

好調な米国経済における消費の持続性

<要旨>

米国では、家計部門の貯蓄率が、足元で顕著に大きく低下した。2008年の金融危機発生前にも、同様に、貯蓄率の急激な低下が観察された。当時は、過熱した金融市場や住宅市場を背景に、借入を行うことで実力以上の消費が行われ、これが貯蓄率の低下につながったと考えられる。その背後で、家計部門の財務状況は徐々に悪化し、最終的には、金融危機の発生によりバランス・シート調整を迫られ、貯蓄率も再び上昇するに至り、消費も減少した。

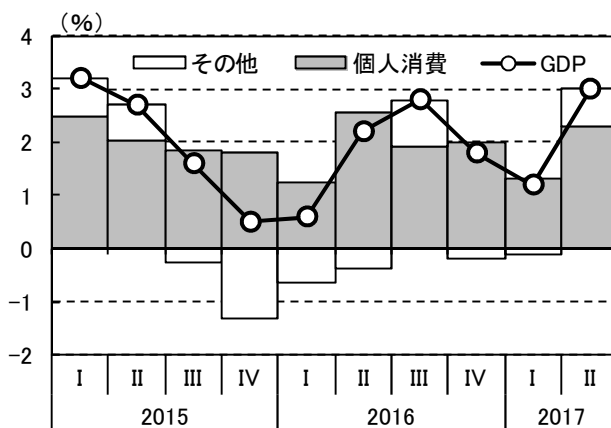
今回は、前回ほどには景気や資産価格は過熱しておらず、家計部門の財務状況も健全である。FRBの利上げペースも緩やかであると予想されることから、貯蓄率の急激な上昇も生じることなく、消費は今後も堅調に推移することが期待される。

1. 米国における家計部門の貯蓄率の低下

2015年以降でみると、米国の個人消費は堅調に推移しており、実質GDP成長率の寄与度ベースでも2%前後の水準で安定的である(図表1)。個人消費がGDPの約7割を占める米国経済では、個人消費の拡大がGDPを押し上げる効果は大きい。

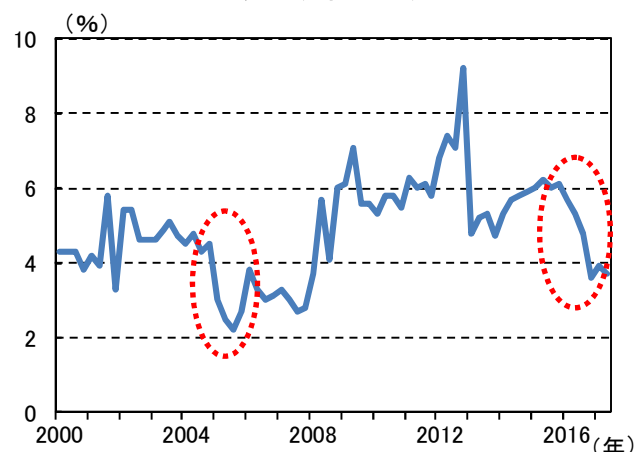
一方、家計部門の貯蓄率(対可処分所得比)を確認すると、金融危機以降、6%近傍で推移していたものが、2015年第4四半期から2016年第4四半期(以下、「2016年時」と記載)にかけて2%ポイント強と大きく低下し、その後も4%を割り込む水準で推移している(図表2)。

図表1 GDP成長率における個人消費の寄与度



(資料)米国商務省経済分析局

図表2 貯蓄率の動向



(資料)米国商務省経済分析局

貯蓄率の低下は、支出面では消費性向上昇による過剰消費、所得面では借入や財産所得などフローの所得以外の所得増加を示すため、消費の持続性を見る上で重要な指標となる。過去にも、2004年第4四半期から2005年第3四半期(以下、「2005年時」と記載)にかけて、同様に、貯蓄率が2%ポイント強低下して4%近傍から2%近傍の値となる現象がみられた。当時は、低金利を背景とした住宅購入ブームや住宅ローン借換えブームが起き、住宅価格の上昇を前提としたホ

ーム・エクイティ・ローン等を活用することにより、住宅の評価額に基づいた借入を行って消費に充てるという行動が広範にみられた時期であった。貯蓄率の低下は直接的にはこうした消費行動によってもたらされたが、その背後で、家計部門の財務状況は徐々に悪化し、後年、金融危機の発生によりバランス・シート調整を迫られることになった。この過程で、貯蓄率は再び上昇し、消費も減少した。このように、消費の拡大は経済にとって好ましいものである一方、所得の増加等の実態を伴わず、借入等に過度に依存している場合には、何らかのショックが加わることで、その脆弱性が顕現化して反動が生じ、消費の急減と実体経済を悪化させる危険性を内在させている可能性も指摘できる。今後展望されるFRBの追加利上げも、そうした事象の引き金となりかねない。

