

はじめに

1. 証券資本主義の進展
2. 資産市場に依存した経済構造
3. 資産に規定された所得格差の拡大

小括

はじめに

アメリカのサブプライム・ローンの焦げつき問題に端を発した金融危機は、世界経済を混乱の渦に巻き込んでいる。2009年現在、アメリカ経済は金融危機に続いて実体経済の不況の最中にある。金融危機の背景には、金融工学を用いたローン債権の証券化手法を通じてさまざまな金融商品が生み出され、その金融商品の組成や販売にアメリカの大手金融機関や格付け会社、保険会社が深く関与し、世界中の投資家や金融機関等が購入していたことがあると指摘されている。確かに、ローン債権の証券化手法それ自体に重大な問題があったといわざるを得ないが、実体経済への不況まで含めて考えれば、それらの問題は「証券資本主義」アメリカの構造の一環としてとらえるべきであるといえる。いまや一部の高額所得層の資産運用を通じてだけでなく、一般の人々までもが将来生活への年金拠出金や生活に身近な住宅購入を通じて、証券資本に関わるようになっており、「証券資本主義」はアメリカに深く浸透しているのである。特に、「証券資本主義」の進展が顕著にみられるようになった1990年代後半以降、家計部門は消費支出や退職後の生活保障を株式市場や不動産市況など資産市場に大きく依存するようになってきている。それゆえに今回の金融危機は、単なる株式バブルや住宅ブームの破綻に止まらず、家計部門全体を直撃し、消費支出の減退を通じて実体経済の不況へと連動しているのである。それだけでない。「証券資本主義」が進展しているがゆえに、直接、株式投資や住宅購入に関わっていない人たちにも、雇用先企業のダウンサイジングやレイオフなどを通じて、影響が及んでいるのである。

本稿の目的は、1990年代半ばから2007年までのアメリカ経済を、「証券資本主義」という視角からとらえ、家計部門における所得格差を考察することである。まず1節では、アメリカの「証券資本主義」の進展を、アメリカ企業のコーポレート・ガバナンスの変容と資産の証券化に焦点を当てて確認する。次いで2節で、いまやGDPの7割を構成する個人消費の担い手たる家計部門で、資産市場に依存した経済構造が1990年代後半以降形成されていたことをみる。そして3節で、資産市場に依存した経済構造のもとで、景気拡大によって全般的な所得水準が上昇しながらも、資産に規定された所得格差が拡大してきたことについて明らかにする。

## 1. 証券資本主義の進展

1990年代以降アメリカ経済において特徴的なことは、証券資本の膨張である。証券資本とは主として株式や社債などの有価証券を体化物とする資本であり、アメリカでは伝統的に資金調達や資本の流通を促す目的で発行され流通してきた。しかし、今日のアメリカ経済において特筆すべき現象は、証券資本が多様化し、その膨張とともに多くの人々が直接・間接の証券保有を通じて、証券資本の動きに翻弄されるようになってきたことである<sup>1</sup>。「証券資本主義」はアメリカにおいて深く浸透しているのであるが、本節はその進展を確認することから始めたい。そのために、ここでは企業のコーポレート・ガバナンスの変容と資産の証券化の拡大という特徴的な経済現象を取り上げることにする。

### (1) アメリカ企業のコーポレート・ガバナンスの変容

アメリカにおける証券資本主義の進展は、ひとつにはアメリカ企業のコーポレート・ガバナンスの変容に見ることができる。歴史的に、アメリカ企業の資金調達は株式や社債など証券発行によるものが主流であり、政府証券なども含めれば早くから証券市場は発達していた。こうした経緯から、アメリカの企業経営はさまざまな利害関係者のなかで、自己資本の持ち主である株主の利益を最優先にされてきた。資本主義の初期には、株式会社の規模も小さく所有者と経営者は同じ場合が多かったが、資本主義が発展し企業規模が拡大するとともに、より多くの資本を必要とするようになり、株式発行が行われることによって株主が分散し、次第に個人または数人による小集団が支配的影響力を持つことは少なくなった。いわゆる「所有と経営の分離」である<sup>2</sup>。こうした状況においては、職業的専門経営者が企業経営を担うようになり、企業経営のガバナンスは、経営状態が悪化すれば株主は市場で株式を売却し、株式価格は下落するという、いわゆる「ウォールストリート・ルール」によって機能していたのである。すなわち、主として外部の資本市場を通じて、コーポレート・ガバナンスが果たされてきたといえる。ところが20世紀後半になると、個人投資家への株式分散は逆転し、発行株式総額の大部分を機関投資家が保有するという現象が見られた。この現象は、1970年代ごろから主に年金基金による株式保有の増大として進んでいったが<sup>3</sup>、1990年代以降では多様化し、「機関投資家資本主義<sup>4</sup>」ともいべき新たな展開を見せている。

表1で、発行株式の保有構成をみると、家計部門が直接資本市場から購入し保有している発行株式の金額の割合は1970年時点で78.2%であったが、1990年には55.5%に低下し、

<sup>1</sup> アメリカにおける「証券資本主義」の貫徹とその矛盾については、吉富[1999]が1990年代後半の「ITバブル」の最中に警鐘を鳴らしていたが、事態はさらに進んだといえる。

<sup>2</sup> Berle and Means [1932] は、いち早く大企業における株式分散の意味を提起した。

<sup>3</sup> Drucker [1976] は、いち早く年金基金を通じた株式保有の増大とその意味について注目した。

<sup>4</sup> これについては、Useem [1996] および Hawley and Williams [2000] を参照。

2008年時点では36.2%となっている。これに対して、企業株式総額に占める機関投資家（ミューチュアル・ファンド、年金基金、退職金基金、保険会社など）の保有する金額の割合は、1970年時点で企業の株式総額の17.9%から1990年に36.9%、2000年に44%と増大し、2008年時点では企業の株式総額の半分（49.2%）を保有するに至っている。年金基金においては、1980年以降401(k)などで一般的に知られている確定拠出型（Defined Contribution）の年金プランが増えたことが指摘できる<sup>5</sup>。また、1990年代以降ミューチュアル・ファンド（特にオープン・エンド型<sup>6</sup>）が急拡大し、1990年時点では7.1%の保有であったのが、2000年時点で18.9%、2008年時点では22.4%を保有するまでになった。

表1 発行株式の保有構成（1970～2008年）

	1970年	1980年	1990年	2000年	2008年
総計(億ドル)	8,312	14,949	35,313	175,750	151,898
家計部門	78.2%	67.6%	55.5%	46.4%	36.2%
機関投資家	17.9%	26.9%	36.9%	44.0%	49.2%
年金基金	8.1%	15.5%	17.2%	11.2%	10.9%
政府退職金基金	1.2%	3.0%	8.1%	7.7%	8.7%
ミューチュアル・ファンド	5.3%	3.2%	7.1%	18.9%	22.4%
保険会社	3.3%	5.3%	4.6%	6.2%	7.2%
海外居住者	3.3%	5.0%	6.9%	8.4%	11.9%
その他	0.6%	0.5%	0.7%	1.2%	2.7%

注) すべて市場価格ベースの残高。保険会社と年金基金、政府退職金基金、ミューチュアル・ファンドの合計を「機関投資家」としてまとめている。保険会社には生命保険と損害保険が含まれる。ミューチュアル・ファンドには、オープン・エンド型、クローズド・エンド型、ETF（上場投信）が含まれる。  
出所) Board of Governors of the Federal Reserve System [2009] より作成。

家計の機関投資家を通じた間接的な株式保有は、いずれの所得階層にもほぼ言えることである。表2で連邦準備制度理事会（Board of Governors of the Federal Reserve System）が公表している「消費者の金融状況調査（Survey of Consumer Finance：SCF）<sup>7</sup>」から、所得階層別の直接・間接の株式保有比率の推移を見れば、いずれの階層でも1989年から2007年の

<sup>5</sup> 1985年には労働力人口に占める確定拠出型年金プラン加入者の割合は30.3%であったが、2005年には50.5%にまで拡大した（U.S. Department of Labor, BLS [various issues], U.S. Department of Labor, EBSA [2008] より算出）。なお2005年には、確定拠出型年金プラン加入者の割合は年金加入者全体の64%にまで増大している。アメリカの確定拠出型年金プランの拡大については、吉田 [2003] を参照。

<sup>6</sup> 一般に、ミューチュアル・ファンドとは、多くの個人投資家から集めた資金をプールして、それを資本市場で株式などに投資する投資信託のことである。オープン・エンド型の投資信託は、自由に換金することが可能である。

<sup>7</sup> SCFとは、家計のバランスシートや年金、所得、その他人口統計的特性（年齢別、家族構成別、教育歴別、人種別、地域別、職業別など）に関する3年毎に行われる調査である。調査年に、家計へのインタビュー調査をもとに集計されており、前2回のサンプル数は約4500（2004年では4522、2007年では4422）であった。現在では、アメリカ財務省と協力しながら連邦準備制度理事会がスポンサーとなって、シカゴ大学のNational Opinion Research Centerにデータ収集が委託されている（シカゴ大学NORCへの委託は1992年SCF以降）。調査は1983年から行われており、2007年調査で計9回目である。

間に保有比率は着実に高まっていることがわかる。ここから所得階層別で間接保有だけの比率は得られないが、低所得層では株式の直接保有が少ないので、これらの所得層の比率の上昇には間接保有分が大きく寄与しているとみられる<sup>8</sup>。

表2 所得階層別の直接・間接の株式保有比率（1989～2007年）

所得階層	(単位:%)						
	1989年	1992年	1995年	1998年	2001年	2004年	2007年
全体	31.7	36.7	40.4	48.9	52.2	50.2	51.1
最下位(20%未満)	3.3	7.3	6.5	10.0	12.9	11.7	13.6
第2分位(20%～39.9%)	15.2	20.2	24.7	30.8	34.1	29.6	34.0
第3分位(40%～59.9%)	28.6	33.6	41.5	50.2	52.5	51.7	49.5
第4分位(60%～79.9%)	44.0	51.1	54.3	69.3	75.7	69.9	70.5
最上位10%を除く	57.6	65.7	69.7	77.9	82.0	83.8	84.4
第5分位(80%～89.9%)							
最上位10%(90%～100%)	76.9	77.0	80.0	90.4	89.7	92.7	91.0

注) すべて調査年次のサンプルに基づくデータ。間接保有とは、投資信託、個人退職勘定、その他運用資産での保有。

出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, 2007 Survey of Consumer Finance, Tables Based on the Internal Data (<http://www.federalreserve.gov/pubs/oss/oss2/2007/scf2007home.html>) より作成。

