

経済調査 レポート

マクロ統計から見た 13 カ国家計のバランスシート —住宅資産、金融資産と負債の国際的な動向

経済調査部門 主任研究員 石川達哉 (いしかわ たつや)
(03)3512-1831 ishikawa@nli-research.co.jp

【要旨】

1. 日本以外の 12 カ国（オーストラリア、カナダ、フランス、ドイツ、アイルランド、イタリア、オランダ、ニュージーランド、スウェーデン、スイス、英国、米国）において、1990 年代後半から 2006、2007 年まで住宅資産残高の可処分所得に対する割合は上昇を続けた。既存住宅のキャピタルゲインによって、特に著しい上昇が見られたのは 2002 年以降の期間であり、ニュージーランド、英国、フランス、イタリア、アイルランド、スウェーデンの 6 カ国では上昇幅が 100% ポイントを上回った。
2. 2002～2007 年は金融資産もすべての国で大きく増加した。また、住宅ローンを中心に負債も増え、アイルランド、米国などでは住宅資産の伸びを上回るほどであったが、これらの国を含めて住宅資産と金融資産を合わせた資産総額の増加ペースの方が大きかったため、12 カ国の正味資産の可処分所得比は上昇を続け、そのうちの 10 カ国で上昇幅が 100% ポイントを上回った。
3. しかし、深刻な金融危機が世界的に拡大した 2008 年には住宅価格と株価がともに大幅下落し、すべての国の正味資産残高の可処分所得に対する比率は大きく低下した。特に、2002～2007 年における上昇幅の半分以上が 1 年間で失われた国は、住宅資産については 4 カ国、金融資産については 10 カ国、正味資産については 8 カ国に及んだ。
4. イタリアを例外として、家計の負債の大部分は住宅ローンである。住宅ローン残高の可処分所得比については、住宅価格上昇期もあまり変化しなかった 7 カ国（スウェーデン、フランス、イタリア、カナダ、日本、ドイツ、スイス）と大きく上昇した 6 カ国（オランダ、アイルランド、オーストラリア、ニュージーランド、英国、米国）に二分される。後者の国々では 2007 年末の住宅ローン残高は可処分所得を上回っていたが、住宅価格下落後も残高減少に至ったのは米国と英国のみであり、家計貯蓄率が小幅上昇したのは米国とアイルランドにとどまっている。
5. 今後はこれまでのような規模でキャピタルゲインが生じないとすれば、米国やアイルランドだけでなく、低い家計貯蓄率を続けてきたニュージーランド、英国、オーストラリアにおいても、負債の縮減に向けて消費抑制・貯蓄増加が求められるであろう。

1. はじめに

2009年7-9月期の実質住宅投資が15四半期ぶりに増加した米国においては、住宅価格¹も下落幅が縮小しつつある。オーストラリア、ニュージーランドに目を転ずると、住宅価格は早くも前年同期比で上昇に転じたところである。一方、アイルランド、デンマークでは二桁の下落率が続くなど、これまでほぼ同方向に変化してきた先進各国の住宅価格の動きには国毎の違いが広がり始めている。

もっとも、2006、2007年まで続いた上昇局面においては、各国ともに先例のない持続期間・上昇率を記録しており、下落に転じてからの期間はそれと比べて短いことや、一部の国では住宅価格の過大評価部分が解消されていないことなどを理由に、IMFやOECDは多くの国で価格が更に下落する余地があると見ている²。たとえば、住宅価格が現在の水準で下げ止まったとしても、住宅を保有する家計、特に価格上昇期に住宅を新たに取得した家計や、持家の評価額上昇を拠り所として借入れを増やした家計においては、その後の下落によって失われた資産価値が大きなものであれば、可処分所得から貯蓄に振り向ける割合(貯蓄率)を高め、住宅ローンを中心に負債の縮減を進めることが引き続き求められるであろう。

当レポートでは、こうした問題意識に基づき、家計の保有する住宅資産の時価総額に関するデータ³が利用可能な先進13カ国(オーストラリア、カナダ、フランス、ドイツ、アイルランド、イタリア、日本、オランダ、ニュージーランド、スウェーデン、スイス、英国、米国)を対象に、過去10年ほどの間に家計のバランスシートがどのように変化してきたのか、可処分所得比で見た住宅資産、金融資産、負債それぞれの動向を分析検討する。

以下の構成と主たる内容は次のとおりである。まず、第2節では、日本以外のすべての国における住宅資産残高の可処分所得比が2006、2007年まで上昇を続けたこと、特に、2002年以降の方がそれ以前より上昇幅が大きいこと、上昇幅が大きい国ほど2008年中の下落幅も大きいことを示す。第3節では、2002~2007年の間は、金融資産の可処分所得比もすべての国で上昇したこと、その上昇幅の半分以上が2008年中の株価下落で失われたことを明らかにする。第4節では、家計の負債の大半を占める住宅ローンについて、残高の可処分所得比がほとんど変化しなかった7カ国と大きく上昇した6カ国に二分されることを示す。そして、後者の国々では伸びは鈍化したものの、住宅価格下落後も残高減少に至ったのは米国と英国にとどまっていることを明らかにする。第5節では、これらを反映した正味資産残高の推移について総括し、今後はこれまでのような規模でキャピタルゲインが生じないとすれば、負債を縮減するためには、家計貯蓄率の低い国々では消費を抑制して貯蓄を増やす必要性が高いことを述べる。

2. 家計の住宅資産残高の推移

(1) 2007年までの住宅資産残高の動向

日本、ドイツ、スイスを例外として、先進国では、1990年代後半から2007年頃まで長期にわたって、住宅価格の上昇基調が続いた。これらを除く10カ国について見ると、ブームの始期は各々異なるが、米国発の金融危機が全世界に拡大した影響を受け、2006年第4四半期から2008年第1四半期の間に価

¹ 当レポートで「住宅価格」「住宅資産」と表記する場合は、家屋部分と土地部分を両方含む系列を指す。ベルギー、デンマーク、フィンランド、ノルウェーは土地部分を含む資産額の時系列データが利用可能でなかったため、比較対象から除外した。著しい住宅価格上昇が見られたスペインについても住宅資産額に関するデータが得られなかったため、分析を断念した。

² IMF「World Economic Outlook」(2009年10月)及びOECD「Economic Outlook No.86」(2009年11月)に拠る。

³ これらのデータを扱っているのは、かつては日本・英国の国民経済計算統計や米国の資金循環統計などに限られたが、近年は他の国でもデータ整備が急速に進みつつある。

格上昇が終焉したこと、以後は下落基調に転じたことは共通している(図表-1)。IMFの「World Economic Outlook」(2009年10月)によると、1970～2008年に観察された先進18カ国の上昇局面の全平均が23四半期であるのに対して、直近上昇局面における平均はちょうど2倍の46四半期だという。

図表-1 2007年まで続いた実質住宅価格上昇局面

	①価格上昇局面の長さ(四半期数)			
		②始期	③終期	④途中の調整期間
オランダ	90	1985Q3	2008Q1	-
ニュージーランド(1)	23	1992Q1	1997Q3	-
アイルランド	58	1992Q3	2006Q4	1994Q4～1995Q1, 2001Q3～2002Q1
米国	49	1995Q1	2007Q1	-
英国	48	1995Q4	2007Q3	-
オーストラリア	48	1996Q1	2007Q4	2001Q3～2002Q2, 2004Q4～2005Q4
スウェーデン	46	1996Q2	2007Q3	-
フランス	43	1997Q1	2007Q3	-
イタリア	40	1998Q2	2008Q1	-
カナダ	39	1998Q3	2008Q1	-
ニュージーランド(2)	28	2000Q3	2007Q2	-

(注)②のみ OECD の判定。③は実質住宅価格(名目住宅価格÷消費者物価)の直近ピーク、④は実質住宅価格が前年比下落した時期
(資料)OECD「Economic Outlook No. 78」、各国政府統計に基づいて作成

住宅価格の持続的な上昇は、既に持家世帯であった家計が保有する資産としての住宅にキャピタルゲインをもたらしたはずであり、住宅資産残高の前年との差を求めれば、資産純増額が毎年のフローの貯蓄と比べていかに大きなものであったか知ることができる。もちろん、長期にわたる上昇基調が続いたとはいえ、2001～2002年など一時的に下落したり、上昇が鈍化したりする「踊り場」的な調整期間を迎えた国もあり、一様に上昇が続いてきた訳ではない。2002年は株価下落によって金融資産残高の可処分所得比がすべての国で下がった年でもあるので、1997～2007年の10年間を1997～2002年の前半5年間と2002～2007年の後半5年間とに分けて、住宅資産残高の推移を見た結果が図表-2である。

