

2000年6月29日

我が国家計の資産選択行動について —— 持家選好・年功序列賃金制度と株式保有 ——

古藤 久也 *

[要旨]

一般に、我が国家計の資産選択行動は「安全指向」であり、株式投資等のリスク資産投資に対しては消極的であると言われている。実際、主要5ヶ国の家計部門の金融資産構成を比較すると、我が国家計は、預金等の「安全資産」のウェイトが圧倒的に大きく、株式保有比率が低い。

こうした「リスク回避的」行動に対して、「日本人はそもそも安全指向が強い」といった『国民性』を指摘する見方がある。そこで、家計の資産構成の日米比較すると、実物資産を含むベースではリスク資産保有比率の格差は小さく、さらに、リスク資産のリスク・リターンとの関係を見ると、我が国家計は米国と比べてリスクに晒されているということも可能であり、一般的に言われているほど安全指向が強いかどうかは自明とは言えない。

本稿では、我が国家計の「預金選好の高さ・株式選好の低さ」を考える上で、全く別の切り口として、①「持家に対する強い選好」とこれに伴う予備的動機に基づく流動性預金保有、②「年功序列賃金制度」によってもたらされる賃金と生産性ギャップを背景とした若年層における「勤務する会社への見えざる投資（出資）」の存在、が株式保有比率の押下げに寄与している可能性を指摘する。これらの要因は、今後徐々に薄れていくとみられることから、この面でのリスク資産投資に対する制約は緩和していく可能性がある。

キーワード：平均分散アプローチ、相対的リスク回避度、持家選好、年功序列賃金制度

* 日本銀行金融市場局 金融市場課 E-mail: hisaya.kotou@boj.or.jp

目次

1. はじめに
2. 我が国家計の資産構成について
(保有資産に占めるリスク資産の割合)
3. 株式保有を抑制している制度的要因と今後の見通し
 - (1) 住宅ローン負債保有のリスクと流動性確保のニーズ
(持家取得のリスク)
(住宅ローン負債、住宅ローン保有世帯状況)
(住宅ローン負債の増加の背景)
(流動性確保のニーズの背景)
(今後の展望)
 - (2) 「年功序列賃金制度」と株式需要
(若年層の低い株式保有比率)
(年功序列賃金制度の株式保有抑制効果)
(今後の展望)
4. 最後に

【参考文献】

1. はじめに¹

我が国では、従来から、株式市場を中心とする資本市場の発展を阻害している要因として、(i)そもそも家計の資産選択行動が極めて保守的であること（安全指向の強さ）、(ii)株式市場を巡る様々なインフラが未整備なため個人の株式市場へのアクセスが困難なこと、等が指摘されてきた。

このうち、株式市場のインフラに関しては、中川・片桐（1999）が述べているように、①投資に必要な情報が質・量ともに不足していたこと、②株式売買委託手数料が高いこと、③預貯金に対する税制面でのメリットが大きいこと、等が具体的な背景として考えられるが、少なくとも、①、②については、99/10月以降の株式売買委託手数料自由化やインターネット等のデリバリー・チャンネルの拡充によって、改善が進みつつあることも事実である。

—— ここ最近1年間の主体別株式売買動向をみると（図表1）、外人に加え、投信の買い越し基調が目立っており、株式投信を通じた個人マネーが株式市場を支えている傾向がみられる。新年入り後については、主体別株式売買動向の個人も買い越しに転じている局面もみられるが、その大部分は「信用買い」であり、我が国においては、信用取引が一部の富裕層等に限定されていることをふまえると、一般的な個人投資家のマネーが株式市場に直接的な形で大量に流入していると判断するのは早計であると見る向きもある。

