

金融危機下における家計金融資産の動向

- 消費者マインドへの影響は高まる傾向に

日本リサーチ総合研究所 調査研究部
主任研究員 藤原 裕之 03-5216-7314
hiroyuki.fujiwara@research-soken.or.jp

今般のサブプライム危機により、我が国の家計金融資産は91年バブル崩壊時を上回る価格変動に見舞われている。資金は株式から定期性預金など安全資産へ向かっており、順調に拡大してきた投資信託への資金流入は足元鈍化傾向にある。近年、金融資産価格の変動と消費者マインドの関連性はより強まる傾向にあり、最近の株価急落が消費者マインドを急激に悪化させ、想定以上に個人消費の下押しをもたらす恐れがある。

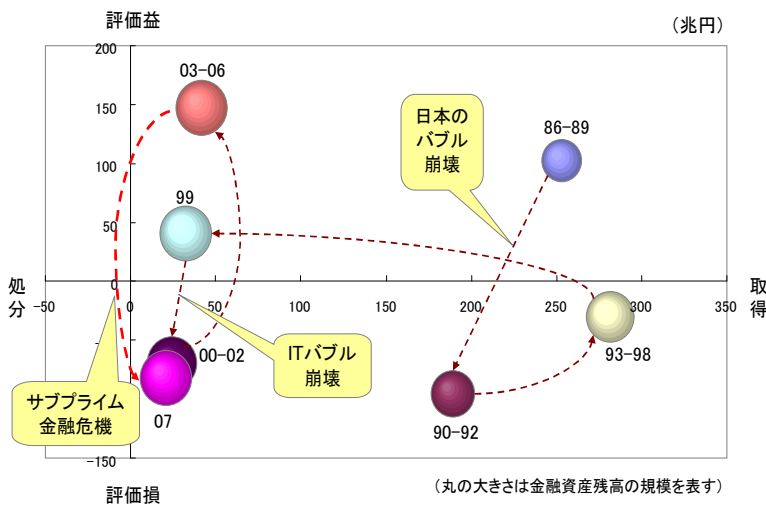
家計金融資産の時価変動の大きさは91年のバブル崩壊時を上回る

米国のサブプライムローン問題（信用力の低い個人向け住宅融資）に端を発する未曾有の金融危機は、株価の暴落、急激な円高等を通じ、我が国の家計金融資産へも深刻な影響を及ぼし始めている。

これまでも、91年の日本のバブル崩壊、97～98年のアジア/ロシア通貨危機、2000年のITバブル崩壊など、内外金融市場の混乱によって家計金融資産は大きな変動に晒されてきた。

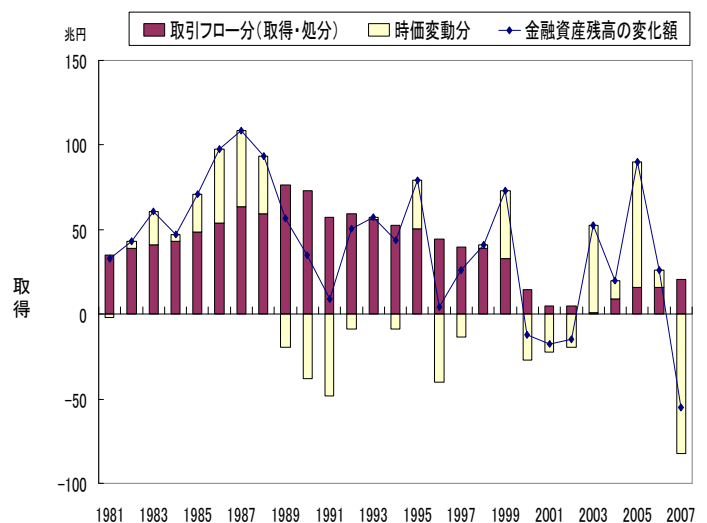
家計金融資産全体の変化を、時価変動分、取引フロー分（取得/処分）に分けてみた場合、主に2つの特徴がみとれる（図表1）。1つは、今般のサブプライム危機による家計金融資産の時価変動の大きさ（03-06年度の上昇局面～07年度の下落局面）は、90年代のバブル時（86-89年度の上昇局面～90-92年度の下落局面）をも上回っている¹。2つめは取引フローの変化であり、金融資産の取得額（積み増し）が90年代から減少している点にある。これを年度毎の時系列で見ると、91年のバブル崩壊以降、家計金融資産の取得額は減少傾向にあり、2000～2003年度の増加幅はほぼゼロに近く、賃金カットやリストラ等による家計収入の減少分を貯蓄の取り崩しで補っていたことが伺え

