

Contents

特集：日米貯蓄率談義	1p
<今週の”The Economist”から>	
“Eyeing the debt mountain” 「債務の山を直視する」	7p
<From the Editor> 「正しい財テク道」	8p

特集：日米貯蓄率談義

今週、『実業の日本（JN）』誌のインタビューを受けました。「経済のソコが知りたい」という企画で、テーマは「アメリカ貯蓄率の謎」。米国は貯蓄率がマイナスとはどういうことなのか、はたして計算方法は実態を表しているのか、さらに米国経済はこれからどうなるのか、といった質問を受けました。この問いに答える専門家として、筆者が適任かどうかは自信がありませんが、いい質問をいただいて面白い議論ができたと思います。

この取材に触発され、今週号は「貯蓄」を切り口にした日米の経済比較論をやってみようと思いつきました。「貯蓄」は経済にとって重要な要素であるのみならず、誰にでも身近な話題だけに、関心の尽きない話題ではないかと思えます。

貯蓄率のマイナスは何を意味するか

昨年9月から、米国では個人貯蓄率がマイナスになっている。67年ぶりというから、1930年代の大恐慌時代に、人々が生活のために個人資産を取り崩した時代以来の現象だ。おかげで各方面で取り上げられているものの、誤解の多いデータではないかと思う。

個人貯蓄率（Personal saving）とは、商務省が毎月発表する個人所得と支出の統計に付随するデータである。個人貯蓄を可処分所得で割った数字が個人貯蓄率となる。ここで誤解を招きやすい点が2つある。

まず、この場合の個人とは、民間部門から法人部門を除いた「総体」としての個人なので、純粋な家計に加えて、NPOや民間の厚生基金や信託資金も含まれている。

次に、ここでいう貯蓄とはあくまでフローのデータであり、ストックを意味するものでは

ないことにもご注意願いたい。個人貯蓄率がマイナスという、米国の一般家庭がすべて借金漬けという印象になるが、あくまでも「個人部門の年間の支出が、収入を上回っている」ことを意味しているに過ぎない。

仮に年収1000万円の人が、年間900万円を支出すれば貯蓄率は10%だが、支出が1050万円なら貯蓄率は - 5%になる。この場合、足が出た50万円分は過去の貯蓄を取り崩すか、借金をしていることになる。とはいえ、実際に1050万円使った人が、「自分は個人貯蓄がマイナスだ」と自覚しているかどうかは別問題で、普通は気づいていないことの方が多いだろう。

読みにくい貯蓄のデータ

米国の個人貯蓄率のデータは、米商務省のホームページで、"PERSONAL INCOME AND OUTLAYS"という統計の中で発見することができる。現時点の最新データは4月30日分で、ここには今年2月までのデータが入っている。以下はそれを簡略化したものである。¹

米国の個人所得と支出

	1999	2000	2001 Jan.	2001 Feb.
個人所得(a)	7,789.6	8,281.7	8,503.5	8,537.9
税金・税外負担(b)	1,152.0	1,291.9	1,364.7	1,371.3
可処分所得(c=a-b)	6,637.7	6,989.8	7,138.8	7,166.6
個人支出(d)	6,490.1	6,998.3	7,234.4	7,257.5
個人貯蓄(e=c-d)	147.6	-8.5	-95.6	-90.9
個人貯蓄率(e/c)	2.2	-0.1	-1.3	-1.3

(米商務省、3月30日発表、単位：10億ドル、月間は年率換算)

ここで注意すべきは、個人所得の源泉面に入っているのは、「賃金・給与所得」「自営所得、その他労働所得」「賃貸所得」「利子・配当所得」「移転所得」の項目だけ。**株式投資などのキャピタルゲインの実現益は、個人所得の項目に含まれていない**のである。面白いことに、個人所得から控除する税金・税外負担には、キャピタルゲイン課税の分が含まれている。つまり、個人貯蓄の統計は実態より少ないと見られるのである。

