

## 先進国の住宅バブルと今回米国の比較

～2011年までの個人消費低迷を示唆～

経済調査部 近江澤 猛

### (要旨)

- 米国経済は 09 年 7－9 月期に前期比年率+3.5% (速報値) と 5 四半期ぶりのプラス成長に回帰したが、今後どのような回復過程を辿るかに注目が集まる。そこで、過去の先進国の住宅バブル崩壊との比較により、米国経済の先行きを考える。
- 70 年以降の G 7 各国を対象に、実質住宅価格がピークから 3 年間で 10% 以上下落した局面における実質 GDP の推移をみると、平均的には住宅価格が下落に転じてから約 1 年で底をつけ、さらに 1 年後に本格回復している。今回の米国のケースでは消費と純輸出が堅調に推移したため、住宅価格が下落に転じてもしばらくは高成長を維持し、過去の事例と大きく異なる推移を辿った。仮に、減速が鮮明になってきた 07 年 7－9 月期まで起点を後ずれさせたとしても、実質 GDP の推移は深さ、長さともに過去の事例を上回っている。
- 同様に家計貯蓄率の推移についてみると、実質住宅価格がピークをつけた辺りから上昇し、2 年程度は上昇が続いている。最も長く貯蓄率上昇が続いた英国のケースでは、3 年半程上昇が続いた。過去 8 事例の内、比較的個人消費の落ち込みが大きかった英国・カナダと、90 年代に長期低迷した日本を対象に、民間向け与信残高/GDP 比のトレンドからの乖離をバブルの大きさとし、個人消費の停滞が続いた期間と比較すると相関関係が見られた。この関係に今回の米国の例を当てはめると、11 年前半までは個人消費の停滞が続くことになる。
- 次に、80 年代後半以降の日本のバブルと今回の米国のケースを比較してみる。大きな相違点は負債を拡大させた主体が日本では企業であり、米国では家計であったことである。そのため、資産価格下落後の景気の推移も異なる。日本では地価が 05 年以降の一部主要都市を除き現在まで下落が続いているのに対し、米国では既に住宅価格が上昇に転じ、先行きも底堅く推移すると予想される。また、日本では企業が過剰な債務を抱えたことから、バブル崩壊後はリストラにより賃金が低下し個人消費は低迷した。一方、米国では雇用調整速度が速く、需要が回復に向えば労働投入も増えやすく、賃金の減少が続くような状況には陥り難いという違いが挙げられる。
- しかし、今回の世界的な金融危機による景気後退は米国自身が震源であり、米国の需要縮小により米国依存の世界経済も打撃を受けているため外需依存の回復は期待しがたく、家計のバランスシート調整に目処がつくまでは低成長が続くだろう。

### 1. 70 年以降、G 7 の住宅バブルは 8 例

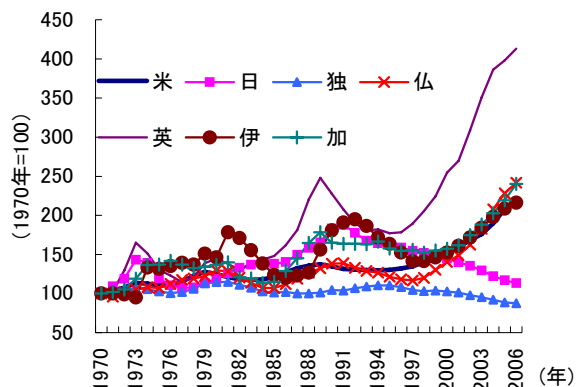
米国経済は最悪期を脱し、09 年 7－9 月期に 5 四半期ぶりにプラス成長に回帰した。そこで注目されるのは、世界恐慌以来と言われた今回の景気後退がどのような回復を辿るかである。そこで、過去の先進国の住宅バブル崩壊と今回の景気後退を比較してみる。

