

住宅市場の調整が 米国経済に与える影響

春井 真也

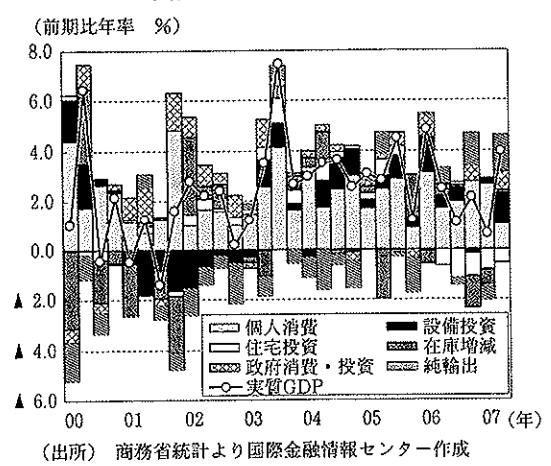
はじめに

足元の米国経済は緩やかな景気拡大を続けている。06年の実質GDP成長率は前年比+2.9%と、05年の同+3.1%に引き続き高水準を持続した。米国の潜在成長率が3%近傍であることを考慮すれば、潜在成長率に沿った緩やかな景気拡大を続けていると言えよう。02年第1四半期から続く景気拡大の中で、とりわけ大きな牽引役を果たしているのが個人消費である。米国の個人消費はGDPの約7割を占め、同項目は02年第1四半期から07年第2四半期までに前年比平均+3.1%と堅調な拡大を続けている(図表1)。

個人消費が堅調に推移している背景には、雇用・所得環境の改善とともに、資産効果(保有する土地や株式などの資産価格や資産残高の実質価値が高まり、それが消費行動に与える効果)の影響を指摘する声が多い。02年から06年にかけて住宅価格(OFHEO価格指数)は前年比平均+9.3%と高騰した(91年から00年の景気拡大期:前年比平均+3.4%)。こうした住宅価格の高騰は、家計の保有する資産価値の増加、家計の利払い負担の軽減を通じて家計支出を支えたと考えられる。

一方、足下で続く住宅市場の調整は、資産効

図表1 実質GDPの推移



果の剥落を通じて個人消費に大きな影響を与える可能性がある。米国景気が個人消費を中心とした景気拡大を続けてきたことを鑑みれば、住宅価格の下落は米国経済の先行きにとって大きなリスク要因になる。本稿では、サブプライムローン問題を含めた住宅市況の悪化が实体经济にどのような影響を及ぼすかを中心に、先行きの米国経済の展望を描くことを主題とする。

1. 低迷が続く米国住宅市場

米国の住宅市場は06年初頭以降、長い調整を続けている。07年4~6月期のGDPベースの実質住宅民間投資は前期比-3.0%となり、6四半期連続の前期比マイナスとなった。04年6

月から足下にかけての断続的な利上げが、実勢以上に膨れ上がっていた住宅需要（住宅バブル）を急速に冷え込ませたとみられる。

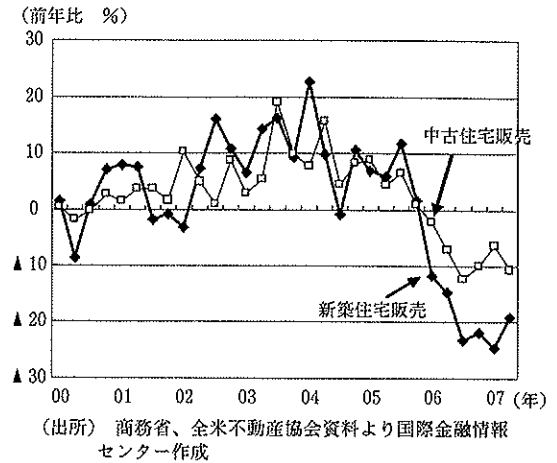
米国の住宅市場は調整を続けているものの、中古住宅と新築住宅では様相が異なっている。07年第2四半期については、中古住宅の販売件数は前年比-10.7%（1~3月期：同-6.4%）、新築住宅販売の販売件数は同-19.1%（1~3月期：同-24.6%）となっている（図表2）。中古住宅は前年比マイナス幅を拡大させているものの、新築住宅は前年比マイナス幅を縮小させている。一方、07年4~6月期末の在庫状況を見ても、中古住宅は436.8万戸（1~3月期末：436.8万戸）と在庫を増やしている一方で、新築住宅が53.8万戸（1~3月期末：54.8万戸）と在庫を減らしている。中古住宅市場での調整は継続しているものの、新築住宅での調整は改善方向にある。

