

米国、複合打撃下で期待インフレ底堅さ

2019/1/25

家計資産 10 年で 2 倍などの耐性、GDP 比で金利も抑制

米国経済は複合打撃下で、期待インフレが底堅さを維持させている。最新 1 月の米ミシガン大学消費者信頼感指数によると、先行きの期待インフレ率は 1 年先が 2.7%と前月比横這い、5 年先は 2.6%と前月の 2.5%から上昇した。予想物価指標のブレイク・イーブン・インフレ率 (BEI) も、昨年 10 月以降の急低下が一服となっている。米国では預金を含めた家計純資産が 10 年で 2 倍近く急増し、過去比で耐性バッファが増強されているほか、名目 GDP 伸び率を長期金利が下回る緩和環境も堅持されている。

米国の 75 歳以上層、資産が 20 年で 3 倍増

「米国の退職世代については、個人退職口座 (IRA)、確定拠出年金 (401k)、投資信託を通じた運用などにより、各年時点で 75 歳以上となっている年齢層の金融資産が過去 20 年で約 3 倍に増加した。それに対して日本の 70 歳以上層は、20 年間で金融資産が伸びていない。同じ退職世代の保有する世帯当たり金融資産を比較すると、日本は米国の半分以上となっている」――。

金融庁は昨年 7 月、「高齢化社会における金融サービスのあり方」についての中間整理を公表したが、その中ではこのような日米ギャップを問題視している。金融庁が米 FRB 統計を為替換算した米国の年齢階級別金融資産額 (一世帯あたり平均) によると、米国の 75 歳以上資産は 1998 年の 1952 万円から、2007 年が 3126 万円、2016 年は 5870 万円と急増してきた。それに対して日本の 70 歳以上は、1994 年の 2060 万円から 2014 年は 2059 万円と、20 年にわたって横ばい停滞している。

日本では退職世代の資産増加が止まるなかで、急速な高齢化が進展。社会保障改革の遅れとあいまって、将来不安や年金不安を増幅させてきた。米国では格差拡大の問題を抱えつつも、平均値として退職後も家計資産が増加し、それが年金など老後資産の安心感を付与させることで、期待形成や期待インフレ、個人消費にプラスの効果を与えている。

米国では退職世代を始めとした株式運用での資産増加だけでなく、預金や不動産を含めて家計資産が全体で増加している。FRB による家計純資産 (負債との差し引き) は、昨年 7-9 月時点で 109.04 兆ドルと前期比 +2.1 兆ドルの増加となった。直近最低である 2009 年 1-3 月の 57.74 兆ドルからは、+1.9 倍、+51.30 兆ドルもの倍増となっている。債務も増加傾向にあるが、7-9 月は 15.90 兆ドルとなり、前回の住宅・金融バブル時である 2008 年 7-9 月の 14.70 兆ドルからは小幅増にとどまっている。

こうした家計資産増加も耐性バッファとなる形で、米国では期待インフレが底堅さを保ったままだ。最新 1 月の米ミシガン大学消費者信頼感指数 (速報) は、昨年後半からの株安や原油急落、政府機関閉鎖、貿易摩擦の不透明感といった複合打撃のなか、約 2 年ぶりの低水準に急低下した。しかし、「先行きの期待インフレ率」は、1 年先が 2.7%と前月比で横這いとなっている。5 年先は 2.6%と前月の 2.5%から上昇。前年比の変化幅は +0.1%となり (前月も +0.1%)、3 カ月連続でプラス化を堅持させている。

2015 年から 2016 年や 2011-2012 年の株安局面では、この前年比変化幅が連動してマイナス幅を拡大させた。FRB による前回の利下げ転換局面である 2007 年 9 月に関しても、1 年前の 2006 年 9 月からマイナス転落が散見されている。1998 年 9 月の利下げ転換局面では、同年 1 月からマイナス定着という先行減速シグナルを発している。その点、現状段階での期待インフレの底堅さは、FRB による利下げ転換の後ズレや当座の様子見を促すものだ。

