

金融危機後、変化を見せる「米過剰消費の構造」

～家計の消費体質は変化するのか？



経済調査部門 主任研究員 土肥原 晋

doihara@nli-research.co.jp

1—金融危機後の過剰消費の変化

1 | 米国の過剰消費問題とは

2000年代の米国の巨額な経常赤字は、世界のマネーフローに不均衡をもたらし、世界経済のリスク要因として問題視されていた。マクロ的な均衡面から、経常赤字の拡大は米国内の貯蓄不足によるものとされ、その原因は家計部門の消費と財政赤字の拡大に求められ、特に、家計部門では、過剰消費が問題とされた。一方、グローバルな観点から不均衡を見ると、中国をはじめとする貯蓄過剰国が、米国を中心とする貯蓄不足国への資金還流を通じて、バランスを保つ構造となっていた。

こうした不均衡が弾けたのが2008年の金融危機と言える。リーマン・ショックからの金融危機は、瞬間に世界的な同時不況を招いたが、上記のように、それまでの米国では、巨額な経常赤字を海外からの資金流入に依存していたわけで、いつまでも持続できるものではなかった。米国内では、住宅バブル崩壊・金融危機を引き起こし、大恐慌以来とも言えるリセッションを招いて家計部門に過剰消費の是正を求めることとなった。米国では、2009年後半から成長率がプラスに転じたが、一方では過剰な債務を抱えた家計のバランスシート調整が進行中であり、消費の回復は依然として鈍い。本稿では、こうした米国消費構造の変化を検証し、その行方を探った。

2 | 変化をみせる「過剰消費」

(1) 貯蓄率は一転上昇へ

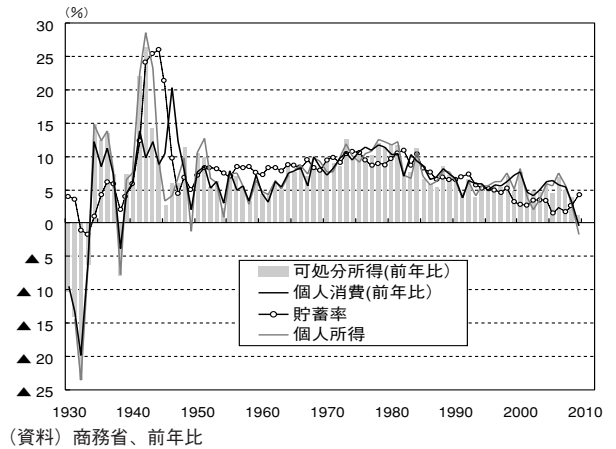
住宅バブルが弾ける前の2005年は、住宅ブームを背景とした活発な消費が行われ、成長率は3.1%と2年連続で3%台を維持した。このため、同年の貯蓄率は1.4%と急低下し、1934年（0.9%）以来の低水準に落ち込んだ^(注1)。

貯蓄率が落ち込んだ背景には、借り入れによる消費と、所得統計に載らないキャピタルゲインによる消費が行われたためと推測される。実際、2005年の家計部門の負債は11.0%増加、一方、家計の株式資産は8.7%増加（いずれも10-12月期の前年比）するなどその可能性を窺わせる。

なお、貯蓄率の急低下は、大恐慌時にも生じたが、当時は所得が急減する中、消費の減少が追いつかず貯蓄率が急低下した（一種のラチェット効果）。これは消費面よりも所得の急減少に問題があったが、2005年は、所得増の中で消費がそれを上回る伸びをみせて貯蓄率が低下したため、「過剰な消費」が問題とされた。

