

# 1980年代末以降の米国家計の金融化①

—金融化を巡る議論の展開と「家計の金融化」—

横川 太郎

## はじめに

本研究は、「金融化 (Financialization)」についての研究の中でも、特にこれまでほとんど主題として取り上げられてこなかった「家計の金融化 (Financialization of Households)」について検討を行うものである。これまでの多くの研究が金融化、とりわけ経済部門別では金融部門内部または金融部門・企業部門間での金融化の進展とその影響について論じてきた。家計部門と金融化の関係、金融化の家計部門への影響については、そうした議論の中で副次的に言及されるに留まっていた。

金融部門の経済的影響力が増すことは、民間経済で中心的な役割を果たしている企業部門のみならず、政府部門や家計部門にも影響を及ぼす。金融的経路を通じた投資の利潤率が高まること、株主としてのアクティブ運用を行うミューチュアルファンドやヘッジファンドなどの機関投資家が企業に対し、高配当や自社株買いによる株価引き上げの圧力を強めることは、企業経営陣の行動を変化させる。その結果、労働分配率が低下して多くの労働者の実質賃金が停滞する一方で、機関投資家の出資者は高い利回りを、企業経営陣もストックオプションなどから莫大な収入を享受することになる。また、利潤追求する金融部門は政府に対しても、規制緩和や自由化などの政策の実現を政治献金や任期終了後の金融部門での高給ポストを約束すること（いわゆる「回転ドア」）で求める。

こうした分析に基づいた場合、家計の金融化は、株主価値最大化が企業経営に広まることで、所得と資産をますます増やす高所得層（富裕層）と、実質賃金が停滞または低下する中で消費水準を維持するために負債に依存し苦しむ中低所得層（労働者層）、という構図として理解されることになる<sup>1)</sup>。

家計の金融化にこうした側面があることは間違いないが、金融化が家計に与える影響の実際はより複雑である。上記の議論では、家計は実質賃金の停滞または不足に対応するために負債利用を拡大したことになるが、家計が借金をして消費をするためには、信用へのアクセスを必要とする。金融化により新たな金融手段や金融商品が生み出されたとしても、すべての家計に信用アクセスが解放される訳ではなく、実際には各家計の所得や資産保有状況、信用力に応じて、利用できる手段が制限されることになる。また、家計の資産形成についても、

## 1980年代末以降の米国家計の金融化①

実際には高所得層のみならず、ほぼ全ての家計が退職後の生活に備えて資産を形成する必要がある。家計部門の中でも金融化を導く論理を受け入れて資産・負債の両面で積極的にリスクを取りに行く家計もあれば、その論理に巻き込まれて否応なしに対応を迫られる家計、さらにはその論理の下で正当化される負担を受容せざるを得ない家計など、家計の置かれている状況により金融化の影響は異なる様相を呈することになる。

そのため、「家計の金融化」について包括的に理解するには、第1に家計の金融化を推し進める要因と構造についての分析と、第2に所得階層別・資産階層別で金融化がどのように作用するのかを明らかにする必要があると考えられる。

本研究では本稿で第1の点を検討し、第2の点については次稿で検討する。本稿の第1節では、「金融化」を巡る議論の展開と定義の問題について整理する。第2節では、「家計の金融化」について、家計の金融化の促進要因と構造を明らかにした上で、家計の金融化の全体像を把握するためにマクロレベルでの家計の金融行動の変化について検討する。最後に、本稿で明らかになったことを暫定的にまとめる。

### 1. 「金融化」を巡る議論の展開

#### 1.1. 「金融化」論と「金融化」の概念

「金融化」論あるいは「金融化アプローチ」とは、1970年代末または1980年代以降の米国または英国を中心とする先進資本主義国を嚆矢とし、その後、他の先進資本主義国や発展途上国へと波及していった経済・社会における金融の役割や規模、影響力の相対的・絶対的な拡大を、現代資本主義を特徴付ける構造的・歴史的な変化と捉え、理論的・実証的に分析しようと試みる社会科学諸研究の総称である(Hein et. al., 2015, pp.7-8; 小倉, 2016, 3-4頁; 高田, 2015, 13-16, 47-48頁)。その背後には、第2次世界大戦後の先進資本主義国が1950年代、60年代には相対的高成長、低失業率、低インフレーションを実現していたのに対し、1980年代以降、金融バブルとその崩壊に代表されるような金融不安定性、ひいては経済の不安定性を伴うようになったのはなぜか、という問題意識が存在している(高田, 2015, 48頁)。

ただ、「金融化」の共通の明確な定義は今なお存在していない状況である。その一因として、当初の「金融化」研究が、それぞれの学派によって個別に展開されており、金融化の定義、内容、背景、影響などについて異なる立場から様々な議論が出されたことが関係していると考えられる。実際、研究を初期からリードしていた広義の政治経済学者たちは、1970年代末または1980年代以降の資本主義経済を、レギュラシオン学派は「金融主導型成長体制(Finance-led Growth Regime)」, 社会的蓄積構造(Social Structure of Accumulation, SSA)アプローチは「グローバル・新自由主義SSA」, ポスト・ケインズ派は「金融支配型

資本主義 (Finance Dominated Capitalism)」、金融不安定性仮説の提唱者であり、金融化について論じる際に言及されることも多いハイマン・ミンスキーも「資金運用者資本主義 (Money Manager Capitalism)」として特徴付け、その歴史的・構造的な変化の解明を試みていた。

しかし、2000年代半ば以降の研究交流が活発化することで、各学派での議論の相違点や論点が明確化されてきている<sup>2)</sup>。そうした中でも定義を明確化できない背景には、大きく2つの要因があると考えられる。

第1に、「金融化」の有する複雑性・混沌性の問題があげられる。小倉 (2016) は、金融化が対象とする、金融それ自体が、「金融グローバル化や情報化、金融イノベーションなどのプロセスを通じて発展・高度化・進化」し続けており、金融化はそれらの「諸現象が複雑に絡まり合い、相互に依存し合いながら、1つの集合体として展開して」(前掲4-5頁) いることを指摘している。そのため、研究が進展する一方で、金融化自体も進化(深化)し続けているために、トータルに把握することがより一層困難となっており、厳密な定義づけを行えないことが考えられる。

第2に、「金融化」研究の多様化・学問領域の拡大の問題があげられる。Mader et al. (2021) は、1990年代以降、金融化に関する研究が多様化し、従来の経済学の領域のみならず、学際領域、さらには周辺の学問領域へと拡大しつつ発展していていることを指摘する。金融化に関する研究論文は、非主流派経済学の学術誌のみならず、学際領域、地理学、政治学、社会学、開発学、人類学、会計学などの幅広い分野で発表されており、特に世界金融危機後、その数を急速に増している<sup>3)</sup>。その一方で、金融化が学際を超えて広まることで、概念の希薄化と狭隘化が生じる可能性を危惧している。すなわち、異なる学問領域で「金融化」概念が採用されることで、より一般的な定義が求められる結果、概念として意味をなさなくなる可能性と、特定の学問分野や学派における「金融化」研究において、標準化された定義が規範となってしまう、あまりに厳格な定義がなされることで、金融の新たな変異を認識または説明できなくなる可能性が危惧されているのである (*Ibid.*, pp. 7-8)。

上記から、現代資本主義の構造変化を論じるための概念として「金融化」が求められる一方で、あまりに一般的に定義し過ぎれば概念の希薄化の可能性が、あまりに厳密に定義し過ぎればその進化への対応が困難になる可能性があるために、明確な定義付けを難しくしていることが明らかになる。さらに、小倉 (2016) は、金融化の研究では「個々の現象に焦点を当て、それらの内実を精緻に分析する作業と、それら諸現象間にどのような相互連関があり、またそれらと金融化という現代資本主義の構造変化とがどう相互に影響を与え合いながら展開しているのかを分析する作業とを、車の両輪として進めていくこと」(同5頁) が求められると指摘している。

こうした点を踏まえると、「金融化」研究を進めて行く上では、例えば、「企業の金融化」

「支配の金融化」「利潤の金融化」「政府の金融化」「家計の金融化」「会計の金融化」というような、より具体的な部門や分野、地域などの対象を特定した「金融化」の定義と、その具体的現象の相互作用が現代資本主義の構造変化に与える影響を分析し論じるための、抽象次元での「金融化」の定義という異なるレベルで「金融化」を定義する必要があるものと考えられる。

例えば、具体的現象を論じるための定義として、Krippner (2005) は「金融化」を「利潤の創出が、貿易や商品生産を通じてではなく、むしろ金融的な経路を通じてますます行われるようになる蓄積のパターン」(Ibid., p. 181) と定義した。抽象次元の「金融化」の定義としてみると、対象が限定的で他の金融化の要素が後景に退くが、この論文が「利潤の金融化」の議論を惹起したことを踏まえると、「利潤の金融化」を論じる上では有効な定義であると考えられる。

抽象次元の「金融化」の定義については、ここでは最も包括的とされる Epstein (2005) の「金融的動機、金融市場、金融主体、金融機関が、国内及び国際的な経済活動において果たす役割が増していくこと」(Ibid., p. 3) を参照する。この定義では、対象となる「金融」を各地域の金融システムの歴史的展開と現状を捉えられるよう広義に設定しており、さらに「役割が増す」という言葉に、(1) 金融活動の絶対的な規模拡大または金融部門を非金融(企業、家計、政府)部門と比べた際の相対的な規模拡大という定量的側面と、(2) 金融部門と非金融部門の関係性の変化、前者から後者への漸進的な影響力拡大または各経済主体の一体化・同質化という定性的側面の両面を含み、量的拡大のみならず、金融化による影響が直接的な経路ではなく、間接的な経路を通じて影響するような状況をも包含しうることが指摘されている(小倉, 2016, 19-20 頁)<sup>4)</sup>。本稿では抽象次元での「金融化」については、エプシュタインの定義に基づきつつ、具体的事象である「金融化」について分析していく。

