

高齢化社会と住宅市場

退職貯蓄パズルをめぐって

瀬古美喜

はじめに

わが国においては、戦後のめざましい経済成長とそのもとでの住宅政策により住宅ストックは着実に増加してきた。日本の住宅建設の状況を見ると、量の時代を終えて質の時代を迎えたといわれて久しい。しかし、少子高齢化というわが国の近年の人口構造変化期に、住宅と家計のミスマッチ、すなわち居住ニーズのミスマッチが生じている。半数以上の高齢単身・夫婦の持ち家世帯が必要以上に大きな住宅に住み続ける一方で、4人以上家族の持ち家世帯で狭い住宅に居住している割合が3割近くある。さらに、「平成30年住宅・土地統計調査」によると、主世帯総数に占める持ち家の割合が61.2%であるのに対して、高齢者（65歳以上の世帯員）のいる世帯の持ち家率は82.1%と、20.9ポイント高くなっている。そのうえ、団塊の世代が定年を迎え、年金財政の逼迫も、深刻な状況にある。このように、近年の人口減少および高齢化の進展によって、住宅の質の向上や既存住宅ストックの有効活用が、きわめて重要な政策課題となっている。

このようなわが国の高齢化社会における住宅市場の現状を考える場合、高齢者の住宅資産をめぐる行動を分析することは、きわめて重要であると考えられる。そこで、本稿では、主に最近の退職貯蓄パズル(The Retirement-Savings Puzzle, 以下RSP)の分析において、住宅と遺贈がその重要な要因であるという点に焦点を当

てた海外の研究を概観・紹介し、あわせて、日本の関連する記述統計による事実を示し、それによって、わが国の今後の住宅政策、住宅研究への示唆を得ることを目的とする。

不確実性や遺産動機がない、標準的なライフサイクルモデルでは、家計は、勤労している時期に資産を蓄積し、退職後はその間の消費に充当するために、その資産を取り崩すということが予測されている。しかし実際には、高齢者は、標準的なライフサイクルモデルが予測するよりも遅いペースで、資産を取り崩しているという事実が、国際的にみてもかなり存在する。この現象を、通常は、退職貯蓄パズル(RSP)という。このような事象が観察される背後にある動機を分析することは、退職期の個人の経済的、金融的行動の重要な側面であると考えられるので、価値がある。特に、経済的な不確実性と人口の高齢化が進展している現代において、RSPの分析は、退職期に関して心構えができていない個人が、今後ますます厳しさを増す年金財政に、どのように直面していかざるを得ないかを理解するために、非常に意味がある。

以下では、退職者のポートフォリオにおいて、住宅が資産として、きわめて重要な役割を果たしているという点に焦点を当てて海外のRSPの文献をサーベイしたSuari-Andreu et al. (2019)の論文や、その他の関連論文、それと関連したオランダや日本の現状に関する事実を紹介する。

1 退職貯蓄パズル

退職貯蓄パズル (RSP) に関する文献は、一般的に、家計が、基本的なライフサイクルモデルが示唆しているような方法で退職期に自分たちの資産を取り崩さないということを示し、さらに、この現象の背後にある理由を見極めようと試みている。RSP に関する文献の多くは、このパズルを解く鍵として与えられている説明に従って、3つの流れに分類できる。

第1は、RSPの説明として、寿命の不確実性の役割を分析する流れである。寿命の不確実性がないライフサイクルモデルでは、家計は、死期を完全に予見できる。したがって、家計は自分たちの資産を、完全に正確に徐々に取り崩し、死ぬ直前に資産を完全に取り崩す。もし家計が予想されるよりも早く死ぬと、彼らの資産は完全には取り崩されず、非自発的遺贈が残る。一方、自分たちの正味財産よりも長生きするリスクは、生涯の不確実性がない場合よりも、自分たちの資産の取り崩しを遅くするような誘因を家計に与えている。

第2は、RSPの説明として、自発的な遺贈の役割を追究する流れである。基本的なライフサイクルモデルでは、家計はゼロ資産で死ぬことを目指す。遺産動機 (遺贈意思) の導入は、正の純資産を伴って死ぬことから効用を得ることを意味し、したがって、退職期の資産の軌跡を平坦にする。Kopczuk and Lupton (2007) は、3つの異なる遺産動機にしたがって、文献を分類している。家計は、単に自分たちの効用を高めるために遺産を残すという利己的動機、受贈者 (相続人) の効用に対する遺贈の効果が移転される額を決定する場合に役割を果たすという利他的動機、利他的ということ以外に、受贈者によって与えられるサービスの量に戦略的に依存するように、遺贈を高齢者が利用するという戦略的動機である。さらに、意図的な遺贈に加えて、遺産動機と類似した形で、高齢者の貯蓄行動に影響を与えると予想される贈与移転