そこで、本稿では、足元の貯蓄率低下の背景について、2005年時との比較を中心に家計部門の消費行動や財務状況を確認し、今後の米国消費の持続性を検討する。

2. 2005年時と2016年時との比較

(1) 消費項目の支出額からみた貯蓄率急低下要因の比較

2005年時と2016年時の貯蓄率低下の要因を、貯蓄率の分子にあたる消費項目毎の支出額の観点から検証する。具体的には、両局面の貯蓄率低下の前後で、「個人消費支出」を構成する各項目の支出額が可処分所得に占める割合の変化を比較する¹。その結果を取り纏めたものが、以下の図表3である。

図表3 可処分所得に対する各消費項目の支出割合とその変化幅(主要項目のみ)

| ▽2005年時 | | | | ▽2016年時 | | | |
|-------------|---------|---------|-------|-------------|---------|---------|-------|
| | 2004/4Q | 2005/3Q | 変化幅 | | 2015/4Q | 2016/4Q | 変化幅 |
| 耐久財 | 11.9% | 12.1% | +0.2% | 耐久財 | 10.0% | 10.3% | +0.3% |
| 食料・飲料(非耐久財) | 7.0% | 7.1% | +0.1% | 食料・飲料(非耐久財) | 6.5% | 6.6% | +0.1% |
| ガソリン等(非耐久財) | 2.8% | 3.3% | +0.5% | ガソリン等(非耐久財) | 2.1% | 2.1% | 0.0% |
| 住宅・公益サービス | 16.3% | 16.9% | +0.6% | 住宅・公益サービス | 16.4% | 16.9% | +0.5% |
| 医療サービス | 13.8% | 14.1% | +0.3% | 医療サービス | 15.2% | 15.7% | +0.5% |
| 外食・宿泊サービス | 5.5% | 5.6% | +0.1% | 外食・宿泊サービス | 6.0% | 6.1% | +0.1% |
| 金融・保険サービス | 7.1% | 7.4% | +0.3% | 金融・保険サービス | 7.0% | 7.2% | +0.2% |

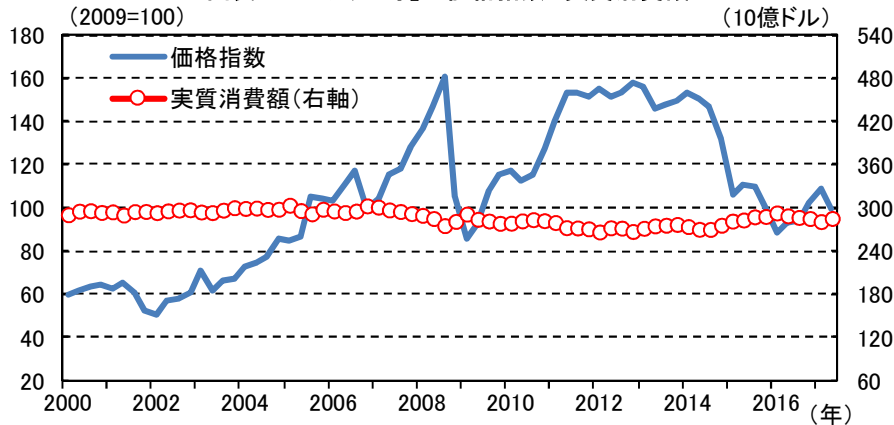
(資料)米国商務省経済分析局

両局面での変化を比較すると、「住宅・公益サービス」や「医療サービス」等、他の項目は2005年時と2016年時で継続して支出割合が拡大しているのに対し、「ガソリン等」は2016年時には支出割合の拡大が見られなかった。ガソリン等のエネルギー製品は、製品としての性格上、必需品に近いものであることから、価格が上昇しても消費量を柔軟に減らすことは出来ず、他の消費項目への支出を圧迫することになる。実際、2005年時には、「ガソリン等」の価格指数は上昇している一方で、実質消費額はほぼ横這いで推移していた(次頁図表4)。逆に、2016年時の局面では、原油価格及び一般物価が安定していたことから、他の消費項目を圧迫することはなかったと考えら

¹ 統計の定義により、「貯蓄額＝可処分所得－個人消費支出－(住宅ローン以外への)利払費－移転所得」及び「貯蓄率＝貯蓄額÷可処分所得」である。したがって、貯蓄率の変動は、(他の項目を一定とすると)可処分所得の増加幅と個人消費支出の増加幅の相対的な大きさに依存する。ただし、概ね、(貯蓄率を算出する際の、分母の可処分所得の変動よりも)分子の「可処分所得－個人消費支出」の変動がより支配的である。