実は商務省の経済分析局は、98年からそれまで個人所得に含めてきたキャピタルゲインを除外することにした。しかし実際の消費者は、キャピタルゲイン実現益も含めて、みずからの可処分所得だと認識しているはずである。東洋経済の試算によれば、キャピタルゲイン実現益は低位推計でも「98年度で3600億ドル程度」となる。これは個人所得の約5%に相当するが、所得として取り込まれていない。²

¹ <http://www.bea.doc.gov/bea/newsrel/pi0201.htm>

² 東洋経済統計月報、99年6月号「シリーズ・この数字」

さらにいえば、家計が保有する株式の「含み益」も、実現されない限り統計には表れることがない。いわゆる株高による「富裕効果」というやつだ。90年代の株価上昇に伴って家計の資産は急速に膨張し、所得の伸びを上回る消費支出を行うことができるようになった。加えて企業が社員に与えるストック・オプションも、個人所得にカウントされていないものと考えられる。この結果、「みかけの可処分所得」は伸び悩むが、「実際の可処分所得」は高くなり、それに連れて「実際の消費支出」は伸びる。結果として、**実際の個人貯蓄（可処分所得 - 個人消費）が実態より低くカウントされてしまう。**

個人所得統計は、勘定科目を積み上げて推計されている二次統計である。ゆえに所得や支出をどう定義するかで、数字は大きく変化してしまうのだ。

これを言うと、ますますこの数字が疑わしくなるのであるが、米国の貯蓄率は98年秋に一度、マイナスに転落している。この年のクリスマス商戦は史上最高といわれ、アメリカ人の消費性向は100%を越えた。つまり個人支出が可処分所得を上回ったのである。

ところが今見ると、その時期の貯蓄率はプラスになっている。なんとなれば、99年秋から公的年金基金への政府拠出分を、個人貯蓄に参入するよう算定法式が変更したからである。これによる嵩上げ効果は約4%といわれる。商務省はしょっちゅう統計の方式を変更しているようだが、もしも旧方式で計算すれば、現在の米国の個人貯蓄率は「マイナス5%」以下になるだろう。

アメリカ人は浪費家か

ということで、貯蓄率がマイナスだからといって、平均的な米国人家庭が赤字で身動きが取れないと考えるのは早計なようだ。

ところが日本人はこのデータが好き(?)で、「やはり米国は消費が過熱している。アメリカ人は収入以上の金を使うことをやめ、貯蓄を増やさなければならない」と言いたがる人が多い。「アメリカ人は楽天的で消費好き、日本人は悲観的で貯蓄好き」というのはほとんど固定観念の域に達しているのではないだろうか。

筆者は「**アメリカ人は消費性向が高い**」というのならともかく、「**浪費家である**」とはどうしても思えないのである。米国に住んだことのある人なら賛同いただけると思うが、彼らの多くは日本人以上に慎ましい生活をしている。若い女性がブランド品のバッグを買い漁るわけではなく、サラリーマンが週末に1回3万円かけてゴルフに行くこともないし、終電を逃してタクシーで帰宅するなんて話も聞いたことがない。その手のくだらない浪費ならば、われわれの周囲の方がよっぽどたくさん例がある。

「日本の高貯蓄、米国の高消費」という現象は、あまり心理学や国民性に答えを求めない方がいいような気がする。強いて言うならば、アメリカ人は収入のほとんどを消費してしまっても問題がないような社会構造になっていて、日本人は収入の一定部分を残しておかないと不安が残るような社会に住んでいる、ということかもしれない。

たとえば住宅事情を考えてみよう。自動車なども含めた耐久消費財を買うときに、アメリカ人はいつもリセールバリューを念頭に置く。そしてまた実際に、中古住宅や中古車の相場をある程度正確に予想することができる。今現在住んでいる家が、「いざとなれば、だいたいXXドルくらいで売れる」と分かっていたら、手元にたくさん現金を残す必要はない。そしてまた実際に家族の数が変動するに従って、どんどん住み替えていくのが典型的なアメリカ人のライフスタイルである。

対照的に、バブル崩壊後の首都圏に住む日本人の場合、「今住んでいる家がいくらで売れるか分からない」恐怖が、消費行動に与えている影響は大きい。まして当人が住宅ローンを抱えている場合には、

