

テーマ：2010年の市場環境見通し＜補論＞

発表日：2009年12月14日（月）

～米消費のカギ握る住宅価格に先行き鈍化の可能性～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

11/26付けのレポート「2010年の市場環境見通し」において、循環的な景気の回復に早くも鈍化の兆しが見えつつある一方で、最終需要の回復が遅れているため、持続的な景気回復には各国が追加の経済対策を行うことが必要だと述べた。ここでは、上記レポートの補論として、米国の最終需要の先行きに対する筆者の見解について述べる。

自律的な回復局面移行のカギを握る消費者マインド

足元では米国の最終需要に関連する経済統計は、比較的良好なものが多い。なかでも、住宅関連指標の改善は、市場のセンチメントの改善に繋がっている。一方で、消費者マインドは引き続き過去最低レベルにとどまっている。消費者マインドは“財布の紐”のゆるみ度合いを示し、マインドの改善が遅れば消費者は積極的な消費を控えようとする。所得が改善すれば、消費性向が変わらなくても消費水準自体が改善するが、雇用・所得環境は景気に遅行するため、消費マインドが改善しなければ景気自体の回復力も脆弱なものとなる。

ここで、景気回復初期の流れを確認すると、以下のようになる。

1. 金融緩和や減税などの景気対策によって需要が下支えされる。
2. 企業の在庫調整努力により在庫調整が進展すると、生産に回復余地が生じる。
3. 売上げの悪化に歯止めがかかる一方で、コストの削減によって企業収益の悪化に歯止めがかかり、雇用の悪化ペースも鈍化する。
4. 上記3の要因に加え、金融緩和によって流動性が潤沢なことや景気の持ち直し期待の高まりなどを背景に株などの資産価格が上昇し、消費者マインドの改善に繋がる。
5. 消費の持ち直しによって生産の回復余地が拡大、時間外労働の拡大などから所得環境が好転する。
6. 所得の改善を受けて消費は拡大、企業は需要の増加に対応するため、雇用や設備投資を拡大する。

上記の景気回復初期の流れを景気循環的な観点から示すと、生産が底打ちから持ち直しに転じる〔2〕以降が景気回復局面と見なすことができる。足元で、日米欧に加え主要新興国などでも生産活動は持ち直しに転じていることから、世界経済は回復局面に入っていると言える。しかし、同じ回復局面でも〔3〕の段階では、在庫調整の進展による生産の持ち直しや景気対策による需要の下支えなど、循環的に景気が回復しているにすぎない。在庫調整が完了したあとは、生産活動は需要の伸びに応じたペースとなる¹。

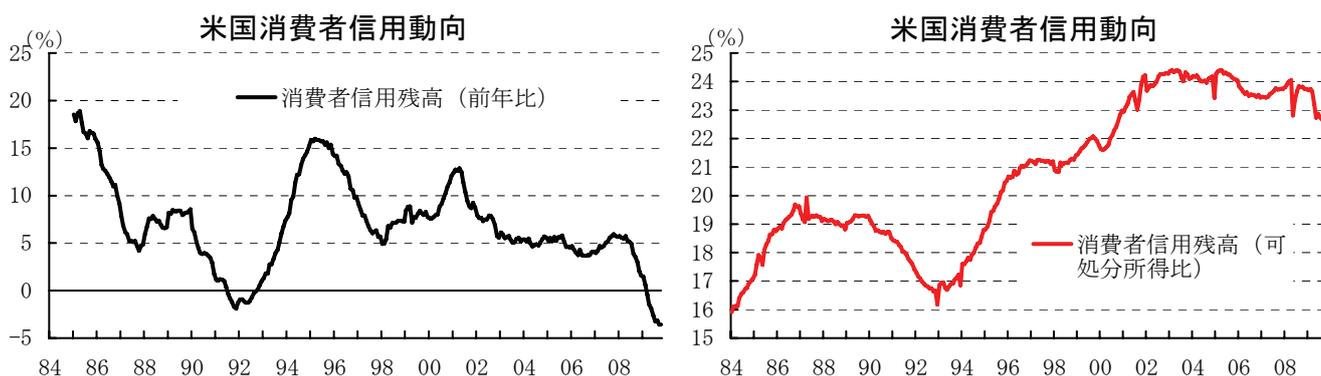
足元の米国に照らすと、消費者マインドの改善がほとんどみられないため、このままでは消費も伸び悩む公算が大きい。しかも、来年になると各種景気対策による需要押し上げ効果が順次切れてくるため、消費の伸びは減速するリスクがある。そうなると、在庫調整完了後の生産の伸びは、需要の伸びに応じて大幅に減速する可能性が高まる。生産活動の勢いは、そのまま景気全体の勢いとみなせることから、在庫調整が完了すると見込まれる来春以降、米国経済の減速感が強まっていく可能性があるといえる。通常であれば、資産価格の上昇などを背景に消費者マインドが持ち直していくため、景気対策の効果が息切れした後も、消費は底堅く推移す

