

米国における家計のバランスシートと個人消費

国際局 東宏香、眞壁祥史、平田渉

Bank of Japan Review

2023年4月

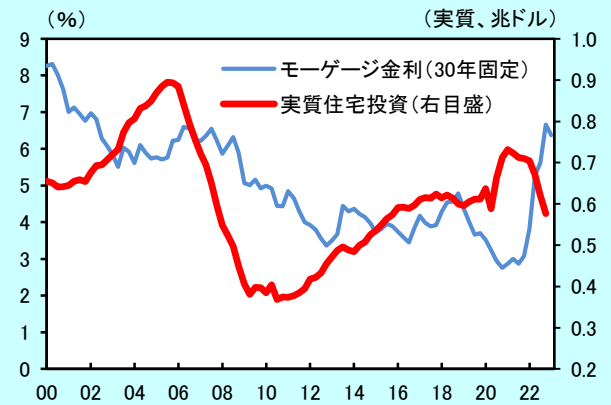
本稿では、金融環境の引締まりに伴う米国住宅市場の減速などを踏まえ、住宅を主要な構成要素とする米国家計のバランスシートの状態が個人消費に及ぼす影響を考察する。米国では、住宅ローンの大半が固定金利物で占められるもと、今次の金利上昇局面でも住宅ローンの利払い負担は抑制されているほか、延滞率も低位にある。また、住宅価格の変動により家計の借入余力も変動するというメカニズムは過去と比べて発現しづらくなっている。さらに、消費者信用の状況を見ると、低・中所得層に属する家計を中心に利用が増加しているが、過度な増加はみられず、デフォルトリスクの高まりは抑制されているとみられる。以上より、家計のバランスシート調整圧力は小さく、個人消費は金融環境の引締まりに対して一定の頑健性を有していると考えられる。ただし、インフレ圧力が残存し、一段の金融引締めが行われる結果、雇用環境が急速に悪化する場合や、住宅価格の下落ペースが加速する場合などには、こうした状況が反転し、個人消費が下押しされる可能性に留意する必要がある。

はじめに

米国では、FRBによる金融引締めに伴う住宅ローン金利の大幅上昇を受けて、住宅投資がはっきりと減少するなど、景気は減速傾向を示している（図表1）。過去の経験を踏まえると、景気の減速局面では、住宅価格の下落や雇用環境の悪化を通じて家計のバランスシートが悪化し、債務の延滞やデフォルトの発生が消費を下押しするリスクが懸念される。

以上を踏まえて、本稿では、米国家計のバランスシートの状態が個人消費に及ぼす影響を考察する。最初に、今次局面における米国家計のバランスシートの特徴について、所得階層別の違いなどに焦点を当て、相対的に消費性向が高いと考えられる低・中所得層に属する家計の状況を中心に整理する。次に、家計の資産・負債において大きな割合を占める住宅に注目し、今次の金利上昇局面における住宅ローンの返済負担や、住宅の資産効果について整理する。最後に、足もとの個人消費の増加に寄与していると考えられる消費者信用に関するリスクの状況について概観する。

【図表1】米国の住宅市場



(注) 直近は実質住宅投資が2022/4Q、モーゲージ金利が2023/1Q。

(出所) HAVER

所得階層別にみたバランスシートの特徴点

家計のバランスシートには、消費や貯蓄など家計の経済活動の積み重なるの結果が表れており、その内容は、所得水準などに応じて多様性に富んでいる。このため、バランスシートの状態が個人消費に及ぼす影響を考えるうえでは、所得階層別に、それぞれの特徴を把握することが重要であると考えられる。

