

アメリカの金融システムと家計

磯谷 玲

はじめに

ただいま御紹介にあずかりました磯谷でございます。

今日は、「アメリカの金融システムと家計」ということでお話しさせていただくわけですが、まず最初に、私がなぜ家計ということに関心を持ったのかということを簡単にお話ししておきたいと思います。

もう一〇年ぐらい前になりますけれども、本を

書きました。八〇年代の半ばというのは、アメリカの国際競争力は衰退して、もうだめである。

『ジャパン・アズ・ナンバーワン』という、今となっては懐かしいような、恥ずかしいようなタイトルの本も出しましたが、そういう状況でありました。

九〇年代に入ると、今度はアメリカが劇的に復活したといわれ、日本は御存じのように「失われた一〇年」というような時代になるわけですが、こういう要因がそういうアメリカの復活を可能にしたのかということに関心を持ちました。私の答

えは、その当時、家計部門は株式を売り越しておりまして、かわりに年金資産をどんどん積み増していったわけです。後でも、フロー・オブ・ファインズのデータで見ることにしたいと思いますけれども、年金資金に流れ込んでいった資金が、新興企業等への積極的な投資を可能にした、その結果アメリカ経済は「復活」したというのが、私の考えた図式ということになります。

この点と関連して考えなければいけないことは、昨今、サブプライムということで大変大きな話題といえますか問題になっているわけですが、振り返ってみますと、九七年のアジア通貨危機ですとか、九八年のロシア危機、あるいは直接金融絡みではなかったかもしれませんが、エンロンやワールドコム破綻といったことが、ここ一〇年、二〇年の間にたび重なって生じてくるといふことがあります。

こういうことがなぜ生じてくるのかということは大変難しいことですし、成長と破綻という路線がいけないのかどうかということも即断できないことだというふうには思います。成長の活力を生かしながら、調整対応能力を十分に引き出すということができれば、そういうこともいいのかもしれない。

ただ、私がいいますに、そういうたび重なる金融危機というものの一つの要因は、ファンド資本主義と呼ばれるような、巨大なファンドが巨額の資金を動かすということにあるように思います。というのは、巨大ファンドが多様かどうかということ自体が難しいことかもしれませんが、競争環境の中で、多様性というのが失われているのではないか、あるいは失われつつあるのではないかという考えがあります。本来、株式市場とか一般的に市場というのは、多様な価値観なり、価値判断

なりのぶつかり合いの結果として、社会的な最適解といえますか、最適な方法を見つけるといふところにその機能があると思いますので、今後考えなければならぬ大きな問題であると思います。そういうことも含めて、家計の行動ということについて考えてみたいというように考えている次第です。

以後のお話ですが、まず、家計の資産保有の状況についてアメリカの連邦準備制度のデータにもとづいて、みていきたいと思います。

それから、二番目には、「アメリカの金融システムの概況と動向」という、大変大きなタイトルで申しわけないんですけども、家計の行動と相互作用がある問題として、金融機関とか制度の問題があると考えていますので、そういう点から、アメリカの金融システムについて、これは銀行を中心としたということになると思いますが、お話

ししたいと考えております。

それから、三番目には、多分に思いつきの域を出ませんけれども、我が国への示唆もしくは含意ということ、どういうものがあるのかということを考えてみたいと思っております。

多少なりとも皆さんの御参考になることがあれば望外の喜びでありますし、また忌憚のない御意見をいただければ大変ありがたく存じます。

一、家計の資産保有の状況

まず、家計の資産保有の状況について、Survey of Consumer Finance というデータに基づいて、幾つかその特徴を見てみたいと思います。

Survey of Consumer Finance というのは、御存じの方も多いかと思いますが、アメリカの連邦準備制度が収集して公表している調査の一つで、三

年ごとに実施されております。幸か不幸か、二〇〇七年が調査年でありまして、今調査が進行中ということですので、今日お話しする中身は三年前のデータあるいは三年前までのデータということになりまして、若干古いという感は免れないのですけれども、ここ二〇年ぐらいの傾向については確認できるのかなと思っております。

それから、Survey of Consumer Finance は、インタビュー調査あるいはサンプル調査ですので、金額については、全体的な調査とはずれがあります。誤差というんでしょうか、ずれがありますので、金額が幾らかということではなくて、傾向を見るということに重点を置きたいと考えております。

それから、本来は日本語に直して、何とか統計とか何とか調査と言うべきだと思うんですけども、Consumer Finance というのは、私のつたな

い英語力でやると、「消費者金融」ということになる。「消費者金融」というのは、既に別の意味で使われていますので適当でないですし、「消費者信用調査」という言い方もされますが、それもどうなのかなということで、原文のまま使わせていただきました。お許しいただきたいと思えます。

ここでは、所得区分による特徴、学歴、就業形態という三つの区分をみていきたいと思います。

(1) 所得区分による特徴

次の資料「資料3頁」（文末参照）に行ってくださいまして、最初に所得区分の特徴を見たいと思っておりますが、所得の区分は、以下の六段階で行われております。六分位というんでしょうか。日本の総務省が行っております家計調査ですと、五分位ということですが、かつては Survey of

Consumer Finance も五分位で行っておりまして。それより前はパーセンタイルではなくて、実額の区分で行われていた時期もあります。

アメリカの統計一般に言えることかもしれませんが、余り時系列の整合性というのを考えませんので、通時的な比較というのは難しい面があるのですが、今回はFRB自体が、二〇〇四年のドル価値に換算した通時のデータを用意しておりますので、それを使っております。⁽¹⁾

以下見ていただくグラフですと、それをそのまま、申しわけないですが張りつけましたので、凡例が全部英語のままなんです。見づらくて申しわけないんですけども、所得区分ということで、1が二〇%未満ということ。全体の所得の中で、低いほうの二〇%というふうにお考えください。2が、同じように二九・三九・九。二一%～四〇%未満の所得階層というふうにお考えく

ださい。4までは二〇%刻みで来るんですけども、5と6が一〇%刻みで区分されております。したがって、6が、所得区分では一番高いグループになるということになります。

①所得額（所得階層別）

最初に、所得額を六分位で分けたといっても、一体どれくらいの所得があるのかということがイメージとしてありませんとわかりづらいのかなというところで、所得額を示しておきました「資料4頁」。

これは所得階層別、先ほどお話した六分位のそれぞれがどれくらいの所得を得ていたのかというところを、八九年から三年刻みで二〇〇四年まで追ったグラフということになっております。右下に「中央値」というふうに書きましたけれども、FRBのデータ自体は、中央値と平均値と両方公

表されておりまして、あと年金のところですか、平均値を出すところもあります。傾向としては、平均値のほうが高い金額で出てまいります。

どちらを使うのが適当なのかということはありますが、ここではとりあえず中央値ということですからありますので、そのように御了解いただければと思います。

所得額自体は、八九年に、一番高いグループが一五万ドル強という水準でありましたが、その次が八万ドルという形になっております。時間の推移とともに、一番上位のグループはかなり右肩上がりで所得がふえているということが見てとれるわけですが、それ以外の二番目、三番目のグループについては、緩やかに上がっていますけれども、伸びは一番上のグループほどではないということが、このグラフからおわかりいただけるかと思ひます。ただ、この差は、後に見る資産額と比

較してみますと、まだ緩やかなほうだというふうに言えるかと思ひます。

②資産額（所得階層別）

資産額を比較したものが、次のグラフ「資料5頁」ということになります。

先ほどのグラフと見比べていただきますと、一番上の所得グループは、九五年ぐらいから大変急激に資産の額がふえておるわけで、上位のグループは九五年以降資産額を積み増してきたというところが、このグラフからわかるのではないかと思います。

ちなみに日本の貯蓄高の格差と比較してみますと、これは平成一八年の数字ですけれども、一番高いグループと低いグループの格差は、日本の場合には四倍と言われております。

一番低いグループは、比較のしようがないくら

い低いのですけれども、比較的中位だと思われる
ところでも、二〇万ドル。それから、一番上は一
二〇万ドルということですので、六倍の格差があ
る。ですから、日本と同じように、最上位と最下
位のグループを比べると、格差構造自体はもつと
広がっているといえますか、大きいということが
言えるかと思っています。

③金融資産（所得階層別）

先ほどは資産全体の大きさですが、金融資産額
も、同じように最上位のグループがかなり大き
く、以下、二番目のグループを含めてほぼ団子状
態というんでしょうか、下のほうに固まっている
という状況が、このグラフ「資料6頁」から見
てとれると思います。

④純資産（所得階層別）

それから、純資産というのがあります「資料7
頁」。これは資産から負債を引いたものというこ
とで定義をされておりますけれども、これも同じ
ように、最上位のグループとそれ以下との格差が
広がっているということがここからわかります
し、それから、二番目と三番目のグループにつ
いても、一番目と二番目以下と比べるとかなり小
さいわけですが、差が広がっていると言えら
かと思
います。

今の純資産の中央値ですね。あるグループの真
ん中の人の値ということになりますが、めくって
いただいたもの「資料8頁」は、今度は平均値で
す。平均値ですと、金額自体はかなり高くなりま
す。

例えば、先ほどの中央値のグラフですと、二〇
〇四年の最上位のグループの純資産は九〇万ドル

だったわけですが、平均値のグラフですと、二五〇万ドルという形になります。もちろんこれは、先ほどお話ししたように全量調査ではありません。サンプル調査ですので、全体を調査したときに、こういう額になるかどうかということとは全く断定できないところではありますが、平均値と中央値で言いますと、これぐらい差がある。つまり、同じグループの中でも、持てる人とそうでない人の差はかなりあるということが、ここから言えるのではないかと思います。

