

Today's Headline 今日のヘッドライン

“ジュネーブから今を見る”

梅澤 利文
ストラテジスト



米個人消費を支え続けた過剰貯蓄について

昨年、米国の個人消費を支えた要因の1つが過剰貯蓄の存在でした。推定データを見ても、22年は過剰貯蓄が使われていたと見られます。過剰貯蓄の規模は巨額で、当面、消費を支える可能性は想定されます。ただし、規模だけでなく、保有構造など過剰貯蓄の内容を見ると、期待したほど消費に過剰貯蓄が回されるのか慎重に見守る必要もありそうです。

■ 米12月の小売売上高、全般にさえない内容

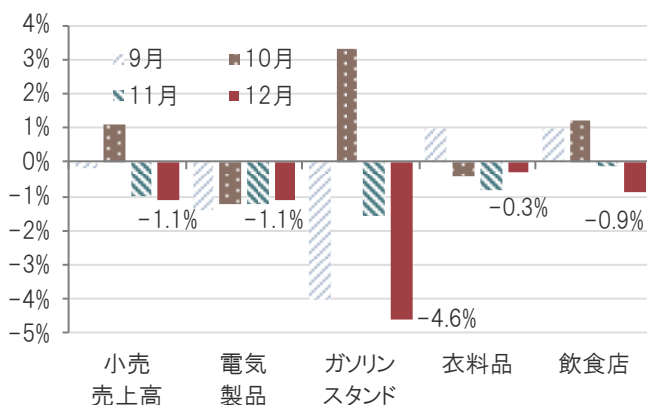
米商務省が2023年1月18日に発表した22年12月の米小売売上高は前月比マイナス1.1%減と、市場予想のマイナス0.9%減や、前月のマイナス1.0%減を下回りました(図表1参照)。

インフレ下の年末商戦という時期の消費動向となる今回の小売売上高の内訳では、家具や電気製品などが軟調でした。コロナ禍の巣ごもり需要が一巡したことで財消費が伸び悩んでいるようです。

一方、経済再開で回復が期待されているサービス消費は、外食動向を反映する飲食店が振るわなかったことから、鈍化の兆しが見られます。

図表1: 米小売売上高と主要項目の売上高の推移

月次、期間: 2022年9月~2022年12月、前月比、数字は12月分のみ



出所: ブルームバーグのデータを使用してピクテ・ジャパン作成

■ 米国の過剰貯蓄はピークアウトし、減少に転じている

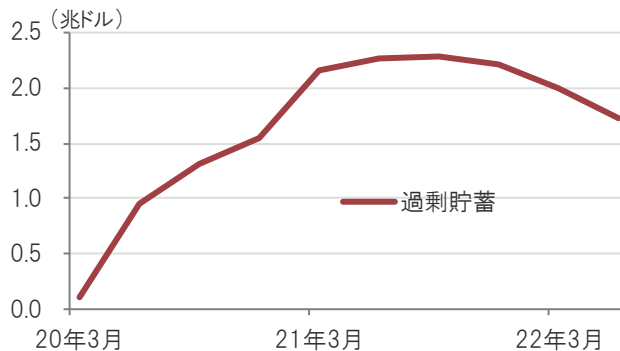
米個人消費はコロナ禍に積み上がった過剰貯蓄を支えに強い、という期待にやや陰りが出つつある可能性があります。この背景を米連邦準備制度理事会(FRB)の調査をベースに振り返るとともに、今後懸念される課題について述べます。

まず、過剰貯蓄の考え方をイメージとして述べます。最初に、フローの貯蓄を、「可処分所得から消費支出と利払いなどを控除」と定義し、フローの貯蓄の各項目の過去のトレンドからの乖離について、変化の方向を考えて積み上げたものが過剰貯蓄(累積額)というイメージです(図表2参照)。

推定方法により数字の違いはありますが、FRBの調査を参照すると21年後半に2.3兆ドル程度に達した後、昨年前半末で1.7兆ドル程度に減少した

図表2: 米過剰貯蓄(累計額)の推移

四半期、期間: 2020年1-3月期~2022年4-6月期



出所: FRBのデータを使用してピクテ・ジャパン作成

データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

と見られます。

過剰貯蓄が生み出された要因をみると主に2つで、財政支援策と消費支出の減速です。財政支援策は米政府による家計向けの現金給付や、失業対策など手厚い経済支援で、20年前半から21年半ば過ぎまで過剰貯蓄の形成に寄与しています。消費支出の減速はコロナ禍の買い控えが生み出した貯蓄です。消費支出の減速は21年前半まで過剰貯蓄の積み上げ要因でした。しかし、21年半ば頃から消費支出は過剰貯蓄のマイナス要因に転じました。22年になると消費支出は明確に過剰貯蓄の減少要因となっています。積み上がった貯蓄を活発に使い始めたからと見られます。

