

今年終盤から来年にかけての経済における最大の注目点は米国景気が景気後退に陥らずにソフトランディング（軟着陸）できるかであろう。米国は90年代後半のITバブルの崩壊以降、金融・財政政策を駆使して短期の景気後退でしのぎ、2003年以降3年にわたる世界同時景気拡大を主導してきた。それはグリーンSPAN前FRB議長の巧みな金融政策の舵取りと、日本のバブル崩壊を研究し尽くした米国当局の英知の結晶であるといえることができる。しかしながら、今、問題になっているのはその後拡大した2つのバブルの行方である。

次ページの図1のように、ITバブルと前後して、住宅価格の上昇に伴う住宅関連の株式の上昇とエネルギー市況の上昇が起こっている。ある意味住宅投資の拡大がITバブル崩壊後の深刻な景気後退を防ぎ、結果としてその景気拡大の恩恵が新興諸国へ行き渡りエネルギー市況の上昇へとつながったといえることができる。次に図2を見ていただきたい。これは個人の資産価格の変動による消費に与える影響、いわゆる「資産効果」と「原油価格高騰による消費を抑制する効果」を試算したグラフである。2000年以降、ITバブル崩壊による株式市場の急落の結果、今まで株式の上昇を背景に消費を拡大していた個人が、その下落によって消費を抑制せざるを得なくなるといった「逆資産効果」が発生している様子が見てとれる。その後、住宅価格上昇による住宅の「資産効果」が株の逆資産効果を相殺するように発生している。ある意味、バブルのバトンタッチがスムーズになされ、結果としてITバブルの崩壊が深刻ならなかったともいえる。

では今度はその住宅価格高騰による資産効果が剥落し、株のように逆資産効果になってしまう可能性はないのであろうか。図2からは、住宅価格の上昇が個人消費に対し1-2%の押し上げ効果を持っていたと見られる。単純に考えれば、今後地価が大幅な下落を示せばその可能性はあるといえる。日本の土地バブルとの比較をみると、日本の80年代の主要6大都市の住宅地が5年間で180%の上昇を示したのに対し、米国の一番上昇している太平洋岸地区はここ10年間で170%上

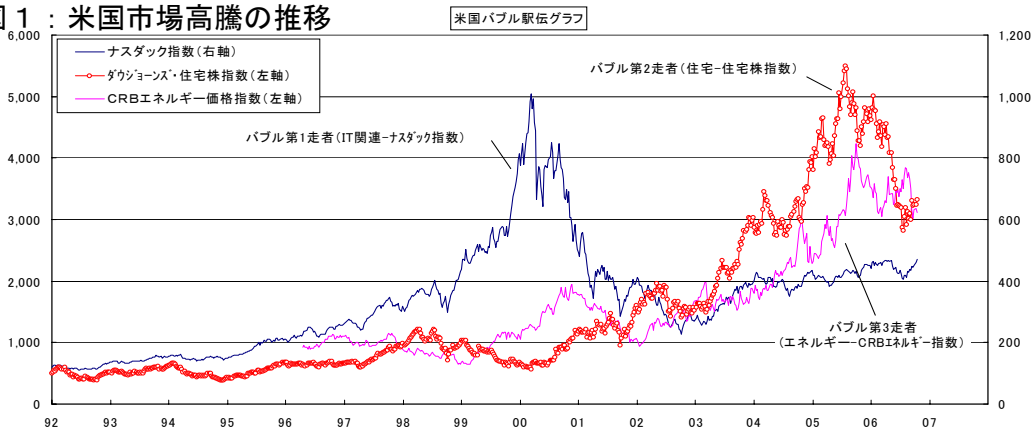
昇となっており、そのスピードの差は倍である。その後の推移を見ても、日本の地価でさえピークから半分になるまでに6年かかっていることを考えれば、米国の住宅バブル崩壊が仮に起きたとしてもその価格変化は株式ほど急にはならないであろう。したがって、現時点では住宅バブル崩壊のマクロ的影響はさほど深刻なものになると考えなくてよさそうである。

一方、原油価格等のエネルギーバブルについてはどうであろうか。そのマクロ的影響は住宅の資産効果とは逆に個人の所得を圧迫し、エネルギー消費以外の消費を阻害する要因となるといわれている。しかしながら、図2にあるように、その他の資産効果と比べて、個人に与えるそのマイナス効果は軽微であるといわざるを得ない。一方で、原油高で米国の石油企業が潤うなど企業収益への寄与は高いと思われる。図3をご覧いただきたい。このグラフでは米国主要企業のセクター別利益構成比率を現している。エネルギー企業の利益はITバブル時のIT企業並みの比率上昇を示しており、米国企業利益のかなりの比率を占めるようになった。一方、住宅関連の企業はどうであろうか。アメリカの住宅バブルの影響は図1に示されるような住宅関連企業に一番顕著に表れているが、それらの業種の比率はごく小規模である。仮に住宅関連消費ということで幅広く家具・建材・車といった耐久財消費関連の企業をも含んで考えても図2のようにIT企業、エネルギー企業の比率には及ばない水準となっており、住宅バブル崩壊による株価への直接的影響は思ったほど大きくない可能性がある。

