

## 証券投資を行う家計の構造的な特徴

東京大学大学院経済学研究科／公共政策大学院

植田 健一, 仁智 諸布

### 1. はじめに

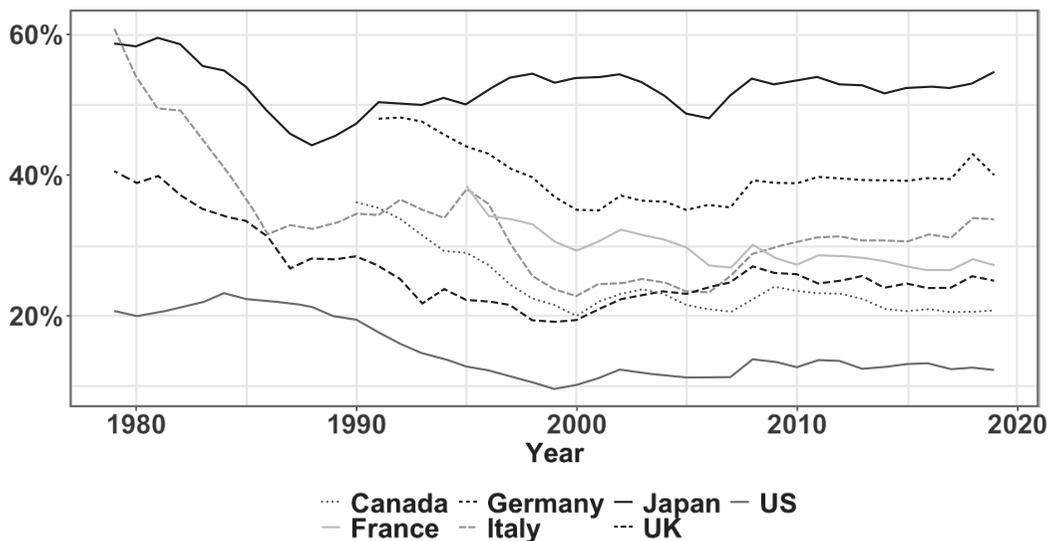
日本の家計の金融資産に占める証券投資の割合は低位安定である。その理由を探るべく、家計調査に基づき計量経済学による分析を試みたが、様々な要因が家計の特徴、とりわけライフステージに影響を受け、なかなか明確なことはわかりにくい。しかしながら、学歴（大卒か否か）は、所得、資産、負債、家族構成などが同程度でも、証券投資の割合が多くなる重要な要因であることがわかった。とりわけ、定年前の46-60歳の世帯主の家計でこの傾向は顕著である。また、証券投資をしている家計に絞ってみた場合、有価証券のポートフォリオシェアは、既婚の家計においては、世帯主の年齢層の高まりとともに学歴の影響が色濃く出ている。こうした年齢で学歴を変えることはなかなか難しいが、定年前および定年後の家計をそれぞれターゲットとして、多少内容を変えた金融教育の場を増やすことで、定年後を見据えた家計の最適な資産形成を促すことが可能と思われる。

我が国では家計による証券投資がそもそも少なく、その一方、現預金の金融資産に占める割合が、図1からわかる通り、80年代には低下傾向があったものの、バブル崩壊後90年代初頭より現在まで長いことほぼ50パーセントという高い水準を保っていることに特徴がある。それに対し、G7の他の国々では、現預金の比率は、そもそも出だしが低く特に90年代には低下傾向があり2000年代には水準がほぼ落ち着いて推移しているが、米国以外では20-40パーセントという水準であり、米国では10パーセント強である。

また、日本における家計の資金運用と企業の資金調達は、図2からわかる通り、日本では少なくとも2000年以降は民間非金融法人による銀行借入額はほぼ一定である。一方、家計資産と民間非金融法人の負債全体は上昇傾向があることから、家計の銀行預金のシェアは同じでも額は増えているので、その増加分は民間非金融法人以外に使用されていることとなる。

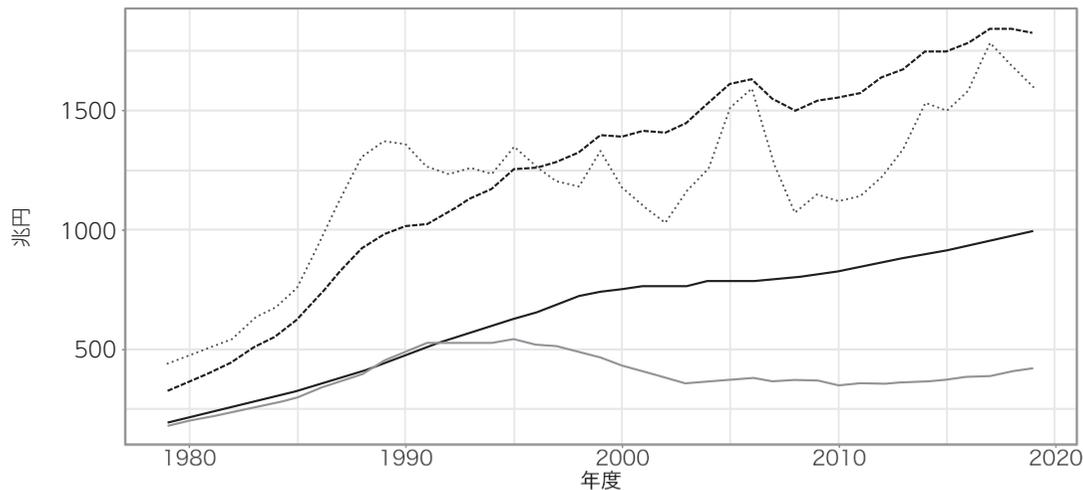
家計の貯蓄・投資の重要な行き先である企業部門、すなわち民間非金融法人に注目したものが、図3と図4の民間非金融法人の金融負債の内訳である。それぞれ簿価と時価での評価によるものである。図3の簿価の場合、民間非金融法人の資金調達における株式と銀行借入（銀行から見て貸出）は2000年以降ほぼ一定となってきている。これは図2と整合的である。もっとも、時価で見ると、図4が示すように、近年の株価の上昇傾向により、株式の割合は徐々に増加し、直近ではほぼ60パーセントを占めてきている。これらからも、家計の銀行預金額の増加分の行き先は民間非金融法人でないことがわかる。

図1 G7各国の家計の金融資産に占める現預金の割合



(出所) FEDERAL RESERVE SYSTEM “Financial Accounts of the United States,” Statistics Canada “National Balance Sheet Accounts,” Eurostat “Financial Balance Sheets,” および日本銀行「資金循環統計」。

