

REPORT I

住宅価格変動と家計の消費および資産・負債

- 日本・米国・英国の比較 -

経済調査部門 石川 達哉
ishikawa@nli-research.co.jp

1. はじめに

わが国の地価下落はすでに十余年に及んでいる。2003年においては東京圏で下落幅が縮小したものの、他の地域ではむしろ下落幅が再拡大している。一方、海外に目を転じると、英国と米国では上昇率が鈍化したとはいえ、住宅価格の上昇が続いている。両国は景気も堅調であり、住宅（家屋と土地。以下、同様）の価格動向だけでなく、所得・消費・資産形成の各面で家計を巡る彼我の差はあまりにも大きい。

英国と米国では、株価が1999年末にピークに達して調整局面を迎えた後も、住宅価格の上昇と消費の好調が続いており、「消費に対する資産効果」は株式よりも住宅の方が大きいのではないかという見方が支持を得つつある。そうした立場から、住宅価格が反落した場合に悪循環の力が強く働くリスクが懸念されている。

キャピタル・ゲイン分がどの程度消費に向けられているかは必ずしも定かではないが、注目されるのは、両国において低金利と担保価値増大の両方を生かして住宅ローンの増額を伴う借換えを行う家計が近年大幅に増加してきたことである。その借換えで得られた余裕資金によって、持家の増改築に向けたり、住宅ローンより

も支払い金利が高い他の債務の返済に充当したり、流動的な金融資産を積み増して、不時の出費に備えるなど、多様な家計行動が報告されている。もちろん、すべてが事後的に妥当な選択になるとは限らないが、これらは住宅価格上昇を契機とした家計のバランス・シートの最適化を目指した行動と位置づけることも可能である。また、先進国の中でも金融の自由化、高度化が最も進んでいる米国と英国における現象という点で金融環境による部分も大きいと思われる。いずれにしても、住宅価格の変動は、住宅ローンの借換えを媒介とした資産と負債の再構築や消費と貯蓄・投資の選択にまで影響しているはずであり、従来考えられてきた以上に住宅と家計行動の関係は複雑で緊密なものになっていると言えるであろう。

わが国においても、90年代後半以降は民間金融機関が住宅ローン分野への積極的な融資を拡大し、総貸出に占める住宅ローンの割合は上昇を続けている。また、住宅金融公庫の独立行政法人化に向けた動きの中で、民間金融機関による住宅ローン債権の証券化支援事業も始まっており、住宅ローンと金融市場全般との連動性は更に高まることが予想される。当然、家計の選択もその中に組み込まれていくと考えられる

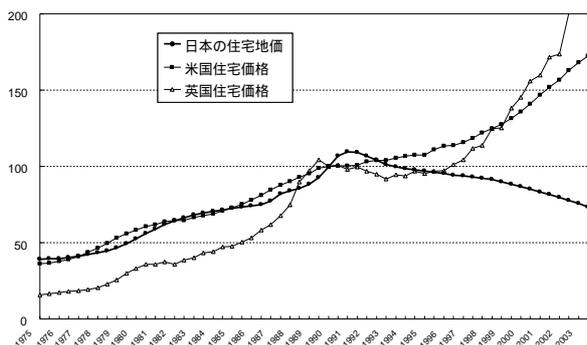
が、根幹にあるはずの住宅ローンを利用する家計の行動や住宅自体の経済的な意義について十分な整理がなされているとは言い難い。

以下では、日本の家計と米国および英国の家計の比較を通じて、相違点と共通点を明らかにし、家計にとっての持家と住宅ローンの役割を再検討する。住宅価格の動向とは逆に、持家と家計の関係には国を超えた共通点が見られ、米国や英国から学ぶべき材料が多いということをも最初に指摘しておきたい。

2. 住宅価格と家計部門の資産・負債・消費

まず、1975年以降の日本の住宅地価と米国及び英国の住宅価格の推移を名目ベースと実質ベースで確認することにしたい。

図表 - 1 日本・米国・英国の名目住宅価格の推移

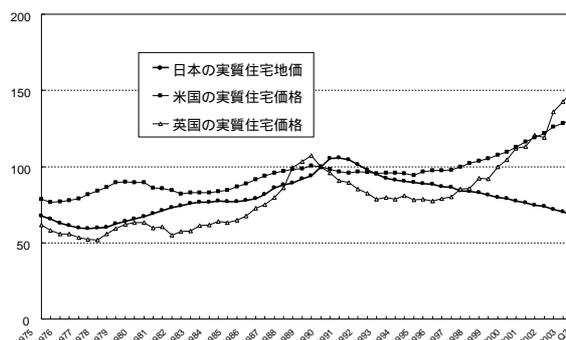


(注) 3月と9月の計数。90年3月 = 100に指数化
(資料) 日本不動産研究所「全国市街地価格指数」米国OFHEO「House Price Index」英国ODPM「House Price Index」に基づいて作成