結局、ITバブルからのバトンはマクロ面では住宅価格、ミクロ面（企業業績面）ではエネルギー企業にゆだねられたといえる。その第2走者、第3走者が同時にゴールに倒れこむような深刻な調整を回避するために、FRBは2年間、毎回25BPというある意味、驚異的に定常的なペースで利上げを行ってきた。それは冒頭にも述べたように日本のバブルを研究し尽くした米国当局の英知の結晶であるといえるが、その真価が今明らかになるろうとしている。(2006年10月20日 記)

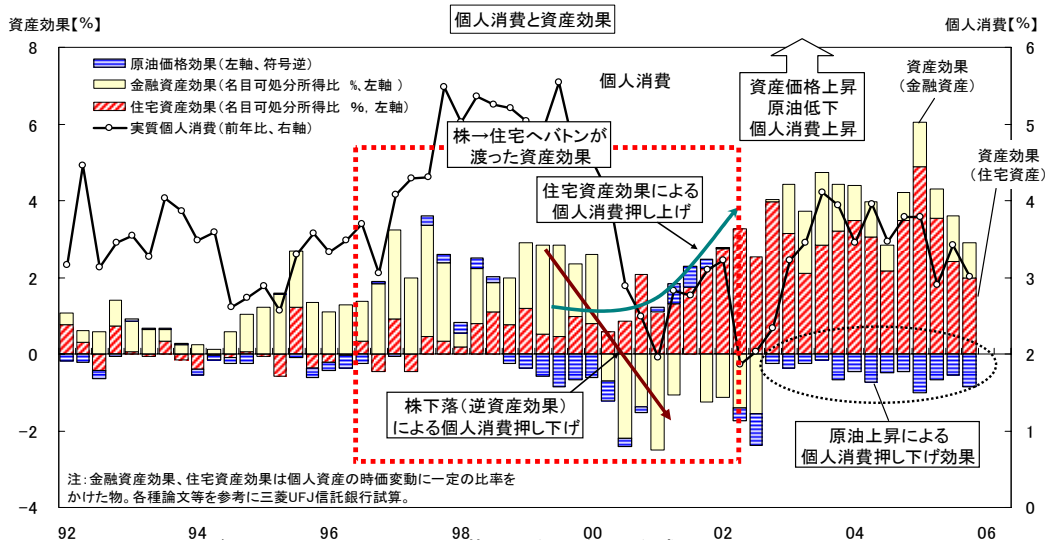
<図表：米国バブルの行方>

○図1：米国市場高騰の推移



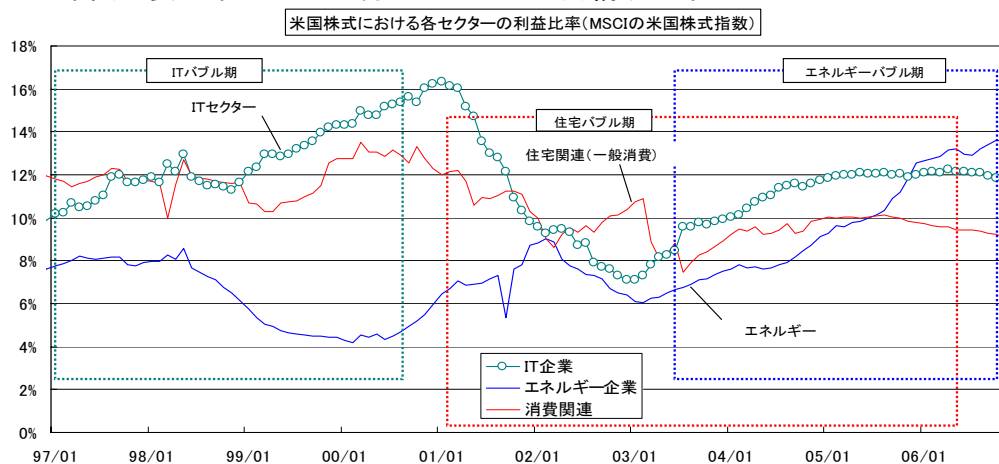
出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

○図2：米国個人消費と各種資産効果



出所：FRBホームページ、DATASTREAM より三菱UFJ信託銀行作成

○図3：米国主要企業における利益のセクター別構成比率



出所：DATASTREAM より三菱UFJ信託銀行作成

◇ 本資料は、当社が投資家への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。
 ◇ ここに記載されているデータ、意見等は当社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなから保証するものではありません。
 ◇ 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
 ◇ 当社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の当社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
 ◇ 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）