

先進国内需の一部に変化の兆しがみられる。2008年の金融危機をきっかけとして大幅に落ち込んだ先進国の個人消費は、米国の自動車買い替え奨励策や日本のエコカー減税に代表される政府の需要喚起政策により、2009年に下げ止まりから反発に転じたが、その後は政策の効果が弱まる中で冴えない展開が続いていた。しかし昨年終盤以降、米国の消費、特に耐久財について持ち直しの兆しがみられる(図1)。住宅バブル期に借金を膨らませた米国家計は債務返済圧力に晒されており、自律的な消費需要の回復・拡大に至るには長い時間を要するとの見方が多い中で、政策効果に頼らない変化が生じているのである。耐久財消費が金融危機前の水準まで持ち直したことが確認されれば、世界経済のメインドライバーとしての先進国消費需要について強気の見通しが立てられる。しかし相場はそれを先取りして動くので、回復を確認してからでは相場予測には役に立たない。本稿では、先進国消費の先行きについて示唆を得ることを目的に、微細な変化ではあるが足元の消費動向に敢えて焦点を当て、論点整理を試みる。

歴史を振り返ると、金融危機のような大きなショックに見舞われた経済では、個人消費、特に耐久財の消費が集中的に打撃を受け、それに伴い関連する設備投資が大きく減速することで景気の悪化が増幅する。1920~30年代の世界大恐慌では、耐久財消費が直前のピークから▲64%の大幅下落となり、自動車生産については平常時から▲76%も落ち込んだ(図2)。現在の耐久財消費を考える上でも、消費全体に占めるシェアの高さや波及効果の大きさから、自動車販売の動向を最も重要な項目と考えるべきであろう。そこで主要先進国の動向を見てみると、今回の金融危機後の経済においても、日米欧で同様に自動車販売が大幅に減少した。その後各国で実施された需要喚起策により持ち直すも、未だ好景気時の水準を回復・維持するには至っておらず、政策効果が弱まるとともに緩やかな減速傾向を示していた。しかし米国だけが昨年終盤に異なった動きを見せている(図1)。政策の後押しによる消費の拡大は、その政策が永続しない限りどこかで反動減が生じるが、足元の動きは政府の直接的なサポートが無い中での拡大であり、自律的な回復過程に入っているのであれば今後反動減が生じない可能性があ

る。

背景には様々な要素が存在するが、最も重要と考えられるのは、株式を多く保有する高所得者層が株価上昇による資産効果を背景に消費を拡大していることである。過去の推移からは、株価の動向に若干遅行して貯蓄率が低下し、消費が拡大している様子が見てとれる(図3)。株価次第という不安定な側面はあるが、景気の二番底を示唆するような大幅な下落が無い限り、現在の水準は維持される蓋然性が高い。そしてその間に製造業を軸に労働市場が安定し、賃金の底堅い推移がサービス業へと波及し経済全体が自律的な好循環へ移行する可能性がある。また、金融機関の個人向け融資スタンスも厳格な引き締めから緩和に転じており、自動車購入時のローン組成に好影響を与えていることが推測される。

一方で個人消費を取り巻く環境が全て改善している訳ではない。懸念材料としては、住宅市場が低迷を続けており、改善が未だおぼつかない状況にあることが挙げられよう(図4)。米国家計の大半を占める中低所得者層は、保有資産の約半分が住宅関連である。住宅価格の値上がりを担保とした借入れによる消費の拡大が住宅バブル崩壊以前には活発に行われていたが、住宅市場の低迷でそれが見込めない中では、国民全体が消費を拡大するような力強い動きはみられない可能性も残る。

以上のように、米国を中心とした先進国の消費需要が回復への道を着実に歩み始めたことを示唆する動きがみられており、その場合経済や金融市場の先行きを予測する上での注目点を新興国から再び先進国に移す必要がある。しかし一方で世界経済が絶好調であった2005年前後のような状態に回帰するには、克服しなくてはならない構造的な問題があることも事実であり、過度の楽観は禁物である。政策面でも、オバマ政権は2012年の大統領選挙に向けて景気にフレンドリーな政策を模索するであろうが、過去最高レベルまで膨らんだ財政赤字が制約となり、金融危機直後のような大規模な経済対策を実施する余地は乏しい。このような状況下、先進国内需の代表格である消費の行方が今後の経済を占う上で今まで以上に重要性を増すであろう。今後の動向に注目したい。(2011年1月25日記)

