

アメリカの株式資産と住宅資産の逆資産効果

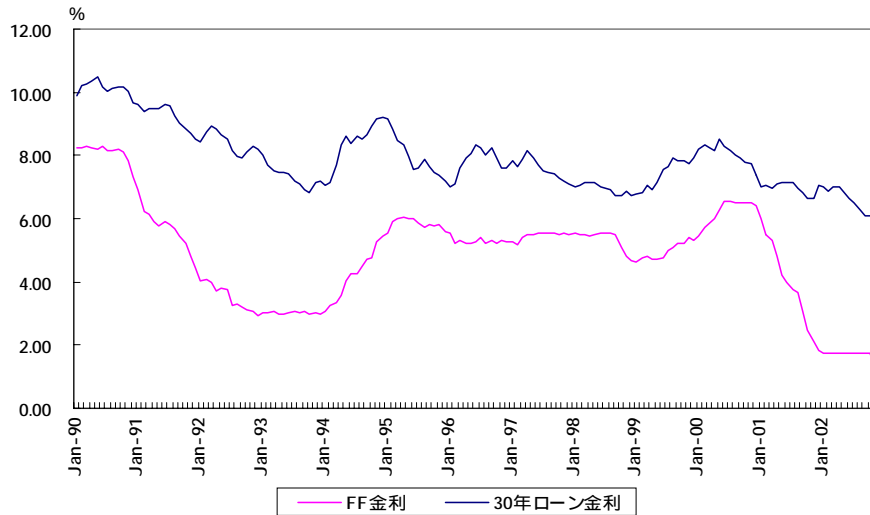
財)建設経済研究所米国事務所

1. アメリカ経済と住宅市場の状況

アメリカ経済は、2000年のITバブル崩壊で株価の下落が始まった。それに、2001年9月の同時多発テロ、2001年末のエンロン、2002年春のワールドコム不正会計発覚などで広がった企業会計への不信で、さらに下落傾向を強めている。2000年2月と2002年10月のNYダウ数値を比較してみると、約3,100ドル(約28.0%)下落している。

12月2日に発表された2002年第3四半期のGDP改定値は、4.0%増と回復の兆しを見せている。しかし、11月5日の中間選挙で共和党が勝利したことでイラク攻撃の可能性が高まり、米連邦準備制度理事会(FOMC)は、前回(11月6日)の理事会でフェデラル・ファンド・レートを0.5%引下げ、年1.25%とした。大幅な利下げを行った背景には、個人消費が堅調に推移している間に、設備投資が持ち直すと予想されていたが、企業の不正会計により企業業績が低迷(2001年税引き後利益と2002年第2四半期同値比で5.6%減)していることと、金利の上昇によって現在好調な住宅購入に与える影響に配慮したことが背景として考えられる。

