

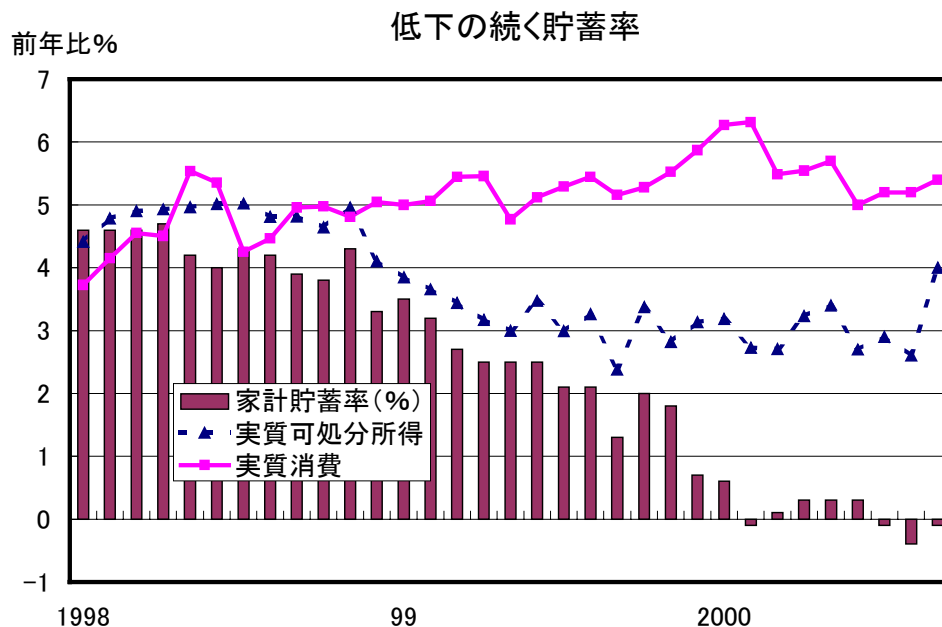
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済産業調査部門

米国経済 ～貯蓄率マイナスの背景とリスク

<今週の焦点>

1. 米国経済にはソフトランディングの兆しがみられるが、個人消費は依然所得を上回る伸びを示し、家計貯蓄率はマイナスを記録している。貯蓄率の低下は、借入れ制約の緩和による消費者信用の増加と、株高による資産効果が主な要因である。
2. 貯蓄率マイナスの状況では投資資金をすべて海外に依存し、経常赤字拡大を招いている。このため為替やユーロ経済などの対外要因が、内需減速のリスクに直結している。貯蓄率の短期的な改善は難しく、財務省・FRBは今後もドル高スタンスを維持しよう。



研究員 山田 剛史 (やまだ つよし) (03)3597-8537 yamada@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 7F (03)3597-8405

ホームページアドレス: <http://www.nli-research.co.jp/>

< 今週の焦点 > 貯蓄率マイナスの背景とそのリスク

研究員 山田 剛史

米国の7～9月の実質GDPは前期比年率+2.7%と、4～6月の同+5.6%から鈍化し、経済のソフトランディングへの信認が高まった。しかし個人消費は同+4.5%と、依然可処分所得を上回る伸びを続けており、家計の貯蓄率はマイナスを記録している。こうした貯蓄率低下の原因を探ると共に、貯蓄率マイナスの持つ意味とそのリスクについて整理を行ってみたい。

貯蓄率低下の主因は消費者信用と株高

1) マイナスに低下した貯蓄率

9月の家計貯蓄率(貯蓄/可処分所得)は0.1%となり、3ヵ月連続のマイナスとなった。貯蓄率がマイナスとは、所得を上回る過剰消費を行い、不足資金を株式売却や消費者信用(ローン)の増加、貯蓄残高の取り崩しなどで調達していることを意味しており、消費者の活発な購買活動を反映している。特に年初より伸びが鈍化していた自動車販売が回復した。

貯蓄率は80年代まで8～12%の範囲でサイクルを形成してきたが、景気回復初期の93年以降低下トレンドが続いている。99年には消費が所得を上回る伸びを示したため、1年で約4%の大幅な低下となり、今年以降はゼロ近辺で推移している。こうした貯蓄率低下の主な要因としては、次の3点が挙げられる。

消費者信用の増加：消費者の借入が容易になれば、耐久財購入において所得による制約が緩和され、消費の増加(貯蓄の減少)につながる。クレジットカードを保有する家計の割合は89年の56%から98年は68%に上昇している。特に90年代はリボルビング(分割払い)が急増し、より低い負担での借入増が可能になった。

