

テーマ：家計の労働所得とリスク資産の保有 発表日：2008年7月11日(金)

～家計の少ないリスク資産投資の背景に年功賃金制度～

第一生命経済研究所 経済調査部

エコノミスト 鈴木 将之 (03-5221-4547)

(要旨)

- 家計の所得として主に労働の対価としての労働所得がある。他には利子、配当などの財産所得があり、家計は複数の経路から所得を得ている。そのうち、労働所得の動向をみると、2000年代の景気回復により企業があげた収益は、もっぱら企業内に留保され、労働者にはあまり配分されていない。また、低金利や株式の保有構成比率の変化など金融環境の変化により、家計の財産所得も伸びていない。そのため、①労働所得をどのように増加させるのかと、②財産所得など他の収入先をどのように確保するのかが家計の所得を増加させるための焦点となる。
- 他の収入源として、株式・債券などのリスク資産からの所得に焦点をあてて考えてみる。日本の家計の株式保有は他の国と比較すると多くない。それは家計の選好の問題以外に制度的な要因がある。その理由の1つが雇用制度にある。年功賃金制度は若年期に生産性よりも低い賃金で労働者を雇用する。企業は、その差額を投資して企業収益をあげ、その一部を労働者が年齢を重ねてから、支払うという構造にある。言い換えると、現在の賃金を将来の企業収益の一部に代替することになり、それゆえリスクが増加する。家計は現在の賃金よりもリスクの高い資産を保有する状態になるので、家計は合理的な意思決定により、株式などのリスク資産を保有しなくなる傾向にある。
- 労働所得への配分を増やすことに加えて、株式などのリスクのある金融資産を保有するインセンティブのあるような雇用環境および経済制度設計が求められる。大きな枠組みとして、「現在の年功型賃金の上昇する傾きを緩やかにして若年層の賃金を生産性に近づけるような雇用制度」にすることがその1つである。これにより、若年層が持つ貯蓄が増加するので、株式などへの投資も増加し、財産所得を増加させる。労働以外の経路からの所得を増加させることができる。このような制度や環境の下では労働市場の流動化が進み、より競争的になり資源配分の効率化が図られるようになる。

○伸び悩む家計の所得

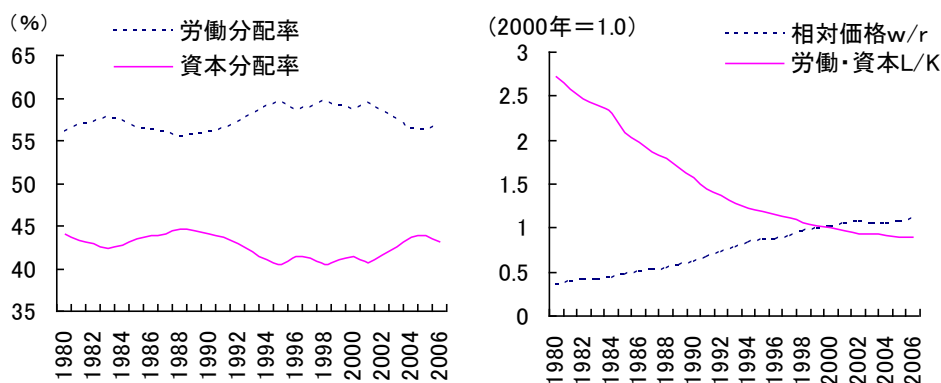
内需拡大が、今後の日本経済の成長において重要な課題と考えられる。内需において大きなウェイトを占める消費の拡大がポイントとなり、消費の拡大には、家計の所得の確保が必要である。国内で生み出された付加価値は、税・補助金を除くと労働所得か資本所得に配分される。労働分配率の動きをみると、1990年代前半において増加しているが、その伸びは次第に鈍化し、2000年以降は低下傾向にある（資料1左）。ここ数年の水準は、1980年代前半の値に近づいてきている。

1990年代以降の企業経営をみると、不景気の中でコスト削減のためにいくつかの方法がとられてきた。1つに中国などをはじめとする低賃金の海外に工場を移転することである。相対的に賃金の低い労働者を雇うことでコスト削減を図った。国内では、設備投資を進め、雇用する労働者を削減した。一方、正規雇用の労働者を削減し、非正規雇用の労働者を増加させて弾力的な生産を試みてきた。正

