

# 米国の資産価格の下落と個人消費

～住宅価格の下落はなぜ個人消費の抑制要因なのか～

## <要旨>

米国経済は住宅価格が急上昇した後に大幅に下落する典型的な資産バブルを経験した。住宅は平均的な米国の家計が保有する資産の60%程度を占めており、住宅価格の下落にともない、家計が保有する住宅資産は4.1兆ドル（およそ400兆円）減少した。

保有資産の減少にともない消費行動がどのように変化したかをみるために、米国の家計が保有する資産特性に注目すると、米国の資産は上位20%の高所得層に偏在しており、こうした人々を中心に、住宅価格の上昇局面では資産価値の上昇にともない債務を増大させる傾向が強まった。とりわけ高所得層では、投資目的のための住宅購入や、ホームエクイティローンを利用した自動車購入の動きが広がった。

家計が保有する純資産が増大していたことは、貯蓄の必要性を低下させ消費拡大に寄与したとみられる。しかし資産が減少に転じたことで資産の増加に基づいた消費拡大が見込めない状況にある。

足元では米国の住宅価格に下げ止まりの兆しもみられるが、住宅価格は2003年の水準に低迷しており、今なお多くの米国家計は保有資産が減少した状況にある。住宅の差し押さえ比率の高まりにより住宅市場のストック調整が長期化するおそれがあり、保有する住宅資産が購入時の価値を回復するまでには相当の時間がかかる見込みである。

このため、保有資産の減少に直面した家計が、今後どのようなペースで消費を拡大させるかは所得に依存することになる。しかし今回の景気後退局面では、企業の期待成長率の低下を背景に雇用の調整圧力が強く、雇用者報酬はこれまでにないペースで減少しており、個人消費の回復テンポは非常に緩慢なペースにとどまることが予想される。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

【お問い合わせ先】調査部

細尾 忠生 (hosoo@murc.jp)

## はじめに

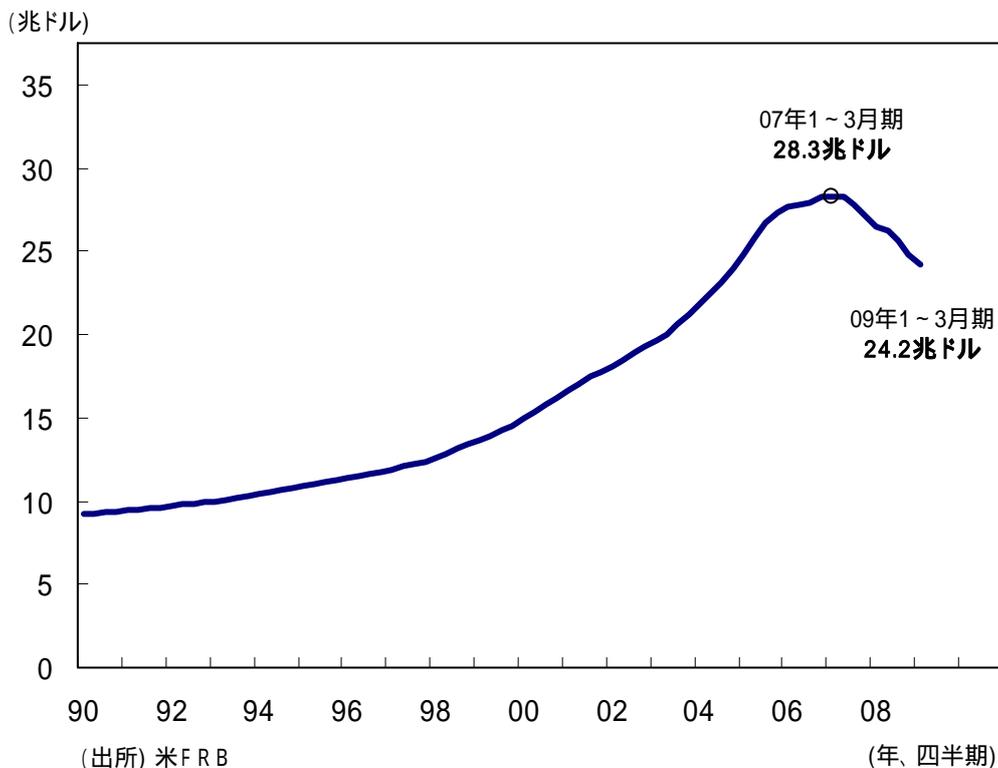
米国経済は、住宅価格が急上昇した後に大幅に下落する典型的な資産バブルを経験した。住宅価格は、2006年半ばをピークに3割下落し、これにともない家計の住宅資産は4.1兆ドル（約400兆円）減少した。

資産バブルの発生と崩壊は、一般に経済主体の行動に強い変化を及ぼす。米国の消費者は住宅価格の上昇期に債務の増大をともないながら消費を拡大させ、対照的に住宅価格の下落局面では債務を返済し消費を切り詰めている。

足元の米国経済には下げ止まりの動きがみられる。企業の在庫復元や政府の公共投資をけん引役に、2009年後半はプラス成長への回復が視野に入ってきた。ウォールストリートジャーナル紙が毎月実施するエコノミストアンケートでも、景気後退局面が終了したとの回答が大半に上るようになった。

しかし、バブル崩壊後の景気回復は足取りの重いものになるおそれがある。特に成長のけん引役であった個人消費は、債務調整の重しを抱え回復が見込めない状況にある。本稿では、バブル期の家計の消費行動に焦点をあて、過剰消費の解消がどの程度進んだかを分析し今後の米国の個人消費を展望する。

