

米国・家計部門の債務における二極化について

<要旨>

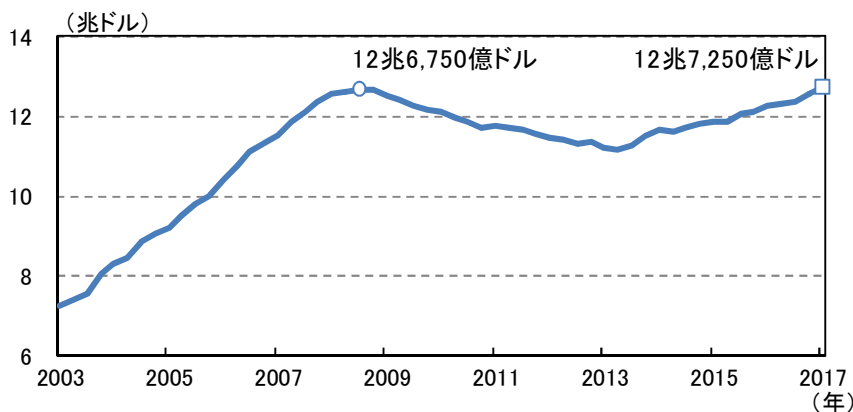
米国・家計部門の債務残高が、リーマン・ショック時の水準を上回った。連邦準備制度理事会による金融政策の正常化へ向けた動きが加速しており、金利上昇に伴い家計の債務負担率も高まると考えられる。尤も、リーマン・ショック時と比較すると、堅調な経済成長を背景とした純資産や可処分所得の増加、利上げを考慮しても金利水準は低いことなどから、利上げによる債務負担の増加が家計の消費行動や景気動向へ大きな影響を与える可能性は限定的なものに留まると考えられる。

その一方で、債務残高の構成をみると、依然として住宅ローンが大部分を占めるものの、自動車ローン、学生ローンの増加が顕著である。これらについては、家計部門の債務残高全体に占める割合はまだ小さいものの、足許で、延滞率の上昇等がみられており、自動車販売等に影響を与える可能性については一定の注意が必要と考えられる。

1. リーマン・ショック時を越えた米国・家計部門の債務残高

NY 連銀の公表資料によれば、2017年第1四半期末の米国・家計部門の債務残高は、これまでの既往ピークであった2008年第3四半期の12兆6,750億ドルを上回り、12兆7,250億ドルに達した(図表1)。

図表1 米国家計の債務残高



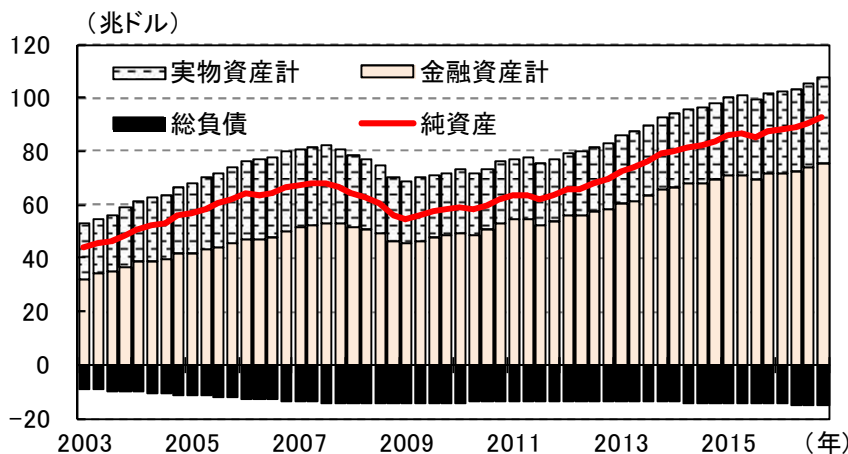
(資料)NY 連銀

先般の金融危機の直前には家計部門の債務残高が急速に増加し、リーマン・ショックの発生により事後的には家計部門が過剰債務に陥っていたことが露呈したことから、足許で再びその際の水準にまで債務残高が増加していることに警戒感を抱く向きがある。尤も、債務残高が適正なものであるかどうかを評価するにあたっては、水準そのものだけでなく、資産や純資産、所得水準といった他の経済指標も考慮した上で判断する必要がある。本稿では、こうした点を念頭に、今後の金利上昇を展望して、家計部門の債務負担がどの程度高まるのか、どのような点に注意すべきかということを検証する。

金融危機以降の米国経済については、一時はマイナス成長に陥ったものの、その後は連邦準備制度理事会(FRB)による積極的な金融緩和策もあり、堅調な経済成長を遂げている。家計部

