

1980 年代末以降の米国家計の金融化③

——FRB Survey of Consumer Finances を用いた資産と金融行動の検討——

横 川 太 郎

はじめに

本稿は、1980 年代以降の米国家計の金融化についての一連の調査研究の後編に当たるものである。中編に当たる前稿（横川，2024b）では、FRB が 1989 年から 3 年毎に実施している Survey of Consumer Finances（家計金融調査，以下 SCF）の概要と調査によって収集されるデータの特徴について確認した上で、所得と負債に関する調査結果の検討を行った。本稿では、中編で取り上げることのできなかった資産と負債に関して検討した上で、本研究のまとめを行う。

本研究では、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」（横川，2024a，169 頁）と定めている。また、SCF の調査結果については、中編に引き続き、一般的な五分位階級をベースに最上位に当たる第 V 五分位を 80% から 99% の階級と最上位 1% の階級に分けた 6 つの階層に整理する。これらの所得階層は、所得が少ない順に、第 I 階層（0～20%）である低所得（low-income）層、第 II 階層（20～40%）である中低所得（moderate-income）層、第 III 階層（40～60%）である中所得（middle-income）層、第 IV 階層（60～80%）である中高所得（upper-middle-income）層、第 V 階層（80～99%）である高所得（upper-income）層、そして、第 VI 階層（99～100%）のトップ 1% 層となる。また、本稿での SCF のデータを用いたドル表示での金額は引き続き 2022 年ドルを基準にインフレ調整された金額となる。さらに、調査期間を通じたトレンドを分かりやすくするために、必要に応じて 1989 年から 2022 年までの過去 12 回の SCF 調査を 4 回ずつ 3 つの期間、すなわち（1）1989 年調査から 1998 年調査の平均、（2）2001 年調査から 2010 年調査の平均、（3）2013 年調査から 2022 年調査の平均に分けて検討を行う。

本稿の第 1 節では、SCF の調査結果を用いて、1980 年代以降の米国家計の資産選択について、リスク資産の保有増大が各所得階層でみられるか検討する。第 2 節では、金融リテラシー・ギャップやリスク選好、経済的な緊急時の対応、信用利用を検討した際の与信審査での経験や選択など、家計がいかなる認識や選好を有しており、その下でどのような金融行動を取るのか、あるいは取ろうとするのかについて検討する。最後に、本研究での問いについ

てのまとめを行う。

1. SCF にみる米国家計の金融化 (3) : 家計の資産選択

前編では、先行研究を元に家計によるリスク資産の保有拡大が、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と論じた。そして、マクロの経済データを用いて、家計の金融資産に占める安全資産の割合が減少し、リスク資産の割合が増加していくことからそれを示した。同様に、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が、家計によるミューチュアルファンド投資の増大につながり、それが間接的な株式保有、すなわちリスク資産の保有拡大に向かうことになったと論じた。マクロの経済データでは、1980 年代半ば以降に確定給付型 (Defined Benefit; DB) 型の資産残高が大きく減少する一方で DC 型の資産残高が増加し、1995 年には資産残高で DB 型を上回ったことからそれを示した (横川, 2024a, 169-171, 180-182 頁)。

そのため、本節では SCF の調査結果を用いて、所得階層別でみた家計の保有資産を概観した上で、各所得階層での個人口座ベース (account-based) の退職貯蓄制度 (企業が提供する 401(k) プランや非営利団体が提供する 403(b) プラン、個人向けの IRA (Individual Retirement Account), Keoghs プランなど) の利用が DB 型を上回る形で拡大しているのか、さらには株式投資型のミューチュアルファンドへの投資拡大や株式の直接保有などのリスク資産の保有拡大が生じているのかについて検討する。

1. 1. 所得階層別の資産残高と格差の推移

家計の資産は大別して、金融資産と非金融資産に分かれることになる。1980 年代末以降の家計資産の変化は、階層ごとにかなり異なった様相を示している (表 3-1-1)。低所得 (第 I 階) 層は、全ての所得階層の中で最も資産の増加が大きかった階層で、1989 年調査時の 6 万 2,700 ドル (平均値, 2022 年ドル基準) から 2022 年調査時には 22 万 1,000 ドルと、約 3.5 倍になった。また、各調査間の増加率の相乗平均も 12.1% となっていた。それに対し、低所得層以外の中低所得 (第 II 階) 層からトップ 1% (第 VI 階) 層については、上位の所得階層ほど増加率が高まっている。中低所得層は、同期間に金額ベースで 1.4 倍になったのみで、増加率の相乗平均もわずか 3.0% となる。それに対し、中所得 (第 III 階) 層は 1.8 倍と 5.6%, 中高所得 (第 IV 階) 層は 1.9 倍と 6.0%, 高所得 (第 V 階) 層は 2.6 倍と 9.0%, トップ 1% (第 VI 階) 層は 2.9 倍と 10.0% を記録している。

そのため、低所得層と他の所得階層の間よりも、中低所得層と他の所得階層の間で格差が拡大した。トップ 1% 層との格差は、低所得層では 1989 年調査時の 156 倍から 2022 年調査

表 3-1-1 所得階層別の資産（平均値，2022 年ドル基準，1 万ドル）

	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019	2022
I(0-19.9%)	6.3	7.9	9.8	10.3	10.3	13.3	17.5	19.5	13.6	13.7	17.3	22.1
II(20-39.9%)	17.4	15.6	18.2	20.8	23.0	24.0	23.6	22.5	18.2	19.4	21.3	24.1
III(40-59.9%)	27.6	25.4	24.4	28.8	33.9	39.9	39.9	36.6	29.0	33.5	34.2	50.1
IV(60-79.9%)	39.3	36.6	39.8	48.6	60.3	68.0	71.4	55.3	56.0	59.6	64.5	74.6
V(80-98.9%)	114.5	104.4	104.6	138.4	185.8	182.4	218.4	195.9	194.9	240.1	238.1	296.1
VI(99-100%)	978.6	835.6	993.7	1,226.7	1,487.7	1,921.7	2,157.5	1,689.0	1,843.6	2,592.9	2,636.9	2,803.0
トップ 1% 層との格差（トップ 1% 層 ÷ 各階層）												
VI ÷ I	156.1	105.5	101.2	119.1	144.3	144.4	123.5	86.6	135.1	189.0	152.8	126.8
VI ÷ II	56.2	53.6	54.7	59.0	64.8	80.0	91.4	75.2	101.1	133.3	124.1	116.4
VI ÷ III	35.4	32.9	40.7	42.6	43.9	48.1	54.1	46.1	63.5	77.3	77.2	55.9
VI ÷ IV	24.9	22.8	24.9	25.2	24.7	28.2	30.2	30.5	32.9	43.5	40.9	37.6
VI ÷ V	8.5	8.0	9.5	8.9	8.0	10.5	9.9	8.6	9.5	10.8	11.1	9.5

出典：Survey of Consumer Finances, Board of Governors of the Federal Reserve System より筆者作成。

* トップ 1% との格差のうち，50 倍を超える場合は薄灰に，100 倍を超える場合は濃灰に網掛けしている。

時には 127 倍（0.81 倍）に縮小したのに対し，中低所得層では同期間に 56 倍から 116 倍（2.07 倍）と，かなりの拡大がみられた。他に中所得層が 35 倍から 56 倍（1.58 倍），中高所得層が 25 倍から 38 倍（1.51 倍）となっていた。それゆえ，中低所得家計の資産形成の停滞とトップ 1% 層との格差拡大が浮き彫りとなる。

これは中編で論じた所得階層別の家計の課税前所得の推移と傾向が若干異なることを意味する。所得階層別の課税前所得における格差では，中所得層とトップ 1% 層の格差拡大が最も深刻であり，程度の差はあるがトップ 1% 層と下位 99% 層の間で格差が拡大していた（横川，2024b，51-52 頁）。それに対し，資産の場合には，中低所得層とトップ 1% 層の格差拡大が最も深刻となっており，所得階層間の格差拡大についても，トップ 1% 層と低所得層の格差は，2016 年調査時を除けば，1989 年調査時よりも縮小する傾向にあった。これは中編（70 頁，注 7）でも論じたように，低所得層に現役家計だけでなく，貯蓄を一定以上有するが所得が少ない高齢家計が含まれることによるものと考えられる。表に示していないが，調査回答者が 65 歳未満の家計と 65 歳以上の家計で低所得層の資産を分けると，2022 年調査時点の平均値は，65 歳未満の家計が 18 万 7,700 ドルなのに対し，65 歳以上の家計は 27 万 5,500 ドルと大きな差がある。さらに，低所得層に占める 65 歳以上の家計の割合は全所得階層で最も高い 37.9% となっており，1989 年時点の 33.8% からみても上昇している¹⁾。そのため，高齢者比率の高さとその長期的な上昇が低所得層における資産格差縮小の一因であると考えられる。

1. 2. 所得階層別の資産の内訳

前述のように，家計が保有する資産は，実物資産と金融資産に大別できるが，基本的の上

位の所得階層ほど、金融資産が占める割合が大きくなる（表3-1-2）。具体的には、調査全体を通じた平均で、低所得層が資産全体の23.1%、中低所得層が28.2%、中所得層が31.0%、中高所得層が35.5%、高所得層が42.6%、トップ1%層が42.8%となる。これは、中編（54-56頁）で論じた家計の負債の裏返しで、低所得層から中高所得層にとって、自宅である居住用不動産（主たる住居）こそが最大の資産だからである。例外は、トップ1%層と高所得層で、トップ1%層は事業資産が非金融資産の多くを占めており、調査全体の平均でみた場合にも資産の34.9%が事業資産で、金融資産に次ぐ規模となっている。主たる住居については平均10.4%と、資産の1割を占めるに過ぎない。高所得層についても金融資産が最も大きく、つづいて26.6%を占める主たる住居、16.4%を占める事業資産となっている。中高所得層については、調査年によっては一時的に金融資産が主たる住居の資産価値を上回っているが、基本的には低所得層から中所得層と同じく、主たる住居が資産の大きな割合を占めている。これらの所得階層では主たる住居が資産の40%~50%を占めている。

上位の所得階層ほど資産に占める金融資産の割合が高まるといっても、その内訳は所得階層により異なる傾向を示している。調査全体の平均でみた場合、低所得層で最大のウェイトを占めるのは、当座預金口座、普通預金口座、MMMF（Money Market Mutual Fund）などの預金/MMMFで、資産に占める割合は6.7%となる。次に大きな割合を占めているのが、いわゆるDC型年金と個人向けのIRAやKeoghプランなどを合わせた個人口座ベースの退職貯蓄制度で4.3%となる。この預金/MMMFの割合は、所得階層が高くなるにしたがって低下し、入れ替わりに個人口座ベースの退職貯蓄制度の割合が上昇することになる。特に、中高所得層は資産の15.4%を、高所得層も17.3%を個人口座ベースの退職貯蓄制度を通じて保有している。ただし、トップ1%については、かなり状況が異なっており、ミューチュアルファンド（MF）およびヘッジファンド（HF）と株式の直接保有がそれぞれ資産の約1割を占めている。個人口座ベースの退職貯蓄制度の割合が平均7.2%と小さいのは、トップ1%層の資産額が他の階層と比べて圧倒的に多く、各年の拠出限度額に達しているためと考えられる²⁾。

また、調査期間を通じた変化をみた場合、低所得層から中所得層において、預金/MMMFが占める割合の比較的大きな低下がみられ、中高所得層および高所得層においてもある程度の低下がみられる。1989年時点では、低所得層は13.1%、中低所得層は15.1%、中所得層も11.3%と、預金/MMMFが資産全体の10%以上を占めていた。これは金融資産に占める割合でみた場合には、それぞれ48.0%、54.9%、44.1%に相当し、金融資産の約半分が比較的安全な資産によって占められていたことになる。しかし、1990年代以降、預金/MMMFが占める割合は低下傾向にあり、2022年調査時には、低所得層では資産に占める割合で4.5%、金融資産に占める割合で19.9%となっている。また、中低所得層で8.0%と30.4%、中所得層でも5.8%と20.1%と、いずれも大きく低下している。それに対し、この間

表 3-1-2 家計の所得階層別の資産の内訳（平均値，％）

		1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019	2022	調査全体
低所得層（第Ⅰ層：0-19.9%）														
金融資産		27.3%	19.1%	22.2%	27.8%	30.1%	21.9%	18.9%	21.2%	24.2%	22.3%	25.5%	22.6%	23.1%
	預金/MMMF	13.1%	10.2%	8.2%	9.9%	9.6%	8.0%	5.8%	5.4%	7.3%	4.7%	5.8%	4.5%	6.7%
	MF/ヘッジファンド	1.0%	1.0%	1.0%	2.0%	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%	4.0%	2.0%	1.0%	6.0%	3.0%
	株式	2.8%	1.6%	1.4%	2.9%	1.4%	2.6%	3.8%	3.8%	2.3%	4.0%	2.7%	3.1%	2.9%
	債券	0.6%	0.3%	0.3%	0.8%	0.3%	0.0%	0.2%	0.7%	0.0%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%
	個人口座ベースの 退職貯蓄制度	2.5%	2.3%	4.5%	3.2%	5.1%	3.4%	1.6%	5.3%	3.5%	5.1%	5.4%	6.0%	4.3%
	その他	4.7%	1.0%	4.1%	6.6%	6.9%	2.5%	3.5%	1.8%	5.8%	5.0%	9.2%	1.9%	4.3%
非金融資産		72.7%	80.9%	77.8%	72.2%	69.9%	78.1%	81.1%	78.8%	75.8%	77.7%	74.5%	77.4%	76.9%
	自動車	7.4%	6.1%	6.4%	6.5%	7.3%	6.0%	4.5%	4.9%	5.7%	6.0%	5.0%	4.8%	5.5%
	主たる住居	46.5%	54.5%	43.9%	47.0%	49.7%	48.8%	47.4%	35.7%	43.6%	39.4%	42.9%	39.2%	43.4%
	その他居住用不動産	4.0%	3.7%	4.5%	4.9%	1.8%	5.4%	6.1%	7.1%	4.2%	5.5%	6.6%	2.7%	4.9%
	事業資産	9.9%	10.8%	16.6%	8.8%	7.8%	13.6%	18.9%	19.5%	19.9%	20.1%	17.6%	27.3%	18.0%
	その他	1.5%	0.6%	0.8%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.4%	0.7%	1.4%	0.8%	1.7%	0.9%
中低所得層（第Ⅱ階層：20-39.9%）														
金融資産		27.5%	26.4%	32.7%	34.6%	31.4%	25.5%	27.8%	24.8%	27.7%	28.8%	26.7%	26.3%	28.2%
	預金/MMMF	15.1%	11.7%	9.7%	12.2%	8.9%	10.7%	7.9%	9.2%	8.1%	7.6%	8.1%	8.0%	9.5%
	MF/ヘッジファンド	0.7%	1.9%	4.1%	4.1%	3.7%	3.2%	1.8%	2.7%	2.2%	2.8%	2.4%	2.4%	2.7%
	株式	1.4%	2.0%	3.4%	3.7%	3.2%	1.7%	2.5%	1.5%	2.4%	2.3%	1.9%	0.9%	2.2%
	債券	0.9%	0.5%	0.4%	1.1%	0.2%	0.0%	0.1%	0.3%	1.4%	0.4%	0.2%	0.2%	0.4%
	個人口座ベースの 退職貯蓄制度	5.0%	3.8%	7.5%	7.0%	7.5%	5.2%	7.8%	7.4%	8.0%	9.9%	9.8%	10.4%	7.7%
	その他	2.3%	3.6%	3.5%	3.6%	4.7%	3.6%	5.1%	2.4%	4.1%	4.3%	3.0%	3.6%	3.7%
非金融資産		72.5%	73.6%	67.3%	65.4%	68.6%	74.5%	72.2%	75.2%	72.3%	71.2%	73.3%	73.7%	71.8%
	自動車	5.8%	6.6%	7.1%	6.4%	7.1%	6.1%	6.5%	6.3%	7.8%	7.5%	7.2%	8.1%	6.9%
	主たる住居	45.9%	50.9%	46.8%	43.2%	45.9%	49.6%	51.6%	50.3%	51.3%	48.7%	54.0%	54.5%	49.8%
	その他居住用不動産	3.2%	3.9%	3.6%	5.4%	4.0%	5.2%	4.5%	6.1%	5.1%	3.7%	3.3%	5.3%	4.5%
	事業資産	13.2%	7.4%	6.3%	4.5%	6.5%	9.7%	4.1%	7.7%	5.2%	5.4%	6.5%	3.7%	6.4%
	その他	1.5%	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.9%	0.8%	0.9%	0.6%	0.5%	0.8%
中所得層（第Ⅲ階層：40-59.9%）														
金融資産		25.6%	27.2%	32.1%	32.1%	39.8%	28.6%	27.6%	30.2%	34.4%	34.2%	32.0%	28.8%	31.0%
	預金/MMMF	11.3%	12.0%	9.0%	7.9%	8.1%	6.3%	5.9%	7.0%	7.6%	7.3%	6.7%	5.8%	7.4%
	MF/ヘッジファンド	1.0%	2.2%	3.8%	3.3%	4.8%	3.7%	2.9%	3.0%	2.9%	2.8%	3.3%	3.0%	3.1%
	株式	2.5%	2.7%	2.8%	4.3%	3.8%	3.5%	2.6%	1.7%	3.5%	2.7%	2.1%	3.6%	3.0%
	債券	1.3%	0.5%	0.7%	1.0%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.4%	0.1%	0.3%	0.1%	0.4%
	個人口座ベースの 退職貯蓄制度	4.7%	5.1%	8.9%	10.0%	12.6%	9.3%	11.3%	13.0%	16.0%	14.5%	14.5%	12.3%	11.6%
	その他	2.5%	1.8%	3.3%	1.9%	6.6%	4.1%	2.9%	3.7%	2.5%	5.4%	4.0%	3.2%	3.6%
非金融資産		74.4%	72.8%	67.9%	67.9%	60.2%	71.4%	72.4%	69.8%	65.6%	65.8%	68.0%	71.2%	69.0%
	自動車	6.0%	6.0%	8.1%	6.9%	6.7%	5.7%	5.9%	6.1%	7.4%	6.6%	6.5%	6.0%	6.4%
	主たる住居	42.6%	40.2%	43.5%	42.5%	40.0%	49.5%	48.3%	45.0%	43.5%	44.6%	47.7%	43.7%	44.7%
	その他居住用不動産	6.7%	6.1%	5.1%	5.2%	4.2%	4.3%	5.5%	6.2%	6.0%	6.4%	3.9%	5.5%	5.4%
	事業資産	15.5%	12.1%	7.4%	8.9%	6.3%	5.9%	9.3%	7.2%	5.1%	5.7%	6.7%	13.6%	8.6%
	その他	0.8%	1.1%	0.7%	1.3%	0.4%	1.3%	0.9%	1.4%	0.4%	0.6%	1.0%	0.7%	0.9%

