

2018年1月26日 全7頁

退職貯蓄はリスク性の長期資金

退職後の所得という観点と、積立金を通じた資本の供給という観点

金融調査部 主任研究員
土屋 貴裕

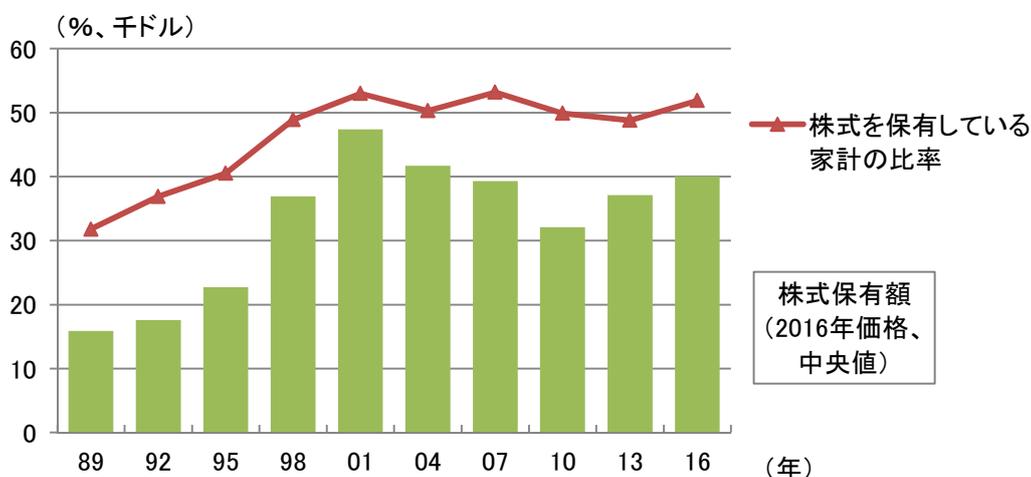
[要約]

- 米国の約半分の家計が株式を保有している。日本と異なるのは、資産形成を必要とする現役世代を中心に、相対的な若年層も少額ながら株式を保有している点である。これは退職貯蓄を経由した間接保有の存在が大きい。
- 米国の退職貯蓄は名目 GDP のおよそ 1.4 倍の規模である。IRA（個人退職勘定）や 401k などの確定拠出型の年金が中心で、退職貯蓄の半分は投信である。家計が投信を直接保有する分を含めて、米国の家計は投信を経由した株式保有を増やしてきたと言える。
- 個人（家計）にとって、退職貯蓄制度は、制度の持続性が懸念される公的年金（ソーシャルセキュリティ）を補完するものとなり、また、証券市場での運用の訓練になったとみられる。マクロ的な資金仲介構造における退職貯蓄の位置づけは、米国は経常収支赤字国であるにもかかわらず、国内にリスク性の長期の資金が存在することだと考えられる。
- 米国の規模と比較すると、日本の年金は相対的に少ないことになる。経常収支の黒字国であり、国内の資金が不足しているわけではないが、公的年金の積立金取り崩しが始まったことから、個人の退職後の貯蓄としても、資金仲介上リスクを取れる長期資金としても、退職貯蓄の積み上げが望まれる。

米国世帯¹の株式保有動向

米国の家計の株式保有は日本よりも多いことで知られている。FRB（連邦準備制度理事会）の調査によれば、約半分の世帯が株式を保有している（図表 1）。商務省センサス局の推計による全米の世帯（Households）数は約 1.2 億であることから、6,000 万余の世帯が株式を保有していることになる。株式を保有する世帯の比率は、近年は横ばいに近い。だが、直近の 2016 年と同様に半数の世帯が株式を保有していた 1998 年の世帯数は 1 億余りであり、世帯数が 2 割程度増加したにもかかわらず比率が横ばいであることは、新たな株式保有世帯が増え続けていることになる。2016 年の世帯当たりの株式保有額（中央値）は 4.0 万ドルである。

