}{\partial c_1^1} \right|_{c_2^1=0} = \frac{\partial u(c_1^1, 0)}{\partial c_1^1}$$

がどのような値になるか、データに基づいて言えることは極めて限定されている。過去のデータを用いた実証分析で、特定の効用関数を仮定することが妥当なこととして結論づけられていたとしても、それはあくまで c_1^1 と c_1^2 が過去の平均的な水準の近くにある場合に限られる。

したがって、COVID-19によるパンデミックの影響で $t=1$ に財2の消費機会が消失してしまった場合の最適性の条件は以下の様になるはずである：

$$\frac{\partial u(c_1^1, 0)}{\partial c_1^1} = \frac{\partial u(c_2^1, c_2^2)}{\partial c_2^1} = \frac{\partial u(c_2^1, c_2^2)}{\partial c_2^2}$$

しかし第1項の c_1^1 の限界効用の大きさに関してデータに基づく情報が何もない以上、 $t=1$ における消費 c_1^1 と $t=2$ における消費 (c_2^1, c_2^2) の異時点間の代替関係について、何か厳密なことを言うことはできない。したがって、定額給付金の支給に対する限界消費性向の値を、過去の大きな減税や政府の財政支援のケースと比較することは可能ではあるが、その経済学的解釈には十分注意が必要である。同じ理由から、次節で議論するCOVID-19によるパンデミックの下で発生している「過剰貯蓄」に関して、 $t=1$ における妥当な貯蓄水準がどの程度であるかについて、過去のデータや経験に基づいて厳密に言えることはほとんどないことに留意する必要がある。

実際の消費支出の例に即して言えば、日常的な外食とテイクアウト/デリバリー・サービスの食事の代替性はかなり高いと考えられるので、パンデミックが終息したとしても以前の消費パターンが復活するだけの可能性が高く、 $t=1$ での総支出額/貯蓄に与える影響は限定的だろう。例えば、牛丼やカレーのチェーン店の店内での食事は、同じ店でのテイクアウトやデリバリーとの代替性が非常に高いと考えられる。このため、前者への支出が事実上ゼロになっても、その分は後者が増えることでかなりの部分が相殺され、 $t=1$ における家計の総消費支出額には、さほど大きな影響が発生しない可能性が高い。

一方、高級レストランでの食事や宿泊を伴う旅行といった支出に関しては、他の財・サービスとの代

替性はかなり低いと考えられる。したがって $t=1$ で支出されるはずだった c_t^1 の金額のかんりの割合は貯蓄に向かい、いわゆるリベンジ消費によって、 $t=2$ での宿泊を伴う旅行などへの支出が大きく増加する可能性がある(ただしその場合、 $t=2$ での財 2 の価格 p_2^2 は大きく上昇すると考えられるので、 $t=0$ での相対価格と同じであるとするここでの仮定は、あまり妥当ではない)。このような理由から、大半がパンデミック以前($t=0$ まで)のサンプルであるようなデータを用いて推計した計量モデル、例えば財 1 と財 2 の消費支出額/成長率を含む VAR モデルによって、 $t=1$ 以降の消費/貯蓄の動向の予測を行う作業には、あまり経済学的な裏付けがあるとは言えない。したがって、そのことに十分留意した分析結果の解釈が必要になる。

2.2.2 パンデミックの影響下での物価指数の計算

パンデミックの影響により、家計・需要者の立場から見ると一部の財・サービスの消費機会が消失しており、企業・供給者の立場から見ると需要が事実上ゼロになっている状況で、物価指数(CPI や cost of living index)をどの様に計算すべきかもまた、経済学的にはあまり明らかではない。2.2.1 節での記号をそのまま用いつつ、財価格が一定だという仮定を取り除くと、 $t=0$ を 1 とした時の、 $t=1$ におけるラスパイレースとパーシェそれぞれの物価指数は以下のようになる：

$$PL_1 = \frac{p_1^1 c_0^1 + p_1^2 c_0^2}{p_0^1 c_0^1 + p_0^2 c_0^2}, PP_1 = \frac{p_1^1 c_1^1 + p_1^2 c_1^2}{p_0^1 c_1^1 + p_0^2 c_1^2}$$

$c_t^2=0$ であり、また p_1^2 は観察できないので、ラスパイレース指数 PL_1 を計算するためには何らかのアドホックな仮定が必要になる。一方、パーシェ指数 PP_1 は計算できるが、 $t=1$ で COVID-19 によるパンデミックの影響を受けていない財・サービスの価格のみに基づいて計算される。

世界的にみると、公式統計ではパンデミックで大きな影響を受けている財・サービスの価格については、パンデミック発生直前の価格に全体のインフレ率を掛ける、あるいは発生前と変化していないと仮定するなどして、半ば強引にラスパイレース指数を作成するということが行われているようである。これに対し、すぐに思いつく経済学的な代替案は、 p_1^2 が極端に高くなったというアドホックな仮定をおき、その結果として $c_t^2=0$ となったというストーリーを考えることである(Diewert and Fox 2020)。ただし、

ロックダウン期間中の特定の財・サービスに対する消費支出の落ち込みを、その財の価格の上昇の結果であると想定した物価指数の計算方法が、経済学的に見て最も妥当な対処方法と言えるかどうかはわからないし、研究者の間でコンセンサスが成立していると言うには程遠い状況にある(Abe *et al.* 2020; Abe 2021)。