周知のように、現在も続いている日本の地価下落は80年代末の価格高騰と90年代入り後の反落に端を発しているが、同様の現象が同時期の英国でも生じている。ただし、英国の場合は93年末に名目ベースで住宅価格下落が止まり、96年半ばには実質ベース(実質化にはGDPデフレーターを使用)でも底打ちしている。そして、その後は現在に至るまで上昇が続いている。英国の実質住宅価格の特徴は、日本や米国と比べてはっきりとした形で、上昇期と下落期が交互に訪れる傾向があることである。住宅価格は上

がることもあれば、下がることもあるという事実は日本ではとかく忘れられやすいが、英国では多くの人が現実に体験しているはずである。2002年半ばから2003年半ばにかけての上昇率は名目ベースと実質ベースのいずれでも20%を上回り、その後は鈍化したものの、上昇自体は続いていることから、過熱が指摘されている。

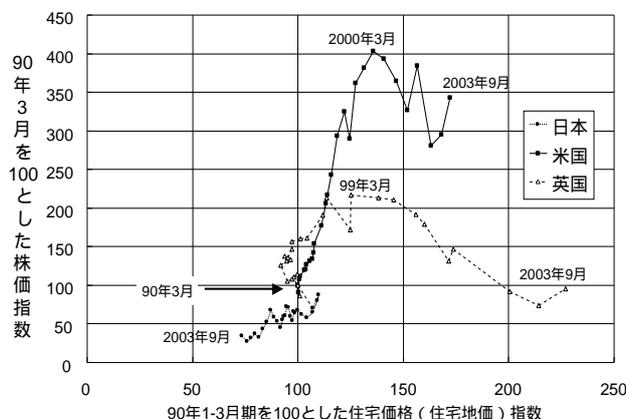
図表 - 2 日本・米国・英国の実質住宅価格の推移



(注) 3月と9月の計数。90年3月 = 100に指数化
(資料) 前掲図表資料と内閣府「国民経済計算年報」米国商務省「Survey of Current Business」英国国家統計局「Blue Book」に基づいて作成

米国に関しては、名目ベースの住宅価格下落が国全体で生じたことはないが、80年代後半から90年代前半にかけて半数近い州で下落し、ハイリスクの不動産投資に傾斜していたS&Lが経営破綻に陥る原因となっている。

表 - 3 日本・米国・英国の90年以降の住宅価格と株価の関係



(注) 3月と9月の計数。90年3月 = 100に指数化
(資料) 日本不動産研究所「全国市街地価格指数」米国OFHEO「House Price Index」英国ODPM「House Price Index」等

実質ベースで見ると、1国レベルでも90年代前半と第二次オイルショック直後の80年から83年にかけての時期が、下落期に相当する。90年代半ば以降は上昇へと転じ、英国と同様に、2000年代に入ってから上昇率が高まっている。

現在の英国や米国の住宅価格上昇率は過去において経験したことのない水準ではないが、株価との関係において、警戒の念を持って注目されている。社会の生産性上昇を背景に90年代を通じて高騰を続けてきた株式が2000年に下落傾向に転じ、2003年半ばまで調整局面にあったにもかかわらず、住宅価格は一貫して好調を続けたばかりか、その上昇率がむしろ高まったからである。

これに対して、日本の地価は90年代を通じて下落を続け、90年代後半に下落幅が縮小したも

の、2000年代に入ってから再び下落率が大きくなっている。2003年に株価が上昇に転じる中で地価下落幅が拡大したことは、米国や英国とは極めて好対照である。

こうした資産価格の推移は、家計部門のバランス・シートにも大きな影響を与えている。家計部門が保有する総資産を金融資産と実物資産に分けると、かつては住宅を中心とした実物資産が金融資産を大きく上回るという構図が国際的に見たかつての日本の特徴であったが、現在では実物資産が金融資産を大きく下回っている。可処分所得に対する金融資産の比率が着実に上昇してきたにもかかわらず、実物資産のキャピタル・ロスが大きいいため、正味資産の可処分所得比は95年以降ほとんど変わっていない。90年代後半以降、家計貯蓄率が大きく低下し、

図表 - 4 日本・米国・英国の家計部門における正味資産の内訳（可処分所得比、％）

国	年	正味資産 = + -	金融資産		実物資産		負債		住宅ローン ÷ 持家
			うち株式	うち持家	うち住宅ローン				
日本	1992	918	368	37	521	419	121	42	10
	1993	835	382	38	495	399	120	44	11
	1994	769	399	47	474	383	120	47	12
	1995	752	412	46	455	367	124	50	13
	1996	749	422	41	451	366	124	53	15
	1997	738	425	37	439	358	130	55	15
	1998	747	422	26	425	348	126	55	16
	1999	737	458	49	417	344	127	58	17
	2000	720	464	43	409	339	126	60	18
	2001	748	477	39	398	331	127	62	19
	2002	746	481	43	380	317	128	62	20
米国	1992	454	296	59	270	146	112	59	40
	1993	463	309	64	267	146	113	60	41
	1994	451	303	58	263	142	114	60	42
	1995	486	337	75	267	145	118	61	42
	1996	506	361	84	265	144	121	62	43
	1997	540	397	102	267	144	124	63	43
	1998	562	420	109	271	147	129	64	44
	1999	611	467	133	280	154	136	67	44
	2000	563	420	102	283	157	140	68	43
	2001	543	395	83	296	169	148	73	43
	2002	488	340	58	297	173	150	76	44
英国	1992	568	357	56	325	261	114	82	31
	1993	606	400	64	316	250	111	81	32
	1994	566	379	60	298	241	112	83	34
	1995	578	408	64	281	227	111	81	36
	1996	594	413	63	291	236	109	81	34
	1997	644	460	77	293	241	109	79	33
	1998	696	482	78	327	271	113	82	30
	1999	786	545	100	358	295	117	85	29
	2000	769	507	89	381	315	119	86	27
	2001	704	444	60	382	317	122	88	28
	2002	704	389	44	450	376	134	98	26