## 1.2. 具体的現象に即した「金融化」：「企業の金融化」と「政府の金融化」

### 1.2.1. 企業の金融化：「利潤の金融化」と「支配の金融化」

本稿では「家計の金融化」について論じていくが、その前に具体的現象に即した「金融化」に関する研究について簡単に整理しておく。「金融化」研究の歴史をみると、その多くは「企業の金融化」から出発している。この「企業の金融化」は、さらに「利潤の金融化」に軸点をおく研究と「支配の金融化」に軸点をおく研究に大きく分けることができる。

「利潤の金融化」は、「非金融企業による金融的経路を通じた所得、利潤の取得の拡大、金融的な蓄積行動への依存度」(小倉, 2016, 22 頁)が高まるプロセスと定義できる。それに対し、「支配の金融化」は、株式保有主体としての機関投資家の地位が高まることで「企業統治における株主、特に機関投資家の優位性が高まり、株主価値を最重要視した経営が非金融企業に半ば強制されていくプロセス」(同, 28 頁)と定義できる。

議論を明確化するために、両者の主張の特徴的な側面を取り上げると、「利潤の金融化」は企業部門が、商品の生産・販売という本来的な業務から、金融投資や M&A を含む財務活動などの広義の金融業務への進出にますます積極的となり、総所得や利潤に占める金利、配当、キャピタルゲインなどの割合が高まる傾向として現れる。その結果、企業業績が以前よりも金融市場の好不調に影響されるようになっただけでなく、金融市場の状況が企業の資金調達面のみならず運用側にも影響するようになる。つまり、金融部門の非金融企業に対する影響力が、金融的動機の高まりや金融市場を通じて相対的に発揮されるようになったのである。こうした「利潤の金融化」の背景にあるのは、既存事業の行き詰まりであり、それに対して金融投資や金融業務への進出により、高い利潤が獲得できるという事実、あるいは高い利潤が得られるであろうという認識または期待がなされているということである。

ただし、その金融業務拡大の原資たる資金源について学派により異なる主張がなされている。「利潤の金融化」について論じるマルクス派の研究者は、本来の事業で期待通りの利潤を生み出すことが見込めなくなった余剰資金を金融部に投下しているという説であり、独占を背景に相対的過剰資本が発生し、それを貨幣資本として投下することで、主なターゲット先となった金融市場のバブル的拡大・投機化が進むと主張する。それに対し、「利潤の金融化」を論じるポスト・ケインズ派の研究者は、既存事業で生み出されたキャッシュフローを収益的な再投資先が存在するにもかかわらず、より高い収益を示す金融部に仕向けているとする、いわゆる「利益の抜き出し（流出）」説を主張している<sup>5)</sup>。その結果、本来の業務に再投資すべき資金が「抜き出され」て、生産的活動が阻害されることになる（小倉、2016、22-27 頁；2018、74 頁）。

次に「支配の金融化」は、機関投資家の運用資産の増大とプリンシパル・エージェント理論の影響力が拡大したことにより、プリンシパルである株主、特に機関投資家が、エージェントである経営者に対し、「株主価値最大化」を達成する効率的な経営を行うよう促す傾向として現れる。一部のヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンドなどのアクティビスト投資家は直接的に、投資信託は株式売却圧力や敵対的買収への協力などの形で間接的にこうした要求を行う。また、経営者にストックオプションやストックアワードなどのインセンティブを与えることで、投資家と経営者の利害を収斂させようとする。その結果、企業経営者は四半期ベースの株価や収益性を高めることが最優先目標となり、経営視点の短期化が起こる。経営者はダウンサイジング、間接業務のアウトソーシング、研究開発や労働者の福利厚生削減などを行い、そこで得た資源を M&A や金融投資の拡大、自社株買い、配当などに注ぎ込むことになる<sup>6)</sup>。そのため、雇用の流動化や労働分配率の低下が進み、総需要が抑制されることに繋がる（小倉、2016、22-27 頁；2018、74 頁、ケネディ、2002、233-241 頁）。

## 1.2.2. 政府の金融化

「政府の金融化」あるいは「経済の金融化における国家の役割と金融化の対象としての国家」については、新自由主義やその下での民営化・規制緩和の拡大などの文脈で断片的に論じられることは多いが、正面から対象として取り上げた研究は極めて少ないのが現状である（小倉，2016，36-37頁；Wang，2021，pp.181-182）。そのため、差し当たり、小倉（2022c）の「政府・公的主体（広義には政府の影響を強く受ける中央銀行や政府支援組織なども含む）に対する、広義の金融の影響力・役割が量的・質的両面で増大するとともに、政府と金融部門が緊密化していくプロセス」（同22頁）をここでは定義として採用する。

「政府の金融化」と目される事象は、数多く存在しているが、その性格上、定量的な分析が困難で、定性的な側面が強くなる。例えば、政府は企業部門に対して、公共事業を削減して有効需要と実物投資の収益性を低下させる一方で、「公正価値会計」を採用して金融市場、とりわけ株主のための情報開示を促進することがあげられる。家計部門に対しては、公共サービスを縮小・民営化し、キャピタルゲインに対する課税を極めて低い税率に抑え、さらに金融業界と共同で金融リテラシー教育を推進して家計が将来に備えた資産形成のために自らリスクを取ることを称揚し推奨する政策を実施することがあげられる。金融部門に対しては、金融自由化・規制緩和を実施する一方で、金融セーフティネットを拡充し、金融危機時には Too Big to Fail 機関としての暗黙の政府援助と継続的な金融緩和を行うことで金融機関を救済するといった政策を実施することがあげられる。こうした政策実施の背景には、大手金融機関による政治献金などの資金面、大手金融機関の重役と規制監督機関または政治的なポストの相互提供（いわゆる「回転ドア」問題）を通じた政治権力の行使が存在している（小倉，2016，46頁；2022c，18-19，22-23頁；神野，2019，15-16頁）<sup>7)</sup>。

実際、「フリッジ・バンキング」<sup>8)</sup>の一種であるペイデイローン（給料日前貸し）のテネシー州における規制緩和について検討した Kasper（2014）は、多額の献金の存在を指摘している。ペイデイローンを違法化している州もある中、テネシー州では1997年に合法化のための法律が議会で可決され、規制はされるものの実効年率391%での貸出が認可された。1999年時点で、検査官は53%の調査対象貸出に違反を発見していたが、法律は恒久化され、さらに2001年以降、ペイデイ業者が追加手数料を請求することを議会は許可した。こうした動きの背後に、業界関係者による州議会議員や知事への献金が存在しており、その総額は1995年から2001年までに約25万ドルに上ったとされる（*Ibid.*, pp.910-912, 920）。

## 2. 「家計の金融化」とは

本稿で論じる「家計の金融化」は、家計部門で生じた「金融化」による変化や影響を論じるものである。従来の研究では、「日常生活の金融化」または「生活の金融化」として言及

されることもある。Martin (2002) は、金融化を「個々の労働者、企業、政府の間に同等性を見出すことに加え、すべての経済活動を同じように扱うこと、すなわち全ての経済主体が同じ機会と意思決定の構造に従うようになる」(Ibid., p. 34) こととしている。その結果、「金融化は単に境界を曖昧にして浸透させるのではなく、生活のあらゆる領域に会計 (accounting) とリスク管理への志向を浸透させる」(Ibid., p. 43) とする。マーティンの議論の特徴は、金融化の影響が経済活動に留まらず、非経済活動を含む生活のあらゆる領域に浸透すると指摘している点にある。本稿では、非経済的側面全てをカバーすることが困難なため、特に経済活動に関わる側面を中心に「家計の金融化」として論じていく<sup>9)</sup>。本稿では「家計の金融化」を「家計の日常生活に対する金融的思考または金融的計算の浸透が、家計によるリスク資産の保有や負債利用を拡大させるプロセス」として定義する。そのため、以下では、第 1 に、日常生活への金融的思考または金融的計算の浸透が生じていることを明らかにし、その下で、第 2 の消費とレバレッジのための負債利用の拡大と、第 3 の資産選択におけるリスク資産の保有拡大が生じていることを論じていく。

## 2. 1. 日常生活への金融的思考または金融的計算の浸透

家計の日常生活に金融的思考または金融的計算が入り込むという事象は、家計があたかも企業家 (entrepreneur) のように判断し行動すること、あるいは企業のように自らの富 (wealth) を効果的に利用可能な資産とみなし、リスクを受け入れ、レバレッジを効かせて運用することを促すことに繋がる。その結果として、資産選択の変化や負債の利用拡大に繋がることになるのであるが、この背後には新自由主義的政府の下で金融的自己規律が変化したことが指摘されている (Langley, 2008, pp. 91-94, 103-111; Fligstein & Goldstein, p. 581)。

家計は、この新たな金融的自己規律を受け入れること求められるが、そこには「限定合理性」と「不確実性」の問題が存在している。さらに、その自己規律が金融の領域を超えて広がることで「リスクの日常化」が引き起こされるという問題も存在している。それにもかかわらず、この新たな金融的自己規律の家計への浸透は新自由主義的政府と金融業界による「金融リテラシー教育」によって推進されている。さらに、信用情報機関とクレジット・スコアリング技術の発達と利用拡大もまた、新たな金融的自己規律の定着と家計による負債の継続的な利用を促進している。

### 2. 1. 1. 新たな金融的自己規律の受容と「リスクの日常化」

戦後の米国における家計の金融行動は、元本の安全性を確保し、市場動向に基づく不確実性を極力排除する慎重さと儉約 (thrift) を旨とする金融的自己規律によって特徴付けられていた。すなわち、資産面では、預金保険の付保対象となる商業銀行や貯蓄貸付組合 (S&L) への預金 (出資預金)、安全性の高い国債、給付額が決まっている確定給付 (De-