門は、住宅価格や株価の上昇を背景に、実物資産・金融資産双方が増加傾向にあり、リーマン・ショック前のピーク時には57兆ドル程度であった純資産も、足許では、92兆ドル程度にまで増加しており、債務残高が増加する中で家計のバランス・シートは改善している(図表2)。

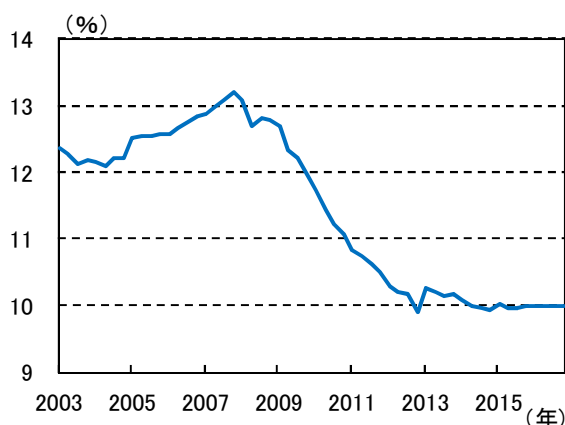
図表2 家計のバランス・シートの推移



(資料)FRB

また、所得対比の元利払い比率(=元利払い/可処分所得)の推移でも金融危機発生前後のピークを境に低下に転じており、足許でも横這いで推移していることが分かる(図表3)。

図表3 元利払いの対可処分所得比率



(資料)米国商務省、FRB

2. 政策金利の引上げに伴う元利払い負担への影響

米国の金融政策については、10年近く続いた超低金利政策の継続という危機モードから脱して、次の段階に向けた動きが始まっている。本年3月の連邦公開市場委員会(FOMC)では、2015年12月以降で3回目となる利上げが決定されたが、1回目から2回目の利上げには1年を要したのに対し、今回は前回から僅か3か月間での利上げとなった。また、その後公表された議事要旨で明らかになったように、多くのFOMC参加者が、今年終盤にバランス・シートの縮小を開始することが適切であるという意見を表面するなど、金融政策の「正常化」に向けた動きが加速している。金利上昇による債務負担の増加が、消費活動を中心とした家計の経済行動に大きな影響を与えるかどうかを検証することは、金融政策の行方を占う上でも、1つの重要な論点になるものと考え

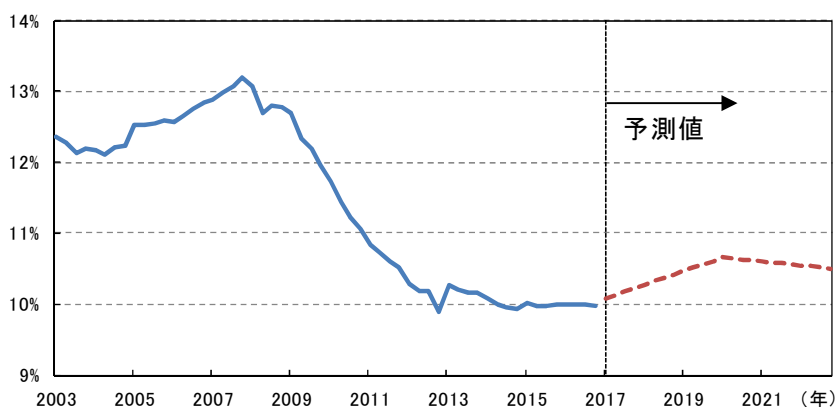
られる。

本稿では、FRBの利上げ(及び長期金利の上昇)に伴い、家計部門の元利払い負担がどの程度増加するのか、簡単なシミュレーションを行った(シミュレーションの詳細は、補論参照)。

シミュレーションの前提となる各変数の推移については、フェデラル・ファンド金利がFOMC参加者の中長期的な見通しに合わせて2019年末に3%、長期金利はフェデラル・ファンド金利の上昇と合わせ2019年末に3.5%へ上昇するものとする。また、債務残高及び可処分所得については、過去2年間の平均的な伸び率を維持すると仮定して、それぞれ、年率3.1%、3.7%で増加していくものとする。図表4は、こうした仮定の下での、元利払いの対可処分所得比率(=元利払いの総額/可処分所得)のシミュレーション結果を示したものである。利上げ及び長期金利の上昇により、元利払いの対可処分所得比率も2019年後半には10%後半まで高まるものの、リーマン・ショック前後と比較すると、ピークの水準は低いものに留まる。