図表1．米国の家計の住宅資産

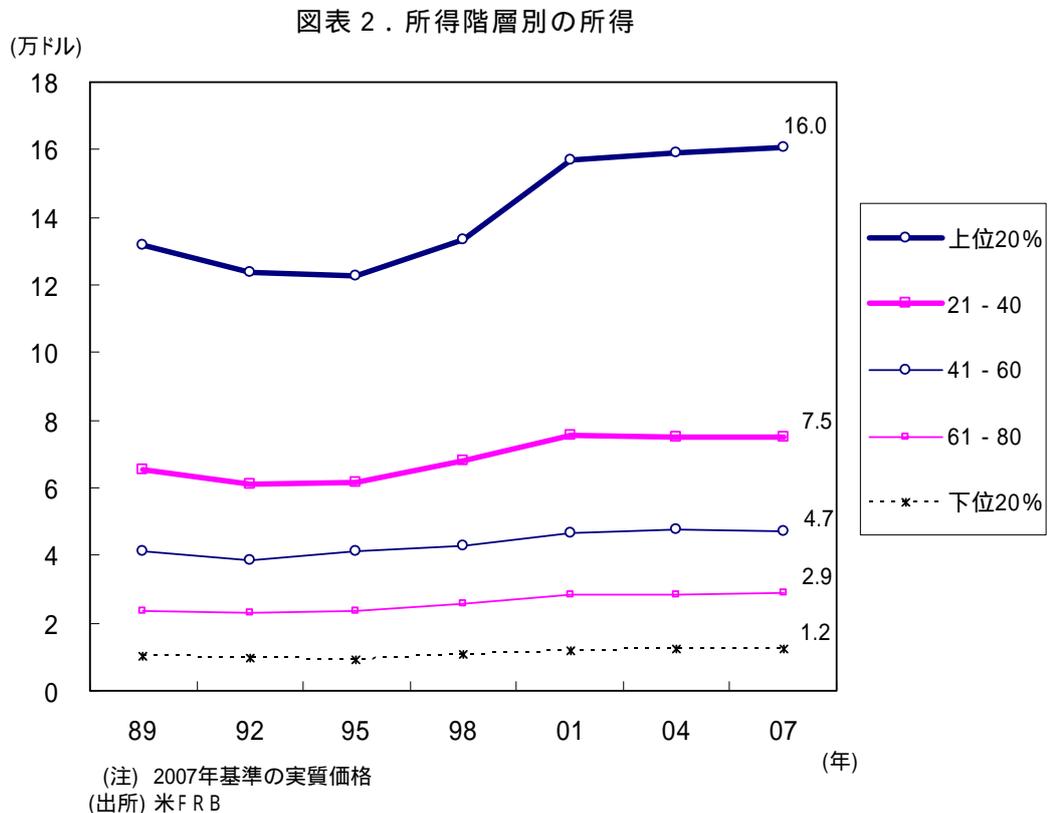


## 2. 家計の資産保有の特徴と過剰消費の関係

### (1) 資産の拡大に裏付けられた債務拡大

住宅価格の上昇局面と下落局面での消費行動の変化をみるために、米国の家計が保有する資産の変化をみる。ここでは、FRB（米連邦準備制度理事会）が3年ごとに実施する「消費者の金融状況調査」に基づき、所得階層別の資産、負債の変化をみている。

まず、米国の所得階層分布を所得上位から下位まで20%ずつ5つの階層に分けてみると、上位20%の平均所得は16万ドル（約1,500万円）、上から2番目（21~40%）の階層でも平均所得は7.5万ドル（約700万円）と高水準にある。対照的に下から2番目（61~80%）の層では2.9万ドル（約260万円）、最下層では1.2万ドル（約100万円）にすぎず、所得格差が大きいとされる米国社会の現実を示している（以上図表2）。



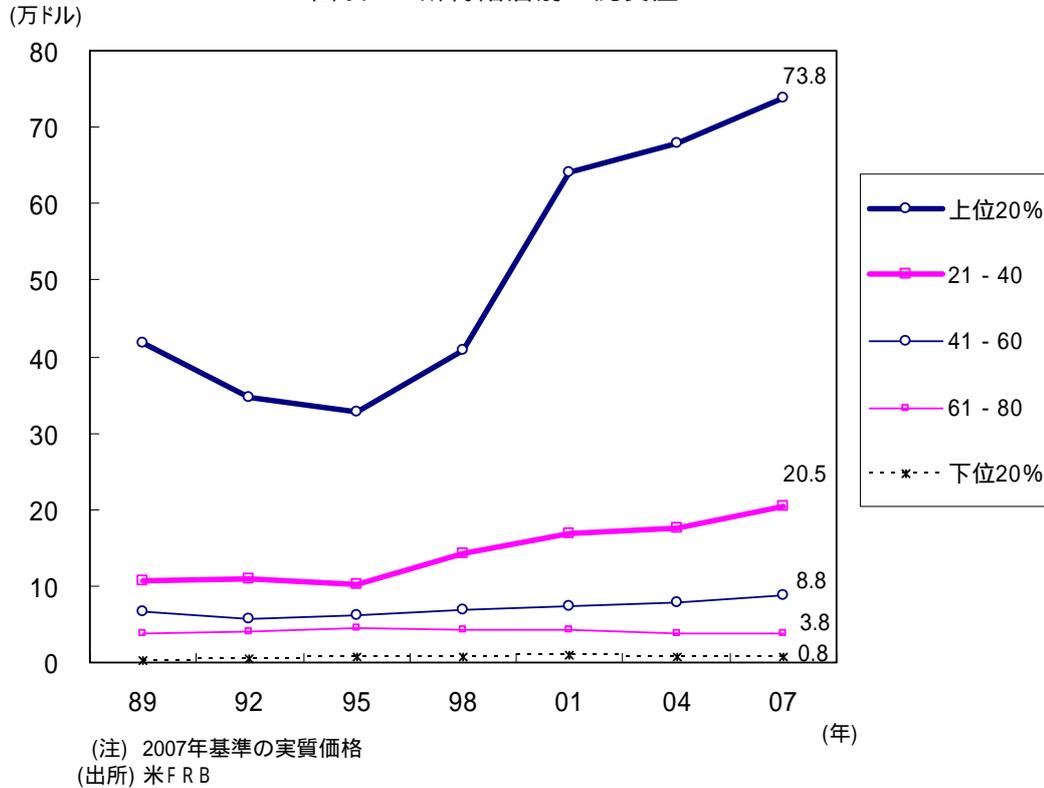
次に、こうした所得階層ごとに保有する資産と債務の推移をみると、まず資産から負債を差し引いた純資産は、所得上位20%で大幅に増加し、上から2番目の階層でも1995年と比べ2倍に増加、その他の層でも緩やかに増加した（次頁図表3）。

住宅価格の上昇期に負債が増加し、住宅価格が下落に転じた中で債務調整に直面しているとはいえ、米国の家計は負債を上回るペースで資産が増加していたことが分かる。

こうした家計の資産、負債の変化は、負債の増加自体は資産の増加の範囲にとどまり、

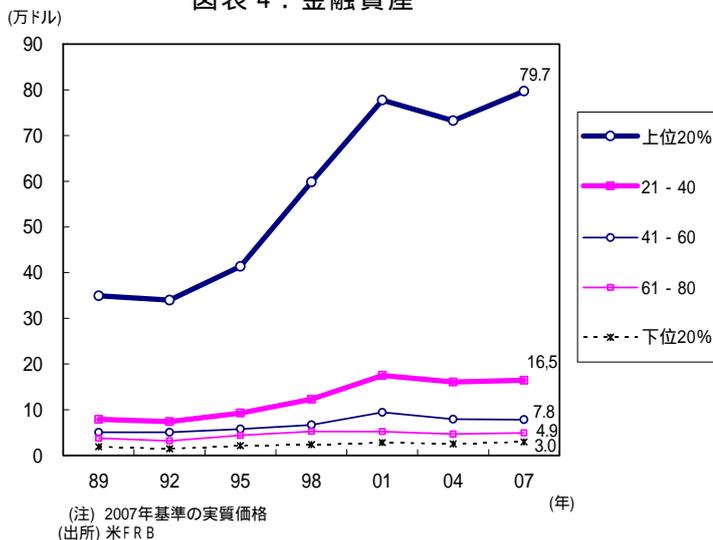
資産の増加に基づいたものであったことを示している。学術的な研究では、米国の家計が負債の増加にともない貯蓄率を低下させた最大の要因は、純資産の増大であったことを示す分析が数多く示されている。

