

米家計のバランスシート調整の行方

- 個人消費への下押し圧力は強まる方向に

日本リサーチ総合研究所 調査研究部
主任研究員 藤原 裕之 03-5216-7314
hiroyuki.fujiwara@research-soken.or.jp

米家計の保有資産価値は、現下の住宅価格や株価等の下落によって急速に減価しており、資産価格の上昇に伴って増加させてきた借入に対する負担が増加している。9月のS&P/ケースシラー住宅価格指数は、住宅価格の下落基調がなお続いていることを示しており、資産価格下落による個人消費への下押し圧力は今後一層強まることが予想される。

悪化する米家計のバランスシート
～資産サイドは実物資産、金融資産とも大幅な評価損に

米国の10月の消費者信頼感指数は38ポイントと23ポイントも急落し、過去最悪の水準を示した。また10月の小売売上高も4ヶ月連続の減少となるなど、株価暴落や信用逼迫を受けて景気や雇用の先行きに対する不安が一気に強まる形となった。こうした米個人消費の落ち込みを示す指標の背景には、家計のバランスシートが急速に悪化している点が指摘される。

米家計のバランスシートを資産サイドからみると、住宅を主とする実物資産が約4割、金融資産が約6割という構成になっている(図表1)。昨年9月末と今年6月末の2時点と比較すると、実物資産は4,900億ドルの減少、金融資産は1.8兆ドルの減少となり、米家計の金融資産の時価総額は全体で2兆ドル減少しているのが分かる。背景にあるのは言うまでもなく、実物資産に関しては住宅資産価格の下落、金融資産については株価等の下落による評価損が膨らんだことを示している。これまでも2000年のITバブル崩壊時など家計の金融資産はしばしば大幅な損失を蒙ってきたが、今回のように金融資産と住宅資産の両方で保有資産が大幅に減価するという現象はこれまで経験がないといつてよい(図表2)。

図表1 米家計部門のバランスシート

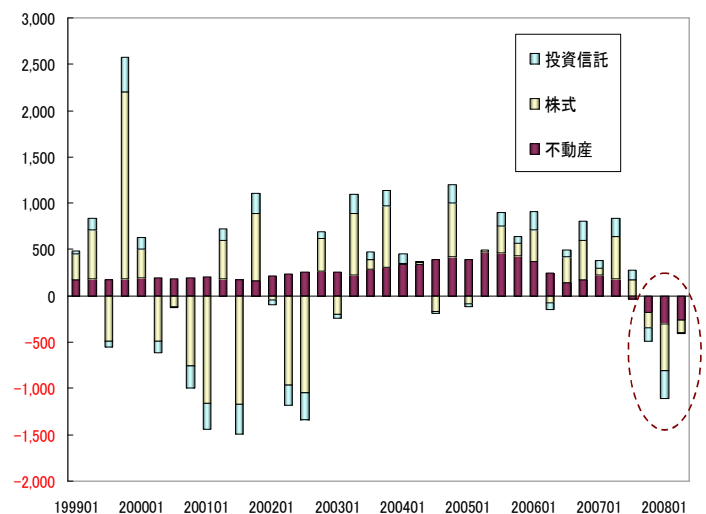
(10億ドル)

	①2007年9月末		②2008年6月末		①-②	時価変動額 ①~②
		(構成比)		(構成比)		
資産	72,846	100.0%	70,488	100.0%	-2,357	-
実物資産	26,642	36.6%	26,149	37.1%	-493	-
住宅資産	22,410	30.8%	21,781	30.9%	-629	-771
その他	4,232	5.8%	4,368	6.2%	136	-
金融資産	46,204	63.4%	44,340	62.9%	-1,864	-
預金	7,160	9.8%	7,460	10.6%	300	-
債券	4,105	5.6%	4,140	5.9%	35	-
株式	6,132	8.4%	4,867	6.9%	-1,265	-637
投信	5,155	7.1%	4,860	6.9%	-295	-361
保険・年金準備金	14,455	19.8%	13,467	19.1%	-988	-1,147
その他	9,197	12.6%	9,546	13.5%	349	-
負債	14,163	19.4%	14,495	20.6%	333	-
住宅ローン	10,409	14.3%	10,640	15.1%	231	-
消費者ローン	2,505	3.4%	2,565	3.6%	59	-
その他	1,248	1.7%	1,291	1.8%	43	-
純資産	58,683	80.6%	55,993	79.4%	-2,690	-