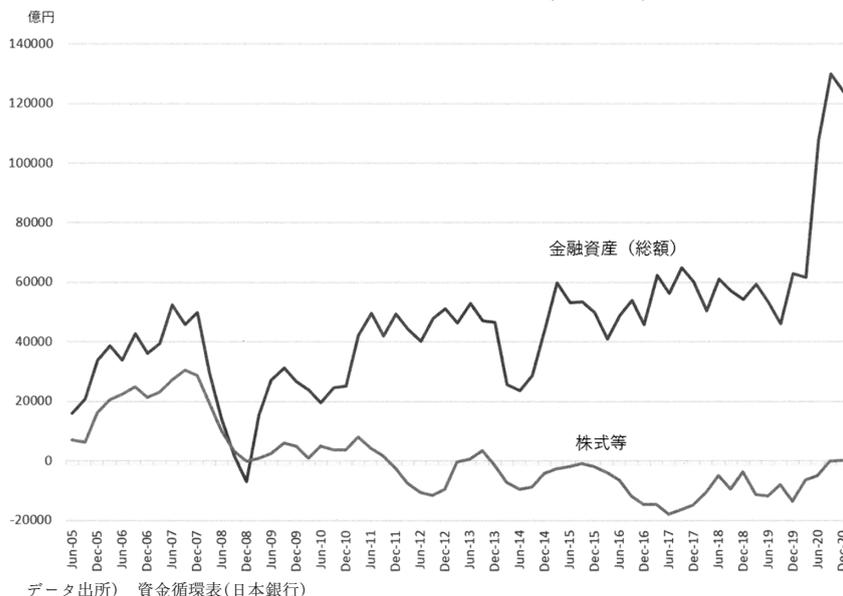
2.3 「過剰」貯蓄の解釈とパンデミック終息後に 関する予測

GDP 統計を用いた嶋中(2021)の back-of-envelop calculation によれば、2019 年の家計貯蓄は 6.9 兆円、2020 年は 36.3 兆円なので、2020 年の過剰貯蓄は 29.4 兆円ということになっている。ただしこのような簡便な計算には、さまざま理由から留保が必要である。まず、2.2 節で述べたように、パンデミックによって一部の財・サービスの供給が実質的にゼロになっている状況では、最適な貯蓄水準がどの程度のものであるかを厳密に議論することはできない。また最適な貯蓄水準は、パンデミック収束後の長期的な恒常所得の水準に関する個人・家計の予測に大きく依存するはずである。より現実的な側面からは、2019 年 10 月に消費税の 8% から 10% への引き上げがあったことから、2019 年第 3 四半期には駆け込み消費による過小貯蓄が、第 4 四半期にはその反動による過剰貯蓄が発生していたと考えられる。したがって、パンデミック直前の 2019 年の貯蓄水準の評価には難しい部分がある。とは言え、COVID-19 パンデミック下での超過貯蓄の大きさは、厳密な経済学議論ができないからといって無視できる様な水準ではないので、上記の数字が強い仮定をおいた上での簡便な計算によるものであることを踏まえつつ、議論を先に進めることにする。

COVID-19 パンデミック下での過剰貯蓄(excess saving)は、ほぼすべての先進国で発生している。Financial Times(2021)の記事内で引用されている Moody's による推計では、日本の過剰貯蓄は先進国内では少ない方であり、対 GDP 比で米国が 12%、英国が 10% 強、世界平均が約 6% であるのに対し、日本は 4% にとどまっている。このことは、パンデミックが経済に与えた人的・経済的な負のショックの大きさが、欧米と比較して日本でかなり小さかったことが理由かもしれない。

このような過剰貯蓄に関しては、二つの見方が可能である⁵⁾。第 1 の見方として、パンデミック下で

図5. 家計部門の総金融資産のフロー
一年間(4 四半期)の移動平均：2005：2Q-2020：4Q



制限された泊まり掛けの旅行・高価な外食等の消費と、同時点で他の財・サービスの消費の代替性は小さく、したがってパンデミック終息後は、前者に関係する消費支出が大きく増加し、過剰貯蓄も解消すると考えられる。日本銀行は2021年4月の展望レポートの中で、「強制貯蓄」という言い方でほぼ同じ議論を展開している。このようなシナリオの下では、パンデミック後の過剰貯蓄の「解放 unlock」とそれに伴う「リベンジ消費」の拡大が、景気回復の起爆剤になる可能性が高い(日本銀行(2021))。

一方、家計にとっての過剰貯蓄の源泉のかなりの部分は、特別定額給付金やその他の政府からの補助であるので、それは必然的に財政赤字ないしは政府債務の増加によって賄われている。そのことを家計が十分に認識しているなら、すなわち大半の家計がリカーディアン的な行動をとるなら、現状の過剰貯蓄は純然たる富の増加ではなく、将来の増税に備えたものであると考えられる。したがってパンデミックが終息した後も、家計の消費はあまり大きく増えることはない(Bilbiie, Eggertsson, Primiceri(2021))。

無論、現実の経済でリカードの等価命題が厳密に成立しているとは考えにくい。国内外を問わず、COVID-19の感染拡大下の政府から家計への金銭的な支援＝トランスファーのかなりの部分は、緊急事態措置やロックダウンで大きな影響を受けた職業についており、なおかつ流動性制約に直面している

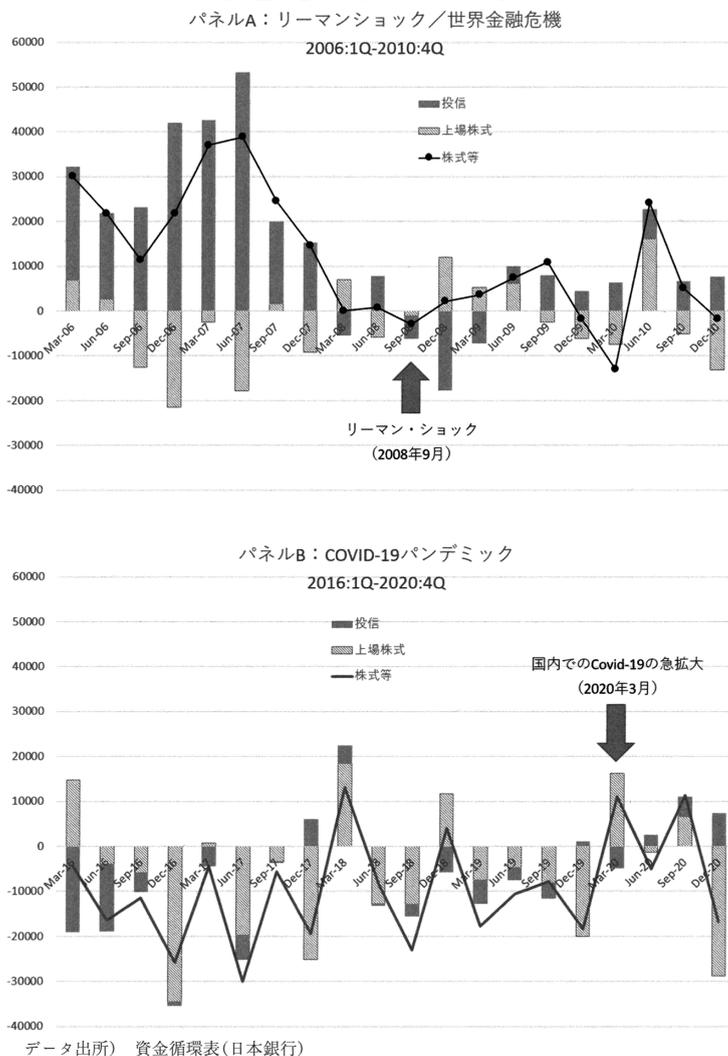
家計や個人事業主によって、すでに消費されてしまったと考えられる。これに対し、パンデミック中に家計部門が蓄えた貯蓄は、COVID-19が本格的に終息した暁には、その一部が旅行や外食、コンサート等の娯楽に使われるであろうが、現在の「過剰」貯蓄の全部が支出されるとも考えにくい。現在の日本および先進各国の過剰貯蓄が過去との比較で極めて大きいことは事実だが、政府が前例のない財政措置を行ったことと合わせて考えると、驚くほどの水準ではない。