図表-2 住宅資産残高の可処分所得比の推移(1997～2007年)

	①1997～2007年の変化幅			住宅資産残高の可処分所得比			家計貯蓄率(%)	
		②1997～2002年の変化幅	③2002～2007年の変化幅	(1997年末)	(2002年末)	(2007年末)	98～02年の平均	03～07年の平均
英国	305	158	146	274	433	579	1.2	▲ 1.9
ニュージーランド	283	28	254	378	406	660	▲ 4.8	▲ 11.2
フランス	282	82	200	276	357	557	12.7	12.2
オーストラリア	207	108	99	332	440	539	2.7	0.3
イタリア	130	27	103	331	358	460	10.3	9.5
米国	64 (94)	41	22 (52)	161	203	225 (255)	3.5	2.5
カナダ	78	16	62	209	225	287	4.5	2.9
ドイツ	54	15	38	276	292	330	9.6	10.5
日本	▲ 91	▲ 58	▲ 33	431	373	339	8.0	3.5
アイルランド	-	-	86 (164)	-	470	556 (635)	-	4.3
スウェーデン	-	-	143	-	246	389	6.2	8.1
オランダ	-	-	97	-	422	519	9.5	7.3
スイス	-	-	29	-	373	402	11.1	10.5

(注)単位:残高は純可処分所得比(%),その変化幅はパーセントポイント。米国とアイルランドの()内は、2006年末残高と2006年までの変化幅
(資料)各国政府統計局・中央銀行資料に基づいて作成。詳細な出所は巻末付表参照

共通点として指摘できるのは、第1に、日本を除くすべての国で2002～2007年、もしくは2002～2006年⁴の間に住宅資産残高が上昇していることである。所謂「住宅投資ブーム」は生じなかったとされるドイツとスイスでも、住宅資産は着実に増加している。第2に、1997～2002年のデータも利用可能な9カ国のうち、1997～2002年の上昇幅が2002～2007年の上昇幅を上回っているのは英国とオーストラリアのみであり、日本を除く残りの国々（ニュージーランド、フランス、イタリア、米国、カナダ、ドイツ）では、2002年以降に上昇ペースが増していることである。第3に、2002年以降の上昇幅が可処分所得比100%ポイント、年間平均20%ポイントを上回っている国が、英国、ニュージーランド、フランス、イタリア、アイルランド、スウェーデンの6カ国も存在することである。

1年間のフローの貯蓄の割合、すなわち家計貯蓄率を見ると、ニュージーランド⁵と英国では近年マイナスの値を続けており、プラスの貯蓄率を示す国の中では最も高いフランスでも平均12%程度しかない。1年当たりの資産純増額の可処分所得比がこの家計貯蓄率の2倍よりも大きければ、貯蓄をすべて新設住宅投資に振り向けた場合に実現できるフローの効果よりも既存ストックから生じたキャピタルゲインによる効果の方が大きかったことになる。例えば、米国の場合、1997～2006年における毎年の家計貯蓄率は1.4%～5.3%の水準にとどまった中で、住宅資産残高の可処分所得比は1997～2006年の上昇幅が94%ポイント（1年当たり10%ポイント強）、2002～2006年の上昇幅は52%ポイント（1年当たり12%ポイント強）と、大きなキャピタルゲインが生じた。

1997～2007年の期間を通して、もしくは後半の2002～2007年の期間のいずれかにおいて、可処分所得比で見た住宅資産の上昇幅が、米国の値を下回っているのは、カナダ、ドイツ、スイス、日本のみである。2002～2006、2007年の上昇幅が100%ポイントを超えていた前述の6カ国（英国、ニュージーランド、フランス、イタリア、アイルランド、スウェーデン）のほか、オーストラリア（99%ポイント上昇）、オランダ（97%ポイント上昇）においては、住宅価格上昇が家計の保有資産額に与えた影響の規模は、その後の住宅価格下落の過程で金融危機が生じた米国よりも大きかったことになる。

また、1997年末における住宅資産残高の可処分所得比が最も高かった国は431%の日本であるが、ニュージーランド、英国、フランス、オーストラリア、イタリア、アイルランド、オランダの7カ国は、その後の住宅価格上昇に伴い、この水準を凌駕している。ちなみに、1996年以前の期間も含めた日本の歴史的なピークは本格的な「バブル崩壊」の始まる1990年末の651%である。ニュージーランドはその水準をも上回り、アイルランドも600%台に達した⁶。ピーク時の比率が260%と13カ国中で最も低かった米国において、いち早く住宅価格下落が始まったことから察せられるように、住宅資産残高の可処分所得比は何倍（パーセント）が適正レベルであるかは一概には言えない。しかし、日本を含めて6倍を上回った国は、その後は7倍に到達することなく、大幅な下落に見舞われており、経験上の上限値としての目安になるであろう。

⁴ 他の国々に先駆けて住宅価格の下落が始まった米国とアイルランドは、住宅資産残高のピークを2006年に迎えている。このうち、米国に関しては、2006年中の可処分所得の増加率が高かったため、住宅資産残高の可処分所得比で見たピークは2005年である。

⁵ ニュージーランドの家計貯蓄率のマイナス幅が非常に大きいことに関しては、原因解明に向け、同国の財務省・中央銀行・統計局による合同会議が開催されたことがある。経済的な要因とは別に、海外からの利子・配当などの一部が所得として十分に把握されていない可能性も指摘され、その後の推定方法の改善によって統計の精度は向上したが、他国と比べてマイナス幅が大きい状況は続いている。

⁶ 厳密に言えば、日本の住宅資産額は有形固定資産と土地の計で代用しているため、個人企業や自営業者の事業用機械・設備なども含まれることになり、住宅資産の実勢額より高めに算出されている。これらの資産も含む非金融資産全体を考察の対象にすると、英国の値もピーク時には600%を超えている。

(2) 2008 年以降の住宅資産残高の動向

2008 年に入ると、全 13 カ国で住宅価格の下落が生じ、イタリア⁷とスイスを除く 11 カ国では、年末時点の住宅資産残高の可処分所得比も 2007 年末と比べて低下している（図表-3）。特に、その 1 年間の低下幅が米国の 48%ポイントを上回った英国、ニュージーランド、オーストラリア、アイルランドの 4 カ国は、2002～2007 年の上昇幅が 99%ポイント以上であった国々である。2008 年末以降の住宅価格と可処分所得に関するデータに基づいて試算すると、フランスについても 2009 年第 2 四半期までに米国を上回るペースで低下が進んだことになる。

図表-3 住宅資産残高の可処分所得比の推移(2007 年末以降)

	④2007年末～2009Q2の変化幅			住宅資産残高の可処分所得比 (再掲)			③2002～2007年の変化幅
		⑤2007～2008年の変化幅	⑥2008Q4～2009Q2の変化幅	(2007年末)	(2008年末)	(2009Q2)	
英国	▲ 106	▲ 80	▲ 26	579	499	473	146
ニュージーランド	▲ 58	▲ 51	▲ 7	660	608	601	254
フランス	▲ 66	▲ 26	▲ 40	557	531	491	200
オーストラリア	▲ 52	▲ 50	▲ 2	539	489	488	99
イタリア	-	1	-	460	461	-	103
米国	▲ 61 (▲ 91)	▲ 48 (▲ 78)	▲ 13	225 (255)	177	164	22 (52)
カナダ	▲ 5	▲ 2	▲ 3	287	285	282	62
ドイツ	▲ 15	▲ 2	▲ 13	330	328	315	38
日本	▲ 17	▲ 10	▲ 7	339	329	323	▲ 33
アイルランド	▲ 97 (▲ 175)	▲ 67 (▲ 146)	▲ 30	556 (635)	489	459	86 (164)
スウェーデン	▲ 24	▲ 25	2	389	363	365	143
オランダ	▲ 33	▲ 17	▲ 16	519	502	486	97
スイス	18	6	12	402	408	419	29

(注) 単位：残高は純可処分所得比(%)、その変化幅はパーセントポイント。米国とアイルランドの()内は、2006 年末残高と 2006 年以降の変化幅
斜体字は住宅資産残高や純可処分所得の季節調整済四半期系列等が利用可能でないため、名目住宅価格統計のみから試算した結果
(資料) 各国政府統計局・中央銀行資料に基づいて作成。詳細な出所は巻末付表参照