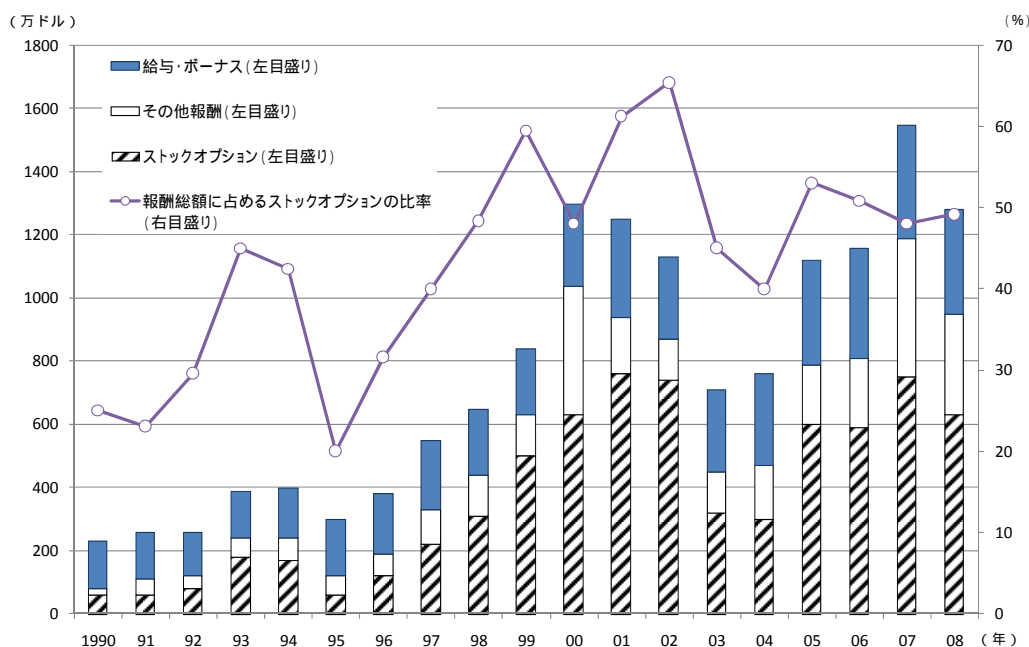
このように、ミューチュアル・ファンド、年金基金、退職金基金、保険会社など間接的な株式投資を通して、総じて「株式保有の機関化」が進展しているのである。この現象は単に個人の直接株式保有から機関投資家はそのウェイトが移っているという統計上の変化を意味するだけではない。いまや個人は自分たちが年金や保険などの拠出金の積み立てを原資として、退職後の生活を「自己責任」で設計し、その資金を機関投資家を通じて運用していかなければならないことを意味しているのである。もちろん年金基金・退職金基金などは、「1974年従業員退職所得保障法 (Employee Retirement Income Security Act of 1974: ERISA1974)」によって、拠出金の受託者の資産管理原則と配慮義務が「ブルーデント・マン・ルール (prudent man rule)」として決められてはいるものの、拠出金の委託者は必ずしもそれが全額保障されているわけではない。「証券資本主義」は着実に、アメリカの非常に多くの人々の将来の生活にまで深く浸透しているのである。

ともあれ、このような「株式保有の機関化」は、企業のコーポレート・ガバナンスのあり方を大きく変えることになった。機関投資家が企業の大株主となったことで、頻繁な情報公開や説明責任が求められるようになり、取締役会や経営陣を監視 (モニタリング) する傾向が強まったのである。そのため、四半期毎に主要業績が発表され、その度に経営者に対して業績の改善と株価上昇、自己資本利益率 (Return on Equity: ROE) 向上への圧力が強まっている。実際に、業績に応じて株主による株式の平均所有期間が極めて短期になっ

<sup>8</sup> 2007年 SCF のデータでは、家計による株式の直接保有は平均 33.6% で、最大は個人退職勘定を通じた保有分の 37.8% であり、投資信託 (22.1%) やその他運用資産 (6.5%) を含めれば間接保有分は 66.4% にもなる。Bucks, *et al.* [2009] pp.A27-A28.

たこと<sup>9</sup>、景気後退期には社外取締役や機関投資家の強い圧力によって、大企業の経営者が次々に更迭されたことに、その影響を見ることができる。

図1 CEO報酬の推移とストックオプション比率の増加（1990～2008年）



注) Forbes Executive Compensation reports を元に集計した平均値。株式と報酬の市場価値は2007年ドルで表示。CEO報酬は、1999年までは米国内の最大800企業を対象とし、2000年以降は最大500企業を対象としている。

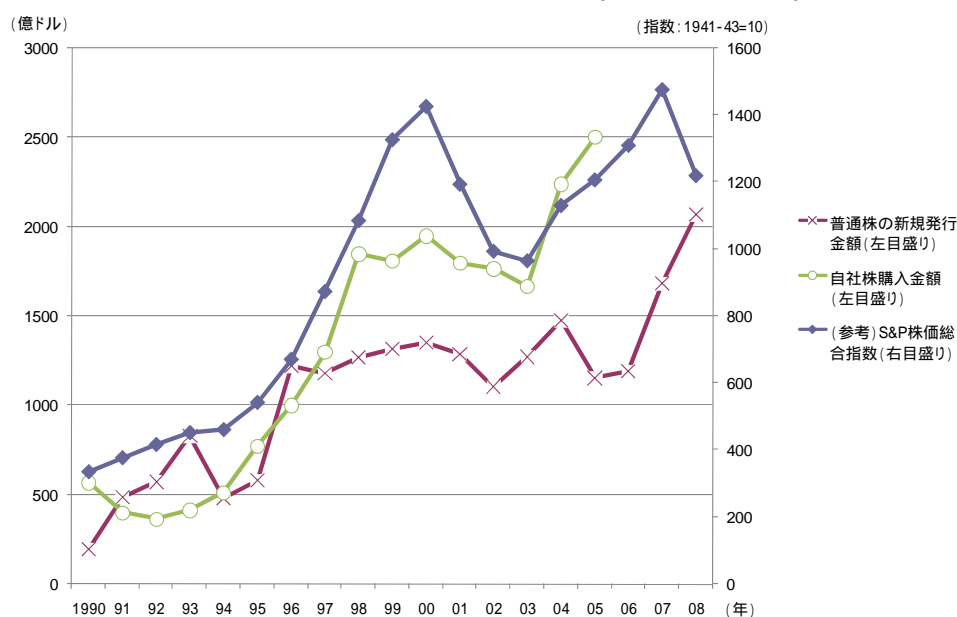
出所) Forbes, Historic CEO Compensation ( <http://www.forbes.com> ) のデータより作成。

こうした状況に加え、いまや企業経営者もストックオプション（自社株購入権）という報酬制度を通じて、「証券資本主義」に組み込まれている。現在、アメリカにおいて、企業の最高経営責任者（Chief Executive Officer：CEO）の総報酬の半分は、自社株で支払われるストックオプションで占められている。図1は、1990年から2008年までのCEOの総報酬とストックオプションの比率をみたものであるが、1990年代後半から総報酬に占めるストックオプションの比率が急上昇している。かつてCEOの報酬のほとんどの部分は給与であり、1990年時点においても約60%が「給与・ボーナス」であったが、1990年後半以降その割合は20～30%に低下し、代わって「ストックオプション」の割合が増大した（2002年ピーク時で65.5%）。ストックオプションは経営者の報酬が株式で支払われるため、経営者は株価上昇によって株主と利害を共有することになるが、それは株価上昇やROEを高めるために短期的な業績改善のインセンティブが働くことにもなる。株価上昇は企業買収の回避

<sup>9</sup> Byrne [1999] によると、1990年代後半で、企業の株式平均所有期間は、Amazon.comで7日、Yahoo!で8日、Dellで3.7ヶ月、IBMで13.8ヶ月、GEで33.1ヶ月だという。

になるので株主利益と一致するのであるが、1990年代以降のアメリカ企業では、景気拡大期でもダウンサイジングと称した人員削減を行ったり、他業種の高収益部門へシフトしたり、国内生産からオフショア・ソーシングに移転したりと、短期的な業績改善方法の導入が目立つようになった<sup>10</sup>。また、株価が急速に上昇し始めた1995年ごろからは、自社株購入金額が増え始め、1997年以降は自社株購入金額が新規の普通株発行金額を上回るようになってきている（図2参照）。これらの図から明らかなように、CEOの報酬総額に占めるストックオプションの割合の上昇と平行に自社株購入金額も増大していることから、株式市場における相対的な発行株式の停滞を通じて、株価上昇を狙った行動とみることができる<sup>11</sup>。

図2 普通株の新規発行金額と自社株購入金額（1990～2008年）



注) 2005年の自社株購入金額は推定。S&P株価総合指数は500銘柄。

出所) Board of Governors of the Federal Reserve System [various issues], CEA [various issues],

および Mauboussin [2006] より作成。

このように、現在の機関投資家による株式保有の増大は、株式の分散によってもたらされた「所有と経営の分離」を、機関投資家を媒介にして接近させ、コーポレート・ガバナンスを機関投資家を介してではあるが企業の内部からのガバナンスへと変容させているのである。そうした現象は、年金運用や資産運用などを通してアメリカの非常に多くの人々の将来の生活にまで深く浸透し、さらには企業経営者の報酬にまで浸透している、「証券資本主義」の進展の反映でもある。

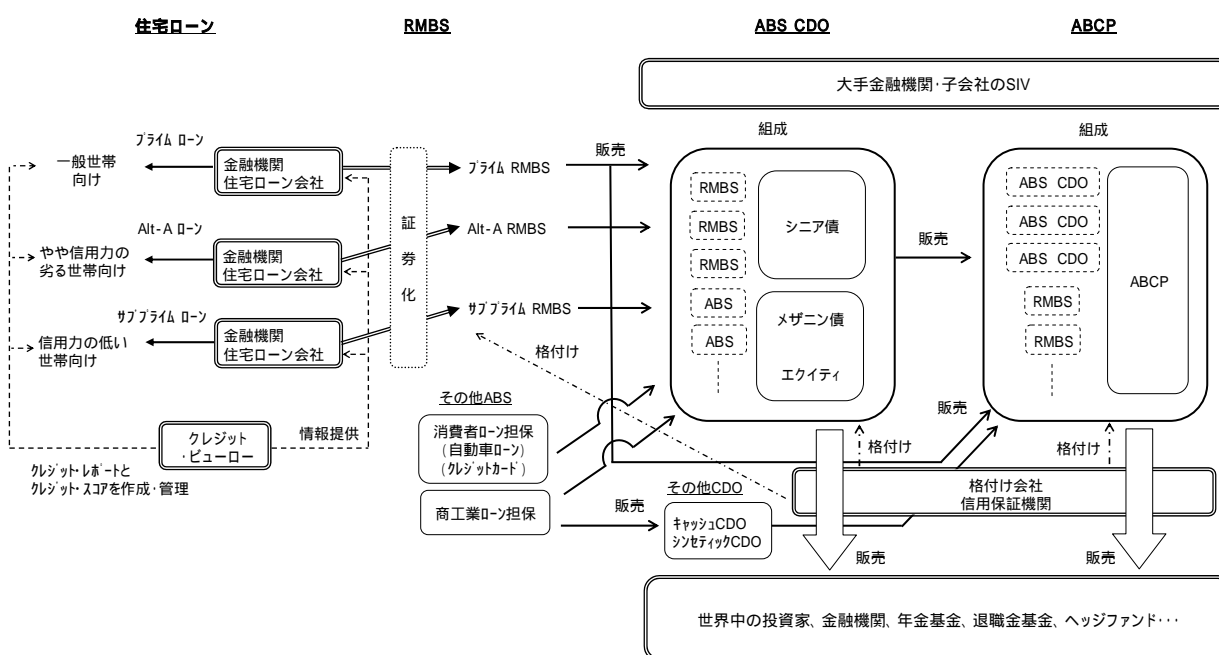
<sup>10</sup> Kennedy [2000] の警鐘の核心は、まさにこの点であった。

