

2016年11月21日
No.2016-031

数字を追う～歴史的な低金利は住宅購入、ローン返済、消費支出にどう影響したか より高額な物件取得が可能になった反面、返済負担の消費抑制と金利上昇時の対応が課題 調査部 主席研究員 吉本澄司

《要 点》

- ◆ 長年にわたる金融緩和の結果、住宅ローン金利は「歴史的な低水準」となったが、住宅ローン返済世帯の可処分所得に占める返済の割合は1990年代以前に比べて高くなっている。その背景には、収入が伸び悩んでいることや、住宅価格が、特に都心に近い立地で上昇していることなどがあるが、以前であれば、そのような取得環境の下では、購入後の返済負担を軽減するために立地などの条件が抑えられ、購入する住宅の所在地が都心から遠くなっていた。しかし、2000年代以降、低金利を活用してより多くの購入資金を借り、都心に比較的近い住宅を取得している様子が窺われ、これが返済負担の上昇につながっている。
- ◆ 「歴史的な低金利」は、都心に近い住宅を購入するまたとない機会を逃すまいという心理を刺激して、「背伸び気味」の取得行動を促した。金利低下は住宅購入の可能性を広げたが、他方で不動産価格の上昇要因であり、多くの借入をする必要のある状況を生んだ面もある。ローン返済世帯では家計をやり繰りする必要性が一段と強まり、消費の抑制制度が増した。全体の中でローン返済世帯の割合が高くなっていることと相俟って、勤労者世帯の消費性向を抑える傾向が強まっている。
- ◆ 金融政策は多様な経路を通じて実体経済に働きかけるが、一般の経済主体の経験を超える状況になると、経済主体の反応に平時の経験則が当てはまらなくなる。「歴史的な低金利」の下での住宅取得における物件選択は過去とは異なった。米国のサブプライムローンのように商品性に問題のある借入が行われているわけではないが、負債が大きめになったため適用金利改定時の金融情勢には注意が必要となる。
- ◆ 金融緩和が進められてきたことは大局的には当然であったとはいえ、異例な領域に踏み込めば副作用が生まれる。サプライズが繰り返されてきた後だけに、むしろ経済指標のごく短期的な変動に政策が振り回されることはないという心理を定着させる方が、期待形成が落ち着き経済の安定感が増すだろう。海外要因による金利の変動が過度に大きくならないようにすることも重要である。

本件に関するご照会は、調査部・主席研究員・吉本澄司宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-5327

Mail: yoshimoto.kiyoshi@jri.co.jp

1. はじめに

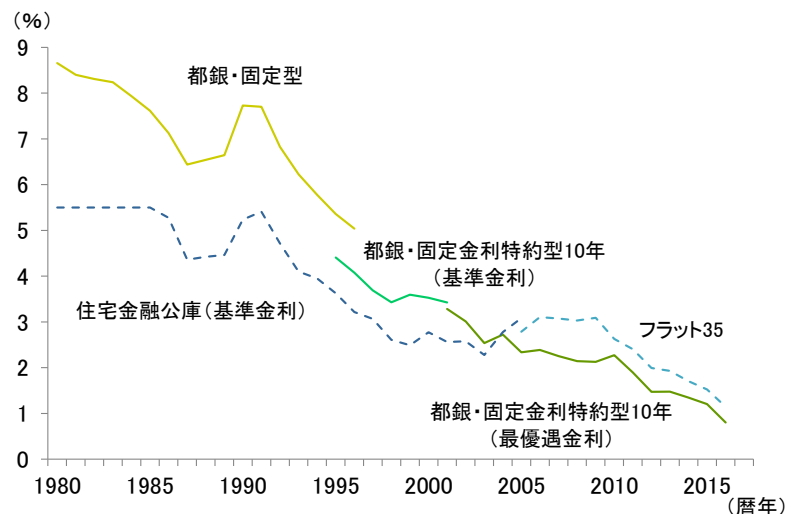
トランプ次期大統領の経済政策に対する思惑から米国金利が上昇し、わが国の債券市場にも影響が出ている。もっとも、わが国の場合、長期金利（10年物国債利回り）が上昇したといっても、マイナス圏からゼロ%近辺のプラスになったというものである。

わが国では、日本銀行当座預金の一部残高にマイナス金利（▲0.1%）が適用されるようになった2016年2月以降¹、短期金利（無担保コール翌日物）だけでなく長期金利もマイナスとなっていた。日本銀行は、9月の金融政策決定会合で、新たな枠組みとして長短金利操作付き量的・質的金融緩和を導入することを決め、その柱の一つである長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）における長期金利の操作方針²についてはゼロ%程度としたが、実際の長期金利はその後にもマイナス圏（▲0.05%から▲0.10%程度）であった。それが11月中旬になってゼロ%近辺のプラスとなる日が現れて話題になった。一方、短期金利は、2月中旬以降、マイナスが定着している。どちらの金利も長期的な観点で低いことに変わりはない。

このような市場金利の動向を反映して、住宅ローン金利は以前には想像もつかなかったほど低い水準となっている。住宅ローンに関して「歴史的な低金利」という言い方が増え始めたのは、1990年代半ばであった。1980年に約8.7%であった都市銀行の住宅ローン金利（固定型）は1995年には約5.4%に低下した（図表1）。この年には、急激な円高進行を受け実施された金融緩和によって国債利回りが史上最低（当時）を約8年ぶりに更新し、長信銀・長期プライムレートも過去最低（同）となる金融情勢³であったため、「歴史的な」という形容がふさわしいと考えられたのだろう。ただし、

その後も、短期的な反転を除き、趨勢では金利低下が続き、「歴史的な低金利」という表現が繰り返し使われては、ほどなく更新されてきた。固定金利特約型10年の当初設定金利を見ると、1995年には約4.4%（基準金利）であったが、2016年は約0.8%（最優遇金利、11月適用分まで

（図表1）住宅ローン金利の推移



（資料）日本銀行「金融経済統計月報」、住宅金融公庫「住宅金融月報」、住宅金融支援機構HP、各銀行HP、金融庁資料
 （注1）フラット35は2008年まで平均金利、2009年以降は最優遇金利。
 （注2）2016年は11月適用分までの平均。

¹ マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入は1月29日に決定されたが、日本銀行当座預金の一部残高に対するマイナス金利の適用は、準備預金積み期間の節目の2月16日からであった。

² 長期金利を操作することの是非や可否に関しては議論の余地があるが、本稿はその論点をテーマとするものではないため、踏み込まない。

³ マクロ的な金融・経済情勢以外に、大蔵省（当時）が、金融分野の規制緩和の一環として、1994年7月の銀行局長通達（蔵銀第1583号）により住宅ローンの商品性に対する規制を緩和したことを受けて、民間金融機関が、金利設定や商品内容が従来と異なる住宅ローンの投入に注力した時期でもあった。図表1に示した固定金利特約型10年が広まったのはその一例である。

の平均) となっており⁴、現在から見ればかつての「歴史的な低金利」は「高金利」とも言える。

これほど金利が下がっているのに家計の住宅ローン返済負担は軽くなっているはずだと想像することは不自然ではないと思われるが、実際の動きは異なる。世帯平均の住宅ローン返済割合（土地家屋借金返済の可処分所得比）は、1980年には13.1%であったが、2015年には20.2%である（図表2）。返済から新たな借入を控除した純返済ベース（土地家屋借金純減の可処分所得比）では1980年11.0%、2015年19.0%となっている。

