

## 科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成 24 年 6 月 10 日現在

機関番号：33912

研究種目：若手研究（B）

研究期間：2008～2011

課題番号：20730224

研究課題名（和文） 住宅市場と家計の資産選択

研究課題名（英文） Household Portfolio Selection and Housing Market

研究代表者

上山 仁恵（UEYAMA HITOE）

名古屋学院大学・経済学部・准教授

研究者番号：90295618

研究成果の概要（和文）：本研究では、日本の家計による有価証券（リスク金融資産）の保有が欧米諸国の家計に比べて著しく少ない要因を、家計が保有する住宅資産の流動性（すなわち、中古住宅の売却・現金化の容易度）と関連付けて分析するものである。その背景には、欧米諸国においては、住宅の取引は中古物件が中心であるのに対し、日本では新築物件が中心になっていることにある。従って、日本では、中古住宅の売却は必ずしも容易とは言えず、家計資産の内、大きな比重を占める住宅資産の活用が容易ではないことが、家計の資産選択の行動において、流動性の高い預貯金に選好させる要因になっていると考えられる。本研究では、市場における住宅資産の流動性が、家計の資産選択の行動に大きなインパクトを与えていることを、理論と実証の両面から分析したものである。

研究成果の概要（英文）：I analyzed why Japanese households invest in less risky financial assets (stocks and bonds). Their financial portfolio selections are linked to the non-liquidity of the owner-occupied housing in the resale housing market. In Japan, most Japanese households own houses, but the circulation of secondhand housing is very low. In fact, secondhand housing transactions make up only about 10% of the total market, which means selling owner-occupied housing is not easy. On the other hand, in America and many European countries, the shares are over 70% (used houses are the most common transactions), and other risky financial asset shares in household portfolios are also high. I have shown how the liquidation risk of the owner-occupied housing affects household portfolio allocation by using the theoretical model and econometric analysis of the Japanese household data, and answered an important question about Japanese household risk-averse portfolio behavior.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2008年度	600,000	180,000	780,000
2009年度	1,200,000	360,000	1,560,000
2010年度	600,000	180,000	780,000
2011年度	500,000	150,000	650,000
総計	2,900,000	870,000	3,770,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経済学・3606（金融論）

キーワード：家計、資産選択、ポートフォリオ、リスク金融資産、中古住宅、流動性

### 1. 研究開始当初の背景

日本の家計の金融資産選択の行動は、預貯金（安全金融資産）に偏重しており、有価証券（リスク金融資産）への投資は欧米諸国の家計に比べて著しく少ない。日本銀行調査の『資金循環統計』を見ると、家計金融資産に占める有価証券の比率は、米国の家計で約5割、他の欧米諸国の家計でも3割以上であるのに対し、日本の家計はわずか1割弱である。本研究では、なぜ日本の家計が金融資産選択の行動において、預貯金に選好し、有価証券（リスク金融資産）に投資しないのかを検証するものである。ここでは、その要因として、家計が保有する住宅資産（中古住宅）の市場における流動性を考える。

その理由は、平成20年度の『国土交通白書』を見ると、全住宅取引戸数（新設住宅着工戸数と中古住宅取引戸数の計）に占める中古住宅の比率は米国やフランスでは7割以上であるのに対し、日本はわずか1割弱である。日本では中古住宅の流通量は著しく少なく、家計が保有する住宅資産の売却は必ずしも容易とは言えない。

このように、日本においては、家計資産の内、大きな比重を占める住宅資産の活用が容易ではないことが、家計の資産選択の行動において、流動性の高い預貯金に選好させる要因になっている（すなわち、有価証券のリスク金融資産への投資を抑制している）可能性が高いという発想に至った。

### 2. 研究の目的

本研究の目的は、日本の家計による有価証券（リスク金融資産）への投資が欧米諸国の家計と比べて著しく少ない要因として、日本において、住宅資産（中古住宅）の流動性が著しく低いことが影響しているという仮説を検証することである。具体的には、住宅資産を含む家計の資産選択の行動モデルにおいて、住宅資産の流動性（市場における売却度・現金化の容易度）が、家計のリスク金融資産への投資に与える影響を、理論と実証の両面から検証するものである。

### 3. 研究の方法

本研究の目的に対し、以下3つの研究方法を計画した。

(1) 国際データからの検証：本研究は、市場における中古住宅の売却の容易度（現金化の容易度）が家計の金融資産選択の行動に与える影響を検証するものである。しかし、市場における中古住宅の売却度のデータを入手することは不可能であるため、市場における中古住宅の流通量で代理する。すなわち、市場において中古住宅の流通量が多い（少ない）ほど、その売却度は高い（低い）と仮定