1980 年代末以降の米国家計の金融化③

		1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019	2022	調査全体
中高所得層（第Ⅳ階層：60-79.9%）														
金融資産		30.7%	28.8%	32.9%	35.7%	41.5%	33.5%	32.5%	34.4%	36.7%	38.0%	39.6%	35.1%	35.5%
	預金/MMMF	9.5%	8.2%	7.1%	6.3%	6.4%	7.8%	5.4%	6.2%	6.4%	5.6%	6.4%	6.4%	6.6%
	MF/ヘッジファンド	1.3%	2.2%	4.6%	4.9%	4.1%	4.5%	3.9%	4.0%	2.5%	5.0%	4.1%	4.0%	3.9%
	株式	3.3%	3.0%	2.5%	4.8%	6.3%	3.7%	4.4%	3.2%	3.2%	2.2%	4.4%	3.1%	3.7%
	債券	1.7%	2.0%	0.9%	0.8%	1.1%	0.7%	0.2%	0.3%	0.4%	0.3%	0.7%	0.3%	0.7%
	個人口座ベースの退職貯蓄制度	5.7%	8.8%	9.9%	12.4%	14.7%	12.0%	15.0%	16.5%	19.6%	20.3%	19.6%	17.8%	15.4%
	その他	6.0%	1.9%	3.6%	2.8%	4.7%	3.2%	2.1%	2.6%	3.3%	3.2%	3.4%	2.7%	3.2%
非金融資産		69.3%	71.2%	67.1%	64.3%	58.5%	66.5%	67.5%	65.6%	63.3%	62.0%	60.4%	64.9%	64.5%
	自動車	6.0%	6.0%	7.0%	5.8%	5.5%	5.3%	4.7%	5.6%	5.5%	5.6%	5.1%	5.7%	5.5%
	主たる住居	42.4%	43.2%	40.7%	38.7%	37.0%	42.8%	45.5%	42.6%	39.9%	39.3%	39.2%	42.5%	41.2%
	その他居住用不動産	4.8%	5.1%	5.4%	6.3%	4.1%	6.1%	7.0%	6.3%	6.0%	5.6%	5.4%	4.0%	5.5%
	事業資産	9.9%	11.0%	8.5%	9.7%	8.1%	8.1%	6.7%	8.0%	7.9%	7.3%	8.1%	10.3%	8.4%
	その他	1.2%	0.8%	1.4%	0.8%	0.4%	0.8%	0.7%	0.8%	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%	0.7%
高所得層（第Ⅴ階層：80-98.9%）														
金融資産		31.9%	34.1%	39.8%	44.6%	44.4%	38.8%	34.3%	41.5%	43.9%	46.3%	46.0%	48.7%	42.6%
	預金/MMMF	8.0%	7.3%	6.5%	5.5%	5.4%	5.7%	4.8%	6.6%	5.9%	5.7%	5.8%	5.9%	5.9%
	MF/ヘッジファンド	1.6%	2.5%	5.5%	5.7%	6.3%	5.1%	5.1%	6.0%	6.5%	10.6%	8.8%	10.4%	7.1%
	株式	5.1%	5.7%	5.6%	9.8%	9.6%	6.1%	4.9%	5.2%	5.8%	5.4%	5.7%	7.1%	6.3%
	債券	2.9%	2.6%	2.0%	1.3%	1.9%	1.5%	1.0%	1.3%	1.1%	0.7%	0.6%	0.7%	1.2%
	個人口座ベースの退職貯蓄制度	8.6%	10.3%	13.8%	14.3%	14.1%	16.4%	14.6%	18.4%	20.1%	19.6%	20.3%	20.7%	17.3%
	その他	3.3%	3.2%	3.5%	4.7%	4.9%	2.6%	2.8%	3.0%	3.3%	3.4%	4.0%	2.9%	3.4%
非金融資産		68.1%	65.9%	60.2%	55.4%	55.6%	61.2%	65.7%	58.5%	56.1%	53.7%	54.0%	51.3%	57.4%
	自動車	3.2%	3.1%	3.8%	3.1%	2.5%	2.7%	2.3%	2.5%	2.3%	2.1%	2.0%	2.2%	2.5%
	主たる住居	31.2%	30.0%	27.6%	25.1%	24.3%	31.6%	31.1%	27.7%	26.2%	23.2%	25.2%	23.7%	26.6%
	その他居住用不動産	6.9%	6.4%	6.0%	5.0%	5.4%	6.5%	9.0%	7.5%	7.6%	7.2%	7.3%	6.2%	6.9%
	事業資産	16.8%	17.8%	16.2%	16.4%	16.9%	14.4%	18.7%	15.8%	15.9%	16.7%	15.6%	16.4%	16.4%
	その他	1.4%	1.0%	1.4%	1.1%	1.0%	0.8%	0.6%	0.6%	0.7%	0.3%	0.6%	0.6%	0.7%
トップ1%（第Ⅵ階層：99-100%）														
金融資産		34.8%	35.9%	41.0%	45.6%	45.7%	39.7%	41.6%	42.4%	44.3%	44.4%	43.2%	44.4%	42.8%
	預金/MMMF	5.9%	5.3%	6.7%	5.0%	5.7%	3.7%	4.6%	5.7%	5.9%	4.9%	4.5%	4.8%	5.0%
	MF/ヘッジファンド	3.0%	2.7%	4.2%	5.3%	3.8%	7.2%	8.9%	8.6%	9.1%	14.4%	15.4%	13.8%	10.0%
	株式	7.7%	9.4%	11.7%	16.9%	15.4%	11.0%	11.7%	9.2%	11.4%	9.7%	9.8%	12.1%	11.2%
	債券	5.9%	5.8%	6.1%	4.1%	4.2%	4.7%	3.8%	4.3%	2.7%	2.9%	1.5%	2.0%	3.4%
	個人口座ベースの退職貯蓄制度	4.8%	7.1%	7.1%	7.4%	8.3%	6.5%	7.6%	9.3%	9.0%	7.0%	6.3%	6.5%	7.2%
	その他	6.2%	4.6%	3.3%	6.0%	7.0%	5.6%	4.0%	4.6%	5.2%	4.7%	4.5%	4.1%	4.8%
非金融資産		65.2%	64.1%	59.0%	54.4%	54.3%	60.3%	58.4%	57.6%	55.7%	55.6%	56.8%	55.6%	57.2%
	自動車	1.1%	1.1%	0.8%	1.1%	0.8%	0.8%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.7%	0.8%
	主たる住居	10.0%	11.1%	10.0%	9.5%	11.1%	12.3%	11.1%	12.0%	11.0%	9.5%	9.1%	9.5%	10.4%
	その他居住用不動産	3.8%	5.9%	4.1%	4.4%	4.4%	8.2%	6.1%	7.0%	6.5%	5.7%	5.8%	6.1%	5.9%
	事業資産	34.8%	33.7%	36.3%	33.1%	31.4%	32.8%	36.5%	33.8%	33.7%	35.9%	37.5%	35.2%	34.9%
	その他	2.4%	1.2%	2.0%	0.7%	1.4%	1.3%	0.7%	0.7%	1.1%	0.9%	0.8%	1.0%	1.1%

出典：Survey of Consumer Finances, Board of Governors of the Federal Reserve System より筆者作成。
 ＊各項目のうち資産全体に占める割合が20%を超える調査年を薄灰に，40%を灰に，60%を濃灰に網掛けしている。

に大きく増加したのが、個人口座ベースの退職貯蓄制度となる。低所得層では、1989 年調査時の資産の 2.5% から 2022 年調査時には 6.0% に増大している。また、中低所得層でも 5.0% から 10.4% へ、中所得層では 4.7% から 12.3% へ、中高所得層で 5.7% から 17.8% へ、高所得層で 8.6% から 20.7% へと、拠出限度額の問題があるトップ 1% 層を除く全ての所得階層で大幅な増加がみられる。さらに、増加率でいえば MF/HF の増加も顕著で、低所得層でわずか 1.0% から 6.0% に、中低所得層も 0.7% から 2.4%、中所得層も 1.0% から 3.0%、中高所得層も 1.3% から 4.0%、高所得層も 1.6% から 10.4%、トップ 1% 層も 3.0% から 13.8% へと増加している。

各所得階層について整理すると、1980 年代末以降の米国の低所得層から中所得層の家計では、安全資産である預金/MMMF から、個人口座ベースの退職貯蓄制度と MF/HF への資産のシフトがみられることになる。また、中高所得層では、預金/MMMF からのシフトは下位の所得階層と比べて相対的に小さくなるが、個人口座ベースの退職貯蓄制度への金融資産の集中がみられる。高所得層では、預金/MMMF からのシフトよりも資産に占める金融資産の増加が顕著なことから、増加する資産の多くが金融資産、その中でも個人口座ベースの退職貯蓄制度と MF/HF の保有増加に向かっていた。トップ 1% 層についても、預金/MMMF の資産に占める割合が大きく変化してはならず、金融資産比率の増加がみられることから、増加する資産の多くが MF/HF と株式の直接保有に向かっていた。

そのため、所得階層別に米国家計の資産の内訳をみた場合、2つの傾向が存在していることになる。第 1 に、下位の所得階層ほど金融資産を預金や MMMF などの比較的安全な資産で保有する傾向がみられ、所得階層が高まるにつれてリスク資産の保有が高まる傾向があげられる。そのため、まずは個人口座ベースの退職貯蓄制度が、次いで MF/HF のようなリスク資産での運用が増加し始め、さらにトップ 1% 層に近づくとも株式の直接保有のような、よりリスクの高い金融資産が選択されるという構図が存在する。第 2 に、1980 年代末以降の変化をみた場合、安全資産からリスク資産を保有する方向にいずれの所得階層も向かう傾向があげられる。低所得層から中所得層が最も顕著であるが、比較的安全な預金/MMMF の保有が減少し、個人口座ベースの退職貯蓄制度や MF/HF の保有へと金融資産がシフトしていった。また、高所得層やトップ 1% 層についても、預金/MMMF の減少という金融資産内部での投資比率の変化という形ではなく、資産全体に占める金融資産の比率が高まり、新たに増加した金融資産の多くが、個人口座ベースの退職貯蓄制度や MF/HF、株式の直接保有といったリスク資産に振り向けられる形で、リスク資産保有が高まっている。

1. 3. 所得階層別の退職貯蓄制度への加入状況と制度を通じた株式保有

前述のように、前編のマクロの経済データの検討では、資産残高ベースで DB 型年金と DC 型年金の逆転が 1995 年に生じていた。ここでは SCF の退職貯蓄制度のデータを用いて

所得階層別でこの点に関する検討を行う。ただし、SCFの場合、DB型年金の調査前年の受け取り金額と調査時点での加入の有無は知ることができるが、資産残高については知ることができない³⁾。そのため、ここでは所得階層別のDB型とDC型の加入状況を確認し、その上で、DC型年金を含む個人口座ベースの退職貯蓄制度を通じた株式投資の推移について検討する。

まず、加入率について、表3-1-3は現職でDB型年金が提供されている家計の割合、表3-1-4は現職でいわゆるDC型年金、すなわち個人口座ベースの退職貯蓄制度(401(k)プラン、403(b)プラン、457(b)プランなど)が提供されている家計の割合、そして表3-1-5はその両方が提供されている家計の割合を示している。これらの表から、所得階層によって加入状況が大きく異なることが分かる。

低所得層でDC型年金を有している家計は、1989年以降、増加傾向にあるものの、常にDB型年金を下回っている。1989年調査時にわずか2.9%だったDC型への加入率は、2022年調査時に4.4%まで増加したが、他の所得階層と比較してあまりに規模が小さい状況である。一方、DB型は1989年調査時の4.1%から2022年調査時には10.7%まで増加している。期間別にみた場合にも、(2)期と(3)期が、(1)期よりも高い加入率となっている。ただ、DB型についても他の所得階層と比較した場合、決して規模が大きいわけではない。また、DB型とDC型の両方を提供されている家計の割合はほぼゼロとなっている。そのため、DC型年金を通じた株式投資機会は限られた家計にしかなく、現役世代の低所得層による退職に備えた貯蓄が十分に行えていない可能性が考えられる。

中低所得層でも、基本的にDB型がDC型を上回る状況である。ただし、中低所得層では2000年代以降、DC型への加入率が高まってきている。しかし、(2)期の19.0%から(3)期には17.8%へと低下しており、DC型がDB型を上回るにはまだ時間がかかるものと考えられる。また、DB型とDC型のいずれかに加入している家計の割合を算出すると、低所得層では最大でも16.8%(2001年調査)と、20%に満たない状況なのに対し、中低所得層では、1995年調査以降、DB型だけで20%を超える加入率がある。いずれかの退職貯蓄制度に加入している家計の割合は、(1)期27.7%、(2)期39.6%、(3)期38.1%となっており、退職貯蓄を行っている家計の割合が大きく増加する。ただし、DC型への加入が少しずつ拡大しているとはいえ限定的なため、中低所得層全体としてみた場合、退職貯蓄制度を通じた株式投資機会はやはり限られているものと考えられる。

中所得層では、1992年調査時にDB型年金が大きく減少したことで、DC型の加入率(22.7%)がDB型の加入率(21.8%)を上回っており、時期に若干のズレはあるものの前述の逆転が発生したことになる。1989年調査時点で22.5%だったDC型の口座保有率は、1998年調査時に36.6%まで急拡大し、2022年調査時には35.1%となっている。ただし、DC型が拡大する中でもDB型への加入率は大きく減少しておらず、実際には(1)期の28.3%に対し、(2)

表 3-1-3 現職で確定給付 (DB) 型年金を有している家計の割合 (所得階層別, 平均値, %)

	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019	2022	(1)1989 -1998	(2)2001 -2010	(3)2013 -2022
I(0-19.9%)	4.1%	2.7%	7.7%	7.9%	11.6%	9.4%	9.9%	9.7%	8.4%	7.5%	8.7%	10.7%	5.7%	10.1%	8.9%
II(20-39.9%)	12.0%	9.6%	20.8%	22.1%	24.7%	23.4%	21.5%	20.5%	21.7%	22.0%	23.7%	21.9%	16.3%	22.5%	22.3%
III(40-59.9%)	29.5%	21.8%	32.6%	29.1%	28.5%	31.4%	28.4%	30.5%	31.1%	29.7%	28.4%	30.2%	28.3%	29.7%	29.8%
IV(60-79.9%)	38.1%	36.1%	31.6%	37.8%	35.8%	39.2%	33.3%	36.4%	38.0%	36.7%	36.8%	39.3%	35.9%	36.2%	37.7%
V(80-98.9%)	50.0%	41.3%	42.3%	38.8%	41.4%	35.4%	38.1%	35.7%	35.1%	38.2%	35.4%	36.8%	43.0%	37.6%	36.4%
VI(99-100%)	23.7%	24.3%	29.2%	26.6%	23.7%	18.6%	30.4%	22.7%	13.9%	13.0%	17.9%	24.0%	26.0%	23.9%	17.3%

出典: *Survey of Consumer Finances*, Board of Governors of the Federal Reserve System より筆者作成。

* 20% を超える場合に薄灰に, 40% を超える場合に濃灰に網掛けをしている。

表 3-1-4 現職で個人口座ベースの退職貯蓄制度 (DC 型の企業年金) を有している家計の割合 (所得階層別, 平均値, %)

	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019	2022	(1)1989 -1998	(2)2001 -2010	(3)2013 -2022
I(0-19.9%)	2.9%	1.4%	2.7%	4.9%	5.4%	3.6%	3.7%	3.5%	4.0%	4.1%	3.8%	4.4%	3.0%	4.0%	4.1%
II(20-39.9%)	8.5%	12.5%	13.3%	16.4%	19.7%	18.9%	19.3%	18.0%	14.8%	17.2%	20.3%	18.6%	12.8%	19.0%	17.8%
III(40-59.9%)	22.5%	22.7%	31.4%	36.6%	36.5%	35.9%	36.2%	31.5%	30.5%	31.8%	35.9%	35.1%	28.5%	35.0%	33.4%
IV(60-79.9%)	38.1%	36.7%	47.1%	53.7%	55.4%	50.0%	53.4%	46.2%	48.6%	53.7%	49.3%	52.8%	44.1%	51.2%	51.1%
V(80-98.9%)	46.8%	52.0%	55.5%	57.7%	60.5%	62.7%	64.1%	63.5%	61.5%	60.3%	64.8%	65.9%	53.1%	62.7%	63.2%
VI(99-100%)	39.4%	47.8%	60.2%	42.9%	53.3%	55.2%	58.8%	62.9%	67.3%	61.0%	61.9%	61.5%	47.7%	57.7%	62.9%

出典: *Survey of Consumer Finances*, Board of Governors of the Federal Reserve System より筆者作成。

* 20% を超える場合に薄灰に, 40% を超える場合に濃灰に網掛けをしている。

表 3-1-5 本人または配偶者のどちらかが DB 型と DC 型の両方を有している家計 (所得階層別, 平均値, %)

	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019	2022	(1)1989 -1998	(2)2001 -2010	(3)2013 -2022
I(0-19.9%)	0.8%	0.0%	0.5%	0.3%	0.2%	0.6%	0.1%	0.4%	0.3%	0.2%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%
II(20-39.9%)	1.4%	0.9%	1.4%	1.8%	2.2%	2.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.8%	2.8%	1.9%	1.4%	1.8%	2.0%
III(40-59.9%)	9.1%	4.6%	6.6%	7.4%	6.5%	5.8%	7.5%	6.0%	6.3%	4.6%	5.5%	7.6%	6.9%	6.4%	6.0%
IV(60-79.9%)	14.9%	12.4%	11.7%	16.9%	16.9%	16.3%	16.8%	13.0%	14.8%	13.9%	14.3%	16.9%	14.0%	15.7%	15.0%
V(80-98.9%)	28.3%	23.9%	21.6%	20.2%	25.7%	20.0%	24.5%	22.1%	19.2%	19.7%	19.9%	22.5%	23.4%	23.0%	20.4%
VI(99-100%)	12.7%	14.9%	22.4%	7.2%	12.3%	9.5%	19.7%	16.1%	9.9%	9.1%	13.0%	13.9%	14.2%	14.5%	11.5%

出典: *Survey of Consumer Finances*, Board of Governors of the Federal Reserve System より筆者作成。

* 20% を超える場合に薄灰に, 40% を超える場合に濃灰に網掛けをしている。

期が 29.7%, (3) 期が 29.8% と微増傾向にある。DB 型の加入率が高い理由については SCF の調査結果からでは定かではないが, いずれにしても DB 型への加入率が大きく増加するということは起きていないことから, 中所得層や次にみる中高所得層の場合, DC 型年金が主軸になっていっていることが分かる。

中高所得層では, 退職貯蓄制度への全体的な加入率が高まり, かつ DC 型への移行がより進展している。中高所得層の場合, DB 型と DC 型は 1989 年時点で 38.1% と同率となって

おり、それが1992年調査時にDB型36.1%、DC型36.7%と逆転した。その後もDC型の加入率は上昇し、2001年調査時に55.4%に達している。(1)期44.1%、(2)期51.2%、(3)期51.1%となっていることから、1990年代に加入率が高まり、2000年以降については50%前後で推移していることになる。一方、DB型の加入率は、(1)期35.9%、(2)期36.2%、(3)期37.7%と中所得層と同じく微増傾向にあるが、DC型がDB型を逆転して以降、両者の加入率は最も接近した2010年調査でも9.8ポイントの差があり、DC型が優勢になっていることが分かる。

高所得層では、1992年調査時にDB型とDC型の逆転が生じており、その点は中高所得層と同じであるが、その後、DB型の加入率が低下していったことに大きな違いがある。高所得層の場合、DB型への加入率は1989年時点で50.0%と半数を占めていたが、1992年調査時に41.3%にまで低下したことで、DC型との逆転が生じた。DB型の加入率は、(1)期43.0%、(2)期37.6%、(3)期36.4%と、次第に低下していつている。反対に、DC型は2007年調査時の64.1%まで一貫して増加し、その後一旦低下したが、2016年調査から再び増加に転じて2022年調査時には65.9%とトップ1%層を超える加入率となっている。各期間でみた場合、(1)期53.1%、(2)期62.7%、(3)期63.2%となる。また、1995年調査を除いて、DB型とDC型の両方が提供されている家計の割合が最も高い所得階層となる。