現在、米国で起こっている住宅市場の調整は、次の3つの経路を通じて米国経済に影響を与える。第一の経路は、住宅販売の低迷や在庫の低迷を受けて、住宅投資が抑制される経路である。住宅投資はGDPの構成項目であり、直接的にGDP成長率の押し下げ要因となる。足下の数字を確認すると、07年第2四半期の実質GDPは住宅投資の抑制によって、前期比年率-0.5%押し下げられている。ただし、新築住宅の調整は収まる方向にあることを考慮すると、こうした住宅投資の減少によるGDPの押し下げは剥落していくと見込まれる。

第二の影響は、住宅市場の調整を通じて事実上の所得減の効果（逆資産効果）が生じ、個人消費を押し下げる効果である。これは新築住宅、中古住宅の調整においても当てはまる。特に中古住宅の調整が深刻である現状を鑑みれば、逆資産効果による個人消費の減少は蓋然性が高いと考えられる。この点に関しては2.で詳しく見ていく。

第三の影響は、金融システム不安による信用収縮が米国経済に影響を与える経路である。足

図表2 住宅販売の推移



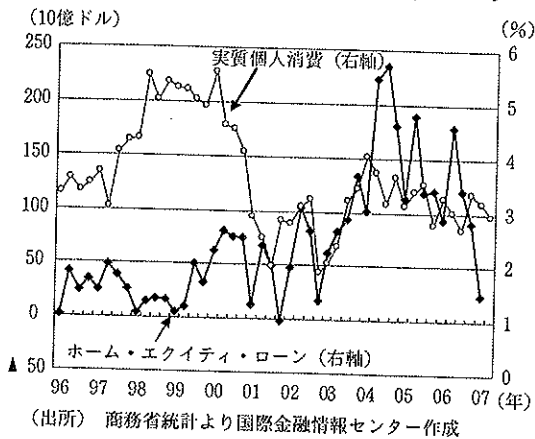
下で起きているサブプライム問題（信用力の低い低所得者層向け住宅ローンの焦げ付き問題）は、こうした経路を通じて米国経済に影響を与える可能性がある。この点に関しては5.で詳しく見ていく。

2. 個人消費の動向と逆資産効果

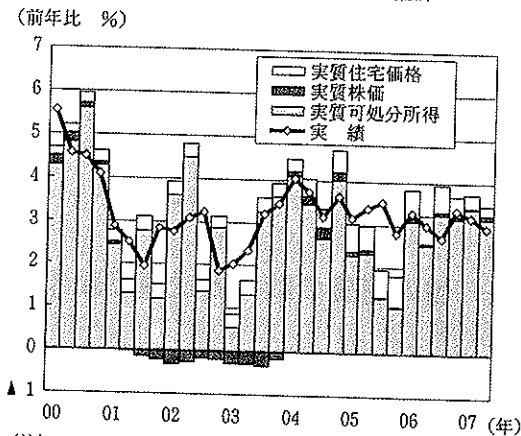
資産効果が個人消費に与える影響は、過去に比べて大きくなっていると考えられる。その理由としては、ホーム・エクイティ・ローンと呼ばれる家計のローン調達方法の発達がある。ホーム・エクイティ・ローンとは、保有する住宅資産価値が既存のローン残高を上回る分（ホーム・エクイティ）を担保に行う借入のことである。その特徴としては、①担保付ローンであるために消費者ローンに比べ金利が安く、②用途が限定されていないなどがある。家計はたとえ居住用の住宅を売却せずとも、ホーム・エクイティ・ローンを活用することで、実際に得ている所得を超えて消費を増やすことができる。