住宅ローン返済割合の上昇は、少なくとも表面上は消費性向の低

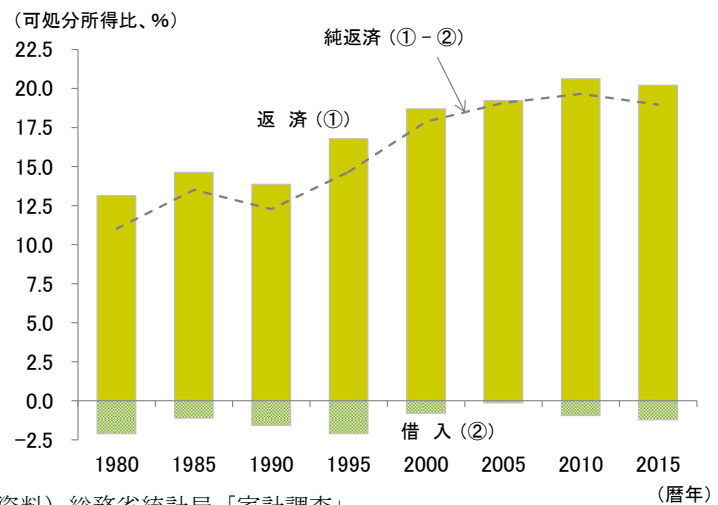
下、消費支出の抑制要因である。通常、金融緩和と一対になると期待される家計部門の現象は、（消費者物価の動向は無論として）住宅投資の刺激や所得の改善を通じた個人消費の押し上げであろう。前述の動きは、一見すると、ちぐはぐに映る。

以下では、長年にわたる金融緩和の下での住宅取得と関連分野の動向をさまざまな数値から観察し、金利低下が他のいくつかの条件と結び付くことで、期待される現象と一部で乖離が生じている様子とその背景を探る。

2. 金利低下による返済減少の反面、借入枠の拡大によって負債と返済が増加

前掲図表2に示したような住宅ローン返済負担の動きの説明として最初に思い浮かびやすい仮説は、住宅価格の上昇と年収の伸び悩みによって返済負担が重くなっているのではないかというものだろう。新築マンションの一戸あたり価格（全国平均）を例にとると、バブルによる価格上昇とその崩壊による反落は大幅であったが、デフインフレからデフレへ進んだ消費者物価に代表されるフロー価格と異なり、2000年前後あたりから価格はほぼ横ばいとなり、近年では値上がりが目立つ。一方、勤労者世帯の年収の動きは、大枠としてフロー価格と同様であり、近年の水準は1990年代を下回っている。この結果、住宅価格の年収倍率は、ここ10年ほど上昇基調を示し、1980年代、1990年代を上回るようになってきている⁵（図表3）。住宅価格の年収倍率に比べて目立ちにくい要因であるが、住宅購入資金の調達において借入にどれだけ依存するかも、返済割合に影響する。最近の借入比率は、1980年代、1990年代より高い。

（図表2）住宅ローン返済の状況



（資料）総務省統計局「家計調査」

（注1）住宅ローン返済がある勤労者世帯の平均（2000年以降は含む農家、それより前は除く農家）。

（注2）土地家屋借金返済、土地家屋借入、土地家屋借金純減を住宅ローン返済、同・借入、同・純返済としている。

⁴ 基準金利と、取引条件等に応じてより低い金利が適用される優遇金利を比較しているが、最近の状況と比べて、15年、20年前の優遇金利の適用範囲や基準金利からの下げ幅は限定的であった。

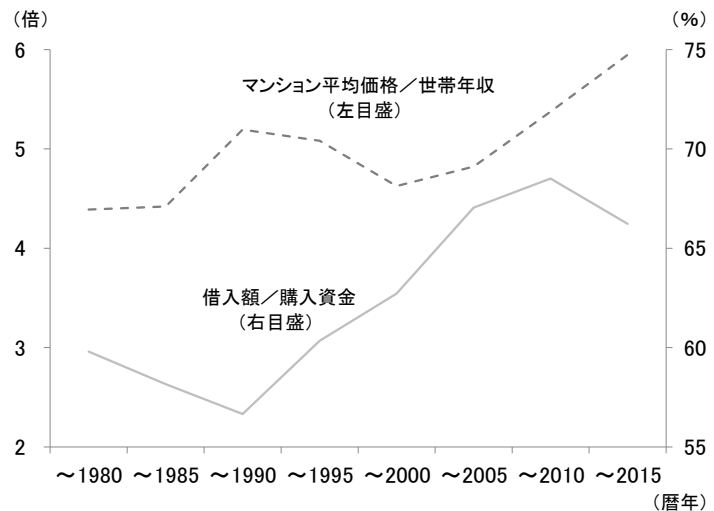
⁵ ただし、バブル最盛期の首都圏の都心に近いマンション価格の年収倍率に比べれば低い。

図表 4 は、住宅ローン返済状況が前掲図表 2 のような動きとなっている要因を探るために、新築マンション購入の場合を想定して、返済負担の推移を試算したものである。図表 2 には過去に行われた借入の返済状況も含まれるため、図表 4 では過去 15 年間の購入から返済負担を試算している（図表 4 の注 3 参照）⁶。

住宅価格の年収倍率で見たバブルの最盛期は 1990 年前後であるが（図表 3）、返済負担では、バブル前の購入分の返済が年収・可処分所得増加によって軽くなった影響で、その頃の数字はまだ低い（図表 2、図表 4）。返済負担の上昇が目立ち出すのは、バブル最盛期の住宅購入が試算対象期間に多く含まれるようになる 1995 年からである（ただし図表は 5 年刻み）。

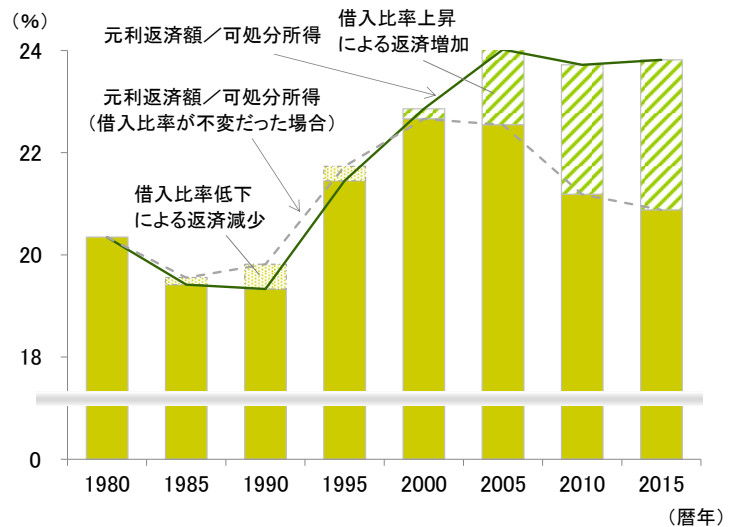
図表 4 では、借入比率の変化が返済負担にどう影響したかも示している。住宅価格が上昇すると、それを打ち消すほど住宅ローン金利が低下しない限り、借入比率を下げないと返済負担が重くなる。1980 年の状況を基準にすると、1990 年、1995 年⁷は、住宅価格が高くなった一方で、住宅ローン金利は 2000 年代以降ほど低くなかったため、借入比率を抑えようとする動きがあった。図表 4 を見ると、借入比率が 1980 年のままと仮定した場合に比べて、（1980 年より低い場合が多い）各年の借入比率を用い

（図表 3）住宅ローン返済負担の変動要因



（資料）総務省統計局「家計調査」「貯蓄動向調査」、国土交通省「住宅市場動向調査」「民間住宅建設資金実態調査」、不動産経済研究所「全国マンション市場動向」
（注 1）年収は勤労者世帯。
（注 2）5 年間の平均（例えば 2015 年は 2011～2015 年）。