図表1 フェデラル・ファンド・金利と30年ローン金利(住宅ローン金利)の推移

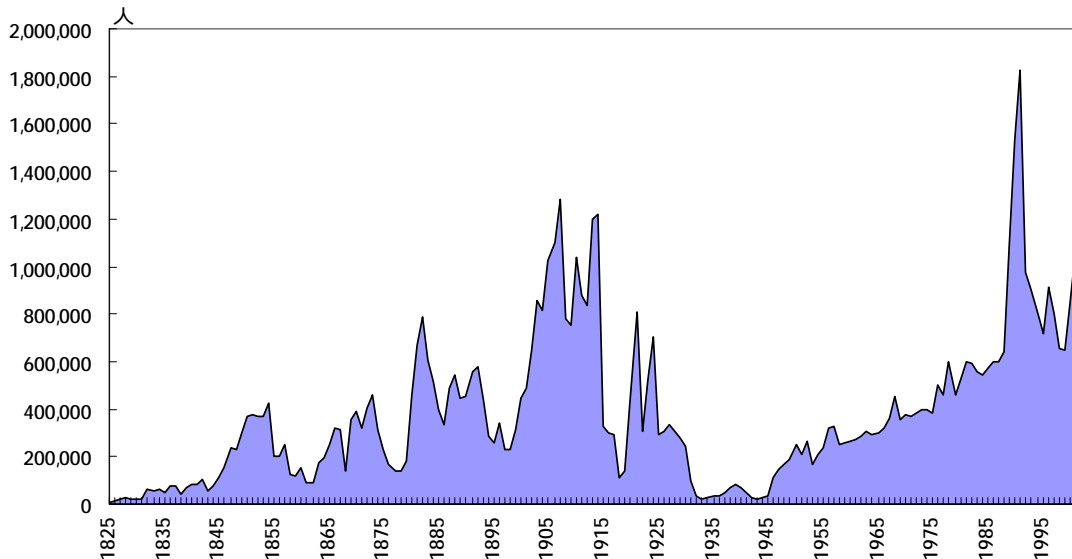


出典：FRB 発表資料より作成

株価下落等で消費者の消費マインドが冷え込むと懸念される中、唯一の明るい材料が住宅市場である。商務省が発表した10月の住宅着工件数(季節調整済み)は、年率換算で160.3万戸、前年同月比4.7%増。住宅建設許可件数(季節調整済み)は、年率換算で176.3万戸、前年同月比12.6%増となった。

住宅着工・許可件数の好調さは、人口・移民・世帯数の増加によるものと考えられる。1990年と2000年人口を比較すると約3,276万人増加しており、うち移民の増加が909万人と人口増の約30%を移民が占めている。また、世帯数は、1990年と2000年の年平均世帯数を比較すると約1,150万世帯増加している。

図表2 合法移民の入国人数の推移



出典：INS（移民帰化局）発表資料より作成

住宅販売について見てみると、商務省が発表した10月の新築住宅販売件数（季節調整済み）は、年率換算で100.7万戸、前年同月比16.4%増と依然好調を維持している。また、中古住宅販売件数（季節調整済み）は、年率換算で577万戸、前年同月比9.5%増と新築住宅と同様好調を維持している。これは、住宅ローン金利が30年物6.11%、15年物5.50%（2002年10月Freddie Mac調査）と共に低水準を推移しているため、消費者の住宅購入意欲が増していることが要因の一つとして考えられる。11月に発表されたページ・ブックにおいても個人向けローン（特に住宅ローン）の需要が増加していると報告されており、低金利のため住宅ローン借り換え(Refinance)も行われているようである。

最近の住宅価格について見てみると、新築住宅価格中位値（四半期ベース）北東部を除いてやや鈍化傾向にあるものの、3～5年前の住宅価格と比較してみると、新築住宅価格中位値の伸び率（2002年と1997年の第2四半期比）は、北東部35.6%増、中西部10.7%増、南部24.1%増、西部47.3%増とすべての地域で2桁の伸びを記録している。中古住宅価格中位値の伸び率（2002年9月と1999年比）は、北東部18.0%増、中西部16.5%増、南部23.6%増、西部23.2%増と新築住宅と同様にすべての地域で2桁の伸びを記録している。

住宅価格上昇の背景には、住宅密度が要因の1つとして挙げられる。2000年の各地域別住宅密度（1平方キロあたりの住宅戸数）は、北東部52.8戸/km²・中西部13.9戸/km²・南部18.8戸/km²・西部5.4戸/km²となっており北東部の住宅密度は他の地域を大幅に上回っている。地

区別に見ると以下のようになっている。

北東部	ニューイングランド地区	36.5戸/km ²
	中央大西洋岸(Middle Atlantic)地区	63.0戸/km ²
中西部	西北中央部(West North Central) 地区	6.2戸/km ²
	東北中央部(East North Central) 地区	29.7戸/km ²
南部	西南中央部(West South Central) 地区	11.5戸/km ²
	東南中央部(East South Central) 地区	15.8戸/km ²
	南部大西洋岸(South Atlantic) 地区	32.4戸/km ²
西部	太平洋岸(Pacific) 地区	7.3戸/km ²
	山岳(Mountain)地区	3.4戸/km ²

(住宅密度は、センサス局資料の各地区の国土面積(1990年値)と2000年住宅戸数より算出)