実際、ネットベースでのホーム・エクイティ・ローンとGDPの実質個人消費の推移をみると、01年以降は両者の関係が強まっていることが確認できる（図表3）。ただし、上述のようなホーム・エクイティ・ローンと個人消費との関係は、長期的には相関が弱いことに注意が必要

図表3 個人消費とホーム・エクイティ・ローン



図表4 実質個人消費関数の推計



(注) 1. 推計式は以下の通り
 $\log(\text{実質個人消費}) = 1.0 \times \log(\text{実質可処分所得}) + 0.01 \times \log(\text{実質株価}(-2)) + 0.07 \times (\text{実質住宅価格}(-2)) - 0.5$
 (27.04) (1.66) (3.01) (-2.39)
 推計期間: 1996年Q1~2007Q2, 自由度修正済み決定係数 0.99
 (出所) 商務省、FRB 統計より国際金融情報センター作成

であろう。短期的にはホーム・エクイティ・ローンの動向が個人消費に大きな影響を与えるにしても、個人消費の大きなトレンドを決めるのは雇用・所得環境の動向である。

筆者が個人消費関数を推計したところ、住宅価格の10%の下落は個人消費を約0.7%させるとの結果を得た。株価の10%の下落が個人消費を前年比で0.1%ポイント下落させることに比べれば住宅価格の影響は大きいものの、その影響は所得要因(可処分所得の寄与)に比べれば非常に小さい(図表4)。

3. 雇用・所得環境

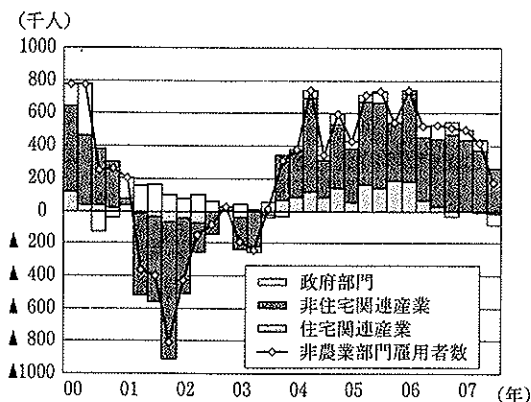
個人消費の動向を大きく左右する雇用環境に目を転じると、足下で雇用者数の増加ペースは鈍化している。7・8月実績の平均と4~6月期平均差をみると+17.5万人と、4~6月期の前期差+41.7万人から大きく減速している。これは、03年第3四半期に前期差+1.4万人と雇用拡大が大きく減速した時以来の低水準である。こうした雇用環境の軟調を踏まえ、足下の住宅市況の低迷が実体経済に波及してきたと考える市場参加者も多い。

しかし、雇用環境の悪化から、住宅市況の低迷が実体経済に波及してきたと読み取るのは早計であろう。その根拠として第一に、7・8月の雇用者数の動きを見てみると、建設関連業種だけではなく幅広い業種で雇用者数が減少、もしくは雇用者数の増加ペースが鈍化していることが挙げられる。7・8月平均の4~6月平均差で非住宅関連産業は+26.2万人(4~6月期:前期差+37.0万人)、住宅関連産業は-2.3万人(4~6月期:前期差-1.6万人)、政府部門は-6.5万人(4~6月期:前期差+6.3万人)となっている(図表5)。

第二の根拠として、雇用者数の増減と新規失業保険申請件数の間の乖離が指摘できる(図表6)。これは自発的失業者(企業によるレイオフではなく、転職や定年などの理由により労働市場から退出する労働者)の増加を示唆するものである。例えばベビーブーマーの退職の影響により、一時的に自発的失業者が増加している可能性なども考えられる。