金融危機後の2009年は2005年とは様変わり状況となった。所得が低下する中、個人消費がそれ以上に低下（実質前年比で0.6%減）、2年連続（2008年は同0.2%減）で減少した。個人消費のマイナスは1980年（0.4%減）以来、2年連続のマイナスは極めて珍しく大恐慌時の1933年以来となる。大恐慌時同様に個人所得の低下により消費が落ちこんだが、大恐慌の教訓により、減税や社会保険給付増等の景気対策により、可処分所得の前年比はプラスを保ち、大恐慌ほどの落ち込みは回避された。一方、消費の落ち込みで、可処分所得比で見た貯蓄率は上向きに転じている。

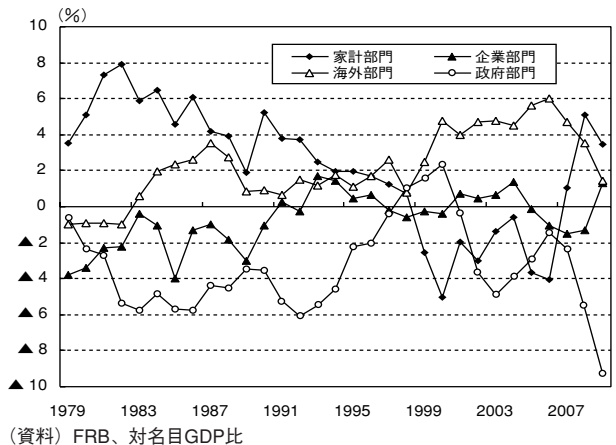
[図表-1] 個人消費は2年連続のマイナスに



(2) 家計は一転最大の資金余剰に

部門毎の金融バランスの推移では、90年代後半に大幅な変化が見られた。この時期、米国ではニューエコノミーと言われるインフレなき成長を謳歌、4%台の高成長が続き、失業率も低下、消費が堅調に推移するなか、伝統的な資金余剰部門だった家計は1999年以降に資金不足に転じた。一方、政府部門は歳入増により黒字転換を果たしたが、ブッシュ政権に代わった2001年には、リセッションと大型減税で財政赤字が急拡大、資金不足に転落した。その後、家計と政府の資金不足を、海外と企業の資金余剰で補う金融バランスが続いたが、2005年には企業も資金不足に転じ、海外部門が一手に資金供給を担うこととなる。

[図表-2] 家計は最大の資金余剰部門に



転機が訪れたのは、サブプライム問題で住宅市場が変調をきたした2007年で、住宅ローンの抑制等で家計部門は資金余剰に転じた。その後、リセッションが深まり家計の余剰が増加、企業も余剰部門に転じ、半面、景気・金融安定化策で赤字を急拡大させた政府部門が唯一の資金調達部門となった。一方、消費低迷により輸入が減少、経常赤字が縮小し海外部門の余剰幅も縮小している。

(3) 米GDP中の個人消費構成比の突出は不変

米国のGDPにおける個人消費の構成比の高さはしばしば指摘され、米国経済は消費主導の経済とも言われる。他の先進国との比較では、米国が70.8%（2009年10-12月期の対名目GDP比）と突出、

英国が続き、その下でドイツと日本が同水準にあり、米国と日・独との乖離は12%ポイントを超える。これらの乖離は少なくとも80年代からの継続的なものであり、特に、米国の右上がりの傾向が持続的なため他国との乖離は広がっており、過剰消費の証左ともされてきた。

実際、前記の資金過不足面での指摘と同様に、輸出が経済の牽引役となり、貿易黒字で貯蓄過剰の構造を持つ日・独と、貿易赤字国の米・英との構造的な差が表面化したものと言えよう。ただし、消費構成比の上昇自体が直接、過剰消費と結びつくわけではない。米国の消費構成比は、今回のリセッションにもかかわらず上昇したが、これは他の需要項目ほどには、個人消費が落ち込まなかったことによる。この点は、他国も同様であり、リセッション入り後の消費の構成比は各国とも上昇している(注2)。