図2 家計の資金運用と企業の資金調達

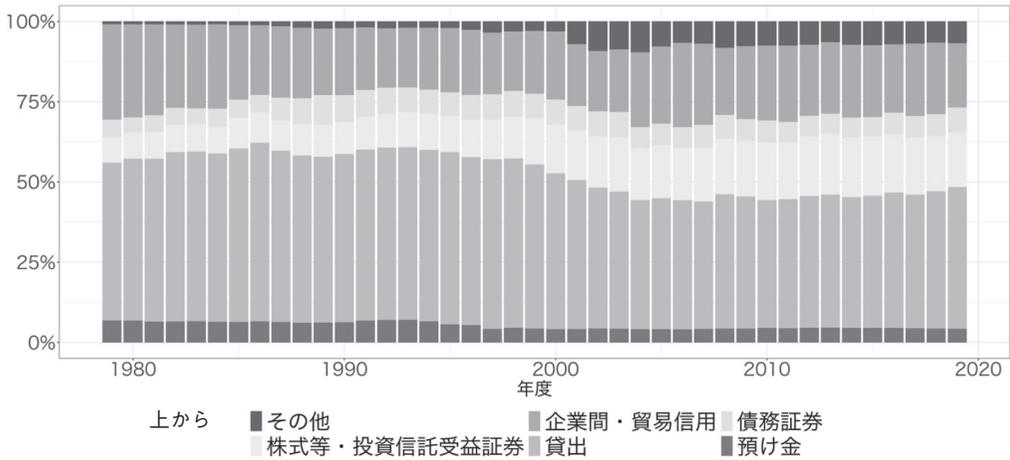


— 家計の現金・預金 — 家計資産 — 民間非金融法人の貸出 — 民間非金融法人負債

(出所) 日本銀行「資金循環統計」。

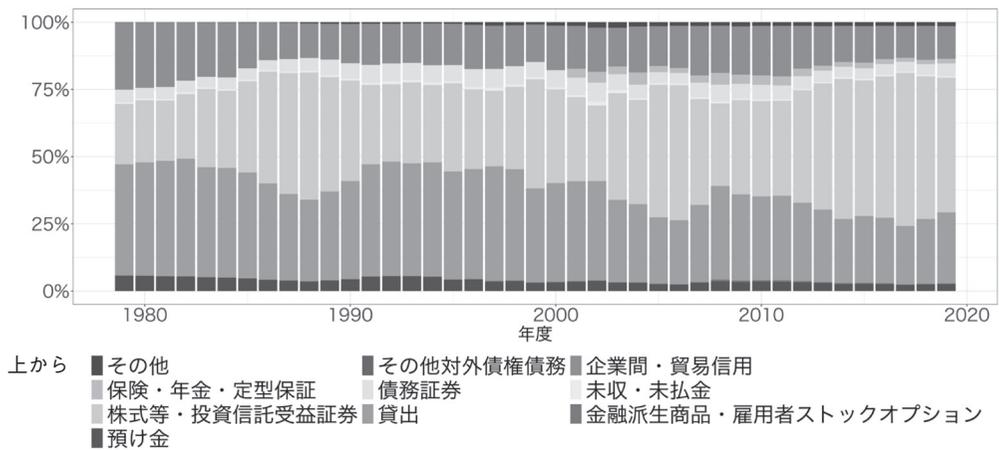
家計に注目したものが図5であり、家計の金融資産の内訳を示す。下から大きい項目ごとに現預金、債券、株式等、そして保険・年金が表されている。現預金は1990年初頭以降ほぼ50パーセントを占める一方、保険・年金の割合は1980年から2000年まで徐々に増加し、2000年以降ほぼ30パーセント程度で安定している。その他の15-20パーセント程度が、債券と株式等の証券投資という

図3 日本の民間非金融法人の金融負債の内訳（簿価）



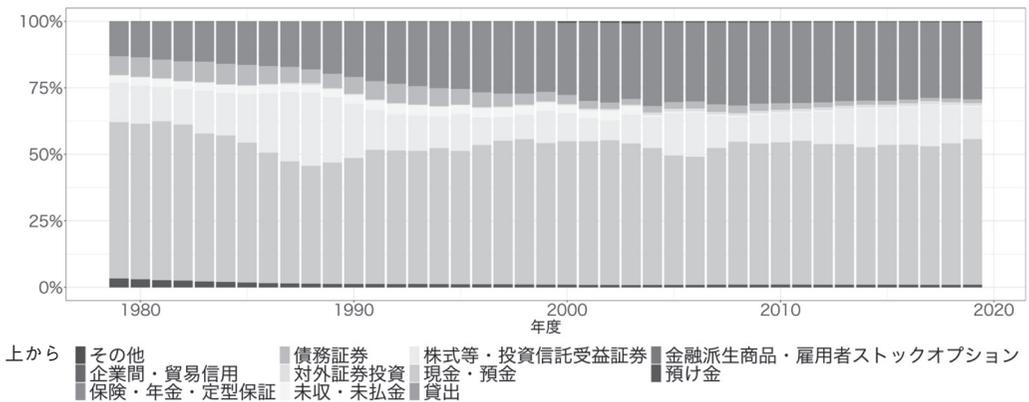
(出所) 日本銀行「資金循環統計」。

図4 日本の民間非金融法人の金融負債の内訳（時価）



(出所) 日本銀行「資金循環統計」。

図5 日本の家計の金融資産の内訳



(出所) 日本銀行「資金循環統計」。

ことで、2000年以降ほぼ一定割合となってきた。

この間の増加しているマクロでの負債は主に国家債務であり、そこに銀行預金額の増加分が吸収されているということになる。しかし、家計に多少は直接保有されている国債を含め証券投資額自体は増えている一方、それは銀行預金額の増加とほぼ同じであり、家計による直接的な証券投資のシェア全体としては趨勢的な変化は特になんということになる。

このように、家計におけるシェアを見ると、日本では家計によって証券投資があまりなされておらず、特に2000年以降低位安定していることが確かめられる。そこで、本稿では、証券投資をしている家計の構造的な特徴を分析し、証券投資があまりなされていないことの理由の手がかりをつかむこととしたい。

## 2. 既存研究

日本の家計のポートフォリオ選択の特徴を、Iwaisako (2009) は家計の調査データを用いて、10年ほど前に分析している。まず、日本の家計の金融資産に占める株式の割合と株式市場への参加率は、1990年代を通じて減少したことを示している。また、金融資産に占める株式の割合と株式市場への参加率は、若年層では年齢とともに増加し、50代でピークに達し、その後は安定している。しかし、株式保有がある家計だけの場合の株式シェアには、年齢に応じた有意なパターンは見られない。つまり、年齢に応じたパターンは、主に株式保有をするかどうかという参加の決定にのみあることが示された。これは、欧米諸国での先行研究と同様である。なお、持ち家のあるなしは、株式市場への参加と金融資産に占める株式の割合に有意な正の効果があることが示されている。

その後、塩路・平形・藤木 (2013) は、1991~2006年の家計調査データを用いて、家計の株式投資に関してその特徴を分析した。金融資産額は株式の保有に正の影響を与え、世帯主の年齢は株式の家計におけるポートフォリオシェアに正の影響を与えるとの推計結果が得られている。また、高齢層が若年層よりも株式保有が多い主な理由は、年齢というよりも、金融資産が相対的に多いことであることが示された。

関連して、家計における不動産保有と株式保有を考える一連の研究がある。米国では家計の株式投資に関して、不動産資産が多いと株式保有が少ないことが示されている (Chetty et al. 2017; Cocco 2005; Flavin and Yamashita 2002)。日本でも、祝迫・小野・齋藤・徳田 (2015) は、日経リサーチ社による金融総合定点調査 (金融RADAR) を用いて、居住用不動産と株式保有との関係を分析し、居住用不動産の総資産に対する比率が高い家計は、株式保有の確率は低く、特に住宅ローンのある家計においてより低いことを示した。これらの結果は、住宅ローンによる流動性制約が家計の株式保有を抑制するとの仮説と整合的と言える。

一方、その他の要因として、各国の家計の株式投資に関して、Ke (2018) は、国ごとのジェンダーに関する社会規範が重要な要因であり、ジェンダーによる役割分担の意識が強い国の家計は株式市場に参加する可能性が低いことを示した。より一般的に、家計のバランスシートの選択は、社会的