図1：米国耐久財消費と日米欧自動車販売

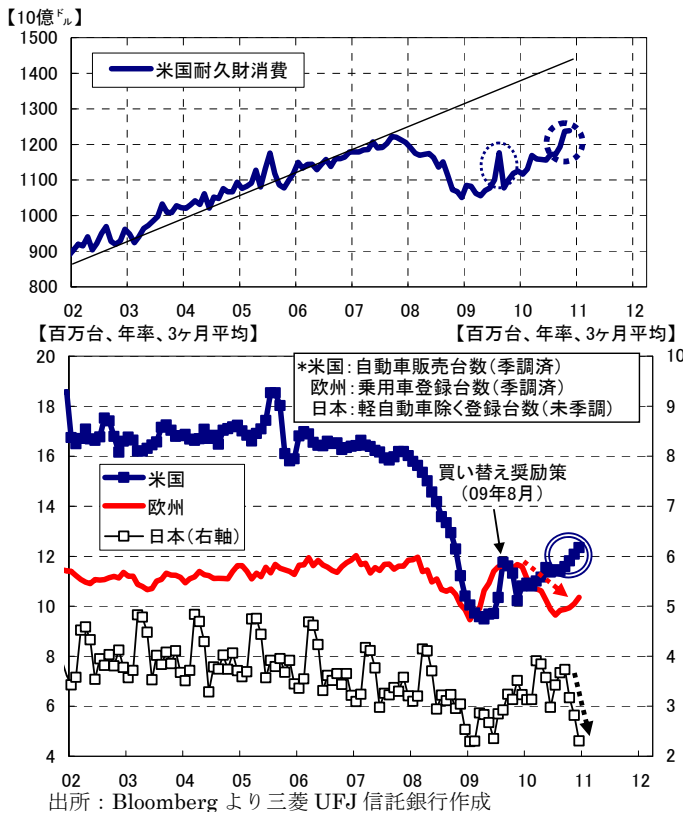


図2：大恐慌時の景気減速

項目	ピークからの減少幅等	ボトム時期
国民総生産	▲47%	1932年4Q
個人所得	▲45%	1933年4Q
株価時価総額	▲83%	1932年3Q
消費合計	▲40%	1933年1Q
うち耐久財消費	▲64%	1933年1Q
うち非耐久財消費	▲37%	1933年1Q
投資合計	▲78%	1932年4Q
うち生産者耐久財設備	▲77%	1932年4Q
うち非住宅建設	▲81%	1933年1Q
自動車生産指数	*24.2	1933年1Q

\*通常時を100とした推定値、季節調整済

出所：各種資料より三菱UFJ信託銀行作成

図3：株価と貯蓄率及び小売売上

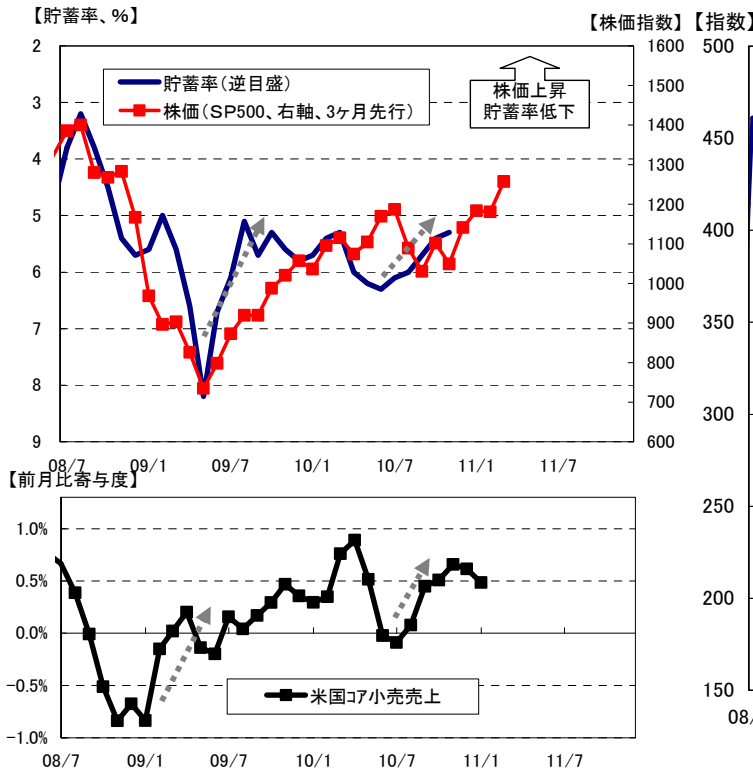
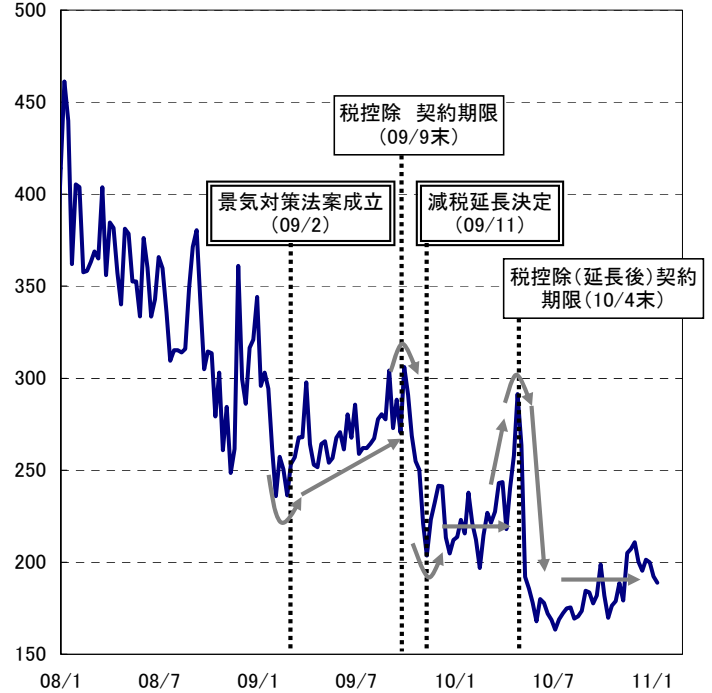


図4：住宅市場の動向(ローン申請件数)



出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

## 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）