

# 米国の貯蓄率の低下と退職貯蓄市場

平成 18 年 8 月 4 日

杉田浩治

(日本証券経済研究所)

## 米国の貯蓄率の低下と退職貯蓄市場（要約）

米国の貯蓄率は 80 年代半ばから低下傾向にあったが、05 年には遂にマイナスに落ち込んだ。その大きな理由として、「保有資産の価格が上昇すると貯蓄性向が下がる」という「資産効果」が挙げられる。そして資産効果をもたらした主因が 2000 年までは株価上昇にあったが、2001 年以降は住宅価格の上昇にあったため、低所得層をふくめ幅広い所得層に資産効果（貯蓄率低下）が及んだ。

この結果、米国人の退職後にそなえる資産形成はきわめて不十分な状態にあり、早く米国人の認識を変えて退職貯蓄の充実を図る必要がある。

そうした中で、金融ビジネスの観点から米国の退職年金市場の状況をみると、企業年金の DB（確定給付型）から DC（確定拠出型）への転換が急速にすすみ、個人が運用を指示する年金資産が急拡大している。この市場（401k、IRA）においては、株式・投信など証券が運用の主流を占める状況が定着しており、DC への拠出限度額が引き上げられる中で退職貯蓄市場は証券会社・資産運用会社にとってますます重要性を増している。

# 米国の貯蓄率低下と退職貯蓄市場

日本証券経済研究所  
専門調査員 杉田浩治

## はじめに

米国 SIA（全米証券業者団体）は去る 6 月に “ Retirement Savings: by the Numbers ” と題するレポート（Frank A. Fernandez 氏と Kyle L. Brandon 氏の共同執筆）を発表した（<http://www.sia.com>）。これは、米国の貯蓄率が低下するなかで、退職に備えた十分な貯蓄が行われていないことを、豊富なデータを示しながら問題提起しているものである。

また米国 ICI（米国投資会社協会）は 7 月に、退職年金市場の直近のデータを盛り込んだ “ The U.S. Retirement Market 2005 ” を発表した（<http://www.ici.org>）。

そこで、この二つのレポートおよび ICI が従来から定期的に発表している 401 k プラン、IRA など確定年金市場に関するデータを参考にして、米国の貯蓄率低下と退職貯蓄市場の近況をまとめてみた。

## 1．貯蓄率の低下

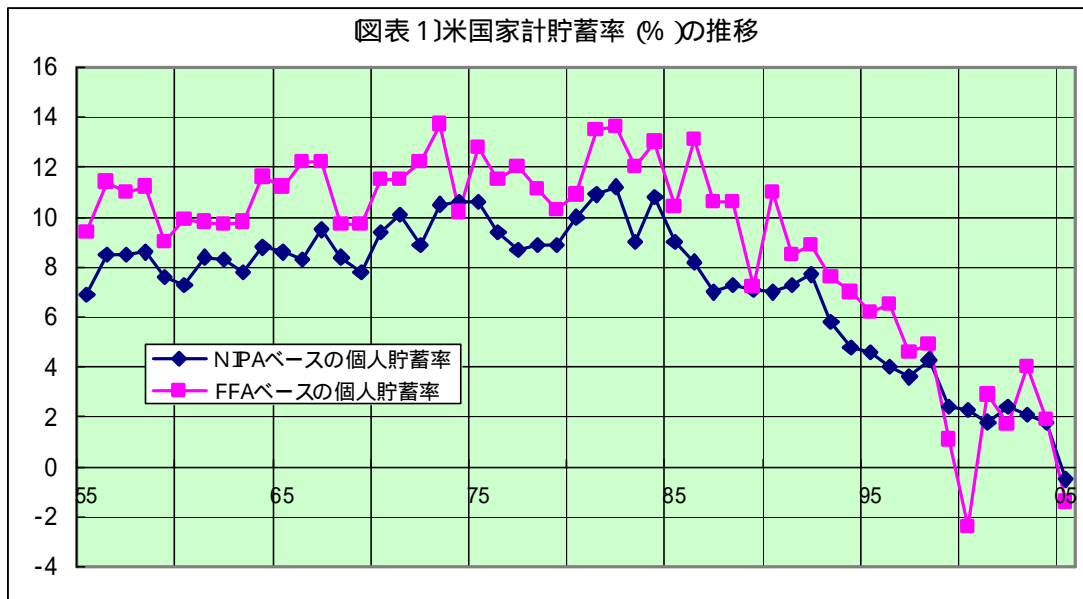
### （1）米国の個人貯蓄率はマイナスへ。

上記の SIA レポートは、まず米国の個人貯蓄率低下の状況を紹介している。米国商務省の国民経済計算（National Income and Product Accounts(NIPA)）にもとづく個人貯蓄率（注 1）は、図表 1 のように 1950 年代半ばの 7.5% から 1980 年代初期に 10.5% へ上昇したが、その後急速に低下し、遂に 2005 年にはマイナスに落ち込んだ。言い換えれば 2005 年には米国全体としてみると「貯蓄の取り崩し」が起こっている。