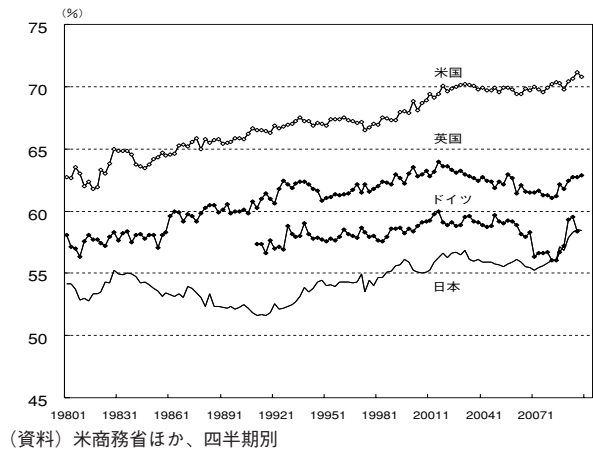
2—「過剰消費変化」の背景

1 | 雇用減少の影響が大きい個人消費

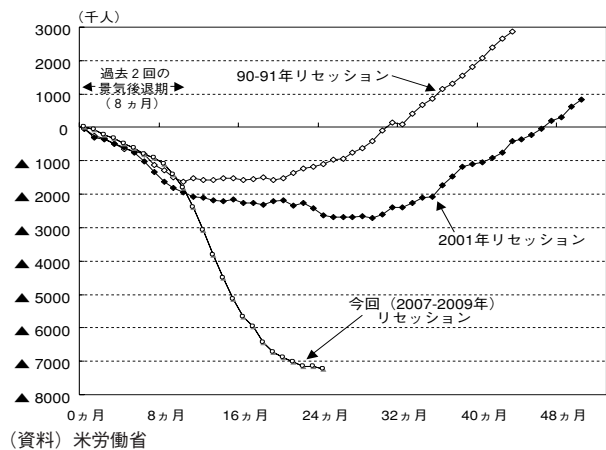
今回のリセッションは住宅バブルの崩壊が金融危機へと繋がったものであり、消費の落ち込みには、雇用の大幅減少等による所得減のほか、株価や住宅価格下落による資産効果、金融危機の影響でダメージを受けた金融機関の貸し渋り等、所得以外の要素が重なったことも大きく影響しており、個人消費の伸びは近年のリセッションに較べても抑制的なものとなった。

しかし、最大の要因はやはり雇用減により雇用所得が受けたダメージと思われる。リセッション開始以降の累積的な雇用減少数を見ると、過去2回のリセッションでは最大でも300万人減に届かなかったのが、今回はすでに830万人を超えており、その分、雇用所得が失われた勘定となる。また、家計統計による失業者数は1,500万人を超え、この分を含めて逸失所得と見ることも可能である。こうした所得面への圧迫により、雇用者賃金所得は一時前年比で5%減近くまで低下した。ただし、賃金以外の個人所得の落ち込みが小幅に留まり、景気対策による移転所得増や減税もあって可処分所得の低下は賃金所得ほどではなかったため、個人消費も賃金所得ほどの落ち込みは免れている。

