

KAMIYAMA Reports vol. 70

米国の貯蓄率低下を期待： ポイントは賃金上昇と政策

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



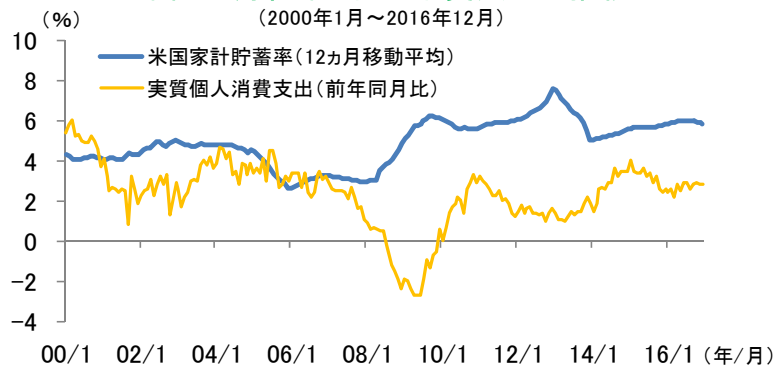
- 米国の貯蓄率は、リーマン・ショック以降高止まりで正常化していない
- 雇用増大・賃金上昇が、信頼感の改善と消費の正常化を後押しする
- トランプ政権の所得税減税策が、中間層の自信を回復させればさらに良い

米国の貯蓄率は、リーマン・ショック以降高止まりで正常化していない

米国経済は、雇用の回復を背景に 2015 年後半から賃金も上昇の勢いを強めつつある。しかし、貯蓄率が 2008 年のリーマン・ショック以降高止まりしたままで、消費の伸びは悪くないものの、緩慢なままだ。裏を返せば、米国の消費者が、自分の収入が増えていることやガソリン価格が低下していると感じていない、もしくは雇用において社会的地位などの質的回復が不十分、などといった点から、生活防衛的な貯蓄を続けていると思われる。

米国の貯蓄率と個人消費支出の推移

(2000年1月～2016年12月)



(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

* 上記は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

ここで、リーマン・ショック前と後の米国家計貯蓄率と個人消費支出をみておこう。個人消費支出そのものはリーマン・ショックで大幅に落ち込んだものの、おおむねショック前の水準に回復したように見える。ところが、貯蓄率は 6%程度で高止まりしており、4%程度であったショック前の水準よりも高い。

一方、消費者信頼感などの各種アンケート調査では、米国の雇用者はリーマン・ショックから、徐々に立ち直りつつあるようだ。今後、仕事がありそうだという感触が強まれば、転職による質的回復で、消費を増やすかもしれない。

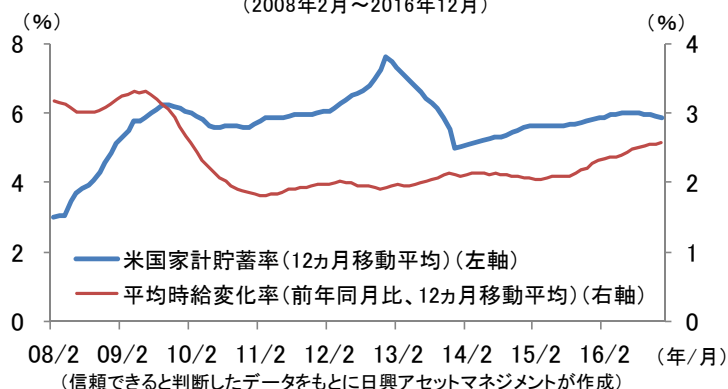
消費の伸びは、個人消費支出でみるように、サイクル的には回復傾向だ。しかし、賃金が増えるほどに消費の勢いはないようだ。その分が貯蓄にまわっているのだろう。逆にいえば、貯蓄率がひとたび正常化(低下)するといった大きなトレンドの変化があれば、米国消費の伸びは変わっていくだろう。

