

2018年10月20日(土)@名古屋市立大学
日本金融学会2018年度秋季大会

祝迫・小野・齋藤・徳田論文 「Disentangling the effect of home ownership on household stock-holdings:

Evidence from Japanese micro data」

討論

塩路悦朗(一橋)



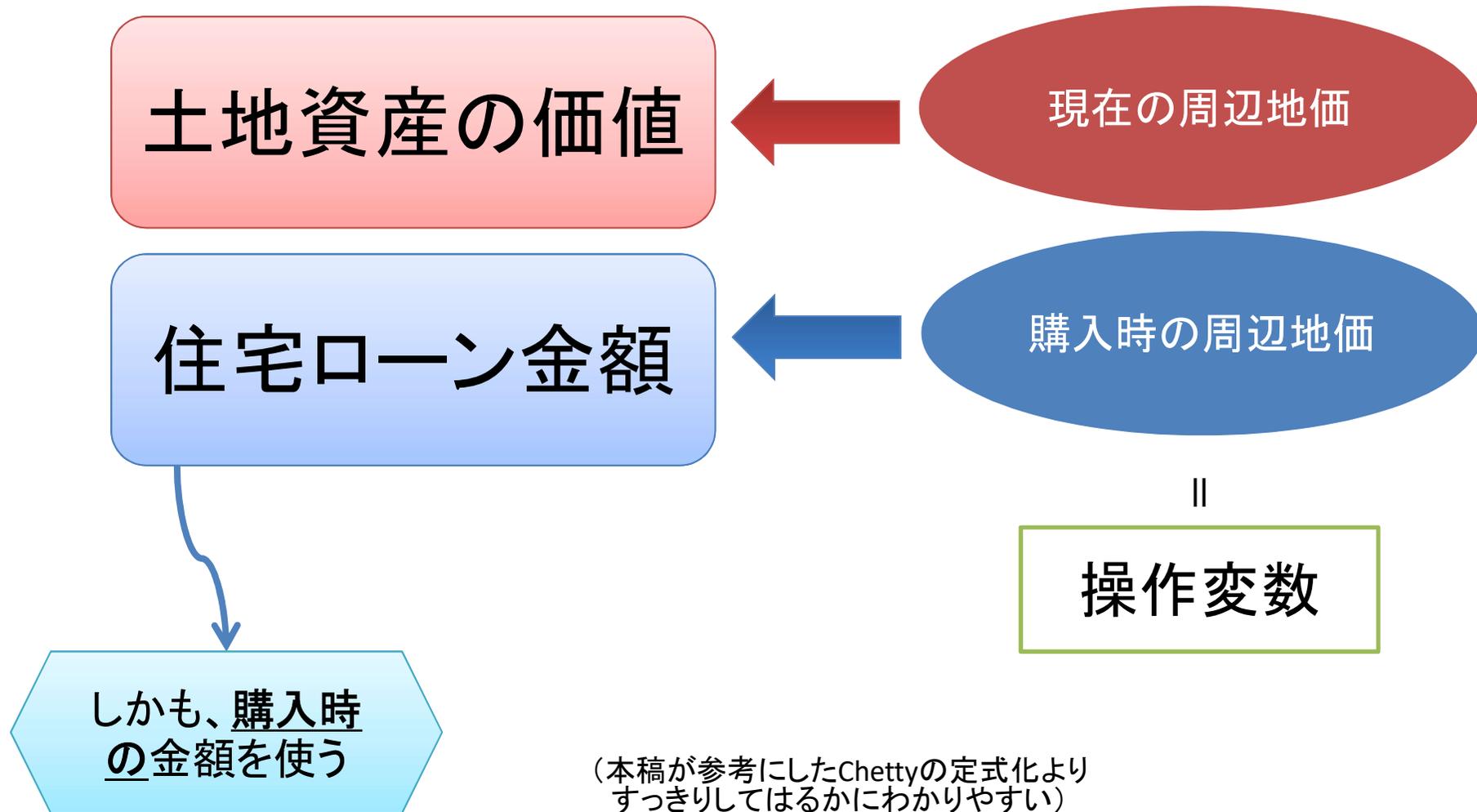
本稿が答えようとする疑問

- 家計資産における持ち家(正確にはその下の土地)の増加は株式保有を増やすか、減らすか？
- この問いは日本では特に重要
 - 土地の流動性低い
 - 家計資産における土地ウェイト大
 - だから株式をあまり持とうとしないのでは??

この分析が 越えなくてはならないハードル

- 土地資産が多い人は、住宅ローンも多い傾向がある
 - これら2つの効果のより分けが難しい

分析上の工夫



全体的評価

- 日本の経済政策を考えるうえで非常に重要なテーマ
- 米国で使われた手法を応用しつつも、日本の実情やデータの特質に合わせた工夫
 - ローン借り換えと返済の果たす役割に細心の注意を払う
- 住宅ローン返済の重要性を発見！！

質問とコメント

質問1 「持つ、持たない」の選択の分析をより前面に打ち出すべきでは？

- 日本家計の特徴＝(土地、株式とも)「持たない」人の比率が高い
 - 離散的選択(Extensive Margin)が大事
- 本稿のメインの分析では土地を「持たない」家計をサンプルから除去→株式を「持たない」家計を含めた線形モデルを推定
 - ただし、後者についてはあとでTobit分析をしている

