

家計の資産選択と金融所得課税

山田 直夫*

要 約

わが国では金融所得課税に関する議論が盛んに行われているが、その多くは家計の金融資産選択に注目したものである。家計にとっては金融資産だけでなく実物資産も重要な資産項目である。そこで金融所得課税について議論するには、まずは資産選択における金融資産と実物資産の関係を把握することが重要だと思われる。本稿ではこうした問題意識の下、近年の税制改正や家計の資産選択の動向を探り、それを踏まえて金融所得課税の改革について検討した。

本稿では、まず近年の金融所得課税改革の内容を概観し、その特徴として、金融資産に対する税制と実物資産に対する税制が一体的ではなく別々に改革されていることを指摘した。次に各種統計に基づき、わが国家計の資産選択の実態については、資産が現金・預金に集中し、株式の保有が少ないことを確認した。続いて家計の資産選択行動に関して先行研究をサーベイしたうえで、簡単な実証分析を行った。実証分析からは、資産の収益率のうち株式収益率が株式と土地の保有に影響を与えている可能性があるという結果を得た。以上を踏まえて金融所得課税の改革について考えると、株式に対する税制は株式収益率に影響を与え、実物資産を含めた家計の資産選択を歪めているとみられる。したがって効率性の観点からは、金融資産だけでなく実物資産の保有に与える影響も十分に考慮して、株式に対する税制の改革を進めていく必要があるだろう。

キーワード：資産選択、資産課税

JEL Classification：H24, H31

I. はじめに

わが国では2000年代に入り金融所得課税の問題が顕在化してきた。わが国では金融商品毎に税制が構築されてきたため、金融商品によって異なる課税方式や税率が適用され、損益通算の範囲も限られていた。その結果、同じ額の金

融所得を得ても金融商品によって税負担に大きな違いが生じることや、税制が複雑で個人にとってわかりにくいことが問題となったのである。そこで、実際に改革が進められ、金融所得課税に関する議論も盛んに行われている。しか

* 日本証券経済研究所主任研究員

しその議論の多くは家計の金融資産選択に注目したものである。家計にとっては金融資産だけでなく実物資産も重要な資産項目である。そこで金融所得課税について議論するには、まずは資産選択における金融資産と実物資産の関係を把握することが重要だと思われる。本稿ではこうした問題意識の下、近年の税制改正や家計の資産選択の動向を探り、それを踏まえて金融所得課税の改革について検討する。

本稿の構成は以下のとおりである。Ⅱ節では、

近年のわが国の金融所得課税改革の内容を概観し、その特徴を明らかにする。Ⅲ節ではわが国家計の資産選択の実態を各種統計に基づいて把握する。Ⅳ節では、実物資産も考慮した家計の資産選択という観点から、主な実証研究をサーベイし、わが国における研究動向を把握する。Ⅴ節ではわが国家計の資産選択に関する簡単な実証分析を行う。最後のⅥ節ではそれまでの議論をまとめ、わが国の金融所得課税改革について検討する。

Ⅱ. わが国の金融所得課税改革

本節では「貯蓄から投資へ」という政策的要請が出てきた2001年以降に注目し、財務省の資料などにに基づき、わが国の金融所得課税改革を概観する(表1)。そして、同時期の住宅・土地に対する税制改革と合わせて、その特徴について検討する。

Ⅱ－1. 「骨太の方針」

2001年6月26日に閣議決定された、いわゆる「骨太の方針」(「今後の経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針」)は、「証券市場の構造改革」として「貯蓄優遇から投資優遇への金融のあり方の切り替えなどを踏まえ、税制を含めた関連する諸制度における対応について検討を行う。」という方針を示した。これを踏まえて2001年11月の臨時国会において、金融所得課税の改正が行われた。

主な改正点は以下の3点である。1点目は、株式等の譲渡益について2003年1月1日から源泉分離課税を廃止し、申告分離課税に一本化することである。この申告分離課税への一本化

に合わせて、上場株式等を譲渡した場合の税率が26%(所得税20%,住民税6%)から20%(所得税15%,住民税5%)へ引き下げられることとなった。また、上場株式等の譲渡により生じた損失について、繰越控除制度が導入されることとなった。2点目は、長期(1年超)保有上場株式等に対する特例である。具体的には2003年から2005年までの間に譲渡した場合の税率を10%(所得税7%,住民税3%)とすることと、100万円特別控除制度¹⁾の適用期限を2005年末まで延長することである。ただし、これらの措置は平成15年度税制改正により廃止されている。3点目は、2001年11月30日から2002年12月31日までの間に購入した上場株式等を、2005年から2007年までの間に譲渡した場合、その購入額1000万円までの部分に対応する譲渡益を非課税とする制度の創設である。

Ⅱ－2. 平成14年度税制改正

平成14年度税制改正では、特定口座といわ

1) 100万円特別控除制度とは、長期保有株式の譲渡益について、申告分離課税を選択した場合には、100万円まで所得税を課税しないという制度である。この制度が適用される期間は当初2001年10月1日から2003年3月31日までの間となっていた。

表1 金融所得に対する税制改正の概要

平成13年（2001年） 11月の改正	○株式譲渡益課税について ・申告分離課税へ一本化 ・長期保有上場株式に対する特例 ・元本1000万円までの非課税措置
平成14年度税制改正	○特定口座内の上場株式等の譲渡に係る所得計算及び申告不要の特例の創設 ○障害者等に対する少額貯蓄非課税制度への改組
平成15年度税制改正	○上場株式等の配当、公募株式投資信託の収益分配金、上場株式等の譲渡益について、申告不要制度を導入 ○上記について、今後5年間10%の優遇税率を適用 ○公募株式投資信託の償還（解約）損と株式等譲渡益との通算を可能とする
平成16年度税制改正	○公募株式投資信託の譲渡益課税について ・10%の優遇税率を適用 ・譲渡損失の繰越控除制度（3年）の対象に追加 ○非上場株式の譲渡益に対する税率の引き下げ
平成19年度税制改正	○上場株式等の配当・譲渡益に係る軽減税率の適用期限を1年延長
平成20年度税制改正	○上場株式等の譲渡益・配当に係る10%の軽減税率を2008年末で廃止（ただし、2009年及び2010年の2年間、500万円以下の譲渡益及び100万円以下の配当について10%の税率を適用） ○2009年より、上場株式等の譲渡損失と配当との間の損益通算の仕組みを導入
平成21年度税制改正	○上場株式等の配当及び譲渡益について、軽減税率を3年間延長 ○少額投資のための簡素な優遇措置を平成22年度税制改正において創設（本則税率が実現する際に導入）
平成22年度税制改正	○NISAの創設
平成23年度税制改正	○上場株式等の配当及び譲渡益について、軽減税率を2年間延長
平成25年度税制改正	○NISAの創設 ○金融所得課税の一体化の拡充（公社債等の利子及び譲渡損益並びに上場株式等に係る所得等の損益通算を可能とする）
平成26年度税制改正	○NISAの利便性向上のための見直し
平成27年度税制改正	○NISAの年間投資上限額の引き上げ ○ジュニアNISAの創設

（注） 軽減税率廃止後の優遇措置については表記をNISAに統一している。

（出所） 財務省資料より作成

ゆるマル優に関する改正が実施された。前者については、2003年1月1日より特定口座内の上場株式等の譲渡に対する所得計算及び申告不要の特例が創設されることとなった。これにより上場株式等の譲渡による所得については、申告分離と源泉徴収のみ（申告不要制度）を選択できるようになった。また後者については、老人等の少額貯蓄非課税制度が2005年12月31日までに段階的に廃止され、2006年1月1日

