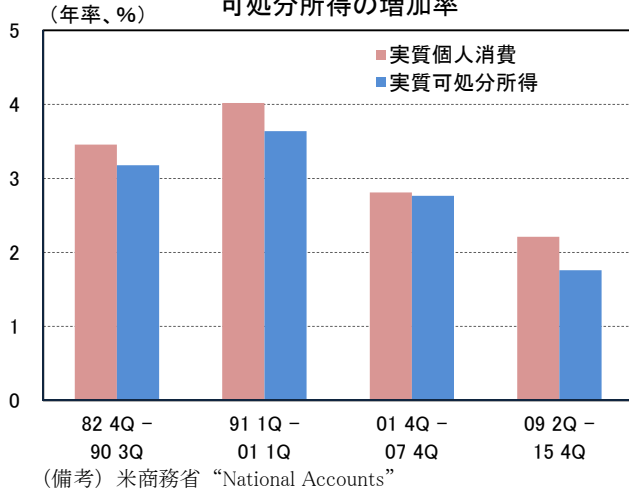


## 米国で広がる所得格差と力強さを欠く個人消費

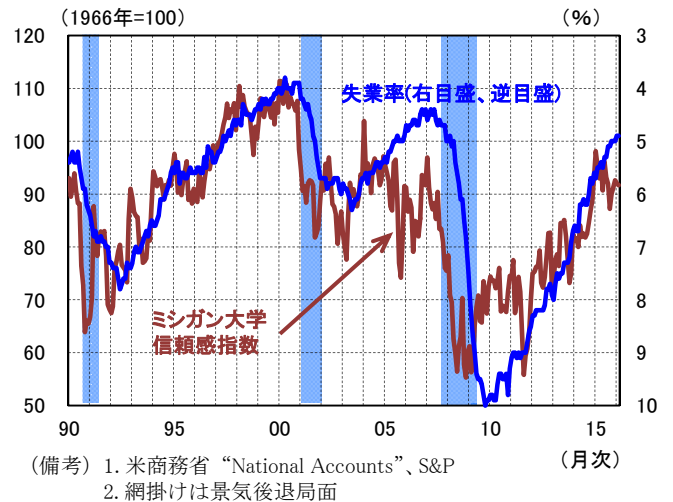
### 1. 景気回復の中でも米国の個人消費は力強さを欠く

- 米国の個人消費は、GDPの7割を占め、経済成長を牽引してきた。しかし、2009年第2四半期に始まる現在の景気拡大期の消費の増加率は年率2%程度にとどまり、過去の景気拡大期（82年～90年、91年～01年、01年～07年）と比較すると、伸びは鈍化している（図表1-1）。
- サブプライムローン問題に端を発した世界金融・経済危機（以下、金融危機という）後の米国経済は大きく落ち込み、家計も住宅価格下落に伴うバランスシートの調整を経験したが、失業率が緩やかに低下を続ける中で消費者マインドは改善した。2015年以降は、世界的な株価下落もあってマインドは横ばいで推移しているものの、水準としては金融危機前の水準を回復して推移している（図表1-2）。
- 1990年代半ば以降は株価上昇による資産効果も消費を後押しし、米国の貯蓄率は05年には2%近くへと低下した。しかし、金融危機後に過剰消費が是正される中で貯蓄率は上昇に転じ、ブッシュ減税終了の影響による振れが13年にみられたものの、現在の貯蓄率は5%前後に切り上がって推移している（図表1-3）。
- 本稿では、金融危機を挟んで顕在化した消費の減速に注目し、消費を取り巻く様々な構造的要因のうち、高齢化や所得格差に焦点を当てて分析を行う（図表1-4）。