米国商務省はもう一つの個人貯蓄率のデータとして、連銀の資金循環統計（Flow of Funds Accounts(FFA)）にもとづく数字（注 2）を提示しているが、いずれにしても貯蓄率の急激な低下は明らかである（図表 1）。

（注 1）NIPA 方式の貯蓄率 =  $\{ (可処分所得 - 消費支出) / 可処分所得 \}$

（注 2）FFA 方式の貯蓄率 =  $\{ (金融資産の純取得額 + 実物資産への純投資額 - 負債純増額 - 耐久消費財への純投資額等) / 可処分所得 \}$



出所 JIA レポート掲載の図を参考に、米国商務省経済分析局データより筆者作成

## (2) 貯蓄率の低下の理由は、資産効果にある

SIA レポートは米国の貯蓄率低下の原因を次のように分析している。

貯蓄率低下の理由としてよく挙げられることは、「資産価格の上昇によって保有純財産が増大すると、収入のうちから貯蓄にまわす部分（貯蓄性向）が下がる」という個人の性向である。

この「資産効果」あるいは「資産のパラドックス」が示唆する「個人にとっての貯蓄」の意味は（イ）「収入のうち支出されなかった部分」ではなく、（ロ）「純資産価値の変化」である。ここで（イ）は「資産の新規取得金額」であるが、（ロ）は「保有資産の市場価格の変化」を示すものであり、それは「資産の新規取得金額 ± 既保有資産の値上がり・値下がり額」である。

そして「可処分所得に対する保有純資産額の割合」が高まると、消費性向（可処分所得のうち消費支出に充てる割合）が高まることは統計的にも証明されている。

## (3) 「株式の資産効果」から「住宅の資産効果」へ変化

SIA レポートは、上記の資産効果をもたらした要因とその影響について次のように分析している。

1984 年から 2000 年までの貯蓄率低下の主因は株式（株価上昇）の資産効果であったと考えられる。それは特に高所得層（上位 20%）の貯蓄率低下を生み、それが全体に影響を及ぼした。言い換えれば 80% の層の貯蓄率は傾向的には低下していなかった。

しかし 2001 年以降の資産効果は主に住宅価格の上昇によってもたらされた。それは低所得層にも及んだ。なぜなら住宅の保有構造は、株式など金融資産ほど高所得層に偏ってい

ないからである。たとえば 2004 年現在でみると、所得上位 10%の層が株式時価の 82.2%を保有していたが、同じ階層による主たる住宅資産の保有比率は 45.7%であった。このことが 2001 年以降は低所得者にも「資産パラドックス」を生み、貯蓄率の低下が広範な所得層に及ぶ（米国全体の貯蓄率低下が加速する）こととなった。