この要因として、想定するフェデラル・ファンド金利及び長期金利の水準がリーマン・ショック前後の水準よりも低いこと(当時は、フェデラル・ファンド金利が2006年6月～2007年9月まで5.25%、長期金利も4%前後の水準で推移していた)、また、可処分所得の伸び率(年率5～6%)に対して債務残高の伸び率(年率10%超)が大きかったことが挙げられる。現在の米国経済に目を転じると、良好な雇用環境に支えられた可処分所得の堅調な伸びが続いており、金利上昇に伴う債務負担の増加も限定的であると考えられる。

図表4 元利払いの対可処分所得比率の推移

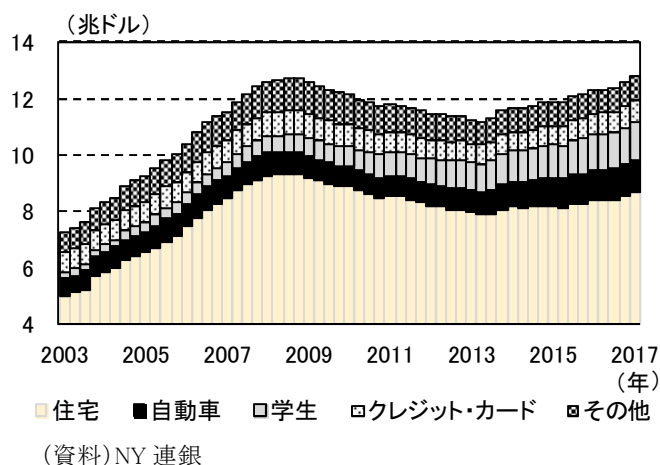


(資料)米国商務省、FRBを基に、三井住友信託銀行調査部作成

3. その他の消費者ローン

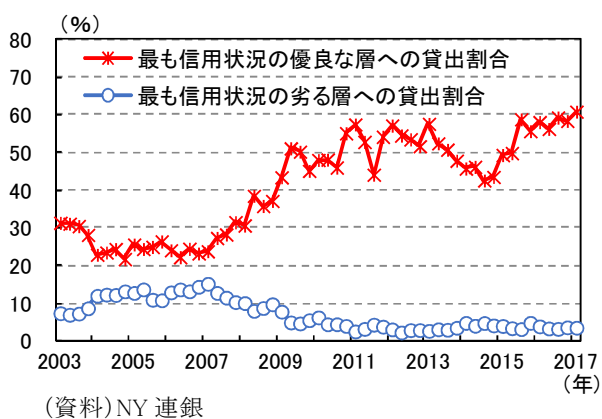
上記のように、家計部門の債務は全体として大きな問題はないように思われるが、改めて家計部門の債務の構成を個別に確認すると、住宅ローンは、依然として大部分を占めているものの、足許の残高はリーマン・ショック時のピークにまで達していない。その一方で、自動車ローン、学生ローンは増加し続けている(次頁図表5)。

図表5 家計部門債務の構成

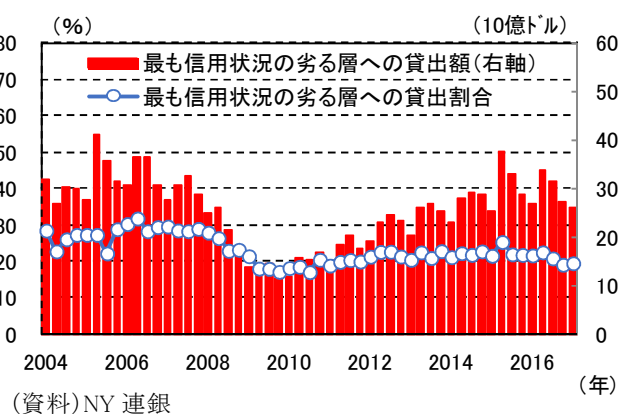


借り手の信用状況を見ると、住宅ローンについては、最も信用状況の劣る層への貸出が2007年に高まったが、リーマン・ショック以降は、金融規制強化の流れもあって、同層への貸出が目立って減少した。足許については、逆に、優良な借り手の割合が非常に高くなっている(図表6)。他方、自動車ローンについては、最も信用状況の劣る層への新規貸出は、自動車ローン全体に占める割合こそ足許で低下しつつあるものの、リーマン・ショックを受けて一時減少した後、再び増加傾向に転じ、2015～2016年にはリーマン・ショック前の水準に匹敵する水準にまで拡大している(図表7)。