トップ1%層の場合、そもそもDB型年金への加入率が低い上に次第に減少していつている。(1)期26.0%、(2)期23.9%、(3)期17.3%と、2013年調査以降の平均が2割を切っている状況である。一方、個人口座ベースの退職貯蓄制度に関しては、1989年調査から加入率がDB型を上回っており、期間別の平均加入率は、(1)期47.7%、(2)期57.7%、(3)期62.9%と、着実に増加していつている。

以上から、所得階層別にみた場合、職場提供の個人口座ベースの退職貯蓄制度(DC型年金)が1990年代以降に大きく普及したのは、中所得層からトップ1%層で、中でも中高所得層以上については、(2)期以降には過半数の家計がDC型の口座を有している状況となる。中所得層についても、1/3の家計が加入している。それに対し、中低所得層については5家族に1家族程度、低所得層にいたっては20家族に1家族も加入してない状況となっている。前編での、DB型とDC型の資産残高での逆転は、1995年のことであったが、加入率でみた場合には、トップ1%層では1989年の調査開始時点で、中所得層から高所得層では1992年調査時にDC型がDB側を上回っていた。それに対し、低所得層と中低所得層ではDC型がDB型を上回る逆転そのものが発生していない。また、中低所得層と中所得層ではDB型に加入する家計の割合が高い状況が続いており、低所得層の場合は退職貯蓄制度への加入率自体が低い。そのため、所得階層別の加入率でみた場合、一律の移行が生じている訳ではなく、DC型への移行が顕著な中高所得層からトップ1%層、DB型が根強い中低所得層から中所得層、退職貯蓄制度の普及自体が進んでいない低所得層という構図が存在することになる。

続いて、DC 型の年金を含む個人口座ベースの退職貯蓄制度を通じた株式の保有について検討する（表 3-1-6）⁴⁾。株式投資への傾倒が始まった時期こそ、所得階層によって異なるが、ほとんどの家計が資産の 40～60% を株式に投じていることが分かる。

株式投資の増加は、中高所得層からトップ 1% 層では 1992 年調査時からみられ、ドットコム・バブルが弾けたとされる 2001 年の調査で資産の 64% から 71% が株式で占められていた。一方、中低所得層と中所得層での株式保有が明確に高まったのは 1998 年調査からで、中所得層では 2001 年調査時には資産の 69% を株式が占めており、上位の所得階層と遜色ない水準となっていた。中低所得層の場合、2001 年調査時には 52% を占めていたが、(2) 期には 47.1% と全所得階層で最も低くなっていた。低所得層については、明確に株式投資が増加したのは 2001 年調査となっており、(1) 期のわずか 19.1% から 2001 年調査で 69%、(2) 期全体の平均でも 50.6% と中所得層を上回った。ただ、(3) 期については株式投資比率が低下し、中低所得層を下回っている。しかし、調査期間を通してみた場合、低所得層から中所得層の個人口座ベースの退職貯蓄制度の資産に占める株式の割合は、(3) 期でも 45% から 50% 程度を占め、(1) 期を大きく上回る高い水準が維持されている。これらのことから、低所得層から中所得層において、1990 年代末から 2000 年初めに個人口座ベースの退職貯蓄制度を通じた株式投資が浸透し、不可逆的な変化として定着したものと考えられる。

ただし、DC 型年金の加入率を検討した際にも論じていたように、低所得層の加入率は調査全体の平均で 3.8% と決して高くなく、表 3-1-6 での保有する株式残高の平均額も依然として、他の所得階層と比べかなり少ない。そのため、低所得層における積極的な株式投資は、

表 3-1-6 個人口座ベースの退職貯蓄制度を通じて保有する株式残高（所得階層別、平均値、2022 年ドル基準、1000 ドル）

	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019	2022	(1)1989 -1998	(2)2001 -2010	(3)2013 -2022
I(0-19.9%)	0.4	0.4	0.8	0.5	3.6	2.2	1.5	4.3	2.1	3.3	4.1	5.8	0.5	2.9	3.8
II(20-39.9%)	1.0	1.6	3.4	5.9	9.0	5.7	8.6	7.3	7.1	8.0	9.8	11.1	3.0	7.6	9.1
III(40-59.9%)	3.2	5.0	7.1	15.4	29.5	18.2	22.2	22.6	22.0	23.6	25.0	31.3	7.8	23.1	25.5
IV(60-79.9%)	6.3	13.1	17.6	36.6	62.8	41.4	61.7	43.2	53.9	58.2	62.9	68.2	18.8	52.1	60.9
V(80-98.9%)	35.6	49.8	75.0	137.2	186.3	179.2	191.6	192.9	217.5	247.8	277.5	344.5	75.8	187.6	273.0
VI(99-100%)	173.4	328.6	436.1	623.8	786.9	835.5	1,079.4	826.8	1,014.3	1,160.9	956.1	1,160.6	396.3	884.4	1,073.8
個人口座ベースの退職貯蓄制度残高に占める割合 (%)															
I(0-19.9%)	24.2%	21.2%	18.5%	16.5%	68.9%	49.0%	55.3%	41.6%	43.7%	46.6%	44.3%	43.8%	19.1%	50.6%	44.5%
II(20-39.9%)	11.1%	27.3%	25.0%	40.8%	52.2%	45.7%	46.6%	44.0%	48.8%	41.5%	47.2%	44.5%	28.2%	47.1%	45.2%
III(40-59.9%)	24.2%	39.2%	32.8%	53.2%	69.4%	49.1%	49.2%	47.4%	47.4%	48.5%	50.4%	50.7%	40.4%	53.3%	49.4%
IV(60-79.9%)	27.8%	40.5%	44.7%	60.9%	70.9%	50.7%	57.8%	47.2%	49.1%	48.0%	49.9%	51.4%	48.1%	56.5%	49.7%
V(80-98.9%)	36.2%	46.2%	52.1%	69.3%	71.2%	59.9%	60.1%	53.4%	55.5%	52.6%	57.5%	56.1%	54.7%	60.2%	55.5%
VI(99-100%)	36.6%	55.4%	61.8%	69.2%	64.1%	67.2%	65.8%	52.7%	61.4%	64.2%	57.3%	63.6%	58.8%	62.0%	61.7%

出典：Survey of Consumer Finances, Board of Governors of the Federal Reserve System より筆者作成。

* 40% を超える場合に薄灰に、60% を超える場合に濃灰に網掛けをしている。

制度に加入しているごく一部の家計の特徴であることに留意する必要がある。それでも、加入している場合には、投資している株式の銘柄や運用方法が異なる可能性はあるものの、積極的に株式投資を行い、中高所得層とほぼ遜色ない水準までリスク資産を保有する傾向がみられることになる。

1. 4. 所得階層別の株式投資型ミューチュアルファンドへの投資と株式の直接保有

ミューチュアルファンド・ヘッジファンド（MF/HF）投資に占める株式投資 MF の広がりを見た場合、高所得層とトップ 1% 層を除く所得階層で、(2) 期に投資比率が約 7 割に達したことが 1 つの特徴と考えられる（表 3-1-7）。高所得層とトップ 1% 層による投資比率が低いのは、項目名にもある通りヘッジファンド投資が含まれており、これら上位の所得階層による投資が多いためと考えられる⁵⁾。低所得層から中高所得層における株式投資の広まりを確認すると、(2) 期と (3) 期の間で、株式投資型 MF の比率が中高所得層は 68.2% から 68.9% の横這い、中低所得層では 71.8% から 69.1% へと微減している。それに対し、低所得層と中所得層の場合、(1) 期から (3) 期を通じて増加し続けている。低所得層の場合、(1) 期の 34.7%、(2) 期の 55.3%、(3) 期の 72.5% と、大幅に株式投資比率が増加している。中所得層でも、47.1% から 69.0%、73.4% へと大幅に増加している。つまり、中低所得層と中高所得層が (1) 期と (2) 期に株式投資型 MF の比率が急速に伸びた後、(3) 期に頭打ちになっている一方、低所得層と中所得層では (3) 期にも伸び続けていることになる。

前述の個人口座ベースの退職貯蓄制度との関連では、中高所得層と高所得層は 1992 年調査から、中低所得層と中所得層では 1998 年調査時から、低所得層についても 2001 年調査時から資産に占める株式への投資残高が大きく増加していた。そのように考えた場合、株式投資型 MF への投資拡大とほぼ軌を一にしていることになる。そのため、SCF のデータを用いて所得階層別にみた場合、個人口座ベースの退職貯蓄制度を通じたリスク資産への投資の高まりが、家計によるミューチュアルファンドを通じた株式の間接保有の拡大に繋がっていくという関係性を明白に見出すのは困難となる。低所得層と中低所得層の場合、DC 型の年金の加入率が DB 型を下回っており、特に低所得層での加入率が低かったこと、また中所得層でも DC 型の普及は進んでいたが、DB 型への加入が根強く維持されていたことも、関係性を示すことを困難にしている。

しかし、所得階層ごとに拡大のタイミングの違いを含みつつも、(1) 期と (2) 期を通じて各所得階層で株式投資型 MF の比率が上昇し、(3) 期に低所得層から中高所得層の幅広い所得階層において約 7 割に達したことは、リスク資産への投資が MF/HF 投資に参加している家計の内部で着実に浸透していることを示すものと考えられる。ただし、金融資産全体に占める株式投資型 MF の比率では、(3) 期こそかなり高い比率を占めるようになっていたが、(2) 期については金融資産の 7~9% 程度であることに注意が必要である。それで

表 3-1-7 株式投資型ミューチュアルファンドを通じた株式投資（所得階層別，平均値，2022 年ドル基準，1000 ドル）

	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019	2022	(1)1989 -1998	(2)2001 -2010	(3)2013 -2022
I(0-19.9%)	0.1	0.2	0.3	0.8	3.1	2.3	2.8	3.0	3.6	1.4	2.3	10.1	0.4	2.8	4.4
II(20-39.9%)	0.3	1.1	2.9	3.9	5.3	6.4	2.6	4.8	2.6	4.1	3.7	3.5	2.1	4.7	3.5
III(40-59.9%)	0.3	2.0	3.8	6.4	13.0	9.2	7.4	7.5	5.1	7.5	9.4	10.3	3.2	9.2	8.1
IV(60-79.9%)	1.4	3.2	12.8	15.5	16.3	22.1	21.9	12.0	8.4	23.3	15.7	21.4	8.4	18.1	17.3
V(80-98.9%)	9.1	11.0	30.5	55.3	83.4	68.0	74.3	63.6	69.3	163.7	133.9	184.6	27.2	72.1	138.8
VI(99-100%)	107.1	76.2	185.0	440.8	333.2	808.8	943.0	630.6	869.6	1977.3	2331.6	2185.6	206.9	685.1	1854.2
ミューチュアルファンド・ヘッジファンド資産残高に占める割合 (%)															
I(0-19.9%)	33.2%	17.6%	31.0%	48.8%	68.8%	51.9%	55.3%	48.6%	60.2%	62.5%	91.8%	75.5%	34.7%	55.3%	72.5%
II(20-39.9%)	20.6%	37.5%	39.5%	45.7%	62.9%	82.3%	59.2%	79.1%	64.9%	75.6%	74.0%	61.7%	40.9%	71.8%	69.1%
III(40-59.9%)	12.2%	35.5%	41.3%	67.4%	79.5%	62.4%	64.5%	68.2%	60.7%	80.4%	83.6%	68.4%	47.1%	69.0%	73.4%
IV(60-79.9%)	26.6%	38.9%	70.3%	65.3%	65.8%	71.6%	77.7%	54.3%	59.4%	77.6%	59.8%	72.4%	59.8%	68.2%	68.9%
V(80-98.9%)	49.4%	41.6%	52.6%	69.7%	70.7%	72.7%	66.4%	54.4%	55.1%	64.3%	64.2%	59.9%	58.4%	65.5%	61.5%
VI(99-100%)	35.9%	33.4%	43.9%	67.2%	58.2%	58.1%	48.9%	43.3%	51.7%	53.0%	57.4%	56.6%	50.9%	50.6%	55.3%
金融資産全体に占める割合 (%)															
I(0-19.9%)	0.6%	1.3%	1.5%	2.7%	10.0%	7.8%	8.3%	7.2%	10.8%	4.5%	5.3%	20.2%	1.7%	8.2%	11.1%
II(20-39.9%)	0.5%	2.7%	5.0%	5.5%	7.3%	10.4%	3.9%	8.5%	5.1%	7.4%	6.5%	5.5%	3.8%	7.4%	6.2%
III(40-59.9%)	0.5%	2.8%	4.9%	6.9%	9.6%	8.1%	6.7%	6.8%	5.1%	6.5%	8.6%	7.1%	4.1%	7.9%	6.9%
IV(60-79.9%)	1.1%	3.0%	9.8%	8.9%	6.5%	9.7%	9.5%	6.3%	4.1%	10.3%	6.1%	8.2%	6.3%	8.1%	7.3%
V(80-98.9%)	2.5%	3.1%	7.3%	9.0%	10.1%	9.6%	9.9%	7.8%	8.1%	14.7%	12.2%	12.8%	6.1%	9.3%	12.3%
VI(99-100%)	3.1%	2.5%	4.5%	7.9%	4.9%	10.6%	10.5%	8.8%	10.6%	17.2%	20.5%	17.5%	5.1%	8.9%	17.0%

出典：Survey of Consumer Finances, Board of Governors of the Federal Reserve System より筆者作成。

* 対 MF/HF 残高について 50% を超える場合に薄灰に，75% を超える場合に濃灰に，また，対金融資産残高について 10% を超える場合に薄灰に，20% を超える場合に濃灰に網掛けしている。

も，低所得層では（1）期のわずか 1.7% から（2）期に 8.2%，（3）期には 11.1% と大きな増加を示している。特に，低所得層の（3）期での金融資産に占める株式投資型 MF の比率は，トップ 1% 層，高所得層に次ぐ水準となっている。資産選択全体の傾向として，下位の所得階層ほど安全資産の保有比率が高かったことを考えれば，このことは一部の低所得層家計が株式投資型 MF に傾倒している可能性が高いことを示しており，それらの家計が過大なりスクテイクを行っている可能性を示唆するものとなる。こうした低所得層によるリスク資産への積極的投資という傾向は，次にみる株式の直接保有においてもみられる。

株式の直接保有に関連して，株式を保有している家計の割合，平均の保有額，証券口座の保有率，過去 1 年間の取引状況について所得階層別に検討していく。株式を保有している家計の割合については，上位の所得階層ほど高まる（表 3-1-8）。特に，トップ 1% 層の場合，（1）期 67.1%，（2）期 72.2%，（3）期 68.5% と，約 7 割の家計が株式を直接保有している。また，高所得層についても，それぞれ（1）期 37.9%，（2）期 40.8%，（3）期 36.9% と，約 4 割の家計が株式を直接保有している。さらに，中高所得層が 10% 台後半～25% 弱，中所得

1980年代末以降の米国家計の金融化③

層が12～15%、中低所得層が8～9%、低所得層が3～5%となっている。そのため、株式を保有する家計の割合については、低所得層の家計の方が中低所得層よりも少ないことになる。

一方、株式の直接保有残高と金融資産に占める割合では、(2)期以降に低所得層と中低所得層で逆転が生じている(表3-1-9)。低所得層と中低所得層の株式の直接保有額は、(1)期に低所得層が1,900ドル、中低所得層が4,900ドルと、中低所得層が低所得層を大きく上回っていた。金融資産に占める割合は、低所得層・中所得層ともに8.9%であった。しかし、(2)期になると、低所得層が4,800ドルと14.3%、中低所得層が5,200ドルと8.2%と、金融資産に占める割合で逆転が生じた。さらに、(3)期には、低所得層が5,000ドルと12.7%、中低所得層が3,700ドルと6.6%となって、中低所得層の保有額と金融資産に占める割合がさらに低下して完全に逆転した。ただ、株式を保有している家計の割合は低所得層の方が少ないことから、低所得層のごく一部の家計が多くの株式投資を行っていることになる。

実際、株式の直接保有には証券口座が必要であるが、所得階層別に証券口座の保有率をみると、トップ1%層に大きく偏っており、低所得層での保有率はかなり低い(表3-1-10)。低所得層の証券口座保有率は、直近の2022年調査で8.3%とかなり増えたが、期間平均でみた場合には(1)期1.8%、(2)期3.0%、(3)期4.7%とかなり少ない。このことは取引にも反映されており、前年度に取引を行ったことがある家計は、上位の所得階層ほど多くなる(表3-1-11)。低所得層の場合、(1)期1.3%、(2)期2.0%、(3)期2.5%と、ごく一部の家計しか株式の取引を行っていないことが分かる。それにも関わらず、(3)期の低所得層の株式の保有額は中低所得層を上回っており、金融資産に占める割合では、中高所得層を超えて高所得層に迫る規模となっている。そのため、低所得層には、ごく一部の家計ではあるものの、リスク資産投資に極めて積極的な家計が存在すると考えられる。

低所得層以外については、上位の所得階層ほど株式を保有する家計が増加し、その残高も増加していく。証券口座の保有率や過去1年間の取引についても同様の傾向となる。個別株への投資のようなリスクの高い投資が拡大しているか、という点については、(2)期に多くの所得階層で株式を保有する家計の増加が認められるが、(3)期に入ると低所得層を除いて

表3-1-8 株式を保有している家計の割合(所得階層別、平均値、%)

	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019	2022	(1)1989 -1998	(2)2001 -2010	(3)2013 -2022
I(0-19.9%)	1.8%	4.3%	2.7%	4.1%	3.9%	5.1%	5.6%	3.9%	4.2%	3.7%	5.3%	7.1%	3.2%	4.6%	5.1%
II(20-39.9%)	9.5%	7.6%	9.4%	9.3%	11.8%	8.5%	7.7%	5.9%	5.5%	5.9%	7.9%	11.0%	9.0%	8.4%	7.6%
III(40-59.9%)	12.5%	13.7%	11.7%	17.9%	16.2%	16.3%	13.9%	11.8%	9.3%	10.7%	11.5%	17.0%	14.0%	14.5%	12.2%
IV(60-79.9%)	18.6%	21.4%	17.9%	21.7%	25.4%	28.1%	23.5%	17.2%	14.4%	13.9%	17.0%	21.5%	19.9%	23.4%	16.8%
V(80-98.9%)	40.7%	36.6%	33.2%	41.3%	47.9%	43.9%	37.2%	35.0%	33.5%	33.8%	32.6%	47.1%	37.9%	40.8%	36.9%
VI(99-100%)	68.9%	64.8%	56.0%	78.2%	76.8%	71.3%	72.9%	68.1%	70.8%	67.4%	66.4%	69.2%	67.1%	72.2%	68.5%

出典：Survey of Consumer Finances, Board of Governors of the Federal Reserve System より筆者作成。

