

調査レポート

米国の消費を支える住宅の資産効果

<要旨>

2001年3月からの景気後退期間中も、米国の住宅市場は好調に推移し、住宅販売・着工などの指標は高水準を維持している。こうした住宅市場の好調を背景に、家計の住宅資産残高は増加を続け、それによる資産効果が現在の個人消費好調の一因になっている。

住宅資産の増加が個人消費を増やす経路には、ホーム・エクイティ・ローンによる資金調達、住宅ローン借り換え(キャッシュアウト・リファイナンス)による資金調達、住宅取得に伴う関連消費の増加、がある。2001年の米国家計は、ホーム・エクイティ・ローンにより可処分所得の1.0%、キャッシュアウト・リファイナンスにより0.6%の資金調達をそれぞれ行ったと試算される。

住宅の資産効果と株式の資産効果を比較すると、同額の資産増加に伴う消費刺激効果は住宅の方が大きいといわれる。当社の推計によれば、家計は住宅資産増分の6.7%支出を拡大するが、株式の資産効果は4.5%にとどまる。2001年の実質個人消費の伸び3.1%のうち、住宅の資産効果による押し上げは0.6%ポイントと試算される。

住宅価格上昇率は、2001年前半でピークアウトしており、ホーム・エクイティ・ローンなどによる資金調達は今後、減少していく可能性が高い。持ち家の取得が増え、賃貸住宅の空室率が上昇しているが、今後は家賃の低下が賃貸住宅への需要シフトをもたらし、住宅着工も減少に向かうと予想される。その結果、住宅の資産効果は徐々にはく落していくとみられる。



調査部(東京)

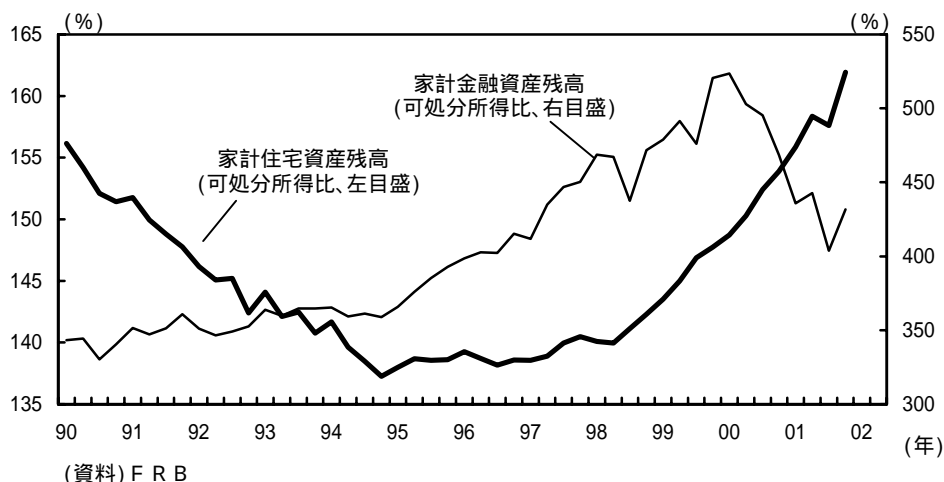
【照会先】

山本 (E-Mail : yasuo.yamamoto@ufji.co.jp)

1. はじめに～好調続く米住宅市場

2000年の夏場以降、米国の株価は大幅に下落し、その結果、家計の金融資産残高は大幅に減少した(図表1)。90年代後半、米国の家計は株価の上昇を背景に消費を拡大してきた。株価下落を契機に、いわゆる逆資産効果によって消費が大きく落ち込むのではないかという懸念が生じた。しかし、同時テロ事件が発生した昨年9月を除けば、米国の個人消費は目立った落ち込みをみせることなく、堅調に推移している。

