

2010年7月16日公表

リスク回避の動き強める金融危機に直面した家計

～金融危機前後の家計の資産運用～

日本経済研究センター金融研究班
副主任研究員 平田 英明

(要旨)

- 日銀が6月17日発表した2010年第1四半期(1～3月期)の資金循環統計(速報)によると、家計部門が保有する個人金融資産残高は、前年度末比3.1%増の1,452兆8,000億円と、年度末ベースでは3年ぶりに増加に転じた。
- 金融危機に直面していったん減少した個人金融資産が再び回復局面に入ったが、時価の変動を含まないベースでリスク資産をみると、直近3四半期では、株式は売却が購入を1.8兆円上回る一方、投資信託は購入が売却を1.4兆円上回った。
- 家計は同じリスクテイクでも、金融危機の後は資産分散効果が高いとされる投資信託への選好を強めたものと推察できる。程度の差はあるが、同様の傾向は1997年の山一ショックの前後でもうかがえる。危機は資産運用の専門家にとっては、1つのビジネスチャンスになったということもできる。
- 株価の下落は、高齢層や一部の地域経済が特に大きな打撃を受けた可能性が高い。逆資産効果などを通じて、実体経済にも負の影響を与えている可能性がある。

リーマン・ショック以降、わが国経済の緩やかな景気回復傾向にある中で、家計の金融資産保有動向はどのように変化がみられるだろうか。最新の『資金循環統計』を使って、リーマン・ショック前の2008年第1四半期から、直近の2010年第1四半期にかけての変化について、過去の各種の危機や今時アメリカにおける動向との比較分析を交えながら、簡単な考察を行う¹。

1. 今時金融危機前後の家計の資産運用

家計の保有する金融資産残高は、リーマン・ショック以前の水準を未だ回復していない(図表1)。2010年Q1における家計の保有する金融資産は1,453兆円と、2008年Q1に比べると▲0.8%となっている。この間、2008年Q1から2009年Q1にかけては▲3.8%となった後、徐々に金融資産残高が回復して現在に至っている。

家計のリスクテイク動向をみてみると、未だにリーマン・ショック以前に比べるとリスク回避的な行動をとっている。2008年Q1から2010年Q1にかけての金融資産の低下(▲0.8%)の内訳によると、その大部分は株式・出資金の減少(▲1.1%)並びに投資信託の減少(▲0.6%)によるも

¹ 季節性を考慮し同期での比較を行った。

のである。他方、2008年Q1から2010年Q1にかけて増加しているのが、定期性預金(寄与度は+1.4%)である。預金金利が低下傾向にある中で、家計が安全性を重視している姿勢を示していることの現れであろう。

株式・出資金残高の減少や投資信託残高の減少の大部分は、時価の変化によるものである(図表2)。ただし、家計のリスク金融資産選択行動そのものに、若干の違いがみられ始めている。時価の変動を含まないベースで比較してみると、直近3四半期では、投資信託については購入が売却を1.4兆円上回っている一方で、株式・出資金については売却が購入を1.8兆円上回っている。家計が徐々にではあるが、リスクテイクを再開しようとしている中で、リスク分散効果が高い投資信託を選好していることがうかがえる。そして、最近の株価の軟調に鑑みると、当面は家計による株式購入の積極化が進む可能性は低いものとみられる。

この他、保険・年金の保有残高もこの時期には斬減傾向が見られ、保険や年金を解約して、生活費に回している家計の存在が示唆される。

図表1 家計の金融資産残高

	現預金	債券	投資信託	株式・出資金	保険・年金	資産合計
2008年Q1	775	40	63	119	403	1,465
2010年Q1	798	38	55	103	393	1,453
寄与度	1.6%	▲0.2%	▲0.6%	▲1.1%	▲0.7%	▲0.8%

(注) 残高値の単位は兆円。時価ベース。寄与度は資産合計の2008年Q1→2010年Q1変化率に対するもの。

(資料) 日本銀行『資金循環勘定』

図表2 株価と定期預金金利

	2008年3月	2010年3月	変化
日経平均(末値)	12,526円	11,090円	▲11.5%
定期預金金利(3年)	0.537%	0.162%	▲0.4%
S&P 500(末値)	1,322.70ドル	1,169.43ドル	▲11.6%
米国債利回り(3年)	1.80%	1.64%	▲0.2%