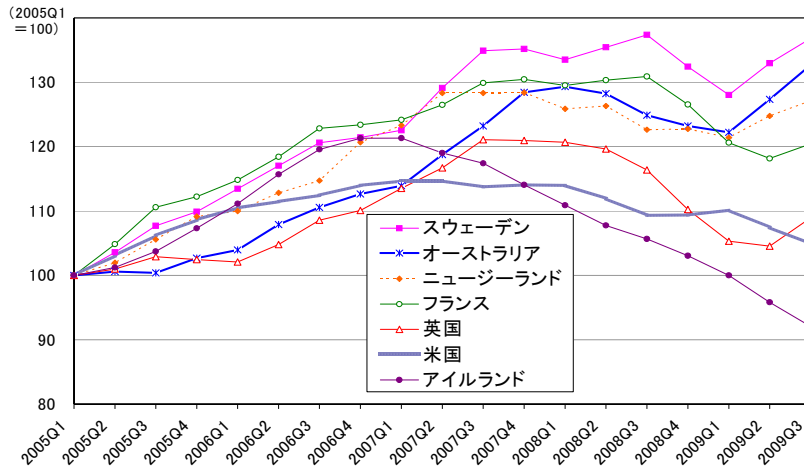
一方、2007 年までの上昇幅が相対的に小さかったカナダ、ドイツ、スイスの下落幅は軽微（カナダ、ドイツ）か、小幅上昇（スイス）のいずれかである。2002～2007 年の上昇幅が 100%ポイントを超えていたのに、以後も低下していないのは、イタリアのみである。後述のとおり、イタリアの住宅ローン残高や総負債残高の可処分所得比は 13 カ国中で最も低く、「続けることが困難な借入れをしていた家計が価格下落に伴って住宅を手放し、それが更なる住宅価格下落をもたらす」というメカニズムはあまり働かなかったはずである。したがって、住宅価格下落に伴うバランスシート調整や更なる価格下落の可能性を考える際には、下落に転じるまでの負債残高の水準とその変化幅も併せて見るべきであろう。

なお、米国とアイルランドでは住宅資産の可処分所得比が 2002 年以前の水準に戻ったほか、上昇幅に対して英国では 2/3、オーストラリアでは 1/2 相当の低下が進んだが、他の国に関しては、上昇幅の 1/2 以上がまだ失われずに残っている。従前の上昇幅が大きかった国を対象に、四半期ベースで最近の住宅価格の動向を見ると、2009 年第 3 四半期にはオーストラリア、ニュージーランドが前年同期比上昇に転じたほか、スウェーデン、英国、フランスでも前期よりも高い水準に戻るなど、下げ止まりの傾向

⁷ 2008 年のイタリアにおいては、住宅価格が下落する中で住宅資産残高が増加しており、既存ストックから生じたキャピタルロスよりも新規の住宅取得額の方が大きかったと推察される。

が見られる（図表-4）。しかし、ピーク時までの累積的上昇率と比べてその後の下落率は相対的に小さく、こうした動きが基調として定着するまでは下落局面が終わったと判断するのは時期尚早であろう。

図表-4 上昇幅が大きかった国と米国の最近の住宅価格の動向



(資料) 各国政府統計局資料に基づいて作成。詳細な出所は巻末付表参照

3. 家計の金融資産残高の推移

(1) 2007年までの金融資産残高の動向

図表-5 に示すとおり、家計の金融資産残高の推移は住宅資産残高とは異なって、1997 から 2002 年にかけて可処分所得比が明らかに上昇したと言える国は 5 カ国（オーストラリア、日本、イタリア、フランス、ドイツ）にとどまり、ほとんど変化しなかった国が 2 カ国（スウェーデン、ニュージーランド）、低下した国も 4 カ国（オランダ、英国、米国、カナダ）ある。これには、ほぼすべての国で 2000 年末に株価下落が始まり、調整局面が 2003 年半ば頃まで続いたことが影響している。他方、2002～2007 年においては、すべての国で金融資産残高の可処分所得比が上昇し、このうち、スウェーデン、オランダ、米国、英国の上昇幅は 100%ポイントを上回っている。

図表-5 金融資産残高の可処分所得比の推移(1997～2007年)

	①1997～2007年の変化幅			金融資産残高の可処分所得比		
	②1997～2002年の変化幅	③2002～2007年の変化幅	(1997年)	(2002年)	(2007年)	
オーストラリア	132	34	99	250	284	383
スウェーデン	104	2	102	267	269	371
オランダ	97	▲ 30	127	536	506	633
日本	90	54	37	421	474	511
イタリア	69	48	22	308	356	378
フランス	61	10	51	245	254	306
ドイツ	57	16	41	239	255	295
米国	48 (46)	▲ 62	111 (108)	440	378	488 (486)
英国	41	▲ 61	102	455	395	497
カナダ	35	▲ 26	61	414	388	449
ニュージーランド	28	1	27	186	187	214
アイルランド	-	-	53 (79)	-	308	361 (387)
スイス	-	-	75	-	546	621

(注) 単位：残高は純可処分所得比(%)、その変化幅はパーセントポイント。米国とアイルランドの()内は、2006 年末残高と 2006 年までの変化幅
(資料) 各国政府統計局・中央銀行資料に基づいて作成。詳細な出所は巻末付表参照

つまり、スウェーデンと英国については、住宅資産と金融資産の両方が可処分所得に対してそれぞれ100%ポイントを上回る上昇幅を実現したことになる。2002～2007年の期間には、この両国を筆頭にして日本を除くすべての国において、住宅資産と金融資産を合わせた総資産が大幅に増加したのである。1990年代末から息の長い住宅ブームが生じたことで住宅資産のみが注目されがちであるが、家計のバランスシートを見る上では、2002年から2006、2007年にかけて住宅資産と金融資産の両方に大きなキャピタルゲインが生じたという事実が重要である。

(2) 2008年以降の金融資産残高の動向

2008年においては、金融危機の世界的な拡大と株価下落を背景に、金融資産残高とその可処分所得比は、全13カ国で低下している(図表-6)。一般に、下落という意味での調整は株価の方が住宅価格よりも速やかに進む傾向があるが、スウェーデン、ドイツ、ニュージーランドを除く10カ国において、2002年以降の上昇幅の半分以上がこの1年間で失われている。また、オーストラリア、スウェーデン、オランダ、日本、イタリア、米国、カナダ、スイス、ドイツでは、金融資産残高の可処分所得比の低下幅は住宅資産の可処分所得比の低下幅(上昇のケースも含む)を上回っている。

図表-6 金融資産残高の可処分所得比の推移(2007年末以降)

	④2007年末～2009Q2の変化幅			金融資産残高の可処分所得比			(再掲)
		⑤2007～2008年の変化幅	⑥2008Q4～2009Q2の変化幅	(2007年末)	(2008年末)	(2009Q2)	③2002～2007年の変化幅
オーストラリア	▲ 65	▲ 71	6	383	312	318	99
スウェーデン	▲ 32	▲ 49	17	371	322	339	102
オランダ	▲ 74	▲ 92	18	633	541	560	127
日本	▲ 37	▲ 42	5	511	469	474	37
イタリア	▲ 39	▲ 40	7	378	338	339	22
フランス	▲ 24	▲ 26	2	306	280	282	51
ドイツ	▲ 15	▲ 18	3	295	278	281	41
米国	▲ 105	▲ 102 (▲100)	▲ 3	488 (486)	386	383	111 (108)
英国	▲ 61	▲ 68	7	497	429	435	102
カナダ	▲ 50	▲ 60	10	449	389	398	61
ニュージーランド	▲ 10	▲ 7	▲ 4	214	208	204	27
アイルランド	-	▲ 47 (▲73)	-	361 (387)	314	-	53 (79)
スイス	-	▲ 88	-	621	533	-	75

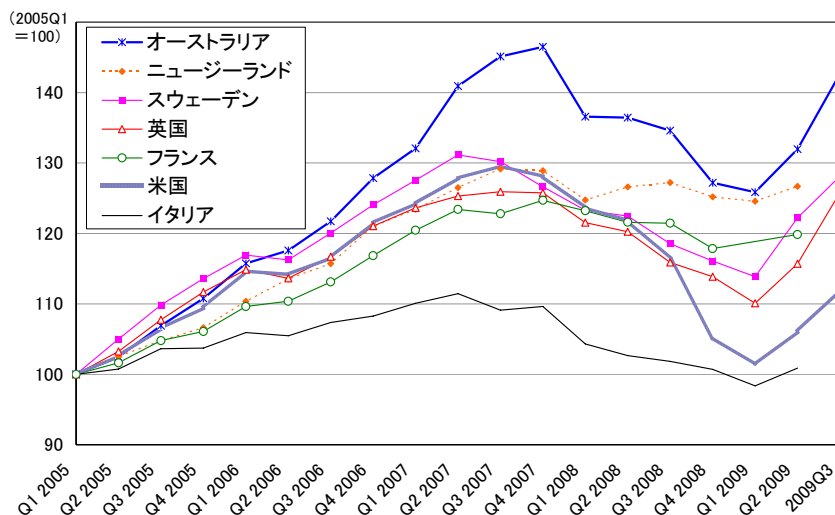
(注)単位:残高は純可処分所得比(%),その変化幅はパーセントポイント。米国とアイルランドの()内は、2006年末残高と2006年以降の変化幅
斜体字は純可処分所得の季節調整済四半期系列が利用可能でないため、純可処分所得不変とみなして試算した結果
(資料)各国政府統計局・中央銀行資料に基づいて作成。詳細な出所は巻末付表参照