図表 1 米国の世帯当たりの株式保有動向



(出所) FRB “Survey of Consumer Finances”、Haver Analytics より大和総研作成

2016 年末で株式保有世帯の比率を所得階層別に見ると、所得が高いほど株式を保有している比率も高い（図表 2 左）。一方、世帯主の年齢階層別の比較では、40 歳～50 歳前後の現役世代を中心に株式保有比率は高いが、35 歳未満の層でも 4 割の家計で株式を保有している。全ての年齢層の比率が 4 割～6 割の範囲にあって、相対的に若い年齢層でも株式を保有していることがわかる（図表 2 右）。リタイア後が多いとみられる 75 歳以上の世帯では相対的に低く、年齢が高くなるほど株式保有比率が高くなる日本とは異なる。所得階層、年齢階層別に共通することは、1990 年代に株式保有比率が上昇した点である。

これらは株式を持っているかどうかの比較であり、保有額（中央値）の比較では所得が多いほど、また年齢が高いほど保有額は多い。ただし、年齢階層別では、最も保有額が多い 75 歳以上の世帯の保有額は、最も少ない 35 歳未満の世帯の 13 倍であるのに対し、所得分布の上位 90% 以上の世帯の保有額は、下位 20% 未満の世帯の 61 倍である。一部の超富裕層が多額の株式を保

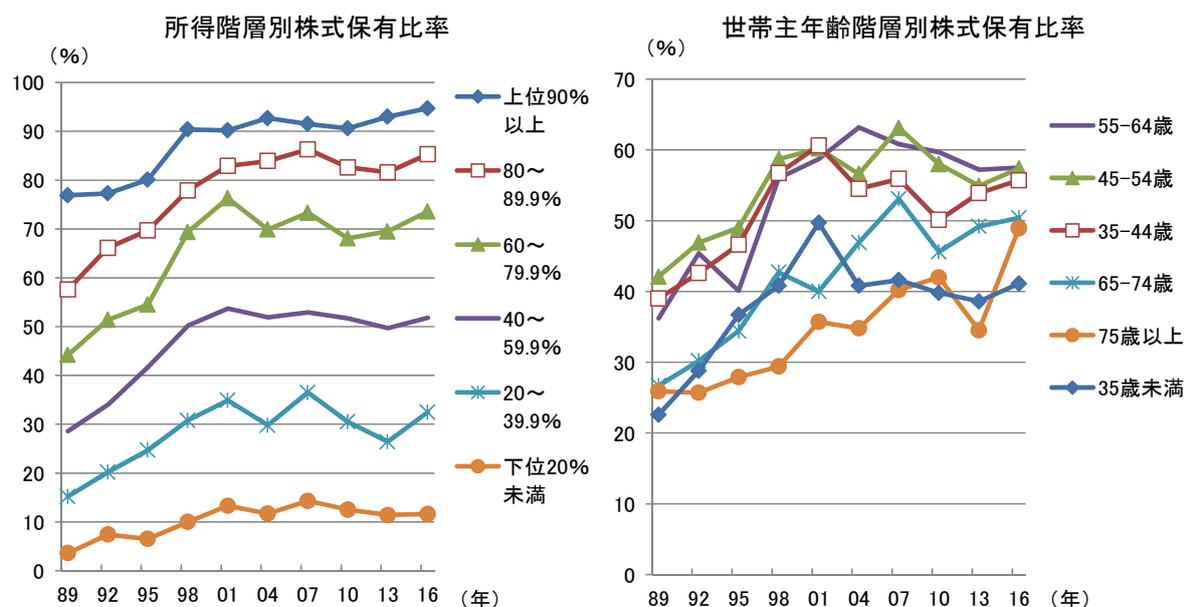
¹ 本稿で利用した FRB の “Survey of Consumer Finances” では、集計の単位に “Families” を用いている。FRB は、その定義は商務省センサス局が用いる “Families” よりも、同じくセンサス局が用いる “Households” に近いとしている。本稿では「世帯」として表記する。

<https://www.federalreserve.gov/publications/files/scf17.pdf>

有しているとみられる。

所得の多寡で株式保有比率は大きく異なり、保有額は高所得層に偏っているが、注目すべきは、年齢階層別では株式保有比率の差は相対的に小さく、若い世代でもそれなりに株式を保有しているということであろう。