[図表-3] 主要国GDP中の消費構成比の推移



[図表-4] リセッション開始後の雇用減の累計

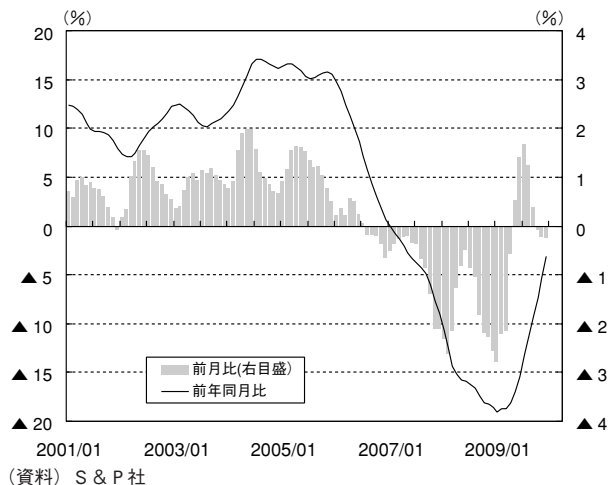


2 | 負の資産効果

(1) 住宅価格の下落

今回住宅バブルが弾けるまでは、特定地域での住宅価格下落があっても全米的な住宅価格の下落はほとんど見られなかった。近年、住宅価格の指標としてよく用いられるケース・シラー指数（20都市）を見ると、住宅価格の下落は前年同月比では2007年以降3年間にわたり、ピークからの下落率は最大33%に達し、漸く下げ止まりの状況を見せている。住宅価格の下落で、家計の住宅資産の評価額も2006年をピークに減少に転じ、ピークからの目減り額は約3割減と上記の住宅価格指数の下落率とほぼ一致する。

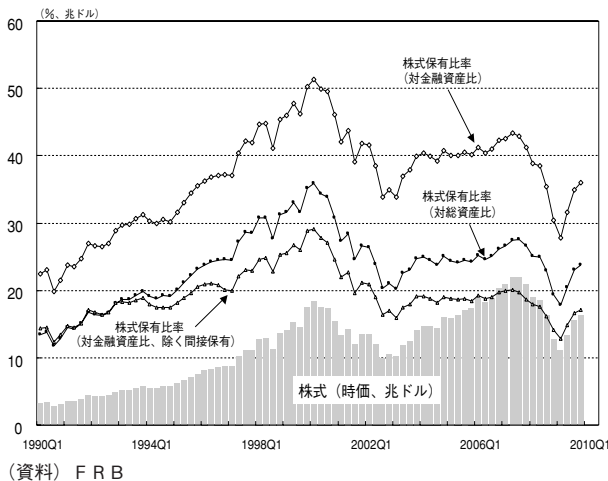
[図表-5] ケース・シラー20都市指数の推移



(2) 株式保有状況と資産効果

米国の家計金融資産における株式構成比は高く、株価の上昇がピークに近づいた2000年1-3月期には51.3%（時価）と過半を占めた。また、株式保有は直接保有と間接保有（投信・年金等）に分かれるが、401Kの普及で間接保有分が年々増加、2002年には直接保有分を上回った。その後、金融危機後の株式保有比率は、30%を下回るまで急減したが、2009年10-12月期には36%へと回復している。