3. パンデミック下での日本の家計の資産選択

次に、家計がパンデミック下での膨大な貯蓄をどのような形で保有することにしたかを見ていくことにする。図5には、日銀の資金循環表のデータにおける、家計部門の資産選択のフローについて、一年間すなわち4 四半期の移動平均をとったデータが描かれている。図5からは、図2の貯蓄データと整合的な形で、2020年の第2・第3 四半期の保有金融資産が大きく増加していることが見て取れる。この点は、2008年後半に大きく金融資産額が減少した世界金融危機の時の動きとは対照的である。

またデータとしては示していないが、COVID-19パンデミックによる金融資産の増加の大半は流動性資産、中でも現金と流動性預金に集中しており、定期預金はむしろ減少している。一方、2008年の世

図 6. 家計部門(資金循環表)の株式関係資産の購入・売却額とその内訳
世界金融危機時と COVID-19 の比較



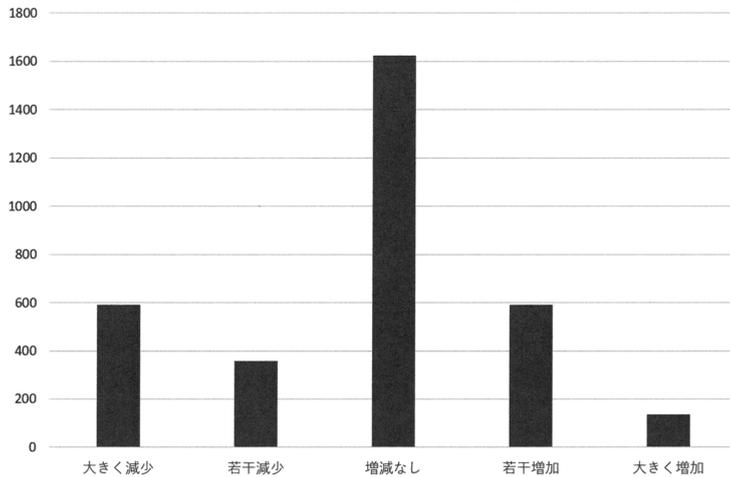
界金融危機の際には現金・流動性預金はむしろ減少、定期預金は増加していたので、リーマン・ショック直後の景気後退は、家計にとってより大きなマイナスの所得ショックであったことが推測される。パンデミック下での消費の減少は、マイナスの所得ショックの影響が一部の家計に集中しており、大多数の家計にとっては特定の財・サービスに関する消費機会の消失という、供給ショックとしての側面が大きいであろうことが示唆される。

図6には、四半期ごとの株式保有および上場株・株式投信の増減のフローをグラフに示してある。パネルAには2008年のリーマン・ショックを含む6年間のグラフが、パネルBには2020年末までの直近6年間のグラフが示されている。パンデミックに

よる当初のマイナスのショックに対するレスポンスという観点からは、株価が底を打った2020年3月を含む第1四半期には、家計による上場株の保有増、投資信託の保有減が見られる。少し立ち入った解釈をすれば、前者は経験豊富な個人投資家による逆張り、後者は一般的な個人投資家による順張りだと推測される。これは2008年秋のリーマン・ショック直後と共通するパターンである。

新聞記事などでは、2020年に入ってからからの過剰貯蓄を利用して、家計が積極的に株式を購入し、それが同年夏以降の株価の急回復に貢献したという筋書きが示唆されることがあった。確かに、国内のパンデミックの拡大が本格化した直後には、家計による上場株保有の増加が顕著に起こっている。しかし

図7. 「事後的な資産額の変化 ExpostSaving」の分布



その後、2020年の第4四半期には家計は上場株の大幅な売越しに転じており、この時期も日経平均は順調に値上がりが続いている。一方、リーマン・ショック／世界金融危機の際には、しばらくは家計の上場株の買い越しが続いていたが、株価は引き続き値下がりしている。つまり、家計の株式取得／売却行動が株価の動きに反応していると考えるべきで、逆の因果関係があると考えるのは難しい。結論としては、COVID-19のパンデミックの影響による絶対額で見た家計の株式保有額の変化は、かなり限定的である。

4. 独自アンケートデータによる分析

4.1 何がコロナ禍での個人の貯蓄行動に影響したか？

本節では、2021年2月下旬に実施したインターネットベースのアンケートのデータを用いて、コロナ禍が2020年(度)の日本の家計の貯蓄・資産選択行動に与えた影響を分析する。このアンケートは、もともと個人の主観的認識がその金融経済行動に与える影響を分析するためのものとして計画されていた。ここで金融経済行動という場合に想定しているのは、貯蓄とポートフォリオ選択行動、特に株式への投資の有無と金融資産に占めるシェアの決定であるが、本論文の分析では基本的に資産額の増減に焦点をあてる。

アンケートのサンプル数は3,000で、25歳～74歳を10歳ごとのブラケットに区切り(75歳以上は一つのグループ)、すべての年齢ブラケットが同数になるようにサンプリングを行った。また同一年齢

ブラケット内の男女は、同数になるように設定している。所得額・資産額については2020年の実額を尋ねているが、所得の増減、貯蓄(資産額の増減)は程度／割合で質問している⁶⁾。その他の分析に用いている変数としては、性別ダミー、学歴ダミー、働いている産業のダミーなどが含まれる。図7には、以下での分析での「貯蓄」の尺度である、2021年2月時点での、過去一年の資産の増減(ExpostSaving)の主観的認識に関する回答の分布を示している。アンケートの回答はあくまで個人の認識に基づいているので、資産の増減＝フローの貯蓄の水準を額面通り受け取るわけにはいかない⁷⁾。しかし所得の減少に関しては、「若干」よりも「大きく減少した」という答えが目立って多いことから、一部の個人が大きく資産を取り崩さざるを得なかったことが示唆される。これは第2節(図3)の消費データに関する分析や、厳しい所得ショックが飲食店や旅行・エンターテインメント業界関係など一部の業界に集中していたという一般の認識と整合的である。

個人の主観的見通し・予測に関する変数としては、「新型コロナウイルスの拡大以降、貯蓄や資産を増やそうとしたか／減らそうとしたか」、「コロナウイルス感染症の収束時期の予測(2020年2月～3月期とアンケート実施時の2021年2月下旬)」などの質問が含まれている。以下の分析で使うすべての変数が利用可能であることを前提とすると、サンプル数は全サンプルの2/3強の2,046に限定される。

