

Mizuho RT EXPRESS

米国家計を支えるバランスシートの健全性 ～金利上昇による景気後退リスクを緩和～

調査部経済調査チーム 主席エコノミスト 西川珠子
03-3591-1310 tamako.nishikawa@mizuho-ir.co.jp

■ 家計の債務負担率は歴史的低水準、金利上昇への耐性は強化

米国の3月利上げが目前に迫るなか、金利上昇による米景気の失速（オーバーキル）懸念が強まっている。コロナ禍では、感染懸念により飲食・宿泊等の対人接触型を中心にサービス消費が停滞する一方、低金利を背景に耐久財消費・住宅投資が景気をけん引してきた（図表1）。耐久財消費（GDP比）は過去のトレンドを大きく上回って上昇し、住宅投資（同）も郊外への移住需要の拡大等を背景に2007年以来の水準に上昇した。耐久財消費・住宅投資は金利感応度が高く、家計が借入依存度を高め、重い債務負担を抱えているのであれば、金利上昇による景気失速リスクも大きくなりかねない。

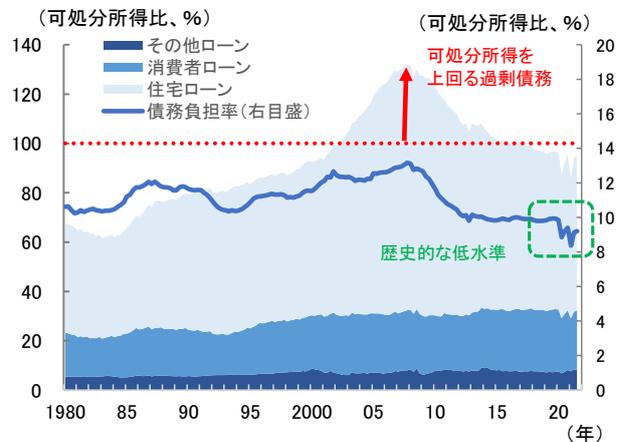
金利低下が追い風となり住宅ローンを中心に家計債務は増加しているものの、可処分所得を大きく上回る過剰債務が蓄積したリーマン・ショック時のような不均衡は生じていない（図表2）。住宅需要の増加と建材・建設作業員の不足による需給ひっ迫を背景に、住宅価格は高め上昇（中古住宅販売価格：2021年12月前年比+15.8%）が続いているが、信用力の低い借り手のローン組成額に占める割合は低水準で推移しており¹、住宅ローン返済能力の低下が金融システム不安に発展した「サブプライム危機」再来が懸念されるような状況にはない。

図表1 耐久財・サービス消費と住宅投資



(注)シャドー部分は景気後退期
(出所)米商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表2 家計債務・債務負担率



(注)債務負担率は、可処分所得に対する債務返済額の比率
(出所)FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

家計の債務負担率（可処分所得に対する債務返済額、Debt Service Ratio）は歴史的な低水準（統計が開始された1980年以降で最低）にあり（図表2）、家計の金利上昇への耐性は強まっている。金利上昇は返済負担の増加要因となるが、堅調な雇用・所得環境がその影響を緩和することが期待される。政府からの移転所得への依存度が高い低所得層では、コロナ対応の財政支援（現金給付・失業保険給付加算措置等²）の打ち切りが可処分所得の減少要因となるものの、未曾有の人手不足を背景に低賃金層ほど賃金上昇率が高い傾向にあり³、賃金所得の増加が給付減の緩衝材となろう。

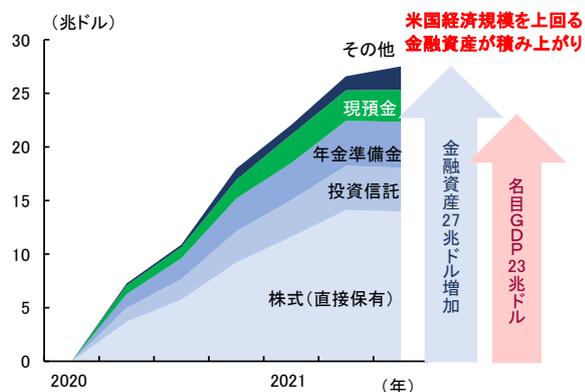
■ 家計金融資産は経済規模を上回って急増、健全なバランスシートが消費を下支え

堅調な家計需要は、借入主導でもたらされたものではなく、財政支援に起因する現預金の増加や株高等に伴う資産効果の寄与が大きい。過剰な家計債務の蓄積がみられない一方、コロナ禍で金融資産はかつてないペースで急増しており、家計のバランスシートは健全であると評価できる。

