

## 調整過程にある米国の消費

### 【ポイント】

1. 米国の消費が低迷している。それは、景気悪化による循環的な要因に加えて、過剰消費の是正過程にあるという構造的要因が影響している。
2. 政府の対策効果で可処分所得が増加しているものの、過剰消費の調整に伴う貯蓄率の上昇が、その効果を相殺している。ただし、足元では既に高い水準まで貯蓄率が上昇しており、7～9月期には上昇に歯止めがかかる可能性がある。
3. しかし、上昇が一服しても今後も高い貯蓄率、家計負債の削減、自動車のストック調整等の影響は続くことになり、消費回復の重しになるだろう。

米国経済は厳しい状況が続いている。GDPの約7割を占める個人消費は低迷し、米国の輸入は減少傾向となっている。2001年以降の景気回復期において住宅バブルが発生し、米国の家計は借金に依存した過剰消費を行っていたが、足元ではその調整に追われている。ここでは米国の消費動向、特に構造的要因について概観する。

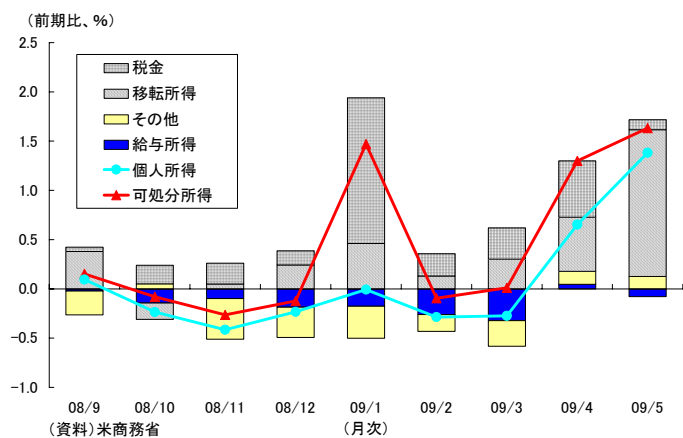
### 1. 低迷が続く米国消費

米国の実質個人消費は、08年7～9月期が前期比年率3.8%減、10～12月期が同4.3%減と2四半期連続で大幅減となり、中でも、自動車などの耐久消費財の落ち込みが顕著となった。09年1～3月期は、前期までの急減の反動もあって同1.4%増とプラスに転じたものの、その後の月次統計をみると、5月の実質個人消費が前月比0.2%増にとどまっている。個人消費は、最悪期を抜け出しつつあるも脆弱な足取りが続いている。

また、消費を取り巻く状況を見ると、6月の消費者信頼感指数が再び低下するなど消費マインドは弱含み、同月の失業率が9.5%（前月比0.1ポイント悪化）、非農業雇用者数が同46.7万人減と雇用環境は悪化している。さらに、消費者信用残高が減少するなど銀行の融資姿勢は依然厳しい。このように様々な要因が消費増の足枷になっている。

消費を左右する所得の動向を確認すると、金融危機が深刻化した昨秋以降、雇用環境、企業業績の悪化を映して給与所得は概ね前月割れとなる中、政府の景気対策の効果が下支え要因となっている。図表1は名目可処分所得の前月比伸び率の内訳を示している。給与所得が前月比減少と景気悪化の影響が色濃くでているものの、失業保険申請者が増加する中、多くの州で失業保険の受給期間の延長が実施されたことなどで失業保険給付が含まれる移転所得がプラスとなっている。また、控除項目である税金も減税によって可処分所得の押し上げ要因となり、09年入り後は、名目可処分所得は概ね前月比プラスで推移している。しかしながら、折角の政策効果も家計が慎重な行動を維持

図表 1. 名目可処分所得の寄与度分解



していることなどで、消費の押し上げ効果は限定的である。昨秋以降、09年2月を除くと個人消費支出の前月比伸び率は可処分所得のそれを下回っており（消費性向の低下）、その裏返しとなる貯蓄率が上昇している。貯蓄率は09年4月、5月ともに前月差1.3ポイント上昇し、可処分所得の高い伸びを相殺している。