(出所) FRB「Flow of Funds」より作成

図表2 米家計部門が保有する資産の時価変動額

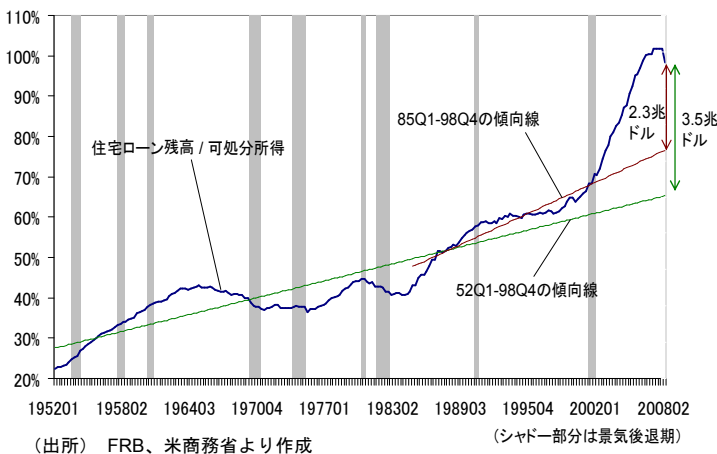
(10億ドル)



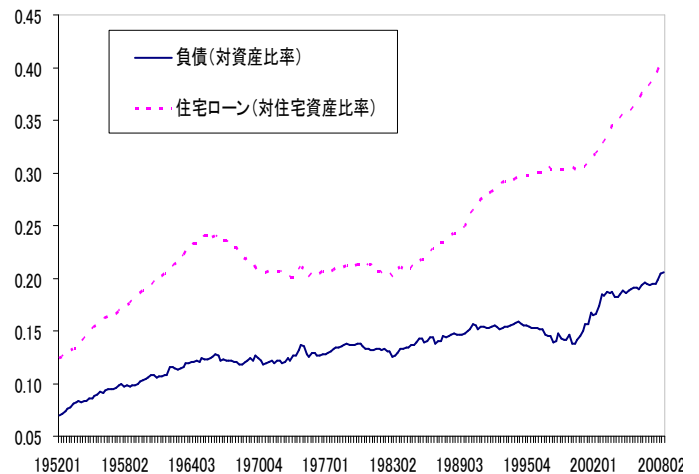
(出所) FRB「Flow of Funds」より作成

<p>維持困難となった高水準の負債</p>	<p>資産価格が下落している中、米家計ではこれまで保有資産価格の上昇に合わせて膨らませてきた借入に対する返済負担が一段と深刻化している。米家計が抱える負債の約7割を占める住宅ローンの可処分所得に対する比率は98年頃から急速に増加しており、08年第2四半期では98.3%に達している(図表3)。同比率に対して傾向線を引き、そこからの乖離をみると、52/1Q-98/4Qで引いた傾向線からの乖離は3.5兆ドル、やや直近時から引いた85/1Q-98/4Qの傾向線でも2.3兆ドルの乖離がみられる。同数値は米家計の年間可処分所得の2~3割に及ぶ金額であり、米家計のバランスシート調整がより深刻な問題であることを物語っている。</p>
<p>加速するバランスシート調整に向けた動き</p>	<p>このように、資産価格の下落によって負債水準の過剰感が高まっているため、米家計では新たな借入れを手控える動きが動きが急速に強まっており、08年第2四半期では負債全体で1952年の調査開始以来の返済超を示した(図表5)。こうした米家計の負債圧縮に向けた動きは貯蓄率にも表れている。米国ではサブプライム問題に関連した対策の一環として、5月に減税が実施され</p>