⑤自家用車（所得階層別）

今まで資産額、金融資産の額、純資産額というのを見てきましたけれども、今ごろいいたたいある資料「資料9頁」は、ここでは「自家用車」と訳したのですが、原語が「ビークル」ですので、移動手段ということですね。ただ、アメリカ

ですので、自動車が多いのではないかという勝手な思い込みで、「自家用車」というふうにさせていただきます。そういう意味で正確ではないかもしれませんが。

自家用車という区分で見ると、一番上のグループが、二〇〇四年で三万ドルを少し超えたあたりだと思えますし、実はそう大きな差はないわけです。差というのは、金融資産のところに集中的にあらわれているのではないかということになります。

⑥株式保有（直接および間接）（所得階層別）

次に、金融資産の中でどういう資産があり、どういう傾向があるのかということを見ていきたいと思いますが、これ「資料10頁」は株式保有ですね。「直接および間接」と書いてありますが、直接というのは、各個人が株式を直接保有している

場合のことを指しているわけです。間接というのは、年金とか生命保険とか、いわゆる機関投資家を通じて株式を保有している分のことを指して言っております。

家計から株式に、究極的にどれくらいお金が流れているのか、あるいはその裏返しということになるかと思いますが、家計はどのくらい株式を保有しているのかということを示すデータというふうに考えられるかと思いますが、これを見ていただと、九五年の段階で、一番下位のグループが最上位のグループの次に来ている等、どう解釈したらいいのかわからないところが若干あるのですけれども、ここでも先ほどと状況は余り変わっておりませんで、最上位のグループは、九五年から急激に株式保有を拡大した。拡大というか、保有資産として拡大したということが見てとれるかと思いません。

二〇〇一年から二〇〇四年にかけて、今度はかなり減ったわけですが、これが二〇〇七年の調査でどうなるかというところは、一つ注目すべきところだと思います。後ほどフロー・オブ・ファンズのデータのところで見ることになるわけですが、家計部門は株式をかなり売り越している、減らしているというデータがありますので、場合によっては、引き続き減るのかなというふうには予想はしておりますけれども、どうなるかわかりませんが、注目すべきところではあるかなと思っております。

⑦ミューチュアルファンド（所得階層別）

次にミューチュアルファンドです「資料11頁」。これも中央値ということとっております。ミューチュアルファンドは、他の金融資産と比べると、もちろん第六分位、一番上のグループの保

有額が群を抜いて大きいという特徴は共通してあるわけですが、それ以外のグループの推移で見ますと、かなり順位の入れかえがあります。

自家用車のところで見たように、所得に応じてきれいに階層ができています、あるいはグループ・ビンができていますというわけではありません、順位の入れかえがかなりあるところがあります。これは推測にすぎませんが、家計部門の資産保有の入り口としては、ミューチュアルファンドというのが一番近いのかなと思います。年金も同じように近いと思いますけれども、ミューチュアルファンドのほうが近いので、各所得層で購入したり、あるいは売却したりという入れかえが激しいのかなと推測しております。

ただし、上から二番目以下のグループはそういう特徴がありますが、第一分類の最上位の所得を取っているグループの伸びが大変目立つというの

がここでも確認できるかと思えますし、他の金融資産に比して、これもまた群を抜いて大きいと見ることができかなと思っております。

⑧居住用住居（所得階層別）

今までは金融資産のお話でしたけれども、次に見ていただくのは居住用の住居です「資料12頁」。プライマリーレジデンスということで、人に貸したり、あるいはセカンドハウスとして保有したりするものを除いてあるといえますか、そういうものでない、主に居住をする住居ということで調査が行われているわけです。

八九年から九五五年にかけて資産額が減っておりますが、そこからまた増加しているということが見てとれますし、ほかにも、金融資産のところのグラフを見返していただくとわかるかと思えますが、居住用住居の場合には、自家用車とほぼ同じ

ような傾向があつて、確かに格差はあるのですけれども、一番下の最下位の所得グループでも、やや右上がりという傾向が見てとれますし、上から二番目、三番目のグループでも、一番上のグループには及ばないわけですが、緩やかな上昇傾向が見てとれるというところがあります。

非常に直近といえますか、サブプライム問題が露見した以降はどうなっているかということは別として、多分この傾向は二〇〇七年にかけても続いていて、住宅ブームなり、住宅バブルであつたということを示すものかと思っております。

⑨負債（所得階層別）

負債は、所得に応じてということで、こんな感じになっています〔資料13頁〕。

⑩株式（公に取引されている）保有（所得階層別）

株式で、publicly traded stock というのが、どこまでを意味するのかちょっとわかりませんでしたので、「公に取引されている」というお恥ずかしい訳を当ててありますけれども、株式全般ではなくて、取引されている株式はどうかということです〔資料14頁〕。

これも、八九年では、なぜか一番下のグループが最も保有しているということになっておりまして、非常にでこぼこがあるのですけれども、そのあたりはどういうことなのかということはちょっとわかりかねます。

ただ、これもミューチュアルファンドと同じような傾向があつて、一番上のグループが断トツに保有していることはすぐわかるのですが、二番目以下のグループについては、かなり錯綜し

た状況になっていると言えるかと思えます。

⑪生命保険資産額（所得階層別）

それから、生命保険の資産額というのを次に示しておきました「資料15頁」。これも同じ傾向というふうに言っているのかと思います。

⑫年金保有率（所得階層別）

次に年金保有率というのがあるかと思うんですが、けれども、これは各所得階層で、「年金を持っている」という言い方がいいかどうかちょっとわかりませんが、年金を持っている比率を示したものです「資料16頁」。

上位のほうですと八割〜九割ということになりますし、三番目ぐらいまでは半分あるいは七〇％という数字が出てきますが、下のほうは一〇％に満たないとか、五〇％には遠いという数字になっ

ております。

少し前の調査ですが、G A Oの調査では、アメリカのプライベート・ペンションの保有率というのは、全体では労働人口の五〇％強という数字であつたと思いますので、所得ではなく、全体として見た場合には、約半分強の人しか、プライベート・ペンションがないということになります。

プライベート・ペンションは「民間年金」ですが、少し説明が要るかと思いますが、アメリカの場合には、連邦政府のやつております社会保障基金以外のものについては各企業が準備をするということになっておりますので、年金のある企業、ない企業というのが同時に存在しているということになります。

⑬年金資産額（所得階層別）

次「資料17頁」が、資産額で見たものですが、資産額の推移は、ミューチュアルファンド等々と同じような形になっておりまして、一番上のグループが群を抜いている。それから、二番目も、ここではかなり群を抜いた存在になっているということができるかと思えます。

年金については、アメリカの年金は、もう確定拠出のほうが多いということがよく言われるわけですが、雑誌というのか新聞というのかわかりませんが、「ペンション・アンド・インベストメント」というのがありますが、そこが毎年年金基金のサーベイをしておりますけれども、それによると、トップ二〇〇の年金基金の場合には、約八割が確定給付、確定拠出が二割という形になっております。これは資産額で見た数字です。

最上位の人が大手の企業に勤めていて、かつ大

手の年金プランに加入しているかどうかということとは確認できないわけですが、この一番上のグループあるいは二番目のグループが大手企業に属している、あるいはトップ二〇〇の年金プランに加入しているということを仮定すれば、かなり高い確率で確定給付型のプランを持っていることが推測できるのではないかと思います。

それから、年金資産額のところでもう一つ申し上げておくことは、ヘッジファンドのことです。ヘッジファンドは、二〇〇一年にはほぼゼロだったわけですが、二〇〇五年には三〇〇億ドルぐらいの投資額になっています。年金基金が、ヘッジファンドに三〇〇億ドルぐらいを出しているという形になっております。

ただ、トップ一〇〇〇の資産額というのは、二〇〇五年で五兆九八六一億ドルということになっておりまして、トップ二〇〇のほうは約四兆五〇

〇〇億ドルということになっておりますので、そのうちの三〇〇億ドルというのは小さいということとはできるかと思いますが、三〇〇億ドルは大きいというふうに考えることもできますので、どう評価するかということは難しいのですが、年金も競争環境というのがありますので、互いに他の年金プランに負けない、引けをとらないために、より高いパフォーマンスを求めざるを得ないというところがありますから、そのパフォーマンス向上の一つの手段として、ヘッジファンドへの投資額をふやしているということがあるのかなと思います。

(2) 学歴区分による特徴

学歴区分による特徴ということでも見ていきたいと思いますが、学歴区分は四区分です〔資料18頁〕。一番が非高卒。高校に入ったが、卒業しな

かったというグループです。二番目が高卒です。四番目が大卒ということになります。三番目が“Some college”と書いてありますが、これは私もいろいろ尋ねてはみたんですけど、結論から言うときよくわかりませんでした。米国大使館のレファレンス資料室というのがあります。そこにお尋ねしたら、大学には行っているけれども学士号を持っていない人、つまり卒業していない人ではないかというお答えでした。在外経験の長い人に聞きましたら、短大ではないかというんですが、ちょっとそのあたり確認できなかったもので、“Some college”のまま載せさせていただきました。

所得別のデータがありますけれども、学歴別でいろいろ比較をして、容易に予想ができることではあるのですが、学歴の高いほうが所得が高いということになっております〔資料19頁〕。