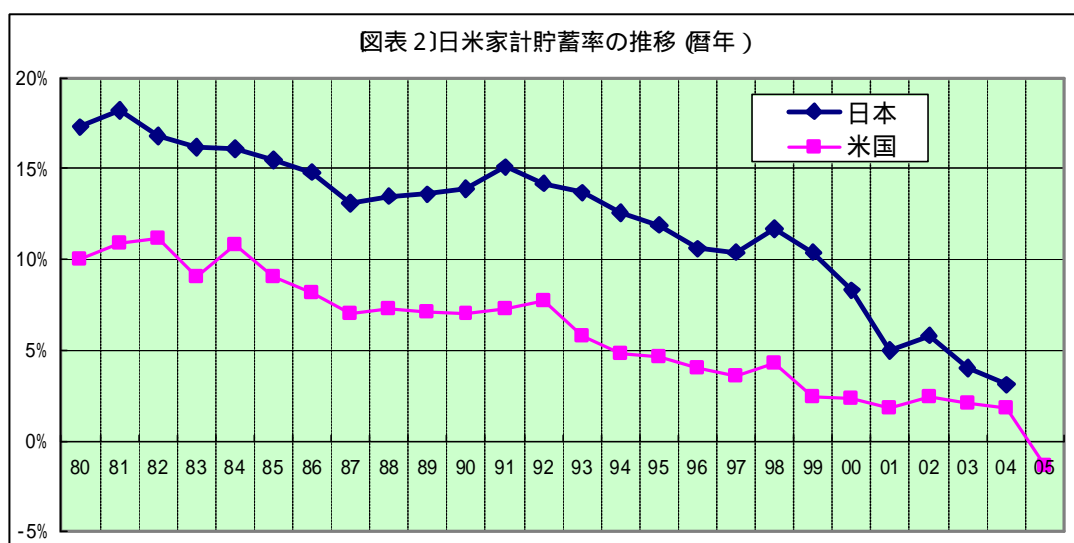
#### （４）資産効果以外の要因

資産効果は 1990 年代後半以降の貯蓄率低下を説明する大きな要因であるが、しかし 1984 年～1994 年の貯蓄率低下を十分に説明できない。

この間の貯蓄率低下の要因として挙げられることは、人々の間に「個人所得が傾向的に増加する」という期待が高まり、倹約・貯蓄志向が薄れたこと クレジットカード・不動産担保金融など低所得者の借入れ利用を可能にした金融イノベーションが進展したこと 金利低下が貯蓄の魅力を下させ借金をしやすくしたこと 65 歳以上（貯蓄引き出しに回る年齢層）の人口比率が上昇したこと 社会保障支出など政府の移転支出が増加したことなどである。

（筆者注）貯蓄率の低下が日本でも指摘されていることは周知のとおりであり、国民経済計算ベースでみると、図表 2 のように 04 年の日本の家計貯蓄率は 3.1%に落ち込んだ（同年の米国の家計貯蓄率は 1.8%であり、このあと 05 年に米国はマイナスに落ち込んだ）。

日本の家計貯蓄率の低下の要因としては、総人口に占める高年齢者層の比率上昇などが指摘されているように思われるが、その分析は本稿の目的ではないのでこれ以上触れない。



(注)日本は95年以前は93NA固定基準年方式、96年以降は93NSA連鎖方式による。米国はNIPAベース。

(出所)日本は内閣府経済社会総合研究所「国民経済計算」、米国は商務省経済分析局「Perasol Income and Outlays」

## 2. 退職後の生活を支えるもの

### (1) 積み立て資産

上記の米国貯蓄率低下は、当然、米国人の退職後に備える資産形成に影響を与えている。SIA レポートによれば、世帯主年齢が 65 歳未満の被雇用者世帯のうち、退職貯蓄勘定(IRA、401k、その他の被雇用者年金プラン)を持っている世帯の比率は 01 年の 49.6%から 04 年には 47.9%に低下した。

DC(確定拠出年金)プラン加入率は 01 年の 38.2%から 04 年に 36.7%に低下しているし、DB(確定給付年金)プラン加入率は 01 年の 19.3%から 04 年に 18.4%に低下した。

一方で明るい材料は、退職貯蓄勘定を持っている家計については同勘定の残高が増大していることである。特に退職までの残された期間が短い 55 歳～64 歳の層の退職貯蓄勘定評価額(中位数)は 01 年の 58,580 ドルから 04 年には 83,000 ドルへ 42%も増大した。

ただしこれで十分というわけにはいかない。たとえば 06 年 5 月に 65 歳である個人が、退職貯蓄勘定を充当して 1 回払いの終身定額年金を購入した場合、現在の年金金利 5.375%をベースにすると、受取り年金額は月 653 ドル(年間 7,836 ドル)となる。この金額は 55～64 歳の 04 年の年間収入 53,400 ドル(中位数)の 15%をカバーするに過ぎないのだ。

### (2) その他の資産と収入

もちろん米国人の中には退職貯蓄勘定以外の資産も持っている人も居る。病気など不時の備えや、子供の教育資金、住宅購入資金など他の貯蓄目的のための資産もあろう。そこで米国人の退職後貯蓄の十分性を推し量るには住宅などをふくむ家計純資産を見なければならぬ。

SIA レポートは、ボストン大学の退職調査センター(Center for Retirement Research at Boston College)が開発し 6 月に発表した全米退職リスク指数(National Retirement Risk Index)を紹介している。