RADAR2009より

(たまたま手元にあったデータがこの年のだったので…)

		現在居住している土地		
		全体	持っている	持っていない
株式	持っている	30.4%	17.9%	12.5%
	持っていない	69.6%	27.4%	42.2%
	全体	100.0%	45.3%	54.7%

人々が直面するのは(持つ、持たない) × (持つ、持たない)の4
択…同時決定性→まずここを多項ロジットで分析

そのうえで、「家計の土地所有確率を上げるような環境変化は、
株式所有確率も上げるだろうか？」を分析

(参考)

- Amemiya, Takeshi, Makoto Saito, and Keiko Shimono, “A Study of Household Investment Patterns in Japan: An Application of Generalized Tobit Model,” *The Economic Studies Quarterly*, 44 (1), 1993, pp. 13-28.
- 藤木・塩路 「金融不安・低金利と通貨需要：「家計の金融資産に関する世論調査」を用いた分析（共著）」、『金融研究』24巻4号1-50頁 2005年.
- Dubin & McFaddenの手法
 - 第1段階：多項ロジット
 - 第2段階：逆ミルズ比に当たる調整項を右辺に加える
 - これのIV版ができないか??

質問2

土地を「最初から持っている」家計だけを対象とした分析も興味深いのでは？

- 理由1: 土地を「持つ、持たない」に関する選択に伴う内生性の心配が小さい
 - 土地購入のタイミングの内生性もあまり心配しなくてよい
 - 「売らなかった」という行為の内生性は残るが

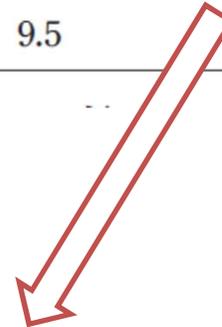
やはりRADAR2009より



S Q 2 現在居住している土地はどのように入手されましたか (いくつでも)。

1. 自分の資金で購入した (ローン利用を含む)	65.0	3. 親や家族から譲り受けた	25.7
2. 親や家族から資金援助を受けて購入した	9.5	4. その他	1.9

N=2,585



先祖伝来の土地の値段が上がったとき、
子孫の株式保有はどう反応するか??

理由2:住宅ローンをあまり持たない可能性が高い

Q67 住宅ローンの利用状況				
	全体	利用し、現在返済中	利用し、返済済み	利用しなかった
居住用土地を自分の資金で購入した	732	51.5%	39.3%	9.2%
親や家族から譲り受けた	283	21.9%	37.1%	41.0%

- 本稿では住宅ローンを持たない家計はサンプルから除外されているのだが……
- 住宅ローンの影響を心配せずに土地資産の効果だけ分析できるのであれば、それに越したことはないのでは？

質問3 住宅ローンの借り換えについて

- データの問題点＝土地取得年が不明
- 現在の住宅ローンを借りた年はわかる
- 仮定：両者は同じ
- しかし！途中で借り換えがあったとすると両者は食い違う
- 借り換えは金利が下がったときに起こりやすい
- 対策：いまのレートに比べ大幅に高い金利で最初にローンを設定したと思われる世帯はサンプルから除く→**一部の年の世帯がごっそりと抜ける！**

つづき：ローン借り換え

- しかし、ある共通の傾向を持った年のデータがまとめて消えてしまうのも問題になりうるのでは??
- RADARには(少なくとも一部の調査年については)借り換えをしたかどうかに関する質問項目あり→使えないか？

↓ (民間金融機関の住宅ローンで最も借入額が多い銀行・信用金庫・信用組合・農協(JA)などについておうかがいします。ご利用になられていない方は下のQ68へお進み下さい。)

S Q 8 その住宅ローンは新規の借り入れですか、借り換えですか (1つだけ)。[1279]

1. 新規の借り入れ

2. 借り換え

借り換えたのは約22%

質問4 住宅ローン返済の 日本における重要性について

- 本稿の大きな発見 「日本では、住宅ローンを抱える家計は、資産が増えるとまずはローンの返済を最優先する」
 - だから株には回らない
- 感覚的にはまさにその通りだが・・・

本稿は新たな研究課題を発見した！

- 日本の家計は**なぜ**そうまでして返済にこだわるのか？
- これは日本の家計または住宅（ローン）市場のどこかに特殊性があることの現れなのか？
 - 住宅の流動性が特に低いから？
 - ローンがrecourseだから？（しかしそれは日本だけではないはず）

重要な貢献！

細かいコメント1

- 住宅ローンに測定誤差(申告誤差)がある場合
→ バイアスが生じる = 初期値がその後の変化に与える負の影響を過大評価
- 操作変数は1個ずつでもよいのでは？
 - 特に、現在の地価は購入時の(過去の)借入額に影響しないのでは
- 家を買うタイミングの内生性までは考慮に至っていない。株も。

細かいコメント2

- RADARには学歴、世帯人数などの家計特性、さまざまな意識調査項目(リスクに対する態度など)があり、これらがサンプルを通じて使えれば有用。
- たとえば、家計(特に高齢者)の資産選択行動には遺産動機も関係・・・RADARの遺産に関する質問事項が使えるのでは
 - (参考) 翁・北村編著『金融業と人口オーナス経済 高齢化社会における金融・経済のあり方 (トラスト60研究叢書)』第3章(塩路担当)