

## 家計資産選択と不動産

### —地価反転局面入りをもたらす影響を地域特性から考える—

宮本 佐知子

#### 要 約

1. 3月22日に発表された公示地価は、16年ぶりにプラスに転じた。経済全体で見ると、バブル崩壊後長く続いた「土地デフレ」の時代がようやく終わりを迎えたことになる。
2. 地価の反転は家計の資産選択行動に大きな影響を与える可能性がある。家計のバランスシートを見ると、不動産関係比率は資産側でも負債側でも高く、家計が実際に資産を選択するにあたって不動産は無視できない存在だからである。そこで本稿では、実物資産を含めた家計資産全体を対象に都道府県別に分析し、「土地デフレ脱却」の下での家計の資産選択・リスクテイクについて検討した。
3. 分析結果を基に、今回の地価反転が家計資産選択にもたらす影響を地域別に考えると、その影響は均一ではないと予想される。地域別地価の動きにばらつきがあることに加え、家計資産の地域特性が異なるため、仮に地価上昇率が同じであっても資産選択行動が同じとは限らないからである。更に、この地域特性が前回の地価上昇期である「バブル期」から変化している地域もあるため、家計が前回と同じような資産選択を行うとは限らない。
4. そのため地価が上昇している都市圏の中でも、地価反転の影響は地域によって異なることが予想される。今後、金融機関にとっては、各地域の特性に合った戦略や商品開発がますます重要になるろう。

#### I. 16年ぶりに上昇に転じた公示地価

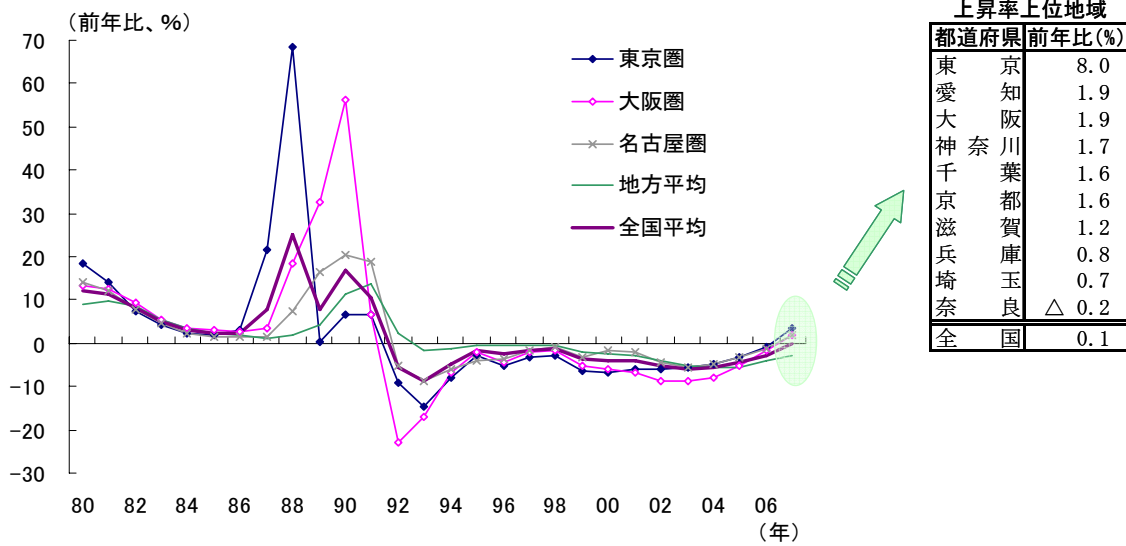
3月22日に公示地価が発表された。全国平均（全用途）で前年比0.4%の上昇、住宅地も同0.1%の上昇となり、1991年以来16年ぶりにプラスに転じた（図表1）。経済全体で見ると、長く続いた「土地デフレ」の時代がようやく終わりを迎えたことになる。

内訳を見ると、主に3大都市圏が地価を押し上げた形である。地方圏は下落が続いてお

り、前年比マイナス幅が縮小した地域が多い一方、逆に拡大した地域も一部ある。総じて地域別の地価の動きにも格差が大きいことが示されたといえよう。

地価反転は家計の資産選択へ大きな影響を及ぼすと考えられる。家計のバランスシートを見ると、不動産関係比率は資産の面でも負債の面でも高く、家計が実際に資産を選択するにあたって不動産は無視できない存在だからである。そこで本稿では、実物資産を含めた家計資産全体を対象に分析することで、