国際決済銀行がまとめている先進国の実質住

宅価格について、1970 年から 2006 年までの G 7 のデータを見ると、概ね 70 年代前半、80 年前後、90 年前後にピークがあり、90 年代後半にも各国で住宅価格の上昇がみられる。ここで、実質住宅価格がピークから 3 年間で 10% 以上下落したものを住宅バブルと定義すると、米国、ドイツを除く 5 カ国で 8 事例が存在する(資料 1)。また、今回の米国の住宅価格下落について

代表的な住宅価格指数であるケース・シラー住宅価格指数(20都市ベース)を消費者物価指数で実質化すると、06年4-6月期をピークに下落をはじめ、09年4-6月期にはピークからの下落率が37.7%に達し、3年間で10%以上の下落という基準に該当する。

資料1 G7実質住宅価格推移



(出所) 国際決済銀行

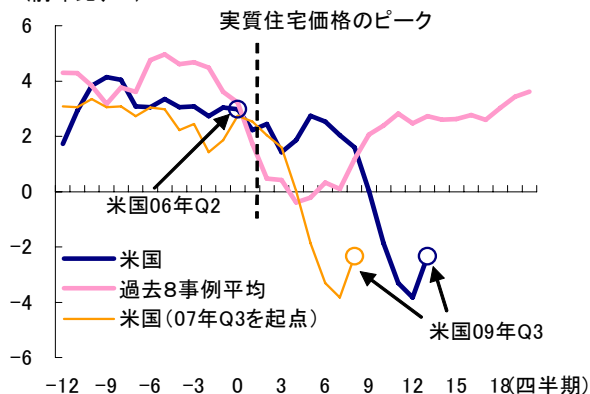
## 2. 今回の米国景気後退は過去平均から大きく乖離

上記の8事例と今回の米国の住宅バブルについて、住宅価格が下落に転じてから景気はどのような経路を辿ったのか見てみる。住宅価格のピーク時を起点として、8事例における実質GDPの推移を平均したものと今回の米国の例を重ねてみると、今回の米国のケースは過去の住宅バブル平均と大きく異なることがわかる(資料2)。過去8事例の平均では、住宅価格がピークを迎える半年ほど前から実質GDPが減速を始め、住宅価格の下落を機にGDPの減速ペースが速まり、およそ1年後に底をつけ、さらに1年後に本格的な回復に転じている。今回の米国のケースでは、実質GDPは住宅価格が下落に転じてからも2年程度は比較的底堅く推移し、過去の住宅バブル崩壊時とは異なった。米国実質GDP成長率を寄与度分解すると、この時期に個人消費と純輸出が堅調に推移し、住宅投資の減少を補っていたことがわかる(資料3)。通常住宅価格が下落すれば、逆資産効果により個人消費は下押しされる。過去事例の平均をみても、それと整合的な動きをしている。しかし、米国では所謂サブプライムローン問題が世界的

に認識されるようになる07年前半までは、消費者向け融資がそれまでと変わらず行なわれ個人消費は堅調さを保った。しかしその後、個人向け融資基準が急速に厳格化され、それに伴い個人消費も減速ペースを速めた(資料4)。また、デカップリング論が台頭するなど新興国の成長が著しく、世界的な好景気が米国経済の支えとなっていた。

このように、景気が本格的な減速に至るのが遅れたが、仮に、サブプライムローン問題が本格的に問題視され、個人消費も減速ペースを速めた07年7-9月期を過去事例の実質住宅価格ピークに重ねて比較したとしても、2年が経過した足元09年7-9月期にようやく前期比でプラス成長に回帰した今回の米国景気の落ち込みは、過去事例平均を深さ長さともに大幅に上回っている。

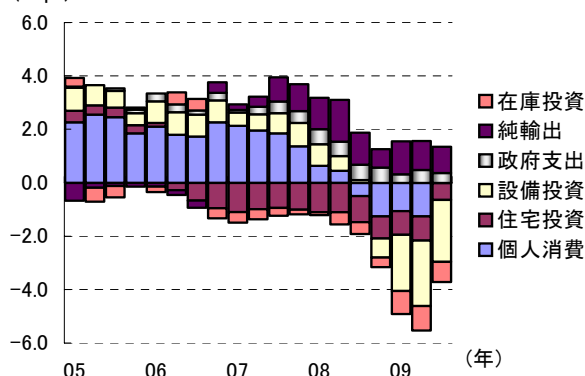
資料2 住宅バブル崩壊前後の実質GDP推移(前年比、%)



