

最近の ESRI 研究成果より

日本における住宅資産の消費行動への影響

—マイクロデータによる実証分析—

経済社会総合研究所研究官
比嘉 一仁

1. はじめに

標準的な恒常所得仮説によると、家計の消費は平準化され、消費が増えるのは恒常所得ないしは生涯資産が増加した場合ということになる。それでは、保有する住宅資産価値が増加すると家計は消費を増やすだろうか？ 堀・新関（2017）（「日本における住宅資産効果：マイクロデータによる実証分析」）は、住宅資産価値の変動が家計の消費行動に与える影響を分析している¹。

住宅資産価値の変化が消費に与える影響（因果関係）を推定することは必ずしも容易ではない。例えば、マクロでみると、住宅資産の変化の一要因と考えられる地価の変化はビジネス・サイクルを反映している可能性が考えられる。また、ミクロでみても、恒常所得の上昇は住宅需要（購入）及び消費の双方に影響を与えるため、住宅資産効果の識別は単純ではなくなる。そこで、堀・新関（2017）では、政府統計個票データを用いて、これらの懸念点を考慮したうえで、住宅資産の変化が消費に与える影響を推定した。

2. データ

データは、総務省の家計調査（サンプル期間は1983年から2012年）を用いている。家計調査には、世帯属性・所得・消費・金融資産等の設問があり、毎月約8千世帯が6か月間回答する。消費については、各世帯が家計簿をつける形式となっている。

住宅資産価値の推定には、家計調査及び国土交通省の地価公示及び建築統計年報を用いた。具体的には、家計調査で利用可能な大まかな居住地点情報に公示地価をマッチさせて、世帯の土地資産を推定した。さらに、家計調査から得られる建物の構造や建築年数等の情報に建築統計年報の建築コストデータ等をマッチさせて、世帯保有の建物資産価値を推定した。

3. 推定方法

堀・新関（2017）は、恒常所得仮説をベースに住宅資産効果を推定している。まず、家計の現在の消費は現在の資産と人的資本で決定するモデルを考える。資産には先ほど構築した住宅（土地及び建物）資産と純金融資産を用いる。人的資本の代理変数として、世帯所得、世帯主の産業及び職種等を用いる。その他の説明変数には、世帯主の年齢や世帯人員数、居住地都道府県ダミー、コホートダミー等が含まれる。さらに、消費の季節性及び世帯共通のマクロ経済要因をコントロールするため、回答開始月ダミーと年ダミーも説明変数として推定モデルに加えている。

分析の目的は、住宅資産の変化が家計の消費行動に与える影響の大きさを推定することである。影響の大きさは限界消費性向（＝消費の増加幅÷住宅資産価値の増加幅）で測る。

住宅資産効果を推定する上で、欠落変数の問題が起こる。その一つに住宅購入がある。家計が新しく住宅を購入した場合、同時に冷蔵庫や洗濯機等の耐久財も購入する（買い替える）可能性がある。この場合、住宅購入による住宅資産価値の増加が消費に与える影響は誤差項で拾われる可能性がある。これに対処するため、家計調査に含まれる世帯から過去一年以内に住宅を購入したとみなされるサンプルを除外して推定した。

二つ目の欠落変数の問題として、恒常所得に影響を与える要因が考えられる。人的資本の変数として、世帯所得及び世帯主の産業・職種をモデルに加えているが、それだけでは産業内及び職種内等の労働者間の恒常所得の差をコントロールできていない可能性がある。そこで、以下の二つの方法によりこの懸念に対処した。一つ目は、標準的な恒常所得仮説に基づき、生涯資産は住宅資産・純金融資産及び人的資本から構成されているため、引退後は世帯の人的資本のシェアは小さくなり、その変化は無視できると考えられる点を生かす方法である。退職者世帯にサンプルを絞れば、説明変数に含めた住宅資産及び純金融資産により世帯の生涯資産の大半がカバーできていることになり、第三要因による恒常所得の変化は無視できる（すなわち恒常所得には依存しない）と考えられる。二つ目は、疑似パネルデータを構築して分析する方法である。標

