

米国家計の資産効果は期待できるか

<要旨>

住宅価格と株価の上昇により、米国家計の純資産は可処分所得比 5.4 倍と 1990 年以降の平均水準まで回復した。今後さらに住宅価格が上昇すると家計消費へのプラス効果が期待できるとの見方が成り立つ。但し、地域によっては住宅価格が前年比マイナスの都市もあること、加えて家計所得の伸びが高くないなかで、時間当たり賃金の伸び率も鈍化していることから、資産価格の上昇が消費拡大に結び付く力は強くない。

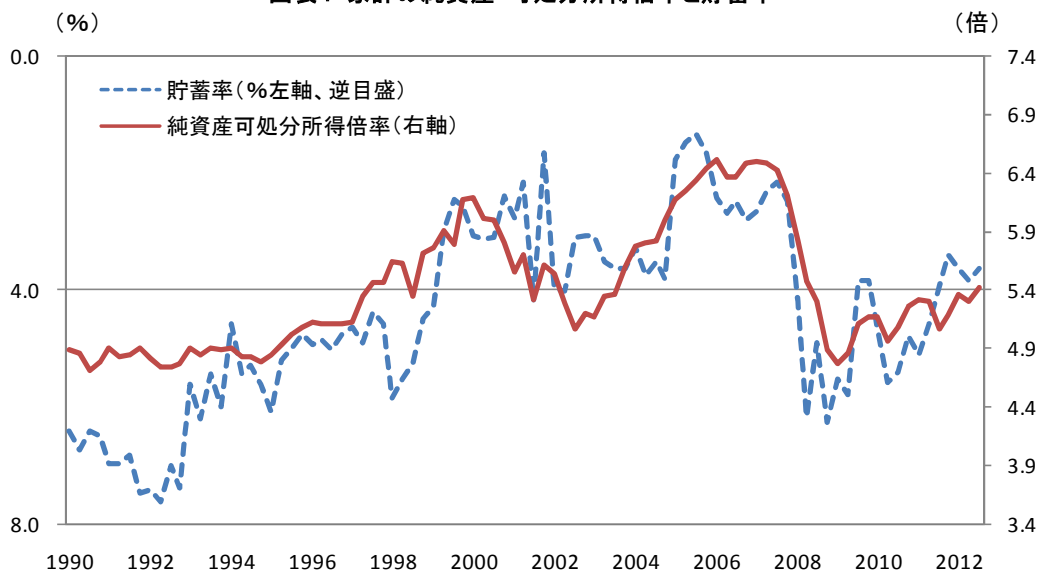
米連邦準備理事会が新たな政策ガイダンスとして提示した「失業率 6.5%」という水準は、ちょうど時間当たり賃金の伸び率が加速していく領域であり、それまでの間金融緩和を継続していくことは、家計消費の本格回復を実現する意味でも適切な判断である。

1. 米国家計のバランスシートと貯蓄率

米国家計全体が保有する負債除きの純資産水準は、2012年9月末に 64.8 兆ドルまで戻った。これは 2007年9月末に記録したピーク 67.4 兆ドルには及ばないものの、可処分所得比でみると 5.4 倍と 1990 年以降の平均水準まで回復してきた(図表1)。今後、住宅価格の上昇が見込まれるなかでは、さらに家計の純資産水準が増えバランスシートが改善することにより家計消費へのプラス効果、すなわち資産効果が期待できる見方もあながち誤りではない。

資産効果を「所得の伸び以上に消費に回す」と考えれば、その推移と規模は米国家計の貯蓄率を追うことによって確認できる。事実、1990 年以降の家計の純資産・可処分所得倍率と貯蓄率の推移をみると、純資産水準が高まると貯蓄率が低下(目盛が逆であることに注意されたい)することが読み取れる。