から障害者等に対する少額貯蓄非課税制度に改組されることとなった。

Ⅱ－3. 平成15年度税制改正

平成15年度税制改正では、主に上場株式等の配当、公募株式投資信託の収益分配金、上場株式等の譲渡益に関する改正が行われた。金融・証券税制が軽減・簡素化され、「預貯金並みの手軽さで株式投資ができる税制」といわれている。

配当課税は、これまでは20%の源泉徴収の上で総合課税、35%の源泉分離選択課税、20%の源泉徴収のみの申告不要制度の3種類があり、1銘柄ごとに1回に受け取る金額に応じて課税方法が決められていた。平成15年度税制改正では、2003年4月1日以後に支払を受ける上場株式等の配当等について、源泉徴収税率が20%（所得税15%、住民税5%）になった。また2003年4月1日以後5年間に支払を受ける上場株式等の配当等に係る源泉徴収税率については、10%（2003年4月1日から同年12月31日までは所得税10%、住民税は非課税、それ以降は所得税7%、住民税3%）の優遇税率が適用されることとなった。さらに、これまでは1銘柄あたり1回5万円以下だった申告不要の上限が撤廃され、35%の源泉分離選択課税も廃止された。したがって、上場株式等の配当等に関しては源泉徴収の上で総合課税と源泉徴収のみ（申告不要制度）を選択することになった。

公募株式投資信託の収益分配金は、これまで20%（所得税15%、住民税5%）の源泉分離課税であったが、2004年1月1日以後は上場株式等の配当と同様に20%（所得税15%、住民税5%）の源泉徴収と総合課税を選択することになった。ただし、2008年3月31日までは10%（所得税7%、住民税3%）の優遇税率が適用されることとなった。また、償還・中途解約による損失について、株式等の譲渡所得との通算ができるようになった。

上場株式等の譲渡益に関しても、2003年1月1日以後5年間は10%の優遇税率が適用されることとなった。また前述したように、長期保有上場株式等に対する特例は廃止された。

Ⅱ－4. 平成16年度税制改正

平成16年度税制改正では、主に公募株式投資信託と非上場株式の譲渡益に関して改正が行われた。

公募株式投資信託に関しては、2003年12月31日までは譲渡益は非課税で譲渡損はないものとみなされていた。そして2004年1月1日以

後、非上場株式と同様に26%（所得税20%、住民税6%）の申告分離課税が適用されることになっていた。しかし、平成16年度税制改正により公募株式投資信託の譲渡益に対して20%（所得税15%、住民税5%）の税率が課されることになり、さらに2007年12月31日までは、10%（所得税7%、住民税3%）の優遇税制が適用されることとなった。また上場株式等に係る譲渡損失の繰越控除の対象とすることになり、3年間の繰越控除ができるようになった。さらに2004年4月1日以後、特定口座における管理が可能になった。結局、公募株式投資信託の譲渡益に関する税制は、非課税であったものが、申告分離課税と源泉徴収のみの申告不要制度のどちらかを選択する税制になった。

非上場株式の譲渡益に対する税率は、それまでは26%（所得税20%、住民税6%）であったが、2004年1月1日以降20%（所得税15%、住民税5%）に引き下げられることとなった。したがって、将来的には上場株式と非上場株式の税率が揃うこととなった。ただし、上場株式や公募株式投資信託に認められている3年間の譲渡損失の繰越しはない。また、特定口座での管理も認められていない。

Ⅱ－5. 軽減税率の適用期限の延長

平成19年度税制改正では、上場株式等の配当・譲渡益に係る軽減税率の特例の適用期限が1年延長された。したがって上場株式等の配当等が2009年3月31日まで、上場株式等の譲渡益が2008年12月31日まで、10%の税率が適用されることとなった。

また、平成20年度税制改正では、金融所得課税に関して次の2点のように改正をすることとしている。1点目は、金融所得の一体化に向け、上場株式等の譲渡益・配当に係る10%（所得税7%、住民税3%）の軽減税率を2008年末で廃止することである。ただしその際、円滑に新制度へ移行する観点から、特例措置として、2009年及び2010年の2年間、500万円以下の譲渡益及び100万円以下の配当について10%

（所得税 7%，住民税 3%）の税率を適用することとなった。したがって税率が 20%（所得税 15%，住民税 5%）に揃うのは 2011 年以降ということになる。2 点目は、個人投資家の株式投資リスクを軽減するため、2009 年より上場株式等の譲渡損失と配当との間の損益通算の仕組みを導入することである。より具体的には、2009 年から上場株式等の譲渡損失を上場株式等の配当所得（申告分離課税を選択したものに限り）から控除できるようになる。さらに 2010 年からは、源泉徴収口座内において上場株式等の配当等と上場株式等の譲渡損失の損益通算も可能になる。

ただし、平成 21 年度税制改正により、上場株式等の配当及び譲渡益について、軽減税率の適用期間が 3 年間延長されることになった。したがって、平成 20 年度税制改正の円滑な移行という観点からの特例措置は実現しなかった。さらに平成 23 年度税制改正では、上場株式等の配当・譲渡所得等に係る軽減税率が 2 年延長され、2013 年 12 月 31 日までとなった。以上のように、軽減税率は数回にわたって適用期間が延長され、最終的に 2014 年から本則税率に戻るることとなった。

II－6. NISA の導入など

平成 21 年度税制改正では軽減税率の適用期間が 3 年間延長されたが、それと同時に、少額投資のための簡素な優遇措置を翌年度の税制改正において創設し、軽減税率が廃止され本則税

率を実現する際に導入されることとなった。平成 22 年度税制改正では 2012 年から導入されることになっていたが、軽減税率の適用期間が延長されたため、平成 25 年度税制改正により 2014 年から導入されている。この優遇措置は少額投資非課税制度（正式には、非課税口座内の少額上場株式等に係る配当所得及び譲渡所得等の非課税措置）と呼ばれ、一般には NISA という愛称で呼ばれている。NISA は、1999 年にイギリスで導入された株式と預金に対する優遇税制である個人貯蓄口座（Individual Savings Account: ISA）をモデルとしており、当初は日本版 ISA などと呼ばれていた。NISA の概要は表 2 に示したとおりである。

NISA はその後の税制改正で利便性向上のための見直しが図られている。また平成 27 年度税制改正によって、2016 年よりジュニア NISA（未成年者口座内の少額上場株式等に係る配当所得及び譲渡所得等の非課税措置）が創設されている。表 3 はジュニア NISA の概要を示している。

なお、平成 25 年度税制改正によって、金融所得課税の一体化を拡充するという観点から、2016 年より公社債等の利子及び譲渡損益並びに上場株式等に係る所得等の損益通算が可能になっている。

II－7. 特徴

わが国の金融所得課税改革の内容を概観してきたが、ここからその特徴を以下の 4 点にまと

表 2 NISA の概要

非課税対象	NISA 口座内の少額上場株式等の配当等、譲渡益
開設者（対象者）	口座開設の年の 1 月 1 日において 20 歳以上の居住者等
年間投資上限	100 万円（2016 年から 120 万円）
非課税投資額	最大 500 万円（2016 年から 600 万円）
口座開設期間	2014 年から 2023 年までの 10 年間
非課税期間	最長 5 年間

（出所） 日本証券経済研究所（2016），289 ページ

表3 ジュニア NISA の概要

非課税対象	ジュニア NISA 口座内の少額上場株式等の配当等、譲渡益
開設者（対象者）	口座開設の年の1月1日において20歳未満またはその年に出生した居住者等
年間投資上限	80万円
非課税投資額	最大400万円
口座開設期間	2016年から2023年までの8年間
非課税期間	最長5年間
運用管理	親権者等の代理又は同意の下で投資、18歳になるまで原則として払出し不可