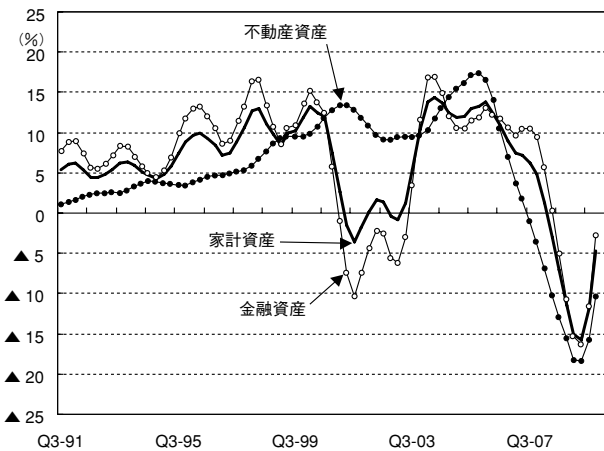
[図表-6] 家計の株式資産保有の推移



一般的に、1単位の資産増に対して、家計消費への影響はその3%程度とされており、足元ではそうした負の資産効果が続いていると思われる^(注3)。

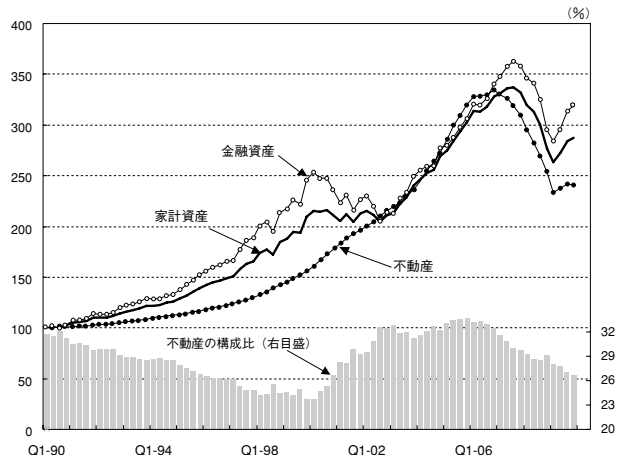
なお、現在（2009年10-12月期）では、家計資産全体の27%が不動産であり、66%が金融資産、家計資産全体における株式資産は24%となる。これらの資産の推移を見ると、今回のリセッションではいずれも前年比15%減程度への落ち込みを見せており、前回リセッション時に、金融資産が急落するなかで、不動産資産が増加を続けたのは大きく異なり、負の資産効果はとりわけ大きかったと思われる。さらに、住宅資産（不動産中の約9割を占める）の価格下落は、住宅ローンと表裏一体の資産であるため、次章のようにバランスシート調整の必要性を高めたのである。

[図表-7] 家計の資産別の伸び率推移 (%)



(資料) F R B、前年比の3 四半期移動平均

[図表-8] 家計資産推移と不動産構成比



(注) 90年1-3月期=100とした時の増加推移

(資料) F R B

3 | 急がれる家計のバランスシート調整

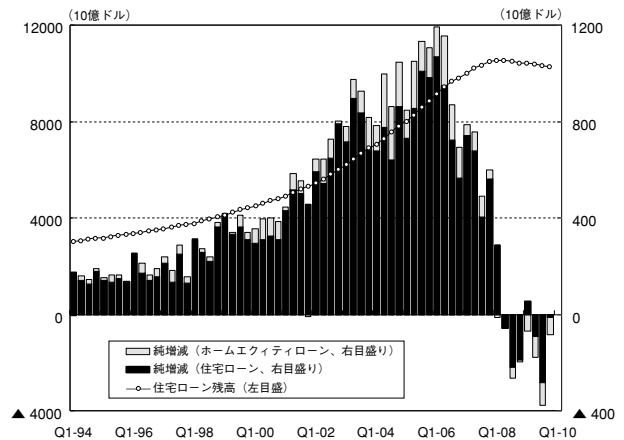
(1) 遅々として減らない負債

米国では、2001年の大型減税にもかかわらず景気が芳しい回復を見せなかったため、2003年に再減税を行うとともに金融緩和が進められた。政策金利は1%に、長期金利も4%割れとなる歴史的な低水準となり住宅ブームを招いた。その際、サブプライムローン等の過剰な貸付を招いたが、そうした問題が表面化した2007年以降状況は一変する。サブプライム問題は住宅バブルの崩壊に繋がっただけでなく、2008年9月にはリーマン・ショック等の金融危機をもたらし、住宅ローンは、これまで見られなかった純減に転じた。しかし、ローン残高の減少は極めて限定的であり、ローン残高のカーブは僅かに右下がりとなったに過ぎない。家計は住宅を売却して貸家に転居でもしなければ住宅ローンを急減させることは困難であり、家計の負債減少には長い時間がかかりそうである。