いずれにしても、2008年中に家計のバランスシートに共通して起きたことは、2002～2006、2007年の期間とは反対に、住宅資産と金融資産がともに減少したことである。

そして、2009年に入ってから、第2四半期に株価が上昇に転じたこともあり、金融資産残高は下げ止まり、回復に向かっている(図表-7)。しかし、2007年末の水準には戻っていない国が多く、住宅資産のキャピタルロス金融資産のキャピタルゲインで相殺できる状況には程遠い。住宅バブル崩壊後にそれとは直接関係を持たない非金融部門を含めて株価が下落したのは、金融部門による信用供与が収縮して需要の後退が全部門に及んだからである。したがって、危機の収束と景気の回復によって、非金融

部門の株価は再上昇も期待できるが、住宅価格は適正水準に戻ると見るべきだろう。少なくとも、以前のように住宅資産と金融資産がともに大幅増加するトレンドに復帰することは見込み難い。

図表-7 住宅価格上昇幅が大きかった国の最近の金融資産残高の動向



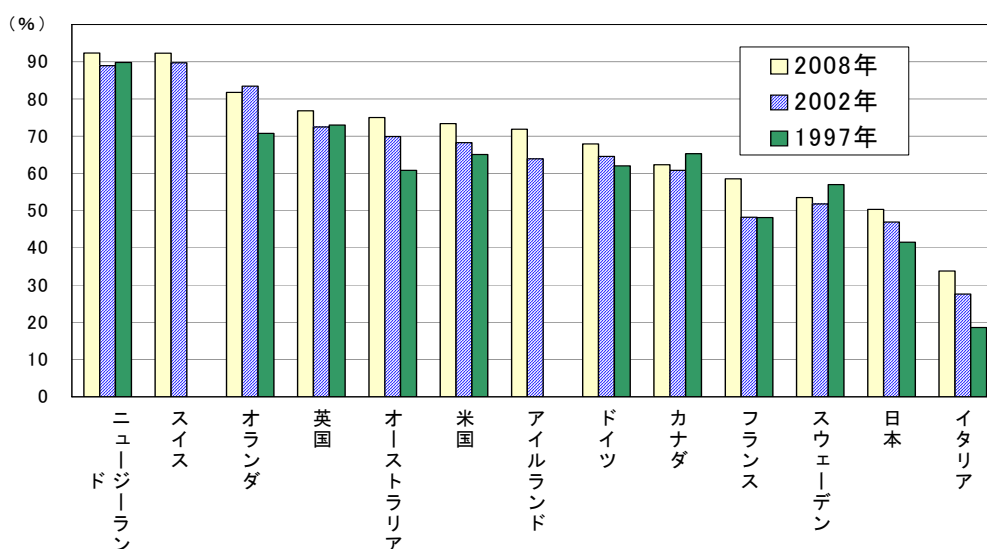
(資料) 各国政府統計局資料に基づいて作成。詳細な出所は巻末付表参照

4. 家計の負債残高の推移

(1) 2007年までの負債残高の動向

多くの国において、家計の保有する負債の大部分は住宅ローンであり、残りは消費者信用ローンか、統計上家計として扱われる個人企業や自営業者の事業用の借入金である。こうした構造が当てはまらないのは、2008年末における住宅ローンの割合が34%のイタリアのみである(図表-8)。

図表-8 総負債残高に占める住宅ローンの割合



(資料) 各国政府統計局・中央銀行資料に基づいて作成。詳細な出所は巻末付表参照

イタリアでは、住宅ローンをはじめとして家計の借入の水準が他の国と比べて非常に低い水準に抑えられている一方、個人企業や自営業者の数は多いため、総負債に占める事業用借入金の割合が相対的に高い。住宅ローンの割合がイタリアの次に低いのが日本であり、自営業者の被用者に対する割合が他の

先進国と比べて高いため、事業用借入金も無視できない大きさである。しかし、他の国と比べて低いとはいっても、自営業者の被用者に対する割合が低下を続けた結果、住宅ローンは2008年末には家計の総負債の50%を占めている。

一方、ニュージーランドとスイスでは住宅ローンの割合が90%を上回るなど、13カ国中の7カ国で70%を超える割合を示している。イタリアと日本についても、住宅ローンの割合が上昇傾向を続けているので、1997年以降の負債残高の動向は住宅ローンを中心に見ることとした。

住宅資産や金融資産と同様に、1997～2007年の期間を前半部分と後半部分に分けて、可処分所得に対する割合の推移を見た結果が図表-9である。

図表-9 住宅ローン残高の可処分所得比の推移(1997～2007年)

	①1997～2007年の変化幅			住宅ローン残高の可処分所得比		
		②1997～2002年の変化幅	③2002～2007年の変化幅	(1997年)	(2002年)	(2007年)
オランダ	119	66	52	95	161	213
アイルランド	114 (105)	30	84 (75)	47	76	161 (152)
オーストラリア	78	37	41	62	99	140
ニュージーランド	78	22	56	91	113	168
英国	62	19	43	78	97	140
米国	39 (38)	13	26 (24)	62	75	101 (99)
スウェーデン	27	7	20	54	61	81
フランス	23	4	19	32	36	55
イタリア	20	8	12	8	17	28
カナダ	14	▲0	14	72	71	85
日本	9	8	1	55	63	64
ドイツ	3	7	▲3	65	71	68
スイス	-	-	11	-	172	183

(注)単位:残高は純可処分所得比(%),その変化幅はパーセントポイント。米国とアイルランドの()内は、2006年末残高と2006年までの変化幅(資料)各国政府統計局・中央銀行資料に基づいて作成。詳細な出所は巻末付表参照

2007年までの変化幅と2007年末の水準に着目すると、スイスを除く12カ国は、2つのグループに分けることができる。ひとつはオランダ、アイルランド、オーストラリア、ニュージーランド、英国、米国の6カ国であり、もうひとつがスウェーデン、フランス、イタリア、カナダ、日本、ドイツの6カ国である。

前者のグループは、1997～2007年の間に39%ポイント、うち2002～2007年の間には26%ポイント上昇した米国と、上昇幅がいずれの期間においても米国を上回る国々である。このグループに関しては、2007年末の残高が可処分所得を上回っている点も共通している。特異な存在と言えるのはオランダで、66%ポイントも上昇した1997～2002年の方が上昇幅は大きい。しかし、2002～2007年にも52%ポイント上昇した結果、10年間の上昇幅は100%ポイントを超え、2007年末の可処分所得比は213%にも達している。オランダでは、既に住宅を担保にしたローンを利用している家計が同じ住宅に複数の抵当を設定することによってローン残高を増額させたり、住宅ローンを利用して複数の住宅を購入したりすることが活発に行われたためである。

もうひとつのグループにおける上昇幅は相対的に小幅で、2007年末の可処分所得比も100%を下回っている。特に、変化幅が小さいのは、世界的な住宅投資ブームからは外れていた日本とドイツである。

際立って水準が低いのはイタリアで、可処分所得比が10年間に20%ポイント上昇したにもかかわらず、2007年末の水準は28%にとどまっている。2002～2007年の上昇幅が小さかったという点においては、スイスもこのグループに含めることができる。

前半の期間と後半の期間について変化幅を比較すると、前述のオランダと変化の乏しかった日本、ドイツを除く9カ国において、後半の期間に変化幅が高まっている。こうした傾向は住宅資産と同様であり、特に、2002～2007年の期間は金利低下や住宅ローン形態の多様化によって住宅ローンが利用しやすくなったことと、住宅価格上昇によって借入額自体が高額化したことの両方の影響を受けている。住宅ローンとは、住宅を新規取得する場合に利用する借入れにとどまらず、既存の持家も含めて住宅を担保とする借入れ全般を表すものである。例えば、米国や英国では、住宅分野に用途を限定されない住宅担保ローンの利用が拡大したほか、借換えに伴う借入額の増額も行われたが、これらは既存住宅の資産価値上昇によって実現したものである。