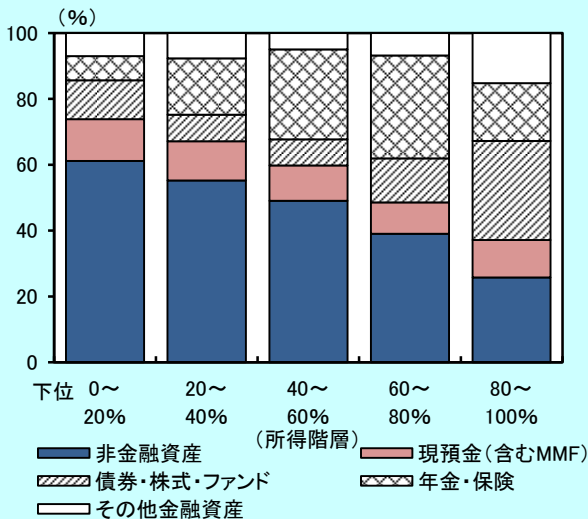
住宅市場と個人消費

以上を踏まえて、本節では、低・中所得層に属する家計の資産・負債両面で大きな割合を占める住宅資産および住宅ローンの動向を確認し、その個人消費への影響について考察を加える。

(住宅ローンの返済負担)

金融引締めが進展するもとの、足もとでは、新規住宅ローン金利が急速に上昇している。こうした金利上昇の影響は、住宅ローンの支払い金利が変動物の場合と固定物の場合とで異なる。この点、家計の個票データを用いて、家計の住宅ローン支払い金利をみると、固定金利物が大半であることが確認できる(図表4上)³。また、家計が直面する住宅ローン支払い金利の分布をみると、2021年時点では、過去と比べて金利が低下していたため、利払い負担が小さい方向に分布全体がシフトしていることが分かる(図表4下)。米国では、固定金利期間が15年や30年といった比較的長期の住宅ローンが組まれることが多いため、過去の低金利局面で組成された住宅ローンについては、足もとの金利が上昇するなかでも、即座に家計の利払い負担増加にはつながらないとみられる。

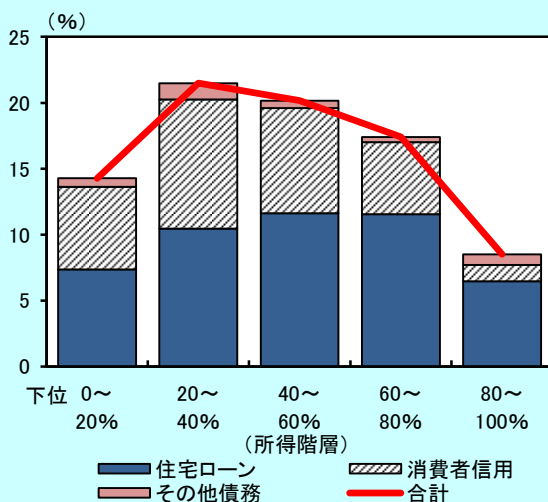
【図表2】所得階層別にみた資産構成



(注) 総資産の構成比。2022/4Q時点の値。

(出所) HAVER

【図表3】所得階層別にみた債務構成

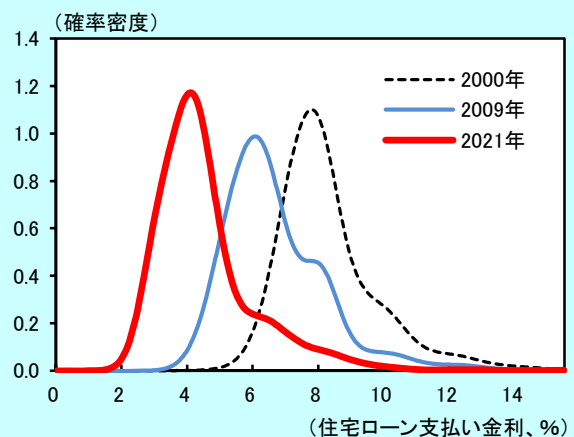
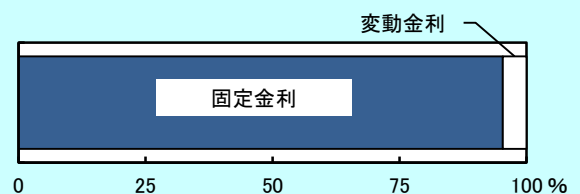


(注) 総資産に対する比率。2022/4Q時点の値。

(出所) HAVER

所得階層別にみた米国家計のバランスシートの特徴として、以下の点が挙げられる。第一に、消費性向が高いと考えられる低・中所得層に属する家計では、住宅が大半を占める非金融資産の比率が相対的に大きい(図表2)¹。第二に、債務の対資産比率をみると、中所得層に属する家計において相対的に比率が大きく、住宅ローンと消費者信用の債務負担が大きい(図表3)²。これらの点を踏まえると、金融引締めの影響によって、特に低・中所得層に属する家計の債務負担が高まり、消費が下押しされるリスクについて留意する必要がある。

