

「米国の低貯蓄率を巡る誤解」

受託運用部:岡 千晴

6月に入り、世界的に長期金利が上昇している。背景には米国景気に対する過度な悲観論の後退が挙げられる。確かに春以降に発表された景気指標からは、製造業での在庫調整圧力の後退や設備投資の持ち直しが示唆される。また、住宅市場の低迷が継続しているものの、それに伴い消費が悪化している兆候は見られない。

今後の米国経済の焦点は在庫調整を概ね完了した製造業が在庫の積み増しに動くかどうかであろう。鍵を握るのは個人消費の動向である。なぜならば国内総生産のおよそ70%を占める個人消費の先行きに確信がなければ、企業経営者も積極的に自社製品の在庫積み増しに動かないと思われるからである。そこで、本稿では個人消費の先行きを占う上で重要な貯蓄率について考えてみたい。

米国個人消費の先行きについては、世の中にフリーランチ(無料の食事という意味で労せず経済的利得を享受できることの例え)は存在せず、米国人はいつか浪費の付けを払わされるという議論を良く耳にする。確かに公式統計を見る限り、ここ数年、貯蓄率はマイナスで推移している。(図1参照)

貯蓄とは、簡単に言えば、現在の所得から支出を差し引いた残りである。マイナス推移ということは、米国人は所得の伸び以上に消費を行ってきたということである。ここから類推される結論は、米国人は「蓄え」を食い潰し、分不相応な生活を続けているというものである。

しかし、この「蓄え」について検討してみると「低貯蓄率=米国人の浪費癖」という議論自体に疑問が生じてくる。そもそも、ある程度の期間に渡り、所得以上の消費を続けることがなぜ可能であるのか。背景には資産効果があると思われる。

資産効果とは、資産価格上昇による含み益の増加が消費を支える効果であり、貯蓄率には反映されない。貯蓄率という観点ではなく、純資産(金融資産と実物資産から負債を差し引いたもの)という観点から米国家計を眺めると、浪費というイメージは一変する。貯蓄率が低下する一方で、純資産は過去最高水準にある。(図1)

背景にはリスク資産に対する米国家計の積極的な姿勢がある。現在の米国の家計は1990年代後半の日本の家計と比較して株式等のリスク資産の保有比率が高いことが特徴である。(図2参照) 資産価格の上昇トレンドが続く中、米国家計がリスクを取った結果、保有資産の含み益が増大し、純資産の拡大につながったと思われる。

次に資産価格変動の消費への影響を試算したものが図3である。資産変動の個人消費への影響について定説は無く、資産価格変動の影響が顕在化する時期や規模について様々な説が存在する。図3については当社が各種の論文等を参考に推計を行ったものである。右軸に実質個人消費の変化、左軸に所得に加えて、各種資産やエネルギー価格変動の影響を推計したものを重ね合わせたものである。実質個人消費の変化をすべて旨く説明できないものの、資産効果の影響を概算することが可能と思われる。

当然、資産価格が大幅に調整した場合は消費への悪影響が懸念される。現にITバブルの崩壊した2000年代初頭にはハイテク株中心のナスダック指数が急落、株価下落に伴う逆資産効果が個人消費を大きく押し下げた。

今後は住宅価格下落の影響が焦点となろう。住宅価格については株価指数ほど劇的な下落は見込み難しく、住宅価格下落に伴う個人消費への悪影響はITバブル崩壊時を下回るのではないかと。

個人消費について、住宅価格の低迷、雇用の拡大基調の継続等、現時点で妥当と思われるシナリオを織込んで先行きを予想してみた。シナリオに沿った展開となった場合、個人消費は概ね安定的に推移し、腰折れは回避される可能性が高いと思われる。

「経済学にフリーランチは存在しない」とはある著名な経済学者の言葉である。確かにそうである。米国人は、マイナスの貯蓄率の中でも消費を享受できるフリーランチ的な経済を創出したのではない。彼らの好調な消費の背景には彼らが積極的にリスクを取った報いとしての純資産の増大という正当な理由があるのだから。

(平成19年6月19日記)