この指数は現役世代の何%が退職後のリスクを抱えているかを示す指標である。ここで「リスク」とは、退職後の生活水準(収入)が退職前の生活水準(収入)より 10%以上低下することを言い、また分析対象の「現役世代」を、04 年現在で 32 歳から 58 歳の年齢層(1946～1964 年生まれの「ベビーブーマー」全部と「ジェネレーション X」の年長世代(1965～1972 年生まれ))にしぼっている。

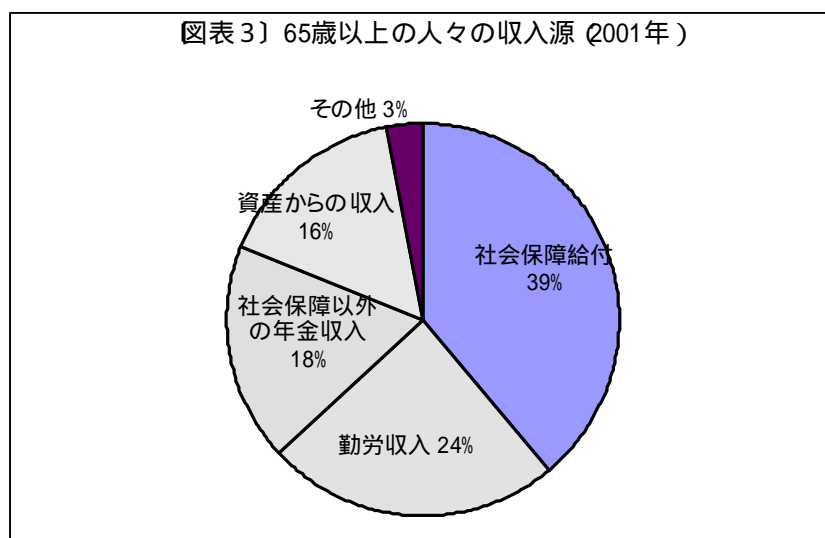
この研究によると、現役世代が 65 歳で退職し、保有資産の全部を(住宅のリバースモーゲージ化を含めて)年金化したとしても、リスク指数は 43%(=現役世代の 43%がリスクをかかえる)と計算されるという。特に若年になるほどリスク指数は高く、1946～1954 年生まれの年長ベビーブーマーのリスク指数は 35%であるが、1955～1964 年生まれの年少ベビーブーマーのそれは 44%、1965～1972 年生まれの年長ジェネレーション X のリスク指数は 49%であるという。

ただし希望はある。同研究によれば、人々がもっと長く（たとえ 2 年でも）働くことを選択し、かつ貯蓄率を 3%高めれば、就業世代の退職後見通しはかなり改善されとのことである。

### （3）今すぐやるべきこと

以上の研究は、米国のエコノミスト達が多年にわたって警告してきたことを裏付けている。すなわち米国社会の変化（平均寿命の伸長、確定給付など伝統的年金の消滅、貯蓄率の低下、公的年金の受給資格年齢の繰り下げ）の中で、多数の米国人が退職後への準備を怠っており、その結果として退職後の生活がどんなに悲惨なものになるかの認識が浅すぎるとのことである。

現に 65 歳以上の世代の収入のうち社会保障給付の占める割合は図表 3 のように平均でも 4 割近くに達している。また図では示していないが収入のうち社会保障給付の占める割合が 5 割以上という家計が全体の 65% を占めている状況である。しかも公的年金の受給資格年齢が前述のよう繰り下げられる一方、現実にはレイオフなどによって「強制」退職年齢が 65 歳以下になってしまうリスクさえあるのである。



出所)SIA Research Reports" Retirement Savings: by the Numbers"  
原典はU.S. Census Bureau, "65+ in the United States:2005"

以上の状況をふまえ SIA レポートは、今すぐやるべきこととして（イ）貯蓄が不十分であることをもっと多くの人々に認識させること（ロ）人々の非現実的な楽観を消し去ること（ハ）退職貯蓄の重要性についての教育を充実して多くの米国人の貯蓄態度を変え、それにより退職準備資産を増大させること、を挙げている。

### 3 . 米国の退職年金市場

以上のように SIA レポートは、米国人が退職準備貯蓄を一層充実させる必要があることを強調している。

そこで個人にとって重要な金融資産であり、また金融ビジネスの観点からも重要な市場である退職年金市場の動向について SIA および ICI のデータを参考に分析してみた。