図表 3 . 所得階層別の純資産

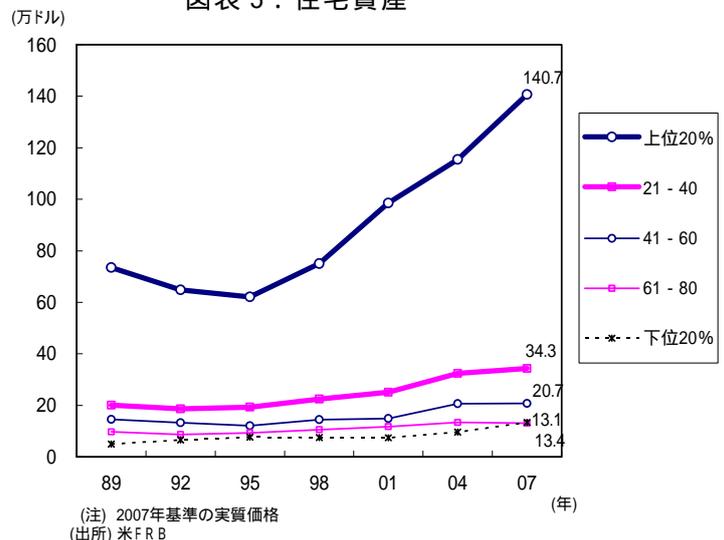


資産の内訳をみると、いずれの所得階層でも保有する住宅の資産価値が、預金や株式などの金融資産を上回っている。平均的な米国家計にとって、資産形成の中心にあったのが住宅資産であったことが分かる（図表 4、5）。

図表 4 . 金融資産



図表 5 . 住宅資産



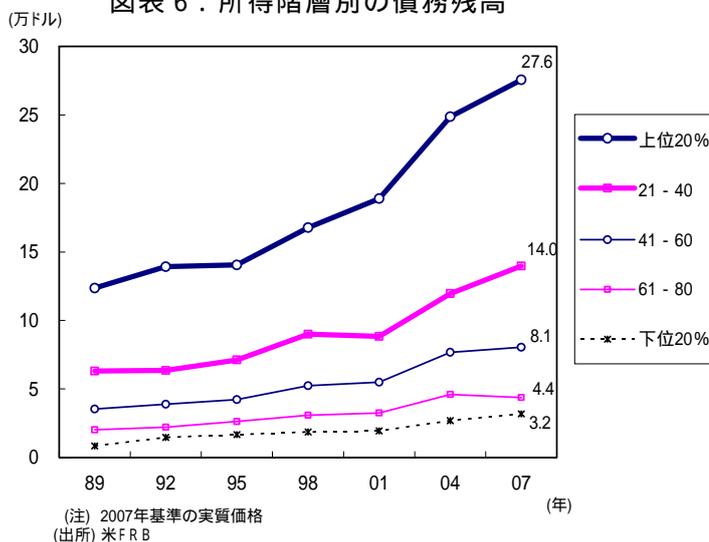
## (2) 所得階層別にみた家計の債務

次に家計の債務残高を所得階層別にみると、いずれの階層でも増加しているが、特に上位20%の高所得層で増加額が大きいことが分かる。1995年と比べると、所得上位20%、上から2番目の階層の債務残高はいずれも2倍に増加したほか、第3階層(41~60%)と第5階層(81~100%)でも1.9倍、第4階層(61~80%)は1.7倍に増加した。

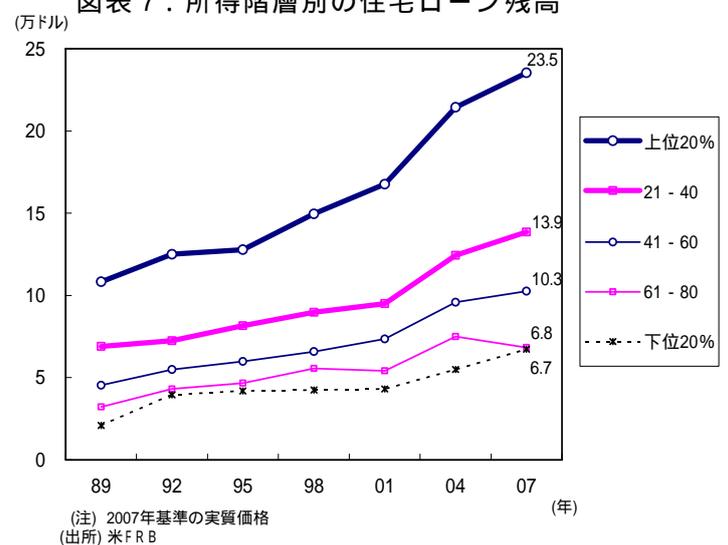
絶対額の変化をみると、もともと債務残高が大きい上位20%が、全体の債務増加を大きく押し上げている(以上図表6)。

また、家計の債務の大半を占める住宅ローン残高については、ほとんどすべての所得階層で増加したが、ここでも上位20%が、伸び率、増加額のいずれについても、他の階層に比べて大きいことが分かる(図表7)。

図表6. 所得階層別の債務残高



図表7. 所得階層別の住宅ローン残高

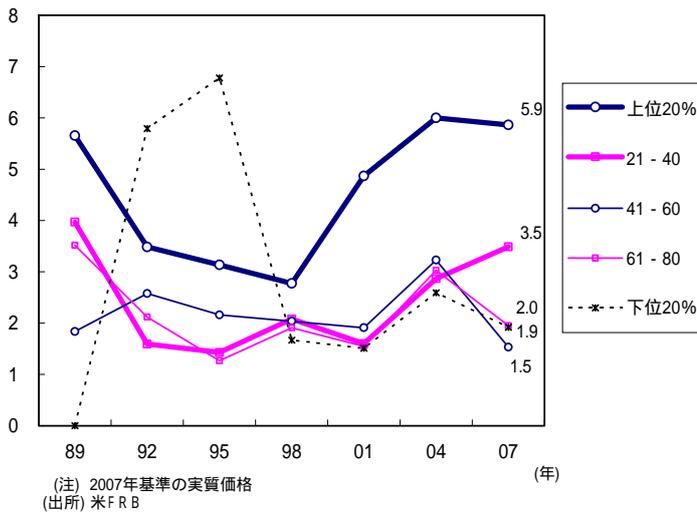


さらに住宅ローンのうち、住宅の資産価値を担保に借入れを行うホームエクイティローンの残高をみると、下位20%では、1990年代の半ばにかけて急増した後、大きく減少する変動的な動きがみられたが、他の階層では、98年をボトムに上昇している。

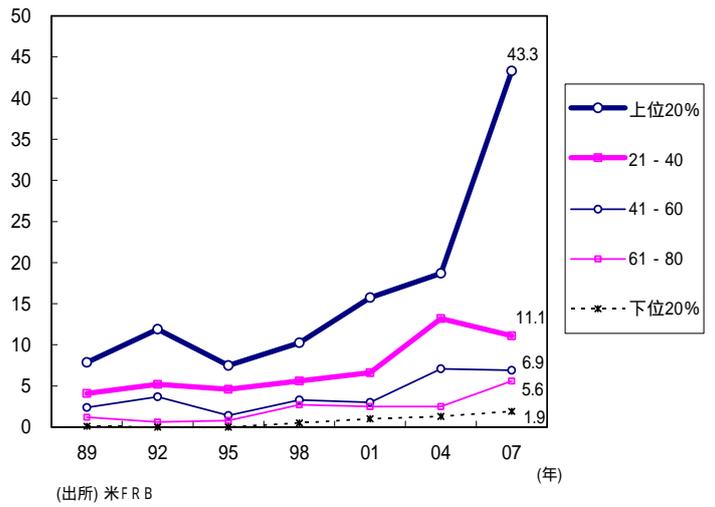
1998年から2004年にかけて上位20%の高所得層を中心に増大したが、住宅価格が2006年にピークをつけた翌年の2007年にはほとんどの階層で減少した。

