

## 土地資産を考慮した C-CAPM の有効性およびパラメータ安定性の検証

小塚匡文（摂南大学） 森澤龍也（流通科学大学）

消費に基づく資産価格モデル（Consumption-based Capital Asset Pricing Model; C-CAPM）の実証分析において、その実証的なパフォーマンスを疑問視する研究は少なくない。初期の研究は、概して C-CAPM の現実妥当性を否定するものであった。この原因の一つとして、当初の研究が、相対的危険回避度一定型（Constant Relative Risk Aversion; CRRA）の選好に基づく標準的なモデルに依拠していたからではないかと考えられた。こうして、習慣性や逐次的効用などの様々な要因を組み込んだ多くの分析が行われてきたが、エクイティプレミアムパズルを解決したモデルはいまだ得られていない。日本のデータを用いた先行研究では、C-CAPM を支持しているものと否定するものが存在する。後者は、相対的危険回避度の推定値が負になると報告しており、実証上の課題の一つとして、家計の選好を表す deep parameter 群を各々識別して推定することの困難さを示唆している。

この問題を考えるなかで我々が着眼したのは、これまでの C-CAPM の研究が金融資産を主体に分析されてきたという点である。これは、わが国の家計資産の保有状況の実態を踏まえると、必ずしも適切ではない可能性がある。そこで、『平成 26 年全国消費実態調査』（総務省統計局）を確認すると、わが国の家計バランスシート（総世帯・純資産）のうち、金融資産の割合は 32.3% であるのに対して、住宅・宅地といった不動産関連資産は実に 64.5% を占めている。この事実は、わが国の資産市場を分析する際には、土地資産の存在を考慮することが重要であることを示唆している。

そこで我々は、代表的家計の効用に土地資産を導入した C-CAPM を定式化し、日本のデータを用いた実証分析を行う。本研究は、わが国における家計の選好がもつと推測される上記の特徴をモデル化する試みである。このモデルでは、時点効用のサービス・フローにおいて、消費と土地資産の代替度パラメータが新たに組み込まれている。これによって、C-CAPM の実証分析における相対的危険回避度の識別問題に対処している。

また、本研究では、オイラー方程式の GMM 推定から得られた deep parameter に関して、Sup-predictive test を行うことで、パラメータ安定性を検証している。株式収益率と土地収益率の連立式による推定結果によると、選好パラメータの推定値は、符号条件を満たす有意かつ安定的な値が得られており、過剰識別制約条件についても成立しているとの結果が得られる。この実証結果によると、わが国の家計における資産選択を分析する際には、金融資産と土地資産の両方を考慮する必要性が示唆されている。