

2013年12月19日 全5頁

バランスシート調整後の米国家計

資金調達の積極化の可能性と今後の負担増への備えが課題

ニューヨークリサーチセンター
シニアエコノミスト 土屋 貴裕

[要約]

- FRBの資金循環統計によれば、2013年7-9月期の家計は住宅ローン残高を増やした。所得が増加したことで、所得対比の住宅ローン残高と利払い負担は増えず、無理のないローン残高の増加だろう。家計のバランスシート調整はマクロ的には終了に近い。
- 価格上昇に伴う住宅資産価値の増大によって、住宅ローン圧縮の必要性も低下している。家計の資金調達姿勢が前向きに転じている可能性があり、企業部門も資金調達主体に転じる可能性と合わせて考えると、住宅以外の個人消費や企業活動の活発化が期待される。
- 住宅ローン以外の負債も増加しているが、野放図な姿勢ではない。だが、税負担は増しており、増加が予想される将来の社会保障負担をどうするか、という中長期の財政構造改革の必要性が示唆される。
- 住宅を保有していない家計は住宅価格上昇の恩恵を受けず、また税負担が増加する可能性を踏まえると、所得の拡大が必要となる。積極的な姿勢が出てきた可能性のある企業を、政策などで後押しできるか否かが、バランスシート調整終了後の個人消費や住宅投資の帰趨を左右するだろう。

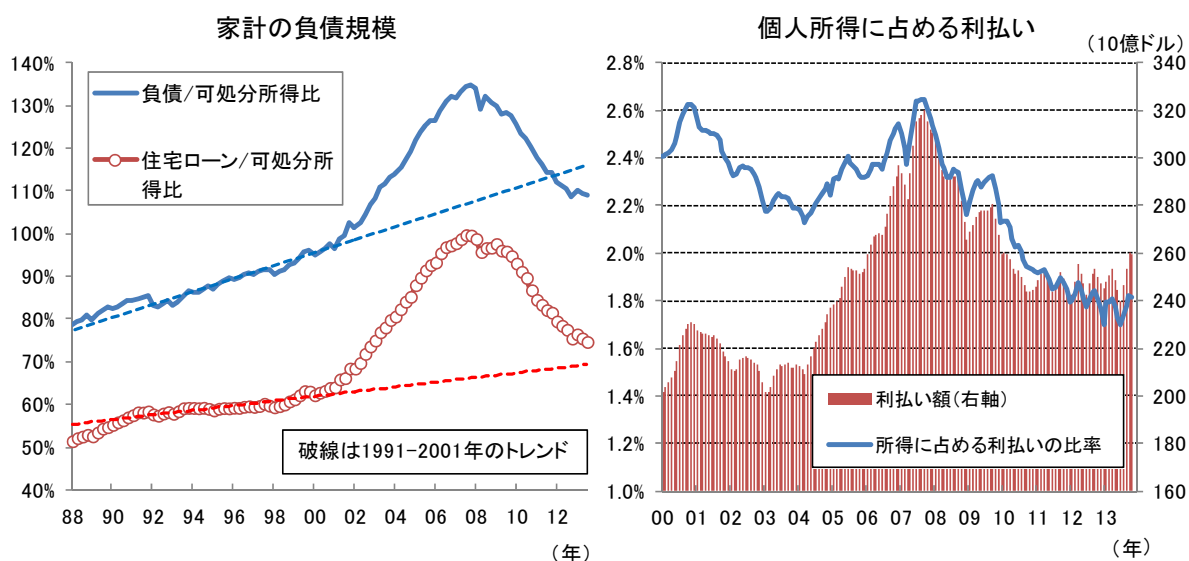
米国における今般の金融危機は、主に家計の住宅ローンが問題の起点となった。金融危機からおよそ 5 年を経て、家計が抱えていた住宅ローンの問題は、調整終了まであと一息というところであり、マクロ的には調整がかなり進んだと考えられる。中長期的な税負担の増加が家計の将来不安につながるリスクや、所得の 2 極化と住宅を保有していない家計の存在を踏まえると、所得環境の一層の改善が必要となろう。

家計の負債は拡大へ

FRB の資金循環統計によると、米家計の負債のおよそ 7 割を占める住宅ローン残高は、2013 年 7-9 月期に小幅ながら 100 億ドルあまり増加した。前期差では 2008 年 4-6 月期以降、2013 年 4-6 月期まで残高の減少が続いていた。残高では増加したものの、可処分所得対比でみた住宅ローン残高はわずかに低下した（図表 1 左）。所得の増加を伴った負債の増加であることを示しており、1 四半期分ではあるが、野放図な負債の増加ではないようだ。