(出所) 各国統計より第一生命経済研究所作成

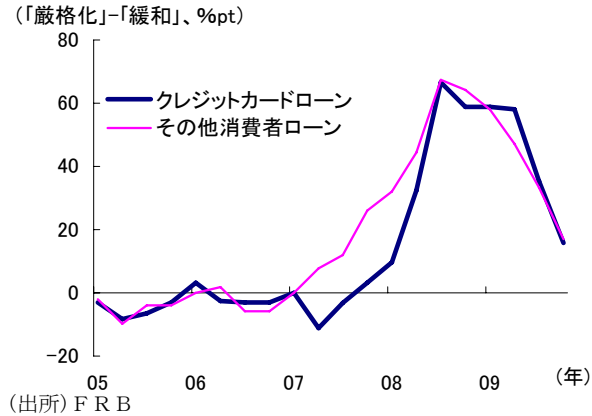
(注)「過去8事例平均」は各事例の実質GDP成長率平均の推移

資料3 米国実質GDP成長率(前年比)寄与度(%pt)



(出所) 米国商務省

#### 資料4 消費者ローン融資基準



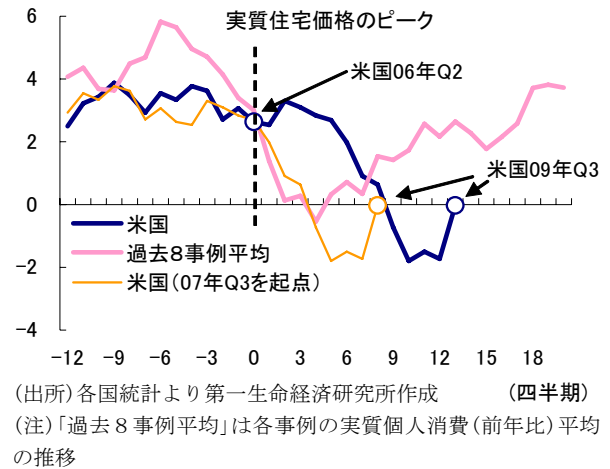
### 3. 過去事例の平均では、住宅価格のピークから2年程度は家計貯蓄率が上昇

次に、今回の米国経済の先行きで注目を集める個人消費について、GDP同様に過去事例平均と今回の米国のケースを比較してみる。過去事例の平均では実質住宅価格がピークを過ぎてから約1年で底をつけ、7、8四半期程度で回復するという経路を辿っている(資料5)。それに対して、今回の米国の事例では個人消費も暫くは底堅く推移し、07年後半から減速が鮮明になった。そして、仮に個人消費の減速が鮮明となった07年7-9月期を起点として、過去事例と比較しても、今回の米国は約1年ほど遅れて底をつける状況にあり、今回の米国住宅バブル崩壊が過去の先進国の事例と比較して深刻であることがわかる。

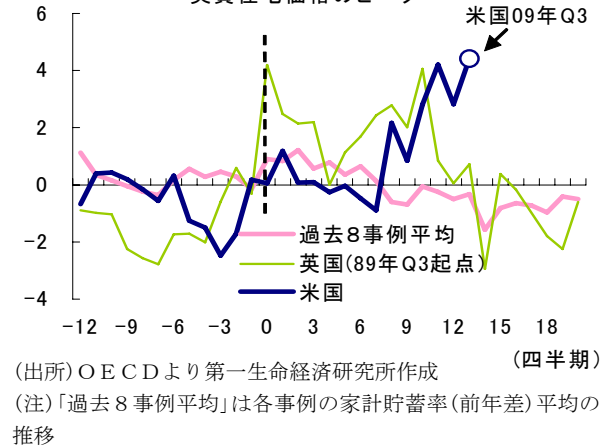
個人消費の先行きについて注目となるのは過剰消費の行方であり、米国はこれまでの過剰消費の是正局面に入り、家計貯蓄率は上昇し、個人消費は低迷するという見方がある。過去の住宅バブル崩壊の事例をみると、実質住宅価格のピーク前後から家計貯蓄率は上昇し、2年間程度上昇が続いていることから、やはり住宅価格の下落が逆資産効果を通じて個人消費を下押ししていることがわかる。最も大幅に家計貯蓄率が上昇したのは英国の91年からのケースで、3年半程大幅な上昇が続いた(資料6)。今回の米国のケースでは家計貯蓄率は08年4-6月期に上昇を始め、既に1年以上上昇が続いている。過去の平均期間を当てはめれば、今後1年程度は家計貯蓄率の上昇が続くことになるが、今回

