

# 底堅い米国個人消費環境

## ～貿易摩擦問題の影響は軽微～

### <要旨>

米国経済の堅調な推移を支えている個人消費の拡大を、雇用・所得環境や家計のバランスシート、債務返済負担率といった観点から見ると、その持続性には特段の懸念は見られない。

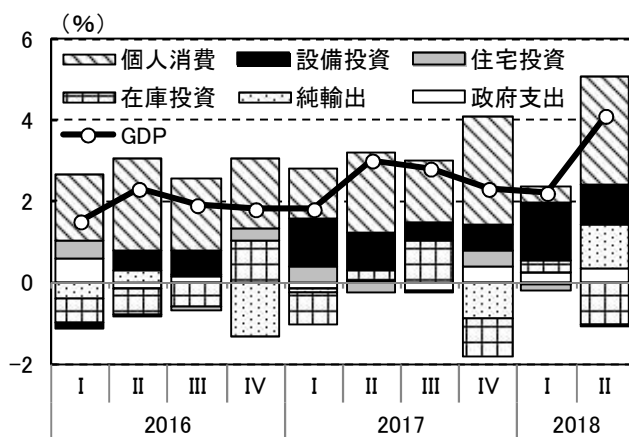
新たに浮上したリスク要因として、米中貿易摩擦問題がある。トランプ大統領が7月に追加関税を表明した中国からの輸入 2,000 億ドルの約3分の1は消費財である。消費財への追加関税は価格上昇を通じて消費を下振れさせやすいが、米国の個人消費を巡る現状に鑑みれば、追加関税が実施されても十分吸収可能と見られる。

ただし、本稿での分析はあくまで短期的な視点からの分析である。貿易摩擦問題の拡大や両国間の歩み寄りが長期に亘って見られない場合、資本財等の調達費用上昇による企業業績の悪化や最終財価格への転嫁によるインフレ加速を通じて消費者や経営者のマインドを悪化させる等、悪影響の範囲が拡大するリスクが累積的に高まっていくことには留意しておきたい。

### 1. 米国の第2四半期実質 GDP 成長率

米国の第2四半期実質 GDP 成長率は、前期比年率で+4.1%と2014年第3四半期以来の非常に高い伸び率を記録した(図表1)。内訳項目を見ると、2018年第1四半期こそ寒波の襲来や株価の伸び悩みにより個人消費が不芳であったが、第2四半期は個人消費が再び大きく拡大したことで GDP 成長率が押し上げられた。個人消費の拡大が米国経済を支えていることを如実に示す結果であったといえる。

図表1 米国実質 GDP 成長率の推移



(資料)米国商務省経済分析局

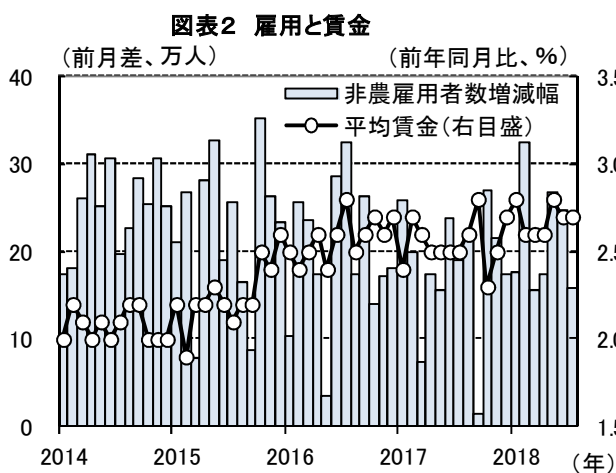
本稿では、足元の所得・雇用環境をはじめ、家計のバランスシートの健全性等を検証することにより、消費の持続性について確認する。

