



(2009 年第 2 号)

2009 年 8 月 31 日

米国経済の復活

～過大評価されている家計のバランス・シート調整のインパクト～

龍谷大学 経済学部教授

(財)国際通貨研究所 客員研究員

竹中 正治

takenaka1221@yahoo.co.jp

要旨

2008 年夏以来の金融危機の深刻化、金融市場の麻痺という危機的な局面が終了し、米国経済を含め世界経済に底打ち、回復の兆しが広がって来た。具体的には「米国の景気後退は今年 6 月で終了した」との観測が強まっている¹。しかし、米国経済の今後の回復力の強さについては総じて悲観的、あるいは慎重な見通しが多い。

その理由はいくつもあげることができるが、エコノミストが総じて共通に指摘する主要因には、①株価と住宅価格の急落により家計部門に負の資産効果が生じており、債務残高を膨張させてきた米国家計が貯蓄率を引き上げる(消費性向の低下)動きが顕著であり、この過程が短期ではなく中長期にわたる可能性がある、②金融部門が依然巨額の未処理損失を抱えていると考えられていること、などが指摘できる。

本稿の眼目は、①の家計部門で生じている負の資産効果については過大評価され、悲観的なバイアスに傾斜し過ぎている可能性を指摘することである。②の不良債権処理の進捗状況については、既存の公式データによる推論は難しく、本小論の及ぶところではない。ただし、実体経済の回復が進めば不良債権の処理は、資産の質の改善と金融機関の収益力の回復(新規発生損失の減少=損失償却力の増加)の双方から加速的に進む可能性を指摘するにとどめる。

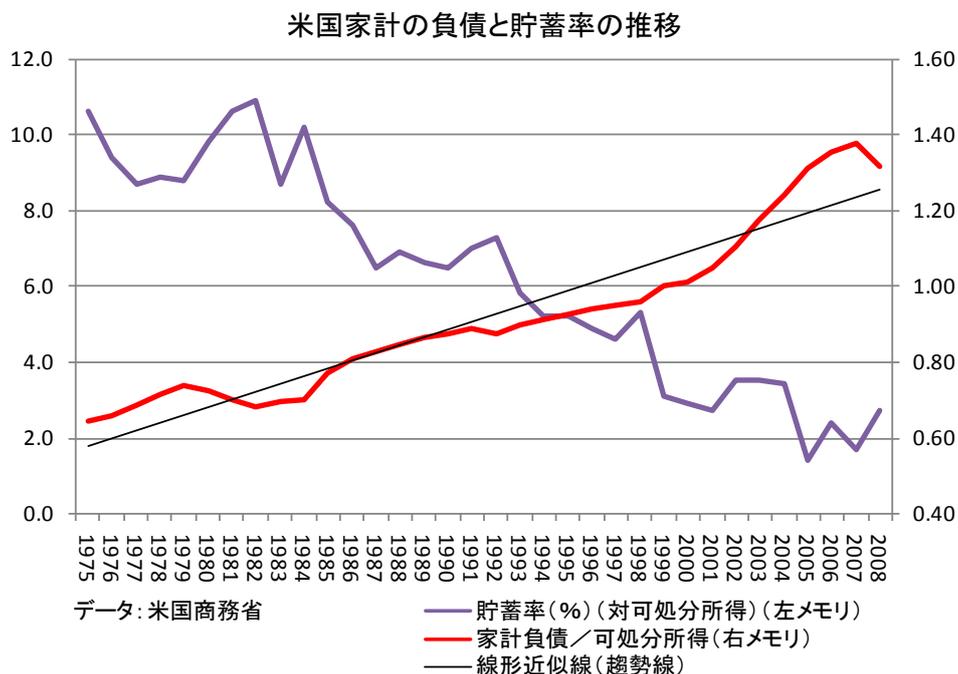
¹ 勝藤史郎「BTMU Focus USA Weekly」2009 年 8 月 21 日

家計の負債比率の趨勢的な上昇

株価と住宅価格を中心に資産評価額の急減が起こり、これが個人消費伸び率のマイナス、家計貯蓄率の急上昇(消費性向の低下)を招いた(負の資産効果)。このことが今回の金融危機に伴う米国の実体経済の景気後退を戦後最大・最長のものにした主因のひとつであることは、エコノミストのほぼコンセンサスである(「景気後退 09 年 6 月終了説」が正しければ後退期間は 1 年 6 カ月で戦後最長となる)。

意見の分かれ目は、今後の負の資産効果の程度、家計のバランス・シート調整に要する期間である。この点について一般には、家計負債残高の可処分所得に対する比率(以下「家計の負債比率」と呼ぶ)が注目される。確かに負債比率は過去趨勢的に上昇して来た。とりわけ 2000 年代に上昇(負債増加)の度合いが顕著である(図表 1)。資産価格が上昇を続けていた間は、負債比率の上昇の問題は顕現化しなかった。しかし、資産価格の急落により(住宅は 07 年以降、株価は 08 年以降)、負債比率の上昇が家計にバランス・シート調整を強いており、消費抑制・貯蓄率の上昇となっていると考えられている。