フローベースでは、金融危機以降、金利低下とローンの借り換え促進によって、毎月の利払い額が大幅に減少し、額のみならず、所得に占める比率も低下したことで、家計の負担感は低下したと考えられる（図表 1 右）。足下の数ヵ月では、利払い額が減少から拡大へ転じているが、いくらか上昇した金利も歴史的には低水準のままであり、所得の増加などを背景に所得に占める比率は低水準のままである。住宅ローン残高は増加に転じたが、所得対比でみると低下し、利払いの負担もそれほど増加していないようだ。むしろ、金利水準が大幅に上昇しない限り、フロー面からも負債の増加は許容されると考えられよう。

図表 1 家計の住宅ローン残高は増加したが、所得比では低下



(注 1) 負債規模（左図）は四半期末、利払い（右図）は月次。

(注 2) 右図の「所得」は税金を含む所得であるが、可処分所得を用いた場合も傾向に違いはない。

(出所) FRB, BEA, Haver Analytics より大和総研作成

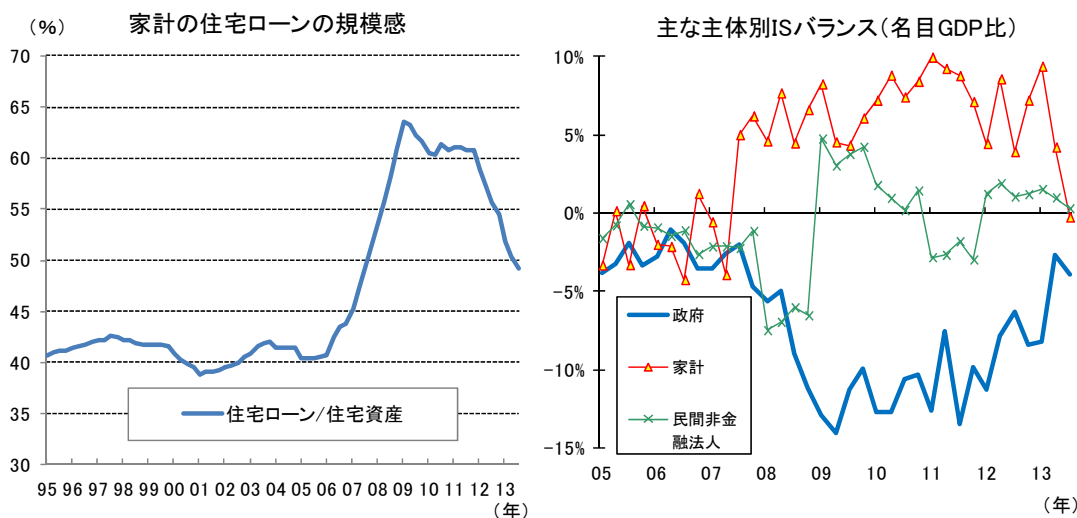
住宅価格上昇でバランスシート調整が進展

住宅資産との比率でみた、相対的な住宅ローン残高はなおも縮小すべき余地がある（図表 2 左）。ところが、最近の同比率の急速な低下は、ローンの圧縮よりも、住宅価格上昇に伴う住宅資産の価値増大が背景になっている。住宅価格はケース・シラー価格指数などではピークの 8 割程度までしか回復していないが、前年比 10% 超のペースで上昇している。住宅価格の上昇ペースが多少鈍化したとしても、負債の増加ペースが緩やかであれば、住宅ローンの相対的な規模は早晚、小さくなっていくだろう。住宅資産の価値が増したことで、住宅ローンを圧縮する必要性は低下し、むしろ増やす方向に寄与していると考えられる。

こうした積極姿勢は IS バランスにも表れている。IS バランスとは、ゼロを上回ると貯蓄を増やす（＝資産を増やす）か負債を圧縮していることを、ゼロを下回ると資産を取り崩す（＝資産を減らす）か負債を増やしていることを表す。主な主体別のこれまでの動向を大まかに述べると、1980 年代と 90 年代は、家計部門が貯蓄を増やし、企業部門と政府部門が負債を増やしていた。海外部門が貯蓄を増やしていることは、経常収支の赤字に相当し、企業部門はリセッション前後に債務を圧縮するなどの傾向があった。2000 年代に入ると家計部門も負債を増やし、米国内の主要部門が揃って海外からの資金調達に依存する格好となって、海外部門の貯蓄超過幅（≒経常収支の赤字幅）が拡大した。