¹ 在庫調整が進んだ局面では、生産活動は在庫を適正な水準にまで高めることを目的に、需要の伸び以上に加速する余地がある。在庫がほぼ適正だと認められる水準にまで達した後は、その段階での需要の伸びと、先行き期待される需要の伸びに応じたペースが生産の拡大（または減速）ペースとなる。

る。そうなれば、景気は上記〔4〕以降の自律的な回復局面に移行したと見なすことができる。要するに、景気が自律的で本格的な回復局面に移行できるかどうかのカギを握るのが消費者マインドということになる。

では、米国の消費者マインドはなぜ改善が遅れているのか。理由はいくつか考えられる。まず第一に、雇用環境の大幅な悪化が挙げられる。失業率は10%を上回り、1983年来の高水準に達した。しかも、失業保険の給付期間を再三延長したことからわかるとおり、一旦失業するとなかなか職を得られない状況が続いている。雇用環境の大幅な悪化を受けて、個人の名目可処分所得は前年対比横ばいから若干のマイナスをつけるなど、過去最低の伸びとなっている。

第二に、借金の重さが挙げられる。住宅ローンを除いた個人の借金を示す消費者信用残高は、昨年8月から減少傾向を辿り、ここまでの現象ペースは過去最速と言われている。とはいえ、たかだかピーク対比約5%減少しているに過ぎず、可処分所得に対する消費者信用残高の割合は22.4%（10月時点）と、こちらは過去最高水準をつけた2005年4月から▲2.0%ポイントの低下にとどまっている。要するに、米消費者は昨夏以降借金の返済に努めてきたが、負担感としては大して改善していないということになる。



マインドの改善が遅れている第三の理由が資産の目減りだ。資産といっても、家計が保有している主要金融資産である株式や投資信託については、今年に入ってから株価の急激な持ち直しによって改善しており、むしろ消費者マインドのボトムアウトに貢献したものと考えられる。

問題なのは、家計が保有する全資産のうちおよそ3分の1を占める不動産資産、すなわち住宅価格の動向だ。サブプライム問題、つまり住宅バブルの崩壊によって家計が保有する不動産資産価値は戦後初めて継続的な減少を記録した。こうした“住宅神話”が崩れたというショックに加え、ピーク対比30%近くも下落したことによる逆資産効果が、消費者マインドの改善を阻む重要な要素になっていると考えられる。



マインド改善を阻む要素は先行きも厳しい

このように、消費者マインドの改善が遅れていることが、米国経済の回復感の“薄さ”に繋がっていると判断される。こうした状況が続くようだと景気が自律的な回復力を持たないため、財政政策などの需要刺激効果が喪失してくると、景気が失速するリスクが高まる。戦後、世界経済は何度か“世界同時不況”を経験してきたが、そのたび毎に米国の消費が回復することをきっかけに持ち直してきただけに、消費マインドの行方は世

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

界経済にとっても、そしてマーケットにとっても重要なインパクトを持つ。

そこで、米国の消費者マインドの改善を抑制していると考えられる上記3つの要因について、今後を展望すると以下ようになる。

第一の要因である雇用環境については、就業者の減少ペースが徐々に鈍化しており、雇用悪化のモメンタム（勢い）としては、最悪期はすでに脱していると考えられる。ただし、このまま順調に回復していくかどうかは、需給ギャップの改善度合いに負うこととなる。すなわち、今後の米経済成長率が潜在成長ペースを上回るかどうかにかかってくる。潜在成長以下の低成長にとどまるようだと需給ギャップは縮小しない。その程度の成長では、労働投入量は新たに追加されず、むしろさらに減少する力が働く。米経済がどの程度のペースで拡大するかは、このレポートの趣旨にある通り消費者マインドが主要なカギを握っており、議論としてはトトロロジーのようなものになるが、就業者減少ペースが鈍化すること自体はマインドをある程度改善させ、マインドが改善すれば需要の拡大によって新たな雇用を生む力にはなる。ただし、この繰り返して雇用環境を改善させるにはかなりの時間がかかることとなる。