せこ・みき

慶應義塾大学経済学部卒。MIT 経済学研究科博士課程単位取得退学。博士 (慶應義塾大学、経済学)。現在、武蔵野大学経済学部教授。慶應義塾大学名誉教授。著書:『日本の住宅市場と家計行動』(東京大学出版会)、*Housing Markets and Household Behavior in Japan* (Springer) など。

に焦点を当てた分析もある。例えば、行武ほか (2015) は、生前贈与と住宅購入額の戦略的な相互作用について、理論的な分析と、日本のデータを用いた実証分析を行なっている。

第3は、RSPの役割として、不確実な自己負担の医療費支出 (out of pocket medical expenditures, 以下、OPMEs)、すなわち「無保険の医療費」の役割を考える最近の研究の流れである。基本的なライフサイクルモデルは、貯蓄や消費の決定因として健康を含んでいない。健康状態の導入は、OPMEsに関する不確実性の役割を考慮することを認めることになる。もし個人が危険回避的で、健康リスクに対して保険に加入できないのであれば、予備的貯蓄をして、退職期の資産軌道を平坦にする貯蓄のパッファー・ストックを持ち続ける。

なお、これらの3つの流れは、必ずしも両立しないということではないことに注意すべきである。

2 住宅を伴う退職貯蓄のモデル

ここでは、なぜ住宅資産が人生の後期に取り崩されないのかという疑問に焦点をあてた最先端の分析を紹介する。具体的には、寿命の不確実性の故か、住宅資産が予想しない医療費や長期介護 (long-term care, LTC) に対する予備的貯蓄として使われるからか、あるいは、住宅が遺贈される資産と見なされるからか、である。

Yang (2009) は、住宅の購入や販売における取引費用の役割を強調したモデルを提示し、アメリカのデータを用いて、非住宅消費はライフサイクルを通じて丸いコブ型になる傾向があ

るが、住宅消費は増加してから退職局面で平坦になることを示している。それに対して、標準的なライフサイクルモデルは、住宅消費が、非住宅消費と同じパスを辿ると予想する。そこで、Yang (2009) は、データで観察された事実を説明するために、住宅の特徴を明示的に考慮したモデルを構築する。このモデルにおいて、持ち家住宅は2つの側面を持っている。すなわち、持ち家住宅は、直接効用を与え、かつ、担保として使うことも可能である。さらに、家計は、労働所得リスク、借入制約、不確実な寿命や、取引費用に直面していると想定している。住宅を売買する際の取引費用を導入することによって、人生の後期の、住宅消費の緩やかな減少を説明している。取引費用をゼロに設定することによって、人生の後期は、住宅がより早く減少し、そのプロファイルは、非住宅消費と類似してくることを示している。

RSPと退職期における住宅純資産の文献は、住宅を明示的に考慮した退職期の貯蓄モデルを導入した Nakajima and Telyukova (2013) で統合されている。彼らのモデルの貢献は、一生の不確実性、遺贈、不確実な医療支出を含む単身退職者の De Nardi et al. (2010) のモデルを夫婦のモデルに拡張し、高齢者のポートフォリオにおける他の資産とは別に「住宅資産」を分析した点にある。この分析の主要な結論は、持ち家所有は、RSPを説明するさまざまな要因、特に、遺贈意思と互いに影響しあっていることを示した点にある。

アメリカのデータを用いて、Nakajima and Telyukova (2013) は、持ち家所有者の退職後の資産の進展は、賃借人と比べて、非常に異なる様相を示しているということを見出している。すなわち、持ち家所有者は、退職期間中に自分たちの資産を取り崩さないのに対して、賃借人は取り崩しており、このことは、持ち家所有が、RSPを説明する要因と相互に絡み合っていることを示唆している。これらの問題を分析するために、Nakajima and Telyukova (2013) は、

退職貯蓄の構造ライフサイクルモデルを用いて分析している。さらに、もっと最近の貢献 (Nakajima and Telyukova 2017) で、彼らは、自分たちのモデルを、リバースモーゲージを導入することによって、この商品に対する潜在的な需要を判断するために拡張している。彼らの考えるメカニズムは、遺産動機、医療支出、持ち家所有からの追加的効用、担保制約、1996-2006の住宅価格ブームである。