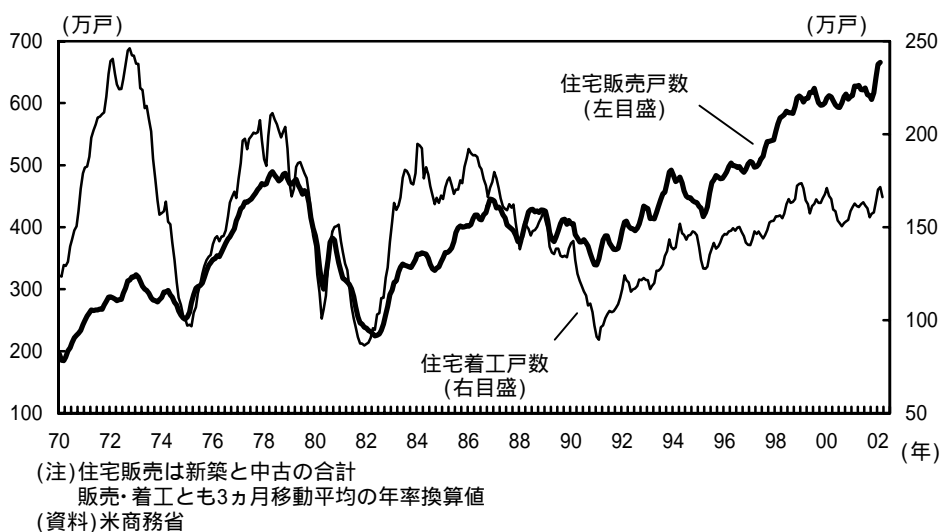
(図表1) 家計の金融資産・住宅資産残高



その理由の一つとして、住宅の資産効果の存在が指摘されている。昨年3月から始まった景気後退期間中も、米国の住宅市場は好調を維持した。新築と中古を合わせた住宅販売戸数は、足元まで年率600万戸を超える過去最高の水準で推移している。また、住宅着工戸数も、大幅な落ち込みをみせることなく、年率150～170万戸という比較的高い水準を保ち続けている(図表2)。

住宅市場の好調を背景に、家計の住宅資産残高は増加を続けている(前掲図表1)。本稿では、こうした住宅資産の増加が個人消費に影響を与える経路についてまとめた上で、現在の米国において住宅の資産効果がどの程度働いているのかを検証する。

(図表2) 住宅販売と着工

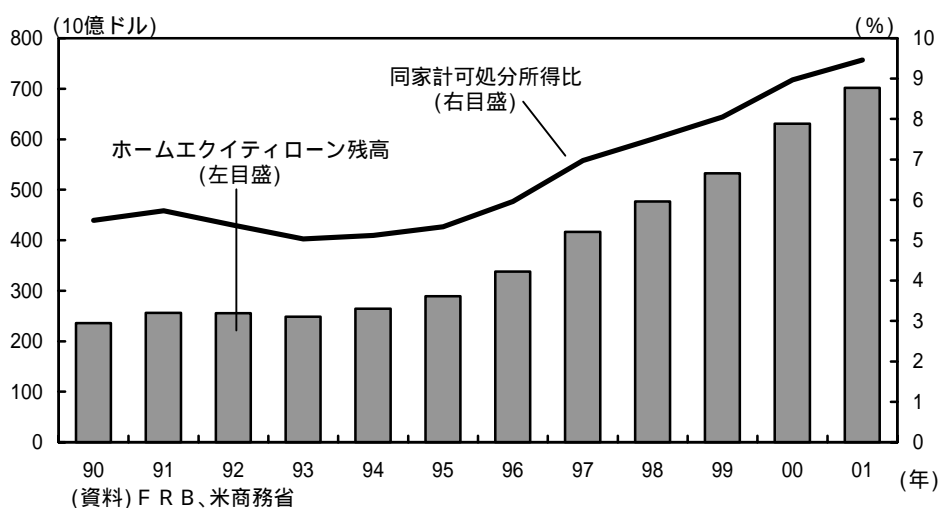


2. 住宅資産の増加が個人消費を増やす経路

(1) ホーム・エクイティ・ローンによる資金調達

家計の住宅資産の増加が個人消費を増やす一つの経路として、ホーム・エクイティ・ローンによる資金調達がある。ホーム・エクイティ・ローンとは、住宅資産を担保とした消費者ローンのことであるが、90年代後半になって急増している(図表3)。ホーム・エクイティ・ローンは、無担保の消費者ローンに比べて低金利での資金調達が可能であり、利子の所得控除も受けられるというメリットがある。さらに、住宅価格(担保価値)の上昇でローンが組みやすくなったことが、利用の増加に拍車をかけたとみられる。2001年末時点のホーム・エクイティ・ローンの残高は7015億ドルに達しており、これは年間の家計可処分所得の約9.5%に相当する。90年代後半から足元にかけて、米国家計は毎年、可処分所得の1%前後をホーム・エクイティ・ローンによって調達していたことになる。2001年の例を挙げると、前年末からのホーム・エクイティ・ローンの純増額は710億ドルであるが、これは可処分所得(約7兆4000億ドル)のおよそ1.0%に当たる。こうして調達された資金が消費に回り、足元までの消費好調の一因になっていると考えられる。