図表 1



では、バランス・シート調整として家計の負債比率はどこまで下がる必要があるのだろうか？これについては恣意的なものも含めて様々な想定で大きく異なる結果が導き出される。例えば、小野亮(みずほ総研シニアエコノミスト)は 1950 年に遡る家計負債比率の現状水準(2008 年時点は 1.32)と長期的な趨勢線の乖離から、「約 3 兆ドルの過

剰債務が生じている可能性がある」という数字を提示する。²

2008年の家計の可処分所得総額は10.8兆ドルであるから、2009年以降貯蓄率が5%に上がり、貯蓄を全額負債の返済に充当したとして、3兆ドルの過剰負債削減には元本分だけ計算して5.6年かかることになる(=3.0/(10.8×0.05)、名目可処分所得は過去10年間年率5.2%で伸びてきたが、単純化して伸び率ゼロで計算)。

あるいは債務比率の趨勢的な上昇自体に懐疑的な論者は、負債比率が2000年代の住宅バブル以前の過去の平均値まで戻ることが必要だと考えるだろう。仮に負債比率が90年代の平均値0.92まで直ちに戻るとすると、現在の負債総額14.3兆ドルは4.3兆ドル削減されて、10兆ドルになる必要がある。つまり、4.3兆ドルを削減必要な「過剰負債」と見ることになる。

この点で、日本のエコノミストには概して必要とされる負債調整額を大きく評価する傾向が見られる。おそらくそれは米国の家計部門は長期にわたって恒常的な消費過剰・貯蓄過小を続けてきたという認識が根底にあるのだろう。その結果、「家計部門が負債圧縮に走るため、米国経済は5年近くゼロ成長近辺の低迷が続く」(水野和夫)という悲観論が根強い³。

しかしながら、家計負債と可処分所得のみを比較して負債過剰を判断するのはあまりに一面的である。所得は変わらずとも、資産が増えれば許容される負債額は増加するからである。従ってグロスの家計総資産(含む固定資産)から負債を引いた純資産額と家計貯蓄率の関係で見てみよう。

2007年以降の家計の資産価値の急減と負の資産効果

図表2に見る通り、2008年に起こった家計の総資産価値(含む固定資産、グロス)の減少は非常に大きなものだった。戦後、米国家計の総資産残高は名目で見る限り、対前年で減少したことは例外的にしかなかった。2000年代初頭のITバブル崩壊で、株価が暴落し、2001年末から02年末に減少した時も、減少幅は名目実額で4360億ドル、前年比で0.9%に過ぎなかった。この時は2000年末～02年末の期間で株価の暴落を主因に3.1兆ドル、家計の金融資産は減少したが、住宅価格の上昇により固定資産が3.0兆ドル増加して、ほぼ凹みを相殺した。後に当時のグリーンズパンFRB議長が「株価バブル崩壊を住宅バブルで穴埋めした」と批判される所以である。

ところが今回、住宅価格の下落に株価の下落が重なった2007年末から08年末にか

² 小野亮「米国家計が直面する調整圧力」みずほレポート、2009年8月6日。ただし「家計の過剰債務3兆ドル」というのは同論文の結論ではない。同研究論文は、家計純資産の対可処分所得倍率を変数に加えた貯蓄関数の推計を行い、09年以降資産価格の持ち直しが続くとすれば「その限りにおいて逆資産効果による貯蓄率の押し上げは最悪期を越えた可能性がある」と指摘する。この点においては、筆者の結論と基本的に共通する。