<sup>11</sup> Kahle [2002] は、ストックオプションが自社株購入の決定に与える影響を分析している。

## (2) 資産の証券化の拡大

アメリカにおける「証券資本主義」の進展を特徴付けるいまひとつの現象は、資産の証券化の拡大にみることができる。アメリカにおいて、資産の証券化自体はそれほど新しいものではないが、従来までは融資の対象と性格がローカルであるがために証券化の範囲が限定されていた住宅ローン債権が「仕組み金融 (structured finance)」という手法を通じて証券化されるようになり<sup>12</sup>、また IT (情報技術) の発達によって高度な金融工学を用いたリスク分散の計算処理速度が高まるにつれ様々な金融商品が生み出され、金融ビジネスと結びつきながら証券資本の発行・流通は飛躍的に拡大することになった。そこでここでは、複雑化・重層化した資産の証券化の全体の構図を、住宅ローンを事例に確認しながら証券化の拡大をみていこう。

図3 ローン債権の証券化と重層化の構図



注) RMBS (Residential Mortgage-Backed Securities); ABS (Asset-Backed Securities); CDO (Collateralized Debt Obligation); ABCP (Asset-Backed Commercial Paper); SIV (Structured Investment Vehicle)

RMBS は、Agency (政府系機関) 経由でも発行される。

出所) 日本銀行 金融市場局 [2008] 28 ページ、をもとに加筆して作成。

<sup>12</sup> その画期となるのが、1980年代の住宅金融の証券化におけるモーゲージ抵当債券 (CMO: Collateralized Mortgage Obligation) の登場である。CMOについては、井村 [2002] 第3章、松井 [1986] 第1章、を参照。

図 3 は、ローン債権の証券化と重層化の構図を簡略化して示したものである。住宅ローンの証券化を事例として資産の証券化をみていくと、大きく分けて 3 つの段階（住宅ローン、RMBS、ABS CDO (+ ABCP)）に区分することができる。まず、クレジット・ビューロー（A credit bureau）<sup>13</sup> と呼ばれる個人信用情報提供会社が作成・管理するクレジット・レポートとクレジット・スコアに基づいて、金融機関や専門の住宅ローン会社は、それぞれ信用力の異なる家計に住宅ローンを貸し出す（1 段階）。住宅ローンを貸し出した金融機関や専門の住宅ローン会社は、大量のローン債権を返済終了まで保有せず、借り手からの元利返済を裏づけに、リスクの異なる数種類の証券（プライム、Alt-A、サブプライム）に分けて住宅ローン担保証券（RMBS）を発行・販売する（2 段階）。金融機関や専門住宅ローン会社は、証券化された RMBS の販売で得た資金を元手にさらに住宅ローンを貸し出す。こうして発行された RMBS は、さらに細分化され、その他の ABS（例えば、自動車ローンやクレジットカードローンなどの消費者ローン担保証券）などと組み合わせられて、それら ABS を担保にして、新たな債務担保証券（CDO）として「再証券化」されていく（3 段階）。ABS を担保にした CDO の組成の際、信用度の違う大量の様々な証券が組み合わせられることになるので、格付け会社によって、リスクが少ない「シニア債（優先債）」、中リスクの「メザニン債（中間債）」、高リスク格付け外の「エクイティ」に分類されて発行・販売された。そうすることで、もし原資産の損失が発生しても優先債にまで損失が及ばないように、「仕組み金融」による証券化の手法が整えられたのである。なお、大手金融機関傘下の SIV ないしはコンデュイト (conduit) は、資金調達的手段として、さらに ABS CDO やその他 ABS などを担保にして ABCP を発行していたのであるが、複雑化するので、ここでは省略しておく<sup>14</sup>。こうして発行された証券化商品は格付け会社によって格付けされ、それをもとにアメリカの国内外の投資家や金融機関、年金基金やヘッジファンドなど機関投資家に販売されていったのである<sup>15</sup>。

このように、住宅ローンやその他消費者ローンなどを原資に、多様な証券資本を生成する仕組みが作られていたのであるが、それには大手金融機関やその子会社の SIV など、金融ビジネスが深く関与していた。現在、アメリカの大手商業銀行は、預金者から集めた資金を貸し付けることで（預金金利と貸付金利のネットの差による金利収入によって）収益を得るとともに、与信供与やトレーディング、投資銀行業務、証券化など金利以外のさまざまな手数料を大きな収益基盤としている<sup>16</sup>。こうした金融ビジネスの活動の拡大によって、

<sup>13</sup> クレジット・ビューローとは、住宅ローンをはじめとして、消費者向けローンの与信判断を行う営利目的の個人信用情報会社のことである。個人情報収集してクレジット・レポート（クレジット・ヒストリーから生年月日や職歴までが記録されている）および個人情報を点数化したクレジット・スコアを作成・管理し、金融機関に情報を提供している。現在では、Equifax、Experian、Trans Union の 3 社寡占である。

<sup>14</sup> ABCP 残高において金融関連の発行が大部分であった。U.S. President, CEA [2008] pp.64-65.

<sup>15</sup> 新たに組成された証券化商品は格付け会社によって格付けされるが、一般的に“AAA”の格付け比率が高かったという（*Financial Times*, August 16, 2007, p.21）。

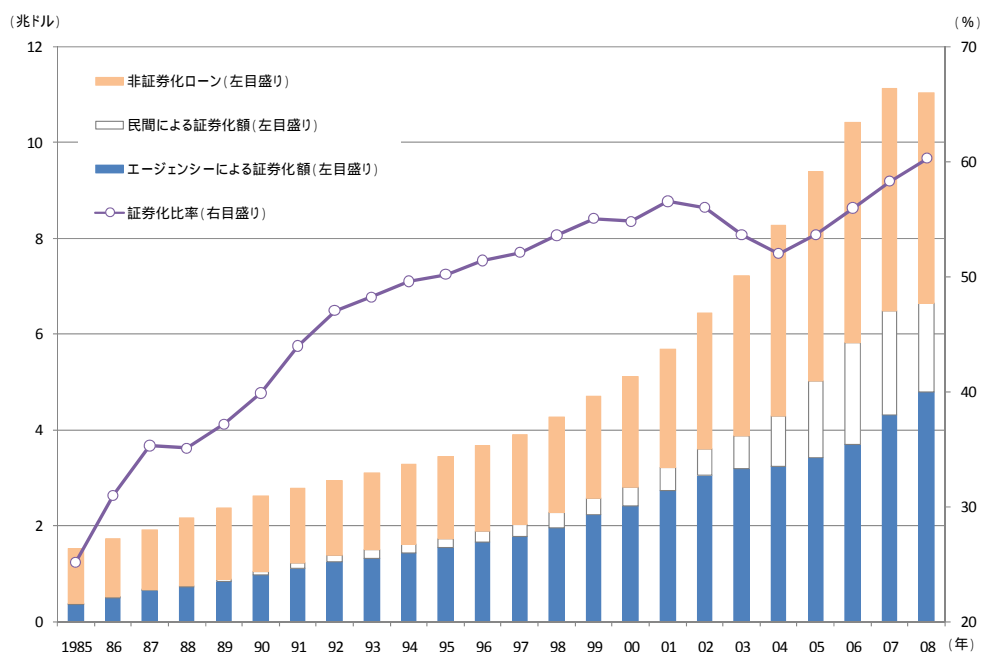
<sup>16</sup> FDIC のデータによると、資産 10 億ドル以上の資産を持つ FDIC 加盟銀行の営業収益全体（純



証券資本は量的に拡大したのである。

証券資本の拡大を確認するために、まず図 4 で住宅ローン残高と証券化額の推移をみよう。これによって、住宅ローンの実行時点で貸出しを行った金融機関から他の主体に転売された後の、政府抵当金庫（Government National Mortgage Association）や連邦抵当金庫（Federal National Mortgage Association）、連邦住宅金融抵当公庫（Federal Home Loan Mortgage Corporation）などエージェンシーを通じた証券化額と、民間の ABS 発行体を通じた証券化額をみることができる。これによると、1985 年時点で 1 兆 5260 億ドルであった住宅ローン残高は 2000 年には 5 兆ドルを超え、2007 年のピークまでには 11 兆 1220 億ドルへと 2000 年残高の倍以上に膨らんでいることがわかる。そのなかで、1990 年ごろからエージェンシーによる証券化額が増大し、また 1990 年代後半から民間 ABS 発行体による証券化額が拡大している。こうして証券化比率は 1985 年の 25% から 2007 年で 58% と上昇した。特に 2000 年以降では民間による証券化額の割合が拡大しており（2000 年 7.5%、2007 年 19.4%）、サブプライム・ローンを組み込んだ証券化が拡大したことを窺わせる<sup>17</sup>。

図 4 住宅ローン残高と証券化額の推移（1985～2008 年）



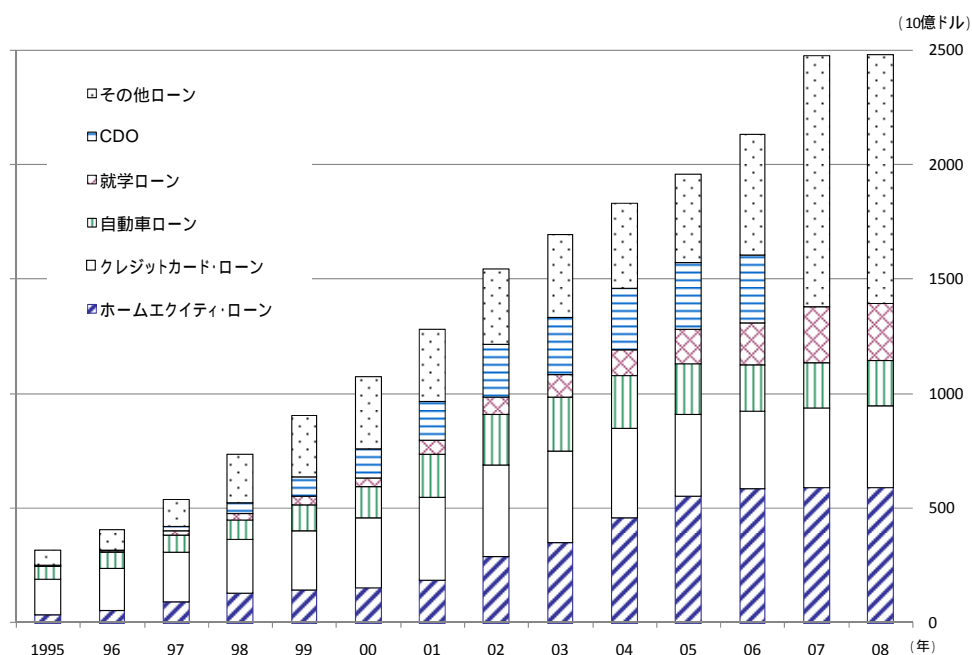
注) 1～4 世帯向けの住宅ローンの残高。

出所) Board of Governors of the Federal Reserve System [2009] より作成。

金利収入 + 非金利収入) に対する非金利収入の割合は、1998～2008 年の期間で平均 45% である。  
<sup>17</sup> また、別の資料で、民間金融機関による住宅ローンの貸出額に対する、それをもとにした証券化商品の発行額の割合（証券化率）をみると、2001 年から 2006 年にかけて、Alt-A およびサブプライム・ローンの貸出額は 2150 億ドルから 1 兆ドルにまで増大し、その証券化率も 49% から 81% にまで上昇した。横山 [2008] 54 ページ。