(2) 家計の「過剰債務」状態は持続

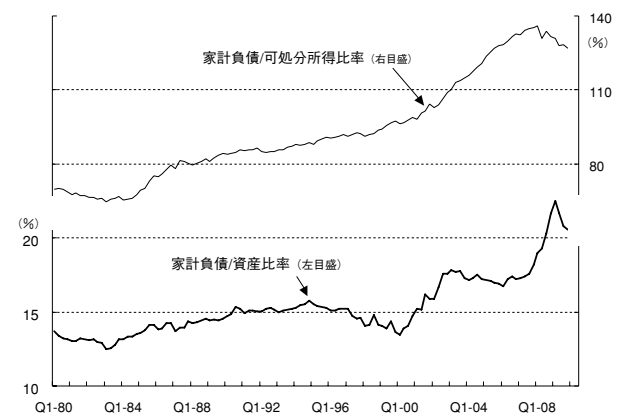
2000年代前半の住宅ローン金利の低下は、新規の住宅ローンの増加に加え、既存の住宅ローンを低金利ローンに借り換える（リファイナンス）需要を喚起、多くの家計で元利払い額を変えずに低利のローンを積み増すリファイナンスが行われた。また、住宅価格上昇による担保余裕分でホームエクイティローン（住宅担保ローン）を利用、多額の

[図表-9] 純減に転じた住宅ローン



(資料) F R B、年率、四半期別

[図表-10] 家計の負債比率



(資料) F R B、四半期別

キャッシュを手にしたことも忘れるべきではない。

家計は様々な手段で負債を膨らませたため、対可処分所得比の家計の負債比率は、景気回復に入る直前の2001/7-9月期の101%から2008/1-3月期には136%へと上昇し、また、資産との対比では2001/7-9月期の16.2%から2009/1-3月期には22.5%へと5%ポイントの上昇となった。今回のリセッション入り後も負債比率の上昇が続いたため、「過剰な債務」の調整は、未だ初期段階と言える。

(3) 時間がかかるバランスシート調整

金融危機後の家計では、株価や住宅価格の急落により資産面での急激な減少が生じた一方、負債面では、毎月一定額の返済に留まるため減少の動きは鈍く、上記のように資産対比での「過剰債務」を際立たせ、家計のバランスシートを悪化させている。

負債の積み上がりについて、住宅ブーム時の米政府では「負債の積み上がりを懸念するより、資産の増加を考慮した家計の純資産の推移を重視すべき」としていた。また、バーナンキFRB議長も「総合的な家計の財務状況は良好で、負債増の一方、資産も増加し、純資産は所得と比較してここ数年比較的高水準に推移している」との見方を示すなど、調達資金が住宅取得のために行われているのであれば、負債の積み上がりの問題は小さいと見ていた。こうした見解は、高騰した住宅価格のソフトランディングを前提としたものであるが、住宅価格の急落の生じた現状では、家計資産悪化がバランスシート調整を通じて個人消費に影響を与えるなど、景気回復への大きな阻害要因となっていることは言を待たない。

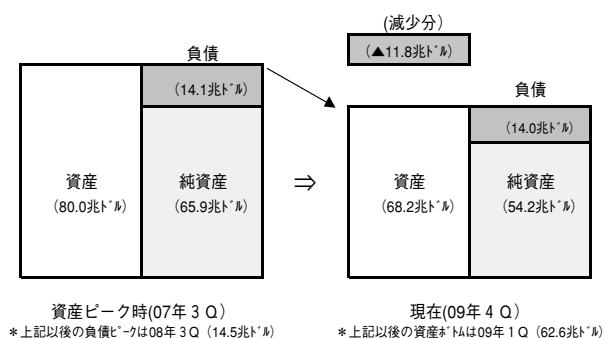
なお、バランスシート面の最近の状況を見ると、負債面の減少が遅い半面、資産面では金融資産の落ち込み幅がボトムから半分程度の戻りを見せている。負債減少は上記のように時間を要するため、現実的には、効果的な景気対策の実施により、家計所得を増やし、住宅価格下落を押し留め、株価の戻りを確実にすることがバランスシート調整の進展に貢献することとなる。

なお、バランスシート面の最近の状況を見ると、負債面の減少が遅い半面、資産面では金融資産の落ち込み幅がボトムから半分程度の戻りを見せている。負債減少は上記のように時間を要するため、現実的には、効果的な景気対策の実施により、家計所得を増やし、住宅価格下落を押し留め、株価の戻りを確実にすることがバランスシート調整の進展に貢献することとなる。