* 20%を超える場合に薄灰に、40%を超える場合に濃灰に網掛けをしている。

表 3-1-9 家計による株式の直接保有額（所得階層別，平均値，2022 年ドル基準，1000 ドル）

	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019	2022	(1)1989 -1998	(2)2001 -2010	(3)2013 -2022
I(0-19.9%)	1.7	1.3	1.4	3.0	1.4	3.4	6.6	7.5	3.1	5.5	4.6	6.8	1.9	4.8	5.0
II(20-39.9%)	2.4	3.1	6.2	7.7	7.3	4.2	5.9	3.5	4.4	4.5	3.9	2.2	4.9	5.2	3.7
III(40-59.9%)	6.9	6.9	6.9	12.3	12.9	14.0	10.3	6.1	10.3	9.1	7.2	17.9	8.3	10.7	11.2
IV(60-79.9%)	12.8	10.9	9.9	23.1	37.7	25.1	31.6	17.6	18.0	13.0	28.5	23.1	14.3	27.8	20.7
V(80-98.9%)	8.7	59.0	59.1	135.4	178.0	111.8	107.0	102.5	113.9	129.2	135.3	211.1	79.0	123.8	148.2
VI(99-100%)	752.5	786.0	1,164.7	2,072.0	2,286.1	2,119.1	2,532.3	1,548.5	2,095.0	2,524.1	2,593.8	3,380.2	1,211.6	2,116.1	2,660.4
金融資産全体に占める割合(%)															
I(0-19.9%)	10.2%	8.6%	6.3%	10.4%	4.5%	11.8%	20.0%	18.0%	9.4%	18.1%	10.4%	13.6%	8.9%	14.3%	12.7%
II(20-39.9%)	5.0%	7.4%	10.4%	10.8%	10.2%	6.8%	9.0%	6.2%	8.7%	8.0%	7.0%	3.4%	8.9%	8.2%	6.6%
III(40-59.9%)	9.7%	10.0%	8.8%	13.2%	9.6%	12.3%	9.4%	5.5%	10.3%	7.9%	6.6%	12.4%	10.6%	9.2%	9.5%
IV(60-79.9%)	10.6%	10.3%	7.5%	13.3%	15.1%	11.0%	13.6%	9.3%	8.8%	5.8%	11.1%	8.8%	10.7%	12.4%	8.7%
V(80-98.9%)	16.1%	16.6%	14.2%	22.0%	21.6%	15.8%	14.3%	12.6%	13.3%	11.6%	12.3%	14.6%	17.9%	16.0%	13.1%
VI(99-100%)	22.1%	26.2%	28.6%	37.0%	33.6%	27.8%	28.2%	21.6%	25.6%	21.9%	22.8%	27.1%	29.9%	27.6%	24.4%

出典：Survey of Consumer Finances, Board of Governors of the Federal Reserve System より筆者作成。

* 10% を超える場合に薄灰に，20% を超える場合に濃灰に網掛けをしている。

表 3-1-10 証券口座を保有している家計の割合（所得階層別，%）

	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019	2022	(1)1989 -1998	(2)2001 -2010	(3)2013 -2022
I(0-19.9%)	1.7%	1.4%	1.4%	2.7%	2.8%	3.2%	2.9%	3.1%	3.1%	2.8%	4.1%	8.3%	1.8%	3.0%	4.7%
II(20-39.9%)	2.9%	4.4%	5.0%	7.7%	7.9%	7.1%	4.6%	5.8%	4.5%	6.5%	7.4%	14.2%	5.1%	6.3%	8.2%
III(40-59.9%)	5.5%	8.3%	8.4%	11.0%	13.8%	9.7%	10.2%	10.1%	9.5%	10.4%	11.8%	21.7%	8.4%	10.9%	13.4%
IV(60-79.9%)	8.6%	14.2%	13.6%	18.4%	21.5%	19.7%	17.4%	16.0%	15.4%	18.0%	20.3%	28.8%	13.8%	18.6%	20.7%
V(80-98.9%)	26.8%	32.4%	30.6%	35.6%	43.0%	37.8%	36.0%	36.4%	35.6%	40.6%	44.2%	55.2%	31.5%	38.2%	44.1%
VI(99-100%)	60.2%	63.7%	60.7%	80.7%	84.1%	74.0%	82.8%	76.7%	79.4%	80.3%	76.2%	85.4%	66.6%	79.3%	80.4%

出典：Survey of Consumer Finances, Board of Governors of the Federal Reserve System より筆者作成。

* 保有割合が 20% を超える場合に薄灰に，40% を超える場合に濃灰に網掛けしている。

表 3-1-11 前年に証券口座で取引を行った家計の割合（所得階層別，%）

	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019	2022	(1)1989 -1998	(2)2001 -2010	(3)2013 -2022
I(0-19.9%)	1.0%	0.8%	0.5%	2.1%	1.9%	2.2%	1.6%	2.1%	1.2%	1.3%	2.8%	4.6%	1.3%	2.0%	2.5%
II(20-39.9%)	1.0%	2.8%	3.5%	4.9%	5.0%	4.5%	1.8%	4.0%	2.7%	3.7%	3.8%	8.3%	3.5%	3.8%	4.7%
III(40-59.9%)	3.1%	5.5%	5.1%	7.6%	9.0%	5.5%	6.3%	6.4%	5.6%	5.7%	7.6%	13.2%	6.1%	6.8%	8.1%
IV(60-79.9%)	5.7%	9.7%	9.0%	13.4%	15.2%	11.3%	11.1%	10.5%	9.5%	11.1%	13.7%	18.7%	10.7%	12.0%	13.4%
V(80-98.9%)	21.7%	22.6%	21.6%	29.0%	34.3%	26.3%	25.2%	24.0%	24.5%	27.9%	30.0%	41.1%	26.1%	27.3%	31.0%
VI(99-100%)	50.5%	55.9%	53.2%	72.9%	80.1%	65.0%	73.6%	57.3%	65.6%	64.5%	59.8%	69.3%	63.0%	68.7%	64.8%

出典：Survey of Consumer Finances, Board of Governors of the Federal Reserve System より筆者作成。

* 割合が 20% を超える場合に薄灰に，40% を超える場合に濃灰に網掛けしている。

1980年代末以降の米国家計の金融化③

減少に転じ、低所得層とトップ1%層を除いて(1)期を下回っている。また、金融資産に占める割合でも、低所得層を除いて(3)期が(1)期を下回っている。そのため、低所得層を除けば、株式の直接保有は調査期間を通じて減少傾向にあり、間接的な保有が主流になっていると考えられる。

ただし、証券口座の保有状況を見ると、多くの所得階層において、保有率が2013年調査を底に増加傾向を示しており、2019年調査や2022年調査では世界金融危機前を上回る水準まで高まっている。そのため、今後の調査において、株式の直接保有が再び増加に向かう可能性もあると考えられる。

最後に、家計によるリスク資産保有についての全体像をみるために、直接・間接の株式保有額と金融資産に占める割合について検討すると、多くの所得階層で増大がみられる(表3-1-12)。全ての所得階層において、(1)期から(2)期にかけて株式保有比率が急速に増大しており、低所得層で16.8%から38.2%、中低所得層で22.5%から33.8%、中所得層で27.2%から42.3%、中高所得層で35.1%から47.7%、高所得層で45.1%から54.7%、トップ1%層で50.9%から57.0%となっている。(2)期から(3)期にかけては、トップ1%層を除く所得階層では、横這いか微増の状況となっているが、これは言い換えれば、(2)期以降に不可逆的な変化として定着したことを意味すると考えられる。そのため、総じて言えば、SCFの調査結果を用いて所得階層別で検討した場合でも、家計による直接・間接の株式保有を通じたリスク資産の保有拡大が1990年代以降に進展し、2000年代以降、定着していることになる。

ただし、リスク資産の保有状況および拡大のベース、その経路については、ここまで論じてきたように、必ずしも一様ではなく所得階層ごとに異なっていた。特に、DC型年金を含む個人口座ベースの退職貯蓄制度での投資経験が、株式投資型MFによる間接的な株式投資の増大、さらには株式の直接保有に繋がるという議論に関しては、個人口座ベースの退職貯蓄制度と株式投資型MFの投資拡大がほぼ同タイミングで進んでおり、明確な因果関係を論じることは困難であった。中高所得層より上位の所得階層では、1989年の調査開始時点で、既に両者を通じた株式投資の割合が一定以上の割合となっていることから、より詳細な検討には1980年代前半もしくは1970年代末からのデータが必要であると考えられる。株式の直接保有に関しても、トップ1%層と低所得層を除くと、株式を直接保有する家計の割合が(3)期には(1)期を下回っていた。トップ1%層は当初から株式保有率が高く、低所得層の場合は拡大したとはいえ、ごく一部の家計によるものとなる。ただ同時に、低所得層による株式保有は、過度のリスクテイクに陥っている可能性も示唆していた。この点については次節でさらなる検討を行う。

表 3-1-12 家計による直接・間接の株式保有（所得階層別，平均値，2022 年ドル基準，1000 ドル）

	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019	2022	(1)1989 -1998	(2)2001 -2010	(3)2013 -2022
I(0-19.9%)	2.2	2.1	2.9	6.4	12.1	9.4	12.9	17.0	10.5	12.0	15.5	24.3	3.5	12.9	15.7
II(20-39.9%)	4.9	6.6	16.6	20.8	27.1	19.2	22.7	17.3	17.0	18.4	19.8	20.8	12.5	21.5	19.0
III(40-59.9%)	11.8	14.5	21.7	35.4	64.6	49.5	43.9	41.2	41.3	44.2	47.3	66.4	21.2	49.5	50.0
IV(60-79.9%)	26.0	29.8	46.7	81.8	131.5	95.9	123.1	79.1	89.4	102.3	118.6	122.1	46.8	106.9	108.5
V(80-98.9%)	114.5	129.4	181.3	358.1	505.4	388.7	408.7	395.3	449.9	600.7	612.3	823.7	199.1	423.1	624.8
VI(99-100%)	1,301.5	1,324.7	1,936.3	3,563.5	3,961.4	4,384.2	5,365.4	3,714.4	4,805.6	6,988.4	7,007.9	8,015.4	2,061.8	4,362.4	6,734.3
金融資産全体に占める割合(%)															
I(0-19.9%)	13.1%	13.9%	13.5%	22.6%	39.1%	32.2%	39.0%	40.9%	31.8%	39.1%	35.2%	48.7%	16.8%	38.2%	39.6%
II(20-39.9%)	10.2%	16.2%	27.9%	28.9%	37.7%	31.2%	34.6%	30.9%	33.6%	32.8%	34.9%	32.9%	22.5%	33.8%	33.5%
III(40-59.9%)	16.7%	21.0%	27.7%	38.3%	47.9%	43.4%	39.9%	37.3%	41.4%	38.5%	43.3%	46.0%	27.2%	42.3%	42.6%
IV(60-79.9%)	21.6%	28.2%	35.6%	47.0%	52.6%	42.1%	53.2%	41.6%	43.5%	45.2%	46.4%	46.6%	35.1%	47.7%	45.6%
V(80-98.9%)	31.4%	36.4%	43.5%	58.1%	61.3%	54.9%	54.5%	48.6%	52.5%	54.0%	55.9%	57.1%	45.1%	54.7%	55.2%
VI(99-100%)	38.3%	44.2%	47.5%	63.6%	58.2%	57.5%	59.8%	51.9%	58.8%	60.7%	61.5%	64.4%	50.9%	57.0%	61.7%

出典：Survey of Consumer Finances, Board of Governors of the Federal Reserve System より筆者作成。

* 40% を超える場合に薄灰に，60% を超える場合に濃灰に網掛けをしている。

2. SCF にみる米国家計の金融化（4）：家計の金融リテラシーと金融行動

前編では，家計によるリスク資産の保有拡大は，新自由主義的な政府の下で家計が「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，すなわち新たな金融的自己規律を受け入れるよう推し進める施策により促進されてきたと論じていた。その際，一部の金融リテラシー教育が，米国家計における新たな金融的自己規律の受容を促進している可能性を示唆していた（横川，2024a，169-173 頁）。残念ながら，SCF の調査票には金融リテラシー教育を受けたことがあるかどうかに関する設問が存在しないため，直接的に金融リテラシー教育の影響について論じることはできない。しかし，調査対象となった家計に金融リテラシーの自己認識を問う設問への回答と，実際の金融リテラシーを確認する問題への解答を求める設問が存在している。さらに，金融リスク選好，経済的に行き詰まった際の行動や信用利用を検討した際の与信審査での経験や選択といった金融行動に関わる各種の設問がある。そのため，金融リテラシー教育が，家計の金融的自己規律の変化を促しているかどうかについては明らかにできないが，これらの項目から所得階層別に家計がいかなる認識，リスク選好，そして判断の下で行動しているかについて一定程度明らかにできるものと考えられる。

2. 1. 家計の金融リテラシーの自己認識とその実際

SCF では，2016 年調査から回答者の金融リテラシーの自己認識とそれを確かめる問題を設問に加えている。金融知識を測る問題は次の 3 問となっている。第 1 問が「ある単一企業の株式を購入することは，株式ミューチュアルファンドを買うよりも安全なリターンをもた

1980 年代末以降の米国家計の金融化③

らす。これは正しいか、誤っているか？」で、第 2 問が「仮に 100 ドルを普通預金口座に預け、年利が 2% だったと仮定する。5 年後、お金をそのままにしておいた場合、口座にある金額は 102 ドル以上、100 ドルちょうど、102 ドル未満のうちどれか？」、第 3 問が「普通預金の金利が年間 1%、インフレ率が年間 2% と仮定する。1 年後、この口座の預金で今よりも多くのモノを買えるか、現在とまったく同じか、それとも少なくなるか？」となる。

金融リテラシーの自己認識と確認問題の正答率（表 3-2-1）を各所得階層の平均値でみた

表 3-2-1 家計の金融リテラシーの自己認識とそれを確かめる問題（全 3 問）の平均正解数（所得階層別，%）

調査年／金融知識*	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	金融知識の 平均	問題の平均 正解数
低所得層（第 I 層：0-19.9%）													
2016	3.4%	1.5%	3.5%	4.5%	4.5%	17.9%	11.0%	13.0%	13.8%	6.5%	20.3%	6.55	1.84
2019	4.3%	1.1%	3.2%	4.3%	7.4%	18.6%	13.7%	13.3%	10.7%	3.9%	19.4%	6.30	1.82
2022	4.4%	1.6%	2.0%	4.5%	5.7%	18.8%	11.0%	14.7%	9.8%	6.9%	20.5%	6.47	1.83
2016-2022 平均	4.0%	1.4%	2.9%	4.4%	5.9%	18.4%	11.9%	13.7%	11.4%	5.8%	20.1%	6.44	1.83
中低所得層（第 II 階層：20-39.9%）													
2016	2.0%	0.6%	1.2%	2.9%	3.7%	19.0%	9.8%	13.8%	18.2%	8.2%	20.5%	7.00	1.97
2019	1.0%	1.1%	1.5%	3.3%	5.3%	16.6%	11.7%	15.6%	17.8%	9.2%	16.8%	6.90	1.98
2022	1.6%	0.4%	1.9%	3.5%	6.1%	13.1%	12.7%	18.9%	18.8%	7.5%	15.5%	6.85	2.04
2016-2022 平均	1.5%	0.7%	1.5%	3.3%	5.0%	16.2%	11.4%	16.2%	18.3%	8.3%	17.6%	6.92	2.00
中所得層（第 III 階層：40-59.9%）													
2016	0.5%	0.6%	1.0%	2.0%	4.2%	14.9%	9.8%	18.9%	18.7%	9.2%	20.2%	7.25	2.16
2019	0.5%	0.5%	1.4%	1.1%	3.6%	13.1%	14.1%	21.1%	18.5%	7.6%	18.4%	7.19	2.09
2022	0.6%	0.5%	0.7%	2.0%	4.5%	10.1%	12.7%	17.3%	22.1%	10.7%	18.7%	7.34	2.25
2016-2022 平均	0.5%	0.5%	1.1%	1.7%	4.1%	12.7%	12.2%	19.1%	19.8%	9.2%	19.1%	7.26	2.17
中高所得層（第 IV 階層：60-79.9%）													
2016	0.1%	0.2%	0.4%	1.5%	2.9%	9.1%	10.3%	22.3%	23.4%	11.3%	18.5%	7.54	2.30
2019	0.1%	0.4%	0.3%	2.8%	2.0%	10.2%	12.5%	22.6%	21.1%	11.1%	16.9%	7.40	2.31
2022	0.4%	0.0%	0.3%	1.6%	2.6%	9.7%	9.3%	23.9%	23.6%	11.6%	16.9%	7.50	2.37
2016-2022 平均	0.2%	0.2%	0.3%	1.9%	2.5%	9.7%	10.7%	23.0%	22.7%	11.3%	17.4%	7.48	2.33
高所得層（第 V 階層：80-98.9%）													
2016	0.0%	0.3%	0.2%	0.7%	1.0%	6.7%	8.8%	21.0%	25.8%	13.9%	21.7%	7.88	2.59
2019	0.1%	0.0%	0.3%	0.9%	1.3%	6.0%	9.9%	20.3%	27.4%	14.2%	19.6%	7.83	2.63
2022	0.0%	0.3%	0.4%	0.3%	0.5%	4.2%	6.5%	19.9%	31.3%	16.5%	20.1%	8.03	2.64
2016-2022 平均	0.0%	0.2%	0.3%	0.6%	0.9%	5.6%	8.4%	20.4%	28.2%	14.9%	20.5%	7.92	2.62
トップ 1%（第 VI 階層：99-100%）													
2016	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	2.3%	1.3%	2.6%	14.6%	19.1%	25.5%	34.3%	8.60	2.87
2019	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	8.3%	2.4%	9.2%	24.9%	24.7%	30.4%	8.46	2.82
2022	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.7%	4.9%	8.2%	33.0%	15.4%	37.7%	8.70	2.75
2016-2022 平均	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.8%	3.4%	3.3%	10.6%	25.8%	21.8%	34.1%	8.59	2.81

出典：Survey of Consumer Finances, Board of Governors of the Federal Reserve System より筆者作成。

* 0 が全く知識がなく、10 が非常に豊富な知識があるとして、調査対象が自身の金融知識を自己評価した結果となる。なお、原データでは 0 の部分が -1 のため、注意が必要となる。

** 各階層・各年度のうち 15% 以上の回答があった箇所を薄灰に、20% 以上の回答があった箇所を濃灰に網掛けしている。

場合、これらの値は所得階層に比例して高まる。調査回答者の自己の金融知識を 0 から 10 の 11 段階で評価してもらう設問の回答では、2016 年調査から 2022 年調査の平均で低所得層が 6.44、中低所得層が 6.92、中所得層が 7.26、中高所得層が 7.48、高所得層が 7.92、トップ 1% が 8.59 となっている。所得階層別での金融リテラシーを確かめる問題の平均正解数は、低所得層が平均 1.83 問、中低所得層が 2.00 問、中所得層が 2.17 問、中高所得層が 2.33 問、高所得層が 2.62 問、トップ 1% 層が 2.81 問となる。全所得階層の平均は、自己認識が 7.21、確認問題の正解数が 2.19 問となる。両者の関係を考えるために、それぞれの平均値を 100 として指数化し、「確認問題の正答率」から「金融リテラシーの自己認識」を引いて「金融リテラシー・ギャップ」を算出してみる。この値がマイナスの場合、自己評価が客観的評価を上回る状況となる（金融広報中央委員会、2022、19 頁）。計算結果は、低所得層が -5.9 ポイント、中低所得層が -4.6 ポイント、中所得層が -1.8 ポイント、中高所得層が +2.4 ポイント、高所得層が +10.0 ポイント、トップ 1% 層が +9.3 ポイントとなった。SCF の場合、確認問題が 3 問と少なく知識の確認が十分とはいえない面もあるが、それでも低所得層と中低所得層は、他の所得階層と比較して金融リテラシー・ギャップが大きく、自身の金融リテラシーを過大評価する傾向があることが分かる。