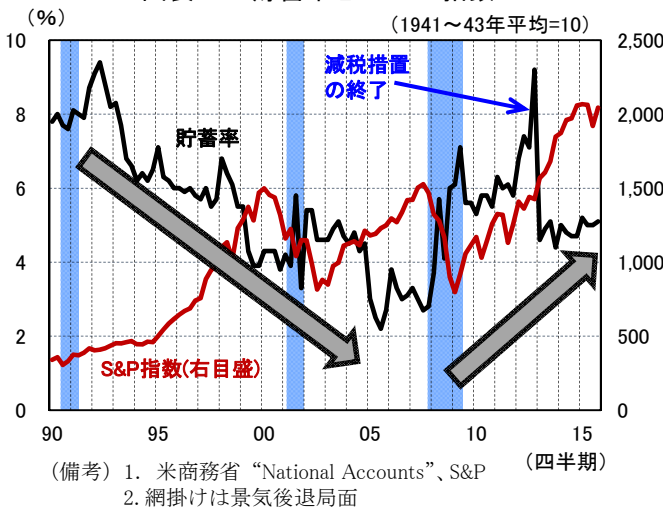
図表1-1 景気拡大局面における個人消費と可処分所得の増加率



図表1-2 消費者マインドと失業率



図表1-3 貯蓄率とS&P500指数



図表1-4 消費の伸びを抑える構造的要因

●潜在成長率の低下など所得の増加ペースの鈍化に対する懸念	本稿で検証
将来の所得増加が見込みにくく、積極的な消費が妨げられている可能性がある。	
●社会保障費などの負担増加に対する不安による貯蓄増加	本稿で検証
高齢化が進むアメリカでは社会保障費の増加が見込まれており、今後の国民負担の増加により、生活防衛意識が高まる。	
●世代別の消費感覚の違い	本稿で検証
ミレニアルズ世代（1980～2000年頃生まれ）は、家や車の所有に関心が薄いと言われるが、そのインパクトは不透明。	
●高齢化の進行	本稿で検証
●所得格差の拡大	

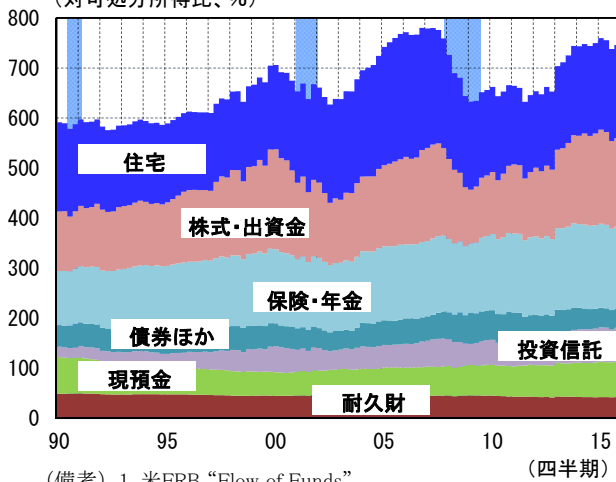
(備考) 日本政策投資銀行により作成

## 2. 金融危機後の家計資産・負債の変化による資産効果と個人消費

- 金融危機前の家計は、住宅価格の上昇期待を背景に借入に依存した住宅購入を行ったほか、価格が上昇した住宅を担保に借入（ホーム・エクイティ・ローン）を行い、消費を増加させた。しかし、金融危機後は、消費の原資となる所得が減少したばかりでなく、住宅価格や株価の下落により資産効果はマイナスとなり、積み上がった負債の返済に追われた。結果として、消費の水準は一段と低下し、貯蓄率は上昇した（図表2-1、図表2-2）。
- その後は、FRBが3度にわたる量的緩和政策（QE）を実施したこともあり、株価や住宅価格は徐々に回復してきた、不良債権処理の進捗もあって家計負債は縮小し、家計の純資産は12年以降改善を続けている（図表2-2、図表2-3）。他方で、家計所得が増加しバランスシートの改善が進んだにもかかわらず、貯蓄率は高止まりし、消費支出の伸びは弱くなっている。
- この背景には、金融危機の反省を踏まえて10年にドッド・フランク法が成立し、住宅ローンの借入基準が厳格化されるなど、金融規制の強化によって行き過ぎたリスクテイクが抑制されてきたことがある。加えて、金融危機を経験した家計、金融機関においては、新たなリスクテイクに対する慎重姿勢が残っていると考えられる。結果的に、株価や住宅価格には過度な上昇は生じておらず、貯蓄率の低下を伴うような力強い消費はみられていない。

図表2-1 家計資産対可処分所得比

(対可処分所得比、%)