また、ホームエクイティローンを利用した人の割合をみると、上位20%で1995年から2004年にかけて3倍に上昇し、さらに2007年にかけて急激な上昇を示していた(次頁図表8、9)。

図表 8 . ホームエクイティローン残高



図表 9 . ホームエクイティローン利用率

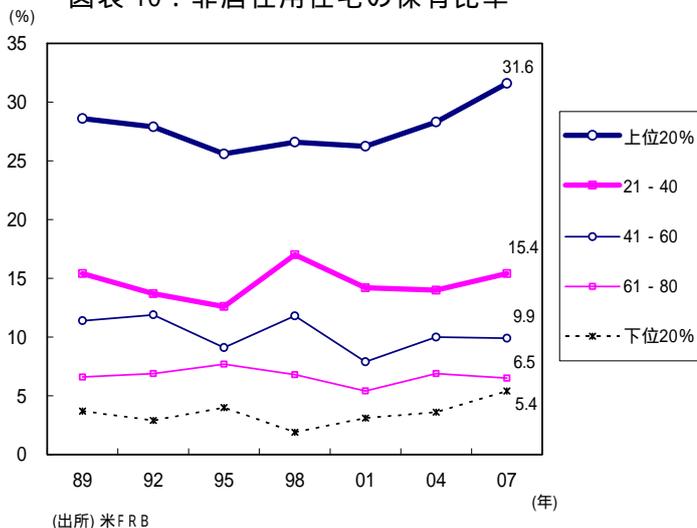


### ( 3 ) 非居住用住宅の資産価値の増大

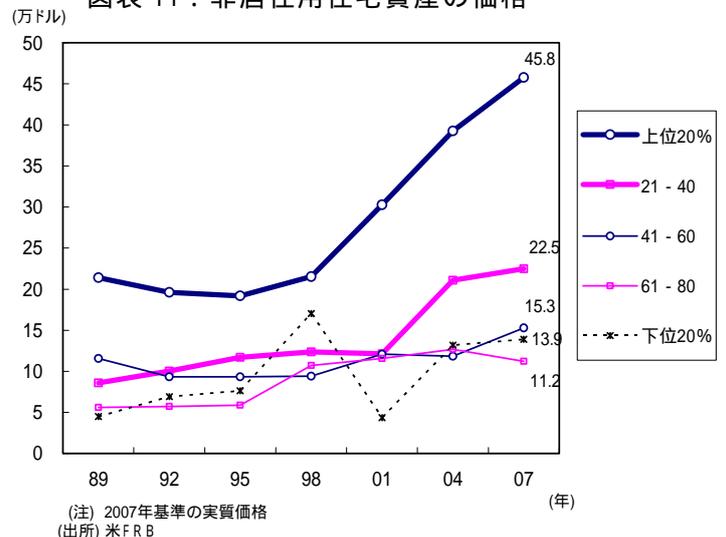
平均的な米国人の家計にとって住宅資産が資産形成の中心であることは先述したが、興味深いのは、居住用住宅とは別に、主に投資目的で非居住用の住宅を保有する割合がもともと高く、住宅価格上昇期に一段と拡大したことである。

こうした傾向は、特に所得上位 20% で顕著にみられる。住宅バブルのエピソードとして、金融機関の融資基準が緩和されたことによって、返済能力が低く住宅ローン融資を受けることができなかつた低所得層が、持家取得を促進する動きがあったことが指摘されている。たしかに低所得層の持家比率は住宅価格の上昇局面でゆるやかに上昇したが、バブル期により特徴的であったことは、高所得層の人々が主に投資目的で保有する非居住用住宅の保有比率が上昇したこと、また住宅価格の上昇により、非居住用住宅の資産価値が 2 倍以上に上昇していたことである ( 図表 10、11 )。

図表 10 . 非居住用住宅の保有比率



図表 11 . 非居住用住宅資産の価格



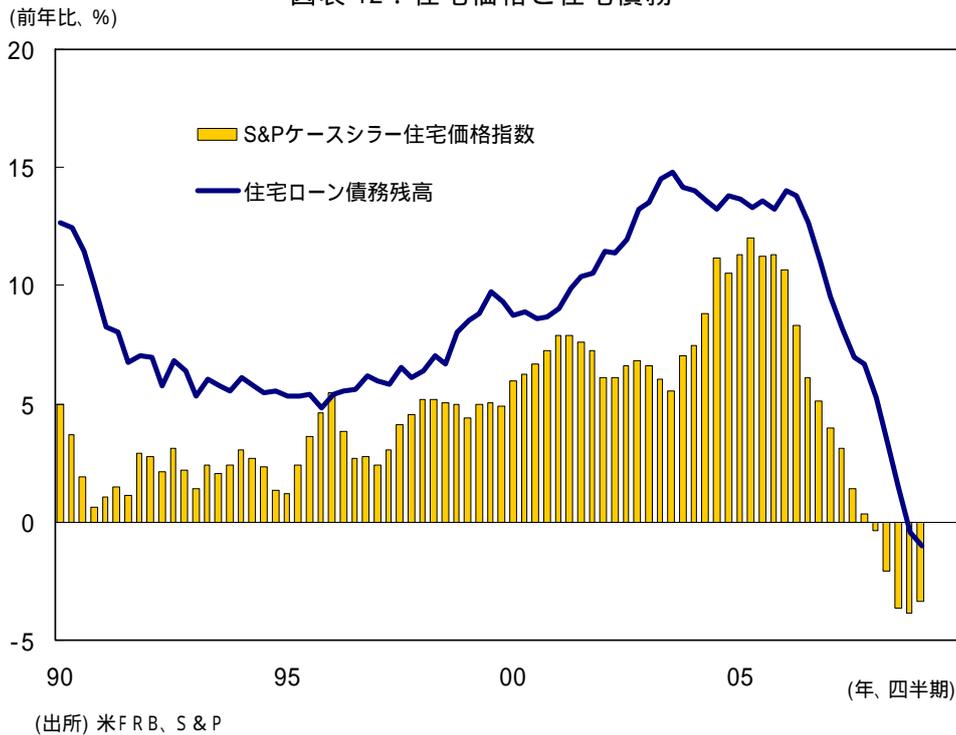
(4) 住宅資産の増大による高所得層の債務拡大

以上の分析から読み取れる米国の資産、債務について注目されるのは次の二つである。

第一に、米国の家計は住宅価格が上昇していた時期に、資産形成の主役である住宅をここに資産と負債の両方を同時に拡大していたことである。実際に米国の家計の債務残高の増大は住宅価格の上昇と連動していたことが分かる(図表12)。