本稿では、家計の株式市場へのアクセスを阻害してきた要因のうち、前者、すなわち家計の資産選択行動における「安全指向」の強さについて再度考察することを目的とし、①「持家に対する強い選好」とこれに伴う予備的動機に基づく流動性預金保有、②「年功序列賃金制度」によってもたらされる賃金と生産性ギャップを背景とした若年層における「勤務する会社への見えざる投資（出資）」の存在が、我が国家計の株式保有比率を低下させている可能性を指摘する。

2. 我が国家計の資産構成について

¹ 本稿は、大蔵省『21世紀の資金の流れの構造変革に関する研究会第3研究分野（金融市場の将来像と機能強化）』への提出ペーパーである。なお、本稿作成にあたっては池尾和人慶大教授をはじめとする委員方や大蔵省スタッフ及び日本銀行スタッフから貴重なコメントを頂いた。もっとも、本稿の意見等は、全て筆者の個人的見解であり、あり得べく誤りは筆者に帰するものである。

一般に、我が国家計の資産選択行動は「安全指向」であり、こうしたことが我が国家計の低い株式保有比率の原因であると言われている。

実際に、主要先進5ヶ国の家計部門の金融資産構成をみると（図表2-1）、我が国は、預金等の「安全資産」のウェイトが圧倒的に大きく、株式を1株でも保有している世帯の割合についても低水準に止まっている（図表2-2）。こうしたことが、「我が国家計の資産選択行動は安全指向が強い＝リスク回避的である」という印象をもたらしているのかもしれない。こうした「安全指向」の背景については、日本人の「儒教精神」や「日本人はそもそも安全指向が強い」といった『国民性』を挙げる見方が頻繁に見受けられる。例えば、我が国家計の「預金偏重」について、村本（1998）は、「金融資産の保有には独特の国民性があり、…（中略）…元本保証の商品を支持してきた」ことが背景にあると述べ、大石（1986）は「日本人は、…（中略）…貯蓄の精神において非常に優れたものがあつた」とし、その思想のルーツは儒教にあるとした。

こうした見方の妥当性については、先見的には判断し難いものの、戦前の民間部門の資産構成において株式保有比率が約4割に達していたこと等を考えると（図表3）、その信憑性には疑念の余地があると思われる。さらに、我が国家計の保有資産のリスク・リターンの関係を米国と比較すると、こうした『国民性』のみをもって低い株式保有比率を説明するのはやや無理があると思われる。

（保有資産に占めるリスク資産の割合）

まず、家計の資産構成について、金融資産をベースに日米比較を行うと（図表4）、日本の特徴点として「高い預金保有比率」と「低い株式保有比率」が挙げられる。さらに、金融資産に実物資産（土地、住宅等）を加えて、我が国家計の資産構成をみると（図表5）、圧倒的に実物資産の占める割合が高いことが分かる。経済白書（1999）でも指摘されているように、「実物資産」をリスク資産（＝価格変動が生じる資産）と考え、リスク資産保有比率について日米比較すると（図表6）、金融資産のみを考えた場合と比べて、リスク資産の保有比率の日米格差はかなり縮小する。

さらに、リスク資産の価格面の特徴をみるために、日米の株価・住宅価格（土地・建物）の価格変動率の平均値および標準偏差を求めると（図表7）、株価・住宅価格ともに、日本の方が米国に比べて、株価変動率の平均値が低く標準偏差が大きい。より厳密に分析するために、株価と住宅価格間の相関（共分散）を考慮し、家計の保有するリスク資産の価格変動率の平均値・標準偏差につい

て日米比較を行ってみても、日本の方が平均値は低く、標準偏差は大きい。

こうした簡単な分析でも、我が国家計の保有するリスク資産の割合は米国と遜色ない水準であり、その保有リスク資産のリスク・リターンの関係については、むしろ日本の方がよりリスクが高いことが分かる²。

このように、家計の保有資産についてそのリスク状況をみると、我が国家計は、米国を上回るリスクに晒されており、一般的に言われているほど日本人は安全指向が強いかどうかは必ずしも自明ではない³。