規範からも影響されることを考慮しなくてはならないとも言える。

### 3. 家計データと推計方法

分析で使用するデータは、慶應義塾大学パネルデータ設計・解析センターが実施している慶應義塾家計パネル調査（KHPS）の2004～2017年データである。なお、以下では、「慶應義塾家計パネル調査（KHPS）」を「KHPS」と略する。KHPSは、2004年から全国約4,000世帯、7,000人の20歳から69歳の男女を対象に実施しているアンケート調査である<sup>1)</sup>。KHPSは主に就業、消費、所得、資産、住宅などをテーマに調査していたが、2014年以降は日本家計パネル調査（JHPS）と統合し、家族構成、個人属性、学歴、就業・就学状態、健康、親との居住関係など幅広いトピックをカバーしている。

サンプル数は、単純には4,000世帯が14年分で56,000となるが、いくつかの理由で分析対象のサンプル数はおよそ18,000となった。まず、KHPSの調査に、それぞれの家計が全て回答をしてはいないため、回帰分析で用いる変数に回答がない家計は分析対象から除いた。さらに、それらの変数に全て回答があっても、持ち家を保有せずに不動産を持つ家計が少々存在しており、それらの家計は特殊例として分析対象から除いた。

証券投資に影響を与える要因を明らかにするために、証券投資をそもそもしているかという問題と、証券投資をしている世帯の総資産に占める有価証券のポートフォリオ・シェアはどのように決められているかという問題を、区別して分析する必要がある。このように家計の選択が2段階に分かれる場合、計量経済分析では、いわゆるHeckmanの2段階推定（Heckit, ヘキット）を用いることが多い。

第1段階は、有価証券保有の有無に関するプロビット推計である。すなわち、証券投資をするかどうかの意思決定が、家計の特徴によってどのように異なってくるのかを調査する部分であり、下記の推定式を考える。

$$\begin{aligned} Pr(\text{Security Holding} = 1) \\ = \Phi(\beta_0 + \beta_1 \ln(\text{RealIncome}) + \beta_2 \text{Debt2Income} + \beta_3 \text{Asset2Income} + \\ \beta_4 \text{FamilySize} + \beta_5 \text{Age} + \beta_6 \text{Homeownership} + \beta_7 \text{Male} + \beta_8 \text{Edu}) \end{aligned} \quad (1)$$

上記のPrは確率（0から1の値）を示し、Φは標準正規分布の累積分布関数を示す。

ここで、被説明変数であるSecurity Holdingは、有価証券を保有している家計は1、そうでない家計は0の値を取るダミー変数とされている。説明変数としては、家計の特徴を表すいくつかの変数を考える。具体的には下記の通りである。

- 所得を表す変数として、消費者物価指数を用いて算出した家計の実質の税引き前所得

1) ただし世帯主（「中心となって働いている方」との定義）はそれより高齢がありうる。そのため世帯主の平均年齢は調査対象者より高い。表1.Aを参照。

(*RealIncome*) を用いる。

- 負債を表す変数として、家計の総負債（住宅ローン額＋他の借入金残高）の所得に対する比率 (*Debt2Income*) を用いる。
- 資産を表す変数として、家計の総資産（金融資産＋不動産）の所得に対する比率 (*Asset2Income*) を用いる。
- *FamilySize* は世帯規模、*Age* は世帯主の年齢である。
- *Homeownership* は、持ち家を保有している家計は1、そうでない家計は0の値を取るダミー変数である。なお、本論文で、以下、資産としての「不動産」は住宅と土地の両方の資産額の総額を表す。「持ち家」も同様の定義である。
- *Male* は、世帯主の性別で男性は1、女性は0のダミー変数である。*Edu* は、世帯主の学歴は大学卒以上（大学卒含む）の家計は1、そうでない家計は0のダミー変数である。

第2段階は、証券投資をしている世帯に限定し、家計の資産に占める有価証券の比率を被説明変数とした回帰分析である。ただし、有価証券のポートフォリオ・シェアとして分母は二つ考える。一つは、金融資産に対する比率 (*Security2Finance*) で、もう一つは総資産（金融資産と不動産の合計）に対する比率 (*Security2Asset*) である。推定式はそれぞれ下記の通りである。

*Security2Finance*

$$= \beta_0 + \beta_1 \ln(\text{RealIncome}) + \beta_2 \text{Debt2Income} + \beta_3 \text{Asset2Income} + \beta_4 \text{FamilySize} + \beta_5 \text{Age} + \beta_6 \text{Homeownership} + \beta_7 \text{Male} + \beta_8 \text{Edu} + 1/m + \varepsilon \quad (2)$$

*Security2Asset*

$$= \beta_0 + \beta_1 \ln(\text{RealIncome}) + \beta_2 \text{Debt2Income} + \beta_3 \text{Asset2Income} + \beta_4 \text{FamilySize} + \beta_5 \text{Age} + \beta_6 \text{Homeownership} + \beta_7 \text{Male} + \beta_8 \text{Edu} + 1/m + \varepsilon \quad (3)$$

説明変数としては、第1段階の推計の用いた変数と同じものに加え、第1段階で得られた逆ミルズ比 ( $1/m$ ) を用いて、証券投資をそもそもしない家計に起因する第2段階での推定のバイアスを取り除く。

これらの分析に用いた家計サンプルの年齢的な特徴は表1A, Bに示している。なお世帯主と調査対象者（調査票を記入した人）が異なる場合があることに注意されたい。また、分析に用いた変数の基本統計量と相関係数表はそれぞれ表2.Aと表3に示している。そして、有価証券保有者と住宅保有者の基本統計量はそれぞれ表2.Bと表2.Cに示している。

#### 4. サンプル全てを用いた推定結果

まずはサンプル全てを用いて、家計の特徴と投資行動の関連を分析するが、その後、サブグルー

プに分けて、グループごとの特徴を捉えることとする。

表4は、サンプル全てを用いた推定結果を示している。第1段階、つまり有価証券投資の有無に関数するプロビット推計の結果は、表4の列(1)に示している。全ての説明変数の係数は統計的に有意である。

特に、家計の所得、資産所得比率、住宅保有は有価証券の保有に有意に正の影響を及ぼしている。住宅保有が必ずしも証券投資を行う際の流動性制約とはなっていないことがわかる。その一方、家計の負債所得比率は有価証券の保有に有意に負の影響を及ぼしている。これは、負債そのものは証券投資に関し流動性制約となっている可能性を示している。なお、世帯規模も、有価証券の保有に有意に負の影響を及ぼしており、流動性制約の見方と整合的であるが、グループごとの分析でさらに確認をしたい。

世帯主の年齢、性別、学歴の係数は全て有意に正であり、有価証券の保有にあたって金融リテラシーやピア効果が影響している可能性も示している。なお、住宅ローン借入も金融リテラシーを強めることから、住宅保有の影響が正という結果にもその効果が影響しているとも考えられる。

第2段階では、有価証券を保有している家計を対象を限定して、有価証券の金融資産に対する比率と有価証券の総資産に対する比率を説明変数とした分析を行う。その結果は、それぞれ表4の列(2)と列(3)に示している。

家計の負債所得比率は、有価証券の金融資産に対する比率と有価証券の総資産に対する比率に対して、正で有意な値となっており、有価証券の保有の有無に関する第1段階の結果と逆に、負債が多い家計ほど有価証券の購入が多い。おそらく住宅ローンを組んでいる家計で、さらに証券投資を行う余裕がある家計では、頭金のための安全資産での貯蓄が必要となくなったことを示すのではないだろうか。また、住宅ローンはそもそも低利であることに加え税法上の有利性もあり、住宅ローンでできるだけ借りつつ、一方で証券投資を行うという一種の裁定を、金融リテラシーの高い家計は行っている可能性もある。