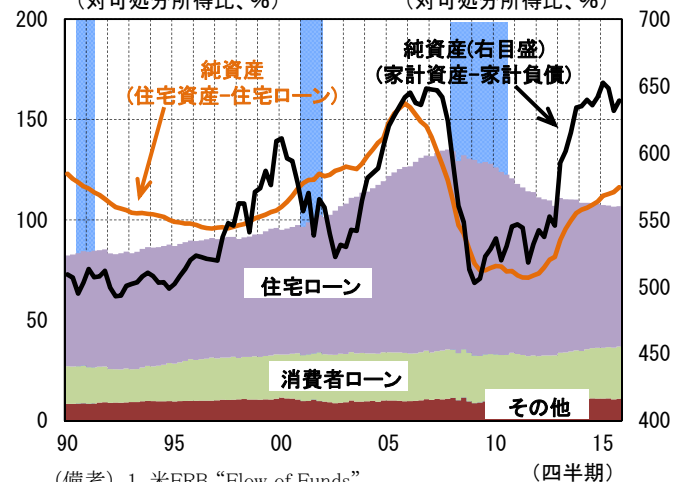


(備考) 1. 米FRB “Flow of Funds”  
2. 網掛けは景気後退局面

図表2-2 家計負債対可処分所得比

(対可処分所得比、%)

(対可処分所得比、%)

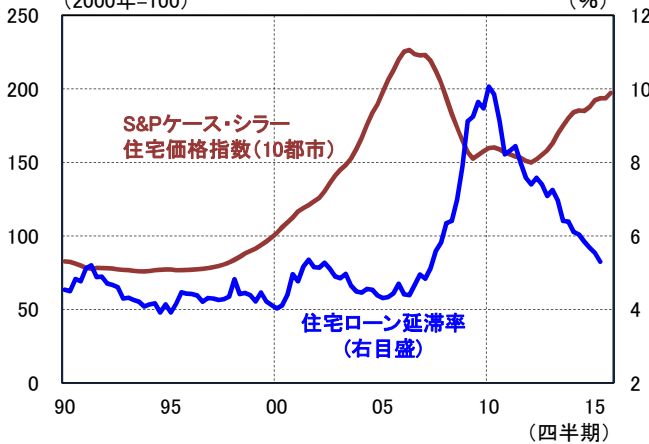


(備考) 1. 米FRB “Flow of Funds”  
2. 網掛けは景気後退局面

図表2-3 住宅価格と住宅ローン延滞率

(2000年=100)

(%)



(備考) 1. S&P、米抵当銀行協会 “Mortgage Bankers Association”  
2. 住宅価格指数は3ヵ月平均

図表2-4 ドッド・フランク法における住宅関連の規制強化

### 第14章 抵当貸付改革・反略奪的貸付法

抵当貸付の際の審査基準の厳格化

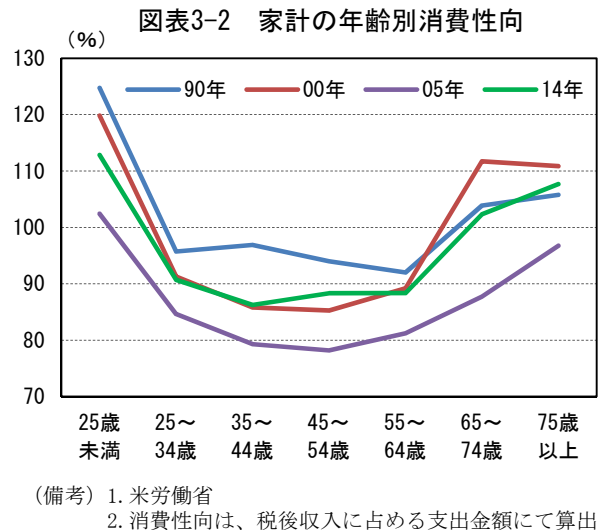
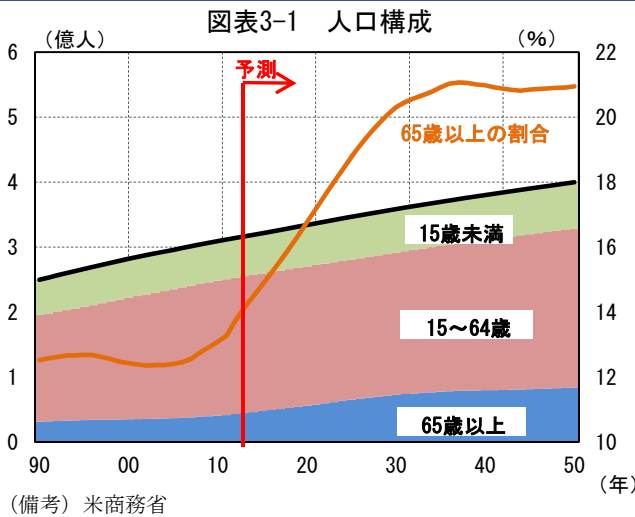
消費者の返済能力に応じた合理的な金利水準の住宅ローン以外を認めない