次が純資産額ですね〔資料20頁〕。これも学歴

の高いほうが群を抜いている。多分、大卒という区分の中には、大学卒と大学院卒という二つの区分があるはずで、それを区分すれば、もう少し違った結果が出てくるのかなと思いますけれども、大卒区分が圧倒的に多いわけです。

次に「資料22頁」年金資産額がありますが、大卒の区分、家計調査ですので、「家長」という言い方は若干いけないのかもしれませんが、家長の学歴という区分ですけれども、九五年以降非常に高いペースで伸びているということがここから見とれるかなと思います。

時間がありませんので、申しわけないですがちょっと急がせていただいて、学歴別の平均の資産額でも同じ傾向です。株式保有でも同じ傾向が見れると言っているかと思えます。

(3) 就業形態区分による特徴

それから、就業形態区分による特徴も、従業員、自営、退職、無職という四つの区分で行われております。

申しわけないんですが、時間の関係でここは割愛させていただきますと思います。

二、資金循環勘定からみた家計の資産保有の状況

家計の資産保有の状況、今までは Survey of Consumer Finance のデータに基づいて見てきたわけですが、日本でも資金循環勘定 (Flow of funds Accounts。以下 FFA) というがあります。FRBの統計では、そこで家計部門のフロー、それからストックの数字が出ておりますので、その数字をもとに動向を見ていきたいと

思います。

ただ、お断りしておかなければいけないのは、この次のグラフ「資料29頁」と次の次のグラフ「資料30頁」は、それぞれF F AのテーブルF 100とL 100を使って作成しましたが、それぞれ、家計部門と同時に非営利法人も含まれた数字になっております。ですから、非営利法人の分を差し引いた数字がわかると、それが本当の家計部門の数字ということになるわけですが、F R Bの統計ではその点は考慮されておりませんので、非営利部門も含んだ数字ということでお考えいただきたいと思います。

それから、フロー・オブ・ファンズのほうは、先ほどのConsumer Financeとは違っていて、全量調査ですので、金額がきちんと出てまいります。

家計金融資産の推移、フローで八〇年～二〇〇

七年までというグラフがあります。これがお手元のグラフだと薄いグレーの線がわかるかと思うんですが、薄いグレーの太い線が、定期預金と言ったほうがいいのかもしれませんが、有期預金です。それから、三角形のマークがついているのが株式。四角のマークがついているのが年金ということになります。

フロー・オブ・ファンズでは、それぞれの金融資産、先ほど見たような生命保険とかミューチュアルファンドといったことも含めてデータが出ておりますが、グラフにすると大変見づらくなりますので、ここではこの三種類ということでグラフ化してあります。マイナスになっている部分が株式です。〇三年以降最も大きくてジクザグのものが有期預金です。残ったものが年金ということになります。

このグラフからどういうことが言えるのかとい

うことですが、一つは、家計部門というのは、株式を継続的かつかなり大規模に売り越しているということですよ。八〇年代半ばに少しマイナスのところがあるんですけど、ここから若干回復して、以後、でこぼこはありますが、大規模売却、こういうラインになっているというふうに読めるのかなと思っています。

有期預金も、ちょっとグラフで見づらいのですが、けれども、九〇年から九五年、九六年にかけての時期というのはちょうどこの線だと思えますが、マイナスになっておりまして、この時期というのは、銀行からも離れ、株式の直接保有からも離れて、年金にというような特徴が見れたわけです。

直近では、この辺ですけれども、年金への資金流入というのが若干細ってきて、有期預金が非常にふえたということが言えるわけです。ただ、これをどういう理由でこうなったのかということ

がよくわかりませんで、ここでは事実を申し上げておくにとどめておきたいと思います。

それから、このグラフでも次のグラフでも出していないのですが、住宅資産の取得と金融資産の取得ということで比較をしますと、これはお配りしなくて申しわけなかったんですが、九〇年の段階では、金融資産のネットの取得額の方が住宅資産の取得額よりも大きいのですが、その後、金融資産の取得額、これは全部ネットですけれども、これらは減少してきて、九八年以降はマイナス傾向になっております。

ひきかえて、住宅資産のほうはずっと伸びておりまして、二〇〇六年まで右肩上がりです。伸びておりました。ただ、二〇〇六年から二〇〇七年にかけては、若干下降傾向は見てとれます。今お話しした傾向は、多分この株式の売却を反映していると思えるのですが、そういう点もあるということ

はつけ加えておきたいと思います。

この間の大きな事件といえますと、例えば二〇〇〇年から二〇〇一年にかけては、ハイテクバブルがはじけるということがありまして、この辺の大きな下げはそういうことを反映したとも考えられますが、そのあたりはよくわかりません。

次にストックのグラフがあるかと思えます「資料30頁」。これも細かなグラフで大変申しわけないのですが、太い何のマーカーもついてない線が預金です。それから、それより若干薄い太い線が有期預金ということになっております。預金の中に有期預金が含まれた金額になっておりますけれども、そういうふうに分けております。それから、三角形のマーカーがついているのが株式、四角のマーカーがついているのが年金で、残っている一本がミューチュアルファンドということになります。

二〇〇〇年くらいまでは株式も年金もほぼ軌を一にしてといえますか、拡大傾向を続けてきたわけですが、それ以後、株式はこの線ですので、急落して若干戻しているという形になります。年金のほうはこの線ですが、ちょっと下がって、以後またふえているということになります。直近では、預金の保有額が株式の保有額を抜きまして、有期預金ではまだですけれども、ミューチュアルファンドも同じぐらいになっているという形になっております。

これまで見たところをまとめて言いますと、一つは、家計の構造としては株式の直接保有の減少というのがあったということです。その代替として、年金とか他の金融資産あるいは住宅への投資が拡大したということが言われているかと思えます。

このフロー・オブ・ファンズのほうで確認でき

る傾向と、先ほど見ました Consumer Finance のほうで確認できる傾向というのを重ねてみますと、Consumer Finance のほうでは、一番所得の高いグループが、保有も群を抜いていたという傾向が見てとれたわけですが、そこからすると、売却している主体も、所得額の高いグループあるいは学歴が高いグループというふうに推測するのが妥当なのかなと思います。

それから、直近のというか、傾向的にはかなり長い傾向ですが、預金の上昇、増大ということで、なぜかということはよくわかりませんが、事実としてはこういう傾向があるということですから、先ほど申しました住宅への投資の拡大ということがあります。こういうところが家計部門の特徴ということであるのかなと考えております。

三、アメリカの金融制度改革の概況

金融制度改革の概況というところ「資料31頁」で、三つ「撤廃」という言葉を並べました。預金金利規制の撤廃、業態規制の撤廃、州際規制の撤廃ということですね。

預金金利規制については、八〇年の金融制度改革法によってプロセスが決定をされて、実行されたという形になっておりますし、業態規制については、一九九九年のグラム・リーチ・ブライリー・アクト（ブライリー法）で、これもプロセスが決定されて、実行されたということになっております。

それから、州際規制は、九四年にリーグル・ニール法ができて、州域を超えた支店設置を

解禁したという形になっているわけです。

(1) 制度改革の要因

こういう制度改革の要因として、従来指摘されてきたことを、ここでも確認ということで挙げたわけですが、一つは、七〇年代あるいはそれ以前のインフレあるいは八〇年代初頭の高金利という経済環境が指摘をされていると思います。

二番目に書いたことですが、業態間の競争激化ということが言われていると思いますし、この一番目と二番目の要因を合わせた形で、「デイスインターメディエーション」という言葉を使って議論されたことがあります。

それから、基本的な要因としては、経済成長の鈍化、安定成長への移行ということで、これは銀行から見た場合という形になるのかもしれないませんが、優良顧客が離れていく、銀行からお金を借り

ずに、証券市場で資金調達をするという形が進んでいったということが要因として挙げられていると思います。

四番目としては、今見てきましたような会社の資産選択行動の変化という要因が指摘できるのではないか。ただ、最後で見ましたように、このところの傾向としては、預金額、資産保有に占める預金の比率というのも上がってきていますので、そこをどう見るかということはあるかと思います。

金融制度改革という点では、八四年の、J. P. モルガンが発表した「グラス・ステイガー法再考」という論文が有名です。

この論文の基調は、次のようなものでした。

(一) 銀行は規制でがんじがらめに縛られているので、思うように収益が上げられない。収益を上げられないと、金融システムが安定しない。(二)

銀行が証券市場へ進出することによって競争を刺激する。そのことで企業なり公衆の利益が得られる、(三) 進出で収益源を確保すれば、銀行システムが強化される。(四) グラス・ステイガル法が制定された大きな理由としては、利益相反なり地位の乱用ということがあつたわけですから、それは現行法規で対応できるはずだということと、グラス・ステイガル法が制定されるもとなつた国内委員会等の調査は事実誤認であるという主張がなされました。全体として、銀行が証券市場に進出して、金融システム不安とか不正というのがもたらされるというおそれはないのだというのが、モルガンの主張であつたわけです。

(2) 制度改革の歴史的要因

モルガンがそういう主張をするようになった背

景をもう少し歴史的に考えますと、一つは、非常に厳しい銀行規制があつたことがあるかと思ひます。ユニット・バンキングは、「単店主義」と訳されていると思いますが、各州で支店設置を認めないという法規制です。御存じのように、アメリカの州はかなり広いですが、どんなに広い州でも支店を認めない。支店が認められない以上、営業基盤というのはある一定の範囲に限られてしまうわけですので、そういう点があつたと思ひます。