図表 1 地域別の公示地価の推移



(出所) 国土交通省「平成 19 年地価公示」より野村資本市場研究所作成

「土地デフレ脱却」の下での家計の資産選択・リスクテイクについて考えたい。

## II. 家計資産と不動産

### 1. 最大の家計資産である不動産

まず、日本の家計資産のバランスシートを確認したい。図表 2 は総務省統計による世帯平均の資産構成である。これによると、家計総資産は 4470 万円、負債を除いた家計純資産は 3900 万円である。総資産に占める割合は、金融資産が 34% (株式・株式投資信託が 2%)、実物資産が 66% (持ち家が 57%) であり、実物資産は金融資産のおよそ 2 倍に相当する。また、家計が抱える負債は、ほとんどが住宅購入に伴うものとなっている。

### 2. 家計所得と不動産

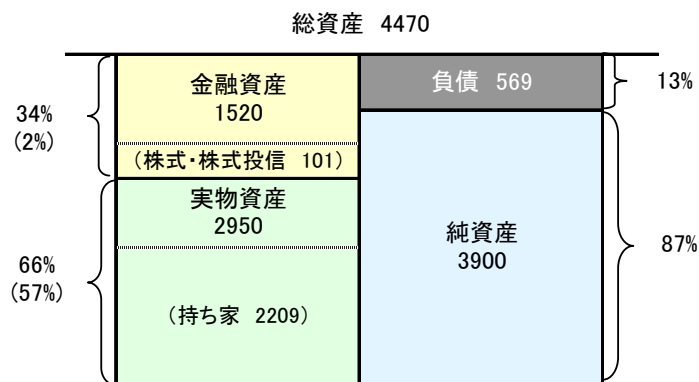
次に、家計にとって不動産購入がどのくらい大きな買い物であるかを見てみたい。図表 3 では、家計可処分所得に比べて実物資産が何倍に相当するかを、国全体の統計を用いて日本と主要国とを比較した。どの主要国にお

いても、実物資産は所得に対して相対的に大きな資産であることがわかる。中でも日本では、実物資産を所有する金銭的負担がこれまで特に重かったことが確認できる。

図表 2・3 で用いた統計は、持ち家世帯と、持ち家がない世帯の両方を対象とする平均値である。そこで図表 4 では、持ち家を購入した人に限定し、住宅が所得の何倍に相当するのかを調べてみた。具体的には、新築住宅を購入する際住宅ローンを利用した人を対象とするアンケート調査を基に、住宅ローン利用者の年収に対する新築住宅価格の比率を計算した。日本ではバブル崩壊後 16 年にわたり土地価格の下落が続いてきたが、それでも足下の新築住宅価格の年収比は 4.8 倍である。米国や英国では、日本とは対照的に不動産価格の急騰が続いているが、それでも現在の日本と同程度か下回っていると見られる<sup>1</sup>。景気や不動産市況における日本と米英の差を考慮すると、日本での不動産購入は、金銭的負担が相対的に大きいと言えよう。

