

# 経済調査 レポート

## 国際比較で見る家計の 貯蓄率と資金フローの動向

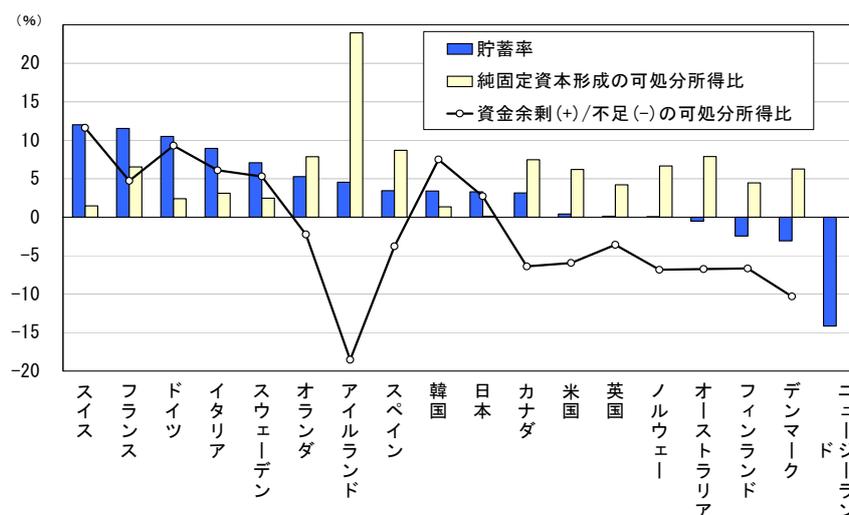
—世界的な住宅ブーム終焉で基調は再び変わるのか？

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】

- ・ 国民経済計算ベースの家計貯蓄率と OECD の住宅価格統計が利用可能な OECD18 カ国のうち、日本、韓国、ドイツ、スイスを除く 14 カ国においては、90 年代後半から 2006、2007 年まで住宅ブームが続き、可処分所得に対する固定資本形成の割合は大幅に上昇した。この間、実質住宅価格の上昇に並行して家計貯蓄率が低下する関係がほぼ全期間続いた米国・英国だけでなく、高齢化の進行と実質住宅価格上昇が両方生じたカナダ、イタリア、オランダ、スペイン、オーストラリア、ニュージーランドでも貯蓄率の低下傾向が見られる。
- ・ 貯蓄と投資の両面から資金不足の拡大（資金余剰の縮小）の力が働いた上記 8 カ国のほか、急速な高齢化による貯蓄率低下が起きた日本・韓国、住宅投資が顕著に増加したアイルランドと、フィンランドを加えた 12 カ国において、家計の資金収支は赤字拡大（黒字縮小）の基調が続いた。しかし、住宅ブームを経験したすべての国において、現在の実質価格はすでに下落へと転じ、実質住宅投資もピークアウトしている。貯蓄率が反転上昇するまでにはまだ時間を要するが、消費の増勢が鈍化した国が増えるなど、家計の資金収支を改善させる力は働き始めている。

家計の貯蓄率、純固定資本形成と資金過不足(2006年)



(資料)各国政府統計に基づいて作成

## はじめに いま、家計貯蓄率に注目するのはなぜか？

日本の家計貯蓄率（国民経済計算体系における家計部門の貯蓄率。純概念<sup>1</sup>）は、かつては高いことが国際的な“常識”とされ、1955～1998年をカバーする旧基準（68SNAベース）の国民経済計算統計では常に2桁の数字を維持していた。しかし、新基準（93SNAベース）に切り替わると、2000年以降は10%を上回ることは1度もなくなったばかりか、下落基調が続き、最新（2006年）実績値は3.3%にまで低下している。

このような家計貯蓄率の低下は欧米諸国でも観察される現象であり、幾つかの国では消費が可処分所得を上回って、家計貯蓄率がマイナスとなっているほどである。こうした現象の要因として、ごく最近まで続いていた世界的な住宅価格上昇に伴う資産効果によって所得の伸び以上に消費が促進され、家計貯蓄率が低下するメカニズムが働いてきた可能性が一般的に指摘されている。そして、住宅投資と消費が増加し、貯蓄が減少すれば、家計の資金フロー（資金収支）は資金不足（赤字）拡大、ないしは資金余剰（黒字）縮小となるはずである。このとき、企業の資金過不足や、政府の資金過不足—すなわち、財政収支が変わらなければ、国全体の資金過不足に等しい経常収支に関しても、赤字拡大、ないしは黒字縮小が起きることになる。

現実には、住宅価格の上昇と家計貯蓄率の低下が同時に起きた国ばかりではない。日本のように住宅価格は上昇しなかったのに貯蓄率が低下した国があるように、それとは反対に、著しい住宅価格上昇が起きたが、家計貯蓄率はほとんど変化しなかった国もあるかもしれない。さらには、住宅投資と消費の大幅な拡大によって家計の資金収支は赤字が拡大、ないしは黒字が縮小する一方で、企業や政府の資金収支が改善したために、国全体の資金フローはあまり変化していない国も存在するであろう。

すでに世界的な住宅ブームは終焉し、公的な住宅価格統計が利用可能なすべての先進国において、住宅価格を消費者物価で除した実質価格は横ばいか下落基調へと転じている。しかし、これまでの住宅価格上昇が家計貯蓄率や資金フローに与えた影響が国によって微妙に異なっているとすれば、実質住宅価格の基調変化が持つ意味も、当然、国によって異なるはずである。また、住宅価格は、上昇時には貯蓄率押し下げ要因として、下落時には押し上げ要因として働くと考えられるが、高齢化が進行している国では、可処分所得を超える金額の消費を行う高齢者が増えることによって、貯蓄率を押し下げる力が常に働いているはずである。もちろん、この高齢化の進行速度も国によって異なっている。

本稿では、以上の問題意識に基づいて、1990年代半ば以降、OECD各国における家計貯蓄率がどのように推移してきたのか、住宅価格の動向や高齢化の進行と関連づけながら、共通点を探ることにしたい。その結果としての資金フローの変化についても、家計を中心に分析検討し、最後に、住宅価格、住宅投資、消費の最新の状況についての事実を整理したい。分析対象国は、国民経済計算ベースの家計貯蓄率とOECDによる住宅価格統計がともに利用可能な先進国<sup>2</sup>、すなわち、オーストラリア、カナダ、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、イタリア、アイルランド、日本、韓国、オランダ、ニュージーランド、ノルウェー、スペイン、スウェーデン、スイス、英国、米国の18カ国である。

<sup>1</sup> 固定資本減耗の控除後という意味での純貯蓄（Net savings）。貯蓄率＝貯蓄（純）÷（可処分所得（純）＋年金基金年金準備金の変動（受取））。なお、OECDの「Economic outlook」は、デンマーク・スペイン・英国等に関して、「Net savings」ではなく、「Gross savings」の貯蓄率を掲載しているが、当該国の原統計から純概念の貯蓄率が算出できる。

