

2009年の米国住宅市場と世界経済

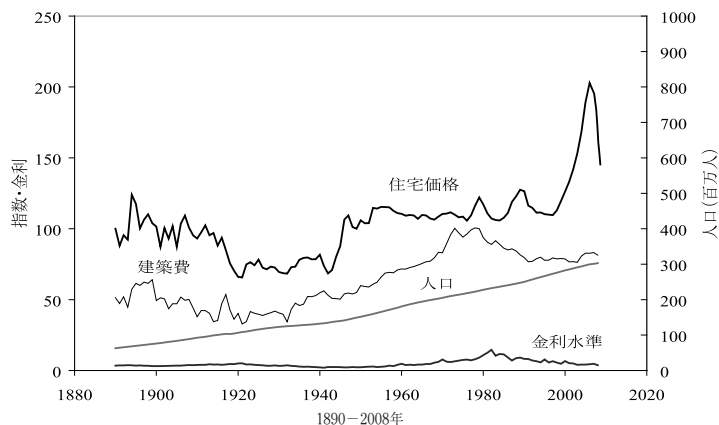


経営戦略研究科准教授(経営戦略専攻) 岡田 克彦

「資産効果 (Wealth Effect)」という言葉が聞かれたことはあるでしょうか。これは、株式や土地・住宅等の資産価格の上昇により、消費が刺激され、実体経済浮揚効果を持つことを指します。資産効果は、より広範囲の消費者に影響を与えるという意味で、株価の上昇よりも不動産価格の上昇に、より強く誘発されるといわれています。特に米国の場合、ホームエクイティローンと呼ばれる、住宅価格の値上がり分を担保にした融資制度が広まっていたこともあり、不動産価格の個人消費に与える影響はとて大きかったと考えられます。それが一昨年から反転したのです。米国の家計が保有する不動産の価値はピークで2000兆円あったとされますが、米国不動産価格を指数化したケースシラー指数は、昨年だけで約2割下落しています。そこで本稿では、今後の米国経済、ひいては世界経済の鍵を握る米国住宅価格の将来的な動向について、データに基づいて考察してみることにします。

図1はイェール大学のロバートシラー教授が、著書“Sub-prime solutions”に掲載したもので、住宅価格、建築費、人口の推移を118年にわたって時系列で示したグラフであります。住宅価格及び建築費はインフレ調整後の実質価格で記してあります。118年にもわたる超長期のデータですから、細かいことはわかりませんが、だいたいのサイクルを追うにはむしろ好都合ですね。まず一つ気がつくことは、実質ベースで過去を振り返って見ると、住宅価格は2000年まで、ほとんど上昇していないということです。米国人に土地神話はなく、住宅価格のほとんどは住宅そのものの価格です。したがって、古くなった住宅はそれなりに減価しますので、金融資産とは根本的に異なると考えられて来たのです。ところが、2001年の同時多発テロ以降、超低金利政策を反映して住宅価格は急激に上昇していきました。これは歴史的に例をみない

図1



異常な出来事だったと言えるでしょう。

もう一点見逃してならないのは、建築費との関係です。米国の住宅の価値は、概ね住宅そのものの価値ですから、建築費との乖離が大きくなれば、当然供給が増えます。住宅価格と建築費との差が大きくなると、住宅の供給が増加し、タイムラグをもって住宅価格が低迷しているのが読みとれますね。これまでのサイクルを考えると、巷で期待されている住宅市場の回復は近い将来は見込み薄だということが言えるでしょう。

米国の住宅市場の将来を考えるに当たってもう一つ気になるデータがあります。それは米国の人口構成とライフスタイルに関するものです。図2に示すように、米国の人口構成も日本ほどではないにしても、高齢化しています。2009年から2010年にかけて、一段と高齢化の速度は早まるのです。日本ではそうでもないですが、米国人は高齢者ほど住宅の売り手になるというデータがあります。(図3参照) 彼らの典型的なライフスタイルは、引退を楽しみに一生懸命