規雇用者は、雇用調整が主に労働時間（残業など）である一方、非正規雇用者は契約期間が予め定まっているため、弾力的な対応がとれることからコスト削減に重要な役割を果たしてきた。また、国内労働市場において、不況下で生産性の高い部門から低い部門に労働力が移動することで、平均賃金が低下するような動きも一部にあった。

これらを経済学的に考えると、企業は利潤を最大化させるために労働と資本の投入量を決めたといえることができる。このとき、重要な役割を果たすのが、賃金（ w ）と資本サービス価格（ r ）の相対価格（ w/r ）である。相対価格（資料1右）は1990年代前半にかけて上昇し、その後は緩やかに上昇している。これは相対的にみて賃金よりも資本サービス価格が安くなっている（もしくは賃金のほうが資本サービス価格よりも相対的に高く）様子を表している。資本サービス価格が相対的に安くなると、生産工程に資本をより多く利用しようとする動機が強まる。そのため、企業の行動を考えると、労働に対するコストを減らし、投資を増やそうとする。また、短期的にみると可変費用となるのは労働コストであるので、実際に企業のリストラでは労働コスト削減が主に行われてきた。これらが、実体面、理論面からみた日本の家計の所得が伸び悩む理由の1つだと考える。

資料1 分配率の推移と労働・資本



（出所）内閣府『国民経済計算』、『民間企業資本ストック年報』、総務省『労働力調査』、厚生労働省『毎月勤労統計』から計算。

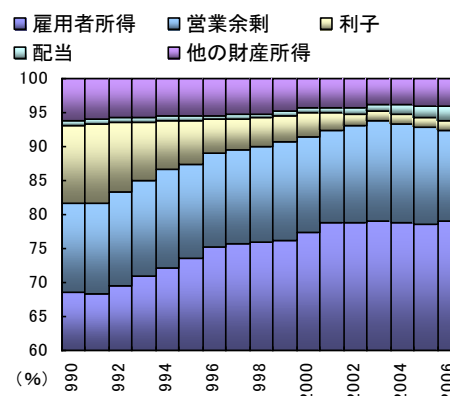
○労働所得に依存している家計

家計の所得は労働の対価として得るもののみではない。たとえば、株式を保有していれば配当、預金があれば利子などの所得がある。家計の受けとる所得の構成（資料2）をみると、雇用者報酬の割合が年々高まっており、他の所得が減っている。

一方、企業サイドからみると、2000年以降経常利益は拡大し、配当金の支払いも増えている（資料3）。社内留保も拡大しており、今回の景気回復期に企業があげた利益が社内留保として配分され、労働者の賃金に回らなかった様子がみられる（資料4）。とくに10億円以上の大企業において、この比が1980年以降で最も高いことが特徴的である。

このように、企業があげた収益は労働者に報酬として支払われず、企業の内部留保と配当に向けられる部分が少なくない。労働所得に配分されなかった部分が、配当として家計に回るという経路が機