多少、本題から離れるが、最近出版された財テク指南書として、抜群に面白いのが『投資戦略の発想法』（木村剛／講談社）である。本書によれば、**持ち家は「安全性・収益性・流動性のすべてに劣後する資産」であり、日本では不動産による資産形成は不利な選択**だという。ところが日本人のポートフォリオは、70～80%は持ち家で占められていて、金融資産は15%程度に過ぎない。よく「日本人のポートフォリオは預貯金に偏っている」といわれるが、これは実は合理的な選択なのである。不動産購入という巨大なリスクを負っているために、金融資産では冒険ができなくなっているのが現実なのだ。

日本人は貯蓄好きか

日本の貯蓄率が高くなる理由にはほかにも事欠かない。

- なんとといっても日本経済は過去にとんでもない高度成長を体験した。この間、所得成長率が高かった一方、人々の生活水準はそう急激に上昇するものではなく、消費の伸びが所得の伸びには追いつかなかった。結果として貯蓄に回る分が多くなった。つまり高度成長をする国では貯蓄率も高くなる。これは80年代以後の東アジア各国にも見られる現象である。
- 戦後の日本が中間層の多い社会となったことも関係があるだろう。人々の所得水準を乱暴に「上」「中」「下」に分けてしまうと、「上」は明日を心配する必要がなく、「下」には明日を思う余裕がない。いずれも貯蓄には不向きな人々となる。明日のために今日の計画を立て、蓄えをしようとするのは中間層の美德である。
- また日本の貯蓄事情で顕著な点として、「ライフスタイル仮説」が通用しないことがあげられる。「若いうちに貯蓄して、年を取ったらそれを取り崩す」という行動パターンは、世界中で普遍的に見られる現象なのだが、日本に限っては高齢者も高い貯蓄率を維持している。これをどう読み解くかは議論の分かれるところであろう。筆者は個人的には、「農林水産業や自営業（いわゆるパパ・ママショップ）に従事する高齢者が多く、労働化率が高い」とことと、「若い頃に窮乏生活を体験しているので欲がなく、しかも生活水準は意外と高い」からではないかと思っている。

ほかにもよく指摘される要素として、貯蓄を支援するための税制上の優遇措置、「ボーナス」という一時金制度などがある。いずれにせよ、「儉約を美德とする儒教的な倫理観」といった精神論に答えを求めようとすると、なぜ戦前の日本は貯蓄率が低かったのか、といった疑問に答えることができない。

結論として「日本の高貯蓄、米国の高消費」という傾向は、両国経済の仕組み、ないしは成熟度がもたらしていると考えた方がいい。資産形成の要諦とは、フローを上手にストックに変えることに尽きる。日本の場合、ストックとしての不動産や金融資産に合理性や効率性が乏しかったことが、バブル経済の誕生と崩壊をもたらしたのではないだろうか。

逆に米国経済はフローをストックに変えるさまざまな手法が発達しており、それがために消費性向の高い生活を送ることが可能になっている。

貯蓄不足の米国経済

米国経済の話に戻ろう。貯蓄率がマイナスでも問題はないのかといえば、そうも言いきれない。つまり個々のアメリカ人にとってはともかく、米国経済全体にとっては貯蓄が不足するのはやはりゆゆしき問題と考えた方がいい。

経済学の教科書、サムエルソンの『経済学』を広げると、「合衆国の消費支出は過去60年間にわたり、個人可処分所得の水準をきわめて緊密に追う形を取った」とある。実際、1980年代までの米国の貯蓄率は、おおむね8~12%の範囲で推移してきた。事実、可処分所得と消費の関係は、19世紀にさかのぼってまで安定していることが確認されている。

ところが1980年代後半から、個人貯蓄率は劇的な低下を遂げることになる。この間に何があったのかは、数多くの原因が指摘されているものの、結論が出ていない。よく挙げられる理由としては、「家計資産の増大」「年金制度の充実」「消費者信用の拡大」「人口の高齢化」「共働きの増加」などがある。

