



Washington D.C. Political and Economic Report

Masaharu Takenaka 竹中 正治
ワシントン駐在員事務所 所長
(202)463-0477, mtakenaka@us.mufg.jp
ワシントン情報 (2006 / No.025)
2006年4月20日

「貯蓄が足りない！」

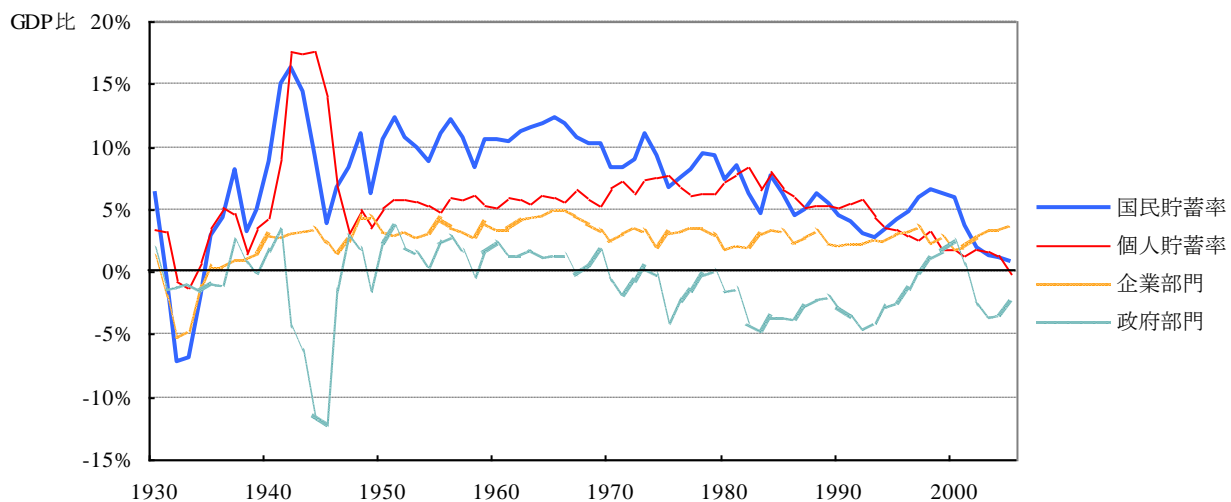
～国民貯蓄率低下に関する米国内の議論～

2005年の米国家計の貯蓄率は1934年以来始めてマイナスとなり、企業、政府部門を含めた国内貯蓄率全体も1%以下となった。上院財政委員会は4月6日、米国の貯蓄率低下問題に関する公聴会を開催。GAO 経済調査部長を始めとする証言者が国民貯蓄率の趨勢的な低下が米国経済に与える影響について陳述した。全米経済研究所 (NBER) の Martin Feldstein 所長は Foreign Affairs 誌に投稿し、米国国民貯蓄の低下とその調整が世界経済に与える影響について論述。米国の「過少貯蓄問題」は今に始まったことではないが、その結果として起こり得る中長期的経済調整についての諸議論を紹介する。

【「3つ子の赤字」：国民貯蓄に関する GAO 報告】

上院財政委員会は今月6日、「21世紀に備える貯蓄：米国は世界的競争力の維持に十分な貯蓄をしているか？」と題した公聴会を開催。会計検査院 (GAO: Government Accountability Office) の Thomas J. McCool 経済調査部長、Fidelity Investments 社 Jurrien Timmer 市場調査部長、Brookings 研究所の Barry P. Bosworth 研究員および Lael Brainard 研究員が同公聴会に証言した¹。

図表1：米国における国民貯蓄率の趨勢 (1930～2005年)



出典：商務省経済分析局 (BEA) 統計を基に当行作成

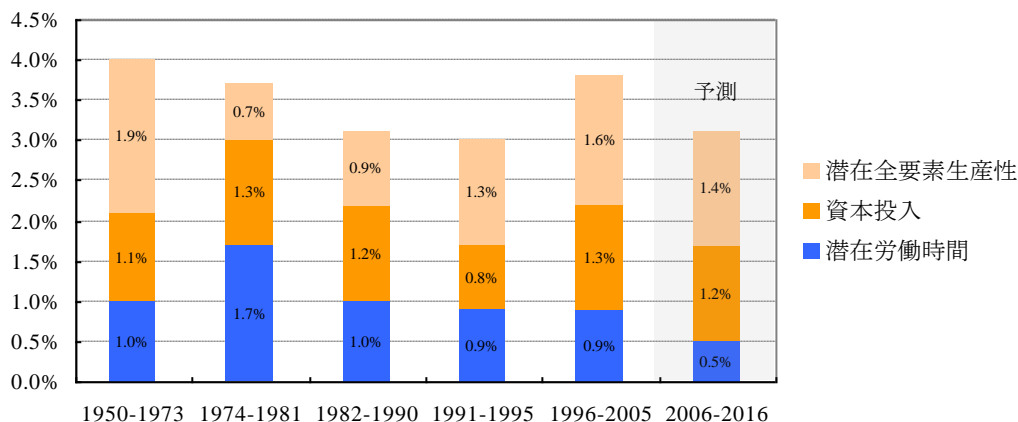
¹ 公聴会証言は以下のウェブサイト入手可：<http://finance.senate.gov/sitepages/hearing040606a.htm>