一括返済（高金利貸付）の禁止

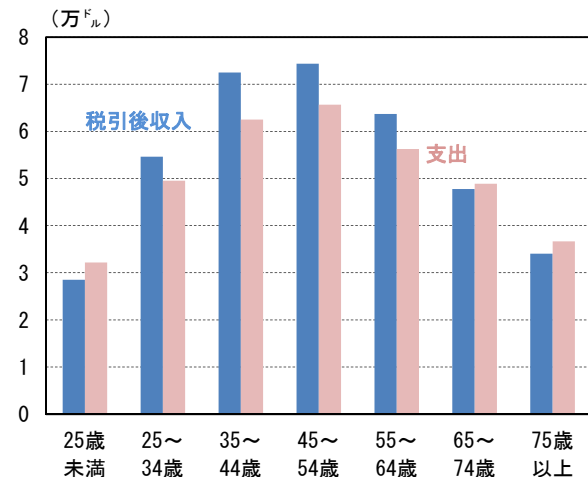
消費者が専門家に相談可能なようにカウンセリングを設置受ける

### 3. 高齢化による消費の下押し

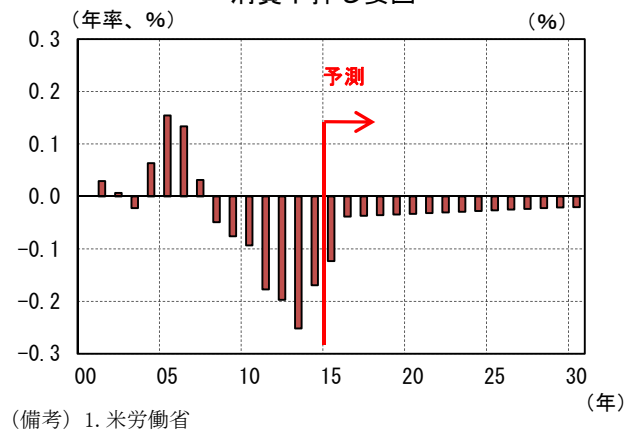
- 金融危機後の景気の落ち込み・回復による循環的な要因については、所得の改善という形で消費の伸びを支えると期待できる。他方で、金融規制以外の構造要因が、長期的な消費を抑制する可能性がある。
- 米国の人口は、自然増のほか、移民などの人口流入である社会増により年間1%弱のペースで増加する見込みだが、同時に高齢化も徐々に進行していく。これは、ベビーブーマー世代(1946年~64年生まれ)が退職年齢を迎えるためであり、65歳以上の割合は今後10数年の間に、現在の12%程度から20%超に上昇することが見込まれている(図表3-1)。
- 家計の消費性向は、35~64歳の層では低く、若い年齢における債務の返済や、退職後の備えに充てる時期となっている(図表3-2)一方、家計の年齢階級別の支出をみると、子育て世代では扶養家族数を反映して、45~54歳の層をピークに35~64歳の層で支出金額が大きくなっている(図表3-3)。
- ここで、高齢化に伴う世帯の年齢別構成の変化による消費への影響をみるため、各年齢階級別の世帯数の割合を一定とした場合と、実績及び米政府の見通しに沿って高齢化が進む場合の消費支出の差を試算した。07年頃までは支出金額の低い65歳以上の世帯の割合が低下していることもあり、人口構成の変化が消費を押し上げてきた。だが、その後は高齢化に伴って、08年以降で消費の伸びが抑えられており、この時期の貯蓄率上昇の一因となったとみられる。他方、15年以降も下押しは継続するものの、その影響は16年で0.04%pt程度にとどまるとの結果となった(図表3-4)。



図表3-3 家計の年齢別平均収入・支出(2014年)