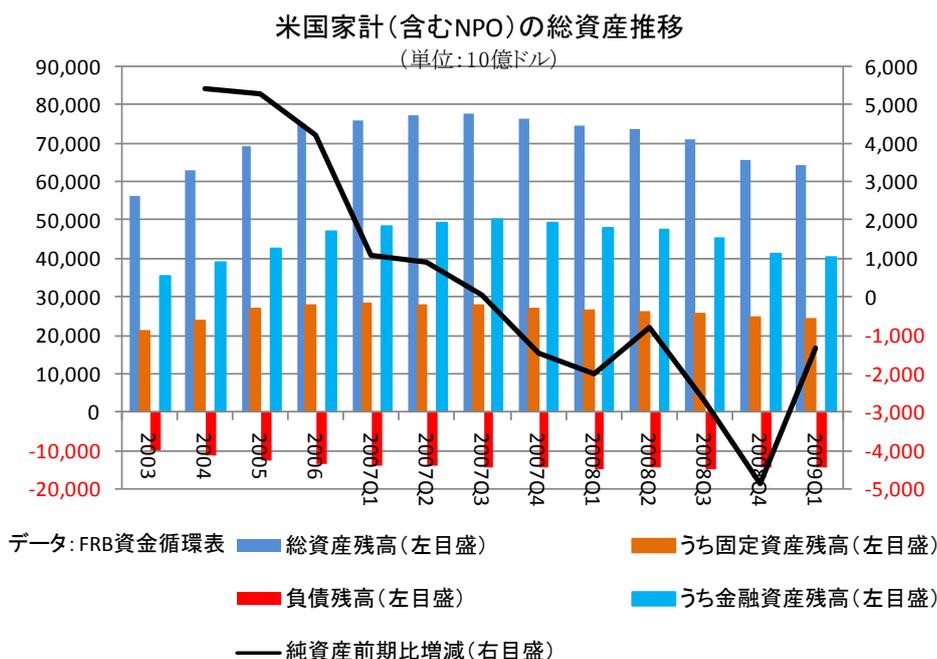
³ 水野和夫「米金融危機」日本経済新聞社インタビュー記事、2008年9月20日

けて、総資産残高は名目実額で 10.9 兆ドル(約 1035 兆円)、14.3%も減少した。これが甚大な負の資産効果を生むのはある意味で当然であろう。しかしながら、「資産価値のピークから 1000 兆円も国富が消えた」という議論は、日本でも 90 年代にあったことだが、過剰反応になりがちである。

そもそも起こったことを「資産バブル」だった判断するならば、持続不可能なほど非合理的な過大評価状態にあった資産価値が減少したに過ぎない。得られたと思ったキャピタルゲインが幻想であったのと同様に、失ったように見えるキャピタル・ロスも幻想である。また、資産の売買からいかにキャピタル・ロスやゲインが生じようが、安く売った経済主体と同時に安く買った経済主体がおり、合計はゼロサムに過ぎない。

経済にとっての実質的な問題は、資産価値の減少から家計のバランス・シート調整(負債の圧縮)が起こり、家計の貯蓄率が上昇する(消費性向が下がる)間、他の事情が同じならば、経済成長率が長期的な潜在成長率以下に押し下げられることにある。

図表 2



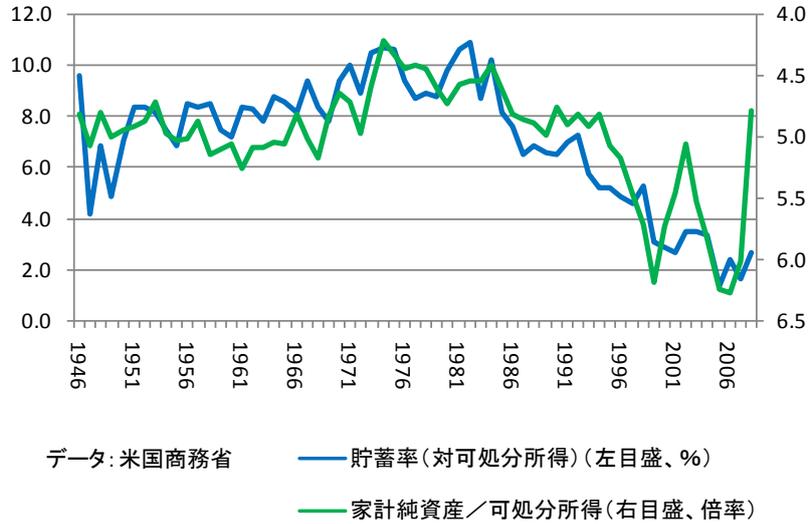
純資産と貯蓄率の相関関係:資産の増加に連れて低下して来た貯蓄率

では、今回の資産価格の変動でどの程度の調整が必要になるのだろうか?それを正しく見るためには、家計純資産と貯蓄率の間にある関係を知る必要がある。米国では 80 年代以降貯蓄率は趨勢的に低下して来たが、同時に純資産残高は趨勢的に増加しており、両者の間には長期にわたる相関関係が存在している(図表 3)⁴。