このように日本では、家計のバランスシートにおいて、不動産は資産の面でも負債の面でも大きな意味を持つと考えられる。

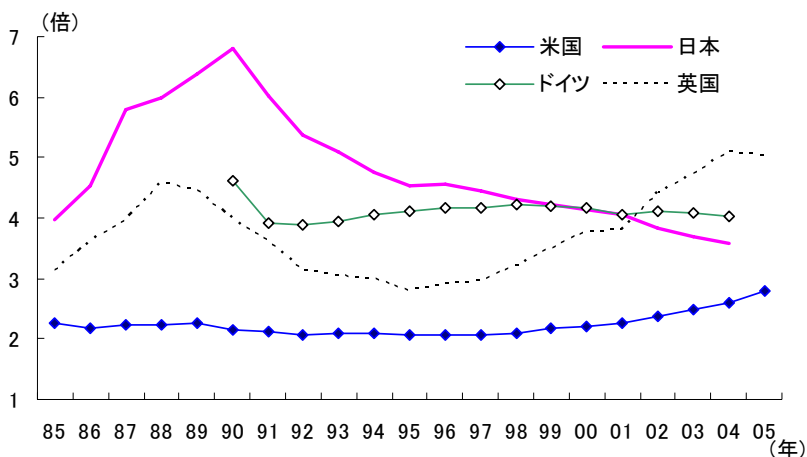
図表2 家計のバランスシート



(注) 単位は万円(四捨五入)、%表記は構成比を示す。調査対象は総世帯で、世帯平均の数字。

(出所) 総務省「平成16年全国消費実態調査」より野村資本市場研究所作成

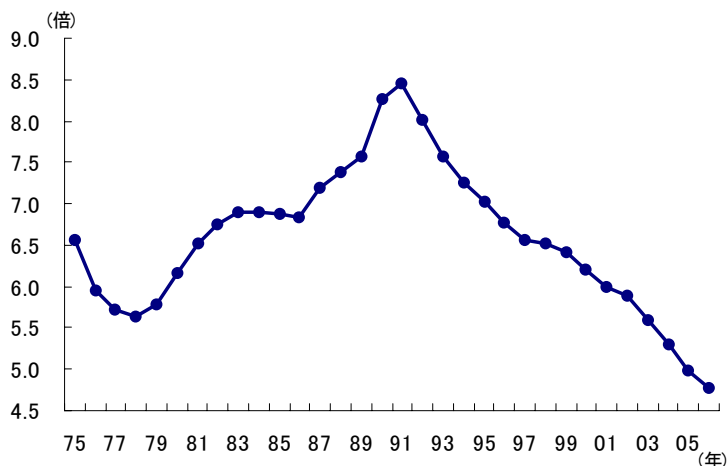
図表3 家計が所有する実物資産は所得の何倍か？



(注) 日本及びドイツについては2004年までしか発表されていない。所得は可処分所得。

(出所) OECD統計より野村資本市場研究所作成

図表4 新築住宅価格は住宅ローン利用者所得の何倍か？



(注) 2003年の住宅金融公庫の調査によると新築住宅価格の年収比が5.6倍である。これを基に、各年の土地価格指数と現金給与指数から、新築住宅価格の年収比の推移を推定した。

(出所) 住宅金融公庫、不動産経済研究所、厚生労働省の各統計より野村資本市場研究所作成

### Ⅲ. 不動産が家計の資産選択へ与える影響

#### 1. 資産としての不動産と金融資産

では、不動産は家計の資産選択へどのように影響すると考えられるだろうか。一般に、家計が持ち家など不動産を所有することは、金融資産を所有することに比べて大きな違いがある。例えば、金額規模が大きいにもかかわらず分割取引ができないことや、取引に際し多額の費用がかかること、短い期間内の売買が可能とは限らないこと、等である。また、不動産の価格変動は金融資産と比べて相対的に大きいことから、不動産は家計にとってリスクの高い資産であると考えられる。

#### 2. 不動産市場の差をもたらす不動産所有の意味の違い

欧米と日本の不動産市場にも大きな差がある。具体的には、①欧米では土地利用のマスタープランの存在や厳格な用途規制が存在すること、②（米国では）取引データの公開など市場の透明性が確保されており、収益還元法に基づく不動産の価格形成が合理的なこと、③（欧米一般として）既存建物にメンテナンス費用をかけることが価値維持につながるとい一般認識があり、大規模改装（リノベイト・リファービッシュ）市場が広がっている

こと、などが日本との違いとして挙げられよう。これらに加えて、資産担保証券市場の発達により、不動産という資産が価値保全&収益を産む（キャッシュカウ）という点で、金融資産に近い概念で考えられるようになりつつある。

これに対し日本では、上物である住宅は価値が目減りするものであり、家計にとって住宅の購入や増改築を通じて住宅にお金をかけることは、「投資」ではなく「消費」という文脈で捉えられてきた。日本の家計にとって不動産所有の意味は、欧米の家計とやや異なると考えられよう。

#### 3. 不動産所有と家計の資産選択

不動産所有が資産選択へ与える影響としては、次の二点が考えられる。第一に、資産側では、不動産の価格変動が資産効果をもたらすことである。家計のリスク許容度が変わらなくとも、資産額の変化によって家計が持つことができるリスク資産量が変化する。第二に、負債側では、不動産購入に伴うローンが資産選択の制約条件となることである。家計の負債比率が高まれば、その家計のリスク許容度は低下することになる。

