

米国の景気拡大と貯蓄投資バランス

【要 旨】

1. 91年3月を底とした米国の景気拡大は、2000年2月で60年代の拡大期(106ヶ月)を超え戦後最長となった。とりわけ90年代後半には内需主導の成長が加速し、97年以降深刻な不況に直面したわが国とは対照的な姿となっている。そこで本稿では、このような米国経済の動向について、米国の貯蓄投資バランスを中心に今回の拡大局面の特徴を概観し、今後の懸念材料について考える。

2. 米国の貯蓄投資バランスをみると、80年代には財政赤字が一時GDP比6%にも及び国内の貯蓄不足が慢性化したことから、高水準の国際収支赤字が続き、財政赤字と国際収支赤字は「双子の赤字」として米国経済の不安定材料であった。しかし、93年以降国内の総貯蓄率は総投資率に並行して上昇を続けており、国内の貯蓄不足は80年代ほど懸念されていない。90年代には、政府部門の貯蓄投資バランスが改善し98年には貯蓄超過となった一方で、これまで最大の貯蓄主体であった個人部門の貯蓄投資バランスが悪化し、赤字に転じたことが特徴的である。

3. 政府部門の貯蓄投資バランスである財政収支は、80年代からの歳出の圧縮と90年代に入ってから歳入の増加により急速に改善した。歳出の面からは、いわゆる「平和の配当」と呼ばれる冷戦の終結に伴う国防費の縮小を始め、レーガン政権の非軍事の裁量的支出削減、さらにクリントン政権での医療改革や低金利による義務的支出の抑制が寄与した。歳入面をみると、とりわけ94年以降個人所得税収のGDP比が上昇していることが、最近の財政収支の改善に寄与した。この背景には、税率の高い階層の所得が急速に増加したことによる自然増収がある。所得の内訳をみると、高所得者層の所得拡大は勤労収入に加えキャピタルゲイン収入によるところも大きく、歳入の増加は、所得格差の拡大や資産価格の上昇により加速された面がある。

4. 個人部門の貯蓄率は、60年代以降92年まで7~11%の範囲で概ね安定的に推移していたが、93年以降急激な低下傾向をみせた。ただし、統計上貯蓄率の計算に含まれていない金融資産のキャピタルゲインを含めると、個人貯蓄率は95年以降上昇に転じている。このことから、家計は株式を中心とした金融資産キャピタルゲインを貯蓄と認識することで消費を拡大し、統計上の貯蓄率を低下させている可能性がある。

5. そこで金融資産キャピタルゲインを明示的に取り込んで消費関数を推計すると、過去1年程度のラグを伴ったキャピタルゲインが、消費を有意に促進していたと判断される。このように、最近の個人消費の好調とそれに伴う統計上の個人貯蓄率の低下は、株式相場の上昇による面も大きい。99年では金融資産のキャピタルゲインは、個人消費の増加を通じて実質GDP成長率を0.7%程度押し上げ、その結果統計上の個人貯蓄率を0.9%程度押し下げたと推計される。こうした観点から、今後株価が大幅かつ長期に渡って下落した場合には、個人消費の減速は避けられないものとみられる。

6. 米国景気拡大の今後の持続性を考える際、さらに以下の点に留意していく必要がある。

(1) 旺盛な個人消費や企業の資金調達方法の変化などから、民間部門の負債が増加している。株式時価総額は従来にない水準まで高まってきており、今後株価の下落や名目所得の鈍化が起こると、既に確定された負債残高は一定であることから支出が手控えられ、民需の調整を深くする可能性がある。

(2) 最近の国内需要は、国内の潜在供給力を上回るとみられており、また労働力の供給余力は非常に乏しくなっている。このところの労働生産性上昇はあるものの、短期的には賃金コストの上昇が労働生産性上昇率を上回り、インフレに繋がるリスクがある。

(3) 国内総貯蓄率上昇にもかかわらず、貯蓄投資ギャップは80年代以降継続しており、海外からの純資本流入は続いている。対外債務残高は98年末にはGDP比15%に及んでおり、純対外投資収益も98年にマイナスに転じた。対外債務残高の高まりは今のところ大きな懸念材料と認識されていないものの、このような経常収支赤字の拡大が長期的にはドル価値に影響を及ぼす可能性がある。

7. 以上のように、今回の景気拡大における米国の貯蓄投資バランスの赤字は、活発な民間投資や民間消費の反映であり、政府の貯蓄不足が大きかった80年代の貯蓄不足とは性格が大きく異なっている。今後、インフレなき成長経路を辿るためにも、米国経済は適度な減速が期待されている。ただし、インフレ懸念や株式市場に象徴される資産価格高騰に伴う調整が急激に行われるリスクも否定できないため、政策運営に関してはこれまで以上に注目が集まることとなる。

やまもと ようへい
[担当：山本 庸平]