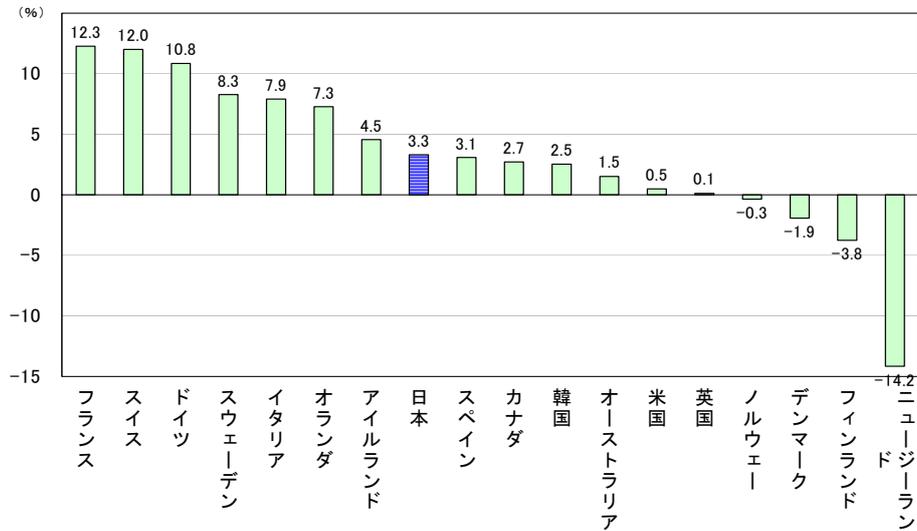
<sup>2</sup> IMFの「World Economic Outlook」では、米国・日本・カナダ・オーストラリア・ニュージーランドと、ユーロ加盟15カ国、英国・デンマーク・ノルウェー・スウェーデン・スイス・アイスランド・イスラエルのほか、韓国・香港・台湾・シンガポールを先進国としている。このうちのOECD加盟国で家計貯蓄率と住宅価格が利用可能な国が分析対象である。

## 1. 2006年までの10年間における家計貯蓄率の変化

### 1-1. 3パターンに分類できる過去10年間における家計貯蓄率の変化

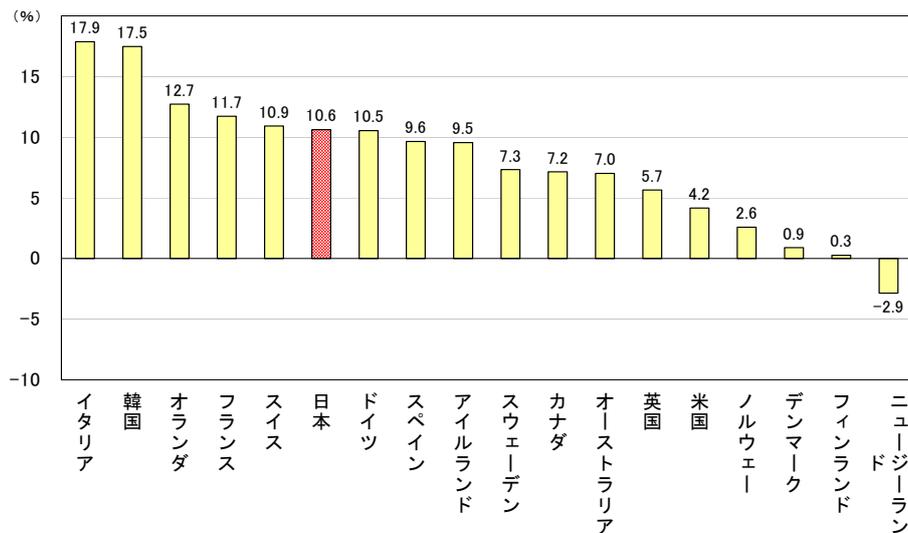
3.3%という現在の日本の家計貯蓄率は、分析対象の18カ国の中では高い方から8番目<sup>3</sup>の順位にとどまっている（図表-1）。しかし、1996年においては、順位は現在とさほど変わらない6番目だったものの、貯蓄率は10%を超えていた（図表-2）。日本の家計貯蓄率がその後の10年間に7.3%ポイントも低下したのに、順位の下がり方が小さいのは、他の国でも貯蓄率低下が起きたからである。例えば、家計貯蓄率が10%を上回る国は、1996年当時は7カ国あったが、現在はフランス、スイス、ドイツの3カ国にとどまっている。逆に、ゼロを下回る国はニュージーランド1カ国のみだったが、フィンランド、デンマーク、ノルウェーを加えた4カ国に増えている。

図表-1 家計貯蓄率の最新実績値



(注)最新実績値は、日本、スイス、アイルランド、英国、ニュージーランドのみ2006年、他は2007年の計数  
(資料)各国政府統計、OECD「National Accounts」に基づいて作成

図表-2 1996年の家計貯蓄率

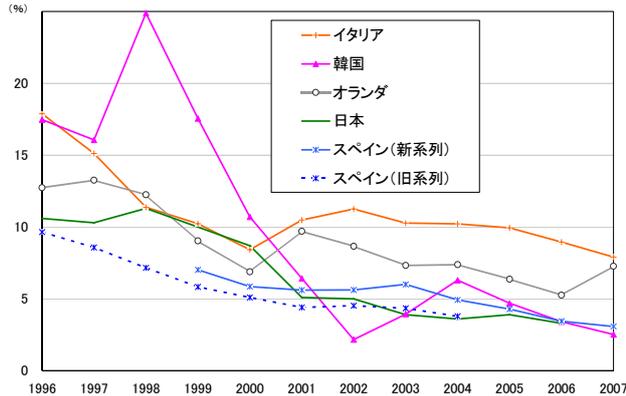


(資料)前掲図と同じ

<sup>3</sup> OECDの住宅価格統計が利用できないために分析対象から除外した国—オーストラリア (9.7%)、ベルギー (7.5%)、ポルトガル (2.9%)、ギリシャ (-7.3%) を加えれば、日本は22カ国中の10番目である。

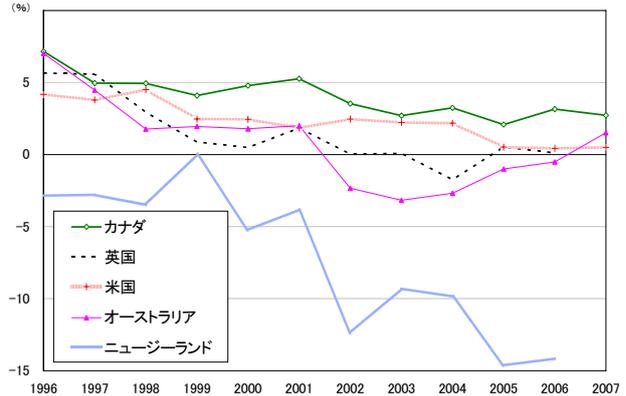
2006年までの10年間に於いて貯蓄率の顕著な低下があったかどうかに着目すると、18カ国は、持続的な低下傾向が明瞭に観察される10カ国（グループA）、持続的な低下はないが短期間に大きな変動があった5カ国（グループB）、ほとんど変動のなかった3カ国（グループC）に分類することができる。このうち、グループAは、1996年当時は高めの貯蓄率だったが、大幅な低下が生じたイタリア、韓国、日本、オランダ、スペイン（サブグループA<sub>1</sub>）と、もともとの貯蓄率も高くなかったがさらに低下したカナダ、英国、米国、オーストラリア、ニュージーランド（サブグループA<sub>2</sub>）とに分けることもできる（図表-3、4）。