第二の要因である消費者の借金については、今後も減少傾向を辿ると予想されると同時に、負担感もなかなか軽減しないことが確実視される。雇用の改善ペースが楽観的にみても緩やかにとどまると見込まれるうえ、マイナスの需給ギャップを背景に物価が上がりにくい状況にあることから、名目所得の伸びは限定的なものにとどまると予想される。一方で、ローンの返済ペースにも限界があるため、所得に対する借金の残高は緩やかにしか低下しない。資産価格の上昇をテコに過剰な消費意欲が高まり、その結果として負債が拡大していたとするならば、バブルが崩壊した足元ではバブルがなかった時代と同等の負債の負担感を消費者は求めると考えられる。そうした状態に達するまでの距離感は、消費者信用、すなわち一般の借金についてはそれほど遠いものではないと言える。可処分所得に占める消費者信用残高の比率は、資産バブルがなかった80年代では概ね18%前後で推移しており、足元の水準から約4%ポイント程度低下すれば達する水準だ。問題は、住宅ローンだ。住宅ローン残高の可処分所得に対する比率をみると、サブプライムローンの登場によって住宅バブルが生じた2000年代初頭に劇的に膨

張し、ピーク時には99.7%と、ほぼ100%に達した。足元

(09年6月末)では95.4%と低下傾向に転じているが、それでも2000年前後には60%台前半にとどまっていたことからすれば、調整余地は極めて大きい。仮に、消費者信用と同様に、資産価格の膨張前の水準（50%前後）にまで低下するには、10年以上の長い歳月を要することになる。したがって、消費者の借金負担感がマインドを抑圧する期間は、長期化すると言えよう。

米国可処分所得に対する消費者の借入残高の推移

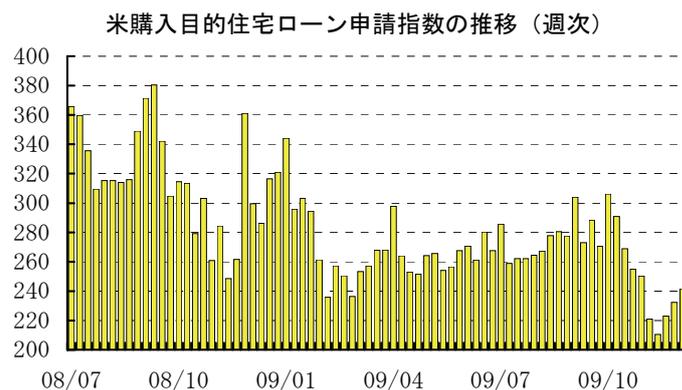
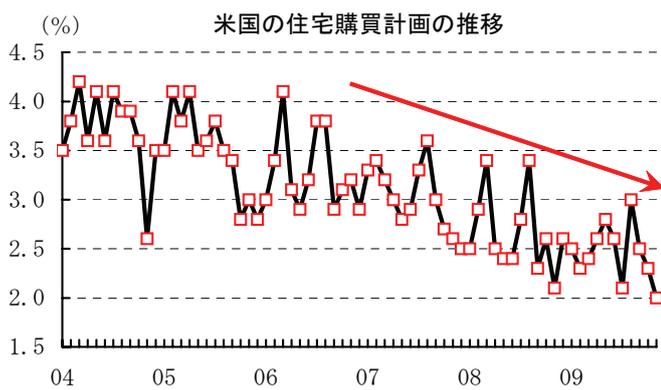


第三の要因となる資産価格についてだが、株価についてはすでに相当程度回復しており、家計が保有する株と投資信託を合わせた資産（以下、株関連資産）は、今年3月末時点から統計の発表されている9月末までに約+38%程度、金額にして約+3.2兆ドル増加している。しかし、株価が過去最高値を付けた07年と比較すれば、家計が保有する株関連資産は約▲23%、金額にすると約▲3.5兆ドル目減りしたままだ。一方、不動産資産については、9月末段階で漸く減少傾向に歯止めがかかり、ボトム対比約+5.0%、金額にして+0.9兆ドル程度増加した。もっとも、家計が保有する不動産資産が最も高かった06年末に比べると▲28%程度、金額にし

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

て約▲6.4兆ドルも目減りしたままだ。限界的にみれば、株についても不動産についても資産価値は向上し始めており、消費者マインドを押し上げる力が働き始めていると考えられるが²、今後も資産価格が上昇基調を保つかとえば、特に不動産に関しては難しいと考えられる。