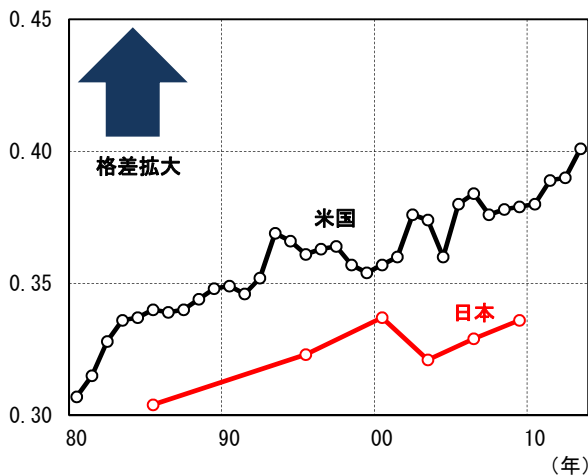
図表3-4 人口構成の変化による消費下押し要因



#### 4. 中位層の収入が伸び悩む中、格差の拡大が進行

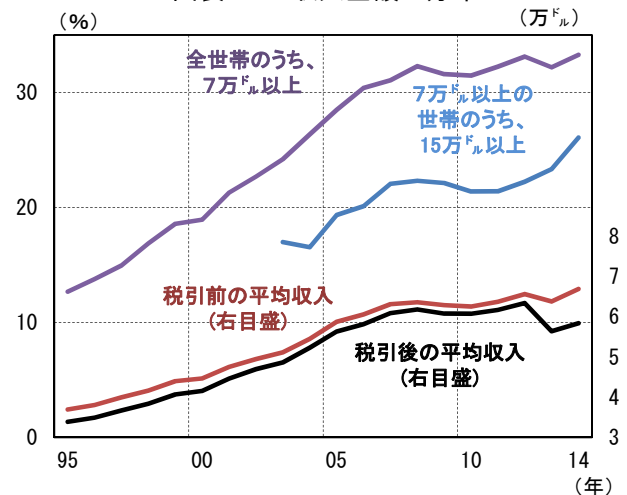
- 構造的な要因の二つ目として、米国の格差の問題について考える。大統領選が本格化する中で、米国における格差拡大の問題が改めて注目を集めているが、所得分配の不平等さを図るジニ係数は長期的にみて一貫して上昇しており、格差は拡大している（図表4-1）。また、収入金額別の分布では、05年を過ぎたあたりから7万ドル以上の収入世帯に広がりが見られない一方、そのうち15万ドル以上の世帯数の割合は上昇している。すなわち、一部に超高額収入者が生まれているが、中間層以下の収入金額が増加していないことが分かる（図表4-2）。
- 階層別の状況を見ると、上位20%（第Ⅴ五分位）は金融危機後も12年まで収入金額が増加してきた。その後は、プッシュ減税終了の影響で上位層を中心に税引後収入金額が減少したが、依然として階層別での収入金額の開きは大きく、上位層が米国経済に与える影響は極めて大きい（図表4-3）。
- 収入階層別の消費行動をみるために、92年から14年までの実質収入階層別の消費性向をプロットした（図表4-4）。消費性向は、所得だけでなく年齢・世帯人員数等の条件によって変化するとみられるが、総じて見れば、収入金額が増加するほど消費性向が低下していること、低所得層では社会保障給付や貯蓄取り崩し等によって、消費性向は大きく100%を上回ることがわかる（図表4-4）。

図表4-1 ジニ係数



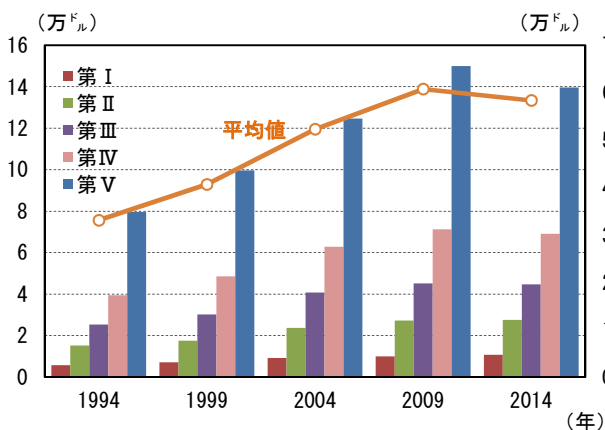
(備考) 1. OECD “Income Distribution and Poverty”  
2. ジニ係数は、可処分所得を基準とする

図表4-2 収入金額の分布 (万ドル)