3— 「過剰消費から貯蓄重視への構造転換」を目指すオバマ政権

米国の過剰消費問題への指摘は、過去繰り返されてきたが、オバマ大統領は2009年に就任すると、これまでの政権と異なり貯蓄重視を今後の経済政策の支柱に据えると表明した。同年4月の講演では「これまでの借金に頼った消費経済は砂上の楼閣であり、岩盤に建つ家を構築するため、今後は貯蓄して投資を行い、消費減により輸出を増加させる」と表明、オバマ政権の目標は、過剰消費で世界経済を牽引してきた米国ではなく、新たな米国経済の構築であることを強調した。

〔図表-11-①〕家計のバランスシート調整



〔図表-11-②〕家計資産・負債の内訳別減少状況

	ピーク比 (%)		ピーク時		ピーク比 (%)		ピーク時
	2009/1Q	2009/4Q			2009/1Q	2009/4Q	
家計資産	▲21.7	▲14.7	2007/3Q	家計負債	▲2.9	▲3.4	2008/3Q
住宅資産	▲31.6	▲27.8	2006/4Q	住宅ローン	▲1.2	▲2.7	2008/1Q
金融資産	▲21.6	▲12.1	2007/3Q	純資産	▲26.4	▲17.9	2007/2Q
株式	▲49.2	▲24.3	2007/2Q				
投資信託	▲34.0	▲10.8	2007/3Q				
年金積立金	▲26.9	▲12.8	2007/3Q				

(資料) FRB

その後の講演でも同様の発言を繰り返し、また、サマーズ国家経済会議委員長等、経済閣僚からも同様の発言が相次いだことから、政権として中長期的な経済政策の支柱に据えられていることが窺われる。歴代の政権が、強いドルが米国の消費者に利益を与えるとして、米国の経常赤字をも容認していたのと比較すると大きな転換と言えよう。

こうした主張を踏まえ、就任1年後に打ち出したのが、以下の中間層支援策と輸出倍増計画である。これらの政策は、雇用対策として位置づけられているが、マクロ経済的に貯蓄増強策と輸出振興策は表裏一体の関連性を持つ。これに関し、オバマ大統領は「長い間、米国は消費のエンジンとして世界経済に貢献してきたが、今や経済のリバランス（不均衡の是正）が必要である。経常赤字国はより多く貯蓄し輸出することが必要であり、経常余剰国は消費や内需を活性化させる必要がある」とこれまでの主張を繰り返した。なお、議会等の要請が強い対中為替政策では「中国がより市場に沿った為替レートにすれば、不均衡解消に向け重要な貢献となろう」と人民元の調整を促した。

①**中間層支援策**～2010年1月、オバマ大統領は中低所得層支援策を発表、予算教書に盛り込んだ。就任時にバイデン副大統領を中心とするタスクフォースを設置、今回の対策はそれに基づく。骨子は、子育て世代に向けた減税拡充や保育基金の増額、高齢介護支援策、所得に応じた学生ローン返済プログラムの策定、等の負担軽減策からなるが、貯蓄向上への最重要策は「退職後の安心に向けた対策」である。当施策では、勤労者向けの退職後の貯蓄プランとして「自動加入の個人退職金勘定を創設」、雇用主は給与の一部を同勘定に振り向ける。同時に401Kの規定も改善。これらにより、全雇用者の半分となる78百万人に昇る雇用者向け退職金プランを持っていない人への貯蓄プランを提供する。政府は最初の1,000ドルまでの貯蓄に対し50%を補助。オバマ大統領は、長期的に、雇用者が自分の貯蓄で自分の面倒を見る形が強まり、政府の負担軽減に繋がるとしている。

