

# 金利上昇に伴う米国の 住宅投資と個人消費への影響

## <要旨>

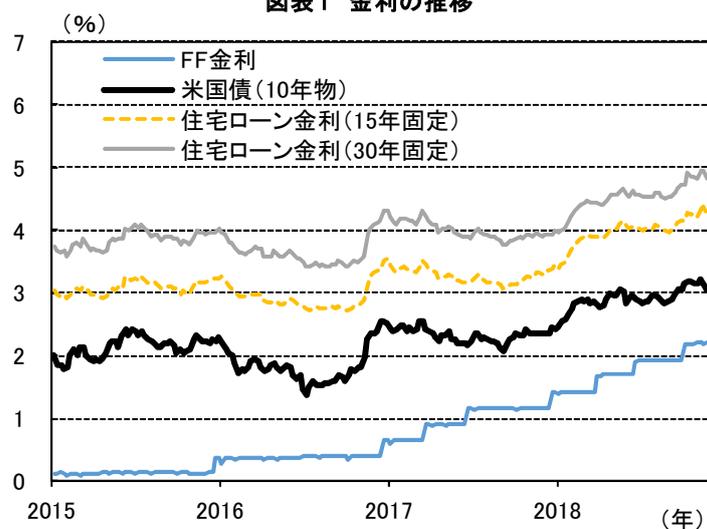
2015年末以降、米国では連邦準備制度理事会による利上げが継続的に実施されてきた。家計部門の需要に対しては、既に住宅投資において、利上げに伴う住宅ローン金利上昇による抑制効果が出始めている。ただし、住宅価格の上昇は物価指数対比では緩やかなものであり、延滞率や債務負担比率といった住宅ローンの借手の信用状況に関する指標から判断すると、やや長期化するとしても、この先見込まれる住宅投資の低迷が深刻なものになる可能性は低い。

また、そうした住宅市場の見通しの下で、もう一つの需要項目である個人消費を見ると、家計部門では可処分所得対比での家計債務残高は増えておらず、労働市場は引き続き良好であることや住宅投資の低迷に引きずられて減少する消費項目のウェイトは低いことなどから、住宅市場の低迷に大きな影響を受けず底堅く推移すると考えられる。

## 1. 金利上昇の住宅市場への影響

米国・連邦準備制度理事会(FRB)は、2015年12月以降、政策金利の継続的な引上げを実施しており、2018年12月の連邦公開市場委員会(FOMC)でも政策金利を引き上げて2.25～2.5%とした(図表1)。これに伴い、長期金利も振れを伴いながら上昇し、足元では3%近傍で推移している。こうした政策金利の引上げや長期金利の上昇は、実体経済に対して徐々にブレーキをかけることになる。本稿では、これまでの利上げや長期金利の上昇が、家計部門の需要、特に、住宅投資とそれを經由して個人消費にどのような影響を及ぼしているかについて考察する。