また図5で、資産担保証券の発行総額をみると、1995年の3163億ドルから2008年（第1四半期）の2兆4803億ドルへと、7倍以上に増大している。特にホームエクイティ・ローンを担保にしたABS発行金額の割合の上昇（1995年：11% 2008年：24%）が見て取れるが、2000年以降ではCDOも発行額およびその割合が増えていることがわかる。2007年と2008年のCDOのみの金額を得ることはできないが、その金額残高は1995年の12億ドルから2006年まで2969億ドルに達しており（約250倍）、それだけでも重層的な証券化ないしは「再証券化」がいかに拡大したかということを読み取ることはできよう。

図5 資産担保証券の発行総額の推移（1995～2008年）



注) 残高ベース。2008年は第1四半期までのデータ。CDOはCBOも含まれる。

2007年と2008年のCDOの金額は、その他ローンに含まれる。

出所) IMF [2008] p.181 より作成。

以上のように、1990年代以降、住宅ローンの証券化をはじめ様々な証券資本が発行され、流通量も飛躍的に拡大することになった。その際、証券資本の信用を増大させる格付け会社や証券資本の債務保証を担うモノライン、信用リスク売買のデリバティブ商品であるCDS (Credit Default Swap)<sup>18</sup>など、証券資本に群がる金融ビジネスがその拡大に大きく関与していたことも見逃せない。いずれにせよ、アメリカの「証券資本主義」は1990年代後半以降、いっそう進展したのであった。

<sup>18</sup> CDSとは、クレジットデリバティブの一種で、債権を直接移転することなく信用リスクのみを移転できるオプション取引のことである。

## 2. 資産市場に依存した経済構造

1990年代以降における「証券資本主義」の進展は、全体として家計部門の個人年金や住宅といった生活に身近な資産の保有を拡大させた。これによって、GDPの約7割を担う家計部門の経済行動に大きな変化をもたらした。それは、資産市場の価格に大きく依存した消費行動の形成であり、それに関連した経済構造の形成である。この構造は、「証券資本主義」の進展が見られた20世紀末の景気拡大期に形成され、それが2001～2007年の景気拡大期にも継続していたとみることができる。ここでは、家計部門の資産市場に依存した経済構造をみていくことにしよう。

「ニューエコノミー」と呼ばれた10年にも及ぶ1991～2001年の景気拡大は、ひとつには情報化設備投資の増大が大きな要因になったが、それと並んで重要だったのは個人消費支出であった。特に、1995年以降、個人消費支出の実質GDP増加寄与率は78.6%となり、後半の景気拡大を牽引したのであった<sup>19</sup>。この個人消費支出の増大は、実質賃金率の増大はもとより、1990年代初頭以降の低金利下で金融資産や住宅価格が持続的に上昇するなかでもたらされたものであり、それが資産の売却による実現キャピタル・ゲインの獲得やいわゆる「資産効果<sup>20</sup>」を媒介して達成されたのであった。その後2001年3月から同年11月まで景気が後退するが、2002年ごろから2004年にかけて持続的に超低金利政策が採られることによって、資産市場における価格はさほど低下することなく持続的に上昇し、2001年11月から2007年12月までの景気拡大期の個人消費支出は実質GDP増加寄与率にして80.8%にまで及んだのであった。

それを図6および図7で確認すると、ダウジョーンズ工業株平均株価は1995年の4000ドル台から2001年までに1万1000ドル台まで急上昇し、その後景気後退によって2003年2月には8000ドル台を割るまで下落した。しかし、経済政策が金融市場を重視して実施されるようになったことから、フェデラルファンド・レートで1%台という超低金利政策が実施されたことを背景に、2003年12月には再び1万ドル台に回復し、2007年12月には1万4000ドルに届く勢いで上昇した<sup>21</sup>。またこの時期、住宅価格も著しい上昇が見られた。住宅価格において特に注目すべきは、株価とは違って2001年の景気後退期においても持続的に上昇している点である。1990～1997年ごろまで比較的安定し横ばいにあった住宅価格指数(75程度)は、景気後退期に株価が下落している期間でも持続的に上昇し、2007年半ば(220)

<sup>19</sup> 増加寄与率は、1995～2001年における年次の実質増加額で算出した。U.S. Department of Commerce, BEA, NIPA tables より算出。以下のGDP増加寄与率の算出も同じ。

<sup>20</sup> 資産効果とは、消費者の保有する資産価格の大きさが消費に与える効果のことである(金森久雄・荒憲治郎・森口親司編『有斐閣 経済辞典 第3版』有斐閣、1998年、488ページ)。

<sup>21</sup> この時期の株価の上昇は大企業株だけに限らず、アメリカに本拠地を置く多くの公開株式会社の株式が上昇した。ウィルシャー5000株価指数(Dow Jones Wilshire 5000 Composite Index: ニューヨーク証券取引所(NYSE)、アメリカン証券取引所(AMEX)、ナスダック(アメリカ店頭株式市場)で取引されている、アメリカを本拠地とする企業の株式時価総額指数で、現在では5000銘柄を超える)でも、トレンドは同様である。

までに 3 倍近く上昇している。こうした住宅価格の上昇が家計の消費支出の下支えとして機能したのであった<sup>22</sup>。

また図 8 は、資金循環表の調整勘定から、家計部門の金融資産と不動産の値上がり益（未実現キャピタル・ゲイン（マイナスは未実現キャピタル・ロス））の推移をみたものである。これをみれば、1995 年ごろから明らかに以前とは異なって、金融資産や不動産の値上がり益が増大しているのがわかる。金融資産の値上がり益は、2000 年から 2002 年にかけてはマイナスになっているが、その後 2003 年から 2007 年ごろまで値上がり益が増大している。他方、不動産の値上がり益は図 6 と重ねてみれば明らかのように、住宅価格が持続的に急上昇していた 2001 年の景気後退期においてもプラスとなっており、それは住宅価格のピークの 2006 年まで続いている。こうした資産価格の上昇によって、家計はそれらの資産を売却することで実現キャピタル・ゲイン（realized Capital Gains）を獲得したり、価格が上昇した資産を担保に資金を借り入れたりすることが可能となったのである。資産を売却することで得られる実現キャピタル・ゲインについては 3 節で触れるので、ここでは価格が上昇した住宅資産を担保に資金を借り入れる現金化の手法について触れておこう。

住宅資産を担保とした借入れによる現金化の手法は、キャッシュアウトとホームエクイティ・ローン（Home Equity Loan）の 2 種類がある。前者はリファイナンス（借り換え）を行うと同時に借入残高を増額して一部を現金化する手法で、後者は借り換えは行わずに住宅価格から住宅ローンを差し引いた純資産価値を担保にして借り入れる手法である<sup>23</sup>。特に、2000 年から 2006 年にかけて住宅価格が 2 倍以上に上昇し、かつてないほどの低金利政策が採られたことを背景に、ホームエクイティ・ローンが急増した<sup>24</sup>。連邦住宅金融抵当公庫の“Cash-out Refinance Report”によると、ホームエクイティ・ローンの借り換えを通じた現金化の金額は、2000 年から急増し、第 1 抵当モーゲージだけで 2000 年の 262 億ドルから 2006 年の 3183 億ドル（ピーク）と約 12 倍に増加している。第 2 抵当やクレジット・ライン型のホームエクイティ・ローン（HELOC）まで含めれば、ピーク時の 2006 年で 3464 億ドルにも達する<sup>25</sup>。連邦準備制度理事会の前議長であった A. グリーンスパンと J. ケネディは、このようリファイナンスによるキャッシュアウト額とホームエクイティ・ローンの純増額に加えて、住宅売却による実現キャピタル・ゲイン額の合計を住宅資産価値の総実現金額として推計している（図 9 参照）。

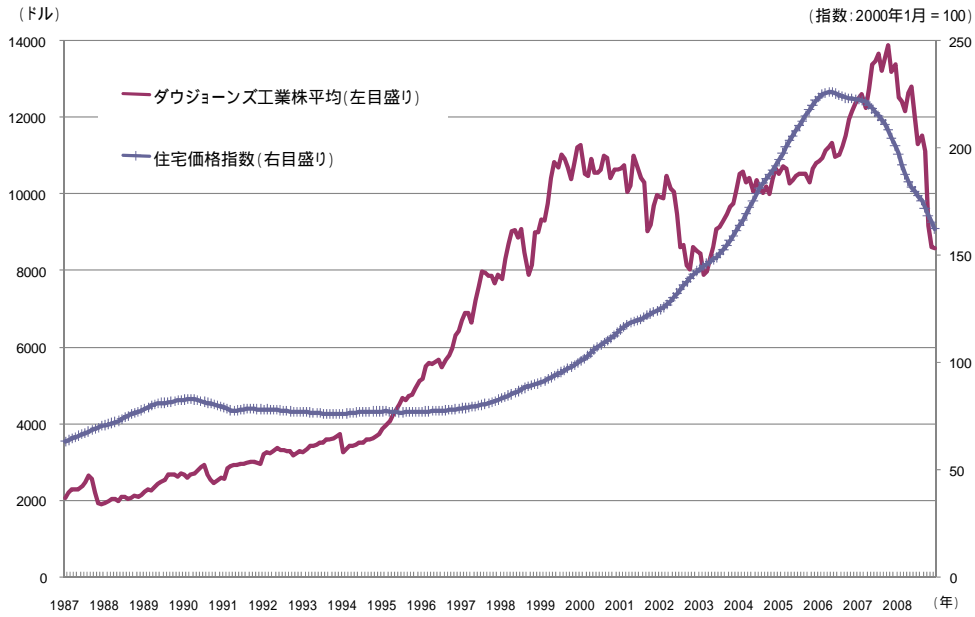
<sup>22</sup> 中本 [2003] 17 ページ。

<sup>23</sup> 峯岸・石崎 [2002] 212～213 ページ。

<sup>24</sup> とりわけこの時期、クレジット・ライン型のホームエクイティ・ローン（Home Equity Line of Credit：HELOC）が増えたといわれている。HELOC とは、住宅の正味資産価値を担保にして、変動金利で一定の枠内で随時借入れが可能なローンのことである。Bucks, *et al.* [2009] p.A43 によれば、HELOC による住宅を担保にした負債の住宅保有者の割合は、2001 年の 11.2%から 2007 年の 18.4%に増大している。