一方、有価証券の保有の有無に関する第1段階の結果と違い、家計の所得や資産所得比率は有価証券の金融資産に対する比率と有価証券の総資産に対する比率(ポートフォリオ・シェア)に対して統計的に有意な結果が得られていない。すなわち家計のリスク選好に関しては、いわゆる所得効果や資産効果はないことを示している。なお、世帯規模については有意な負であり、大人一人当たりの所得や資産が重要というよりも、子育てや高齢者介護に関する不確実な支出に備えた流動性資産への選好があるものと考えられる。

住宅保有に関しては、第1段階では有意に正であったが、ここでは、有価証券の総資産に対する比率に対しては負で有意、有価証券の金融資産に対する比率に対しては負だが有意ではない。つまり、一般に住宅を保有している家計はより有価証券投資を行う可能性が高い(第1段階)ものの、その住宅資産も含んだ総資産でのポートフォリオ・シェアは低い、しかし金融資産の中だけのポートフォリオ・シェアに関しては住宅保有自体は無関係なこと(第2段階)がわかる。もっとも、家を買ったばかりなのか、ローンを返し終えたところなのかなど、家計の状況にもよるため、年齢ダ

グループごとの分析を行う必要がある。

世帯主の学歴に関しては、有価証券の金融資産に対する比率に対しては、正で有意、有価証券の総資産に対する比率に対しては、正であるが有意な推定値ではない。これも金融リテラシーに関連すると考えられる。世帯主の年齢は、第1段階と同じく、統計的に有意に正である。世帯主の性別に関しては、第1段階の結果と逆に、有価証券のポートフォリオ・シェアに関し、世帯主が男性である家計は統計的に有意に負である。しかし、これは高齢の未亡人家計などの影響もあると考えられ、年齢グループごとの分析結果を確認する必要がある。

## 5. 世帯主年齢階層別の推定結果

前節で少々疑問が出たように、ライフ・ステージにより、多少貯蓄投資行動が変わることを考慮する必要がある。そこで、世帯主の年齢階層別にサンプルをグループ分けし、それぞれのグループで分析を行う。年齢階層別サンプル数は表 1. B に示している。

表 5 は、世帯主年齢が 30 歳以下の青年期家計に分析対象をした推計結果を示している。第 1 段階では、列 (1) に示されている通り、家計の所得が有価証券の保有の有無に関し、サンプル全ての場合より強く正の影響を与えている。その一方、他の変数の係数は有意ではない。学歴についても同様である。また、第 2 段階は列 (2) と (3) に示されているが、全く有意な結果が得られていない。つまり、若年層では有価証券投資を行うかどうかは、所得にのみ強く依存し、投資をすでに行なっている場合には、特にその行動を特徴づけるものがない。

表 6 は、世帯主年齢が 31 歳～45 歳の壮年期家計に分析対象をした推計結果を示している。第 1 段階では、列 (1) に示されている通り、世帯主の学歴と世帯規模は、有価証券の保有の有無への影響に関し、サンプル全ての場合より若干小さいもののほぼ同じ結果である。家計の所得、資産、世帯主の年齢と性別は、サンプル全ての場合より強く正の影響を及ぼしている。

その一方、家計の負債の係数はサンプル全ての場合とは逆に、有意な正である。つまり、負債による証券投資に関する流動性制約が認められない。これは、負債の中心である住宅ローンの頭金を用意するための銀行預金をすでに行う必要がない家計の影響が強く出ているとも考えられる。一方で、家計の住宅保有に関しては、統計的に有意な結果が得られていない。おそらく、壮年期家計では、住宅保有をしている場合、多くがまだ住宅ローンを返済中と考えられ、金融リテラシーが強化された正の影響と、相殺されているのではないだろうか。

第 2 段階の推計結果は列 (2) と列 (3) に示している。世帯主の学歴の影響は、全体サンプルと異なり有価証券の総資産比だけでなく、金融資産比においてもなくなっている。まだ、定年後を考える年齢層ではないと言えよう。また、家計の所得、資産は金融資産比と総資産比の双方で、全体サンプルの結果と同じく、統計的に有意な結果が得られていない。ポートフォリオ選択に関する資産効果がない点がこの世代でも確認された。

住宅保有に関しては、有価証券の総資産に対する比率に対しては負で有意であり、金融資産自体

が相対的に少なくなることを裏付ける。一方、有価証券の金融資産に占める比率に対しては、正で有意な推定値であり、金融リテラシーが高くなった、または頭金の銀行預金を用意する必要がないという影響が出ていると言えよう。これらに関しては負債の効果についても同様であり、サンプル全ての場合より、負債は、証券投資の占める割合に大きな正の影響を及ぼしている。

世帯規模に関しては、サンプル全ての場合より大きく負の影響を及ぼしており、いわゆる子育て世代の特徴（支出の不確実性）がより強く出ていると考えられる。世帯主の年齢と学歴に関しては、サンプル全ての場合と異なり、影響がこの世代では有意ではない。年齢的にもまだ定年後を考え始める状況ではないとも言える。

表7は、世帯主年齢が46歳～60歳の中年期家計を対象にした推計結果を示している。第1段階では、列(1)に示されている通り、家計の所得と資産が有価証券の保有に全体サンプルより強く正の影響を及ぼしている一方、家計の住宅保有は有意でない。すでに住宅ローンの頭金のための銀行預金需要が強くなるような年齢ではないということと思われる。また、世帯主の年齢と性別の係数は統計的に有意ではない。世帯規模はサンプル全ての場合とほぼ同じ結果である。

しかし、学歴の影響は有意で若干強い。この世代では全体の平均より、金融リテラシーに差がよりあるとも考えられる。そして、年齢自体は有意でないが、この世代は一様に定年後を意識しているとも思われ、その場合、金融リテラシーが高い方が証券投資に積極的になっていて当然とも言えよう。

第2段階の結果は列(2)と列(3)に示している。所得に関しては、全体サンプルの結果と異なり、ポートフォリオ・シェアに有意な負の影響を及ぼしている。資産に関しても、有価証券の金融資産比に関しては負で有意、総資産比に関しては、負であるが有意ではない。これらの第2段階の結果は、第1段階では所得と資産が保有の有無を強く決定しているのにも関わらず、有価証券保有をしている家計の中では、所得と資産が多い家計ほど有価証券購入を抑制しているという傾向、すなわちリスク選好の負の所得効果、資産効果を示している。従って、有価証券投資をしている割合は所得や資産とともに上昇している（第1段階の結果）だが、有価証券投資をしている家計の中では、高所得、高資産の家計はより安全な資産で貯蓄をしているという第2段階の結果がある。

定年を意識する年齢層であるが、世帯主の年齢に関しては、青年期や壮年期と異なり、正で有意であり、その水準もサンプル全体より遥かに大きい。当然、この中年期全体では他の年齢層に比べ、定年が近づいていることもあり、より有価証券投資をしているが（表1. B）、第1段階では年齢は関係ないことから、この中年期という年齢層の中での有価証券投資をする割合は定年を意識しないものようである一方、この第2段階の結果は、年齢によってリスク資産である証券投資によりポートフォリオ配分をしていることになる。つまり、有価証券を行う金融リテラシーのある家計においては、やはり定年を意識したリターンの高い投資という行動が見られる。

なお、世帯主の学歴は、全体サンプルの結果と違い、統計的に有意な結果が得られていない。つまり、すでに有価証券投資を行っている家計だけを対象とした第2段階におけるポートフォリオ選択には、金融リテラシーの違いはあまり見られないとも言える。しかし、第一段階で有価証券を保

