

# 住宅保有が家計のリスク金融資産 投資に及ぼす影響<sup>1</sup>

東北学院大学  
白井研究会  
金融分科会  
日下向燿  
佐藤凌  
曳地航大

2021年 11月

---

<sup>1</sup> 本稿は、2021年12月11日、12日に開催されるISFJ日本政策学生会議「政策フォーラム2021」のために作成したものである。本稿にあり得る誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。本稿の執筆にあたって慶應義塾大学パネルデータ設計・解析センターよりデータ提供のご協力をいただいた。ここに感謝の意を表す。

## 要約

日本は持家志向が強く、株式などのリスク金融資産投資に対して消極的な傾向にある。本研究では、日本の家計のリスク金融資産投資に影響を及ぼす要因として住宅投資に注目し、慶應義塾大学パネルデータ設計・解析センターが実施する「日本家計パネル調査」の個票データを用いて定量分析を行い、以下の結果が得られた。

(i) 住宅ローンを抱えている家計は、住宅ローンを抱えていない家計よりリスク金融資産を保有しない傾向がある。(ii) 延床面積が80 m<sup>2</sup>以上の借家に居住する家計は、延床面積が120 m<sup>2</sup>未満の持家に居住する家計よりリスク金融資産を保有する傾向がある。これらのことから、資産に対して危険資産としての住宅の占める割合が高過ぎることが原因でリスク金融資産の投資割合が低くなっていることがわかる。

こうした結果は、中古住宅市場・借家市場が十分に整備されていないことに起因する。新築住宅よりも安価な中古住宅や、ファミリー向けの借家の供給が限られている結果、家計は過剰に住宅投資をせざるをえない状況にある。家計のリスク金融資産への投資を促進するためには、定期借家制度の普及促進、不動産情報システムの改善、取引事例比較法による建物価値評価の見直しなどの政策的対応により住宅面から見たリスク金融資産投資の阻害要因を取り除いていくことが不可欠である。

# 目次

## 第1章 現状・問題意識

## 第2章 先行研究及び本稿の位置づけ

- 第1節 先行研究
- 第2節 本稿の位置づけ

## 第3章 分析

- 第1節 理論モデル
- 第2節 使用データ
- 第3節 分析
- 第4節 推定結果

## 第4章 政策提言の方向性

- 第1節 定期借家制度の普及
- 第2節 不動産情報システムの改善
- 第3節 建物評価方法の抜本的改善

## 第5章 おわりに

## 参考文献

# 第1章 現状・問題意識

2019年の金融庁審議会『高齢社会における資産形成・管理』の報告書によって老後2000万円問題が話題となった。報告書によると標準的な65歳以上の世帯の老後に必要な資産は2000万円と試算された。図1は貯蓄現在高階級別世帯分布を表している。世帯主の年齢が60歳以上の世帯で2000万円以上貯蓄を持たない世帯の割合は60.4%となっており、多くの世帯で老後の生活に必要な貯蓄が不足している。全国銀行協会（2018）ではこのような状況において、従来のように毎月の収入の中から一定額を預貯金で積み立てるというやり方だけでは、家計が十分な資産形成を行うことが困難になりつつあると指摘しており、預貯金のみに限らない資産形成に取り組むことが必要になっている。

日本の家計における金融資産構成の推移を見てみると、株式などのリスク金融資産への投資割合が低いという傾向は長期にわたって続いていることが確認できる。日本の家計が保有する金融資産の内訳を見ると、リスク金融資産は1割程度に留まっており、欧米諸国と比べリスクテイクに慎重な投資姿勢が鮮明である。図2は実物資産も含めた家計の資産残高を表している。土地の割合はバブル崩壊以降低下傾向にあるものの依然として高い割合が続いており、株式や株式以外の証券のリスク金融資産の割合は低いことが確認できる。図3は年齢別の資産構成を示しているが、世帯主が30歳未満、30歳代、40歳代の資産構成は、全資産の半分以上が宅地、住宅、その他実物資産が占めていて、有価証券などのリスク金融資産が資産構成に占める割合は1割もないことがわかる。さらに、資産に占める建物を含む不動産の割合が高いほど、リスク金融資産の割合は低いことが確認できる。30歳未満～40歳代の人とは他の年代の人と比べて住宅資産の割合が高い分、リスク金融資産の割合が低くなっているが、50～70歳代の人とは30歳未満～40歳代の人と比べて住宅資産の割合が低く、リスク金融資産の割合が高いことが確認できる。

本研究は、日本の家計のリスクテイクに消極的な姿勢が強い要因は、持家志向が強く実物資産としての住宅・土地への投資が過剰となり、リスク金融資産投資を抑制していると考えられる。資産に対して危険資産としての住宅投資の割合が高いために、リスク金融資産投資の割合が低くなる。徳田・斎藤（2014）によると、総世帯平均の持ち家比率は71.7%に上り、平均住宅保有額の年収に対する比率は5.3倍と高い水準にある。こうした日本における持家志向の強さはリスク金融資産投資を抑制する方向に働いている可能性がある。なぜなら家計において住宅を購入するという意思決定自体が大きなリスクテイク行動になっていると考えるからだ。住宅を購入することは（i）建物部分の減価が早いため一定期間経過後に建物の価値がほぼゼロになる、（ii）土地部分はバブル期のように一方的な値上がりは期待できない、（iii）中古市場が未整備のため流動性が低い、（iv）住宅ローンの負担が大きい、といったリスク資産としての側面が大きく、ポートフォリオの中で住宅などの実物資産の比率が高いと、リスク金融資産に投資するのが難しくなると考える。

本研究では、慶應義塾大学パネル設計・解析センターが実施する「日本家計パネル調査（JHPS/KHPS）」の個票データを用い住宅投資がリスク金融資産の保有割合に及ぼす影響を検証する。先行研究と比較した本研究の特徴は、住居の延床面積を考慮した持家、借家がリスク金融資産投資に与える影響を分析した点である。日本では新築住宅より安価な中古住宅や、ファミリー向けの借家の供給が限られている結果、借家に居住するという選択肢が困難になり住宅保有をしていると考えられる。2018年の総務省『住宅・土地統計調査』を見ても、中古住宅の流通度は全住宅流通量（新築+中古）の14.5%にすぎず、新築住宅が中心であることがわかる。また、日本の借家の平均延床面積は46.8㎡とファミリー向け

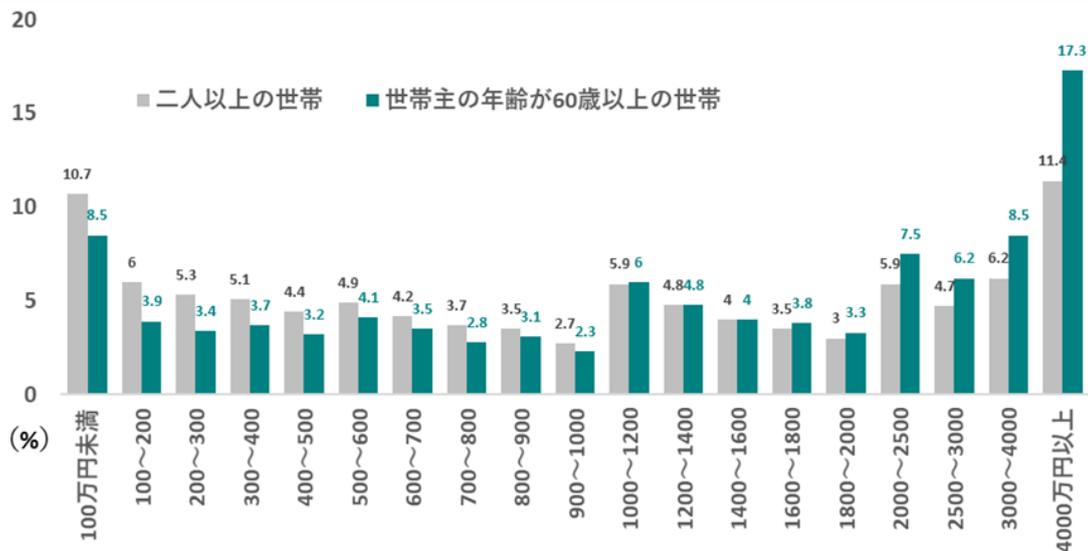
の借家の供給は多くない。そのような中でも延床面積の広い借家に居住できている家計は、持家に居住している家計よりも住宅ローンという負債を抱えていないことからリスクテイクの余地が広がり、リスク金融資産の保有割合は高いことが予想される。一方、延床面積の狭い借家に居住している家計は、住宅ローンを抱えていないものの、元々の貯蓄、所得が低いと考えるため、持家と比較してリスク金融資産の保有割合が低いことが予想される。先行研究では説明変数に住宅保有の有無は用いているが、住居の延床面積も含めて分析している研究は見当たらない。住居の延床面積を考慮して分析することで、ファミリー向けの借家やそうではない借家が持家に居住している家計と比較して、リスク金融資産の保有割合に差があるのかを定量分析することができる。