（出所） 日本証券経済研究所（2016），289 ページ

めることができる。1点目は金融所得に対する税率が均一化されてきていることである。10%の軽減税率が適用される時期が続いたが、現在では廃止されている。そして全てではないが、多くの金融所得の適用税率が20%に均一化されてきている。2点目は金融所得に関して損益通算の範囲が拡大していることである。平成15年度税制改正において公募株式投資信託の償還（解約）損と株式等譲渡益との通算が可能となった。平成16年度税制改正では公募株式投資信託の譲渡損失が繰越控除制度（3年）の対象に追加された。平成20年度税制改正では上場株式等の譲渡損失と配当との間の損益通算の仕組みが導入されている。そして、平成25年度税制改正によって公社債等にまで損益通算

の範囲が拡大されている。1点目と2点目をまとめると、金融所得課税の一体化に向けた改革が進んでいるといえることができる。3点目は金融所得に対する優遇措置が存在していることである。上場株式等に優遇税率が適用され、それが廃止されると同時に非課税措置であるNISAが導入されている。また、土地・住宅などの実物資産に対しては、数回にわたって住宅ローン減税や住宅取得等資金に係る贈与税の非課税措置の延長・拡充などの住宅取得促進策が、金融所得課税改革とは別個に実施されている。したがって、金融資産に対する税制と実物資産に対する税制が切り離されて別々に改革されていることが4点目として挙げることができる。

Ⅲ．わが国家計の資産選択の実態

本節では、わが国家計の資産選択の実態を各種統計に基づいて把握する。わが国の家計の金融資産については、多くを現金や預金で保有し、株式や投資信託の保有割合が低いことがよく指摘されているが、まず最新の統計に基づいてそのことを改めて確認したい。図1は家計の金融資産の構成を日本、アメリカ、ユーロエリアについて比較した、日本銀行の資料である。これ

によると、やはりわが国の家計は現金・預金の保有割合が高いことがわかる。アメリカは13.7%、ユーロエリアは34.4%であるのに対して、わが国は52.7%となっており、金融資産の5割以上を現金・預金で保有している。続いて、株式・出資金についてみると、アメリカは33.8%、ユーロエリアは17.3%であるのに対して、わが国は9.7%で保有割合が低い。この傾

向は投資信託（アメリカは12.9%，ユーロエリアは8.5%，日本は5.4%）と債券（アメリカは5.0%，ユーロエリアは4.0%，日本は1.5%）についてもみられる。なお，保険・年金準備金については，ユーロエリアが33.2%と最も高く，次いでアメリカが31.8%，日本が26.4%となっている。

図2は総務省統計局の「家計調査」を基に，通貨性預貯金，定期性預貯金，株式・株式投資信託の3つについて，世帯主の年齢階級別の保有状況を示したものである。29歳以下と30代の世帯は通貨性預貯金の額が最も大きくなっているのに対し，その他の世帯は定期性預貯金が最も大きくなっている。また，株式・株式投資信託の現在高はどの世帯でも最も低い額になっている。ここからも家計の金融資産が預貯金に集中し，株式等の保有が少ないことが伺える。

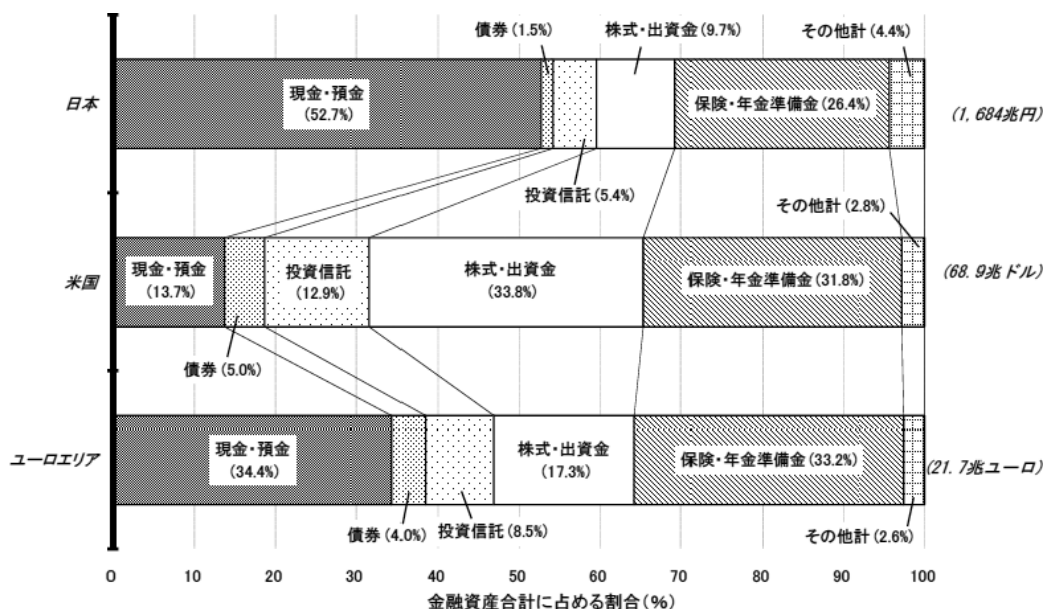
また，図2からどの資産も高齢世帯の保有額が大きいことがわかる。つまり，資産が高齢者に集中しているのである。株式・株式投資信託

の現在高は，70歳以上の世帯は29歳以下の世帯の約20倍である。通貨性預貯金が約4倍，定期性預貯金が約14倍であることから，高齢者への集中は株式・株式投資信託について特に顕著にみられるといえることができるだろう。

図3は総務省統計局の「家計調査」を用いて年間収入五分位階級別に金融資産の保有状況を示したものである。どの階級も定期性預貯金，通貨性預貯金，株式・株式投資信託の順で現在高が少なくなっている。ここからも家計の金融資産が預貯金に集中していることが伺える。また，どの金融資産も現在高が最も高いのが第Ⅴ階級であり，資産が高所得者に集中していることも伺える。

本稿では金融資産だけでなく実物資産にも注目するため，実物資産も含めた統計に基づいて家計の資産選択の実態についてみていく。図4は各暦年末に家計が保有している資産残高の変遷を示したもので，内閣府「2014年度国民経済計算（2005年基準・93SNA）」から作成した。