米国経済の成長率と貯蓄率

	91	92	93	94	95	96	97	98	99	2000
実質成長率	-0.2	3.0	2.4	4.0	2.7	3.6	4.4	4.4	4.2	5.0
個人貯蓄率	8.3	8.7	7.1	6.1	5.6	4.8	4.2	4.2	2.2	-0.1

かくして90年代の米国経済が高い成長を続けるうちに、米国の貯蓄率はマイナスにまで落ち込んでしまった。貯蓄率が減っているということは、消費者の活発な購買活動を意味している。事実、90年代の個人消費は、安定的に5%程度の伸び率を維持し、米国経済の順調な拡大を支えてきた。

ところで90年代の米国経済の好調は、個人消費もさることながら、IT関連を中心とする旺盛な民間設備投資によるところが大きかった。これがもし、80年代以前の経済であれば、

国内貯蓄の不足から金利が上昇し、長期間にわたって設備投資の活況が続くことは考えにくかったに違いない。しかしグローバル化が進んだ今日の世界経済では、高いリターンを求める資金が世界中から集まってくる。米国経済は海外の豊富な資金を効率よく利用することで、90年代の高い成長を可能にしたのである。

おそらく、このことを早くから意識していたのはルービン財務長官（95年～99年）であつたろう。前任者のベンツェン財務長官（94年～94年）がドル安論者であつたのとは対照的に、彼は「強いドルは国益」と言い続けた。ドル安によって米国産業の輸出競争力をつけることよりも、ドル高によって海外の投資家が安心して米国に投資できるようにする方が重要だと考えたのである。なぜなら国内貯蓄が不足気味の米国は、海外からの持続的な資金流入を必要としていたからである。

「強いドルは国益」という言葉は、むしろ「強いドルでなくなったら、資本逃避が起きてしまうので困る」と解釈する方が正確といえよう。

好循環が途切れるとき

「強いドル」とセットになっていたのが、「高い米国株」であつた。両者が持続する間は、海外投資家は安心して米国に投資することができた。海外からの資金がIT関連などの企業に向かい、高いリターンを上げてきたのが90年代の図式だった。

しかし**好循環は終わりを告げようとしている**。株高はブレーキがかかっているし、ニューエコノミーへの期待観も急速にしぼみつつある。実態経済の減速も2000年後半から鮮明になってきた。IMFは2001年の米国経済見通しを、昨年9月の3.2%から今年4月に1.5%まで引き下げた。OECDも同1.7%と下方修正した。

連銀のグリーンズパン議長は、かねてから貯蓄率の低さに警告を発してきた。99年秋から金融を引き締めたのも、景気の過熱を恐れたからである。しかしハードランディングになりかねない現状を見て、年初から5回連続の利下げというなりふり構わぬ金融緩和に転じている。5月15日の0.5%利下げを見て、株価は1万1000ドルを回復した。とはいえ、安心感はない。なにしろ「強いドル、高い米国株」の連鎖が途切れたら最後、資金還流が起きかねない。そうなれば急激なドル安と株安、そして景気の急激な冷え込みが懸念される。

同時に、利下げによる消費の刺激効果もおそらく限定的なものになるだろう。なにしろマイナスの貯蓄率である現状では、刺激をすればするほど個人にとっての返済負担が増大してしまうのだから。

いずれにせよ米国経済の変調の背景には、明らかに貯蓄不足という事実が横たわっている。この先、米国経済がソフトランディングに向かうとしたら、マイナスになった個人貯蓄率は回復を示すだろう。つまり今後もこの数字には注目が必要である。

<今週の”The Economist”から>

”Eyeing the debt mountain”

May 12th, 2001

Asia

「債務の山を直視する」

(p34-35)

***今週から”The Economist”誌は誌面をカラー版に刷新。なんだか違う雑誌のようですが、論旨はいつも通りのようです。**

<要約>

「聖域なき改革」を小泉純一郎は施政方針演説でぶち上げた。本当だろうか。日本の新首相は政治、経済、社会、それに政府を変えるための戦いに取り組むだろう。だが、彼がなすべきは細部を詰めることである。