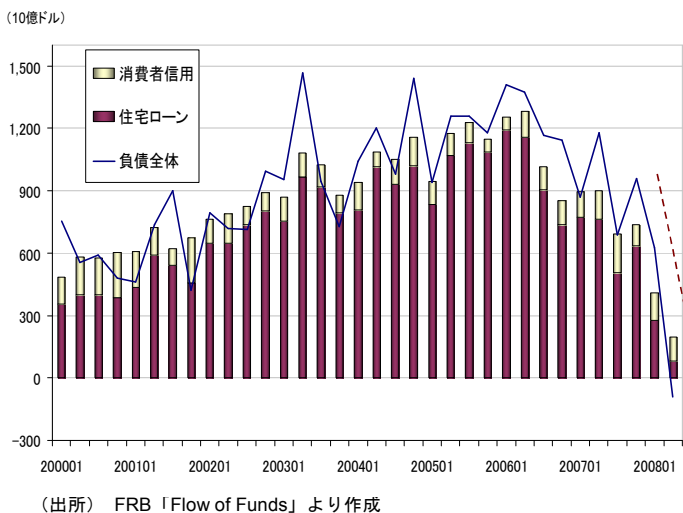
図表3 住宅ローン残高/可処分所得の傾向線からの乖離



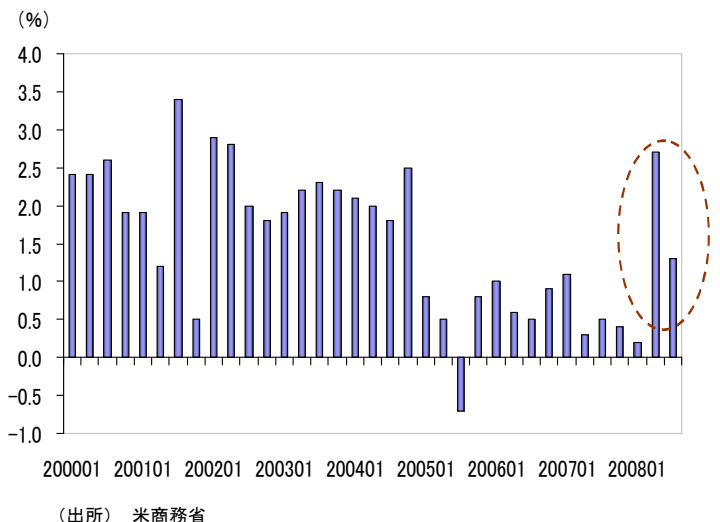
図表4 保有資産に対する負債の比率



図表5 米家計の負債の増減



図表6 米家計の貯蓄率の推移



資産価格下落と負債の負担増がもたらす個人消費の下押し圧力

金融資産より大きい住宅資産の逆資産効果

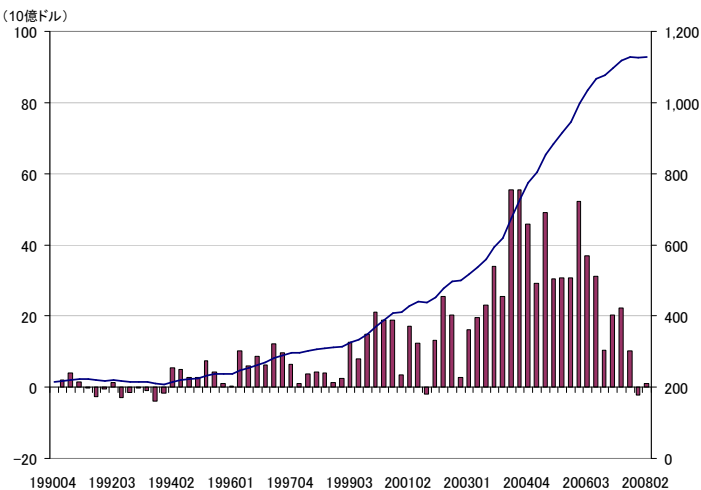
たが、その多くは貯蓄に回されたとみられ、08年第2四半期以降、貯蓄率は上昇しており、消費よりも負債圧縮を優先した動きが伺える。

上述のように、米家計では、資産価格下落による保有資産評価額の減少→資産価格上昇に合わせて拡大させてきた借入の返済負担の増加、によってバランスシート調整が必要な状況となっている。こうした中、前述の小売上の減少に表れるように、資産価格下落による負債の返済負担増が個人消費に下押し圧力をもたらしているとみられ、米経済にとって大きなリスク要因となっている。

一般に個人消費は所得の関数として捉えられるが、所得には労働の対価（賃金）として得られる労働所得に加え、保有資産の配当やキャピタルゲインから成る資産所得が存在する。特に03年以降、住宅資産を担保としたホームエクイティローンといった商品が増加をみせ、同ローンによって調達された資金が消費に回るという点が指摘されてきた（図表5）。米家計にとって、労働所得に加えて資産所得の重要性がより高まっていることが伺える。

そこで、米家計が保有する資産価格及び所得の増減が個人消費にどれだけ影響しているか、個人消費に対する資産価格の弾性値からみてみる。個人消費に対する資産価格の弾性値とは、資産価格の上昇（下落）分の何%が消費を増加（減少）させるかを表したものである。推計結果（推計期間 80/1Q-08/2Q）から、住宅資産の価格上昇（下落）分の8.3%、株式資産の価格上昇（下落）分の2.9%が消費を増加（減少）させることを示しており、効果としては金融資産より住宅資産のほうが大きい（図表6）。さらに推計期間を前期（80/1Q-99/4Q）と後期（00/1Q-08/2Q）に分けて推計した場合、後期の住宅資産の弾性値は前期の2倍となっており、個人消費の住宅資産価格への依存度がここ数年急速に高まってきたことを裏付けている。昨日25日に発表された9月のS&P/ケース・シラー住宅価格指数は、前年同月比で-18.6%と