## 2. 過剰消費の調整過程にある米国消費

### (1) 調整過程にある家計のバランスシート

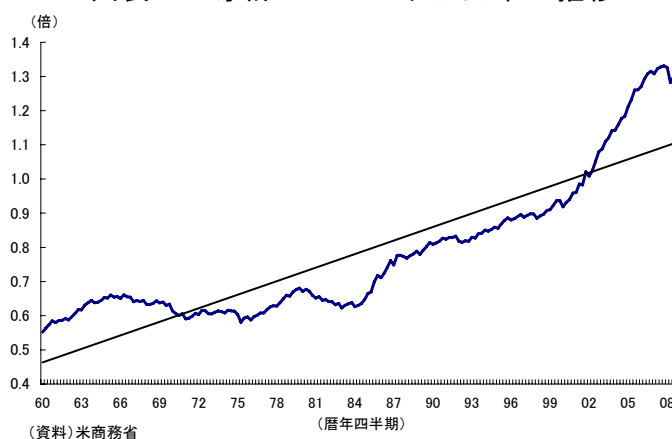
このような貯蓄率の上昇は、消費マインドの悪化、いわゆる景気循環的な要因以外にも、住宅・金融の資産バブルが崩壊したことで家計が急速にバランスシートを調整していることが影響している。図表2は、家計のレバレッジ比率（家計の負債残高／可処分所得）の推移を示しているが、80年代半ば以降、緩やかな右肩上がりとなっていたが、2000年頃から上昇テンポが速まっている。サブプライムローン問題に象徴される

ように住宅価格の上昇を前提とした住宅ローン残高の積み増しや消費者信用残高の増加などで、家計が借金を増やして消費を拡大させていたことが背景にある。その比率は07年第4四半期をピークに低下傾向となっているものの、直近でも60年以降のトレンド線に対して約15%上回っている。今のテンポで低下が続くと仮定した場合、12年の初めに漸くトレンド線に回帰することになる。これは可処分所得を一定とした場合、金額ベースでは、各四半期で約1,200億ドル（年間で可処分所得の4.4%に相当）の負債削減が必要であることから、いわゆる借金に依存した消費は期待できない。負債の削減は、保有資産の売却等ストックから返済されるケースもあるが、一定部分はフローの所得が充てられ、消費性向が低下する要因になろう。

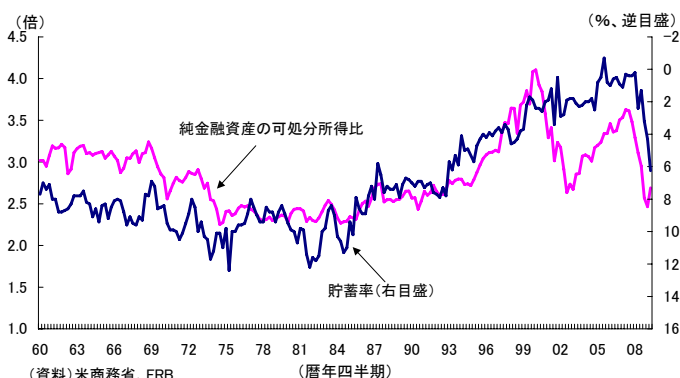
次に、家計の純金融資産（金融資産－金融負債）の可処分所得に対する比率（以下：純金融資産比率）と貯蓄率（逆目盛）の推移を確認する（図表3）。貯蓄率と純金融資産比率とは概ね同じ動きをしており、80年代半ば以降は、純金融資産比率が上昇するにつれて貯蓄率が低下し、潤沢な金融資産を背景に家計は消費性向を高めていた。ところがITバブル崩壊後は、両指標に乖離がみられる。01年の9.11事件後に国民の愛国心が高まる中、自動車のインセンティブ販売が実施されたことや、住宅バブルによって耐久消費財への支出が大幅増となったことなどがその背景にあり、過剰な消費をしていた。

ただし、足元では株価低下などの金融環境の変化に伴い、消費行動はこれまでとは違いがみられる。純金

図表2. 家計のレバレッジ比率の推移



図表3. 純金融資産比率と貯蓄率の推移



融資産比率の低下に併せて、貯蓄率は 08 年第 1 四半期をピークに上昇傾向となっている。09 年第 1 四半期の純金融資産比率は、貯蓄率が 7~8%程度で推移していた 90 年前後の水準まで低下している。09 年第 2 四半期では、株価の回復や負債残高の減少で幾分比率は持ち直しているとみられるが、この低い水準では、貯蓄率は今後も高止まりする可能性が高い。