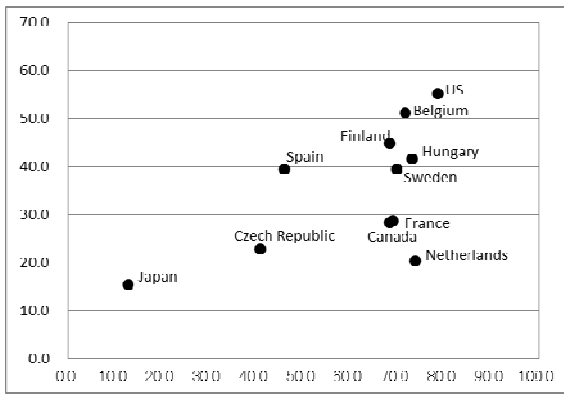
するものである。この仮定の下、ここではOECD加盟国を対象に、市場における中古住宅の流通量と、家計の金融資産選択の行動（具体的にはリスク金融資産への投資状況）との関係を検証する。

(2) 理論モデルの構築と数値シミュレーションからの検証：住宅資産を考慮したスタンダードな家計の資産選択のモデルをベースに、市場における中古住宅の流通量に依存する住宅の売却確率の変数を導入する。そして、この理論モデルを用い、様々な住宅資産の売却確率に対する最適なリスク金融資産への投資比率を数値シミュレーションから算出する。住宅資産を含む家計の資産選択の行動において、住宅資産の売却確率がリスク金融資産への投資に与える影響を、理論的に検証するものである。

(3) 個票データを用いた計量分析からの検証：(1)で前述したことであるが、市場における住宅資産の売却確率のデータを取ることとは不可能である（(1)で収集した国際データを用いても、計量分析に耐えられるだけの十分なサンプル数は確保できない）。従って、市場における住宅資産の売却確率を、家計が持つ住宅資産に対する主観的な売却確率と解釈し、(2)で構築した理論モデルに応用する。すなわち、持家世帯を対象に、住宅資産の売却は容易であると意識しているサンプルと、容易ではないと意識しているサンプルを抽出し、両者の金融資産選択の行動を比較するものである。(2)の理論モデルに照らし合わせると、住宅資産の売却は容易であると意識しているサンプルは、リスク金融資産への投資が多く、逆に、住宅資産の売却は容易ではないと意識しているサンプルは、リスク金融資産への投資が少ないという仮説になる。この仮説が成立しているか否かを、日本の家計の個票データを用いて詳細な計量分析を行う。

### 4. 研究成果

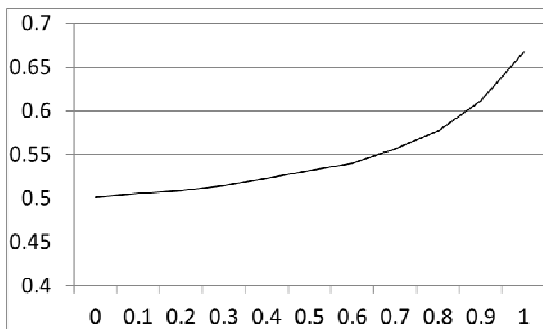
(1) 国際データからの検証の研究成果：OECD加盟国の内、中古住宅の流通量の統計データが入手可能であった12カ国を対象に、市場における中古住宅の流通量と家計のリスク金融資産（有価証券）への投資比率の関係をプロットしたものが下記の図である。この図のデータは2000年から2008年の平均であり、横軸が全住宅取引量に占める中古住宅取引量の比率を、縦軸が金融資産に占める有価証券への比率を表す。相関係数は0.61である。ちなみに、各年次で見ると、例えば2000年のデータで相関係数は0.68、2005年で0.51、2008年で0.70である。



この図より、市場において中古住宅の流通量が多い国ほど、家計の有価証券（リスク金融資産）への投資が多い傾向にあることが読み取れる。サンプル数が少ないため、確定的なことは言えないが、中古住宅の売却確率が、市場における流通量に依存すると仮定すれば、家計が保有する住宅資産の売却の容易度が、家計の資産選択の行動に影響している可能性があることを示唆するものである。

(2)理論モデルの構築と数値シミュレーションからの検証の研究成果：住宅資産を考慮したスタンダードな家計の資産選択の理論モデルに、市場における中古住宅の流通量に依存する住宅資産の売却確率の変数を導入した。欧米諸国では、住宅の取引は中古住宅が主流であり、従来の住宅資産を含む家計の資産選択の理論モデルに、「住宅を売却できない確率が発生する」ことを仮定したモデルは存在しない。本研究で構築した理論モデルは、欧米諸国とは正反対な日本の中古住宅市場を考慮したオリジナルな理論モデルとなっている。

そして、この理論モデルを用い、住宅資産の売却確率に対する最適なリスク金融資産への投資比率を算出する。なお、解析的な数値を算出することは不可能なため、数値シミュレーションから算出する。下記の図は、様々な住宅資産の売却確率に対する最適なリスク金融資産への投資比率を数値シミュレーションから算出し、両者の関係をプロットしたものである（横軸は住宅を売却できる確率を、縦軸は金融資産に対する最適なリスク金融資産への投資比率を表す）。