(注) 米国の計数は日本・英国と同様に個人企業（非農業非法人企業）を含むベースに調整 持家は土地を含む(一部推計)
(資料) 内閣府「国民経済計算年報」国土交通省「地価公示」総務省「固定資産税の価格等の概要調査」日本銀行「資金循環」米国税務省「Survey of Current Business」英国国家統計局「Blue Book」に基づいて作成

フローの貯蓄が資産蓄積に貢献する度合いが弱まったことも関係している^(注1)。

米国と英国では、99年まではほぼ順調に正味資産が増えてきたこと、それ以後は株価下落を反映した金融資産の減少によって正味資産も減少したこと、他方、実物資産は持家を中心に大幅増加していること、同時に住宅ローンなど債務も急増していることが共通している。住宅に関連する傾向がより顕著なのは英国であり、2002年末には実物資産の総額が金融資産の総額を上回るに至っている。

住宅ローンの持家に対する割合に関しては、日本が上昇を続けているのに対して、米国は安定的であり、英国はピーク時よりもやや低下している。ただし、これらの諸数値は社会全体としての家計部門の数値であり、同一の世帯の行動結果とは限らないし、所得や資産に世帯間の格差が存在する中で標準的な家計の姿を代表する数値ではないということにも注意しなければならない。

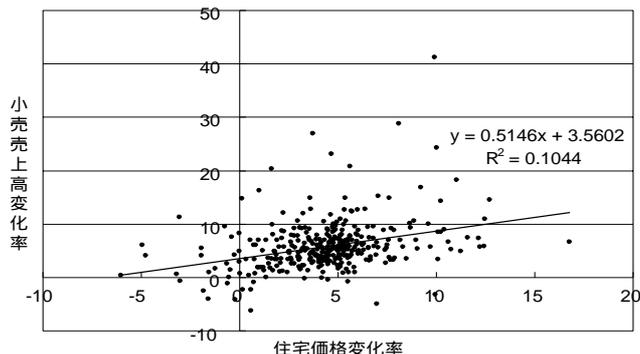
しかも、国民経済計算上の家計部門の数値は、自営業・個人企業（日本、英国）対家計民間非営利団体（米国、英国）をも含む「マクロ的な意味での家計部門」として推計されており、個々の世帯の純粋な集計値に対応するものではない。家計が保有する債務の大半は住宅ローンであるが、それ以外の債務に関して日本の額が相対的に大きいのは個人企業による借入が影響していると見られる。

したがって、家計の資産形成や資産・負債と消費・貯蓄の関係を判断するには、世帯ベースの統計と合わせ見る必要がある。

詳しくは次節以降で検討することとして、そもそも、集計ベースで資産としての住宅価格と消費に本当に関係性が認められるかどうかを確認しておきたい。実のところ、住宅価格と消費

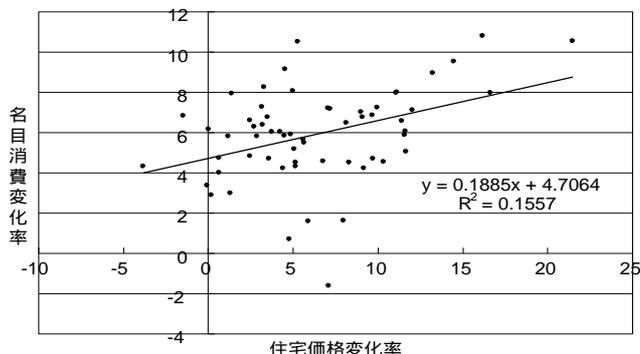
との関係が議論されるようになってからの時期について時系列データは十分に蓄積されていない。そこで、地域別の数年分のデータをプールすることによりデータ数を増やして、両者の変化率の関係を見たのが図表 - 5 ~ 7 である。