図表-3 低下傾向が明瞭な国(A<sub>1</sub>)の貯蓄率



(注)スペインの新系列は1999～2007年、旧系列は96～2004年  
(資料)前掲図と同じ

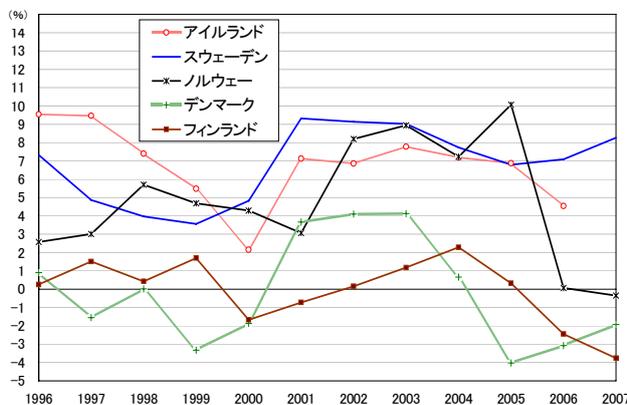
図表-4 低下傾向が明瞭な国(A<sub>2</sub>)の貯蓄率



残り8カ国のうち、図表-5に掲げるグループBの5カ国については、変化が起きなかったのとは逆に、変動は大きく、わずか数年の間に大きな上昇、下落を経験している。例えば、アイルランドでは1997～2000年にかけての3年間に7.3%ポイント、ノルウェーでは2005～2007年の2年間に10.4%ポイントもの下落が生じた。同様に、デンマークでは2003～2005年の2年間に8.1%ポイント、フィンランドでは2004～2007年の3年間に6.1%ポイントの下落があった。これらと比べれば小幅ながら、スウェーデンでも、1995～1999年の4年間に5.9%ポイントの下落があり、続く1999～2001年の2年間には5.7%ポイントの上昇が起きている。

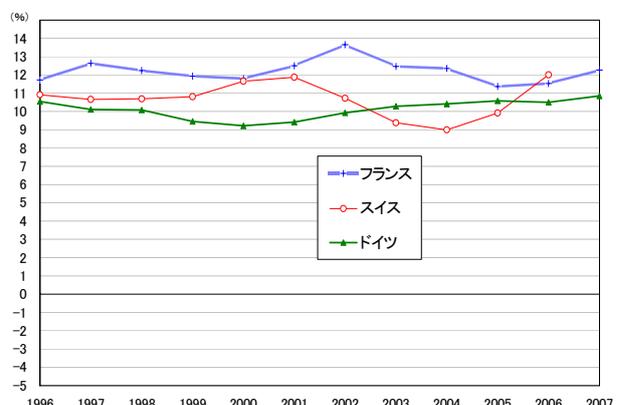
結局、過去10年間の貯蓄率がほとんど変化しなかったか、小幅な上下変動にとどまったグループCに属するのは、フランス、スイス、ドイツの3カ国のみである（図表-6）。

図表-5 短期間に上昇下落した国(B)の貯蓄率



(資料)前掲図と同じ

図表-6 ほとんど変化しなかった国(C)の貯蓄率



## 1-2. 住宅価格上昇、高齢化進行と家計貯蓄率低下の関係

家計貯蓄率の変化について分類した3グループは、住宅価格の上昇と高齢化の進行に関して、フランスを例外として、グループ毎に共通の傾向を持っている。その関係をまとめたのが図表-7である。

図表-7 グループ毎の住宅価格の変化と高齢化の進行状況(1996~2006年)

		貯蓄率変化の傾向			実質住宅価格の変化		高齢化の進行 (65歳以上人口の割合)		
		(タイムトレンドによる回帰)		(安定性)	ブームの有無	2006年/96年	2006年	1996年	差
		1年間の変化	決定係数	変動係数					
グループA	韓国	-1.88	0.69	0.69	×	0.96	9.5	6.1	3.4
	ニュージーランド	-1.35	0.77	-0.68	○	1.72	12.4	11.5	0.9
	日本	-0.92	0.87	0.45	×	0.68	20.8	15.1	5.7
	オーストラリア	-0.79	0.70	3.57	○	1.83	13.3	12.0	1.3
	オランダ	-0.74	0.81	0.29	○	1.87	14.4	13.3	1.1
	スペイン(旧系列)	-0.71	0.89	0.17	○	2.17	16.7	15.6	1.1
	スペイン(新系列)	-0.41	0.83	0.19	○				
	イタリア	-0.60	0.51	0.24	○	1.46	19.6	16.6	3.0
	英国	-0.58	0.68	1.51	○	2.42	16.0	15.9	0.1
	カナダ	-0.37	0.73	0.33	○	1.50	13.2	12.1	1.1
米国	-0.36	0.81	0.51	○	1.52	12.4	12.7	-0.3	
グループB	アイルランド	-0.24	0.15	0.30	○	3.22	11.1	11.4	-0.3
	フィンランド	-0.11	0.06	4.98	○	1.95	16.3	14.4	1.9
	デンマーク	-0.06	0.00	-90.6	○	2.01	15.3	15.1	0.2
	ノルウェー	0.30	0.10	0.56	○	2.00	14.7	15.8	-1.1
	スウェーデン	0.30	0.22	0.30	○	2.00	17.3	17.5	-0.2
グループC	スイス	-0.06	0.04	0.09	×	1.03	16.1	15.3	0.8
	フランス	-0.03	0.02	0.05	○	1.96	16.4	15.4	1.0
	ドイツ	0.05	0.10	0.05	×	0.79	19.7	16.3	3.4

(注)タイムトレンドによる回帰は、家計貯蓄率=定数項+回帰係数×タイムトレンドという関係を最小二乗法で推計した結果。

1年間の変化は回帰係数。回帰係数が負で、推計式の決定係数が0.5以上の国を低下傾向が明瞭なグループに分類した。

家計貯蓄率の変動係数=家計貯蓄率の標準偏差÷家計貯蓄率の平均

(資料)家計貯蓄率は各国政府統計、もしくはOECD「National Accounts」、実質住宅価格はOECDの「Economic outlook Vol.83」、65歳以上人口の割合は、OECD「Health at a glance」

まず、家計貯蓄率が1996~2006年の10年間ほとんど変化しなかったグループCの3カ国(表中、タイムトレンドによる家計貯蓄率の回帰式の決定係数、及び家計貯蓄率の変動係数がともに低い国)のうち、ドイツとスイスはこの期間に住宅ブームが起きなかった国である。90年代半ばから2006、2007年までの間、著しい住宅価格の上昇が世界各国で見られたが、このブームから外れていた先進国は、ドイツ、スイスのほかには、グループAの中の日本と韓国があるのみである。

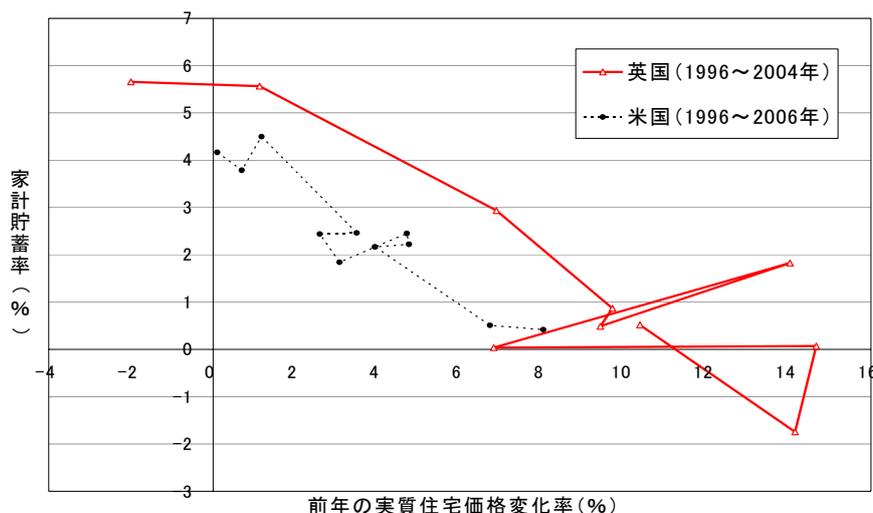
その日本と韓国では、住宅価格を消費者物価で除した2006年の実質価格が1996年と比べて上昇していないにもかかわらず、すなわち、住宅の資産効果による消費刺激効果は働いていないはずなのに、可処分所得以上に消費が増え、貯蓄率が大幅に低下している。実は、65歳以上人口の割合で見た高齢化の進行が最も急速だった上位2カ国が日本と韓国であり、この2カ国の貯蓄率低下は高齢化によるものと考えられる。分析対象とした18カ国は世界の中でも65歳以上人口の割合が高い国が多く、1996年時点で15%以上だった国は10カ国、10%以上ならば17カ国が該当する。15.1%の日本は上から10番目の高さだったが、その後の急速な上昇によって2006年には20.8%に達し、この18カ国の中で、そして世界の中で最も高い国となっている。