図表 2 所得階層別・世帯主年齢階層別の株式保有動向



(出所) FRB “Survey of Consumer Finances”、Haver Analytics より大和総研作成

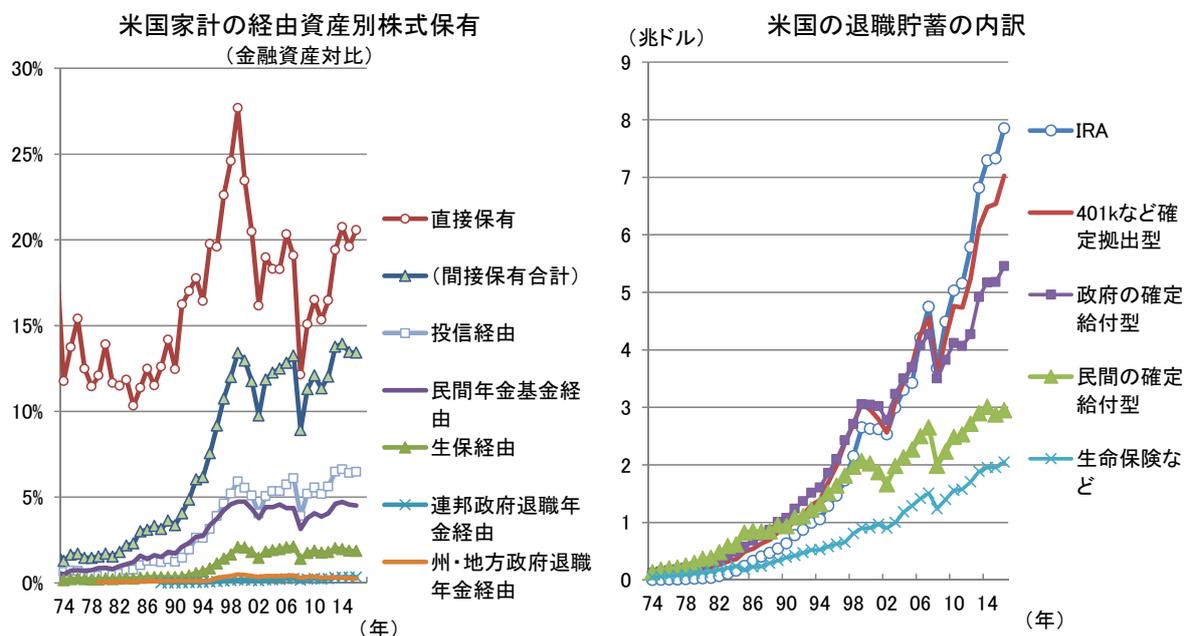
ここまでの世帯ごとの株式保有には、株式の間接保有が含まれている。資金循環統計 (Financial Accounts of the United States) における、家計の株式保有額の 15.4 兆ドルは直接保有分である (2016 年末)。同時点の株式の間接保有額は 10.0 兆ドルで、投信を経由した部分が最も多く、次いで民間年金基金経由、生保経由、連邦政府と州・地方政府の公務員向け退職年金経由が続く (図表 3 左)。家計金融資産に占める比率は、直接保有額の 21% に対し、間接保有額は 13% に達する。

間接的な株式保有は 25 兆ドルの退職貯蓄の影響が大きい。75 兆ドルの家計金融資産のおよそ 3 割を占める退職貯蓄の内訳は、IRA (個人退職勘定)、401k などの確定拠出年金 (DC) が中心で、確定給付型の年金 (DB) は金額こそ増えているものの退職貯蓄に占める比率は低下している (図表 3 右)。退職貯蓄の資産構成 (運用先) の半分は投信であり²、家計が投信を直接保有する分を含めて、米国の家計は投信を経由した株式保有を増やしてきたと言えるだろう。

前述した相対的な若年層でも株式を保有し、1990 年代に株式保有比率が上昇したのは、退職貯蓄制度の普及・拡大が背景にあったと考えられる。

² 佐川あぐり・土屋貴裕「米国投信市場における退職貯蓄制度の役割」(大和総研レポート 2017 年 9 月 5 日) 参照。 http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20170905_012271.html

図表3 米国家計の経路資産別株式保有動向と退職貯蓄の内訳



(注) 右図の政府の確定給付型には、連邦政府職員や、州・地方自治体職員などの公務員年金が含まれる。
 (出所) FRB、ICI、Haver Analytics より大和総研作成

退職貯蓄の位置づけ

2016 年末で 25 兆ドルの退職貯蓄は家計金融資産の 3 割強を占め、2016 年の名目 GDP の約 1.4 倍であり、GDP を上回るペースで増加している (図表 4)。