図表 - 5 米国51州の小売売上高と住宅価格の関係（94～2001年）



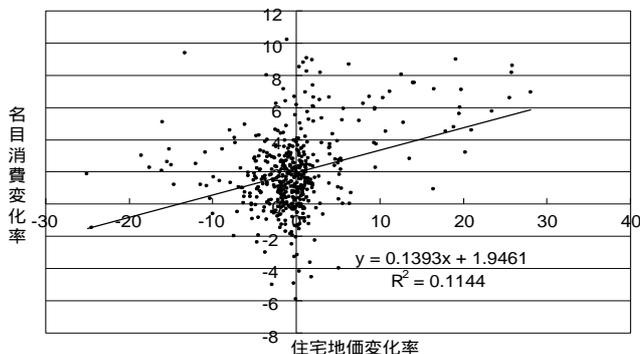
(注)一部の外れ値を除外した
(資料)米国センサス局「Statistical Abstract of the United States」米国OFHEO「House Price Index」等に基づいて作成

図表 - 6 英国12地域の消費と住宅価格の関係（95～99年）



(資料)英国国家統計局「Blue Book」「Regional Accounts」に基づいて作成

図表 - 7 日本の47都道府県の消費と住宅地価の関係（91～2000年）



(資料)内閣府「県民経済計算年報」国土交通省「地価公示」に基づいて作成

米国と英国に関しては、強い正相関と言えるほどではないが、相関関係は確かに認められる。

もっとも、消費に影響する様々な要因の動きが住宅地価に反映されているのであって、住宅地価が必ずしも消費に直接影響しているとは限らないと理解するのが妥当であろう。

日本に関しては、期間の選び方によって、関係性が明確に現われる場合とそうでない場合がある。(注2)。

米国や英国における金融政策を担うFRBやイングランド銀行、更にはIMFやOECDがある意味では、株価以上に住宅価格を重視しているのは、消費との関係が否定できないからだけではない。家計の金融資産はほんの一握りの資産家に集中しているという事実があるからである。確かに、持家を除くベース(金融資産から負債を控除したベースに近い)で見ると、上位1%の資産家が市場総額を占有する割合は、英国では33%、米国では43%に達している。

図表 - 8 家計資産保有の集中度

	日本(1999年)		米国(2001年)		英国(2001年)	
	上位1%	上位10%	上位1%	上位10%	上位1%	上位10%
金融資産	-	39.3	31.5	72.0	-	-
持家を除く正味資産	-	-	43.2	84.4	33	72
正味資産	-	-	32.3	69.7	23	56

(注)単位：%、日本(2人以上世帯)と米国は標本調査に拠る
(資料)総務省「全国消費実態調査」FRB「Survey of Consumer Finances」英国Inland Revenue資料に基づいて作成

つまり、株価上昇の恩恵は多くの一般的な家計には十分に及ばない可能性が高いが、住宅価格の上昇が恩恵をもたらすとしたら、多くの一般的な家計に及ぶ可能性があるからである。しかも、現実には持家の担保価値増大と期を同じくして、住宅ローンの借換えなど家計行動の明らかな変化が観察されるためである。

3. 世帯レベルでの家計における住宅の重要性

図表 - 9 ~ 11は世帯ベースの調査結果から家計の資産・負債保有の平均像を見たものである。

図表 - 9 世帯ベースの日本家計の資産・負債(99年)

正味資産額(中位値)	2,382.6	
正味資産額(平均値)	3,868.9	(100%)
金融資産	1,304.2	(34%)
株式	160.8	(4%)
実物資産	2,996.2	(77%)
持家	2,318.7	(60%)
負債	-431.5	(-11%)
住宅ローン	-373.9	(-10%)

(注)単位：万円、対象は単身世帯を含む総世帯
(資料)総務省「全国消費実態調査」

図表 - 10 世帯ベースの米国家計の資産・負債(2001年)

正味資産額(中位値)	86.1	
正味資産額(平均値)	395.5	(100%)
金融資産	189.0	(48%)
株式	40.8	(10%)
実物資産	261.0	(66%)
持家	122.1	(31%)
負債	-54.4	(-14%)
住宅ローン	-40.9	(-10%)

(注)単位：千ドル、対象は単身世帯を含む総世帯
(資料)FRB「Survey of Consumer Finances」に基づいて作成

図表 - 11 世帯ベースの英国家計の資産・負債(2001年)

正味資産	123,807	(100%)
金融資産	79,814	(64%)
うち有価証券	17,477	(14%)
実物資産	62,554	(51%)
うち住宅	57,816	(47%)
負債	-18,561	(-15%)
うち住宅ローン	-5,615	(-5%)

(注)単位：ポンド、対象は単身者を含む18~64歳の被相続人のすべて。
(資料)英国Inland Revenue資料に基づいて作成

明らかなのは、日本・米国・英国のいずれにおいても、単一の資産として最も高額な資産は持家であるということである。日本と米国に関しては、債務の大半が住宅ローンであることも明白である。また、マクロ統計数値から株式保有に積極的というイメージが強い米国家計に関して、図表 - 10の調査結果では株式全体の正味資産に占める割合は10%にとどまっている。フォーブス誌に氏名が掲載されるような超資産家

図表 - 12 日本・米国・英国の持家と株式を保有する世帯の割合 (%)