の米国の住宅価格下落の大きさを考慮すると、過去の平均を上回ることも考えられる。

#### 資料5 住宅バブル崩壊後の実質個人消費の推移(前年比、%)



#### 資料6 住宅バブル崩壊後の家計貯蓄率推移(前年差、%pt)

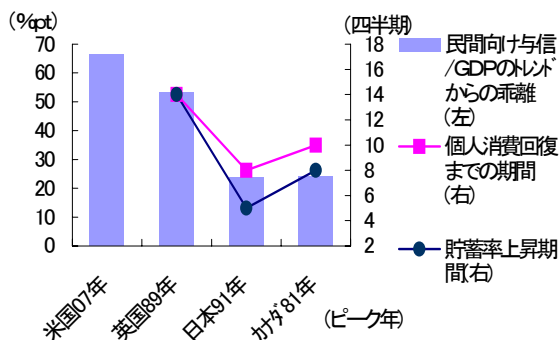


### 4. 民間向け与信残高/GDP比と個人消費停滞は相関

過去の8事例を平均すると、住宅価格ピークから2年程度家計貯蓄率が上昇するという結果が得られたが、実際には個々の事例ごとに住宅バブル崩壊の深刻度は異なる。そこで、個人消費の落ち込みが比較的大きかった、英国・カナダと、長期停滞した日本の90年代について、バブルの大きさと、バブル崩壊後の個人消費の停滞の関係を見るため、バブルの大きさを「民間向け与信残高/GDP比のトレンドからの乖離」とし、実質住宅価格のピークから個人消費が回復に至るまでの期間、家計貯蓄率の上昇が続いた期間を比較してみると相関関係が見られた(資料7)。この相関関係を今回の米国に当てはめると、英国の89年からの事例を上回る4年程

度の個人消費停滞が予想される。今回の米国では個人消費の減速が住宅価格下落から遅れたこともあり、個人消費が本格的に減速を始めた07年3四半期を起点とすれば、11年下期が回復の目安となる。

資料7 民間部門与信残高/GDPのトレンドからの乖離と個人消費回復までの期間



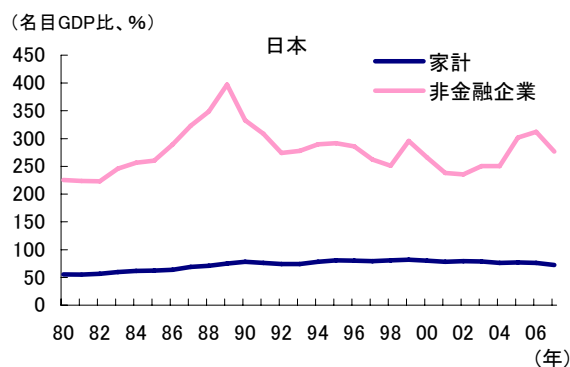
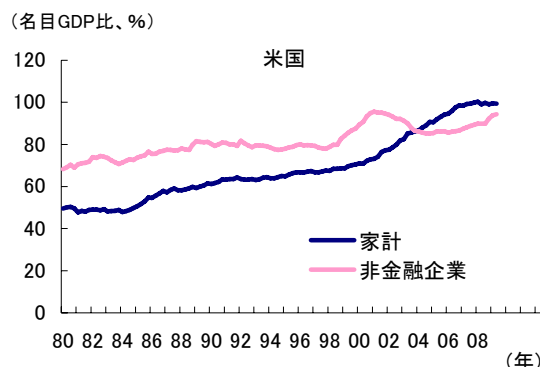
(出所) 世界銀行、OECDより第一生命経済研究所作成  
 (注) 「個人消費回復までの期間」は、前年比+2%を上回るまでの期間。貯蓄率上昇期間は、家計貯蓄率が前年比で上昇するまでの期間。