（図表 4）取得環境の変化と返済負担への影響の試算



（注 1）試算に利用した数値は図表 1～図表 3 に示した各資料による。
（注 2）都銀から 2 分の 1、残りを住宅金融公庫またはフラット 35 (2005 年以降) により各 25 年返済（元利均等）で借りるとして、1 年毎に取得環境（金利、住宅価格など）を変化させて試算。
（注 3）注 2 の方法によって 1 年毎に試算した結果の 15 年間の平均。例えば 2015 年として図示したものは、2001 年以降 2015 年まで、各年の取得環境で購入した場合の平均年間返済額が 2015 年の可処分所得に占める割合。ただし、1980 年、1985 年として図示したものは、1973 年以降 8 年間または 13 年間の平均年間返済額で計算。
（注 4）「借入比率が不変だった場合」とは、1980 年の借入比率で固定して試算した場合の返済額。

⁶ 図表 2 では、新たな借入があった場合、返済とは逆向きの寄与度として描いているが、図表 4 は返済の試算値だけを描いている。

⁷ データとしては、当該年だけでなく 15 年分の動きが反映されている。図表 4 の注 3 参照。

て試算した結果の方が、返済負担が軽くなっている。

一方、2000年代以降になると、住宅ローン金利の低下が一段と進んだため、住宅価格の年収倍率が上昇したにもかかわらず、仮に借入比率が高まらなければ返済負担は軽くなっていたという試算結果が得られる。しかし、実際には、2000年代以降の借入比率は1980年代、1990年代を上回っており（前掲図表3）、その結果、返済負担は重くなっている。

1990年代の返済負担上昇（その数字には1980年代を含むバブル期の購入が影響）は住宅価格の年収倍率が高くなったためであったが、2000年代以降は借入比率上昇の影響が大きい。

毎年の平均的な住宅価格、同じく平均的な借入比率や金利などによる試算だけでは詳細を解き明かすのは難しい面があるが、「歴史的な低金利」の下での住宅取得においては、物件選択であまり背伸びをせず金利低下の返済負担軽減効果を楽しむことよりも、低金利によって以前に比べて多額のローンを組めるようになった（言い換えれば、借入比率を上げることが可能になった）ことを利用して、従来であれば手が届かなかったような物件を購入することの方が優勢になった可能性がある。以下、さらに観察を進めてみよう。

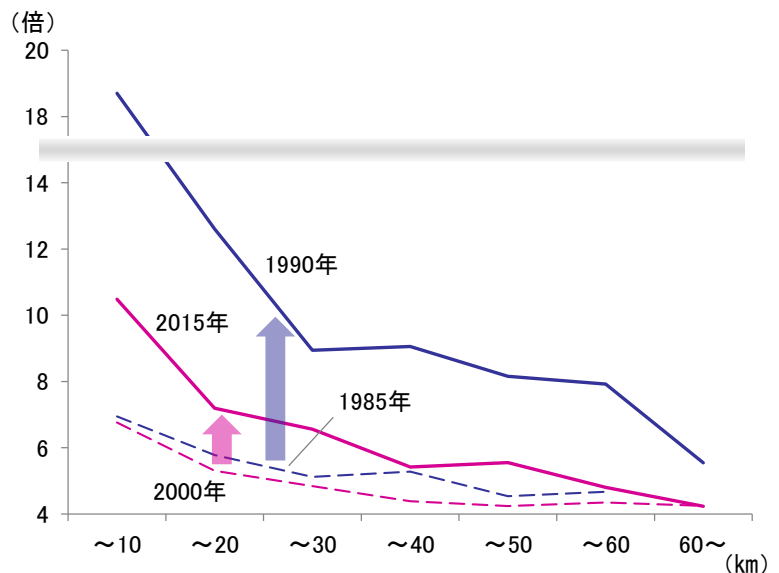
3. 金利低下局面で大幅となった都心近郊のマンション価格上昇

金融緩和に対しては、往々にして、ストック価格の方がフロー価格より敏感に反応する。このため、住宅取得環境を表す指標のうち住宅価格の年収倍率は、金融緩和局面で悪化しがちであり、バブル期や2000年代以降に上昇したことは、前掲図表3にも表れている（反面、金利低下は住宅取得環境を表す指標のうち資金調達関連を好転させるので、環境全般が悪化するわけではない）。

距離圏別にみると、バブル期、2000年代以降のどちらでも、都心（JR東京駅）に近いほど上昇しているが、バブル期の場合、全体として上昇が大幅だったこと、都心から遠い距離圏まで値上がり広がったことが特徴である（図表5）。一方、2000年代以降においては、都心から遠い距離圏でも価格上昇が起きているとはいえ、その間に住宅ローン金利が低下していることを考慮すると、次に述べるとおり、購入を極端に困難化させるほどではなかったとみられる。

図表5の各年の取得環境（金利、距離圏別の平均価格など）でマンションを購入すると仮定して、年

（図表5）東京駅からの距離圏別マンション価格（年収比）



（資料）図表1～図表3に示した各資料、下記注1の資料

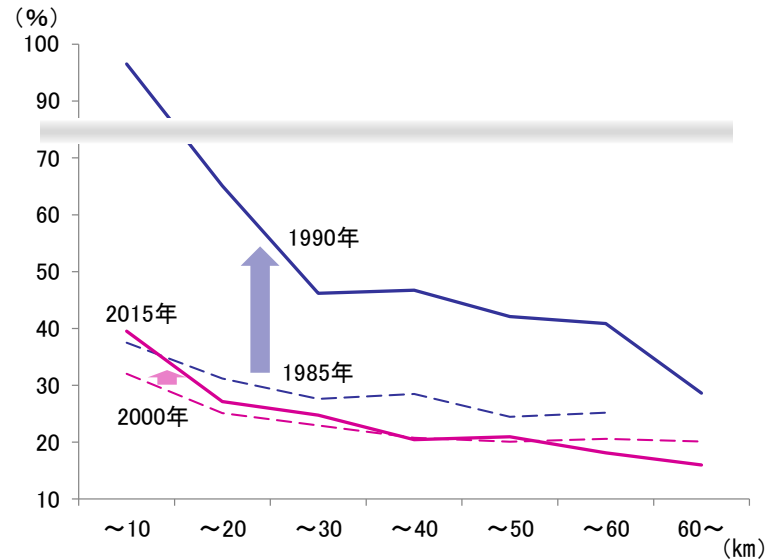
（注1）2000年までは都市開発協会「中高層住宅の価格とサラリーマン世帯の年収との乖離」の東京圏による（1985年の60km以遠は該当物件がない）。同資料が廃止となっているため、2015年は不動産経済研究所「全国マンション市場動向」による首都圏のデータをもとに推計。推計は、物件単位ではなく、市区町村単位に集計した上で行った。

（注2）都市開発協会の東京圏は1都3県（東京・神奈川・千葉・埼玉）に加えて茨城・栃木が調査対象、不動産経済研究所の首都圏は1都3県。都市開発協会の価格は専有面積75㎡換算であるが、2015年の推計では専有面積を調整していない。

間返済額の可処分所得比を試算したものが、図表6である。

2000年代以降においては、金利低下によって返済額が抑えられ、住宅価格の年収倍率に比べて、返済額の可処分所得比の上昇は緩やかである。遠距離以外では（大幅でないが）返済負担は重くなっているため、購入が容易になったわけではないものの、より値上がりしている都心に近い物件を、「歴史的な低金利」という機会をとらえて今のうちに購入しておきたいという意識が芽生えた場合、返済負担が少し重くなることを覚悟して背伸びして借入を増やせば、さらに都心に近い住宅に手が届くと思うような取得環境と言えるだろう（ただし10 km圏の場合、平均的な可処分所得や自己資金による一次取得では負担が重い）。

（図表6）距離圏別マンション購入による返済負担の試算



（資料）図表1～図表3と図表5に示した各資料

（注）返済額の試算方法は図表4の注2を参照。ただし、図表4は、その注3に注記したとおり、1年毎に試算した結果の15年間の平均値を最終年の可処分所得で除した数字を示している。これは、過去の住宅取得がその後の家計にどのような影響を与えたかを示す趣旨の図表であることによる。