## 1980年代末以降の米国家計の金融化①

fixed Benefit; DB) 型年金による退職後資金の形成であり、負債面では大恐慌の記憶もあり、その利用自体の抑制と、利用する場合でも利払い額が変動せずFHAの保証が付き、長期かつ返済負担率の低い、固定金利型住宅モーゲージによる借り入れといった形を取っていた。

しかし、1960年代後半以降の米国でのインフレ高進により預金の実質利回りが低下し、ミューチュアルファンドや MMMF などの市場性資産への投資に切り替えるいわゆる「デイスインターメディアーション」が発生した。戦後の住宅モーゲージ貸出を主に担っていた S&L も金利の上昇で期間構造のミスマッチによる困難に陥ることになった。また、株式流通市場での機関化の進展は、株式取引の活発化につながり、それがバックオフィス危機に端を発する金融機関でのコンピュータ導入につながった。その結果、事務処理能力やリスクとリターンの計算能力の向上、全国規模のコンピュータ化された信用情報機関の設立による信用力の評価能力の向上といった技術革新が生じた。こうして慎重さと儉約の金融的自己規律は、投資技術と投資パフォーマンスの追求によって浸食されていくことになった。

さらに、1980年代に入るとレーガン政権が誕生し、新自由主義的政府の下で家計は受動的な金融主体から積極的な金融主体へ転換することを促されることになった。その典型が、1970年代末の社会保障改革による確定拠出 (Defined Contribution; DC) 型年金の導入と、1980年代以降の急速な利用拡大であった。DB型年金であれば企業が負っていた退職後の生活設計の責任の多くが、DC型年金への移行により家計に移されることになった。家計は退職後の生活水準を維持するために、企業に代わって、自らリスクをとって運用対象となる金融資産を選択することを促されるようになったのである。

こうした変化の結果、慎重さと儉約の金融的自己規律に代わる新たな金融的自己規律が形成されることになった。そこでは「投資家も労働者=企業家 (worker-entrepreneur) も、リスクとリターンを受け入れる責任感ある自立した存在」(Langley, 2008, p. 109) であることが求められるようになった。このような新自由主義的な新たな金融的自己規律は、家計がリスクとリターンを適切に計算し、測定し、管理することができることを前提としている。しかし、現実には多くの家計は確率の計算に長けていないだけでなく、意思決定をする際にも「限定合理性」(Simon, 1983) の問題があるため、処理できる情報量には限界がある。それに対し、専門家を利用することで、こうした問題を回避可能とも考えられるが、現代の複雑化した金融システムの中で適切な機関投資家を選択し、機関投資家が用意する金融商品から自身が必要とする適切な商品を選択する知識と情報を得ることもまた極めて困難となる。政府は、こうした問題を解決するために金融業界とともに金融リテラシー教育を推進しているが、次項でもみるように、目的が十分に達成されているかについては否定的な意見も多い状況である (Langley, 2008, pp. 91-94, 103-111; Martin, 2002, pp. 107-108)。

さらに、将来についての「不確実性」(Minsky, 1986) の問題も、リスクの計算と管理に

よって将来に秩序をもたらすことを困難にする。不確実性とは、依拠できる明確な確率の存在しない、確率によって計算可能なリスクとは峻別されるものであり、不確実性を伴う世界では、過去の意思決定の成果が熟した際に、経済主体はリスクでは捉えきれない予想外な結果にしばしば直面することになる (Minsky, 1986, 邦訳 227-228 頁)。慎重さと儉約の金融的自己規律の時代には、不確実性が生じること自体を抑制するか不確実性の結果を家計以外が負うような制度が存在しており、合理的認識能力に限界を持つ家計が不確実性に曝される可能性は限られていた。しかし、新自由主義への転換はそれらの制度の多くを解体し、いまや家計は多くの不確実性に直面することになっているのである。

より深刻なのは、こうした「リスクとリターンを受け入れる責任感ある自立した存在」を受け入れることで生じるリスク許容度の拡大が、金融の領域に留まらず、日常生活全般にまで広がるのが指摘されている点である。「責任感ある自立した存在」であることが金融主体としてのみならず、経済の他の側面にも適用されることで「柔軟な労働市場のリスクを受け入れ、その報酬を受け取るために必要なスキルや経験のポートフォリオを保持する新しい労働者」(Langley, 2008, p.92) というように、雇用の不安定が労働者自身の責任へと容易に転嫁され得る。そのため、マーティンは金融化が「リスクの日常化」(Martin, 2002, p.106) をもたらすと指摘している (Langley, 2008, pp.91-94, 103-111; Martin, 2002, pp.106-110)。

### 2.1.2. 金融リテラシー教育の推進

金融リテラシー教育は、「家計の金融化」の結果であると同時に、それを推進する道具であるとされる。経済の不安定化、家計における金融市場の役割の増大、公共サービスを縮小・民営化によって、個人はリスクの増大に直面しており、こうしたリスクに対処するために、政府は金融リテラシー教育を通じて、家計に十分な情報に基づいた適切な選択を取るよう促さなければならないというのが推進派の意見となる。しかし、金融リテラシー教育を通じて「金融や投資の意思決定に責任を持つよう、個人に権限を与え、同時に規律づけること」(Langley, 2008, p.90) で、政府がリスクとリターンを受け入れる責任感ある自立した金融主体を醸成しようとしているとの指摘もある (Lazarus, 2021, pp.390-393)。

実際、米国労働省は、退職後の資金形成についての教育を積極的に推し進めている。米国では1997年にSAVER(退職貯蓄増強)法が成立し、労働省が米国人の退職貯蓄についての啓蒙活動を実施している。労働省は、退職貯蓄の形成の必要について、伝統的な年金制度(DB型年金)を提供する企業が少なくなる一方で、DC型年金では必ずしも拠出額が保証されないことから、それが老後の貯蓄負担をより多くしているとする。その上で、「多くの人は、社会保障制度が老後に必要な資金のすべて、あるいは大部分を支払ってくれると誤解している」が、「ゆとりのある老後を送るには、通常、社会保障年金(Social Security)、雇用

主の退職年金、個人の貯蓄、投資が必要」であり、その「退職後の投資を選択する責任は、自身の肩にかかっている」(U.S.DOL, 2013, p. 1)と読者である家計に訴えかけている (*Ibid.*, pp. 1-2, 19)。

金融リテラシー教育には、大きく分けて3つのタイプが存在するとされる。第1に、投資商品を比較し選択できる自立した存在となるための情報やツールを提供するとともに、自分自身の経済的保護に気を配る必要性を認識させるような金融リテラシー教育を実施するものである。上記の退職貯蓄の形成もこれに該当しており、家計は退職貯蓄形成が必要なこと、そのための年金基金やその他の投資商品の選択を自己責任の下で行い、その結果を受け入れる必要があることを認識し行動するよう促される。第2に、予算の立て方、銀行口座や支払い手段の使い方について、金融教育実施者が適切と考える方法を学ぶというものである。予算表や家計簿、アプリケーションなどお金の使い道を「見える化」するツールの使い方や、さらに貯蓄や借金をした場合に、将来的にどの程度の資産残高や返済総額になるのかを学ぶことになる。こうした教育は、儉約的な金銭管理を促進する可能性がある一方で、金融教育実施者が適切と考える方法によっては家計の市場参加を促進する可能性も高くなる。第3に、生活困窮者や破産歴などがある過剰債務者を対象に、ソーシャルワーカーや非営利団体が金融教育を行う個別支援である (Lazarus, 2021, pp. 393-394)。

こうした金融リテラシー教育の種類の存在は、そのターゲットとなる家計が異なることを示唆する。個別対応の第3のタイプを除くと、第1のタイプの金融リテラシー教育は、従来から安全資産中心の資産形成を行ってきた中高所得層または中所得層の家計をターゲットとしている可能性が高く、第2のタイプは予算管理ができず、負債を利用しがちであるとか、貯蓄形成の必要性を理解していない中低所得や低所得層の家計をターゲットとしている可能性が高い。また、家計の中でもトップ1%層や高所得層のように従来から金融投資に積極的に関与している層については、金融リテラシー教育の主たる対象となっていないものと考えられる。

これらの金融リテラシー教育のツールは、公的機関、慈善団体、金融機関により提供されており、多くの場合でパートナーシップを組んでいる。そのため、銀行とその他の金融機関は、金融教育の枠組みに深く関与し、影響を与えることになる。Lazarus (2021) は、こうした銀行による認知的な支配が、「他のお金の数え方や管理方法を非合理的または無知である」(*Ibid.*, p. 394)として否定することにつながる危険性を指摘する。実際、米国を含む多くの先進国での金融リテラシー教育で問題になっているのは、「金融リテラシー政策は、人々の幸福のために不可欠な政策という位置づけになっている」(*Ibid.*, p. 395)にもかかわらず、その内容が国際機関や政府によってほとんど議論されておらず、また長期的な有効性の実証も極めて乏しいことだという。そのため、「金融リテラシーは、真の教育的関心事というよりも、むしろ政治的な道具」(*Ibid.*, p. 394)であり、「特定の規範性を発信して、個

人が国内の金融化に対処するための正しい方法を定義」(Ibid., p. 395) し、そうすることで特定の目的に合致した「金融的主体」を作り出すことを目標としている可能性が指摘されているのである<sup>10)</sup>。

その結果、効果の検証も乏しいままに特定の目的に合致した金融主体、すなわち、家計を「リスクとリターンを受け入れる責任感ある自立した存在」にするべく金融リテラシー教育が実施される。その際、「政府は、単に情報ツールを提供するだけであり、個人は金融リスクに対して孤独に立ち向う」(Ibid., p. 390) ことになるのである。退職貯蓄についての U.S.DOL (2013) も、「本当に望む退職金を支払うのは、最終的には自分の責任なのだ。あなたが主導権を握らなければならない。自分の経済的将来の設計者は自分なのだ」(Ibid., p. 1) と個人の責任を強調する。このように、新自由主義的政府の下での金融リテラシー教育は、家計に対して「自己責任あるいはリスクを受け入れる自立した存在」になるよう促すことを通じて「家計の金融化」を促進することになるのである。