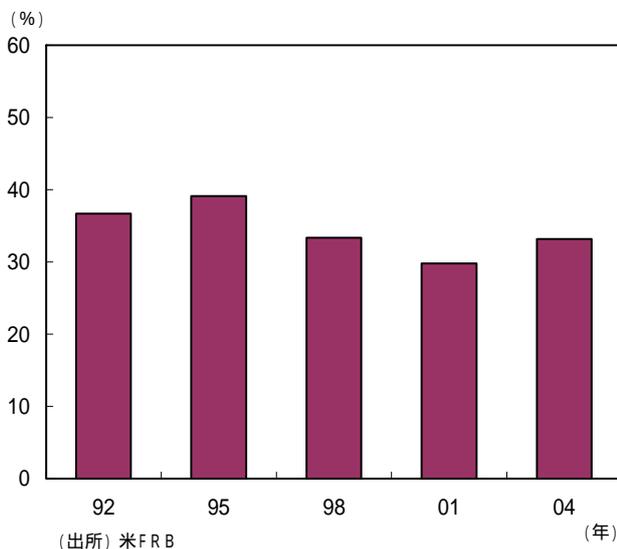
家計の債務調整と関連して、貯蓄率が上昇に転じていることが注目されている。貯蓄率が住宅価格の上昇期に低下した背景には、債務拡大と密接な関係があったことが知られて

図表12. 住宅価格と住宅債務



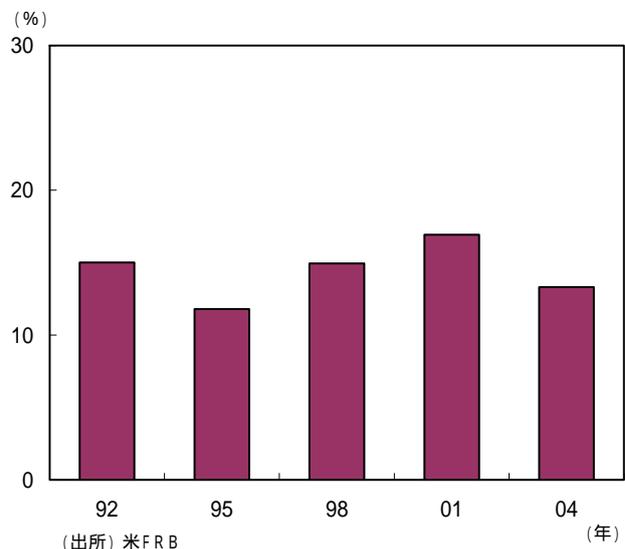
図表13. 貯蓄の動機

(10年以上将来のために貯蓄する人の割合)



図表14. 借入れの動機

(レジャー費用のために借り入れする人の割合)



いる。米国の家計は気持ちが大きくなったり浪費癖がついて貯蓄をせずに過剰な消費を行っていたわけではない。純資産が増大したことで、将来必要な資金額が低下していたことが、収入のほとんど全額を消費にまわすことを可能にしていたのである(前頁図表 13、14)。

第二の論点は、増大した純資産が高所得層に偏在していたため、資産の増大をてことした債務の拡大も高所得層で顕著であったことである。

純資産が増大した高所得層にとり、住宅の資産価値の上昇を背景に、債務を拡大させながら非居住用住宅などへの投資で資産形成をはかることは合理的な行動であったといえる。また、純資産の増大は貯蓄の必要性を低下させ、収入の大半を消費することも可能とした。高所得層は米国の消費全体に占めるウエイトが大きく、上位 20% で消費全体の 39% を占め、上位 40% まで含めると消費全体の 62% を占める。こうした高所得層の消費は、住宅価格上昇期には個人消費全体を押し上げ、対照的に住宅価格が下落に転じたことで債務調整圧力に直面し、昨年以降は個人消費全体を大きく下押しする要因になったとみられる(図表 15)。

図表 15 . 所得階層別の消費支出

		全世帯	第 1 分位	第 2 分位	第 3 分位	第 4 分位	第 5 分位
世帯数	( 万戸 )	12,017	2,407	2,402	2,403	2,404	2,401
所得区分	( ドル )	-	91,297 以上	57,944 ~ 91,296	36,070 ~ 57,933	19,301 ~ 36,069	19,301 未満
平均所得	( ドル )	63,091	158,388	72,460	46,213	27,674	10,531
持家比率	( % )	67	92	80	66	55	41
平均支出	( ドル )	49,638	96,752	57,285	42,447	31,150	20,471
所得シェア ( % )		100	50	23	15	9	3
消費シェア ( % )		100	39	23	17	13	8

( 出所 ) 米労働省

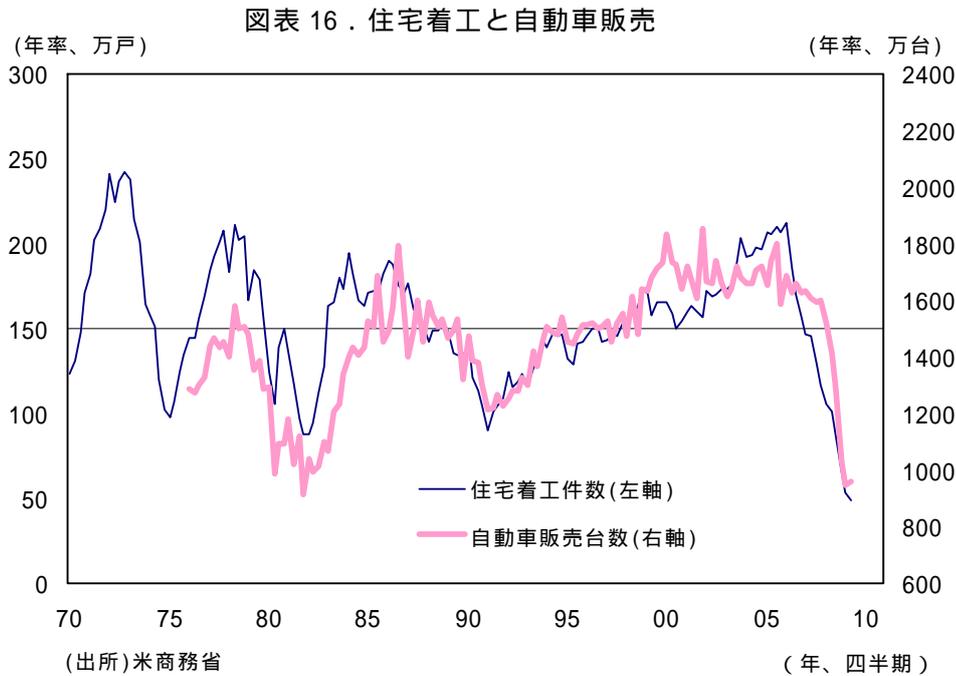
住宅価格が上昇していた時期に、高所得層を中心にホームエクイティローンの利用が拡大したが、純資産の増大により貯蓄の必要性が低下する中で、資産の一部を現金化して消費を行うことは自然であったといえる。