(図表3)ホームエクイティローンの残高



(2) 住宅ローン借り換え(cash-out refinance)による資金調達

住宅資産の増加が個人消費を増やすもう一つの経路として、住宅ローン借り換えによる資金調達がある。90年代後半は長期金利が低下傾向で推移したこともあり、既存の住宅ローンからより低金利のローンへの借り換えが増加した。その際、既存の住宅ローンを増額して借り換えることにより新規の資金調達をする、いわゆるキャッシュアウト・リファイナンスが活発に行われた。97~2001年の間に借り換えられたローンのうちの半分以上で、従来のローン金額より5%以上増額して借り換え(借り増し)が行われている(次頁図表4)。

特に、金融緩和によってローン金利が大幅に低下した2001年には、住宅ローンの借り換えは約1.1兆ドルにも上った。既存ローンと住宅ローンの金利差(1.18%)から計算した利払い負担の軽減額は、約135億ドルとなる。また、借り換えられたローンの約53%が5%以上増額されているが、借り増し分がすべて5%であったと仮定して試算すると、借り増しによる資金調達は約304億ドルとなる(5%より多く増額されたローンもある

一方、減額借り換えされたローンも13.9%あるため、実際の資金調達額はこれより大きい可能性も小さい可能性もある)。利払い負担の減少と借り増し分を合わせた2001年の資金調達額は約439億ドルと試算され、これは家計の可処分所得の約0.6%に相当する。

(図表4)住宅ローン借り換えによる資金調達状況

	住宅ローン 借換金額 (億ドル)	5%以上 増額 (%)	減額借換 (%)	金利 低下幅 (%ポイント)	資金調達 (億ドル)	所得比	利払減	借り増し
						(%)	(億ドル)	(億ドル)
97	2433	60.4	13.9	1.07	100	0.2	26	74
98	7580	48.0	17.5	1.18	271	0.4	89	182
99	4590	61.8	12.5	1.12	193	0.3	51	142
2000	1980	79.6	9.1	0.97	98	0.1	19	79
2001	11490	52.9	13.9	1.18	439	0.6	135	304