【図表4】住宅ローン支払い金利



(注) 上図は2021年の値。下図は回答分布をカーネル平滑化したもの。

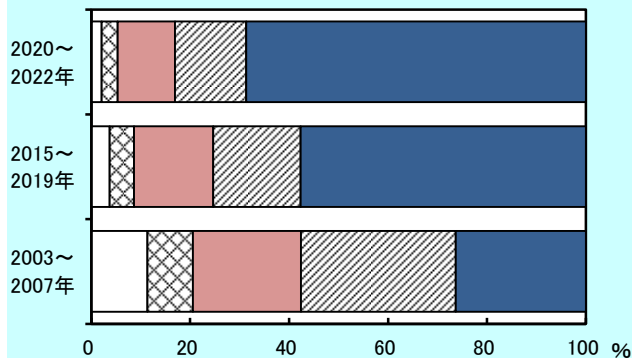
(出所) BLS

次に、感染症流行後、住宅価格が大幅に上昇した局面で住宅ローンを組んだ家計の属性をみる

【図表 5】信用力別の住宅ローン組成額

信用力低 ← FICOスコア → 信用力高

□-620 □620-659 □660-719 □720-759 ■760-

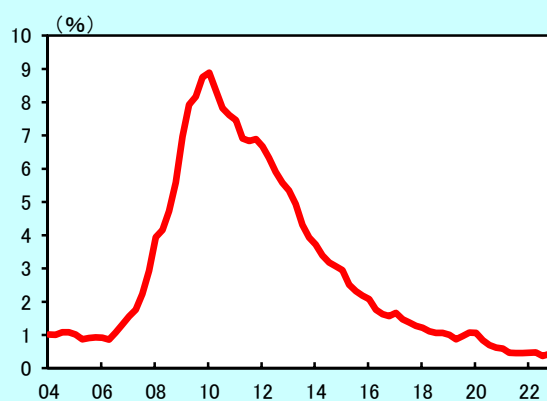


(出所) NY 連銀

と、信用力 (FICO スコア) が高い層の比率が大きいことがわかる (図表 5) ⁴。これは、信用力が低い家計向けの住宅ローンが多く組成された 2000 年代の住宅バブルの局面とは異なり、返済が滞るリスクが抑制されていることを意味している。この背景として、サブプライム・ローン問題を経て、米国の金融機関が、住宅ローン組成において家計の信用力を重視する傾向を強めていることが挙げられる。

こうしたもとで、直近の住宅ローンの延滞率は、歴史的な低水準となっている (図表 6) ⁵。今のところ、多くの家計で住宅ローン返済が滞り、消費に回す資金が不足するような状況は生じていないように窺われる。

【図表 6】住宅ローンの延滞率



(注) 直近は 2022/4Q。90 日以上延滞率。

(出所) NY 連銀

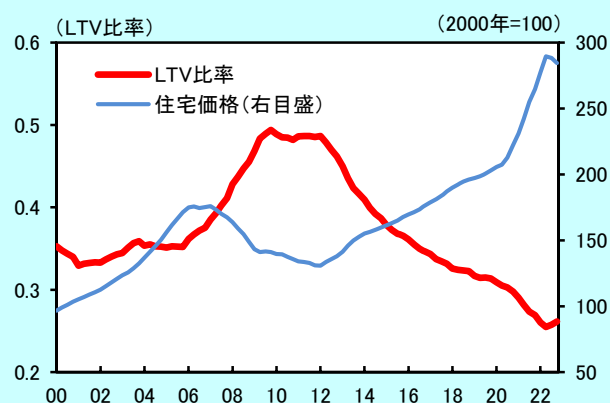
(個人消費に対する住宅の資産効果)