持家	国	調査年次	調査対象	全体	35歳未満	35～44歳	45～54歳	55～64歳	65～74歳	75歳以上
	持家	日本	1999	2人以上世帯	77.0	36.8	67.7	83.8	88.7	90.5
単身含む総世帯				66.7	20.9	60.7	76.7	81.8	84.2	80.1
米国		2001	単身含む総世帯	67.7	39.9	67.8	76.2	83.2	82.5	76.2
英国		2000/2001	単身含む総世帯	69.0	53.1	74.0	77.0	77.6	72.0	63.7

株式等	国	調査年次	調査対象	全体	35歳未満	35～44歳	45～54歳	55～64歳	65～74歳	75歳以上
	株式等	日本	2003	2人以上世帯	18.6	-	-	-	-	-
1999			2人以上世帯	19.0	7.6	14.3	19.0	25.0	25.0	22.6
米国		2001	単身含む総世帯	21.3	17.4	21.6	22.0	26.7	20.5	21.8
英国		2000/2001	単身含む総世帯	25.0	17.7	25.0	30.0	32.1	27.0	21.3

(注) 日本の株式等には株式投信を含み、英国の株式等には社債・地方政府債・外債を含む。斜体数値は年齢階層区分を統一するため、標本世帯数を用いて加重平均した推計値

(資料) 総務省「全国消費実態調査」FRB「Survey of Consumer Finances」英国国家統計局「Family Resources Survey」ほか

は調査対象としていないが、全体としては高所得世帯や資産家を多めに含む調査であるにも関わらずである。

ここでの平均値は、資産や負債の種類、あるいは総額において金額がゼロという世帯も含まれた上での全世帯の平均値である。すなわち、保有している世帯の平均値に保有している世帯の割合(確率)を乗じた値と言い換えられる。したがって、平均値が高くても保有している世帯の割合が低ければ、全体の平均値は標準的世帯の姿を示さない。

そこで、持家と株式に焦点を絞って、保有世帯の割合を比較したのが、図表 - 12である。

3カ国ともに、持家世帯の割合は約7割であるが、株式を保有する世帯の割合は2割前後と少数派にとどまっている。年齢階層別のパターンについても、持家・株式ともに年齢が高くなるにつれて保有確率が高まる点で共通している。毎年の所得からの貯蓄の集積が資産であり、総資産は引退直前にピークに達するため、総資産の増大とともに資産保有におけるリスク許容度が高まっていくことを反映していると思われる。

他方、余命が短くなれば、資産価格変動に対する許容度は低下すると考えられ、株式保有の確率は引退後は低下していくのが自然だが、日本ではそうした傾向は顕著でない。また、35歳未満における持家率に関して、相対的に英国が

高く、日本が低いことも差異として指摘できる。

しかし、総合的に判断して、いずれの国の場合も、標準的な家計のライフ・サイクルにおいて持家が最も重要性の高い資産と言ってよいであろう。その意味で、米国や英国の家計が住宅価格の変動を契機にバランス・シートを再構築したり、消費と貯蓄の配分を変えたりしているのならば、きわめて理にかなっている。同じような環境にあれば、日本の家計が同様の行動をとることは十分にあり得る。

景気への影響という意味では、身近な存在であるが故に、家計消費に対して広範な資産効果を及ぼす可能性のある住宅に関して、政策当局が価格動向を注視するのは当然であろう。

図表 - 13 日本・米国・英国の持家世帯と借家世帯の資産格差と所得格差

日本 (1999年)		持家世帯	借家世帯
	正味資産額(中位値)	3,781.2	-
正味資産額(平均値)	5,405.7	795.5	
年収(平均値)	733.5	480.9	

米国 (2001年)		持家世帯	借家世帯
	正味資産額(中位値)	171.7	4.8
正味資産額(平均値)	558.1	55.0	
年収(平均値)	85.1	32.2	

英国 (2001/02年)		持家世帯	借家世帯
	週間収入(中位値)	390	公営: 160
週間収入(平均値)	490	民間: 240	

(資料) 前掲資料及び英国国家統計局「Housing Statistics 2003」

ただし、分配面では、住宅を所有しているか否かで極めて大きな格差が存在するというのも忘れてはならないであろう。

4. 担保価値の増大と住宅ローン借換え

前述のとおり、米国と英国では、低金利と持家の担保価値増大を背景に、住宅ローンの増額を伴う借換えが近年大幅に増加している。この借換えの影響を正確に知るには同一の世帯を数年にわたって追跡調査しなければならないが、そのような調査統計は利用できない。そこで、住宅ローンのある持家世帯全般を対象として別の角度から検討することにしたい。

まず、基本的事実として、住宅ローンのある持家世帯は、それが無い持家世帯よりも所得水準が高いということを認識すべきであろう。借りる側にも貸す側にも、返済の目処があるからこそローンが実現するのであり、将来の所得増

図表 - 14 日本・米国・英国の住宅ローンのある持家世帯と住宅ローンのない持家世帯の所得比較

	日本	米国	英国
調査年次	2002	2001	2001/2002
所得の種類	平均年収(万円)	中位年収(ドル)	平均週間収入(ポンド)
住宅ローンのある持家世帯	776	60,942	560
世帯数割合	47%	62%	59%
住宅ローンのない持家世帯	624	30,225	390
世帯数割合	53%	38%	41%