⁴ 商務省の公表している可処分所得ベース貯蓄率は、1995 年以前は旧基準系列である。

図表 3

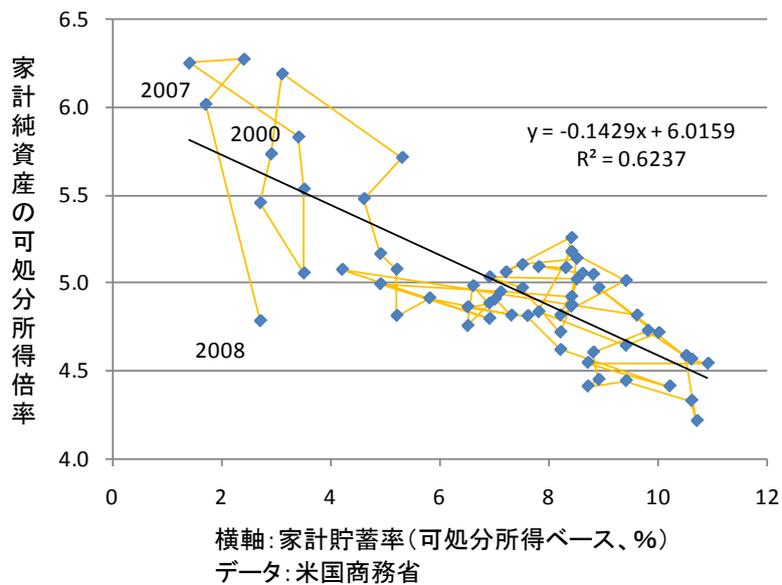
米国家計、純資産の所得倍率と貯蓄率の推移
(1946-2008)



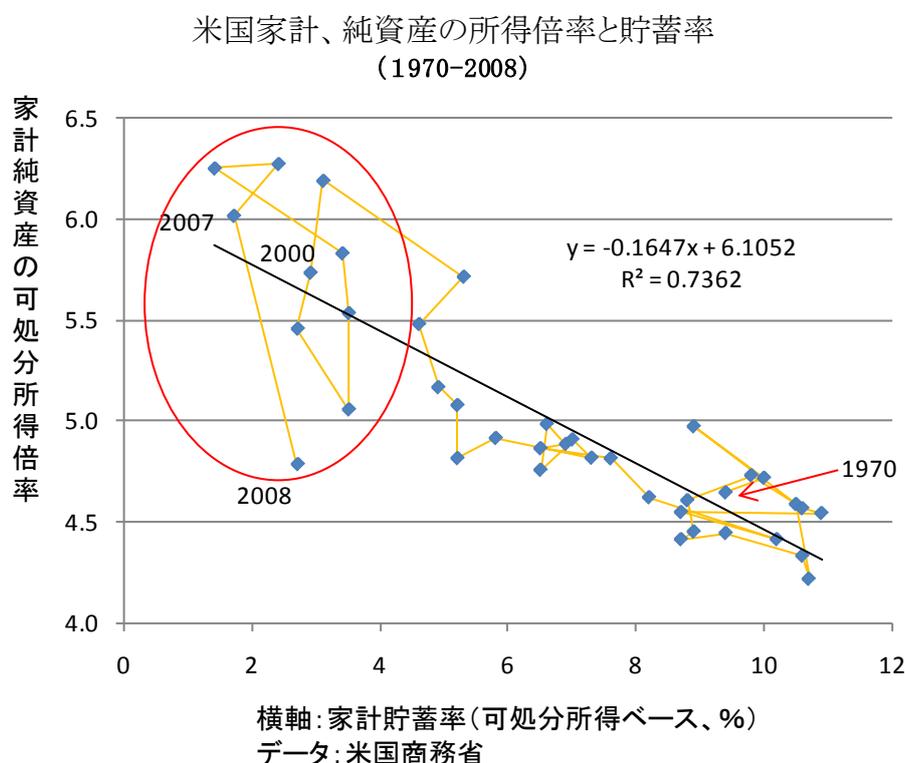
以下の図表 4-1(1946~2008 年)と 4-2(1970~2008 年)は上記図表 3 に示した純資産の所得倍率と貯蓄率の相関を示す散布図である。

図表 4-1

米国家計、純資産の所得倍率と貯蓄率
(1946-2008)



図表 4-2



純資産の所得倍率と貯蓄率の相関関係は -0.86 、決定係数(R^2) 0.7362 とかなり高い。筆者が仮定する因果関係の向きは、**純資産の所得倍率の上昇→貯蓄動機の減少→貯蓄率低下(逆は逆)**である。この想定が正しいとすると、貯蓄率の変化が純資産の所得倍率というひとつの変数だけでこれほど説明できてしまうのは、やや驚きだ(両者の相関関係、並びに因果関係の解釈については研究者の間に議論がある)。米国で家計資産の増加が貯蓄率の低下をもたらす効果を生んでいることの実証研究には、例えばMki & Palumbo(2001)がある⁵。

米国の家計の1980年以降の趨勢的な貯蓄率減少のかなりの部分が、純資産の増加という要因で説明できるとすると、その意味は重要である。「米国は過剰消費社会である」というイメージは広く流布している。ところがマクロ的に見ると、貯蓄率の低下は純資産価値の増加を反映したものであるという具体的な要因の特定ができるからである⁶。