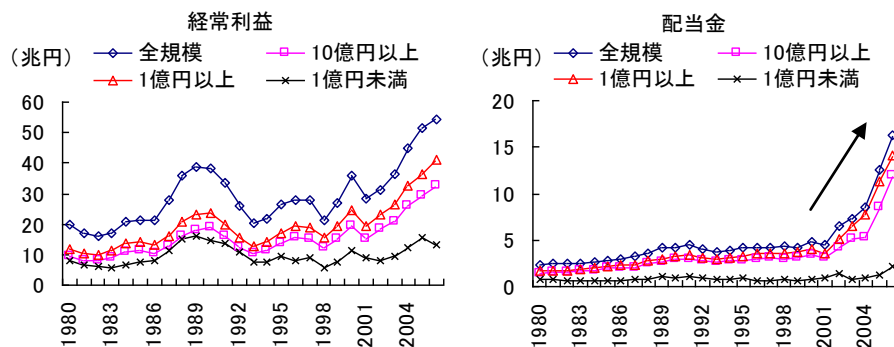
資料2 家計の収入の内訳



（出所）内閣府『国民経済計算』（注）個人企業を含む

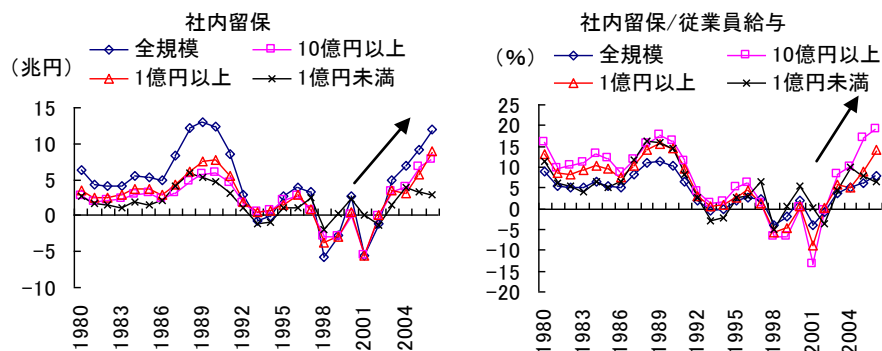
能していない現状が確認できる。

資料3 全産業規模別の経常利益と配当金



(出所) 財務省『法人企業統計』

資料4 全産業規模別の社内留保と社内留保/従業員給与比



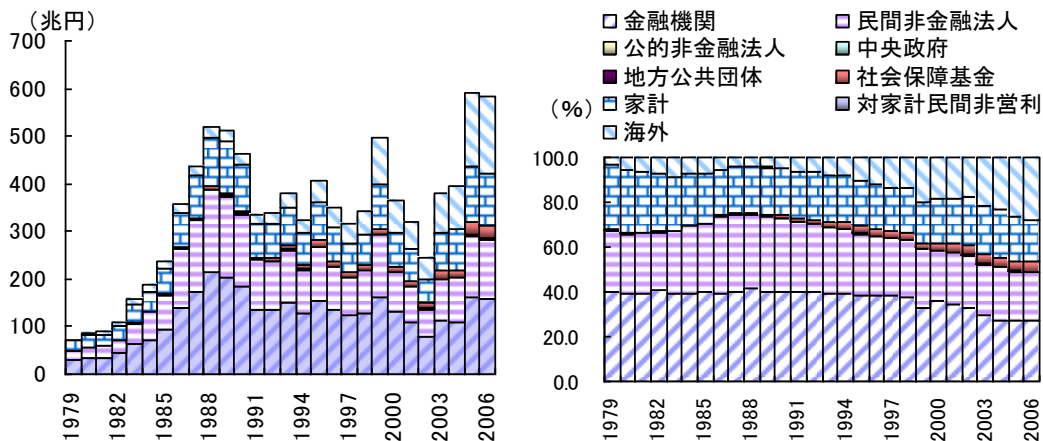
(出所) 財務省『法人企業統計』

配当金や、消費への資産効果などを考える上で、株式保有の構成を確認しておく（資料5）。株式の保有時価をみると、バブル崩壊以降は減少していたが、近年回復しており、バブル期よりも多い。この間、株式の保有構成は大きく変化し、40%程度を占めていた金融機関が27%まで減少した。また、一時期30%程度であった民間非金融法人も21%台と低下した。これは国内での持ち合い関係が弱まったことを反映している。また、家計の保有も1979年には30%近くあったが、緩やかに減少して2005年以降20%を下回った。その一方で、1980年代には1桁台であった海外の保有が高まり、2006年には28%とほぼ3割まで上昇した。

このような株式の保有構成をみると、企業が配当を増額しても、海外へ流出する分が増え、国内、とくに家計に回りにくい傾向にあると考えられる。そのため、企業が増額した配当の影響が家計を通じて消費に回りにくい構造になりつつある。

また、家計の有価証券の保有構成比をみると（資料6）、第Ⅴ階級（年収の5階級のうち最も高い階級）が家計全体の35%程度を保有している。一方、第Ⅰ階級（最も年収の低い階級）では10%弱である。このように有価証券の保有構成は大きく偏っており、この傾向は2002年以降で安定している。そのため、配当などの所得を考えると、全ての家計に一律に影響があるのではなく、ある特定の年収階級に影響が生じると考えられる。