次に、住宅の資産価値に着目し、資産価格変動が個人消費に及ぼす影響に焦点を当てる。米国では、住宅の資産価格が上昇 (下落) すると個人消

費が増加 (減少) するという関係、いわゆる住宅の資産効果を報告する研究が多く存在する。こうした研究では、住宅の資産価値が上昇することで借入制約が緩和し、債務負担が大きい家計を中心に消費を増やすというメカニズムが働いていることが指摘されている (住宅の資産効果と債務負担・借入制約の関係についての実証分析は BOX を参照) ⁶。

足もと、こうしたメカニズムが多くの家計で働きやすくなっているかを確認するため、住宅ローン残高の対住宅資産価値の比率 (LTV 比率: Loan-to-Value Ratio) をみると、世界金融危機以降、一貫して低下が続いており、感染症流行期に住宅価格が上昇していたこともあって、足もとでもその傾向に変化はないことがわかる (図表 7)。また、住宅ローンを保有する家計の LTV 比率の分布をみても、世界金融危機後の局面 (2010 年) と比べ

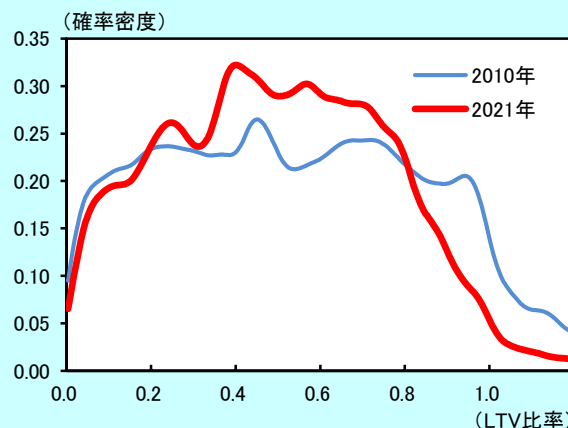
【図表 7】住宅価格と LTV 比率



(注) 直近は 2022/4Q。住宅価格は S&P ケース・シラー全米住宅価格指数。

(出所) BLS、HAVER

【図表 8】LTV 比率の分布



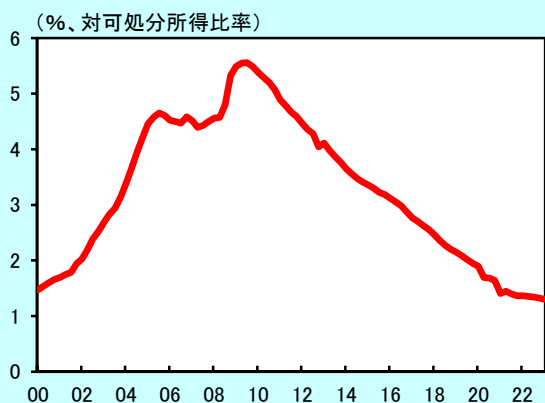
(注) 住宅ローン保有者の回答分布をカーネル平滑化したもの。

(出所) BLS

て、債務負担が大きい家計の割合が小さくなる方向に分布の形状が変化している（図表 8）。このようなかたちで住宅ローンの債務負担が小さくなっていることは、先行研究で示唆されているような、住宅価格の変動により家計の借入余力も変動することで、個人消費に対して資産効果が働くというメカニズムが、全体としてみると発現しにくい状況になっている可能性を示唆している。

この間、住宅の純資産部分を担保とした借入（ホームエクイティローン）の動向をみると、世界金融危機後、利用の減少が続いており、住宅価格が上昇していた感染症流行期にあまり利用されていなかったことが分かる（図表 9）。これまでは、感染症流行期における経済対策の効果などもあって、家計の手元流動性が増加していたため、住宅価格が上昇するもとでもホームエクイティローンを活用して消費を増やすインセンティブが高まらなかった可能性を示唆している。

【図表 9】ホームエクイティローン残高



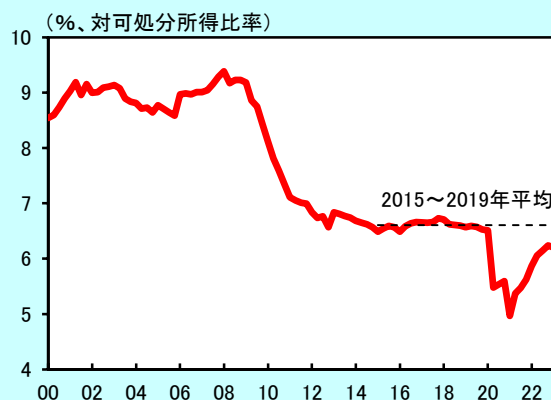
(注) 直近は 2023/1Q。リボルビング型ホームエクイティローンと信額の年間可処分所得に対する比率。
(出所) HAVER