日本と比べれば、欧米先進国の大半では、高齢化は緩やかな速度で進行している。それどころか、2006年までの10年間に限れば、65歳以上人口の割合がほとんど上昇していない国が2カ国、逆に、低下し

た国が4カ国もある。この6カ国の内訳は、顕著な貯蓄率低下があったグループA（表中、タイムトレンドによる家計貯蓄率の回帰係数が負で、推計式の決定係数が0.5以上の国）に属する米国と英国、貯蓄率が持続的に低下したとは言えないが、短期間に大きな変動があったグループB（表中、タイムトレンドによる家計貯蓄率の回帰式の決定係数は低い、家計貯蓄率の変動係数が高い国）に属するアイルランド、ノルウェー、デンマーク、スウェーデンである。

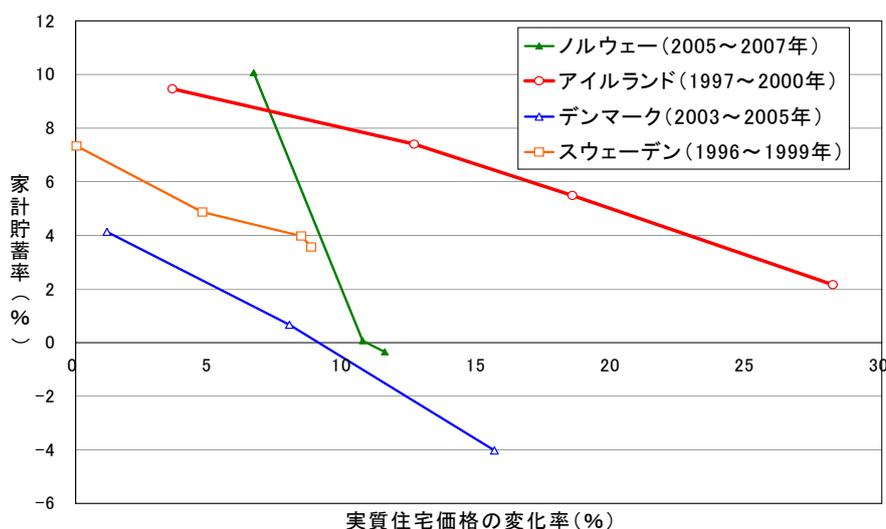
高齢化の進行に伴う貯蓄率押し下げ効果が働かなければ、家計貯蓄率に対する住宅価格の影響はストレートに現れやすいであろう。実際、上記の6カ国のうち、実質住宅価格の持続的な上昇期間が長かった米国と英国では、家計貯蓄率と実質住宅価格上昇率の間には強い逆相関関係が観察される（図表-8）。

図表-8 米国と英国における家計貯蓄率と実質住宅価格変化率の関係



(資料)米国商務省「Survey of Current Business」、英国国家統計局「Bluebook」、OECD「Economic Outlook Annex Tables」に基づいて作成

図表-9 アイルランド、ノルウェー、デンマーク、スウェーデンにおける家計貯蓄率と実質住宅価格変化率の関係



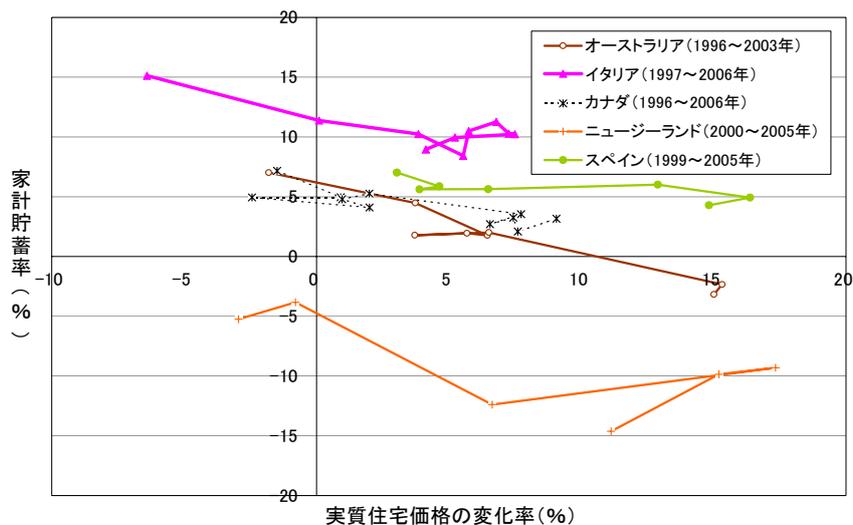
(資料)家計貯蓄率は各国政府統計、実質住宅価格上昇率は OECD「Economic Outlook Annex Tables」に基づいて作成

また、65歳以上人口の割合とは異なって、住宅価格は短期的に大きく変動することがあるため、その際に貯蓄率に大きな変動をもたらす可能性が高い。貯蓄率の低下傾向は続かなかつたかわりに、短期間に大きく変動したアイルランド、ノルウェー、デンマーク、スウェーデン（グループB）では、家計貯

蓄率と実質住宅価格上昇率の間には 10 年間を通じた安定的な逆相関関係は見られないが、急激な貯蓄率低下が生じた期間は実質住宅価格上昇率が高まった時期に合致する（図表-9）。これらの国々では、住宅を担保として使途自由な資金を借り入れるホーム・エクイティ・ローンが米国や英国のように普及しているわけではないから、住宅価格上昇が即座に消費を促進するとは限らないが、大きな価格上昇があった場合に住宅を買い替える家計が現れ、実現したキャピタルゲインの一部が消費に振り向けられることはあったであろう。また、金利低下と金融革新によって住宅ローン利用の条件が緩和され、返済の形態や期限が多様化したことの影響も受けている。つまり、住宅取得時の頭金を確保するために短期間に貯蓄したり、借入れ後の返済を短期間で行なったりすることの必要性が薄れ、住宅取得の準備段階にある家計や取得直後の家計が消費を行なう余地が実態的に拡大したことが指摘できる。家計貯蓄率が単純に住宅価格上昇率と逆相関する構造にはならなかったのは、こうした変化も同時に進行したためと考えられる。

高齢化の進行と実質住宅価格の上昇が両方当てはまる 7 カ国のうち、フィンランドとオランダに関しては、家計貯蓄率と実質住宅価格上昇率との間には逆相関関係はみられないが、オーストラリア、カナダ、イタリア、ニュージーランドの 7 カ国では、緩やかな逆相関関係が 5～10 年間にわたってみられる。

図表-10 オーストラリア、カナダ、イタリア、ニュージーランドにおける  
家計貯蓄率と実質住宅価格変化率の関係



(資料)前掲図と同じ

以上の説明が全く当てはまらない国、すなわち、高齢化の進行と実質住宅価格の上昇が持続しながらも、家計貯蓄率はほとんど変化しなかったのがフランスである。考えられる理由は、フランスの家計には、持家の時価上昇が取崩し可能な富の増大とはあまり認識されていない、言い換えると、住宅の資産効果が小さい可能性が高いということである。逆に言えば、家計貯蓄率と実質住宅価格上昇率との間に逆相関関係が見られた国には、程度の差こそあれ、住宅の資産効果が働いていた可能性が高い。