実際、図表5にあるように、持ち家世帯と借家世帯の資産構成に差があることや、持ち家世帯の中でも住宅ローンがある世帯とない

図表5 住宅・ローンの有無と家計資産選択

(万円)

	持ち家世帯		民営借家世帯	全世帯平均
	住宅ローンあり	住宅ローンなし		
総資産	4576 (100%)	5769 (100%)	967 (100%)	4470 (100%)
金融資産	1076 (24%)	2109 (37%)	639 (66%)	1520 (34%)
うち、有価証券	86 (2%)	260 (5%)	46 (5%)	166 (4%)
実物資産	3500 (76%)	3660 (63%)	328 (34%)	2950 (66%)
負債	-1644 (-36%)	-72 (-1%)	-134 (-14%)	-569 (-13%)

(注) 二人以上の世帯が対象。括弧内は構成比。

(出所) 総務省「平成16年全国消費実態調査」より野村資本市場研究所作成

世帯とでは、有価証券比率に差があることがわかる。また、都道府県別のデータを用いた図表 6 でも、負債比率が高いと、リスク金融資産である株式・株式投信が家計資産に占める比率が低下するという関係が確認できる。この関係は、直近（2004 年）でも、バブル期（1989 年）でも同様に見られている。

このように、不動産所有は家計の資産選択に大きな影響を与えていると考えられる。

#### IV. 地域別の家計資産の特性

##### 1. 2004 年の分析結果

それでは、今回の地価反転局面入りをもたらす家計の資産選択への影響はどのように考えられるだろうか。実際に、不動産の資産価値の変化が家計資産選択へどう影響するかを考えるためには、それぞれの家計の資産構成や特徴も考慮する必要があるだろう。そこで、地域別の家計資産の状況に注目し、その特徴を分析したい。

地域ごとの家計資産を比較しようとする、家計の資産項目や所得など多くの情報量がある中で、どの指標に注目すれば地域ごとの資

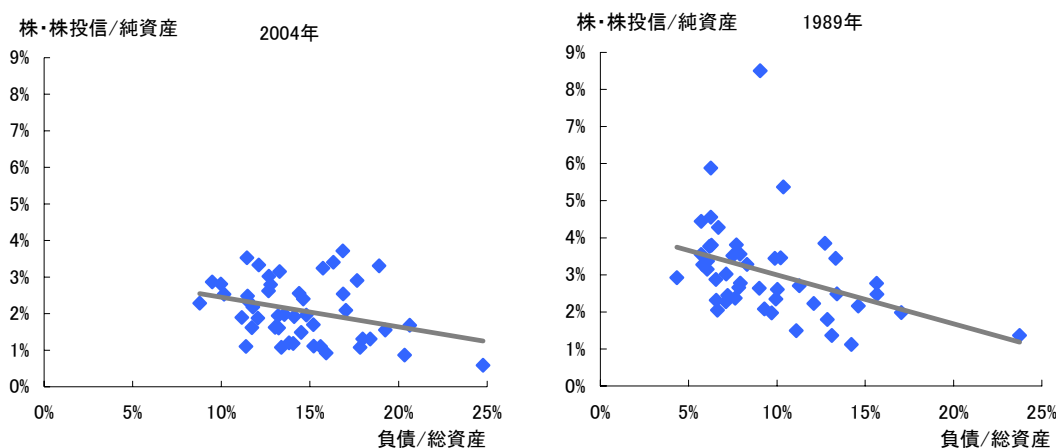
産特性を的確に示せるか判断が難しい。そこで本稿では、都道府県ごとの資産・所得に関するデータ<sup>2</sup>から、主成分分析によって地域の特性をよく表す成分を抽出した。

図表 7 が分析の結果である。主成分が示す特性については、その係数の特徴から、主成分 1 は「富裕度合い」を、主成分 2 は「手元流動性の度合い」を示すと解釈できる。

この二つの特性（主成分）を軸に、各都道府県の相対的な位置（主成分得点）を示したものが図表 8 である。まず目を引くのは、多くの地域が図の中心部に密集しているのに対し、東京都と沖縄県が大きく外れていることである。この二つの都県は、他の道府県と比べて資産特性が大きく異なると解釈できよう。