所得階層が高まるほど金融リテラシーの自己認識が高まり、また金融リテラシー・ギャップが縮小するということは、ある種予想される結果であるが、各所得階層内での金融知識の自己認識の分布から異なる特徴がみえてくる。基本的には、上位の所得階層ほど 10 に近い選択肢に回答者が集中するが、中高所得層より上位の所得階層では、回答がほぼ 7 から 10 に集中するのに対し、低所得層から中所得層では回答のバラつきが大きい。特に、低所得層は回答が三分されており、3 調査の平均でみた場合に、金融知識を全く有さない 0 を選択した回答者（4.0%）が全所得階層で最も多いことに加え、中間の 5 を選択した回答者（18.4%）も最も多い。その上、十分な知識を有する 10 を選択した回答者（20.1%）が、高所得層（20.5%）に匹敵していた。

そのため、低所得層の家計には、金融知識について強い自信を抱いているグループ、そこそこの知識があると考えているグループ、全く知識がないと認識しているグループが混在し、その中でも強い自信を抱いているグループが最も多いことになる。ただ、金融知識の自己認識が高いこと＝実際に知識を有するわけではなく、特に低所得層の自己認識 10 の家計では、確認問題の正解問題数が平均 1.82 問（表 2-3-2）と、低所得層全体の平均 1.83 問を下回っており、実態が伴っていない状態である⁶⁾。

この点をより詳細に検討するために、低所得層のデータをさらに 65 歳未満の現役家計と 65 歳以上の高齢家計に分けてみる（表 3-2-3）。すると、低所得層で自らの金融知識について強い自信を有しているのは 65 歳以上の家計だと明らかになる。2016 年調査から 2022 年調査の平均で、自らの金融知識を 10 と回答した 65 歳未満の家計は 15.8% と、全年齢でみた

1980年代末以降の米国家計の金融化③

場合の中低所得層を下回っているのに対し、65歳以上の家計では28.4%と非常に高くなっている。また、65歳未満の家計の場合、最も回答が多いのは5の19.8%となる。0についても65歳未満の家計が3.6%、65歳以上の家計が4.9%と、65歳以上の方が多くなっている。また、6～9の選択肢についても6～7では65歳未満の家計による選択が多く、8～9では65歳以上の家計が多くなっている。

つまり、低所得層は、金融知識が全くないとする若干の家計、自らの金融知識を比較的控え目に評価する65歳未満の現役家計、自らの金融知識に強い自信を持っている65歳以上の高齢家計の3者によって構成されているのである。しかし、65歳以上の高齢低所得層の金融リテラシーを確かめる問題の平均正解数は1.76問で、低所得層全体の平均1.83問を下回っている。65歳未満の現役低所得層（同1.86問）よりも金融知識に自信があると答える家計が多いにもかかわらず、実際には65歳未満の平均以下の知識しか持ち合わせていないのである。このことは、対象を自己認識で8～10を選択した家計に拡大した場合でも同様の結果となる（65歳未満が1.91問と65歳以上が1.82問）。

65歳以上の低所得家計は、高い金融リテラシーの自認する一方で、その確認問題の正解数が少ない。そのため、全体では-5.9ポイントだった金融リテラシー・ギャップは、65歳未満の家計では-1.4ポイントに縮小する一方、65歳以上では-14.5ポイントに大幅に悪化する（表3-2-4）。もし、65歳以上の家計での金融リテラシー・ギャップの大幅な悪化が、全ての所得階層でみられるのであれば、これは低所得層に限定された問題ではなくなる。表3-2-4をみると、確かに65歳未満の家計よりも65歳以上の家計の方が金融リテラシーの自己認識が高くなる傾向はみられるが、他の多くの所得階層では確認問題の正解数も同時に増加している。そのため、低所得層以外で金融リテラシー・ギャップが大きく悪化している階層は、-4.6ポイント（全体）から-8.6ポイント（65歳以上）に悪化している中低所得層くらいとなる。

低所得層の65歳未満家計と65歳以上家計で、金融リテラシー・ギャップが大きく異なることは、前節で論じた一部の低所得層の株式投資比率の高さとの関係を検討する必要性を生じさせる。既述の通り、低所得層の場合、DC型年金への加入率や株式の直接保有率が低いにもかかわらず、(2)期以降、DC型年金を含む個人口座ベースの退職貯蓄制度に加入している家計の株式投資比率が中低所得層を上回っており、株式の直接保有も金融資産に占める比率で中高所得層を上回っていた。また、(3)期にはMF/HF資産に占める株式投資型MF比率でも中低所得層を上回っていた。

ただ、金融リテラシーの自己認識と実際の投資行動の関係はかなり複雑となる。前節で論じた金融資産に占める株式投資型MFへの投資、株式の直接保有、直接・間接の保有のデータを金融知識の自己認識と年齢を組み合わせ、6つのグループに分けて整理した表3-2-5を作成するとそれが明らかになる。この表では、表3-1-6、表3-1-7、表3-1-12を元に、金

表 3-2-2 家計の金融リテラシーの自己認識別の確認問題の正解数（2016-2022 平均，所得階層別，問）

階層／金融知識	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	平均
I(0-19.9%)	1.62	1.39	1.67	1.68	1.82	1.77	1.92	1.90	1.92	1.93	1.82	1.83
II(20-39.9%)	1.65	1.64	1.90	1.85	1.90	1.82	2.04	2.08	2.04	2.26	2.01	2.00
III(40-59.9%)	2.02	2.16	1.60	2.24	2.01	1.92	2.17	2.19	2.27	2.36	2.17	2.17
IV(60-79.9%)	1.75	1.71	2.60	2.02	2.09	2.09	2.24	2.36	2.40	2.51	2.32	2.33
V(80-98.9%)	3.00	1.92	1.96	2.32	2.63	2.36	2.56	2.62	2.68	2.73	2.60	2.62
VI(99-100%)	—	0.00	2.81	2.57	2.91	2.50	2.95	2.82	2.81	2.90	2.78	2.81

出典：Survey of Consumer Finances, Board of Governors of the Federal Reserve System より筆者作成。

表 3-2-3 低所得層の年齢別の金融リテラシーの自己認識と確認問題の正解数（2016-2022 平均）

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	平均
金融リテラシーの自己認識(%)												
65 歳未満	3.6%	1.2%	3.3%	4.6%	6.7%	19.8%	14.3%	14.7%	10.8%	5.1%	15.8%	6.23
65 歳以上	4.9%	1.9%	2.0%	4.1%	4.3%	15.8%	7.2%	11.8%	12.7%	7.0%	28.4%	6.83
金融リテラシーを確かめる問題の正解問数(問)												
65 歳未満	1.76	1.60	1.62	1.78	1.79	1.80	1.91	1.96	1.97	1.98	1.85	1.86
65 歳以上	1.41	1.15	1.84	1.45	1.91	1.69	1.98	1.76	1.85	1.85	1.79	1.76

出典：Survey of Consumer Finances, Board of Governors of the Federal Reserve System より筆者作成。

* 15%を超える場合に薄灰に，25%を超える場合に濃灰に網掛けをしている。

表 3-2-4 年齢で分けた所得階層別の金融リテラシーの自己認識，確認問題の正解数，金融リテラシーギャップ（2016-2022 平均）

65 歳未満の家計					
	問題正解数の平均		自己認識の平均		金融リテラシーギャップ (A)-(B)
		(A)		(B)	
I(0-19.9%)	1.86	85.0	6.23	86.5	- 1.4
II(20-39.9%)	1.96	89.5	6.66	92.4	- 2.9
III(40-59.9%)	2.13	97.0	7.09	98.4	- 1.4
IV(60-79.9%)	2.28	104.2	7.36	102.1	2.1
V(80-98.9%)	2.61	119.0	7.83	108.7	10.3
VI(99-100%)	2.85	130.0	8.52	118.2	11.8
全所得階層の平均	2.19	99.8	7.08	98.2	- 1.6
65 歳以上の家計					
I(0-19.9%)	1.76	80.3	6.83	94.8	- 14.5
II(20-39.9%)	2.09	95.3	7.49	103.9	- 8.6
III(40-59.9%)	2.29	104.4	7.74	107.3	- 2.9
IV(60-79.9%)	2.48	113.1	7.92	109.9	3.2
V(80-98.9%)	2.69	122.9	8.23	114.2	8.7
VI(99-100%)	2.70	123.3	8.79	121.9	1.4
全所得階層の平均	2.20	100.5	7.56	104.9	- 4.4

出典：Survey of Consumer Finances, Board of Governors of the Federal Reserve System より筆者作成。

1980 年代末以降の米国家計の金融化③

表 3-2-5 金融リテラシーの自己認識とリスク資産への投資（所得階層別，2016-2022 年平均，％）

自己認識	0～3	4～7	8～10	0～3	4～7	8～10	0～3	4～7	8～10	問題正解数 平均	金融リテラシー ギャップ
	金融資産に占める株 式投資型 MF 残高			金融資産に占める 株式の直接保有			金融資産に占める直 接・間接の株式保有				
低所得層（第Ⅰ層：0-19.9%）											
65 歳未満の家計	0.0%	4.7%	8.5%	0.7%	6.4%	14.6%	6.9%	33.3%	46.0%	1.86	-1.4
65 歳以上の家計	0.0%	14.4%	15.2%	11.6%	13.8%	16.5%	14.2%	48.2%	42.7%	1.76	-14.5
中低所得層（第Ⅱ階層：20-39.9%）											
65 歳未満の家計	17.0%	4.0%	8.4%	2.0%	3.4%	4.5%	39.6%	34.3%	38.2%	1.96	-2.9
65 歳以上の家計	2.1%	9.7%	4.4%	7.9%	5.8%	7.7%	24.3%	33.1%	31.4%	2.09	-8.6
中所得層（第Ⅲ階層：40-59.9%）											
65 歳未満の家計	0.0%	6.7%	7.6%	25.3%	2.0%	4.1%	49.9%	40.3%	39.4%	2.13	-1.4
65 歳以上の家計	23.2%	7.6%	7.6%	0.6%	9.2%	16.0%	45.7%	40.5%	47.5%	2.29	-2.9
中高所得層（第Ⅳ階層：60-79.9%）											
65 歳未満の家計	3.5%	5.3%	7.9%	7.7%	4.3%	6.8%	34.4%	42.1%	47.9%	2.28	2.1
65 歳以上の家計	22.3%	8.4%	9.1%	15.7%	11.7%	11.5%	53.8%	44.4%	47.3%	2.48	3.2
高所得層（第Ⅴ階層：80-98.9%）											
65 歳未満の家計	1.1%	10.8%	12.5%	3.9%	9.7%	12.3%	31.2%	53.8%	56.7%	2.61	10.3
65 歳以上の家計	7.9%	13.4%	15.2%	8.9%	15.8%	14.9%	55.4%	55.9%	55.8%	2.69	8.7
トップ1%（第Ⅵ階層：99-100%）											
65 歳未満の家計	1.2%	19.8%	22.2%	82.4%	15.3%	21.1%	93.5%	61.0%	62.6%	2.85	11.8
65 歳以上の家計	17.3%	9.0%	14.0%	34.2%	30.6%	28.8%	61.7%	58.2%	62.5%	2.70	1.4
調査全体の平均											
65 歳未満の家計	2.4%	10.6%	15.1%	24.7%	8.9%	14.4%	47.8%	51.0%	57.0%	2.19	-1.6
65 歳以上の家計	12.5%	11.1%	13.5%	11.8%	16.1%	18.1%	50.4%	51.1%	55.1%	2.19	-4.4

出典：Survey of Consumer Finances, Board of Governors of the Federal Reserve System より筆者作成。

* 各項目について、65 歳未満の家計と 65 歳以上の家計で、より比率が高い方を網掛けしている。

融リテラシーに関するデータが存在する 2016 年調査から 2022 年調査に限定して平均を出し、それを金融知識の自己認識の 3 区分（0～3，4～7，8～10）と年齢の 2 区分（65 歳未満と 65 歳以上）の組み合わせに分けて示している。

この表に基づく、金融リテラシー・ギャップが大きい年齢層の方が、より多くの資産をリスク資産に振り分ける傾向がみられるのが、低所得層，中所得層，高所得層となる。トップ 1% 層と中高所得層では、金融リテラシー・ギャップが小さい年齢層の方が、より多くのリスク資産を保有する傾向がみられる。中低所得層については、明確な傾向を見出すことが困難になっている。

高所得層で 65 歳未満と 65 歳以上の金融リテラシー・ギャップの差が小さいこと、さらに、中所得層と中高所得層の間で、金融リテラシー・ギャップがマイナスからプラスになっていることを考えると、全体として次のような関係が存在するものと推測される。金融知識が十分ではない低所得層から中所得層の家計では、金融リテラシー・ギャップが大きく、自らの知識を過剰評価している家計がより多くのリスク資産を保有する傾向があるものと考えられる。それに対し、中高所得層より上位の家計では、金融リテラシー・ギャップが小さく、確

認問題の正解数も 2.48 問以上と、全体の平均と比較して高い金融知識を有することから、それに基づいてより多くのリスク資産を保有する傾向があるものと考えられる。

そのため、中所得層以下、特に低所得層では、金融リテラシー・ギャップが大きい 65 歳以上の高齢家計において、リスク資産への高い投資比率がみられる。低所得層では、直接・間接の株式保有のうちの自己認識 8~10 のグループ以外を除いて、65 歳以上の家計が 65 歳未満の家計を投資比率で上回っている。65 歳以上の低所得家計は、確認問題の正解数が 1.76 問と、所得・年齢別の階層分けの中で最も低くなっていることから、投資に伴うリスクを十分に把握できておらず、自身が考えているよりも多くのリスク資産を抱えている可能性が高いと考えられる⁷⁾。

2.2. 家計のリスク選好

SCF では家計が投資や貯蓄などの金融的な意思決定を行う上で重要な指標と考えられるリスクをどの程度負う気があるかについて、積極的にリスクを取る意思がある家計（表 3-2-6）と、リスクを取りたくないと答えた家計（表 3-2-7）という 2 つの指標を公表している。

金融リスクを積極的に取る意思がある家計は、トップ 1% 層以外の家計ではかなり少ない（表 3-2-6）。各期間の平均でみた場合、トップ 1% 層を除く全所得階層で 3%~5% ほどとなる。ただし、期間別にみた場合、(1) 期と (3) 期で、中低所得層から高所得層では比率が低下しているのに対し、トップ 1% 層と低所得層では上昇しているという特徴がみられる。これは、低所得層の一部に高いリスク選好を有するグループが存在するというこれまでの議論とも整合する。

一方、金融リスクを取りたくない家計については、所得階層が下がるにつれてその比率が高まる（表 3-2-7）。金融リスクを取りたくない家計の長期的な推移は、所得階層により (2) 期の動きが異なるが、いずれの所得階層でも (1) 期に比べて (3) 期にリスク回避的な家計が減少している。特に高所得層の場合、(1) 期に 20.6% 存在したリスク回避的な家計が (2) 期で 14.2% に減少し、(3) 期には 13.3% まで減少している。また、トップ 1% 層についても (1) 期 10.1%、(2) 期 4.3%、(3) 期 3.1% と大きく減少している。そのため、調査期間を通じたトレンドとして、全ての所得階層でリスク回避的な家計が減少していつていることになる。リスクを回避したい家計の減少を、リスク選好の高まりと理解した場合、推移と程度の違いはあるが、1980 年代末以降の全ての所得階層において、リスク選好が高まる傾向にあることになる。ただし、その変化は他の指標の変化に比して、けっして大きくないことに留意する必要がある。いずれも、数ポイントの変化に留まっていることに加え、(3) 期においても低所得層で 65% の家計が、中低所得層でも 55% の家計がリスクを取りたくないと回答している。つまり、過半数の家計がリスクを取ることを避けたいと考えているのである。

また、これらの設問は、家計の主観的な認識を問うものであるため、意識的にリスク選好

1980年代末以降の米国家計の金融化③

表 3-2-6 金融リスクを積極的に取る意思があると答えた家計の割合（所得階層別，％）

	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019	2022	(1)1989 -1998	(2)2001 -2010	(3)2013 -2022
I(0-19.9%)	4.1%	4.4%	3.3%	3.3%	2.4%	1.5%	1.7%	3.8%	3.7%	4.6%	4.2%	4.4%	3.7%	2.4%	4.3%
II(20-39.9%)	4.2%	3.0%	3.6%	3.6%	3.8%	4.5%	3.0%	3.0%	2.3%	3.8%	3.6%	3.9%	3.6%	3.6%	3.4%
III(40-59.9%)	3.7%	2.9%	3.2%	5.9%	3.8%	3.7%	3.3%	3.4%	2.6%	4.4%	4.5%	3.6%	3.9%	3.5%	3.8%
IV(60-79.9%)	5.1%	2.6%	3.3%	5.3%	6.2%	3.5%	3.7%	3.3%	3.0%	3.8%	3.2%	3.8%	4.1%	4.1%	3.4%
V(80-98.9%)	4.0%	3.4%	3.6%	6.7%	6.3%	3.4%	5.3%	4.1%	3.0%	3.9%	4.4%	3.1%	4.5%	4.8%	3.6%
VI(99-100%)	6.8%	4.9%	11.6%	5.9%	9.4%	7.2%	4.3%	3.7%	9.5%	7.6%	6.4%	10.7%	7.3%	6.1%	8.6%

出典：Survey of Consumer Finances, Board of Governors of the Federal Reserve System より筆者作成。

* 比率が5.0%を超える場合に薄灰に、10.0%を超える場合に濃灰に網掛けしている。

表 3-2-7 金融リスクを取りたくないと思った家計の割合（所得階層別，％）

	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019	2022	(1)1989 -1998	(2)2001 -2010	(3)2013 -2022
I(0-19.9%)	69.2%	72.1%	72.1%	66.3%	70.1%	71.3%	72.8%	70.1%	68.2%	62.8%	65.5%	65.3%	69.9%	71.1%	65.4%
II(20-39.9%)	59.8%	63.6%	59.1%	54.0%	52.9%	57.0%	57.8%	62.5%	63.1%	56.1%	52.1%	50.8%	59.0%	57.7%	55.4%
III(40-59.9%)	52.3%	50.9%	44.2%	35.8%	39.6%	42.0%	40.3%	50.0%	49.6%	41.6%	39.8%	36.6%	45.6%	43.0%	41.8%
IV(60-79.9%)	37.9%	38.5%	34.6%	25.2%	25.1%	29.2%	26.0%	35.2%	36.1%	30.1%	27.3%	24.9%	33.8%	29.0%	29.5%
V(80-98.9%)	26.9%	24.7%	18.9%	12.7%	11.7%	12.5%	12.7%	19.8%	16.7%	14.3%	12.1%	10.4%	20.6%	14.2%	13.3%
VI(99-100%)	14.1%	11.0%	7.6%	8.2%	4.6%	6.2%	2.9%	3.6%	3.0%	3.2%	2.0%	4.1%	10.1%	4.3%	3.1%

出典：Survey of Consumer Finances, Board of Governors of the Federal Reserve System より筆者作成。

* 比率が25%を超える場合に薄灰に、50%を超える場合に濃灰に網掛けしている。

を高めるか、リスク回避的姿勢から転換することを決めた場合にしか変化がみられないことになる。そのため、家計のリスク選好の表明と実際のリスク負担に乖離がある場合、そこには無意識のうちにリスクを取るという行動が存在しているものと考えられる。

2.3. 経済的な緊急時における家計の金融行動

2016年のSCFから経済的な緊急事態が発生し、支払いができない場合にどう対処するかを問う設問が追加された。この設問に対する最多の回答は、低所得層を除いて「貯蓄から支出する」だった（表3-2-8）。特に、トップ1%層では事実上、唯一の選択肢で、高所得層と中高所得層の場合には、2019年調査から追加された「仕事を増やす」が第二の選択肢として浮上するが、「貯蓄から支出する」が大きく上回っている。また、中高所得層の場合は、他にも2016年調査時に「お金を借りる」を選択した家計が12.2%存在した。