有するかしないかの意思決定において、年齢が関係せず、学歴は強く出ていることから、この中年期の層で有価証券を保有していない金融リテラシーが不足していると思われる世帯に、定年に備えた証券投資の必要性を強く訴えていく必要がある。表 1. B に示されているように、そのような家計は 3分の2 を占める。

また、住宅保有に関しては、有価証券の総資産に対する比率と有価証券の金融資産に対する比率に対しては、全体サンプルの結果より大きく負の影響を及ぼしている。第1段階では有意でなく、第2段階で大きく負であるということは、この年齢層では、住宅をリスクがある資産とみなし、同じリスク資産である有価証券保有を減らしていると考えられる。つまり、有価証券保有者はある意味で金融リテラシーが進んでいるとも考えられる。一方、負債は、サンプル全ての場合と違い、統計的に有意な結果が得られていない。中年期世帯や全体では頭金効果があったが、この年齢層ではそのような効果は、第1段階と同様に薄れたと考えられる。なお、世帯規模や性別による違いは、サンプル全てに比べ弱まっている。

表 8 は、世帯主年齢が 61 歳以上の高年期家計に分析対象をした推計結果を示している。第1段階では、列 (1) に示されている通り、全ての説明変数の係数は統計的に有意であり、係数の符号も含め、サンプル全ての結果と若干強めかほぼ同じ結果である。とりわけこの年齢層でも、(所得や資産などを考慮した上でも) 大卒か否か(学歴)が強く正の影響を及ぼしている。

第2段階の結果は、列 (2) と列 (3) に示している。サンプル全ての結果と比べ、負債比率と性別が有意でなくなる一方、住宅保有に関しては、有価証券の金融資産に対する比率では有意でなかったものが有意となり、総資産に対する比率では引き続き有意でさらに大きく負の効果が認められる。つまり、高齢者世帯で有価証券投資を行っている世帯では、住宅を所有している場合、有価証券投資の比率をより下げるといった行動をとっている。所得そのものやその負債比率や資産比率が影響していないことに鑑みれば、高齢者世帯にとって住宅保有がかなり有価証券投資と代替性があるもの、すなわち似たようなリスク資産として考えていることとなる。これは中年期と同じ傾向である。なお、学歴は 10%水準で(弱く)正の影響を、有価証券保有の金融資産比に関してのみ、及ぼしている。

## 6. 世帯主が既婚か独身かで分類した場合

ここではさらに世帯主が独身の場合と家族がいる場合では異なると考え、それぞれで世帯主年齢階層別の推計を行う。結果はそれらを分けない場合と比べ、既婚の場合は既婚・独身を分けない場合と比べほぼ同じであり、有意な要因が若干強くなる傾向が見られる一方、独身の場合は多少異なる結果となった<sup>2)</sup>。世帯主が独身の場合は、若年の場合は結婚前と考えられる一方、中年期はシングルマザー、高齢の場合は生き別れまたは離婚を経ていると考えられ、いろいろな家庭環境がある。

2) 世帯主が独身でも家族は複数いる可能性がある。

従って、世帯主が既婚の場合だけを取り出して分析する方が、より純粋な結果が現れよう。その一方で、世帯主が独身の場合もどの程度異なるかを確認しておく。なお、それぞれのサンプル数については表 1. B に示しているが、すべての年齢層において、既婚の方が多いサンプルである。また、世帯主年齢が 31 歳以下のサンプルは、特に独身サンプル数がかなり少ないため分析から除いた。

表 9 は、世帯主年齢が 31 歳～45 歳の壮年期家計に分析対象をした推計結果を示している。世帯主が既婚の場合の第 1 段階では、第 1 段階では、列 (1) に示されている通り、表 6 とほぼ同様の結果である。まず、すべての変数の推定値の符号が同じである。ただし、家計の所得、負債、世帯規模、世帯主の性別と学歴が有価証券の保有にはほぼ同様か若干強い影響を及ぼしている。一方、資産と世帯主の年齢の係数はほぼ同様か若干小さくなっている。その他、家計の住宅保有は有価証券の保有に対して表 6 の全体サンプルと同様に有意な結果が得られていない。

一方、世帯主が独身の場合の第 1 段階は、列 (4) に示されている通り、多少異なる。家計の所得、資産、世帯主の年齢と学歴が有価証券の保有に表 6 の全体サンプルの結果と同様に正の影響を及ぼしているが、表 6 の結果と比較して、家計の所得と世帯主の学歴の係数はほぼ同様か若干弱い一方、家計の資産と世帯主の年齢の係数はより大きくなっている。さらに、住宅保有、世帯規模と世帯主の性別の係数は統計的に有意ではなくなっている。また、負債に関しては、表 6 とは逆に、有意に負となっている。

第 2 段階は、既婚の場合が列 (2)、(3) と独身の場合が列 (5)、(6) に示されている。既婚の場合、表 6 とほぼ同じ結果である。まず、すべての変数の推定値の符号が同じである。もっとも、有価証券の総資産比と金融資産比に対しては、家計の負債と世帯規模はより大きな影響を及ぼしている一方、住宅保有の係数はほぼ同様か若干強い。他の説明変数は表 6 の全体サンプルと同じく有意な結果が得られていない。

独身の場合は、表 6 と異なる点が多い。性別に関して、また、有価証券の総資産比に対しては、有意な負である。一方、有価証券の金融資産比に対しては、世帯主の性別が表 6 と同じく負であるが有意な影響を及ぼしていない。家計の住宅保有に関しては、有価証券の総資産比に対しては負で有意であるが、表 6 と比較して影響は弱まっている。一方、家計の住宅保有は有価証券の金融資産比に対して有意な影響を及ぼしていない。他の説明変数は有意な結果が得られていない。

表 10 は、世帯主年齢が 46 歳～60 歳の中年期家計に分析対象をした推計結果を示している。既婚の場合の第 1 段階では、列 (1) に示されている通り、すべての変数の推定値の符号が表 7 の全体サンプルの結果と同じである。家計の所得、資産、世帯規模が有価証券の保有に表 7 の結果と比較してほぼ同じである。一方、家計の負債と世帯主の学歴からの影響は弱まっている。他の変数は表 7 と同様に有意な推定値が得られていない。

独身の場合の第 1 段階では、列 (4) に示されているが、全体サンプルとは多少異なる。家計の負債と世帯主の学歴が有価証券の保有への影響は表 7 の全体サンプルと比較して有意に強まっている一方、家計の所得、資産と世帯規模の影響は有意に弱まっている。また、表 7 の結果と違い、世帯主の性別の係数は有意な正である。一方、他の説明変数は表 7 の全体サンプルと同じく有意な結

果が得られていない。

第2段階では、既婚の場合でも、列(2)、(3)に示されているように、他のケースとちがいで、表7と比べ多少異なる結果が出たものの、ほぼ同じ結果と言って良い。世帯主の学歴に関しては、有価証券の総資産比に関しては、表7と違い、10%水準と弱めながらも正で有意となった一方、金融資産比に関しては、引き続き有意な影響がない。家計の所得に関しては、有価証券の総資産比に関しては、表7と異なり有意ではなくなった。家計の負債に関しては、有価証券の金融資産比に関しては、正で10%水準の有意となった。

独身の場合、列(5)、(6)に示されているが、かなり表7と異なる。家計の資産は、有価証券の総資産比に関し、負の影響が有意なものとなった。家計の住宅保有は、有価証券の金融資産比に関する影響が、有意でなくなった。世帯規模と世帯主の性別は表7の推定結果と違い、有価証券の総資産に対する比率に関しては、有意な推定値が得られていない。