本研究で得られた結果は以下の通りである。(i) 住宅ローンを抱えている家計は、住宅ローンを抱えていない家計よりリスク金融資産を保有しない傾向がある。(ii) 延床面積が80㎡以上の借家に居住する家計は、延床面積が120㎡未満の持家に居住する家計よりリスク金融資産を保有する傾向がある。こうした結果は、日本の中古住宅市場・借家市場が十分に整備されていないことに起因する。

家計のリスク金融資産への投資を促進するためには、定期借家制度の普及促進、不動産情報システムの改善、取引事例比較法による建物価値評価の見直しなどの政策的対応により住宅面から見たリスク金融資産投資の阻害要因を取り除いていくことが不可欠である。

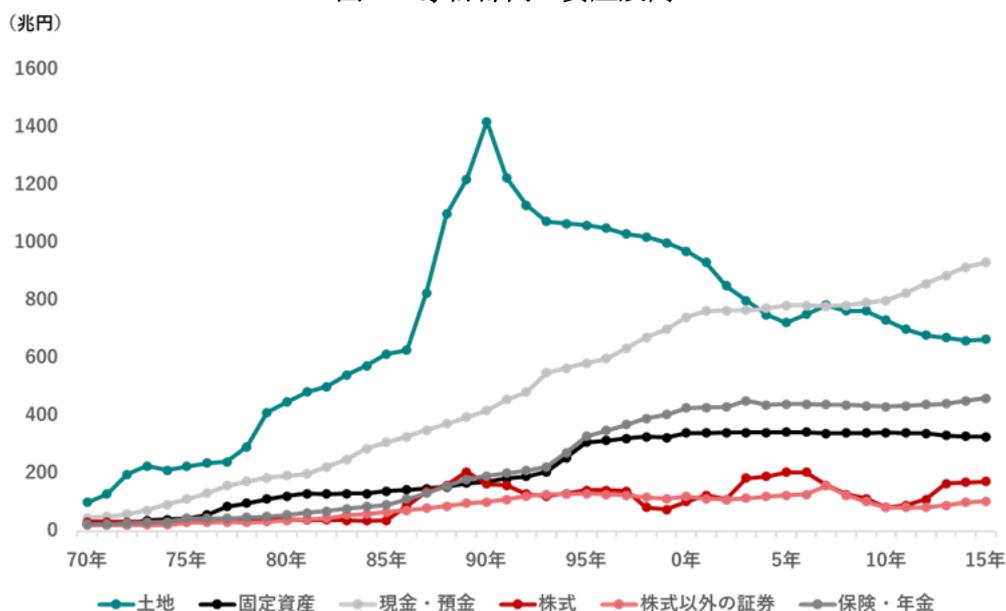
本稿の構成は以下の通りである。次節では住宅投資が家計のリスク金融資産投資に与える影響についての先行研究を紹介する。第3節では使用するデータと推計方法、仮説を述べ推計結果を説明する。第4節では推計結果から得られた政策提言について説明する。

図1 貯蓄現在高階級別世帯分布



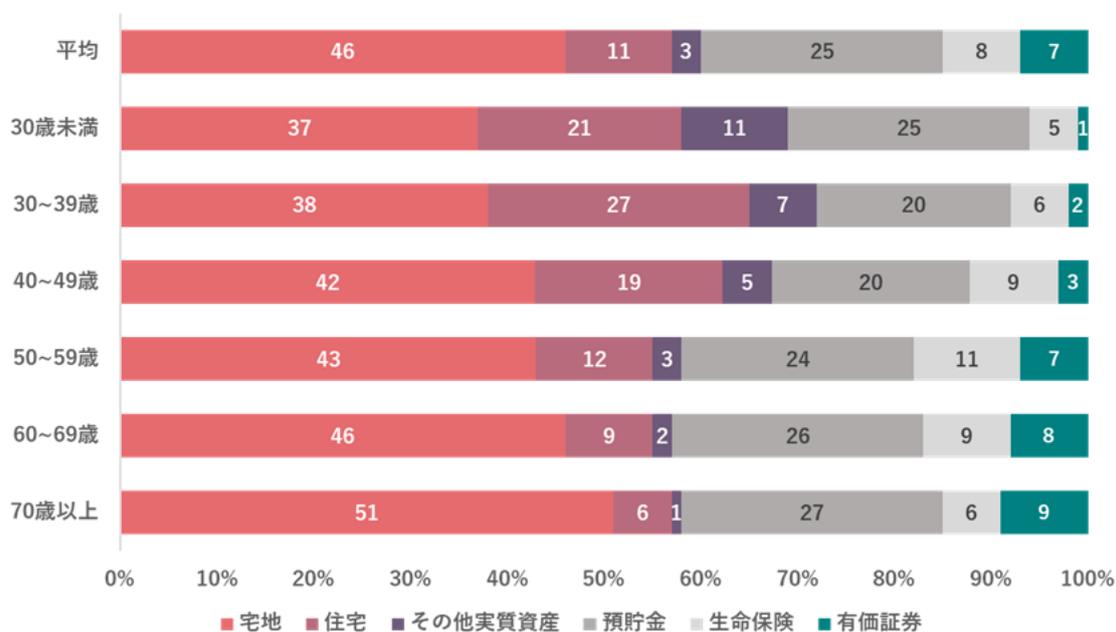
(資料) 総務省「家計調査(二人以上の世帯) (令和元年)

図 2 家計部門の資産残高



(資料) 内閣府「国民経済計算年報」

図 3 世帯主年齢別 資産構成 (2014)



(資料) 総務省「全国消費実態調査」

## 第2章 先行研究及び本稿の位置づけ

### 第1節 先行研究

日本の家計における住宅投資とリスク金融資産投資の関係について分析している研究はいくつかある。床面積の広い借家の供給を増加させることや中古住宅の流通性を高めることでリスクテイクの余地が広がると分析している研究として、石川・矢嶋（2002）が挙げられる。石川・矢嶋（2002）では持家を代替し得る広くて質の良い借家が少ないという消極的な動機に支えられ持家志向につながっており、資産に対して危険資産としての住宅の占める割合が高過ぎることが原因でリスク金融資産の投資割合が低くなっていると指摘している。したがって、石川・矢嶋（2002）から導き出される収益率を重視した資産形成のための政策的含意は、土地や中古住宅の流通性を高めることや、家族向けの広くて質の良い借家の供給を増やすことである。土地や中古住宅の流通性が高まれば、家計の所得環境や資産状況の変化によっては、一度取得した土地や住宅を手放す、環境が好転すれば再び取得するという選択も可能であり、住宅取得のために行った借入、債務の保有によってその後の資産選択行動を制約される部分は緩和される。また、家族向けの広くて質の良い借家が十分に供給されれば、生涯にわたって敢えて持家取得を行わないという世帯も増える。そうした家計においては、持家取得に伴う借入のように年収の数倍に当たる負債を背負う可能性は低下することから、金融資産選択においてリスクテイクの余地が広がると指摘している。

石川・矢嶋（2002）と同様に家族向けの借家の供給や中古住宅市場の整備を進めていくことが必要としている論文として、徳田・齋藤（2014）が挙げられる。徳田・齋藤（2014）ではOECD諸国（全34カ国）の1995年から2013年までのマクロ経済パネルデータを用い、固定効果モデルで分析している。その結果、家計の住宅保有割合が高まるほどリスク金融資産投資割合が低下することを示した。このことから、住宅保有に伴うリスク金融資産投資の抑制効果を緩和するためにも、中古住宅市場の整備や家族向けの借家の供給を促すことが必要と述べている。

また、住宅ローンがリスク金融資産の保有割合に与える影響に焦点を当てた研究として上坂（2017）、Iwaisako（2009）、祝迫・小野・斉藤・徳田（2015）が挙げられる。上坂（2017）では現在の住宅ローン負担が重い家計ほどリスク金融資産の保有を避ける傾向があることを示した。また、将来住宅購入資金を借り入れる予定の家計は、そうした予定のない家計に比べてリスク金融資産の保有を避けたり保有比率を引き下げたりする。Iwaisako（2009）、祝迫・小野・斉藤・徳田（2015）でも日経RADARを用い住宅ローンがリスク金融資産の保有割合に与える影響を分析しているが、同様の結果が得られている。これらの結果から、日本の家計の資産選択でリスクテイクに消極的な姿勢は、日本人の持家志向が強く、持家取得の際に伴う住宅ローンの保有が密接に関係していることが確認できる。また、リスク金融資産の保有割合を高めるための政策として、家族向けの良質な借家の供給、土地や中古住宅の流通性を高めることが必要であることがわかる。

## 第2節 本稿の位置づけ

これらの先行研究の知見を踏まえ、本研究では慶應義塾大学パネル設計・解析センターが実施する「日本家計パネル調査 (JHPS/KHPS)」のデータを用いて住宅保有がリスク金融資産投資に与える影響について検討する。先行研究と比較した本研究の特徴は、住居の延床面積を考慮した持家、借家がリスク金融資産投資に与える影響を分析している点である。本研究で「日本家計パネル調査 (JHPS/KHPS)」を使用し、延床面積の影響を考慮して分析することで、ファミリー向けの借家やそうではない借家が持家に居住している家計と比較して、リスク金融資産の保有割合に差があるのかを定量分析できるという点が先行研究の違いといえる。本研究のように説明変数に住宅保有の有無だけではなく、住居の延床面積も含めて分析している先行研究は見当たらない。