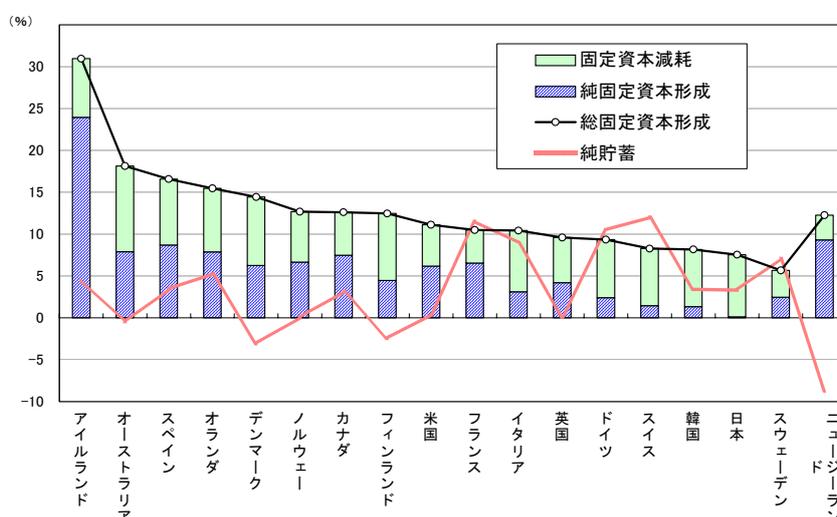
なお、ドイツに関しては、高齢化が急速に進行したにもかかわらず、家計貯蓄率はほとんど変化していないが、IT バブル崩壊後の低成長の期間が他の欧州諸国と比べて長く、所得の伸び悩みが消費低迷・貯蓄率上昇の要因となって、高齢化による貯蓄率押し下げ効果を相殺したものと考えられる。実質住宅価格も下落基調にあったので、住宅の逆資産効果による貯蓄率押し上げ効果が働いていた可能性もある。

## 2. 2006年までの10年間における家計の資金フローの動向

### 2-1. 資金過不足に対する住宅投資と貯蓄率低下の影響

家計の資金フローにおける過不足（資金余剰/資金不足）に対して、貯蓄が最大のプラス要因となるように、住宅投資を中心とする固定資本形成<sup>4</sup>が最大のマイナス要因となるのが、基本的な構造である。統計上、既存住宅が経年変化などによって減耗し、価値が損なわれる分は、いわば減価償却費として家計の（純）可処分所得や（純）貯蓄の計算過程で控除されており、固定資本形成は、この控除分、すなわち「固定資本減耗」と「純固定資本形成」とに分解することができる。住宅ストックの蓄積が進んでいる国や、気候風土の条件から木造住宅の減耗が進みやすい国では、相対的に固定資本減耗分が多くなる。GDPにおける需要項目としての家計の住宅投資については、総固定資本形成をそのまま見ればよいが、（純）貯蓄との大小関係によって、家計の資金フローが資金余剰となるのか、資金不足となるのかを見極める際には、純固定資本形成を見なければならない。図表-11は、2006年における総固定資本形成の可処分所得に対する割合の内訳を示したものである。

図表-11 2006年の家計の固定資本形成



(注) 可処分所得に対する割合。ニュージーランドのみ非政府(家計と企業の合計)、他は家計  
(資料) 各国政府統計、OECD「National Accounts」に基づいて作成

これを見ると、固定資本減耗分を含む総固定資本形成に関しても、純固定資本形成に関しても、アイルランドが最も高い値となっている。対照的に、日本の総固定資本形成、純固定資本形成はいずれも低く、特に、後者はゼロに近い数値となっている。

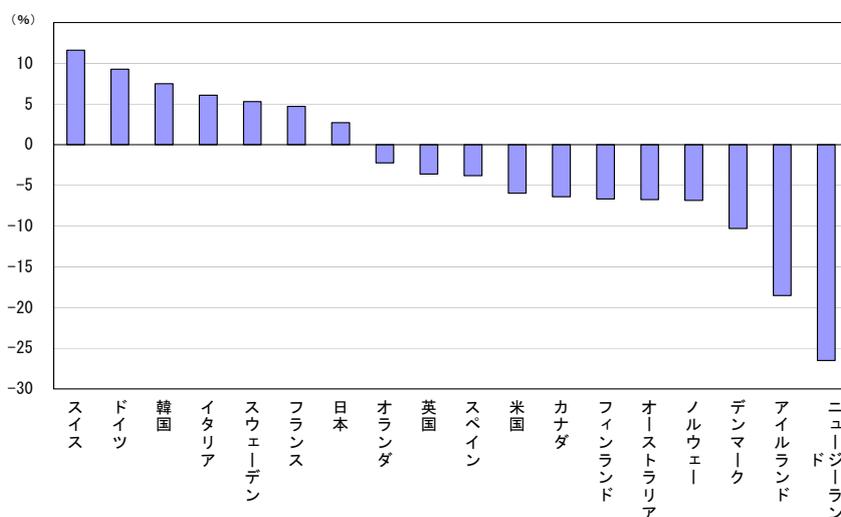
また、図表-2は、家計の資金フローにおける収支尻としての資金余剰/資金不足を可処分所得に対する割合で示したものである。図表-11における純固定資本形成が（純）貯蓄を上回っている国は図表-12において資金不足となっていることが、確認できる。家計の計数が利用できないニュージーランド<sup>5</sup>を除外すれば、最も大きな資金不足となっているのは、ここでもアイルランドである。一方、資金余剰に

<sup>4</sup> 有形固定資産の取得額、投資額。住宅投資が大半を占めるが、他に個人企業による設備投資が含まれる。

<sup>5</sup> 中央銀行による資金循環統計における家計のバランスシートから純金融資産残高の対前年変化額を求め、これをフローの年間資金過不足とみなすと、可処分所得比14%の資金不足となる。ニュージーランドでは、家計貯蓄率の低下と資金不足拡大を問題視した中央銀行が財務省と政府統計局の協力を得て、3者による合同ワークショップを2006年11月に開催し、統計の捕捉範囲見直しも含めて活発な議論が行われた。原因についての明確な結論は出なかったものの、国民経済計算統計における家計部門の計数が適時的に改訂されることになり、そのうちの所得支出勘定(貯蓄サイド)の新系列が公表されている。しかし、資本調達勘定(投資サイドと収支尻)については、未だ公表されていない。

関しては、スイス、ドイツ、韓国の順であり、住宅ブームの起きなかった4カ国のうちの3カ国が上位3カ国を占めている。

図表-12 2006年の家計の資金余剰(+)/資金不足(-)



(注) 国民経済計算体系における純貸出(+)/純借入(-)  
可処分所得に対する割合。ニュージーランドのみ非政府(家計と企業の合計)、他は家計  
(資料)前掲図と同じ

ただし、これら3カ国と日本、フランス、イタリア、スウェーデンは10年前も資金余剰、逆に米国は10年前も資金不足であったので、住宅ブームとの関係においては、資金フローに傾向的な変化があったのかどうか、その変化が貯蓄サイドと投資(固定資本形成)サイドのいずれによるものなのかという点が重要である。

図表-13 家計の資金過不足に関する変化の内訳(1996~2006年)