#### ( 1 ) 市場規模は 1,700 兆円

米国の退職年金市場全体の規模と過去からの推移をみると図表 4 のとおりである。

( 筆者注 ) 日本の国民年金・厚生年金に相当する公的 ( 社会保障 ) 年金は、税方式による賦課方式により運営されている。積立金は多くないうえ運用は国債に限定されており、資産運用会社等のビジネス対象には入らないので、ここには記載していない。

2005 年末に市場規模は 14.3 兆ドル ( 約 1,700 兆円 ) に達しており、このうち個人が運用方法を指示する確定拠出 ( DC ) 年金・年金保険 ( 証券営業等の対象市場 ) だけで 8.7 兆ドル ( 約 1,000 兆円 ) の資産がある。

また 90 年～05 年の 15 年間の伸び率をみても、図表 4 下段 ( B/A ) のように DC 年金市場の伸びが著しく、一方、民間企業等 DB 資産は 99 年にピークをつけて減少傾向にある。

図表 4) 米国退職年金市場の規模 ( 単位 : 十億ドル )

年末	個人が運用を指示する DC 年金		民間企業等 DB	連邦・州・地方 公務員年金	変額・確定 年金保険	合計
	IRA ( 注 1 )	民間企業等 DC ( 注 2 )				
(A)1990	637	891	923	1,079	389	3,918
1991	776	1,060	1,074	1,244	420	4,574
1992	873	1,161	1,099	1,374	470	4,977
1993	993	1,320	1,213	1,522	519	5,567
1994	1,056	1,407	1,305	1,619	523	5,909
1995	1,288	1,713	1,492	1,885	570	6,948
1996	1,467	1,953	1,613	2,135	605	7,774
1997	1,728	2,335	1,783	2,478	628	8,952
1998	2,150	2,621	1,928	2,778	778	10,255
1999	2,651	2,979	2,117	3,135	878	11,760
2000	2,629	2,922	1,951	3,132	891	11,524
2001	2,619	2,655	1,723	3,114	977	11,087
2002	2,533	2,483	1,446	2,874	980	10,316
2003	2,991	3,047	1,717	3,353	1,109	12,216
2004	3,336	3,440	1,846	3,644	1,244	13,510
(B)2005	3,667	3,683	1,804	3,841	1,353	14,347
(B)円換算	433兆円	435兆円	213兆円	453兆円	160兆円	1693兆円
(B)/(A)	5.8倍	4.1倍	2.0倍	3.6倍	3.5倍	3.7倍

( 注 1 ) IRA は Individual Retirement Account ( 個人型確定拠出年金 )。

( 注 2 ) 民間企業等 DC は 401k プランなど。 ( 注 3 ) 05 年末の円換算は 05 年末の 118 円でおこなった。

出所 JSIA Research Reports " Retirement Savings: by the Numbers " より筆者作成。



次に、日本の証券ビジネス等に深い関わりがあると思われる 401k と IRA 市場を中心に近況等を述べる。

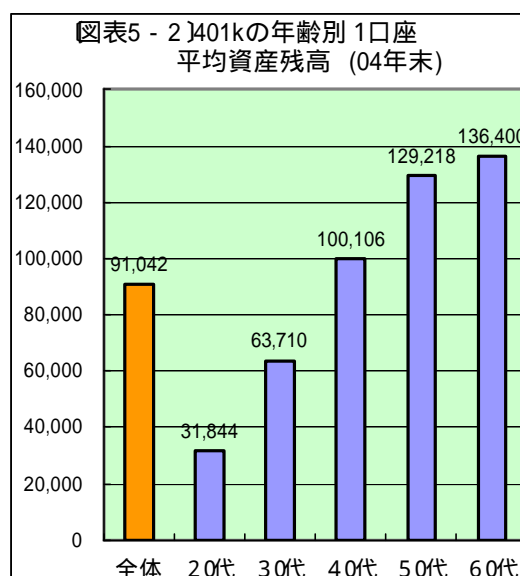
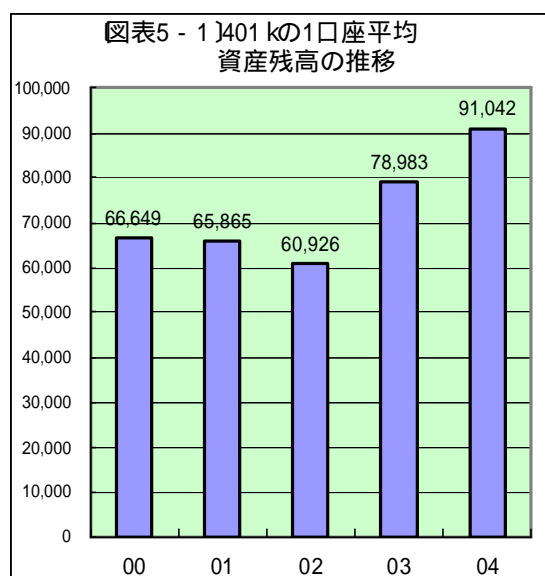
## ( 2 ) 401k 市場