一方、この図表6では、表示した各年における取得環境で年間返済額を試算し、当概年の可処分所得比を求めている。これは、図表の趣旨が、住宅を購入する際の判断に影響を与える、その時点の取得能力を示すことにあるためである。

これに対してバブル期は、住宅価格の大幅な値上がりによって、都心に近いほど取得が困難になった⁸。住宅ローン金利は、金融緩和前より低下したとはいえ、水準は最近とは比較にならないほど高く、借入返済額を抑える効果は限られていた。このような取得環境の下では、都心から離れた地域でも住宅を購入しやすいとはいえない状況であったが、さらに価格が上昇して手が届かなくなる前に購入しようとするれば、相対的に価格が安く、返済負担額を少しでも減らすことができる遠距離の物件を探すことになったとみられる。

バブル期と2000年代以降では、金融緩和を受けて住宅価格の上昇が起きたという大枠においては共通であっても、価格上昇の程度や地理的分布、住宅ローン金利の低下幅の大小の違いによって、購入手動が対照的になった可能性が示唆される。

4. 最近の住宅取得では買いやすさよりも都心からの近さが重視されている

前節の分析では、金融緩和、住宅価格上昇という取得環境の大枠は共通でも、バブル期と2000年代以降で、購入手動が異なっている可能性が浮かび上がった。そこで、1980年代以降のマン

⁸ 図表6では、1990年の10 km圏、20 km圏の年間返済額の可処分所得比が非現実的な高さとなっている。このようなケースでは、住み替え・買い替えが中心で、従前の不動産を売却した収入を自己資金に加え、実際の資金調達での借入比率は全体平均よりかなり低かったとみられる。このため、全体平均の借入比率をそのまま適用して年間返済額を試算すると過大推計になると考えられるが、通常の一次取得では購入が不可能なほど価格が高騰していたことを示す趣旨から、他と同じ方法による試算結果で描いた。

ション販売状況を例に、地域的な特徴をより具体的に検証する⁹。

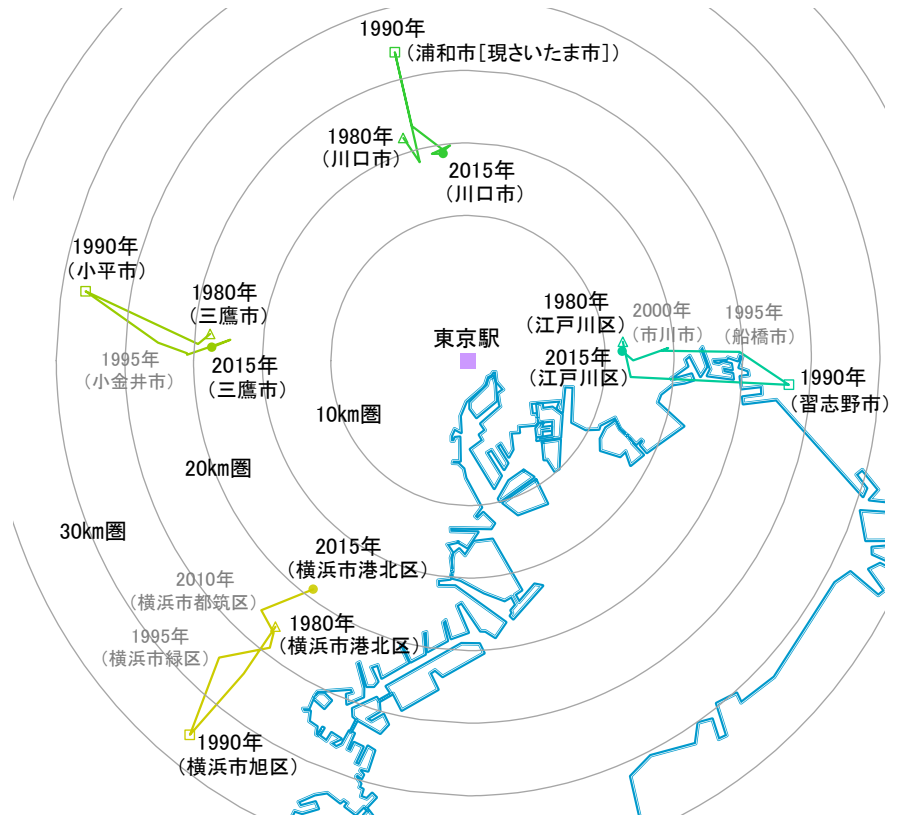
図表7は、首都圏新築分譲マンションの発売地域がどのように変化したのか、位置情報（経度・緯度）を戸数によって加重平均した結果（重心）である。

重心は必ずしも数多くのマンションが発売された位置を表すものではないが、東京駅から遠い物件が多くなれば平均した位置も東京駅から離れ、逆に近い物件が多くなれば近づくことになるため、全体的な傾向をとらえることができる¹⁰。

（図表7）首都圏新築分譲マンション発売地域の重心の変化

1980年と1990年を比べると、北部方面は川口市から浦和市（現さいたま市）、東部方面は江戸川区から習志野市、南部方面は横浜市港北区から同・旭区、西部方面は三鷹市から小平市と、それぞれ東京駅から遠い方向へ重心が移動したことがわかる。前節でみたように、住宅価格が大幅に上昇した1990年においては、それでも購入しようとするのは遠距離の物件であった（前掲図表5、同・図表6）。

その後、バブルが崩壊して住宅価格が下落すると、1990年のような遠い物件でなくても購入できるようになった。最近ほどではないにせよ、1990年以前に比べて住宅ローン金利が低くなったことも購入のハードルを下げた。図表7をみると、1990年を境に重心が東京駅



（資料）不動産経済研究所「全国マンション市場動向」、総務省「国勢調査」

（注1）1980年から2015年まで5年ごとに計算した。

（注2）重心は、上記資料に掲載されている各物件の住所をもとに、いったん市区町村単位に集計した上で、単位ごとの位置情報（経度・緯度）を戸数によって加重平均した（東京駅から70km超離れている場合は計算の対象外とした）。

（注3）単位ごとの位置情報は、それぞれの人口重心（原則として2005年）または主要駅（鉄道）とした。市町村合併によって、①マンション発売が行われないような地域が含まれるようになった場合や、②合併前にそれぞれ一定件数以上の発売があった各地域が一つの行政区域になった場合には、合併前の行政区域による位置情報と発売戸数によって加重平均を行い、結果（重心）を表記する際に、現在の行政区域ではどの住所に当たるのかを示した。ただし、市区町村より細かい住所表示部分（街区等、例えば〇〇市「××町△-□」の「」内）は記載を省略した。

⁹ 購入側のデータによって分析するのが理想的であるが、詳細な情報を得ることができる利点があるため発売側のデータを用いた。購入動向は売れ行きを通じて発売地域に影響するし、供給動向は物件の選択肢を通じて購入側に影響するので、（完全に一致しないまでも）方向性をとらえることは可能である。

¹⁰ 例えば異なる2地域で物件が発売されている場合、加重平均の位置は両者の間を示すが、そこで多くの物件が発売されているわけではない。しかし、2地域のうち東京駅から遠い方の比重が高まれば加重平均の位置も東京駅から遠ざかり、逆に近い方の比重が高まれば加重平均の位置も東京駅に近付くため、全体として遠距離の割合が大きくなっているのか、近距離の割合が大きくなっているのかが示される。