州について見てみると、住宅密度が50戸/km²を越えている州は、上位からワシントンD.C.(1,727.5戸/km²)・ニュージャージー州(172.3戸/km²)・ロードアイランド州(162.5戸/km²)・マサチューセッツ州(129.2戸/km²)・コネチカット州(110.4戸/km²)・メリーランド州(84.7戸/km²)・デラウェア州(67.8戸/km²)・ニューヨーク州(62.8戸/km²)・フロリダ州(52.2戸/km²)の9州となっている。

連邦住宅企業監督局(OFHEO)が2002年9月に発表した資料に、2002年6月30日時点での各州の住宅価格上昇率が発表されている。住宅密度が50戸/km²を越える9州は、過去1年間の住宅価格上昇率上位13位までに、また過去5年間においては18位までにすべて含まれている。

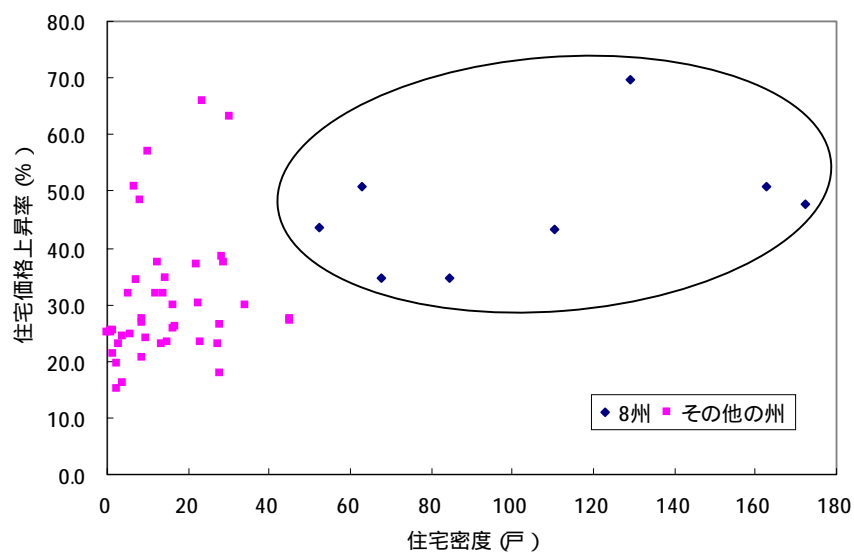
西部のカリフォルニア州で住宅価格の上昇(過去1年間の住宅価格上昇率16位、5年間では4位)が問題となっているが、西部の住宅密度は5.4戸/km²と4地域の中で最も低い数値となっている。これは、西部地域の国土面積が北東部の10倍超、中西部・南部の2倍超と広大な面積であることと、住宅密度が低い州が多くあること(西部の2000年住宅戸数の50%以上がカリフォルニア州に集中)が原因として考えられる。カリフォルニア州だけを見てみると、2000年の州人口(3,387万人)が全米で第1位(2位のテキサス州と約1,300万人差)、1990年から2000年[10年間]の人口増加数(411万人)も第1位、2000年住宅戸数(12,214千戸)も全米第1位(2位テキサス州と4,057千戸差)、州面積(403,971 km²)と1990年から2000年[10年間]の住宅増加数(103万戸)は、アラスカ州・テキサス州に次いで第3位と、人口増による住宅戸数の増加がみられる。

主要都市がある5つの郡[サンタクララ郡(サンノゼ)・ロサンゼルス郡(ロサンゼルス)・サンフランシスコ郡(サンフランシスコ)・サクラメント郡(サクラメント)・サンディエゴ郡(サンディエゴ)]の総面積17,571 km²(州全体の6.8%)の中に、5つの郡人口合計約1,600

万人（州全体の約 47.0%）、住宅戸数約 571 万戸（州全体の約 47.0%）が集中している。

このことから、カリフォルニア州の住宅価格の上昇は、この地域において発生し西部地域全体の住宅価格を上昇させている。連邦住宅企業監督局の発表した資料においても、Bubble Areas として実質住宅価格の上昇値が大きい 4 都市（サンフランシスコ・サンノゼ・ホノルル・ボストン）を挙げているが、そのうちの 2 つがカリフォルニア州の都市である。