それから、他州への支店展開についても、同様の厳しい規制がありました。これは一つは、一番下に書いてあることですが、連邦制、連合国家であるということ、現在では連邦政府の力のほうが強いというふうに言っているのかもしれませんが、これらの規制ができた当時は、州の独立性あるいは州の自立性というのが非常に強い時代でし

たので、そうした連邦制ということから、他州への支店展開が禁止をされるということになったのかなと思っております。

先ほどモルガンの「グラス・ステイガル法再考」という論文を御紹介しましたが、これは皆さん御承知のことだと思いますが、グラム・リーチ・ブライリー法で、それまでFRBの行政的裁量ということで進められてきた制度改革というのが、一応一段落したという形になりました。金融サービス持株会社ということで、各銀行あるいは銀行持株会社は、多様な金融サービスに進出をするということになったわけです。

モルガンの主張では、銀行が収益源を確保すること、あるいは多様な業務範囲に手を出して収益を増すことが、金融システムの安定に寄与するというふうに主張されていたわけですし、これらの制度改革の一つの理由は、銀行の収益源の確保と

いうところにあったと考えています。

(3) 多角化に対する評価

ただし、最近の実証研究では、多角化の利益という点では意見が分かれておりまして、必ずしも当初企図されたような、あるいはモルガンが主張されたような状況というのが、アカデミックな研究のほうでは確認をされているわけではないという状況があります。

否定的評価のほうの代表的論者でスタイロという方がおられますが、スタイロとランブルが共著で発表した論文の内容を紹介しておきます⁽²⁾。

彼らは、一九九七年～二〇〇二年までの期間に、約一八〇〇の金融サービス持ち株会社を対象とした調査を行いました。その結果としては、多角化の利益というのは確かにあるけれども、同時にボラティリティが大きくなるので、収益の安定

には寄与しないという結論でありました。もちろんこの期間には、LTCMの危機といえますが、問題も生じたわけですので、そうした影響があったと考えられますし、これは彼ら自身が論文の中で言っていることですが、あくまで平均的な話である。ですから、モルガンチェイスとかシティがどうという話ではなくて、平均的に言うと、銀行収益の安定には寄与していないという話であったわけです。

ですから、先ほど見ましたように、アメリカの金融制度というのは、この一〇年あるいは二〇年で非常に大きく転換をしてきたわけですが、それは法制度の改正としては、GLBA（グラム・リーチ・ブライリー法）で決着がついたといえますか、一段落ついたと思うわけですが、現実的にはまだ決着がついたというわけではないと考えております。

四、銀行をめぐる経済的要求

今述べたことと関連して、現在の銀行をめぐる経済的要求ということで、どういうものがあるかということ很简单にみておきたいと思います。一つは、決済システムの安定あるいは決済サービスの安定供給ということですね。銀行というのは、申し上げるまでもないことだと思いますが、個人、企業を含め、非常に多数の経済主体とかかわりを持っているわけですので、安定した決済システムが確保されるということは、銀行あるいは金融のみならず、経済全体の要求になっていると考えることができるかと思えます。

決済システムの安定という点では、例えば制度改正という点では、FDICの改革とか強化という手段を通じて安定化を図るという試みもこれま

で行われてきたことであります。御存じだと思いますが、一応つけ加えておきたいと思います。

そういう決済システムの安定という要求がある中で、ではその安定はどうやって確保されるのかというと、先ほど言ったような法制度上の対応ということとはもちろんありますが、基本的には、銀行収益の安定もしくは銀行収益が上がることによって担保されるという構造になっているわけです。決済サービスは経済全体にとって不可欠の、いわば「公的な」性格が強いわけですが、それは銀行という私企業のあげる利益によって担保されるという構造になっているわけです。銀行収益が安定するということは、非常に間接的な話ですが、けれども、決済システムの安定ということで、全経済的な影響、波及効果があることであるということも、また一つあるかと思えます。

しかし、同時に、自由かつ多様な資産選択とい

うのがあるわけで、これは先ほど見たように、例えば家計部門は株式を売却したり年金をふやすというようなことを、自己にとってそれが一番よろうということで行うわけですから、他方で銀行収益とか決済システムの安定という経済要求があったとしても、これを変えることはできないという事情があります。あるいは、自由かつ多様な資産選択という経済要求は変えることができないものとして存在していると考えるべきだと思います。

最後に、これも今申し上げたことと同じような意味合いですが、特にアメリカの場合には、競争的環境の維持ということが非常に大きな政策的テーマになっているという面があります。近年は大規模金融機関の誕生を行政当局が認めるということもありまして、往時ほどではないと思えますけれども、独占の否定、独占的な企業の否定とい

う流れはあるかと思っています。その結果、歴史的には銀行の収益源というのは縮小を余儀なくされてきたということがあります。

アメリカの銀行あるいは決済システムという点で考えてみますと、こういう多様なあるいは相矛盾したような要求が現在もあると考えるべきではないかと思っています。したがって、制度的には一応一段落ついたという形になっておりますが、アメリカの金融システムをめぐる問題というのは、これからもまだ出てこざるを得ないだろうと思いますし、そうしたものの一つとして、今回のサブプライム問題も考えていく必要があるのかなと考えております。

五、個人資産に対する考え方

若干時間が足りなくなってきましたけれども、

これは、もし後で御質問があれば、もう少し詳しくお答えすることにして、ごく簡単に触れておきたいと思いますが、アメリカでは、個人資産に対する考え方というのは、私の考えるところでは二通りあると思っています。

一つは、これは保険制度を通じて担保するということになるかと思いますが、資産そのものを担保するという考え方があります。

広範に保有される、あるいは保有されることが期待される資産については、こういう制度がつくられ、あるいは運用されているということになっているのかなということです。例えば預金保険ですとか、確定給付しかカバーしておりませんけれども年金保険という例が挙げられますし、それから、洪水保険というものもあります。

何日か前の日経新聞で、日本では、私有財産それ自体の形成を政府が支援したりすることはでき

ないという話が出ていましたけれども、アメリカの場合には、洪水が起きる地域というのは、主に東部、南部に限られているだろうと思いますが、これらの地域で洪水被害を受けた国民に対して支援が行われております。保険制度という形で支援が行われておりまして、法的な話がよくわかりませんが必ずしも個人資産に国が関与できないという考え方ではないのかなと思っています。むしろ、国民が広範に保有する資産については政府が関与すべきだということ、これはもちろん保険制度という限られた範囲の中でということになるわけですが、そういう思想があるのかなと思っています。

もう一つは、公正性の確保ということで、資産そのものを担保したり、あるいは資産形成を支援したりということはしないという種類です。これは多分証券規制がそれに当たるのかなと思っています。

ります。先ほどかなり煩瑣になりましたけれども見ていただきましたように、アメリカの場合には、金融資産というのはかなり上位の所得階層に集中しているという傾向が確認できますので、上位の所得階層に集中している資産あるいは資産形成に対して、国が何かをすることは適当でないということかなと解釈できると思います。

もちろんこれは、税制とか多様な側面がありますので、ここで一切ないんだということを言うつもりではありませんが、基本的には、そういう個人あるいは家計資産の保有状況に照らして、こういう二通りのやり方があるというのが、アメリカの規制のやり方なのかなということです。

六、日本への含意

大変駆け足になって申しわけないですけれど

も、日本への含意ということと言えますと、三つ挙げておきました。

(1) 「貯蓄から投資へ」

「貯蓄から投資へ」というのはよくニュースで聞くのですが、多分実態的には税制なのかなと思うんです。「貯蓄から投資へ」ということで日本で行われているわけですが、これは次の投資教育とも重なるのですが、アメリカの家計資産の保有状況を見る限り、広範に株式を保有しているということではない。これは先ほどのような見えていたように、上位に集中しているという特徴がかなりありますので、広範に保有しているわけではないということが、一つは考えるべき事情としてあるのではないかと思います。

それから、アメリカの近年の特徴としては、家計部門は、株式を売却というか売り越しをして、

直接保有を減らし、年金等の機関投資家を通じた間接保有をふやしているという傾向が見られます。特に投資信託等の伸びは非常に急激なものがあつたわけですので、貯蓄から投資へという場合に、二番目としては、どういう投資商品を念頭に置いてそういうことを言うのかということが、考えることとしてあるのかなと思っております。

(2) 投資教育

それから、投資教育というのはある意味で必要だと思えますし、もちろんその意義を全面的に否定するというものではないわけですが、先ほど学歴別のところで見ましたように、基本的な教育というか、高等教育の結論というのが大きな影響を与えていると思わざるを得ないわけですね。

いろいろな経験談で、例えば小学校で株式投資ゲームをやっているとか、そういうお話を私もち

ろいろ読むのだけれども、Consumer Financeのデータから見ると、大卒かどうかということが大きな区分としてあるのかなと思います。これは投資をどう考えるかという以前に、それを可能にするだけの所得が得られるのかどうかということが大きいかもしれません。そのあたりよくわからないところもありますけれども、投資教育という場合も、何を念頭に置いてどういう層を対象として言うのかということが大事なかなとおもっております。