		貯蓄率の変化		総固定資本形成の変化		資金余剰/不足の変化		
		タイムトレンドによる回帰		タイムトレンドによる回帰		タイムトレンドによる回帰(安定性)		
		1年間の変化	決定係数	1年間の変化	決定係数	1年間の変化	決定係数	変動係数
グループA	韓国	-1.88	0.69	-0.21	0.36	-1.44	0.39	0.81
	日本	-0.92	0.87	-0.27	0.71	-0.76	0.60	0.46
	ニュージーランド	-1.35	0.77	-	-	-	-	-
	オーストラリア	-0.79	0.70	0.53	0.71	-0.95	0.58	-0.65
	オランダ	-0.74	0.81	0.18	0.48	-0.74	0.70	1.45
	スペイン(旧系列)	-0.71	0.89	0.84	0.99	-0.97	0.99	0.84
	スペイン(新系列)	-0.41	0.83	0.87	0.99	-0.95	0.95	12.21
	イタリア	-0.60	0.51	0.14	0.83	-0.61	0.53	0.32
	英国	-0.58	0.68	0.35	0.88	-0.73	0.81	-7.90
	ニュージーランド <sup>***</sup>	-0.44	0.21	0.26	0.30	-1.06	0.39	-0.43
	カナダ	-0.37	0.73	0.41	0.86	-0.96	0.91	-1.62
	米国	-0.36	0.81	0.21	0.72	-0.42	0.82	-0.43
グループB	アイルランド <sup>#</sup>	-0.24	0.15	3.24	0.99	-3.12	0.99	-0.38
	アイルランド <sup>***</sup>	-0.22	0.11	1.50	0.95	-1.33	0.56	-2.52
	フィンランド	-0.11	0.06	0.29	0.58	-0.48	0.58	-1.04
	デンマーク	-0.06	0.00	0.32	0.46	-0.42	0.16	-0.67
	ノルウェー	0.30	0.10	0.24	0.49	0.05	0.00	3.94
	スウェーデン	0.30	0.22	0.27	0.94	0.16	0.06	0.36
グループC	スイス	-0.06	0.04	-0.09	0.31	-0.04	0.00	0.17
	フランス	-0.03	0.02	0.14	0.62	-0.15	0.27	0.14
	ドイツ	0.05	0.10	-0.45	0.91	0.54	0.92	0.25

(注) 固定資本形成、資金余剰/不足は可処分所得に対する比率。タイムトレンドによる回帰は、図表-7と同様の推定式を採用。

#は2002~2006年(家計)。\*\*は家計に関するデータがない場合に、非政府部門(家計と企業の合計)の計数を算出して代用。

(資料) 各国政府統計、もしくは OECD「National Accounts」

そこで、家計貯蓄率の変化について3つに分類したグループ毎に、固定資本形成と資金余剰/資金不足についても、同様の方法で過去10年間の変化をまとめた結果が図表-13である。

まず、可処分所得に対する固定資本形成の割合をタイムトレンドで回帰した際の推定係数、すなわち1年間当たりの変化幅が負になっているのは住宅ブームが起きなかった日本、韓国、ドイツ、スイスのみである。他の14カ国の係数は正であり、タイムトレンドによる推定式の適合度を表す決定係数も0.5以上の国がフランスを含む9カ国、0.3~0.5が5カ国と、固定資本形成の可処分所得比が年々上昇していったことが共通の傾向として改めて確認できる。このうち、1年間当たりの平均的な変化幅が特に大きいのはアイルランドとスペインである。

そして、資金過不足に関するタイムトレンドによる推定式の決定係数が0.5以上の国、言い換えると、資金余剰の縮小傾向、もしくは資金不足の拡大傾向が明瞭に観察される国は、日本、オーストラリア、オランダ、スペイン、イタリア、英国、カナダ、米国、アイルランド、フィンランドの10カ国である。韓国とニュージーランドも、タイムトレンドによる推定式の決定係数が0.39であるから、資金余剰が縮小傾向、あるいは、資金不足が拡大傾向にあったと概ね言える。このうち、貯蓄率の低下傾向と固定資本形成の上昇傾向がともに当てはまる国、言い換えると、貯蓄と投資の両面から家計の資金収支が悪化基調を続けた国は、オーストラリア、スペイン、イタリア、英国、カナダ、米国の6カ国である。投資サイドに関する家計単独の計数は利用できないニュージーランドについても、家計と企業を合わせた数字からは、このグループに属すると言ってよいであろう。

一方、日本と韓国の資金余剰の縮小傾向は、固定資本形成の低下傾向よりも大きい貯蓄率の低下傾向によるものである。また、10年間に資金余剰から資金不足に転じたフィンランドとアイルランド(家計と企業の計)は、主として固定資本形成の上昇傾向によるものである。

逆に、資金余剰が拡大傾向にあったのはドイツのみであり、それは主として固定資本形成の低下傾向によってもたらされたものである。

## 2-2. 経常収支に対する住宅ブームの効果

そして、前掲の図表-13において、家計の資金余剰の縮小傾向、ないしは資金不足の拡大傾向が確認された日本、オーストラリア、オランダ、スペイン、イタリア、英国、カナダ、米国、アイルランド、フィンランド、韓国、ニュージーランドの12カ国を対象に、それが国全体の資金余剰の縮小、ないしは資金不足の拡大をもたらしたのかどうかを検討するため、10年間の家計、政府、企業、国全体の資金過不足の変化傾向を並列したのが図表-14である。ちなみに、政府の資金過不足は財政収支と同義であり、国全体の資金過不足は経常収支と同義である。

これを見ると、実際に経常収支黒字縮小、ないしは経常収支赤字拡大の傾向が見られるのは、アイルランド、スペイン、オーストラリア、ニュージーランド、英国、イタリア、米国の7カ国である。そのうち、スペイン、オーストラリア、ニュージーランド、英国、イタリア、米国の6カ国は家計貯蓄率の低下傾向と固定資本形成の上昇傾向が両方とも観察される国でもあるので、長く続いた住宅ブームが経常収支の悪化をもたらしたと言ってよいであろう。

図表-14 部門別の資金過不足に関する変化の内訳(1996~2006年)

	家計の変化		政府の変化		企業の変化		国全体の変化	
	タイムトレンドによる回帰		タイムトレンドによる回帰		タイムトレンドによる回帰		タイムトレンドによる回帰	
	1年間の変化	決定係数	1年間の変化	決定係数	1年間の変化	決定係数	1年間の変化	決定係数
アイルランド <sup>#</sup>	-1.45	0.99	0.80	0.97	0.10	0.06	-1.26	0.78
韓国	-0.98	0.41	-0.02	0.00	1.74	0.90	0.04	0.00
アイルランド <sup>**</sup>	-0.75	0.57	0.04	0.01	-	-	-0.72	0.84
スペイン(新系列)	-0.61	0.92	0.56	0.91	-0.68	0.57	-0.84	0.91
スペイン(旧系列)	-0.57	0.99	0.42	0.82	-0.66	0.82	-0.83	0.73
カナダ	-0.56	0.90	0.18	0.18	0.58	0.60	0.21	0.24
オーストラリア	-0.53	0.56	0.14	0.20	0.15	0.11	-0.24	0.36
ニュージーランド <sup>**</sup>	-0.52	0.37	0.38	0.57	-	-	-0.33	0.21
日本	-0.48	0.61	0.20	0.07	0.75	0.60	0.21	0.81
英国	-0.47	0.80	-0.16	0.07	0.48	0.21	-0.20	0.46
イタリア	-0.46	0.54	0.03	0.01	-0.02	0.07	-0.49	0.93
オランダ	-0.38	0.70	0.02	0.00	0.73	0.19	0.37	0.56
米国	-0.30	0.84	-0.40	0.35	0.25	0.32	-0.45	0.88
フィンランド	-0.25	0.60	0.49	0.32	-0.16	0.29	0.11	0.04