以下では、全く別の切り口として、戦後の我が国家計の株式投資を消極化させている可能性があると思われる社会的・制度的要因について指摘する。具体的には、①持家に対する「過度な」選好、②年功序列賃金制度の存在、が株式保有比率の低さの背景にある⁴と考えられることを述べる⁵。そして最後に、本稿での分析を踏まえた上で、我が国家計の資産選択行動の将来について展望する。

—— ところで、リスク回避度を測るバロメーターとして、「アロー＝プラットの相対的リスク回避度」の計測結果を比較するアプローチがある。その際、「相対的リスク回避度」の計測は、Friend & Blume (1975)の計測式を用いる場合が一般的であり、リスク資産のリスク・リターンの関係と家計が保有する安全資産とリスク資産のウェイトとの関係から求めら

² 土地・不動産等の実物資産と株式等の金融資産を同列に考えて、平均・分散アプローチを適用することは、やや問題があるかもしれない。投資家が土地・不動産等の実物資産に対して投資する場合、投資的側面に加え、「必需品としての住宅サービスの需要」といった側面や実物資産購入に伴う「持家意識の獲得」といった側面もあり、株式等の金融資産と同列に扱うことにはやや問題があると思われるためである。したがって、その解釈にあたっては幅をもってみる必要がある。

³ ここでは、データの制約上、事後的なリスク・リターンの関係をもとに評価しているが、「リスクテイクに積極的であるか否か」は本来事前的な（期待）リスク・リターンの関係をもとに評価すべきであるため、「リスクに晒されているから、リスクテイクに積極的である」かどうかは必ずしも自明とは言えない点については留意する必要がある。

⁴ これ以外にも、中川・片桐（1999）で指摘されているように、我が国の税制面での諸政策が家計の安全資産に対する選好を高めた可能性も考えられる（例えば、マル優制度の創設等）。

⁵ ここで挙げた『持家選好の強さ』や『年功序列賃金制度』は、前者については、戦前においては我が国の借家比率が高かった一方、戦後は「借地借家法」の存在が『持家選好』を強めた可能性があり（後述）、後者についても野口（1995）が指摘しているように、高度経済成長期を通じて徐々に確立されてきたと考えられることから、ともに戦後特有の現象という性格が強いと考えられる。

れる。日本への適用例としては、村本（1998）、経済白書（1999）、中川・片桐（1999）等がある。例えば、中川・片桐（1999）の計測結果をみると（図表8）、日本の方が米国に比べて数倍程度大きい＝リスク回避度が大きい⁶、との結果が得られている⁷。

もともと、「相対的リスク回避度」の計測については、Friend & Blume（1975）の計測方法を用いて計測した場合、「相対的リスク回避度」をリスク・リターンとの関係とリスク資産保有比率から求めることから、「相対的リスク回避度が高いから、リスク資産保有比率が低い」という解釈には注意する必要があるという考え方もある。具体的には、「相対的リスク回避度」という原因を「リスク資産保有比率」という結果で計測することにより、理論的にはそうした因果性を見出すことは可能でも、「両者（相対的リスク回避度とリスク資産保有比率）の関係は実証分析的にはほぼ同値の関係であり、原因の説明にならない」（米澤・松浦・竹澤（1999））という指摘がある。

3. 株式保有を抑制している制度的要因と今後の見通し

（1）住宅ローン負債保有のリスクと流動性確保のニーズ

（持家取得のリスク）

⁶ 因みに、経済白書（1999）では、日米の相対的リスク回避度は殆ど変わらないと評価している（図表9）。中川・片桐（1999）が5年間のデータをもとに長期にわたって計測しているのに対し、経済白書（1999）は年次データをもとに87年以降の比較的短期間の計測に止まっており、本来あまり変わることのない『選好』を計測するうえでは、長期時系列を用いた中川・片桐（1999）の計測結果の方がより頑健であると評価できる。