また、二つの特性を基に 47 都道府県を 4 つのグループに分類できる。具体的には、①「富裕度合い」が高く「手元流動性の度合い」が高いグループ（第 1 象限の 10 県）、②「富裕度合い」が低く「手元流動性の度合い」が高いグループ（第 2 象限の 9 道府県）、③「富裕度合い」が低く「手元流動性の度合い」が低いグループ（第 3 象限の 15 県）、④「富裕度合い」が高く「手元流動性の度合

図表 6 家計の負債比率とリスク金融資産比率の関係



(注) 47 都道府県の家計資産についてプロットした。対象は二人以上の全世帯。  
 (出所) 総務省「全国消費実態調査」(平成 16 年・元年)より野村資本市場研究所作成

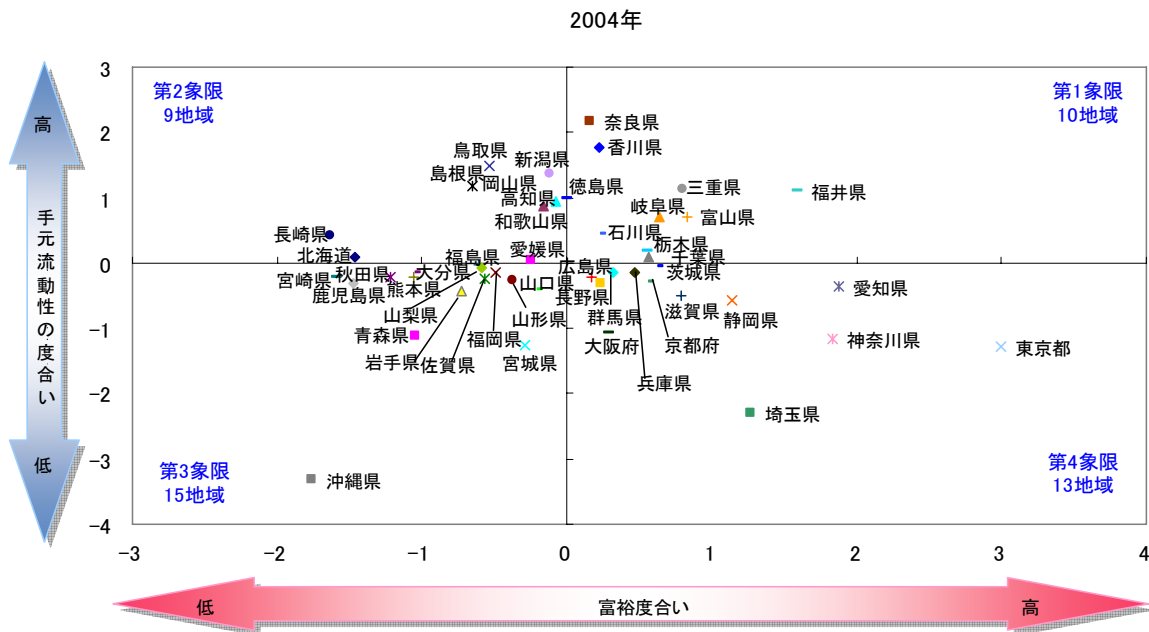
図表 7 2004 年の分析結果

主成分付加量(2004年)

	主成分1	主成分2
x(1) 年間収入	0.84	0.30
x(2) 安全金融資産	0.78	0.57
x(3) 株式資産	0.87	0.19
x(4) 負債	-0.71	0.58
x(5) 現住居の住宅・宅地資産	0.93	-0.20
x(6) 現住居以外の住宅・宅地資産	0.85	-0.31
累積寄与率	69.66	85.24

(注) 計算に用いた元データでは負債はマイナスの値として入力してある。  
 (出所) 総務省「平成 16 年全国消費実態調査」より野村資本市場研究所作成

図表 8 2004 年の地域別家計資産の特性



(注) 各都道府県の主成分得点を示す。  
 (出所) 総務省「平成 16 年全国消費実態調査」より野村資本市場研究所作成

い」が低いグループ（第 4 象限の 13 都府県）である。

## 2. 1989 年の分析結果

では、バブル期の地域別家計資産はどのような状況だったのだろうか。ここでは 1989 年のデータ<sup>3</sup>を基にした分析結果を図表 9 に、各都道府県の相対的な位置（主成分得点）を図表 10 に示した。