また、本研究では「日本家計パネル調査 (JHPS/KHPS)」のデータを用いるため、定期借家制度の制度変更後のデータで分析することができる。定期借家制度とは 1999 年 12 月に公布された制度である。これまでの借家契約では賃貸人は正当事由がなければ解約や賃借人からの契約更新・解約を拒むことはできなかった。この旧制度の下では、賃貸人は契約期間が不確実になり、家賃改定がしにくく、収益見通しの不確実性が存在していた。その結果、賃貸住宅市場では、回転の速い狭小な賃貸住宅の供給に偏り、空き家などのストックの有効利用が阻害されるなどの指摘があった。このような中、定期借家制度が施行されたことによって、契約期間が満了すると更新されることなく確定的に賃貸契約が終了し、賃貸主は契約期間が明確になった。この改正によって、契約期間・収益見通しが明確になり、持家の賃貸化も含め多様な賃貸住宅の供給が促進され、ライフステージ・ライフスタイルに応じた選択肢が提供されるなどの期待がされている。石川・矢嶋 (2002) では旧制度のもとで分析を行っているため、定期借家制度の制度変更後のデータで分析することができていない。日本家計パネル調査 (JHPS/KHPS) は 2004 年から実施されてきた調査のため、本研究でこのデータを使用することで定期借家制度の制度変更後のデータを用いて分析することができるという点が本研究の特徴といえるだろう。

# 第3章 分析

## 第1節 理論モデル

### 住宅保有のポートフォリオ

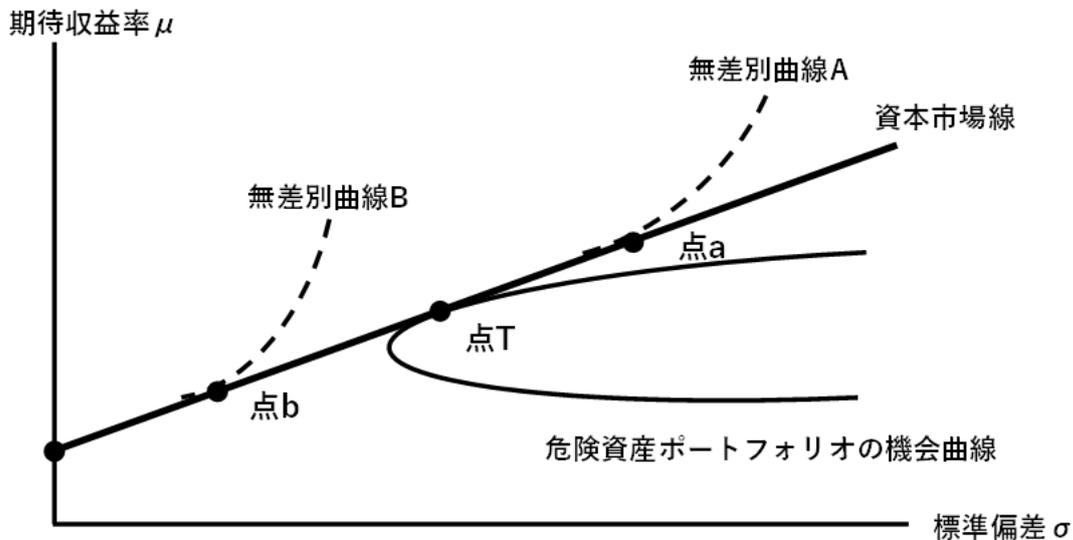
この節では住宅保有によって危険資産ポートフォリオが減少することを理論的に示し、その次に住宅を保有する際の住宅ローンの借入れとリスク金融資産の有無の関係について示す。

資産選択理論では資産選択を行う家計は期待効用を最大にするようにポートフォリオを選択する。最初に住宅投資を考えない標準的な平均・分散アプローチをもとに考える。最適ポートフォリオが家計によって異なる家計 A と家計 B を考える。家計 A の方がフラット

形になっており家計Bよりもリスク回避度が低いと仮定する。図4では家計Aと家計Bの無差別曲線とともに、危険資産ポートフォリオの機会曲線、ならびに安全資産と市場ポートフォリオからなる資本市場線を表している。点aで無差別曲線Aと効率的フロンティアが交わるため家計Aは期待効用を最大化する点aの最適ポートフォリオを選択する。

次に住宅保有を考慮したポートフォリオ選択モデルを考える。

図4 一般的なポートフォリオ選択



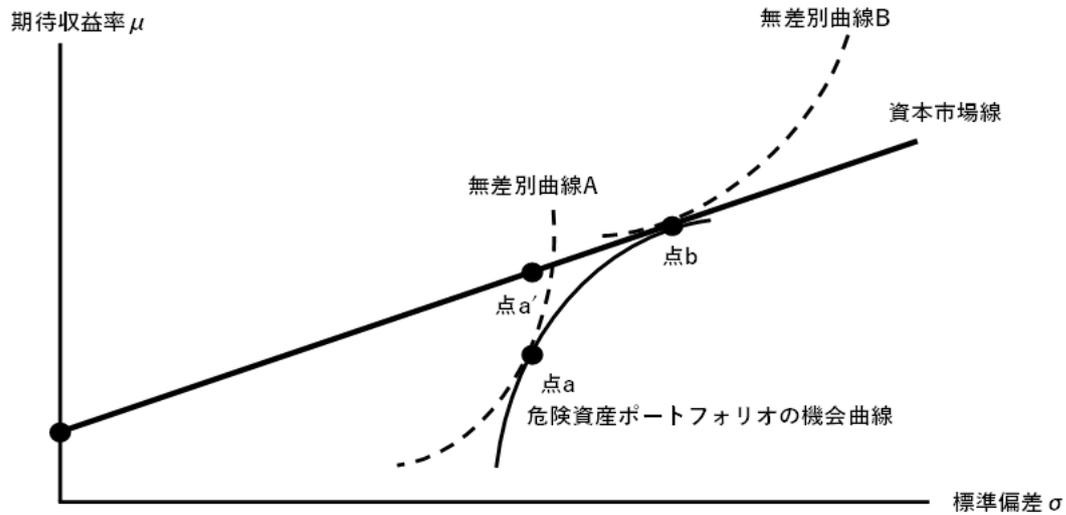
住宅保有を考慮しない標準的なポートフォリオ選択モデルとは異なり住宅保有を考慮したモデルは最適ポートフォリオが効率的ではなくなる場合が生じる。図5は住宅保有を導入したモデルで、家計Aが住宅保有していると仮定している。一般的な家計において、住宅保有も最適化問題に基づいて保有するかを決める。一般的な家計では資産に占める住宅のウェイトはととも大きくなる。

点aは家計Aが期待効用最大化の下で選択する最適ポートフォリオであるが効率的フロンティア（資本市場線）ではない。点a'が効率的フロンティア上のポートフォリオであるが、住宅の占める資産のウェイトを減らさない限り、効率的フロンティアを実現できない。

仮に効率的フロンティアを実現するために持家の比率を低下させると点aから点a'へ選択が移動する。この点a'は点aとポートフォリオの収益率の標準偏差は同じだが、期待収益率は上昇する。しかし、持家比率の減少に伴い効用は減少する。この効用の減少は期待収益率の効用上昇を上回り、点a'よりも点aの方が期待効用が高いポートフォリオの選択となる。そのため結果として点a'ではなく点aを選択する。以上のような最適ポートフォリオと効率的なポートフォリオの乖離は家計のリスク金融資産の投資割合に比べ、住宅保有割合が高く、リスク金融資産が小さくなる。

住宅保有をする家計にとって、リスク金融資産投資を抑えることは最適になっているが、第4章で論じるように、日本では借地借家法などの制度的な要因によって、ファミリー向けの借家などの供給が少なく、住宅保有せざるを得ない家計が多いことが問題になっている。

図 5 住宅保有を考慮したポートフォリオ選択

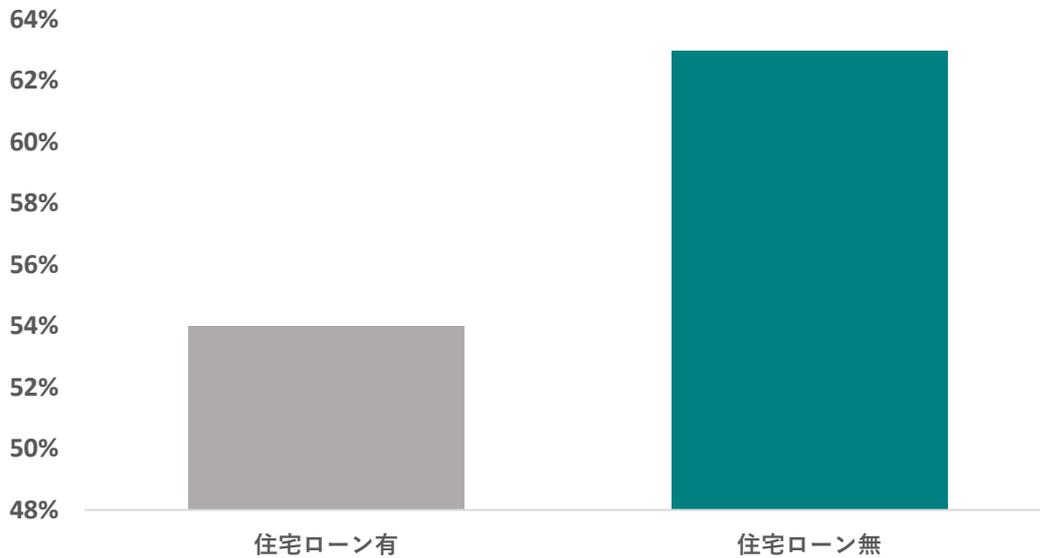


(資料) Brueckner (1997)