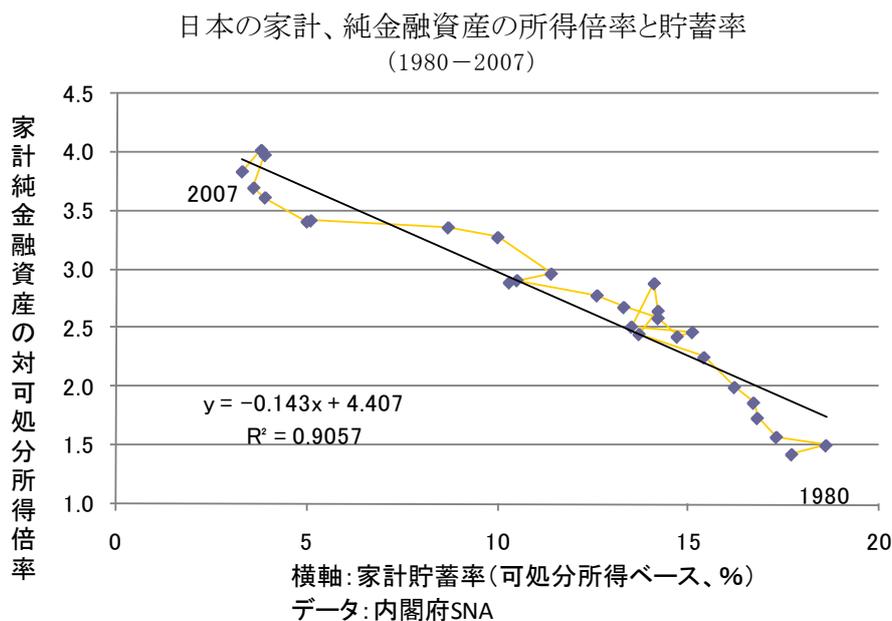
ちなみに、日本の家計でも純資産の所得倍率と貯蓄率の間にかかなりの負の相関関

⁵ [Dean M. Maki, Michael Palumbo](#) “Disentangling the Wealth Effect: A Cohort Analysis of Household Saving in the 1990s” [FEDS Working Paper No. 2001-21](#), April 2001

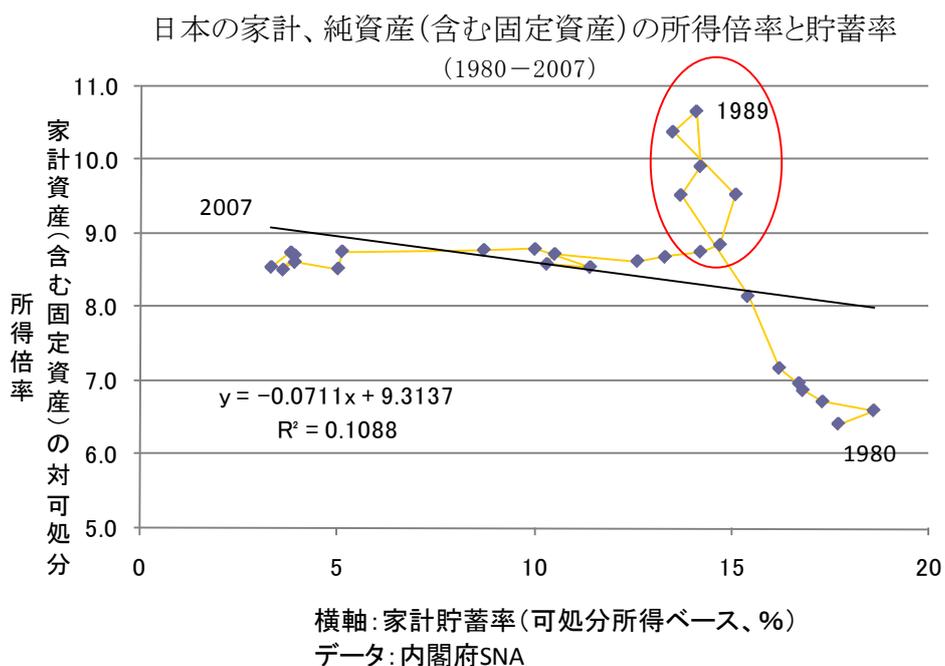
⁶ ただし、ミクロレベルでは所得以上の消費や医療費の大きな負担から債務破綻するミドルクラス以下の家計が多いことも事実であり、マクロとミクロの事象を複眼的に見る必要がある。

係が見られる。ただし日本の場合は、家計資産に占める固定資産(住宅など)の比重が相対的に高く、その評価額が90年頃を境に極めて大きく変動している(バブル期の高騰とその後の急落)ため、固定資産を含む純資産で見ると、相関関係は著しく落ちる。ところが、固定資産を除いた純金融資産の所得倍率と貯蓄率で見ると日本でも高い相関関係が見られる。(図表5-1、5-2)

図表5-1(金融資産のみ)