時間もないわけですが、私のところの卒業生で、学生時代、私が口を酸っぱくして、「確定給付と確定拠出の年金プランの違いは」と言っても、全然頭に入らなかった人間がいますが、就職して、自分がそれにかかわらざるを得なくなりましたら、途端に目の色が変わって、「先生、何でしたっけ」と聞くんです。彼の職場は、今、確

定給付はやめて確定拠出にしたいということを打ち出しているらしいのです。「どっちがいいですかね」と言うんですが、お医者さんに行って、「治る可能性は低いけど、リスクの低い薬があります。治る可能性は高いですけど、副作用が出る可能性も高い薬があります。あなたはどっちを選びますか」と言われて、なかなか選べないですね。

彼も同じで、理屈はわかるんですけども、じゃ、どっちがいいかというとなかなか選べないという状況で、本当に印象論で、実は違うんだというおしかりを受けるかもしれませんけれども、投資教育というのは、今は何か商品スキームを教えるという形になっているのかなというふうに思うんですが、それを、どうやったら決断できるのかというところが実は一番肝要なのかなと思います。最も、そういうことを教育すべきなのか、あ

るいはそれを教えることが可能なかどうかということはもちろんあるのですが、そんなことを感じております。

(3) 国内経済（企業）の強さ

最後は、これはもう言わずもがなで、国内経済の強さというのが、投資環境上は非常に大きな要因だと思っています。アメリカの株式投資の動向、今回見ることはできませんでしたが、年金では国内株式が資産額の半分を占めておりますし、そこが基本にならないと、海外でいろんな物件をと言っても、これは情報量も含めて限度があると思いますし、ある意味では今回のサブプライムというのは、海外の案件という、非常に大きな限定というのが軽視された結果なのかなというふうにも思いますので、これは改めてここで言うこともないのかと思いますが、一応最後につけ加えて

おきたいと思います。

(4) 洪水保険について

最後の資料は、皆さん方多分「洪水保険」という言葉を聞かれた方は少ないのではないかと思いますので、時間があれば洪水保険を説明して、先ほど資産に対する考え方のところで述べた理解の一助にしたいだこうと思ってつけ加えたものですので、時間をオーバーしそうですから、もし御興味があれば質問していただいて、お答えするというにしたいと思います。

あらかじめ時間をお聞きしていたにもかかわらず、大変つたない進行で、最後すごく駆け足になってしまつて、ただでさえつたない説明がさらにつたなくなつたという心配をしておりますけれども、きょうお話ししたことが、皆さん方の御参考になれば大変ありがたいと思います。

以上で、とりあえず私の話は終わりにさせていただきます。御清聴どうもありがとうございます。（拍手）

若林常務理事 磯谷先生、大変興味深いお話をしていただきました。ありがとうございます。

若干質問の時間も設けていただきたいと思いますが、ここで、御質問、御意見等ございしましたら、どうぞ御遠慮なくお願いいたしたいと思いますが、いかがでしょうか。

質問者 一点だけ質問させていただきたいんですが、二八ページの「家計の資産保有の状況」というところで、これらの数字には非営利法人も含まれているというお話でしたけれども、これは全体のアセットもしくはストックまたはフローのうちの大体何割ぐらいでしょうか。もしくは勘定に入れなくてもいいぐらいの小さいものなのでしょうか。

か。

磯谷 それがよくわからないのですね。日本の場合には、ある時期から家計調査から外れていると思うんですけれども、FRBはずっと残したままです。そこから類推すれば、余り外す必要がないからくつつけているというふうには考えられるんですが、説明等がないので、どれくらいの比重かということとはよくわかりません。

質問者 御講義ありがとうございます。アメリカの家計部門、これは特に個人の投資家という形で判断していると思いますが、株式の売買が、ここ近年ずっと売り越しを示すグラフがありましたけれども、この要因として言えることは、金融商品、ミューチュアルファンド等の発達というものが理由になるのだとは思いますが、先生のお考えの中で、これに類するような形で、具体的にどんなものが挙げられると分析されていらっしゃる

るでしょうか。

磯谷 大変難しい御質問なのですけれども、一つは、先ほども少し触れたようなハイテクバブルの崩壊という時事的な要因というのがあったと思います。それから、もう一つは、今御指摘のあったようないろいろな代替金融商品の開発とか発展、そういうことがあると思います。

もう一つは、住宅ブームあるいは住宅バブル、どちらの言葉が適当なのかよくわかりませんが、ここのところ住宅価格が高騰を続けるということがありました。それから、先ほど御紹介したように株式の売り越しが多分大きな起点だと思うのですけれども、金融資産全体の取得がマイナスになっていくという状況がありますので、家計部門は、金融資産を減らして、住宅資産に振りかえてきたというように解釈できるのかと思っております。

ただ、個々の家計によってどういうふうにするかということは多様ですので、今申し上げた三つの要因がいろいろ組み合わせられてきたのかなと考えてはおりますが。

これでお答えになっているかどうかわかりませんけれども。

質問者 三〇ページのグラフをちょっと確認させていただきたいのですけども、近年特に一番伸びている線というのは、年金という認識でよろしいのですか。

磯谷 はい。

質問者 これは、個人の確定拠出年金とか変額確定年金とか、もろもろということですか。

磯谷 はい。もろもろ含んでいたと思います。

質問者 わかりました。

若林常務理事 それでは、時間も参りましたようですので、本日の証券セミナーはこれで終わらせ

ていただきたいと思います。

磯谷先生、どうもありがとうございます。

(拍手)

(注)

- (1) 2004 SCF Chartbook (<http://www.federalreserve.gov/pubs/oss/oss2/2004/scf2004home.html>)
- (2) Stroh, Kevin J. & Rumble, Adrienne, "The dark side of diversification: The case of US financial holding companies", *Journal of Banking & Finance*, 30, 2006, pp.2131-2161.

(いそや あきら・宇都宮大学教授
当研究所客員研究員)

(この講演は、平成一九年十一月二七日に開催されました。)

磯 谷 玲 氏

略 歴

(学 歴)

- 昭和54.4 立命館大学経済学部経済学科 入学
昭和58.3 同上 卒業
昭和61.4 京都大学大学院経済学研究科修士課程 入学
昭和63.3 同上 修了
昭和63.3 経済学修士(京都大学)
昭和63.4 京都大学大学院経済学研究科
博士後期課程 進学
平成3.7 同上 単位取得退学(財団法人日本証券経済研究所入所)
平成8.3 博士(経済学)(京都大学)

(職 歴)

- 平成3.7～8.4 財団法人日本証券経済研究所 研究員
平成8.5～10.3 財団法人日本証券経済研究所 主任研究員
平成10.4～17.3 宇都宮大学国際学部助教授
平成17.4～ 宇都宮大学国際学部教授(現在に至る)

(資 料)

2007.11.27

日本証券経済研究所証券セミナー

アメリカの金融システムと家計

宇都宮大学国際学部教授
(当研究所客員研究員)
磯 谷 玲

アメリカの金融システムと 家計

- 家計の資産保有状況
- アメリカの金融システムの概況と動向
 - 銀行を中心とした制度改革を中心に
- わが国への示唆・含意

家計の資産保有の状況（SCF）

- "Survey of Consumer Finance"とは
 - ・ 所得区分による特徴
 - ・ 学歴区分による特徴
 - ・ 就業形態区分による特徴

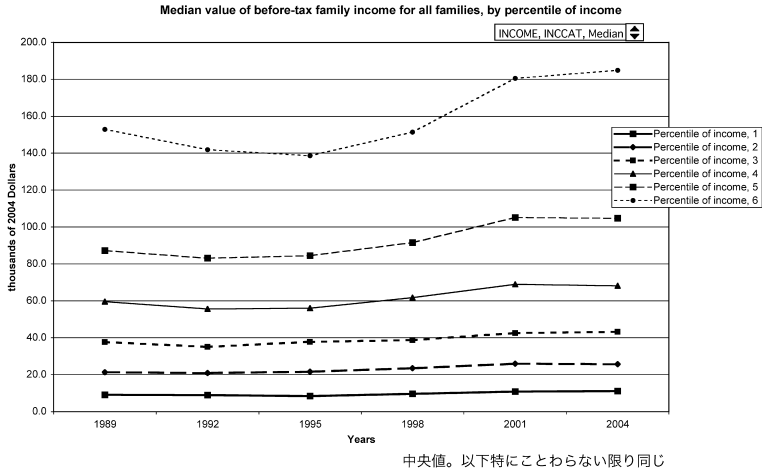
2

所得区分による特徴

- 所得区分は以下の6段階で行われている。
 - 1= 20未満
 - 2= 20-39.9
 - 3= 40-59.9
 - 4= 60-79.9
 - 5= 80-89.9
 - 6= 90-100