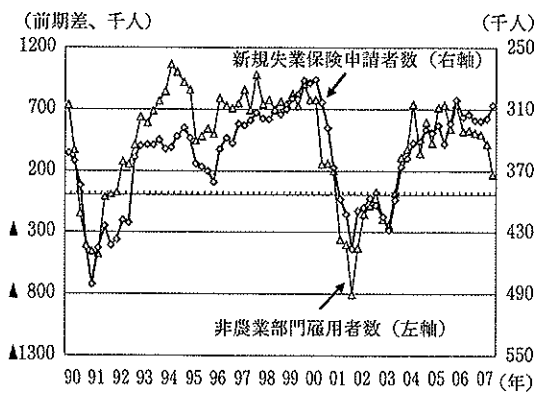
第三は、雇用環境が景気の運行指標であることが挙げられる。後述のように米国の製造業が06年1~3月期から10~12月期にかけて在庫調整に陥っていたことを考慮すれば、製造業の不振が遅れて雇用環境に出ているとみることができる。以上のように米国の住宅市場の低迷が実体経済に波及しているとは言い切れない側面

図表5 雇用者数の推移



(注) 1. 住宅関連産業：建設業、製造業（木材関連・家具類）、小売業（家具、建材・芸）、不動産業、建築士・建設サービス関連
 2. 07年7～9月期は7・8月実績を基にした試算値。
 (出所) 労働省統計より国際金融情報センター作成

図表6 非農業部門の雇用者数と新規失業保険者数の推移



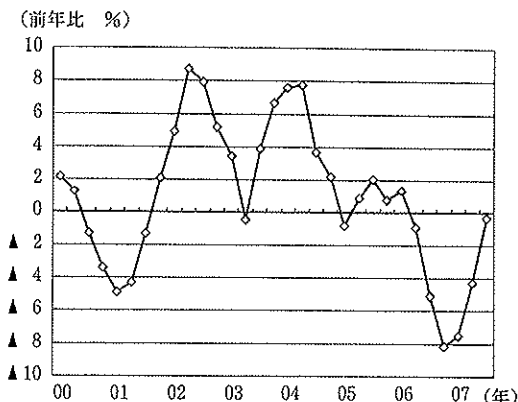
(注) 1. 07年7～9月期は7・8月実績を基にした試算値。
 (出所) 労働省統計より国際金融情報センター作成

がある。今後の雇用環境の動向は、注視していく必要がある。

4. 企業環境

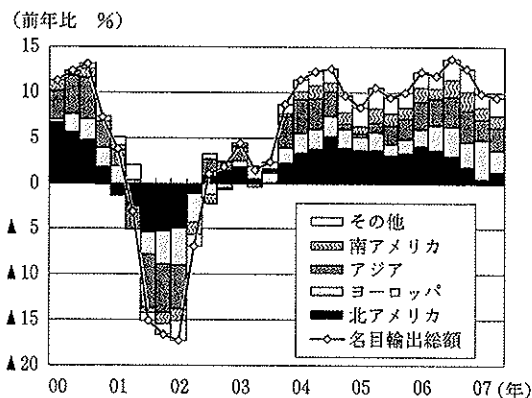
企業動向に目を向けると、06年1～3月期から10～12月期にかけて、在庫調整が見られていた（図表7）。特に住宅や自動車に関連する製造業種において在庫の積み上がりが生じていた。ただし、足下にかけては在庫調整も進展し、再び生産活動は活発になってきている。ISM製造業指数においても、7・8月平均で53.4ポイントと前期差-1.9ポイント下落したものの、

図表7 製造業の出荷在庫バランス



(注) 1. 出荷在庫バランス＝出荷前年比-在庫前年比2.07年7～9月期は、7月実績に基づく試算値。
 (出所) 米商務省統計より国際金融情報センター作成

図表8 名目輸出（地域別）の推移



(出所) 商務省統計より国際金融情報センター作成

水準は50を超えており活発な生産活動を示している。足下で個人消費が持ち直しをみせていることや、海外需要が引き続き堅調なことを踏まえれば、目先の製造業は緩やかな増産基調を辿ると見込まれる。