注目すべきは、2016年調査時の低所得層から中所得層の回答で、「お金を借りる」と「支払いを遅らせるまたは再交渉する」を選んだ家計が、上位の所得階層に比べて多いことである。特に、低所得では、「お金を借りる」が「貯蓄から支出する」を上回っている。緊急時に「お金を借りる」傾向は、低所得層と中低所得層の他の調査年度でもみられることから、貯蓄から支出したくとも十分な貯蓄がないためにやむを得ず選択されているものと考えられ

る。また、2019 年調査以降に「仕事を増やす」が追加されると、おそらく同様の理由でこれらの所得階層において大きな割合を占め、特に低所得層では 2019 年調査と 2022 年調査で最大項目となっている。

言い換えれば、低所得層や中低所得層の場合、日々の支出入を賄うのにギリギリの状態で、万が一に備えた貯蓄を十分に行えていない家計が 6~8 割に上っていることになる。そのため、何らかの理由で支払いが増えたり、所得が減少したりした場合には、支払いのために仕事を増やすか、お金を借りるか、それが難しい場合には期日通りの支払いを諦めるしかないのである。

ここで「支払いを遅らせるまたは再交渉する」が最後の手段だと考えられるのは、支払い遅延がクレジット・スコアを低下させるネガティブな信用履歴となるからである。これまで論じてきた通り、米国の家計は常にクレジット・スコアを良好に保つことを求められており、それにはポジティブな支払い履歴を継続的に積み上げていく必要があった。そのため、信用の利用可能性を低下させるような支払い遅延は安易に選択できないこととなる。その選択肢を選ぶ家計が多いということは、もはや他の手段が取れないか、信用利用を諦めていてクレジット・スコアを重視していないかを意味するものと考えられる。

一方、追加的な仕事については、その内容がフォーマル部門なのかインフォーマル部門なのかなど、さらに問われるべき点が存在すると考えられるが、残念ながら SCF には追加的な労働が既存の仕事か新たな副業かという設問しかない。それに対し、お金を借りる場合については、第一に考える調達先の設問がある（表 3-2-9）。低所得層や中低所得層の家計の場合、多くの家計がフォーマルな銀行などの金融サービスやクレジットカードでもなければ、ペイデイ・ローンのようなフリンジ・バンクの金融サービスでもなく、友人や家族にまず頼ると回答している⁸⁾。

フリンジ・バンクの利用は、中編（横川，2024b，58-59 頁）で論じたペイデイ・ローンの緊急避難的な金融手段としての性格や、2005 年から 2006 年にデトロイト地域で、低所得層と中低所得層が利用する金融サービスについて調査を実施した Barr（2012）の指摘を考えると、最初的手段というより他の手段が利用できない場合に利用される金融手段だと考えられる。Barr は「コストが高いにもかかわらず、顧客が他の可能性のある信用源ではなくペイデイ貸付業者を選択するのは、低価格の他の選択肢に最近断られたが、ペイデイ・ローンは承認されると確信しているからである」（*Ibid.*, p. 49）と、フリンジ・バンクの利用が借り手にとってフォーマルな金融機関からの融資が利用できない場合の選択肢であることを指摘している。

では、より望ましい選択肢であるはずのフォーマルな金融サービスやクレジットカードの利用についてはどうだろうか。中所得層からトップ 1% 層では、2022 年調査で金融サービスまたはクレジットカードの利用を選択する家計の割合が、友人または家族に頼る家計の割

合と同等かそれ以上となっている。そのため、厳密には金融サービスにフリンジ・バンクが含まれてしまうが、より上位の所得階層では友人または家族に借入れを申し込むのと同じ程度またはそれ以上に、まずは金融サービスを通じた借入れか、クレジットカードを利用することで必要な支払いを行おうとするものと考えられる。

問題は低所得層と中低所得層で、これらの所得階層では、友人または家族にまず頼ると回答する家計が非常に多い。2016 年調査時には、低所得層が 23.8%，中低所得層が 18.5% となっており、2019 年調査以降は「仕事を増やす」という選択肢が登場したことで減少したが、それでも低所得層が約 14%，中低所得層が約 10% とお金を借りる選択肢の中で突出した状態である。そして、実際の借入れ状況をみた場合にも、所得階層別の負債に占める個人からの借入が、低所得層では（1）期に 10.7% と、他の所得階層よりも明らかに高くなっている（表 3-2-10）。さらに、（2）期以降についても、中所得層以上では大きく減少し、（3）期には 1.5% 未満になっているのに対し、低所得層と中低所得層では、（2）期にそれぞれ 5.2% と 3.8%，（3）期でも 2.7% と 3.0% と、他の所得階層に比べて高くなっている。

ただ、こうした調査結果や事実がある一方、Kempson et al. (2000) の中で、伝統的な金融機関から信用供与を受けられない低所得層や中低所得層の金融行動に関する定性的研究や家計調査をサーベイした Caskey は次のように指摘している。

伝統的な信用供与を利用できない家計の多くは、時折訪れる個人的な経済危機に対して、収入を増やすために労働時間を増やしたり、友人や家族から借りたりして対応している。インタビューによると、ほとんどの世帯が、恥ずかしさや、拒絶されたり非難されたりするのではないかという恐れから、家族や友人に頼ることに消極的である。また、インタビューでは、経済的な緊急事態には「何もしない」、つまり、一定期間、食費、交通費、衣料品などの従来の家計支出を切り詰めることで対応すると答える人が多い (*Ibid.*, pp. 74-75)。

SCF の調査結果に基づいた場合、2010 年代後半の米国では「支出を減らす」という選択をする家計が必ずしも多くないという違いが生まれているものの、Caskey の指摘が今日でも有効なことが分かる。その場合、低所得層と中低所得層は、本当は家族や友人に頼りたくはないが、実際にはそれ以外に選択肢がないために、経済的な緊急時に家族や友人から借入れを行っているということになる。こうした特定の所得階層の家計が金融サービスを利用したくとも利用できない状況は、いわゆる「金融排除 (Financial Exclusion)」が生じている可能性を示唆する。

「金融排除」とは、「貧しい人々や地域が金融サービスから排除される」（福光，2001，3 頁）現象のことで、英国の金融サービス機構（FSA）のレポートによれば、（A）アクセス

表 3-2-8 経済的な緊急時が発生した場合の対応 (所得階層別, %)

	2016	2019	2022
低所得層(第 I 層: 0-19.9%)			
貯蓄から支出する	24.4%	20.3%	19.0%
お金を借りる	28.8%	19.1%	19.3%
支出を減らす	9.0%	8.6%	4.4%
支払いを遅らせるまたは再交渉する	13.5%	7.2%	8.8%
仕事を増やす(2019 年調査より追加)		23.3%	21.2%
中低所得層(第 II 階層: 20-39.9%)			
貯蓄から支出する	36.2%	31.2%	29.8%
お金を借りる	23.2%	14.5%	14.8%
支出を減らす	9.5%	5.7%	1.5%
支払いを遅らせるまたは再交渉する	13.3%	6.1%	6.2%
仕事を増やす		27.3%	28.1%
中所得層(第 III 階層: 40-59.9%)			
貯蓄から支出する	48.6%	39.2%	42.4%
お金を借りる	19.4%	9.6%	7.7%
支出を減らす	8.2%	4.5%	2.7%
支払いを遅らせるまたは再交渉する	10.3%	4.1%	3.5%
仕事を増やす		30.6%	28.4%
中高所得層(第 IV 階層: 60-79.9%)			
貯蓄から支出する	62.1%	47.8%	53.9%
お金を借りる	12.2%	7.4%	5.9%
支出を減らす	7.3%	5.3%	2.7%
支払いを遅らせるまたは再交渉する	6.7%	3.2%	2.9%
仕事を増やす		26.8%	21.1%
高所得層(第 V 階層: 80-98.9%)			
貯蓄から支出する	75.0%	62.8%	69.6%
お金を借りる	7.6%	4.5%	4.3%
支出を減らす	5.1%	5.7%	2.4%
支払いを遅らせるまたは再交渉する	4.1%	1.5%	1.6%
仕事を増やす		18.5%	15.9%
トップ 1%(第 VI 階層: 99-100%)			
貯蓄から支出する	88.5%	85.8%	88.5%
お金を借りる	3.5%	2.7%	5.0%
支出を減らす	4.5%	2.7%	0.1%
支払いを遅らせるまたは再交渉する	0.8%	0.0%	0.0%
仕事を増やす		5.0%	4.8%

出典: *Survey of Consumer Finances*, Board of Governors of the Federal Reserve System
より筆者作成。

* 10% を超える場合に薄灰に、20% を超える場合に濃灰に網掛けをしている。

表 3-2-9 最初にお金を借りようとする対象 (所得階層別, %)

	2016	2019	2022
低所得層(第 I 層: 0-19.9%)			
金融サービス	2.4%	2.6%	2.7%
クレジットカード	2.6%	2.1%	2.8%
友人または家族	23.8%	14.4%	14.2%
その他の資金源	3.2%	2.6%	1.9%
中低所得層(第 II 階層: 20-39.9%)			
金融サービス	2.9%	1.8%	2.1%
クレジットカード	3.3%	2.9%	2.4%
友人または家族	18.5%	10.7%	10.3%
その他の資金源	2.3%	1.4%	2.8%
中所得層(第 III 階層: 40-59.9%)			
金融サービス	2.0%	1.3%	2.0%
クレジットカード	3.7%	3.0%	2.8%
友人または家族	14.7%	6.1%	4.8%
その他の資金源	1.6%	1.0%	0.8%
中高所得層(第 IV 階層: 60-79.9%)			
金融サービス	2.4%	2.3%	1.2%
クレジットカード	3.6%	1.6%	2.1%
友人または家族	8.8%	4.1%	3.3%
その他の資金源	0.9%	0.2%	0.2%
高所得層(第 V 階層: 80-98.9%)			
金融サービス	1.9%	1.0%	1.2%
クレジットカード	2.5%	1.6%	1.6%
友人または家族	4.2%	2.3%	2.2%
その他の資金源	0.0%	0.3%	0.0%
トップ 1%(第 VI 階層: 99-100%)			
金融サービス	0.7%	2.3%	1.5%
クレジットカード	2.2%	0.1%	3.0%
友人または家族	0.8%	0.7%	0.5%
その他の資金源	0.0%	0.0%	0.0%

出典: *Survey of Consumer Finances*, Board of Governors of the Federal Reserve System
より筆者作成。

* 10% を超える場合に薄灰に、20% を超える場合に濃灰に網掛けをしている。

表 3-2-10 家計の負債に占める個人からの借入の割合（所得階層別，平均値，％）

	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019	2022	(1)1989 -1998	(2)2001 -2010	(3)2013 -2022
I(0-19.9%)	9.4%	16.0%	11.9%	6.2%	8.1%	6.3%	3.7%	4.6%	3.1%	2.3%	3.4%	1.9%	10.7%	5.2%	2.7%
II(20-39.9%)	9.7%	5.7%	6.2%	3.4%	6.5%	5.1%	2.7%	1.9%	2.0%	2.6%	2.9%	4.5%	5.8%	3.8%	3.0%
III(40-59.9%)	7.2%	7.7%	9.2%	3.4%	1.9%	2.9%	2.2%	0.9%	1.1%	1.6%	1.7%	0.9%	6.6%	2.0%	1.3%
IV(60-79.9%)	5.1%	3.4%	2.8%	4.6%	1.2%	1.0%	1.8%	0.6%	1.2%	1.0%	1.3%	0.2%	4.0%	1.2%	0.9%
V(80-98.9%)	4.3%	2.9%	3.2%	2.5%	1.1%	1.1%	0.7%	0.6%	1.0%	0.7%	0.5%	0.2%	3.2%	0.8%	0.6%
VI(99-100%)	9.0%	2.9%	12.4%	2.4%	3.0%	0.7%	0.5%	0.8%	1.6%	0.7%	0.2%	0.0%	6.4%	1.1%	0.6%

出典：Survey of Consumer Finances, Board of Governors of the Federal Reserve System より筆者作成。

* 比率が2.5%を超える場合は薄灰に，5.0%を超える場合は濃灰に網掛けしている。

の排除，(B) 条件による排除，(C) 価格による排除，(D) マーケティングによる排除，(E) 自己排除の5つの形態が存在するとされている。(A) のアクセスの排除は，銀行支店までの物理距離やリスク評価プロセスを通じて金融サービスへのアクセスが制限されること，(B) の条件による排除は，一部の人々のニーズに適さない担保や保証人，返済期限などの条件を金融商品に付すこと，(C) の価格による排除は，一部の人が利用できないような金利や手数料，残高の下限などが設定されること，(D) のマーケティングによる排除は，銀行などの金融商品の営業が対象に絞り込んで行われることで，それを知る機会または利用機会から事実上排除されること，(E) の自己排除は，金融商品を申し込んでも断られると考え，申し込む意味がないと判断することとなる（Kempson et al., 2000, p. 9; 小関，2020, 17-18 頁）。

ここでの場合，(A) のアクセスの排除または (C) の条件による排除，あるいは (E) の自己排除の可能性が考えられる。つまり，信用アクセスが拒否されているか，アクセスが可能であっても高い金利や手数料などで極めて高額な APR（Annual Percentage Rate）を要求されるために実質的に利用できない状況にあるか，あるいは信用利用を申し込んでも断られるという考えから，信用利用を選択肢から除外しているかのいずれかの状況にあることが想定されるのである。その結果，これらの所得階層の家計は，本来は望んでいなくとも，多くの場合でまず家族・友人に借入の相談をせざるを得なくなると考えられるのである。

2. 4. 信用アクセスと金融行動

前項において，低所得層と中低所得層が，経済的な緊急事態が生じた際に，金融サービスやクレジットカードでの借入ではなく，友人・家族からの借入を第一に考える傾向にあることが明らかになった。ここでは，なぜ低所得層や中低所得層が，金融機関からの与信を第一に考えないのかについて詳しく検討するために，与信審査を申し込んだ結果，信用供与を断られたことがある家計の割合（表 3-2-11）と，それを恐れて申請そのものを見送った家計の割合（表 3-2-12），そのいずれかを経験したことがある家計（表 3-2-13）の割合を所得階

表 3-2-11 信用利用申し込みを断られた経験がある家計の割合（所得階層別，％）

	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019	2022	(a)1989 -1995	(b)1998 -2004	(c)2007 -2013	(d)2016 -2022
I(0-19.9%)	14.8%	20.6%	15.6%	14.8%	13.1%	16.3%	14.3%	16.0%	13.4%	11.9%	10.6%	12.4%	17.0%	14.7%	14.5%	11.6%
II(20-39.9%)	21.0%	21.9%	20.3%	21.2%	22.0%	24.4%	22.0%	20.6%	19.2%	12.7%	14.8%	13.6%	21.1%	22.6%	20.6%	13.7%
III(40-59.9%)	19.1%	24.3%	22.3%	27.4%	21.8%	22.4%	21.2%	21.9%	19.7%	13.3%	14.6%	12.2%	21.9%	23.8%	20.9%	13.4%
IV(60-79.9%)	19.1%	19.8%	24.2%	20.6%	17.5%	17.3%	17.4%	18.0%	18.5%	9.8%	8.6%	7.7%	21.1%	18.4%	18.0%	8.7%
V(80-98.9%)	12.8%	14.6%	10.3%	12.8%	10.7%	7.5%	8.4%	11.1%	11.5%	6.6%	4.9%	4.8%	12.5%	10.3%	10.4%	5.5%
VI(99-100%)	11.8%	9.4%	9.2%	5.2%	5.8%	3.7%	7.6%	4.1%	3.2%	2.0%	3.3%	1.7%	10.1%	4.8%	4.9%	2.4%

出典：Survey of Consumer Finances, Board of Governors of the Federal Reserve System より筆者作成。

* 2013 年調査まで過去 5 年間について、2016 年調査からは過去 1 年間についてが対象となっている。

** 割合が 10% を超える場合に薄灰に、20% を超える場合に濃灰に網掛けしている。

表 3-2-12 断られるのを恐れて信用利用申し込み見送った経験がある家計の割合（所得階層別，％）

	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019	2022	(a)1989 -1995	(b)1998 -2004	(c)2007 -2013	(d)2016 -2022
I(0-19.9%)	20.3%	19.1%	23.6%	22.5%	22.0%	20.2%	26.3%	25.2%	26.4%	25.2%	21.3%	26.0%	21.0%	21.5%	26.0%	24.2%
II(20-39.9%)	19.4%	14.5%	23.2%	19.1%	22.4%	22.0%	19.5%	25.7%	24.1%	19.5%	18.2%	19.2%	19.1%	21.2%	23.1%	19.0%
III(40-59.9%)	15.7%	16.0%	19.2%	18.0%	16.3%	20.6%	16.3%	20.3%	20.7%	16.0%	13.8%	11.1%	17.0%	18.4%	19.1%	13.6%
IV(60-79.9%)	11.3%	11.0%	13.8%	10.6%	11.0%	10.9%	11.1%	13.5%	15.9%	8.6%	7.2%	6.5%	12.0%	10.8%	13.5%	7.4%
V(80-98.9%)	7.0%	6.3%	6.9%	6.8%	5.8%	5.5%	3.4%	8.1%	8.3%	3.0%	3.1%	1.9%	6.7%	6.0%	6.6%	2.7%
VI(99-100%)	4.1%	2.3%	0.5%	0.8%	1.3%	1.4%	1.0%	0.9%	1.6%	0.3%	0.0%	0.4%	2.3%	1.2%	1.2%	0.2%

出典：Survey of Consumer Finances, Board of Governors of the Federal Reserve System より筆者作成。

* 2013 年調査まで過去 5 年間について、2016 年調査からは過去 1 年間についてが対象となっている。

** 割合が 10% を超える場合に薄灰に、20% を超える場合に濃灰に網掛けしている。

表 3-2-13 信用利用申し込みを断られた、またはそれを恐れて見送った経験がある家計の割合（所得階層別，％）

	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019	2022	(a)1989 -1995	(b)1998 -2004	(c)2007 -2013	(d)2016 -2022
I(0-19.9%)	25.2%	30.5%	31.7%	29.2%	27.5%	28.7%	30.9%	32.9%	32.9%	31.8%	25.9%	31.6%	29.2%	28.5%	32.2%	29.8%
II(20-39.9%)	29.5%	28.0%	31.1%	31.3%	32.7%	35.9%	32.6%	36.0%	33.6%	26.4%	25.4%	25.4%	29.5%	33.4%	34.1%	25.7%
III(40-59.9%)	23.6%	30.8%	31.1%	32.4%	29.9%	30.8%	28.2%	32.8%	30.7%	22.7%	22.5%	17.9%	28.6%	31.0%	30.5%	21.0%
IV(60-79.9%)	21.8%	24.0%	28.9%	24.9%	22.0%	21.6%	21.7%	25.1%	25.9%	15.3%	12.1%	11.5%	24.9%	22.8%	24.3%	13.0%
V(80-98.9%)	16.4%	17.3%	13.9%	15.5%	12.6%	11.2%	9.4%	15.5%	15.7%	8.0%	6.5%	5.7%	15.8%	13.0%	13.5%	6.7%
VI(99-100%)	12.7%	10.2%	9.5%	5.2%	6.1%	3.7%	8.1%	4.6%	4.1%	2.3%	3.3%	2.1%	10.8%	5.0%	5.6%	2.6%

出典：Survey of Consumer Finances, Board of Governors of the Federal Reserve System より筆者作成。