### 1 口座平均残高の推移 (全体平均と年齢別)

401k 等、DC プラン全体の伸びは前掲図表 4 のとおりである。そして DC プランの代表格ともいふべき 401k の 1 口座平均残高 (時価) の最近 5 年間の推移をみると、図表 5 - 1 のようになっている。

04 年末の 1 口座平均残高は 9 万 1 千ドル (約 970 万円) に達しており、5 年前に比べ (この間に株式市況の厳しい調整があったにもかかわらず) 36% 拡大した。

また 04 年末の年齢別平均口座残高をみると図表 5 - 2 のとおりであり、60 代では 13 万 6 千ドル (約 1,450 万円) に達している。



出所 JICI "401k Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2004"

( 筆者注 ) 401k は、プランへの拠出額が税法上所得控除されるとともに拠出元本から生じる収益についても運用期間中には課税されない (受取時に一括課税する) という課税繰り延べの恩典があることは周知のとおりである。

そして年間拠出限度額は傾向的に引き上げられてきており、2000 年に 10,500 ドルであった従業員拠出限度額は 06 年には 15,000 ドル (1 ドル 115 円換算で 177 万円) となっている。さらに、50 歳以上の従業員には追加 (キャッチアップ) 拠出が認められており、その限度額は 06 年現在 5,000 ドル (57.5 万円) である。このほか企業が付加拠出 (マッチング拠出) することが可能であり、その限度額は 06 年の場合、従業員拠出と合計して (イ)

年間の従業員給与の額が（ロ）44,000 ドル（506 万円）のどちらか小さい方の範囲内である。

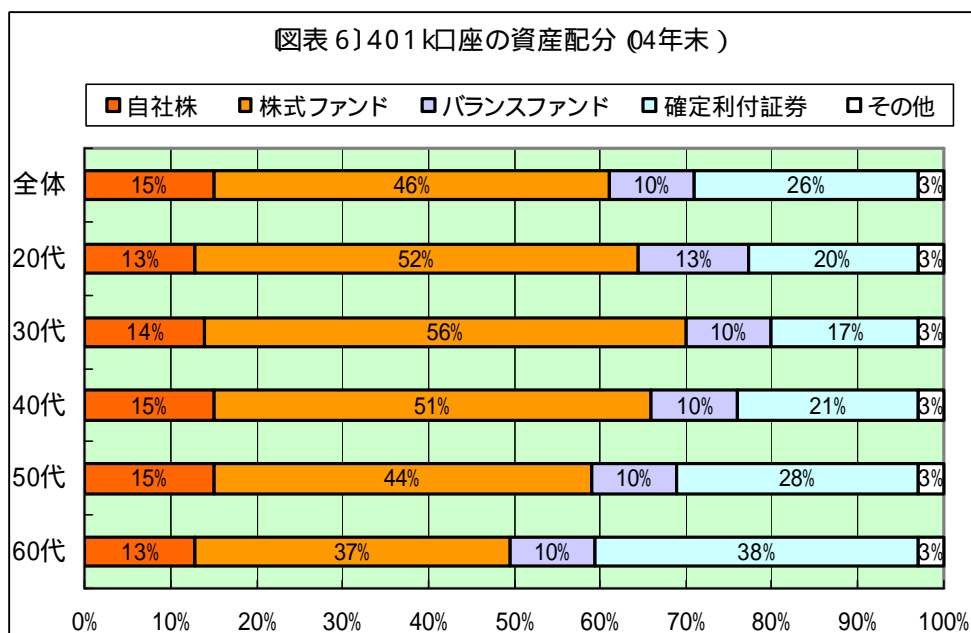
なお、日本の企業型確定拠出年金の拠出限度額は 06 年現在、（イ）厚生年金基金等の確定給付年金を実施している企業の場合で年間 27.6 万円、（ロ）厚生年金基金等の確定給付年金を実施していない企業の場合で年間 55.2 万円である。いずれも企業の拠出のみが認められ、従業員拠出は認められていない。