表1には、2020年の事後的な貯蓄の増減(ExpostSaving)を、家計の経済状況を表すと考えられる変数に回帰した結果が示されている。具体的には

表 1. 「事後的な 2020 年(度)の貯蓄の増減(ExpostSaving)」に関する回帰式

	(1)全サンプル	(2)60歳未満	(3)10%以上の所得減	(4)10%以上の所得増
Income_change_self	0.1033*** [0.0348]	0.1130*** [0.0426]	0.1576** [0.0749]	-0.0882 [0.2680]
Income_change_family	0.1035*** [0.0349]	0.1161*** [0.0437]	0.0163 [0.0631]	0.0666 [0.1430]
Job_fulltime	0.1215** [0.0566]	0.1144*** [0.0692]	-0.0134 [0.1207]	0.4258 [0.2789]
Income_self	0.0056 [0.0098]	0.0083 [0.0116]	0.0241 [0.0250]	0.022 [0.0541]
Income_family	0.0286*** [0.0078]	0.0382*** [0.0100]	0.0511** [0.0209]	0.0627 [0.0536]
Famount_self	0.0616*** [0.0168]	0.0635*** [0.0214]	0.0569 [0.0473]	0.2291 [0.1675]
Famount_family	0.0171 [0.0173]	0.0198 [0.0217]	0.0397 [0.0454]	-0.1185 [0.1572]
Work_partner	0.0233* [0.0139]	0.0085 [0.0161]	0.0072 [0.0314]	0.0498 [0.0885]
SEX	-0.0326 [0.0476]	-0.0451 [0.0633]	0.0279 [0.1095]	-0.3448 [0.2754]
AGE	-0.0053*** [0.0015]	-0.0119*** [0.0024]	-0.0016 [0.0037]	-0.0206** [0.0089]
Constant	-2.665*** [0.1737]	-2.409*** [0.2171]	-3.332*** [0.4862]	-2.568*** [0.7455]
サンプル数	2,046	1,339	428	82
修正決定係数	0.131	0.164	0.121	0.167

個人と家計の所得水準(Income_self, Income_family), 所得の増減(Income_change_self, Income_change_family), 資産水準(Famount_self, Famount_family), フルタイムで働いているか否かのダミー(Job_Fulltime), 配偶者・パートナーが働いているか否かのダミー(Work_Partner), などが含まれる。表 1 の最初の列(1)は, 配偶者・パートナーのいる全ての年齢層に関する推計結果である。この結果から, まず自分の所得水準は非有意だが, 家計全体の所得水準は統計的に有意にプラスに影響している。資産水準に関しては, 逆に個人の資産水準はプラスで有意だが, 家計全体の資産は有意ではない。このパターンは, 以下の若干説明変数が異なる ExpostSaving に関する回帰式についても, 一貫して共通する結果である。考えうる解釈としては, 同じ家計内の貯蓄投資に関する意思決定は完全に一体でなく, 個人の裁量をかなり認めるように決まっているのかも知れない。したがって, 家族間の互いの状況を比較的観察しやすい毎年の所得については個人ではなく家計全体の所得が, 正確な観察が難しい資産水準については個人の資産が, より強く個人の消費/貯蓄行動に影響を与えていると解釈できる。

他の変数については, 個人であれ家計であれ所得

が増加した場合, フルタイムの仕事についている場合, パートナーが職についている場合は, いずれも統計的に有意に資産額が増えている。これらの変数は, 全て家計の経済環境に余裕があり安定していることを示唆しているので, いずれも納得できる推計結果である。頑強性のチェックのため, (2)列には定年前のサンプル(60歳以下)に限定した推計結果が報告されているが, A列の全年齢サンプルに関する推計結果とほぼ同じである。

次に(3)列には, コロナ禍で所得が10%以上減少したと報告しているサンプルに関する, (4)列には10%以上増加したと報告しているサンプルに限定した推計が示してある。自身の所得の変化(Income_change_self)は, (3)列の所得が減少したサンプルについての推計では係数の絶対値がより大きく, 統計的にも有意である。これに対して, (4)列の所得が増加したサンプルでは係数は有意ではない。次に, 家族の所得の変化は(Income_change_family)は(3)列・(4)列ともに統計的に有意ではない。したがって, 自分の所得に大きな変動がなかった場合にのみ, 家族の所得の変化が自身の貯蓄行動に大きな影響を与えると考えることができる。自身と家族の所得の水準(Income_self, Income_family)の係

数に関しても、同様な解釈が可能であり、自身の所得が減少している(3)列の場合のみ、家族の所得水準が統計的に有意である。自身の所得が上昇している場合には、個人はバッファーとしての家族の資産水準をそこまで気に掛けないだろう。また自身の現在の所得が大きく上下している場合には、恒常所得(=将来に渡る所得の予想)も大きく影響を受けていると考えられるので、(3)列・(4)列で自分の金融資産保有額 Famount_self が統計的に有意でないのは自然な結果である。

表2には、幾つかの家計の主観的な予測変数を表1の推計式の定式化に追加した結果が報告されている。COVID_Jex2020とCOVID_Jex2021は、その個人のコロナウイルス感染症の終息時期の予測がより遠い将来であれば、より大きい値をとる変数である。パネルAの(1)列・(2)列で報告されている全サンプルに関する結果では、単独で推計式に追加された場合は、いずれも係数はマイナスで有意であり、したがって先行きに悲観な個人ほど資産額の減少が多いということになる。次にSavingIntentionは、コロナ禍の拡大を受けて貯蓄を増やそうと思ったかどうかについて直接尋ねている。(3)列ではSavingIntentionを推計式に含めることで、推計式の説明力が大きく上昇する。それと同時に、COVID_Jex2021の推計値と統計的有意性は大幅に減少しているが、それでも10%水準では有意である。COVID_Jex2020に関する推計式にSavingIntentionを含めた場合の結果は(3)列のCOVID_Jex2021の場合とほぼ同じだったので、表2には報告していない。

最後にBcond2022は、2021年2月下旬時点での一年後、すなわち2022年2月~3月頃の景気の先行きに関する予測を表すダミー変数であり、予測が楽観的であるほど大きい値をとる。(4)列のBcond2022とSavingIntentionを含んだ式の推計結果は、1年後の景気に楽観的な個人ほど貯蓄をする傾向であることを示唆している。したがってCOVID_Jex2021とBcond2022は共に、純粋な個人の将来予測の違いを反映しているというよりは、家計の資産を減少させるような何らかの観察できない要因が存在し、それが家計の将来予測にも悲観的な影響を与えていると解釈するのが妥当であろう。またBcond2022を含めても、SavingIntentionの推計値・統計的有意性にはほとんど影響に違いはないが、式全体の説明力は若干上昇している。

表2のパネルBでは、個人の主観的予測に関連

する4つの変数SavingIntention, COVID_Jex2020, COVID_Jex2021, Bcond2022すべてを含めた推計式を、所得が10%以上大きく増えた個人・所得が大きく減った個人・増減が10%以内に留まった個人という、3つのサンプルに分けて推計している(したがって個人の所得の増減Income_change_selfは説明変数から落ちている)。いずれの定式化でもCOVID_Jex2020とCOVID_Jex2021は、完全に統計的有意ではなくなっている。(5A)の所得の減ったサンプルについての推計結果は、基本的に全サンプルに関する推計結果と整合的である。これに対して、(5B)列の所得の増えたサンプルについての推計結果では、SavingIntentionの説明力が非常に高く、逆に他の主観的予測に関係する変数はすべて統計的に有意でなくなっている。サンプル数が82とかなり少ない点に注意する必要があるが、決定係数で見た推計式の説明力自体は非常に高い。したがって、所得が大きく増えた個人のサンプルについては、ほぼ本人が貯蓄/資産額を増やすことを意図している否かのみで、実際の貯蓄水準が決まっていることが示唆される。

(5C)列の所得の増減が10%以内に留まった個人についての推計は、一番サンプル数が多い。所得の増減が大きい(5A)・(5B)列の結果とは異なり、フルタイムの職についていること(Job_fulltime)、家族の所得水準(Income_family)、配偶者/パートナーが働いていること(Work_partner)がいずれも統計的に有意に影響を与えていることが見て取れる。したがって、所得の増減が少なかった個人の貯蓄行動は、周辺の環境の影響をより強く受けていると考えられる。

4.2 何が個人の積極的な貯蓄意図を促すのか?