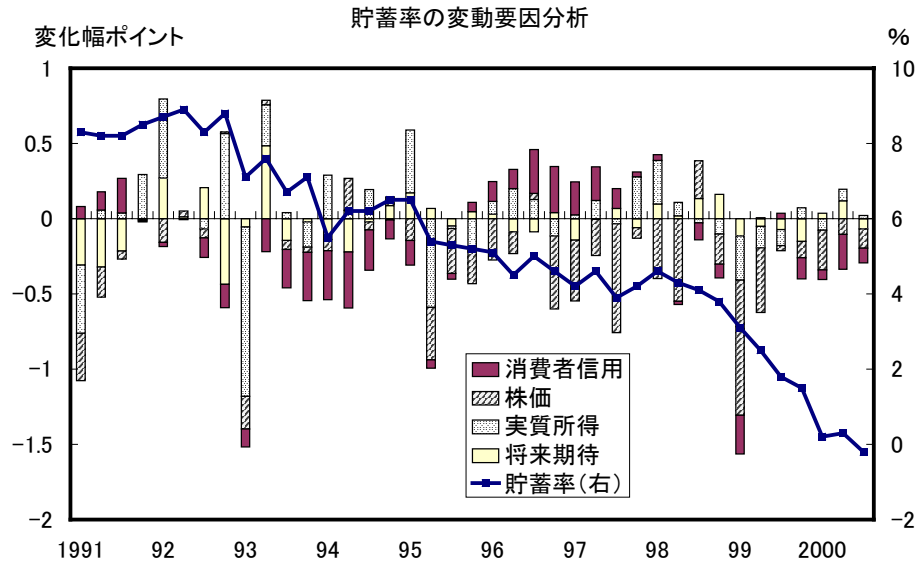
株価上昇による資産効果：株価の上昇で保有資産額が増加すれば、担保能力上昇による予備的貯蓄の減少や売却益による所得増が、消費を押し上げる。純資産の可処分所得に対する比率は、95年の4.7倍から99年には6.1倍に上昇している。

将来への期待：家計は将来の所得の増加が見込まれる状況では、いま消費を増やしても、将来も同水準の消費ができると考える。逆に将来への不安が高まれば、消費を抑制して貯蓄を増やし、所得が減少しても一定の消費水準を維持しようとする。消費者信頼感の将来指数は、9月115.9と依然歴史的な高水準にある。長期の景気拡大と雇用のひっ迫が、消費者心理の好転につながっている。

2) 貯蓄率低下の要因分解

90年代の貯蓄率を上記の要因に基づいて分解した結果、93～94年は消費者信用の増加が、また95年以降は株高による資産効果が貯蓄率低下に大きく寄与していることがわかる。90年代前半は

リボルビングが年+12~21%の高い伸びを示した。90年代後半は株価の上昇率が200%を超えている。また99年以降は、将来期待の高まりや消費者信用の再拡大も貯蓄率低下に寄与している。

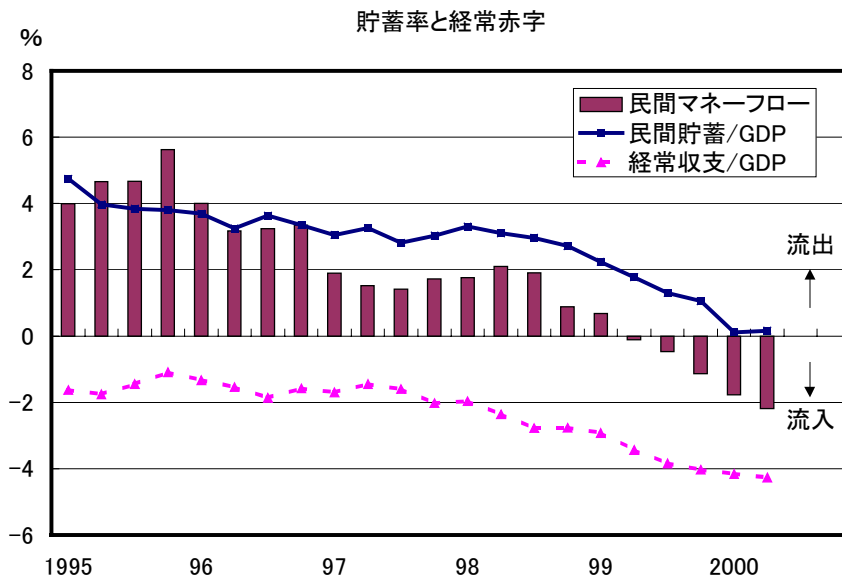


[推計式] (貯蓄率) = 11.1 - 0.09 * (消費者信用/可処分所得) - 43.6 * (SP500/可処分所得) + 0.32 * (可処分所得前年比) - 0.013 * (消費者信頼感指数前年差)
 決定係数: 0.97、DW比: 1.39、標準誤差: 0.42