米国経済の実質輸出をみると、07年4～6月期は前期比年率+1.4%となっており、1～3月期の同-0.5%からプラスに転じている。06年4～6月期以降、住宅投資が前期比マイナスで推移する中、輸出が増加基調を辿っていることが米国経済の下支え要因となっている。地域別に名目輸出の動向を見ていくと、基調的には米国経済と関連の深い北アメリカ向け輸出が増勢を落とす一方、アジア、ヨーロッパ向け輸出に関しては緩やかな増産基調を持続している（図表8）。アジア、ヨーロッパでは足下にかけて

米国経済減速の影響を特段見せておらず、今後
も緩やかな景気拡大を続けると見込まれる。

5. サブプライムが実体経済に 与える影響に関して

上述のように、足下の米国経済はとりたてて
失速するような兆しを見せていない。ただし、
先行きに関しては、サブプライム問題が米国経
済にどの程度の影響を与えるか不透明な状況で
ある。

サブプライムローンとは、延滞履歴があるな
ど信用力の低い借り手向けのローンである。当
初の金利を低利に抑え、初期返済の軽減された
金融商品が現れたことで、サブプライムローンは
急速に波及していった。一方、足下ではサブ
プライムローンに延滞率の上昇とデフォルトの
増加が生じている。2007年4～6月期のサブ
プライムローンの延滞率は14.8%（1～3月期：
13.8%）と高い水準になっている。

足下でサブプライムローンが問題となっている
背景には、第一に住宅価格の下落がある。住
宅価格が上昇している期間は、担保余力増による
追加借入が可能であった。サブプライムロー
ンの借り手は追加借入を行うことで、初期の利
率は低いものの一定期間後に利率が急上昇する
住宅ローンから、全ての期間で利率の低いプ
ライムローンに借り換えることができた⁽⁴⁾。しか
し長期金利の上昇により住宅価格が下落する状
況下では、こうしたローンの借り換えは困難と
なった。第二の要因は貸し出し基準の緩和であ
る。2005年後半から2006年にかけて、所得や
資産を証明する書類が不備な貸し手に対する融
資や、ホーム・エクイティ・ローンを同時に貸
し付けることで頭金なしで貸し付ける慣行が横
行した。こうした貸し出し基準の緩和により、
信用リスクの低い貸し手が住宅ローンを組める
ようになり、サブプライムローンの延滞・デフ
ォルトの急増につながっていると考えられる。

以上のようなサブプライムローンの延滞・デ

フォルトに関して、当初はさほど問題にならな
いと見る向きが多かった。なぜならば、住宅ロー
ン（2006年末残高：9.6兆ドル）のうち、サブ
プライムローンの占める割合は13%強に過ぎ
ないためである。しかし、サブプライムローン
問題は、それを原資産として組成された
RMBS（住宅モーゲージ担保証券）、CDO（社
債や貸出債権などから構成される資産を担保と
して発行される資産担保証券の一種）などの証
券化市場における信用リスクの高まりと、金融
市場での信用収縮懸念を引き起こした。サブ
プライムローンの絶対額は小さいものの、①同ロー
ンを原資産として証券化して組成した際のレバ
レッジでリスク量が膨張し、そのリスク量の規
模が不透明であること②サブプライムローンに
端を発する信用リスクは世界中のどの投資家に
負担されているか不明瞭であることなどが不安
を増長させているとみられる。

サブプライム問題に端を発する信用収縮の問
題が米国の実体経済に与える経路としては、以
下のものが考えられる。第一は、株価格の下落
による逆資産効果が個人消費に与える影響であ
る。ヘッジファンドはレポを活用した資金融通
により、自己資金の何倍もの投資を行っている。
米国の金融機関はサブプライム問題で短期資金
の融通が困難になり、ヘッジファンドに貸し付
けていた融資の回収・新規融資の停止を行った。
こうした動きは、ヘッジファンドの保有株式の
売却を促し、米国の株価急落に影響した側面が
あると見られる。ただし、サブプライム問題に
よる株価下落が実体経済に与える影響は、それ
ほど大きくないと考えられる。簡単な試算を行
うと、年内最高値の1553.7ポイント（7月16
日）から最安値の1398.2ポイント（8月16日）
までで株価は約10%下落した（いずれもS&P
500による）。上述の試算で株価の10%の下落
は実質個人消費を0.1%ポイント、実質GDP
を約0.07%ポイント押し下げるに過ぎない⁽⁵⁾。