図表5 ホームエクイティローンの残高と増減額の推移



（出所）FRB「Flow of Funds」より作成

図表6 個人消費に対する所得及び資産価格の弾性値

		所得要因 β_1	住宅要因 β_2	株式要因 β_3
推計期間	① 80/1Q-08/2Q	96.5%	8.3%	2.9%
	② 80/1Q-99/4Q	95.7%	7.7%	3.5%
	③ 00/1Q-08/2Q	72.6%	15.9%	0.3%

<推計式>

$$\text{Log(個人消費)} = \text{定数項} + \beta_1 * \text{log(可処分所得)} + \beta_2 * (\text{家計住宅資産残高}) + \beta_3 * (\text{家計株式資産残高})$$

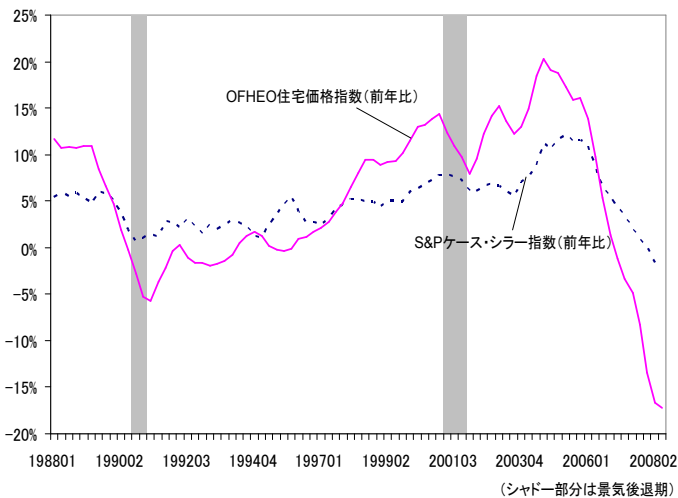
（注）変数はすべて消費デフレーターで実質化

米家計のバランスシート調整による消費抑制は今後より深刻なものに

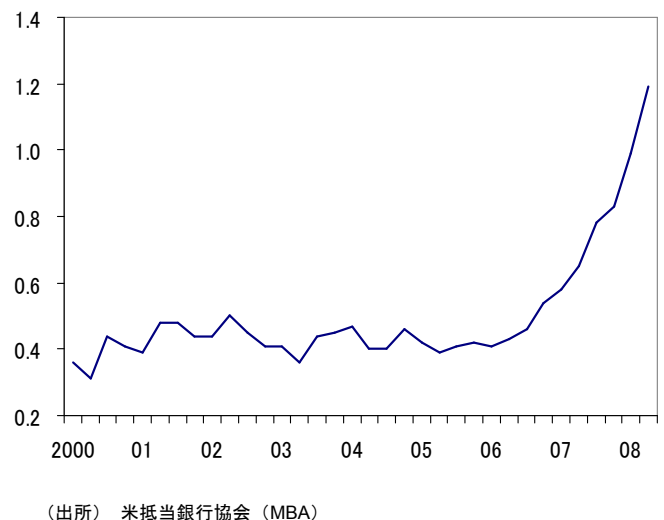
前月の数値（-17.7%）を更に上回る下落率となっており、住宅価格の下落→借入の返済負担の増加→消費の抑制、という流れがより強まっていると考えられる。

前述のように、米家計のバランスシート調整とは、3兆ドルもの過剰債務を減らしていく過程を意味している。債務返済の過程で生ずる消費抑制の程度は、米家計の保有する資産価格、特に消費との弾性値が高い住宅価格の動きに大きく依存する。住宅価格の下落が長引く場合、資産と負債のバランスが更に悪化（純資産価値の減少）→債務負担感の高まりから消費マインドが低下→消費の抑制を強める、という悪循環が予想される。これに対し、家計は企業と異なり、住宅価値が目減りしても直接所得が減少するわけではないため¹、消費への影響も限定的との見方もある。しかし、ホーム・エクイティローンのような資産担保型の消費者ローンの存在、雇用環境の急速な悪化等を踏まえると、資産価格下落による個人消費への下押し圧力は今後一層強まることが予想される。

図表7 住宅価格指数（前年比）の推移



図表8 差押さえ手続き中の住宅ローン比率の推移



¹ 企業の場合、資産価値の下落は不良資産の拡大、すなわち不稼動資産の増加を通じて直接収益の悪化に影響する。