貯蓄率マイナスがもたらすリスク

1) 投資資金をすべて海外に依存

90年代の貯蓄率の低下（過剰消費）と設備投資の増加の結果、財政赤字の解消にもかかわらず、経常赤字（資本流入）の拡大が続いている。民間部門のマネーフロー（家計貯蓄 - 企業借入）をみると、98年までは国内貯蓄による資本供給が民間投資をファイナンスすると共に、海外資産へ



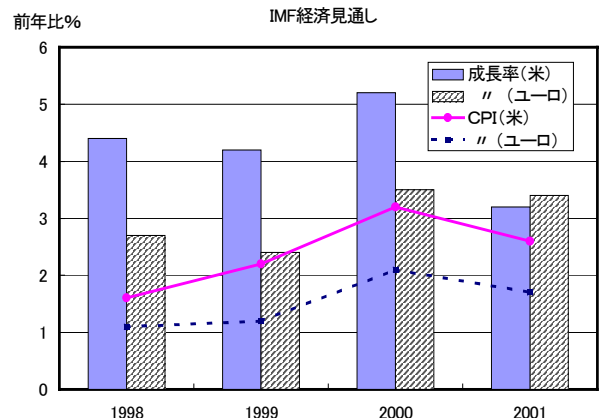
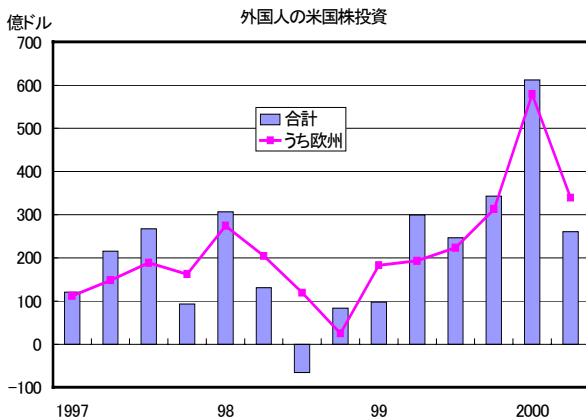
の投資を行ってきた。しかし99年以降はマネーフローが流入超に転じ、貯蓄率がマイナスに低下した現在では、投資資金の調達をすべて海外資本に依存する状況になっている。

2) 資金還流によるハードランディングの懸念

従って米国景気の長期拡大の要因であるIT関連投資の増加や生産性向上は、今後は海外からの資本流入がなければ持続できない。このため為替レートや外国の成長率など、米国の政策変数ではない要因に、内需が直接影響を受ける。

特に影響が大きいのはユーロ圏からの資本移動である。米国との成長率格差とドル高の継続により、ユーロ圏から米国への証券投資が増加し、これがさらなる株高と貯蓄率低下につながっていた。99年の外国人による株式純投資は987億ドル、うち欧州が913億ドルを占める。

しかし来年以降、米国の景気減速とECB(欧州中央銀行)の金融引締めによるインフレ抑制により、両国の成長率格差の縮小が見込まれる。これにより米国からユーロ圏への資金還流が起これば、ドル安・株価下落という金融市場への影響だけでなく、資金の枯渇による設備投資や消費の急減が、景気のハードランディングをもたらすリスクが生じる。今年の夏には投機的なユーロ安による米企業の収益悪化が、株価下落と欧州からの投資鈍化を招いたが、今後は实体经济に見合った(ユーロ高を伴った)資本還流が増加すると予想される。



3) 今後の貯蓄率の見通しと政策当局の対応

ハードランディングのリスクを低減するには、貯蓄率を高めることが求められる。しかし株価の10%調整による貯蓄率の上昇は1%にとどまり、短期的な改善は容易でない。一方で資本は实体经济の変化に先行して動くため、リスクの顕在化への懸念は大きい。

政策当局は、景気減速によるドル資産の収益率低下を回避して急激な資本流出を避けつつ、過剰消費を抑制して貯蓄を増加させる必要がある。このためFRBは、消費の減速が確認されるまでインフレ警戒スタンスを継続するだろう。また財務省は従来のドル高政策を維持しよう。9月の協調介入はあくまでユーロ安の是正が目的であり、介入には今後も慎重に対応するとみられる。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保证するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。