現金化された住宅資産は、グリンズパン前 F R B 議長らの分析によると、2005 年当時で年率 1 兆ドルにのぼるとされる。引き出された現金の用途は、F R B の調査によると 4 割が消費の押し上げに寄与していたとみられるほか、家計はホームエクイティローンを元手に資産投資を行っていたことも知られている。

引き出された現金は自動車など耐久消費財の購入に向かいやすい。住宅と自動車の購入は、ローンの拡大が容易になればこれらへの支出拡大を促すという共通の要因があったため、住宅価格の上昇期の拡大とその後の調整の動きに相互連関がみられる(次頁図表 16)。

注目されるのは、自動車販売の急増がホームエクイティローンの利用と結びついていたことである（図表 17）。

こうした米国人の消費行動は、純資産、とりわけ住宅の資産価値が減少したことで、消費パターンを変更する必要に直面した。マクロ的に過剰債務の調整と理解される行動の中心には、保有する住宅資産の急減に直面する高所得層を中心とした消費節約がある。



図表 17．ホームエクイティローンと自動車販売

	2007年 販売台数	ホームエクイティローン による購入割合	
カリフォルニア	1,962,548	29.83%	
フロリダ	935,187	19.72	
イリノイ	732,598	14.71	
ニュージャージー	488,270	14.48	
ニューヨーク	1,009,648	13.96	
ミシガン	553,926	10.45	
ジョージア	599,277	8.96	
オハイオ	563,801	8.58	
ペンシルバニア	665,770	8.41	
テキサス	1,271,827	6.41	
全米	16,210,133	11.77	

(出所)ニューヨークタイムズ(2008/4/28)

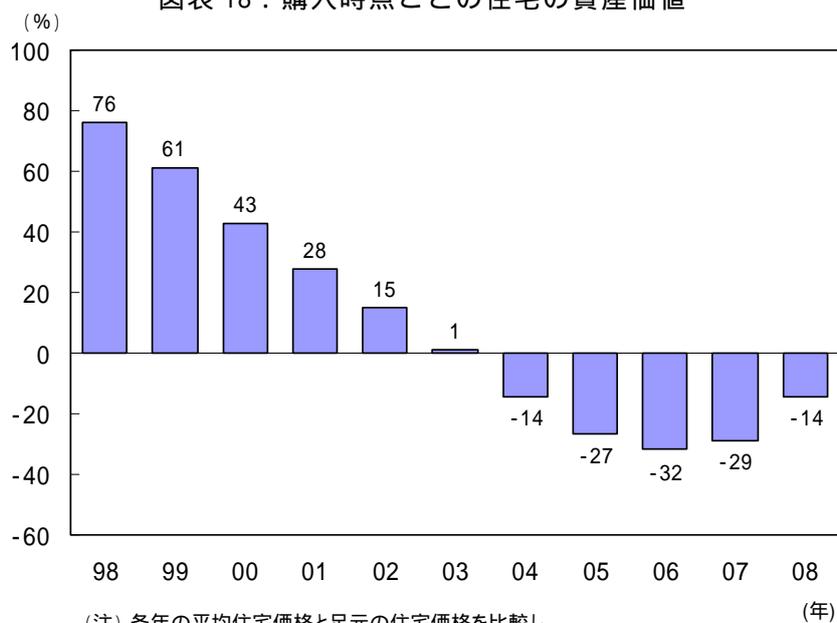
### 3. 住宅資産の減少に直面する家計

それでは住宅価格の低下にともない、米国の家計が保有する住宅資産の価値はどのように変化したのだろうか。

米国の住宅価格の動きをみると、足元では下げ止まりの兆しがみられるようになった。住宅価格の反転が、米国景気の本格回復のきっかけになるとの見方はこれまで多く指摘されていたことから、先行きへの楽観論を呼んでいる。

しかし、平均的な米国人が保有する資産の現在価値をみるために、住宅の購入年ごとに住宅資産の上昇率(減少率)を比較すると、足元の住宅価格は2003年の水準まで下落しているため、2004年以降に住宅を購入した人は、今なお保有資産の減少に直面している(図表18)。先述のとおり住宅は平均的な米国人が保有する資産の過半を占めており、これまでのような資産の拡大にもとづき消費を拡大させられるような状況にはほど遠いといえる。

図表18. 購入時点ごとの住宅の資産価値



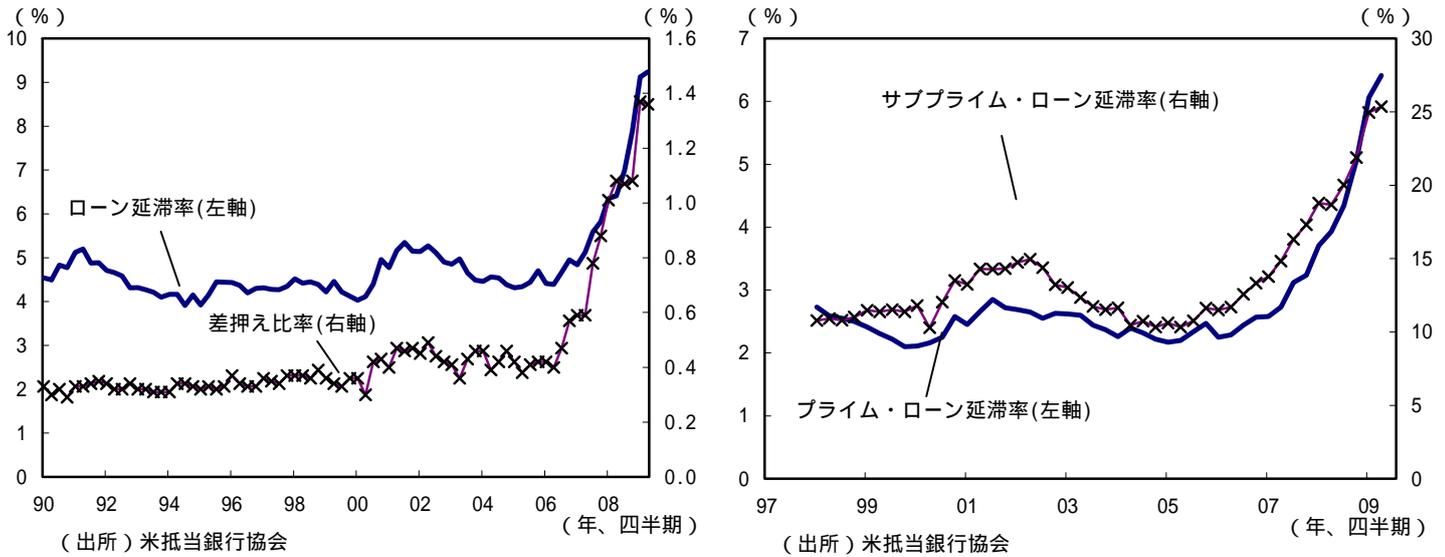
(注) 各年の平均住宅価格と足元の住宅価格を比較し、購入時点からの値上がり(値下がり)率を計算した  
(出所) S & P