れる。この観点からは、消費の持続性は2005年時よりも2016年時の方が高いといえよう。

図表4 「ガソリン等」の価格指数と実質消費額

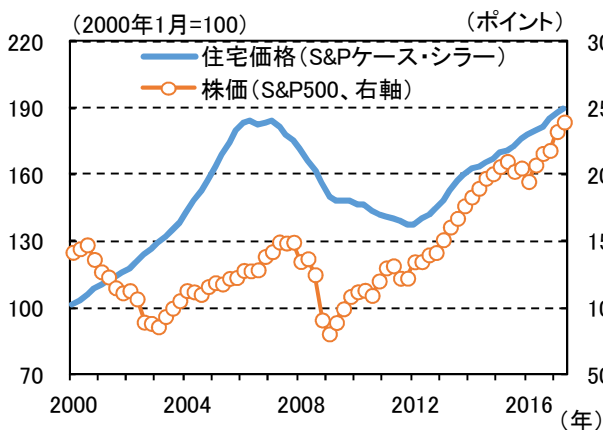


(資料) 米国商務省経済分析局

(2) 資産効果の比較

貯蓄率の低下は、消費性向の上昇を意味する。可処分所得の増加以上に消費が拡大する要因として、株式及び住宅価格の上昇による「資産効果²」がある。2005年時及び2016年時の株価と住宅価格の推移を見ると、いずれも前年比で大幅に上昇した³(図表5)。家計部門の、純資産(=総資産-総負債)の対可処分所得比率を見ると、含み益の拡大によりほぼ同一の高水準であることから、両局面とも相応の資産効果が働いていると推測できる(図表6)。家計のバランス・シートを比較しても、総負債の水準そのものは2005年時よりも2016年時の方が大きいですが、総資産が、金融危機後一旦は縮小したものの、その後は一貫して増加に転じたことから、純資産では2016年時の水準の方が高い(次頁図表7)。

図表5 株価と住宅価格の推移



(資料) サンフランシスコ連銀

図表6 家計部門における純資産の対可処分所得

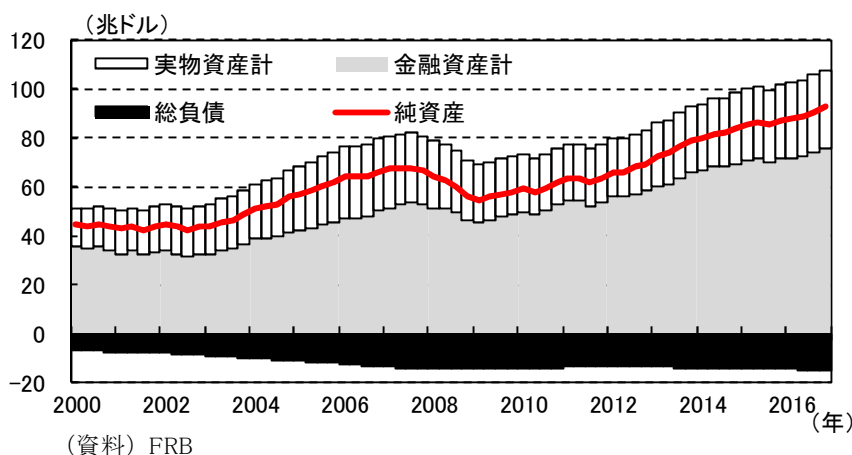


(資料) 米国商務省経済分析局

² 「資産効果」とは、保有する金融資産や不動産の評価額が増加することにより、労働所得の増加以上に消費を増加させる現象を指す。

³ 株式や持家の保有比率については、2013年時点(最新の調査年)の計数が、それぞれ48.8%、67.3%と、2004年時点の調査から大きな変化はみられない。

図表7 家計部門の資産・負債

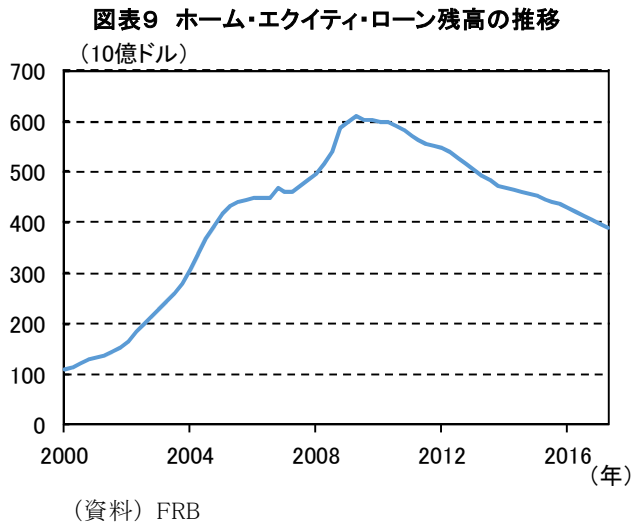
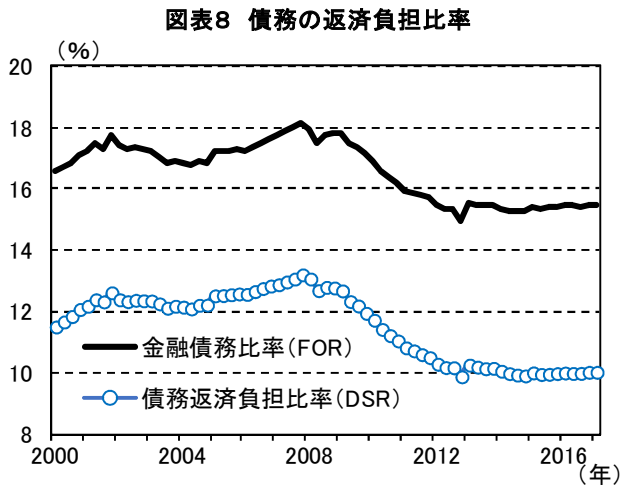