先行きについても、既往の住宅価格の上昇がバランスシートを改善させてきた効果を踏まえると、住宅価格が足もとでみられるような緩やかな下落を続けるなかでも、借入制約に直面する家計が急増し、消費が急減速するリスクは相応に抑制されているとみられる。

消費者信用の利用状況

米国では、低・中所得層に属する家計を中心に、消費者信用も家計債務の大きな割合を占めている（前掲図表 3）。この点、クレジットカードなど、主に日常支出の財源として利用されるリボルビ

【図表 10】リボルビング残高

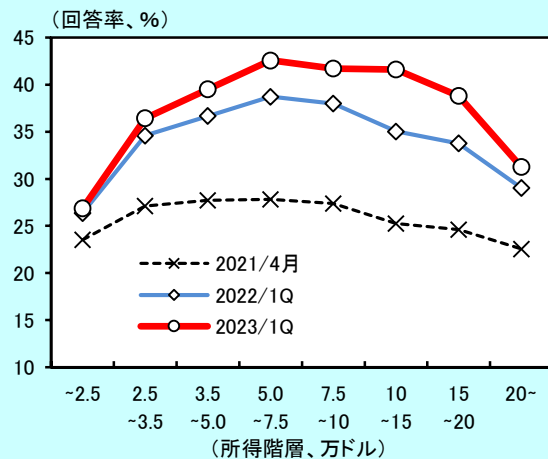


(注) 直近は 2023/1Q。年間可処分所得に対する比率。
(出所) HAVER

ング信用の残高（対可処分所得比率）をみると、感染症流行期には、家計向け現金給付などに伴い貯蓄が増加するなかで大きく減少していたが、足もとにかけて増加している（図表 10）。

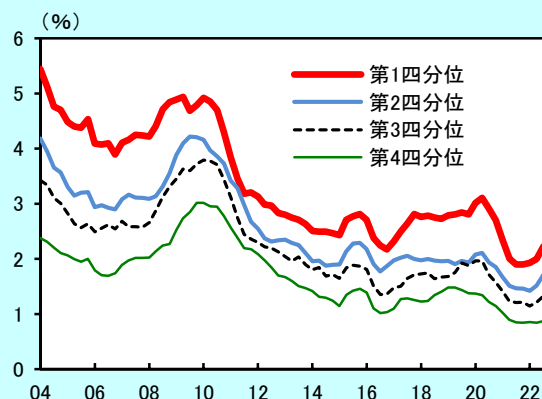
さらに、所得階層別の利用状況を窺うため、米国センサス局が感染症流行を契機に新たに実施した家計調査（Household Pulse Survey）において、日常支出の主な財源として「クレジットカード」を挙げる回答者をみると、中所得層と一部の低所得層に属する家計で大きく増加していることが確認できる（図表 11）。もっとも、リボルビング残高は、感染症流行前の 5 年間の平均に達していないほか、クレジットカードの新規延滞率をみても、低所得層に属する家計において足もとで幾分上昇しているものの、依然として低位にとどまっている（図表 12）⁷。

【図表 11】日常支出の財源：クレジットカード



(出所) HAVER

【図表 12】クレジットカード新規延滞率



(注) 直近は 2022/3Q。新たに 30 日以上延滞となったクレジットカードローンの割合。郵便番号による地域所得で見た階層別（四分位）の新規延滞率を表す。
(出所) NY 連銀

以上より、一部の家計において、消費者信用が消費の財源として用いられ始めているが、現時点では過度な債務の増加は起きておらず、デフォルトの発生を通じて個人消費が急速に減少するリスクは、高まっていないとみられる。ただし、先行き、貯蓄の取り崩しが進むもとで、消費者信用残高が増加する可能性には留意が必要である。