住宅ローン

住宅を保有するには住宅ローンの借り入れをする家計が一般的である。住宅ローンの借り入れとリスク金融資産の保有は密接に関係があり、図 6 を見ても、住宅ローンの借り入れをしている家計はリスク金融資産の保有割合は低く、住宅ローンの借り入れをしていない家計はリスク金融資産の保有割合が高いということが分かる。以上から住宅保有に伴う住宅ローンの借り入れは、その後の資産選択行動を制約する。

図 6 住宅ローンの有無とリスク金融資産の有無



(資料) 日経リサーチ 金融総合定点調査「金融 RADAR」2016 年本調査

## 第2節 使用データ

本研究では慶應義塾大学パネル設計・解析センターが実施する「日本家計パネル調査(JHPS/KHPS)」を使用した。このデータは家計経済研究所が実施してきた「日本家計パネル調査(JHPS)」と「慶應義塾家計パネル調査(KHPS)」を統合したものである。KHPSは20歳～69歳の男女を対象に、調査対象者の所得、学歴、家族構成、就業・就学状態、生活時間の配分、親との居住関係など包括的なトピックスをカバーしているデータである。サンプル抽出方法は層化2段階無作為抽出法により選定し、第1段階では全国を地方・都市階級により24層に層化し、各層に住民基本台帳人口の人口割合に合わせて標本数を分配し1つの調査地域あたり標本数を10程度として各層の調査地域数を決定し、所定数の調査区を無作為に抽出している。調査地域は抽出単位として国税調査の調査区を使用している。第2段階では選定された調査地域の住民基本台帳をもとに1調査地域について約10人を抽出している。加えて、調査対象者から調査が受けられなかった場合、予備対象を代替とし調査することでサンプルサイズを確保している。予備対象者は正規の対象者同様に、同じ性別と年齢区分から無作為抽出しているため抽出率にバイアスは生じない。

我々はリスク金融資産の保有割合に深く関わりと予想される住宅ローンの借入の有無、住居の延床面積に関する質問が含まれている最新の第15年度(2018年)の調査結果を使用した。リスク金融資産への投資を避ける家計の慎重な投資姿勢は何によってもたらされているのかを明らかにするために、推計では被説明変数に「リスク金融資産の保有割合」、説明変数にその要因と考えられる「住宅ローンの有無」や「住居の延床面積」、「世帯当たりの預貯金額」などの様々な家計を取り巻く生活環境を用いている。被説明変数であるリスク金融資産の保有割合は、預貯金額と有価証券保有額の合計を家計の金融資産の合計とし、有価証券保有額を金融資産の合計で割ったもので表している。また借家と持家の延床面積に注目した。分析で利用する基準となる延床面積の大きさに関しては、国土交通省の住生活基本計画によると世帯人数に応じて、豊かな住生活の実現の前提として多様なライフスタイルに対応するため必要と考えられる住宅の面積に関する水準である誘導居住面積水準に基づいている。特に一般型の誘導居住面積水準は下記の式で表すことができる。

$$2人以上の世帯 25 \text{ m}^2 \times \text{世帯人数} + 25 \text{ m}^2 .$$

この基準に基づけば、一般的な家計のサイズである、世帯人数を2人と設定したとき概ね80 m<sup>2</sup>となる。そこで基準とする延床面積の大きさを80 m<sup>2</sup>と設定した。持ち家も同様に総務省統計局「社会生活統計指標-都道府県の指標-2016」をもとに持家の延床面積の全国平均は122.3 m<sup>2</sup>であることから120 m<sup>2</sup>を基準として分析を行った。

## 第3節 分析

本研究では日本人のリスク金融資産投資への投資割合が低い要因を分析する。サンプルには証券投資を一切していない家計が多く含まれているため、トービットモデルを用いる。トービットモデルは潜在変数が一定水準を上回るときにそのままの値で観察され、一定水準以下のときは0などの特定の数値に変換されて観察されるような変数を被説明変数にする場合に用いる質的変数モデルである。我々は被説明変数にリスク金融資産の保有割合を設定し、投資の有無、投資をしている場合にはどのくらいなのかという端点解データを用いて推計する。

潜在変数  $Y_i^*$  は説明変数と誤差項の 1 次関数で表されるとし、誤差項  $u_i$  は説明変数の条件付きで平均 0、分散  $\sigma^2$  の正規分布  $N$  に従うとする。パラメータ  $\beta'$ 、説明変数  $x_i$  とすると以下の式と表現できる。

$$Y_i^* = \beta' x_i + u_i \quad u_i | x_i \sim N(0, \sigma^2) .$$

誤差項の分散均一性を仮定している。被説明変数は潜在変数が正の値がそのまま観測されるが、負の値の時は 0 として観測され、以下のように表現できる。

$$Y_i = \begin{cases} Y_i^* & \text{if } Y_i^* \geq 0, \\ 0 & \text{if } Y_i^* < 0, \end{cases} .$$

潜在変数が負の値をとるときは被説明変数  $Y_i^*$  の値が 0 となるため、 $Y_i$  がゼロになる確率は標準正規分布の累積分布関数  $\Phi(\cdot)$  を用いて以下のように表される。

$$\begin{aligned} P(Y_i = 0 | x_i) &= P(Y_i^* < 0 | x_i) = P(\beta' x_i + u_i < 0 | x_i) \\ &= P(u_i < -\beta' x_i | x_i) = P\left(\frac{u_i}{\sigma} < -\frac{\beta' x_i}{\sigma} | x_i\right) = \Phi\left(-\frac{\beta' x_i}{\sigma}\right) = 1 - \Phi\left(\frac{\beta' x_i}{\sigma}\right) . \end{aligned}$$

潜在変数が正の値を取るときはそのまま観察されるため確率密度は標準正規分布の確率密度関数  $\phi(\cdot)$  を用いて、条件付き確率  $P(Y_i = \beta' x_i + u_i | x_i)$  より

$$P(Y_i = \beta' x_i + u_i | x_i) = P(u_i = Y_i - \beta' x_i | x_i) = \frac{1}{\sigma} \phi\left(\frac{Y_i - \beta' x_i}{\sigma}\right) .$$

説明変数  $x_i$  で  $Y_i = 0$  と  $Y_i > 0$  のときの条件付けたときの被説明変数の期待値  $E[Y_i | x_i]$  を求める。

$$E[Y_i | x_i] = P(Y_i = 0) E[Y_i | Y_i = 0, x_i] + P(Y_i > 0) E[Y_i | Y_i > 0, x_i] .$$

$P(Y_i = 0) E[Y_i | Y_i = 0, x_i]$  はゼロであり下記のように表される。

$$E[Y_i | x_i] = P(Y_i > 0) E[Y_i | Y_i > 0, x_i] .$$

$P(Y_i > 0 | x_i)$  は下記のように表される。 $\Phi$  は標準正規分布の分布関数である。

$$P(Y_i > 0 | x_i) = \Phi\left(\frac{\beta' x_i}{\sigma}\right) .$$

$\lambda\left(\frac{\beta' x_i}{\sigma}\right) = \phi\left(\frac{\beta' x_i}{\sigma}\right) / \Phi\left(\frac{\beta' x_i}{\sigma}\right)$  を逆ミルズ比として以上から下記の式が表される。

$$E[Y_i | x_i] = P(Y_i > 0 | x_i) E[Y_i | Y_i > 0, x_i]$$

$$= \Phi \left( \frac{\beta' x_i}{\sigma} \right) \left\{ \beta' x_i + \sigma \left[ \lambda \left( \frac{\beta' x_i}{\sigma} \right) \right] \right\} .$$