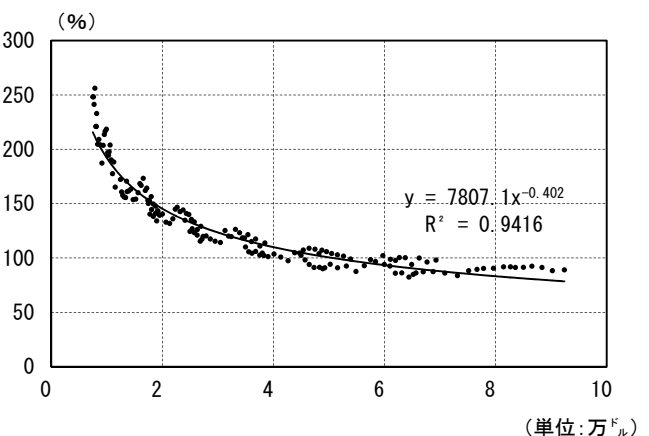
(備考) 1. 米労働省  
2. 収入金額は税引前の名目値

図表4-3 階層別の収入金額



(備考) 1. 米労働省  
2. 収入金額は税引後の名目値

図表4-4 収入別の消費性向



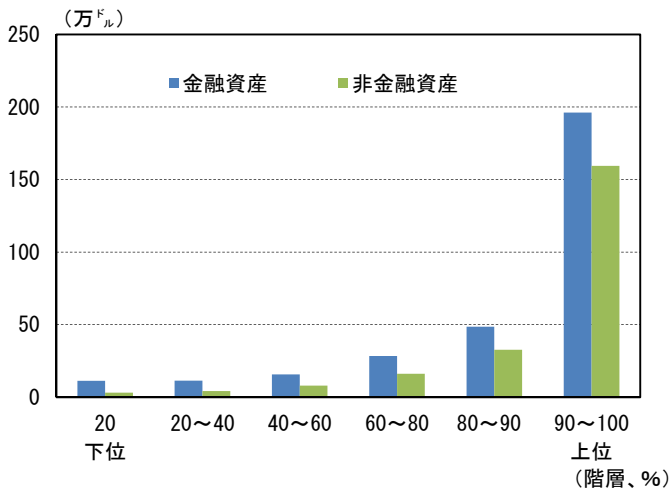
(備考) 1. 米労働省 “Consumer Expenditure Survey”  
2. 消費性向は、税引後収入に占める支出金額にて算出  
3. 92年から14年の各年における収入金額を09年基準で実質化



## 5. 資産格差の拡大により、富裕層の影響が高まる

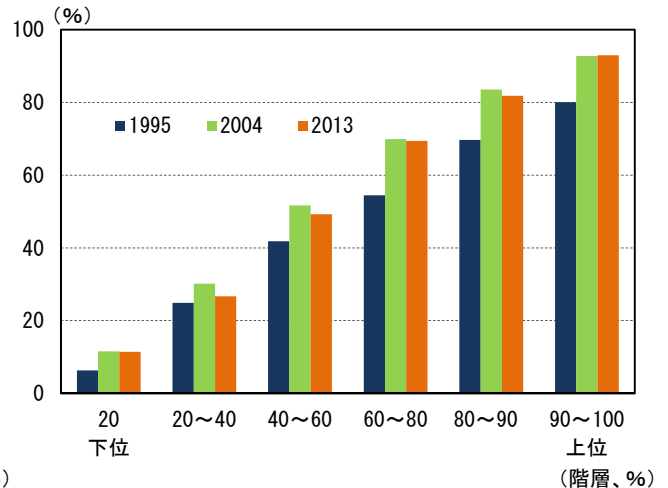
- 次に、収入階層別の保有資産価格規模をみると、株式などの金融資産や住宅・非上場株式などの非金融資産のいずれも、収入金額の大きい階層がより多く保有している。(図表5-1)。
- このうち、流動性が高いため、資産効果を通じて消費への影響が大きいと考えられる株式に絞り、資産規模格差を確認する。図表5-2では、収入階層別の株式保有割合は高額収入者ほど高い。また、図表5-3によると株式保有額からみる資産格差は拡大しており、配当などを含む財産所得の格差も広がっていると考えられる。結果として、富裕層の消費が株式市場の変動の影響を受けやすいことが分かる(図表5-2、5-3)。
- 近年の株価変動が消費者に与えた影響をマインド指標からみると、13年～14年末には、株価が上昇しており、消費者マインドは所得水準によらず全体的に上昇していた。15年には雇用環境の回復が継続したことから所得中位層ではマインドの改善がみられたが、9月にかけて株価が下落した局面では、所得上位層を中心にマインドが悪化した。15年の個人消費は、支出金額の大宗を占める上位層のマインド悪化が下押し圧力となった可能性がある。資産格差が拡大したことで、消費は従来以上に、富裕層の影響を受けやすいものとなっていると言える(図表5-4)。

