

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 丸山義正 03-3497-6284 maruyama-yo@itochu.co.jp

増税にも関わらず、米国の個人消費が底堅いのは何故か？

年明け後の米国の個人消費支出は、増税による負担の増加などはあるものの、住宅資産と金融資産の増加やファイナンス面での自由度拡大、増税規模を上回る所得増加などに支えられ、堅調推移を維持。但し、今後はガソリン価格上昇による負担増加に留意が必要。

年明け後の消費支出は底堅い

2013年初めからの増税にも関わらず、米国の家計部門が底堅く推移している。1月の個人消費支出は名目が前月比0.2%、実質は0.1%と共に3ヶ月連続で増加した。2月と3月それぞれについて、1月と同じ伸びを確保出来れば、1～3月期の実質個人消費支出は前期比年率2.2%と10～12月期の2.1%と同程度の伸びを達成することになる。

こうした個人消費の底堅さの背景として、バランスシート面の要因と所得面での要因が指摘できる。

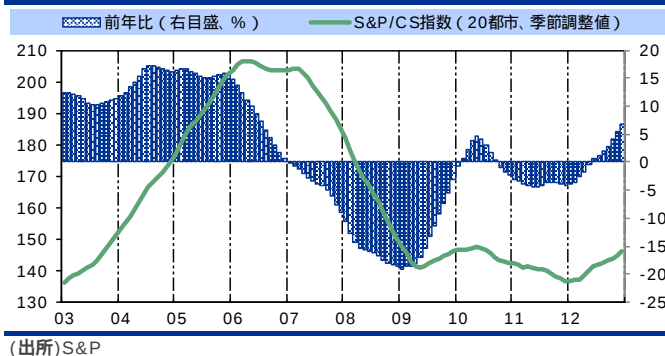
住宅資産と金融資産の拡大

まず、バランスシート面の要因の第一として、住宅価格の上昇を受けて、住宅資産を主体とする家計の有形資産残高が拡大していることがある。有形資産残高は2011年4～6月期をボトムに2012年10～12月期まで6四半期連続で拡大し、既にボトムを8%上回る水準に達した。第二に、株高を映じて金融資産も拡大している。金融資産残高は金融危機直後の2009年1～3月期をボトムに逸早く回復へ転じていたが、2012年7～9月期には金融危機前のピークを上回り、10～12月期には史上最高を再び更新した。年明け後に株高が加速していることも踏まえれば、2013年1～3月期には更なる増加が見込まれる。

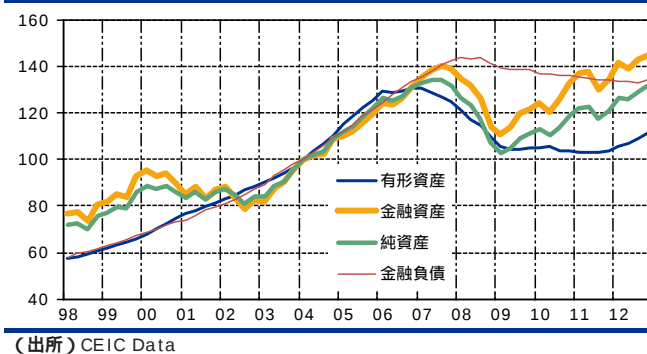
金融負債の反転

第三に、資産価値が増す一方で金融負債も底入れから持ち直しに転じ、家計のファイナンス面での自由度や柔軟性が増していることが指摘できる。住宅ローンや消費者金融などの金融負債残高は2011年7～9月期に概ねボトムに達したものの、その後も一進一退が続いてきた。しかし、2012年10～12月期には前期比年率4.0%と、比較的是っきりとした増加を示している。こうした金融負債の増加に、上述の資産価値拡大が影響しているのは言うまでもないが、より重要な点は所

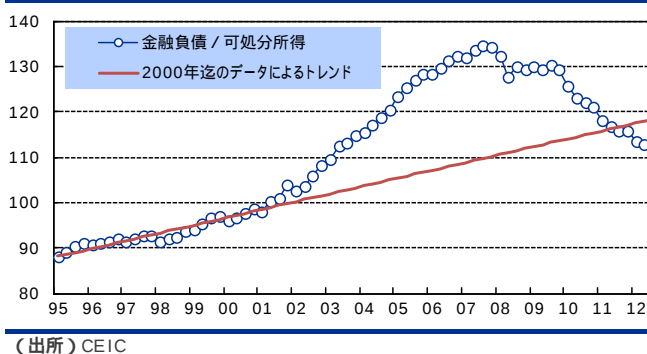
S&P/CS住宅価格指数



家計の純資産などの推移（2004Q1=100）



家計の可処分所得に対する金融負債の比率（%）



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

得との対比において金融負債の過剰感が概ね解消した点であろう。当社が過剰感把握のメルクマールとしている金融負債の可処分所得に対する比率は 2000 年までのトレンドを明らかに下回っている。