図表1 家計金融資産の評価額と取引フロー（期間別比較）



(出所) 資金循環統計(日本銀行)より作成

図表2 家計金融資産の評価額と取引フローの推移



(出所) 日本銀行

¹ 図表は07年度までの数値であるため、今年第3四半期以降の市場急落を含めると変動幅は更に大きくなると見込まれる。

資金は株式から定期性預金など安全資産へ

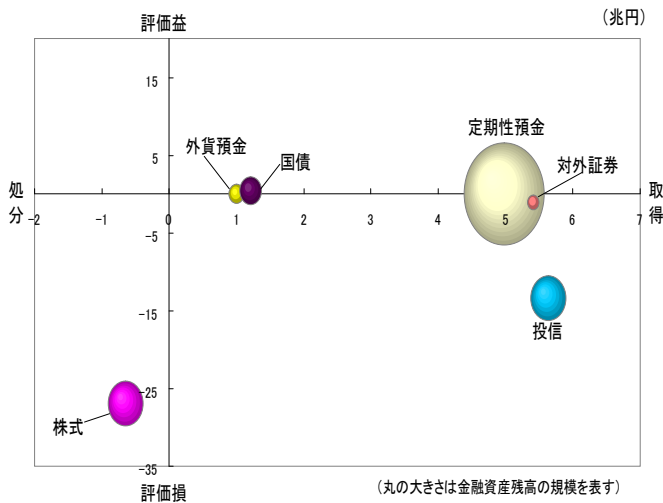
投信への資金フローは足元縮小気味

る（図表 2）。景気が回復し始める 2005 年頃からようやく貯蓄積み増しの動きがみえてきたが、その矢先に今回の金融危機が起きたことになり、家計としてはジェットコースターに乗せられているような状況であろう。

次に、サブプライムローン問題が顕在化する昨年 7 月以降の家計金融資産の価格変動と資金フローの動きを商品別にみると、定期性預金や投資信託への資金流入（取得）が目立つ一方、上場株式からは資金が流出（処分）する状況となっている（図表 3）。昨年 7-9 月期から今年 4-6 月期までの間、定期性預金に 4.9 兆円、投資信託に 5.6 兆円の資金が流入し、上場株式からは 0.6 兆円の資金が流出している。時価変動の動きをみると、上場株式は約 30 兆円の評価損となり、資金流入超となっている投資信託も 13 兆円の評価損を示している。

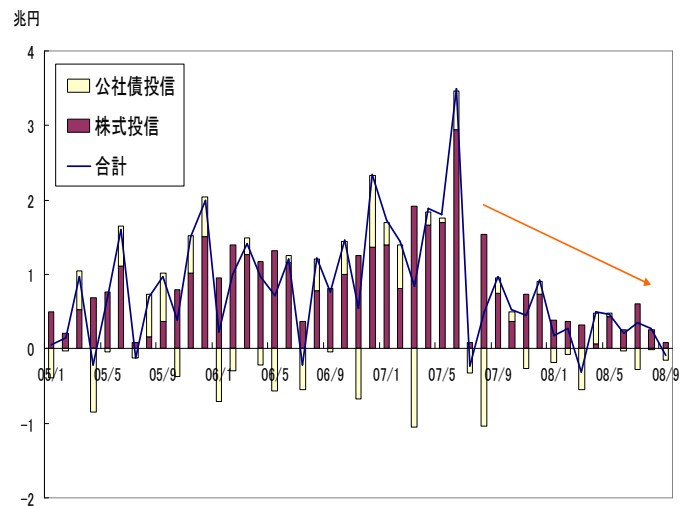
もっとも、投資信託の資金流入ペースは足元縮小に向かっている（図表 4）。投資信託への資金フローは、98 年 12 月より始まった銀行での投信窓販、2002 年 4 月のペイオフ解禁等の要因を受けてこれまで順調に拡大してきたが、昨年 7 月以降の株価下落や円高によって拡大ペースにブレーキがかかっている。特に新興国向け外国株投信の資金流入ペースが減速しているとみられ、外国の債券等に投資するファンドについても円高やクレジットスプレッドの拡大等を受けて解約が目立っている。