本小節では、表1・2の事後的な貯蓄についての回帰式で説明変数として用いた、コロナ禍の下で貯蓄を増やそうとしたか否かに関する個人の積極的意図(SavingIntention)に関し、それが何によって影響を受けているかについて若干の準備的な分析を試みる。ここで「意図」という表現を用いているのは、個人がそうしたいと考えていたとしても、事後的に必ずしもその通りに物事が運ばなかったケースもあるという意味合いである。

表3にはSavingIntentionを、表1・2のExpost-Savingに関する推計式とほぼ同じ変数に回帰した結果が示されている。すべての定式化に共通するこ

表 2. 個人の主観的な予測変数を含む ExpostSaving に関する回帰式

パネル A

	(1)	(2)	(3)	(4)
SavingIntention	—	—	0.4255*** [0.0311]	0.4174*** [0.0383]
Covid_Jex2021	—	-0.0389** [0.0180]	-0.0281* [0.0157]	—
Covid_Jex2020	-0.0340** [0.0172]	—	—	—
Bcond2022	—	—	—	0.0891*** [0.0175]
Income_change_self	0.1050*** [0.0350]	0.1035*** [0.0349]	0.1108*** [0.0284]	0.1035*** [0.0334]
Income_change_family	0.1020*** [0.0350]	0.1017*** [0.0349]	0.1141*** [0.0289]	0.1090*** [0.0333]
Job_fulltime	0.1170** [0.0564]	0.1199** [0.0566]	0.0998** [0.0501]	0.1026* [0.0526]
Income_self	0.0048 [0.0098]	0.0052 [0.0098]	0.0048 [0.0090]	0.0054 [0.0091]
Income_family	0.0292*** [0.0078]	0.0286*** [0.0078]	0.0248*** [0.0078]	0.0227*** [0.0073]
Famount_self	0.0614*** [0.0168]	0.0621*** [0.0169]	0.0578*** [0.0163]	0.0559*** [0.0159]
Famount_family	0.0152 [0.0173]	0.0155 [0.0174]	0.0189 [0.0164]	0.0183 [0.0166]
Work_partner	0.0252* [0.0138]	0.0248* [0.0139]	0.0339** [0.0132]	0.0339*** [0.0130]
SEX	-0.0353 [0.0476]	-0.0289* [0.0476]	-0.0744* [0.0438]	-0.0548* [0.458]
AGE	-0.0052*** [0.0015]	-0.0054*** [0.0014]	-0.0010 [0.0014]	-0.0010 [0.0015]
Constant	-2.520*** [0.185]	-2.515*** [0.186]	-1.954*** [0.168]	-1.836*** [0.172]
サンプル数	2,046	2,046	2,046	2,046
修正決定係数	0.129	0.129	0.202	0.212

パネル B

	(5A)10% 以上の 所得減	(5B)10% 以上の 所得増	(5c)顕著な増減なし 10% 未満
SavingIntention	0.3933*** [0.0787]	0.9794*** [0.2056]	0.3975*** [0.0337]
Covid_Jex2021	0.0603 [0.0456]	-0.0201 [0.0886]	-0.0123 [0.0199]
Covid_Jex2020	0.0006 [0.0480]	-0.0253 [0.0848]	-0.0245 [0.0208]
Bcond2022	0.1121*** [0.0420]	0.1111 [0.1000]	0.0696*** [0.0181]
Income_change_family	-0.0718 [0.0550]	-0.0226 [0.1151]	-0.2046 [0.0366]
Job_fulltime	0.0297 [0.1153]	-0.0113 [0.2452]	0.1449** [0.0576]
Income_self	0.0409 [0.0233]	0.0497 [0.0472]	-0.0053 [0.0099]
Income_family	0.0367 [0.0202]	0.004 [0.0473]	0.0169** [0.0084]
Famount_self	0.0662 [0.0460]	-0.0973 [0.1614]	0.0520*** [0.0168]
Famount_family	0.0345 [0.0442]	0.1266 [0.1507]	0.0172 [0.0172]
Work_partner	0.0169 [0.0306]	-0.0624 [0.0780]	0.0373*** [0.0137]
SEX	0.0424 [0.1073]	-0.209 [0.2396]	-0.0613 [0.0481]
AGE	0.0018 [0.0037]	-0.0123 [0.0076]	-0.0014 [0.0016]
Constant	-3.306*** [0.4336]	-0.1752 [0.7431]	-1.659*** [0.2081]
サンプル数	428	82	1,536
修正決定係数	0.173	0.417	0.191

表3. 「貯蓄の増減の意図(SavingIntention)」に関する回帰式

	(1)	(2)	(3)
Covid_Jex2021	—	-0.0067 [0.0146]	—
Covid_Jex2020	-0.0281** [0.0110]	-0.0239* [0.0138]	-0.0274** [0.0108]
Bcond2022	0.0238** [0.0118]	0.0269** [0.0119]	0.0125 [0.0117]
Income_change_self	—	0.0180 [0.0218]	—
Income_change_family	—	0.0312 [0.0221]	—
Job_fulltime	0.0421 [0.0356]	0.0453 [0.0386]	0.0446 [0.0351]
Income_self	-0.0002 [0.0064]	0.0006 [0.0069]	-0.0031 [0.0063]
Income_family	0.0082 [0.0056]	0.0086 [0.0055]	0.0062 [0.0055]
Famount_self	0.0097 [0.0116]	0.0091 [0.0168]	-0.0029 [0.0115]
Famount_family	-0.01 [0.0117]	-0.0091 [0.0121]	-0.0107 [0.0115]
Work_partner	-0.0202** [0.0089]	-0.0203*** [0.0094]	-0.0200** [0.0088]
SEX	0.1045*** [0.0311]	0.1096*** [0.0324]	0.1306*** [0.0308]
AGE	-0.0103*** [0.0010]	-0.0102*** [0.0010]	-0.0098*** [0.0010]
Constant	-1.049*** [0.103]	-1.215*** [0.127]	-1.149*** [0.102]
StockHolding	—	—	0.1165*** [0.0144]
Fliteracy	—	—	0.0111 [0.0397]
サンプル数	2,046	2,046	2,046
修正決定係数	0.109	0.112	0.137