純資産も年内に過去最高へ

10～12 月期に金融負債は増加したが、住宅資産と金融資産が負債の伸びを上回る増加を示したため、純資産残高（総資産 - 金融負債）は金融危機前のピークにあと一步のところまで迫っている。住宅価格の上昇は 2013 年も続くと考えられるため、年内にも純資産残高は史上最高に達する見込みである。

1 月所得低迷の主因は駆け込み配分の反動

一方、所得面の貢献も大きい。足元の所得動向は明らかに不冴えである。個人所得は 2013 年 1 月に前月比 ▲3.6%、税金支払を除いた可処分所得は ▲4.0% と大幅に減少した。こうした減少の原因は財政問題であり、その一つの現れが増税である。但し、増税が所得減少の直接的な主因ではない。給与税増税（厳密には社会保障関連支払の増加に伴う移転所得縮小）は、可処分所得を 0.9%Pt 押し下げたに過ぎず、1 月の所得減少の理由の 4 分の 1 にしか該当しない。1 月の所得減少の主因は財政問題を受けた企業による増税前の駆け込み配当と 駆け込みボーナスの反動である。

企業が配当課税強化前の駆け込み配当により投資家に報いようとしたため、昨年 11 月の配当所得は前月比 4.2%、12 月は 32.8% 増加と急増した。1 月の配当所得は反動から ▲34.8% と大幅に減少している。

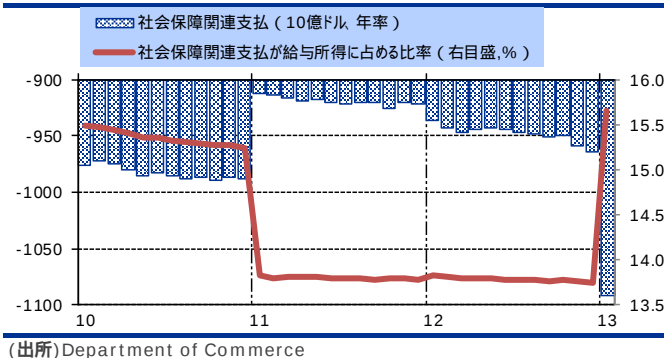
増税前にボーナスを支払うことで従業員の手取り収入を増やす狙いから、企業がボーナス支払を前倒ししたため、民間部門の賃金は 11 月前月比 1.3%、12 月 0.9% と大幅に増加した。1 月には、その反動が生じ、▲0.6% となっている。なお、1 月の賃金水準は 10 月を 1.2% 上回っており、賃金の増勢トレンドは維持されている。

1 月の所得減少は、 と による影響が大きい。つまり、1 月の所得減少は、財政問題を受けた企業行動の変化により所得の取得時期のズレがもたらしたものとと言える。簡単に言えば、1 月の所得減少の大部分は、11・12 月の所得増加が剥落し、10 月までの状況に戻ったに過ぎず、家計は深刻な所得減少と捉えていない。