(注) 定期預金金利は預入金額1千万円以上の新規分店頭表示金利の平均年利率。

(資料) 日本銀行、日経新聞、FRB、Yahoo! Finance

2. 過去の金融危機、今時米国との比較

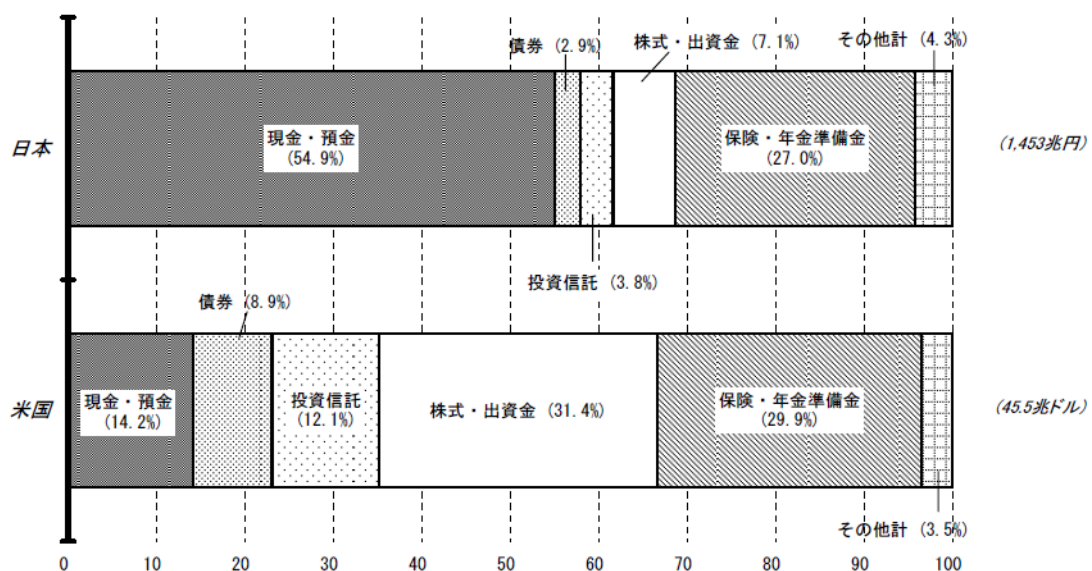
今時の金融危機前後のような動きは、過去の金融危機前後でも同様に起きていたのであろうか。ここでは、1987年10月のブラックマンデー前後(直前期の1987年第3四半期から1989年第3四半期)、1997年11月の山一ショック前後(直前期の1997年第1四半期から1999年第1四半期)について、上記と同様の分析を行った²。

² 山一ショックについては、資金循環統計の変更に伴うデータ定義の変更があるため、その影響を避けるために便宜的に当該時期について計算を行った。

ブラックマンデー前後は、日本のバブル経済期にあたることから、(自明ではあるが) リスク回避的な行動は観察されない。金融資産残高の伸び(23.7%)のうち、株式の寄与度は 4.0%、生命保険の寄与度が 7.1%となっている。なお、この時期の定期性預金の寄与度は 7.0%と非常に高いが、これはこの時期に高金利で預け入れられた定額郵便貯金等の動きが反映されているものと見られ、リスク回避的な動きと考えるべきではないだろう。

山一ショック前後については、典型的なリスク回避的な行動が観察される。資産の伸びが 4.5%であるのに対し、現預金の寄与度は 5.5% (うち定期性預金が 3.6%)、株式の寄与度は▲0.2%、金融債の寄与度が▲0.6%となっている。また、投資信託は微減 (▲0.2%) しており、家計が株式の価格変動リスクにさらされ、金融機関の信用リスクに敏感になっていた姿がうかがわれる。これは、今回の危機における家計行動と似たような傾向とってよいだろう。

図表3 日米の家計資産構成 (2010年3月末)



(資料) 日本銀行『資金循環の日米比較：2010年1Q』より直接引用

続いて、今時の米国との比較を行う。よく知られるとおり、日米では家計のリスク資産保有比率に大きな違いがみられる(図表3)。そのため、米国に関しては、日本以上に株価下落の影響を受けることになる。米家計の保有する金融資産残高は(この一年間は微増傾向にあるものの)、リーマン・ショック以前の水準を未だ大きく下回っている。2010年Q1時点で残高は45.5兆ドルと、2008年Q1に比べると▲7.1%となっている。寄与度をみると、株式の寄与度が▲6.1%と、この落ち込みの大部分を説明しており、投資信託も株式同様に資産残高を押し下げる方向に作用している(寄与度▲1.1%)。この間、貯蓄性預金等や国債の微増(それぞれ寄与度+0.5%、+1.0%)が確認され、米国家計についても、日本同様のリスク回避的な姿勢がかいまみられる。

なお、米国に関しても、日本と同様、株式や投資信託のマイナスの寄与は、保有資産評価額の

下落によるところが大きいと考えられる（図表2）。そこで、時価の変動を含まないベースで比較してみると、直近3四半期では、投資信託については購入が売却を3,028億ドル上回っている一方で、株式については売却が購入を5,256億ドル上回っており、米国においても日本と同様にリスク分散効果が高い投資信託を相対的に選好していることがうかがえる点は興味深い。