図表5-1 家計の収入階層別 資産の価格中央値



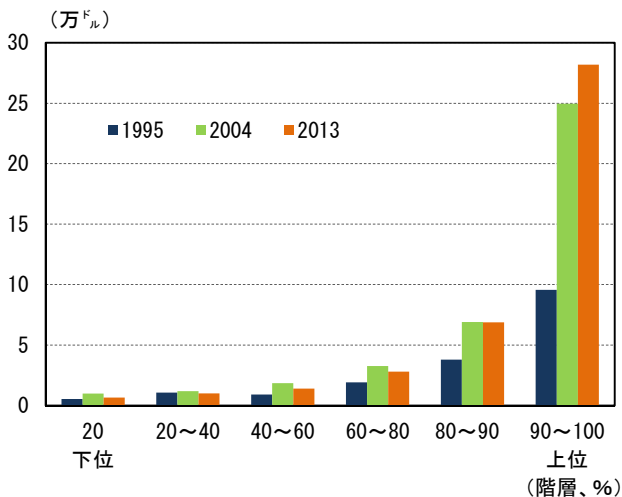
(備考) 米FRB “Survey of Consumer finances”

図表5-2 収入階層別 株式保有割合



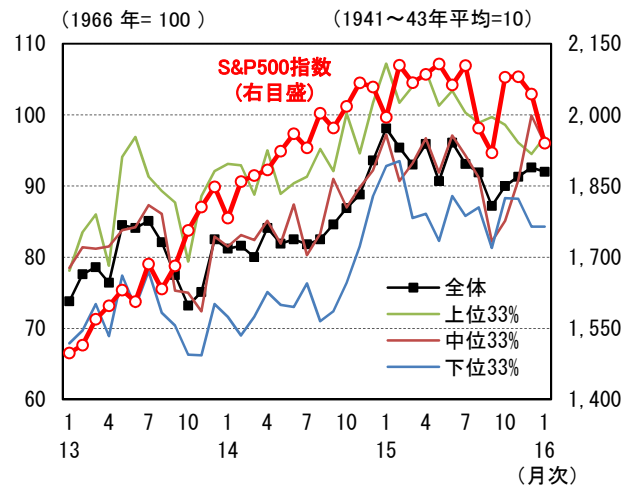
(備考) 米FRB “Survey of Consumer finances”

図表5-3 家計の収入階層別 株式保有額の中央値



(備考) 米FRB “Survey of Consumer finances”