表11は、世帯主年齢が61歳以上の高年期家計に分析対象をした推計結果を示している。第1段階では、列(1)で世帯主が既婚で年齢が61歳以上の高年期家計に分析対象をした推計結果を示している。全ての説明変数の係数は統計的に有意であり、係数の符号も含め、表8の結果とほぼ同じである。

独身の場合は列(4)に示されている通り、表8と多少異なる結果となっている。家計の負債と世帯主年齢の影響が、表8の推定結果と違い、有意でなくなっている。

第2段階では、列(2)、(3)に既婚の場合、列(5)、(6)に独身の場合を示している。既婚の場合、表8とほぼ同じで結果である。ただし、学歴が有価証券の金融資産比、総資産比ともに、有意となり、しかも強い正の影響がある。この年齢層では、第1段階の有価証券を保有するか否かとともに、第2段階で、どの程度保有するかが既婚の場合は強く学歴に依存することがわかる。また、家計の住宅保有に関しては、有価証券の金融資産比に関し、有意でなくなっている。

独身の場合、家計の住宅保有に関しては、既婚の場合と同様、有価証券の金融資産比に関し、有意でなくなっている。それ以外では、既婚の家計とかなり異なる。世帯主の学歴に関しては、表8の推計結果と違い、有価証券の金融資産比に関しても、有意でなくなっている。つまり、金融資産比、総資産比ともに有意な既婚の家計とは、大きく異なる結果となった。世帯主の性別に関しても、有価証券の金融資産比に関し、有意でなくなっている。さらに、世帯主の年齢に関しては、表8の推計結果や既婚の場合とは逆に、年齢が上がるほど、有価証券の金融資産に対する比率と有価証券の総資産に対する比率が有意に低くなる。

## 7. 結論

他の主要先進国に比べ、日本の家計の金融資産に占める証券投資の割合は低位安定である。経済学的な分析では、ほぼ同様の効用関数や生産関数を主要先進国に関して仮定することが多く、その仮定はそれほど現実から乖離していないことが多い。しかしながら、この家計の証券投資への姿勢

がこのように大きく異なるのはなぜか、その裏には何か日本の金融制度や市場の問題があるのか探る必要がある。しかし同時に、この証券投資への姿勢はまたバブル崩壊以降 30 年もそれほど変わっておらず、その間に様々な金融制度改革、市場の発展があったことに鑑みれば、何か別の根本的な要因があるとも考えられる。その理由を探るべく、家計調査に基づき計量経済学による分析を試みた。

様々な要因が家計の特徴、とりわけライフステージに影響を受け、なかなか明確なことはわかりにくい。しかしながら、学歴（大卒か否か）は、所得、資産、負債、家族構成などが同程度でも、証券投資の割合を多くする重要な要因であることがわかった。とりわけ、定年前の 46~60 歳の世帯主の家計でこの傾向は顕著である。また、証券投資をしている家計に絞ってみた場合、有価証券のポートフォリオシェアは、既婚の家計においては、世帯主の年齢層の高まりとともに学歴の影響が色濃く出ている。

学歴が高い方が、金融リテラシーが高いと考えれば、それを補う社会的仕組みが必要であると言える。つまり、40 代後半の年齢で学歴を変えることはなかなか難しいが、金融教育をその年代をターゲットとして積極的に行うことはできるはずである。また、定年後でも生活が安定している家計には、金融教育により定年後の証券投資を含めた最適な資産形成を促すことが可能と思われる。

この際、本稿の分析を踏まえば、定年前は主に有価証券投資をしていない家計を重点的な対象とし、定年後は有価証券投資をしている家計を重点的な対象とするというような、多少中身の異なる教育が必要と考えられる。ただし、高齢の世帯主の家計において既婚と独身の違いがかなりあり、長い定年後の生活資金、遺産動機なども含め、老後資金のニーズとマネジメントがかなり異なることを示している。これらに関しては、今後のさらなる分析が必要であろう。

## 参考文献

- 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*, 66 (3), 242-264.
- 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*, 32 (2), 63-103.
- Chetty, R., Sándor, L., and Szeidl, A. (2017). The effect of housing on portfolio choice. *The Journal of Finance*, 72 (3), 1171-1212.
- Cocco, J. F. (2005). Portfolio choice in the presence of housing. *The Review of Financial Studies*, 18 (2), 535-567.
- Flavin, M., and Yamashita, T. (2002). Owner-occupied housing and the composition of the household portfolio. *American Economic Review*, 92 (1), 345-362.
- Iwaisako, T. (2009). Household portfolios in Japan. *Japan and the World Economy*, 21 (4), 373-382.
- Ke, D. (2018). Cross-country differences in household stock market participation: The role of gender norms. *AEA Papers and Proceedings*, 108, 59-62.

表 1. A 世帯主年齢、調査対象者年齢と有価証券保有をしている家計の割合

統計量	サンプル数	平均値	標準偏差	最小値	中央値	最大値
年齢 (世帯主)	18,288	57.890	13.347	21	60	102
年齢 (調査対象者)	18,288	54.772	13.797	20	57	83
有価証券保有 (%)	18,288	34.09	47.40	0	0	100

注：有価証券保有は0か1（100%）のダミー変数。

表 1. B 世帯主年齢別サンプル数

年齢別	全体	独身	既婚	有価証券保有 (%)
30 歳以下	343	58	285	10.2
31～45 歳	3,079	687	2,392	22.7
46～60 歳	5,463	1,290	4,173	33.9
61 歳以上	9,403	2,207	7,196	38.8

表 2. A 基本統計量

統計量	サンプル数	平均値	標準偏差	最小値	中央値	最大値
有価証券保有 (ダミー変数)	18,288	0.341	0.474	0	0	1
有価証券/金融資産 (%)	18,288	10.945	21.304	0	0	100
有価証券/総資産 (%)	18,288	5.952	13.071	0	0	100
実質所得 (万円)	18,288	693.798	521.455	0.987	578.843	9,680.453
負債所得比率 (比率)	18,288	0.227	3.095	0	0	400
資産所得比率 (比率)	18,288	6.793	38.580	0.003	4.000	3,500.000
世帯規模 (人数)	18,288	3.050	1.381	1	3	10
年齢 (世帯主)	18,288	57.890	13.347	21	60	102
住宅保有 (ダミー変数)	18,288	0.764	0.424	0	1	1
男性 (ダミー変数)	18,288	0.866	0.341	0	1	1
学歴 (大学卒ダミー変数)	18,288	0.418	0.493	0	0	1

表 2. B 基本統計量 (有価証券保有者)

統計量	サンプル数	平均値	標準偏差	最小値	中央値	最大値
有価証券/金融資産 (%)	6,235	32.104	25.534	0.031	25.000	100.000
有価証券/総資産 (%)	6,235	17.458	17.329	0.024	11.765	100.000
実質所得 (万円)	6,235	796.426	582.171	0.987	685.757	9,352.259
負債所得比率 (比率)	6,235	0.269	1.226	0	0	60
資産所得比率 (比率)	6,235	9.625	47.740	0.022	6.171	3,470.000
世帯規模 (人数)	6,235	2.982	1.326	1	3	10
年齢 (世帯主)	6,235	60.470	11.954	23	62	102
住宅保有 (ダミー変数)	6,235	0.872	0.334	0	1	1
男性 (ダミー変数)	6,235	0.900	0.300	0	1	1
学歴 (大学卒ダミー変数)	6,235	0.502	0.500	0	1	1