おわりに

本稿では、足もとの米国における住宅投資の減

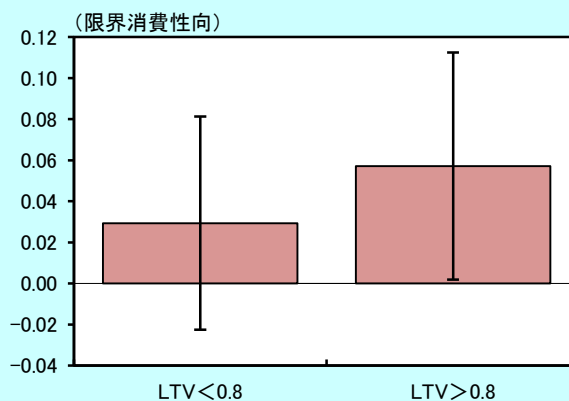
少などを踏まえて、住宅を主要な構成要素とする米国家計のバランスシートに着目し、個人消費への影響を考察した。まず、住宅ローンの動向を確認すると、利払い負担や債務返済の延滞は抑制された状況にあることが確認された。また、世界金融危機以降の住宅価格上昇により債務負担が全体として抑制されているなかでは、住宅価格の変動が個人消費に及ぼす資産効果が働きにくい状況にあることが示唆される。先行きについても、住宅価格が足もとでみられるような緩やかな下落を続けるなかで、資産効果が個人消費を下押しするリスクは相応に抑制されていると考えられる。また、低・中所得層に属する家計では、消費者信用の利用が増加し始めているが、主に日常支出に利用されるクレジットカードの債務残高の過度な増加はみられず、債務返済の延滞は依然として低位にとどまっているため、デフォルトなどを通じて個人消費が強い下押し圧力を受けるリスクは、今のところ高まっていないとみられる。ただし、インフレ圧力が残存し、一段の金融引締めが行われる結果、雇用環境が急速に悪化する場合や、住宅価格の下落ペースが加速する場合などには、こうした状況が反転し、個人消費が下押しされる可能性には留意する必要がある。

BOX：住宅資産効果と債務負担・借入制約の関係についての実証分析

本 BOX では、Aladangady (2017)を参考に、米国の消費支出調査の個票データを用いて、個人消費に対する住宅の資産効果（住宅価格が 1 ドル変化した場合の、個人消費の限界消費性向）の推計を行った（BOX 図表）⁸。

ローン審査の基準に用いられることが多いとされる 0.8 の LTV 比率を閾値として場合分けをすると、債務負担が小さい（LTV 比率が 0.8 を下回る）家計では、住宅の資産効果はゼロであるとの帰無仮説を統計的には棄却できないという結果が得られた。一方、債務負担が大きい（同比率が 0.8 を上回る）家計では、住宅の資産効果が有意にプラスとなる結果が得られた。これは、債務負担の大きい家計ほど、住宅の資産効果が働きやすいという先行研究の示唆とも整合的である。米国では、債務負担が大きい（LTV 比率が 0.8 を上回る）家計の割合が低下しているもと（前掲図表 8）、過去と比べて、住宅の資産効果が観察されにくくなっているとみられる。

【BOX 図表】個人消費に対する住宅資産効果



(注) エラーバンドは 90%信頼区間を示す。
(出所) BLS, HAVER, Gyourko et al. (2008)、Saiz (2010)

¹ 所得階層の分類上、0～20%の所得層には、退職後の収入がない家計が含まれるとみられる。こうした家計は、現役時に購入した住宅が主要な資産となっている可能性が高い。他方、現役世代にあたる低所得層に属する家計の持ち家比率は小さく、現預金が資産の多くを占めている可能性がある。このように、低所得層に属する家計の資産構成は、年齢層によって異質性があることに留意する必要がある。

² 資産同様、0～20%の所得層には、退職後の収入がない家計が含まれることの影響が出ているとみられる。こうした家計は、既に住宅ローンの支払いを終えている可能性が高く、中所得層に属する家計と比較して債務の対資産比率が小さいと考えられる。

³ ここでは米国労働統計局の消費支出調査 (Consumer Expenditure Surveys) の個票データを用いた。

⁴ 感染症流行期の米国住宅市場が拡大した背景として、①2008年の金融危機後に抑制されてきた潜在的な住宅需要の残りが喚起されたこと、②感染症流行を受けて「都市部の借家」から「郊外の持家」への需要シフトが生じたことなどが挙げられる。詳細については、中原ほか (2021) を参照。