本稿での推計式は

$E(\text{Ratio}_i | \text{世帯人数, 預貯金額, } d_{\text{年齢}}, d_{\text{職業}}, d_{\text{関東}}, d_{\text{借家 80 m}^2 \text{以上}}, d_{\text{借家 80 m}^2 \text{未満}}, d_{\text{持家 120 m}^2 \text{以上}}, \text{住宅ローン})$

$$= \Phi \left( \frac{a_1 + a_2 \text{世帯人数} + a_3 \text{預貯金額} + a_4 d_{\text{年齢}} + a_5 d_{\text{職業}} + a_6 d_{\text{関東}}}{\sigma} \right. \\ \left. \frac{a_7 (d_{\text{借家 80 m}^2 \text{以上}}, d_{\text{借家 80 m}^2 \text{未満}}, d_{\text{持家 120 m}^2 \text{以上}}) + a_8 \text{住宅ローン}}{\sigma} \right) \\ \times \left\{ a_1 + a_2 \text{世帯人数} + a_3 \text{預貯金額} + a_4 d_{\text{年齢}} + a_5 d_{\text{職業}} + a_6 d_{\text{関東}} \right. \\ \left. + a_7 (d_{\text{借家 80 m}^2 \text{以上}}, d_{\text{借家 80 m}^2 \text{未満}}, d_{\text{持家 120 m}^2 \text{以上}}) \right. \\ \left. + a_8 \text{住宅ローン} + \sigma \left[ \lambda \left( \frac{a_1 + a_2 \text{世帯人数} + a_3 \text{預貯金額} + a_4 d_{\text{年齢}}}{\sigma} \right. \right. \right. \\ \left. \left. \frac{a_5 d_{\text{職業}} + a_6 d_{\text{関東}} + a_7 (d_{\text{借家 80 m}^2 \text{以上}}, d_{\text{借家 80 m}^2 \text{未満}}, d_{\text{持家 120 m}^2 \text{以上}})}{\sigma} \right. \right. \\ \left. \left. \frac{+ a_8 \text{住宅ローン}}{\sigma} \right) \right] \right\}$$

となる。

表 1 変数の定義

変数名	定義
Ratio (リスク金融資産の 保有割合)	ratio=有価証券/金融資産の合計 有価証券額(株式、債券、株式投資信託、公社 債投資信託、貸付信託・金銭信託など) 金融資産の合計(有価証券+預貯金)
世帯人数	同居人数
預貯金額	現在の預貯金額
d_年齢	調査年から生まれた年を差し引き 50歳以上を1とするダミー変数
d_仕事	管理的職種(国、自治体の議員、会社・団体、 官公庁の課長以上など)を1とするダミー変数
d_関東	関東地方を1とするダミー変数
d_借家80㎡以上	借家の延床面積が80㎡以上を 1とするダミー変数
d_借家80㎡未満	借家の延床面積が80㎡未満を 1とするダミー変数
d_持家120㎡以上	持家の延床面積が120㎡以上を 1とするダミー変数
d_住宅ローン	住宅ローンの借入れをしている場合を1とする ダミー変数

説明変数のうち年齢、仕事、関東、延床面積および住宅ローンについてはそれぞれダミーを設定した。

#### 年齢

高齢者は若年層と比べ、金融資産残高が高く、リスク金融資産の保有割合が高い。特に図3の世帯主年齢別資産構成(2014)から50歳を境に有価証券の割合が増加している。その理由として若年層の家計は、生活水準確保のために多くの資産を無リスク資産へと配分し、保守的なポートフォリオを保有することになるため高齢者の方が株式の保有残高が大きくなる。以上から50歳を基準に50歳以上にダミーを設定した。

#### 関東(居住地域)

居住地域の関東地方に関しては塩路・平形・藤木(2013)によると都市部の家計の方が、金融機関へのアクセスが容易であり、危険資産保有に際しての固定的な取引費用が低いと考えられるためリスク金融資産の保有確率を高めると考えられている。そのため関東地方を基準に関東地方とその他の地方に分けダミーを設定した。

### 延床面積

借家に住む家計と持家に住む家計とでリスク金融資産への投資割合を計るべく変数に設定した。その中でファミリー向けの家計やそうではない家計の延床面積によってリスク金融資産への投資割合に差があるのかを計るべくダミー変数を設定した。

### 住宅ローン

住宅ローンの借り入れの有無は住宅の保有に関係があり住宅の購入は大きなリスクテイク行動でありポートフォリオの中で実物資産の比率の高い住宅はリスク金融資産への投資を妨げる影響がある。そのため住宅ローンの借り入れに関してダミーを設定した。

本稿で使用したデータの基本統計量表 2 を示している。2018 年の全家計の 20%がリスク金融資産を保有している。リスク金融資産を保有している家計の資産構成比は借家は 14%、持家は 86%となっている。

表 2 基本統計量

基本統計量 (2018年)				
変数	平均	標準偏差	最小値	最大値
リスク金融資産の保有割合	0.06	0.17	0	1
年齢 (歳)	53.2	11.1	27	84
世帯人数 (人)	3.3	1.4	1	10
預貯金額 (万円)	499.1	622.1	0	2900
d_仕事	0.05	0.23	0	1
d_関東	0.34	0.47	0	1
d_借家80㎡以上	0.036	0.18	0	1
d_借家80㎡未満	0.17	0.37	0	1
d_持家120㎡以上	0.31	0.46	0	1
d_持家120㎡未満	0.47	0.49	0	1
d_住宅ローン	0.41	0.49	0	1
延床面積 (借家、㎡)	61.4	42.4	10	264
延床面積 (持家、㎡)	116.6	60.6	13	660

## 第 4 節 推定結果

最新のデータである 2018 年を用いて分析した。2018 年の推定結果は表 3 に示してい

る。

表 3 2018年の結果 サンプルサイズ 995

	被説明変数: 2018年 全資産に占めるリスク金融資産の 保有割合 (=有価証券/全資産)		
	係数	標準偏差	限界効果
定数項	-1.091 ***	0.166	
世帯人数	-0.068 **	0.035	-0.018
預貯金額	0.0003 **	3.44e-05	7.895e-05
d_年齢	0.163 **	0.098	0.043
d_職業	0.509 ***	0.167	0.136
d_関東	0.257 ***	0.092	0.068
d_借家80㎡以上	0.458 **	0.216	0.122
d_借家80㎡未満	-0.341 **	0.153	-0.091
d_持家120㎡以上	0.150	0.100	0.040
d_住宅ローン	-0.073 *	0.102	-0.019
対数尤度		-535.35	

注：) \*\*\*=1% \*\*=5% \*=10%

## 結果の解釈

### d\_80 ㎡以上、d\_80 ㎡未満

2018年の結果から延床面積が80㎡以上の借家に住む家計は延床面積が120㎡未満の持家に住む家計よりもリスク金融資産を保有する傾向があると言える。借家に住む家計は住宅ローンという負債を抱えていないため、リスクテイクの余地が広がる。ポートフォリオの中でリスク金融資産投資の比率が持家の家計よりも高まるため、持家に住む家計と比べ12%リスク金融資産を保有する傾向にある。持家に住む家計の場合、ポートフォリオの中で住宅の実物資産の比率が高まる。その後の資産選択や消費行動、貯蓄の配分を制約する可能性と自己資本を一部留保して急な出費に備える。そのために安全性と流動性の観点からリスク金融資産投資の比率を増やすことが難しくなる。以上から住宅保有はリスク金融資産への投資を妨げている。

### d\_住宅ローン

住宅ローンの借入れをしている家計は借入れをしていない家計よりもリスク金融資産を保有しない傾向がある。多くの家計では住宅の取得には住宅ローンを組む必要がある。ポートフォリオの中で住宅の比重が大きいほど継続的に住宅ローンの支払いをする必要があり、リスク金融資産に投資する金融資産残高が減り、加えて急な出費に備えるために安全性と流動性からリスク金融資産投資に消極的になり預貯金が優先される。また住宅ローンの借入れをしない家計は継続的な支払いの必要がなくなり、金融資産残高が増え貯蓄と消費に回すことができ、リスク金融資産投資に積極的になると考える。住宅ローンの借

り入れをしている家計は借り入れをしていない家計よりも 1.9%リスク金融資産を保有しない傾向があると言える。住宅ローンは家計にとって大きな負担であり、住宅ローンを抱える人の方がリスク金融資産を保有する人の割合が低いと言える。上坂（2017）は同様に住宅ローンの負担が重い家計ほどリスク金融資産の保有を避ける傾向があると明らかにしている。以上から住宅の保有に伴う住宅ローンの借り入れはリスク金融資産投資を妨げる要因になっている。

## 第4章 政策提言の方向性

第3章では家計が持家を購入するためにローンを組むとリスク金融資産の保有割合が低下すること、持家の家計は借家の家計と比べてリスク金融資産の保有割合が低くなるということが分かった。これらの分析結果は持家以外の中古住宅やファミリー向けの借家といった選択肢を増加させることが日本のリスク金融資産の保有割合を高めることに繋がることを示している。