### 資産配分（全体平均と年齢別 2004 年）

次に 401k 口座の資産配分を全体と年齢別にみると図表 6 のとおりである。

全体では自社株と株式ファンドで 6 割を超え、バランスファンドまで含めると株式組み入れ資産が 7 割を占めている。

一方、年齢別にみると、（イ）30 代など退職までの期間（すなわち運用期間）が長い若年層では、短期的リスクはあっても長期的にリターンが高く見込める株式関連資産の比重が高く、退職時期が近づくにつれ安定資産を多くするという合理的考え方が読み取れること、（ロ）60 代でも自社株と株式ファンドに併せて 5 割投資していることが目立つ。



注) 「ファンド」には、投信のほか 銀行、生保などの合同運用証券商品をふくむ。

「確定利付証券」には債券ファンド、GIC などの安定商品、MMFをふくむ。

出所)ICI "401k Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2004"

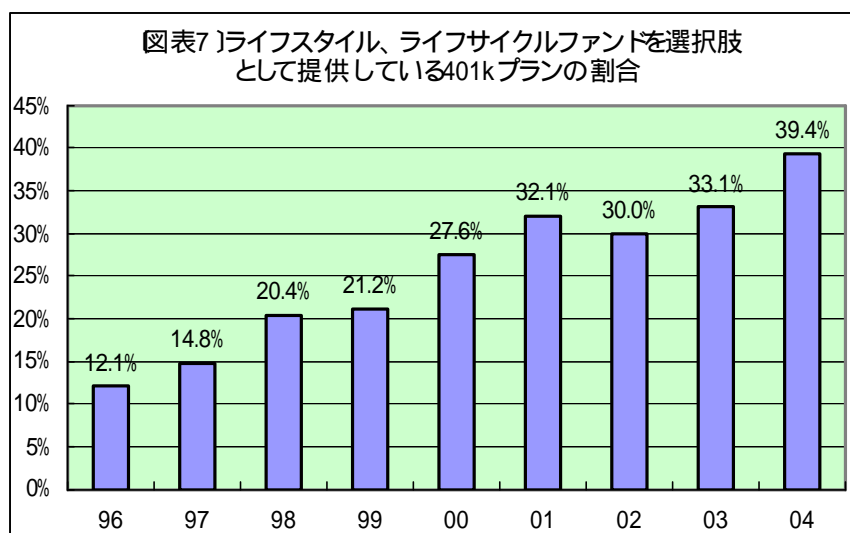
なお、最近ではライフスタイル・ファンドあるいはライフサイクル・ファンドとよばれるファンド群を従業員の運用の選択肢として加える企業がふえている（図表 7）。

ライフスタイル・ファンドとは、投信会社が資産配分の異なる数種のファンド（株式の

比重が高いファンドと債券の比重が高いファンド、あるいはその中間のファンドなど)を用意し、投資家が年齢など自分のリスク許容度の変化に応じてファンドを乗り換えていくタイプのものである。

一方、ライフサイクル・ファンドは、投信会社が投資家の退職予定時期別に(たとえば2010年、2020年、2030年など)数本のファンドを用意し、投資家は自分の退職時期に近いファンドを購入する(各ファンド内の資産配分は投信会社が時間の経過に合わせて変更していくので、投資家は何もする必要がない)タイプのファンドである。

米国の年金関係者の間では、投資知識の浅い従業員については、ライフサイクル・ファンドが投資対象として適当であると考えられるようになってきており、法的にも従業員が運用対象を指定しなかった場合には企業がライフサイクル・ファンドを指定することを認める動きがある。



出所)ICI "401k Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2004"

## (2) IRA 市場

### 制度の概要

IRA (Individual Retirement Account) は 401k ほど日本では知られていないと思われるので、まず制度の概要を述べる。

この制度は日本の個人型確定拠出年金に相当するもの(日本が確定拠出年金の導入にあたり個人型の手本としたもの)であり 30 年以上の歴史を持つ。すなわち 1974 年のエリサ (Employee Retirement Income Security Act) 制定時に導入された制度で、議会が意図した IRA の役割は二つあった。

第一は、企業年金・公務員年金等でカバーされない自営業者あるいは小企業雇用者等に

対して税の恩典のある退職貯蓄口座を提供することである。第二は、401k等の口座を持っていた人が転職または退職した場合に、それまでに積立てた口座資産を引き続き保持できるようにするための受け皿（振替）口座を提供とすることであった。