### 2. 1. 3. 信用情報、クレジット・スコアリング技術の発達と信用アクセス能力

Stockhammer (2011) は、金融化には家計の信用アクセスを高める効果があることを指摘している。2000 年代の米国家計は、サブプライム・ローンに代表されるような住宅モーゲージのみならず、消費者信用、クレジットカード、銀行の当座貸越勘定など、さまざまな信用手段にアクセスできるようになった。こうした「金融アクセス効果」の結果として、実質賃金が伸び悩む中で、家計の負債による消費水準の維持が可能になっていたとするのである (Ibid., pp. 247-8)。

こうした信用アクセス手段の拡大を支えているのが、信用情報機関とそれらの機関が収集した情報に基づいて算出されるクレジット・スコアリングである。信用情報やクレジット・スコアリングは、信用リスクや債務不履行リスクを把握・管理するためのものである。今日、アイルランドのダブリンに本社を置く世界最大手の Experian、アトランタに本社を置く Equifax、シカゴに本社を置く TransUnion の 3 社が全米規模の信用情報の収集と提供を行っている。信用情報機関が収集し、クレジット・レポートとして提供する情報には、対象となる個人の与信実績、返済実績、債務残高、与信枠の利用可能枠、遅延歴、破産歴などが含まれている。代表的なクレジット・スコアである Fair Isaac Corporation の FICO スコアも、これら 3 社のクレジット・レポートを基に算出されており、300~850 点で対象者の信用力が評価されることになる (CFPB, 2020; Langley, 2008, pp. 148-151)。

クレジットカード会社やモーゲージ・カンパニー、その他の消費者信用の貸し手は、FICO スコアを用いて、借り手に貸付を行うかどうか、金利や貸出条件をどのように設定するかを決定している。銀行も、当座預金口座や貯蓄口座の開設に際して、申し込みの承認や条件などを設定するために FICO スコアを利用することがある (CFPB, 2020)。

米国では、1965年にCredit Data Corporationが最初の全国規模のコンピュータ化された信用情報機関を作り上げた。クレジット・レポートやスコアリングは、信用リスクと債務不履行リスクを把握できると見なされており、それまでの融資担当者の裁量を統計的・アルゴリズム的分析に置き換えることを可能にした。クレジット・スコアリングがクレジットカード会社の発行手続きに組み込まれたことで、カード利用者数の大幅な拡大と、カード利用者が使用できるリボルビング利用枠の拡大が可能になった。いわゆる「リスク・ベースド・プライシング」により、同じカードの保有者であっても、保有者ごとのクレジット・スコアに応じて、利用可能額や支払う金利を変化させることで、こうした拡大が可能になったのである。

クレジットカードでのクレジット・レポートやクレジット・スコアリングの成功が明らかになると、クレジットカード以外の日常的な借入の分野でもこれらの技術が広く利用されるようになった。1980年代後半から90年代前半にかけて、貸し手は低リスクの借り手を選別し業務を集中させた。メインストリームの貸し手がプライム層への貸出に集中する一方、プライム層から選別され、貸出対象から排除された家計を市場空間として認識する貸し手が現れた。それが1990年代後半以降に拡大したフリンジ・バンキングや2000年代のサブプライム・レンディングを行った貸し手たちだった(Langley, 2008, pp. 175, 178-179)<sup>11)</sup>。

信用情報機関のExperianによれば<sup>12)</sup>、FICOスコアは、800-850点が「例外的」、740-799点が「非常に良好」、670-739点が「良好」、580-669点が「フェア」、300-579点が「不良」という評価になる。サブプライム層は660点以下とされるため、「フェア」の大部分と「不良」のスコアの経済主体が該当するが、点数が下限に近づくほど信用アクセスは制限されることになる。「良好」とされる670-739点がプライム層、740点以上の「非常に良好」と「例外的」スコアについてはスーパープライム層という分類になる。ただし、一般的には700点以上が優良スコアとされている。2022年の全米の平均FICOスコアは714点となっており、「例外的」に該当する経済主体が21%、「非常に良好」が25%、「良好」が21%と、プライム層に該当する経済主体が全体の67%を占めている。反対に、「フェア」と「不良」に該当する経済主体がそれぞれ17%と16%となっており、米国では33%の経済主体が信用アクセスを制限されるか、高い金利などの不利な条件でしか信用を利用できていないことになる。

家計の金融行動との関連で重要な点として、クレジット・スコアの変動を常に意識して行動しなければならないことがあげられる。Experianによれば、FICOは次の5つの要素と重み付けに基づいてクレジット・スコアを算出している。(1) 支払い履歴(ウェイト35%)、(2) 支払うべき金額(30%)、(3) 信用履歴の長さ(15%)、(4) クレジット・ミックス(10%)、(5) 新規クレジット(10%)である。最もウェイトが大きいのが、(1) 支払い履歴で、期日通りに支払いを繰り返すことがポジティブに働く一方で、30日以上支払い遅延

はネガティブに、破産申請は著しくネガティブに作用する。こうした情報は最長7年間表向きのファイルに保持されるため、影響が長期間続く可能性がある。次にウェイトが大きいのが、(2) クレジットの利用状況で、特に限度枠に対する利用率が重要な指標となる。アメリカのクレジットカードの多くはリボルビング方式なため、多くのカード保有者が利用残高を有しており、それを30%以下に抑えるべきだとする。(3) 信用履歴の長さについては、長期間にわたってクレジット口座を管理した実績がクレジット・ヒストリーにポジティブに働く。(4) クレジット・ミックスでは、自動車ローンや住宅ローンなどの分割払い口座と、クレジットカードなどのリボ払い口座の両方を保持し、責任を持って管理できていることがスコアにポジティブな影響を与える。(5) 新規クレジットは、新たな与信枠の申請など信用情報に記録が残るハード・インクワイアリーと呼ばれる問い合わせを行う際に、クレジット・スコアにネガティブな影響（通常は5ポイント以下）が出るというものである。事前審査などは影響しないため、短期間に複数のクレジットカードやローンに申し込むといった行動を取ると、クレジット・スコアに悪影響がでることになる。

こうしたクレジット・スコア算出の仕組みを踏まえると、スコアを高めるために支払い履歴を継続的に積み上げていく必要があることが分かる。Experian によれば、ほとんどのクレジット・スコアリング・モデルは、信用スコアを生成するために、最低でも1つか2つのアクティブなクレジット口座と、3ヶ月から6ヶ月の連続した支払い実績を必要としている。こうした情報が不足している場合、クレジット・スコアが算出できず、信用アクセスが大幅に制限されることになる。大手3社のいずれかのクレジット・レポートに記載される口座数が5つ以下のクレジット・ヒストリーである場合、その経済主体は「薄い信用報告書 (Thin Credit File)」に分類されることになる。Experian の調査によれば、こうした「薄い信用報告書」の経済主体は2018年に全米で6200万人に及ぶとされる。「薄い信用報告書」に該当する経済主体は、報告書を分厚くするために、クレジット・ビルダー・ローンのような借入れにもかかわらず、毎月一定額の元利払いを行い、それが完了してはじめて資金を受け取れる信用履歴の改善に特化した金融商品を利用することになる。

「金融化」時代の家計にとって、クレジット・スコアリングを向上させ、信用履歴を良好な状態に保つことは必要不可欠である。なぜなら、信用手段へのアクセスを確保し、相対的に低い金利などの良い借入れ条件を享受できるだけでなく、そうすることで初めて物質的な幸福、自由、安全を確保できるからである (Langley, 2008, pp. 184-193)。

借入れのために良好なクレジット・スコアが必要なことはもちろんのこと、賃貸物件の入居審査時や自動車保険や生命保険の保険料を決定する際にも信用情報やそれに基づく保険スコアが利用されている。さらに、求職活動時や昇進時にも、企業がバックグラウンドチェックの一環として信用情報を確認することがある<sup>13)</sup>。特に、年間75,000ドル以上の職に応募したり、150,000ドル以上の与信枠や生命保険に申し込んだりした場合、信用情報機関は

## 1980年代末以降の米国家計の金融化①

本来7年または10年というクレジット・レポートへの掲載期限を超えた過去のネガティブなクレジット・イベントを開示する可能性がある<sup>14)</sup>。このようにクレジット・スコアリングと信用情報は、今や米国で自由かつ安心して生活する上で無視できない存在なのである。

もし自己破産や債務履行の遅延を引き起こした場合、信用アクセスの制限による罰を受けることに留まらず、物質的な幸福、自由、安全が失われることになる。creditkarma.comによれば<sup>15)</sup>、FICOスコア780点の経済主体が自己破産した場合、スコアは540~560点に、680点の場合でも530~550点に低下する可能性があるという。前述の評価では、「非常に良好」または「良好」な状態から一気に「不良」まで低下することになる。この場合、信用アクセスだけでなく、入居審査や就職活動にさえ影響が及ぶ可能性が高い。30日間の支払い遅延の場合でも、780点のスコアが670~690点に、680点のスコアが600~620点に低下する可能性がある。前者の場合は「良好」な水準にぎりぎり留まるが、後者の場合は「フェア」となるのでサブプライムにまで評価が低下することになる。そのため、米消費者金融保護局も「全ての請求書を期日通りに支払うこと、必要な信用利用枠のみに申し込むこと、利用できる信用利用枠を使いすぎないこと、毎年の信用報告書を取り寄せ、間違いを見つけたら異議を申し立てること」(CFPB, 2020)を家計に対して推奨している。