図表1 金利の推移

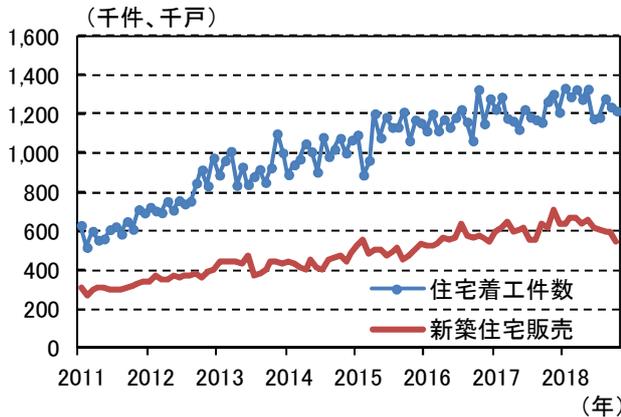


(資料)FRB、セントルイス連銀

金利上昇の影響で、既に需要の弱まりが明確になっているのが住宅市場である。図表1で示し

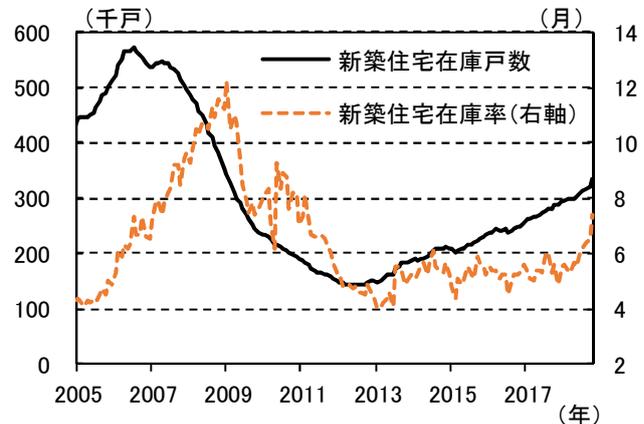
ているように、長期金利の上昇に伴って住宅ローン金利も上昇し、昨年末の水準からは1%ポイント弱上昇している。住宅投資に関する代表的な経済指標である新築住宅販売件数や住宅着工件数等の経済指標を見ると、金融危機以降一貫して右肩上がり増加していたが、足元では頭打ちになっている他、長らく6ヶ月未満という低水準を保っていた新築住宅の在庫率は、足元でやや急ピッチで上昇していることが分かる(図表2、図表3)。

図表2 住宅関連指標



(資料)米国商務省センサス局

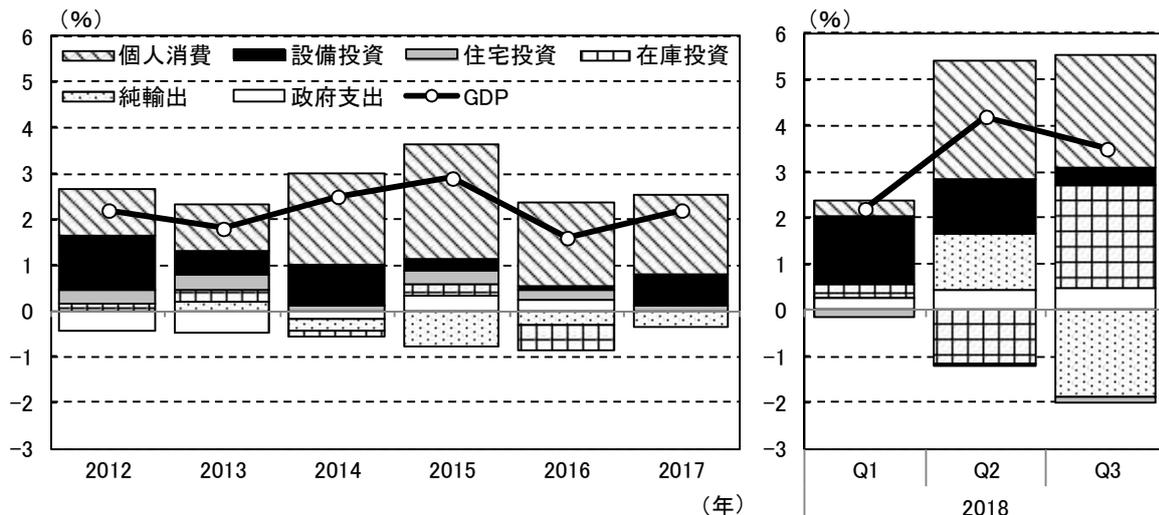
図表3 新築住宅の在庫関連指標



(資料)米国商務省センサス局

住宅投資の実質 GDP 成長率に対する寄与度を見ると、2012年以降プラス寄与となっていたが、今年入り後は小幅ながらも3四半期連続でマイナス寄与となっている。住宅価格の低下による住宅投資の大幅な増加は考えにくく、年次ベースでもマイナス寄与となる可能性が高い(図表4)。こういった住宅投資関連のデータの動きは、利上げに伴う引締め効果が発現していることを示すもので、労働市場の逼迫により賃金上昇率が高まる中で、FRBが来年も利上げを続けるならば、住宅投資は今後も弱含む展開が予想され、今後暫くは経済成長の下押し要因になると考えられる。