(注)借り増しによる資金調達は、5%以上増額されたローンの全額について借り増し分が5%であったと仮定した場合の金額。減額借換分は考慮せず。

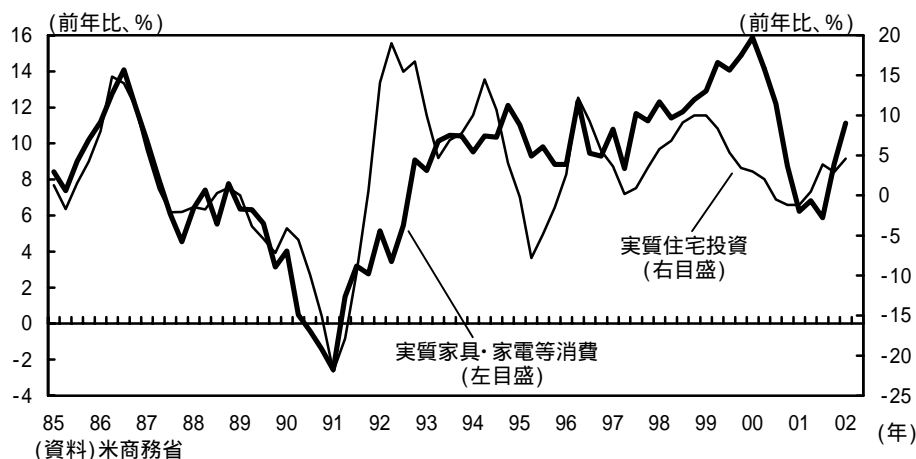
所得比は、家計可処分所得に対する比率

(資料)MBA(Mortgage Bankers Association), Freddie Mac

(3) 住宅取得に伴う関連消費(家具・家電等)の増加

家計が住宅を購入する際には、合わせて家具・家電なども購入するケースが多い。実際に、住宅投資が好調な90年代後半は、家具・家電等の消費も高めの伸びを示している(図表5)。当社の推計によれば、住宅投資1%の増加は、家具・家電等の関連消費を0.2%程度押し上げる。もっとも、家具・家電等の支出が個人消費全体に占める割合は6.25/100と小さいため、押し上げ効果も限定的である。

(図表5)住宅投資と関連消費の推移



<住宅関連消費の推計結果>

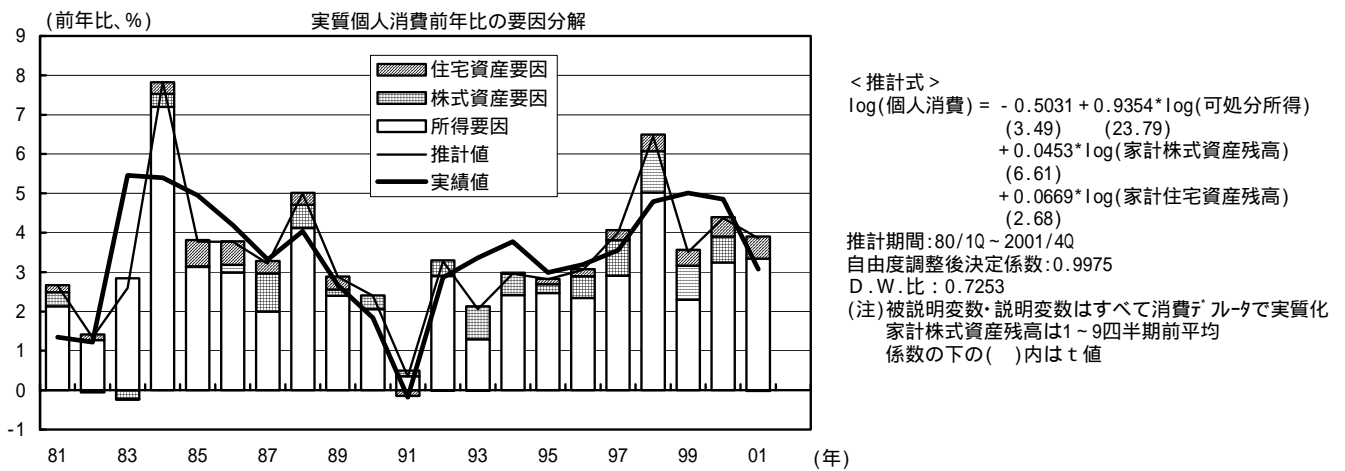
$$\ln(\text{実質家具・家電消費}) = -17.05 + 2.47 * \ln(\text{実質可処分所得}) + 0.21 * \ln(\text{実質住宅投資})$$

3. 住宅の資産効果の計測

ここまで、家計の住宅資産の増加が個人消費を増加させる経路についてみてきた。では、トータルでみて住宅の資産効果は足元の個人消費をどの程度下支えしているのだろうか。

資産効果の大きさをみるために、家計の株式資産残高と住宅資産残高を説明変数に含む消費関数の推計を行った。当社の推計によれば、住宅資産の増加額に対して、家計は6.7%支出を拡大するという結果が得られた(図表6)。推計結果を元に試算すると、2001年の実質個人消費の伸び3.1%のうち、住宅の資産効果による押し上げは0.6%ポイントとなる。前回景気後退時の91年と比べて、2001年の個人消費の伸びが高かった最大の理由は、所得の落ち込みが小さかったことであるが、住宅の資産効果もある程度下支えとなっていたことがわかる。

(図表6)消費関数の推計結果と要因分解



<推計式>

$$\log(\text{個人消費}) = -0.5031 + 0.9354 \cdot \log(\text{可処分所得}) + 0.0453 \cdot \log(\text{家計株式資産残高}) + 0.0669 \cdot \log(\text{家計住宅資産残高})$$
 (3.49) (23.79) (6.61) (2.68)
 推計期間: 80/1Q ~ 2001/4Q
 自由度調整後決定係数: 0.9975
 D.W.比: 0.7253
 (注)被説明変数・説明変数はすべて消費デフletaで実質化
 家計株式資産残高は1~9四半期前平均
 係数の下の()内はt値