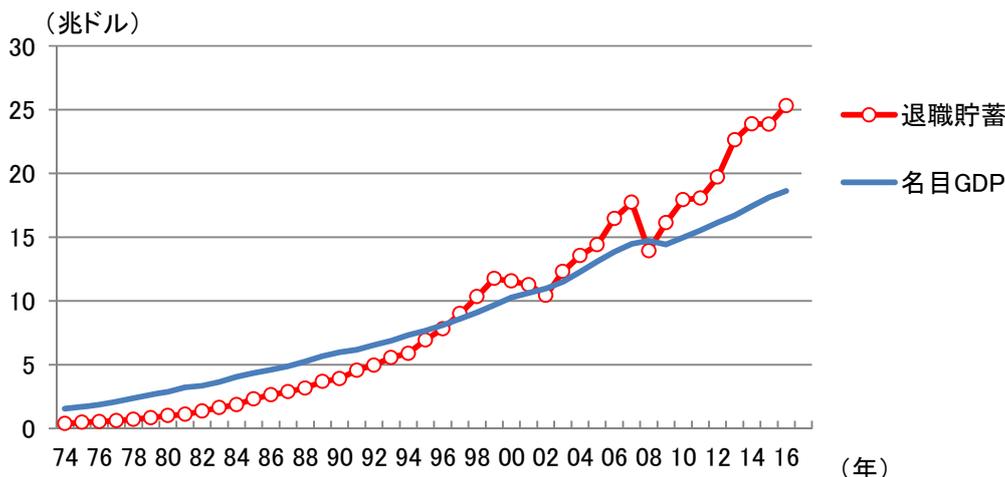
1970 年代から始まった退職貯蓄制度は、税制優遇措置によって広く認知されるようになったとされる。確定申告 (タックスリターン) の際に、税制優遇の恩恵を受けられることが実感できるためである。この頃から公的年金 (ソーシャルセキュリティ) の制度的持続性が懸念されるようになり、満額給付開始年齢の引き上げ、原資となる給与税の増税などが繰り返された³。IRA などの退職貯蓄制度は、ソーシャルセキュリティを補完し、代替してきたことになる。

個人 (家計) が退職貯蓄を積み上げてきたことは、老後資金の確保の他、証券投資の訓練になったという側面もある。企業が提供する企業年金は、従業員の高齢化などで企業負担が増し、確定給付型から確定拠出型にシフトが進んだ。従業員にとって、半ば強制的に貯蓄をし、自ら運用することを迫られたことになる。原則として長期にわたって引き出せない資金であることから、退職貯蓄のリターンを得るために様々な投資が試みられたとされる。証券市場に馴染み、投資する訓練となったと言えよう。高インフレによる資産の目減り対策が必要だった 1980 年代前半までの記憶も運用の積極化に寄与したとみられる。

³ 土屋貴裕・上野まな美「米国の公的年金、ソーシャルセキュリティ」(大和総研レポート 2013 年 8 月 30 日) 参照。 https://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130830_007627.html

ソーシャルセキュリティの信託基金は2034年に底をつくと予想されており⁴、これまでも積立金が払底する時期は2034年前後と予想されてきた。支出（給付）が収入（給与税）を上回って積立金の取り崩しが続く、必要な改革がなされていないことになる。弥縫策として、さらなるソーシャルセキュリティの給付の抑制か給与税の増税、またはその両方が実行される可能性がある。個人にとって退職貯蓄の重要性は高まるだろう。

図表 4 米国の退職貯蓄の残高と名目 GDP



(注) 退職貯蓄は年末。

(出所) BEA、ICI、Haver Analytics より大和総研作成

マクロ的な資金仲介において、退職貯蓄は安定した資金供給源と位置づけられよう。

米国は経常収支の赤字国で、海外資金にファイナンスを依存しなければならない。2016 年末の対外負債の構成は、エクイティ性（直接投資と証券投資の株式等）が 44%、デット性（証券投資の債券と貸出等）が 49% である。一方、対外資産はエクイティ性が 60%、デット性が 29% である。経常収支赤字のファイナンスとは、海外の貯蓄に依存するということだが、そうした海外貯蓄に依存しているのは、利回りが低い米国債や MBS（住宅ローン担保証券）などである。対外負債が対外資産を大きく上回って対外純資産がマイナスであるにもかかわらず、第一次所得収支が黒字を維持しているのは、低利回りの債券等を海外の資金に任せ、エクイティ性の対外投資を行うことで、高リターンを確保している結果である。