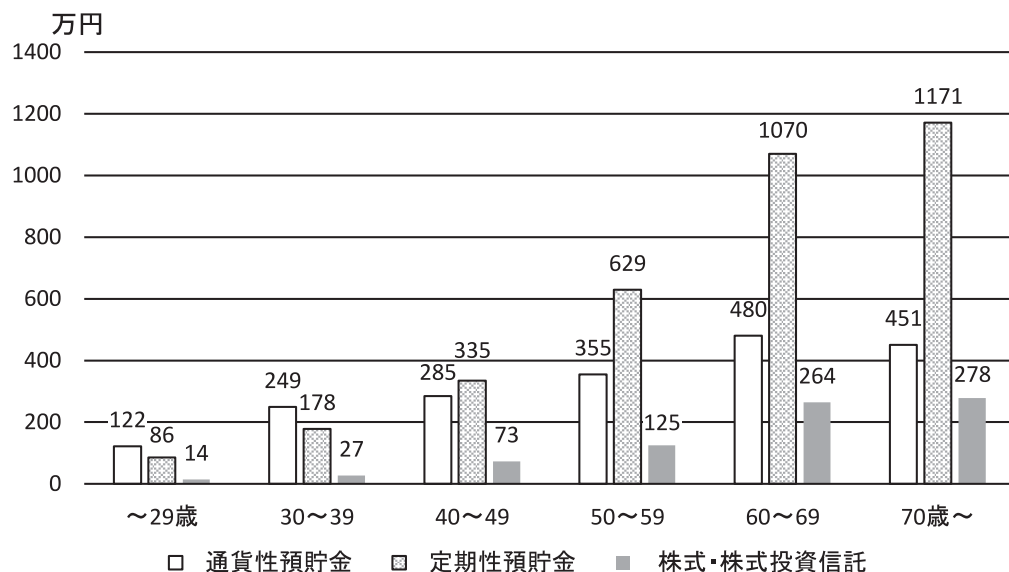
図1 家計の金融資産構成の日米欧比較



（注）日本と米国は2015年9月末，ユーロエリアは2015年6月末現在

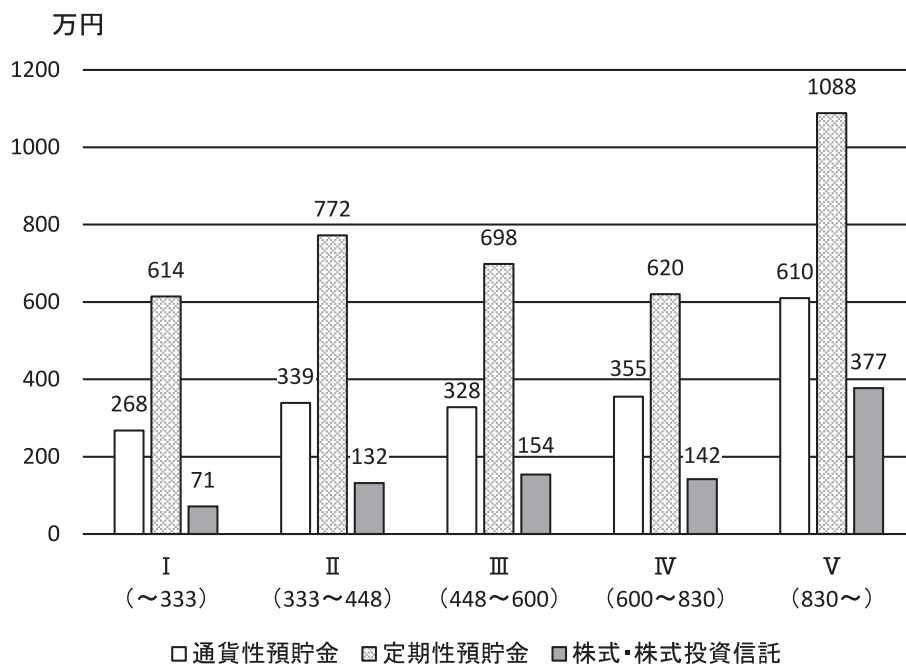
（出所）日本銀行調査統計局「資金循環の日米欧比較」（掲載日2015年12月22日）より作成

図2 金融資産の1世帯当たり現在高（世帯主の年齢階級別・二人以上の世帯）



（出所） 総務省統計局「家計調査年報（貯蓄・負債編）平成26年（2014年）」より作成

図3 金融資産の1世帯当たり現在高（年間収入五分位階級別・二人以上の世帯）



（注） カッコ内の数字は各階級の収入金額（単位：万円）を表している。

（出所） 総務省統計局「家計調査年報（貯蓄・負債編）平成26年（2014年）」より作成

国民経済計算では家計の資産を非金融資産と金融資産に大別している。非金融資産は生産資産と有形非生産資産に分けられている。さらに生産資産は在庫と固定資産に、有形非生産資産は土地と漁場に分けられている。一方、金融資産は、現金・預金、株式以外の証券、株式・出資金、金融派生商品、保険・年金準備金、その他の金融資産の6つに分類され、株式・出資金については株式のみのデータも掲載されている。

1994年の土地は約1,152兆円であったのに対して、金融資産は約1,180兆円で、ほぼ同額であった。しかし図4から明らかなように1994年以降、土地は減少、金融資産は増加して両者の差が広がった。2014年の土地は約673兆円、金融資産は約1,696兆円で、その差は1,000兆円以上になった。1994年から2014年にかけて金融資産は4割以上増加し、土地は4割以上減少したことになる。

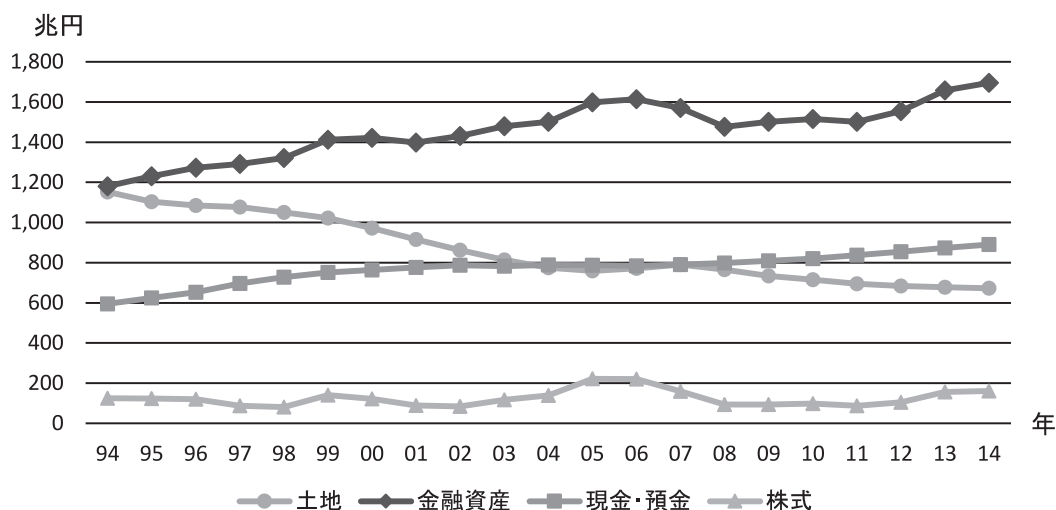
図4では金融資産の中の現金・預金と株式についてのデータも掲載している。現金・預金については、若干減少した年もみられるが傾向としては増加している。1994年の残高は約595兆円で、2014年は約890兆円である。土地と現金・預金を比較してみると、最初は土地の方

が上回っていたが、徐々にその差が縮小している。そして2003年か2008年にかけてほぼ同額で推移していたが、近年では現金・預金が上回っている。また、株式については2005年と2006年が約221兆円で200兆円を超えている。しかし、2008年から2011年まではリーマンショックの影響からか、100兆円を下回っている。近年は増加傾向にあり、2014年は約161兆円である。

図5は、内閣府「2014年度国民経済計算（2005年基準・93SNA）」を用いて、期末資産（非金融資産と金融資産の合計）に占める各資産の割合を示したものである。図4で土地の残高が減少し、近年では現金・預金に逆転されていることをみたが、同様の傾向は図5でもみられる。1994年の土地の割合は約43%であったが、徐々に減少し、2014年では約25%である。一方、現金・預金の割合は1994年は約22%、2014年は約33%である。2004年から2007年まではほぼ同水準であったが、近年では現金・預金の割合の方が高く、その差は拡大している。