このように、多くの国において可処分所得の増加を上回るペースで住宅ローン残高が上昇したが、新規の住宅取得者のローンが住宅価格の上昇に見合う分だけ高額化した程度であれば、社会全体の住宅資産残高に対する住宅ローン残高の比率は、価格上昇局面では、一般的にはむしろ低下する。それが当てはまらないのは、住宅ローンの新規利用のあり方が著しく変化するか、既存利用者を含めたストックベースの住宅ローン市場で構造変化が生じた場合に限られる。また、住宅価格下落局面では、住宅ローン残高の住宅資産残高に対する比率は、一般的には上昇する。懸念される状況は、価格上昇局面にもかかわらず住宅ローン残高の住宅資産残高比率が上昇した後、価格が下落してしまった場合であろう。

図表-10 住宅ローン残高の住宅資産残高に対する割合の推移(1997～2008年)

	①1997～2007年の変化幅				住宅ローン残高の住宅資産比			
	②1997～2002年の変化幅	③2002～2007年の変化幅	④2007～2008年の変化幅	(1997年末)	(2002年末)	(2007年末)	(2008年末)	
オーストラリア	7.3	3.9	3.5	3.5	18.6	22.4	25.9	29.4
米国	6.7 (0.7)	▲ 1.1	7.8 (1.9)	9.8	38.2	37.0	44.8 (38.9)	54.6
日本	6.1	4.1	2.0	0.5	12.7	16.8	18.9	19.4
イタリア	3.7	2.2	1.5	▲ 0.1	2.5	4.7	6.2	6.1
ニュージーランド	1.5	3.7	▲ 2.2	3.2	24.0	27.7	25.5	28.7
フランス	▲ 1.8	▲ 1.6	▲ 0.2	1.0	11.6	10.0	9.8	10.8
ドイツ	▲ 2.8	1.1	▲ 3.8	▲ 0.7	23.4	24.5	20.6	20.0
英国	▲ 4.3	▲ 6.0	1.7	3.5	28.5	22.4	24.2	27.6
カナダ	▲ 4.5	▲ 2.6	▲ 1.9	1.2	34.3	31.7	29.8	31.0
アイルランド	-	-	12.7 (7.7)	4.2	-	16.2	28.9 (23.9)	33.1
オランダ	-	-	2.9	2.7	-	38.2	41.1	43.8
スイス	-	-	▲ 0.5	▲ 1.3	-	46.0	45.5	44.2
スウェーデン	-	-	▲ 3.9	2.7	-	24.7	20.9	23.6

(注)単位:残高は住宅資産比(%),その変化幅はパーセントポイント。米国とアイルランドの()内は、2006年末残高と2006年までの変化幅
(資料)各国政府統計局・中央銀行資料に基づいて作成。詳細な出所は巻末付表参照

図表-10は、実際に、住宅資産残高に対する住宅ローン残高の比率の推移を見たものである。日本とドイツを除いて住宅価格が高騰した2002～2007年の期間にこの比率が大幅上昇したのは、米国とアイルランドである。住宅ローン残高の可処分所得比の上昇幅がきわめて大きかったオランダに関しては、住宅資産に対する比率の上昇幅は際立って大きなものではない。米国については、2008年末の水準が

13 カ国の中で最も高い 54.6%に達している。これまでの分析で明らかになったように、米国の住宅資産や住宅ローン残高の可処分所得比は 2002 年以降に大きく上昇したが、他の国と比べて上昇幅が突出していた訳ではない。しかし、住宅ローン残高の住宅資産残高比で見ると、水準も上昇幅も特別に大きい国である。その後の住宅価格の下落と金融危機の発生に関する解釈としては、「住宅バブルの度合いが大きかった」という説明よりも、「過度にレバレッジに依存した住宅投資が行われた」「住宅価格上昇が続かなければ維持できないような借入れが行われた」という説明の方が的を射ている。

(2) 2008 年以降の住宅ローン残高の動向

住宅価格と株価が下落した 2008 年における住宅ローンの状況を、再び可処分所得比で見たのが図表-11 である。多くの国で住宅資産残高も減少したため、前掲の図表-10 では住宅ローン残高の住宅資産残高に対する比率が 2008 年中に低下したのは、イタリア、ドイツ、スイスの 3 カ国にとどまっているが、可処分所得比ではこれらに英国、米国、日本を加えた 6 カ国で低下が見られる。もちろん、それまでの上昇幅に比べると低下幅は小さなものである。新たに借入れする時は、ストックベースで債務が瞬時に増えるが、その債務を減らすには、保有資産を売却しない限りは、フローの所得の一部を返済資金に充てるということを継続する以外に方法はないからであろう。その中では、2008 年中の低下幅が一番大きかったのは、米国の 4.3%である。

図表-11 住宅ローン残高の可処分所得比の推移(2007 年末以降)

	④2007年末～2009Q2の変化幅			住宅ローン残高の可処分所得比			(再掲)
		⑤2007～2008年の変化幅	⑥2008Q4～2009Q2の変化幅	(2007年末)	(2008年末)	(2009Q2)	③2002～2007年の変化幅
オランダ	14.1	6.3	7.8	213.5	219.8	227.6	52.3
アイルランド	1.6 (10.6)	1.3 (10.4)	0.3	160.6 (151.5)	161.9	162.1	84.5 75.4
オーストラリア	6.8	4.1	2.7	139.7	143.8	146.5	41.0
ニュージーランド	4.2	6.5	▲ 2.3	168.2	174.7	172.4	55.6
英国	▲ 2.1	▲ 2.0	▲ 0.1	140.0	137.9	137.9	42.9
米国	▲ 6.1 (▲ 4.4)	▲ 4.3 (▲ 2.6)	▲ 1.8	100.8 (99.2)	96.5	94.7	25.7 (24.0)
スウェーデン	9.2	4.7	4.6	81.1	85.8	90.3	20.3
フランス	2.8	2.9	▲ 0.1	54.6	57.6	57.5	18.9
イタリア	0.1	▲ 0.6	0.7	28.5	27.9	28.6	11.8
カナダ	4.5	2.8	1.7	85.4	88.2	90.0	14.2
日本	▲ 0.0	▲ 0.1	0.1	64.0	63.9	64.0	1.3
ドイツ	▲ 3.0	▲ 2.6	▲ 0.3	68.1	65.5	65.2	▲ 3.3
スイス	-	▲ 2.7	-	182.8	180.1	-	11.2

(注)単位:残高は純可処分所得比(%),その変化幅はパーセントポイント。米国とアイルランドの()内は、2006 年末残高と 2006 年以降の変化幅
斜体字は純可処分所得の季節調整済四半期系列が利用可能でないため、純可処分所得は不変とみなして試算した結果

(資料)各国政府統計局・中央銀行資料に基づいて作成。詳細な出所は巻末付表参照

併せて、2007 年から 2008 年にかけての家計貯蓄率の変化を見たのが、図表-12 である。他の国に先んじて 2007 年から住宅価格の下落と資産の減少が生じたアイルランドと米国に着目すると、2007 年中は貯蓄率が低下したものの、2008 年には上昇に転じている。ただし、その幅はアイルランドが 2.4%ポイント、米国が 0.9%ポイントに過ぎない。それでも、両国ともに従前の家計貯蓄率はゼロに近い水準であったため、フローの貯蓄は大幅に増加したことになる。ちなみに、2008 年における日本の家

計貯蓄率は2.3%にとどまり、戦後初めて米国が日本を上回ることとなった。

図表-12 家計貯蓄率の変化幅(2007~2008年)

	2007年~2008年の家計貯蓄率の変化幅		
		2007年の 家計貯蓄率	2008年の 家計貯蓄率
アイルランド	2.4 (▲2.0)	1.7 (3.7)	4.1
スウェーデン	2.2	9.4	11.6
米国	0.9 (▲0.7)	1.7 (2.4)	2.7
カナダ	1.2	2.6	3.8
ドイツ	0.5	10.8	11.2
イタリア	0.3	8.3	8.6
英国	▲ 0.6	▲ 4.1	▲ 4.6
フランス	▲ 0.4	12.3	11.9
オーストラリア	▲ 0.5	1.7	1.2
オランダ	▲ 0.7	8.2	7.5
ニュージーランド	▲ 2.6	▲ 11.0	▲ 13.7
日本	▲ 0.1	2.4	2.3
スイス	-	12.7	-

(注)単位:(%)。変化幅はパーセントポイント。米国とアイルランドの()内は、2006年の水準と2006~2007年の変化幅
(資料)各国政府統計局に基づいて作成