要約すると、Nakajima and Telyukova (2013) は、退職期の住宅の低い取り崩し率を決めるもっとも適切な要因は、遺産動機と、持ち家所有の効用便益であることを、見つけた。一方、OPMEs は、人生後期の持ち家率を説明する主要な要因ではないと述べている。

Cocco and Lopes (2019) は、退職期の消費を賄う際の、住宅資産の役割を分析している。彼らのモデルでは、退職者は、(1)自分たちの住宅に留まること（その場で、高齢化すること、aging in place）から効用便益を得る、(2)毎期、住宅の維持に費用をかけるかどうか選択する。彼らは、これらの特徴が、高齢者の貯蓄行動を説明する際に重要であることを示している。

3 オランダと日本の実態

この節では、Suari-Andreu, Alessie and Angelini (2019) によるオランダと、隅田・瀬古・吉田 (2019) の日本の、それぞれ関連する記述統計を紹介する。

3.1 オランダ

オランダは、退職期に、純資産の中でも、とりわけ住宅の取り崩し率が低い。さらに、過去数十年の間に、家計が、退職期に入ってもそのまま高水準を保つと考えられる高い持ち家率の増加を経験した。医療支出のリスクは、LTCが公的に供給されるので、あまり重要な説明要因ではなく、取引費用や遺産動機のような別の説明要因のほうが当てはまると考えられる。

オランダの情報は、インターネットによる、

表1—オランダの住宅所有形態別の遺産動機の重要性 (2007-2016)

	年齢(歳)	持ち家世帯			借家世帯		
		平均	中位数	観測値数	平均	中位数	観測値数
遺産のための貯蓄の重要性(住宅あるいは他の資産)	60未満	2.84	2	5498	2.17	1	2211
	60-74	3.12	3	3519	2.06	1	1319
	75以上	3.51	4	1157	2.31	1	557
遺産のための貯蓄の重要性(貨幣)	60未満	2.95	2	5500	2.45	1	2210
	60-74	3.15	3	3525	2.31	1	1320
	75以上	3.76	4	1159	2.85	2	558
遺産を残すチャンス	60未満	79.03	99	5475	54.23	50	2202
	60-74	81.25	100	3526	38.8	20	1307
	75以上	82.86	100	1154	38.6	20	553

出所) Suari-Andreu et al. (2019) Table 3. 詳細は、Table 3を参照。

パネルサーベイのデータによっている。これは、1993年から2016年の期間中、毎年実施された約2000のオランダの家計のデータを収集したものである。分析では、直近の10波のデータを利用する。2007年から2016年に調査した中から3556家計のサンプルを用いる。

オランダの多くの高齢家計は転居しない。2007年から2016年の間に調査した3556の家計のうち、調査時に60歳以上だった家計は1383あり、このうちどこかの時点で転居した家計は297(21.48%)で、世帯主の平均年齢は67.40歳だった。また、この297家計のうち、調査期間中に転居した家計は100(1383の高齢家計の7.23%)であり、その多く(42%)は借家から借家への転居で、3分の1強(38%)が、明らかに小さな住宅への転居である。すなわち、借家から借家、あるいは、持ち家から小さな持ち家への転居であった(Suari-Andreu et al. 2019, Table 1 参照)。

表1は、オランダのサンプルで、持ち家所有がいかに遺産動機と結びついているかを、表明選好法を用いて測った結果を示している。家計は、住宅やそれ以外の非流動資産を残すための貯蓄の重要性と、貨幣の形で資産を残すための貯蓄の重要性に関して聞かれている。すべての場合に、持ち家所有者は、賃借人よりも、資産を残そうとする傾向が強い。これは、表1が示

すように、回答者の平均と中位数の分布の両方を考慮した場合に成り立つ。さらに、持ち家所有と、遺産動機の関係は、考慮する年齢カテゴリーが高齢になればなるほど、より明確になる。

表1に示したオランダの事実はもちろんのこと、Nakajima and Telyukova (2013) 等の分析結果は、持ち家所有と、遺産動機に関連性があることを示している。しかしながら、事実依存するだけでは、因果関係がどちらの方向か、正確には言えないことには、注意する必要がある。