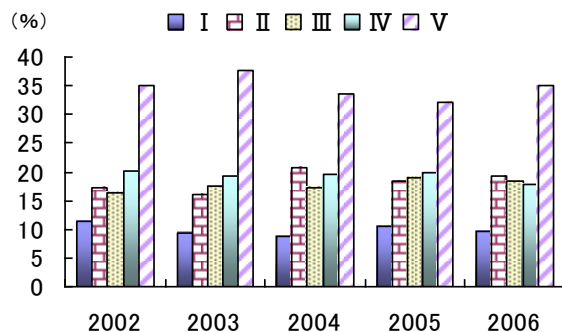
資料5 株式の保有時価構成（残高）とその構成比（％）



（出所）日本銀行『資金循環統計』

所得の構成を国際比較してみると、日本の財産所得の少なさがわかる（資料7）。データの違により比較には注意が必要だが、総じてヨーロッパの国では所得のうち移転が大きい。また、ベルギー、デンマーク、フィンランド、ドイツなどでは財産所得も大きな割合となっている。財産所得の比較的小さい国は、日本、韓国、ポーランド、イギリスなどである。しかし、韓国、ポーランド、イギリスは移転がかなりあり、雇用所得に依存している部分が小さい。そのため、所得を得る経路が複数存在することになっている。それゆえ、様々な環境の変化に対して、リスクを分散するような構造となっている。しかし、日本は雇用所得（＝労働所得）に完全に依存している構造といえる。

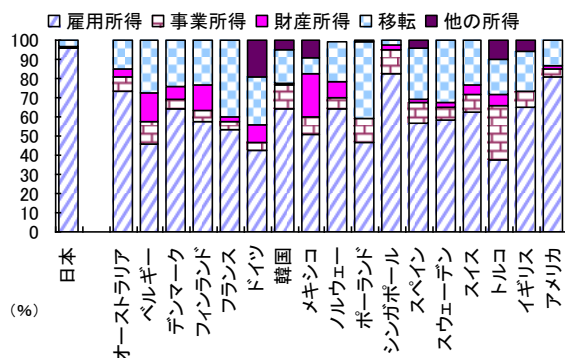
資料6 家計の年収階級別の有価証券保有構成比



（出所）総務省『家計調査』

（注）Ⅰ～Ⅴは年収階級の第Ⅰ階級～第Ⅴ階級を表す。

資料7 所得構成の国際比較



（出所）ILO *Labour Statistics Database*、総務省『家計調査』

（注）日本は『家計調査』、その他の国はILO統計からであり、統計の相違や国による所得概念の相違などにより構成項目の概念が厳密に一致しているとは限らない点には注意が必要。移転は社会保障給付、海外からの送金、その他からなる。

○消費への寄与の小さい財産所得

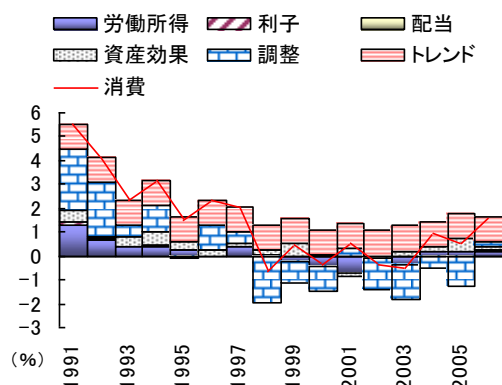
以上のように家計にとって配当、利子の財産所得があまり伸びない構造にあることが確認される、つぎに、そうした構造が消費にどの程度の影響力をもつのかをみる。ここでは一般的なマクロの消費関数を想定し、そこに財産所得（資産効果）の影響を加える方法をとった。

消費の伸びは、消費のトレンドや習慣形成や調整などを除くと、家計は労働所得を源泉に消費活動を行っている（資料8）。配当や利子などの財産所得が消費の増加に寄与している部分はかなり小

いため、消費が労働所得にほぼ依存しており、その所得が減少することが消費を減少させることとなるため、内需の浮揚力を弱めている。

消費を増やすためには、①労働所得を増加させること、②利子や配当などの財産所得を増加させ、労働所得以外の経路を確保することの2つが重要である。前述の所得構造を踏まえると、とくに構成比の小さい後者の役割を強化することが必要であると考えられる。そこで、財産所得を増加させるためには、株式・債券などの有価証券の家計保有を拡大する必要がある。では、なぜ、日本の家計はそのような資産を保有しないのかについて考えてみる。

資料8 消費の伸びの要因分解



期間別の要因分解

	90-94	95-99	2000-
労働所得	0.69	0.10	-0.13
利子	0.08	0.01	0.00
配当	0.01	0.00	0.00
資産効果	0.36	0.27	0.13
調整	1.60	-0.28	-0.71
トレンド	1.06	1.06	1.06
消費	3.79	1.15	0.34