⁷ 「相対的リスク回避度」の計測に関しては、村本（1998）でも指摘されているように、金融資産のみならず、実物資産および人的資産を考慮すべきであり、金融資産のみを用いた計測結果についてはある程度幅を持ってみる必要がある。しかしながら、実物資産についてはデータ制約から適切に計測することは困難であり、人的資産についてはその計測上の扱いが難しいことから、金融資産に基づく「相対的リスク回避度」を計測し解釈することが次善の策といえよう。仮に、実物資産を考慮した場合、既述したように、そのリスク資産保有比率は金融資産のみに比べて大幅に上昇することから、日米の相対的リスク回避度の格差はかなり縮小する可能性がある（ただし、リスク・リターンの関係は一定の場合）。

実物資産（＝持家）を購入するに際しては、住宅ローンを設定する場合が多いため、持家保有のリスクを考える場合、住宅価格の変動という「資産面」だけではなく、住宅ローンという「負債面」でのリスク等をも勘案する必要がある。そこで、資産面のリスク（＝住宅価格の変動リスク）以外に、「持家」取得に伴うリスクについて考えると、以下のような点が指摘可能である。

①物価変動

住宅ローンに限らず、負債を保有することは物価変動リスクに晒されることを意味する。特に現在のようなデフレ懸念の下では、住宅ローン負債の保有に伴う実質的な負担は増加していると考えられる⁸。

②所得の変動

住宅ローン保有は、通常、長期間に亘り定期的な返済が必要となる。したがって、失業等により所得の減少が生じる状況下では、住宅ローン保有は極めてリスクの高い選択であるといえる。

③金利リスク

住宅ローン金利が変動金利であれば、返済額が変動するというリスクがある。また、固定金利借入の場合でも、例えば景気循環のピークで取組まれたローンの場合には、景気後退局面で資産収益や所得の減少によって当初予想していた以上に、キャッシュフローのミスマッチが拡大する可能性もあり、リスクを免れるという訳ではない。

④転勤リスク

持家を購入するということは、生活環境（勤務先・子供の教育環境等）がある一定の地理的範囲に限定されることを通じたリスクも生じる。すなわち我が国の住宅流通市場や借家市場が未発達なため、持家の転売や他人への賃貸を行う必要が生じた場合に大きな流動性リスクを伴うことになる。

（住宅ローン負債、住宅ローン保有世帯状況）

我が国家計の場合、持家選好が強く、また、これをファイナンスするための住宅ローン負債が家計収入に比し多額に上っている点が特徴的である。

⁸ もっとも、家計が名目の世界で行動しているのか、それとも物価変動を除いた実質の世界で行動しているのかについては議論の余地がある。中川・片桐（1999）では、家計の金融資産選択において、物価変動というリスクは有意に効かないという結果を示しており、家計は名目の世界で行動している可能性も考えられる。

まず、勤労者世帯の年収・貯蓄・負債の推移をみると（図表 10）、負債の増加テンポが際立っており、その多くは「住宅・土地のための負債」である。さらに、「負債・年収割合（負債／年収）」は趨勢的に上昇しており（図表 11）、我が国家計の多くが年収の伸びを上回る住宅ローン負債を抱え込んでいることが分かる。さらに、住宅・土地の借入金がある世帯の割合は、70 年の 8.6%から 84 年には 31.6%まで上昇し、その後も 30%前後で高止まりしている（98 年:32.2%）。

（参考表）住宅・土地の借入金がある世帯の割合

期間	72-75 年	76-80 年	81-85 年	86-90 年	91-95 年	96-98 年
割合	19.5%	25.5%	29.4%	32.8%	30.5%	30.4%

（資料）総務庁「貯蓄動向調査」をもとに日本政策投資銀行が作成。

こうした統計データをみると、我が国家計は年収や貯蓄の伸び以上に住宅ローン負債を増加させ、年収や貯蓄面で多少無理があっても、住宅ローンを増加、すなわち持家を持つとする傾向があるといえる。