3. 株価の下落からどの家計が相対的に打撃を受けたか

最後に、年齢別ならびに地域別にみた金融資産保有動向から、今回の金融危機でどの部門が大きな影響を受けたのかを確認しておきたい³。

年齢別の結果をみると（図表4）、価格要因か数量要因によるものかはわからないものの、全年齢層で株式・投資信託の金融資産残高に占める割合が低下している。特にもともとの株式保有割合が高いことを反映して、年齢が高い世帯が大きな影響を受けていたことがわかる。

図表4 年齢別にみた家計の金融資産残高とその内訳（2009年）

	～29歳	30～39歳	40～49歳	50～59歳	60～69歳	70歳～
金融資産残高	294万円	598万円	1,111万円	1,670万円	2,202万円	2,361万円
株式・投資信託	4% (▲1.5%)	5% (▲0.7%)	6% (▲0.9%)	7% (▲2.6%)	8% (▲3.0%)	12% (▲2.7%)
債券・公社債投信	1%	2%	2%	3%	5%	5%
定期性預金	28%	33%	36%	40%	45%	48%
通貨性預金	49%	32%	19%	17%	17%	16%
保険	13%	22%	31%	28%	22%	17%

（注）二人以上の世帯ベース。分母は現金を除く金融資産。カッコ内は2007年からの変化幅。

（資料）総務省統計局『家計調査』

地域別に目を移すと（図表5）、株式・投資信託保有割合の相対的に大きな大都市部が影響を受けている。更に、（調査先の家計の変更の影響を考慮する必要はあるものの）北海道や四国などにおける落ち込みが著しい。株価の下落が、これらの地域の家計行動に少なからず打撃を与える原因となっていることも見過ごせない。

³ 家計調査はサンプル調査のため、資金循環統計とは平仄は揃わない。また、家計調査では、株式と株式投信がセットで調査されているため、両者を分解することはできない。

図表5 地域別にみた家計の金融資産残高とその内訳（2009年）

	北海道	東北	関東	北陸	東海	近畿
金融資産残高	1,095万円	1,242万円	1,787万円	1,843万円	1,714万円	1,921万円
株式・投資信託	3%	5%	10%	6%	8%	10%
	(▲3.8%)	(0.0%)	(▲2.7%)	(▲0.1%)	(▲1.6%)	(▲2.1%)
債券・公社債投信	4%	3%	5%	4%	4%	4%
定期性預金	46%	42%	41%	48%	45%	44%
通貨性預金	19%	18%	19%	15%	17%	17%
保険	25%	29%	21%	24%	22%	21%
	中国	四国	九州	沖縄	大都市	
金融資産残高	1,480万円	1,651万円	1,193万円	626万円	1,841万円	
株式・投資信託	7%	8%	6%	6%	10%	
	(▲2.7%)	(▲5.0%)	(▲0.1%)	(0.2%)	(▲4.1%)	
債券・公社債投信	4%	3%	4%	3%	5%	
定期性預金	42%	46%	41%	46%	42%	
通貨性預金	19%	16%	17%	23%	19%	
保険	25%	25%	31%	17%	21%	

(注) 二人以上の世帯ベース。分母は現金を除く金融資産。カッコ内は2007年からの変化幅。

(資料) 総務省統計局『家計調査』

4. まとめ

今回の金融危機以降、家計の金融資産選択動向は、日米共に、未だリスク回避的な傾向が続いており、直近では株価の軟調を背景に、株式の売り越し傾向が観察される。その一方で、徐々にではあるが投資信託を買い進めている姿もみられ、リスクテイク傾向を多少高めている傾向もみられることができる。

また、高齢層や一部の地域経済の家計が特に大きな打撃を受けた可能性が高く、逆資産効果などを通じて、実体経済にも負の影響を与えている可能性がある。

わが国では、家計によるリスク資産保有比率が米国に比べて低く、安全資産志向が強い。しかしながら、2000年代に入り、急速に投資信託の残高が伸びた中、リスク許容度の比較的高い家計が、リスク資産としての投資信託の取引を行うことが一般化してきたという傾向は、過去の危機前後とは異なる傾向であると評価できるだろう。

(本稿に関するお問い合わせ：03-6256-7757)

※ 本稿の無断転載を禁じます。詳細は総務・事業本部 広報・企画Gまでご照会ください。

公益社団法人 日本経済研究センター

〒100-8066 東京都千代田区大手町1-3-7 日経ビル11F

TEL:03-6256-7730 / FAX:03-6256-7926