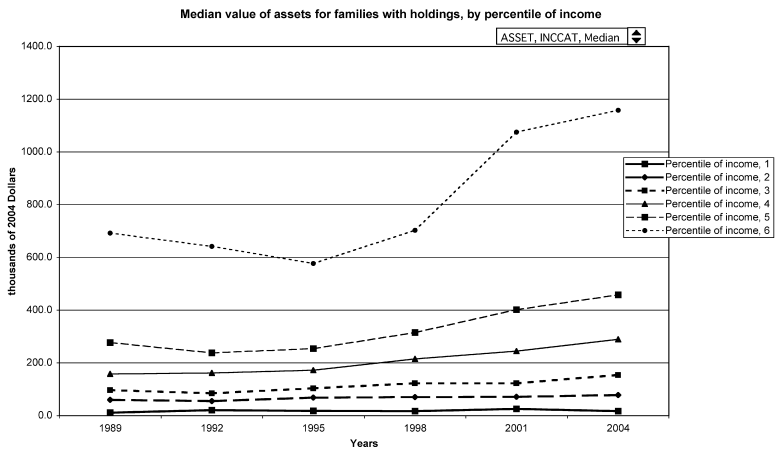
3

所得額（所得階層別）



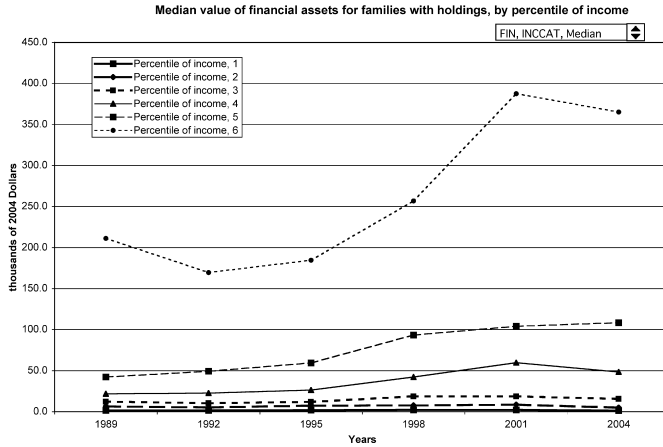
4

資産額（所得階層別）



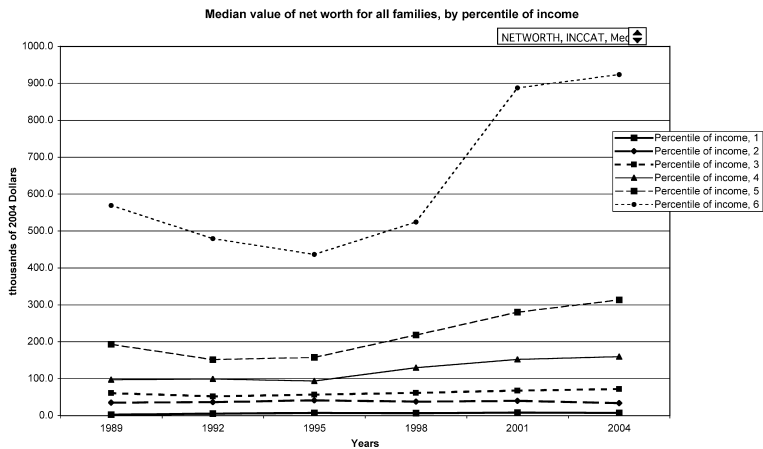
5

金融資産額（所得階層別）



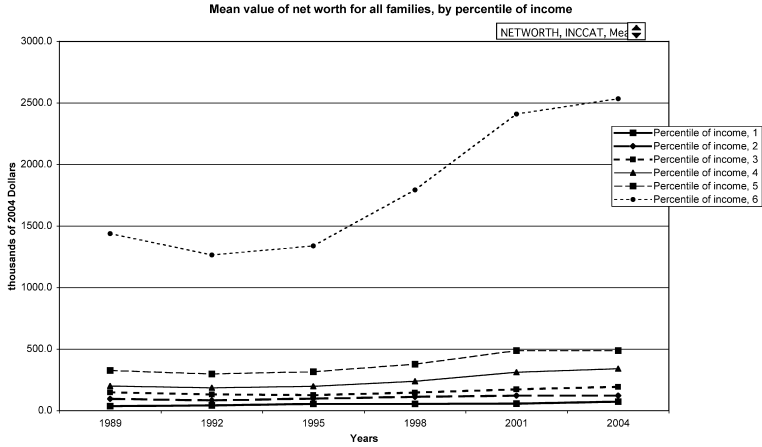
6

純資産（所得階層別・中央値）



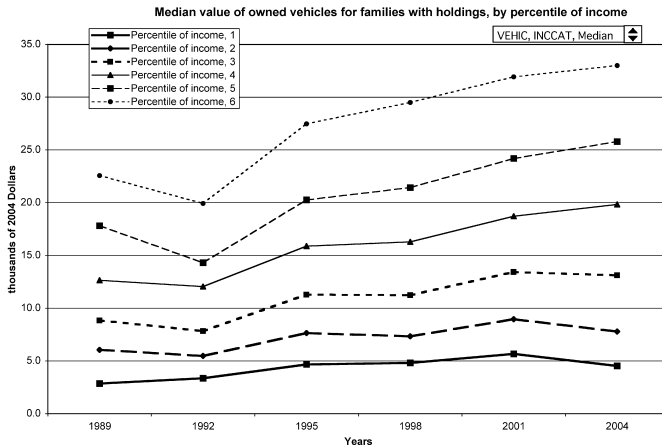
7

純資産（所得階層別・平均値）



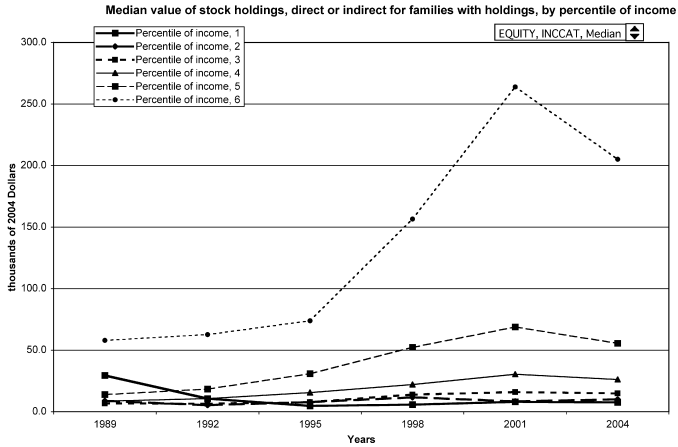
8

自家用車（所得階層別）



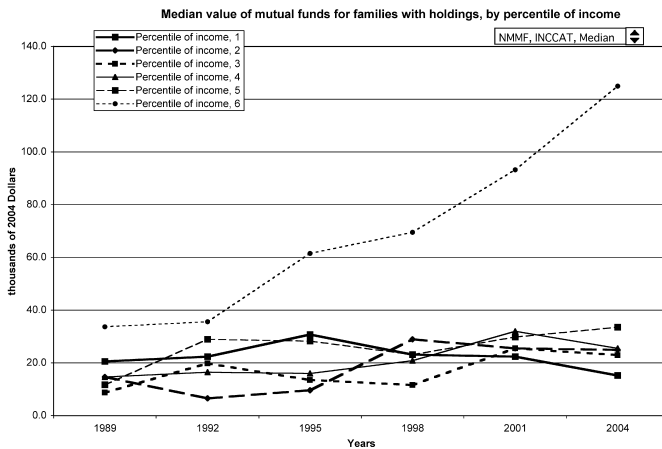
9

株式保有（直接および間接）（所得階層別）



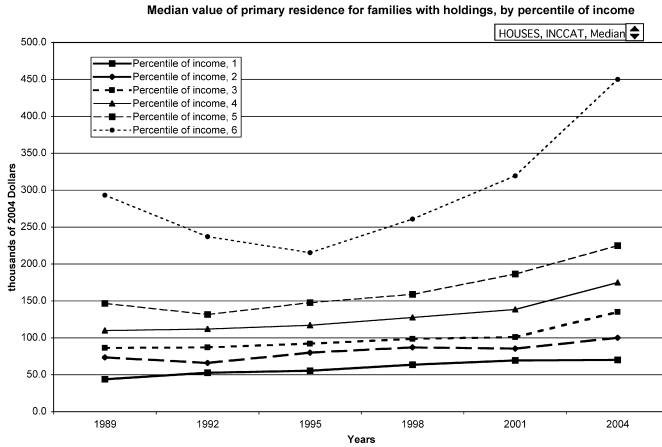
10

ミューチュアルファンド（所得階層別）