3.2 日本

隅田・瀬古・吉田(2019)で分析に用いたデータは慶應義塾大学経済学部・商学部が収集している『日本家計パネル調査(JHPS)』である。観測期間として、第1波である2004年から、第14波である2017年1月実施分までのプールしたデータセットを利用して分析を行なった。

まず、日本の世帯の転居行動についてである。持ち家からの転居世帯数を見ると、全体で1.2%である。そのうち、持ち家への転居率が0.7%、借家への転居率が0.5%である。高齢層のほうが転居率は低い傾向がみられる。借家からの転居世帯数を見ると、借家の場合は、持ち家からの転居よりも多く、全体で見ると15%ほどである。そのうち、持ち家への転居は9.2%である。総じて、世帯主が高齢になるにつれて、

表2 一日本の住宅所有形態別の相続意思・遺産動機の記述統計量

A. 持ち家世帯

変数	転居先 定住 平均	持ち家 平均	小さな 持ち家 平均	大きな 持ち家 平均	借家 平均	小さな借家 平均	大きな借家 平均
住宅相続意思あり (=1)	0.45	0.50	0.36	0.59	0.56	0.56	0.55
金融資産遺産動機あり (最近) (=1)	0.77	0.79	0.80	0.80	0.73	0.75	0.70
住宅資産遺産動機あり (最近) (=1)	0.88	0.81	0.88	0.77	0.71	0.56	0.95
観測値数	9732	70	25	44	52	32	20

B. 借家世帯

変数	転居先 定住 平均	持ち家 平均	小さな 持ち家 平均	大きな 持ち家 平均	借家 平均	小さな借家 平均	大きな借家 平均
住宅相続意思あり (=1)	0.49	0.65	0.67	0.64	0.47	0.41	0.49
金融資産遺産動機あり (最近) (=1)	0.83	0.77	1.00	0.76	0.84	0.82	0.85
住宅資産遺産動機あり (最近) (=1)	0.40	0.64	0.33	0.64	0.39	0.53	0.34
観測値数	1012	110	3	106	70	17	53

出所) JHPS/KHPS 2004-2017より筆者ら作成。隅田・瀬古・吉田 (2019) 表4より抜粋。

転居する世帯数は減少している (隅田・瀬古・吉田 2019、表1、3参照)。

次に、日本における住宅居住形態別の相続意思、遺産動機の記述統計量を見る。親の住宅の相続可能性に関する変数としては、将来両親の住宅を相続する可能性があるかと答えた世帯を1とし、それ以外を0として、相続可能性を示すダミー変数を作成した。遺産動機に関する変数は、住宅資産もしくは金融資産を残したいと答えている世帯を1、それ以外を0として各資産の遺産動機を示すダミー変数を作成した。

表2は、このように作成された相続意思と遺産動機の平均値をまとめたものである。「住宅資産の遺産動機あり」は88%と、持ち家定住世帯の場合にもっとも高くなっている。借家定住世帯の場合には、「住宅資産の遺産動機あり」は40%にとどまっており、持ち家定住世帯の場合と大きな差がある。持ち家からの転居者を、借家からの転居者と比較しても、いずれの場合も、持ち家からの転居者のほうが、借家からの転居者よりも、住宅資産遺産動機ありの割合は高くなっている。

オランダと日本を比較しても、高齢者の転居率の低さも、持ち家所有者の住宅の遺産動機の高さも、ほぼ類似した傾向があると言えよう。

おわりに

RSPの背後の根底的な要因を完全に理解することが、年金組織改革の観点で、退職期の貯蓄が妥当であるかを判断するために重要である。これまでの海外の先行研究の概観より、持ち家所有と遺贈には関連性があることが明らかとなった。これは、遺贈可能な資産としての住宅が、RSPを説明する際に、重要な役割を果たしていることを示唆している。

オランダと日本のデータは、持ち家所有と資産を残す重要性の間に強い相関があることを示している。たとえ、事実依存するだけでは、因果関係がどちらの方向か、正確には言えないとしても、持ち家所有者が自分たちの住宅を遺産とする傾向があることは事実であると思われる。相関関係の解釈にかかわらず、遺贈に関する将来の研究は、住宅の重要性を考慮しなければならない。その際、分析から住宅を除くことは、住宅の純資産を主要な遺贈される要素だと考える人々の遺産動機を、著しく過小評価することになる。日本の場合は、持ち家所有と遺産動機の関連性は、大竹 (1996) が指摘しているように、わが国特有の相続税制の制度的な