参考までに、他機関や研究者による資産効果の計測例を示したものが、(次頁図表7)である。住宅の資産効果と株式の資産効果を比較すると、同額の資産増加に伴う消費刺激効果は住宅の方が大きいといわれる。その理由として、株式の保有が一部の高額所得者に集中しているのに対し、住宅は6~7割の家計が保有しており、保有の裾野が広いことが挙げられる。さらに、株式に比べて住宅は大幅な価格低下が起きることがなく、価値が安定していることも、資産価値の上昇分が消費に回りやすい要因になっているものと思われる。他機関による計測でも、同額の資産価値上昇に対する消費刺激効果は住宅の方が大きいことが示されている。グリーンSPAN F R B (連邦準備制度理事会)議長は、講演で「家計は株式資産の上昇分の3~4%支出を拡大する一方、住宅資産の増加に対しては5%前後支出を拡大する」と述べている。当社の推計でも、家計は住宅資産の増分に対して6.7%支出を拡大するが、株式資産の増分に対しては4.5%の支出拡大との結果が出た。また、住宅資産の増加が消費を押し上げる割合は、おおむね5~7%程度との計測例が多いが、米モーゲージ銀行協会(M B A)は10~15%と大きめにみている。

(図表7)資産価格上昇に対する弾性値の計測例

	住宅資産	株式資産
当社	6.7%	4.5%
FRB/USモデル(1)	5%前後	3~4%
M B A (2)	10~15%	住宅の1/3以下
Case, Quigley, Shiller(3)	6.2%	2~3%

(1)グリーンパソ議長の講演での発言より

(2)モーター銀行協会エコノミスト/D.ダンカン氏のインタビュー記事(5/8 日経新聞)より

(3)Robert J. Shiller(Yale大学)らの論文より

4. 住宅市場の先行きと資産効果

(1) 一部の都市で高騰する住宅価格

住宅の資産効果がある程度個人消費を支える要因になっているのは確かであるが、最近の米国の住宅市場はバブルなのではないかとの指摘もある。都市部の住宅価格上昇率をみると、全米平均では2000年が4.3%、2001年が6.3%と高まってはいるものの、バブルというほどの上昇率ではない。しかし、ニューヨークなど一部の大都市では上昇率が2ケタを超えており、一部にバブルが生じている懸念がある(図表8)。

(図表8)都市部の住宅価格上昇率

		(前年比、%)			
地域別	2000年	2001年	都市別	2000年	2001年
全米	4.3	6.3	ボストン	8.3	13.5
北東部	0.3	5.1	デンバー	14.9	10.9
中西部	3.3	5.3	ミネアポリス	9.2	10.6
南部	6.7	7.1	ニューヨーク	13.3	12.2
西部	5.2	6.3	サクラメント	10.4	20.0
			サンディエゴ	16.3	10.8
			サンフランシスコ	33.4	4.7
			ワシントンDC	3.5	17.1