2004 年と同様に 1989 年も、東京都と沖縄県は、他地域と比べて資産特性が大きく異なっている。

また「富裕度合い」と「手元流動性の度合い」という二つの指標を基に、47 都道府県を 4 つのグループに分類すると、2004 年と同様に①から④のグループは順に、12 県（第 1 象限）、13 県（第 2 象限）、14 道県（第 3 象限）、8 都府県（第 4 象限）となる。



たと見られる<sup>4</sup>。そのため、不動産を所有していても、流動性が大きく制約された家計は、相対的に少なかったと考えられる。しかしその後、不動産価格が下落し続ける中で流動性が制約される家計数が増えた結果、1989年と2004年の地域分布の変化がもたらされたと解釈できよう<sup>5</sup>。

### 3. バブル期と比べて各地域の家計資産の特性はどのように変わったのか？

更に、2004年と1989年の二時点間で地域ごとのデータの動きを検証することにより、各都道府県の特徴がどう変化したかを考察することができる<sup>6</sup>。

図表11と図表12には、首都圏、中京圏、京阪神圏に属する各都道府県の特徴が、どのように変化したかを示した。図中の移動距離が比較的大きく、特性が変わったと見られる地域としては、首都圏では東京都、埼玉県、千葉県、群馬県、長野県、中京圏では愛知県、岐阜県、京阪神圏では大阪府、奈良県、滋賀

県、兵庫県が挙げられる。その他の移動距離が短い府県では、バブル期に比べて地域特性がさほど変わっていないと考えられよう。

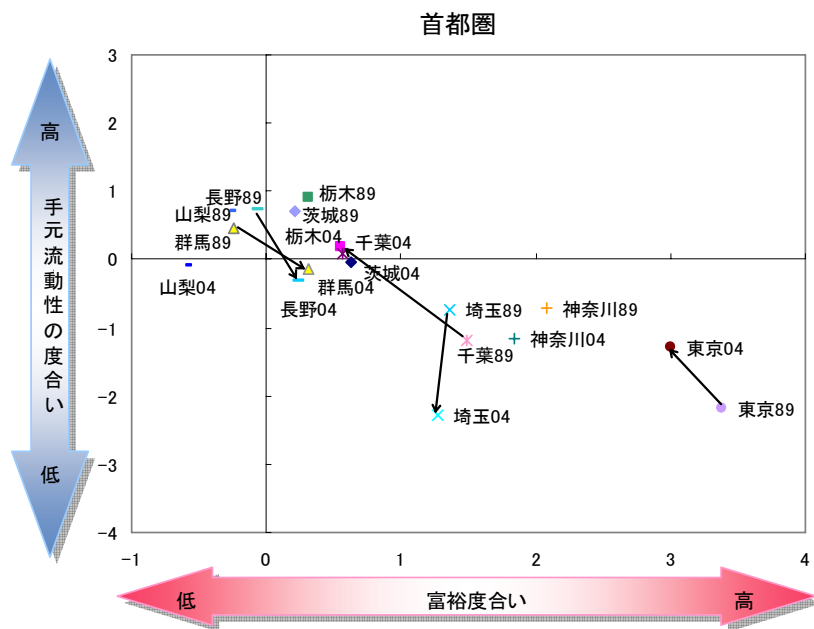
また、3つの都市圏を互いに比べても、バブル期からの変化には大きな差が生じていたことがわかる。中京圏では愛知県を筆頭に全ての県で富裕度合いが高まる動きが見られたのに対し、首都圏や京阪神圏では総じて逆の動きの方が多い。中京圏経済の相対的な好調ぶりが家計資産の動きからも示唆されている。