(注)日本は2人以上の勤労者世帯の数値

(資料)総務省「家計調査」、米国センサス局「American Housing Survey for the United States: 2001」、英国国家統計局「Housing Statistics 2003」に基づいて作成

図表 - 15 日本・米国・英国の住宅ローン利用開始時の標準像

国(調査年次)	日本(2002)	米国(2002/2003)	英国(2002)
住宅価格の年収比(倍)	5.47	2.48	3.54
借入資金割合(%)	76.0	75.1	65.9
借入の年収比(倍)	4.16	1.86	2.33
返済年数(年)	31.9	27.3	23
第1次取得者の割合(%)	88.9	40	31.9

(資料)住宅金融公庫「公庫融資利用者調査報告(建売住宅購入融資)」、Federal Housing Finance Board「Monthly Interest Rate Survey」、National Association of Realtors「Profile of Home Buyers and Sellers」、英国国家統計局「Housing Statistics 2003」

やきちんとした返済計画に裏打ちされているのならば、所得と比べて高額なローンを抱えていること自体は決して悪いことではない。

住宅取得費に占めるローンの割合や返済年数など借入開始時の3カ国比較をみると、日本の家計の方が大胆な設定をしている。その後の元金返済や利子支払いが所得に占める割合についても、日本の家計の方がやや高い^(注3)。

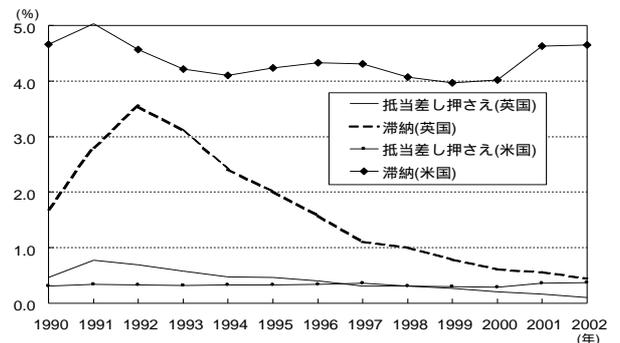
図表 - 16 日本・米国・英国の住宅ローンのある持家世帯における返済金の所得に対する割合

国	日本	米国	英国
調査年次	2002	2001	2000/2001
(税引前所得比、%)	16.7	13.3	14

(資料)日米は図表 - 14と同じ。英国はODPM「Housing in England」

返済がきちんとなされているかどうかに関して、滞納や抵当差し押さえの件数が総住宅ローン件数に占める割合の推移を見ると、英国に関しては2002年まで低下傾向を続けている。米国では2001年以後やや水準が高まっているが過去と比べて著しく高いという状況にはない。今後問題が生じるとしたら、失業したり、所得が大幅に減少したりする場合であろう。

図表 - 17 米国・英国における住宅ローン返済の延滞と抵当差し押さえの割合



(資料)米国住宅都市開発局「U.S. Housing Market Conditions」、英国国家統計局「Housing Statistics 2003」に基づいて作成

米国と英国の住宅ローンを巡る近年の経済環境に関して、特に重要なのは、住宅価格の上昇と金利低下である。住宅価格の上昇は持家を初めて取得する「第1次取得者」にとっては明ら

かに困難な状況となるが、すでに持家を保有している世帯が担保価値増大を住宅ローンの増額や借換えという形で利用するのに好都合である。特に、住宅価格上昇率の高い英国では、住宅購入者に占める第1次取得者の割合が低下する一方、住宅ローン利用者における55歳以上の割合が上昇している。対照的に、日本では第1次取得者の割合が近年増加している。

図表 - 18 米国と英国の新規住宅ローンに占める借換えの割合(%)

	英国			米国
	広義借換え		借入増額	借換え
	狭義借換え			
1996年	31.7	28.0	3.7	28.8
1997年	21.3	17.9	3.4	29.2
1998年	28.9	25.6	3.4	50.3
1999年	28.8	24.6	4.3	35.7
2000年	33.8	28.4	5.4	19.3
2001年	37.4	31.3	6.1	56.6
2002年	42.9	36.9	6.0	59.3
2003 Q1	55.8	48.5	7.4	70.9
Q2	55.8	48.6	7.2	-
Q3	49.4	42.4	7.0	-

(資料) Council of Mortgage Lenders 「Survey of Mortgage Lenders」, Mortgage Bankers Association of America 資料

また、米国、英国ともに新規の住宅ローンに占める借換えの割合が大幅に上昇している。金利が低下しているので、借換え時にローンを増額しても今後の返済負担は実態的に重くならない。米国では、元来、固定金利方式を選択する家計が多い(87%)が、低利のうちに固定金利方式で借換える世帯が増えている。意外なことに、英国の場合は、変動金利方式が従来から主流(73%)である(注4)。日本と米国では元金返済と利子支払を同時に行うのが一般的であるのに対して、英国では満期までは利子支払のみという返済形態が既契約の36%を占めているので、金利が上昇した場合の負担感も元金返済がない分小さいのかもしれない。ただし、新規借入ではこの形態は10%にまで低下している。