図表6 住宅ローンの新規貸出と借り手の信用状況



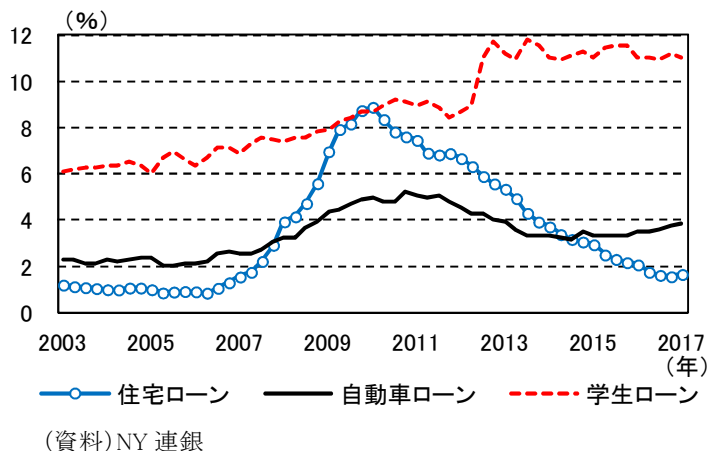
図表7 自動車ローンの新規貸出と借り手の信用状況



こうした最も信用状況の劣る層への貸出増加は、足許での延滞率の上昇という形で、その悪影響が顕現化している(次頁図表8)。また、学生ローンでは、2012年第3四半期に急激に延滞率が上昇し、その後も高止まりしている。NY連銀の分析によれば、この要因として、新たな所得連動返還方式¹⁾の普及による影響が指摘されている。

¹⁾ 貸出の初期には返済負担は小さいものの、期を経るにしたがって、徐々に返済負担が増加し、(定額返還方式と比較して)総返済額は大幅に増加する返済プログラム。

図表8 ローン別の延滞率の状況



自動車ローンや学生ローンは、住宅ローンと比較すると、その残高の規模はまだまだ圧倒的に小さく、足許で延滞率の上昇がみられているものの、金融危機時にみられたような他の貸出に対する信用不安に繋がる可能性は低いと思われる。ただし、双方のローンは残高が増加傾向にあることから、延滞率の動向が、今後の自動車販売や、(NY 連銀のダドリー総裁も指摘するように²) 学生ローンの返済負担が就職後も重く押し掛かり、将来の住宅販売等に影響を与える可能性には一定の注意が必要である。

4. まとめと今後の留意点

米国・家計部門の債務残高が、これまでの既往ピークを越えたことが話題になっている。FRB が金融政策の正常化への動きを加速させている中、利上げに伴い債務に対する返済負担が高まるが、本稿のシミュレーションによれば、現在のところ、利上げが米国の家計部門に与える影響は限定的なものとなる可能性が高い。もちろん、本稿で行ったシミュレーションは一定の前提に基づいたものであるものの、非農業部門雇用者数の増加や失業率の低下にみられるように、労働市場が堅調であり、所得環境が良好であれば、債務負担増加への耐性は相応にあるものと考えられる。

また、そうした全体的な評価とは別に、個別にみると、自動車ローンや学生ローンでは、足許、延滞率の高まりがみられる。債務全体に占める割合はまだ小さいものの、その動向如何によっては家計の消費行動を通じて実体経済にも影響を与える可能性も否定できないため、一定の注意が必要である。

(経済調査チーム 渡邊 喜芳 : Watanabe_Kiyoshi@smtb.jp)

² 4月3日に行われたダドリー総裁のスピーチ参照。NY 連銀の最近の分析を引用し、就学時に借り入れている学生ローンの金額の多寡により、その後の自家所有率に有意な差異が生じていることに言及している。

※ 補論:シミュレーションの概要

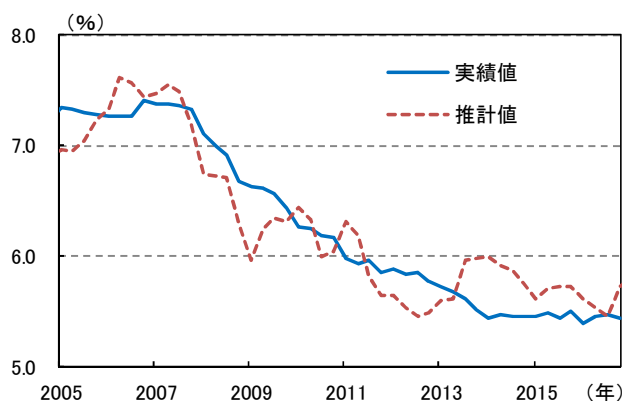
この補論では、シミュレーションの概要を説明する。

まず、米国商務省及びFRBの統計データを用いて、(元本払いを除く)利払い金のみの計数を算出することが出来る。この計数を債務残高で除すことにより、概念上、借入れに対する実効金利に相当するものを求めることが出来る(以下、便宜的に、この計数を「借入実効金利」と記す)。ここでは、こうして得られた借入実効金利に対して、フェデラル・ファンド金利及び長期金利(米国債10年物金利)を説明変数とする簡単な回帰分析を行い、それぞれの変数に関する回帰係数を導出する(図表9、図表10)。シミュレーションにあたっては、こうして導出された回帰係数は不変であるものとし、先行きのフェデラル・ファンド金利及び長期金利の変動に連動し、借入実効金利も変動するものと仮定する。