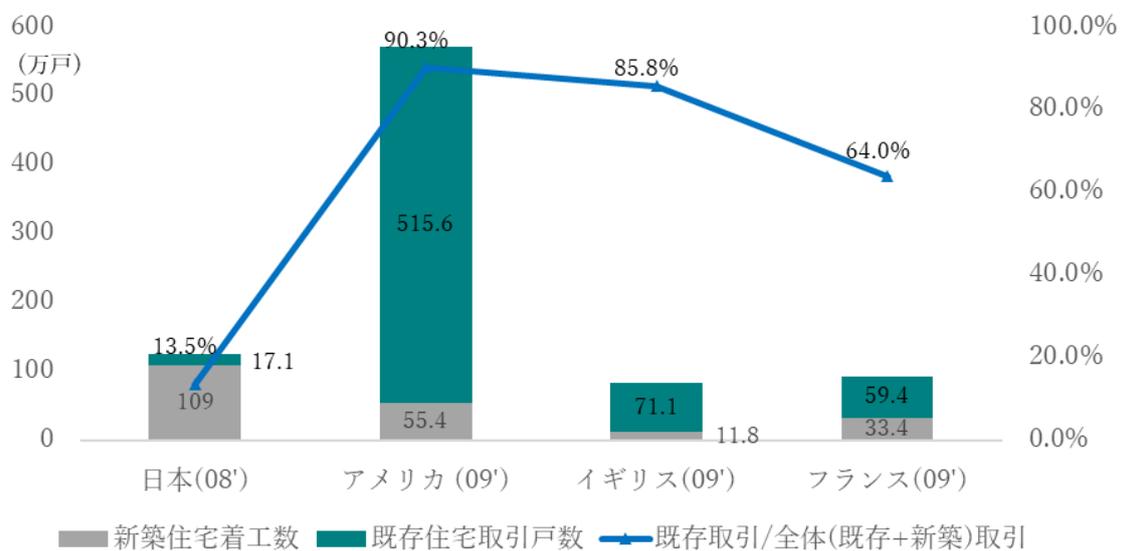
始めに、持家住宅以外の選択肢として中古住宅市場を見ていきたい。本稿の推計結果から、日本のリスク金融資産の保有割合を高めるためには中古住宅市場を活性化させる必要がある。図7は日本と海外の新築戸建てと既存住宅の取引割合を示している。近年の住宅市場の動向を確認すると日本の住宅市場は新築戸建ての流通割合が8割を超えている一方で中古住宅流通の割合は17.1%である。中古住宅流通の割合についてアメリカは90.3%、イギリスは85.8%、フランスは64%であるのに比べると非常に低い割合である。このことから、日本の中古住宅市場は国際的に見て未発達であると言える。

日本の中古住宅流通度が海外と比べて低い割合である主な要因として、平均築後年数の長い住宅が少ないこと、日本の住宅はリフォームが行われないこと、消費者と住宅仲介業者の間に情報の非対称性が存在することの3つが考えられる。第1の住宅の寿命である滅失住宅の平均築後年数が短いことが挙げられる（前田 2016）ことについて、図7はアメリカの住宅建築年別の残存数を、図8・9は米国と日本の住宅建築年別の残存数を表している。2008年時点で1949年以降に建てられた住宅の残存数はアメリカで約1万5千戸、日本は約2500戸であり、日本は海外と比べて築後年数の短い住宅が少ない。第2の日本の住宅は海外と比較してリフォームが行われないことも中古住宅流通量が少ない要因であると考えられる。住宅のリフォームが一般化すれば家主が将来の住宅の売却を考えるようになり、結果として中古住宅市場が大きくなると考えられるからである。第3の消費者と仲介業者の間に情報の非対称性が存在していることも中古住宅市場が未発達であることに影響していると考えられる。図10は日本の持家家計が住居を検討した際、中古住宅にしなかった理由である。特に「隠れた不具合が心配だった」「耐震性や耐熱性など品質が低そう」「給排水管などの設備の老朽化が懸念」などの中古住宅の品質に関する項目は約20%程度を超えていて、住宅の品質に関する情報の非対称性が中古住宅の取得を妨げる一因となっていることが伺える。

これらの現状を踏まえて、中古住宅市場を活性化させるための政策提言を3つ挙げる。具体的には定期借家制度の普及、不動産情報システムの改善、建物評価の抜本的改善である。図11は日本より中古住宅市場が活発である欧州とアメリカの中古住宅の流通度と家計のリスク金融資産保有比率を示している。図から中古住宅の流通度と家計のリスク金融資産保有比率は正の相関があることが分かる。対象国中、日本の中古住宅流通度は最も低く、

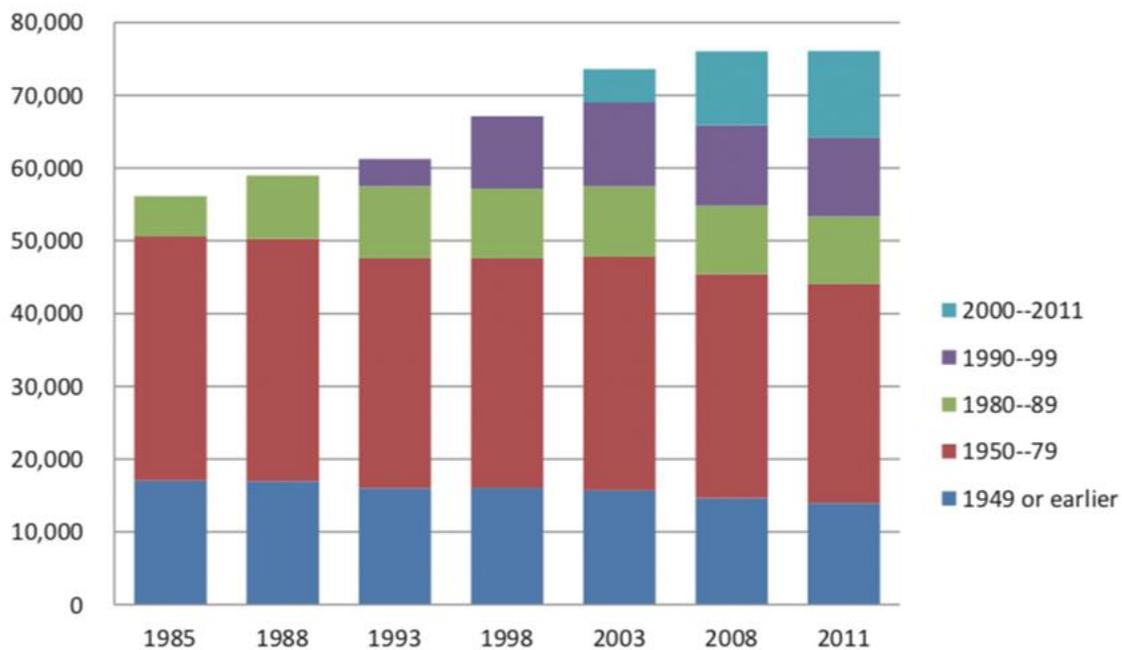
株式・投資信託の比率も最も低い分類に位置していることから、中古住宅の活性化によってリスク金融資産への投資が増加すると考える。以上のことから我々の3つの政策提言を実施することでリスク金融資産の保有割合が上昇すると考えられる。

図7 中古住宅流通シェアの国際比較



(資料)国土交通省 「我が国の住宅ストックをめぐる状況について」

図 8 米国の住宅建築年別の残存数

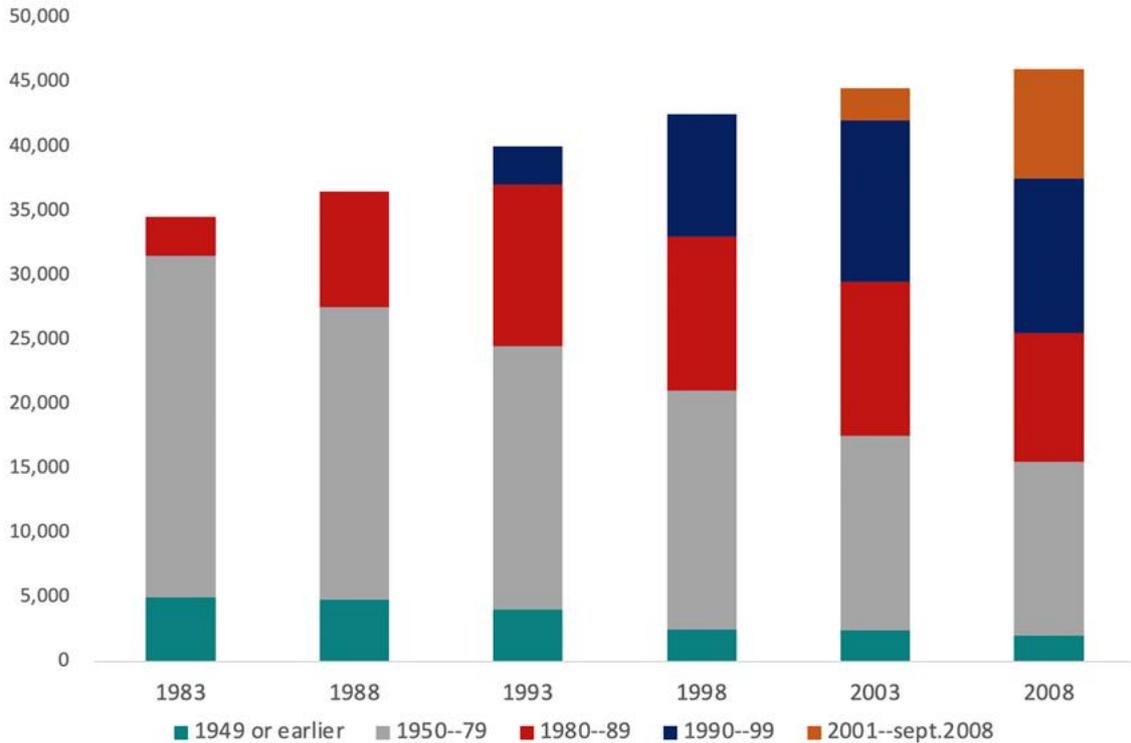


【出所】「American Housing Survey 1985-2011」を基に前田拓生が作成

(注)1988年は1987年と1989年の平均値。1998年は1997年と1999年の平均値。2003年は2001年と2005年の平均値。2008年は2007年と2009年の平均値。