キャピタルゲインやキャピタルロスを除く部分について成り立つ以下の恒等式から明らかなように、フローの貯蓄がゼロであれば、負債を減少させるためには、資産の取得を抑制するにとどまらず、既存資産を売却しなければならない。さもなければ、フローの貯蓄を増やすことが必要である。これに対し、もともとの貯蓄率が高い国の場合は、貯蓄率自体を上げたり、資産の売却をしたりしなくても、新規の住宅投資や金融資産の取得を抑えて負債の返済に替える程度で済ませることもできる。

フローの貯蓄 = 住宅資産の増加 + 金融資産の増加 - 負債の増加

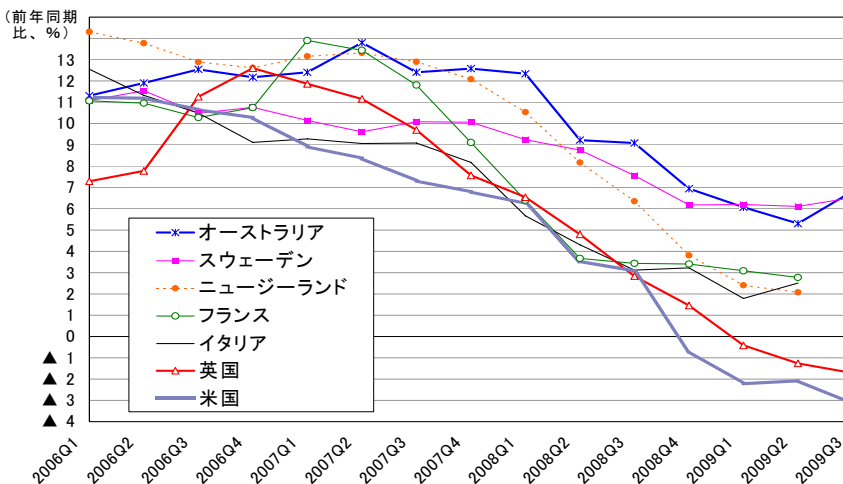
∴ - 負債の増加 = フローの貯蓄 - 住宅資産の増加 - 金融資産の増加

負債の減少 = フローの貯蓄 + 住宅資産の減少 + 金融資産の減少

可処分所得は増加しても住宅価格が下落するという状況においては、可処分所得だけでなく、住宅資産残高比で見た負債残高を低下させるには、負債の絶対額を減少させなければならない。米国の家計は貯蓄を増加させているので、住宅価格が下げ止れば、住宅ローン残高の住宅資産残高比も低下する状況に向かっている。住宅ローンでなくても、消費者ローンなどの返済を進めて総負債を減少させるはずである。

図表-13は、2002年以降の住宅価格上昇幅が大きかった国を対象に、四半期毎の総負債残高について最近の動向を示したものである。どの国でも増加率は低下傾向を続けているが、すでに前年同期比がマイナスになっているのは米国と英国のみである。しかも、下落幅は小さい。逆に言えば、負債縮減に向けた取り組みが統計数値のうえで成果として現れるレベルまで調整が進んでいる国は乏しく、今後もそうした取り組みが求められるであろう。

図表-13 住宅価格上昇幅が大きかった国と米国の最近の総負債残高の動向



(資料) 各国政府統計局・中央銀行資料に基づいて作成。詳細な出所は巻末付表参照

5. 家計の正味資産残高の推移

(1) 2007年までの正味資産残高の動向

最後に、これまで分析した住宅資産残高、金融資産残高、負債残高のすべてを反映した正味資産残高の推移を整理し、過去10年ほどの間に家計のバランスシートに生じた変化を総括することとしたい。ここでの正味資産⁸は、住宅資産と金融資産の合計から住宅ローン以外の負債も含めた総負債を控除して算出した(図表-14)。

図表-14 正味資産残高の可処分所得比の推移(1997~2007年)

	①1997~2007年の変化幅			正味資産残高の可処分所得比			98~07年 [#] の平均	
	②1997~2002年の変化幅	③2002~2007年の変化幅	(1997年末)	(2002年末)	(2007年末)	家計貯蓄率	可処分所得の対前年比	
フランス	311	84	227	454	538	765	12.4	4.2
英国	267	71	196	623	693	890	▲0.3	4.1
オーストラリア	250	102	148	481	583	731	1.5	5.9
ニュージーランド	229	4	225	463	467	691	▲8.0	4.8
イタリア	161	58	102	595	653	756	9.9	3.2
ドイツ	114	25	89	410	436	525	10.1	2.2
米国	69 (99)	▲36	105 (135)	507	471	575 (606)	3.0	5.5
カナダ	85	▲17	103	513	496	598	3.7	5.1
日本	3	▲6	9	720	713	723	5.8	▲0.5
スウェーデン	-	-	202	-	398	600	7.2	4.3
オランダ	-	-	156	-	735	891	8.4	4.0
アイルランド	-	-	37 (154)	-	660	697 (813)	4.2	7.0
スイス	-	-	96	-	728	824	10.8	2.9

(注) 単位: ①~③はパーセントポイント、他は%。米国とアイルランドの()内は、2006年末残高と2006年までの変化幅

#: アイルランドのみ2002~2007年

(資料) 各国政府統計局・中央銀行資料に基づいて作成。詳細な出所は巻末付表参照

⁸ ニュージーランド、スウェーデン、アイルランド、スイスに関して、個人企業や自営業者の機械・設備を含む有形固定資産データが利用できないため、残りの国々も含めて、住宅資産(不動産)で非金融資産を代表させて正味資産を算出した。データが利用可能な国においては、非金融資産に占める住宅資産(不動産)の割合は最も低い国でも80%以上であり、また、住宅資産と比べて他の非金融資産の価格変動はさほど大きくないと見られ、正味資産の変動を分析するに当たって後者を集計対象に反映しなくても、大きな影響はないと考えられる。

第1の特徴は、1997～2007年の10年間に於いて正味資産がほとんど増加していない唯一の国が日本だということである。家計の可処分所得が微減したのも日本だけであり、他の国々では着実に増加している。低下したとはいえ、貯蓄率が正の値であるのに正味資産がほとんど増えなかったのは、地価の下落期間が長かったためである。その結果、正味資産残高の可処分所得比もほとんど変化していない。

家計貯蓄率が負の国も10%を上回る国も、日本以外の国では正味資産残高の可処分所得比は10年間に上昇している。この上昇幅が平均貯蓄率のほぼ10倍に相当し、フローの貯蓄に見合うペースで正味資産が増加したのがドイツである。残りの国々では、フローの貯蓄を大きく上回るキャピタルゲインが生じたことが、正味資産残高の可処分所得比を上昇させる主因となっている。つまり、家計の資産蓄積において、フローの貯蓄よりも既存ストックから生ずるキャピタルゲインがストック増加に貢献した10年間であったと言い換えられる。

第2の特徴は、前半の1997～2002年と後半の2002～2007年の違いである。前半期間に正味資産残高の可処分所得比が低下した3カ国では、金融資産の増加ペースが可処分所得の増加ペースを下回ったことが共通している。後半の期間は、住宅資産の減少が続いた日本以外のすべての国において、住宅資産と金融資産の両方が増加したことによって、正味資産の可処分所得比は大幅に上昇した。この時期は負債側も大きく増加し、米国やアイルランドなどでは住宅ローンの上昇ペースが住宅資産を上回るほどであったが、住宅資産と金融資産を合わせた総資産の上昇ペースの方が大きかったために、すべての国で正味資産残高の可処分所得比は上昇した。1997～2002年の上昇幅が9%ポイントにとどまった日本を別にすれば、100%に満たない上昇幅といってもドイツは89%ポイント、スイスは96%ポイントであり、他の10カ国の上昇幅はすべて100%ポイントを上回った。

1997年時点で正味資産残高の可処分所得比が最も高かったのは日本の720%であるが、その後この水準を上回ったことのある国はオランダ、英国、スイス、アイルランド、フランス、イタリア、オーストラリアの7カ国である。歴史的な日本のピークは1989年における933%であり、この数字には届かなかったが、2007年のオランダと英国は890%に達している。1997～2007年の日本においては、金融資産の増加が住宅資産の減少で相殺されたこともあり、正味資産残高の可処分所得比は713～739%の間で変動するにとどまり、2007年の723%という水準は13カ国中の7番目の地位である。1990年代初め頃まで国際的に高いことで有名であった日本の家計貯蓄率は、その後の低下によって2000年以降は10%割れし、中位グループに属することとなったが、ストックの貯蓄、すなわち、正味資産残高については、2000年代初頭ならば国際的に高い水準と言えた。しかし、その正味資産の水準さえも現在では高いとは言えなくなってしまったのである。