図表5-4 収入階層別の消費者マインドと株価

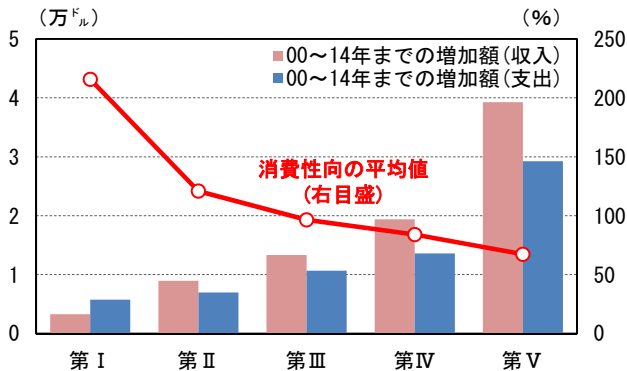


(備考) ミシガン大、S&P

## 6. 所得格差の拡大は消費を押し下げ

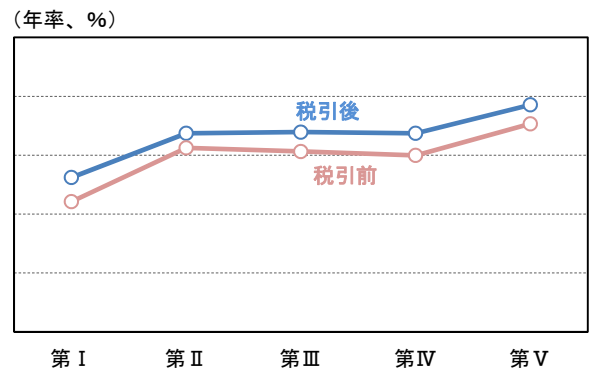
- 所得五分位別に00年から14年までの収入増加額をみると、最も豊かな層である上位20%（第Ⅴ五分位）の増加金額が一番大きく、最も貧しい層である下位20%（第Ⅰ五分位）が最も小さい。一方で、00年から14年までの消費性向をみると、収入の上位層ほど支出にまわす割合が小さい（図表6-1）。
- 00年からブッシュ減税の適用が終了する前の12年までの収入階層別の伸び率は、上位層が下位層より高く、格差が拡大していた（図表6-2）。しかし、ブッシュ減税が終了するとともに高所得層への課税が強化され、税引後の収入では階層別の伸び率の差はほぼ横ばいとなった。従って、ブッシュ減税終了によって格差は一旦是正されたものの、これまで拡大した格差が維持されている（図表6-3）。
- ここで、過去15年間の収入階層毎の所得増加率を用いた「格差維持ケース」（①）と、「格差縮小ケース」（②）を想定し（図表6-3）、各階層が図表4-4の消費性向に沿って消費を行うときの消費への影響を試算した。その結果、①では②に比べて、消費支出が16年で0.07%pt程度押し下げられることが示された。低所得層の平均消費性向は高所得者よりも高いため、収入分布がより公平なものとなれば、より多くの金額が消費支出にまわることになる。
- 本稿では、単純な想定を置いて構造的要因の試算を行い、足元で高齢化が0.04%、格差が0.07%程度消費を押し下げるとの結果を得た。政策面からみると、高齢化に対しては移民政策等を除けば、短期的な対応余地は限られる一方、格差縮小に向けては最低賃金の引き上げや累進課税の強化といった議論の余地は大きい。ただし、累進課税の強化は勤労意欲を阻害する可能性もあり、再配分に主眼を置いた政策は政治的な対立が深まる懸念がある。低所得層の所得向上を図るための教育・職業訓練などを行い、格差を是正する政策を検討することが必要と考えられる。

図表6-1 階級別収入金額の増加



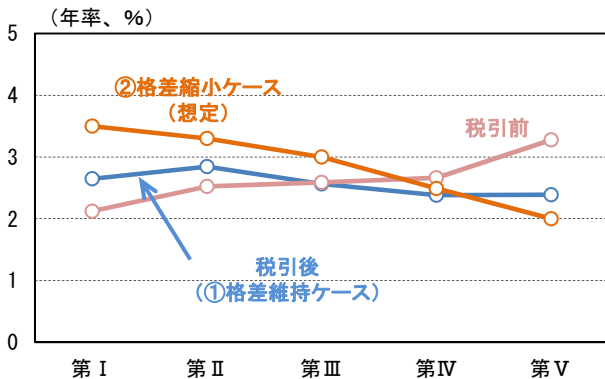
(備考) 米労働省

図表6-2 収入の伸び率（ブッシュ減税終了前）



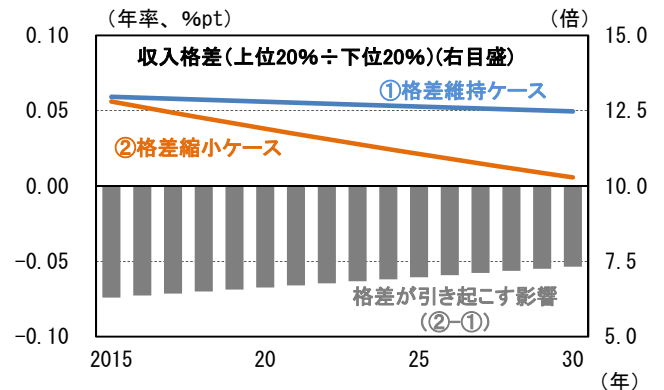
(備考) 1. 米労働省より日本政策投資銀行作成  
2. 00~12年までの年率換算値

図表6-3 収入の伸び率（ブッシュ減税終了後）



(備考) 1. 米労働省より日本政策投資銀行作成  
2. ①は00~14年(実績)の年率換算値。②は、全体の収入増加率を①に等しくした上で、格差がなだらかになるよう階層毎に収入の伸び率が変化すると想定

図表6-4 格差の消費への影響と収入格差



(備考) 1. 米労働省“Consumer Expenditure Survey”  
2. 図表6-3で想定した階層毎の収入増加率の差による消費への影響を試算

- ・本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：日本政策投資銀行と明記して下さい。
- ・本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 産業調査部  
Tel: 03-3244-1840  
E-mail: report@dbj.jp