このように米国での信用情報機関とクレジット・スコアリングの普及は、家計がスコアを維持するために、絶えず自らが責任ある借り手と証明し続けることを要求する。もし家計がその要求を守らず、自己破産や債務履行の遅延を引き起こしてスコアを低下させれば、その影響は信用アクセスに留まらず、住居や就労といった物質的な幸福、自由、安全の喪失につながりかねない。そのため、家計は絶えずポジティブな支払い履歴を積み上げる必要があり、その結果、リボリングを含む種々の負債利用が促進されることになるのである。

## 2.2. 家計による負債利用の拡大

負債による消費については、金融化が家計に与える影響という文脈で、多くの研究で言及されている。Hein et al. (2015)は、「金融化によって資産に基づく消費と負債に基づく消費の可能性が高まり、…株式市場や住宅価格のブームは、それぞれ家計が借金をするための名目上(notional)の資産価値を増加させた。金融規範の変化、新しい金融商品(クレジットカード債務、ホーム・エクイティ貸付)、住宅ローン債務の証券化と商業銀行の“Originate-and-Distribute”戦略に端を発した信用基準の引き下げにより、特に低所得・低資産家計の信用の利用可能性が高まった。…しかし、それは同時に、家計の負債所得比率の上昇をもたらした」(Ibid., pp. 32-33)と指摘している。

1980年代半ば以降の米国では、家計の可処分所得に占める支出の割合が90%を超えるようになるとともに、家計の債務残高の対可処分所得比も上昇していった(図2-1)。1999年以降、米国家計では可処分所得の95%以上を支出することが常態化し、2005年には97.8%

図 2-1 家計の債務残高と支出の対可処分所得比 (1987-2022 年, %)



出典：National Income and Product Accounts (NIPA), Table 2.1, Bureau of Economic Analysis; Financial Accounts of the United States, B. 101. h, Board of Governors of the Federal Reserve System より作成。

とそのほぼ全てを支出に充てる状態になった。これは一国レベルでの集計結果であるため、実際には多くの家計が負債を抱えながら消費支出を続けていた可能性が高い。家計の債務残高は2002年に可処分所得の100%を超え、2007年には132.3%に達した。1987年に77.5%だったことを考えると、わずか20年で1.7倍になったことになる。可処分所得に占める支出の割合は、2008年の世界金融危機により一時的に低下したが、高い消費支出割合は続いており、2019年でも92.6%となっていた。ただし、2020年と2021年については84.6%と88.6%と1985年以前の水準まで低下した。これは新型コロナウイルス感染症（COVID-19）の影響で、政府による移転支出が急増したことが一因と考えられる<sup>16)</sup>。そのため、政府の移転支出が減少した2022年には再び96.7%と極めて高い水準となっている。債務残高の対可処分所得比については、世界金融危機後に減少に向かい2017年には99.8%となったが、2020年に92.4%を記録した後、2022年には99.9%となっている。2020年以降については、こちらもCOVID-19の影響があるため、家計の債務残高の対可処分所得比が再び増加に転じたか判断するのは現時点では困難である。

こうしたことから、米国では特に1990年代末から高い消費水準が継続しており、可処分所得と比較した場合に負債が累積していったことになる。世界金融危機後、累積した負債残高の対可処分所得比は減少に転じたが、消費水準については依然高い状態が続いている。

ただし、家計の日常生活に金融的思考または金融的計算が入り込むという「家計の金融化」の特徴を考えた場合、負債の利用は必ずしも消費水準の維持のためという理由のみで行われる訳ではなく、なかには企業家のように判断し行動する家計も現れてくる。Langley (2008) は、企業家的に自らの富を資産として運用する家計を「レパレッジド・インベスター」(Ibid., p. 187) と呼んだ。その典型的な行動として、「居住用不動産を、リターンを実

## 1980年代末以降の米国家計の金融化①

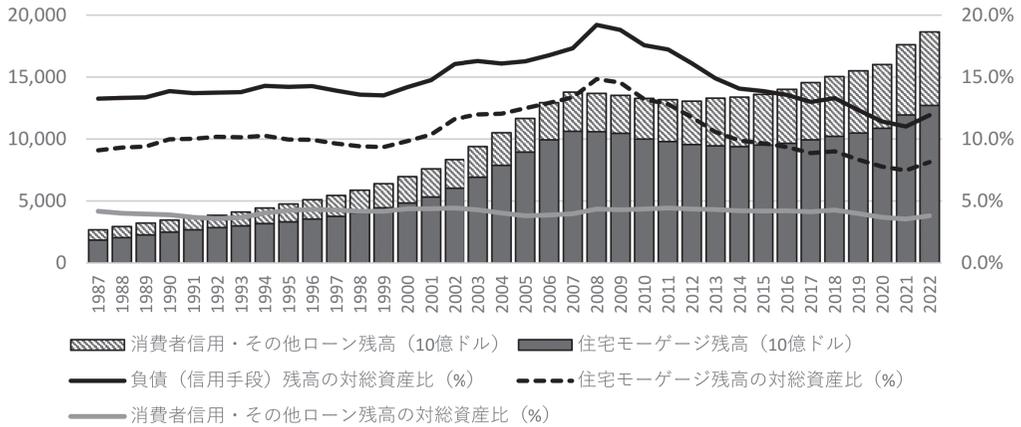
現するために成長する資産とみなす」(Ibid.)ことをあげている。Greenspan & Kennedy (2007)によれば、1991年から2005年にかけての住宅関連のエクイティ抽出によって得られたフリーキャッシュは、年平均で5,322億ドルに及んでおり、そのうち1,159億ドルが非モーゲージ貸付への返済と消費支出に充てられていた一方、1,596億ドルは住宅以外の新たな資産などの取得に投じられたと推計されている。期間を2001年から2005年に限定すると、エクイティ抽出で得られたフリーキャッシュは、年平均9,974億ドル、うち2,323億ドルが非モーゲージ貸付の返済と消費支出に充てられ、2,836億ドルが新たな資産の取得に投じられていた (Ibid., pp. 9-10, 16-17)。

こうした持ち家を資産の一部とみなし運用することは、サブプライム住宅ブーム期の米国家計に留まらない。英国では1980年代に利益配当付きの養老保険モーゲージ (With-Profits Endowment Mortgages) が、新規の住宅モーゲージの8割近くを占めていた。この住宅モーゲージでは、借り手は利子だけを返済し、元本分については同時に生命保険がユニット型投資信託を購入して積み立てを行い、満期時に元本分のみならず一時払い金も得ようという目論みを立てていた。しかし、1990年代後半になると、一時払い金はおろか元本返済もままならないことが判明した (Langley, 2008, p. 196)。

こうした点を踏まえて、家計部門の負債についてより詳しくみてみると、1990年代末から2007-08年の世界金融危機の時期にかけて、特に住宅モーゲージ残高が急増していることが分かる (図2-2)。米国家計の信用利用残高 (住宅モーゲージ残高、消費者信用残高、その他信用残高の合計) は、1987年の約2.7兆ドルから2007年には13.7兆ドルまで増加した。その内訳である住宅モーゲージ残高も、同期間に約1.8兆ドルから10.6兆ドルに、消費者信用とその他ローン残高についても約8,000億ドルから3.2兆ドルにまで増加している。対総資産比でみた場合、家計部門の信用利用残高は1987年から2000年まで13%から14%台で安定していたが、2001年以降急激に増加し始め、2008年には19.2%という高水準に達した。住宅モーゲージ残高の対総資産比についても、ほぼ同じ傾向を辿っており、1987年の9.1%から2008年には14.8%に達している。一方、消費者信用とその他ローン残高については、この時期はむしろ低下しており、1987年の4.2%が2007年の4.0%になっている。これは前述のとおり、住宅ブーム期により低利で利用可能なホーム・エクイティ・ローン (HEL) やホーム・エクイティ・ライン・オブ・クレジット (HELOC)、住宅モーゲージ借り換え時のキャッシュアウトの利用に置き換わっていたためと考えられる。

世界金融危機後、信用利用残高の総額、住宅モーゲージ残高ともに一旦減少に転じたが、総額については2013年以降、住宅モーゲージ残高についても2015年以降、再び増加し始め、2022年には総額が18.6兆ドル、住宅モーゲージ残高も12.7兆ドルと危機前を上回る水準になっている。一方、消費者信用とその他ローン残高については、世界金融危機後も増加し続けており、2022年には5.9兆ドルに達している。対総資産比でみた場合、モーゲージ残高と

図 2-2 家計の負債と住宅モーゲージ残高及びその対総資産比 (1987-2022 年)



出典：Financial Accounts of the United States, B. 101. h, Board of Governors of the Federal Reserve System.