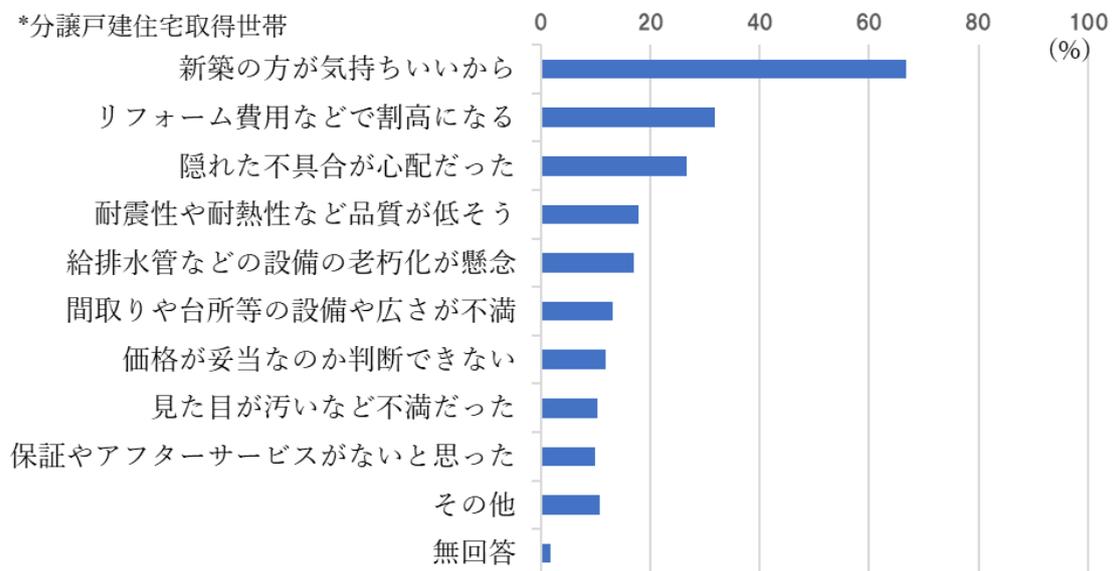
(資料) 前田拓生(2016)「日本における中古住宅流通の課題」図3より引用

図 9 日本の住宅建築年別の残存数



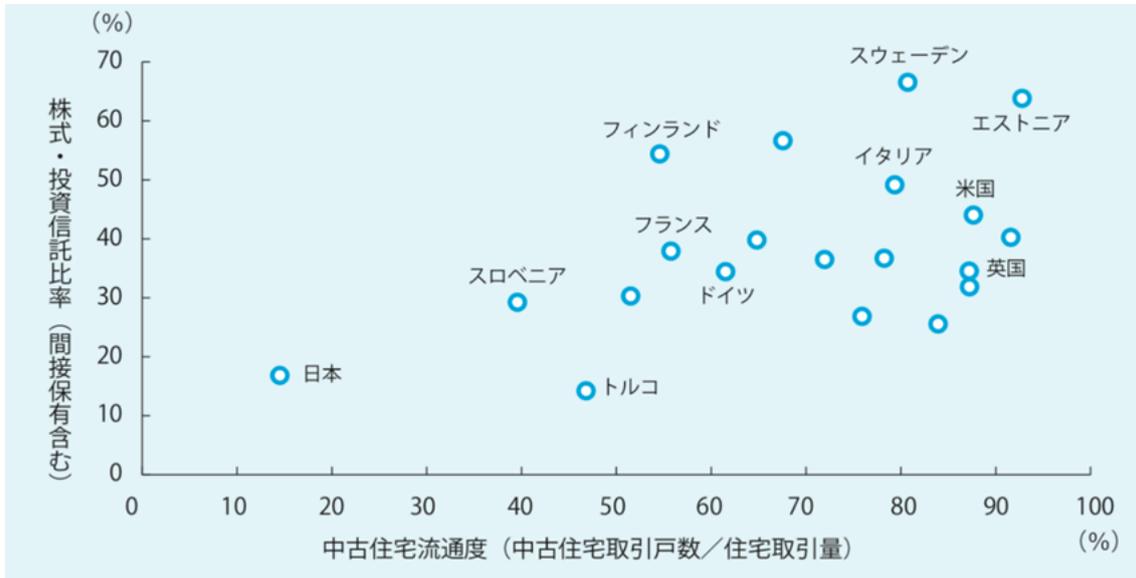
(資料)前田拓生(2016)「日本における中古住宅流通の課題」による図表を一部修正

図 10 中古住宅にしなかった理由



(資料)平成 24 年度住宅市場動向調査報告書

図 11 中古住宅流通度と家計のリスク金融資産保有比率との関係 (2013)



(資料)森・菅谷「家計における金融資産と土地・住宅資産の保有の関係」  
図表 12 より引用

## 第1節 定期借家制度の普及

中古住宅市場を活性化させるには、市場の住宅ストックを増加させる必要がある。しかし、特にファミリー向けの借家について借地借家法による極端な借家権保護制度によってその供給が阻害されていると言われてきた(大竹・山鹿 2013)。具体的に借地借家法では正当事由がなければ借家からの退去を借主に求めることができなかった。よって借主がそこに住み続けたいと意思表示をする限り、最初の契約期間で契約が満了しない。家主が正当事由の補完のために立退料を支払うことが慣習となった。また、立退料の額には明確な規定がなく、裁判官によってバラバラな判決が出ている(八田・赤井 1995)。

家主は手持ちの物件がいつ自分の元へ返るか分からないリスクを取りたがらないので、日本の中古住宅・借家市場では回転率の高い独身のサラリーマンや、卒業とともに退去していく大学生向けの賃貸物件が多く供給されてきた。これらの要因から日本は国際的に見ても家族向けの借家が極端に少なくなった(日本住宅総合センター 2000)。このような歪んだ住宅市場を是正するために 2000 年に定期借家制度を施行した。定期借家制度では契約期間が満了した場合、正当事由なしに賃貸借契約を終了することができる。よって家主は借地借家法のもとで慣習となっていた、立退料を支払う必要がなくなった。これまで不透明だった立退料をめぐる法的トラブルから賃貸人が解放されファミリー向けの良質な賃貸住宅への供給意欲が増進されると考えられた。しかし、定期借家制度の制度・ガイドラインが現在の不動産市場に広く普及しているとは言えない。国土交通省(『住宅市場調査報告書』)によると 2019 年度の定期借家の普及率は 2.0%に留まっている。定期借家制度の普及が進まない要因として制度の契約手続きが煩雑であることが挙げられる(長末 2011)。表

3は定期借家推進協会が宅建業者を対象に行ったアンケート結果である。249の回答数のうち「契約締結等の手続きが煩雑で、使い勝手が悪いため」、「制度が複雑で、正確に理解する(貸主に理解させる)のが難しいため」の回答を合わせると152であり、手続きの煩雑さが定期借家制度の普及を阻害している可能性がある。例えば、定期借家契約を結ぶ際には貸主が借主へ、契約の更新がないこと、期間の満了時に契約が終了すること、契約の終了年月日などを書面で契約し、事前に説明する義務がある。この段取りを経ない契約は普通借家契約となってしまう。制度を十分に理解できない貸主は借主へ定期借家制度を説明することができない。よって、定期借家制度の契約締結における手続きを簡素化する、あるいは宅建業者による代行を可能にすることで定期借家制度を利用した契約数を増加させることができると考える。

表 4 定期借家を活用しない理由

## 【設問2】

定期借家の契約実績が減少傾向又は活用しない理由として、あてはまるものを全て選択してください。

(回答者数: 249・複数回答)

設問	回答数	%
①契約締結等の手続きが煩雑で、使い勝手が悪いため	95	38.20%
②借主にとってメリットが乏しく、空き家になる可能性があるため	94	37.80%
③普通借家契約に特段の不都合はなく、定期借家制度を活用する必要性を感じないため	130	52.20%
④審査を厳格に行い信頼できる借主に貸すのであれば、普通借家契約でもトラブルを防ぐことは可能なため	43	17.30%
⑤制度が複雑で、正確に理解する(貸主に理解させる)のが難しいため	57	22.90%
⑥定期借家契約では、普通借家契約より家賃や一時金を減額せざるを得ないため	46	18.50%
⑦家賃相場が値下がり傾向にあり、家賃を値上げしやすいという定期借家の長所を活かせる状況にないため	28	11.20%
⑧定期借家契約でも期間満了後に退去しない借主がおり、明渡しが大変なため	31	12.40%
その他	33	13.30%
無回答	0	0.00%

