

みずほマーケット・トピック(2018年1月16日)

低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか？

米家計部門の貯蓄率が歴史的な低水準まで低下している。現在の水準は過剰な消費・投資行動が懸念されていた 2006～07 年の平均を既に割り込んでおり、直感的には行き過ぎ感も覚える。貯蓄率の継続的な低下は「消費の伸び > 所得の伸び」という構図が定着していることを意味するが、こうした状況がいつまでも続くはずがない。賃金が伸びていないにもかかわらず、消費が伸びている理由は株高が資産効果を発揮しているからだろう。2017 年 9 月末時点で米家計部門の純資産対名目 GDP 比率は約 500% に達しており、2006～07 年当時を上回っている。そのため可処分所得を軸とする貯蓄率の動きに目を奪われるのは適切ではないとも言える。しかし、裏を返せば、株価の下落はそのまま米個人消費の失速に直結し、経済・物価情勢の急激な冷え込みを招くという経路は念頭に置きたいところ。FRB の引き締めは根本的に株売り要因。

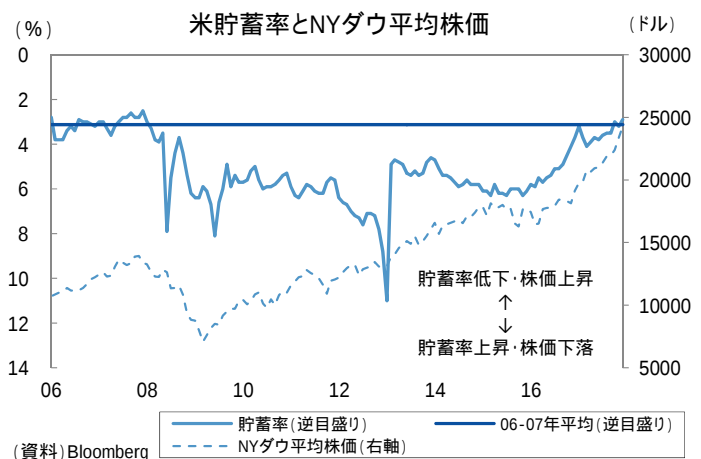
～ユーロ続伸を ECB が甘受するとは限らない～

昨日の為替市場ではドル相場が続落する一方、ユーロ相場が続伸する展開となっている。ドイツにおける大連立合意への期待が膨らむ中、ユーロ買いは勢いを強めているが、そのほか ECB 高官(ハンソン・エストニア中銀総裁)のタカ派発言やドイツ連邦銀行(ブンデスバンク)が外貨準備に人民元を加えるとの報道もドル相場の押し下げに寄与している。FRB の正常化プロセス継続は確度の高いシナリオであるものの、正常化余地の大きい ECB の方がどうしても材料視されやすいという現実がある。なんとしても早期利上げへの道筋をつけたいという ECB の思惑がそのままユーロ相場の強さに繋がっているが、当の ECB がこれを甘受するかは定かではない。 今月 25 日の政策理事会後の会見で、再び露骨な通貨高けん制が入り、巻き戻しを余儀なくされる可能性を警戒したい。

～歴史的な低水準にある米貯蓄率～

とはいえ、以上のような相場変動はありながらも、金融市場全体で見れば株価も金利も安定しており、実体経済の足取りもしっかりしている。過去の本欄でも議論した点だが、こうした現状の安定が崩れるとすれば、それはやはり歴史的な高値圏にある株価の調整が発端になる可能性が高そうである。また、それは米実体経済を支える個人消費の現状と展望を語る上でも重要な論点である。本日の本欄ではこの点を確認したい。

米経済情勢を語る際、どうしても金利や株価の水準、そして賃金や物価の動きばかりに目が行き



がただ、GDP の 6 割を占める個人消費が堅調を維持できていることが現状の安定に寄与していることは間違いない。先週 9 日の本欄では『米 12 月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～』と題し、ハードおよびソフトデータの改善が天井に近づきつつある旨を指摘したが、前頁図に示されるように、個人消費と裏表の関係にある貯蓄率（「可処分所得 - 消費支出」÷ 可処分所得）も限界近くまで下がっているように見受けられる。現在、貯蓄率は住宅バブルを背景に過剰な消費・投資行動が懸念されていた 2006～07 年の平均を割り込んでおり、直感的には行き過ぎ感がある。

貯蓄率の継続的な低下は「消費の伸び > 所得の伸び」という構図が定着していることを意味するが、こうした状況がいつまでも続くはずがない。もちろん、現在の消費は将来所得の見込みにも大きく影響されるため、FRB の想定通り、賃金が「いずれ上がってくる」という想定を認めるならば、貯蓄率が継続的に低下することはあり得る。だが、周知の通り、賃金はさほど上昇していない。