図表1 家計の純資産・可処分所得倍率と貯蓄率



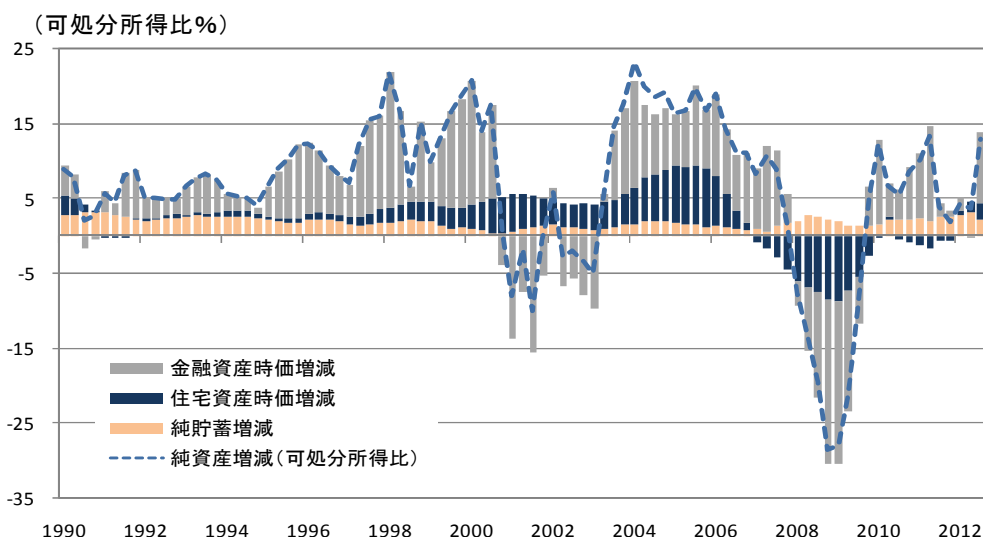
(資料) セントルイス連銀 FREDR データより三井住友信託銀行調査部作成

但し、資産効果の強さは、増えた資産の中身やその時の経済情勢にも大きく依存する。例えば、米国家計のうち株式等のリスク資産を保有しているのは全体の49.9%に過ぎない一方、住宅資産は67.3%の家計で保有されているため(2010年FRB「Survey of Consumer Finances」による)、金融資産のみならず住宅資産が持続して上昇していく局面が最も大きな効果を発揮しよう。

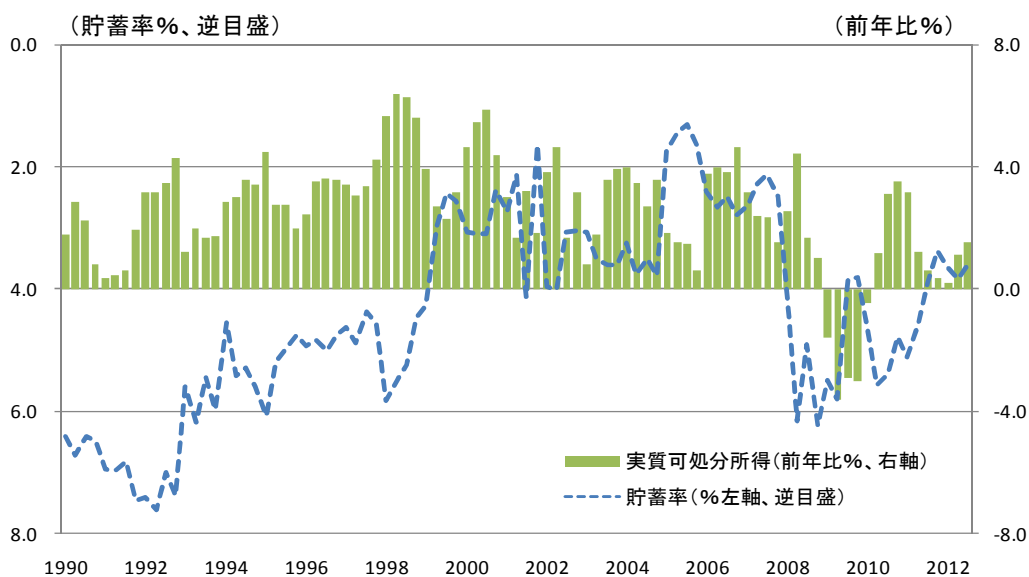
家計純資産の可処分所得比増減の中身をみた図表2からは、2012年に入ってから純資産増減は金融資産時価の増分が殆どであり、住宅資産の増分はわずかに過ぎない。例えば可処分所得比5%近い住宅資産の増加が継続した1990年代後半から2000年代前半の推移と比べると、規模や持続性の点で力不足であることが読み取れる。

