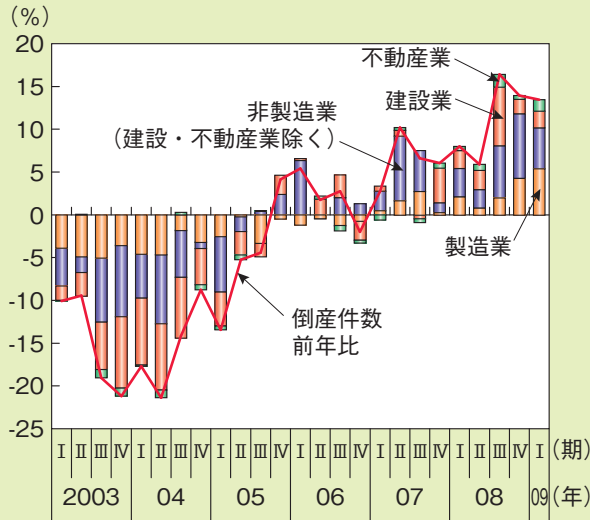


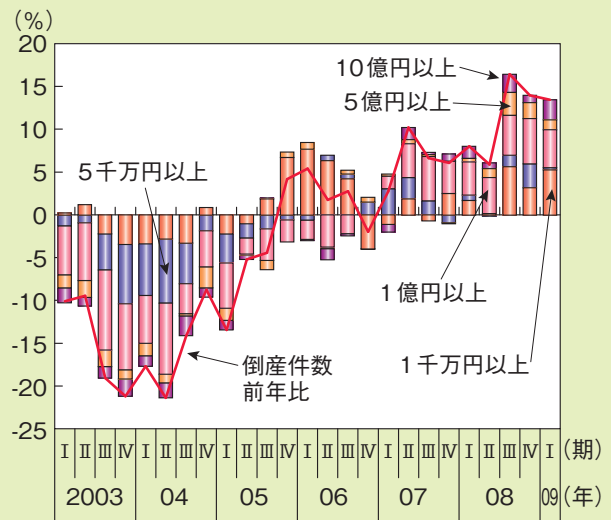
第2-1-18図 倒産件数の推移

倒産件数は、2007年以降、建設業を中心に増加しており、2008年下半年以降に増加ペースが拡大
上場企業の倒産件数は、2008年後半以降、不動産業や建設業を中心に増加

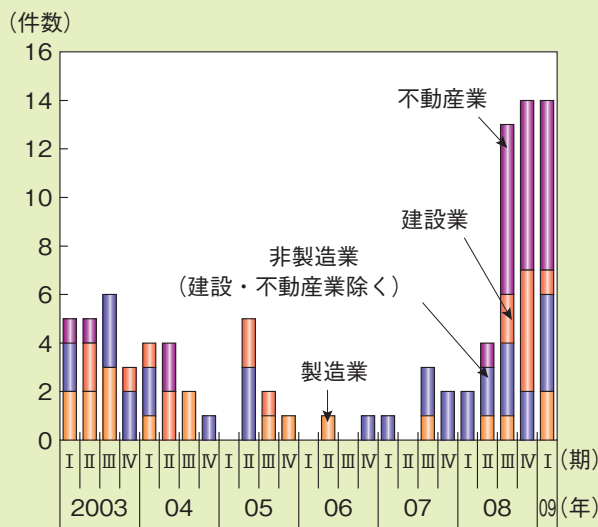
(1) 倒産件数前年比と業種別寄与度



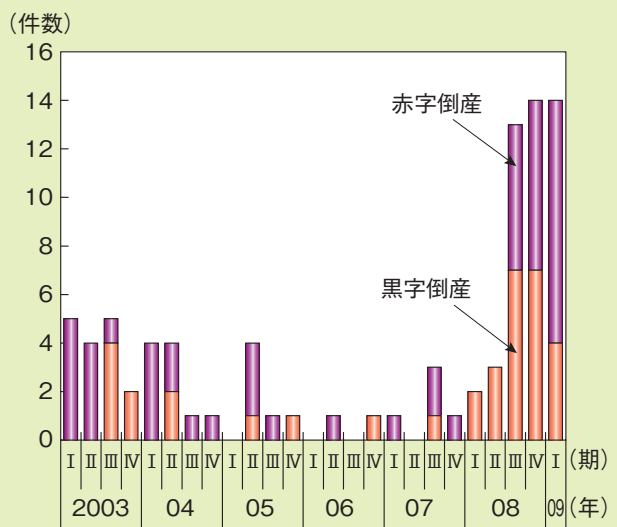
(2) 倒産件数前年比と負債額別寄与度



(3) 上場企業の業種別倒産件数



(4) 上場企業の黒字・赤字倒産件数



(備考) 1. 東京商工リサーチ「倒産月報」、日経NEEDS「企業財務データベース」により作成。
2. 右下図は上場企業の倒産として公表された会社のうち、データが取得可能なものについて集計。倒産した期(データが無い場合はその直前期)に、当期利益が黒字だった企業数と赤字だった企業数を集計。単独決算ベースで集計。