## V. 地価反転局面入りをもたらす家計の資産選択への影響を考える

### 1. 地価反転局面入りをもたらす家計の資産選択への影響を考える

以上の分析を基に、今回の地価反転局面入り、家計の資産選択へどのように影響するのかを地域別に考えると、その影響は均一ではないことが予想される。その理由として、

図表11 首都圏の家計資産特性の変化（2004年と1989年）

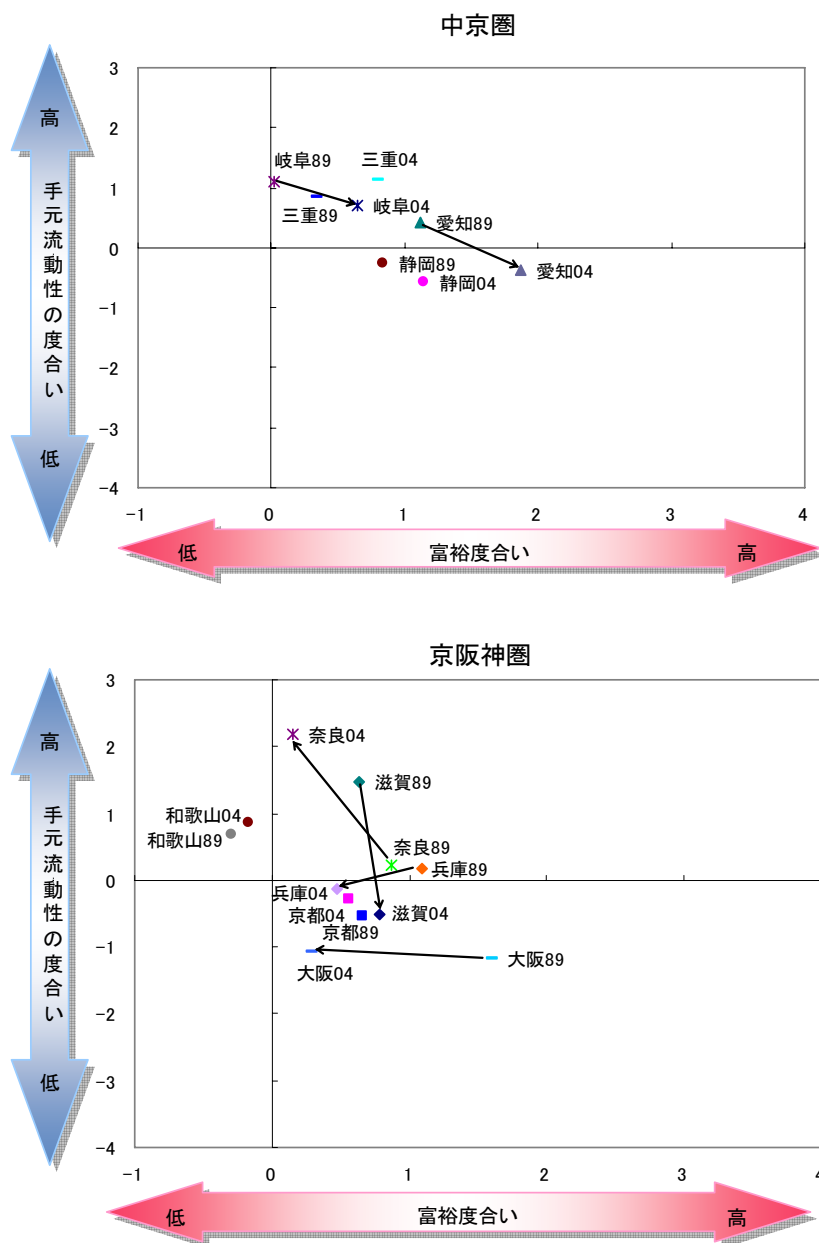


(注) 各都道府県の主成分得点を示す。矢印は相対的に変化の大きい地域の変化を示す。

(出所) 総務省「全国消費実態調査」(平成16年・元年)より野村資本市場研究所作成



図表 12 中京圏と京阪神圏の家計資産特性の変化（2004年と1989年）



(注) 各都道府県の主成分得点を示す。矢印は相対的に変化の大きい地域の変化を示す。  
 (出所) 総務省「全国消費実態調査」(平成16年・元年)より野村資本市場研究所作成

次の三点が挙げられる。

第一に、地域ごとの地価変化率にばらつきがあることである。地価上昇率が高い地域は図表1に示した通りであるが、全て3大都市圏であり、この中で2年連続プラスになったのは東京都だけである。

第二に、各都道府県で家計資産特性が異なる

ため、仮に地価上昇率が同じであっても、家計の資産選択行動が同じとは限らないことである。前章の分析結果において、地価の上昇が家計の資産選択行動へ相対的に大きな影響を及ぼすと見込まれるのは、図表8の第4象限にある地域である。これらの地域では、手元流動性が相対的に低く、富裕度合いは高