## 2. 個人消費の持続性を左右する要因

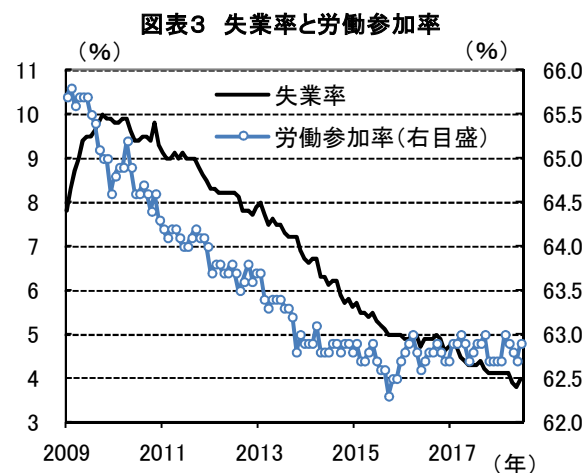
### (1) 雇用・所得環境

米国の労働市場を見ると、月によって多少の振れはあるものの、非農業部門雇用者数は3か月平均で前月比+20万人を超える増加幅を示しており、労働需要は依然として旺盛である(図表2)。賃金は足元で前年比+2%後半という、この数年では最も高い水準で安定的に推移している。

失業率は一貫して低下傾向にある(図表3)。6月に一時的に上昇したが、これは労働参加率の上昇によるものである。労働参加率の上昇は、これまで労働市場から退出していた労働者が労働市場に回帰し、経済拡大の恩恵を受ける層の裾野が広がることを意味しており、今後の景気拡大には好ましい失業率の上昇とさえ言える。このように雇用・所得環境は引続き良好である。



(資料) 米国労働省労働統計局

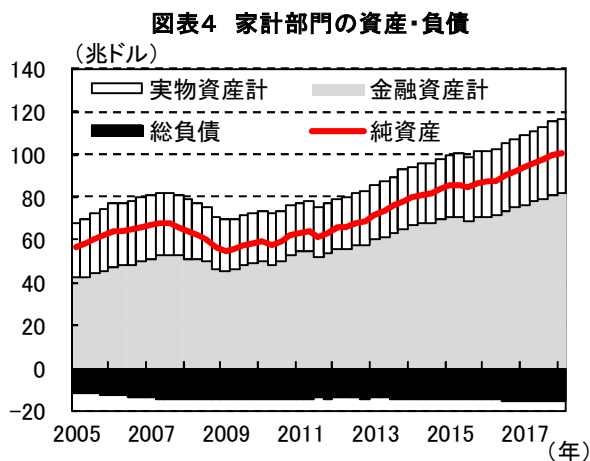


(資料) 米国労働省労働統計局

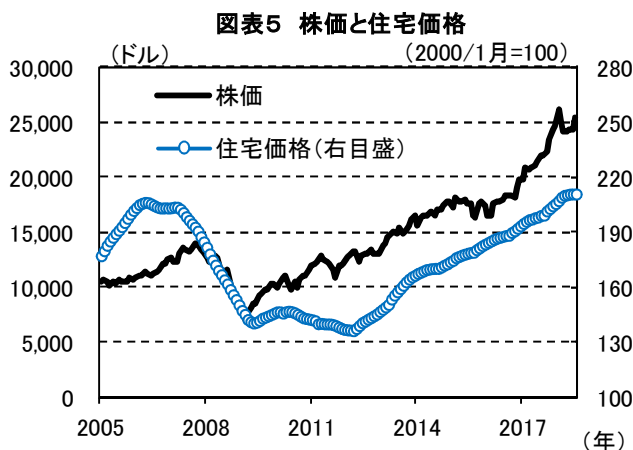
### (2) 家計部門のバランスシート

次に、家計部門のバランスシートを確認すると、既に総負債は金融危機時を上回る水準に達しているものの、総資産はそれ以上の速いペースで増加しており、総資産から総負債を除いた純資産は、右肩上がりで推移し続けている(図表4)。

株価は昨年急激に上昇した反動もあり、今年入り後、調整する局面が見られたものの、上昇傾向を維持しており、住宅価格も主要都市については既に金融危機前のピーク時を上回っていること等が、家計純資産の拡大を支えていると考えられる(図表5)。