(出所) 内閣府『国民経済計算』より推計。消費関数の推計についての詳細は Appendix A を参照のこと。

(注) 表中の「調整」は長期的に安定した所得と消費の関係から外れた前期の消費額を調整するものである。

例えば、駆け込み需要により前年に消費が増加したならば、次の年にはその分消費が減少するような調整メカニズムを表している。

○家計の少ないリスク資産投資の背景には年功賃金制度

日本の家計の所得は主に賃金に依存しており、株式などに投資することにより所得を得ることは近年増加しつつあるが、諸外国と比べるとあまり大きくない。この理由として考えられるのは、家計が危険回避的であることである。しかし、他の消費行動などをみても諸外国の消費に比べて顕著な危険回避的なところはあまり見られない。つまり、日本の消費者の選好の問題ではないようである。

他に考えられる要因は制度・環境であり、株式などに投資しないことが消費者の合理的な選択であるということである。米澤他（1998）では、年功賃金制度により家計は合理的にリスク資産（株式など）に資産を配分していないことが示唆している。ここでは、2000 年代においても、そのような構造が成り立っているのかを確認する。

年功賃金制度を説明するものとして、①人的資本説、②生計費、③インセンティブ説などがある。①人的資本説では年齢が上昇するにしたがい企業内での勤続年数が増え、それにより企業で必要とされる能力を獲得するので、生産性が上昇する。そのため年齢が増加するに従い能力に見合った賃金も増加するというものである。②生計費では年齢が増加するに従い、家庭を持ち子育てなどの費用が相対的にかかるようになるため、年齢が高くなるにつれて賃金を高めるような制度を構築しているというものである。③インセンティブ説では、若年期に生産性よりも低い賃金しか与えず、老年期に生産性よりも高い賃金を与えることにより、継続して企業に勤続するように労働者にインセンティブを与えるものである。

③によると、労働者は若年期に受けとるべき賃金を回収するために企業に継続的に勤続する一方、

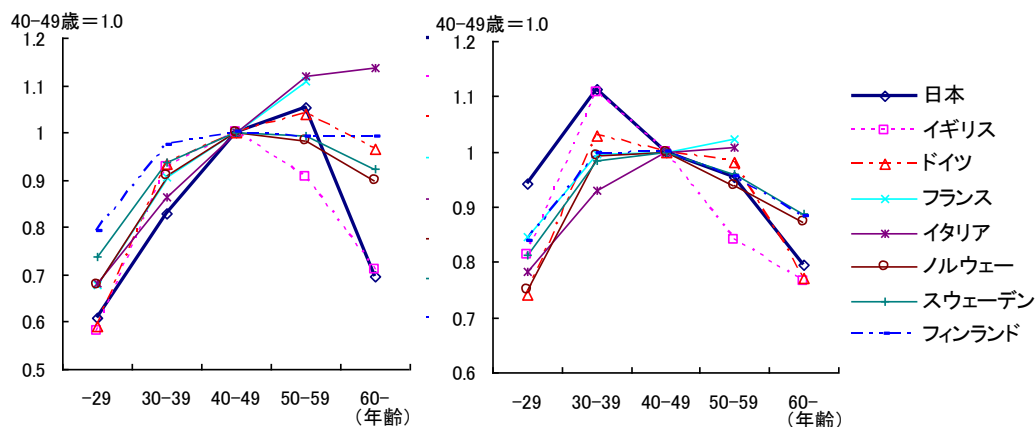
企業は労働力を長期的に確保することが可能となる。しかし、生産性と賃金の差が、労働者にとってはマイナスに寄与しているということが以下のポイントである。若年期に受けとらなかった賃金（若年期の生産性と受けとる賃金の差）は企業内に留保される。これは何らかの形で投資され、利益を生む。その利益の一部を老年期になって受けとる。受けとらなかった賃金は、「強制的に出資している資金」と見なせる。しかも、企業の収益動向に依存しているため、預金などに比べるとリスクが高い資産であると労働者は認識するようになる。そのリスク資産を若年期に保有しているため、合理的にそれ以上に株式などの危険資産を保有するインセンティブが低く、預金などの安全資産に回すことが資産のポートフォリオとして合理的な行動になる。