（住宅ローン負債の増加の背景）

それでは、なぜ我が国家計は住宅ローン負債を一貫して増加させているのだろうか。言い換えれば、我が国ではなぜ「持家（土地）選好」が強いのであろうか。その背景としては、以下のような点が指摘できる。

① 土地神話の存在

バブル崩壊までについては、住宅地地価は総じて上昇傾向にあり（図表 12）、これが家計の「持家取得」を促進させた可能性が考えられる。

② 相続上の利点

遺産相続の観点から見ると、持家は種々の税制面の特典から他の資産運用手段と比較して有利であったことから、家計の「持家選好」を高める効果を有していたと考えられる。

③ 借家・住宅流通市場の未発達

主要先進 5ヶ国の持家・借家の一戸当たり床面積をみると（図表 13）、我が国の借家の床面積の狭さが際立っている。そうした状況下では、家族数の増加等により「床面積の広い住宅」に対する需要が高まった場合には、半ば強制的に持家を購入する必要が生じる。

さらに、持家を購入する際、最も住宅需要が大きい時期（例えば、家族数がピークのとき）に合致させる必要が生じ、住宅需要がピークを迎える時期以外

は（例えば、結婚等による子息の独立時）、過剰な住宅サービス需要が生ずる（＝過大な住宅ローン負債を負う）ことを意味する。

④ 持家取得促進偏重の住宅政策

住宅対策の一環として、近年では住宅投資促進のための政策が頻繁に行なわれているが、そうした政策の多くは、「住宅金融公庫の基準金利引下げ」や「公庫融資枠の拡大」など、持家取得促進の政策である。

こうした①～④の要因が我が国家計の「持家選好」を高め、所得、貯蓄の伸びを上回るペースで住宅ローン負債を増加させたと考えられる。

（流動性確保ニーズの背景）

我が国家計の資産構成の特徴は、「実物資産の保有比率の高さ」・「預金の保有比率の高さ」・「株式の保有比率の低さ」である。こうした状況を解釈するにあたり、「流動性の確保」⁹という概念を用いて説明するのが有用と思われる¹⁰。

すなわち、資産の大半を占める預金と実物資産のうち、実物資産は分割処分が困難かつ流通市場が不備であることに伴い、極めて流動性が低い資産ということができ、ある程度の流動性確保という観点から、残りの資産としては流動性の高い預金を保有するのは理に適った行動といえるであろう。

とりわけ、年収や貯蓄を上回る過大な住宅ローン負債を保有しているときには、その返済資金の流動性としても預金が必要になってくるであろう。住宅ローンの返済が定期的な支出であることを考えると、ローン返済資金に価格変動があるリスク資産（株式等）を充当すると、返済過程において予期せぬ価格変動から返済資金の不足に陥る可能性があるからである。

逆に米国のように住宅流通市場や借家市場が発達した環境下では、「過大な住宅ローン」も「過度に流動性の低い実物資産」も生じにくいいため、流動性の高い預金を保有するインセンティブが小さく、株式投資に資産を振り向けることが可能になったとも考えられる。

⁹ ここでいう「流動性」とは、「直ちに換金可能である」ということに加え、「価値の変動がゼロないし小さい」という「安全性」をも意味する。したがって、比較的換金が容易だが、価値の変動が大きい株式等は、現金や流動性預金に比べ流動性が低いことになる。

¹⁰ 既存の研究において実物資産を明示的に考慮し、個人の資産選択行動を分析したものは意外に少ない。実物資産に関するデータ制約や理論的な扱いの困難さ等が影響しているものと考えられる。

これまでの議論を整理すると、我が国では、土地神話、相続上のメリット、借家・住宅流通市場の未発達、持家取得偏重の住宅政策を背景に、家計が持家を取得し住宅ローン負債を負うインセンティブが高く、それに応ずる形で「流動性」を確保するため株式等のリスク資産よりも流動性の高い預金の割合が高くなったと解釈できよう。