②**輸出倍増計画**～オバマ大統領は、2010年の一般教書で5年間に輸出を倍増させると表明、3月には“国家輸出構想”を発表、第一ステップとして輸出振興閣僚会議創設の大統領令を発令した。ここでも、輸出倍増により200万人の雇用を支える（10億ドルの輸出増で6千人の雇用）とし、雇用対策としての必要性を強調した。また、政府の輸出サポートを強化、中小企業の輸出信用を充実させ、米国企業の広宣に努め、ハイテク機器の安全保障面からの統制については輸出し易く改革を行う。なお、輸出振興会議は主要閣僚で構成、小委員会等を通じた検討も踏まえ、180日以内に大統領に提言を行う。このほか、民間企業トップが参加する輸出評議会の再開や年内に40以上の官民一体の貿易使節団の派遣を行う計画、等を発表した。

4—おわりに～過剰消費構造の転換は関係国にも大きな影響

世界経済の不均衡をもたらした米国の経常赤字の原因は、財政赤字と過剰消費に求められたが、住宅バブルの破裂と金融危機によって急速な調整を迫られた。米国の個人消費は、短期的に雇用減の影響による所得要因や信用基準の引き締めで借り入れ手段も限定的なことから消費抑制的な状況が続こう。景気回復の進行でこうした要因は薄れていくが、中期的に、過剰な債務解消に向けてのバランスシート調整圧力が続こう。さらに、オバマ政権の貯蓄増強策が推進されれば、貯蓄重視の考え方が家

計にも浸透していくものと思われる。

また、株価の上昇や住宅価格の回復等により、再び資産効果を楽しむ、一時的な貯蓄率の低下もありえようが、一度経験した過剰消費からの教訓は消え去るものではない。将来的には、年金問題が差し迫った問題となってくるため、家計の貯蓄意欲は現在より高まる可能性も指摘されよう。

しかし、これまでの政策もあって海外へのアウトソーシングが進展、米国製造業の空洞化の進行により、製造業の雇用者数は全体の1割を割り込んでいる。輸出振興を掲げて流れを変えたとしても、実効が上がるには時間を要しよう。

また、世界貿易の不均衡是正の観点から、リバランスの必要性は言を待たないが、輸出振興策には為替調整が付きまとうのが常である。実際、過去を遡ると、米国のメインストリート（製造業）が強かった時期には米国は為替レートに神経を尖らした。しかし、金融資本が優位に転じると「強いドル」を標榜し、資本流入を促した。今回の金融危機では、ウォール街の地位が失墜、雇用増の観点からもメインストリート復活のタイミングとしては悪くはない。プラザ合意ではその矛先が円・マルクに向かったように、今回、米国の矛先は中国に据えられており、元レートを中心に為替調整面での摩擦が再燃する可能性は小さくない。ただし、そうした影響は二国間だけに留まるわけにはいかず、米国の貿易相手国には不安の残る展開と言えよう。

さらに、資本の流動性に関しては、金融危機後の世界的不均衡問題の起因が、米国の過剰消費から財政赤字問題へと転化された形で残存しており、財政赤字が急増する中、これまで強いドルを標榜して外資流入により財政赤字を補填してきた構図が、家計主導へと円滑に移行できるのかという点についても不透明感が付きまとう。いずれにしても、今後、米国経済が上記のオバマ政権が望む方向を選択するのであれば、米国経済のみならず、これまで米国の過剰消費経済に依存した国々にも「チェンジ」を求めることになるのは確かなことと言えよう。

(注1) 貯蓄率は個人所得統計の可処分所得から個人支出を引いた残額（＝貯蓄）を可処分所得で割ったもの。2005年は、当初はマイナスと発表されたが、その後プラスへと上方修正された。

(注2) 米国には医療費が消費構成比を押し上げる構造が見られるが、この点については基礎研レポート2006年8月号「米国「過剰消費の構造」」を参照下さい

(注3) 2006年CEA報告では「資産が1ドル増加するごとに家計の消費水準は継続して2～5セント増加する」と試算。