また、家計にとっての経済情勢を反映する実質可処分所得の推移も、前年比マイナスに陥った2009年の状況から脱してはいるが、伸び率は前年比2%に満たない(図表3)。これも、貯蓄率が傾向的に低下した1990年代後半から2000年にかけて実質可処分所得が前年比3%を超えて推移していた時期とは対照的である。

図表2 家計純資産増減の要因分解(1990～2012年9月末)



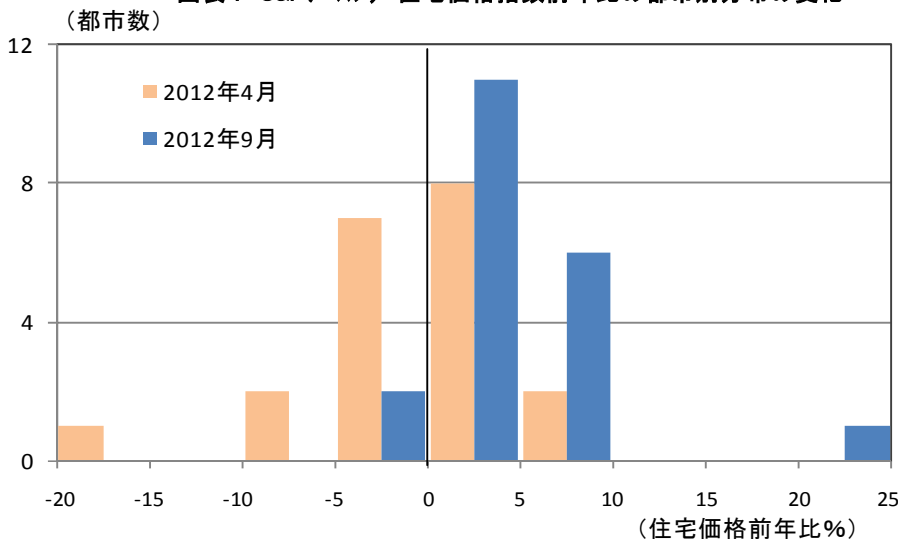
図表3 実質可処分所得の増減(1990～2012年第3四半期)



(資料) 図表2・3ともFRB「Flow of Funds Accounts」より三井住友信託銀行調査部作成

さらに、全米平均で前年比プラスに転じた住宅価格についても、都市別まで細かくみると、前年比プラスに転じた都市は徐々に増えているが、未だ前年比マイナスの都市もあり、住宅資産の増加によるバランスシート改善効果も地域によって差が見られる(図表4)。

図表4 S&Pケースラー住宅価格指数前年比の都市別分布の変化



(資料) S&P、Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

以上をまとめれば、住宅価格と株価の上昇により、米国家計部門の負債除きの純資産水準は可処分所得の5.4倍と1990年以降の平均水準まで回復し、今後も住宅価格が上昇するとの見方に立てば家計消費への相応のプラス効果が期待できる。但し、実質可処分所得の伸びは高くなく地域によっては住宅価格が前年比マイナスの都市もあることを踏まえると、当面その効果は強くなり、効果が発揮されるには今暫く時間を要しよう。

2. FRBによる金融緩和の新たなガイダンスの意味

こうしたなかで、12月の連邦公開市場委員会(FOMC)において、連邦準備理事会(FRB)は、現在実施中の月間400億ドルペースの住宅ローン証券(MBS)の買い入れ継続と2013年からの月間450億ドルペースの米国債買い入れプログラムの実施を決定した。これと共に、フェデラル・ファンド(FF)レートを異例に低い水準に維持する期間に関して、「少なくとも失業率が6.5%超であり、インフレ率が目標とされる2%からの上振れが0.5%未満に止まり、長期のインフレ期待が安定している限り」、低金利を維持する新たなガイダンスを提示した。