図表5-2(含む固定資産)



もちろん、こうした相関関係は高齢化要因による貯蓄率の変化という因果関係と必ずしも対立するものではなからう。日本では家計の金融資産の大半が高齢者家計によって保有されており、高齢化と金融資産増加(老後の備え)が並行して進み、少し遅れて90年代以降に貯蓄率の低下が顕著になったと考えれば納得できる。

また、言うまでもなく貯蓄・消費行動には習慣による慣性が強く働いており、資産価値に急激な変動があった場合には、貯蓄率との相関が崩れる傾向が見られる。これは90年頃を境にした日本のバブルとその破裂による資産価値の急激な変動期に貯蓄率との相関関係が崩れていることから分かる(図表5-2の赤囲いの部分)。

また米国でもこの点は同様の傾向が見られる。(図表4-2)1990年代末から現在までの期間、つまりIT株式バブルとその崩壊、住宅バブルとその崩壊という二大資産価値の急変動が起きたこの時期は、貯蓄率との相関関係が相対的に低下している(図表4-2の赤囲いの部分、近似線からの乖離が上下方向ともに大きくなっている)⁷。

さらに貯蓄率の変化に関わると思われる他の要因(実質金利)などを加え、複数の説明変数による重回帰分析で、貯蓄率の変化を説明する推計モデルを作ることも容易である。ただし、その機械的な適用による貯蓄率予想には慎重であるべきだろう。消費・貯蓄行動は慣性が強く、急激な資産価値の変動が生じた場合には、2つの変数の相関度が大きく低下するので機械的な適用は疑問である。

以上の事情をふまえながら、家計のバランス・シート調整とは、純資産の所得倍率と貯蓄率で構成される位置が4-2図表上の長期的な趨勢線を中心にしたゾーン(「趨勢ゾーン」と呼ぶことにする)に回帰する動きとして捉えることが妥当であると考えられる。

それでは2008年を起点にどの程度の貯蓄率の上昇とその持続が起こると、図表4-2に示した純資産と貯蓄率の位置は、趨勢的な近似線に戻るだろうか?以下、2つのケースを想定して、図表4-2で示した資産と貯蓄率の分布点が2009年、2010年にどのように変わるか示したものが次ページの図表6である。

家計のバランス・シート調整の異なる二つのコース

バランス・シート調整のあり方は、変化の方向で2つのパターンに分けられる。ひとつは、資産価格の低下が続き、純資産の所得倍率が横ばい、あるいは減少しつつ、もっぱら貯蓄率の上昇で趨勢ゾーンに回帰するケースである。図表6の右横に伸びる緑のベクトルが示す調整方向がこれである。この場合は求められる貯蓄率の上昇幅が非常に大きくなる(貯蓄率急騰コース)。これは不況がより深刻化、長期化するコースである。

⁷ 更に貯蓄率(可処分所得ベース)が景気対策による給付金、減税によって押し上げられている年がある。2001年のブッシュ減税、08年景気対策による税還付、09年の景気対策による減税などである。

もうひとつは資産価格の回復によって純資産の所得倍率が上昇することによって趨勢ゾーンに復帰するケースで、図表 6 で垂直方向の緑のベクトルが示す調整方向である。この場合は貯蓄率の上昇は最小限となる(資産価値急回復コース)。

IT バブル崩壊による 2001 年の景気後退が比較的浅く済んだことは、株価暴落によって「貯蓄率急騰コース」に陥り不況が深刻化する危険性が、住宅資産の上昇による「資産価値急回復コース」への転換で回避された結果とも理解できよう。