したがって、IRAの資金源は、（イ）第一に掲げた自営業者あるいは小企業雇用者等による新規拠出金、（ロ）第二に掲げた401k等口座からの振替え（ロールオーバーと呼んでいる）資金とがある。最近の資金流入額は（ロ）によるものが圧倒的に多く、実績が判明している直近2001年の場合、ロールオーバーによるものが1,871億ドル、新規拠出は98億ドルであった。

このように現在は新規拠出金の流入額は小さいが、過去において（1982～1986年にかけて）貯蓄増強の観点から企業年金でカバーされている大企業従業員などにもIRAへの拠出を認めた時期があったこと、上記のように401k等からのロールオーバーがあること（ICIの調査によると、1995年から2000年に退職してDCプランから一括給付をうけた従業員のうち、84%はその給付金をIRAに再投資していた）から、IRA資産残高は図表4に示したように05年末現在400兆円以上の規模に達している。

なお、IRAは401kと同様に、「拠出額が税法上所得控除されるとともに拠出元本から生じる収益についても運用期間中には課税されない（受取時に一括課税される）という課税繰り延べの恩典」があるが、この従来型IRAに加え、97年には「拠出額は所得控除にならないが、収益は受取り時にも非課税」（日本のかつてのマル優と同じ）という新しいIRA（推進者の名を取ってロスIRAと呼ばれる）も創設されている。

### **拠出限度額**

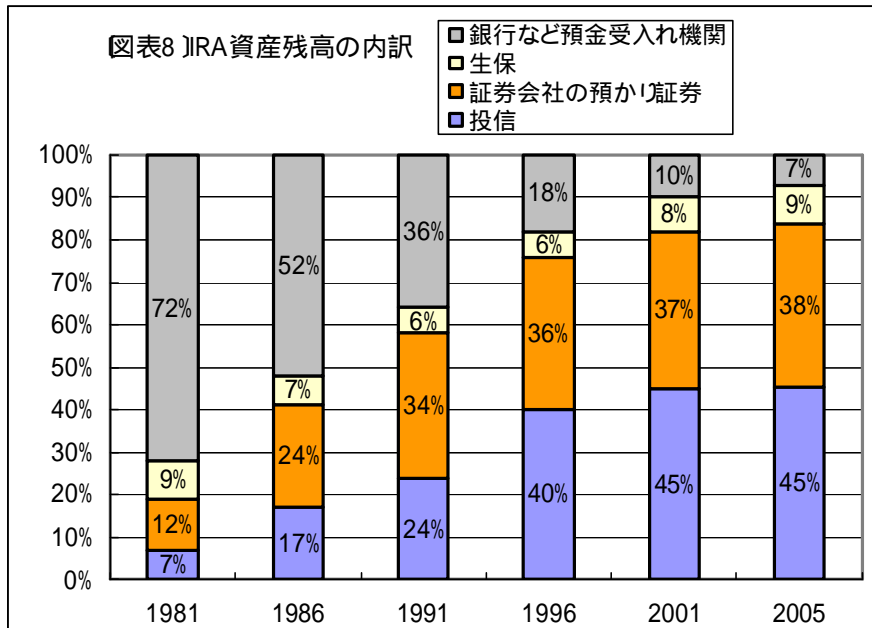
自営業者・小企業雇用者等による年間拠出限度額は、06年現在年間4,000ドルである（50歳以上の個人はキャッチアップ拠出がプラス1,000ドル認められ合計5,000ドルまで拠出可能）。この限度額は従来型のIRAとロスIRAの合計に対して適用される。

### **資産配分**

IRAの1口座平均残高は、ICI調査によると04年現在で従来型IRAが76,000ドル（中位数は24,000ドル）、ロスIRAが28,100ドル（中位数は8,600ドル）であった。

そしてIRA口座の資産運用にあたって投資家がどのような選択をおこなってきたかを長期的にみると図表8のとおりである。80年代初頭には銀行預金のシェアが7割以上と圧倒的に大きかったが、現在では銀行預金シェアは7%に激減している。代わって現在は投信が45%を占め、これに証券会社のIRA専用口座の預かり証券（株式・債券等）残高を合わせると83%が証券で占められるに至っている。

その理由としては、米国投資家の間に「退職後に備えるという長期の資産運用にあつては、短期的なリスクはあっても長期的に高いリターンが見込める株式など証券が適している」という認識がゆきわたったことが挙げられよう。



出所) Appendix: Additional Figures for the EBRI/ICI Participant-Directed Retirement Plan Data Collection Project for Year-End 2004

(以上)