

KAMIYAMA Reports vol.88

米国貯蓄率低下で消費改善が続こう

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



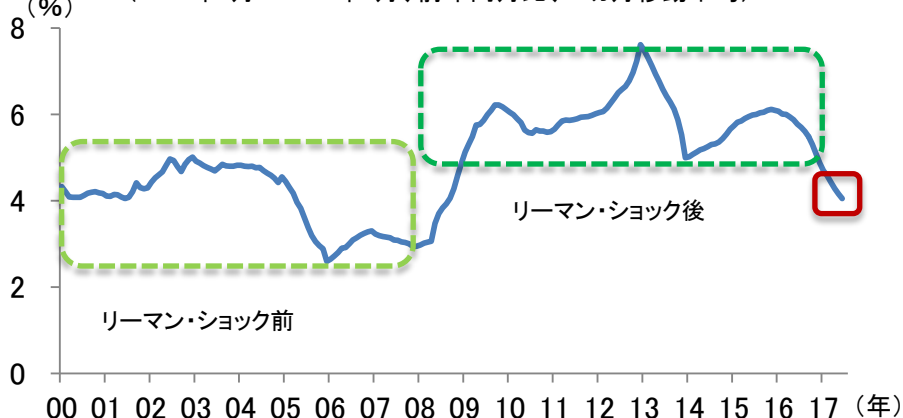
- ・ 米国貯蓄率の低下が鮮明に:リーマン・ショック前の水準に定着しそう
- ・ 賃金上昇の余地もまだあり、消費改善は続きそう
- ・ 米国消費、貿易量拡大が世界経済の拡大を導くだろう

米国貯蓄率の低下が鮮明に:リーマン・ショック前の水準に定着しそう

米国貯蓄率の低下が鮮明になり、リーマン・ショック後の水準からリーマン・ショック前の水準に戻りつつある。このことは、米国消費の正常化の一環といえる。雇用回復→賃金上昇→消費改善の流れは、小売売上増加などで明らかだが、貯蓄率低下(収入に占める貯蓄率低下、消費の比率上昇)という構造変化に支えられていることも分かってきた。

米国貯蓄率の推移

(2000年1月～2017年6月、前年同月比、12ヵ月移動平均)



(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。

リーマン・ショック前の米国貯蓄率はおおむね4%程度であった。そして、リーマン・ショックで収入が減ると貯蓄の余裕がなくなり、消費の比率が増えた時期もあったが、その後は雇用や賃金が正常化する中でも、目に見える貯蓄率の正常化(低下)が進まず、消費回復が持続的になるかが、心配されてきた。

しかし、16年後半からの貯蓄率は、リーマン・ショック後の最低水準を更新し続け、いよいよリーマン・ショック前の4%程度に近づきつつある。つまり、最近の小売売上高などにみられる消費の改善は、消費者の自信に裏付けられているのだ。

賃金上昇の余地もまだあり、消費改善は続きそう

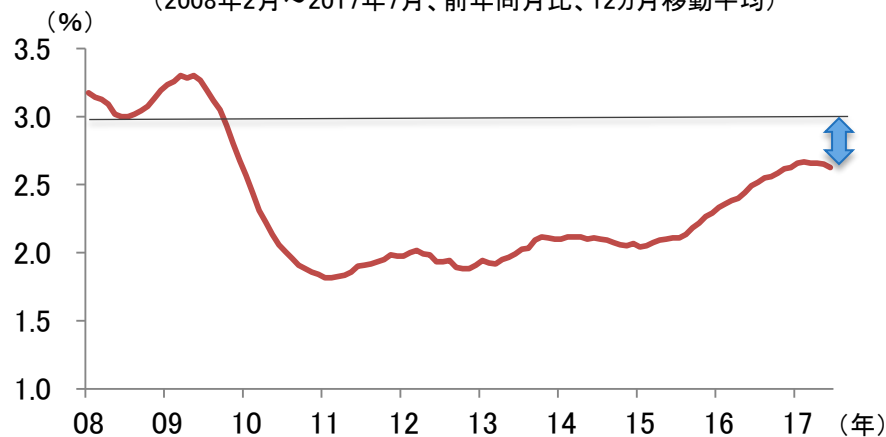
消費の改善のためには、足元の賃金上昇に加え、消費者が将来の賃金の上昇やガソリン価格の下落が持続すると自信を持つこと、転職・昇進などで処遇が改善すること、老後に備えた資金蓄積が進むことなどがある。09年ごろから高止まりしていた貯蓄率がリーマン・ショック前の水準に戻りつつあることは、消費者の心理改善が進んでいることを示している。