<sup>25</sup> 数値は、Freddie Mac, “Cash-out Refinance Report”（[http://www.freddiemac.com/news/finance/refi\\_archives.htm](http://www.freddiemac.com/news/finance/refi_archives.htm)）による。

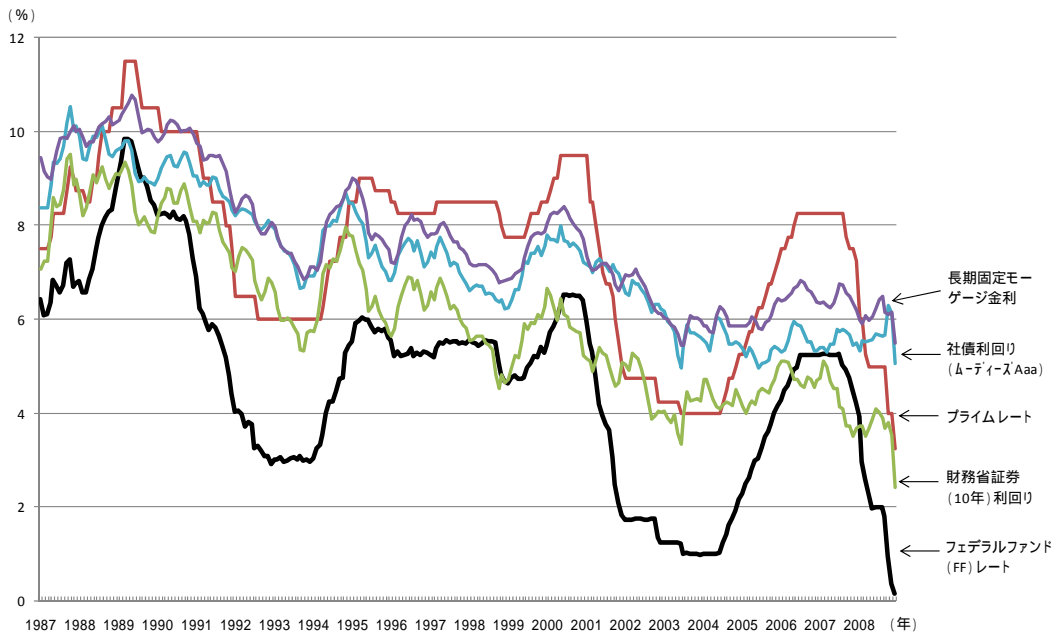
図6 株価と住宅価格指数の推移（1987～2008年）



注) ダウジョーンズ工業株平均は30銘柄の平均。株価は1日の終値の平均。住宅価格指数は、S&P/Case-Shiller Home Price Indicesの10大都市総合指数(季節調整済)を用いている。

出所) CEA [various issues] および S&P (<http://www2.standardandpoors.com/>) のデータより作成。

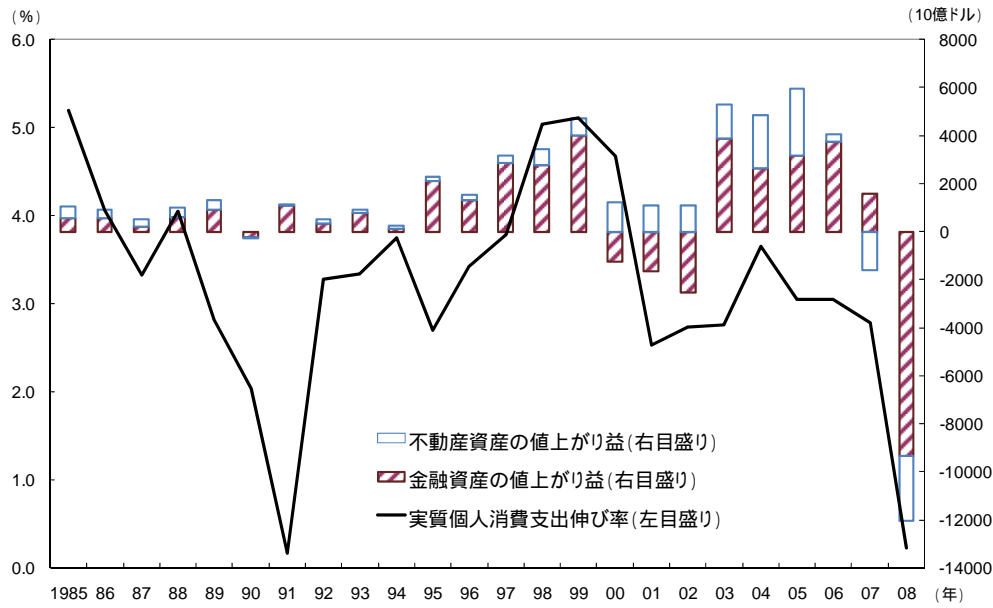
図7 主要金利および利回りの推移（1987～2008年）



出所) Board of Governors of the Federal Reserve System (<http://www.federalreserve.gov/>),

Federal Housing Finance Board (<http://www.fhfb.gov/>) のデータより作成。

図8 家計部門の資産の値上がり益の推移と実質個人消費支出伸び率（1985～2008年）

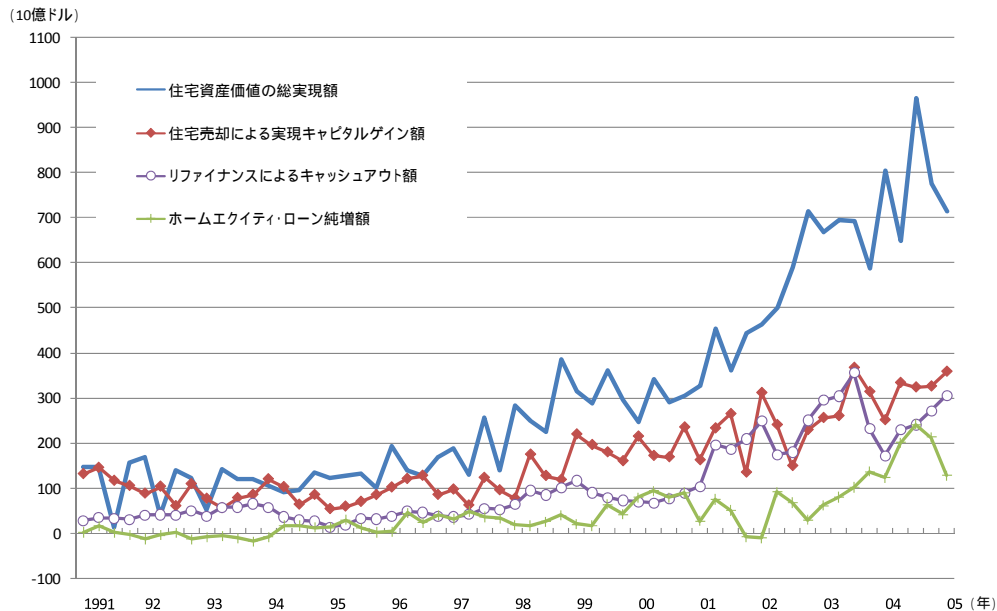


注) 実質個人消費支出（2000年ドル）伸び率は対前年比。家計部門のデータには非営利団体も含まれる。

金融資産とは、株式、ミューチュアル・ファンド、非株式会社出資金、生命保険、年金資産の合計。

出所) Board of Governors of the Federal Reserve System [2009] および U.S. Department of Commerce, BEA, NIPA tables より作成。

図9 住宅資産価値の総実現額の推計（1991～2005年）



注) 1991年第1四半期から2005年第1四半期までの季節調整済データによる推計。

出所) Greenspan and Kennedy [2005] p.12 より作成。

この図によると、リファイナンスによるキャッシュアウト額は 2001 年ごろから増大し、ホームエクイティ・ローンの純増額も 2003 年以降増大している。それに加え、1998 年以降住宅売却による実現キャピタル・ゲインも増大しており、2003 年以降は 3000 億ドルまで達している。総じて、住宅資産価値の総実現額は 2002 年以降急増し、2004 年第 3 四半期には 1 兆ドルに届かんとする勢いで増大した。ホームエクイティ・ローンによって借り入れられた資金の用途については厳格に制限が設けられていないので、主に住宅の修繕や自動車など耐久消費財の購入、教育費などに当てられている。ここで重要なのは、住宅売却による実現キャピタル・ゲイン額を除いては、現金化は基本的に上昇を前提とした住宅資産価値に基づいて行われているということである。これは、住宅資産価値の上昇分を活用した既存の負債の置き換えに過ぎない<sup>26</sup>。ここに住宅資産価値の上昇が反転した際の問題が潜んでいたのであるが、いずれにしろ 2001～2007 年の景気拡大期には、個人消費支出は約 3% で伸びており、その実質 GDP 増加寄与率も 82.2% にまで及んだのであった<sup>27</sup>。

このように、2001 年 11 月から 2007 年 12 月までの景気拡大期における個人消費は、基本的に資産市場に大きく依存しているという点では、1990 年代の「ニューエコノミー」期の構造と同じであり、むしろそこで形成された構造が継続していたと見てよい。それは、株式価格や住宅市場の高騰という資産面に依存して、ストック構造の変化が消費というフロー面に大きな影響を与えていたという構造であった。

### 3. 資産に規定された所得格差の拡大

1990 年代半ば以降に形成された、家計部門における資産市場の価格に大きく依存した経済構造は、当該部門の旺盛な消費支出によって、景気拡大を維持する役割を果たしてきた。こうした経済構造に非常に多くの一般の人々が直接・間接的に関与しているわけであるが、景気拡大（それに伴う資産市場の価格上昇）によって、人々は等しく恩恵を受けているわけではない。むしろ、こうした経済構造に規定されたかたちで、格差は広がっているのが現状である<sup>28</sup>。

そこで本節では、資産市場の価格に大きく依存した経済構造によって現れている資産に規定された所得格差を分析する。その際、商務省経済分析局（U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis）が作成している「国民所得生産統計（National Income and Product Accounts：NIPA）」ではなく、財務省内国歳入庁（U.S. Department of the Treasury, Internal Revenue Service）が作成・公表している「個人所得税統計（Individual Income Tax Return Statistics）」を主に用い、補足的に「消費者の金融状況調査（SCF）」を用いることにする。