* 2013 年調査まで過去 5 年間について、2016 年調査からは過去 1 年間についてが対象となっている。

** 割合が 10% を超える場合に薄灰に、20% を超える場合に濃灰に網掛けしている。

層別に検討する。ただし、2013 年以前の調査と 2016 年以降の調査で対象期間が短縮されている点に留意が必要となる⁹⁾。そのため、ここでは調査結果の平均を、4 調査ごとから 3 調査ごとの(a)期～(d)期に変更している。さらに、公開されているデータには与信審査の承認率や審査を申請した回数などの情報は含まれていないことから、否決を経験した家計の増減が直接借入額の増減にリンクする訳ではないことにも留意が必要である。すなわち、与信

審査での否決を経験した家計が多くとも、申請件数が多く、最終的に多くの借入が行われて残高が増加することあれば、反対に与信審査での否決を経験した家計が減少しても、申請件数が減少していれば、借入残高自体が減少することもあり得ることになる。

まず、上位の所得階層について検討した上で、前項で問題となった低所得層と中低所得層について検討する。調査票の内容が変更になった関係で、直接的な比較を行うことはできないが、中高所得層以上の家計では、否決または見送りにより信用が利用できなかった経験を有する家計の低下がみられる。特にトップ1%では、(a)期には、信用を利用しようとして利用できなかった経験を有する家計が意外にも10.8%と1割以上存在していた。それが(b)期には5.0%、(c)期には5.6%と大きく低下し、(d)期には2.6%と極めて低くなっている。そのため、信用利用の申し込みを行った場合にはほぼ承認されるような状況になっている。高所得層の場合も、(a)期の15.8%から(c)期の13.5%と、トップ1%層と比較すれば、わずかながら結果的に信用利用ができなかったという経験を有する家計が減少し、(d)期には6.7%と1割を切っている。そのため、トップ1%層ほどではないとしても、高所得層も承認される可能性が高くなっており、信用利用環境が緩和に向かっていることが分かる。つまり、所得上位層では否決率および見送り率が低下しており、調査期間を通じて信用を利用しやすい状態になっているものと考えられる。

反対に、所得下位層では調査期間を通じて信用を利用できなかったという経験を有する家計、それも与信審査を受けた結果ではなく、否決を恐れて申し込みを見送る形で信用を利用できなかった家計が増加している。これらの所得層では、約3割の家計が結果的に信用を利用できなかったという経験を有している。それぞれの所得階層についてみていくと、中低所得層では結果的に信用を利用できなかった家計が(a)期の29.5%から(c)期には34.1%へと増加している。その原因として、申し込みを見送る家計が19.1%から23.1%と継続的に高まっており、特に(c)期に見送りが23.1%と、否決の20.6%を上回っていることがあげられる。中所得層の場合も(d)期に見送りが13.6%と、13.4%の否決を上回っている。

こうした傾向は低所得層においてより明確になっている。低所得層では、1989年調査開始時からほぼ一貫して与信審査で否決されたことで信用を利用できなかった経験がある家計よりも、与信審査への申し込みを見送った結果として信用を利用できなかった経験がある家計の方が多くなっている。信用を利用できなかった家計の割合は、(a)期の29.2%から(c)期に32.2%へと増加し、(d)期でも29.8%と高い水準を維持しているが、否決率は(a)期の17.0%から(c)期の14.5%へと継続的に低下し、(d)期も11.6%となっている。それに対し、申し込みを見送った家計の割合は(a)期の21.0%から(c)期の26.0%、対象期間が短縮された(d)期でも24.2%と高い水準になっている。

つまり、(d)期以降の中所得層、(c)期以降の中低所得層、そして(a)期以来の低所得層では、多くの家計が与信審査に申し込んでも否決される可能性が高く、信用を受けられない可

能性の方が高いから申請を見送った方が良いと判断しており、それが低い否決率と高い見送り率に表れていると考えられるのである。特に、低所得層の場合、調査期間を通じて否決率が低下し、見送り率が高まっていることから、その確信がより強まっているものと考えられる。これはクレジット・スコアリングに基づいた与信審査の普及により、自身の現時点でのスコアを元に審査を通過するかどうかがある程度知れるようになったことがその一因と考えられる。確かに、近年の中所得層の行動は、その結果である可能性がある。しかし、低所得層や一部の中低所得層の場合には、それ以上に金融排除のうちの (E) の自己排除が生じている可能性が高いと考えられる。この自己排除の原因には、過去に自身が断られたことがある、断られた人を知っている、「この地域に住んでいる人は承認されない」といった銀行への不信感や思い込み、金融知識の欠如や不足など多岐に渡る要因が指摘されている (Kempson et al., 2000, p. 9; 小関, 2020, 17-18 頁)。

少しでも原因を切り分けるために、ここでは与信審査に申し込んで否決された経験と申し込みを見送った経験の両方を持ち合わせる家計を、仮に過去に与信審査を断られたことがある家計が、次も断られる可能性が高いことから審査申し込みを見送るという行動を取ったと考える。その仮定に該当する家計は、中所得層が(a)期 10.3%, (b)期 11.1%, (c)期 9.5%, (d)期 6.0%, 中低所得層が(a)10.6%, (b)期 10.4%, (c)期 9.6%, (d)期 7.0%, 低所得層が(a)8.8%, (b)期 7.8%, (c)期 8.3%, (d)期 6.0% となる。これらのケースを除いた見送り率を計算してみると、中所得層が(a)期 6.7%, (b)期 7.3%, (c)期 9.6%, (d)期 7.6%, 中低所得層が(a)8.5%, (b)期 10.8%, (c)期 13.5%, (d)期 12.0%, 低所得層が(a)12.2%, (b)期 13.7%, (c)期 17.7%, (d)期 18.1% となる。

この仮定に基づけば、中所得層では与信審査を受けた上で否決されたことがあるから、申し込みを見送るという行動を取っている家計が多いことが分かる。この場合、与信審査での否決が (A) のアクセスの排除に該当していれば、与信の見送りは (E) の自己排除に該当する可能性が濃厚となる。しかし、中所得層の場合、ある程度の信用利用が可能なことは中編でもみてきたことであるため、所得中位層以上の与信審査での否決すべてを (A) のアクセスの排除と看做すことは難しい。一方、これらの否決経験があるケースを除いた残りについては、中所得層の場合はかなり小さいことから、少なくとも (A) のアクセスの排除に起因しない (E) の自己排除についてはかなり限定的なことが分かる。それに対し、低所得層と (c) 期以降の中低所得層の家計では、否決経験があるケースを除いた見送り率が 13% を超えており、低所得層に至っては (c) 期以降、約 18% にも達している。仮定に従えば、これらの所得階層では、過去に否決されたという事実以外の理由で信用利用を諦めていることになる。SCF のデータからはこれ以上の要因を明らかにすることはできないが、これらのケースでは状況から判断して自己排除が生じている可能性が考えられる。

ただし、これは必ずしも信用利用がまったくできないことを意味するわけではない点に留

意する必要がある。ここでの否決の可能性がある信用利用申し込みは、フォーマルな銀行などを通じた信用供与である可能性が高い。前述のように、家計は緊急で資金が必要になった場合は、貯蓄から払うか、仕事を増やすか、家族か友人から借りようとする。そして、家族や友人からも借りることできなかった場合に、フリンジ・バンキングを通じて必要な信用を確保することになる。しかし、Kempson et al.(2000)も指摘するように、こうした代替的信用供給源は、銀行からの融資を受けられない多くの家計が利用可能である一方、「コストが高く、不便で、消費者保護が不十分な傾向」(Ibid., p. 73)にあり、低所得層・中低所得層の家計に相対的に大きなコストを負担させることになるのである。

3. 本研究のまとめ

ここまで1980年代末以降の米国家計の金融化について、前編(横川, 2024a)、中編(横川, 2024b)、後編(本稿)と三編に分けて論じてきた。最後に本研究全体を通じたまとめを行いたい。ただ、紙幅の都合もあり、全ての事柄について改めて取り上げることは困難である。そのため、ここでは前編での「家計の金融化」に関する理論的な検討とマクロの経済データの検討から導き出された5つの論点と、研究全体を貫く大きな問いについて、SCFの調査結果の検討で明らかになったこと、示すのが難しいこと、課題と考えられることについて整理する。

3.1. 論点の整理

3.1.1. 論点1：金融的経路を通じた利潤と家計の所得について

これは、前編(180-182頁)のマクロの経済データ分析において、家計による市場連動型のリスク資産の保有拡大が生じていることから、それが金融的経路を通じた利潤として家計にもたらされ、実質賃金が低下している所得階層の所得を補う可能性があるか、という論点になる。

中編(51頁)でも論じた通り、SCFの調査結果に基づく金融所得(利子・配当所得とキャピタルゲイン／ロスの合計)は、各調査間の増加率の相乗平均が、低所得層では複数の調査間で増加率が-100%以上(成長率がマイナス)になり計算できず、中低所得層から中高所得層では-13.9%から-6.7%の大幅なマイナスとなっていた。反対に高所得層が4.9%、トップ1%が7.1%のプラスとなっていた。そのため、中低所得層から中高所得層については金融所得の成長はみられず、低所得層に関しても複数の調査年の金融所得がマイナスを記録しており、少なくとも安定した所得源泉といえないことになる。さらに、金融所得が課税前所得に占める割合を3つの期間に分け平均を出すと、全所得階層では(1)期(1989年調

査から1998年調査)が9.6%, (2)期(2001年調査から2010年調査)が8.2%, (3)期(2013年調査から2022年調査)が10.0%であるのに対し、低所得層では(1)期が3.5%, (2)期が-3.3%, (3)期が2.1%と、不安定だけでなく、中長期的に課税前所得に占める割合が低下していた。そのため、低所得層についても金融所得が給与所得の低下を補っていない状態となる。以上のことから、金融的経路を通じた利潤の増大という金融化の果実は、実質給与所得の停滞または低下が進む中高所得層以下にはもたらされておらず、むしろ実質給与所得の増加が継続している高所得層やトップ1%層のさらなる所得増加を促進していたことになる。

3.1.2. 論点2：レバレッジド・インベスター的活動を行う家計の存在について

前編(177-180頁)で、家計の金融化の進展により、自らの富を負債利用のための梃子として活用しリターンを得る、企業家的な「レバレッジド・インベスター」として活動する家計が生み出されるという議論を紹介していた。そのため、実際にレバレッジド・インベスター的な活動を行う所得階層がサブプライム住宅ブーム期に存在し、さらに世界金融危機後に復活がみられるか、という論点になる。

この点については、中編(54-57頁)でホーム・エクイティ・ローン(HEL)とホーム・エクイティ・ライン・オブ・クレジット(HELOC)の利用に関連して論じている。SCFには、個別のHELの利用状況やキャッシュ・アウト・ファイナンスの実施に関する項目が存在しないという制約がある。そのため、利用可能なHELを含むモーゲージ債務の推移について検討すると、2007年調査の中高所得層と高所得層で、住宅保有率がほとんど変化していないにもかかわらず、債務残高の大きな増加がみられた。そのことから、HELによる追加の借入か、モーゲージの借り換えを利用して住宅の正味価値を現金化するキャッシュ・アウト・ファイナンスが行われていた可能性が間接的に示された。これは、増加した資産価値を現金化することを通じて、あるいはより直接的にさらなる負債利用を可能にするという意味でレバレッジド・インベスター的活動と考えられる。しかし、住宅価格が再び上昇に転じ、ケースシラー指数がサブプライム住宅ブーム期のピークを上回った2019年調査以降における復活については、データの制約もあり明確な徴候を捉えられなかった。

HELOCは、住宅モーゲージの残債と住宅価格の差額である正味価値を信用枠として利用するため、住宅保有率の高いトップ1%層と高所得層、そして一部の中高所得層が従来からの利用者となる(同、表2-3-4)。ただ、サブプライム住宅ブーム期に当たる2004年と2007年の調査では、全ての所得階層でHELOCの利用が拡大した。特に、高所得層と中高所得層での拡大が大きく、調査全体の平均が中高所得層で11.0%、高所得層で17.0%なのに対し、2004年調査と2007年調査では中高所得層が17.0%と18.0%、高所得層では28.0%と27.0%と、最大10ポイントの利用率の上昇がみられた。しかし、世界金融危機後に大幅に利用率

が低下し、2013年調査以降は調査全体の平均を下回る状態である。そのため、HELOCの場合も、サブプライム住宅ブーム期にレバレッジド・インベスター的活動を行う家計による利用が増加したが、世界金融危機後は縮小したままで、現時点では再び隆盛に向かう徴候はみられないことになる¹⁰⁾。

3.1.3. 論点3：クレジット・スコア維持のための継続的な負債利用について

前編（173-176頁）で、家計は良好な信用アクセスを維持するために、定期的な期日通りの支払いにより良好なクレジット・スコアを維持することを求められており、そのために継続的な負債利用が促進されると論じていた。そのため、家計によるクレジット・スコアを意識した行動や、スコア維持のための継続的な負債利用がみられるかが論点となる。ただ、SCFの調査票にはクレジット・スコアに関わる設問がなく、直接的にその有無を論じることとは困難となる。

しかし、中編（52-54頁）でも論じたように、何らかの負債を有する家計の割合は、低所得層と中低所得層を中心に、1980年代末以降増加傾向にあることが分かっている。他の所得階層についても中所得層と中高所得層で、(1)期から(2)期に負債を有する家計の増加がみられた。こうした動きは、所得の停滞を補うために負債の利用を必要とする家計が増加していることが根底にあると考えられるが、その負債利用のために低所得層や中低所得層の家計でも継続的に信用手段を利用してクレジット・スコアを向上させる必要性が高まっていると考えられる。実際、低所得層と中低所得層のクレジットカード残高は、大きく増加しており、各調査間の残高の増加率について相乗平均を算出すると、低所得層（18.8%）、トップ1%層（9.9%）、中低所得層（8.0%）、中所得層（5.7%）、中高所得層（4.3%）、高所得層（0.05%）の順になっている。これはリボルビングを使用する家計にも表れており、低所得層と中低所得層では1990年代以降利用が増加し、2022年調査時には低所得層では32.2%、中低所得層では45.7%の家計がリボルビングを利用していた。リボルビングの利用は信用獲得手段であると同時に、残高を有して定期的な支払いを行うことでクレジット・スコアを維持・向上させる役割を果たすことになる。

その一方で、クレジット・スコアの維持があまり意識されていない可能性を示唆するデータも存在する。中編（66-67頁）と本稿の第2節第3項、第4項を総合すると、中低所得層や中所得の家計では、事前に十分な検討を行わずに信用利用を申し込む傾向（中編、表2-3-14）がみられ、それ故に申請を否決されたことがある家計も多く（表3-2-11）、また借りられたとしても支払い遅延や最悪、債務不履行に陥る家計が多い傾向（表2-3-12、2-3-13）にある。また、2016年調査で、経済的な緊急事態の際に「支払いを遅らせるまたは再交渉する」を選択する家計が多い傾向（表3-2-8）にあり、実際の遅延率も2019年調査、2022年調査と比較して高くなっている。ただし、2019年調査以降において、信用利用の際に十

分な比較検討を行う家計の増加や支払い遅延率・破産率の低下、信用利用申し込みの否決経験率の低下がみられる。これが単なる景気動向や緩和的な市場環境によるものでないとするれば、クレジット・スコアを意識した行動を取る家計が増加している可能性もある。

そのため、クレジット・スコアの向上に繋がる行動と低下に繋がる行動の両方がみられる状況だが、世界金融危機以降、家計がより慎重に行動するようになっていることは間違いのない。借入や信用利用の際に多くの選択肢を比較検討するということは、家計がより有利な条件で借り入れようとしている、または債務不履行に繋がる不利な条件での借り入れを回避しようとしていることを意味し、こうした家計の意識変化の背後にクレジット・スコアリングの浸透があるものと考えられる。

3.1.4. 論点 4：金融リテラシー教育と新たな金融的自己規律について

前編（169-173 頁）では、1980 年代以降の新自由主義的政府の下で、家計に対し「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」になることを求める新たな金融的自己規律が形成され、金融リテラシー教育がそれを後押ししているという議論を紹介していた。そのため、家計が新たな金融的自己規律を受容しているのか、金融リテラシー教育がそれを促進しているのかが論点となる。この点についても、SCF に金融リテラシー教育に関する調査項目が存在しないため、直接的に論じることは困難となっている。しかし、本稿の第 2 節第 1 項でも論じているように、SCF では所得階層別の家計の金融リテラシーの自己認識を問う設問への回答とそれを確認する問題への解答を求めており、そこから家計が新たな金融的自己規律を受容する上での問題が浮かび上がってくる。

調査結果に基づくと、特に低所得層から中低所得層の金融リテラシー・ギャップが大きいことが分かっている。低所得層の場合、65 歳未満が回答者の家計と 65 歳以上が回答者の家計で、金融リテラシーの自己認識の分布が大きく異なっており、65 歳未満の家計は中間に当たる 5 が最も多く、65 歳以上の家計では最高となる 10 が最も多くなっていた。しかし、65 歳以上の場合、自己認識に実態が伴っておらず、低所得層全体で -5.9 ポイントだった金融リテラシー・ギャップが、-14.5 ポイントへ大幅に悪化していた（表 3-2-4）。

リスク資産の保有との関係を見ると、低所得層から中所得層では、金融リテラシー・ギャップが大きく、自らの知識を過剰評価している家計がより多くのリスク資産を保有する可能性が考えられる。特に低所得層では金融リテラシー・ギャップが大きい 65 歳以上の家計による高いリスク資産投資がみられた。新たな金融的自己規律が、家計がリスクとリターンを適切に計算、測定、管理できることを前提としていることを考えると、金融リテラシー・ギャップの大きいこれらの所得階層が要件を満たしているとは考えがたい。現実には、投資に伴うリスクを十分に把握できておらず、自身が考えているよりも多くのリスクテイクを行っている可能性が高い。ただ、金融リテラシー・ギャップが大きい家計が、なぜリスク資産へ

の投資に傾倒するののかについては SCF の調査結果からは分らず、この点の解明については今後の課題となる。

3.1.5. 論点 5：所得階層と家計の信用アクセスについて

前編（163-164 頁）では、金融化の進展により、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、所得階層別に利用できる金融手段や金融商品が制限されることとなるのではないかという論点が示されていた。所得階層の違いによる家計の信用アクセスの違いについては、主に中編（52-60 頁）と本稿の第 2 節、さらには本論点整理での 2 つ目と 3 つ目の論点においても異なる視点から論じているところとなる。

家計が負債を有する場合、その多くは信用供与によるものとなる。1980 年代末以降、低所得層から中高所得層において負債を有する家計が増大傾向にあることから、全体として家計の信用アクセスは拡大しているものと考えられる。ただし、2 つ目と 3 つ目の論点でも論じたように、特定の金融手段の利用可能性は所得階層により異なる。実際、低所得層と中低所得層でクレジットカード債務残高とリボルビング利用の拡大がみられた一方、HEL や HELOC については、サブプライム住宅ブーム期の一時を除けば、中高所得層の一部からトップ 1% 層に利用が偏っていた。有担保負債である HEL や HELOC は、他の無担保の消費者信用よりも有利な金融手段となるが、利用のためには少なくとも信用枠として抽出可能な正味の住宅価値を有する必要がある。そのため、住宅保有率が高い上位の所得階層ほど HELOC の利用が増加することになる。一方、住宅所有率が低い下位の所得階層では、相対的に高金利なクレジットカードが重要な信用手段になるという傾向が生じることになる。つまり、長期での返済や低金利などの有利な条件で信用にアクセスできる家計と、信用にアクセスすることはできるが短期での返済や高い金利など相対的に不利な条件を受け入れる家計というように、利用可能な金融手段や金融商品が所得階層によって異なることになる。