## 5. 日米で負債の拡大主体に違い

次に長期低迷が予想される米国経済について、「失われた10年」と言われるように長期低迷を経験した日本のバブルを参考に今回の米国のバブル崩壊を見てみる。日米バブルを比較すると、資産価格の上昇が続き、資産価格上昇の継続を前提とした融資が膨らみ、資産価格が下落に転じると金融機関は大量の不良債権を抱え、金融危機へと至ったという大枠の構図は似ているが、大きな相違点として、債務を積み増した主体が日本の場合は企業であり、米国の場合は家計であることが挙げられる。家計、企業の債務を名目GDP比でみると、日本の企業は80年代半ばから上昇を続け89年をピークに低下を続けた。一方、米国企業はITバブル期に一旦、債務の増加が加速しているが、その後は低下した。家計債務の名目GDP比は、日本はバブル期に目立った上昇は見られないものの、米国は、90年代から緩やかな上昇基調にあり、住宅価格の上昇により住宅ローン残高と住宅価格との差額を担保にさらに借入を行なうなど、資産の拡大と共に負債を拡大させた結果、特に2000年あたりから加速を続けていた(資料8)。そのため、バ

ブル崩壊後の様相も異なっており、日本では企業が債務圧縮のために設備投資が抑制され景気が減速したのに対し、米国では家計が過剰消費修正により消費が抑制され、急速な消費の減少により設備投資も大きく減少した。

資料8 日米の企業・家計の債務比率推移



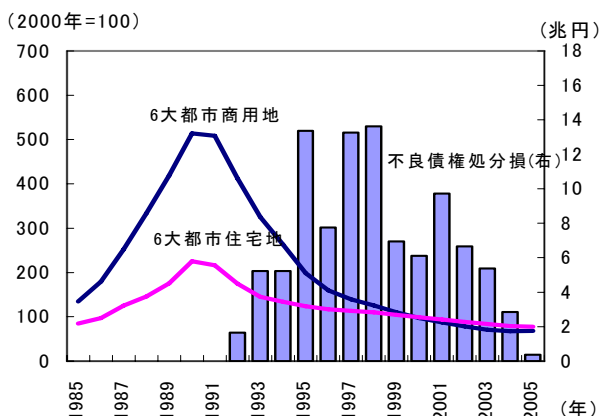
(出所) 内閣府、FRB、米国商務省

## 6. 家計のバランスシート調整が重しに

日本経済の長期低迷との比較で、今後の米国経済の先行きを見通す上でのポイントとして、まず資産価格の動向が挙げられる。日本の場合、地価は91年をピークに下落を続け、05年以降主要都市で一時上昇したのを除いて下落が続いている。地価の下落は金融機関の不良債権増加につながり、問題を長引かせる一因となった(資料9)。一方、米国では代表的な住宅価格指数であるケース・シラー住宅価格指数は09年6月に3年2ヵ月ぶりに前月比で上昇に転じた。住宅価格が十分に低下したことや、金融政策の効果により住宅ローン金利が低水準にあることで、住宅取得余裕度を示すAffordability指数は過去最高水準にあり、潜在的な住宅需要は強まっていると考えられる(資料10)。また、住宅需要の基礎である世帯数も米国では、年間約1%程度増加しており、中長期的には住宅需要は底堅