それが大きな割合を占める信用利用残高の対総資産比はともに 2021 年まで低下し続けている。2021 年には信用利用残高の対総資産比は 11.0%，住宅モーゲージ残高も 7.5% と 1980 年代以前の水準になっている。2022 年については、対可処分所得比と同様それぞれ 11.9% と 8.1% に増加しているが、今後も継続するかは現段階では分からない状況である。一方、消費者信用・その他ローン残高の対総資産比は、2008 年に 4.4% に増加し、その後 2019 年まで 4.0% 台前半の水準を維持し続けており、2020 年に 3.7%，2021 年に 3.5%，2022 年に 3.8% と COVID-19 の影響下で低下する傾向が見られる。

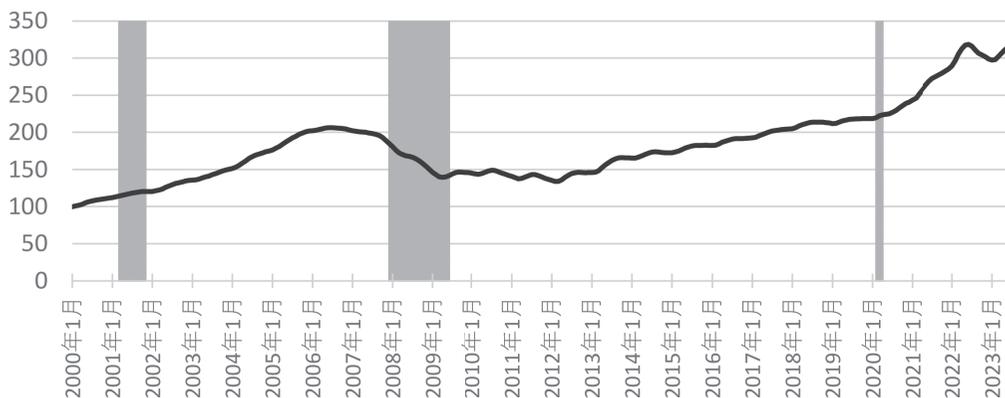
2015 年以降に住宅モーゲージ残高の増加に転じているにもかかわらず、対総資産比が低下している原因として、住宅価格の回復が関係していると考えられる。総資産に含まれる持ち家不動産の時価評価額は、2012 年に前年比でプラスに転じており、これはちょうどケース・シラー指数の動きとも一致する (図 2-3)。全米の 20 大都市圏を対象としたケース・シラー指数は、2006 年 6 月に 206.52 のピークに達したあと下落し続けていたが、2012 年 3 月の 134.08 を底に回復基調にあり、2023 年 7 月には 316.68 とサブプライム住宅ブーム期を大きく上回る水準になっている。

反対に、消費者信用とその他ローン残高については、世界金融危機後に残高が増加していることから、景気後退での所得減少に加え、HEL や HELOC での借り入れが困難になった借り手がこれらの消費者信用やその他ローンを利用している可能性が示唆されるとともに、COVID-19 での政府の移転支出が、従来であれば消費者信用やその他ローンの利用に追い込まれる失業者や低所得層の収入不足を補うことになった可能性が示唆される。

そのため、HEL や HELOC などの住宅の正味価値 (住宅の現在価値とローン残高の差額) を最大限利用可能にする金融慣行については、サブプライム層を含む中低所得層の利用がで

## 1980年代末以降の米国家計の金融化①

図 2-3 ケース・シラー 20 都市圏コンポジット住宅価格 (2000 年 1 月-2023 年 7 月, 2000=100)



出典：S&P Dow Jones Indices LLC; US Business Cycle Expansions and Contractions, National Bureau of Economic Research より作成。

きなくなった一方、住宅価格が回復することでレパレッジド・インベスターが再びそれを利用する余地が生まれている可能性が示唆される。この点を明らかにするためには、所得階層別・資産階層別で家計の金融行動を検討する必要がある。

### 2.3. 家計の資産選択におけるリスク資産の保有拡大

家計のリスク資産の保有拡大は、「企業の金融化」による株主への配当とキャピタルゲインの増加、政府の社会保障改革による DC 型年金の拡大を含む家計が「リスクとリターンを受け入れる責任感ある自立した存在」になることを推し進める施策により促進されてきた。前述の通り、第 2 次世界大戦後の米国家計の貯蓄は、その多くが長らく安全資産の形で保有されていた。しかし、1978 年の内国歳入法の改正で、DC 型年金の一種である 401(k) プランが導入され、施行規則が採用された 1981 年以降、その利用が急速に拡大した。家計の資産選択との関わりでは、401(k) プランでは従業員が拠出金の運用対象を自らリスクを取って選択しなければならなくなったことが重要となる。そして、多くの従業員が投資手段のリストの中から選んだのがミューチュアルファンド (MF) であった (EBRI, 2009, pp. 79-80; 吉田, 2002, 213-215 頁)。DC 型年金導入は、多くの家計によるリスク資産投資の入口として機能することになったのである。

この変化をデータで見えてみると、1970 年代まではアメリカの企業年金は DB 型年金を採用するものがほとんどで、1978 年には資産残高の 73.2% を DB 型が占めており、DC 型は 26.8% を占めるに過ぎなかった (図 2-4)。しかし、1984 年以降に DC 型の資産残高が急増し、1995 年には DB 型を上回るようになった。DC 型の場合、金融市場で混乱が生じると保有資産額が大きく減少するが、1990 年代後半には概ね年金資産の 60% を占めるようになった。2022 年末における年金資産は、DB 型 31.2%、DC 型 68.8% となっている。

家計によるリスク資産の保有は 1980 年代以降、着実に増加している。米国家計の金利収入と配当収入の対可処分所得比を見てみると、1980 年には金利収入が 16.4% (3,329 億ドル)、配当所得が 3.2% (640 億ドル) と、金利収入が家計の金融所得の大宗を占めていた (図 2-5)。しかし、その後、景気動向の影響による振幅を含みつつも、可処分所得に占める金利収入は趨勢的に減少する一方で、配当収入は増加していった。2022 年には金利収入 9.3% (1 兆 7,266 億ドル) に対し、配当収入 8.7% (1 兆 6,173 億ドル) と、配当収入が金利収入に肉薄するようになっている。この配当収入には、キャピタルゲインなどは含まれていないことから実際の運用益はより大きくなる。これは家計の資産選択において、預貯金のような金利収入を得る金融資産から株式のような配当収入を得る金融資産へのシフトが進んでおり、その結果として運用益が増加して所得の一部分を構成するようになってきていることを示唆する。

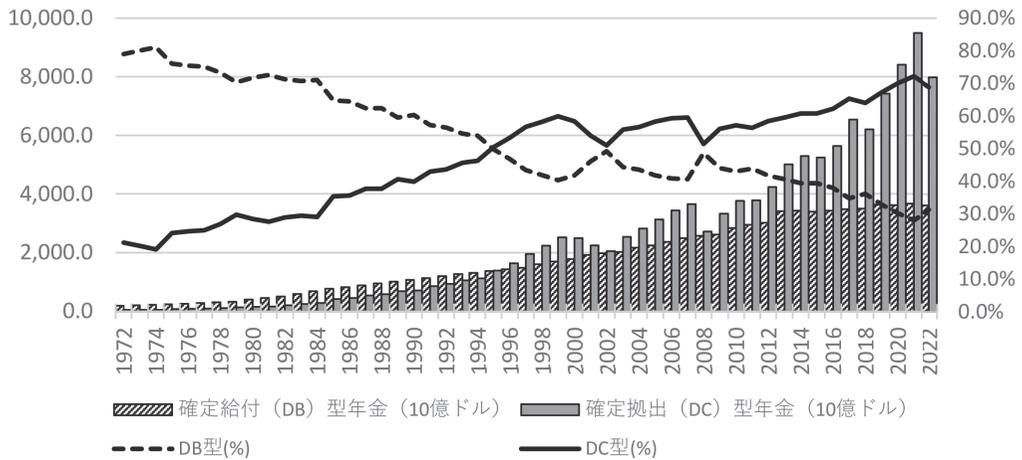
家計部門の保有する安全資産の比率は、趨勢的には低下してきており、反対にリスク資産の保有が増加している。表 2-1 によれば、米国家計部門は、1987 年の段階で金融資産の 45.7% を現預金や国債、DB 型年金といった安全資産で保有しており、株式や MF、社債、DC 型年金などのリスク資産の保有は 16.7% に過ぎなかった。しかし、DC 型年金の運用資産が DB 型年金の運用資産を上回った 1995 年には、安全資産は 37.9% に低下する一方で、リスク資産は 30.1% まで増加した。IT バブル崩壊前夜の 1999 年やサブプライム金融危機前夜の 2006 年などの時期に、リスク資産割合が大きくなり、危機が起こると安全資産の比率が高まるという循環的な運動を繰り返しながらも、趨勢的にはリスク資産の割合が増加してきている。特に注目すべきは、2013 年以降で、この年に安全資産とリスク資産の割合が逆転し、2021 年には安全資産 29.0% に対し、リスク資産 46.7% という記録的な割合に達していることである。2021 年が COVID-19 による特殊な状況下にあったことを勘案するとしても、2019 年には既に安全資産 32.7% に対し、リスク資産 41.8% という高い水準に達しており、米国家計部門のリスク資産保有は着実に拡大している。こうしたリスク資産の保有拡大を牽引していたのが MF であった。

家計以外の非営利団体を含む統計となるが、米国における家計部門及び非営利団体による株式の直接保有は減少する傾向にある。家計部門及び非営利団体の保有資産全体に株式が占める割合は 1987 年には 21.1% だったが、1995 年に 15.5%、2019 年に 13.1%、2021 年に 13.4% と多少の上下動はあるものの趨勢的には低下してきている。その減少を補っているのが MF で、1987 年に 3.1% だったものが、1995 年に 5.3%、2019 年に 10.7%、2021 年には 10.8% と着実に割合を増やしてきている<sup>17)</sup>。

こうした家計部門によるリスク資産の保有拡大、とりわけ MF を通じた間接的な株式保有の拡大は、機関投資家の優位性を高め、企業に株主価値を最重要視した経営を求める「支配の金融化」を引き起こす要因となる。その結果、究極的な資金の出し手である家計部門に

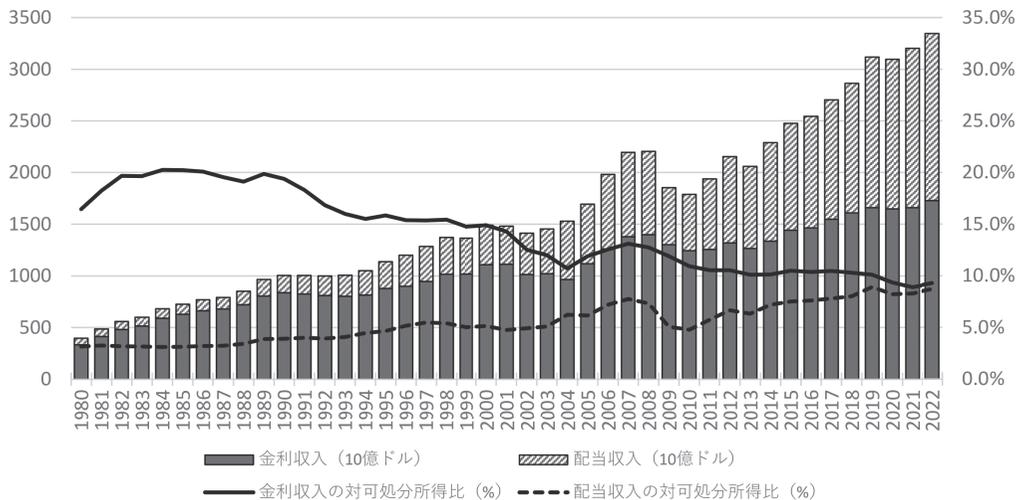
1980年代末以降の米国家計の金融化①

図2-4 年金基金の資産残高とその比率（1972-2022年）



出典：Financial Accounts of the United States, L. 118. b, L. 118. c, Board of Governors of the Federal Reserve System.