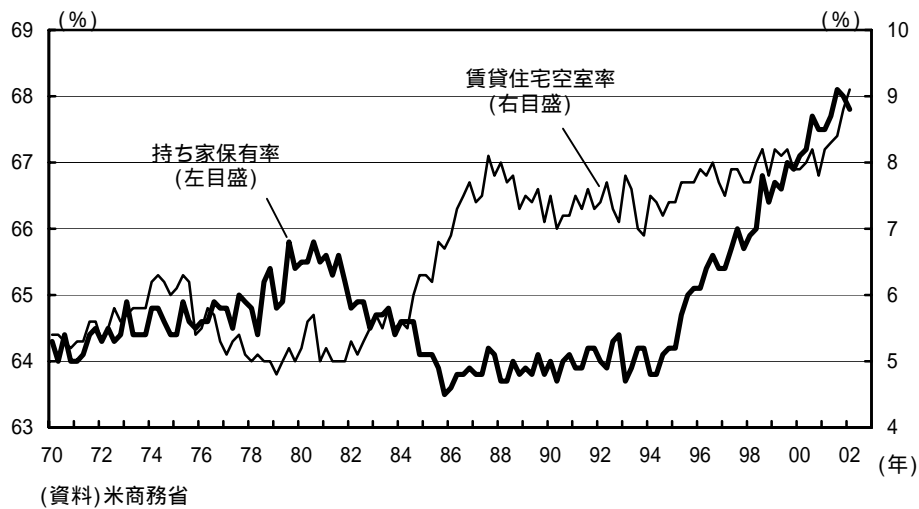
(注)中古一戸建て住宅の販売価格の中央値

(資料)全米不動産業協会

(2) 持ち家保有率と賃貸住宅空室率

また、90年代後半を通じて住宅取得が活発化したことにより、持ち家保有率が大きく上昇している。米国家計の持ち家保有率は80年代半ば以降64%前後で推移していたが、90年代半ばから上昇し始め、足元では68%程度と過去最高のレベルまで上昇している。90年代後半の米国では、長期にわたる景気拡大が続く一方で長期金利の低下傾向が続いたことが住宅の取得を促進したとみられる。景気後退に陥った2001年は、金融緩和によって長期金利が一段と低下したことが家計の住宅取得を後押しし、持ち家保有率の上昇が続いた。その半面、80年代半ばから7~8%近辺で推移してきた賃貸住宅の空室率は、2002年1-3月期時点で9.1%まで上昇し、こちらも過去最高の水準となっている(次頁図表9)。