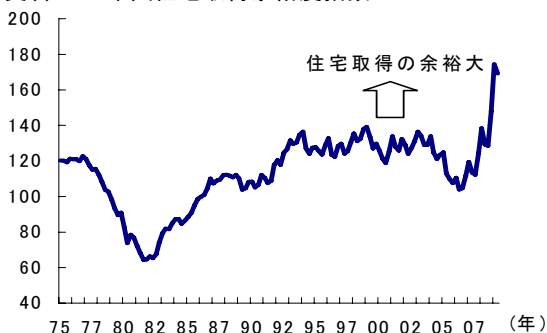
く推移すると見られる。この点は米国経済の先行きにはプラスである。

資料9 日本の地価と不良債権処分損



(出所) 日本不動産研究所、金融庁  
(注) 不良債権処分損は年度単位、データは92年度から。

資料10 米国住宅取得余裕度指数



(出所) 全米不動産協会

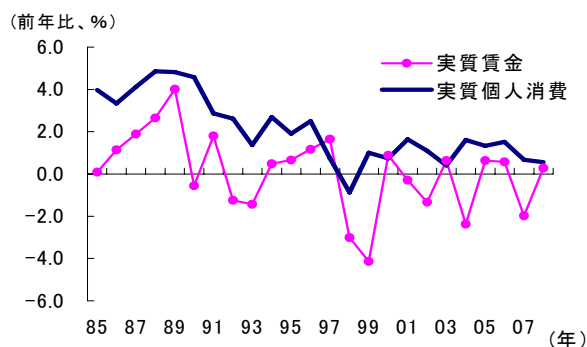
もう一つのポイントは企業部門の健全性である。日本の場合、債務を拡大させた主体が企業部門であり、バブル崩壊によって企業はリストラを余儀なくされ、賃金の減少とともに個人消費の低成長が続いた(資料11)。米国は日本と比べて企業の財務体質が健全であることや、需要の変化に対する雇用の調整速度が速いことから、足元で大きく調整された雇用は需要が持ち直せば回復しやすく、日本のように賃金の減少が続くような状況に陥る可能性は低いと考えられる。

一方マイナス要因として、世界経済との関係が挙げられる。日本のバブル崩壊は、ほぼ日本に閉じた問題であり世界経済の足を引っ張るということにはなかった。そして、日本経済が長期低迷から抜け出したのは外需主導の回復であり、90年代後半から始まった米国の過剰消費を中心とした世界的な貿易拡大と、好

景気の恩恵により日本経済も立ち直ったと言える。しかし、今回の米国にとっては、自身が世界的な金融危機崩壊の震源であり、米国を中心に世界経済が連動性を高めてきた中で、外需に依存した回復はすぐには期待できないだろう。中国も目覚ましい成長を遂げ、世界の名目GDP成長率に対する寄与度では米国に肩を並べる水準まできているが、その成長は米国の過剰消費を満たすための輸出と公共投資に依存したものであり、すぐに構造転換を遂げて米国に替わって世界経済を牽引するのは難しいだろう(資料12)。

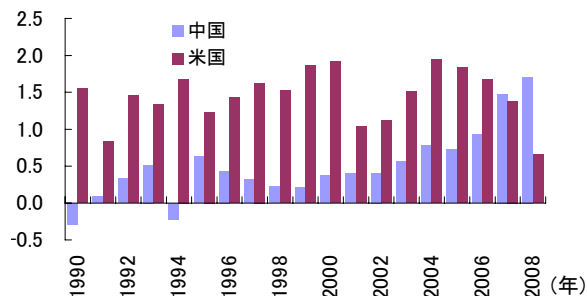
以上より、米国では資産価格の長期下落や賃金の下落といった状況に陥ることは避けられることから底堅さはあるものの、外需に依存した景気回復は見込み難しく、過剰な債務を抱えた家計のバランスシート調整が重しになるとみられる。家計貯蓄率も過去の平均を単純に当てはめれば10年半ば頃まで上昇を続けるということになるが、民間向け与信残高/GDP比からの乖離の大きさからすると11年前半までの個人消費停滞が示唆され、米国経済は脆弱な状態が続くこととなる。

資料11 日本の賃金・個人消費推移



(出所) 内閣府、OECD

資料12 米中の名目世界GDP成長への寄与度 (%pt)



(出所) IMF

おおみさわ たけし (副主任エコノミスト)