<sup>26</sup> 2007 年ごろから問題が顕在化したサブプライム・ローンの大半も、このような借り換えに基づいたものであった。その分析は、豊福 [2008] 146～148 ページ。

<sup>27</sup> U.S. Department of Commerce, BEA, NIPA tables より算出。

<sup>28</sup> アメリカの格差議論については、坂井 [2007] 第 1 章、を参照。

その最大の理由は、それらの統計を用いることで家計部門の所得構成項目を所得階層別で分析できるという利点があるからである。確かに、個人所得税統計における「粗所得 (Adjustment Gross Income)」は NIPA における「個人所得 (Personal Income)」と比べて 3 割程度低いという問題はあるが、ここで全階層における家計平均の所得分析をしても意味はない<sup>29</sup>。それに加え、これらの統計は NIPA における個人所得には含まれていないキャピタル・ゲインのデータが利用可能である<sup>30</sup>。したがって、これらの統計を分析することによって、家計の所得階層別の資産の保有構造が所得格差とどのようにかかわっているのかという点 (ストックとフローとの関連) を分析できるのである。

まず最初に、個人所得税統計を使って、全階層の家計の所得構成項目別のシェアの推移から全体の変化を鳥瞰しよう。図 10 は個人所得税統計の「粗所得」に計上されている主要項目である「給与・賃金」、「利子」、「配当」、「ビジネス・専門所得 (純所得マイナス損失)」、「正味キャピタル・ゲイン (純所得マイナス損失)」を 5 つ取り出し、「利子」と「配当」を合算して、これら 4 項目の合計を 100 として、それぞれのシェアの推移をみたものである<sup>31</sup>。ここから 1990 年代以降の景気拡大期から生じている家計の所得項目構成における大きな変化を看取することができる。

第 1 に、資産市場の価格に大きく依存した経済構造の特徴を見事に表すように、正味キャピタル・ゲインのシェアが景気拡大期のピーク (2000 年、2006 年) に向かって急上昇していることである。それは 1990 年代初頭まではおよそ 3~4% 台で推移していたが、景気拡大のピーク時には 10% 以上に及んでいる。1980 年代の景気拡大期 (1982 年 11 月~90 年 7 月) においてもピークは 5% 台であり、1990 年代以前には生じていなかった現象である。

第 2 に、給与・賃金のシェアは長期的には低下傾向にあるが、1990 年代初頭以降、正味キャピタル・ゲインの動向に合わせて、景気拡大のピークに向かって下落している。2001 年の景気後退期には所得全体に占める給与・賃金のシェアは高まるが、景気の回復とともに再び 70% 台前半にまで落ちている。1990 年代には、利子・配当、およびビジネス・専門所得のシェアはほぼ安定しているため、正味キャピタル・ゲインと給与・賃金シェアのクロスがはっきりと見て取れるが、2001 年以降では利子・配当、およびビジネス・専門所得のシェアはほぼ逆の動きを見せていることから、正味キャピタル・ゲインと給与・賃金のシェアは相対称の動きを見せているといっていよう。

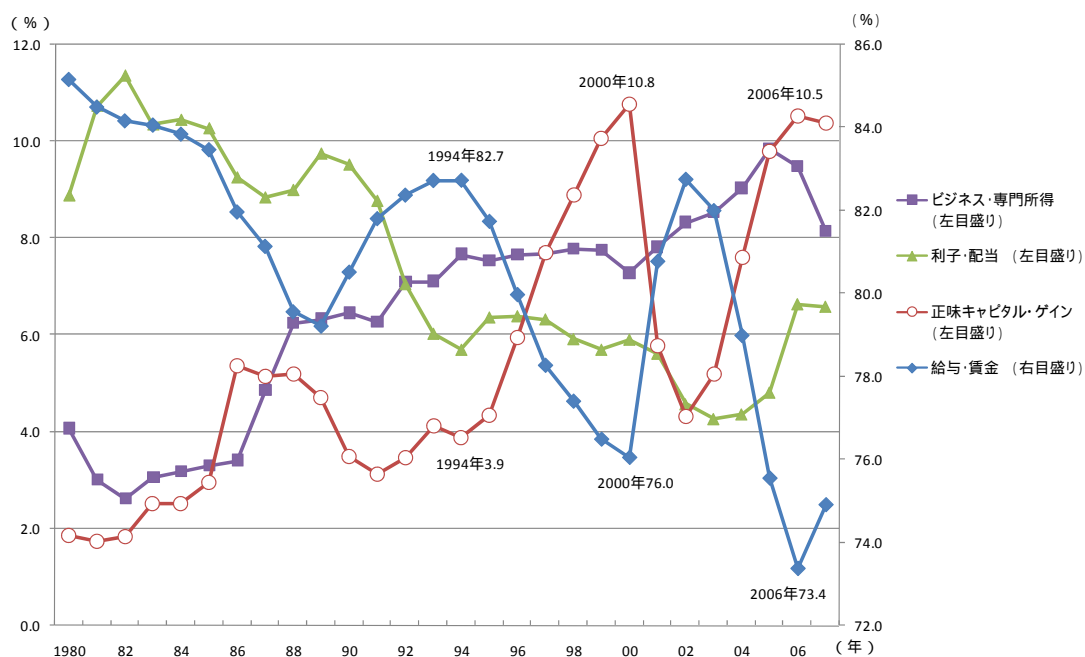
<sup>29</sup> 個人所得税統計における「粗所得」は、NIPA における個人所得と所得概念が違うほか、捕捉率も給与・賃金のみ限定しても平均で 9 割程度とやや低くなり、全体では 7 割を切る (所得概念が異なるので、構成要素も異なる)。しかし、現在利用可能な所得階層別で分析できる統計はないので、これを用いた。

<sup>30</sup> NIPA における所得とは、年々のフローとしての財・サービスの生産活動から生まれるものとしており、キャピタル・ゲインはすでに存在する資産 (ストック) の再評価から生まれるものであるから、所得には含まれていない。なお、センサス局 (U.S. Census Bureau) も Current Population Survey を元に、長期間の所得階層 5 分位別で家計の稼得収入やジニ係数などを推計しているが、NIPA と同じく所得概念が違うため、実現キャピタル・ゲインの情報は得られない。

<sup>31</sup> なお、これら 5 項目の捕捉率は取り上げた期間で平均 93% である。



図 10 主要な所得項目構成の推移 (1980~2007年)



注) 2006年、2007年(速報値)のデータは、個人所得税統計より算出。正味キャピタル・ゲインには、Form 1040に申告されたキャピタル・ゲインも含まれる。ビジネス・専門所得は、パートナーシップ・Sコーポレーションの所得も含まれる。

出所) Hollenbeck and Kahr [2008] p.147 をもとに、2006年と2007年のデータを追加して作成。

以上から、1990年代以降の景気拡大期から生じている所得項目構成における大きな変化とは、正味キャピタル・ゲインの急増と給与・賃金の低下であり、それが対称的な動きをみせていることだといえる。2001年から2007年までの景気拡大期においても1990年代の景気拡大期の特徴と同じ動きを見せているということから、1990年代の「ニューエコノミー」期の構造が継続していると考えていいだろう。そこで次に、正味キャピタル・ゲインの増加と給与・賃金の低下がみられ始めた1994年とその直近のピークである2006年の2時点を選び、所得階層別で所得構成項目の変化を見ることにする。

表3は、個人所得税統計から1994年と2006年をそれぞれ取り出し、所得階層別で申告者1件あたりの主要所得構成項目の変化をみたものである。まず、1994年から2006年の間に納税申告者数の構成比をみると、3万ドル未満の所得層において大幅に減少し(62%→48%)、3万ドル~5万ドル未満の所得層では横ばい(18%→18%)、5万ドル~20万ドル未満の所得層で大幅に増大し(19%→31%)、20万ドル以上の所得層で微増(1%→3%)している。ここから、この間アメリカ国民の全般的な所得水準が上昇するなかで、低所得者層が相対的に減少していることがわかる。特に、最下層の2万ドル未満の所得層(申告者構成比で12.8%ポイント減)においては、同期間に総所得の約7割を占める賃金・給与の申

告者数が-16.5%と減少していることから、景気拡大は貧困水準以下の所得層を含む階層の絶対的減少をもたらしたといえる。

表3 所得階層別主要所得項目の申告者1件あたり所得額の変化(1994年、2006年)

調整済粗所得 (申告者総数の構成比 :1994年--2006年)	年度と変化率	主要な所得項目における申告者1件あたり平均所得額 (単位:ドル)			
		給与・賃金	利子・配当	正味キャピタル・ゲイン	ビジネス・専門所得
2万ドル未満 (46.7% 33.9%)	1994年	9,367	2,859	1,351	-1,947
	2006年	9,680	2,605	2,477	-6,308
	1994-06年度の変化率(%)	3.3	-8.9	83.3	*
	同期間の申告者数の変化率(%)	-16.5	-36.6	4.9	33.9
2万ドル～ 3万ドル未満 (15.5% 13.8%)	1994年	23,206	3,266	3,055	6,860
	2006年	23,644	3,584	4,371	9,068
	1994-06年度の変化率(%)	1.9	9.8	43.1	32.2
	同期間の申告者数の変化率(%)	2.9	-36.1	-19.0	-7.5
3万ドル～ 4万ドル未満 (10.4% 10.4%)	1994年	31,982	3,130	3,263	11,728
	2006年	32,427	3,542	5,061	12,546
	1994-06年度の変化率(%)	1.4	13.2	55.1	7.0
	同期間の申告者数の変化率(%)	14.4	-27.8	-12.5	-7.7
4万ドル～ 5万ドル未満 (7.8% 7.9%)	1994年	40,977	3,360	4,140	14,376
	2006年	41,062	4,007	6,102	12,617
	1994-06年度の変化率(%)	0.2	19.2	47.4	-12.2
	同期間の申告者数の変化率(%)	14.2	-21.7	1.8	2.8
5万ドル～ 7.5万ドル未満 (11.4 13.9%)	1994年	54,815	3,453	5,375	19,441
	2006年	54,710	4,621	8,234	18,140
	1994-06年度の変化率(%)	-0.2	33.8	53.2	-6.7
	同期間の申告者数の変化率(%)	37.3	6.1	21.3	24.8
7.5万ドル～ 10万ドル未満 (4.2% 8.2%)	1994年	75,116	5,372	8,847	32,704
	2006年	74,973	5,449	11,782	28,039
	1994-06年度の変化率(%)	-0.2	1.4	33.2	-14.3
	同期間の申告者数の変化率(%)	126.0	80.4	79.2	87.7
10万ドル～ 20万ドル未満 (3.0% 8.9%)	1994年	104,652	9,426	16,895	68,235
	2006年	110,674	8,369	22,179	55,689
	1994-06年度の変化率(%)	5.8	-11.2	31.3	-18.4
	同期間の申告者数の変化率(%)	256.9	206.2	179.6	141.4
20万ドル～ 50万ドル未満 (0.8% 2.3%)	1994年	200,660	25,746	50,186	160,551
	2006年	201,615	21,816	71,693	148,613
	1994-06年度の変化率(%)	0.5	-15.3	42.9	-7.4
	同期間の申告者数の変化率(%)	258.1	231.9	213.0	167.4
50万ドル～ 100万ドル未満 (0.13% 0.4%)	1994年	393,315	71,738	162,566	317,186
	2006年	387,158	57,758	207,215	328,388
	1994-06年度の変化率(%)	-1.6	-19.5	27.5	3.5
	同期間の申告者数の変化率(%)	289.5	289.4	270.5	245.1
100万ドル以上 (0.06% 0.3%)	1994年	871,007	338,556	1,113,703	1,031,840
	2006年	2,030,457	989,562	4,527,369	2,363,066
	1994-06年度の変化率(%)	133.1	192.3	306.5	129.0
	同期間の申告者数の変化率(%)	375.9	404.9	388.7	370.0