GAO が 6 日提出した証言報告書は、米国経済の「三つの赤字」として、財政赤字と経常収支赤字に加えて Saving Deficit（貯蓄不足）の問題に言及している²。2005 年の国民貯蓄率は大恐慌時代の 1934 年以来初めて GDP の 1%を割り込み、個人貯蓄もゼロを割る水準に低下（図表 1）。企業部門の貯蓄率（在庫・資本支出調整済みの留保利益）は、1960 年代以来の歴史的な高水準である GDP 比 3.7%にまで上昇した。しかし、これを相殺する幅で政府部門および個人部門の貯蓄が低下した結果である。

人口の高齢化が進む現在、個人貯蓄率の低下は深刻な問題であると GAO 報告書は指摘する。現行の社会保障年金制度が退職労働者に支給する年金給付は平均労働者の退職前所得の約 4 割に過ぎない。退職後の生活水準の維持に必要な追加所得は民間年金プランなどの私的な資産形成によって補われなければならないが、その源泉となる個人貯蓄は年々低下する傾向にある。個人可処分所得に対する家計純資産の比率は依然として高い水準にある。しかし、①家計資産の分配には著しい格差があること、②株式や不動産など資産価値は市場価値に大きく依存していること、などを考慮した場合、全体的な資産所得比率の高さを以って問題なしとすることはできないと GAO は指摘する。同報告によると、米国家計純資産全体の中央値は 2004 年に 9 万 3100 ドル（約 10.7 百万円）であったが、分布の格差は大きく、上位 10%の中央値は 1400 万ドル強（同 1.6 億円）、下位 10%の中央値は 1700 ドル（同 19 万円）に過ぎない。従って、所得・資産水準の中下位クラスを中心に将来大量の退職困窮者が発生する可能性がある。

社会保障信託基金および Medicare 信託基金の見通しによると、米国労働力の増加率は 2010 年以降減速し、2020 年以降はほぼゼロに近づく。資本形成、あるいは全要素生産性（労働と資本の使用効率）が増加しない限り、労働投入量の増加率減速は米国経済の成長率を押し下げる。議会予算局（CBO）によると、今後 10 年間における非農業部門生産成長率は、労働力供給増加の寄与度が過去 10 年間の 0.9%から 0.5%に減少する結果、従来の 3.8%から 3.2%に減速する見通しである。将来豊かな国民生活を保証するためには今から貯蓄と投資を振興し、教育、職業訓練、研究開発等を通じた生産効率性の向上に努める必要があると GAO 報告書は指摘する。

図表 2：潜在生産成長率への寄与度内訳（非農業部門）



出典：GAO 報告書に基づき当行作成

² GAO, “National Saving: Current Saving Decisions Have Profound Implications for Our Nation's Future Well-Being” Washington D.C. Representative Office

【世界経済の貯蓄・投資不均衡は米国自身の経済活動の結果】

Brookings 研究所の Barry Bosworth 氏は 6 日の公聴会で、国民貯蓄率に関する他国との比較分析を報告。世界経済の貯蓄・投資不均衡は米国自身の経済活動の結果であると指摘した。同氏によると、米国の国民貯蓄率は他の先進国に比べて趨勢的に低い水準にあったが、家計貯蓄率の低下という傾向自体は欧州や日本など他先進国でも共通に見られる。しかし、貯蓄率を企業と家計を合計した民間部門に限って見た場合、日本と欧州の民間貯蓄率が横ばい、あるいは穏やかな減少に止まっているのに対し、米国の民間貯蓄率は 1980 年代後半以降目立った減少傾向を示している。

図表 3：国民貯蓄と資本形成の国際比較 (%)

	グロス国民貯蓄が国民所得に占める割合					グロス資本形成が国民所得に占める割合				
	1980-89	1990-94	1995-99	2000-04	2005	1980-89	1990-94	1995-99	2000-04	2005
米国	17.5	14.8	16.9	14.6	12.9	19.7	17.3	19.3	18.7	19.4
日本	30.9	31.8	28.5	26.1	26.3	28.7	29.7	26.9	24.1	22.8
欧州	21.5	20.8	21.1	20.5	20.3	21.7	21.2	20.2	19.9	19.8
アジア新興市場	33.0	35.0	36.0	36.3	40.6	31.3	33.7	33.6	32.2	35.7
中南米新興市場	20.5	18.4	18.7	19.2	17.8	22.2	20.9	22.0	20.0	16.9
中東	22.8	18.5	23.6	28.1	40.6	23.1	25.0	23.0	21.6	21.2