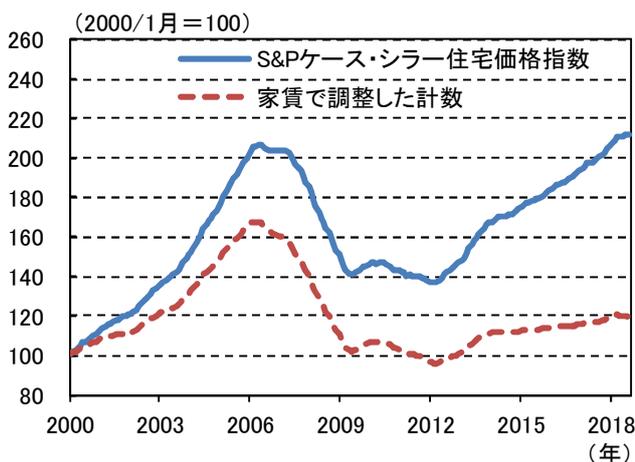
図表4 住宅投資の推移



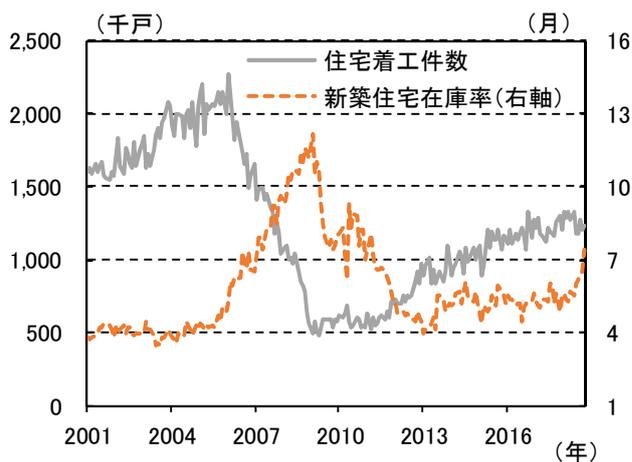
(資料)米国商務省経済分析局

尤も、この先見込まれる住宅投資の低迷が米国経済に与える悪影響は、限定的に留まるだろう。住宅価格は、名目値は金融危機前のピークを超えているものの、「家賃(消費者物価指数の内訳項目)」で除した調整計数でみると、足元の水準は金融危機後のボトムから見ても20%程度の上昇に留まっており、この先の住宅価格下落圧力はさほど強くないと見る(図表5)。また、新築住宅の在庫率が6ヶ月に達する時期の前後に着工件数が減り始めているのはリーマン・ショック前と共通だが、着工件数の水準がリーマン・ショック前よりも大幅に低いため、大規模かつ長期間に亘る在庫調整の必要が生じる可能性も低い(図表6)。