ととして、配偶者・パートナーが働いていることは(Work_partner)、個人の貯蓄動機にはマイナスに働いている。また女性の方が男性より貯蓄しようとする意欲は高く(SEX)、年齢が上がるほど貯蓄意欲は下がっている。女性の方が損失回避的でポートフォリオ選択においても保守的だという点は他のサーベイ調査でも広く確認されており(顔ほか(2019)、MUFG 資産形成研究所(2018)、金融広報中央委員会(2019))、ここでの分析結果と整合的である。AGEに関する結果は、ライフサイクルモデルを前提にすれば納得のいく結果である。それ以外の、事後的な貯蓄の増減(ExpostSaving)に関する経済的な説明変数、すなわち個人及び家計の所得水準、所得の増減、資産水準については、いずれも積極的に貯蓄をしようとする意図には影響を与えていない。

(2)列では、自身と家族の所得の水準の変化(Income_self_change, Income_family_change)を説明変数に含めているが、そのことによる推計式のパフォーマンスの改善は限定的であり、追加された両変数も統計的に有意ではない。また2021年時点での一年後のコロナ禍の先行きに関する予測変数であるCOVID_Jex2021も、同じく統計的に有意ではない。これらの変数は、すべて積極的に貯蓄をしようという事前の意図であるSavingIntentionよりもあと(1年後)にその水準が決まる変数であり、その意味では妥当な結果である。

他の個人の主観的な予測変数については、コロナ禍の始まった時点でのパンデミックの終息時期に関する予想(COVID_Jex2020)は、5%ないしは10%水準で貯蓄意図にマイナスの影響を与えている。一

方、2022年の景気状況に関する予測(Bcond2022)は、かなりはっきりとしたプラスの影響を与えている。Bcond2022も、SavingIntentionよりも後のタイミングでの予想/認識についての質問への回答なので、COVID_Jex2021に関する上記での説明とは必ずしも整合的ではない。ただしCOVID_Jex2020とCOVID_Jex2021の相関はそれなりに高く、全サンプルで相関係数0.58、年収1,000万円以上に限定すると0.70であった。つまり、コロナの終息時期について楽観的な(悲観的な)人は継続的に楽観的(悲観的)な予測を行う傾向にあるので、どちらか一つが推計式に含まれていれば、情報としては十分だという解釈が可能である。

最後に、個人の貯蓄をしようという意図に、投資経験や金融リテラシーの影響があるかどうかを分析するために、株式関係の資産(個別株と株式を主とした投資信託)を保有しているか否かのダミー変数(StockHolding)と、金融リテラシー教育を受けた経験に関するダミー変数(Fliteracy)を説明変数に含めた回帰式を推計してみた。その結果が(3)列に報告されており、株式保有は明確にプラスに働くが、金融リテラシーが個人の貯蓄をしようという意図に与える影響は統計的に有意ではないという結果になっている。

4.3 ディスカッション

事後的な貯蓄(ExpostSaving)の決定要因に関する本節の分析で、事前の貯蓄意図(SavingIntention)及び、個人の主観主観的認識に関する変数(COVID_Jex2020, COVID_Jex2021, Bcond2022)を用いた推計の主要な目的は、将来に関する予測に関して不確実性が高いと考えている人ほど貯蓄を増やす傾向にあるのではないかとという仮説、すなわち予備的貯蓄増加のメカニズムが働いていたのではないかを検証することにあった。しかし実際には、被説明変数が事後的な貯蓄 ExpostSaving である場合、事前の貯蓄意図 SavingIntention である場合のどちらでも、コロナ禍の継続が長く続くと言っている(COVID_Jex が大きい)人ほど貯蓄は少なくなっている。同じように、将来の景気が良くなると思っ

ていない(Bcond2022 が大きい)人ほど、より多く貯蓄している。したがって、将来の先行きに関するネガティブな予想が直接に予備的貯蓄の増加につながるという仮説は、本論文でのシンプルな検証の枠組の中では、支持するに足るだけの十分な証拠を発見することはできなかった。悲観的な予測をしている個人ほど資産を取り崩しているということは、むしろ本論文で用いた説明変数では捉えられていない何らかの要因が、貯蓄を取り崩さざるを得ないような影響を個人に与え、その結果として将来の先行きに関する予測にもネガティブな影響を与えていると理解するのが自然である。

表1,2のExpostSavingに関する分析結果からは、次のようなインプリケーションが導かれる。自身の所得が10%以上増減した個人の貯蓄については、所得の変化の大きさの影響が圧倒的に大きい。その傾向は特に所得が減少した家計について顕著であり、逆に所得が大きく増加した家計については、貯蓄に関する個人の意図 SavingIntention が果たす役割がより大きくなっている。近年の研究は、家計への大きな負の所得ショックに対する財政措置は、相対的に若く流動性に制約のある世帯や、雇用条件が安定しない世帯にターゲットを絞ることが、より効果的であることを示唆している(Christelis *et al.*(2019), Jappelli and Pistaferri(2014, 2020))⁸⁾。本節の分析は家計の消費行動を直接の対象としている訳ではないが、このような先行研究の示唆と整合的である。一方、所得の増減が10%以内に留まっている場合は、家族の所得・資産状況、パートナーの雇用状況といった周辺環境に関係する要因が、貯蓄に重要な影響を及ぼしている。

貯蓄に関する個人の積極的な意図 SavingIntention が、所得が増加した個人の貯蓄の決定要因として重要であることは分かったが、では何が SavingIntention に影響を与えているかについての本論文の分析は、あくまで予備的な検証に留まっている。年齢や性別といった、個人の定性的な属性に関する要因が重要である一方、COVID_Jex2020のようなその時点での個人の主観的な認識の影響が SavingIntention に与える影響も無視できない。金融リテラシー関係の変数の影響については、株式の実際の保有は貯蓄と明確な正の相関関係を持つものの、単に金融リテラシー教育を受けた経験というだけでは、貯蓄との明確な関係性を見出すことができなかった。このことは、ハウスホールド・ファイナンスの分野の研究で強調されてきた金融リテラシー教育の重要性について、その直接的な効果の限界を示唆している可能性がある(祝迫 2021)。

5. おわりに

他の先進各国と同じく、日本でも2020年度には未曾有の「過剰貯蓄」が発生していた。その背景には、経済成長率の低下ほどには個人所得が減らなかったことに加え、定額給付金に代表されるような、政府による民間への緊急援助＝トランスファーがかつてない規模で行われたため、可処分所得が大きく増加したことがあった。それに対して家計の消費支出は、外食や旅行等のサービス消費や比較的高価な衣料品に集中する形で落ち込んでおり、それ以外の消費支出は若干だがむしろ増えている。また過剰貯蓄のほとんどが、銀行預金のような極めて流動性の高い資産に「留め置き」されており、株式等のリスク資産への投資はほとんど増えていない。