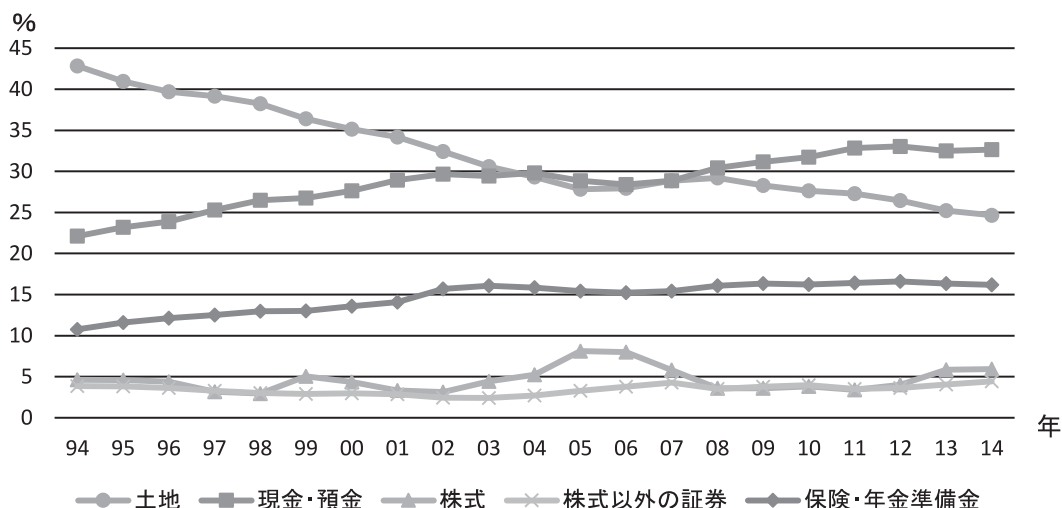
株式についてしてみると、2005年が8.1%、2006年が8.0%とやや高くなっていることがわかる。2005年と2006年では土地と現金・預金

図4 家計の資産残高



（出所） 内閣府「2014年度国民経済計算（2005年基準・93SNA）」より作成

図5 家計の資産構成比



(出所) 内閣府「2014年度国民経済計算(2005年基準・93SNA)」より作成

にやや減少がみられるので、家計が資産を株式にシフトさせたとも考えることもできる。また、株式以外の証券は10%をやや下回る水準で安定的に推移しているといえるだろう。なお、保険・年金準備金については、1994年から2002年まで緩やかに上昇し、その後は15%をやや上回る水準で安定的に推移している。

以上、各種の統計を基にわが国の家計の資産保有の実態について概観した。実態を簡単にまとめると以下ようになる。1点目は資産が現

金・預金に集中していることである。以前は土地を含めれば、必ずしも現金・預金に集中しているとはいえなかった。しかし現在では、土地の残高と期末資産に占める割合が減少し、土地を含めても現金・預金に集中してきている。2点目は株式の保有が額でみても割合でみても少ないことである。3点目は金融資産が高齢者に集中していること、4点目は金融資産が高所得者に集中しているとみられることである。

IV. 家計の資産選択に関する先行研究²⁾

家計の資産選択に関する研究は、これまで数多く蓄積されている。本稿では金融資産だけでなく実物資産にも関心があるので、本節では実物資産も考慮した家計の資産選択という観点から主な実証研究を紹介し、わが国における研究動向を把握する。それぞれの研究で分析の対象、

方法、期間が異なることが起因していると思われるが、金融資産と実物資産の関係について相関がないとする研究、代替的な関係を示唆する研究、補完的な関係を指摘する研究があり、結論は統一的ではない。また、税制に言及したものもいくつかあるが、実証分析の結果から税制

2) 本節は、山田(2010)のⅡ節を加筆修正したものである。

の効果を推察したものが多く、税制を明示的に考慮した分析が少ないということも指摘できる³⁾。以下、各研究の概要を紹介する。

岩田・鈴木・吉田（1987）は、資本コストを切り口として、わが国の住宅資本ストック蓄積に伴う様々な問題について分析している。例えば、資本コストの変化が家計貯蓄率に与える効果についてである。ここでの貯蓄とは、家計の金融資産の増加と実物投資（土地、住宅）の和から家計の負債の増加を差し引いたものである。この分析から貯蓄課税の強化は、資本コストの低下と家計の金融資産保有のメリットを減少させることの2つを通じて、家計貯蓄率に影響を与えるとした。そしてこれら2つの経路により、家計貯蓄率は1.3～1.9パーセントポイント低下するとしている。

ホリオカ（1987）は、総務省統計局「家計調査」の都道府県庁所在都市別データを用いて家計貯蓄関数を推定し、家計貯蓄の決定要因とマル優廃止の影響について分析している。ホリオカ（1987）は分析結果より、貯蓄の利子弾力性がゼロに近いこと、貯蓄の資産別配分は収益率に大きく依存していることなどを指摘した。ここから、マル優制度を廃止しても家計貯蓄率はほとんど影響を受けないが、マル優制度の対象になる資産からマル優制度の対象にならない資産（株式、社債、土地などの実物資産）へのシフトが起こると予想されるとしている。

小川（1989）は、貯蓄優遇政策がわが国の家計の貯蓄行動に及ぼした効果を数量的に計測している。具体的には、貯蓄を金融資産と実物資産に分けた貯蓄関数を推定している。そして、非課税貯蓄制度が廃止され、定期預金金利に対して一律20%の分離課税が課された場合の影響をシミュレーション分析により計算している。その結果、非課税貯蓄制度の廃止によって金融資産と消費が減少し、その余剰資金が実物資産投資に向うとしている。なお小川（1989）

は金融資産貯蓄のみを取り上げ、非課税貯蓄制度が金融資産間でのポートフォリオに与える影響についても分析している。

橋本・福重・大竹・跡田（1989）は、資産需要関数の推定とそれに基づくシミュレーションを行い、資産課税改革がもたらす資産需要の変化を明らかにしている。主な結果は、マル優制度の廃止などの金融資産の収益率のみを下げる税制変更は、金融資産の需要減少を上回る実物資産の需要増加を引き起こすこと、相続税の引き上げなどの実物資産の収益率のみを下げる税制変更は、金融資産と実物資産の両方の需要を減少させることなどである。なお橋本・福重・大竹・跡田（1989）は、土地税制改革や住宅需要促進税制についても検討を行っている。

福重（1989）は、資産を大きく実物資産と金融資産に分け、各資産の代替性について実証分析を行っている。具体的には各資産の需要関数を推計し、その結果を用いて収益率の変化に伴う需要量の変化についてシミュレーション分析を行っている。主な結果は、実物資産の収益率の下落と金融資産の収益率の下落はともに実物資産及び金融資産の需要に負の効果を持っていることなどである。また、収益率に対する需要の弾力性が実物資産と金融資産で大きく異なることや、マル優の廃止など金融資産に対する課税強化が総資産需要を大きく下落させることを明らかにしている。

また、福重（1994）は家計の各資産に対する需要関数を推定し、税制変更と家計の資産選択行動の関係について分析を行っている。分析の結果、マル優制度廃止のように通貨性預金、定期性預貯金、債券・信託の収益率のみを減少させる場合には、実物投資の需要量も減少し、総資産需要が大きく減少することを示した。そしてそこから、1988年のマル優制度廃止以降、家計の消費支出が大きく増加した要因として、こうした総資産需要の減少が消費の増大につな

3) 金融資産のみに注目し、金融所得課税が家計の金融資産選択に与える影響を分析した研究は蓄積されている（井上・上條（2011）、井上・上條（2012）、大野・林田（2012））。

がったことが考えられるとしている。また、土地等の実物資産への課税強化を行うと実物投資から株式への需要のシフトがわずかに発生するとしている。

田近・中川（1991）は、資産選択の理論について概観した後、相対的危険回避度を一定として導出される資産需要関数に基づいて、実物資産も含めたわが国家計の資産選択について分析を行っている。具体的には、まず家計の保有資産を貯蓄・債券、株式、土地の3つに分類し、3資産について、需要の自己資産の税引き後実質収益率に対する弾力性はすべて有意で正であることを明らかにした。続いて資産需要の代替性について検討し、貯蓄・債券とその他2つの資産には代替関係が認められたが、資産間の代替関係は理論とは異なり対照的ではなかったとしている。