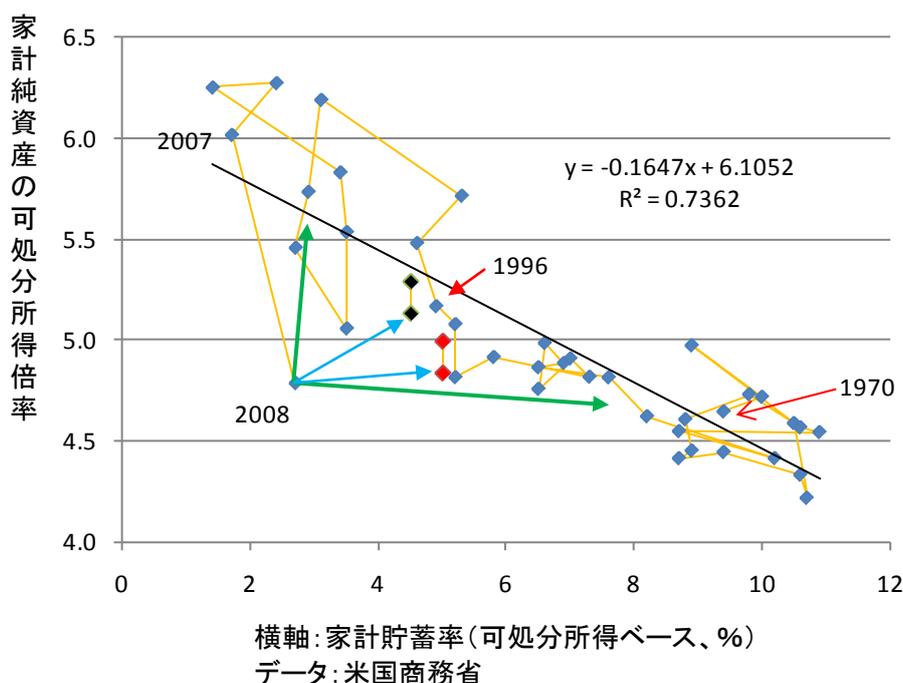
実際に 2009 年以降起こりえる可能性の高いケースとしては、まず 2001 年以降のようなバブル崩壊の震源地となった資産市場(株式)とは別の資産市場(住宅)での資産価値が急騰するケースは望めそうにない。さりとて、貯蓄率急騰コースは大不況への道であり、莫大な財政支出の拡大で回避されつつある。従って、両コースの中間が現実的に可能性の高いコースであろう。そうした想定で具体的なケースを試算してみよう。

試算の想定

		総資産伸び率(%)	可処分所得伸び率(%)	貯蓄率(%)	負債/可処分所得(倍率)、ピークは2007:1.38
ケース1	2009	0.0%	0.0%	5.0%	1.27
	2010	5.0%	4.0%	5.0%	1.17
ケース2	2009	5.0%	0.0%	4.5%	1.27
	2010	5.0%	4.0%	4.5%	1.18

図表 6

米国家計、純資産の所得倍率と貯蓄率 (1970-2008)



想定についての補足

名目可処分所得の伸び率:2008年まで過去10年の平均値は5.2%、2001年景気後退時4.4%、1991年景気後退時4.5%であるが、09年は単月の数字では前年同月比若干のマイナスも出ているので、両ケースとも通年ベース前年比で2009年をフラット、2010年を4.0%とした。

貯蓄率:2009年の各月の貯蓄率の平均(6月まで)は既に4.6%に上昇しており、ケース1では更に若干上昇して兩年とも5.0%、ケース2では上昇は止まり、現状水準での横ばいと想定して4.5%とした。

負債／可処分所得倍率:新規の貯蓄は全て負債の返済に充当されるとして計算した。

総資産伸び率:四半期ベースで足元の数四半期を見る限り、固定資産の変化はS&Pケース・シラー指数と、金融資産の変化はS&P500との高い相関が見られる。S&Pケース・シラー指数(Composite-20、2009年5月)は08年12月比で7.1%下落しているが、5月単月のデータは今回局面で初めて前月比上昇しており(+0.5%)、底打ちの兆しがある。また、S&P500は09年8月21日現在、08年12月末比11.1%上昇している。そこでケース1は09年末の総資産(グロス)伸び率を08年末比フラット、10年末を5%とし、ケース2ではいずれも5%の伸びと想定した。

試算結果の含意

以上の想定は、現状の予想分布では、ケース1がやや慎重なシナリオ、ケース2はやや楽観的なシナリオと位置付けられるだろう。ケース1の2009～10年の結果は、図表6の赤いスポットで、ケース2は黒いスポットで示してある。いずれの場合も、近似線が示す過去の趨勢的ゾーンに向かって戻る。ただし、ケース1(赤)の場合、調整はまだ少し足りず、従って貯蓄率の上昇余地が残る可能性が高い。一方、ケース2(黒)ではほぼ趨勢ゾーンまで戻っており、調整終了を示唆している。ちなみにケース2に最も近い過去の位置は1996年である。

このようにマクロ的な指標で見ると、今後の家計のバランス・シートの調整過程の長さや深さは、株式と住宅に代表される資産価格の動向に大きく左右される。市場参加者の楽観的な期待が資産価格の底打ち、反発をもたらす、自己実現的に貯蓄率の上昇(消費性向の低下)が止まる可能性もある。