小泉氏が重点を置いているのは、政府の恐るべき財政を片づけること。10年にわたる支出は689兆円(5.6兆ドル)の負債を残し、日本は世界最大の重負債国となっている。毎年の財政赤字はGDPの10%に近い。このままでいけば、政府の負債は10年以内で倍増する。

日本の内情は見かけ以上に悪い。長期金利は1%を上回る程度で、政府の金利負担は低い。政府の負債は3倍になったものの、年間の金利負担は1986年当時と変わらない。日本の財政当局をなやませるのは、金利の上昇懸念である。最悪の場合、投資家が高い金利を課すことによって、財政はますます悪化し、円も下落して経済も破綻する。

小泉氏は2段階の処理を約束する。最初に来年度予算から、国債の発行を30兆円以内に制限する。それから予算を「プライマリー・バランス」に載せ、負債の借り換え以外の新規借入れを注視する。こうすれば政府債務はコントロール下における。

ところが小泉氏のプランは明らかでない。財務大臣は2002年には33.3兆円の国債発行が必要だと思っている。ゆえに3兆円以上の歳出削減か、新たな歳入が必要である。文字どおり、債務の山に取りかかるだけなのだが。景気の悪化を受けて、小泉氏は次の演説で増税の可能性を否定した。だが負債に取り組むのならば、増税をしなければならないだろう。

政府の赤字を増しているのは、社会保障費と医療費の増大。1970年以来、医療支出の対GDP比は2倍になり、社会保障支出は3倍になり、この間の政府歳入はゆるやかに伸びたに過ぎない。日本は欧州レベルの福祉を米国レベルの税金で賄い、足りない部分を借りている。

長期的な解決策は小泉氏が望んでいない増税である。竹中経済担当相は、1998年に試算した結果を示している。2007年までにプライマリーバランスを達成しようとしたら、法人税を上げれば日本の競争力が失われ、所得税を上げれば仕事への意欲が失われる。そうすれば消費税を5%から14%に上げるしかない、と竹中は言う。他の論者はもっと高い数字を挙げる。高齢化によって社会保障費と医療コストが上昇するので、対GDP比15%まで増税する必要があるという。

<From the Editor > 正しい財テク道

今週号で紹介した『投資戦略の発想法』（木村剛／講談社）は、個人向け財テクの指南書としては前例がないほど硬派でストイックで面白い本です。こうすれば簡単にお金儲けができる、などとは言いません。それどころか、途中で何度も本を投げ出したくなるくらい、きびしいことを読者に要求するのです。たとえばこんな感じ。

- ・まず自分の資産の一覧表を作りなさい。
- ・借金している人は、まず返すことから考えなさい。返済に勝る運用なし。
- ・節約こそリスクのない高利回り金融商品。
- ・二年分くらいの生活費は、生活防衛資金として手をつけてはいけません。
- ・生活水準を管理できない人は、投資を管理することなど絶対に出来ません。
- ・株で財産形成をするのはしょせん二流。超一流は仕事だけで財産形成が出来る。

これでは読者のほとんどが、投資には不適格な人ということになりそうです。その反面、本書のアドバイスに素直に従えるような人ならば、少なくともうまい話にだまされて火傷を負うようなことはないでしょう。もっともそういうタイプの人はいわゆる少ないし、そもそも財テク本に手を出そうとはしないかもしれません。

筆者の友人K氏も本書を読んで「グサリ」と胸に突き刺さった口らしく、「家は買っちゃって、ローンは有るし。子供がいると、お金もままならない」とぼやいた挙げ句、「酒も飲まなきゃ女も抱かず、百まで生きた馬鹿もいる。あ～、あやかりたい」とやけくそ気味のメールをくれました。

同感ですなあ、ご同輩。お互い、大金持ちには縁がなさそうですが、お金を使わないで後悔することだけは避けましょうね。

編集者敬白

- 本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、日商岩井株式会社の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記にてお願いします。

〒135-8655 東京都港区台場 2-3-1

<http://www.nisshoiwai.co.jp>

日商岩井ビジネス戦略研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-2183

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.co.jp