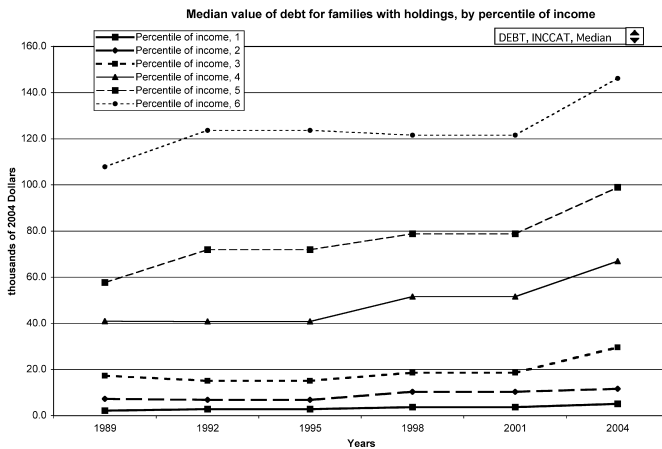
11

居住用住居（所得階層別）



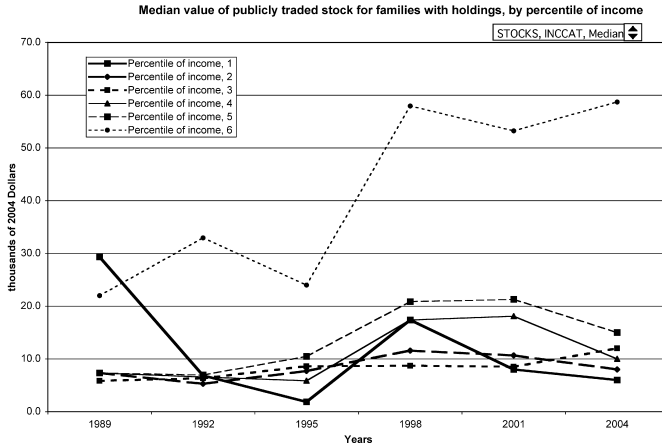
12

負債（所得階層別）



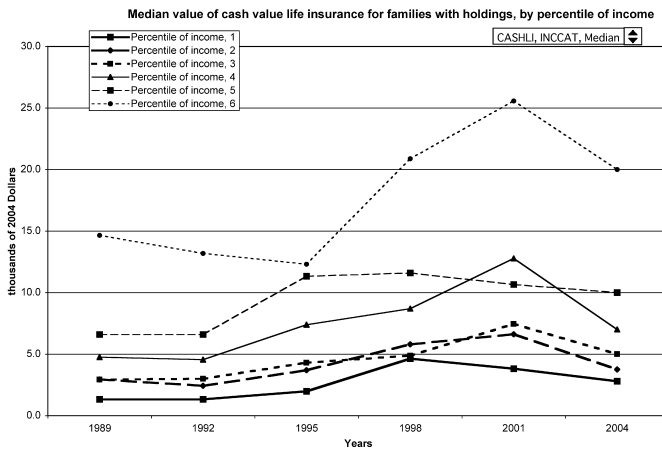
13

株式（公に取引されている）保有（所得階層別）



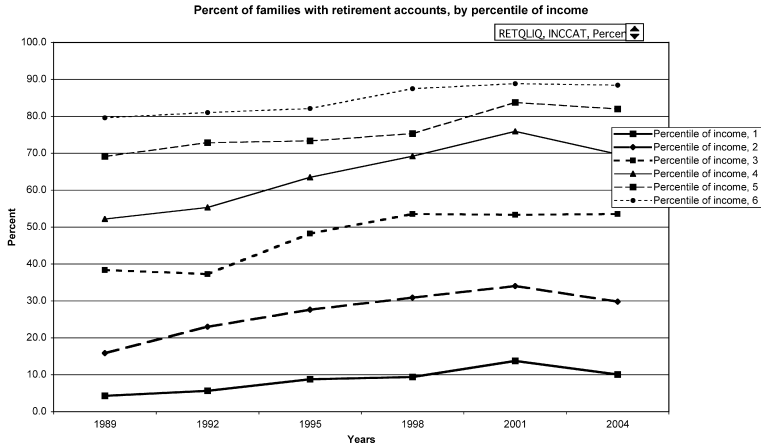
14

生命保険資産額（所得階層別）



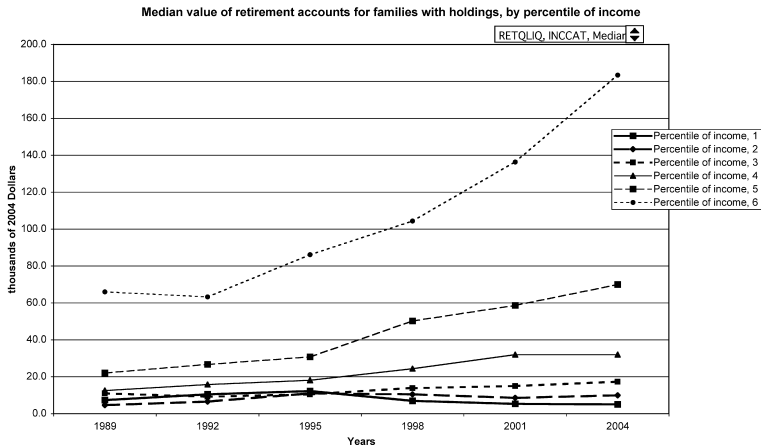
15

年金保有率（所得階層別）



16

年金資産額（所得階層別）



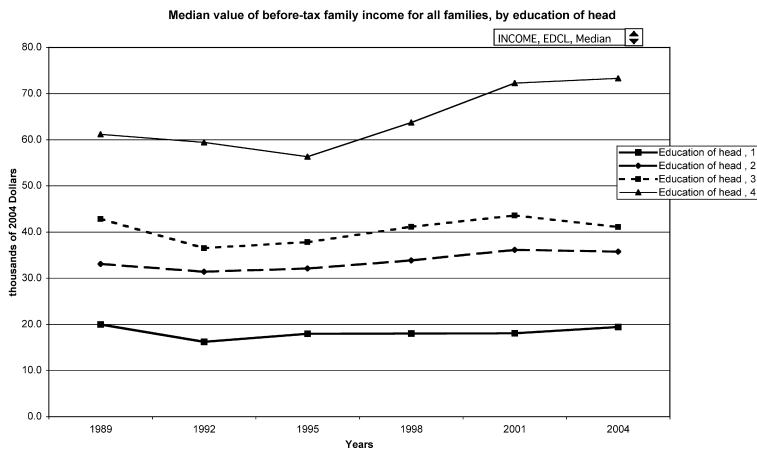
17

学歴区分による特徴

- 学歴区分 (Education of head) は以下の4区分で行われている
 - 1=非高卒
 - 2=高卒
 - 3=Some college
 - 4= 大卒