(資料) FRB

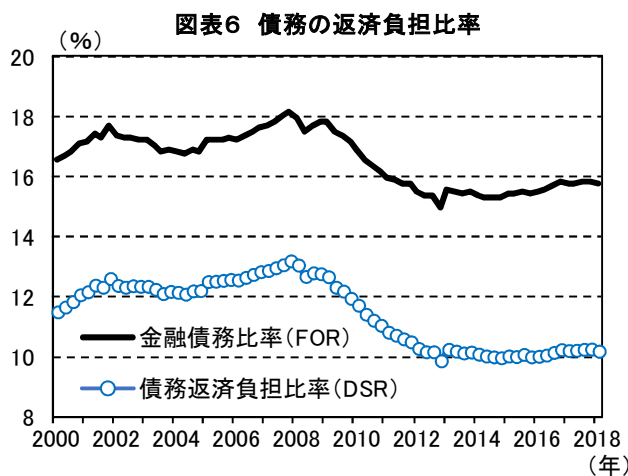


(注) 株価はダウ平均、住宅価格はケース・シラー20都市圏住宅価格指数。

(資料) セントルイス連銀

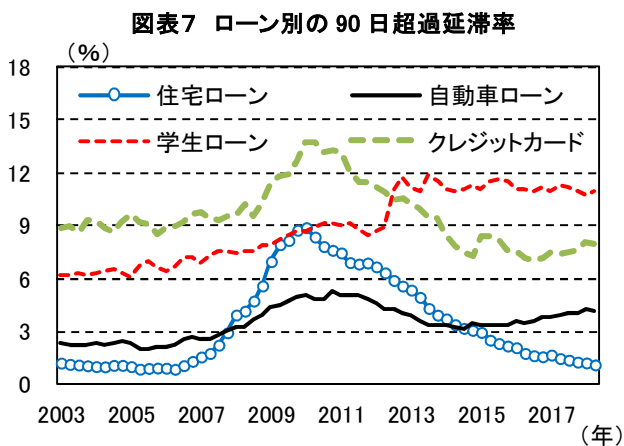
### (3)返済負担比率と消費者向け貸出のデフォルト率

Fedによる利上げが継続される中、金利は短期ゾーンを中心に着実に上昇している。金利上昇に伴う債務負担の増加に家計が耐えられるかどうかは今後の個人消費を占う上でも重要である。しかし、家計部門の「債務返済負担比率(DSR)」(=「元本返済+金利支払」の対可処分所得比率)を見ると、Fedが一連の利上げを開始した2015年末以降でも大きくは上昇していない(図表6)。「[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)での試算に基づけば、仮に2019年末までにFF金利が3.5%、長期金利が4.0%まで上昇したとしても債務返済負担比率の上昇は11%程度に留まる。したがって、Fedによる緩やかな利上げを前提としても、家計部門での債務返済負担の大幅な増加により個人消費が阻害される状況は今後も生じないと考えられる(図表6)。

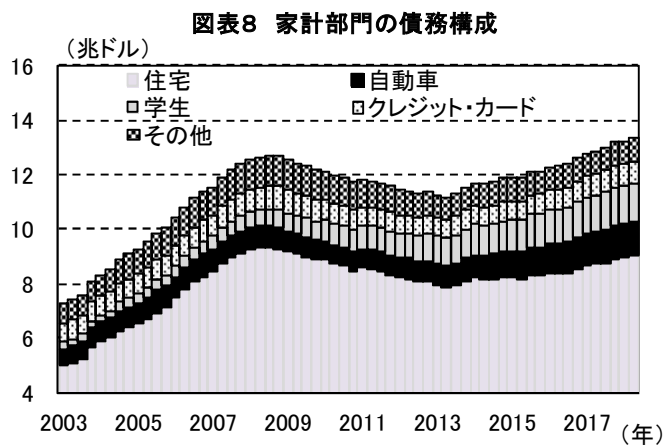


(注)金融債務比率(FOR)は、債務返済負担比率(DSR)に、借家賃貸料、自動車リース料、持ち家に付随する保険や固定資産税に対する負担を加えたより広義の債務負担を示す指標。  
(資料)FRB

同様の見地から、NY連銀が公表している各種の消費者向け貸出の90日超過延滞率を確認すると、自動車ローンやクレジット・カードについては上昇を続けているものの、ウエイトの高い住宅ローンについては、金融危機以降一貫して低下しており、現在でもその状況に変化はない(図表7)。住宅ローンに次いで残高の大きい学生ローンについても低下傾向を辿り始めている。これが基点となって信用市場が縮小し、個人消費の足を引っ張る事態は想定しにくい(図表8)。