(注)すべてGDPに対する比率。タイムトレンドによる回帰は、図表-7と同様の推定式を採用。

#は2002~2006年(家計)。\*\*は家計に関するデータがない場合に、非政府部門(家計と企業の合計)の計数を算出して代用。

企業部門は省略。

(資料)前掲図と同じ

他方、フィンランドについては政府の財政収支の改善、日本とオランダについては企業の資金余剰の拡大、韓国については企業の資金不足の縮小、カナダについては政府の財政収支の改善と企業の資金余剰の拡大の両方によって、家計の資金余剰縮小/資金不足拡大が相殺され、経常収支は悪化していない。

経常収支の悪化をもたらした家計の資金フロー変化について、その出発点となった変化を整理すると、住宅投資の増加という投資サイドからの変化が家計の資金収支を悪化させた主因だったのがアイルランド、貯蓄サイドの変化(貯蓄率の低下)と投資サイドの変化が両方作用したのが、米国、英国、スペイン、イタリア、オーストラリア、ニュージーランドである。後者のグループは消費に対して住宅の資産効果が働いていたと見られる国々であり、今後は住宅価格の基調変化に伴って、貯蓄サイドからも、投資サイドからも家計の資金収支と一国全体の経常収支を改善させる力が作用する可能性がある。その可能性が特に高いのは、家計貯蓄率と実質住宅価格上昇率の連動性が明瞭に観察された米国と英国であろう。

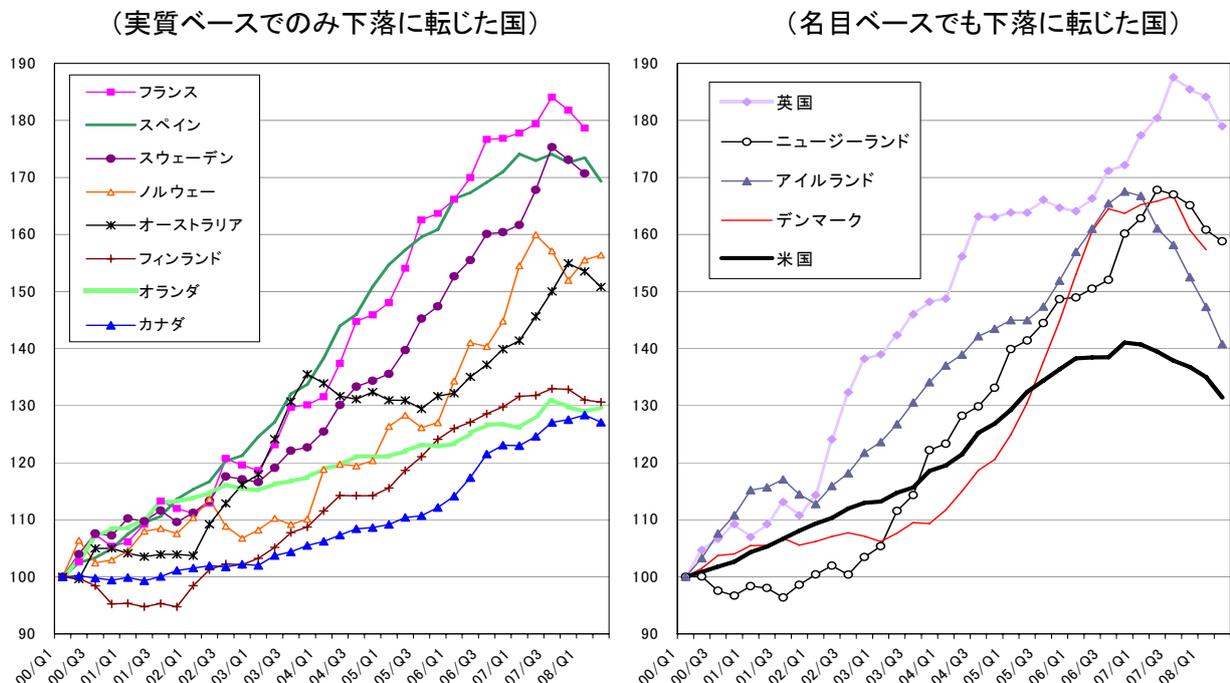
### 3. 2007 年以降の変化

#### 3-1. 価格、数量の両面で終焉した住宅ブーム

最初に述べたとおり、先進国の住宅ブームはすでに終わっている。四半期毎の推移を見ると、米国のほか、デンマーク、アイルランドでは、2007 年から名目住宅価格が下落に転じており、2008 年には英国とニュージーランドでも価格下落が始まった。しかし、名目住宅価格を消費者物価で除した実質価格で見ると、90 年代後半からの住宅ブームを経験したすべての国において、ピークアウトがすでに見られる（図表-5）。しかも、2000 年以降の上昇幅については、米国より大きい国が 9 カ国（英国、ニュージーランド、アイルランド、デンマーク、フランス、スペイン、スウェーデン、ノルウェー、オーストラリア）もあり<sup>6</sup>、今後はこれらの国で米国以上の下落が起きる可能性も否定できない。

住宅ブームからは外れていた日本、韓国、ドイツ、スイスでも実質住宅価格は下落しているので、政府統計が利用可能な先進国の実質価格はすべて下落基調にあるとさえ言える。

図表-15 住宅ブームが生じた国の実質住宅価格の推移



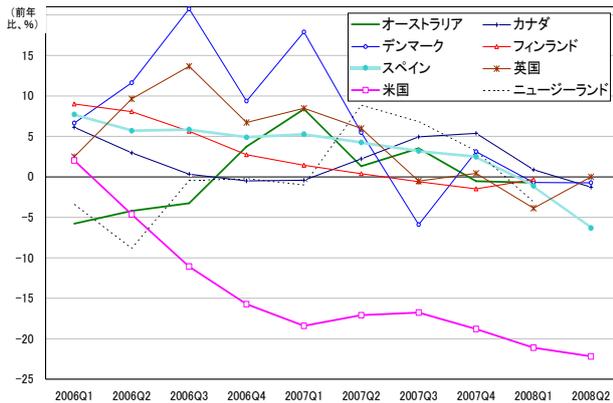
(注) 四半期データが利用可能な国。住宅価格を消費者物価で除した後、2000 年 1-3 月期(00/Q1)=100 となるように指数化。

(資料) 各国政府統計に基づいて作成

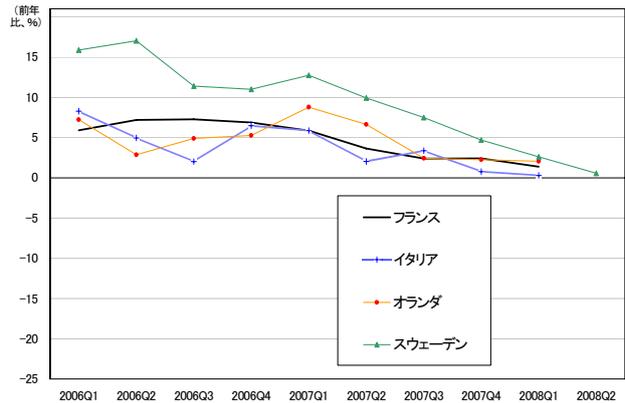
投資の数量という意味でも、実質住宅投資が急減速しており、住宅ブームを経験した国のうち四半期データが利用可能な 12 カ国の中で、前年比減少に転じた国は 7 カ国（米国、スペイン、デンマーク、フィンランド、カナダ、オーストラリア、ニュージーランド）ある（図表-16）。減少が最も顕著なのは米国で、前年比 20% を超える下落率を示している。それに次ぐ減少は下落率 6% のスペインである。一方、前年比プラスを保っている 4 カ国（フランス、イタリア、オランダ、スウェーデン）も上昇率自体は低下を続け、1% 台にまで落ちている（図表-17）。また、四半期別の住宅投資データが利用できない国（ノルウェー、アイルランド）でも住宅着工戸数や住宅着工許可件数はピークアウトしているので、価格面だけでなく、数量面も住宅ブームは去ったと言ってよいであろう。