出典：Barry Bosworth, "United States in a Global Context"

Bosworth 氏はこの事実を基に、米国における貯蓄・投資の不均衡は国際的に比較して突出した水準にあると結論。一方においては、こうした不均衡が米国を現在危機的な状況に陥れているわけではないと指摘し、グローバル化した金融市場で資金を調達できる米国企業にとって、低い国内貯蓄は重大な問題ではないと述べた。同氏はまた、ドル相場の過大評価は国内生産コストを引き上げ、米国労働者の雇用機会を損ねているとも述べている。

【米国の「貯蓄の回帰」がもたらす経済の低成長】

2006 年 5 月/6 月付 Foreign Affairs 誌は、「貯蓄の回帰(The Return of U.S. Savings)」と題する Martin Feldstein 全米経済研究所 (NBER) 所長の寄稿論文を掲載。Feldstein 氏は、過去 10 年間における家計貯蓄の劇的な減少傾向は近々逆転するという自説に立ち、長期的には望ましい米国の家計貯蓄率の回復も、短期的には米国と世界経済に悪影響を与える可能性があるとして指摘している。同氏によると、過去 10 年間における家計貯蓄率の低下は、①株式や住宅など資産価格の上昇による消費拡大、②金利引下げに伴う住宅ローンのリファイナンス増大に負うところが大きい。資産価格の上昇による家計資産価値の増加は、貯蓄を通じた家計資産増加の場合とは異なり、実際のマネーフローが企業投資に回らない。米国の住宅担保のローン債務は 2004 年だけで約 1 兆ドル増加 (過去 5 年間では約 3 兆ドルの増加) したが、このうち新築住宅の購買に充てられなかったローン債務の純増分は約 6,000 億ドル、年間個人可処分所得の 7% に相当すると言う。

Feldstein 氏は、①近い将来に株価や住宅価格の年率二桁上昇は見込めないこと、②住宅ローン金利は既に下げ止まりから上昇に転じていることを理由に、過去数年に渡って個人消費拡大を



促して来た要因としてはもはや持続しないと指摘。この結果、「米国家計の貯蓄率が上昇し始めることを予測するのが妥当」と述べている。家計貯蓄率の上昇は個人消費の減速を通じて米国の GDP 成長率および雇用の成長を押し下げる可能性がある。世界経済にとっては、米国家計貯蓄率の上昇が米国の輸入の減少を通じて通商相手国の総需要に下方圧力をかける公算が高い。同氏はまた、貯蓄率の上昇は実質金利を引き下げたためドル相場下落を通じて米国の輸出が伸びる効果をもたらすが、こうした調整が十分速やかに行われられない場合、米国経済が短期的に景気後退局面に入る可能性があるとも述べている。

【大局的なドル相場下落局面の到来は不可避】

米国経済の「過少貯蓄問題」は対外的には経常収支赤字問題である。この問題の「調整」として 70 年代、80 年代後半と戦後 2 回大きなドル相場下落が起こった。現在米国の経常収支赤字は GDP 比率で 6.5% と過去最高の水準に達したが、これが当面の米国経済成長の障害要因となっているわけではない。これは、金融市場のグローバル化の結果、米国が世界市場から利用できる潜在的な投資・ファイナンスの資金フローが 90 年代以降飛躍的に拡大した結果と考えられる。しかし、いかなるトレンドも均衡から乖離する方向へ無限に続くことは有り得ない。戦後第 3 番目の大局的なドル下落局面がやがて到来することは不可避ではなかろうか。その時最大の調整幅を求められるのは、米国の最大の貿易赤字国となった中国なのであるが、求められる通貨調整は中国政府の大規模な市場介入によって先送りされている。調整の先送りが長引くほど、最終的な調整がドラスティックなものになることは自明である。

(担当：前田武史)

(e-mail address : tmaeda@us.mufg.jp)

以下の当行ホームページで過去 20 件のレポートがご覧になれます。

<https://reports.us.bk.mufg.jp/portal/site/menuitem.bd427fa51df4c80526345b1035ca16a0/>

本レポートは信頼できると思われる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。意見、判断の記述は現時点における当駐在所長の見解に基づくものです。本レポートの提供する情報の利用に関しては、利用者の責任においてご判断願います。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、出所をご明記ください。

本レポートのE-mailによる直接の配信ご希望の場合は、当駐在所長、あるいは担当者にご連絡ください。