この図を見ると、理論上、住宅資産の売却の確率が高い（1に近づく）ほど、最適なリスク金融資産への投資は高く、住宅資産の売却確率が低い（0に近づく）ほど、最適なリスク金融資産への投資が低いことが確かめられる。市場における住宅資産の流通量が多いほど、住宅の売却が容易である（住宅の売却確率が高い）と仮定すれば、(1)と(2)の研究成果は整合的である。すなわち、国際データから、市場における中古住宅の流通量が高い国ほど、家計のリスク金融資産への投資が高くなっている傾向が見られたが、その関係は、住宅資産の売却確率を導入した理論モデルから出された関係と一致するものである。

(3) 個票データを用いた計量分析からの検証の研究成果：(2)の理論モデルの実証的な裏付けを行うが、まず、(1)で収集した国際データは、十分なサンプル数が採れないことから、詳細な計量分析ができない。従って、市場における住宅資産の売却確率を、個人が持つ住宅資産の売却に対する主観的な確率と解釈し、(2)の理論モデルに応用して実証分析を行う。

なお、既存の調査では、個人の住宅資産の売却に対する容易度を聞いた意識調査が存在しないため、日経リサーチを使い、住宅の売却に対する意識調査（同時に、金融資産保有状況の調査）を実施した。調査期間は2010年8月6日から9日の3日間であり、対象は日経リサーチ登録インターネットモニターである。理論モデルと整合性を保つため、持家世帯（かつ、住宅の売却に対して関与可能な30歳以上の世帯主）に限定した。

調査を実施した結果、7000人近いサンプルが収集できたが、この調査で入手したサンプルから、住宅資産の売却が容易と意識するサンプル（1745人）と、住宅資産の売却は困難であると意識するサンプル（549人）を抽出した。(2)の理論モデルに照らし合わせると、住宅資産の売却が容易と意識するサンプルは、有価証券（リスク金融資産）への投資が高く、逆に、住宅資産の売却は困難と意識するサンプルは、有価証券（リスク金融資産）への投資が低くなっているはずである。この仮説が成立するか否かを計量的に分析した。その手法は以下のとおりである。

まず、有価証券（リスク金融資産）の保有の有無（プロビット分析）と、保有する条件で、金融資産に占める有価証券への投資比率（OLS分析）に分けたヘックマンの2段階推定法を用いた。そして、住宅資産の売却の容易度に対する意識の内生性を考慮し、住宅の形態（戸建かマンションか）、築年数、立地場所（三大都市圏か否か）の操作変数でコントロールした。さらに、分析においては、金融資産、所得、年齢、学歴、職業、扶養家族

人数など、様々な家計の属性をコントロールして分析した。

以上の詳細な計量分析の結果、住宅資産の売却が容易であると意識している人ほど、有価証券のリスク金融資産への保有、及び、その投資比率は高く、逆に、住宅資産の売却は困難であると意識している人ほど、有価証券のリスク金融資産の保有、及び、その投資比率が少ないという結果が得られた。その係数は、リスク金融資産の保有の有無、及び、その投資比率とも、所得や年齢等の他の変数と比較して大きく、家計が保有する住宅資産の売却に対する意識が、金融資産選択の行動に大きなインパクトを与えていることが示された。

以上の3つの研究計画から得られた研究成果は、市場における住宅資産の流動性（住宅の売却・現金化の容易度）が、家計の資産選択の行動に大きな影響を与えていることを、理論と実証の両面から証明したものである。

なお、以上の研究成果は、2010年度の財団法人住宅金融普及協会実施による懸賞論文で最優秀論文賞を受賞しており、本研究のアイデアやその成果が高く評価されたものと確信している。特に、本研究の意義は、住宅資産を含む家計の資産選択の行動分析において、日本における中古住宅の流動性の低さという特徴を考慮しており、欧米の先行研究には無い独自の視点から分析した点にある。

今後は、本研究のアイデアをベースに、遺産動機や負債行動など、様々な家計行動の分析に関連付けて研究を発展させていく予定である。

## 5. 主な発表論文等

（研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線）

〔雑誌論文〕（計3件）

- ① 上山仁恵、中古住宅市場と家計の資産選択、住宅・金融フォーラム、査読有、10巻、2011年、pp.9-37。
- ② 上山仁恵、実物資産の非流動性と家計の資産選択、日本福祉大学経済論集、査読無、40号、2010年、pp.117-131。
- ③ 下野恵子・上山仁恵、家計の資産選択における実物資産の位置付け、金融経済研究、査読有、26号、2008年、pp.41-62。

〔学会発表〕（計2件）

- ① 上山仁恵、住宅資産の流動性が家計のリスク金融資産の需要に与える影響について、生活経済学会中部部会、2011年11月5日、中京大学。
- ② 上山仁恵、中古住宅市場と家計の資産選

択、日本経済学会 2010 年度秋季大会、2010 年 9 月 19 日、関西学院大学。

〔その他〕

ホームページ等

<http://www.maruron-ac.net/ngu-u/public/>

## 6. 研究組織

### (1) 研究代表者

上山 仁恵 (UEYAMA HITOE)

名古屋学院大学・経済学部・准教授

研究者番号：90295618