住宅価格の動向をみると³、今年5月以降は前月対比で上昇が続いており、価格水準が持ち直していることが分かる。住宅販売の回復により、住宅の在庫率が低下、需給の改善が価格の持ち直しに繋がったと判断される。しかし、住宅販売の持ち直しが先行きも続くのであれば問題はないが、関連指標はむしろ販売が鈍化する可能性が高いことを示している。まず、人々の住宅購入意欲を示す住宅購買計画⁴をみると、直近（11月）で2.0%と、1982年10月以来の低い水準を記録した。リーマンショックを受けて同比率は一時急低下した後、住宅価格の下落による値頃感や金利の低下、政府による住宅減税⁵などが、住宅購入意欲の持ち直しに繋がったと判断される。このうち、住宅減税については当初は11月末で期限切れとなることから、11月にかけて購入意欲がある人の割合が低下することに繋がった可能性がある。結局、住宅減税については11月7日に2010年4月末までの期間延長が決定したが、同政策により住宅を購入したいと考えた人はすでにある程度示現していると考えられるため、期間の延長によって新たに住宅需要を押し上げる効果は小さくなっている公算が大きい。このような住宅購入意欲の衰えは、実際の行動にも表れている。購入を目的とした住宅ローンの申請件数は、10月第一週をピークに低下し始め、11月第二週にはリーマンショック後のボトムを下回り、1997年11月以来11年ぶりの低水準を記録した。その後足元までは緩やかに持ち直しているものの、未だ10月の水準にさえ届いていない。一方、貸し手である金融機関の貸し出し態度をみると、住宅ローンの貸し出し基準を更に引き締めている銀行の割合は低下基調にあるものの⁶、緩和した銀行は10月調査段階でわずか1行（調査対象54行中）にすぎない。そもそも、住宅ローンの貸し出し基準を緩和したと答えた銀行が現れたのが2007年1月調査以来であ



² もっとも、第二の要因である負債と考え合わせれば、家計のバランスシート調整圧力が極めて大きいことが分かる。家計が保有する資産と負債の比率（資産価値に対し負債がどの程度あるか）は、ほぼ一貫して上昇基調にあるが、特にITバブルが崩壊した2000年以降急上昇し始めた。これは、ITバブルの最中は株式関連資産の拡大に合わせて債務が増大しながらも、株高によって資産と負債の比率の上昇は表面化しなかったが、バブルの崩壊によって資産価値が下落するとともに表面化したことによる。ITバブル崩壊後、代わって住宅バブルが誕生したために、債務を圧縮する力は働かず、消費者の債務は膨らみ続けたと考えられるが、最終的には住宅バブルの崩壊によって同比率が更に上昇する形で足元に至ったと考えられる。結局、ITバブルなどによって株価が急騰し始める前の90年代前半の同比率が15%だったのに対し、足元では22%にまで高まっている。今後、株や不動産バブルが生じないとの前提に立てば、消費者は主に負債の圧縮によって同比率を“適正な”水準にまで調整しようとするはずだが、資産価格に過度の期待が生じていない時期であったと考えられる90年代前半までの水準にまで低下させようとするれば、やはり10数年という時間が必要になる。