図2

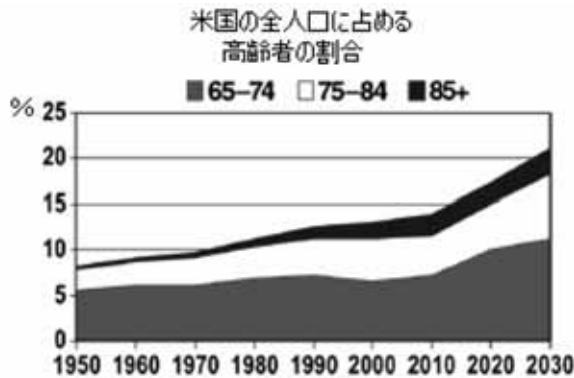
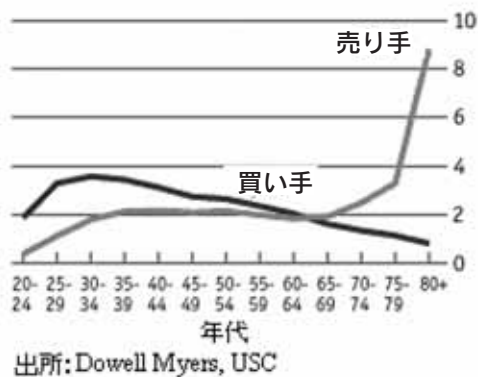


図3

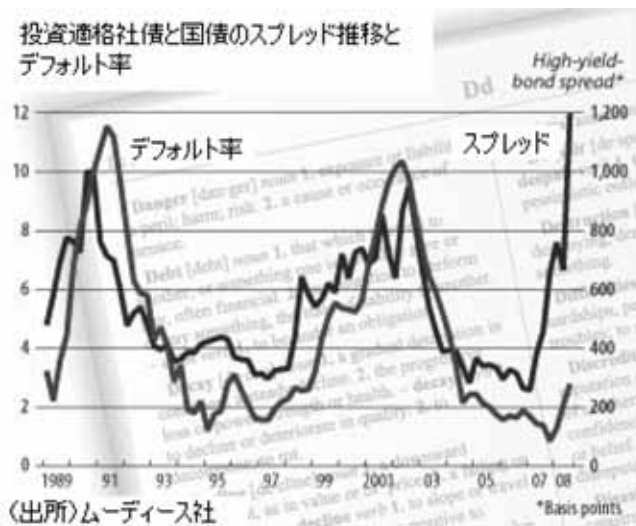
年代別による、住宅価格の売買
動向 1995-2000



働き、退職後は家を処分して、夫婦で長期の旅行にでかけるというものです。或いは、老後資金の足しにするために、自宅を現金化し、賃貸住宅に引っ越す場合もあるでしょう。いずれにせよ、高齢者ほど住宅は売り手側にまわり、これから到来する高齢化社会のなかでは、当然これまでよりも住宅の供給が増加することが予想されます。このように、供給が増加する要因は多く存在する一方で、需要が伸びる要因は皆無に近く、さらなる住宅価格の下落は不可避だと言えるでしょう。

住宅価格が今後も低迷を続けるという前提で考えるならば、多くの住宅抵当債券（MBS）は売られることとなります。特に、政府保証のないMBSについてはかなり危ないと考えるべきではないでしょうか。このような状況は社債市場にも既に現れてきています。図4は投資適格の社債と国債の利回りの差であるスプレッドの推移を1989年からプロットしたのですが、過去においてはスプレッドの推移がデフォルト率の先行指標となっています。まずスプレッドが広がってから、タイムラグをおいてデフォルト率が上がるのです。2008年末に社債市場のスプレッドは急激に拡大しましたので、2009年はデフォルト急増の年となることが予想されます。

図4



これまで見てきたように、米国住宅市場はまだまだ底打ちからは程遠く、更なる下落が待ち受けていると考えるべきでしょう。住宅価格の下落は「逆資産効果」をもたらし、更なる消費の減退、景気の滞りという事態を招く結果となるでしょう。景気の低迷は、デフォルトリスクを高めますが、その兆候は既に社債市場にはっきり出ているということです。

楽観論を展開できないのは残念ですが、読者の皆さんにおかれては、安易な循環論に流される事なく、現実をしっかり見据え、身を守るべく冷静に対処していただきたいものです。