に近い方向へ反転しているが、前述のような取得環境の変化の下では自然な流れであった。

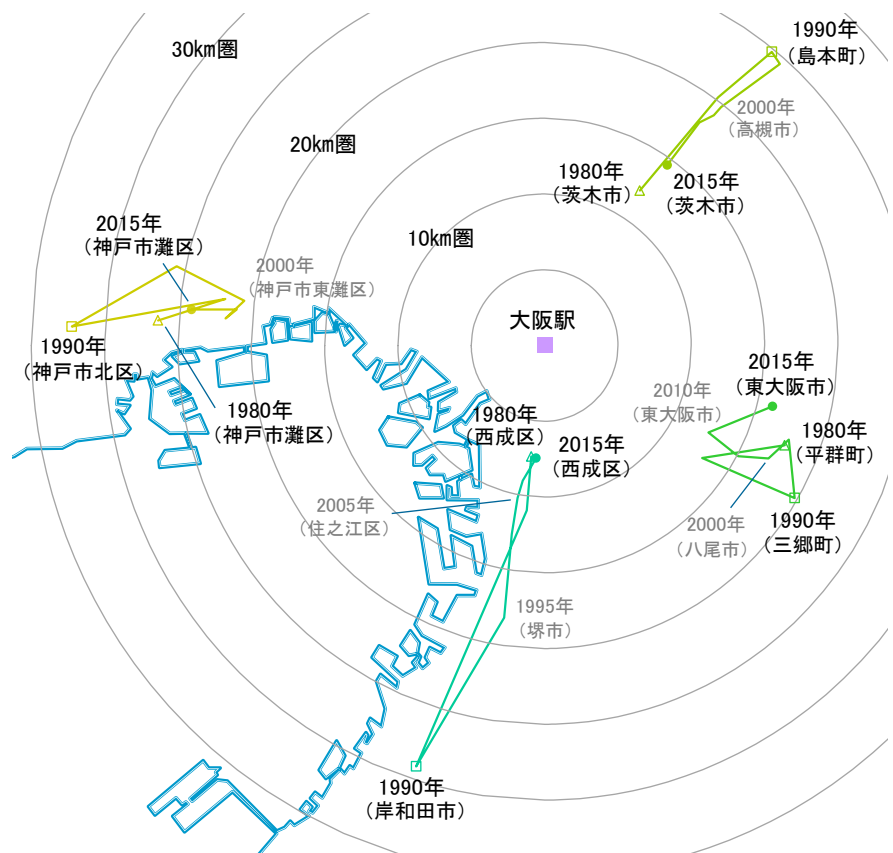
一方、2000年代以降の重心の動きに関しては、バブル崩壊前および直後のように取得環境だけで割り切れない面がある。バブル期には住宅価格高騰による取得環境の厳しさに対応して、重心が遠方に移動した。1990年から2000年には住宅ローン金利は金融緩和（と金融自由化³）を受けて低下し、住宅価格は金融緩和による理論上の押し上げ効果よりバブル崩壊による価格調整の方が大きかったことにより下落したため、取得環境は改善し、重心は東京駅に近い方向に反転した。

しかし、2000年代以降は、バブル崩壊による価格調整が一巡した反面、一段と強化された金融緩和がストック価格に対する影響を強め始めた。これに対してフロー価格にはデフレ色が強まり、年収の伸び悩みが目立つようになった。この結果、住宅価格の年収対比でみる取得環境は、バブル期ほどではないが、厳しくなった（前掲図表5）。ただし、住宅ローン金利が「歴史的な低水準」を更新してきたことによって、返済負担（借入返済額の可処分所得比）でみる取得環境は住宅価格の年収対比ほど悪化せず、遠距離ではむしろ改善した（前掲図表6）。1980年代、1990年代の延長で考えれば、重心は東京駅から遠い方向に動くはずであるが、実際には1990年代より都心に近付いている。

図表8は、近畿圏新築分譲マンションの重心の変化を示したものである。1980年から1990年にかけて大阪駅から遠い方向へ重心が移動した様子や、バブル崩壊後、1990年から2000年にかけて重心が大阪駅に近い方向に反転した様子など、前述の首都圏と同じ特徴を観察することができる。特に北部方面、南部方面では明瞭である。

直近の2010年から2015年に東部方面で大阪駅方向への接近に足跡がみられること、2000年代の西部方面で動きが乱れていることなど、部分的に特徴が曖

(図表8) 近畿圏新築分譲マンション発売地域の重心の変化



(注) 距離圏の中心が図表7のJR東京駅からJR大阪駅に変わっているだけで、それ以外は、図表7に示した資料、注に同じ。

味なところはありますが、全体的には、首都圏の状況から浮かび上がった取得行動と共通点が多い。

本稿では首都圏全体、近畿圏全体の発売状況から求めた重心の動きを示したが、これらは、近年、首都圏や近畿圏の一部地域におけるマンション発売状況や住民移動の動向などをもとに都心回帰と呼ばれている現象と、つながる部分がある。もっとも、都心居住が志向されるようになって、経済的に実現不可能であれば、都心回帰は進まない。1990年のような取得環境であれば、一次取得はまず困難である。

鍵となったのは、前掲図表6に表れているように、返済負担が少し重くなることを覚悟して背伸びして借入を増やせば、過去には難しかった都心に近い住宅に手が届くと考えても不思議でない微妙な取得環境であろう。住宅ローン金利が、過去の局面と比べてもはるかに低い「歴史的な水準」として注目を集めれば、貴重な機会を逃すまいという心理が働いたとしても不思議ではない。この結果、バブル崩壊前および直後とは違って、平均的な取得環境だけでは説明しにくい重心の動きが生じたと考えられる。

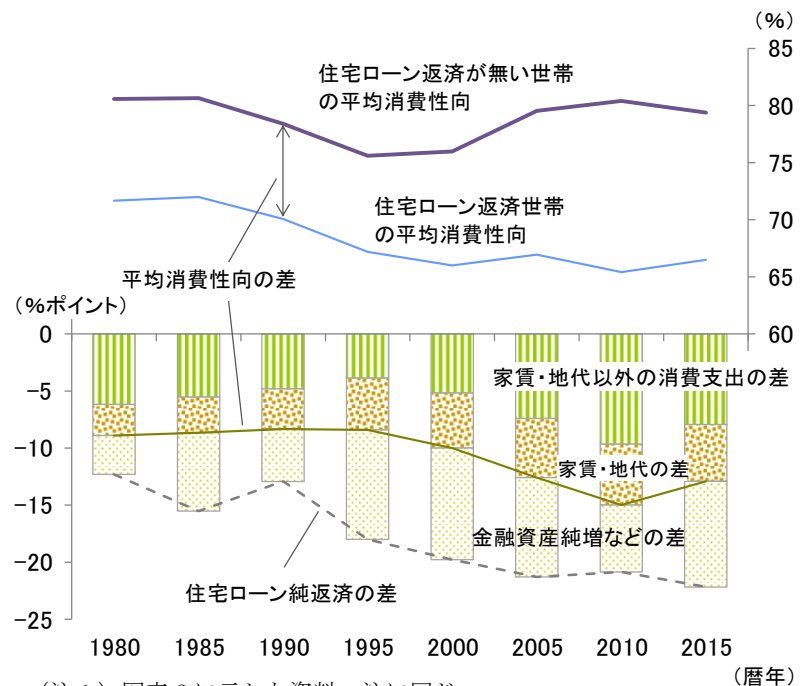
反面、そのような住宅購入の選択は、返済負担に影響する。住宅ローンが「歴史的な低金利」となっているため、物件選択であまり背伸びをせずに金利低下による返済負担軽減の方を重視すれば、借入返済額の可処分所得比を小さくすることは十分可能であった。しかし実際には、借入比率の上昇、借入額の増加によって、返済負担は重くなっている（前掲図表2、同・図表4）。