過去景気後退、名目 GDP 前年比での金利上振れ以降

米国では予想物価指標であるブレイク・イーブン・インフレ率 (BEI) も、昨年 10 月以降の急低下が一服となってきた。また、S&P500 の業種別リターン (ブルームバーグ算出) によると、22 日までの年初来では上昇率の上位に、カジノ・ゲーム、地方銀行、投資銀行・証券会社、レジャー用品、アパレル・アクセサリ・贅沢品――などが並んでいる。いずれも期待インフレの底堅さがプラスとなる業種だ。

もちろん、米国の家計資産については、昨年 10 月以降の株価急落による資産効果減少や、昨年までの FRB 利上げと金利上昇を受けた家計債務の負担上昇に対する警戒感が強まってきた。同時に過去 10 年での家計資産 2 倍増に関しては、「株式保有者など一定の所得層以上に偏重したもの」といった格差拡大の問題も大きい。

それでも米国では個人退職口座 (IRA)、確定拠出年金 (401k)、投資信託などを通じて、幅広い年齢層と所得層が株式を保有している。FRB 調査によれば、「全米の約半分の世帯 (6000 万あまり) が株式を保有している」 (大和総研) という。2016 年時点で「世帯あたり株式保有額 (中央値) は 4 万ドル」 (同) とされており、2009 年以降の長期株高は富裕層だけでなく、米国の広範な家計資産に余裕を付与させてきた。

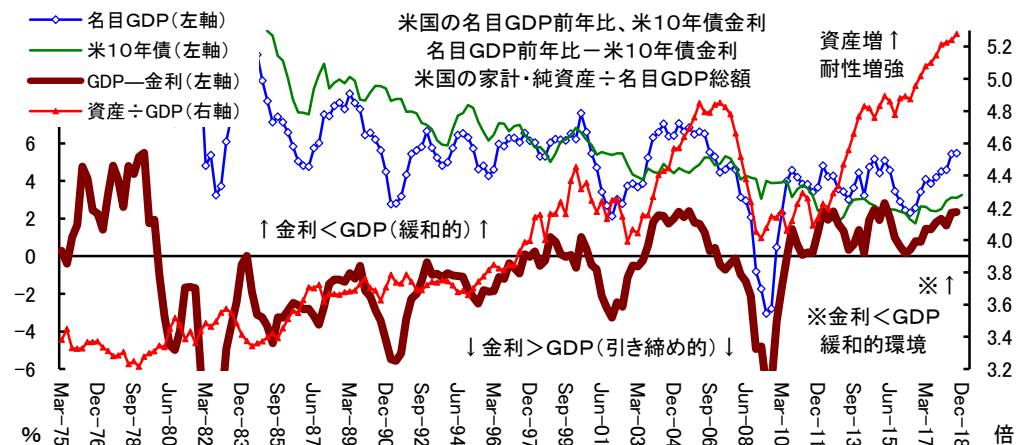
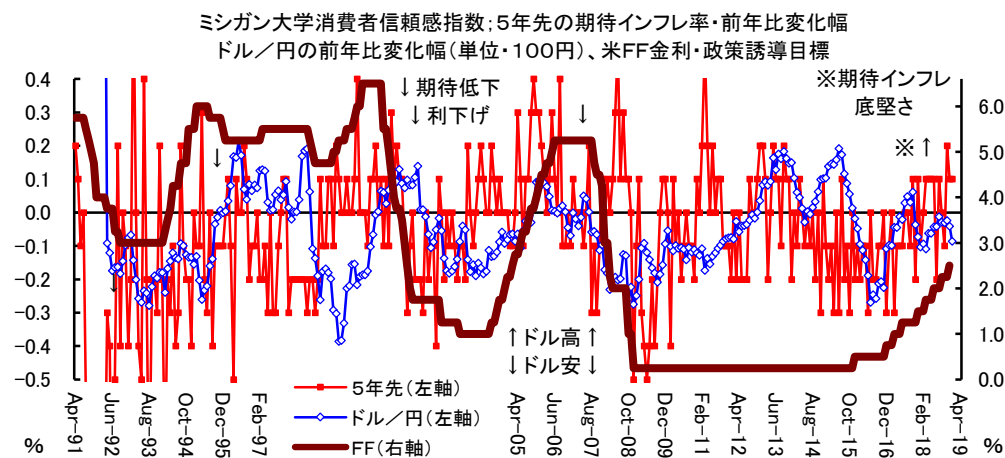
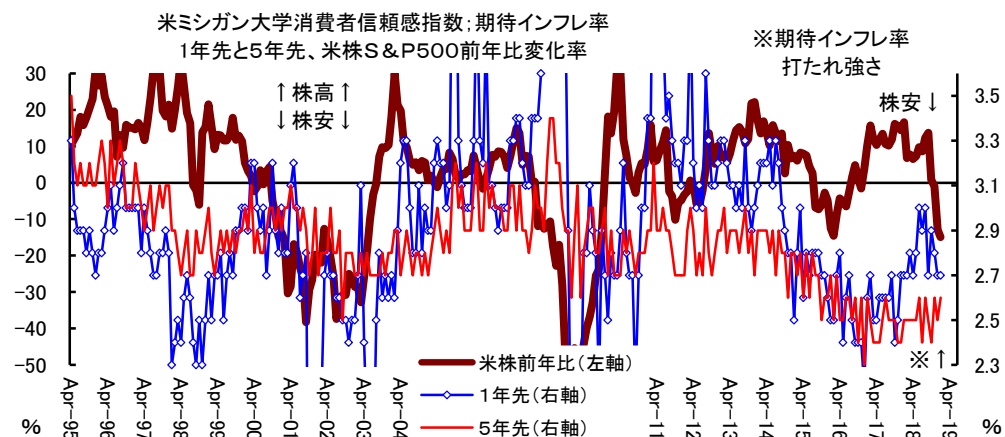
しかも現在は純資産に対する負債の比率が