第3の特徴は、2006年から2007年にかけて、こうした潮流に変化が生じたことである。住宅価格がいち早く下落に転じたのが米国とアイルランドであり、家計のバランスシート変化は他の国に1年ほど先行することとなった。

(2) 2008年以降の正味資産残高の動向

家計の資産蓄積にプラスに働いてきた要因が逆方向に転じた後、それが大きく加速したのが2008年である。米国発の金融危機が深刻化して世界的に拡大し、住宅価格と株価の下落が続いた結果、すべての国における正味資産残高の可処分所得比は低下した(図表-15)。基調の反転が先に起こっていた米国

とアイルランドに日本を加えた3カ国においては、正味資産残高の可処分所得比が2008年末までに2002年以前の水準に戻ったほか、英国、オーストラリア、カナダ、オランダ、スイスの低下幅は2002～2007年に生じた上昇幅の1/2相当を上回った。このうち、英国、オーストラリア、米国、オランダ、アイルランドの5カ国は可処分所得を上回る金額を1年間で失っている。

図表-15 正味資産残高の可処分所得比の推移(2007年末以降)

	④2007年末～2009Q2の変化幅			正味資産残高の可処分所得比 (再掲)			
		⑤2007～2008年の 変化幅	⑥2008Q4～2009Q2 の変化幅	(2007 年末)	(2008 年末)	(2009 Q2)	③2002～ 2007年の 変化幅
フランス	-	▲ 52	-	765	713	-	227
英国	-	▲ 142	-	890	748	-	196
オーストラリア	▲ 119	▲ 122	2	731	609	611	148
ニュージーランド	▲ 73	▲ 64	▲ 9	691	627	618	225
イタリア	-	▲ 39	-	756	716	-	102
ドイツ	-	▲ 15	-	525	510	-	89
米国	▲ 157	▲ 144 (▲174)	▲ 13	575 (606)	431	419	105 (135)
カナダ	▲ 63	▲ 66	4	598	532	536	103
日本	-	▲ 51	-	723	672	-	9
スウェーデン	-	▲ 75	-	600	525	-	202
オランダ	-	▲ 117	-	891	774	-	156
アイルランド	-	▲ 119 (▲236)	-	697 (813)	577	-	37 (154)
スイス	-	▲ 78	-	824	746	-	96

(注)単位:①～③はパーセントポイント、他は%。米国とアイルランドの()内は、2006年までの変化幅と2006年末残高
(資料)各国政府統計局・中央銀行資料に基づいて作成。詳細な出所は巻末付表参照

こうした変化は住宅資産と金融資産の減少によるものであり、資産と両建てで増えた負債の水準はほとんど変わらずに残っている。多くの国で増加率の低下は続いているものの、負債残高が前年同期比で減少する段階まで圧縮が進んだのは米国と英国のみである。前述のとおり、その米国にしても、家計貯蓄率が上昇に転じたのは住宅価格の下落が始まってから1年経過した2008年であり、住宅ローン残高の可処分所得比が2008年中に低下した幅も4.3%ポイントにとどまっている。住宅ローン残高の可処分所得比や住宅ローン残高の住宅資産残高比が従前の水準に戻るためには、今後も負債の圧縮が必要である。

図表-16は、2008年末時点の家計が保有する総資産残高に対する住宅資産、金融資産、負債の割合を示したものである。住宅価格や株価が下落途上にあった時点の実績値であるという点には注意しなければならないが、負債の割合が低いのは、イタリア、フランス、日本、ドイツの順である。

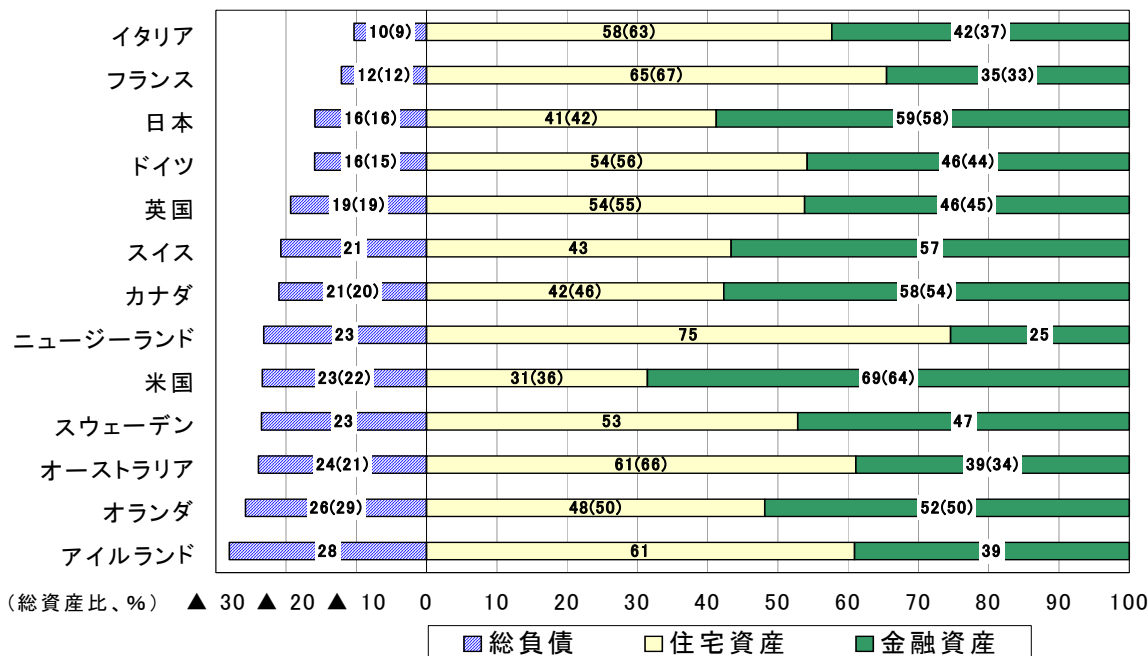
一方、負債の割合が高い国は、アイルランド、オランダ、オーストラリア、スウェーデン、米国、ニュージーランドの順となっている。このうち、オランダ、オーストラリア、ニュージーランドの3カ国については、総資産に対する負債の割合も可処分所得に対する負債の比率も高いが、総資産の可処分所得に対する比率が高いために、正味資産の可処分所得に対する比率は低くない。

米国の場合は、総資産に対する負債の割合や負債の可処分所得比が突出している訳ではないが、正味資産の可処分所得比が13カ国中で最も低く、住宅ローンの住宅資産に対する割合は最も高いので、所得や資産と比べた負債の水準はやはり高いと言わなければならない。

今後、住宅価格が再び大幅に下落すれば、オランダ、オーストラリア、スウェーデン、ニュージーラ

ンドにおいても、米国やアイルランドのように負債の圧縮や消費抑制・貯蓄増加に対する圧力は高まるであろう。

図表-16 住宅資産・金融資産・負債が家計の総資産に占める割合(2008 年末)



(注)住宅資産と金融資産を合計した総資産に対する割合を示す。負債はマイナス表示
 ()内は、データが利用可能な国について、住宅資産を非金融資産(住宅以外の固定資産を反映)に置き換えた場合
 (資料)各国政府統計局・中央銀行資料に基づいて作成。詳細な出所は巻末付表参照

なお、総資産に占める住宅資産の割合に関しては、最も低いのが米国の 31%⁹、最も高いのがニュージーランドの 75%、平均は 53%である。住宅価格や株価の変動が一段落した時点で比較すれば、結果は異なると思われるが、現時点では日本の値は 2 番目に低い 41%である。逆に言えば、金融資産の割合が 13 国中で 2 番目に高いのが日本ということになる。かつては、家計の保有資産に関するデータが公表されている国がきわめて少なかったこともあり、日本の家計の資産保有は住宅に偏っているというイメージで語られることが多かったが、現実に公表されたマクロ統計に基づいて国際比較した結果は正反対である¹⁰。他の国々における住宅資産の割合が日本のそれを上回っていることを踏まえれば、「住宅を所有している多くの家計にとっては、単一の資産としては住宅が最大の資産である」という構造は、日本だけでなく、すべての国について妥当するものと考えらるべきであろう。

そして、マクロ的に見た住宅資産残高が、金融資産残高とほぼ同額かそれ以上であることや、過去 10 年ほどの間に大きな変動を示し、キャピタルゲインやキャピタルロスフローの貯蓄をはるかに上回る規模であったことから、住宅資産の変動がマクロ経済に及ぼす影響はこれまで考えられていた以上に大きいものだと言えるであろう。今後の政策運営、特に金融政策の効果は、住宅価格の変化を通じて増幅される可能性が高いとすれば、そうした効果を見極めるうえでも、住宅資産を含めた家計の保有資産と負債の動向を注視することは欠かせない。