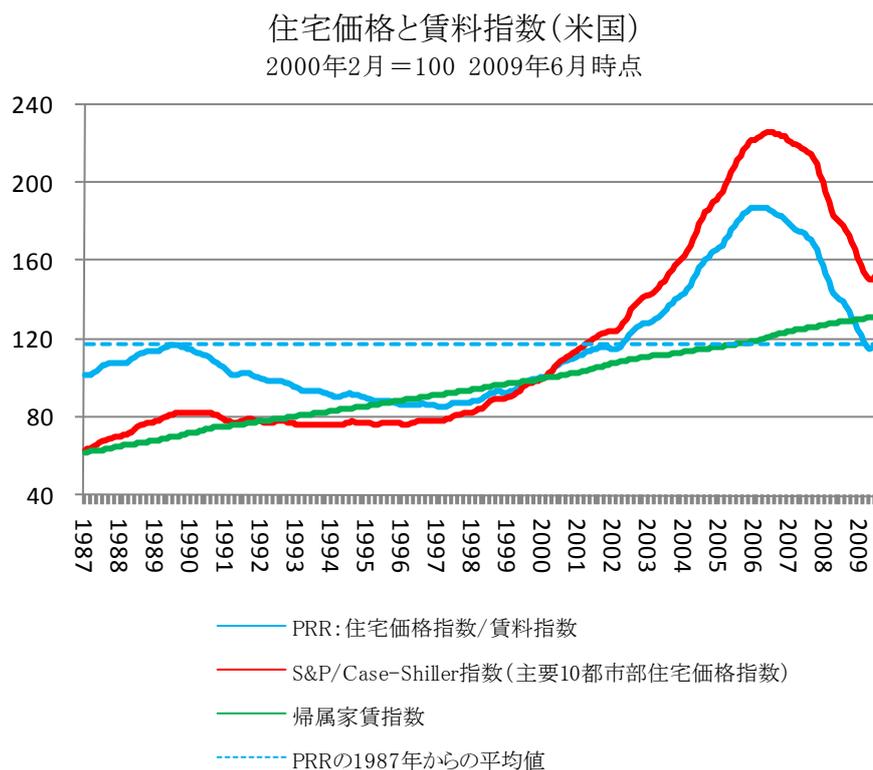
この点で筆者はケース2に近いやや楽観的なシナリオの可能性が高いと考えている。というのは住宅については、次ページの図表7に示す通り、家賃指数対比で測った住宅資産価格指数の割高感が2006年以降過去3年間の下落でとうとう消滅し、足元で底入れの兆候が見えているからだ。また株価については、企業利益の今後の動向次

第で予想が難しいが、09年 8 月現在の展開は「企業収益の改善期待→株価の回復→負の資産効果の減少・消滅→消費の回復」という景気回復の初期局面に入った可能性が高いと考える。

残るのは金融機関の損失処理の進捗状況である。これについては全貌の予想を試算することすら難問であり、本小論の及ぶところではない。实体经济の悪化・低迷が続いている局面では金融機関の資産も劣化が進み、不良資産は玉ねぎの皮と同様に剥いても、剥いても出てくるものだ。しかし、いったん实体经济の回復が始ると不良債権の質の回復が起こり、不良債権の目立った減少が生じる。それは 2003 年以降の景気回復の中で日本の銀行が経験したことだった。断定は禁物であろうが、そうした局面転換が始まっている可能性が次第に現実味を帯びてきているように思える。

住宅価格指数に関する補足

図表 7



データ: 消費者物価、米国労働省、S&P/Case-Shiller index

図表 7 の赤線は住宅価格指数、S&P ケース・シラー指数 (Composite-10)、緑線は都市部消費者物価指数を構成する帰属家賃指数である。住宅価格指数がブームとその崩壊で大きく蛇行している一方、家賃指数は極めて安定的に推移しており、87 年以来

年率平均約 3.5% でコンスタントに上昇して来た。

家賃は住宅資産の生み出す収益なので、住宅価格を家賃で割ることで株価収益率 PER と同様に住宅価格の割安・割高を測る基準ができる。これを筆者は PRR (Price Rent Ratio) と呼んでいる。図表 7 では実額倍率ではなく、両指数の割り算で示した PRR 指数を水色線で示してある。水平な水色の破線は 87 年以来の平均値である。この長期の平均値を趨勢的な水準と見るならば、2006 年をピークにした過去 3 年間の下落で住宅価格の割高感は既に消えている。また、2006 年ピークからの今回の下落局面で初めて 09 年 5 月 (+0.5%)、6 月 (+1.4%) と前月比で上昇を示した。

もちろん、割高(過大評価)に振れた価格がその調整過程で割安(過小評価)にも振れることは市場現象としてはよくあることだ。しかし、09 年 8 月現在、その他の住宅市場関連指数にも市況の底打ちの兆しが見られ始めており、底打ちが近付いているように思われる。

以上

【参考文献】

勝藤史郎「BTMU Focus USA Weekly」2009 年 8 月 21 日

小野亮「米国家計が直面する調整圧力」みずほレポート、2009 年 8 月

[Dean M. Maki, Michael Palumbo](#) “Disentangling the Wealth Effect: A Cohort Analysis of Household Saving in the 1990s” [FEDS Working Paper No. 2001-21](#), April 2001

竹中正治「資産運用のセオリー」(第 6 章) 光文社、2008 年 12 月

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2009 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-Chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>