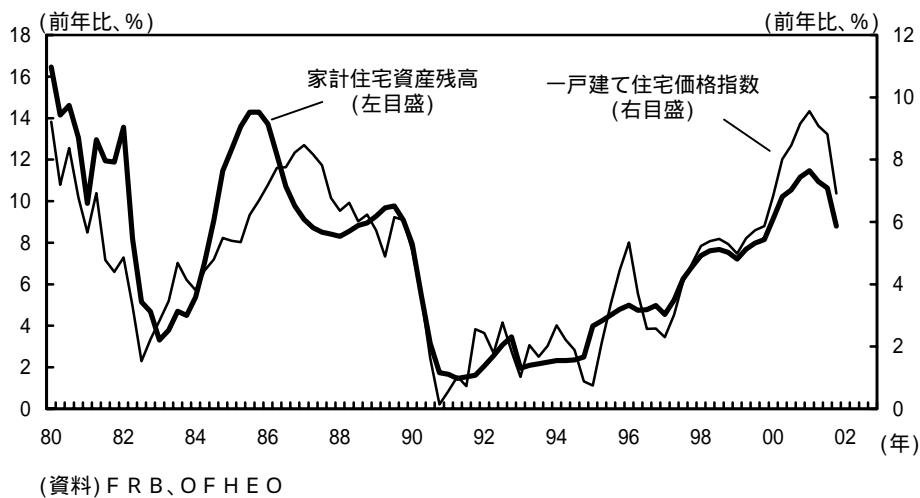
(図表9) 持ち家保有率と賃貸住宅空室率



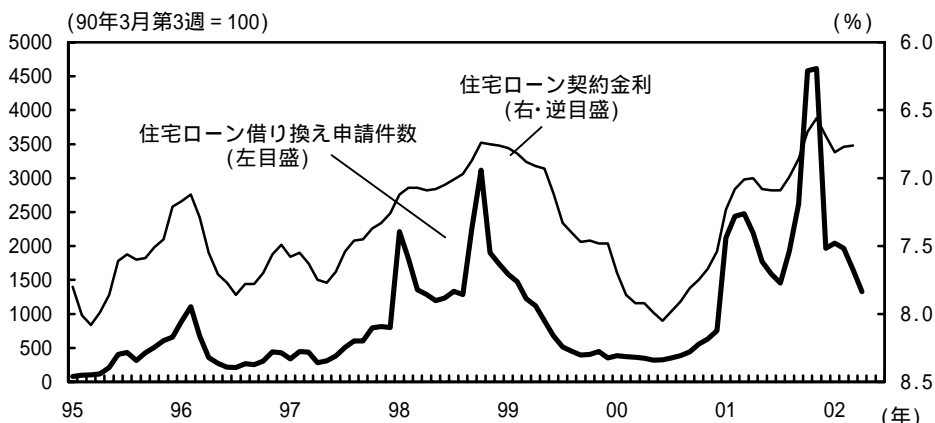
(3) 今後の動向～住宅の資産効果ははく落へ

今後も、住宅の資産効果は個人消費を押し上げ続けるのだろうか。住宅価格の上昇率は2001年前半にすでにピークアウトしており、家計の住宅資産残高の伸びにも鈍化の兆しがみられる(図表10)。これまで、住宅資産残高の増加(担保価値の上昇)はホーム・エクイティ・ローンによる資金調達可能額の増加に寄与してきた。また、キャッシュアウト・リファイナンスで借り増しが可能であったのも、住宅の資産価値が上昇していたことが大きかったと考えられる。住宅価格のピークアウトにより、ホーム・エクイティ・ローン、キャッシュアウト・リファイナンスといった住宅資産の増加分を現金化する家計の行動は、今後は減少していく可能性が高い。実際に、住宅ローンの借り換え申請件数は、長期金利が昨年11月に大底をつけた時点でピークアウトし、水準自体はまだ高いがすでに減少傾向にある(次頁図表11)。

(図表10) 住宅価格と家計の住宅資産残高

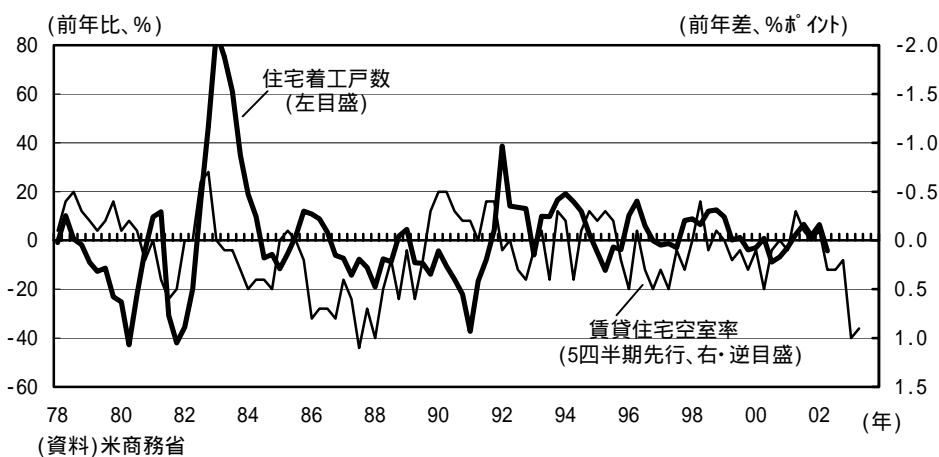


(図表11)住宅ローン金利と借り換え申請件数



さらに、過去の賃貸住宅空室率と住宅着工戸数の関係を見ると、空室率が大幅に上昇した後は住宅着工が鈍化するという関係がみられる(図表12)。これは、賃貸住宅から持ち家へのシフトが進むと、賃貸住宅の家賃低下 賃貸住宅への需要回帰 住宅(持ち家)の価格低下・住宅着工の減少、というプロセスが働くとみられるためである。足元で過去最高水準まで空室率が上昇していることから、今後しばらく、住宅着工は減少基調をたどる可能性が高い。

(図表12)賃貸住宅空室率と住宅着工戸数



以上のように、住宅価格上昇率の鈍化と、着工減少によるストックの伸び鈍化が重なり、家計の住宅資産残高の伸びは低下基調をたどり、住宅の資産効果は今後、徐々に落していくとみられる。もっとも、住宅市場のバブル崩壊により、逆資産効果が働いて消費を大きく押し下げるといった極端な状況も想定し難い。90年代前半の米国では住宅市場が低迷し、実際に一部都市では住宅価格の下落もみられた。しかし、(前頁図表10)をみればわかる通り、その時期でも全米ベースで住宅価格はマイナスにはならず、家計の住宅資産残高は減少していない。したがって、今後、住宅市場は弱含み、資産効果(2001年の消費押し上げは0.6%)は落すとみられるが、その影響は消費に壊滅的なダメージを与えるほどのものにはならないと評価すべきであろう。