ところで、借換えに関して重要なのは何の目的でなされるかである。増額を伴う借換えを行

い、現金の形で一旦引き出す場合には、それを何に用いるかが重要である。

図表 - 19 米国家計が住宅ローン借換えをした理由

全対象世帯(千世帯)	11,133
低い借入金利への切り替え	8,877
現金の獲得	1,579
返済期間の繰上げ	1,318
返済期間の延長	319
到来した満期の更新	204
その他	1,504

(注) 複数回答可能。

(資料) 米国センサス局 「American Housing Survey for the United States: 2001」

持家を資産とみなしていなかったり、住宅価格上昇を恒久的な価値増大と認識したりしないのならば、家計の行動変化は起こらない。また、住宅価格の上昇に伴う資産価値増大を単に生涯消費可能額の増加と認識しているのならば、住宅ローンの借換えなどせずに気前よく消費するというだけでよいはずである。逆に言えば、借換えという方法をとること自体が、消費増だけを目的とした単純なものではないことの証しと言えよう(注5)。

マクロベース、世帯ベースを問わず、正味資産の変化に関して成立する次の2つの恒等式が、この問題の答えの範囲を限定してくれる。

$$\text{正味資産の増加額} = \text{貯蓄} + \text{各種資産のキャピタル・ゲイン} = \text{可処分所得} - \text{消費} + \text{各種資産のキャピタル・ゲイン}$$

$$\text{正味資産の増加額} = \text{金融資産の増加額} + \text{実物資産の増加額} - \text{負債の増加額} = \text{金融資産の増加額} + \text{持家の増加額} + \text{持家以外の実物資産の増加額} - \text{住宅ローンの増加額} - \text{住宅ローン以外の負債の増加額}$$

言うまでもなく、式は正味資産増加の源泉を示し、式はバランス・シートの構成変化を示すものである。両者を統合して変形すれば、次の式が得られる。

$$\text{各種資産のキャピタル・ゲイン} + \text{住宅ローンの増加額} = \text{金融資産の増加額} + \text{持家の増加額} + \text{持家以外の実物資産の増加額} + \text{住宅ローン以外の負債の減少額} + \text{消費} - \text{可処分所得}$$

住宅価格が上昇すれば、式の左辺のキャピタル・ゲインと右辺の持家の増加額が同額生じる。借換えは、これを契機として自発的に住宅ローンの額を増やすこと、左辺の住宅ローンの増加額を正の値にすることである。このとき、右辺においては、必然的に金融資産の増加、持家の増加、持家以外の実物資産の増加、住宅ローン以外の負債の減額、消費の増加のいずれかを伴う^(注6)。消費の増加以外は、バランス・シート of 再構築に関わるものである。

実際に借換えで得た資金の用途に関するアンケート調査の回答を見ると、一部は確かに消費に用いられている。住宅価格が下落に転ずれば、こうした効果は確実に剥落するであろう^(注7)。

図表 - 20 住宅ローン借換えで得た資金の用途(米国)

	件数ベース	金額ベース
他の債務の返済	51	26
持家の増改築	43	35
消費	25	16
金融資産への投資	13	11
他の実物資産への投資	7	10
租税支払	2	2

(注)単位：%、複数回答可能。2001～2002年調査
(資料)FRB「Mortgage Refinancing in 2001 and Early 2002」
『Federal Reserve Bulletin』2002年12月号

図表 - 21 住宅ローン借換えで得た資金の用途(英国)

持家の増改築	76
持家に付帯する耐久財の購入	22
自動車	7
他の財	5
余暇	5
消費全般	10
その他	15

(注)単位：%、複数回答可能。98～2000年調査
(資料)イングランド銀行「Mortgage equity withdrawal and consumption」
『Quarterly Bulletin Spring 2001』

他方、他の債務の返済や他の資産への投資は、現時点で意味を持つだけでなく、今後の経済環境が悪化した際の予防策としても機能する。利払い総額を軽減しておけば、所得が減少しても返済を続けられるし、流動資産を積み増しておけば、失業した時の備えになるからである。

消費者信用市場が発達している米国や英国においても、担保のある住宅ローン以外は高額

の借入はできないし、利用したらどうしても高金利を受け入れざるを得ないという点では、日本の家計が置かれている状況と同じである。

日本の家計は、金利低下時に住宅ローンの繰り上げ返済を行うという形でのバランス・シート of 再構築はこれまでも行っており、環境さえ整えば、持家の資産価値の変動に対しても、それを契機とした米国や英国のような借換え行動をとる可能性は十分にあると言えるであろう。

5. おわりに

住宅価格や地価の動向だけを見れば、日本と米国および英国は極めて対照的な状況にある。

しかし、家計と持家の関係を冷静に観察すれば、3カ国の共通点も非常に多い。特に重要な事実は、第1に、標準的な世帯にとって、最大の資産は持家であるという点である。第2は、持家という担保のある住宅ローンは家計が持つことのできる最大の負債であり、同時に、金利面や契約内容の変更可能性など家計にとって利便性の高い資金調達手段だという点である。