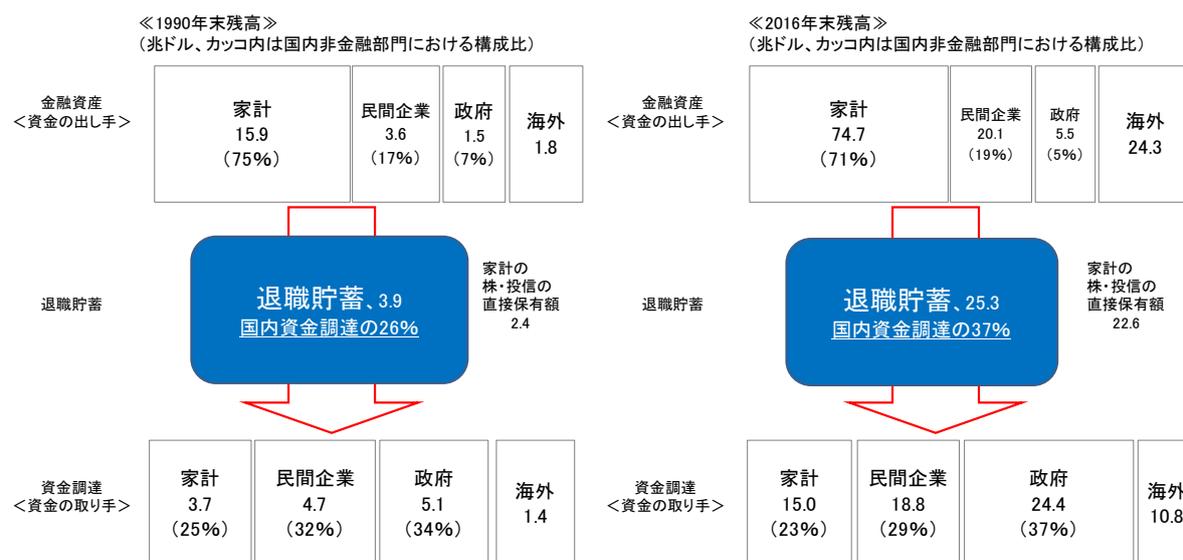
米国内にあって、資金の出し手としては家計が最も大きい（図表 5）。このうち、退職貯蓄の規模は、1990 年末時点で米国非金融部門の資金調達額の 3 割弱であり、2016 年末には 4 割弱となった。国内主体の資金調達が増えて、海外からの資金調達に依存する割合も増えている（経常収支の赤字幅が拡大している）が、国内の資金ニーズに対し、退職貯蓄でカバーしている範囲が増えているのである。リスク性資産の代表格の株式は、米国の家計が直接保有する部分が、市場全体の 4 割を占めるが、間接保有分が同じく 3 割弱の規模であり、合わせると市場の 7 割

⁴ "The 2017 Annual Report of the Board of Trustees of the Federal Old-Age and Survivors Insurance and Federal Disability Insurance Trust Funds" <https://www.ssa.gov/oact/tr/2017/tr2017.pdf>

弱の株式を家計が保有していることになる⁵。特に退職貯蓄を経由する分に関しては、長期保有が前提のため、短期的に売却する選択肢はあっても、長期的な経済成長がより重要である。また、市場の下落局面で日々の積立金が買い続けることは、安値で当該資産を取得できるという家計の資産形成に貢献する面と、市場の安定化に貢献する側面があると考えられる。

資金仲介構造上、米国は経常収支赤字国ながら、国内にリスク性資金の出し手が増え続けていることになる。

図表5 米国の資金仲介における退職貯蓄



(注) 民間企業は、「民間非金融法人企業」であり、個人企業と金融部門は記載していない。

(出所) FRB、ICI、Haver Analytics より大和総研作成

日本の資金仲介における年金

2016年末で、日本の退職貯蓄に相当する年金は、年金基金に155兆円、年金保険を含めると256兆円で、GDPの半分程度の残高である。米国の退職貯蓄にソーシャルセキュリティは含まれていないが⁶、日本の公的年金の積立金を加えると、467兆円でGDPの9割程度となる(図表6)。前述のように、米国の退職貯蓄は名目GDPの約1.4倍であり、この比率を2016年の日本にあてはめると、730兆円ほどになる。米国の退職貯蓄の規模と比較すると、日本の年金は相対的に少ないことになる。