サブプライム問題が実体経済に与える二番目
の経路は、金融市場の混乱により企業の資金調

達コストが上昇するものである。米国債券市場では、今回のサブプライムローン問題による金融市場の混乱から、レバレッジド・バイアウト案件の資金調達や社債発行が延期されている。これはレバレッジドアウトに用いられるシンジケートローンの一部は、CLO⁽³⁾ (collateralized loan obligation) という金融商品で資金調達されており、その調達コストが上がったためとみられている。このように証券市場を通じた企業の資金調達コストが上昇していることは、企業の設備投資意欲を減退させることから实体经济に影響を与える可能性がある。

一方、米国の非金融企業が信用市場から調達した資金の推移を見ると、05年以降は増勢を鈍化させる傾向にある(図表9)。これは主に好景気により資金繰りに余裕の出た企業が自社株買いを積極化しているためである(企業の自社株買いは、企業の信用市場からの資金調達においてマイナスに働く)。社債や抵当証券といった手段による非金融企業の資金調達は、むしろ増勢を強める傾向にある。こうした状況を踏まえると、サブプライムローン問題で企業の資金調達コストが上昇することは、企業の設備投資動向に影響を与えると見られる。

サブプライムローンが实体经济に影響を与える三番目の経路は、与信を行う金融機関(銀行等)がバランスシートを痛めて不良債権を抱えることで、貸し渋りなどにより企業の設備投資が減少する経路である。最近の例では、米国のS&L危機(Saving and Lan Association)や日本の不良債権問題などが思い浮かぶ。今回のサブプライムローン問題では、損失をこうむるのはヘッジファンド等のプロの投資家であり、金融機関は損失を受けないと考える向きも多かった。しかし、実際には、銀行等の金融機関についてもサブプライムローン問題で損失を被るリスクがある。それは金融機関傘下の導管体(Conduit)の資金繰りが悪化し、親金融機関が肩代わりを迫られるケースである。導管体は短期・低金利のABCP(資産担保コマーシャ

FOMC 声明全文 9/18

FOMC は本日、フェデラルファンド (FF) 金利の誘導目標を 0.5 ポイント引き下げて 4.75% とすることを決定した。

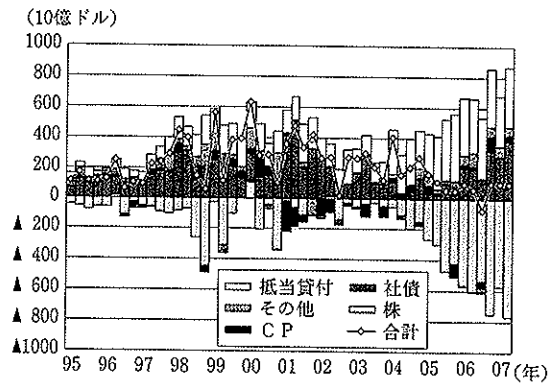
今年前半の経済は緩やかに成長したが、借り入れ条件の引き上げで住宅調整が深刻化する可能性と、経済成長がより広く抑制される恐れが出てきた。この日の決定は金融市場の波乱が景気全般に与える悪影響の一部を抑止し、経済が長期的に緩やかに成長するのを促すのが目的。

今年に入り、コアインフレの数値は小幅に改善してきた。しかしながら委員会はインフレリスクが一部に残ると判断し、慎重にインフレの動向を見守っていく所存だ。

前回の定例会合以降、金融市場では景気見通しへの不透明感が強まった。委員会はこうした影響や他の経済側面の動向を引き続き見極めつつ、物価安定と持続的な経済成長を促進するために必要に応じて行動する。