(今後の展望)

既述の「持家」取得のリスクと合わせて、将来における持家選好と株式需要の関係について展望を試みると、

- ① 90年以降の持続的かつ大幅な地価下落による「土地神話」の崩壊（資産価格の変動リスク）、
- ② デフレ経済下での住宅ローン負債の実質負担増加に対する懸念（負債保有リスク）、
- ③ 借地借家法制の見直し（定期借家法の改正等）による借家市場の発達、
- ④ 少子化の進展による「広い住宅」に対する需要の低下、

等から、「持家選好」は今後徐々に弱まる可能性が高い。つまり、家計が過大な住宅ローン負債を保有しない、ないしは住宅ローン自体を保有しない場合が増えてくると思われ、この結果、家計が株式等のリスク資産への選好を高める可能性が十分考えられる。

(2) 「年功序列賃金制度」と株式需要

(若年層の低い株式保有比率)

株式保有比率について年齢別に日米比較すると(図表14)、全般的に我が国国家計の株式保有比率が低いなかであって、若年層の低さが際立っている。しかし、一般に、株式や投信への投資は、長期的な資産運用においてよりメリットを享受できる手段と考えられており、他の条件(資産水準等)が一定であれば、本来、若年層ほど株式や投信への投資に対する選好が強いと考えられる。我が国の若年層の株式保有比率を抑制しているのは何であろうか。

(年功序列賃金制度の株式保有抑制効果)

最近の研究のなかで、我が国国家計の株式保有比率が低い原因について、日本の経営の特徴である「年功序列賃金制度」に求める見方がある(米澤・松浦・竹澤(1999))。

「年功序列賃金制度」は、若年期に生産性を下回る賃金(厳密には、限界生

産力を下回る実質賃金)を受け取り、中高年期に生産性を上回る賃金を受け取る仕組みととらえることができる。これは、若年期に「生産性－賃金」の分だけ、勤務する会社へ投資(＝勤務する会社株式の保有)¹¹することと同じであるが、中高年期に享受できる「賃金－生産性」(若年期における投資のキャピタル・ゲイン)が不確実であることから¹²、こういった若年期の投資は「リスク資産」的性格を有すると解釈できる。つまり、「勤務する会社への投資」という「リスク資産」を保有する若年期には(その保有分だけ)株式保有が抑制され、株式保有に対する選好が強い若年期に株式保有が抑制されることになる¹³。このことが若年層、ひいては家計全体の株式保有の抑制要因となった可能性がある。

(今後の展望)

最近になって、バブル経済以降の期待成長の下方シフト等を背景に、日本型経営の弊害が指摘されており、今後、年功序列賃金制度が崩壊ないし縮小するという見方が高まっているが、他の条件を一定としてみた場合、若年世代にとっては「見えざる投資」をせずに済むため、その分株式保有比率を引き上げることができると考えられる。

そうしたなかで、企業は「見えざる投資(という潜在的なエクイティ・ファイナンス)」分を補填するため、株式発行(外部調達)を余儀なくされる可能性があり、それは勤務する会社の若年従業員による「見えざる投資」が会社内外の若年層による「見える投資」という形態に置き換えられるプロセスと言うこともできる¹⁴。

¹¹ この場合の投資とは、実際には、株式自体を保有しない「見えざる投資(潜在的な株主)」である。つまり、企業は、勤務する会社の若年従業員から「見えざる投資」を募る分だけ、外部資金調達を抑制することができる。