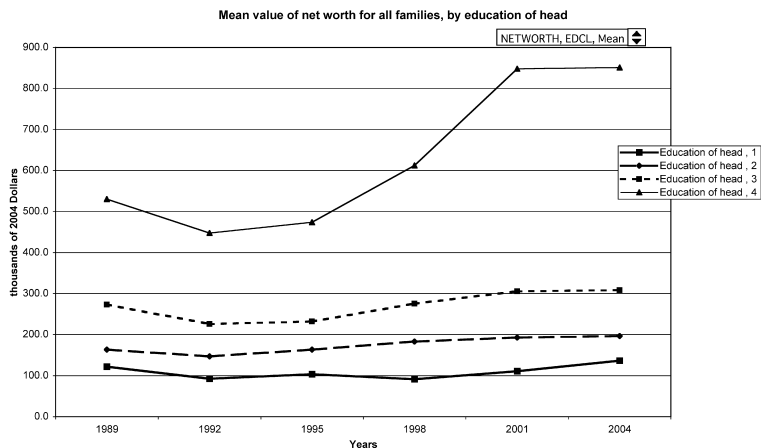
18

所得額（学歴別）



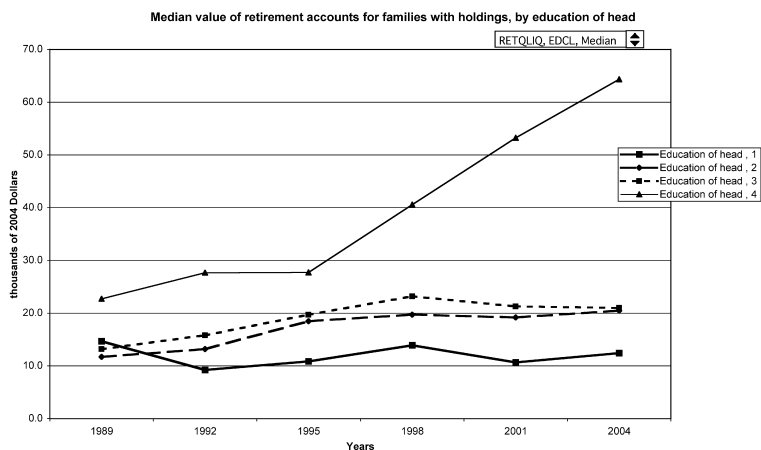
19

純資産額（学歴別）



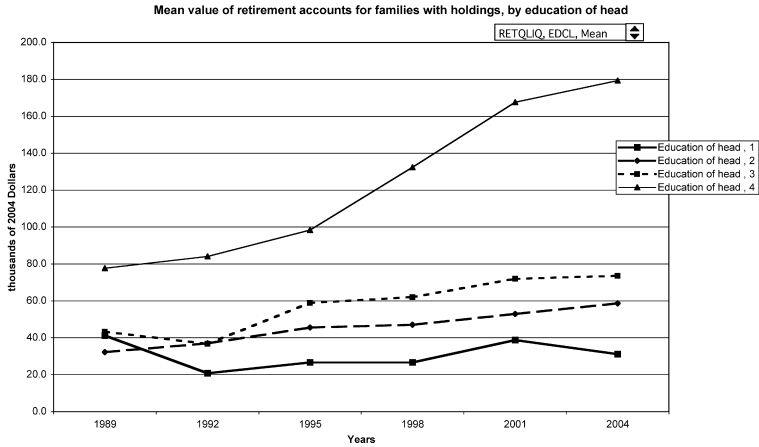
20

年金資産額（学歴別）



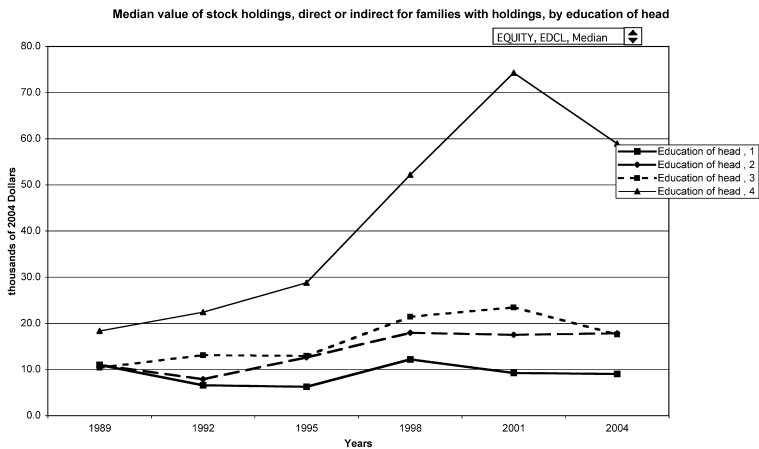
21

年金資産額（学歴別）（平均）



22

株式保有（直接・間接）（学歴別）



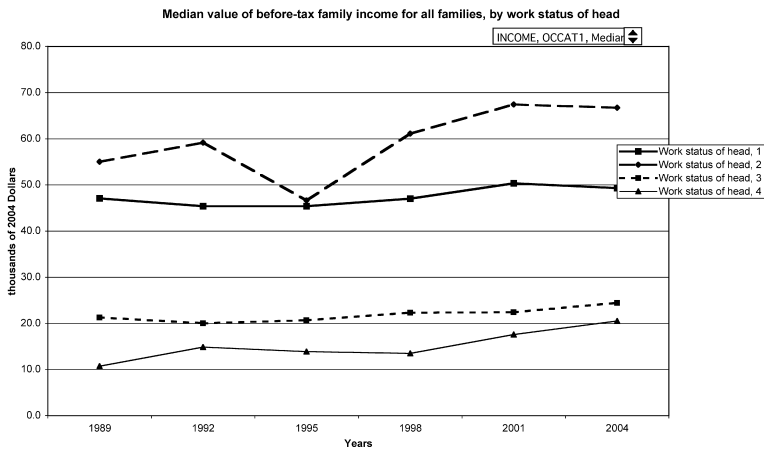
23

就業形態区分による特徴

- 就業形態による区分は以下の4区分で行われている
 - 1=従業員 (Working for someone else)
 - 2=自営 (Self-employed)
 - 3=退職 (Retired)
 - 4=無職 (Other not working)

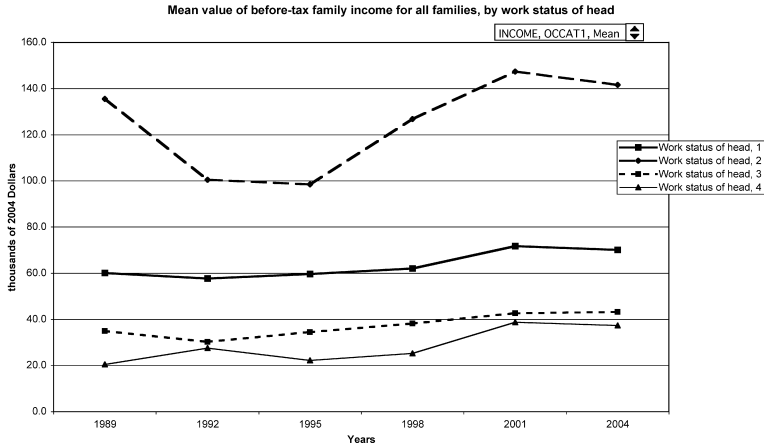
24

所得（就業形態別）



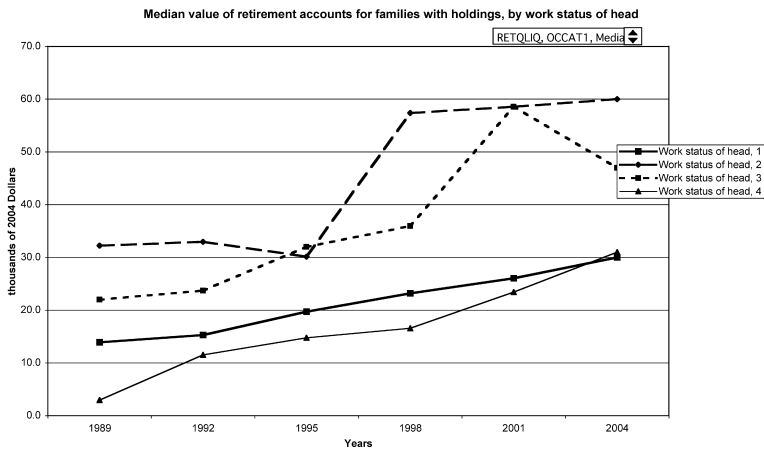
25

所得（就業形態別）（平均）

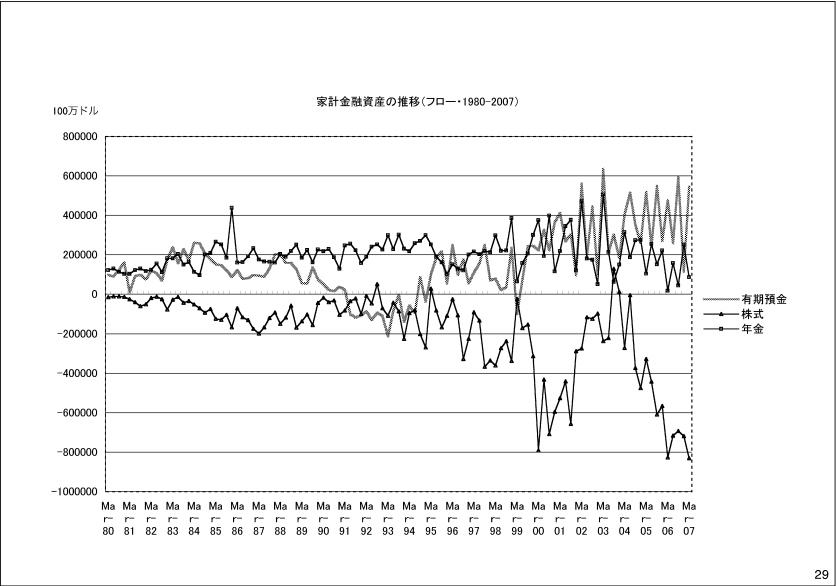


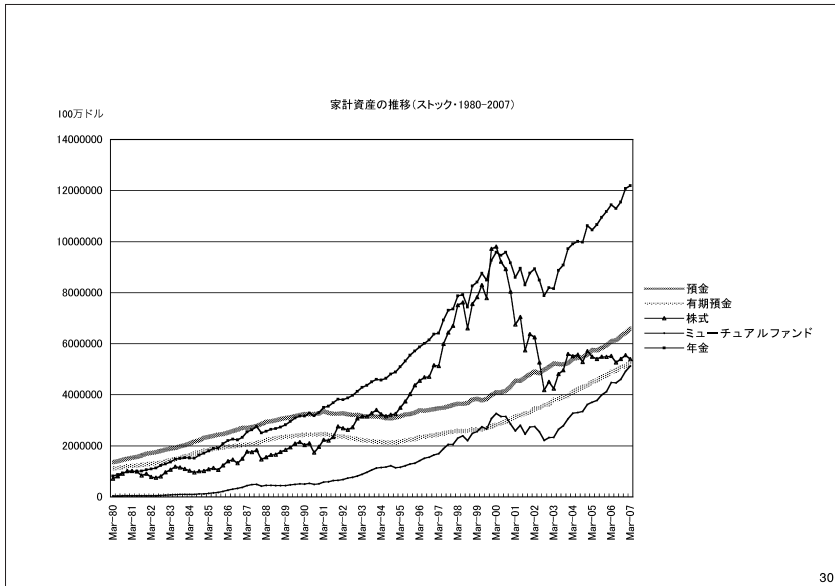
26

年金資産額（就業形態別）



27





金融制度改革の概況

- ・ 預金金利規制の撤廃
- ・ 業態規制の撤廃
- ・ 州際規制の撤廃

制度改革の要因

- ・ インフレ + 高金利
- ・ 業態間の競争激化
- ・ 経済成長の鈍化（安定成長への移行）
- ・ 家計の資産選択行動の変化

32

制度改革の要因 （歴史的要因）

- ・ 厳しい銀行規制
 - Unit Banking（支店展開の禁止）
- ・ 他州への支店展開に対する規制
- ・ 植民地から独立した国家であること
- ・ 連合国家（連邦制）

33

多角化に対する評価

- 多角化、あるいはその前提としての制度改正は、銀行収益の拡大もしくは安定を意図して行われた。しかし最近の実証研究では意見は分かれている
- 肯定的評価
- 否定的評価

34

銀行をめぐる経済要求

- 決済システムの安定
- 銀行収益の安定（決済システムの安定は銀行の収益によって担保される）
- 自由かつ多様な資産選択
- 競争的環境の維持

35

個人資産に対する考え方(1)

- 資産そのものの担保（保険制度）
 - 広範に保有される、あるいは保有されることが期待される資産に対する措置
 - 預金保険
 - 洪水保険
 - 年金保険

36

個人資産に対する考え方(2)

- 公正性の確保
 - 広範には保有されていないが、ある程度の保有層が存在する資産に対する措置
 - 証券規制

37

日本への含意

- 「貯蓄から投資へ」
- 投資教育
- 国内経済（企業）の強さ

38

（補）洪水保険について

- 氾濫原管理という考え方の導入
- 洪水は防がない（防げない）が、生命の安全、住宅およびその付属物を保障する
- 所有者の保険料負担＋連邦政府負担
- 州・地方自治体の加盟が前提

39