米澤他（1998）のモデルを用いて推計された式（Appendix B）から、次のようなことがわかる¹。

- (i) リスク資産は所得が増加するにつれて増加する（推計された式の係数+1.58）。
- (ii) 世帯主年齢がある一定まで増加するまでリスク資産は増加し、それ以降になると減少する（世帯主年齢の1次の係数が0.07、2次の係数は▲0.001）。これは若年期に危険資産の保有を行わず、ある年齢になると保有し、さらに引退期になるとそれらを手放すことを表している。
- (iii) トレンドの係数がプラス（+0.01）で、近年株式の保有比率が高まっていることを示している。
- (iv) 世帯人員数が増加するとそれに伴いコストが増加するのでリスク資産に配分する所得が少なくなることを意味している（係数▲0.04）。

とくに、(ii)が重要であり、現状においても年功賃金制度により若年期に生産性よりも低い賃金を受け取り、それが投資と同様のリスク資産への所得配分として機能している。すなわち、家計の保有するリスク資産が少ない背景には、年功賃金制度があるということである。そのため、若年期のリスク資産への配分が少なくなり、結果として家計のリスク資産への配分も少なくなっている。それに従い、配当などによる所得も小さなものになり、労働所得に依存した所得構造になっている。

資料9 賃金プロファイルの国際比較（左：男、右：女）



（出所）労働政策研究・研究機構『データブック国際労働比較』、European Union, *Structure of Earnings 2002*

（注）日本は「きまって支給する現金給与額」、EU各国は月間平均収入額である。また、男女とも、40-49歳の賃金を1.0とする指数にしている。

以上のように、年功賃金制度がリスク資産保有に対して影響を及ぼしていることが示唆される。他の国ではこのような賃金制度になっているのかについて、賃金プロファイルを各国別に比較してみる

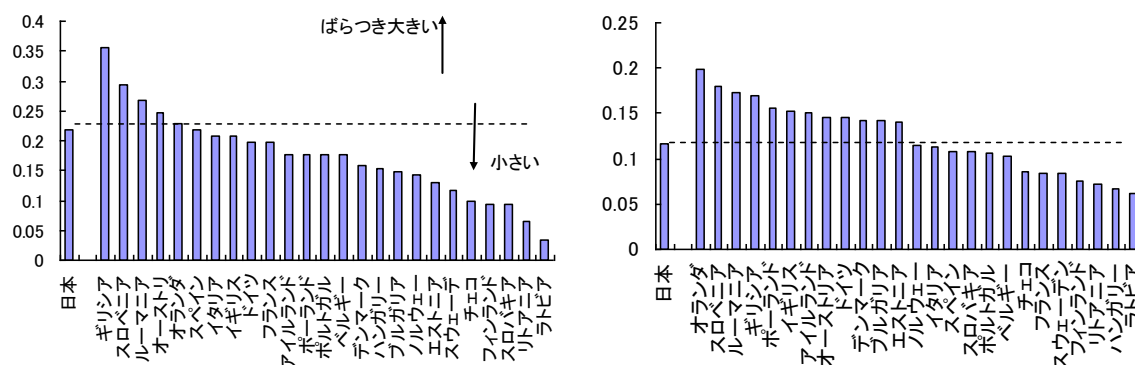
¹ 詳しくは、米澤康博・松浦克己・竹澤康子（1998）「年功序列賃金制度と株式需要—何故、わが国家計の株式需要は少ないのか—」郵政研究所ディスカッションペーパー・シリーズ No.1998-14 を参照。

（資料9）。ヨーロッパ諸国の国と比較すると、日本の男性労働者の賃金が若年層・高齢層で低くなっている。これは若年期において賃金が低く、年齢が高くなるにつれて賃金が上がり、その上昇率が大きいことを示している。また、高齢層になると、賃金が減少する。このため、他の国と比較すると、日本の賃金プロファイルがフラットではなく、年齢により賃金の差が大きいことになる。一方で女性労働者は若年期が高いが、年齢が高くなると減少し、高齢層で賃金が低くなる様子が見られる。

賃金プロファイルの年齢による差（年齢による賃金のばらつき）を見るために、変動係数を計算した（資料10）。これを見ると、ヨーロッパ諸国と比較すると、男性労働者の年齢による賃金のばらつきが大きい傾向にある。一方で、女性労働者について平均的なばらつきに近い。

女性労働者は、高齢層になると賃金が低くなる傾向にあるが、若年層で賃金が相対的に高いので、年齢を通じてみると、ヨーロッパ諸国の平均程度の賃金のばらつきになる。しかし、男性労働者は若年層・高齢層ともに賃金が低い賃金体系であるため、年齢による賃金のばらつきが大きくなっている。