平均的な米国の家計が住宅価格の下落により、保有資産の減少に直面していることは、住宅ローンの返済が困難となる人の割合が急増する要因にもなっている。

前節でみたとおり投資目的で非居住用住宅を購入する事例が広がっていた。米国の多くの州で住宅ローンのノンリコースが制度化されている事情もあり、値上がりが見込めない住宅のローン支払いを止め住宅を手放す人が増えていることが指摘されている。

こうしたケースでは保有する住宅は差し押さえられることになり、差し押さえ比率も急増している。差し押さえられた住宅は中古住宅として市場に流入するため、住宅市場のストック調整を長期化させる要因になる。

図表 19 . 住宅ローンの延滞率と差し押さえ比率

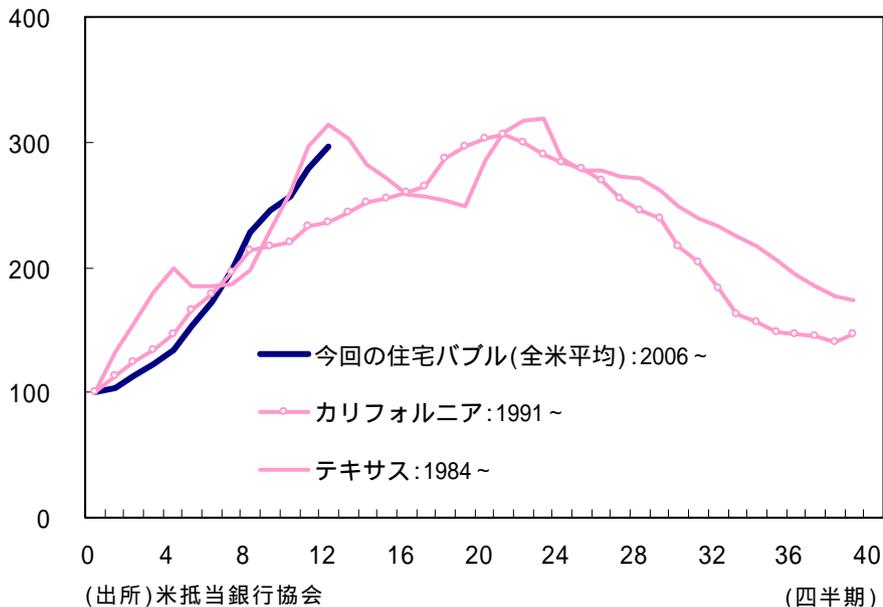


米プリンストン大学のシン教授は、過去に米国で起きた地域的な住宅バブルを分析し、住宅価格の下落にともない差し押さえ比率が上昇を開始してからピークを超えるまで平均5年（20四半期）であったことや、住宅価格が差し押さえ比率と強い相関があったことを示している（図表 20）。

シン教授の研究によれば、今回の差し押さえ比率の上昇は 2006 年から始まったため、2010 年中は住宅価格の下落に歯止めがかからないおそれがある。このため米国の家計が保有する資産の減少が続き、純資産にもとづいた消費も低迷することになる。

図表 20 . 米国の住宅バブルと差し押さえ比率

（基準時の差し押さえ比率 = 100）

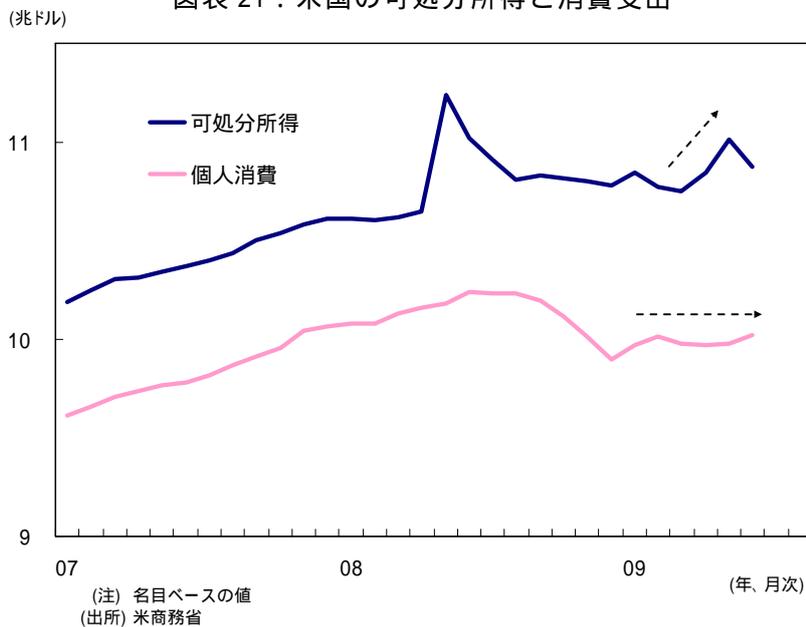


#### 4. 所得環境の悪化

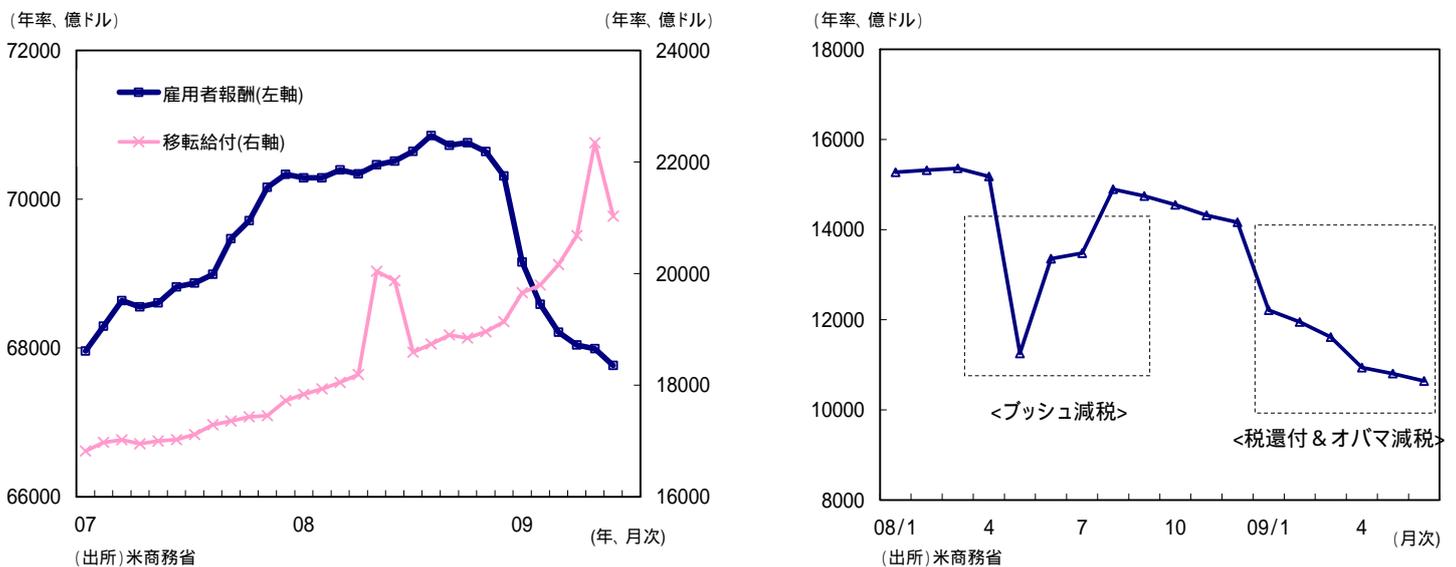
米国の家計にとって、これまでは住宅を中心に保有資産が増大していたことが貯蓄の必要性を低下させていた。しかし保有資産が減少に転じたことにより、今後は貯蓄を積み増す必要が出てきている。足元では所得が低迷しており、貯蓄を増加させるためには消費をいっそう節約する必要が出てくるおそれもある。