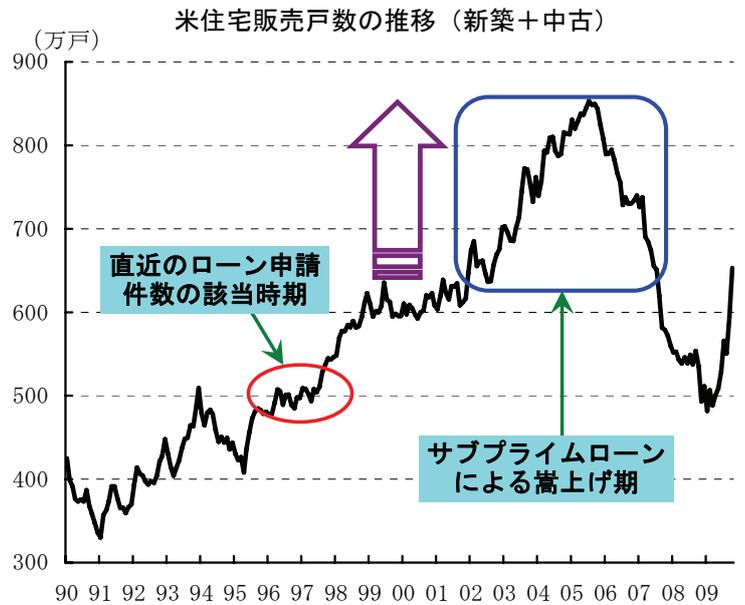
³ S&P/Case-Shiller住宅価格指数ベース。

⁴ 消費者信頼感統計の一項目。半年以内に住宅を購入する計画があるとアンケートに答えた人の割合。

⁵ 初めて住宅を購入する人に、税額控除という形で購入費用を補助するもの。

り、それ以降は貸し出し基準は一方向的に厳格化されている。要するに、住宅ローンを借り入れる際のハードルは、ここへきて上がるテンポが多少鈍化しているものの、低くなってはいないということだ。つまり、それだけ住宅ローンは借りにくくなっているということで、ローンの申請をしても融資を受けられない可能性は高いということになる。結局のところ、ここ数ヶ月の住宅販売持ち直しを演出したのは、そもそも住宅ローンを必要としない世帯（所得水準が極めて高いか、ローンを完済した住宅に住んでいる人）や、厳格化されている融資基準に適合する高い所得や返済履歴を有している世帯にほぼ限られたとみて良いだろう。言い換えれば、そうでない世帯、例えば低中所得層や保有する住宅の担保価値がローンの残高を下回っているような“含み損”を抱えた世帯⁷などは、足元の状況で住宅を購入する余地は小さいと言える。また、こうした世帯は雇用環境の悪化、あるいは改善に遅れによって今後も増加すると見込まれる。

このように考えると、住宅販売はこの先再び水準を切り下げる可能性があると言える。例えば、足元での購入目的の住宅ローン申請件数は約11年ぶりの低水準と述べたが、当時の住宅販売戸数（新築+中古）は約500万戸程度と、足元よりおよそ150万戸少ない水準だ。そこまで住宅販売戸数が再び減少するかどうかは別としても、先行性のある関連指標からみれば、一方向的に増加していくことは考えにくい。そもそも、足元よりも販売戸数が増加することは、サブプライムローンで需要が嵩上げされた水準に突入するということになるが、もはやサブプライムローンの機能が停止していることを勘案すれば、そのような水準にまで販売戸数が伸びていくとは考えにくい。このように、住宅販売が再び鈍化することとなれば、住宅需給は緩和し、住宅価格の上昇にも歯止めがかかる、場合によっては再度下落する可能性が高くなる。



消費が落ちるわけではない。“普通”に戻るだけ

このように、米国の消費を取り巻く環境はあまり芳しいものではない。しかし、米国の個人消費がこのまま失速していくということではないだろう。実際、米小売売上高（除自動車・ガソリン）は3ヶ月前対比年率ベースで11月には+4.0%と3ヶ月連続でプラスを記録している。注目されるクリスマス商戦については、出足はまだ模様となっているようだが、例年以上に価格競争が激しくなっている状況を鑑みれば、数量ベースでは底堅い結果が期待される。

消費が底堅さをみせている背景の一つとして挙げられるのが貯蓄率の向上だ。リーマンショック前の08年8月には1.7%にあった米家計貯蓄率は、10月には4.4%にまで上昇した。雇用・所得環境の大幅な悪化、資産価格の下落を受けて、消費者が不要不急の消費を控え、バランスシートの改善に努めた結果が貯蓄率の上昇となって現れているものと考えられる。ポジティブに考えれば、ローンを組む余裕はないものの、“そこそこ”の消費をする余裕ができていたと考えられる。したがって、クリスマス商戦も値の張るモノへの消費は鈍いものの、無理のない範囲のものを値下がを待って買う行動までが阻害されるとは考えにくい。

無論、これまで述べてきたように、バランスシート改善の圧力に晒されているなか、少なくとも資産価格の大

⁶ 3ヶ月前に比べて、貸し出し基準を引き締めたかどうか。

⁷ 11/24付けウォールストリートジャーナル紙によれば、こうした世帯（アンダーウォーター）は全米で約1,070万世帯（全世帯のうち約23%）を占め、なお上昇中にある。

幅な上昇がない限りは積極的にローンを組んで消費するかつての姿へ回帰するとは見込み難い。こうした米国の消費行動はITバブル、住宅バブルと続いた資産バブルがあつてこそであり、過去十数年の米個人消費を期待するのはあまりに楽観的すぎるだろう。