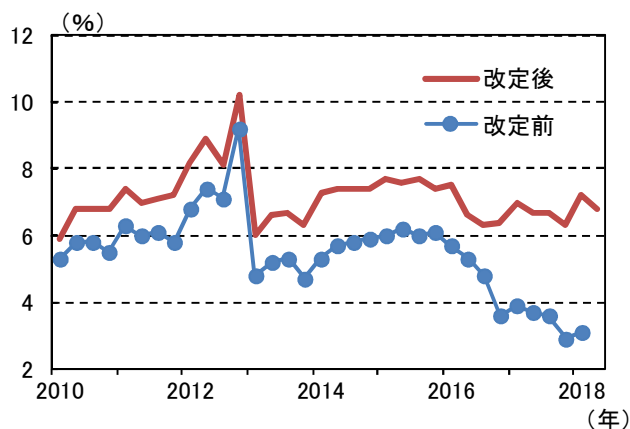
(資料)NY連銀



(資料)NY連銀

家計部門の返済負担と消費の持続性を見る上で重要な動きとして、今回の GDP 統計の公表にあたって遡及改定が行われ、貯蓄率が上方改定されたことがある(図表9)。「[好調な米国経済における消費の持続性](#)」(調査月報 2017年10月号)では、2015年後半以降、貯蓄率が大きく低下(=消費性向が大きく上昇)していたことに触れ、当時4%程度まで低下していた貯蓄率が更に低下する場合は、過剰消費の可能性など、消費の持続性に懸念が生じると述べた。しかし、今回の遡及改定により、貯蓄率は2013年以降、高水準横這いで推移していることが分かった。これは現在の個人消費の伸びが、貯蓄の取り崩しや借入のみに依存したものではないことが示されたものと言える。このことから、金利上昇に対する債務負担の増加については相応の耐性が備わっているものと解釈できる。

図表9 貯蓄率の推移(改定前後の比較)



(資料)米国商務省経済分析局

前記で見てきたように、足元の雇用・所得環境、家計部門の純資産の増加、各消費者向け貸出の延滞率や貯蓄率の推移を見る限りにおいては、米国の個人消費増加の持続性について特段の大きな問題を孕んでいるようには思われぬ。

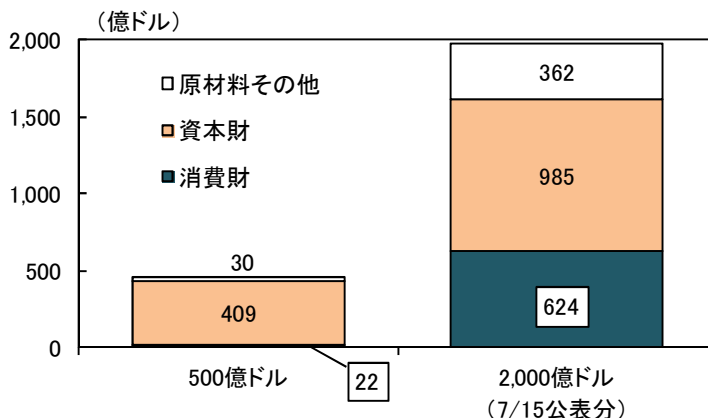
### 3. 貿易摩擦問題の消費への影響

では、今後の世界経済が下振れるリスク要因としてこの数か月間で浮上してきた、米国の保護主義的な貿易政策の問題、とりわけ中国との貿易摩擦拡大の影響はどうであろうか。

米中間では、3月に米国が発動した鉄鋼・アルミニウムに対する追加関税と中国側の報復措置により、6月には互いに500億ドルの輸入分に対する追加関税の適用を決定し、7月上旬に340億ドル、8月下旬に残り160億ドルに対する追加関税が発動された。

ここまでの追加関税は主に資本財に対するものであり、直接、家計部門の負担となるものではなかった。しかし、7月に米国のトランプ大統領が発表した中国からの輸入品2,000億ドルに対する追加関税には、約624億ドルの消費財が対象として含まれている(次頁図表10)。当初、2,000億ドルに対する追加関税率は10%であったが、8月入り後にトランプ大統領はこれを25%に引き上げる意向を示した。消費財への追加関税は、資本財や工業用原材料といった他の財よりも直接的に小売価格に反映されやすいため、これが物価上昇を通じて個人消費に悪影響を及ぼす可能性がある。