■ 過剰貯蓄は依然、巨大な規模を誇るが消費下支えに問題もみられる

過剰貯蓄の引き出しで昨年半ばには、その規模が1.7兆ドル程度になったと見られます。ピークから約4分の1程度が使われた計算です。それでも過剰貯蓄の規模は依然巨額で、個人消費を支え続けると見られます。しかし、単に残高が減ったという理由以上に、期待外れの要因もあるようです。

その要因は過剰貯蓄の保有の偏りです。FRBの調査によると所得分布の上位半分程度が過剰貯蓄の約8割を保有し、所得分布の下位半分は2割程度の保有に過ぎないと推定しています。消費への影響では、所得下位のグループは消費性向が高く、お金を使う傾向がある一方で、消費性向の低い所得上位グループが大半を保有しています。支出の中身にも注意が必要です。過剰貯蓄の使い道は消費支出と同時に債務返済、要は借金を返すことなどにも相当程度の規模が使われていることが調査に示されています。コロナ禍に免除されていた学生ローンなどの返済に使われていた様子です。また、株式市場などへ投資した人もおり、過剰貯蓄は必ずしも流動性の高い預金等に滞留していないようです。過剰貯蓄の残高が、全て即座に消費に回る資金と見込まない方がよさそうです。

■ 将来的な問題として、家計における債務不履行の増加が懸念される

過剰貯蓄の規模について、これまでの展開を振り返ってきました。低所得に属するグループの規模縮小による消費への期待が減る一方で、将来の懸念として家計部門における債務不履行の増加にも注意を払う必要がありそうです。

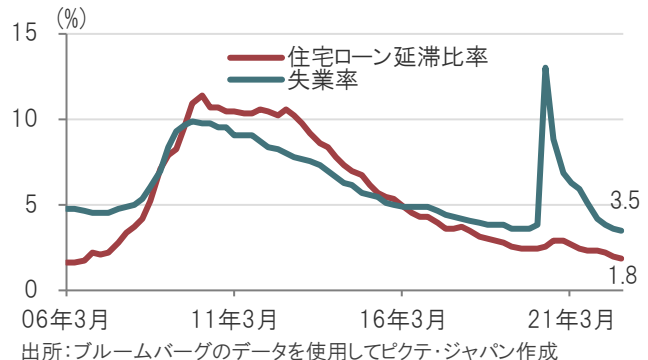
この懸念はあくまで、将来の話です。足元は異様なまでに安定しています。家計の代表的な債務である住宅ローンの延滞比率を見ると極めて低水準だからです(図表3参照)。過去の失業率と住宅ローンの延滞率の動きを見ると、同程度で推移する傾向が見られます。一方、足元の住宅ローン延滞率は失業率を大幅に下回っています。また、コロナ禍で失業率が急上昇したものの、延滞率への影響は限定的でした。失業率の上昇が短期に収束したことも含め、米当局の大胆な金融・財政政策の効果が大きかったためと見られます。

ただし、最新となる昨年12月の失業率も3.5%と低水準ですが、インフレ抑制政策を続けることで、失業率が今後は上昇に転じることも考えられます。また、家計への財政支援策もほぼ期限切れで、今後は自力での返済が続くものと思われれます。

今日、明日の問題でないことは再度強調いたしますが、仮に失業率が上昇に転じたならば、債務問題にも注意を払う必要があるのかもしれない。

図表3: 米国の住宅ローン延滞比率と失業率の推移

四半期、期間: 2006年1-3月期~2022年7-9月期



ピクテ・ジャパンの投資信託をご購入する際の留意事項

1. 投資信託に係るリスクについて

- (1) 投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります)に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆様が投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- (2) また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

2. 投資信託に係る費用について (2022年12月末日現在)

ご投資いただくお客様には以下の費用をご負担いただきます。

- (1) お申込時に直接ご負担いただく費用: 申込手数料 **上限3.85%(税込)**
※ 申込手数料上限は販売会社により異なります。
※ 投資信託によっては、追加設定時信託財産留保額(上限0.6%)をご負担いただく場合があります。
- (2) ご解約時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保額 **上限0.6%**
- (3) 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用: 信託報酬 **上限年率2.09%(税込)**
※ ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。
※ 別途成功報酬がかかる場合があります。
- (4) その他費用・手数料等: 監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます(これらの費用等は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を記載することはできません)。
ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、ピクテ・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

当資料をご利用にあたっての注意事項等

■ 当資料はピクテ・ジャパン株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。■ 運用による損益は、すべて投資者の皆様が帰属します。■ 当資料に記載された過去の実績は、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。■ 当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。■ 当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。■ 投資信託は預金等ではなく、元本および利回りの保証はありません。■ 投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。■ 登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。■ 当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

ピクテ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第380号

加入協会: 一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会 日本証券業協会

データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。