図2-5 家計の金利・配当収入とその対可処分所得比（1980-2022年）



出典：National Income and Product Accounts (NIPA), Table 2.1, Bureau of Economic Analysis.

も、金利や配当、キャピタルゲインを通じた金融的な利潤がもたらされることになる。ただし、ここで論じているのはあくまで一国レベルでの集計結果であるため、金融的経路を通じた利潤が、実質賃金の停滞や低下を補うかは、その家計の金融資産保有状況に左右される。そのため、実態の解明には所得階層別や資産階層別で検討を行う必要があると考えられる。

表 2-1 家計の資産保有状況

	安全資産					リスク資産			
	現預金	MMMF	国債	DB 型年金		株式 / MF	社債	DC 型年金	
1987	45.7%	21.7%	2.2%	6.6%	15.2%	16.7%	11.3%	1.0%	4.4%
1988	45.3%	21.2%	2.1%	7.2%	14.8%	18.0%	12.7%	1.0%	4.3%
1989	44.5%	19.9%	2.5%	6.9%	15.2%	19.9%	14.0%	1.2%	4.7%
1990	45.7%	19.4%	2.7%	7.8%	15.8%	18.3%	12.3%	1.3%	4.7%
1991	43.2%	17.6%	2.6%	7.3%	15.8%	22.8%	16.4%	1.2%	5.2%
1992	42.3%	15.9%	2.3%	7.3%	16.8%	24.6%	18.0%	1.2%	5.4%
1993	39.9%	14.5%	2.2%	6.6%	16.7%	27.2%	19.6%	1.8%	5.7%
1994	40.6%	13.6%	2.3%	7.6%	17.0%	26.0%	17.8%	2.2%	5.9%
1995	37.9%	12.7%	2.5%	6.5%	16.4%	30.1%	21.1%	2.4%	6.6%
1996	37.1%	12.0%	2.7%	6.4%	16.0%	32.0%	22.1%	2.3%	7.6%
1997	34.5%	11.1%	2.7%	5.6%	15.1%	35.4%	25.3%	1.9%	8.2%
1998	33.2%	10.3%	3.1%	5.3%	14.6%	37.9%	27.6%	1.7%	8.5%
1999	31.3%	9.5%	3.3%	4.5%	14.1%	40.4%	30.7%	0.9%	8.8%
2000	33.1%	9.9%	3.9%	4.3%	15.0%	36.6%	26.9%	1.0%	8.7%
2001	35.2%	10.9%	4.6%	3.6%	16.0%	33.5%	24.4%	1.3%	7.8%
2002	37.6%	12.1%	4.7%	3.4%	17.4%	29.4%	19.7%	2.2%	7.4%
2003	35.0%	11.7%	3.7%	3.5%	16.1%	33.1%	23.2%	1.7%	8.2%
2004	35.4%	11.3%	3.0%	5.5%	15.7%	32.5%	23.2%	1.2%	8.1%
2005	34.2%	11.2%	2.8%	5.0%	15.2%	33.2%	23.8%	1.1%	8.3%
2006	32.8%	11.1%	2.9%	4.2%	14.6%	35.6%	26.2%	1.1%	8.4%
2007	33.9%	11.3%	3.7%	4.5%	14.5%	35.3%	25.4%	1.5%	8.4%
2008	42.1%	13.8%	5.0%	6.2%	17.1%	26.3%	17.3%	1.9%	7.1%
2009	40.1%	13.4%	4.0%	5.8%	16.9%	31.9%	21.7%	1.8%	8.4%
2010	38.1%	12.2%	3.3%	5.9%	16.7%	34.0%	23.4%	1.9%	8.6%
2011	39.2%	13.1%	3.1%	6.1%	16.9%	32.6%	22.0%	2.2%	8.5%
2012	37.6%	12.8%	2.9%	5.8%	16.1%	34.7%	23.9%	2.1%	8.7%
2013	35.4%	11.9%	2.5%	4.4%	16.5%	37.4%	27.1%	1.2%	9.2%
2014	34.3%	11.9%	2.3%	4.1%	16.0%	38.7%	28.5%	1.2%	9.0%
2015	35.7%	12.6%	2.4%	4.7%	16.1%	36.8%	27.5%	0.5%	8.8%
2016	35.2%	12.9%	2.0%	4.5%	15.8%	37.5%	28.6%	0.0%	9.0%
2017	33.1%	12.2%	2.0%	4.1%	14.9%	40.5%	31.0%	0.0%	9.5%
2018	35.1%	12.7%	2.2%	4.9%	15.4%	37.7%	28.6%	0.0%	9.1%
2019	32.7%	11.7%	2.4%	4.6%	14.0%	41.8%	32.3%	0.0%	9.5%
2020	31.6%	12.8%	2.5%	3.5%	12.7%	44.1%	34.5%	0.0%	9.5%
2021	29.0%	12.8%	2.3%	2.3%	11.6%	46.7%	37.1%	0.1%	9.5%
2022	32.5%	13.3%	2.7%	3.9%	12.6%	40.5%	31.9%	0.0%	8.6%

出典：Financial Accounts of the United States, B. 101. h, L. 118. b, c, L. 119. b, c, L. 120. b, c, Board of Governors of the Federal Reserve System.

注：ここでは元本または最終的な支払い額の保証があるか相対的に流動性の高い金融資産（現預金、MMMF、国債、DB 型年金）を安全資産とし、元本や最終的な支払い額の保証がない金融資産（株式、ミューチュアルファンド（MF）、社債、DC 型年金）をリスク資産に分類している。

現預金には、現金、当座預金、定期性預金、貯蓄性預金が含まれる。国債には、TB、エイジェンシー債、GSE 債が含まれる。DB 型年金と DC 型年金には、民間、政府、州・地方自治体の各年金基金が負う債務残高の合計を用いている。ただし、B.101. h で示されている家計部門の年金資産合計を下回っており、年金資産全てを分類できていない点に注意が必要である。

## 本稿のまとめ

本稿では、「家計の金融化」について包括的に理解するために、金融化を巡る議論の展開を概観した上で、家計の金融化を推し進める要因と構造について分析した。その上で、1980年代以降の米国家計の金融化の全体像を把握した。本稿では、「家計の金融化」を「家計の日常生活に対する金融的思考または金融的計算の浸透が、家計によるリスク資産の保有や負債利用を拡大させるプロセス」と定め、その促進要因と構造を検討した。1980年代以降の米国家計は、新自由主義的政府の下で「リスクとリターンを受け入れる責任感ある自立した存在」になるよう求められるようになっており、それを促進する手段として金融リテラシー教育が政府と連携した金融業界により実施されている。さらに、信用情報機関とクレジット・スコアリングの発展と利用拡大により、家計は常に良好なクレジット・スコアを維持する必要に迫られている。その結果、家計は負債の継続的な利用、リスク資産の保有拡大を促される。問題は、現実の家計には合理的認識能力に限界があり、さらに家計がリスクとリターンを適切に計算し、測定し、管理することを不可能にする「不確実性」が存在することである。新たな金融的自己規律の浸透と規制緩和・自由化による旧来の制度の解体により、家計は今や多くの不確実性に直面することになっているのである。

新たな金融的自己規律の下で、多くの家計が不確実性に直面するようになってきていることは間違いないが、必ずしも全ての家計が同様の不確実性に直面している訳ではない。クレジット・スコアリングの議論やマクロの家計部門のデータが示唆するのは、信用アクセスもままならない家計もあれば、新たな金融的自己規律の浸透に否応なしに対応している家計、さらには金融的自己規律を受け入れて積極的にリスクを取る家計が存在する可能性である。こうした違いが、資産・負債の両面でも異なる金融行動を導いており、それにより家計が直面する不確実性も自ずと変化するものと考えられる。

次稿では、家計の金融化の階層別での影響を明らかにするために、FRBが実施しているSurvey of Consumer Finances（以下、SCF）を用いて検討を行う。FRBはこの調査を1989年以来、3年毎に定期的実施しており、2022年に実施分までの12回分の調査結果が蓄積されている。SCFを利用することで1980年代末から2020年代までの30年強の米国家計の金融的な変化を所得及び資産階層別に追うことが可能となる。

## 注

- 1) 例えば、神野（2019、33-37頁）、Stockhammer（2011、pp.245-247、252-253）など。
- 2) 各学派の議論の共通点と相違点を整理したものとしてHein et al.（2015）、マルクス派の視点から各学派の議論を検討したものとして高田（2015、第1章）があげられる。
- 3) Mader et al.（2021）、pp.3-5より。また、経済学の内部においても、金融化の洞察の対象が拡