また、米国と英国においては、それらの結果として、持家の資産価値の上昇は、家計に消費拡大の可能性を与えるだけでなく、住宅ローンの増額を伴う借換えによって、様々な資産と負債を能動的にコントロールする契機になっている。日本の家計についても、米国や英国との共通性の多さを考えると、条件が整えば、同様の行動が実現する可能性は十分にあると言える。

日本における現状の住宅ローン借換えは、米国や英国のような趣旨のものではなく、住宅ローン提供機関の変更という色彩が強い。また、地価が上昇していないので、担保価値の増大を契機とした借換え自体が困難である。しかし、柔軟に考えれば、担保価値の減少に対応した借入額の実態的減額を伴う日本流の借換えは行わ

れてもよいであろう。

実は、それが可能な住宅ローンは「住み替えローン」として既に登場している。「住み替えローン」は必ずしも低額住宅への住み替えに限定されるものではないが、現在の持家の資産価値が住宅ローンの残額を下回っている場合など、現住宅よりも低額の住宅へと買い替えれば、買い替え差額分だけ、清算後の債務は従前の債務より減額することになる。住宅ローン利用者の返済能力に見合った住宅への減額住み替えは、借り手と貸し手の双方に有益であろう。

日本の住宅市場や家計と持家との関係において、米国や英国と決定的に異なる点を挙げるとすれば、それは中古住宅の流通性の低さである。日本では取引される住宅の大半が新設住宅であるが、米国や英国の場合は中古住宅である。

図表 - 22 日本・米国・英国の中古住宅取引戸数

国	日本	米国	英国
調査年次	1997	2002	2002
新設住宅戸数比(倍)	0.12	3.67	7.36

(資料) 総務省「住宅土地統計調査」米国センサス局「New Residential Sales」英国国家統計局「Housing Statistics 2003」等に基づいて作成

米国や英国の家計はライフ・サイクルや経済状態に応じて何度も住居を変える。そうした住み替えの際は、事前事後の変化額が小さい場合でも、取引に必要な資金の調達や移動を伴い、住宅市場と金融市場とは必然的に結びつく。現在の持家が円滑に売買できるという条件が満たされているからこそ、住宅価格の上昇を契機に、バランス・シートの見直しや消費拡大など能動的な選択行動が可能になると言えるのである。

米国や英国における近年の住宅ローンの借換え増加も、当該家計にとっては、与えられた経済環境の下で自然に選択した結果であって、ブームに乗ったということではないであろう。

金融面での裏づけも含めて、家計が自分と住宅との最も望ましい関係を多様な選択肢の中から選択できるようにするためには、日本の中古住宅市場の活性化は急務である。

最後に、米国と英国に関して住宅価格反落のリスクを懸念する声が高まる中、米国では借換えのペースも鈍化しつつある。それでも、下落に転じた場合には、当然ながら、消費と住宅投資を下押しする力が働く。万一、家計のバランス・シート再構築が全くなされていなければ、これまでの価格上昇幅が大きく、若年層の持家率も高い英国では、特に強い影響を受けるはずである。逆に言えば、これまでの家計行動の適切さは、ショックがどれだけ緩和されるかによって、はからずも検証されることになるであろう。両国の住宅価格の動向とその家計への影響は、以前にも増して注目されることである。

-
- (注1) 貯蓄率が低下してもプラスの値である限り、正味資産に対する増加要因となるので、正味資産減少の直接的原因はキャピタル・ロスである。また、高齢者が取り崩すのは金融資産であって実物資産ではないのに、家計部門の金融資産増加と実物資産減少が生じているのは、高齢者が取り崩す以上に現役世代が金融資産を蓄積しているからであり、現役世代の新設住宅投資以上に宅地のキャピタル・ロスが大きいためである。
 - (注2) 経済産業省の「資産デフレが企業・家計に及ぼす影響」(2003年10月)によると、土地保有者の42.1%が地価下落によって消費を減少させたと回答している。
 - (注3) 本来は、持家から発生する帰属家賃を所得に加味すべきであるが、英国の世帯レベルでの帰属家賃データが得られなかったため、単純に現金収入(税引前所得)に対する割合で比較した。
 - (注4) 住宅ローン利用者が契約後に自由に月々の返済額や支払中断期間の設定を行えるという意味での「flexible mortgage」の利用割合は24%にとどまっている。
 - (注5) ただし、住宅以外の使途目的でなされる住宅担保ローン(Home Equity Loan)が米国家計の住宅ローン残高に占める割合は90年代後半から上昇を続け、2003年6月には14%に達している。
 - (注6) イングランド銀行が公表している「Mortgage Equity Withdrawal」指標は、主たる部分が住宅ローンの増加額・住宅投資額として定義されることから明らかのように、この恒等式を利用したものである。
 - (注7) 借換えではなく、高額な持家への買い替えや投資用物件に関する借入増額の一部には、更なる値上がり益を狙った住宅投資も含まれており、住宅価格下落時はこれらの急減が予想される。