Jan 27, 2011　　No.2011-011

Economic Monitor

伊藤忠商事株式会社 調査情報部
調査情報部長　三輪裕範(03-3497-3675)
主任研究員　丸山義正(03-3497-6284)
maruyama-yo@itochu.co.jp

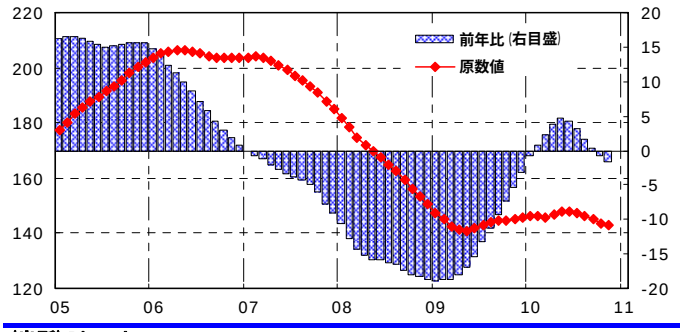
住宅価格の下落と貯蓄率

在庫率の高止まりによる中古住宅市場の需給緩和を背景に住宅価格が再下落。住宅価格下落に伴う住宅価値の毀損は、家計の純資産を目減りさせ、貯蓄率を高止まりさせることに。

米国で住宅価格の再下落が続いている。**2010年11月のS&Pケースシラー住宅価格指数（20都市）は季調値前月比▲0.5%と5ヶ月連続で低下し、原系列前年比でも▲1.6%（10月▲0.8%）と2ヶ月連続で水面下に沈んだ**(図1)。水準そのものを見ても2010年のピークである6月の147.8からは3.5%低下の142.7と、住宅バブル崩壊後のボトムである2009年5月の141.0が視野に入りつつある。**住宅価格再下落は、中古住宅市場において販売と在庫のバランスが大きく崩れているためである**。中古住宅販売は12月に前月比12.8%と急増し、中古住宅在庫は4ヶ月連続で減少し、需給バランスは改善方向にある。それでも在庫率は8.6ヶ月と、住宅バブル前までの標準的な水準である4～6ヶ月を大きく上回ったままであり(図2)、中古住宅市場の需給バランスが崩れてしまっていることに変わりはない。

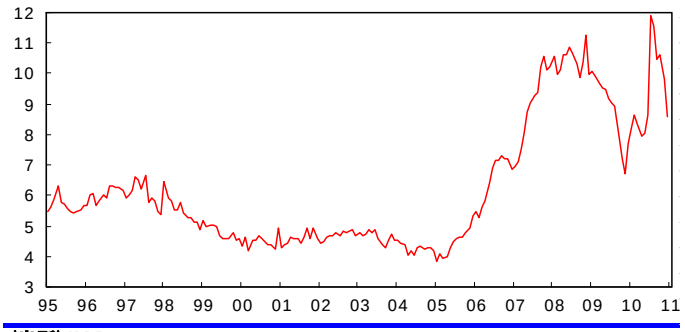
こうした**住宅価格の下落は、家計が保有している住宅の資産価値を毀損するため、貯蓄率にも影響を及ぼす。貯蓄率は①ライフサイクル仮説から必要となる将来に備えた家計の純資産額と②金融（信用）の利用可能性に決定されるところが大きい**と考えられる。①は、ライフサイクル仮説において家計がリタイア後の生活に備え、一定の純資産額を保有（貯蓄）するとの前提に立ち、その純資産が目減りすれば貯蓄を積極化し、逆に増加すれば貯蓄を抑制すると考えるものである（図4のグラフでは現在の所得を基準に純資産が十分か否かを判断すると仮定し、純資産／可処分所得の変化を示している）。単純化すれば、**家計の**

図1：S&P ケースシラー指数20都市 (2000年1月=100)



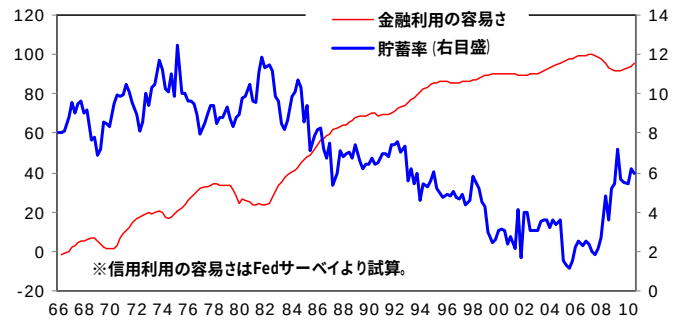
(出所) Bloomberg

図2：中古住宅在庫率の長期推移 (ヶ月、当社季節調整)



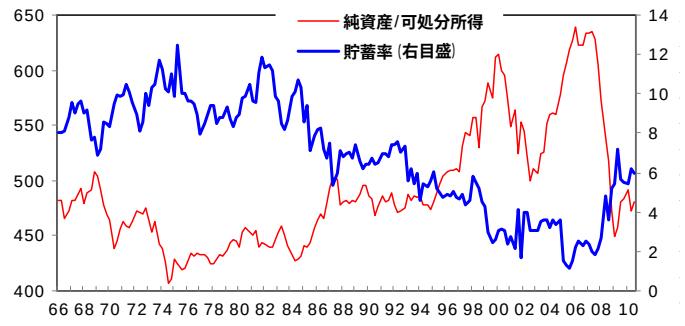
(出所) NAR

図3：貯蓄率と金融利用の容易さ (%、ピーク=100)



(出所) U.S. Department of Commerce,Fed

図4：貯蓄率と家計の純資産 (%)



(出所) U.S. Department of Commerce,Fed

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠商事調査情報部が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

保有する資産が拡大するか、負債が減少すると貯蓄率は低下へ向かうことになる。一方、②は**金融技術の進歩や金融機関の貸出態度の改善によっても貯蓄率が低下しうる**ことを示唆している（①と②以外に、政府からの一時的な手当拡大なども短期的には貯蓄率変動に影響する）。

住宅バブル発生前までの趨勢的な貯蓄率上昇は②に挙げた金融技術の進歩によるところが大きい。また、金融機関の貸出態度は家計のバランスシートに依存するため①と②は無関係ではない。①が貯蓄率低下に寄与するときには、②が①の影響を増幅することになり、そうしたメカニズムが米国における住宅バブルや過剰消費を後押ししたとも言える。

足元を見ると、金融機関の貸出態度は幾分改善したことから家計の金融利用は幾分容易になっており、②の要因は貯蓄率を押し下げる方向に作用しつつある（図 3）。一方、①の純資産要因は一進一退である。株高による株式資産価値の拡大がある一方で、前述した住宅資産価値の減少が押し下げに働き、**家計の純資産はボトムアウトこそしたものの明確な持ち直しには至っていない**（図 4）。住宅資産価値の減少が続く下で金融機関の貸出態度が大幅に改善するとは考えにくいことを踏まえると、現在 5%台半ばの貯蓄率は容易に低下しない可能性が高いと考えられる。貯蓄率の高止まりが続けば、個人消費の拡大は限定的なものに留まらざるを得ない。

＜参考文献＞

Reuven Glick and Kevin J. Landing. 2011.“Consumers and the Economy, Part I: Household Credit and Personal Saving” FRBSF ECONOMIC LETTER