表 2. C 基本統計量 (住宅保有者)

統計量	サンプル数	平均値	標準偏差	最小値	中央値	最大値
有価証券保有 (ダミー変数)	13,980	0.389	0.488	0	0	1
有価証券/金融資産 (%)	13,980	12.489	22.314	0	0	100
有価証券/総資産 (%)	13,980	5.956	11.739	0	0	93
実質所得 (万円)	13,980	732.327	554.313	0.987	603.618	9,680.453
負債所得比率 (比率)	13,980	0.288	3.536	0	0	400
資産所得比率 (比率)	13,980	8.361	43.856	0.079	5.308	3,500.000
世帯規模 (人数)	13,980	3.157	1.401	1	3	10
年齢 (世帯主)	13,980	61.276	11.195	21	63	102
男性 (ダミー変数)	13,980	0.879	0.326	0	1	1
学歴 (大学卒ダミー変数)	13,980	0.401	0.490	0	0	1

表 3 相関係数表

	有価証券保有	有価証券/金融資産	有価証券/総資産	実質所得	負債所得比率	資産所得比率	世帯規模	年齢	住宅保有	男性	学歴
有価証券保有	1										
有価証券/金融資産	0.714	1									
有価証券/総資産	0.633	0.860	1								
実質所得	0.142	0.080	0.072	1							
負債所得比率	0.010	0.013	0.003	0.002	1						
資産所得比率	0.053	0.038	0.029	-0.068	0.646	1					
世帯規模	-0.035	-0.051	-0.087	0.277	0.028	-0.033	1				
年齢	0.139	0.121	0.081	-0.052	-0.021	0.067	-0.177	1			
住宅保有	0.183	0.131	0.001	0.133	0.035	0.073	0.141	0.457	1		
男性	0.073	0.035	0.024	0.172	-0.010	-0.030	0.214	-0.022	0.070	1	
学歴	0.123	0.096	0.101	0.191	0.002	-0.002	0.071	-0.227	-0.061	0.094	1

表4 推定結果 (サンプル全て)

	第1段階	第2段階	
	(1)	有価証券/金融資産 (2)	有価証券/総資産 (3)
実質所得	0.462*** (0.018)	-1.074 (1.034)	0.135 (0.659)
負債所得比率	-0.127*** (0.008)	0.887** (0.426)	0.502* (0.271)
資産所得比率	0.017*** (0.001)	-0.007 (0.008)	-0.001 (0.005)
世帯規模	-0.111*** (0.008)	-0.863** (0.391)	-1.111*** (0.249)
年齢	0.008*** (0.001)	0.152*** (0.041)	0.151*** (0.026)
住宅保有	0.429*** (0.029)	-0.728 (1.725)	-18.823*** (1.100)
男性	0.150*** (0.032)	-2.839** (1.173)	-2.357*** (0.748)
学歴	0.313*** (0.021)	2.660** (1.104)	1.013 (0.704)
定数項	-4.185*** (0.123)	32.766*** (12.537)	29.825*** (7.994)
逆ミルズ比		1.414 (3.715)	-1.192 (2.369)
N	18,288	6,235	6,235
R <sup>2</sup>	0.088	0.013	0.129

備考：\*，\*\*，\*\*\*はそれぞれ10%，5%，1%で有意。

表5 推定結果（世帯主年齢階層別：30歳以下）

	第1段階	第2段階	
	(1)	有価証券/金融資産 (2)	有価証券/総資産 (3)
実質所得	0.761*** (0.249)	38.507 (276.490)	118.445 (307.046)
負債所得比率	0.260 (0.192)	0.339 (98.354)	36.420 (103.259)
資産所得比率	0.051 (0.049)	1.451 (14.655)	1.235 (21.902)
世帯規模	-0.016 (0.105)	1.605 (8.049)	-1.615 (16.277)
年齢	0.070 (0.066)	-3.757 (26.175)	4.843 (30.305)
住宅保有	-0.596 (0.452)	-29.352 (207.119)	-99.145 (237.845)
男性	0.134 (0.255)	27.282 (47.451)	45.836 (58.441)
学歴	0.374 (0.235)	13.883 (136.891)	53.909 (153.466)
定数項	-8.141*** (2.112)	-208.164 (3,274.241)	-1,190.528 (3,585.979)
逆ミルズ比		45.855 (442.346)	176.475 (459.022)
N	343	35	35
R <sup>2</sup>	0.097	0.175	0.271

備考：\*，\*\*，\*\*\*はそれぞれ10%，5%，1%で有意。

表6 推定結果 (世帯主年齢階層別: 31~45歳)

	第1段階	第2段階	
	(1)	有価証券/金融資産 (2)	有価証券/総資産 (3)
実質所得	0.521*** (0.056)	4.666 (4.553)	3.229 (3.020)
負債所得比率	0.046* (0.024)	3.503*** (0.956)	1.853*** (0.642)
資産所得比率	0.060*** (0.006)	0.404 (0.342)	0.243 (0.223)
世帯規模	-0.085*** (0.021)	-2.309** (1.107)	-1.936*** (0.748)
年齢	0.035*** (0.007)	0.647 (0.423)	0.487* (0.287)
住宅保有	0.060 (0.069)	12.701*** (3.000)	-10.229*** (2.048)
男性	0.157* (0.090)	-4.921 (4.143)	-4.484 (2.851)
学歴	0.225*** (0.056)	3.723 (3.037)	0.937 (2.053)
定数項	-5.631*** (0.397)	-52.783 (57.905)	-21.425 (38.554)
逆ミルズ比		22.389* (11.896)	11.312 (7.943)
N	3,079	698	698
R <sup>2</sup>	0.100	0.077	0.138

備考: \*, \*\*, \*\*\*はそれぞれ10%, 5%, 1%で有意。

表7 推定結果 (世帯主年齢階層別: 46~60歳)

	第1段階	第2段階	
	(1)	有価証券/金融資産 (2)	有価証券/総資産 (3)
実質所得	0.699*** (0.040)	-6.625*** (1.313)	-2.584*** (0.867)
負債所得比率	0.084*** (0.021)	0.374 (0.334)	0.054 (0.220)
資産所得比率	0.066*** (0.004)	-0.021*** (0.008)	-0.008 (0.005)
世帯規模	-0.099*** (0.014)	-0.154 (0.468)	-0.530* (0.309)
年齢	-0.004 (0.004)	0.465*** (0.141)	0.381*** (0.093)
住宅保有	0.018 (0.053)	-7.346*** (1.780)	-23.108*** (1.177)
男性	0.105 (0.066)	-2.766 (2.202)	-3.513** (1.455)
学歴	0.349*** (0.038)	2.361 (1.529)	1.529 (1.010)
定数項	-5.124*** (0.331)	63.918*** (13.096)	40.989*** (8.653)
逆ミルズ比		-5.374* (2.996)	-3.053 (1.980)
<i>N</i>	5,463	1,853	1,853
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.109	0.039	0.213