¹² 勤務する会社の倒産やリストラ等による失職に加え、昨今見受けられる企業内の「ポスト不足」もこうした類の一つとして挙げられよう。

¹³ もっとも、年齢が上昇するほど資産総額も増加するため、中高年層に比べて若年層の株式保有比率が低くなるのは当然だが、米澤・松浦・竹澤(1999)では、そうした資産水準の差異を考慮しても、若年層の株式保有比率が低いという結果を得ている。具体的には、勤労世帯と「年功序列賃金制度」の存在しない自営業世帯のデータを比較することによって、「年功序列賃金制度」の存在が若年層の株式保有を抑制していることを統計的に検証している。

¹⁴ 換言すれば、これまで「見えざる投資」＝「潜在的なエクイティ・ファイナンス」であったのが、「見える投資」＝「通常のエクイティ・ファイナンス」として顕在化する結果、その分個人の株式保有比率が上昇する形となる。

このように、年功序列賃金制度の崩壊ないし縮小は、長期的には我が国家計の株式保有比率の押し上げ要因として働く可能性があると思われる¹⁵。

4. 最後に

本稿では、我が国家計の低い株式保有比率について、日本人の「儒教精神」や「日本人は安全指向が強い」といった、『国民性』のみに求めるのではなく、社会的・制度的構造にその要因を求めるアプローチを採用した。そして、そうした要因に関する先行きの展望の整理を通じ、今後、我が国家計の株式保有比率が上昇する可能性があるとの見通しを述べた。

もっとも、本稿で指摘した要因（持家選好の強さ・年功序列賃金制度）以外にも、我が国の株価収益率（P E R）の高さといった価格形成面（投資収益面）での問題等も我が国家計の低い株式保有比率に影響した可能性も十分考えられるが、こうした要因がどの程度、寄与したのか等について定量的に示すまでは至っておらず、これらの点については今後の研究に委ねることにしたい。

以 上

【参考文献】

- ・中川・片桐（1999）「日本の家計の金融資産選択行動」（日銀調査月報 11 月号）
- ・村本 孜（1998）『日本人の金融資産選択』（東洋経済新報社）
- ・松浦 克己（1999）「家計の株式投資行動の変化」（証券アナリストジャーナル 99/9 月）
- ・新美 一正（1995）「家計の金融資産選択行動の変化と企業金融に与える影響」（Japan

¹⁵ もっとも、短期的には、年功序列賃金制度の崩壊・縮小により所得低下の懸念を抱く一部の層が、よりリスク回避的な行動（＝リスク資産へ投資しない）をとることも考えられるため、マクロ的にみた株式保有比率が低下する可能性もある。

Research Review 1995.3)

- ・米澤・松浦・竹澤 (1999) 「年功序列賃金制度と株式需要」 (現代ファイナンス vol. 6)
- ・石川 経夫 (1994) 『日本の所得と富の分配』 (東京大学出版会)
- ・野口 悠紀雄 (1995) 『1940 年体制 ; さらば戦時経済』 (東洋経済新報社)
- ・酒井 泰弘 (1982) 『不確実性の経済学』 (有斐閣)
- ・奥野正寛、鈴木興太郎 (1985) 『ミクロ経済学 I』 (岩波書店)
- ・齋藤 俊一 (1999) 「預貯金偏重は非合理的ではない」 (週刊東洋経済 99/7/3 号)
- ・大石 泰彦 (1986) 「勤儉貯蓄の精神構造」 (生活経済学会会報 第 1 卷)
- ・日本政策投資銀行 (1999) 「消費の不安定化とバブル崩壊後の消費環境」 (調査 99/10)
- ・経済企画庁 (1999) 『平成 11 年度・年次経済報告』 (大蔵省印刷局)
- ・日本銀行 (1998) 「最近の住宅投資動向について」 (日銀調査月報 10 月号)
- ・Friend & Blume (1975) “The Demand for Risky Assets” (American Economic Review Vol. 65 No. 5 , 1975)
- ・Brealey, Richard. A & Myers, Stewart. C (1996) “*Principles of Corporate Finance 5th ed.*” (The McGraw-Hill Companies . Inc)