図表 3 サブプライム危機後の家計金融資産の評価額と取引フロー（07/3Q-08/2Q）



(出所) 資金循環統計(日本銀行)より作成

図表 4 投信の資金流入状況



(出所) 投資信託協会

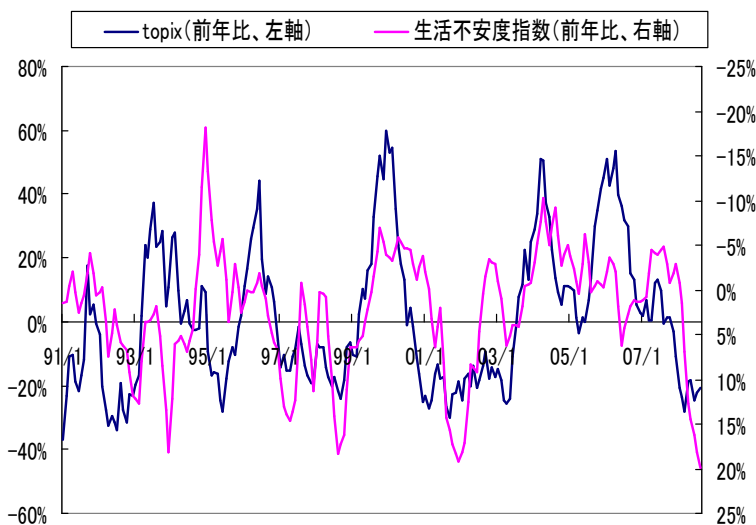
資産価格下落による消費者マインドへの影響度は高まる傾向に

以上で示したように、サブプライム問題以降の資産価格下落は家計金融資産に大きな影響を及ぼしており、今後の個人消費への影響が懸念されるところである。

過去、我が国では金融資産価格の下落が個人消費に与える影響（逆資産効果）は他国と比較してそれほど大きくないとの指摘もみられたが、近年、金融資産価格の変動と消費者マインドの関連性はより強まる傾向にある。図表5は、当所が隔月で発表している消費者心理調査（CSI）の生活不安度指数（前年比）と Topix（前年比）を比較したグラフであるが、90年代後半以降、両者の連動性が高まっているのがみてとれる。さらに両者の関連性を90年代と00年以降の2期間に分けてみた場合、90年代より2000年以降のほうがより強い相関性がみられる（図表6）。また、Topix の変化（1標準偏差）に対する生活不安度指数の影響度についてみたところ、Topix の変化が生活不安度指数に与える影響は1～3ヶ月後に表れることが示されている（図表8）。

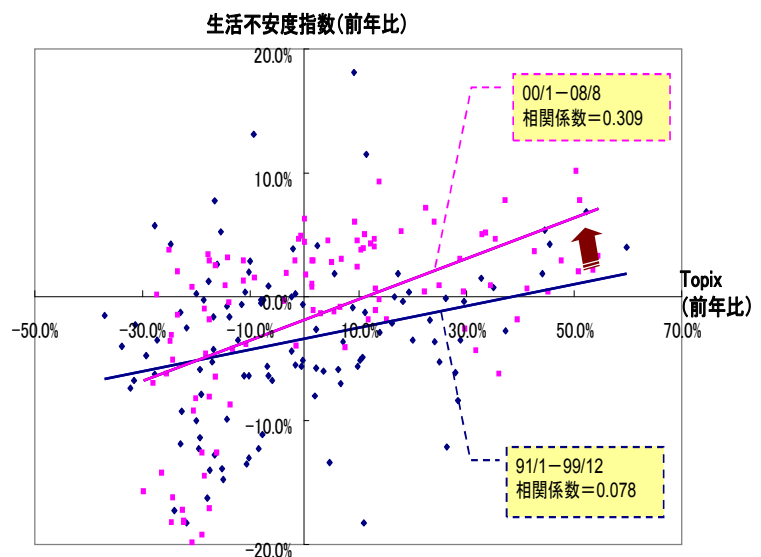
家計金融資産全体に占めるリスク性資産の構成が小さかった頃は、株価下落に伴う保有資産の評価損という直接的な影響よりも、株価下落→景況感の悪化→雇用・所得見通しの悪化、といった間接的な影響（アナウンスメント効果）が消費者マインドを左右する傾向にあったとみられるが、近年は投信等を経由したリスク性資産のウエイトの高まりにより、より直接的な影響度が強まっている可能性が高い。雇用者報酬の伸びが近年鈍化する中、家計の購買力を高めるには資産価格の上昇に頼らざるをえない構造になっている。こうした点を勘案すると、最近の株価急落が消費者マインドを急激に悪化させ、想定以上に個人消費の下押しをもたらす恐れがある。

図表5 Topix と生活不安度指数の推移



(出所) 日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査(CSI)」より作成

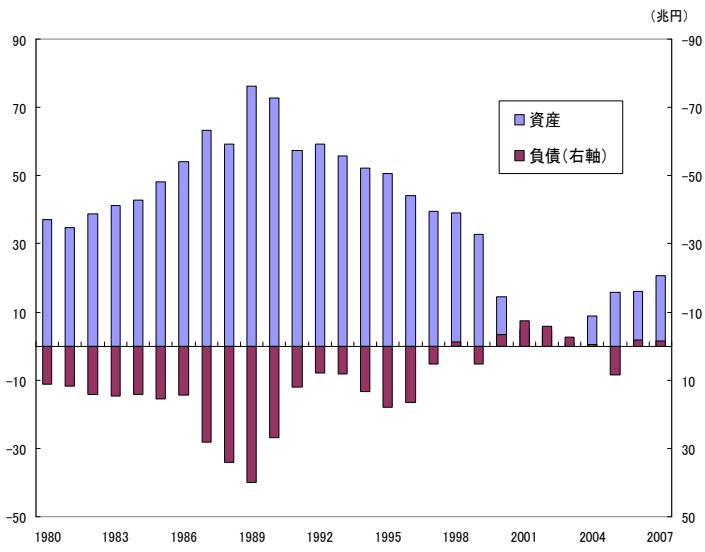
図表6 Topix と生活不安度指数の相関性



(出所) 日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査(CSI)」より作成

(参考図)

図表7 家計金融資産の取引フローの推移



(出所) 日本銀行

図表8 インパルス応答関数 :

Topix の変化に対する生活不安度指数の反応