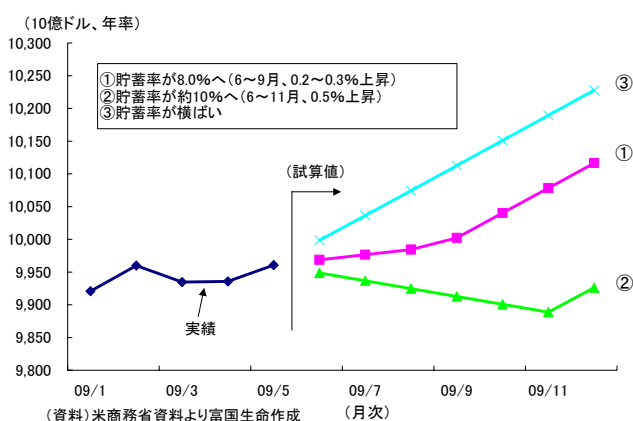
## (2) 貯蓄率上昇のインパクト

貯蓄率の上昇が消費にどのような影響を与えるのだろうか。当然、貯蓄率の上昇、すなわち消費性向が低下すると、その分消費を抑制することになり、貯蓄率の 1% 上昇が、個人消費支出を約 1% 押し下げる。

貯蓄率を月次ベースで見ると、5 月は 6.9% と 93 年 12 月以来の高い水準となっており、それまでの上昇過程において消費の下押し要因となっていた。ただ、前述した 7~8% との差は既に縮小しており、水準調整に目処がつつあるようだ。図表 4 は、貯蓄率のみを消費の変動要因とした上で、可処分所得の伸びを一定 (07 年 12 月~09 年 5 月の平均伸び率、前月比 0.38% 増) とし、貯蓄率の各シナリオに応じた個人消費支出を試算したものである。メインシナリオと考える①の試算では、9 月までは貯蓄率の上昇が重しになるが、それ以降は貯蓄率の上昇という影響がなくなることになる。

このように家計は負債を圧縮するために、7~8% の高い貯蓄率を継続すると見込まれるものの、それが上昇する過程で消費を大きく押し下げた局面は抜け出しつつある。

図表 4. 貯蓄率の変化が与える影響

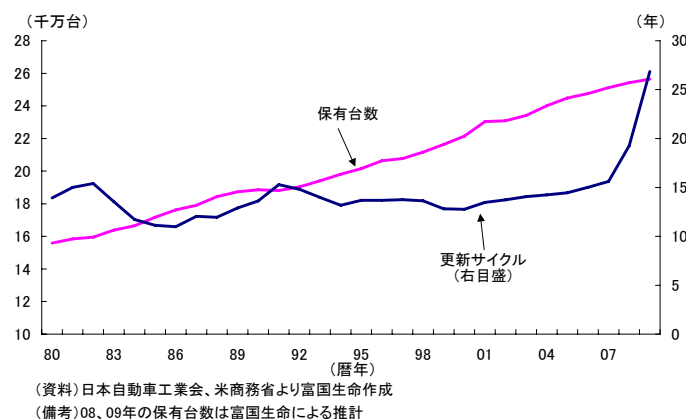


## 3. ストック調整圧力が残る自動車販売

バランスシート調整以外にも自動車のストック調整も消費を大きく左右する。新車販売台数は、99 年以降 1,600~1,700 万台で推移していたが、08 年以降減少傾向となり、09 年入り後は年率 900 万台の水準まで減少している。