なお、足元の賃金上昇率は、それほど高いとは言えない。米国の平均時給の上昇率(前年同月比)は12ヵ月移動平均で見るとようやく2.5%程度に戻ったところだ。しかし、失業率は4.3%程度と、リーマン・ショック前のサブプライム・

バブル時期(4.5%程度)をすでに下回っている。多くのエコノミストは賃金上昇率が 08 年ごろの 3%に戻ると考えているようだが、そこまでは戻ってきていない。つまり、賃金の上昇余地はまだある、とみることができる。

米国平均時給の推移

(2008年2月～2017年7月、前年同月比、12ヵ月移動平均)



(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。

賃金の上昇、消費の高まりは物価上昇につながり、さらに金利高、米ドル高につながる。これは米国の消費にとってはプラス要因だ。物価上昇が急激であると消費の妨げとなるものの、米ドル高は海外から買う生活用品などが安くなることを意味するので、相殺される。

しかし、米国企業にとっては、米ドル高と賃金上昇は利益率の縮小を意味し、あまり良いことではない。18 年は 17 年よりも米国の経済成長率は低下すると見る向きが多いが、これは消費の改善が続くとしても、企業収益の成長率が頭打ちになることで相殺されるとみているからだ。

米国消費、貿易量拡大が世界経済の拡大を導くだろう

米国経済の回復時には、まず企業がリストラなどを先行させて収益を立て直し、つぎに利益率を維持できた企業が生き残ったところで競争が活発になる。その後、利益を投資などに投入する時に人手不足となり、賃金を上げてでも雇用を増やすようになる。ここで、いよいよ雇用と賃上げを通じてお金が消費に回る。この段階で、米国企業は利益率が低下しがちになる。このサイクルは、これまで思っていたよりは時間がかかったものの、順調に進んできた。米国の成長率が多少弱まる段階になったとはいえ、消費の勢いが弱まると予想する必要はなからう。

米国の消費が活発になれば、米ドル高もあって輸入が増える。そして、中国などでの生産が増え、日本や欧州企業の生産拠点である中国への部品や機械の輸出が増える。こうして、米国の回復は時間差で日本や欧州、中国に広がっていく。貿易量はすでに拡大しており(8/24「[米国の貿易拡大が世界経済に伝播する](#)」参照)、世界経済への成長の広がり始まっている。日本でも、実質輸出(為替の影響を除いた輸出額で数量効果を示す)がリーマン・ショック前の水準に戻ってきており、「在庫が減ったから生産」という対応が「意図的に在庫を増やす生産」に変化してきた。日本企業のマインドは改善しており、今後積極的な設備投資や雇用・賃上げにつながってくるだろう。結果として、消費者の賃上げ持続への自信が高まり、デフレからインフレへの大きな転換点を迎えることになる。似たような状況は、欧州でも進んでいる。中国の過剰生産力や不良債権も、世界経済が回復するにつれて解決に向かう可能性が高まる。原油価格の安定(5/31「[原油価格の安定でリスクは低下](#)」参照)もあって、新興国・資源国も全体的に安定成長が期待できる。さらに、中国では、新指導部が 18 年に世界経済のインバランスである中国消費の弱さ(貯蓄率の高さ)を改善できる改革を進めれば、世界経済の構造的な発展の余地はある。

リスクは相変わらず政治であるが、経済がしっかりすればするほど、金融市場の政治離れは続く(6/20「[政治離れに向かう金融市場](#)」参照)。米国のトランプ政権が議会とうまくいかなければ、多少なりとも期待をしている法人税減税などが進まずに市場が失望するリスクは残るが、足元、共和党員の大統領支持率はあまり低下しておらず、中間選挙を視野に入れた議員たちが大統領を見限る理由はまだみえていない。

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