以下では、その家計収支への影響を見る。

5. 住宅ローン返済世帯が勤労者世帯全体の消費性向を抑える傾向が強まっている

図表9では、住宅ローン返済世帯と返済が無い世帯の家計の状況を概観している。2000年代以降、それより前に比べて、両者の平均消費性向（以下、単に消費性向）の差が広がった。消費性向には世帯構成や所得水準の違いなどさまざまな要因が影響するが、住宅ローン返済負担（純返済額の可処分所得比）が重いほど他でやり繰りする必要が強まるので、返済世帯にとってローンの負担は消費性向の抑制要因になっていると考えてよいだろう。住宅ローン金利が以前よりはるかに低くなったにもかかわらず、2000年代以降の返済負担が1990年代以前に比べて重くなっているのは、前述のと

（図表9）住宅ローン返済の有無による家計の状況の差



(注1) 図表2に示した資料、注に同じ。
(注2) 下段は住宅ローン返済が無い世帯と返済世帯の可処分所得比の差（前者マイナス後者、ただし住宅ローン純返済は符号を反転）。

おり、借入比率が上がり借入額が増加したことによるものである。

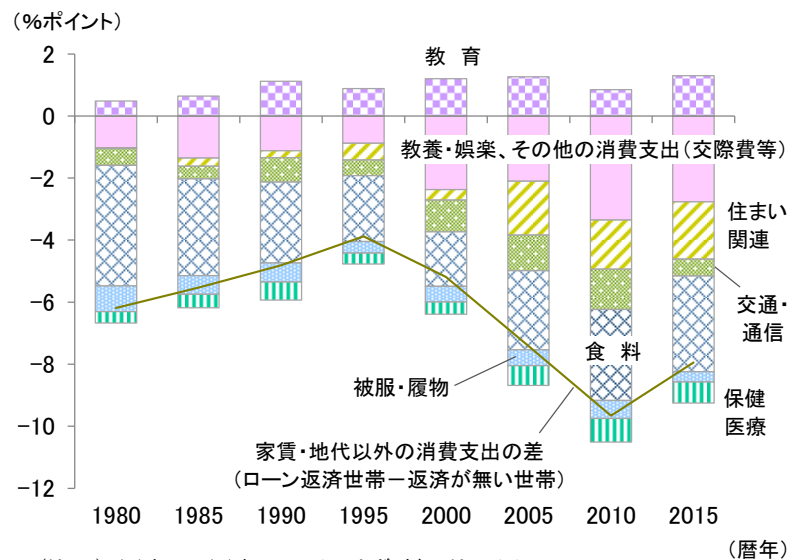
もともと、返済負担の大きさが、そのまま住宅ローン返済世帯と返済が無い世帯の消費性向の差になって表れているわけではない。返済が無い世帯では、返済世帯に比べて、可処分所得から金融資産純増などに回されている割合が大きいいため、消費性向の差は返済負担の差より小幅である。

加えて、住宅ローン返済の有無と自宅居住か否かは関係が強い。消費支出の内訳のうち、住宅ローン返済世帯が無い世帯で家賃・地代の割合が高いのは住宅を借りて暮らしている世帯が多く、購入のためのローン返済負担が無いかわりに家賃・地代への支出割合が高くなっているためと考えられる¹¹。住宅ローン返済の有無による消費支出の差は、家賃・地代以外の部分を見る必要があるだろう。

図表 10 は、図表 9 の家賃・地代以外の消費支出の差について、内訳を示したものである。ほぼ全ての項目で、住宅ローン返済世帯の支出率（可処分所得比）が返済の無い世帯を下回っているが、教育は例外で、1980年代から一貫して住宅ローン返済世帯の方が高い割合を支出している。これは、住宅ローン返済世帯の属性と教育支出が多い世帯の属性に共通部分が多いためとみられる¹²¹³。

一方、教育以外の項目では、以前から住宅ローン返済世帯の方が、支出割合が低い。その中でも、2000年代以降の差が、それより前に比べて大きくなっている項目の一例としては、教養・娯楽、その他の消費支出（交際費等）があげられる。これらは、必需的な財・サービスへの支出というより選択的支出であるため、家計のやり繰りをする場合に調整の対象になりやすいためと考えられる。なお、住まい関連の支出割合の差に関しては、ローンを完済した世帯（ローン返済が無い世帯）が、年数が経った住宅をリフォームする支出等が影

(図表 10)住宅ローン返済の有無による消費支出の差



(注1) 図表 2、図表 9 に示した資料、注に同じ。
(注2) 住まい関連とは、光熱・水道、家具・家事用品、設備修繕・維持の合計。

11 返済が無い世帯であっても持家居住で家賃・地代がゼロの場合（例えばローンを完済した、昔から住んでいる等）や、逆に返済世帯でも家賃・地代を支払っている場合（例えば隔地転勤で自宅以外に住んでいる等）などがあり得るが、家賃・地代に差が生じている主因は本文で記述したようなものである。

12 例えば、世帯主の年齢、家族構成、所得状況など。

13 ただし、解釈によっては、住宅ローン返済に以前より多くの割合を回すようになった上に、教育（学校以外に塾や家庭教師代などを含む）にもお金をかけているため、図表 9 に表れているように貯蓄（金融資産純増など）の余裕が減るなどの影響が出ているとも考えられる。

響している可能性がある。

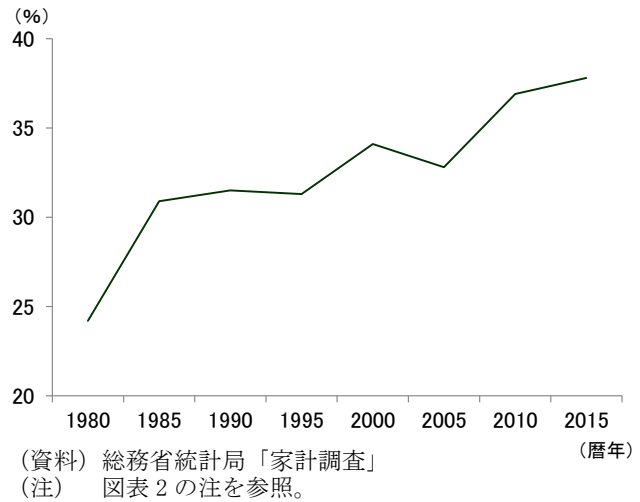
その他の項目では、2000年代以降に差が広がるという特徴はみられないが、支出割合の大小という面では、住宅ローン返済世帯が返済無しの世帯を下回り続けている。このように、住宅ローンの返済負担は、教育支出を例外として多くの項目で消費に回る金額を抑える一因になっているとみられる。

ここまで1世帯あたり平均の家計の状況を比較してきたが、勤労者世帯全体への影響という点では、1世帯あたり平均の差の他に、住宅ローン返済世帯の構成比が上昇していることも大きい(図表11)。住宅ローンは20年、30年といった長期の返済期間で組まれることが珍しくないため、所得が顕著に増加して家計のゆとりが増す経済状況にならないと、やり繰りを長年続ける必要が生じる。世帯全体のうち、ローンを返済し終えて返済無しの世帯となる数より、新たにローン返済世帯となる数の方が多ければ、前述のような家計状況の特徴を持つ住宅ローン返済世帯の構成比が高くなり、勤労者世帯全体の平均的な家計の姿により濃く投影されるようになる。