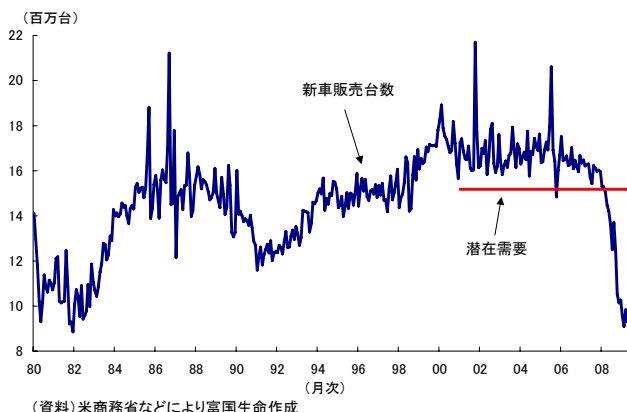
図表 5 は、更新サイクル (保有台数 / 販売台数) と保有台数の推移を示している。自動車保有台数は 80 年時点では 1 億 5,600 万台であったが、右肩上がりに増加し、07 年には 2 億 5,100 万台と、その間で 1 億台増加している。一方、更新サイクルは、自動車販売が減少した局面で上昇するものの、概ね 12~15 年で推移している。ところが、販売の急減によって 09 年 1~6 月平均は 26 年と急上昇しており、更新サイクルの

図表 5. 更新サイクルと保有台数の推移



観点からみると、明らかに現在の販売台数の水準は低い。ただし、01年以降、インセンティブ販売によって販売台数は高水準で推移しており、それは需要の先食いとの指摘もある。その間の1世帯当たり保有台数は過去のトレンドを上回って増加しており、各世帯が2台目、3台目の購入に踏み切っていたとみられる。そこで潜在的な需要を推計<sup>1</sup>すると、それは約1,520万台との試算結果となった(図表6)。実際の販売台数と潜在需要との差を需要の先食いとするると、01年～07年のギャップの累計は約1,000万台に及んでいる。08年以降、その調整が行われているが、まだ半分にも達しておらず、今後、新車販売が年率1,000万台で推移した場合、10年夏に漸くストック調整が終了することになる。このように構造要因が消費の重しとなる。

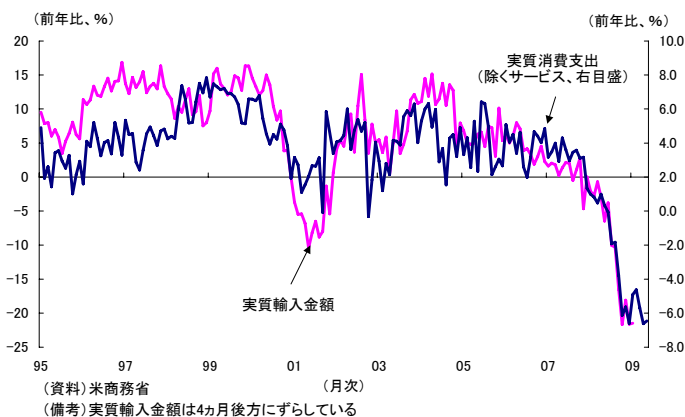
図表6. 新車販売台数と潜在需要の推移



#### 4. 米国の輸入と消費支出の関係

次に、米国の輸入と個人消費の関係を整理する。図表7は米国の実質消費支出(除くサービス)と実質輸入金額の前年比伸び率の推移を示している。実質輸入は08年2月をピークに減少傾向となり、金融危機の深刻化に伴い11月以降は急激に落ち込んでいる。直近のピークに比べて、消費財は約2割減少し、前述したように販売が急減した自動車はほぼ半減、全体でも前年を約2割下回っている。また、輸入と消費は、3、4ヵ月のタイムラグがあるが、概ね同じ推移をしている。ここ数ヵ月は消費の急速な落ち込みには歯止めが掛かっており、輸入も下げ止まる可能性はでてきている。

図表7. 輸出と消費の前年比伸び率の推移



#### 5. まとめ

米国消費を取り巻く環境は厳しい状況が続いているが、減税などの政府の景気対策が可処分所得を押し上げ、景況感が改善するに伴って、09年後半には消費は上向いていくと見込んでいる。ただし、構造的な要因として、貯蓄率の上昇過程において所得の伸びを相殺するという状況には目処がつきつつあるが、その後も高貯蓄率、自動車のストック調整が依然として消費の足枷になり、景気循環面で消費が回復しても、その足取りは当面緩やかなものにとどまるだろう。

(財務企画部 森実 潤也)

<sup>1</sup> 世帯当たり保有台数は緩やかに増加していたが、01年以降、急速に伸びが高まっている。そこで80年～2000年の世帯当たり保有台数のトレンド推計と実績値の差を需要の先食いのみなし、実際の新車販売台数から先食い分を控除した数値の01年～07年の平均値を潜在需要とした。