問題（土地資産の評価制度の問題）が関係している側面が大きいと思われる。

政策分野に関しては、今日では、住宅資産を、退職期の一般的な消費や長期介護を賄うための資金源であるということに注意を払っている傾向があるように思われる。しかし、高齢期に、家計が住宅資産を取り崩しながらないということは、これがむしろ実りのない道筋であることを示唆すると言えよう。先行研究は、引き金となる事象（例えば、やもめ暮らし、離婚、介護施設への入所等）に退職家計が遭遇すると、このことが住宅資産を流動化するための需要のきっかけになることを指摘している。このような場合には、政府は、住宅純資産の取り崩しを可能にする施策をすべきである。これは、住宅取引を容易にすること（例えば、税制の引き下げ、あるいは、直接的に住宅の販売、あるいは購入を補助すること）によって、あるいは、リバースモーゲージのような金融的な商品の使用を促進することによって、なされるだろう。

現在のリバースモーゲージが一般的にあまり普及していないことに関しては、これらを市場化するための興味深い理論的な正当化の根拠として、一般的な消費や長期介護支出のために流動性を与えるということのほかに、遺贈のタイミングを最適化する方法とみなすこともできるということが考えられる。理論的には、リバースモーゲージは、親が住宅から転居しなければならないということなしに、いつでも好きな時に、住宅純資産を、相続人に（一括移転、もしくは、数回の贈与移転を通して）移転することを可能にするので、遺贈のタイミングの最適化の問題に関する潜在的な答えを提供することになる。この側面を考慮すれば、遺贈意思のある家計とない家計の両方のタイプにとって、住宅純資産の利用を最適化するのに役立つようなリバースモーゲージ市場の促進を、正当化することができるだろう。

以上、まず退職貯蓄パズルをめぐる、住宅と相続に焦点を当てた海外の最先端の研究をいく

つか紹介し、あわせて、それと関連するオランダと日本の実態を紹介した。

なぜ、退職貯蓄パズルが生じるのかという点に関して、住宅と相続が重要な要因であることは明らかであると思われる。それを裏付ける現象として、特に、高齢の持ち家所有者の転居率が低く、かつ、その住宅資産を遺贈する意思の割合が高いことも明らかである。今後は、今回紹介した海外の実態に基づいた最先端の研究を参考として、わが国の実態に基づいた同様の現象の国際水準の研究を行ない、それに基づいて、住宅政策に関する政策提言を行なうことが急務であると言えよう。特に、年金財政の破綻の可能性、世代間資産格差などがますます深刻な問題となっている現在の日本では、このような取り組みが必要であると考えられる。

参考文献

- Cocco, J. F. and P. Lopes (2019) "Aging in Place, Housing Maintenance, and Reverse Mortgages," *Review of Economic Studies*, dz047, <https://doi.org/10.1093/restud/rdz047>
- De Nardi, M., E. French, and J.B. Jones (2010) "Why Do the Elderly Save? The Role of Medical Expenses," *Journal of Political Economy*, Vol.118(1), pp.39-75.
- Kopczuk, W. and J.P. Lupton (2007) "To Leave or Not to Leave: The Distribution of Bequest Motives," *Review of Economic Studies*, Vol.74(1), pp.207-235.
- Nakajima, M. and I.A. Telyukova (2013) "Home Equity in Retirement," UCSD Working Paper.
- Nakajima, M. and I. A. Telyukova (2017) "Reverse Mortgage Loans: A Quantitative Analysis," *The Journal of Finance*, Vol.72, pp.911-950.
- Suari-Andreu, E., R. Alessie, and V. Angelini (2019) "The Retirement-Savings Puzzle Reviewed: The Role of Housing and Bequests," *Journal of Economic Surveys*, Vol.33(1), pp.195-225.
- Yang, F. (2009) "Consumption over the Life Cycle: How Different is Housing?" *Review of Economic Dynamics*, Vol.12(3), pp.423-443.
- 大竹文雄 (1996) 「第13章 家族の経済：III 遺産」『日本経済事典』日本経済新聞社、981-994頁。
- 隅田和人・瀬古美喜・吉田二郎 (2019) 「遺産動機と家計の転居・改修行動—パネルデータによる分析」『土地総合研究』2019年夏号、土地総合研究所、第27巻3号、57-64頁。
- 行武憲史・岩田真一郎・井出多加子 (2015) 「生前贈与と住宅取得間の戦略的相互作用」『季刊住宅土地経済』第98号、10-19頁。