【可処分所得比:%】 図1 米国家計の純資産と貯蓄率 【兆ドル】

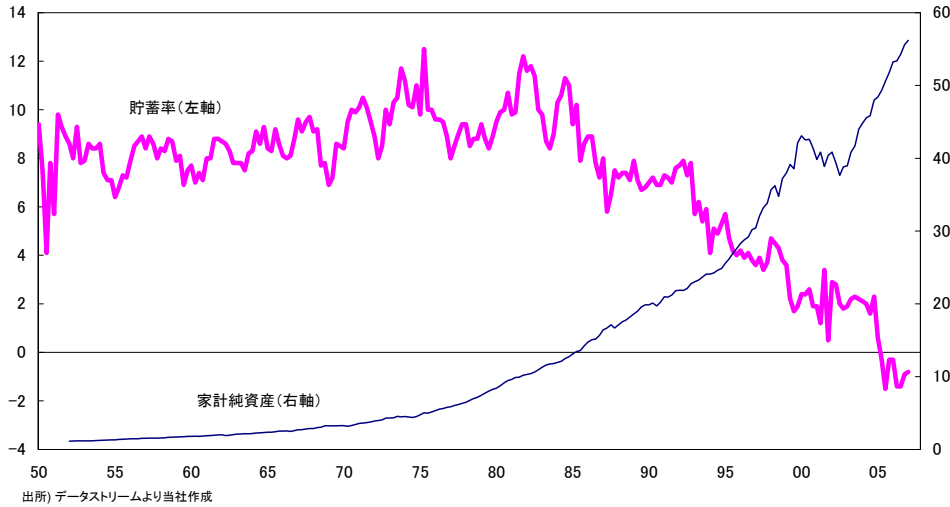
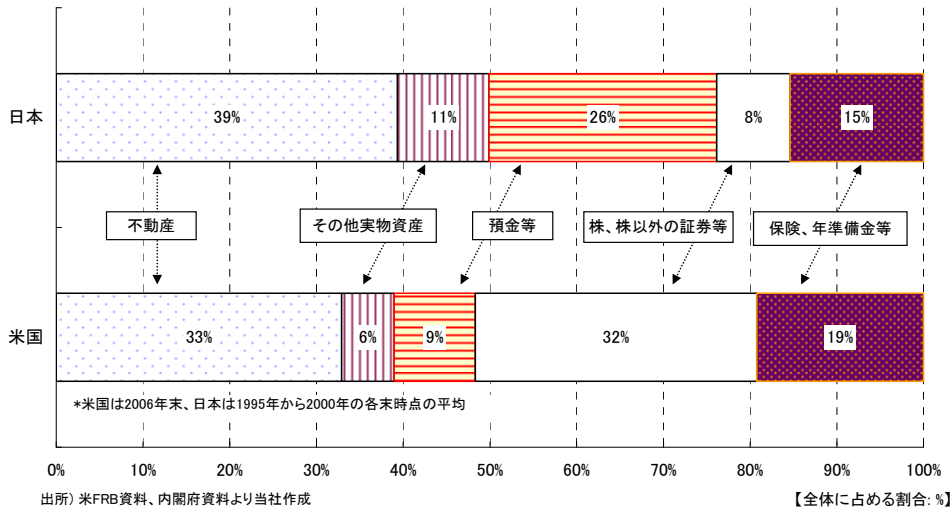
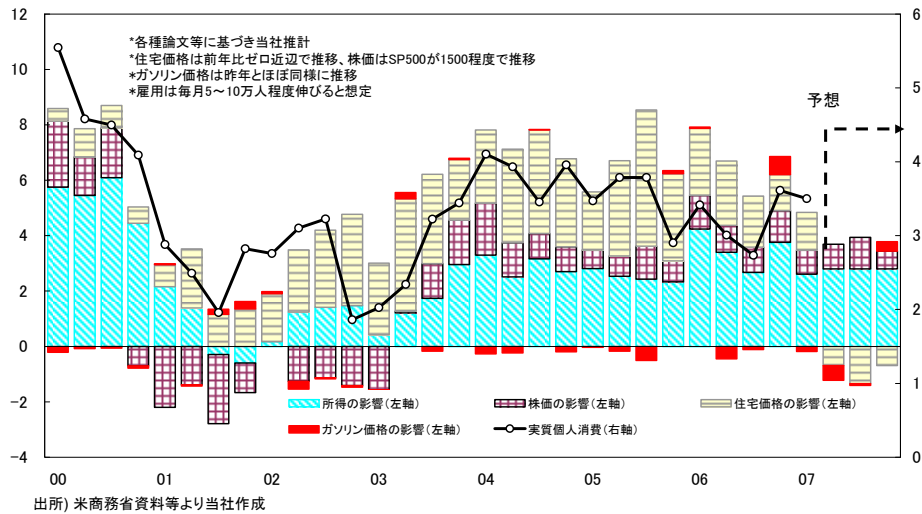


図2 日米家計の資産構成



【資産効果 実質所得(前年比):%】 図3 個人消費に対する所得・資産効果の影響 【実質個人消費(前年比):%】



◇ 本資料は、当社が投資家への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。
 ◇ ここに記載されているデータ、意見等は当社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなから保証するものではありません。
 ◇ 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
 ◇ 当社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の当社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
 ◇ 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）