金融危機以降は、家計部門は負債を圧縮するバランスシート調整に迫られ、その分、政府が負債の増加を伴った財政支出を拡大させた様子が見える（図表 2 右）。ところが、直近の 2013 年 7-9 月期に、家計部門は資金調達を増やし、資金需要が前向きに変化している可能性が指摘できる。前述のように、利払い負担の軽減、住宅価格上昇に伴う債務圧縮の必要性の低下、所得環境の改善が背景となろう。バランスシート調整がマクロ的にはほぼ終了に近い可能性がある。

図表 2 主な主体の IS バランス



(注) IS バランスにおける「政府」は連邦政府と州・地方政府の合計。海外部門、金融部門と統計上の誤差は表示していない。

(出所) FRB, BEA, Haver Analytics より大和総研作成

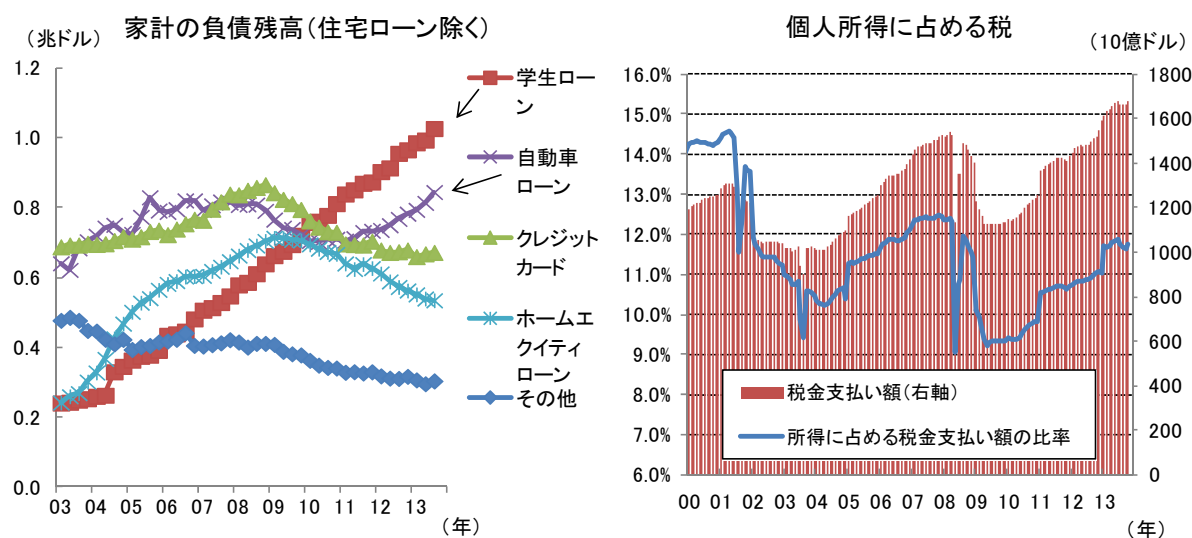
加えて、7-9月期では企業部門のISバランスもほぼゼロ近傍にあって、2013年末までの投資減税切れ前にした一時的な駆け込み投資、金利上昇をにらんだ長めの資金調達を映じた可能性もあるが、積極姿勢が出てきた期待もできよう。仮に企業部門が資金調達主体に転じれば、その時は投資活動が活発化していることが想定されることになり、家計と合わせて米国の民間需要を支えることになろう。

住宅ローン以外の負担

住宅ローン以外の負債残高は、住宅ローンに先んじて増加に転じていたが、直近の詳細をNY連銀の推計値で確認すると（図表3左）、ホームエクイティ・ローンを除いて6月末対比で増加した。活発な自動車の買い替えと金融機関の貸出態度の軟化を受けて、自動車ローンが増加しているほか、学生ローンは金融危機前後を含めてもほぼ一貫して増加している。金融危機以前のように、住宅資産の資産増加分を現金化するホームエクイティ・ローンやクレジットカードの回転信用（リボルビング払い）などによる負債は増加していない。住宅ローン以外の負債の増加についても、野放図な拡大ではないとみられる。