大し、ウォール街の銀行家や投資家、ファンドマネージャーだけでなく、グローバル・サウスのマイクロクレジットの借り手や地方自治体、国有企業、多国籍企業、慈善団体などの国家や「非金融」主体が金融債権の網の目を通じて金融化の対象となっていることを指摘している。金融化のプロセスについても、英米以外の地域、特に東欧や新興国における金融化研究が進むことで注意が払われるようになり、金融化がアングロ・サクソン型の資本主義へのグローバルな収斂をもたらすと単純に還元できなくなっていることを指摘している (*Ibid.*, pp. 2-6)。

- 4) Mader et al. (2021) も、同定義付けが、広範な研究活動を包含可能な枠組みを提供し、「金融化」研究の統合を促進したと論じている (*Ibid.*, p. 6)。
- 5) 「利益の抜き出し」説について、アメリカの非金融企業を調査した小倉 (2022a) は、大企業を中心に企業利益の大半が剰余金として企業内に蓄積されており、金融的経路へと向かう「利益の抜き出し」が必ずしも大規模に生じていないこと、代わりに企業は負債を資金源として広義の金融経路への資金投入を増やしていることを指摘している (同 9-10 頁)。
- 6) ただし、小倉 (2022b) は、「増大する株主還元、とりわけ自社株買いの資金源の大半は、低コストの負債が利用されていると考えるのが現実的であり、支配の金融化に関する主要な先行研究が指摘する、『半強制的な』株主への『利益の抜き出し』が直接的かつ大規模に生じている可能性は低い」(同 12 頁) ことを指摘している。
- 7) ただし、Wang (2021) は、多くの研究が新自由主義やグローバリゼーションの下で政府の政治的能力が失われていくというような、金融が国家の犠牲の下で拡大したといった暗黙の仮定を批判し、金融化に対する国家(政府)の主体性を強調している。すなわち、政府は年金、住宅、教育、医療に関する国家機関を通じて金融市場に積極的に参加しており、さらに金融化を政府の問題解決のための戦略的機会として利用していると指摘する。そのため、「金融を媒介として、政策立案者は国家を再構成し、自らの政治的ニーズを満たすために国家運営を再構築した」(Wang, 2021, p. 191) とするのである。本稿は政府の金融化について論じるものではないため、詳しい検討は別稿に譲るが、Wang (2021) が指摘したアメリカでの証券化導入の事例などの場合、社会的・政治的ジレンマを非政治化し責任を市場に転嫁することで問題の解決を図った結果として、金融化が深化したという意図せざる側面もあり、政府が金融化にどのような形で関与しているのかについてはより詳細な検討が必要であると考えられる。
- 8) フリンジ・バンキングとは「主に低・中所得世帯に信用・決済サービスを提供し、その多くがフォーマルな銀行システムとほとんど関わりを持たない」(Caskey 1994, p. 1) 機関を指す。
- 9) 金融化の家計への非経済的な影響については、差し当たり、Mader et al. (2021) 及び Langley (2021) を参照のこと。
- 10) そのため、金融リテラシー教育の批判者は金融教育そのものについて批判しているのではなく、新自由主義的政府ひいては金融機関にとって都合の良い金融規範を十分な効果を検証せずに広める金融教育の枠組みを批判している (*Ibid.*, p. 398)。
- 11) こうした非プライム層への信用アクセスの拡大は、「金融包摂」や「金融の民主化」の進展を示しているようにも見える。確かに、スコアの算出に際し、人種や性別、階級、居住地が含まれないことから「金融排除」問題が非政治問題化されたが、こうした借り手は「リスク・ベアード・プライミング」によって技術的には是認された極めて高い金利を請求される点に留意する必要がある (Langley, 2008, pp. 178-183)。
- 12) experian ホームページ, Credit Report & Scores (<https://www.experian.com/blogs/ask->

## 1980年代末以降の米国家計の金融化①

- experian/category/credit-advice/, 2023年10月9日アクセス)より。
- 13) 同上。
- 14) <https://www.creditkarma.com/advice/i/payment-history-credit-report> (2023年10月9日アクセス)
- 15) *Ibid.*
- 16) 米国では2020~2021年の2年間でCOVID-19対策として、約6兆ドルの財政支出がされており、その中には3次に渡る個人向け現金給付(それぞれ最大1200ドル, 600ドル, 1400ドル)、失業手当の拡充(当初が週600ドル, その後は週300~400ドルの上乗せ)などが含まれていた(経済産業省, 2022; 労働政策研究・研修機構, 2022)。
- 17) *Financial Accounts of the United States*, B. 101, FRBより。

## 参考文献

- Caskey, John P. (1994) *Fringe Banking*, New York: Russell Sage Foundation.
- Consumer Financial Protection Bureau (2020) “What is a FICO score?,” <https://www.consumerfinance.gov/ask-cfpb/what-is-a-fico-score-en-1883/> (2023年10月9日アクセス)。
- Employee Benefit Research Institute (2009) *Fundamentals of Employee Benefit Programs*, sixth Edition.
- Epstein, Gerald A. (2005) “Introduction: Financialization and the world economy,” In *idem*, ed., *Financialization and the World Economy*, Cheltenham: Edward Elgar, pp. 3-16.
- Fligstein, Neil and Adam Goldstein (2015) “The emergence of a finance culture in American households,” *Socio-Economic Review*, Vol. 13, Issue 3, pp. 575-601.
- Greenspan, Alan and James Kennedy (2007) “Sources and Uses of Equity Extracted from Homes,” *Finance and Economics Discussion Series*, Federal Reserve Board.
- Hein, Eckhard, Nina Dodig and Natilia Budyldina (2015) “The transition towards finance-dominated capitalism,” in Eckhard Hein, Daniel Detzer and Nina Dodig eds., *The Demise of Finance-Dominated Capitalism Explaining the Financial and Economic Crises*, pp. 7-53, Cheltenham: Edward Elgar.
- Kasper, Sherry Davis (2014) “Payday Lending,” *Journal of Economic Issues*, Vol. 48, No. 4, pp. 905-925.
- Krippner, Greta R. (2005) “The financialization of the American economy,” *Socio-Economic Review*, Vol. 3, Issue 2, pp. 173-208.
- Lazarus, Jeanne (2021) “Financial Literacy Education,” In Mader P., D. Mertens and N van der Zwan eds., *The Routledge International Handbook of Financialization*, pp. 390-399, New York: Routledge.
- Langley, Paul (2008) *The Everyday Life of Global Finance*, New York: Oxford University Press.
- (2021) “The Financialization of Life,” In Mader P., D. Mertens and N. van der Zwan eds., *The Routledge International Handbook of Financialization*, pp. 68-78, Routledge.
- Mader Philip, Deniel Mertens and Natascha van der Zwan (2021) “Financialization,” In *idem*, eds., *The Routledge International Handbook of Financialization*, pp. 1-16, New York: Routledge.

- ledge.
- Martin, Randy (2002) *Financialization of Daily Life*, Philadelphia: Temple University Press.
- Minsky, Hyman P. (1986) *Stabilizing an unstable economy*, New Haven: Yale University Press  
(吉野紀, 浅田統一郎, 内田和男訳『金融不安定性の経済学』多賀出版, 1989年。).
- Simon, Herbert A. (1983) *Reason in Human Affairs*, California: Stanford University Press.
- Stockhammer, Engelbert (2011) "Neoliberalism, Income Distribution and the Cause of the Crisis," In Philip Arestis, Rogério Sobreira and osé Luis Oreiro eds., *The Financial Crisis, Origins and Implications*, pp. 234-258, London: Palgrave Macmillan.
- United States Department of Labor (2013) *Saving Fitness*, <https://pueblo.gpo.gov/Publications/PuebloPubs.php?PubID=5664> (2023年10月9日アクセス).
- Wang, Yingyao (2021), "Financialization and State Transformations," In Mader P., D. Mertens and N. van der Zwan eds., *The Routledge International Handbook of Financialization*, pp. 188-199, Routledge.
- 小倉将志郎 (2016) 『ファイナンシャルイゼーション—金融化と金融機関行動』桜井書店。
- (2018) 「米国非金融企業の金融化と金融資産構成」駒沢大学経済学論集, 第49巻1・2号, 73-89頁。
- (2021) 「米国非金融企業の負債増大と金融化アプローチ①」『駒沢大学経済学論集』駒沢大学経済学会, 第53巻2号, 1-15頁。
- (2022a) 「米国非金融企業の負債増大と金融化アプローチ②」『駒沢大学経済学論集』駒沢大学経済学会, 第53巻3号, 1-12頁。
- (2022b) 「米国非金融企業の負債増大と金融化アプローチ③」『駒沢大学経済学論集』駒沢大学経済学会, 第53巻4号, 1-13頁。
- (2022c) 「米国非金融企業の負債増大と金融化アプローチ④」『駒沢大学経済学論集』駒沢大学経済学会, 第53巻4号, 15-28頁。
- 神野光指郎 (2019) 「『金融化』論の功罪」福岡大学商学論叢, 第63巻1-2号, 23-83頁。
- 経済産業省 (2022) 『通商白書 2022』経済産業省。
- ケネディ, アラン; 奥村宏監訳, 酒井泰介訳 (2002) 『株式資本主義の誤算』ダイヤモンド社。
- 高田太久吉 (2015) 『マルクス経済学と金融化論』新日本出版社。
- 吉田健三 (2002) 「アメリカ年金政策における 401 (k) 成立の意義」『社会政策学会誌』社会政策学会, 第7号, 209-230頁。
- 労働政策研究・研修機構 (2022) 「コロナ禍における失業保険の特例措置と不適切な支払い」独立行政法人労働政策研究・研修機構, [https://www.jil.go.jp/foreign/jihou/2022/10/usa\\_01.html](https://www.jil.go.jp/foreign/jihou/2022/10/usa_01.html) (2023年10月9日アクセス)。

本稿は、東京経済大学個人研究助成費 (20-32) の研究成果の一部である。