注) 個人所得税統計の調整済粗所得の階層(1994年:14階層、2006年:18階層)を10階層に再集計。

いずれも未調整粗所得は省いて主要所得項目の申告者1件あたりの平均所得額を算出。正味キャピタル・ゲインには、Form 1040に申告されたキャピタル・ゲインも含めている。ビジネス・専門所得は、パートナーシップ・Sコーポレーション所得も含めている。

出所) U.S. Department of the Treasury, Internal Revenue Service (www.irs.gov/taxstats) のデータより作成。

次に主要所得項目における申告者1件当たりの平均所得額をみると、1994年から2006年の申告者数の構成比の変化に比べて、給与・賃金の伸び率は10万ドル未満でほとんど停滞が減少さえしている。これとは対照的に、正味キャピタル・ゲインではどの階層でも増大している。ここだけみれば、資産価格上昇による実現キャピタル・ゲインの恩恵はすべての階層で享受されているように見える。しかし注意しなければいけないのは、それはあく

まで申告者 1 件当たりの平均所得額であることである。SCF によれば、低所得階層ほど自由に売却できるかたち（直接保有やオープン・エンド型の投資信託など）で株式を保有していない<sup>32</sup>。またそれ以上に、20 万ドル未満の所得層では申告総所得額に占める正味キャピタル・ゲインの割合は 5%にも満たないのであり（後に示す表 4 を参照）、20 万ドル未満の所得層のそれぞれの所得総額からすると、その恩恵はわずかなものである。それに対して、100 万ドル以上の所得階層だけが、給与・賃金、利子・配当、正味キャピタル・ゲイン、ビジネス・専門所得と、いずれにおいても他の階層とは比較にならないほど高い伸び率（正味キャピタル・ゲインの伸び率に至っては、300%を超えている）を見せている。

表 4 所得階層別のインカム・ゲインとキャピタル・ゲイン（1994 年、2000 年、2006 年）

	所得の階層 (単位: %)										
	全体	2万ドル未満	2万ドル～3万ドル未満	3万ドル～4万ドル未満	4万ドル～5万ドル未満	5万ドル～7.5万ドル未満	7.5万ドル～10万ドル未満	10万ドル～20万ドル未満	20万ドル～50万ドル未満	50万ドル～100万ドル未満	100万ドル以上
	インカム・ゲイン(利子・配当)の百分布										
1994年	100.0	16.4	8.1	7.0	6.8	12.3	8.7	13.0	11.0	5.3	11.3
2000年	100.0	7.9	4.7	4.8	5.0	11.2	8.8	16.6	13.7	7.0	20.4
2006年	100.0	5.2	3.1	2.9	3.2	8.5	7.4	16.0	14.1	7.9	31.7
	正味キャピタル・ゲインの百分布										
1994年	100.0	2.7	2.4	2.3	2.8	7.1	6.2	13.9	15.4	10.1	37.1
2000年	100.0	1.5	1.0	1.1	1.3	3.7	3.6	10.5	12.7	8.8	55.7
2006年	100.0	1.8	0.4	0.5	0.7	2.1	2.6	8.4	12.6	9.6	61.4
	(参考)キャピタル・ゲインの百分布										
1994年	100.0	3.9	2.7	2.8	3.0	7.6	6.4	13.8	14.9	9.7	35.2
2000年	100.0	1.4	1.0	1.1	1.3	3.7	3.6	10.3	12.8	8.8	56.0
2006年	100.0	2.2	0.5	0.6	0.7	2.3	2.7	8.5	12.5	9.5	60.6
	(参考)キャピタル・ロスの百分布										
1994年	100.0	25.6	11.2	10.1	8.3	16.7	9.8	11.5	5.2	1.0	0.5
2000年	100.0	17.0	8.2	8.3	7.2	17.6	13.2	18.0	7.9	1.7	0.9
2006年	100.0	23.0	6.8	5.9	5.7	14.3	12.2	20.3	9.0	1.8	0.9
	各所得階層のインカム・ゲイン(利子・配当)がそれぞれの申告所得に占める割合										
1994年	6.0	7.2	4.4	4.0	4.1	3.8	5.1	6.9	10.2	12.7	15.2
2000年	5.8	5.8	3.8	3.8	4.0	4.0	4.5	5.7	8.1	9.7	9.7
2006年	5.6	4.6	2.9	2.7	3.0	3.4	3.6	4.5	7.1	9.1	12.4
	各所得階層の正味キャピタル・ゲインがそれぞれの申告所得に占める割合										
1994年	3.3	0.6	0.7	0.7	0.9	1.2	2.0	4.0	7.8	13.2	27.1
2000年	9.2	1.8	1.3	1.4	1.7	2.1	2.9	5.7	12.0	19.4	41.8
2006年	8.9	2.5	0.6	0.8	1.0	1.4	2.0	3.8	10.1	17.7	38.5
	(参考)各所得階層の給与・賃金がそれぞれの申告所得に占める割合										
1994年	72.3	68.4	77.9	80.2	81.0	81.5	78.3	67.5	55.8	46.8	27.9
2000年	65.3	68.6	75.2	76.4	77.6	75.9	75.2	67.7	53.8	46.4	32.6
2006年	62.5	63.5	72.9	76.4	76.0	75.2	73.8	69.7	56.0	44.6	25.2

注) 個人所得税統計の調整済粗所得の階層（1994 年：14 階層、2000 年、2006 年：18 階層）を 10 階層に再集計。いずれも未調整粗所得は省いて各所得構成項目の総額で算出。申告総所得は、給与・賃金、利子（課税・非課税）、配当、ビジネス・専門所得（損失）、キャピタル・ゲイン（ロス）、資本資産以外の資産売却による所得（損失）、個人退職勘定（IRA）受取、年金、失業手当、社会保険受取、家賃・ロイヤルティ所得（損失）、パートナーシップ・S コーポレーション所得（損失）、不動産・信託財産所得（損失）、農業所得（損失）の 14 項目を合計している。

出所) U.S. Department of the Treasury, Internal Revenue Service ( www.irs.gov/taxstats ) のデータより作成。

このように、1994 年から 2006 年の間に、高額所得者層 特に最高所得層 への富の集中は、それに基づく所得の集中を生み出している。それを端的に表しているのが、表 4 である。この表は、インカム・ゲイン（利子・配当）とキャピタル・ゲインの百分布と所得階層別の各所得階層の申告所得に占める割合を 1994 年、2000 年、2006 年の 3 時点で見たものである。まず所得階層別の百分布から言えることは、インカム・ゲインにおいても

<sup>32</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System, 2007 Survey of Consumer Finance, Tables Based on the Internal Data ( http://www.federalreserve.gov/pubs/oss/oss2/2007/scf2007home.html ) を参照。

キャピタル・ゲインにおいても、高額所得層に偏在しているということである。納税申告者数の圧倒的 대부분は年収 7 万 5000 ドル未満（累積で約 8 割）であるにもかかわらず、インカム・ゲインやキャピタル・ゲインの 5 割以上は 10 万ドル以上の所得階層（2006 年納税申告者数の 11.9%）によって占められている。特に、正味キャピタル・ゲインの偏りは顕著で、100 万ドル以上の所得層（2006 年納税申告者数の 0.3%）がその過半を独占している（2000 年：55.7%、2006 年：61.4%）。参考までに挙げておいた正味キャピタル・ゲインを構成するキャピタル・ロスの分布を見ると、どの所得階層でも損失を被っているにもかかわらず、キャピタル・ゲインの分布は異常なまでに偏っていることが明らかであろう。しかも、インカム・ゲインと正味キャピタル・ゲインの高額所得層への偏在は、1994 年から 2006 年の間にさらに高まってさえいるのである。こうした傾向は、高額所得者層の申告総所得額に占めるキャピタル・ゲインの割合をいっそう高めているのであり、20 万ドル以上の所得層 特 に 100 万ドル以上の所得者層 においては、1994 年に比べてそのシェアを高めている。

このようにみれば、1990 年代以降に作り出された経済構造の下では、景気拡大の恩恵は等しく受けられてはいないことは明らかである<sup>33</sup>。確かに、所得階層別申告所得者の構成比からみれば全体の所得水準は高まったといえるが、それによって既存の所得格差は縮まることはなかった。特に所得構成項目のなかで比重が高まった実現キャピタル・ゲインからの所得は、高額所得者に大きく偏在しており、それはクリントン政権期のキャピタル・ゲインに対する最高税率の引き下げ（1997 年：28% → 20%）と G. W. ブッシュ政権期のさらなる税率の引き下げ（2003 年：20% → 15%）によって助長されたといえる<sup>34</sup>。資産市場に依存した経済構造は、景気拡大の成果を驚くべき不均等に分配する構造をも作り出したのである。それを、アメリカの所得格差の長期歴史的な視点からみれば、第 2 次世界大戦後から 1970 年代ごろまでの縮小から一転し、再び大恐慌以前の格差社会へと回帰しているものと見ることができる<sup>35</sup>。1990 年代以降における所得格差は、単なるフローの所得格差といえるものではなく、資産に基づいた所得格差なのである。

---

<sup>33</sup> なお、こうした高額所得層の実現キャピタル・ゲインがアメリカの貯蓄率に与えた影響や実現キャピタル・ゲインによる消費支出が貯蓄・投資バランスを通して経常収支赤字を生み出していた効果については重要な論点であるが、別稿に譲りたい。この論点による 1993～2000 年の間の分析は、板木 [2006] 第 8 章、を参照。

<sup>34</sup> キャピタル・ゲインをめぐる減税の論議については、塚谷 [2007] 126～133 ページ、を参照。

<sup>35</sup> Piketty and Saez [2003], 佐々木 [2008] などを参照。

## 小括

本稿は、1990年代半ばから2007年までのアメリカ経済を、「証券資本主義」という視角からとらえ直し、その時期における家計部門の所得格差を考察した。ここでは、本稿の分析で明らかにした諸点を示すとともに、そのインプリケーションについて触れておこう。