足元の所得と消費の動向をみると、景気対策に盛り込まれた減税措置や、失業保険などの移転所得が押し上げ要因となって可処分所得が増加している。しかしそれにもかかわらず、家計は消費をほとんど増やさず貯蓄にまわしている（図表 21、22）。

図表 21. 米国の可処分所得と消費支出

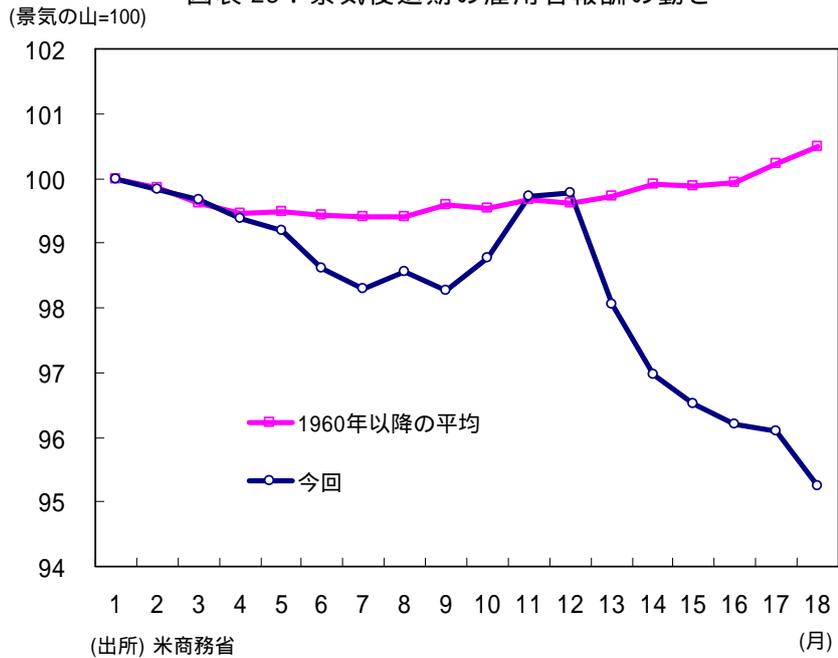


図表 22. 景気対策による所得の押し上げ

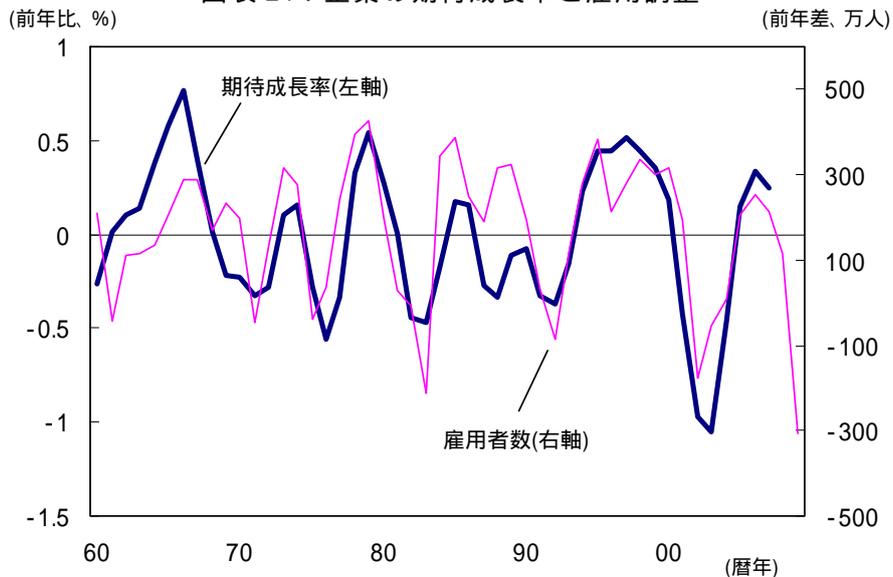


一方、所得の7割を占める雇用者報酬は、今回の景気後退局面で急激に減少している(図表23)。雇用者報酬減少の要因である雇用調整の動きが、かつてないほど深刻化しているのは、バブル崩壊を経験し、消費主導の経済成長の構図が崩れたことによって、米国の企業の期待成長率が低下しているためとみられる。米国の雇用調整は企業の期待成長率の変動と密接な関係がみられるからである(図表24)。

図表23. 景気後退期の雇用者報酬の動き



図表24. 企業の期待成長率と雇用調整



(注) 企業の期待成長率にあわせて資本ストック、設備投資の調整を行うと想定、次式より期待成長率を試算  

$$\text{期待成長率} = \text{設備投資} / \text{資本ストック(1期前)} - \text{除却率} - \text{資本係数のトレンド}$$
  
 (出所) 米労働省、米商務省

足元では景気底入れの兆しがあらわれ、今後は雇用の調整圧力が緩和されることも期待されるが、米国の最近の景気回復の初期局面では、成長率が回復した後も雇用調整が続き失業率の悪化がしばらく続いていた。「雇用なき回復」と呼ばれるこうした傾向は、今回の回復局面でも同様にみられる可能性が高いであろう。

## おわりに

本稿では、米国の住宅価格の上昇が、資産価値の増大を通じ高所得層を中心に債務と消費の拡大に結びついてこと、住宅価格が下落に転じたことにより従来の構図が立ち行かなくなったこと、景気底入れの兆しがあらわれている中でも、保有資産の減少に直面する家計が大半であることをみた。

「最悪期は過ぎた」という言葉は、実体経済については、昨年後半以降に起きた経済の急激な収縮に歯止めがかかったことを指しているものと思われる。

しかし、今後の景気回復の道筋を考えると、米国の家計の大半が保有資産の減少に直面し、新たに貯蓄を積み増す必要に迫られる中で消費の力強い拡大は見込めない。

また、米国の家計がどの程度消費を節約するかは、今後の所得、とりわけ雇用者報酬の動向に強く依存している。しかし、企業の期待成長率の低下を背景に米国の雇用調整が深刻化している状況では、個人消費がほとんど増えないリスクもある。このため、米国景気回復テンポは非常に緩慢なペースにとどまることが予想され、企業には過剰な雇用、設備、在庫の調整圧力が高まることにもなり、米国経済が負の需要ショックにきわめて脆弱な構造を抱えたまま推移する可能性が高いであろう。

(細尾 忠生)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性を保証するものではありません。また執筆者の見解に基づき作成されたものであり、弊社の統一的な見解ではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。当資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。一部を引用する際は必ず出所（弊社名、レポート名等）を明記して下さい。全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、弊社までご連絡下さい。