図表 3 50 州の住宅価格上昇率と住宅密度分布図

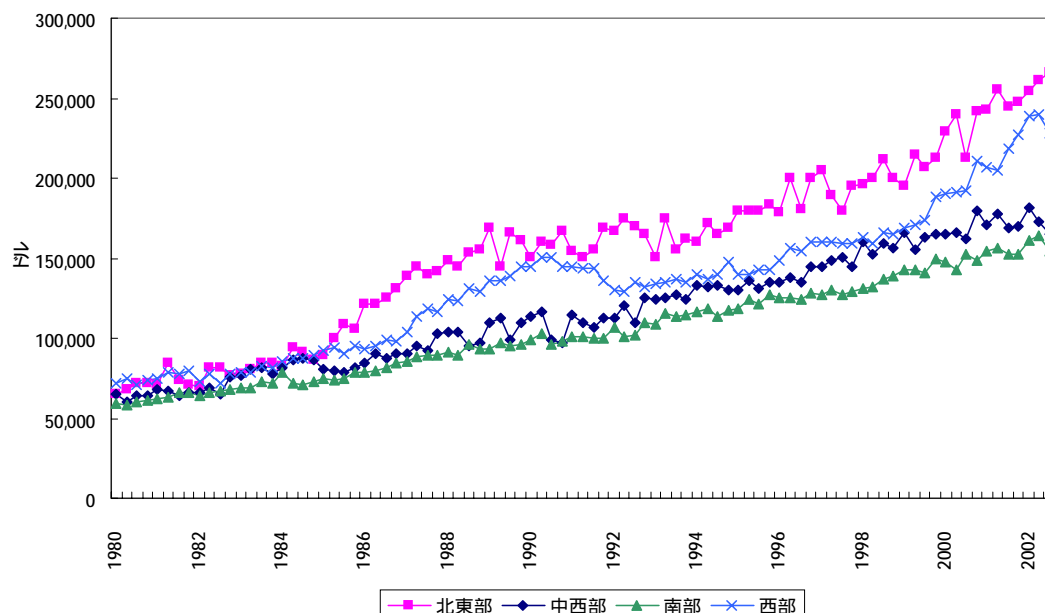


注): 1. ワシントン D.C. は住宅密度が 1,727.5 と数値が著しく大きいためグラフに加えていない。ワシントン D.C. の住宅価格上昇率は 71.24%

出典: 1. 住宅密度はセンサス局資料より作成

2. 住宅価格上昇率 (5 年間) は、連邦住宅企業監督局 (OFHEO) 資料より作成

図表 4 - 2 - 4 新築住宅価格中位値（地域別）の推移



出典：センサス局資料より作成

2 . 株式資産と住宅資産の逆資産効果と今後のアメリカ経済の見通し

このような経済状況の中、今後のアメリカ経済を予測するにおいて、株式資産と住宅資産の逆資産効果に関するさまざまな意見がでている。

グリーンスパン議長は、2000年2月17日の議会証言で、「株式資産が1ドル上昇することにより、個人消費が3~4セント増加することを歴史的事実は示唆している」と述べており、米モーゲージ銀行協会(MBA)のチーフエコノミスト、ダグラス・ダンカン氏は、住宅資産が1ドル値上がりすると個人消費が10~15セント増加し、株式資産においては3~5セント増加すると述べている。エール大学のロバート・シラー教授等が2001年10月に発表した「Comparing Wealth Effects: The Stock Market Versus The Housing Market」(http://cowles.econ.yale.edu/P/au/d_shiller.htm#2001)には、住宅資産が10%上昇すると、個人消費支出は0.6%増えると述べている。