雇用増大・賃金上昇が、信頼感の改善と消費の正常化を後押しする

2015 年夏ごろの円(対米ドル)は 125 円となり、日経平均株価は 21,000 円をうかがっていた。当時、市場では、米国の雇用増で賃金上昇、次に消費拡大、さらに消費者物価の上昇でインフレ期待が回復、そして長短金利は上昇し、最後に米ドルが上昇する、といった共通認識があった。雇用増大で労働市場は引き締められ、賃金を引き上げなければ雇用が増やせない状態となったが、意外なことに小売売上高は上昇するものの加速せず、勢いのない状態であった。そのころ、人民元ショック(人民元が突然切り下がった)が起きた時に米ドル安・株安が始まったのだが、これは人民元ショックが原因で下落したというよりも、消費拡大サイクルが弱まることを疑問視する向きがあったのであり、図らずもイベントとしての人民元ショックが市場参加者の「最終需要の弱さ」の懸念に結びついた、とみることができる。

米国の貯蓄率と平均時給の推移

(2008年2月～2016年12月)



* 上記は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

リーマン・ショックの頃に 6%以上あった賃金上昇率は、ショック後大幅に低下し、なかなか回復しなかった。これは、米国でさえも、デフレの影におびえていたということだ。ショック後の 2 年間に約 870 万人の人々が雇用を失った米国で、雇用者数が回復したのは 2014 年 5 月ごろだった。そして、賃金上昇率が勢いをもち直したのは 2015 年秋ごろからだ。

貯蓄率の低下と消費拡大のためには、もう少し賃金が上昇した方が良いのかもしれない。しかし、それ以上に待たれるのは、消費者が賃金の上昇を実感し、認知することだ。

トランプ政権の所得税減税策が、中間層の自信を回復させればさらに良い

貯蓄率を低下させるきっかけとして、トランプ政権の所得税減税策が手助けになるかもしれない。共和党が当初示していた減税案は高額所得者に恩恵が大きいものだった。しかし、ムニューチン財務長官（議会の承認待ちで指名候補）は、中間層の恩恵について何度か言及している。

仮にトランプ政権の税制改革で中間層が恩恵を受けることが分かれば、米国国民が幅広く消費の拡大に自信を持ち始めるかもしれない。雇用回復や賃金上昇、ガソリン価格の低下などの状況で、高止まりしている貯蓄率が低下するならば、一段の景気回復が期待できる。

貯蓄率の低下を通じた米国消費の構造的な改善は、とても重要だ。足元、世界の貿易量は低迷しているが、リーマン・ショックからの回復をリードする（主要国の中で利上げを開始できたのは米国だけ）米国が「モノを買う」始めれば、貿易は活発となり、米国の回復が日本や欧州、新興国にも広がることになるからだ。例えば、米国が、中国などで組み立てられる日本や欧州ブランドの商品を買うことは、中国の資源輸入の回復や過剰生産力の改善にもつながる。

そうなれば、トランプ政権の保護主義の行方は、減税の行方と同程度に重要になる。仮に、米国国内の減税とメキシコや中国からの輸入品への関税が、互いに相殺しあう程度に多くなってしまうと、個人消費は弱まり、金利の正常化をいち早く進めることができた米国のリーマン・ショックからの回復を、「世界に配る」こともできない。

現時点、トランプ政権は上下両院で多数を占める共和党とともに減税を進めると予想できる。一方、共和党がそれほど重視していない保護主義は、政治的取引のタネとなりやすい。メキシコの壁の予算手当てについては共和党も議論を始めると報道された。政治的な発言だけでは方向性はつかみにくいが、仮に政治的な妥協として、貿易戦争的な関税引き上げがあっても、中間層への減税が単に減税部分だけの経済成長ではなく、貯蓄率低下を通じた消費拡大による成長につながれば、良い効果を持つ可能性がある。表面的な短文投稿サイトや報道に惑わされない分析が引き続き必要である。

PDF ファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。
また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter https://twitter.com/NikkoAM_official