このような現状分析を踏まえると、パンデミック終息後は、コロナ禍で「制限されていた」消費(特にサービス消費)はかなりの程度増えるであろうが、「過剰貯蓄」のかなり部分はそのまま資産貯蓄として残り、「リベンジ消費」による急激な景気拡大は考えにくい。パンデミック終息後に順調に景気が回復するかどうかについては本論文の射程の範囲外だが、国内の家計消費が主役となって景気回復を牽引するというシナリオを安易に描くのは避けるべきであろう。

独自のアンケートに基づく第4節の分析では、マイナスの所得ショックによる貯蓄減が一部の家計に集中して起こっていることが示唆されるとともに、所得の増減およびその程度によって、家計の貯蓄の反応がかなり異なっていることが分かった。まず大きく所得が減った家計では、貯蓄も大きく減っている。これに対し、所得が大きく増加している場合には、所得の変化の大きさよりも、積極的に貯蓄しようとする個人の意思が、最も重要な貯蓄の決定要因になっている。最後に所得の増減が10%以内に収まっている家計では、家族の所得水準や自分の保有資産額、配偶者／パートナーの職の有無など、周辺環境の変化の影響が貯蓄水準の決定により明確な影響を与えている。近年の消費に関する実証研究から得られた政策インプリケーションとして、大きな負の所得ショックに対する財政措置としては、所得が低く流動性に制約のある家計や、雇用が不安定な家計にターゲットを絞ることがより効果的であるという議論が行われている。本論文の貯蓄に関する分析は、大枠ではこのような議論と整合的である。

個人の貯蓄意図そのものについて分析では、年齢・性別や株式保有など定性的な要因の影響と、パンデミックの継続期間や一年後の景気状態などに関する予測といった一時的な要因の影響の両方が存在することがわかった。ただし後者の一時的要因については、因果関係があるというよりは、パンデミックや景気に関する予測と貯蓄に関する積極的な意図の両方に影響を与えている、観察されない要因が存在していると考えの方が妥当である。そのような要因が具体的に何であるかや、どのようなメカニズムで個人の貯蓄意図に影響を与えているかについての解明は、今後の研究課題としたい。

(一橋大学経済研究所)

注

1) 経済研究所定例研究会での討論者である宇南山卓氏(京都大学)からは論文全体について、阿部修人氏(一橋大学)からは2.2節の内容に関して、それぞれ詳細なコメントを頂いた。第4節で利用しているサーベイ調査の質問表作成にあたっては、堀雅博・白井恵美子(一橋大学)・小野有人(中央大学)の各氏から有益なアドバイスを頂いた。また定例研究会の他の出席者からの質問・コメントも非常に有益であった。これらすべての方々に深く感謝する。無論、論文中に誤りが残っているとすればあくまで著者の責任である。なお本研究は、JSPS 科研費基盤(B)18H00871の助成を受けている。

2) 日本経済新聞(2021年1月26日)、<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOMG261YB0W1A120C2000000/>

3) 例えば「日常的な外食 vs デリバリーによる食事」、「ライブ・コンサート(のチケット代) vs オンライン・ライブ(での投げ銭)」等の代替関係を思い浮かべて欲しい。

4) とりあえず最適な消費パターンの決定について焦点を絞って論じるために相対価格を一定とするが、物価指数に注目した場合には、無論、この仮定は大きな問題を孕んでいる。物価指数に関連する問題については、このすぐ後に2.2.2節で議論する。

5) 第3の要因として、経済の将来の見通しに関する不確実性が大きく上昇したことによる予備的貯蓄(precautionary saving)の上昇が考えうる。しかし、経済成長率の予測や株価が比較的早い時期に以前の水準を回復していることを考えると、予備的貯蓄のCOVID-19下の過剰貯蓄への貢献はあまり重要であるとは考えにくい。

6) 質問票内に以下のような但し書きを含めている:「『貯蓄』という言葉は、一般的にはフローの貯蓄の意味でも、資産額の意味でも使われるが、このアンケートでは一貫して資産額という意味で用いる」。

7) このアンケートのサンプルに含まれる個人の資産は、平均的には過去一年では減少しているの、フ

ローの貯蓄はマイナスであるということになる。これは、マクロの貯蓄が大幅に増加したことは矛盾している。しかし、アンケートの回答はあくまで個人の認識に基づいているので、特別定額給付金等の政府からのトランスファーを所得とみなしているかどうかは明確ではない。したがって、受け取った定額給付金を使わずに銀行預金が増えた場合に、それをプラスの貯蓄と認識して回答しているかどうかは不明である。

8) COVID-19による所得ショックとそれに対する政府の財政措置の効果については、Chetty *et al.* (2020) や Christelis *et al.* (2020) を参照。