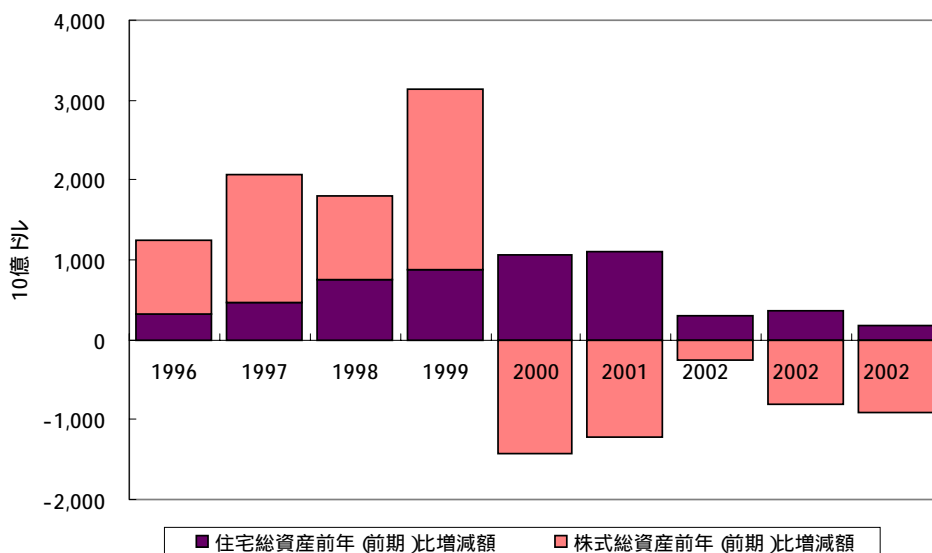
みずほ総合研究所NYが2002年7月に発表したレポートでは、2002年末までの資産効果を試算している。(試算にあたって、株式資産1ドル増加につき3.5セント、住宅資産は同じく5.0セント 資産効果が発現するタイムラグについては捨象する 住宅は第1四半期の伸びが年末まで続くと仮定)6月末時点の株価(\$9,384.03)と7月26日時点の株価(\$8,091.63)

が年末まで横ばいで推移した場合の2通りを計算した結果、6月末時点の株価水準で試算したとしても490億ドルのマイナス(実質GDPの0.5%押し下げ)、7月末時点での株価では、989億ドル(同1.0%押し下げ)になるとしている。

FRBが2002年6月に発表した資料で、株価下落前の1999年から2002年第1四半期までの家計の株式総資産と住宅総資産の増減を比較すると、株式総資産が3兆1,058億ドル減少しているのに対し、住宅総資産は2兆2,855億ドル増加している。グリーンSPAN議長も2002年7月16日の議会証言で、「株価の逆資産効果は、住宅価格の上昇によって相殺されている。」と指摘している。以上のことから、2002年第1四半期までのアメリカ経済は、住宅市場の好調さに支えられていたことが言える。

しかし、その後の経緯を見ると、FRBが2002年12月に発表した同資料で2002年第2四半期から2002年第3四半期までの家計の株式総資産と住宅総資産の増減は、株式総資産が9,079億ドル減少しているのに対し、住宅総資産は1,808億ドル増加となり株式資産の逆資産効果を住宅資産の上昇で補い切れないうつ状態になっている。また、連邦住宅企業監督局が12月に発表した前述の資料においても、2000年第2四半期以来7~9%台を維持してきた住宅価格伸び率(前年同期比)が2002年第3四半期で6.16%と伸びが鈍化している。

図表5 家計における住宅資産・株式資産前年(前期)比増減額の推移



注) 2002年は四半期ごとの数値

出典: FRB資料より作成

さらに、イラク攻撃の懸念が高まっていることにより、IT・航空会社関連株の下落が予想され、かつ会計疑惑による企業収益の悪化も株価下落の要因となる。現在の住宅資産の伸び率を考えると今後株式資産の逆資産効果を相殺できるほどの力強さは期待できない。また、家計の可処分所得伸び率も鈍化していること、原油価格の上昇が金利上昇要因となって住宅価格が下落し個人消費に影響を与えることも懸念される。今後のアメリカ経済は、住宅価格の変動と株価の推移の綱引きによって決まるところが多い。上記の要因からするとアメリカ経済の先行きは厳しいと思われる。