もっとも、税負担は増加しており、実際の納税額のみならず、所得に占める税金支払い額の比率は徐々に上昇傾向になっている（図表3右）。2013年初にいわゆる「財政の崖」を回避するための民主・共和両党の合意では、高額所得層への増税のほか、原則として全ての給与所得者に関わる給与税減税が廃止されたことから、広く税負担が増している側面もあると考えられよう。家計の支出に占める税負担には社会保障への負担も含まれており、将来の社会保障負担をどうするか、という中長期の財政構造改革の必要性や、移民を新たな納税者とすべく上院を通過した移民法の成立の必要性も示唆している。

図表3 住宅ローン以外の負担



(注) 負債残高(左図)は四半期末、税金支払い額(右図)は月次。

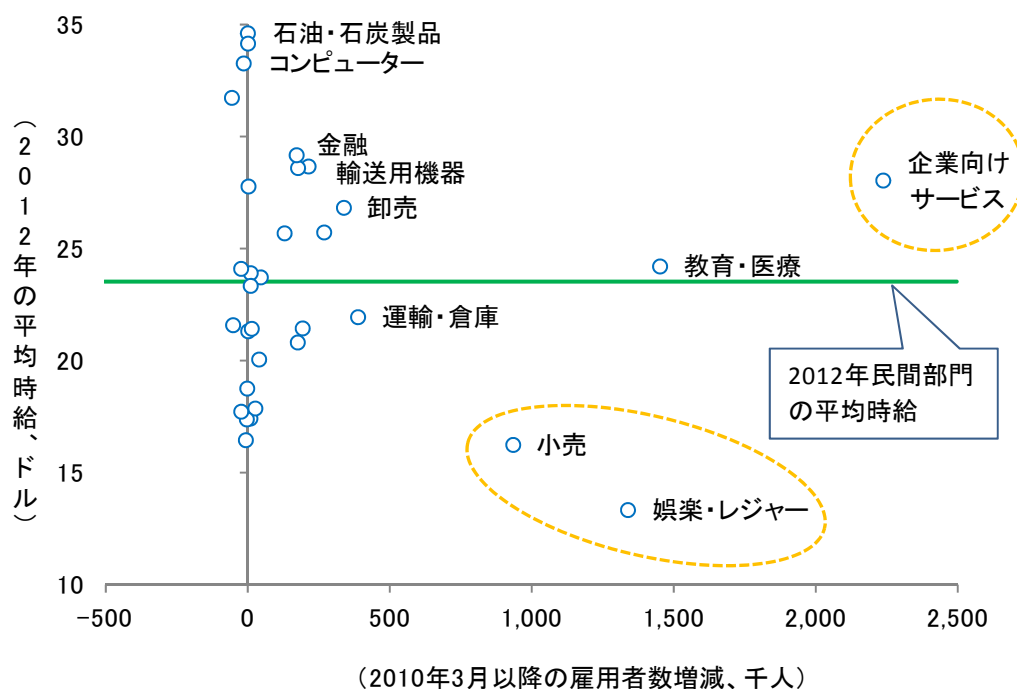
(出所) NY 連銀, BEA, Haver Analytics より大和総研作成

また、住宅価格の上昇は、ローンの有無に関係なく住宅保有者に恩恵をもたらし、所得が高い層ほど資産保有比率も高く、もたらされる恩恵も大きいだろう。逆に、住宅を保有していない家計では、取得コストの上昇または家賃の上昇という負担が増すことが想定される。

これまで労働市場は緩やかな改善傾向を示し、雇用者数は増加しているが、住宅購入の原資となるべき所得については、分化傾向がみられる。金融危機以降、雇用者数が増加に転じ始めた2010年3月以降の雇用者数は、「企業向けサービス」や「娯楽・レジャー」などの業種で大きく増加した（図表4）。だが、2012年の平均時給で比較すると、企業向けサービスが比較的高い賃金であるのに対し、娯楽・レジャーの賃金は最も低い。中間層復権は、賃金の底上げや、より中間的な賃金を提供できる製造業の復活が必要となろう。それは、住宅を初めて買う家計をサポートし、住宅市場の改善と個人消費の拡大の好循環につながることを意味する。

オバマ政権は、米国に投資を促す「select USA」、TPP（Trans-Pacific Partnership）を含むFTA（Free Trade Agreement）戦略、法人税率の引き下げなど、企業活動の活性化を図る政策を打ち出しているが、今のところ主だった成果はない。家計における中長期的な税負担の増加の可能性を踏まえると、企業に積極的な姿勢が出てきた可能性をとらえた、こうした政策の実行がバランスシート調整終了後の個人消費や住宅投資の帰趨を大きく左右すると考えられる。

図表4 業種別の雇用者数増減と賃金



(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成