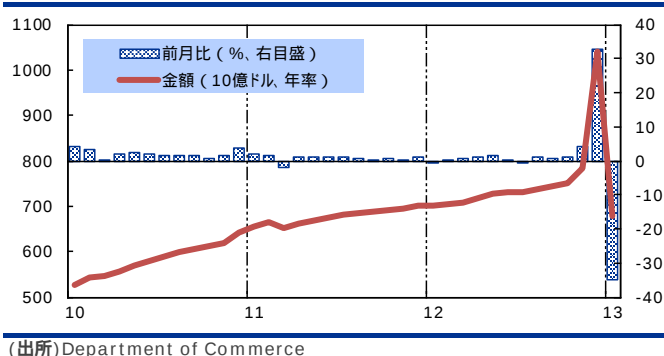
増税を補う賃金増加

既に述べたように、1 月の所得減少の主因とは言えないが、増税が家計を圧迫していることも確かである。可処分所得 0.9%Pt の押し下げを無視はできない。但

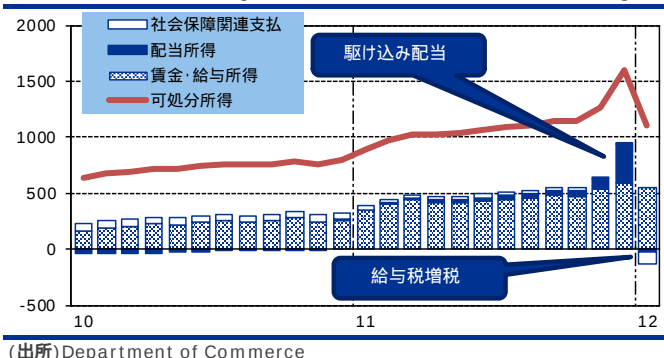
給与税増税の影響



配当所得



可処分所得の推移（2008年12月からの増減、10億ドル）



し、過去1年間という軸でとらえれば、実は、増税による負担拡大以上の賃金増加が実現している。給与税増税により、家計の社会保障関連支払は2013年1月に前年同月から1,545億ドル増加したが（年率表記）、賃金水準はそれを上回る1,964億ドルも増加している。前年対比で家計の使えるお金が減った訳ではなく、ある程度の増税（厳密には減税の終了）に耐えられるだけの所得の厚みを、家計は獲得していたと言える。

消費者マインドが早期に改善

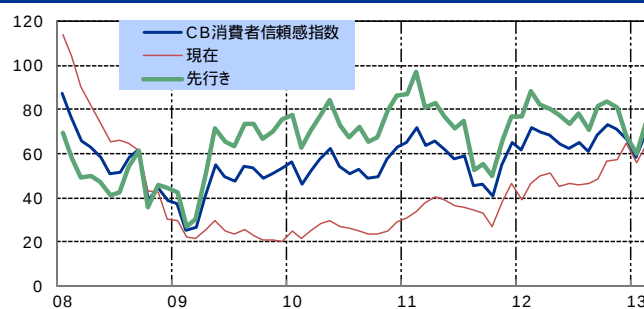
消費者マインドは財政問題への懸念から昨年末に悪化した後、年明け以降は思ったより早く持ち直している。その主たる理由は、全体として見て不十分とは言え、高所得者向けを除きブッシュ減税の延長が決まったことである。しかし、他にも本稿で指摘した住宅資産及び金融資産の価値拡大や、金融負債の調整終了、そして増税を賄えるだけの賃金増加が、家計の消費意欲を支えていると考えられる。

なお、昨年11～12月の駆け込み配当や駆け込みボーナスを多くの家計は貯蓄に回している。上述した駆け込み配当とボーナスの剥落から、1月の貯蓄は大幅に減少したが、それでも11～1月の3ヶ月合計の貯蓄額は、8～10月合計の1.3倍に達した。これまでに積み上がった貯蓄の取り崩しにより所得補てんが可能な点も今後を考える上ではポジティブと言える。

ガソリン価格の動向には注意が必要

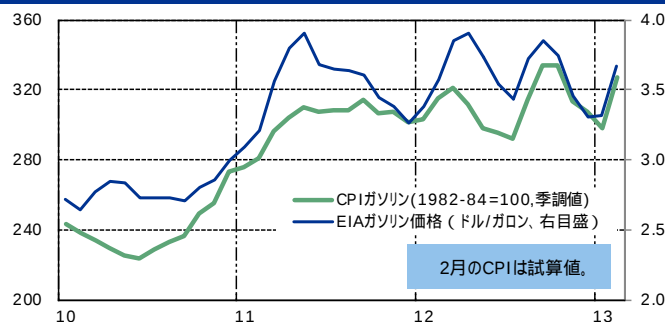
但し、新たな懸念材料もある。ガソリン価格の上昇である。1月はエネルギー価格の下落により、消費デフレーターが前年比1.2%（12月1.4%）と2009年以来の低い伸びを記録し、実質ベースの消費支出拡大をサポートした。しかし、2月以降はガソリン価格が大幅に上昇している。2月のガソリン価格は季節調整ベースで1月から1割近くも上昇、こうしたガソリン価格の上昇に伴う負担増加は消費支出の約0.3%にも相当する（ガソリン支出は名目個人消費支出の3.9%を占めるため、1割弱の価格上昇で約0.3%の消費支出増加に繋がる）。2月までのガソリン価格上昇であれば、本稿で指摘したバランスシート面と所得面の改善に支えられ、1～3月期も個人消費支出は前期比年率2%程度の拡大を維持できる見込みである。これがメインシナリオと言える。しかし、3月も同様のガソリン価格上昇が続けば、実質可処分所得の目減りを通じて、個人消費を抑制する可能性も否定はできないだろう。

消費者信頼感指数の推移



(出所) The Conference Board

ガソリン価格とCPIガソリン



(出所) EIA, BLS