資料10 年齢による賃金の変動係数（左：男、右：女）



（出所）労働政策研究・研究機構『データブック国際労働比較』、European Union, *Structure of Earnings 2002*

（注）変動係数＝標準偏差／平均。年齢区分は29歳以下、30-39歳、40-49歳、50-59歳、60歳以上の5区分。

○リスク資産の保有が可能な制度設計へ

株式などの保有を増加させ、そこからの所得を増加させることが、内需拡大に結びつくことを前提に、報酬体系などのような制度が望ましいのかについて考えてみる。

代替的な制度として成果主義による制度がある。成果主義は労働者の生産性に賃金を等しくしようとする制度、言い換えると、アウトプットに応じて報酬を設定する制度であり、従来の年功賃金制度とは異なるものである。成果主義の場合には、若年であっても成果があれば、それに応じた所得を得ることができる。言い換えると、成果がなければ年齢が高くとも、所得は伸びないことになる。また、能力主義として、仕事の成果だけではなく、保有している能力（潜在能力）を合わせて評価する方法などもある。成果主義には、労働意欲を向上させてり、評価がより公平になったり、経営合理化を促進することができたりと利点もある。

しかし、その一方で、一般的に考えられるように、経験年数の増加による人的資本の蓄積により能力が上昇し、所得も高くなる場合、年功賃金制度と成果主義の相違がわかりにくい。また、成果をどのように評価するのかが問題となる。成果を評価するには、できる限り客観的で明確な基準が必要となるが、明確な評価基準が設定できない業務もある。また、短期的な成果を志向しがちで、長期的な計画や経営に合致しない傾向にある。こうして、一部の企業では、成果主義を導入したもの上手く機能しないために従来の年功賃金制度に戻している。

そこで、現行制度下において実現性のある方法（より円滑に移行できる）は、年功賃金制度を維持しながらも、「若年期の生産性と賃金の差を小さくすることにより、年功賃金制度という雇用制度による危険資産の保有を小さくすること」と考えられる。これにより、能力のある若年層の所得が増加し、その一部を株式などに配分し、所得を増加させ、結果として消費を拡大することになる。

このように、株式などの相対的にリスクの高い資産を保有して、そこからの所得を増加させるという視点から考えると、雇用環境や制度などから包括的に変えていくことが必要となる。

<参考文献>

米澤康博・松浦克己・竹澤康子、（1998）、「年功序列賃金制度と株式需要一何故、わが国家計の株式需要は少ないのかー」、郵政研究所ディスカッションペーパー・シリーズ、No.1998-14。

<Appendix A>消費関数

一般的なマクロの消費関数に金融資産を加えることで資産効果を把握する。各変数を x : 実質消費支出、 k : 実質金融資産、 y : 実質可処分所得と定義する。また書く変数は対数をとる。単位根検定（ADF 検定）の結果、全ての変数が $I(1)$ であると判断する。また、共和分検定（Johansen 検定）の結果、共和分ベクトルが 1 つあると判断されるので、長期的に関係式であるとみなす。この残差を用いて ECM（Error Correction Model）を推計する。

単位根検定（ADF 検定）

		$\ln(x)$	$\ln(k)$	$\ln(y)$
level	t-statistic	-2.213	-0.011	-1.838
	p-value	0.209	0.944	0.349
1st dif.	t-statistic	-2.876	-3.460	-3.283
	p-value	0.072	0.025	0.035

共和分検定（Johansen 検定）

Trace				
Hypothesized		Trace	0.05 Critical	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	value	Prob.**
None *	0.974	76.464	42.915	0.000
At most 1	0.610	21.930	25.872	0.143
At most 2	0.405	7.792	12.518	0.269

Maximum Eigenvalue				
Hypothesized		Max-Eigen	0.05 Critical	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	value	Prob.**
None *	0.974	54.534	25.823	0.000
At most 1	0.610	14.138	19.387	0.245
At most 2	0.405	7.792	12.518	0.269