このことは、信用アクセスが制限されている家計においてより明白となる。クレジットカードによる信用供与を受けられない場合や既に限度額に達している場合、短期かつ高金利となるペイデイ・ローンのようなフリンジ・バンクに頼ることになる。ただ、第 2 節第 3 項でも論じたように、低所得層および中低所得層の家計は、突然の出費や所得の減少などの理由で支払い困難に直面した場合、まず友人または家族に借入れを打診することになる。そして、友人または家族からの借入れが難しい場合に、フリンジ・バンクなどの消費者信用の中でもより不利な条件の金融サービスを利用することになる。

低所得層や中低所得層の家計が、支払い困難に直面した際に、フォーマルな金融サービスからの借入れを諦めていることは、第 2 節第 4 項で論じた信用利用申し込みを検討した際の行動にも表れている（表 3-2-11 と表 3-2-12）。他の所得階層の場合、何らかの理由で信

用が必要になった際は、まずは与信審査に申し込んでみて、それで否決された場合に利用を諦めたり別の手段を模索したりすることになる。しかし、低所得層の場合は、見送り率が否決経験率を上回っており、そもそも申し込みを行わない傾向がみられる。その上、調査期間を通じて、その差が(a)期の 4.0 ポイントから(b)期の 6.8 ポイント、(c)期の 11.5 ポイント、(d)期の 12.5 ポイントと着実に拡大している。同様のことが中低所得層でもみられ、(a)期の -2.0 ポイントから(b)期の -1.4 ポイント、(c)期の 2.5 ポイント、(d)期の 5.2 ポイントと、(c)期以降、見送り率が否決経験率を上回るようになっている。その場合、なぜこれらの所得階層では信用利用を申し込んでも否決されると考えるかが問題となるが、第 2 節第 4 項でも論じたように、可能性の 1 つはクレジット・スコアに基づく与信見込みと考えられる。そして、もう 1 つの可能性として金融排除、それも自己排除の状態にあることが考えられる。

本研究の目的は、SCF を用いて米国家計の金融化の実態を明らかにすることであり、また紙幅の都合上、金融排除に関わる詳細な検討を行うことは困難となる。しかし、金融化が顧客としての家計の選別化を促進し、その結果、金融排除が深刻化する可能性や、信用アクセスの形式的機会均等を確保することと金融排除の関係性については改めて検討する必要があるものと考えられる。

3. 2. 所得階層別の金融化の様相

最後に 1980 年代末以降の米国家計の金融化について検討してきた本研究の大きな問いについて考えたい。それは、前編 (163-167, 184 頁) でも論じたように、家計の金融化はその家計が置かれている状況により異なる様相を呈するのではないかと、いうものになる。より詳らかにすれば、信用アクセスもままならない家計、新たな金融的自己規律の浸透に否応なく対応している家計、新たな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のではないかと考えられ、その違いが異なる金融行動を導き、その結果として直面する不確実性も異なるものになるのではないかと、いうことになる。そのため、最後にそれぞれの家計像について存在するのか、存在する場合にはどの所得階層が該当すると考えられるか、さらに新たな金融的自己規律の下でどのような不確実性に直面する可能性が高いかについて整理することで、本稿の締めくくりとしたい。

3. 2. 1. 信用アクセスもままならない家計について

これは 5 つ目の論点で論じた低所得層と中低所得層のうち金融排除が疑われる家計が該当するものと考えられる。ただし、まったく負債を利用できないという訳ではなく、正確にはフォーマルな金融サービスへの信用アクセスができないか制限されており、フリンジ・バンクや家族・友人からの借入れは可能と考えられる。また、金融排除の状態にある家計の数を明確に示せないため、正確な数は不明となるが、試みに表 3-2-8 と表 3-2-9 で、経済的な

緊急事態に際して「支払いを遅らせるまたは再交渉する」「仕事を増やす」、お金を「友人または家族」から借りるのいずれかを選択しており、かつ表 3-2-12 で信用利用申し込みの否決を恐れて見送った経験がある家計の割合を別途抽出してみる。すると、2019 年調査と 2022 年調査の平均で低所得層が 12.2%、中低所得層が 10.3% となる¹¹⁾。これらの家計は、経済的な緊急時に信用利用を第一に考えておらず、かつ実際に信用利用申し込みを検討したものの否決を恐れて申し込みを見送っていることから、信用アクセスもままならない家計に該当しているものと考えられる。ただし、これは条件をかなり限定しており、(3) 期においても低所得層では 45% 近くの家計が、中低所得層でも 30% 弱の家計が、今なお何の負債も有していない状況にあることを考えると、実際にはより多くの家計が金融排除の状態にある可能性がある。

また、これらの信用アクセスもままならない家計は、フォーマルな金融サービスを利用できないことから、より高コストな代替手段によって必要な資金を確保することになる。これは言い換えれば、それだけこれらの家計に金融的な「ゆとり」がないことを意味する。Barr (2012) は、「ゆとりの欠如は、小さな問題が急速に拡大し、こうした家計の脆弱な金融的安定性を損なうことになりやすい」(*Ibid.*, pp. 1-2) とその問題点を指摘している。中編 (62-63 頁) や論点 5 でも論じたように、借入れを想定した場合、フォーマルな金融サービスを通じて相対的に長期かつ低金利の借入れを行えば、毎月の所得に占める返済比率が低くなり債務不履行の可能性は低くなる。それに対し、フリンジ・バンクなどの代替手段、例えばペイデイ・ローンしか利用できない場合、2 週間と融資期間が短く上に手数料が高く、少しの借入でもかなり重い支払い負担が課されることになる。そのため、信用アクセスもままならない家計は、金融的な「ゆとり」を欠くために、フォーマルな金融サービスを利用可能な家計であれば難なく乗り切れるような問題でも、経済的な安定性を失いかねないという脆弱性を抱えることになる。

3. 2. 2. 新たな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について

新たな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には、2 種類の家計が存在すると考えられる。第 1 に、リスク資産の保有を拡大し、かつ金融的経路を通じた利潤を得ている所得階層で、1 つ目の論点で論じたようなトップ 1% 層と高所得層が該当する。いずれの所得階層も、金融資産に占める株式投資型 MF を通じた株式投資 (表 3-1-7) が順調に拡大しており、株式の直接保有 (表 3-1-9) についても高い水準が維持されていた。金融資産に占める株式投資型 MF を通じた株式保有は、トップ 1% 層が (1) 期の 5.1% から (3) 期には 17.0% に増加し、高所得層も (1) 期の 6.1% から (3) 期の 12.3% へと増加していた。また、直接の株式保有についても、間接的な保有が主流となっている中ではあるが、トップ 1% 層では (1) 期の 29.9% (121 万ドル) から (3) 期の 24.4% (266 万ドル)、高所得層で

は (1) 期の 17.9% (7.9 万ドル) から (3) 期の 13.1% (14.8 万ドル) へと、金融資産に占める割合では低下しているものの実額では大きく増加していた。こうしたリスク資産の保有増大を通じ、金融所得もトップ 1% 層が相乗平均で +7.1%、高所得層も +4.9% と比較的安定して増加していた。これらの所得階層は、他の所得階層と比べて、金融リテラシー・ギャップもかなり小さい +9.3 ポイントと +10.0 ポイントであり、確認問題の平均正解数も全体の平均 2.19 問を上回る 2.81 問と 2.62 問だった。これらのことから、新たな金融的自己規律の下で、自身の行動を理解できる一定水準の金融知識を有した状況で、リスク資産への投資を拡大させているものと考えられる。

それに対し、第 2 の存在が、リスク資産の保有を拡大しているが、必ずしも十分な金融知識が伴っていない所得階層で、典型的には 65 歳以上の低所得層の家計が該当する。65 歳以上の低所得家計では、金融資産に占める株式投資型 MF や直接の株式保有の割合が高い一方で、金融リテラシー・ギャップが大きく、また金融的経路を通じた利潤の増減が極めて不安定という特徴がみられる。表 3-2-5 で論じたように、65 歳以上の低所得家計では株式投資への傾倒がみられ、金融資産に占める直接・間接の株式保有は、2016 年調査から 2022 年調査の平均で 43.1% となっていた。これは 65 歳以上の中低所得家計の 31.8% を大きく上回り、45.3% の中所得層に迫る水準となる¹²⁾。しかし、この間の 65 歳以上の低所得層の金融リテラシー・ギャップは -14.5 ポイントに達しており、十分な金融知識を伴っておらず、過剰なリスクテイクに陥っている可能性があった。実際、65 歳以上の低所得家計の課税前所得に対する金融所得の割合を出すと、(1) 期が 6.0%、(2) 期が -1.8%、(3) 期が 7.0% となる。それに対し、65 歳以上の全所得階層では、(1) 期が 25.7%、(2) 期が 17.6%、(3) 期が 17.7% となる。そのため、65 歳以上の低所得層では、2016 年以降を含む (3) 期こそ金融所得が比較的高い比率を占めているが、過去 ((2) 期) には上述の論点 1 で示した 65 歳未満を含む低所得層と同じく、金融所得がマイナスとなっている。SCF の金融リテラシーに関する設問は、2016 年以前の調査には存在しないことから正確なところは不明となるが、仮に自己認識の分布が大きく変化していない場合、株式市場が軟調になれば、金融所得が大きく減少し、再び損失を出す可能性があるものと考えられる。そのため、これらの家計は積極的にリスクを取ってはいるが、リスクとリターンを適切に計算、測定、管理できるという新たな金融的自己規律の前提からは乖離した状態にあり、自身が考えているよりも多くのリスクを抱え、投資リターンの不安定性に直面する可能性が高いと考えられる。

3. 2. 3. 新たな金融的自己規律の浸透に否応なく対応している家計について

新たな金融的自己規律の浸透に否応なく対応している家計については、中所得層から中高所得層を中心に、実際には低所得層から高所得層の家計にまで幅広く分布していると考えられる。ただ、より正確には、対応することを強いられているというよりも、無意識のうちに

巻き込まれている可能性が高いと考えられる。

第2節第2項でも述べた通り、金融リスクを積極的に取る意思があると答えた家計の割合（表3-2-6）は、調査期間を通じて中低所得層から中高所得層で低下する傾向がみられた。また、金融リスクを取りたくないと答えた家計の割合（表3-2-7）も低下傾向がみられるが、(1)期と(3)期での低下は低所得層4.5ポイント、中低所得層3.7ポイント、中所得層3.8ポイント、中高所得層4.4ポイントと決して大きくなく、金融リスクを積極的に取る家計が(3)期に4.3%（(1)期から+0.6ポイント）まで増加した低所得層でさえ、65.4%の家計は金融リスクを取りたくないと回答していた。

一方、負債の利用増加とリスク資産の保有増大は、調査期間を通じて間違いなく進展している。何らかの負債を有する家計の割合は、(1)期と(3)期の間で、低所得層で+6.8ポイント、中低所得層で+6.4ポイント、中所得層で+3.9ポイント、中高所得層で+1.1ポイントとなっていた。また、金融資産に占める直接・間接の株式保有は、同時期に低所得層で+22.9ポイント、中低所得層で+11.1ポイント、中所得層で+15.5ポイント、中高所得層で+10.5ポイントとなっていた。既述のように、低所得層の家計の一部に積極的にリスクを取るグループが存在することからリスク資産保有増大の一部はそのグループによるものと考えられるが、それでも低所得層から中高所得層において10ポイントを超えるリスク資産の増加がみられることは、家計が全体としてリスク資産を保有する方向にシフトしていることを意味するものと考えられる。

そのため、上述の2つの家計像のいずれにも当てはまらない家計の多くは、消費のために負債を利用することや資産選択において株式投資を行うことが一般的だという思考が浸透するなかで、それらを受け入れた上で積極的にリスクを取る家計ほどではないものの、負債の利用やリスク資産の保有を漸進的に拡大させているものと考えられる。その際、リスク選好が調査期間を通じて劇的に変化してないことから、新たな金融的自己規律が広く喧伝される中で、例えば、前編で出てきた米国労働省の「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」、または「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」（U.S.DOL, 2013, p.1）のような、新たな金融的自己規律に基づく言説を無意識のうちに受け入れているものと考えられる。このような形で、1980年代末以降の米国家計の多くは、金融化が進展し、新たな金融的自己規律が政府の後押しを得て一般に浸透する中で、その変化に無意識のうちに巻き込まれていっているものと考えられる。

このことはリスクを積極的に取る家計ほどではないにせよ、これらの家計でも株価変動で資産の評価額が大幅に変動したり、不況による所得の減少で債務履行の可能性が脅かされた

りするといった金融不安定性に以前よりも直面しやすくなることを意味しており、金融化の進展がこれらの家計の経済的な脆弱性を高めているものと考えられる。

注

- 1) なお、2022 年調査時の 65 歳以上の家計の割合は、中低所得層 32.2%、中所得層 26.3%、中高所得層 21.7%、高所得層 22.3%、トップ 1% 層 27.5% となっていた。1989 年調査時点では、中低所得層 35.5%、中所得層 17.6%、中高所得層 10.1%、高所得層 9.7%、トップ 1% 層 18.3% だった。
- 2) 例えば、2022 年の DC 型の拠出限度額は 6 万 1,000 ドルとなる（米国内国歳入庁ホームページ、<https://www.irs.gov/retirement-plans/plan-participant-employee/retirement-topics-401k-and-profit-sharing-plan-contribution-limits>, 2024 年 8 月 23 日アクセス）。
- 3) これは DB 型年金の評価額が、被雇用者の在職期間と将来の給与動向に関する強い仮定を置かなければ推定することができないことに起因している（Kempson et al., 2000, p. 67）。
- 4) 前述の通り、個人口座ベースの退職貯蓄制度には、401(k)プランや 403(b)プランといった企業が提供するものと、IRA や Keoghs プランといった個人や自営業者向けのものが存在する。ここでのデータは両者を含むものとなる。また、厳密には、保有する株式の時価評価額が資産全体の時価評価額に占める比率となるため、積立額の何割を株式に振り向けたかは不明となる。
- 5) SCF には単独のヘッジファンド投資に関するデータが存在しないため、正確なところは不明となるが、日本銀行信用機構局・金融市場局（2005, 5 頁）によると、ヘッジファンドの最低投資額は 10 万ドルからとなっている。そのため、基本的に高所得層の中でも上位の家計とトップ 1% 層のみが投資可能だと考えられる。
- 6) ただし、自己認識の分布と確認問題の正解率の関係をみると、自身の金融知識を 10 だと申告する回答者は、所得階層と無関係に、自身の金融知識を 7~9 と申告する回答者よりも確認問題の正解数で劣っている。そのため、そもそも 10 と申告する回答者には自信過剰の傾向がみられることになる。
- 7) 表 3-2-5 を金融リテラシーの自己認識別にみた場合、十分な金融知識を有していないと自ら認識しているにもかかわらず、多くのリスク資産を抱えている家計が散見される。金融知識が乏しいという認識を持ちながら、リスク資産への投資を積極的に行っている場合、いくつかの可能性が考えられる。第 1 に資産運用の専門家に任せている可能性、第 2 に「良い投資商品」とされるものへの投資、「良い投資戦略」とされるものをそのまま実践してしまっている可能性、第 3 に調査の技術的な問題に起因する可能性となる。

第 1 の点について、トップ 1% 層が典型的だと考えられるが、保有する資産額が極めて大きく、専門家に運用を任せている可能性がある。その是非は別として、運用を専門家に任せてしまえば、知識が不足していても大規模なリスク資産が可能になる。

第 2 の点について、これは横川（2024a）で論じた金融リテラシー教育の 2 つのタイプに関わるものである。金融リテラシー教育には、投資商品を比較し選択できる自立した存在になることを目的とするものと、金融教育実施者が適切と考える方法を学ぶものがあつた。後者について考えると、自らの金融知識に自信がなくとも、こうした金融リテラシー教育を受けたか、同種の教材を自主的に学習したか、あるいはアドバイザーサービスから提供される情報など

1980年代末以降の米国家計の金融化③

を通じて得た「良い投資商品」とされるものへの投資, 「良い投資戦略」とされるものを言われるがままに実践している可能性が考えられる。

第3の点について, 自らの金融知識を0~3と答える家計の絶対数が少ないために, 限られた調査対象者の金融資産選択が各所得階層を代表してしまっている可能性となる。例えば, トップ1%層の株式の直接保有で, 65歳以下の金融知識0~3のグループで82.4%という極めて大きな値がみられるが, 当該グループのインタビュー回答数は2016年~2022年の各調査で5件ずつだった。同期間のトップ1%層のインタビュー件数は9,067件であり, さらに株式の直接保有比率が高かったのは2016年調査での84.7%のみで, 2019年調査は3.8%, 2022年調査に至っては0%だった。

- 8) コードブックに存在する選択肢に基づく, 金融サービスには自動車所有権を担保とする貸付業者, 質屋, ペイデイ貸付業者などのフリンジ・バンクに加え, フォーマルな金融機関が提供する貸付やパーソナル・ローンが含まれると考えられる。表3-2-9の2019年調査において, 金融サービスを選択する家計が, 低所得層(2.6%)とトップ1%層(2.3%)の両方で存在するのはそのためだと考えられる。なお, その他の資金源には, 教会と社会福祉組織(Social Service Institution)が該当すると考えられる。
- 9) 2013年調査までは過去5年間に拒否された, またはそれを恐れて見送った経験があるかを聞いているが, 2016年調査からはその対象期間が過去1年間に短縮されている。
- 10) ここでの議論は住宅金融に関わる分野に限定されているため, 家計が住宅金融以外の分野でレバレッジド・インベスターとして活動している可能性はある。
- 11) なお, 上位の所得階層については, 中所得層が6.4%, 中高所得層が3.5%, 高所得層が1.2%, トップ1%層が0%となる。破産など信用履歴に問題があれば信用利用申し込みで否決されることを考えれば, 上位の所得階層でも数値はゼロにはならないものと考えられる。
- 12) なお, その他の所得階層については, 中高所得層が46.8%, 高所得層が55.8%, トップ1%層が61.9%となる。

参考文献

- Barr, Micheal S. (2012) *No slack: the financial lives of low-income Americans*, Washington: Brookings Institution Press.
- Kempson, Elaine, Claire Whyley, John Caskey and Sharon Collard (2000) *In or out? : Financial exclusion: a literature and research review*, Financial Services Authority.
- United States Department of Labor (2013) *Saving Fitness*, <https://pueblo.gpo.gov/Publications/PuebloPubs.php?PubID=5664> (2024年10月6日アクセス)。
- 小関隆志編著 (2020) 『生活困窮と金融排除』明石書店。
- 金融広報中央委員会 (2022) 「金融リテラシー調査2022年調査結果」金融広報中央委員会事務局。
- 福光寛 (2001) 『金融排除論』同文館出版。
- 日本銀行信用機構局・金融市場局 (2005) 「ヘッジファンドを巡る最近の動向」『日本銀行調査季報』日本銀行, 2005年夏(7月)号。
- 横川太郎 (2024a) 「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』」『東京経大会誌 経済学』東京経済大学, 第321号, 163-187頁。

- (2024b) 「1980 年代末以降の米国家計の金融化②—FRB Survey of Consumer Finances からみる所得と負債の変化」『東京経大会誌 経済学』東京経済大学, 第 323 号, 43-71 頁。

本稿は, 東京経済大学共同研究助成費 (D24-02) の研究成果の一部である。