～純資産が支える米個人消費～

賃金の伸びが鈍いにもかかわらず、消費が増え続け、貯蓄率が低下している理由は明らかである。歴史的な株高が資産効果を通じて個人消費を押し上げ、結果として貯蓄率が歴史的な低位まで押し下げられていると読むのが妥当だろう。株価と貯蓄率が連動している前頁図もその事実を示唆している。米家計部門の金融資産に占める株式の割合は 3 割を超えており、わずか 1 割程度の日本とは事情が大きく異なる。



2017 年 9 月末時点で米家計部門の純資産対名目 GDP 比率は約 500%と過去最高を更新し、2006～07 年当時を上回っているため(図)、当時よりも貯蓄率が下がっていることを指差して持続不可能とは必ずしも言えない面がある。純資産が潤沢ならば、現在の消費を増やしても将来の消費の水準は維持できるため、貯蓄率の継続的な低下が可能になる。

しかし、裏を返せば、株価の下落はそのまま米個人消費の失速に直結し、当然ながら個人消費支出デフレーター(PCE)の伸びを抑制することにも繋がる。それは FRB の正常化プロセスの頓挫にも繋がるだろう。調整知らずの米株価が米経済、ひいては世界経済の生殺与奪を握っていると言っても過言ではない。利上げやバランスシート(B/S)縮小は根本的に株価の売り材料であることを踏まえれば、やはり現状に対して不安を抱かざるを得ないというのが筆者の基本認識である。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版(ダウンサイドリスクが広がるユーロ相場～議事要旨の強気を受けて・・・)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルステーパリングの「お目こぼし」はここまでか？
2018年1月9日	米12月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～
2018年1月5日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)～ユーロ比率は明確に反転～)
2018年1月4日	2018年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感～株値vs. 経済成長～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～
2017年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
2017年12月14日	FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しうか？～遅くとも19年～
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)
2017年12月7日	株高の真因を考える～「付加価値の取り分」という視点～
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テーパリングが改めて示唆するベースマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野？～
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境～BOE利上げの読み方～
2017年11月10日	週末版(円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～
2017年11月2日	週末版(FOMCを終えて～「危ない橋」を渡り続けるFRB～)
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて～最もビュアな片岡委員～
2017年10月31日	メインシナリオへのリスク点検～日米FTAと欧州政治～
2017年10月30日	ECB政策理事会を終えて～「弱気な強気」の正常化～
2017年10月27日	週末版
2017年10月24日	「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて～増税可否、日銀人事、政策への影響～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年9月分)
2017年10月20日	週末版
2017年10月19日	為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米FTA～
2017年10月18日	ECB政策理事会プレビュー～「腫れ物」を触るかのような正常化～
2017年10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
2017年10月16日	G20財務相・中央銀行総裁会議～最後のショイブレ節～
2017年10月13日	週末版(内部留保課税を巡る論点整理～何が正しくて、間違っているのか～)
2017年10月12日	FOMC議事要旨～危うい法廷弁護士のごとき政策運営～
2017年10月11日	円相場の基礎的需給環境～円高地合い続く～
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて～過信は禁物～
2017年10月6日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分)～APPは「小さく減らして長く延長」が有力～)
2017年10月5日	正規雇用の賃金は本当に上がるのか？
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検～本邦政局リスクは後退～
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて～「寝た子を起こす」反対票～
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気金利見通し～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)
2017年9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版
2017年9月14日	日銀金融政策決定会合プレビュー～総括的「再」検証も視野に～
2017年9月13日	ユーロ圏金融状況指数(MCI)に見るユーロ高の影響などについて
2017年9月12日	クーレ理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～
2017年9月11日	円相場の基礎的需給環境～ドルインデックス半値押しで思うこと～
2017年9月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～解せないユーロ買い～)
2017年9月7日	タカ派の劣勢が強まるFOMC～フィッシャー辞任を受けて～
2017年9月6日	追い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～
2017年9月5日	ECB政策理事会プレビュー～テーパリングまで至るのか？～
2017年9月4日	ユーロ買いに対する現状認識について
2017年9月1日	週末版
2017年8月30日	メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～
2017年8月29日	北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて
2017年8月28日	ジャクソンホール講演～イエレン・ドラギ講演のレビュー～
2017年8月25日	週末版
2017年8月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分)
2017年8月18日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分)～強まる為替への問題意識～)
2017年8月17日	FOMC議事要旨を受けて～疑われるフィリップス曲線～
2017年8月16日	17年上半期の対米証券投資～下半期に向けてのみどころ～
2017年8月15日	米インフレ期待の現状について～NY連銀消費者調査～
2017年8月14日	VIX急騰で断たれるキャリー取引の芽と不安な米株調整
2017年8月10日	週末版
2017年8月9日	2017年上半期の円の基礎的需給環境などについて