3. 消費の持続性

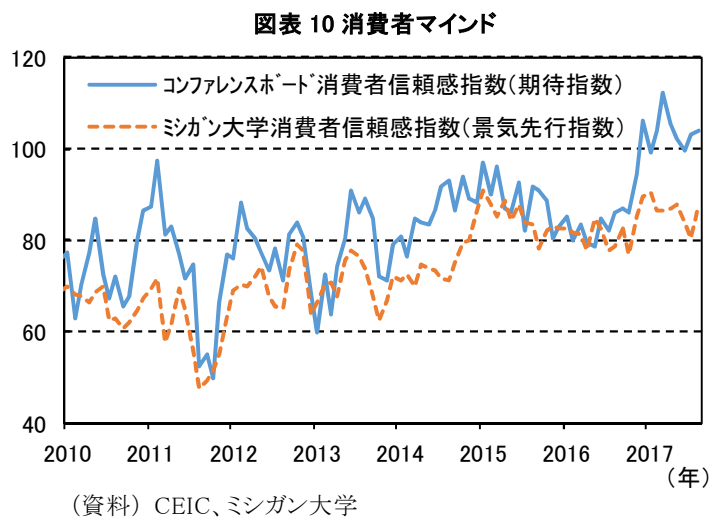
本稿では、貯蓄率の急低下が何らかの経済的問題を抱えていないかについて、2005年時の状況との比較を中心に検証してきた。

改めて、2005年時の局面との比較を念頭に消費を巡る足元の状況を確認すると、まず、エネルギー価格については、米国を初めとしてシェール・オイル開発等が進展しており、かつてのような原油価格の高騰は想定しにくい。また、主要株価指数がいずれも既往最高値圏にある等、株式市場は極めて好調であり、住宅価格も上昇基調にあることから、2005年時の経験からは相応の資産効果が期待できると考えられる。

総負債の水準については、既に、金融危機時を上回る残高に達してはいるものの、大幅な負債調整や利払負担増加の懸念は小さいといえる。債務の返済負担の観点から、住宅ローンと消費者ローンの債務返済(=元本返済+金利支払)負担の対可処分所得比率(DSR、Debt Service Ratio)や、これに借家賃貸料、自動車リース料、持ち家に付随する保険や固定資産税に対する負担を加えたより広義の債務負担を示す金融債務比率(FOR、Financial Obligations Ratio)を見ると、2005年時よりも2016年時の方が低下している(次頁図表8)。以前、「[米国・家計部門の債務における二極化について](#)」(調査月報 2017年6月号)において考察したように、これは、所得増加に加えて、FRBによる低金利政策の効果によるものであり、今後の利上げは負担増要因となるが、利上げに伴う金利上昇を考慮しても、家計部門における債務返済負担の大幅な増加は生じないと考えられる。さらには、ホーム・エクイティ・ローンについても、同様に、2005年時よりも2016年時の残高は減少している(次頁図表9)。こうした点からは、2016年時の貯蓄率の低下は、家計部門の財務状況が相対的に健全な下で生じたもので、近い将来、バランス・シート調整や利払負担増加で消費が減少する可能性は低いと考えられる。



消費者のマインドをみても、経済の先行きに対しては強気を維持しており、現在の経済環境や家計部門の財務状況の健全性からは、今後、貯蓄率が急激に上昇するということはなく、消費も堅調に推移することが期待される(図表10)。



将来に亘る米国消費の持続性という観点からは、リスク要因はむしろこの先の貯蓄率が更に低下することであると考える。例えば2005年時のように、貯蓄率が4%を大きく下回り2%近傍に近づくようなことがあれば、家計部門で再び債務の拡大が進行していないかなど、消費急減につながる懸念材料が出ていないかどうかを改めて点検する必要があるだろう。

(経済調査チーム 渡邊 喜芳 : Watanabe_Kiyoshi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。