3 家計のバランスシートへの影響

金融危機の家計への直接的な影響については、我が国では、株価の下落等による金融資産の価値の下落が最も大きなものとして考えられる。また、間接的な影響として、資産価値の下落から消費支出を抑制するといった行動(「逆資産効果」)が考えられる。

(1) 家計の資産・負債

ここでは、金融資産である株式の価格の下落がどの程度の影響を持ち、家計の属性によってどう違うかを概観する。その際、金融危機の震源地であるアメリカの家計との比較を行う。

●日本の家計は株式等の保有が少ない

金融危機の家計への影響については、日本では株式等の保有が少ないためアメリカと比べると軽微ではないかと予想される。その点を、家計資産の総額及び構成の2007年から2008年への変化を、日米で比べることで確認しておこう（第2-1-19図）。この比較からは、以下のようなポイントが指摘できる。

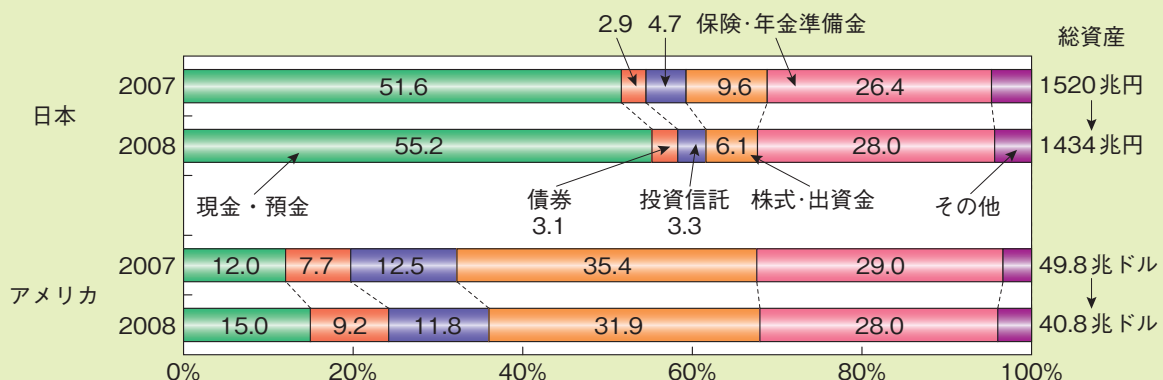
第一に、2007年時点で、日本の家計資産の約半分は現金・預金であり、株式・出資金や投資信託の保有は合計しても2割に届かなかった。これに対し、アメリカでは約3割強が株式・出資金、約1割が投資信託であった。

第二に、2008年時点では、両国で株式・出資金、投資信託の割合が低下している。これは、両国の家計がおおむね同程度の株価下落に見舞われた結果である。

第三に、これらのリスク資産の目減りによって、家計の保有する総資産が大幅に減少した。日本は1520兆円から1434兆円と86兆円、約6%の減少であった。一方、アメリカは49.8兆ドルから40.8兆ドル、約18%の減少であった。このように、日本の家計資産の目減りは大きかったが、アメリカと比べるとリスク資産での運用比率が相対的に小さい分だけダメージが小さかったといえよう¹⁵。

第2-1-19図 家計の株式、投資信託等の保有状況

家計に占めるリスク資産（株式・出資金、投資信託）の割合は、日本は低い

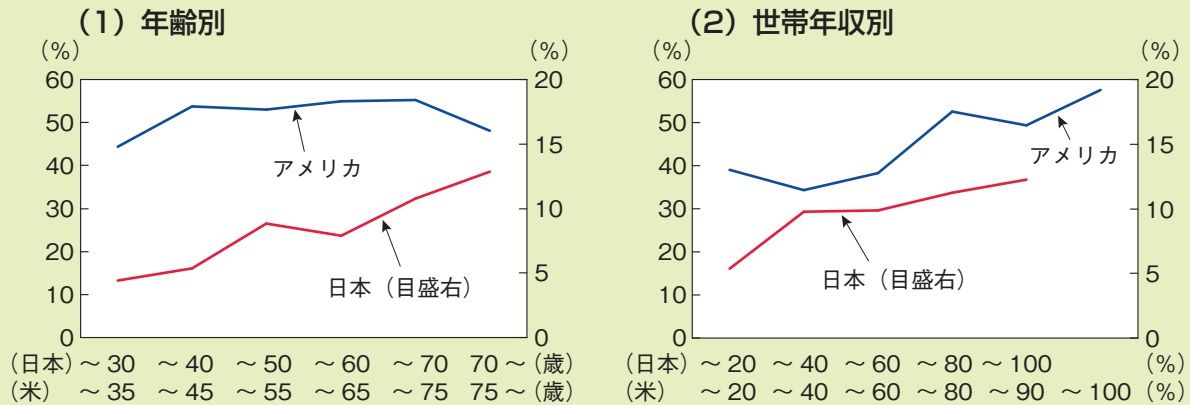


(備考) 日本銀行「資金循環統計」、FRB “Flow of Funds Accounts” により作成。

注 (15) 日本とアメリカの比較では、資金循環統計上の定義の違いに留意する必要がある。アメリカでは、個人企業への所有者の出資が、資産、負債の両建てで計上されているのに対し、日本ではネットで計上されているといった違いがある。