1 詳細な内容は論文http://www.esri.go.jp/jp/archive/e_dis/e_dis339/e_dis339.pdfを参照。

準的なオイラー方程式を考えた場合、消費の増加率は主観的割引率と実質金利に依存するが、恒常所得には依存しない。そのため、クロスセクションデータでの分析に加えて、疑似パネルでの分析を行うことにより二つ目の懸念に対処可能かもしれない。

三つ目の懸念として、家計の選好の違いがある。例えば、儉約的な家計では、今期の消費を減らして、資産蓄積する傾向があると考えられる。この儉約的な行動は、住宅資産価値の上昇が消費に与える影響の過小評価につながる。そこで疑似パネルデータを用いて、世帯の選好等の観測されない固定効果については、階差をとって住宅資産効果の推定を行った。

4. 分析結果

クロスセクションデータを用いた回帰結果からみると、住宅資産価値の変化による非耐久財の限界消費性向は0.001であり、総消費の限界消費性向は0.003となった。この結果は他の先進国の値の下限に近い値である。また、世帯主の年齢が41歳以上の世帯の限界消費性向は40歳以下の若者世帯と比べて大きい値になることがわかった。これは恒常所得仮説において、住宅資産の上昇により生涯資産が増加し、その結果消費が増加するという純粋な資産効果仮説と整合的である。

次に、欠落変数の問題等に対処するため、疑似パネルデータを用いた分析を行った。疑似パネルは、38のコホート（＝3年刻みの出生年(19個)×都市または地方の区分(2個)）を作成した。

疑似パネルにより、上記の問題には対処できるが、住宅資産の内生性の問題が残ってしまう。これは、疑似パネルで用いるコホート平均の土地資産の変化には、地価の変化及び土地保有量の変化の二つが含まれ、地価の変動は外生と考えられるが、土地保有量の増減は家計の内生的行動により変化してしまうためである。多くの先行研究では主観的な住宅資産価値や地域の平均的な住宅資産価値を用いて、住宅資産の変化が消費に与える影響を分析しているため、この問題には対処できていなかった。しかしこの研究では、データの特性上、価格と保有量の分離が可能であったため、内生性の問題への対処ができた。

疑似パネルを用いた分析の結果、非耐久財の限界消費性向は0.0013となり、総消費の限界消費性向は0.0049となった。この結果はクロスセクションデータ

を用いた結果と比べて、少し大きい値となっている。

5. 持家世帯と借家世帯

論文では、持家世帯と借家世帯に分けた限界消費性向の推計も行った。高い住宅価格は、借家世帯にとって将来の住宅購入のため現在の消費を減らし貯蓄を増やす影響が考えられる一方、あまりにも高額である場合には、購入をあきらめて現在の消費を増やす逆の影響も考えられる。

データには持家世帯の住宅資産はあるが、借家世帯の住宅資産はゼロである。そこで借家世帯については、住んでいる地域の平均的な住宅資産価値の変化を代理に用いてみた。分析の結果、持家世帯のみの限界消費性向は全サンプルを用いた場合とほぼ変わらなかった。しかし、借家世帯のみの限界消費性向は非常に小さな値となり、改めて純粋な資産効果仮説と整合的であることが確認された。

6. マクロ経済へのインプリケーション

論文では、1983年以降の家計調査を用いて分析しているため、日本のバブル期における住宅資産の変化が消費に与える影響を推定することができる。まず、名目の平均地価は1986年から1991年にかけて、154%上昇した。その地価の増加による影響を推定で得られた弾力性(0.0688)に基づいて計算すると、上記の期間、消費を10.6%増加させたことが分かった。この期間、家計の最終消費支出の実際の増加は33.8%であったため、約31%が地価の上昇によって説明できることになる。地価の変動がマクロの消費に無視できない影響をもたらすことを示唆する結果といえよう。

7. まとめ

住宅資産効果の大きさは、マクロ景気変動のメカニズムを理解する上で、重要な意味を持つ。今回の研究で得られた日本の限界消費性向は非耐久消費財に関しては0.001程度、総消費に関しては0.006-0.008であることが分かった。この結果は他の先進国と比べると少し小さめの結果であるが、日本においても消費への住宅資産効果がはっきり存在することが確認できた。また、ほとんどの推計式で高齢世帯への影響（限界消費性向）の方が若者世帯へのそれより大きくなっており、これは純粋な資産効果と整合的な結果と言えよう。

比嘉 一仁（ひが かずひと）