第1に、アメリカの「証券資本主義」は1990年代後半以降大きく進展した。年金や 뮤チュアル・ファンドを通じた「株式保有の機関化」が進んだことや経営者の報酬制度においてストックオプションの導入が拡大したことによって、企業のコーポレート・ガバナンスは大きく変容し、ROE重視の経営指向が強まっていった。また住宅ローン市場にみられたように、金融ビジネスの拡大と結びついて資産の証券化が拡大したのであった。

第2に、「証券資本主義」の進展によって、1990年代後半以降、資産市場に依存した経済構造が形成された。その間、全体として家計部門では個人年金や住宅といった生活に身近な資産の保有が拡大し、資産市場の価格に大きく依存した消費や負債の構造が作られ、それが景気拡大に大きく寄与したのであった。なお、それを支えるために、この間の経済政策も金融市場を重視して実施されるようになったのであった。

第3は、資産市場の価格に大きく依存した経済構造によって、資産に規定されたかたちで所得格差が拡大した。1990年代以降の景気拡大（1991～2001年、2001～2007年）は、一方でアメリカ国民全体の所得水準の全般的な増大をもたらしたが、他方でそれ以上に資産に規定された所得格差が拡大したのであった。景気拡大による資産市場価格の上昇の恩恵は、自由に売却可能な資産を持っているか否かによってほぼ決定されていたのであり、富の偏在は実現キャピタル・ゲインの偏在を生み出し、所得格差は拡大したのであった。

以上の分析からわかるように、株価や不動産といった資産市場における反転は、GDPの7割を構成する個人消費を直撃し、実体経済の不況へと連動している。それは「証券資本主義」が進展しているがゆえに、ROE重視を指向する経営戦略によって、ダウンサイジング（企業規模の縮小）やレイオフなどが行われるために、長期化する可能性がある。また、所得不平等を伴った実体経済の不況は、社会の不安定性を一挙に拡大する恐れがある。絶対的貧困や医療問題などの再燃はいうまでもなく、多民族国家であるがゆえのアメリカ最大の問題　人種問題を顕在化させることにもなりかねない。2009年1月、アメリカ史を大きく塗りかえて誕生したオバマ大統領は、金融危機への対応という問題だけではなく、アメリカ国民国家の再統合、「証券資本主義」アメリカの再編という難問をも抱えているのである。

## 参考文献

- 板木雅彦 [2006] 『国際過剰資本の誕生』 ミネルヴァ書房。
- 井村進哉 [2002] 『現代アメリカの住宅金融システム：金融自由化・証券化とリーテイルバンキング・公的部門の再編』 東京大学出版会。
- ウッドワード, ボブ [2004] 『グリーンスパン』 山岡洋一・高遠裕子訳、日本経済新聞社 (日経ビジネス人文庫)。
- 小林正宏・安田裕美子 [2008] 『サブプライム問題とアメリカの住宅金融市場』 住宅新報社。
- 坂井誠 [2007] 『現代アメリカの経済政策と格差：経済的自由主義政策批判』 日本評論社。
- 佐々木隆雄 [2008] 「1970年代以降のアメリカの所得格差の拡大 上位層への所得集中度の大恐慌以前への回帰を中心に」 『季刊 経済理論』 第45巻第1号、10~19ページ。
- シュレージンガー Jr., アーサー [1992] 『アメリカの分裂：多元文化社会についての所見』 都留重人監訳、岩波書店。
- 塚谷文武 [2007] 「『ニューエコノミー』と租税政策」 (中本悟編 『アメリカン・グローバリズム：水平な競争と拡大する格差』 日本経済評論社、所収、109~137ページ)。
- 豊福裕二 [2008] 「住宅ブームとアメリカ経済」 (井上博・磯谷玲編 『アメリカ経済の新展開：アフター・ニュー・エコノミー』 同文館出版、所収、135~156ページ)。
- 中本悟 [2003] 「アメリカ経済」 (松村文武・関下稔・藤原貞雄・田中素香編 『現代世界経済をとらえる Ver.4』 東洋経済新報社、所収、1~19ページ)。
- 日本銀行 金融市場局 [2008] 『金融市場レポート 2007年後半の動き』 1月、1~50ページ。
- 松井和夫 [1986] 『セキュリタイゼーション：金融の証券化』 東洋経済新報社。
- 峯岸誠・石崎寛憲 [2002] 「米国家計支出はなぜ堅調か：資産価格依存型支出行動の光と陰」 『日本銀行 調査月報』 8月号、199~246ページ。
- 横山史生 [2008] 「住宅ローン証券化商品の市場規模と価格形成」 『証研レポート』 (日本証券経済研究所 大阪研究所) 第1650号、10月、50~64ページ。
- 吉田健三 [2003] 「アメリカの企業年金：確定拠出型年金と金融ビジネス」 (渋谷博史・渡瀬義男・樋口均編 『アメリカの福祉国家システム：市場主導型レジームの理念と構造』 東京大学出版会、所収、155~186ページ)。
- 吉富勝 [1999] 「アメリカ経済 その新しい構造と新しい危機 証券資本主義の貫徹とその矛盾」 『世界』 665号、9月、144~153ページ。
- Berle, Adolf A. and Gardiner C. Means [1932] *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan. (北島忠男訳 『近代株式会社と私有財産』 文雅堂銀行研究社、1958年)
- Bhatia, Kul B. [1972] "Capital Gains and the Aggregate Consumption Function," *American Economic Review*, Vol.62, No.5, pp.866-879.

- Blinder, Alan S. and Janet L. Yellen [2001] *The Fabulous Decade: Macroeconomic Lessons from the 1990s*, New York: Century Foundation Press. (山岡洋一訳『良い政策 悪い政策：1990年代アメリカの教訓』日経 BP 社、2002年)
- Board of Governors of the Federal Reserve System [2009] *Flow of Funds Accounts in the United States: Annual Flows and Outstandings*, March 12. (<http://www.federalreserve.gov/>)
- Board of Governors of the Federal Reserve System [various issues] *Federal Reserve Bulletin*, Washington, D.C.: U.S.G.P.O.
- Bucks, Brian K., Arthur B. Kennickell, Traci L. Mach and Kevin B. Moore [2009] “Changes in U.S. Family Finances from 2004 to 2007: Evidence from the Survey of Consumer Finances,” *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 95, February, pp.A1-A56.
- Byrne, John A. [1999] “When Capital Gets Antsy: How Stock Churning is Reshaping Corporate America,” *Business Week Online*, September 13. ([http://www.businessweek.com/1999/99\\_37/b3646138.htm](http://www.businessweek.com/1999/99_37/b3646138.htm))
- Council of Economic Advisers (CEA) [various issues] *Economic Indicators*, Washington, D.C.: U.S.G.P.O. (<http://www.gpoaccess.gov/indicators/index.html>)
- Drucker, Peter F. [1976] *The Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism Came to America*, 1st ed., New York: Harper & Row. (上田惇生訳『新訳 見えざる革命：年金が経済を支配する』ダイヤモンド社、1996年)
- Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), *Statistics on Banking* (<http://www2.fdic.gov/>).
- Greenspan, Alan [2007] *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*, New York: Penguin Press. (山岡洋一・高遠裕子訳『波乱の時代』(上)(下)日本経済新聞出版社、2007年)
- Greenspan, Alan and James Kennedy [2005] “Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt on One-to-Four-Family Residences,” *Finance and Economics Discussion Series*, Washington, D.C.: Federal Reserve Board.
- Hawley, James P. and Andrew T. Williams [2000] *The Rise of Fiduciary Capitalism: How Institutional Investors can make Corporate America More Democratic*, Philadelphia: University of Pennsylvania Press.
- Hollenbeck, Scott and Maureen Keenan Kahr [2008] “Ninety Years of Individual Income and Tax Statistics, 1916-2005,” *SOI Bulletin*, Vol.27, No.3, Winter, pp.136-147.
- International Monetary Fund (IMF) [2008] *Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging Macroeconomic Implications and Policy*, October, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Kahle, Kathleen M. [2002] “When a Buyback isn’t a Buyback: Open Market Repurchases and Employee Options,” *Journal of Financial Economics*, Vol.63, Issue 2, February, pp.235-261.
- Kennedy, Allan A. [2000] *The End of Shareholder Value: Corporations at the Crossroads*, Cambridge, Mass.: Perseus Publishing. (奥村宏監訳、酒井泰介訳『株主資本主義の誤算』)

短期の利益追求が会社を衰退させる』ダイヤモンド社、2002年)

- Kuznets, Simon [1953] *Shares of Upper Income Groups in Income and Savings*, New York: National Bureau of Economic Research.
- Mauboussin, Michael J. [2006] “Clear Thinking about Share Repurchase,” January 10, pp.1-29. ([www.lmcm.com/pdf/ClearThinkingAboutShareRepurchase.pdf](http://www.lmcm.com/pdf/ClearThinkingAboutShareRepurchase.pdf))
- Myrdal, Gunnar [1944] *An American Dilemma: The Negro Problem and Modern Democracy*, New York: Harper & Row.
- Piketty, Thomas and Emmanuel Saez [2003] “Income Inequality in the United States, 1913-1998,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol.118, Issue 1, February, pp.1-39.
- Seltzer, Lawrence H. [1951] *The Nature and Tax Treatment of Capital Gains and Losses*, New York: National Bureau of Economic Research.
- U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis (BEA), National Income and Product Accounts (NIPA) Tables. (<http://www.bea.gov/>)
- U.S. Department of Commerce, Economics and Statistics Administration, U.S. Census Bureau [2008] *Income, Poverty, and Health Insurance Coverage in the United States: 2007*, Current Population Reports, Consumer Income, P60-235, Washington, D.C.: U.S.G.P.O.
- U.S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics (BLS) [various issues] *Employment and Earnings*, Washington, D.C.: Bureau of Labor Statistics.
- U.S. Department of Labor, Employee Benefits Security Administration (EBSA) [2008] *Private Pension Plan Bulletin Historical Tables*, February, Washington, D.C.: U.S. Department of Labor.
- U.S. Department of the Treasury, Internal Revenue Service [various issues] *Statistics of Income (SOI) Bulletin*, Washington, D.C.: U.S.G.P.O. ([www.irs.gov/taxstats](http://www.irs.gov/taxstats))
- U.S. President, Council of Economic Advisers (CEA) [2008] *Economic Report of the President transmitted to the Congress February 2008: together with the Annual Report of the Council of Economic Advisers*, Washington, D.C.: U.S.G.P.O.
- Useem, Michael [1996] *Investor Capitalism: How Money Managers are Changing the Face of Corporate America*, New York: Basic Books.
- Wolff, Edward N. [2004] “Changes in Household Wealth in the 1980s and 1990s in the U.S.” *Levy Economics Institute Working Paper*, No.407, May, pp.1-46.