参 考 文 献

- 顔 菊馨・近藤隆則・白須洋子・三隅隆司 (2019) 「日本の個人投資家のリスク資産投資」、『経営財務研究』39(1/2), 86-103.
- 祝迫得夫 (2020) 「高齢化社会と家計の金融経済行動——公的年金改革の影響とフィンテックがもたらすインパクト——」、『証券アナリストジャーナル』第59巻第7号, pp. 6-15.
- 金融広報中央委員会 (2019) 「金融リテラシー調査 2019年」。
URL: https://www.shiruporoto.jp/public/document/container/literacy_chosa/2019/
- MUFG 資産形成研究所 (2018) 「金融リテラシー 1万人調査の概要：男女・年代による金融リテラシーと投資行動の特徴【若年層編】」, 2018年9月 MUFG 資産形成研究所。
URL: https://www.tr.mufg.jp/shisan-ken/pdf/kinnyuu_literacy_02.pdf
- 日本銀行 (2021) 「経済・物価情勢の展望：2021年4月」。
URL: <https://www.boj.or.jp/mopo/outlook/gor2104b.pdf>
- 齋藤潤「コロナが家計消費に与えた影響」、『齋藤潤の経済バズアイ 第103回』日本経済研究センター, 2020/11/02。
URL: <https://www.jcer.or.jp/j-column/column-saito/2020112-2.html>
- 嶋中由理子 (2021) 「高所得者消費の現状と展望：超過貯蓄はどこに向かうか」、『みずほインサイト』2021年3月24日,
URL: <https://www.mizuho-ir.co.jp/publication/mhri/research/pdf/insight/jp210324.pdf>
- 帝国データバンク情報部 (2021) 『コロナ倒産の真相』日経 BP.
- 宇南山卓・古村典洋・服部孝洋 (2021) 「コロナ禍における現金給付の家計消費への影響」RIETI ディスカッションペーパー, 21-J-022, 2021-04.
- Abe, Naohito (2021) “Comments on ‘Measuring Inflation under Lockdown Conditions’ by Diewert and Fox,” mimeo., Institute of Economic Research, Hitotsubashi University.
- Abe, Naohito, Toshikatsu Inoue, and Hideyasu Sato (2020) “Price Index Numbers Under Large-Scale Demand Shocks: The Japanese Experience of the COVID-19 Pandemic,” RCESR discussion paper series, DP20-2. Forthcoming in *Journal of Official Statistics*.
URL: https://risk.ier.hit-u.ac.jp/Japanese/pdf/dp20-2_rcesr.pdf
- Bank Overground (2020) “How has COVID Affected Household Savings?”
URL: <https://www.bankofengland.co.uk/bank-overground/2020/how-has-COVID-affected-household-savings>.
- Bilbiie, Florin, Gauti Eggertsson, and Giorgio Primiceri (2021) “US ‘Excess Savings’ are not Excessive,” VOX EU & CEPR, 01 March 2021.
URL: <https://voxeu.org/article/us-excess-savings-are-not-excessive>
- Chetty, Raj, John N. Friedman, Nathaniel Hendren, Michael Stepner, and the Opportunity Insights Team (2020) “How did COVID-19 and Stabilization Policies Affect Spending and Employment? A New Real-time Economic Tracker Based on Private Sector Data,” https://opportunityinsights.org/wp-content/uploads/2020/05/tracker_paper.pdf
- Christelis, Dimitris, Dimitris Georgarakos, Tullio Jappelli, Luigi Pistaferri, and Maarten van Rooij (2019) “Asymmetric Consumption Effects of Transitory Income Shocks,” *The Economic Journal*, Vol. 129, Issue 622, pp. 2322-2341.
- Christelis, Dimitris, Dimitris Georgarakos, Tullio Jappelli, and Geoff Kenny (2020) “The COVID-19 Crisis and Consumption: Survey Evidence from Six EU Countries,” ECB Working Paper Series No. 2507. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp2507~1a6ed7205b.en.pdf>
- Cronqvist, Henrik and Stephan Siegel (2015) “The Origins of Savings Behavior,” *Journal of Political Economy*, Vol. 123, No. 1, pp. 123-169. <https://doi.org/10.1086/679284>
- Das, Sreyoshi, Camelia Kuhnen, and Stephan Nagel (2020) “Socioeconomic Status and Macroeconomic Expectations,” *Review of Financial Studies*. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhz041>
- Diamond, Jess Kota Watanabe, and Tsutomu Watanabe, (2020) “The Formation of Consumer Inflation Expectations: New Evidence from Japan’s Deflation Experience,” *International Economic Review*, Vol. 61, Issue 1, pp. 241-281. <https://doi.org/10.1111/iere.12423>
- Diewert, W. Erwin and Kevin J. Fox (2020) “Measuring Real Consumption and CPI Bias under Lockdown Conditions,” NBER Working Paper No. 27144.
URL: <http://www.nber.org/papers/w27144>
- Financial Times (2021) “Economics class: Global savers’ \$5.4tn stockpile offers hope for post-COVID spending,” April 20 2021.
URL: <https://www.ft.com/content/8cbfe40d-1ce1-4dc6-bcb2-1314b77b9443>
- Jappelli, Tullio, and Luigi Pistaferri (2014) “Fiscal

Policy and MPC Heterogeneity,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 6, No. 4, pp. 107-36.

Jappelli, Tullio, and Luigi Pistaferri (2020) “Reported MPC and Unobserved Heterogeneity,” *American Economic Journal: Economic Policy*, Vol. 12, No. 4, pp. 275-97.

Konishi, Yoko, Takashi Saito, Toshiki Ishikawa, Hajime Kanai, and Naoya Igei (2020) “How Did Japan Cope with COVID-19? Big Data and Purchasing Behavior,” *Asian Economic Papers*, Vol. 20, Issue 1, pp. 146-167, 2021-04.

Kubota So, Koichiro Onishi, and Yuta Toyama (2020) “Consumption Responses to COVID-19 Payments: Evidence from a Natural Experiment and Bank Account Data,” *COVID Economics, Vetted and Real-Time Papers*, Vol. 62, pp. 90-123, 2020-12.

Kuhnen, Camelia and Andrei Miu (2017) “Socioeconomic Status and Learning from Financial Information,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 124, No. 2, pp. 349-372.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.03.002>

Lo, Andrew W. (2019) *Adaptive Markets: Financial Evolution at the Speed of Thought*, Princeton University Press.

Malmendier, Ulrike and Stefan Nagel (2011) “Depression Babies: Do Macroeconomic Experiences Affect Risk Taking?” *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 126, Issue 1, pp. 373-416, <https://doi.org/10.1093/qje/qjq004>

Malmendier, Ulrike, and Stefan Nagel (2016) “Learning from Inflation Experiences,” *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131, Issue 1, pp. 53-87.
<https://doi.org/10.1093/qje/qjv037>

Miyamoto, Sachiko (2021) “Household Asset Allocation During the COVID-19 Crisis,” *Nomura Journal of Asian Capital Markets*, Vol. 5, Issue 2, Spring 2021.
https://www.nomurafoundation.or.jp/en/capital/njacm_spring2021.html

Schembri, Lawrence L. (2021) “COVID-19, savings and household spending,” Bank of Canada, March 11, 2021.
<https://www.bankofcanada.ca/2021/03/covid-19-savings-and-household-spending/>

付録：主なアンケート変数の定義

変数名：SavingIntention

質問：「新型コロナウイルス感染症が世界的に拡大して以降の、貯蓄／資産に対する考え方の変化について答えて下さい」

回答の選択肢

1. 貯蓄／資産を積極的に増やそうと思った(46.2%)
2. 貯蓄／資産を増やしたり減らしたりする必要を感じなかった(46.4%)

3. 貯蓄／資産を減らし、消費を増やそうと思った(7.4%)

変数名：ExPostSaving

質問：「新型コロナウイルス感染症が世界的に拡大して以降の、実際の貯蓄行動について答えて下さい」

回答の選択肢

1. 貯蓄／資産を大きく増やした(4.5%)
2. 貯蓄／資産を若干増やした(19.7%)
3. 貯蓄／資産の増減はほとんどなかった(54.1%)
4. 貯蓄／資産が若干減った、ないしは減らさざるを得なかった(12.0%)
5. 貯蓄／資産が大きく減った、ないしは減らさざるを得なかった(9.7%)

選択肢の後の括弧内の数字は、その回答を選んだ個人の割合

変数名：Covid_Jex2020

「最初の緊急事態宣言以前の段階(2020年2月～3月)で、日本の新型コロナウイルス感染症の収束時期はいつ頃になると予想していましたか？」

回答の選択肢

1. 2020年6月までに収束(3.5%)
2. 2020年7月～9月(7.6%)
3. 2020年10月～12月(12.2%)
4. 2021年以降(47.8%)
5. 2024年以降(13.4%)
6. 収束しない(15.5%)

変数名：Covid_Jex2021

「現時点(2021年2月)で、日本と世界全体の新型コロナウイルス感染症の収束時期はいつ頃になると思えますか？」

回答の選択肢

1. 2021年6月までに収束(3.3%)
2. 2021年7月～9月(3.6%)
3. 2021年10月～12月(20.1%)
4. 2022年以降(47.3%)
5. 2025年以降(8.4%)
6. 収束しない(14.2%)