<長期的関係式>

$$\ln x = 3.30 + 0.24 \ln y + 0.45 \ln k$$

$$(3.37) \quad (2.94) \quad (18.36)$$

$$R^2 : 0.967 \quad \text{Adj-}R^2 : 0.963 \quad \text{推計期間 } 1990\text{-}2006$$

<ECM>

$$d \ln x_t = 0.01 + 0.23 d \ln y_t + 0.08 d \ln k_t - 0.39 e_{t-1}$$

$$(3.36) \quad (2.52) \quad (0.96) \quad (-2.19)$$

$$R^2 : 0.469 \quad \text{Adj-}R^2 : 0.336 \quad \text{推計期間 } 1991\text{-}2006$$

<Appendix B>

米澤他（1998）では、以下のようなモデルを用いている。まず、ある個人のライフサイクルについて考える。第 1 期の若年期に生産性に見合った所得 W_1 から強制的な出資金 Z をひかれた賃金をえて、安全資産 B_1 とリスク資産 S_1 と消費 C_1 に配分する。第 2 期の老年期には強制的な出資金は企業の内部留保を経由して投資され、そこから利益（収益率 r_z ）を得るので、生産性に見合った賃金に加えてその利益を受けとる。また若年期に投資していた安全資産（収益率 r ）、リスク資産（収益率 r_s ）から利益をえる。その所

得を消費と安全資産、リスク資産に配分する。第3期の引退期では前期に投資していた資産からの所得により消費を行う。

$$\max U(C_1) + E \frac{U(C_2)}{1+\rho} + E \frac{U(C_3)}{(1+\rho)^2}$$

$$\text{s.t. } C_1 = W_1 - Z - S_1 - B_1, \quad C_2 = W_2 + (1+r_z)Z + (1+r_{s1})S_1 + (1+r)B_1 - S_2 - B_2, \quad C_3 = (1+r_{s2})S_2 + (1+r)B_2$$

若年期において強制的な投資とリスク資産の収益率が完全に相関すると仮定すると、強制的な投資と危険資産は無差別になる。最適化の結果は、「消費」と「安全資産」と「リスク資産+強制的な投資」 $X_1 \equiv S_1 + Z$ の配分となり、リスク資産の需要は、 $S_1 = X_1 - Z$ となる。

強制的な投資は観察不可能な変数であるので、次のような仮定をおく。強制的な投資は恒常所得 W_p と若年期の生産性に見合った賃金の差 $Z = W_p - W_1$ として定義する。恒常所得と消費の関係 $C_1 = k^{-1}W_p$ から恒常所得を消費の関数ととらえる。

資産選択の結果、リスク資産保有比率 θ は危険回避度 λ と利子率の積 $\theta = X/(X+B) = \lambda^{-1}r$ として表現される。ここで危険回避度を保有資産が増加するにしたがい低下するものと仮定すると、 $\lambda^{-1} = c + d \log(X+B)$ とあらわされる。利子率の影響を一定として、近似すると、 $\theta = c + d \log B$ となる。ここで、安全資産あたりのリスク資産保有比率を考えると、

$$\frac{S}{B} = a_0 + a_1 \frac{W}{B} + a_2 \frac{C}{B} + a_3 \log B$$

となる。ここで、想定される仮説は $a_1 > 0, a_2 < 0, a_3 > 0$ である。

また、世帯主年齢とともにリスク資産の保有が増加し、ある程度の年齢まであがると反対に減少する場合を想定すると、

$$\frac{S}{B} = a_0 + a_1 t + a_2 t^2 + a_3 \log B$$

である。また、 S/B は非負であるので、OLSによる推計ではなくTobitモデルとして推計した。

推計結果は、以下ようになった。ただし、 age は世帯主年齢、 m は世帯人員である。また、 S はリスク資産として株式・株式投資信託とする。

$$\frac{S}{B} = -2.059 + 1.575 \frac{W}{B} + 0.052 \log B + 0.066 age - 0.0006 age^2 + 0.01 trend - 0.038 m$$

$$(-5.493) \quad (3.359) \quad (3.993) \quad (4.462) \quad (-4.639) \quad (16.471) \quad (-2.176)$$

$$R^2 : 0.708 \quad \text{Adj-}R^2 : 0.700 \quad \text{Log-likelihood} : 682.278 \quad () \text{内は漸近的 } t \text{ 値}$$

理論的に考えられる制約 $a_1 > 0, a_2 < 0, a_3 > 0$ は満たしている。また漸近的t値も各係数が0であるという帰無仮説を有意水準1%で棄却するので、「若年層が保有するリスク資産の少なさの背景には年功賃金制度がある」ということになる。