中原香織、海道裕太郎、小田剛正 (2021) 「新型コロナウイルス感染症拡大下の米国住宅市場」日銀レビュー、2021-J-1

⁵ 失業率が大幅に上昇した感染症危機直後でも、住宅ローンの延滞率は低位で推移していた。この背景として、NY 連銀が作成する延滞率では、感染症危機のもとで特例措置として行われた返済猶予に基づく延滞を含んでいない点が挙げられる。この点、米国抵当銀行協会 (MBA) が作成する延滞率は、感染症危機直後に大きく上昇しているが、足もとでは NY 連銀作成の延滞率と同様、低位で推移している。

⁶ 家計が住宅を担保とする借入制約チャネルの重要性は、Iacoviello (2005) などのマクロモデル分析によって指摘された。近年ではマイクロデータを用いた実証分析が進んでおり、例えば、Guren *et al.* (2021) や Mian *et al.* (2013) は、郡 (county) レベルのクレジットカードの支出額や郵便番号レベルの自動車販売台数、郡レベルの小売店雇用者数を消費の代理変数として用いて、住宅価格の変動に対する限界消費性向を推定している。また、本稿が資産効果を推定する際に参考にした Aladangady (2017) は、消費支出調査における家計の個票データを用いて、住宅価格の変動に対する限界消費性向を推定している。借入制約と住宅の資産効果の関係については、Mian *et al.* (2013) や Aladangady (2017) は、LTV 比率が大きい家計ほど住宅資産の変動に対する限界消費性向が高いことを示している。

Aladangady, Aditya (2017), "Housing Wealth and Consumption: Evidence from Geographically Linked Microdata," *American Economic Review*, 107(11), 3415-3446.

Guren, Adam M., Alisdair Mckay, Emi Nakamura, and Jon Steinsson

(2021), "Housing Wealth Effects: The Long View," *The Review of Economic Studies*, 88(2), 669-707.

Iacoviello, Matteo (2005), "House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle," *American Economic Review*, 95(3), 739-764.

Mian, Atif, Kamalesh Rao, and Amir Sufi (2013), "Household Balance Sheets, Consumption, and the Economic Slump," *The Quarterly Journal of Economics*, 128(4), 1687-1726.

⁷ 自動車ローンや学生ローンが大半を占める非リボルビング信用を含めた消費者信用全体の残高 (対可処分所得比率) は、足もとでは感染症流行前の5年間の平均に達していないほか、延滞率も低位にとどまっている。

⁸ CPI で実質化した個人消費 (前期比) を被説明変数、住宅資産価値 (前期比) を説明変数とする回帰分析を行った。なお、住宅資産価格と個人消費は、観察されない別の要因を通じて共変動する可能性があり、この場合、資産効果を正しく推定できない。こうした問題を回避するために、Aladangady (2017) を参考に、住宅供給の弾力性を示す指数 (Gyourko *et al.* (2008) や Saiz (2010) による土地利用規制や利用可能な土地の割合に関する指数) と長期金利の交差項を操作変数として用いている。このほか、収入や年齢、世帯数変化などをコントロールした上で、2007/4月～2022/3月の期間で推定を行った。Aladangady (2017) は、1986年～2008年の期間で推定し、LTV 比率が 0.8 を上回る家計で資産効果が大きくなることを報告している。同論文による資産効果は、本稿の推定結果と比較して幾分か大きい。推定結果の違いには、推定期間における LTV 比率の水準の違いが影響している可能性が考えられる。

Gyourko, Joseph, Albert Saiz, and Anita Summers (2008), "A New Measure of the Local Regulatory Environment for Housing Markets: The Wharton Residential Land Use Regulatory Index," *Urban Studies*, 45(3), 693-729.

Saiz, Albert (2010), "The Geographic Determinants of Housing Supply," *The Quarterly Journal of Economics*, 125 (3), 1253-1296.

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行国際局国際調査課 (代表 03-3279-1111) までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<https://www.boj.or.jp> で入手できます。