⁹ 米国の数値については、統計作成元であるFRBが、非法人企業(個人)企業の機械・設備・建物などの純資産額を当該企業の市場価値とみなして、当該企業に対する株式・出資金として金融資産に計上する特殊な取り扱いが影響している。この金額を金融資産額から控除し、非金融資産額に加えたうえで総資産に占める非金融資産の割合を求めると、48%となって、日本の 42%を上回る。

¹⁰ ミクロベース、世帯レベルの統計に基づく国際比較の結果でも、同様の傾向が見られる。詳細は、拙稿「国際比較で見る 1 世帯当たりの資産と負債—11 カ国の世帯調査統計に基づいて」(『経済調査レポート』2007-06)を参照されたい。

6. おわりに

2009年第2四半期以降、ほとんどの国で株価が回復し、一部の国では住宅価格の下げ止まりや反転が見られたことで、金融危機後の資産市場における調整は一段落したという見方が強まっている。しかし、住宅価格については、上昇局面における累積の上昇幅と比べて下落に転じてからの低下幅が小さい国が多く、上昇局面で生じた過大評価部分が残っている国に関しては、下落が再開する可能性がある。

家計の保有する負債に目を向けると、住宅価格上昇期に住宅ローン残高も大幅に増加した国々においては、負債の抑制は続けられているものの、残高の減少というレベルでの調整はほとんど進捗していない。住宅価格がピークを迎えた後に、何が変わったかと問われれば、低下したのは可処分所得に対する住宅資産と金融資産の水準であり、負債の水準は資産と負債が両建てで増加した時期からほとんど変わっていない。所得に比して高い負債の水準は、その利払い負担によって可処分所得を押し下げる要因として働くため、それを補って余る効果を持つ資産がないのであれば、負債の縮減が望まれる。

そして、負債の圧縮という文脈で重要な意味を持つのはフローの貯蓄である。2007年までの10年間に関しては、正味資産の蓄積が進まなかった日本と、均して見ればフロー貯蓄に見合うペースで正味資産が増加したドイツを除く国々においては、既存ストックから生ずるキャピタルゲインと比べてフローの貯蓄が家計の資産蓄積に貢献した度合いは相対的に小さかった。

しかし、家計の保有する資産にこれまでのようなキャピタルゲインが生ずることが期待できない状況の下では、正味資産の増加はフローの貯蓄に拠らなければならない。その際、フランスのように家計貯蓄率が高い国は、新規の住宅投資や金融資産への投資を抑えれば、負債返済額を増やすことができる。他方、家計貯蓄率が負の国では、保有資産を売却しなければ、負債残高を減らすことはできない。金融資産には所得変動や不時の出費に備える役割があるので、金融資産を減らせば、経済的なショックが起きた時に生活水準を維持することは難しくなる。持家を手放して賃貸住宅に移り住む場合、軽減される利払い費よりも新たに負担する家賃の方が大きければ、手元に残るキャッシュフローの水準はむしろ下がってしまう。これらの事態を避けながら負債の縮減をはかるには、家計貯蓄率を上げるよりほかはない。

また、これまでに失われた正味資産への対応という意味においても、家計貯蓄率を引き上げることが必要なはずである。住宅価格の上昇局面で生じた過大評価部分、後に消滅する部分も含めた正味資産の増加分を生涯所得の増加と同等だとみなして生涯の生活設計—消費と貯蓄の計画を立て、実践していたとしたら、失われた正味資産の一定割合が過剰な消費として支出されてきたはずだからである。つまり、現状の正味資産の水準に応じて生活設計を見直せば、消費のペースを落とし、貯蓄を増やさなければならない。負の値を含めて低い家計貯蓄率を続けてきたニュージーランド、英国、オーストラリアには、それが強く当てはまるであろう。

かりに、今後は家計の保有する資産に対して住宅価格や株価がプラスにもマイナスにも作用しないとしたら、負債の圧縮や貯蓄の増加が継続的に求められることになる。こうした意味でのバランスシート調整が他の国よりは進んでいる米国も含めて、調整は始まったばかりというのが各国の現状である。

巻末付表

住宅価格と家計の資産・負債・純可処分所得に関するデータの出所と最新年次(四半期)

	①住宅価格		②住宅資産		③住宅ローン		④金融資産・総負債		⑤純可処分所得	
オーストラリア	オーストラリア統計局	2009Q3	オーストラリア準備銀行	2009Q2	オーストラリア統計局	2009Q3	オーストラリア統計局	2009Q3	オーストラリア統計局	2009Q3 (未季調)
カナダ	カナダ統計局	2009Q3	カナダ統計局	2009Q3	カナダ統計局	2009Q3	カナダ統計局	2009Q3	カナダ統計局	2009Q3 (季調)
フランス	フランス国立統計経済研究所	2009Q3	フランス国立統計経済研究所	2008年	フランス中央銀行	2009Q2	フランス中央銀行	2009Q2	フランス国立統計経済研究所	2009Q2 (季調)
ドイツ	ドイツ連邦統計局	2008年(地価は09Q1)	ドイツ連邦統計局/OECD	2007年	ドイツ連邦銀行	2009Q3	ドイツ連邦銀行	2009Q2	ドイツ連邦統計局	2009Q3 (季調)
アイルランド	アイルランド中央統計局	2009Q3	アイルランド中央銀行	2007年	アイルランド中央銀行	2009Q3	アイルランド中央統計局	2008年	アイルランド中央統計局	2008年
イタリア	IMF	2009Q1	イタリア中央銀行	2008年	イタリア中央銀行	2009Q3	イタリア中央銀行	2009Q2	イタリア統計局	2008年
日本	国土交通省/日本不動産研究所	2009年/2009Q3	内閣府	2008年	日本銀行	2009Q3	内閣府/日本銀行	2007年/2009Q3	内閣府	2009Q1 (未季調)
オランダ	オランダ統計局	2009Q3	オランダ統計局	2008年	オランダ中央銀行	2009Q2	オランダ統計局	2009Q2	オランダ統計局	2008年
ニュージーランド	ニュージーランド準備銀行	2009Q3	ニュージーランド準備銀行	2009Q2	ニュージーランド準備銀行	2009Q3	ニュージーランド準備銀行	2009Q2	ニュージーランド統計局	2008年
スウェーデン	スウェーデン中央統計局	2009Q3	スウェーデン中央統計局	2007年	スウェーデン統計局	2009Q3	スウェーデン中央統計局	2009Q3	スウェーデン中央統計局	2009Q3 (未季調)
スイス	スイス中央銀行	2009Q3	スイス中央銀行	2008年	スイス中央銀行	2008年	スイス中央銀行	2008年	スイス連邦統計局	2007年
英国	英国地方自治省	2009Q3	英国国家統計局	2008年	英国国家統計局	2009Q3	英国国家統計局	2009Q3	英国国家統計局	2008年
米国	米国連邦住宅金融庁	2009Q3	FRB	2009Q3	FRB	2009Q3	FRB	2009Q3	米国商務省	2009Q3 (季調)

(注)①: 日本は地価(住宅地)。

- ②: 日本は個人企業の有形固定資産(機械・設備・建物)を含む。スイス、スウェーデン、英国、米国は不動産(一部に商業用ビルを含む)。オーストラリア統計局による詳細な年次系列は6月末時点の計数しかないため、同国中央銀行による四半期系列を利用。日本、ドイツ、アイルランド、スウェーデンの2008年計数は住宅価格(もしくは、地価)、家計の純固定資本形成、土地の純購入等に基づいて推定。
- ③: 斜体字は金融機関側の住宅ローン貸出残高等から把握(④とは別体系の統計)。ただし、ドイツとイタリアは、年次計数に限り、④の金融資産・負債に関する統計の一部としてデータが利用可能。
- ④: 国民経済計算の金融勘定(Financial Account)、もしくは資金循環(Flow of Funds)における家計(家計及び対家計民間非営利団体)のストック統計。暦年末(12/31)時点の計数が四半期系列と年次系列で異なる場合は、年次系列を利用。
- ⑤: 国民経済計算(National Account)による。ニュージーランドは四半期系列がないため、年次(4/1~翌年3/31の1年間)系列を利用。オーストラリアは原統計の年次(7/1~翌年6/30の1年間)系列ではなく、四半期系列から算出した1/1~12/31に対応する暦年計数を利用。スイスの2008年計数はOECD「Economic Outlook Database」に基づいて推定。英国については、粗可処分所得は四半期系列が利用可能だが、固定資本減耗が年次系列しかないため、純可処分所得は年次計数しか算出できない。