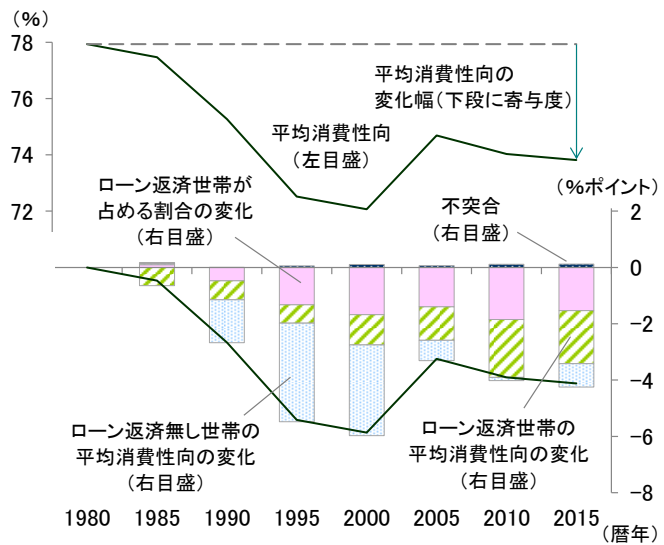
図表12は勤労者世帯の消費性向の変化とその寄与度である。図表11に示した住宅ローン返済世帯の構成比の上昇が、全勤労者世帯平均の消費性向を下げる方向に寄与していることがわかる。一方、返済の有無で分けた1世帯あたり平均の動向に関しては、1990年代のように返済無しの世帯の寄与度が大きかった時期もあったが、最近ではローン返済世帯の寄与度の方が大きい。

実際の消費性向にはさまざまな要因が影響するが、返済の有無という切り口に注目して整理すれば、住宅ローン返済世帯が、構成比の上昇と1世帯あたり平均の動向の両面から、勤労者世帯全体の消費性向を抑えている。

(図表11)住宅ローン返済世帯の割合



(図表12)平均消費性向の変化と寄与度



6. おわりにかえて

本稿では、長年にわたる金融緩和の下での住宅取得と関連項目の動向をさまざまな側面から検証してきた。分析対象とした期間のうち、1990年代半ば以降、金融政策はデフレ脱却を目指して、基調的には緩和姿勢が貫かれた¹⁴。財政状況の厳しさから大規模な財政政策が控えられた時期には、その分、金融政策に期待が集まった。デフレは貨幣的現象であるという声が増すと、期待にとどまらず、日本銀行はデフレ脱却の重責を一身に負う立場と見られるようになった。

このような流れの中で金融緩和は未知の領域に踏み込み続け、住宅ローンは「歴史的な低金利」の更新が続いた。金利低下によって多額の借入ができるようになり、住宅購入の可能性が広がったことは想像しやすい常識的展開と言える。2000年代以降、「歴史的な低金利」を利用して、都心からあまり遠くない、より価格が高い住宅を購入することが可能になった。

しかし、都心に近い立地であるほど住宅価格が上昇したのは、金利低下が異例な領域に進んだことと無縁ではない。金利低下によって多額の借入ができるようになり住宅購入の可能性が広がったといっても、多くの借入をする必要のある状況が金利低下によって生じたのであれば、借入可能額の増加だけを見て評価するわけにはいかないだろう。

これらの影響によって、2000年代以降の世帯平均の住宅ローン返済割合は1980年代、1990年代を上回っている。

1990年代から消費行動などの説明として使われるようになった低価格志向、節約志向という言葉は、今でも個人消費の解説にしばしば登場する。加えて、当時から取り上げられていた「所有か利用か」という切り口に比べて共有、共用がより強調された「シェアリング」という側面から消費行動の特徴を捉えようとする試みも見られる。節約志向は、「シェアリング」の動機や背景のすべてではないにせよ、主要な要素である。自動車に代表される耐久消費財にとどまらず、住まいに関してもハウスシェアリング、シェアハウスが取り上げられることがある。

一方、可処分所得の使途のうち住宅ローン返済の動きからは、消費支出で観察されるように抑制しようとしている姿を想像しにくい。家計部門の行動のうち住宅取得に関しては消費支出と異なる特徴が浮かび上がる。

住宅ローン返済割合が高くなっている背景には、収入が伸び悩んでいることや、住宅価格が、特に都心に近い立地で上昇していることなどを指摘できる。以前であれば、そのような取得環境の場合、購入後の返済負担を軽減するために立地などの条件を抑えるなどの選択によって、購入する住宅の所在地が都心から遠くなっていた。2000年代以降は低金利が顕著になってきたため、住宅価格の年収倍率が上昇した状況であっても、低金利を活かして、返済負担を以前より格段に軽くするような購入方法もあり得た。しかし、実際には、返済負担を軽くするよりも、低金利を活用してより多くの購入資金を借り、「背伸び気味」であっても、都心からあまり遠くない、より価格が高い住宅を購入している様子が窺われる。

無論、「背伸び」をして住宅を購入するか否かは各家計がそれぞれの事情に応じて決めること

¹⁴ 緩和の程度を変更しようとした時期はあったが、引き締めに転じたと言えるような政策変更ではなかった。

である。都心からあまり遠くない住宅が好まれている背景には、①以前と異なり共働き世帯が主流となって職住近接がより重視されるようになったこと、②開発を促そうとする政策の流れ（例えば都市再生特別措置法：平成14年4月5日法律第22号）を受けて都心で再開発が進み利便性が増したこと、③単なる居住にとどまらず資産形成も意識した場合、都心に近い物件の方が（近年の価格動向が前提であれば）有利なように見えること¹⁵など、さまざまな要因が関係していると考えられる。

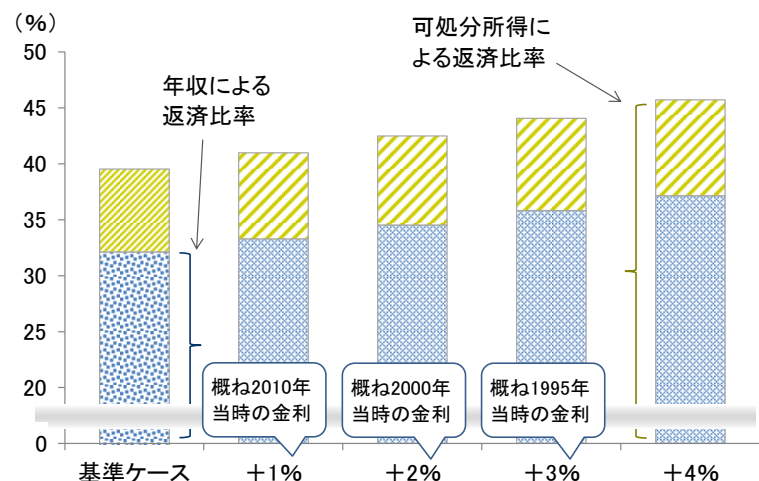
ただし、金融緩和は都市再開発にとって追い風となること、金利低下は不動産価格の上昇要因になることなど、上記の要因の中には金融情勢と密接な関係を持つものがある。中でも不動産価格は、金利低下が異例な領域に入れば入るほど、リスクプレミアムが適正水準から乖離することを通じてオーバーシュートしやすい。

さらに、2000年代以降に顕著となった「歴史的な低金利」は、都心に近い住宅を購入するまたとない機会を逃すまいという心理を刺激して、「背伸び気味」の取得行動を促したという側面があったとみられる。

以上のように、消費支出と異なり、住宅取得では低価格志向、節約志向と単純に説明し切れない動きが見られる。長年にわたる低金利政策は、住宅取得の刺激（入居前後には、通常、耐久消費財等の購入も伴う）という点では政策効果として一般に予想される方向に作用したとみられるが、その後の個人消費への影響という面では、「背伸び気味」の住宅購入によって借入の返済負担が膨らみ、消費の抑制要因として作用している様子を見て取れる。言い換えれば、個人消費について低価格志向、節約志向につながる家計状況を作り出した。「背伸び」によって生じた返済負担の増加と個人消費への影響が、購入後、長期間続くことまでを考慮すると、当初の住宅取得の際の需要増加だけを見るのでは不十分であろう。