図表 10 追加関税対象となる中国からの輸入



(資料)米国通商代表部の公表資料を基に、三井住友信託銀行調査部集計

数量ベースの輸入量を一定とし、追加関税分がそのまま販売価格に転嫁されると仮定すると、家計の負担増加は624億ドル×25%＝160億ドル程度となる。これは、約14兆ドルに上る米国の個人消費支出の約0.1%に留まる。可処分所得が年間約2～3%程度で伸長していることを踏まえると、この程度の負担増は米国の個人消費増加の持続性に大きな障害とはならないと思われる。中国からの輸入を国内生産や他国からの輸入に切り替える余地があることや、関税の徴収は米国政府の収入になるため、トランプ政権の積極的な財政拡大スタンスにより関税引上げによる悪影響を相殺する可能性があることを踏まえると、少なくとも2,000億ドルへの追加関税が実現しても、短期的に個人消費そのものが腰折れる可能性は低いと考えられる。

確かに、品目別に見ると、影響の濃淡がある。図表11は、2017年における品目別の個人消費支出額と、各品目の中国からの輸入額を示した上で、25%の追加関税がそのまま販売価格に転嫁された場合に、当該製品の価格がどの程度上昇するかを示したものである。

これによると、家電製品や旅行用品等(スーツケースや鞆が含まれる)は追加関税による価格上昇負担率が5%を上回る。次いで負担増加率が大きいのが、家具類(3.3%)、住宅用雑貨(1.7%)であり、2,000億円に含まれる消費財への追加関税は、これらの品目に集中的に現れることになる。これらの品目は輸入全体に占める中国からの輸入割合が高いため、これらの消費財を扱う米国企業の業績に何らかの影響を及ぼす可能性は否定できない。ただし、資本財や素材の原材料と比較すると消費財は代替がしやすいため、経済全体で見た影響は軽微なものに留まると考えられる。

図表 11 追加関税対象となる中国からの輸入品目

(億ドル/2017年)

個人消費支出の項目	中国からの輸入額 (a)	個人消費支出額 (b)	インパクト (a)*25%/(b)	総輸入額 (d)	中国からの輸入シェア (a)/(d)
家電	134	553	6.1%	322	41.6%
旅行用品等	64	297	5.4%	110	58.0%
家具類	247	1,896	3.3%	498	49.7%
住宅用雑貨	20	307	1.7%	66	30.9%
服飾用材料等	20	839	0.6%	38	54.2%
娯楽品	16	648	0.6%	24	64.6%
その他	123	128,674	0.0%	1,179	10.4%
合計	624	133,214	0.1%	2,237	27.9%

(資料)米国商務省及び米国通商代表部の公表資料を基に、三井住友信託銀行調査部集計

#### 4. まとめと今後の展望

中国からの輸入に対する追加関税は、中間選挙を睨んだ有権者へのアピール手段と考えられるが、実際には、輸入品価格の上昇を通じて消費者の生活を圧迫しかねないという側面もある。米国の家計部門について、所得・雇用環境、家計部門のバランスシート、金利上昇に伴う債務負担率の上昇度合い、各種消費者向け貸出のデフォルト率といったフローとストックの一通りの統計データを確認する限りでは、家計の資産・債務に関する状態は極めて健全である。加えて、現在の鉄鋼・アルミニウムの輸入制限や500億ドルという水準に加え、仮に2,000億ドル分に対する25%の追加関税という多少のショックが加わったとしても、十分吸収可能な状態であり、短期的に個人消費が減退して米国経済が腰折れする可能性は低いと考えられる。

ただし、本稿はあくまで短期的な影響を見る観点から消費財を分析対象としている。消費財以外の資本財や工業原材料への追加関税は、タイムラグを経て最終消費財の販売価格に反映される可能性があるため、目立たずともじわじわと物価が上昇し、家計の実質購買力低下要因となる。また、資本財等の購入費用増加が企業収益を圧迫すれば家計所得の下振れ要因になり得る他、生産者物価の上昇が消費者物価を上振れさせてFedの利上げスピードを加速させれば、これも企業業績悪化や資産価格下落の要因となる。

更に、こういった要素が家計や企業のマインドを悪化させた場合には、本稿における試算を大きく上回る悪影響が出る可能性がある。7月にトランプ政権が農家に対して補助金の支給を決定したことは、この貿易問題が長期化することに備えた措置と解釈することも可能である。このため、短期的には悪影響が顕現化せずとも、問題の長期化が明確になった場合など、長期に亘って累積的に悪影響が強まっていく可能性には留意しておきたい。

(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。