コロナ禍で家計の金融資産は、米国の経済規模（2021年名目GDP：23兆ドル）を上回って増加した（2020年3月末～2021年9月末の変化幅：27.5兆ドル、図表3）。株高やネット口座普及等を背景に株式（直接保有分）が14兆ドル増と大幅に増加していることに加え、現預金も3兆ドルの増加と資産拡大を後押ししている。財政支援による各種給付受け取りで決済性預金・現金が急増したため、決済性預金・現金の可処分所得比は同期間に7.9%から20.4%へと急上昇し、資産運用手段が限られていた1960年代初め以来の高水準に達した。株式市場は、金融政策正常化の前倒し観測やウクライナ情勢等への警戒から調整色を強めており、株安は逆資産効果を通じて消費の押し下げ要因となるが、流動性の高い現預金取り崩しによる消費下支えの余地がある。

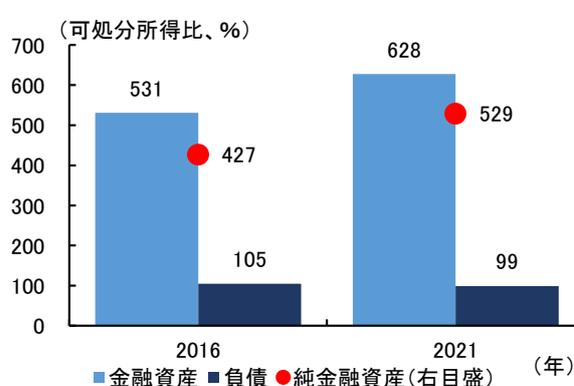
家計のバランスシートは、前回の段階的な利上げ局面入り時と比較しても、健全さを増している。家計金融資産（可処分所得比）は、2016年12月末の531%から2021年9月末には628%へと上昇する一方、負債（同、ローンの他に未払金等を含む）は105%から99%にやや低下している。金融資産が負債を上回って拡大した結果、純金融資産（同、金融資産－負債）は427%から529%と+100%pt上昇している（図表4）。FRBによる秩序だった金融政策の正常化（利上げ+量的引締め）を前提とすれば、金利上昇や株安によるバランスシート調整圧力が、消費を冷え込ませるリスクは限定的であると考えられる。

図表3 家計金融資産増加分の内訳



(注) 2020年3月末以降、2021年9月末までの増加分の内訳。
名目GDPは2021年
(出所)FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表4 家計金融資産・負債



(注) 負債には、ローンの他、未払金等を含む
(出所)FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

■ 家計への逆風は強いが、サービス中心に個人消費は底堅く推移

2022年の米家計は、インフレ加速による実質購買力の低下、金利上昇、コロナ対応の財政支援の打ち切り等、様々な逆風にさらされており、耐久財消費や住宅投資の減速は免れないだろう。昨年未以降のオミクロン株感染急拡大は、飲食・娯楽等の対人接触業種を中心にサービス消費の下押し要因となっている。

しかしながら、堅調な雇用・所得環境に加え、潤沢な金融資産に支えられたバランスシートの健全性は、個人消費の急激な失速による景気後退リスクを緩和する要因となる。春先以降の個人消費は、感染懸念の後退と共に財からサービスへと需要がシフトすると予想される。即時性が強いサービス消費は、財消費・住宅投資に比べ金利上昇の影響を受けにくい。コロナ禍で回復が出遅れていたサービス消費が春先以降は底堅く推移し、持続的な景気拡大を支えよう。

¹ 住宅ローン組成額に占めるクレジットスコア 620 未満の借り手の割合は、2007 年初には全体の 15% 超に達したが、2021 年 10～12 月期時点で 2.1% に留まる。

² 2020 年 3 月の「コロナウイルス支援・救済・経済保障法（CARES 法）」、2021 年 3 月の「米国救済計画法」等による措置。

³ 人手不足の状況については、小野寺莉乃「人手不足に苦しむ米国労働市場～「現役引退」と「転職活動」が賃金上昇に拍車～」(みずほリサーチ&テクノロジーズ『RT Express』2022 年 1 月 14 日) を参照。2022 年 1 月時点の賃金上昇率(アトランタ連銀、Wage Growth Tracker、12 カ月移動平均)は、低賃金層(前年比+5.8%)が高賃金層(同+2.9%)を大幅に上回っている。業種別(米労働省、平均時間当たり賃金)では、低賃金の余暇・接客等の対人接触型サービスでの人手不足による賃金上昇が著しい。