(推計式)

$$\text{借入実効金利} = \text{定数項} + \alpha * \text{フェデラル・ファンド金利} + \beta * \text{長期金利}$$

図表9 借入実効金利と推計値の推移



(資料)三井住友信託銀行調査部作成

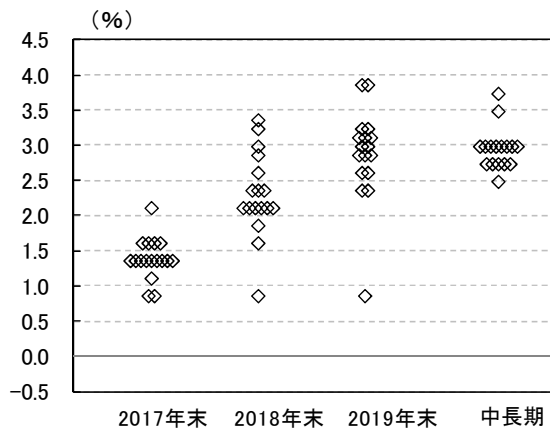
図表10 推計結果

定数項	4.652 **
	(24.3366)
α	0.115 **
	(2.6326)
β	0.4735 **
	(6.1686)

(注)カッコ内の数字はt値、**は5%有意水準で有意であることを表す。

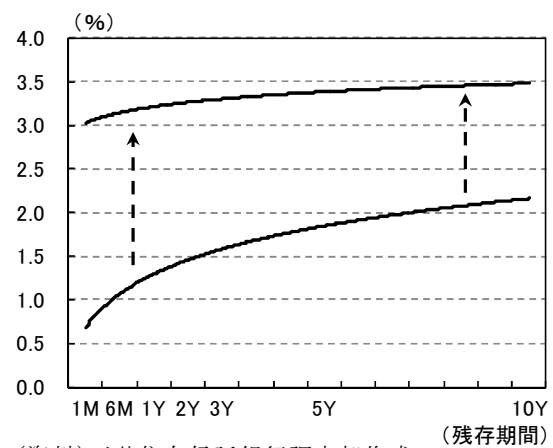
フェデラル・ファンド金利の先行きについては、FOMC参加者の中長期的な見通し(中央値)に準じて、毎年0.25%の利上げが3回ずつ実施され、2019年末までに3%の水準まで引上げられるものとする(シミュレーションの都合上、四半年毎に0.1875%ずつ単調に上昇していく経路を想定する。次頁図表11)。長期金利については、フェデラル・ファンド金利の引上げと平行に上昇するものと仮定し、2019年末までに3.5%の水準まで上昇するものとする(この間の動きについては、フェデラル・ファンド金利同様、足許の水準(2.2%程度)からスタートし、2019年末で3.5%となるよう、四半期毎に同じ上昇幅で単調に増加するものとする。次頁図表12)。なお、フェデラル・ファンド金利及び長期金利は、2020年以降は横這いで推移するものとする。

図表 11 FOMC 参加者の政策金利予想



(資料)FRB

図表 12 イールドカーブの変化



(資料)三井住友信託銀行調査部作成

改めて、元利払いについて整理すると、以下のようになる。

元利払いの総額

$$= \text{【元本払い分】} + \text{【利払い分】}$$

$$= (\text{元本払い} / \text{債務残高}) \times \text{債務残高} + \text{借入実効金利の予測値} \times \text{債務残高}$$

なお、「元本払い／債務残高」については、概ね安定的に推移していることから、過去2年間の実績を基にシミュレーションでも5.9%で一定で推移するものとしている。最後に、債務残高・可処分所得については、これらも過去2年間の実績に基づき、それぞれ、年率3.1%、3.7%で継続的に増加していくものとする。

シミュレーションでは、以上のような仮定の下で、フェデラル・ファンド金利等の上昇に合わせ、

・元利払いの総額／可処分所得

がどのように変動するかを分析している。

※ 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。