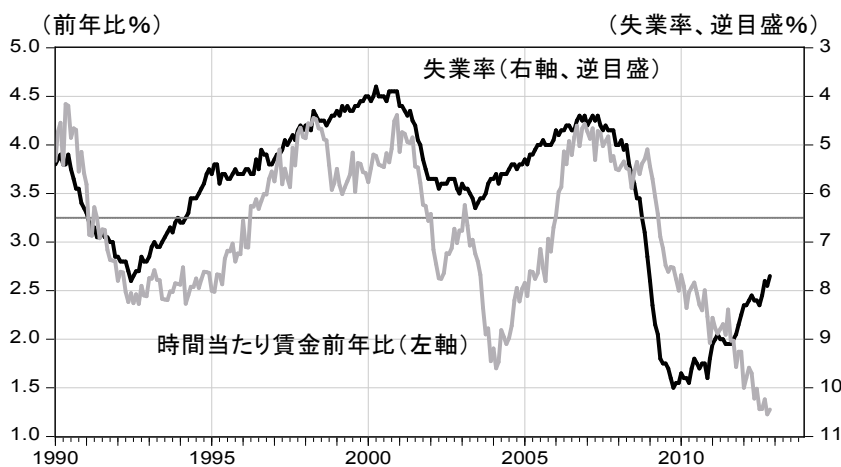
いずれも、期間長めの金利を低く維持することで、負債を抱える家計の金利負担を軽減し住宅市場の回復を後押しすることを狙っている。また、金融緩和の期間を経済情勢の改善に結びつけて継続することで、それまでの間、金融緩和により株式や住宅資産等の資産価格上昇を通じて企業や家計の支出を喚起する狙いがある。

このうち、新たな政策ガイダンスである「失業率6.5%」という水準が想定する経済情勢はどのようなものであり、家計消費の見通しにどのような意味をもつのであろうか。最後にこの点について1990年以降の時間当たり賃金と失業率の推移を比較した次頁2枚のグラフから考察してみたい。

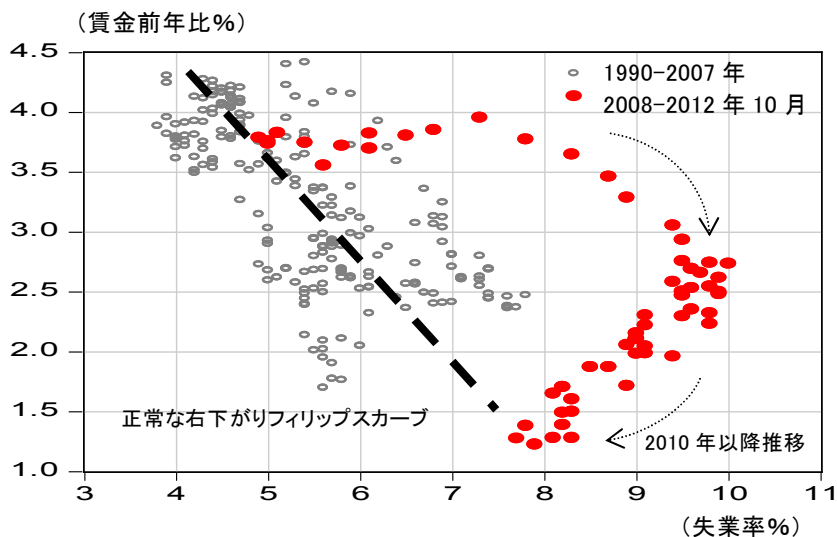
時系列のグラフからは、2010年以降失業率は低下改善している一方で、時間当たり賃金は前年比2.5%水準から前年比1.5%未満に鈍化していることを示している(図表5)。また、失業率と時間当たり賃金の散布図からは、2008年以降の景気悪化に伴い従来の失業率と賃金の右下がりの(フィリップスカーブと呼ばれる)関係から大きく乖離していることが読み取れる(図表6)。

両者を合わせてみると、「失業率 6.5%」という水準は、ちょうど時間当たり賃金の伸び率が加速し始め、かつ失業率と賃金上昇率の右下がりの関係が成り立つ領域でもある。言い換えれば、それまでの間は少なくとも賃金コストの面からはインフレが加速しない領域でもある。ガイダンスに長期のインフレ期待の安定を付け加えた意味もここにあり、期待インフレが安定しているもとでは、かかる失業率と賃金の安定した関係も維持される。従って、それまでの間、金融緩和を継続していくことは、家計消費の本格回復を実現する意味でも適切な判断といえるだろう。

図表5 失業率と時間当たり賃金(時系列)



図表6 時間当たり賃金(縦軸)と失業率(横軸)の散布図



(資料) 図表5・6ともセントルイス連銀 FREDR データより三井住友信託銀行調査部作成

(マクロ経済調査グループ 木村 俊夫 : Kimura_Toshio@smtb.jp)

※本資料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。