備考: \*, \*\*, \*\*\*はそれぞれ10%, 5%, 1%で有意。

表8 推定結果（世帯主年齢階層別：61歳以上）

	第1段階	第2段階	
	(1)	有価証券/金融資産 (2)	有価証券/総資産 (3)
実質所得	0.567*** (0.026)	0.195 (1.479)	1.092 (0.893)
負債所得比率	-0.221*** (0.012)	0.596 (1.010)	0.082 (0.609)
資産所得比率	0.027*** (0.001)	-0.004 (0.038)	0.007 (0.023)
世帯規模	-0.151*** (0.012)	-1.031* (0.605)	-1.547*** (0.365)
年齢	0.008*** (0.002)	0.177** (0.074)	0.078* (0.045)
住宅保有	0.497*** (0.054)	-5.380** (2.733)	-22.194*** (1.649)
男性	0.204*** (0.042)	-2.269 (1.488)	-1.273 (0.898)
学歴	0.242*** (0.030)	2.227* (1.173)	1.017 (0.708)
定数項	-4.850*** (0.234)	29.677* (16.663)	32.320*** (10.059)
逆ミルズ比		-1.109 (4.259)	-1.563 (2.571)
N	9,403	3,649	3,649
R <sup>2</sup>	0.095	0.009	0.098

備考：\*，\*\*，\*\*\*はそれぞれ10%，5%，1%で有意。

表9 推定結果 (独身・既婚 世帯主年齢階層別: 31 ~ 45 歳)

	既婚			独身		
	第1段階	第2段階		第1段階	第2段階	
	(1)	有価証券/金融資産 (2)	有価証券/総資産 (3)	(4)	有価証券/金融資産 (5)	有価証券/総資産 (6)
実質所得	0.531*** (0.063)	4.555 (5.732)	3.386 (3.900)	0.514*** (0.125)	29.828 (30.908)	4.719 (7.876)
負債所得比率	0.095*** (0.030)	4.527*** (1.338)	2.668*** (0.916)	-0.111** (0.056)	-7.023 (7.586)	-3.365 (2.295)
資産所得比率	0.057*** (0.007)	0.404 (0.396)	0.281 (0.266)	0.075*** (0.015)	4.426 (4.221)	0.601 (1.041)
世帯規模	-0.105*** (0.025)	-3.007** (1.478)	-2.365** (1.020)	-0.0002 (0.044)	0.842 (3.423)	-0.119 (1.151)
年齢	0.027*** (0.008)	0.529 (0.442)	0.447 (0.308)	0.067*** (0.014)	5.188 (4.221)	1.233 (1.173)
住宅保有	0.048 (0.080)	12.732*** (3.492)	-10.577*** (2.437)	0.092 (0.146)	19.381 (13.252)	-7.409* (4.224)
男性	0.215** (0.107)	3.106 (5.328)	-0.962 (3.746)	0.039 (0.174)	-18.169 (13.556)	-11.189** (4.496)
学歴	0.246*** (0.064)	4.383 (3.771)	1.084 (2.606)	0.222* (0.124)	16.787 (16.816)	3.603 (4.734)
定数項	-5.370*** (0.445)	-55.245 (68.144)	-25.281 (46.527)	-6.933*** (0.925)	-505.823 (482.486)	-69.282 (128.247)
逆ミルズ比		24.462* (14.395)	13.579 (9.851)		96.805 (82.636)	14.729 (22.664)
N	2,392	537	537	687	161	161
R <sup>2</sup>	0.106	0.076	0.139	0.118	0.214	0.202

備考: \*, \*\*, \*\*\*はそれぞれ10%, 5%, 1%で有意。

表 10 推定結果（独身・既婚 世帯主年齢層別：46～60歳）

	既婚			独身		
	第1段階	第2段階		第1段階	第2段階	
		有価証券/金融資産	有価証券/総資産		有価証券/金融資産	有価証券/総資産
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
実質所得	0.771*** (0.045)	-8.601*** (3.334)	-1.327 (2.119)	0.468*** (0.083)	-9.855*** (2.353)	-4.904*** (1.571)
負債所得比率	0.058** (0.025)	0.954* (0.490)	0.049 (0.310)	0.155*** (0.043)	0.515 (0.820)	0.341 (0.548)
資産所得比率	0.072*** (0.005)	-0.364 (0.255)	-0.025 (0.161)	0.045*** (0.008)	-0.024** (0.009)	-0.013** (0.006)
世帯規模	-0.100*** (0.016)	0.131 (0.645)	-0.898** (0.412)	-0.089*** (0.029)	-0.155 (1.024)	0.618 (0.684)
年齢	-0.004 (0.005)	0.410** (0.164)	0.319*** (0.106)	-0.001 (0.009)	0.780*** (0.300)	0.568*** (0.201)
住宅保有	-0.032 (0.061)	-7.731*** (1.999)	-23.243*** (1.289)	0.164 (0.111)	-1.364 (4.456)	-20.744*** (2.978)
男性	0.019 (0.075)	-4.621* (2.530)	-4.504*** (1.632)	0.377*** (0.140)	1.556 (5.777)	-2.774 (3.860)
学歴	0.336*** (0.044)	3.196 (2.100)	2.246* (1.348)	0.370*** (0.079)	-1.658 (3.433)	-0.030 (2.293)
定数項	-5.478*** (0.379)	88.082*** (29.117)	36.406** (18.523)	-4.094*** (0.692)	52.965* (28.830)	41.766** (19.257)
逆ミルズ比		-11.858* (6.245)	-2.084 (3.975)		4.835 (8.399)	-2.980 (5.610)
N	4,173	1,420	1,420	1,290	433	433
R <sup>2</sup>	0.118	0.044	0.241	0.090	0.076	0.146

備考：\*, \*\*, \*\*\*はそれぞれ10%, 5%, 1%で有意。

表 11 推定結果 (独身・既婚 世帯主年齢階層別：61 歳以上)

	既婚			独身		
	第 1 段階	第 2 段階		第 1 段階	第 2 段階	
	(1)	有価証券/金融資産 (2)	有価証券/総資産 (3)	(4)	有価証券/金融資産 (5)	有価証券/総資産 (6)
実質所得	0.581*** (0.030)	2.245 (4.175)	2.683 (2.476)	0.589*** (0.055)	2.288 (2.327)	0.620 (1.509)
負債所得比率	-0.222*** (0.013)	-1.299 (2.107)	-0.978 (1.250)	0.039 (0.059)	1.526 (1.770)	-0.356 (1.144)
資産所得比率	0.027*** (0.001)	0.118 (0.167)	0.082 (0.099)	0.037*** (0.004)	-0.002 (0.039)	-0.008 (0.026)
世帯規模	-0.169*** (0.014)	-1.567 (1.386)	-2.258*** (0.822)	-0.117*** (0.025)	-2.091** (0.945)	-0.993 (0.610)
年齢	0.010*** (0.003)	0.353*** (0.107)	0.199*** (0.064)	0.003 (0.005)	-0.317** (0.154)	-0.275*** (0.099)
住宅保有	0.503*** (0.061)	-2.129 (5.056)	-20.345*** (3.000)	0.402*** (0.118)	-4.757 (4.655)	-21.821*** (2.989)
男性	0.192*** (0.048)	-0.568 (2.178)	0.012 (1.292)	0.232*** (0.089)	-4.556 (3.058)	-4.023** (1.967)
学歴	0.250*** (0.034)	4.830** (2.160)	2.553** (1.282)	0.226*** (0.063)	-2.164 (2.191)	-2.064 (1.417)
定数項	-5.051*** (0.266)	-8.432 (46.051)	6.374 (27.313)	-4.726*** (0.499)	57.969** (26.001)	66.774*** (16.843)
逆ミルズ比		7.402 (11.224)	4.035 (6.658)		-3.903 (6.740)	-7.602* (4.349)
N	7,196	2,738	2,738	2,207	911	911
R <sup>2</sup>	0.102	0.014	0.111	0.085	0.022	0.088

備考：\*，\*\*，\*\*\*はそれぞれ 10%，5%，1%で有意。