米国の例にみたように、個人の退職後の所得という観点と、積立金を通じた資本の供給という観点がある。

⁵ 日本の統計と異なり、米国の資金循環統計では同一部門間の保有は相殺される。例えば、連邦政府保有の米国債は相殺されて計上されないように、企業が保有する株式は相殺されている。この分を勘案すると株式市場における家計保有分の比率はやや低下する可能性がある。

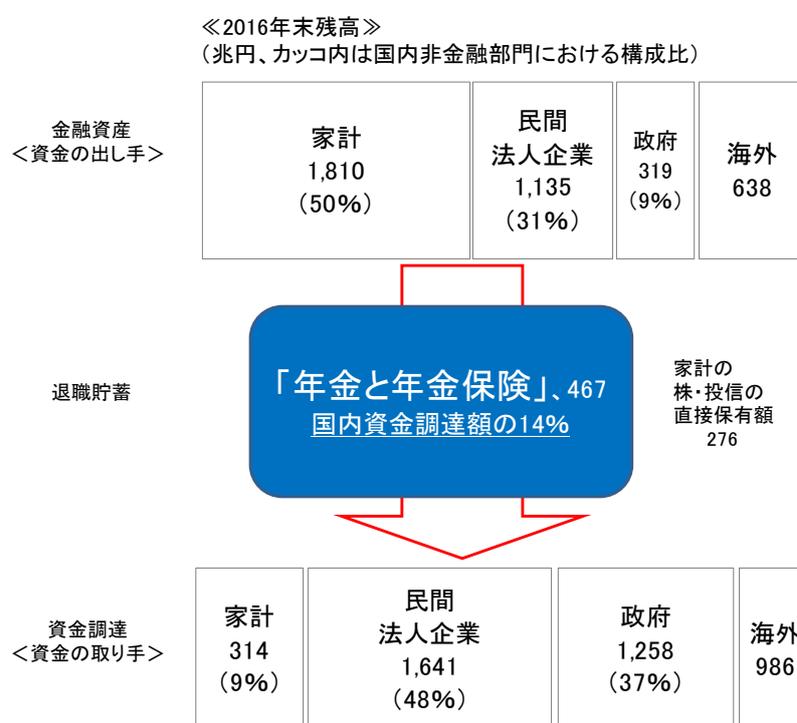
⁶ 米国のソーシャルセキュリティは政府の資産とされている。

日本の公的年金は賦課方式を基本とし、給付の源泉は保険料の支払いという形で労働所得の一部が充てられることになる。長生きリスクに対応できる保険という位置づけも可能である。ただし、平均寿命が延びて給付額が増えても所得代替率を維持できるかどうかは、積立金の運用成果と、保険料を負担する現役世代との関係次第であり、人口動態の影響を受けることになる。一方、私的年金は、積み立てる過程では労働所得の一部が充てられ、資本の供給となる。積立金の運用成果は資本の分配の一部なので、労働分配率が低下した場合も積立金の運用成果で補填できることになる。給付額は公的年金と異なり人口動態に影響されず、運用成果次第であり、個人の貯蓄の取り崩しとなる。

長期的な経済成長のためには、長期の資金供給が必要となり、例えば長期の資金を必要とするインフラ整備などに対しては、長期の運用資金が充てられることが望ましいだろう。日本は経常収支の黒字国であり、国内の資金が不足しているわけではないが⁷、公的年金の積立金取り崩しが始まったことから、個人の退職後の貯蓄としても、資金仲介におけるリスクを取れる長期資金としても、退職貯蓄の積み上げが望まれる。若年層でも加入しやすい個人向け DC など、昨今の制度貯蓄が整備されてきた背景の一つと考えられよう。

これまでの日本の資本供給の経緯については、稿を改めたい。

図表6 日本の資金仲介における退職貯蓄



(注) 政府は中央政府と地方公共団体の合計。公的法人企業と金融部門は記載していない。

(出所) 日本銀行より大和総研作成

— 以上 —

⁷ 土屋貴裕「国内勢の日本株保有比率上昇のために」(大和総研レポート 2017年10月18日)参照。

http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20171018_012379.html