図表5 物価指数調整後の住宅価格



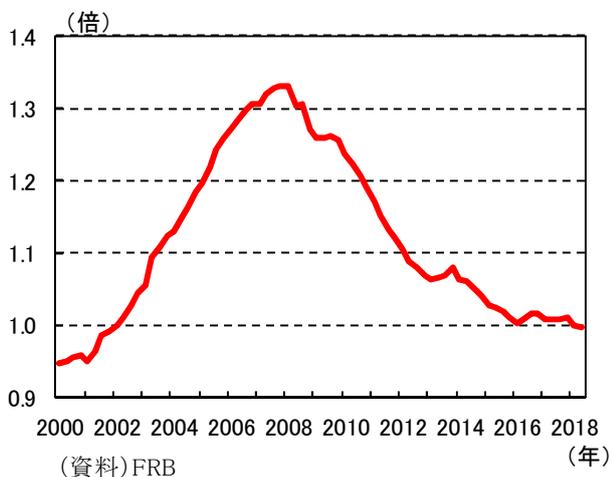
図表6 住宅関連指標の推移



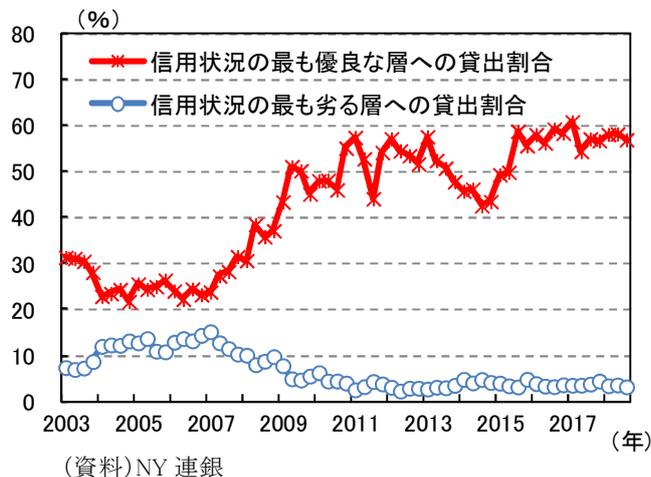
また、家計債務残高の可処分所得比率は今なお下がっていることから、この先の住宅市場低迷は、家計債務の大幅な債務調整を伴う深刻なものにはならないと考えられる(図表7)。借手の信用が良好な状態が変わっていないことを踏まえると、新規貸出先の信用状況も良好で、延滞率も極めて低位で推移していることから、金利の上昇に伴い住宅市場そのものが大きく崩壊する可能性は小さいと考えられる(図表8)。

したがって、延滞率もさほど上昇せず、金融機関の損失拡大と貸金回収が住宅市場を悪化させる悪循環に陥る事態も回避されるであろう。その事から、経済成長率に対してマイナス寄与となることがあっても、そのインパクトは限定的であると考えられる。

図表7 家計部門の対可処分所得債務比率

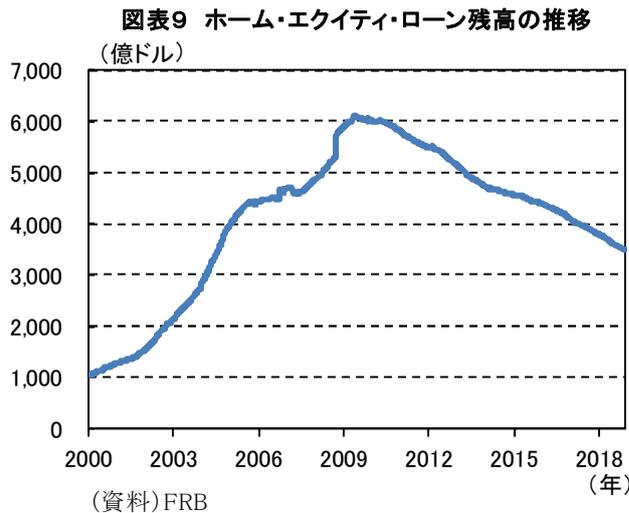


図表8 住宅ローンの新規貸出先と借手の信用状況

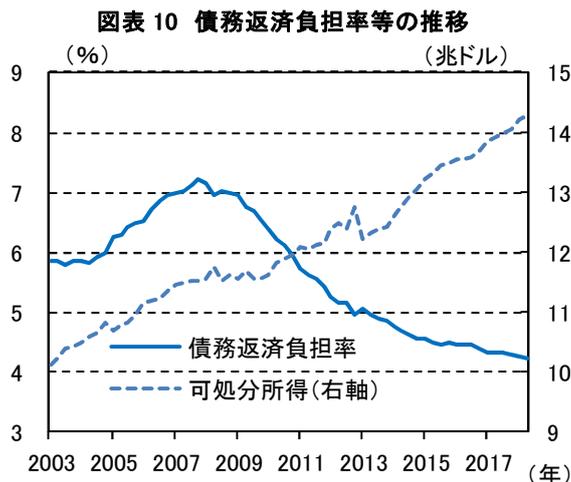


## 2. 個人消費への影響

金利上昇の影響で住宅市場が低迷する一方、個人消費はどうなるのであろうか。先に見たように、家計のバランス・シートが健全であれば金利上昇が個人消費に及ぼす影響は小さくて済むと考えられる。これをいくつかのデータで検証していく。最初に、自宅の担保余力を活用して資金を借りるホーム・エクイティ・ローンの残高推移を見ると、足元に至るまで減少している。住宅価格が急落し住宅の担保余力が失われることで急な返済を余儀なくされ、消費を減らさざるを得なくなるケースは減少している(図表9)。