借入額の面で「背伸び」が大幅で、かつ金利が変更される可能性があるローンの割合が大きい場合には、将来の適用金利改定時の金融情勢に注意が必要となる。

（図表13）住宅ローン金利上昇の返済負担への影響（その1）



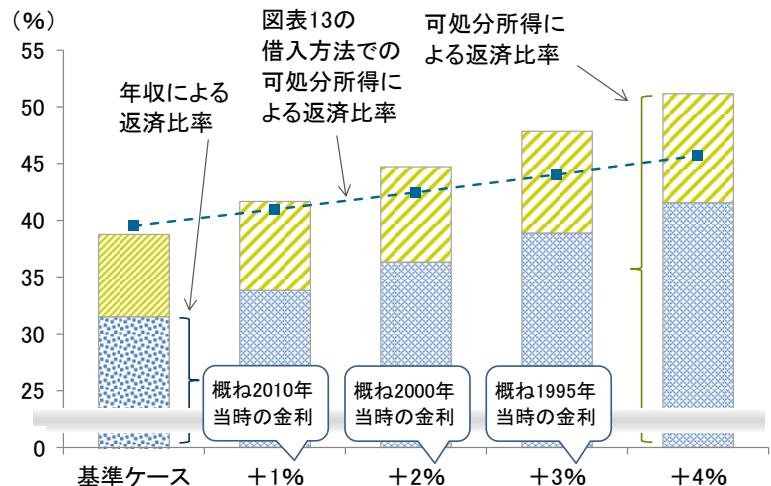
- （注1）図表4、図表6に示した資料、注を参照。
- （注2）基準ケースは図表6において10km圏のマンションを購入するとした場合の返済負担率の試算値（可処分所得比）を例に取っている。ここでは参考として年収に対する返済率も示した。
- （注3）図表4、図表6で、当初借入の2分の1を固定金利特約型10年の住宅ローンと仮定しているため、当該ローンで返済が残っている借入に対する金利が、改定時に当初より+1~4%（ポイント）高くなったとして再計算した。当初借入の2分の1はフラット35（全期間固定金利）と仮定しているため、当該部分については基準ケースと同額の返済額である。

¹⁵ 都心のいわゆるタワーマンションに関しては、課税評価額の仕組みを意識して高層階を購入する動きがみられたことも指摘されている。

図表 13 は、前掲図表 6 の 10 km 圏のマンション購入の場合について、金利上昇の影響を試算したものである。前掲図表 6 (同図の試算において返済方法を揃えた図表 4 も同じ) では、当初借入の 2 分の 1 を固定金利特約型 10 年の住宅ローン、残り 2 分の 1 をフラット 35 (全期間固定金利) と仮定しているため、金利上昇の影響を受けるのは固定金利特約型 10 年のうち返済が残っている借入部分だけであり、図表 13 に示した返済負担の試算は、金利上昇によって重くなるとはい

え、危険なほど跳ね上がる形にはなっていない。しかし、金利変動の影響を受ける借入の割合が本稿の仮定より高い場合には、より大きな影響を受ける (図表 14)。

(図表 14)住宅ローン金利上昇の返済負担への影響(その2)



(注) 全ての借入が金利改定の可能性がある住宅ローンであると仮定して図表 13 を再計算したもの。

過去においても最近においても、住宅ローン返済世帯は、返済無しの世帯より平均年収額が高く、その限りでは経済的にゆとりが生じ得る世帯である。しかし、ローンを返済する必要があるために、実際には多くの項目において支出 (可処分所得比) を抑えている。それ自体は最近になって生じたことではなく、過去も同様であったが、2000 年代以降は、返済無しの世帯との比較でみた抑制度が大きくなっている。いわゆるトリクルダウンの発想に従えば個人消費の先導役として期待される層の一部で、消費支出の抑制が起きていることになる¹⁶。

「背伸び」をして住宅を取得する場合ばかりに光を当ててきたが、取得環境が変化したことによって、「背伸び」をしても住宅取得に手が届かない世帯を生んでいる可能性があることも指摘しておく必要があるだろう。買って住むのか借りて住むのかは価値観次第であるため、購入を標準ケースとすることはできないが、借りて住むことを積極的に選択するのではなく、やむを得ず選択するような取得環境であれば自由な選択の結果には遠い。取得自体が最優先なら都心からの距離などの条件を抑えて購入可能な物件を探すことができるとはいえ、仮に職住近接が外せない条件であれば、事実上、難しい場合も出て来るだろう。

バブル崩壊後の経済動向を振り返れば、金融緩和が進められてきたことは当然であった。ただし、基本的にマクロ経済政策であり、全体的な視点で実施されるため、時には部分的に異質な動きが生じる場合もある。金融緩和が過去の経験を超えた領域に入れば入るほど、経済主体の反応は読みづらくなる。金融政策に対して通常でもフロー価格より敏感になりがちなストック価格が、思い切った金融緩和局面において、先行きの期待、思惑がリスクプレミアムに作用

¹⁶ そもそもトリクルダウンの有効性には議論の余地があり、本稿の論旨の前提としていないわけではないが、ここでは、世の中で見聞きする波及メカニズムの一例として取り上げた。

することを通じて、オーバーシュートするなど不安定になりやすいことにも留意が必要である。2013年4月の異次元緩和開始以降、本来の目標であるフロー価格（消費者物価）よりも、ストック価格（株価、マンション価格など）が敏感な動きをみせたことは記憶に新しい。

米国のサブプライムローン問題も、2001年以降進められた累次の金利引き下げによって、2003年から2004年にかけて当時の米国としては異例の低金利が出現したことが一因となった。わが国の場合、そこまで極端な動きには遠いが、仮に一般の人々の経験を超えるような金融政策が行われた場合でも安心とは断定できない。2016年9月に長短金利操作付き量的・質的金融緩和の導入が決まるまでは、2%の物価安定の目標達成のためには非常時の政策も排除すべきでないという考えからヘリコプターマネー的な政策すら関心を集めていた。仮に採用されていれば、金融市場や経済主体の動きがどのようになったのか、想像しづらい。

金融政策は、実体経済（需要やフロー価格など）に直接的に働きかけることはできず、さまざまな経路を通じ伝わって起きる反応の中には、意図せざるものが入り込むことがある。金融政策の内容が、一般の経済主体の経験を超える異例のものであれば、得られる反応も平時の金融政策の経験則が当てはまらなくなる可能性が強まる。

本稿では、「歴史的な低金利」の下で行われた住宅取得における物件選択が過去とは異なる様子であったことや、その影響が購入後の消費支出に及んでいることを指摘した。金利低下が住宅取得を刺激した点は定石通りであったが、その後の展開を含めると、一概に効果を断じにくい。

前述のとおり、一時話題を呼んだヘリコプターマネー的な金融政策は採用されなかった。2%の物価安定の目標という旗印は掲げられたままとはいえ、異次元緩和開始当時のように、目途とする時期までに物価安定の目標が実現されそうになれば一段と思いついた政策が打たれるのではないかという思惑が市場に広がる雰囲気は、やや沈静化した。市場が2%という数字を質に取って緩和強化を催促する動きが収まったことは好ましい。

新たな枠組みの柱の一つである長短金利操作について「必要な場合、さらに金利を引き下げる」とされているように、今後の緩和強化に含みが残されているが、これまでサプライズが繰り返されてきた後であることを鑑みれば、むしろ消費者物価をはじめ経済指標のごく短期的な変動に、政策が振り回されることはないという心理を定着させる方が、市場や経済の期待形成が落ち着き安定感が増すだろう。冒頭で触れたような海外要因による金利の変動が過度に大きくならないようにすることも重要である。

以上

【参考文献】

吉本澄司 [2016] 「数字を追う～物価安定の目標の柔軟化と異次元緩和の際限なき拡大の回避…参考にしづらい戦前のヘリコプターマネー的政策」

『Research Focus No.2016-017 (2016年7月19日)』（日本総合研究所）

<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/9045.pdf>