谷川・橘木（1991）は、資産を通貨性預貯金、定期性預貯金、高利回り商品、危険資産の4種類の金融資産と1種類の実物資産（土地等）に分類し、家計の資産選択について統計的に分析している。そして、金融資産のみを対象とした分析では資産選択理論はかなりの程度統計的に支持されているといえるが、実物資産を含めた資産選択の実証分析はうまくいかなかったとしている。谷川・橘木（1991）はその理由の1つとして、金融資産と実物資産の選択が別の次元でなされるのであって、同時並列的に行われていない可能性があることを挙げている。

滋野（1997）は、1988年に行われたマル優廃止と高齢者を対象としたマル優の設定が、家計の貯蓄行動にどのように影響したかを分析している。そして、高齢者を対象としたマル優の対象家計ではそうでない家計に比べて預貯金をより増加させていることなどを示し、高齢者を対象としたマル優の対象家計とそうでない家計で貯蓄行動に差があることを明らかにしている。滋野（1997）の関心の中心は預貯金であるが、高齢者を対象としたマル優の対象となる家計では居住している土地の評価額が預貯金増加比率（金融資産増加額に占める預貯金増加額の

比率）に負の影響を与えることも示されている。

古藤（2000）は、家計の資産構成の国際比較を行い、金融資産をベースにするとわが国の家計は安全指向といえることを示した。続いて、実物資産（土地、住宅等）をリスク資産と考え、金融資産に加えて日米比較してみると、リスク資産保有比率の格差は小さくなることを示した。また、わが国家計の株式保有を抑制している要因として、持ち家に対する強い選好と年功序列賃金制度を挙げている。そして土地神話の崩壊等により持ち家選好が弱まる可能性が高いこと、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ことからリスク資産投資への制約が緩和していく可能性があるとしている。

石川・矢嶋（2002）は、世帯の観点とマクロの観点の両方から、フローとストックの貯蓄の実態について分析検討をしている。この中で、住宅・土地と株式をリスク性資産とみなし、実物資産も含めた総資産に占めるリスク性資産の割合を比較すると、日・米・英の差がほとんど見られないことを明らかにした。また、わが国の住宅・土地が高価なため持家取得資金の半分を借入に依存することから、住宅ローンを中心とする債務の保有が金融資産の中での現金・預貯金に対する強い選好につながっていると指摘している。

松浦・白石（2004）は、「第7章住宅・土地シェアと危険金融資産シェアの関係—貯蓄・負債目的の影響を踏まえて」において、危険実物資産シェア（金融資産と実物資産の合計に占める危険実物資産の割合）の期待値は危険金融資産シェア（金融資産と実物資産の合計に占める危険金融資産の割合）に有意な影響を与えていないが、危険金融資産シェアの期待値は危険実物資産のシェアに有意にマイナスの影響を与えていることを明らかにした。そして、持ち家選好を弱めれば、あるいは土地・住宅の比重を低くすれば、株式等への投資が増えるという議論は成立しないということを示唆している。

上山・下野（2005）は、金融商品を安全資産

と危険資産に分け、さらに実物資産も考慮して分析を行っている。具体的には、住宅購入が危険資産需要に与える効果を日本の金融システムを前提としてモデル化し、そのモデルの妥当性を個票データを用いて検証している。個票データを用いた分析では、年間所得に占める頭金の比率と住宅ローンの比率が家計の危険資産の保有にマイナスの影響を与えていることを明らかにした。そしてこの分析結果などから、住宅ローンの借入が借り手市場となれば、頭金や住宅ローンの借入を目的とした預貯金投資が減少し、家計の危険資産比率はより高くなると予想されるとしている。

後藤（2005）は、バブル崩壊後の家計の資産選択について分析を行っている。具体的には1993年の個票データを用いて、要求払い預金、定期性銀行預金、定期性郵便貯金、中期国債ファンド、株式の需要関数を推計している。そして株式の需要に対して総実物資産額が有意に正であることが示された。また中期国債ファンドと株式については、定期性銀行預金と定期性郵便貯金の保有金額の合計を説明変数として用い、有意に負であることを示した。

駒井・阿部（2005）は、家計の金融資産において、住宅所有（持家居住）及び住宅ローン残高が危険資産への需要に及ぼす影響を検討している。駒井・阿部（2005）は、住宅は家計にとって危険資産であり、住宅所有世帯は金融資産選択にあたって安全資産を選択する傾向があるという仮説を立てた。しかし、分析では住宅所有は危険資産需要に対して正で有意な影響を及ぼすという、仮説と反する結果を得た。そこから、わが国の家計が住宅を金融資産と代替性を持つ資産と認識していないとしている。また、住宅ローン残高の影響については、明確な結論は得られなかったとしている。

吉川（2006）は、住宅保有のための負債の返済負担が、わが国の家計の金融資産選択行動に与える影響について分析している。吉川（2006）では相対的危険回避度の計測を行った後、家計を年収階級と持家・非持家で10のグループに

分け一元配置分散分析によりグループ間の平均の差を検定している。主な結論は、年収の少ない階級ほど相対的危険回避度が高く、安全資産への選好が強くなっている理由の1つとして住宅保有のための負債があるというものである。

下野・上山（2008）は、わが国の家計にとって土地・家屋（実物資産需要）が預貯金・株式等の金融資産需要と同様に収益目的の可否かを検証している。そして実物資産収益率が実物資産需要に影響を与えないこと、さらに実物資産収益率は預貯金と有価証券の両方の金融資産需要に影響を与えないことを明らかにした。そこからわが国の家計にとって実物資産と金融資産は代替資産でも補完資産でもないとした。さらに帰属家賃収入率を用いた分析により、わが国の家計が土地・家屋を利用目的（自家消費）の財として位置付けている可能性が高いことを示した。

篠原（2008）は、金融所得課税一元化が課税の中立性及び公平性に与える影響を定量的に分析している。その中で、金融資産と実物資産（不動産）の間における課税の中立性の議論も行うべきであるとし、金融資産と持ち家のそれぞれのケースに関して実質資本コストを定式化し、実効限界税率を推計している。持ち家の実質資本コストの推計にあたっては住宅取得促進税制の変遷についても考慮されている。そして、2004年において税制は金融資産（社債、株式）よりも持ち家を相対的に優遇していることなどを明らかにした。

塚原（2009）は、「第4章実物資産の効果」において、わが国のリスク資産比率（総金融資産に占めるリスク金融資産の比率）について議論する際には実物資産の役割を考慮に入れることが特に重要であるという観点から、住宅保有や保有計画がリスク資産比率に与える影響について分析している。そして、持ち家世帯の方が非持ち家世帯と比べてリスク資産比率が高いこと、住宅ローン残高と将来の住宅購入予定の有無はリスク資産比率に影響を与えないこと、金融資産総額が多いほどリスク資産比率も高くなることなどを示した。

川脇（2012）は、首都圏家計の個票データを用い、住宅資産と金融資産、両資産需要の相互関係を分析している。分析の主な結果としては、住宅資産需要と金融資産需要の間における相関は低く、住宅は金融資産とは独立した要因により保有される傾向があることを明らかにした。また、住宅所有者と非所有者との間では金融資産需要の構造が大きく異なることも示した。

祝迫・小野・齋藤・徳田（2015）は、日経リサーチ「金融RADAR」のデータを用いて、居

住用不動産と株式保有との関係に着目し、わが国家計のポートフォリオ選択について分析している。主な結果として、株式保有世帯だけで見ると、居住用不動産の総資産に対する比率は、株式の金融資産全体に占めるシェアと正の相関関係があることを明らかにした。そして不動産と株式の投資リターンの相関が小さいためリスク分散効果が働き、両者は補完的關係にあるとの仮説と整合的になっていると指摘している。