<sup>6</sup> 国によって住宅価格（指数）の集計対象や算出方法が異なるため、変化率を同列に比較できない面もある。

図表-16 実質住宅投資の動向(減少に転じた国)



図表-17 実質住宅投資の動向(減少していない国)

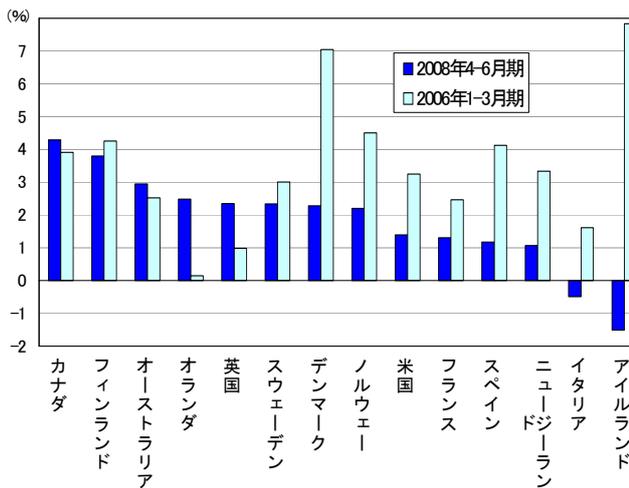


(資料)OECD「Quarterly National Accounts」に基づいて作成

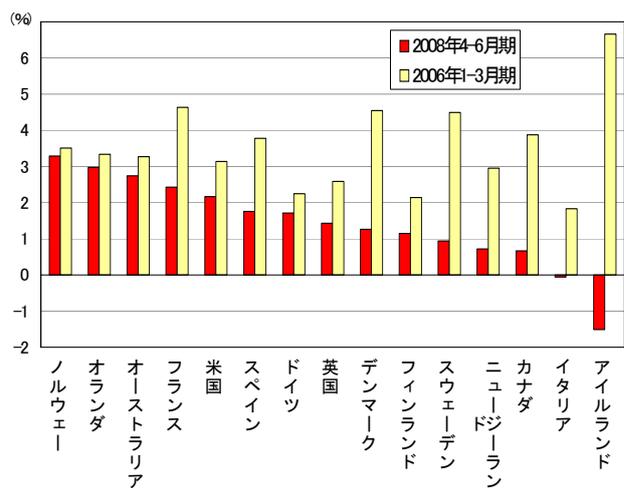
### 3-2. 減少は一部の国にとどまっている家計消費

貯蓄(率)とは裏表の関係にあるのが消費である。住宅ブームが生じた14カ国について、四半期毎の実質家計消費の最新の状況(2008年4-6月期)を見たのが図表-18である。

図表-18 住宅ブームが生じた国の最新実質家計消費



図表-19 住宅ブームが生じた国の最新実質 GDP



(注) 前年同期比。アイルランド、ニュージーランドのみ2008年1-3月期実績、他は2008年4-6月期実績  
(資料)前掲図と同じ

前年比で減少しているのは、アイルランドとイタリアのみであり、住宅投資のようにすべての国で家計消費の減速が明瞭に観察されるわけではない。しかし、実質GDPに関しては、住宅ブームが続いていた2006年1-3月期と比べると、すべての国で2008年4-6月期の成長率が低下している(図表-19)。実質家計消費が前年比プラスを維持している国においても、ニュージーランド、スペイン、米国、ノルウェー、デンマークの増加率は大きく低下している。景気悪化によって家計の可処分所得が減少した場合、通常、そうした所得減少がかなりの期間続くと認識されるまでは、家計は消費の水準を維持しようとする傾向がある。このため、景気減速下で消費がほとんど変わらない局面では、消費性向が上昇し、貯蓄率は低下していることが多い。今後、他の国々も含め、消費減速が顕著になった場合も、所得と比べて消費の抑制が相当進まない限りは、貯蓄率の上昇が実現するまでには更に時間を要するであろう。それでも、2006年までの10年間とは逆方向に消費と貯蓄が向かいつつあることは確かである。

## おわりに

米国の住宅価格下落に伴う住宅ローン債権の不良化・劣化は、サブプライムローンに限らずプライムローン（優良ローン）を含む広範囲のものであることが判り、世界の金融市場は混迷の様相を呈している。米国の住宅ローン債権から派生した証券化商品を保有している金融機関は、ほとんどすべての先進国に見られ、経済活動を支える金融機関の信用創造機能の低下が懸念される状況となっている。そうした影響とは別に、各国の住宅市場における調整も始まっている。実質価格は下落に転じ、実質住宅投資もほぼピークアウトするなど、10年にわたって続いた世界的な住宅ブームは終焉した。

他方、住宅価格や住宅投資と比べれば、家計消費の減速はまだ相対的に小さく、減少に転じたのはアイルランド・イタリアにとどまっている。住宅ブームの過程で、家計貯蓄率の低下と住宅投資の上昇が持続し、家計の資金余剰の縮小や資金不足の拡大から経常収支の悪化が生じた国のうち、米国、英国、スペイン、オーストラリア、ニュージーランドでは、一部消費の鈍化も見られるものの、増加を維持している。本格的な調整が始まって、家計貯蓄率が反転上昇するまでには時間を要すると思われるが、投資サイドだけでなく、貯蓄サイドでもブーム時とは逆方向の力が作用すれば、家計の資金収支も、経常収支も改善するだろう。

これまでの家計貯蓄率の低下と実質住宅価格の上昇の間に安定的な相関関係が観察される国、言い換えると、消費に対して住宅の資産効果が働いてきたことが確実と思われる国は、実は、米国と英国のみである。しかし、米国・英国と同じグループA（家計貯蓄率の持続的な低下傾向が見られる国）に分類したカナダ、イタリア、オーストラリア、ニュージーランドでも緩やかながら同様の関係が見られたほか、貯蓄率低下が持続はしなかったグループB（家計貯蓄率が短期間に上昇下落した国）に属するアイルランド、ノルウェー、デンマーク、スウェーデンにおいても、貯蓄率の急落期と実質住宅価格上昇の加速時期とが一致するなど、実質住宅価格の変動した際に、消費と貯蓄へ影響が現われる可能性がある国は米国と英国に限定されない。

一方、住宅ブームの起きなかった日本と韓国においても、資金余剰の縮小がみられたが、これは急速に進んだ高齢化の影響で家計貯蓄率が大幅に低下し、貯蓄の減少額が投資の減少額を上回ったことが原因である。

各国の家計貯蓄率に対して、1996～2006年の10年間における高齢化の進行と実質住宅価格の上昇は、ともに押し下げ効果を及ぼしてきたと言えるが、下落基調に転じた実質住宅価格は、今後は消費に対する逆資産効果を通じて貯蓄率押し上げ要因として働く公算が高い。高齢化がほとんど進行しない国と実質住宅価格の下落率の大きい国では貯蓄率は上昇、高齢化による押し下げ効果と実質住宅価格下落に伴う押し上げ効果が拮抗する国では貯蓄率は変わらず、高齢化による効果が実質住宅価格下落による効果を上回る国では貯蓄率は低下というように、今後の家計貯蓄率の趨勢が三分される可能性は十分にあるだろう。