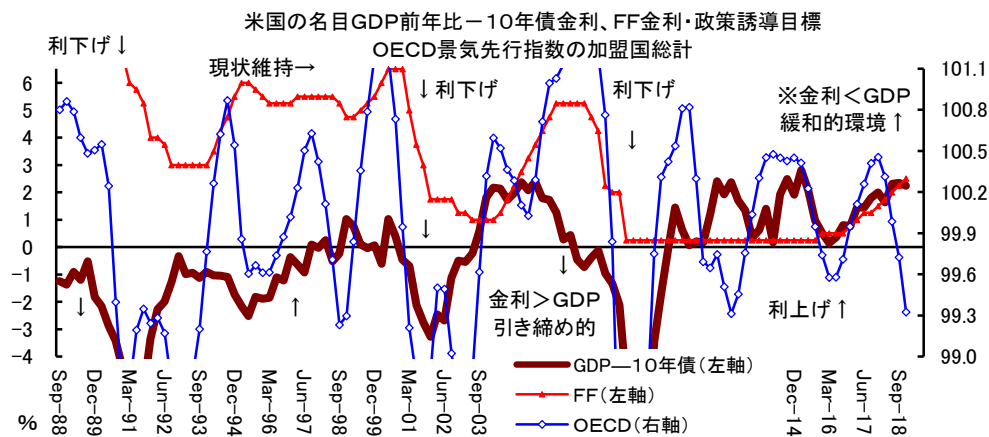
14.6%であり、2008年の24%から大きく低下している。一方で家計純資産の名目GDP総額に対する比率は約5.28倍となり、直近最高である2006年10-12月の4.84倍を大きく上回ってきた。先行き資産バブルの逆回転リスクは警戒される一方、当座は「過去10年で倍増の50兆ドル増」という家計資産増加の余裕と資産効果の長期累積が、過去の景気減速との相対比較で米国内需の打たれ強さを増強させいく。

同時に過去の過去の景気減速との比較で、米国経済を下支えするのが「名目GDP前年比に対しての10年債金利の下振れ定着」という金融緩和環境だ。昨

年7-9月でいえば名目GDPが前年比+5.5%に対し、米10年債金利は期中最高が3.11%となった。結果、双方の格差は+2.4%となり、2014年7-9月以来のプラス幅拡大となっている。格差のプラス化は2010年以降、8年超に及んでいるが、実に1979年以来という長期緩和環境の定着となっている。

米国の1970年代以降の過去実績として、「名目GDP前年比-米10年債金利」の格差がマイナス方向に拡大し、引き締め環境が強化されない限りは、米国の景気後退（リセッション）や継続的な利下げ転換入りは回避されている。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複製もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。