V. 実証分析⁴⁾

V-1. モデル

前節でみたように、家計の資産選択に関する研究は数多く蓄積されているが、資産需要の代替性に関しては必ずしも統一的な結論が得られているわけではない。そこで本節ではごく簡単ではあるが、筆者自身でわが国家計の資産需要の代替性も含め、家計の資産選択行動について分析してみたい。資産需要関数に関する代表的な研究として、Friedman and Roley (1979) がある。Friedman and Roley (1979) では個人の効用を、期末資産を変数とする相対的危険回避度一定の効用関数で表している。そして、個人の期待効用関数の近似関数を導出し、近似関数の最大化問題を解くことから、各資産の収益率に対して線形の資産需要関数を導出している。この資産需要関数は（1）式のように表すことができる。

$$z/W = B\mu + \pi \quad (1)$$

ここで z は各資産の需要額を表すベクトルである。本節では以下で述べるように3つの資産を分析対象とするので、 3×1 のベクトルになる。また、 W は期末資産残高、 B は係数行列（本

節では 3×3 ）、 μ は収益率のベクトル（本節では 3×1 ）、 π は定数項ベクトル（本節では 3×1 ）である。

このモデルを用いた実証研究としては、Friedman (1985) や前節でも言及した田近・中川 (1991) がある。Friedman (1985) は四半期別資金循環表を用いて、アメリカの家計部門の資産需要関数を計測している。また、田近・中川 (1991) は内閣府の「国民経済計算」を用いて日本の家計部門の資産需要関数を計測しており、本節は田近・中川 (1991) を参考に分析を行っている。

V-2. データ

家計の金融資産や負債に関するデータとしては、総務省統計局の「貯蓄動向調査」や「家計調査（貯蓄・負債編）」がある。前者は平成12年までしか調査・公表されていない。後者は平成14年第I四半期から結果が公表されている。この統計データは家計の金融資産保有の変遷を時系列で把握する際に有用であるが、土地などの実物資産保有については調査されていない。

4) 諸般の事情により当初予定していた個票データによる分析を行うことができなかった。個票データによる分析については稿を改めたい。

表4 基本統計量

	土地	株式以外の 証券	株式	土地収益率	株式以外の 証券収益率	株式収益率
平均	0.8227	0.0764	0.1009	-1.2239	2.7096	4.5196
中央値	0.8262	0.0772	0.0908	-2.9818	2.4841	3.2054
標準偏差	0.0419	0.0142	0.0349	5.3490	1.5017	20.5751
最小	0.7050	0.0514	0.0624	-8.4065	-0.2303	-29.2903
最大	0.8796	0.1110	0.2052	11.0011	5.6100	36.5213
標本数	30	30	30	30	30	30

（出所） 筆者作成

本節では実物資産に関するデータが必要となるため、内閣府の「国民経済計算」を用いる。より具体的には、「2009（平成21）年度 国民経済計算確報（2000年基準・93SNA）（1980年～2009年）」のストック編、制度部門別勘定の中の「家計（個人企業を含む）」を用いる⁵⁾。したがって分析期間は1980年から2009年の30年間である。

このデータでは、家計の資産を非金融資産と金融資産に大別しており、非金融資産の中に土地が含まれている。また、金融資産は、現金・預金、株式以外の証券、株式・出資金、金融派生商品、保険・年金準備金、その他の金融資産の6つに分類され、さらに株式・出資金については株式だけのデータも掲載されている。家計総体の資産保有について、各資産の収益率を正確に求めることは極めて困難である。特に出資金、金融派生商品、保険・年金準備金は独自の収益率を求めることが困難であることから、分析対象から除外することとした。また、現金と預金が統合されており、その内訳も不明であることから、やはり収益率を求めることは困難であると判断し、現金・預金も分析対象から除外した。したがって、分析対象資産は、土地、株式以外の証券、株式の3つである。

続いて各資産の名目収益率については、以下のように求めた。土地については、一般財団法

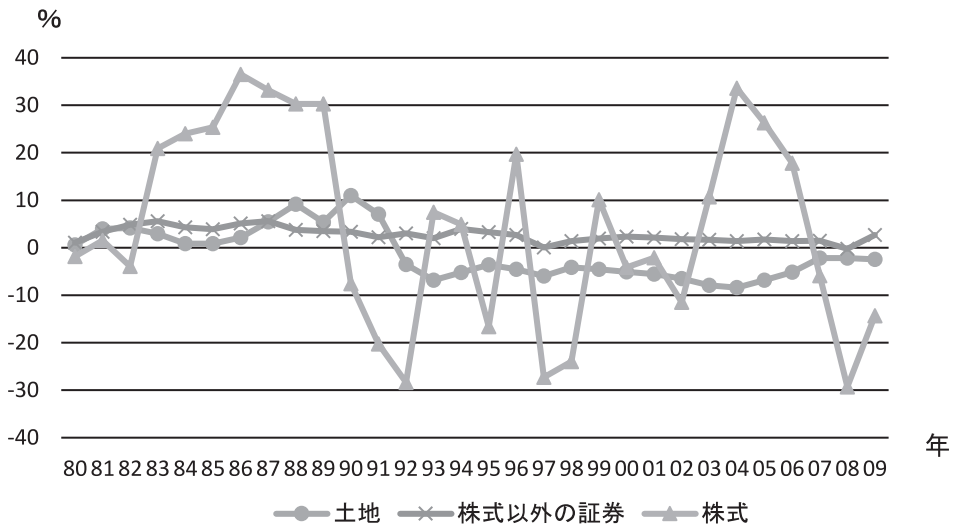
人日本不動産研究所研究部の「市街地価格指数・全国木造建築費指数」を用いた。具体的には全国市街地・全用途平均の市街地価格指数の変化率を土地の収益率とした。株式以外の証券には、各種の債券のほか、投資信託など様々な金融資産が含まれる。ここでは恣意的ではあるが、内閣府「平成27年度年次経済財政報告（平成27年8月14日）」に掲載されている国債流通利回りを収益率とした。株式の収益率については、日本証券経済研究所の「株式投資収益率」の第一部市場の市場収益率を用いた。なお、各収益率は消費者物価指数の変化率で実質化した。また、各資産には税が課せられているので本来であれば税引き後実質収益率を求めなければならないが、ここでは各収益率に税制の影響が織り込まれていると解釈して分析を行った。基本統計量は表4にまとめた。また、図6は実質収益率の推移を示している。図6によれば土地は1992年以降マイナスの収益率が続いている。株式以外の証券は国債の流通利回りをとったため安定期に推移している。一方、株式については大きく変動していることがわかる。

V-3. 分析結果

分析の結果を示したのが表5である。分析は系列相関を考慮してコ克蘭＝オーカット法に

5) データとしては他にⅢ節で取り上げた「2014年度国民経済計算（2005年基準・93SNA）」もある。こちらの方がより最近のデータをとれるが、公表されている期間が短い（1994年末から2014年末までのデータ）。そこで、より長期のデータがとれる2000年基準のデータを用いた。

図6 実質収益率の推移



(出所) 筆者作成

よった⁶⁾。土地についてみると、自己収益率の係数は正であるが有意ではなかった。これは、1992年以降マイナスの収益率が続いていることが影響している可能性がある。すなわち、土地の収益率が上昇してもそれがマイナスの値からマイナスの値への上昇なので、土地の保有を増加させようというインセンティブがあまり働かなかったと考えられる。また、株式収益率の係数は負で有意であった。株式についてみると、土地収益率の係数は負であるが有意ではなかつ

た。また、自己収益率の係数は正で有意であった。この点から、土地と株式の間に明確ではないが、代替的な関係がみられるといえよう。株式以外の証券についてはどの資産の収益率も有意ではなかった。以上の結果を資産の収益率からみると、株式収益率は株式と土地の保有に影響を与える一方、土地収益率と株式以外の証券収益率は株式、株式以外の証券、土地のいずれにも影響を与えていないということになる。