更に、FRBの利上げが始まる前の2015年前半と比べると、金利上昇に伴って利払い額は増加しているものの、可処分所得がそれ以上に増えているために負担はむしろ軽減されている。元本返済を含めた債務額の対可処分所得比である債務負担率で見ても、金融危機以降の一貫した低下基調に変化は見られない(図表10)。

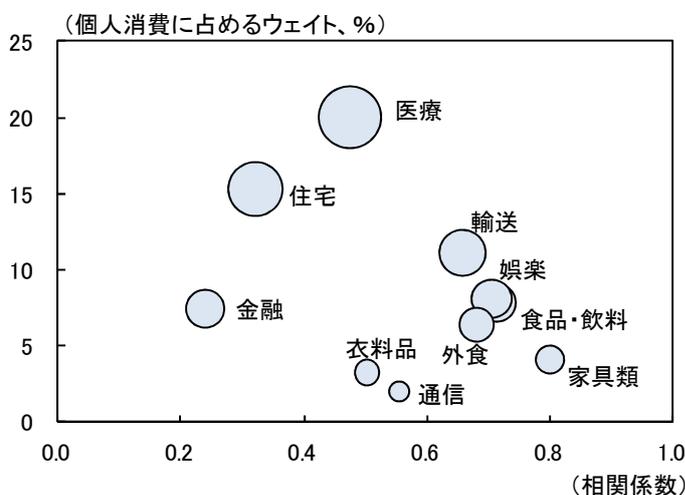


	2015/1Q時点	2018/3Q時点	増減幅
可処分所得(10億ドル)	13,227	14,365	+1,139
利払額(10億ドル)	253	341	+88

(資料)FRB、米国商務省経済分析局

以上は家計の債務負担の観点からの検証であるが、住宅投資との連動性が高い種類の消費の影響をどう見るべきか。例えば、直感的には、家具は住宅投資とともに増減すると考えられる。こうした消費は住宅投資の低迷とともに減少する可能性が高く、それが消費全体に及ぶ影響も検証する必要がある。この観点から、個人消費の項目別の増減率と住宅投資の増減率との相関<sup>1</sup>を測ったところ、「家具類」の相関が最も強いという直感に合致する結果になった(図表 11)。その他にも「食品・飲料」など相対的に住宅投資との相関が強い品目はあるが、総じて消費に占めるウェイトは低い。逆に、医療サービスや住宅(帰属家賃、宿泊費、電気、ガス、水道等)は、消費に占めるウェイトが高いが住宅投資との相関は弱い。全体的には、住宅投資との相関が強い品目のウェイトは低いという関係が見られる。このため、住宅投資の低迷に引きずられて一部の消費が減るとしても、それが消費全体に与えるインパクトはある程度限定的なものに留まると考えられる。

図表 11 個人消費主要項目と住宅投資との相関  
及び個人消費に占めるウェイト



(注) グラフの円の大きさは、個人消費に占めるウェイトに比例。  
(資料) 米国商務省経済分析局

### 3. まとめと今後の米国経済

FRBは、12月FOMCにおいて、今年4回目となる利上げを決定した。これ自体は、この先の住宅投資低迷につながる材料になるが、現在の米国住宅市場の状況を見れば低迷は深刻化せず、更に家計部門のバランス・シートの健全さ、および個人消費全体に占める住宅関連消費のウェイトは然程高くないことに鑑みれば、住宅投資低迷を起点とする個人消費の急激な低下、それによる経済成長率の大幅な低下は避けられるだろう。家計の債務負担が然程大きく膨らんでいない時点で利上げを行うことは、長期的な視点からは大きな混乱を引き起こす前に早期にリスクの芽を積み取ったというポジティブな面も指摘出来る。

(経済調査チーム 渡邊 喜芳 : Watanabe\_Kiyoshi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

<sup>1</sup> 個人消費の構成項目と住宅投資の1年毎の増減率について、2003年から2017年までの期間での相関計数を算出。