(出所) Bloomberg

図表9 非金融企業の信用市場からの資金調達



(出所) FRB 統計より国際金融情報センター作成

ルペーパー)を発行して資金を調達し、住宅ローンなどの長期・高利回りの証券化商品を購入して利ざやを得る。しかし、導管体は信用収縮からABCPによる資金調達の困難な状況が続いている。こうした際には、親の金融機関が設定したバックアップライン(金融機関が給与する信用限度枠)から導管体に対して流動性が供給され、親会社が信用収縮を事実上肩代わりしている。通常、導管体はオフバランス化されているため、親銀行のバランスシートに載せる必要性はない。ただし導管体の保有する証券化商品など担保価値下落が続けば、銀行も貸倒引当金

や償却で損失を計上する必要が出てくる。

先行きのサブプライムローン問題に関しては、沈静化するまではかなりの時間を要すると見られる。以上のようにサブプライムローン問題が実体経済に影響を与える経路の中で、特に影響が大きいと見られるのは企業の資金調達コストの上昇、金融機関のバランスシート調整である。先行き、どの程度の影響が生じるかは不透明ではあるが、企業部門の動向と金融機関の銀行貸し出しの動向には注視する必要がある。9月18日のFRBの金利引き下げも、このような情勢を反映している。

おわりに

筆者は、足下の経済指標を見る限り、先行きの米国経済が大きく失速する可能性は低いと考えている。資産価格の下落は続いているものの、個人消費を腰折れさせるほど逆資産効果は大きくない。一方、個人消費の動向を大きく左右する雇用・所得環境は、足下で改善ペースを鈍化させている。ただし、ベビーブーマーの退職の影響、企業部門の在庫調整の影響が遅れて出て

いることなどを踏まえれば、先行きの雇用・所得環境は改善すると見込まれる。

他方、サブプライム問題が米国経済に与える影響に関しては、不透明な面が多い。資本調達コストの上昇や金融機関のバランスシート調整などが企業部門に影響を与えるとみられるものの、その度合いは未知数である。今後の米国経済の動向に関してはサブプライム問題による下振れ懸念は残るものの、米国経済は07年にかけては2%程度のGDP成長を続け、08年には3%の経済成長に回帰すると見ておきたい。

《注》

- (1) サブプライムローンの代表的なものに2/28と呼ばれる2年間固定金利、3年目以降は変動金利のものがある。これは最初の2年間の利率は低い代わりに、3年目以降は利率が跳ね上がる。
- (2) ただし、あくまでも一時的な株価の下落が個人消費に与える影響であって、株価の下落が継続的に起きた場合には、上述の試算よりも個人消費に与える影響は大きくなるとみられる。
- (3) CLOとは資産担保証券の一種であり、金融機関が事業会社などに対して貸し出している貸付債権を証券化したもので、ローンの元利金を担保にして発行される債券のことをいう。

海外短報

ドイツ 経済指標

小売売上高（7月）【9月3日（月）：ドイツ連邦統計庁】

・7月の小売売上高指数（季調済）は、前月比0.3%上昇と、2ヵ月連続でプラスとなった。

鉱工業生産（7月）【9月7日（金）：ドイツ連邦統計庁】

・7月の鉱工業生産指数（季調済）は前月比0.1%上昇となり、前月（同▲0.2%低下）からプラスに転じた。建設（同1.3%上昇）及び製造業（同0.2%上昇）の上昇が要因。製造業の内訳をみると、資本財（同1.1%上昇）が堅調な伸びとなった一方で、消費財（同▲0.8%）等が低下した。

消費者物価指数（8月）【9月14日（金）：ドイツ連邦統計庁】

- ・8月の消費者物価指数（ユーロ圏統一基準（HICP）：確報値）は前年比+2.0%上昇と、前月（同+2.0%上昇）から伸び率は横ばいとなった。本年3月以降、欧州中央銀行（ECB）が物価安定とする定義（インフレ参照値「2%未満でその近辺」）を6ヵ月連続で上回っている。
- ・8月のドイツ消費者物価指数（ドイツ基準・確報値）は前年比+1.9%上昇と、前月（同+1.9%上昇）から伸び率は横ばいとなった。