Ⅵ. おわりに

わが国では金融所得課税に関する議論が盛んに行われているが、その多くは家計の金融資産選択に注目したものである。家計にとっては金融資産だけでなく実物資産も重要な資産項目で

ある。そこで金融所得課税について議論するには、まずは資産選択における金融資産と実物資産の関係を把握することが重要だと思われる。本稿ではこうした問題意識の下、近年の税制改

6) ここでは、収益率と資産需要の同時決定の問題をはじめ、考慮されていない問題が多々ある。稿を改める際にはこうした点を考慮したより精緻な分析を行いたい。

表5 分析結果

	土地	株式以外の証券	株式
定数項	0.8307*** (35.2165)	0.0727*** (6.7262)	0.0991*** (4.8040)
土地収益率	0.0010 (0.4462)	-0.0006 (-0.7148)	-0.0006 (-0.3001)
株式以外の証券収益率	-0.0011 (-0.1661)	0.0015 (0.8509)	-0.0011 (-0.1649)
株式収益率	-0.0007** (-2.0861)	0.0000 (-0.4114)	0.0008** (2.4702)
ρ	0.8342	0.9192	0.7166
自由度調整済み決定係数	0.6737	0.7282	0.6053
ダービン=ワトソン統計量	1.5841	1.4112	1.6687

(注)*** は1%, ** は5%の水準で有意であることを, カッコ内の値はt値を示す。

(出所) 筆者作成

正や家計の資産選択の動向を探ってきた。ここまでの作業を通じて得られた主な結果は以下のとおりである。

金融所得課税改革の特徴として、金融資産に対する税制と実物資産に対する税制が一体的ではなく別々に改革されていることが挙げられる。わが国家計の資産選択の実態については、周知のことではあるが資産が現金・預金に集中し、株式の保有が少ないことを確認した。実物資産も含めた家計の資産選択に関するわが国の研究動向については、税制に言及したものもいくつかあるが、実証分析の結果から税制の効果を推察したものが多く、税制を明示的に考慮した分析が少ないことを指摘した。筆者が行った実証分析については、株式収益率は株式と土地

の保有に影響を与える一方、土地収益率と株式以外の証券収益率は株式、株式以外の証券、土地のいずれにも影響を与えていないという結果を得た。

最後にこれまでの議論を踏まえて金融所得課税の改革について検討したい。資産への課税は資産の収益率に影響を与える。本稿の分析が正しいとすれば、株式に対する税制は株式収益率に影響を与え、実物資産を含めた家計の資産選択を歪めているとみられる。したがって効率性の観点からみると、株式に対する税制の改革を進めるにあたっては実物資産と切り離して考えるのは望ましいとはいえない。金融資産だけでなく実物資産の保有に与える影響も慎重に考慮していく必要があるだろう。

参 考 文 献

石川達哉・矢嶋康次 (2002)「家計の貯蓄行動と金融資産および実物資産」『ニッセイ基礎研所報』Vol. 21, pp.1-131
井上智弘・上條良夫 (2011)「家計の金融資産選択に与える課税の影響—推計実効税率に基

づく実証分析—」,『早稲田経済学研究』第70号, pp. 37-70
井上智弘・上條良夫 (2012)「金融所得税制の改正が家計の金融資産選択に与えた影響—フローベース需要関数を用いた実証分析—」,

- 証券税制研究会編『証券税制改革の論点』日本証券経済研究所, pp. 218-249
- 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』Vol. 66 No. 3, pp. 242-264
- 岩田一政・鈴木郁夫・吉田あつし (1987)「住宅投資の資本コストと税制」『経済分析』第107号, pp. 73-135
- 上山仁恵・下野恵子 (2005)「住宅購入を考慮した家計の金融資産選択」『金融経済研究』第22号, pp. 77-94
- 大野裕之・林田実 (2012)『株式税制の計量経済分析』, 勁草書房
- 小川一夫 (1989)「家計貯蓄の数量分析—非課税貯蓄制度と貯蓄行動—」, 貯蓄経済研究センター編『豊かな時代の暮らしと貯蓄』, ぎょうせい, pp. 273-309
- 川脇康生 (2012)「住宅資産と金融資産の関係—同時決定モデルを用いた首都圏家計の資産選択の実証分析」『日本経済研究』No. 66, pp. 1-21
- 吉川卓也 (2006)「住宅資産保有のための個人の金融行動—家計の金融資産選択行動と実物資産—」『住宅・金融フォーラム』, 第2号, pp. 34-55
- 古藤久也 (2000)「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—」日本銀行金融市場局, 金融市場局ワーキングペーパーシリーズ 2000-J-9
- 後藤尚久 (2005)「バブル崩壊後の家計の資産選択—1993年の個票データによる実証分析—」『北九州市立大学商経論集』第40巻第2・3号, pp. 39-48
- 駒井正晶・阿部由里 (2005)「住宅所有と家計の危険資産選択: ミクロ・データによる分析」『ファイナンス・プランニング研究』No. 5, pp. 19-26
- 滋野由紀子 (1997)「利子課税制度の政策的転換と家計の反応」『大阪大学経済学』第46巻第3号, pp. 24-45
- 篠原正博 (2008)「金融所得課税一元化と租税原則—課税の中立性および公平性の観点からの実証分析—」, 証券税制研究会編『金融所得課税の基本問題』, 日本証券経済研究所, pp. 107-152
- 下野恵子・上山仁恵 (2008)「家計の資産選択における実物資産の位置付け」『金融経済研究』第26号, pp. 41-62
- 田近栄治・中川和明 (1991)「わが国家計の資産選択と資産需要の代替性」『フィナンシャル・レビュー』第20号, pp. 67-83
- 谷川寧彦・橋本俊詔 (1991)「家計資産選択のクロスセクション分析—連立方程式アプローチ」, 松浦克己・橋本俊詔編『金融機能の経済分析』, 東洋経済新報社, pp. 97-115
- 塚原一郎 (2009)『家計データを用いた資産選択決定要因の計量分析』, 三菱経済研究所
- 日本証券経済研究所 (2016)『図説日本の証券市場 2016年版』日本証券経済研究所
- 橋本恭之・福重元嗣・大竹文雄・跡田直澄 (1989)「資産税制の計量分析」, 本間正明・跡田直澄編『税制改革の実証分析』東洋経済新報社, pp. 138-166
- 福重元嗣 (1989)「実物資産と金融資産の代替性について」『大阪大学経済学』Vol.38No.3・4, pp. 173-184
- 福重元嗣 (1994)「家計の資産選択行動と税制」『商大論集』第45巻第5号, pp. 1391-1421
- ホリオカ, チャールズ・ユウジ (1987)「日本における家計貯蓄の決定要因とマル優廃止の影響について—都道府県庁所在都市別データによる分析を踏まえて—」『フィナンシャル・レビュー』第4号, pp. 27-39
- 松浦克己・白石小百合 (2004)『資産選択と日本経済』, 東洋経済新報社
- 山田直夫 (2010)「金融所得課税と家計資産—資産間の代替性に注目して—」, 証券税制研究会編『資産所得課税の新潮流』日本証券経済研究所, pp. 198-221
- Friedman, B. M. (1985) "The Substitutability of Debt and Equity Securities", in Friedman,

B. A. ed., *Corporate Capital Structures in the United States*, University of Chicago Press, pp. 197-238.

Friedman, B. M. and V. V. Roley (1979), "A Note

on the Derivation of Linear Homogeneous Asset Demand Functions", *NBER Working Papers Series*, No. 345