い。手元流動性が低い地域ほど、地価の上昇が家計の流動性制約を緩和させる効果が大きいと見られるため、資産選択におけるリスクテイクを可能にさせると考えられる。また、富裕度合いは高いため、資産選択に変化が見られた場合に動く資金量は大きいと予想される。

第三に、前回の地価上昇期であるバブル期から特性が変化している地域もあるため、家計が前回と同じような資産選択を行うとは限らないことである。図表 11・図表 12 に示した現在とバブル期との地域特性の比較は、地域事情をより明らかなものにするという点で重要である。

## 2. 都市圏における家計の資産選択への影響を考える

では具体的に、地価が反転している都市圏において、家計の資産選択へどのように影響するのだろうか。これまでの分析から次の点が指摘できよう。

首都圏では、東京都、神奈川県、埼玉県への影響が大きいと考えられる。これらの都県では、手元流動性の度合いが低いため、地価上昇に伴って流動性制約が緩和する影響は大きいと予想される。また富裕度合いは、やや低下したとはいえ他地域よりも高いため、資産選択行動の変化に伴いリスクテイクをする資金規模も相対的に大きいと見込まれる。埼玉県では、1989年と比べて手元流動性が著しく制約されているので、地価上昇による流動性制約の緩和がもたらす影響が一層大きくなっていると予想される。対象的なのは千葉県である。1989年に比べて2004年は流動性が既に改善しているため、地価上昇に伴い流動性が更に改善しても、その影響は相対的に小さいと考えられる。また富裕度合いが低下しているため、リスクテイクをする資金規模は以前ほど大きくはない可能性があるろう。

中京圏では、地価上昇による影響が最も大

きいと予想されるのは愛知県である。同県では、1989年に比べて富裕度合いも上昇しているため、資産選択行動の変化に伴ってリスクテイクをする資金規模も相対的に大きい可能性があるろう。

京阪神圏では、大阪府の手元流動性が最も低く、地価上昇の影響は比較的大きいと考えられる。ただし、1989年と比べると、手元流動性の低さはさほど変わっておらず、また富裕度合いは低下していることから、リスクテイクをする資金規模は相対的に小さくなっている可能性があるろう。一方、滋賀県では1989年に比べて2004年は手元流動性の度合いが大きく低下した。そのため、地価上昇に伴って流動性制約が緩和する影響は、以前と比べて大きいと予想される。また、奈良県では1989年に比べて2004年は一段と手元流動性が増した一方、富裕度合いが低下していることから、リスクテイクをする資金規模は小さい可能性があるろう。

## 3. 結びにかえて

以上、「土地デフレ脱却」の下での家計の資産選択行動について、地域特性から検討してきた。今回の分析の結果、地域別の家計の資産選択への影響は均一ではなく、また地価が上昇している都市圏の中でも、地域ごとの家計資産の特性によってその影響が異なると予想される。今後、金融機関にとって、各地域の家計資産の特性に合った戦略や商品開発がますます重要になってゆくだろう。

<sup>1</sup> 米国と英国に関する同様の調査によると、米国は3.4倍、英国は4.1倍（共に2005年）であった。

<sup>2</sup> わが国では家計資産のデータがきわめて限られているが、その中で調査範囲が比較的広く詳細なデータが揃う総務省「全国消費実態調査」を用いた。5年ごとの調査であるため、直近は2004年である。

<sup>3</sup> ここで1989年のデータを用いた理由は、総務省「全国消費実態調査」において実物資産も含めた

調査が実施された最初の年が 1989 年だからである。

- 4 売却益は、申告所得税の課税対象となる所得のうち、不動産譲渡に伴う所得と見なせる金額の合計である。家計のキャピタルゲイン金額は SNA 統計によるもので、企業の 2.3 倍に相当すると推定される。詳しくは、宮本佐知子「資産から見るバブルと失われた 10 年」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2006 年夏号参照。
- 5 資産価格変動の影響の他に、遺産相続の役割も大きい。詳しくは、宮本佐知子「遺産相続と家計資産」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2006 年秋号参照。
- 6 一般に、主成分分析の時系列での比較は難しいが、1989 年と 2004 年の主成分付加量と寄与率が類似しており、そのまま比較しても問題ないと考えた。