(資料)定期借家推進協会(2021)「定期借家アンケート結果」より引用

## 第2節 不動産情報システムの改善

日本の住宅市場には消費者と不動産業者の間で情報の非対称性が存在している(前川 2017)ため、不動産情報システムを改善して不動産取引に一定の透明性を担保することが重要である。日本の住宅市場では、不動産業者に開示が義務付けられている物件情報は限定的であり、物件のリフォーム履歴や住宅の状態や地域の災害危険度などは開示されない。情報の非対称性が解消されない場合、消費者は中古住宅が良質か粗悪かの判断が出来ない。よって消費者は購入後に不具合が見つかるリスクがある中古住宅を購入したがるので逆選択が発生する(趙・高田 2013)。定期借家制度によって良質な借家が市場に出るようになったとしても、逆選択によって住宅に低い価格付けが行われてしまうことで、結果として良質な借家が市場に供給されなくなってしまう。

こうした情報の非対称性を緩和し、住宅市場の一層の活性化を図ることを目的として日本は「REINS」という不動産情報システムを設立した。リアルタイムで日本全国の物件情報が情報を閲覧できるというメリットがある一方で大きなデメリットが2つ存在する。1つ目はREINSに登録されない物件情報があるということだ。REINSでは不動産会社と締結する契約のうち専任媒介契約を行う場合は物件の登録が義務になっている。しかし、複数の不動産に仲介を依頼する場合や、売り手が自分で購入希望者を見つける等の一般仲介契約を行った場合は物件の登録義務がない。そのため、一般媒介で成約される好物件の情報をREINSでは確認することができない。2つ目はREINSの情報は不動産業者のみが利用可能で一般消費者への情報公開がされていないことだ。情報の非対称性を解消する目的で設立されたREINSの情報を消費者自身で確認できないことは大きな問題である。

中古住宅市場が活発であるアメリカの物件登録情報システム「MLS」はどのように運用されているのだろうか。アメリカでは、MLS会員である不動産業者が取り扱う国内の物件は必ずMLSに登録することが義務付けられている。そのため地域ごと全ての不動産情報がMLSに集約されている。このデータは不動産業者だけでなく、一般消費者でも閲覧することができる。そのため不動産取引には一定の透明性が保たれ、情報の非対称性が解消されていると言える。

このように、日本の不動産情報システムはアメリカと比較して一般消費者と不動産業者間で明らかな情報の非対称性が生じている。よって契約形態に関わらず、REINSへの不動産情報の登録を義務付け、違反した不動産業者には罰金を科すなどの制度の改正を行い、不動産取引に一定の透明性を担保し、情報の非対称性を解消することが重要である。

## 第3節 建物評価方法の抜本的改善

中古住宅市場を活性化させるには、中古住宅の価値を適正に評価できるよう建物評価の改善を行い、築後年数の長い住宅ストックを増加させることが重要である。しかし、現行の建物価値評価方法では中古住宅、特に戸建木造住宅の使用価値が適切に評価されていないという問題がある(国土交通省 2013)。現在、中古住宅の建物評価方法には「取引事例比較法」と「原価法」が使用されている。取引事例比較法はマンションなどの取引事例が蓄積されている建物の価値評価に使用され、対象の不動産と似ている取引事例と比較した上で、個別要因や地域等を含め価格を決定する方法である。取引事例比較方法は近隣地域、若しくは類似の地域に対象の不動産と類似の不動産取引行われている場合に有効である(国土交通省 2013)。よって一戸建ての場合はマンションと比べると一軒一軒の物件の差異

が大きいため取引事例が豊富でない。

このことから戸建ての価格決定方法として原価法が用いられる。原価法では各建物の状態を把握せずに使用価値を一律に減価償却する。また、建物を再調達するのに必要な費用である再調達原価から、老朽化や設備の陳腐化に応じて、減価修正して建物価格を評価している。この減価修正において老朽化を判断する際の根拠は、税法に基づく財務省令上の耐用年数である。そのため建物の個別的な減価要因や性能や実際の住宅の耐用年数は十分に考慮されていない。例えば木造建築の建物であれば20～25年で価値評価は0になってしまう。この評価方法は「経年で一律に市場価値が減少したとみなす評価のあり方は住宅の流通の実態や価値を反映していないと言わざるを得ない」（国土交通省 2013）として中古住宅における建物評価方法の問題になっている。

よって原価法を建物ごとの状態を建物価値に反映させる価値評価方法へ改善する必要がある。家主が住宅をリフォームしてから売却しようとしても、建物価値が一律に減価され価値増加が見込めなければリフォームのインセンティブは失われてしまう。実際に中古住宅が活発であるアメリカでは建物価格がそのまま物件の価格に反映されている（長野・頼・渡瀬・宇杉 2006）。よって原価法をアメリカのように家主が行う点検や維持管理やリフォーム等の住宅投資が建物の価値評価に反映される評価方法へ改善することが必要である。建物評価の手法を改善することは住宅ストック数の増加、価値の向上、良質な物件の供給を増加させ市場の活性化に繋げることができる。つまり、家主による既存の住宅へのリフォーム投資のインセンティブを高め、築後年数の長い住宅ストック数を増加させ、中古住宅市場を活性化させるために中古住宅の価値を適正に評価できるよう建物評価の改善を行うことが重要である。

## 第5章 おわりに

本項では慶應義塾大学パネルデータ設計・解析センターが実施する「日本家計パネル調査」の個票データに基づき、日本の家計のリスク金融資産投資に影響を及ぼす要因を分析し以下の結果が得られた。

第1に住宅ローンを抱えている家計は、住宅ローンを抱えていない家系よりリスク金融資産を保有しない傾向があること。第2に延べ床面積が80㎡以上の借家に居住する家計は、延べ床面積が120㎡未満の持家に居住する家計よりリスク金融資産を保有する傾向があること。これらから、家計のリスク金融資産の保有割合と住宅の関係は非常に密接であることが分かる。

日本の持家志向が高いことは中古住宅市場・借家市場が十分に整備されておらず、家計の住宅への選択肢が少ないことに起因する。中古住宅の物件情報が消費者側に十分提供されていないことや、延べ床面積の大きなファミリー向けの借家の供給が限られている結果、家計は過剰に住宅投資をせざるを得ない状況にある。家計のリスク金融資産への投資を促進するためには、定期借家制度の普及、不動産情報システムの改善、取引事例比較法による建物価値評価の見直しなどの政策的対応により住宅面から見たリスク金融資産投資の阻害要因を取り除いていくことが不可欠である。

# 参考文献

- ・石川達哉・矢嶋康次（2002）「家計の資産選択におけるリスクテイク-現金・預貯金に対する先行と持家および負債との関係-」『経済調査レポート』
- ・祝迫得夫・小野有人・齋藤周・徳田秀信（2015）「日本の家計のポートフォリオ選択：居住用不動産が株式保有に及ぼす影響」『経済研究』第66巻第3号、242-264項
- ・上坂豪（2017）「住宅ローン借入が家計のリスク金融資産投資に及ぼす影響」『証券経済研究』（第99号）
- ・大竹文雄・山鹿久木（2013）「定期借家制度が家賃に与える影響」
- ・金融庁（2019）「高齢社会における資産形成・管理」
- ・国土交通省（2016）「定期借家制度をご存じですか」
- ・国土交通省（2006）「不動産取引情報提供システム(REINS Market Information)の試行運用開始について」
- ・国土交通省土地・建設産業局不動産課住宅局住宅政策課（2013）「中古住宅の建物評価方法手法の改善に向けて」
- ・財団法人 日本住宅総合センター（2000）「米英の借家制度と定期借家の経済分析」
- ・塩路悦朗・平形尚久・藤木裕（2013）「家計の危険資産保有の決定要因について：逐次クロスセクション・データを用いた分析」『金融研究』第32巻第2号、63-103頁
- ・全国銀行協会（2018）「国民の安定的な資産形成に資する金融経済教育の推進に向けた銀行界の取り組み」
- ・趙賢株・高田光雄（2013）「住宅購入者の住宅需要特性と既存住宅流通の阻害要因に関する研究」『日本建築学会計画系論文集 第78巻 690号 1817-1825』
- ・徳田秀信・齋藤周（2014）「住宅保有に伴うリスク資産投資の抑制効果と制度的背景～OECD諸国のパネルデータに基づく実証分析～」『みずほ総研論集』2014年II号
- ・長末亮（2011）「定期借家制度の活用と課題」(国立国会図書館『レファレンス』No. 723)
- ・野村総合研究所（2018）「家計金融資産とマクロ経済に関する研究会」『野村総合研究所 金融イノベーション研究部』
- ・八田達夫・赤井伸郎（1995）「借地借家法は、賃貸住宅供給を抑制していないのか？」
- ・前川俊一（2017）「既存住宅市場における情報の非対称性とそれに対する対策」『土地総合研究 2017年冬号』
- ・前田拓生（2016）「日本における中古住宅流通の課題」『土地総合研究 2016年冬号 特集不動産流通の課題』
- ・森駿介・菅谷幸一（2017）「家計における金融資産と土地・住宅資産の保有の関係」『対話総研調査季報 2017年春季号 vol. 26』