第2-1-20図 年齢階級別・世帯年収別の株式保有割合

金融資産に占める株式の割合は日本では高齢層で高い



- (備考) 1. 総務省「家計調査 貯蓄・負債編」、FRB “Survey of Consumer Finances” により作成。
 2. アメリカについては、退職年金勘定等による間接保有を含んでおり、日米間での保有割合の比較については注意が必要。
 3. 日本は2008年平均、アメリカは2007年の数値。

●日本では高齢者に株価下落の影響が比較的集中

それでは、こうした株価等の下落の影響は、どのような家計で相対的に大きく現れたのだろうか。それを間接的に推測するため、日米について、年齢別、世帯年収別の株式保有割合を比べてみよう（第2-1-20図）。それによれば、以下のような観察が可能である。

第一に、年齢別に見ると、日本では、60～69歳、70歳以上の高齢者世帯で株式保有割合が高い。したがって、株価下落の影響は高齢者で大きかったと考えられる。この点、アメリカでは、年齢による差はあまり大きくない。

第二に、世帯年収別に見ると、日本では株式保有割合が低所得層でやや低く、高所得層でやや高いという傾向はあるが、総じていえば年収による差は小さい。一方、アメリカでは、高所得世帯ほど株式保有割合が高いという傾向が明確に見られる。

このように、日本では家計の平均的な株式保有割合は低いですが、所得水準とは関係なく高齢者が比較的多く保有しており、こうした世帯に影響が大きく現れたといえよう。

●家計のバランスシートは相対的に健全

以上は資産側の動きであるが、バランスシートの負債側にも注意が必要である。米欧においては、今回の金融危機の影響は、株価下落等による金融資産の減少といった問題よりも、むしろ負債側での家計のバランスシート調整が問題となっている。日本のバブル後のバランスシート調整は、バブル期に積極的な投資により過剰な債務を抱えた企業部門が中心であった。一方、アメリカでは、住宅バブル期において積極的な住宅投資が行われたことに加え、住宅価格の上昇がホームエクイティローン等の仕組みを通じて個人消費の拡大につながっていたため、家計が大きな債務を抱えている状況にある。こうした中で、サブプライム住宅ローン問題が発

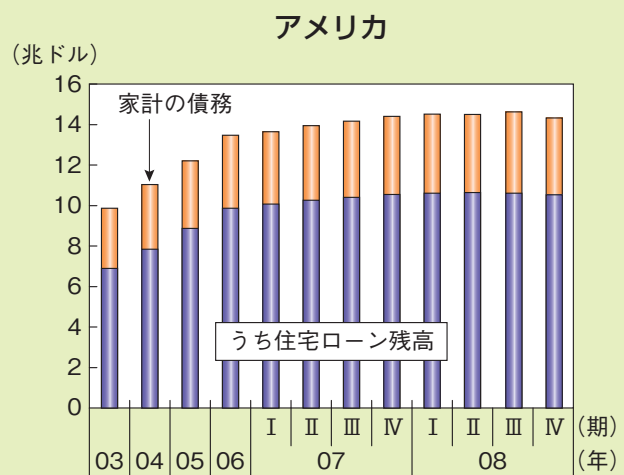
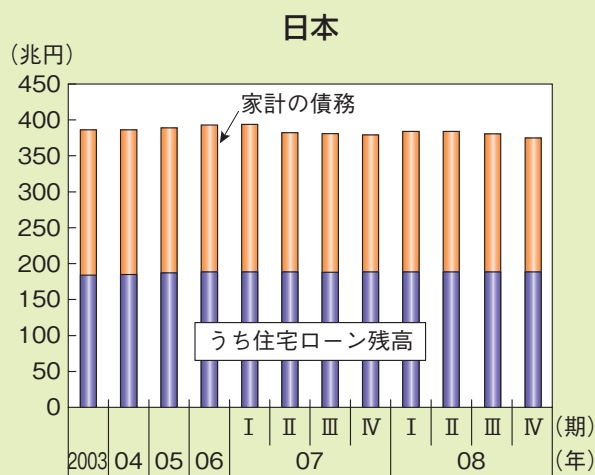
生し、市場の混乱を通じて住宅価格が大幅に下落したことから負債側の圧縮が必要となり、個人消費への影響が出ている。

そこで、家計の負債の状況について日本とアメリカで比べてみよう（第2-1-21図）。第一に、日本では、家計の債務残高はおおむね横ばいで推移してきた。一方、アメリカでは、サブプライム問題が顕在化する2007年半ばまでの間、急速に債務が増加してきた。第二に、日本では債務残高の約半分が住宅ローンである。これに対し、アメリカでは約7割を住宅ローンが占めており、これが債務残高が増加してきた主因となっている。こうした状況では、金融危機による信用収縮で住宅ローンの借入れが困難となれば、逆回転を始める。リーマンショック後には若干の減少が見られている。

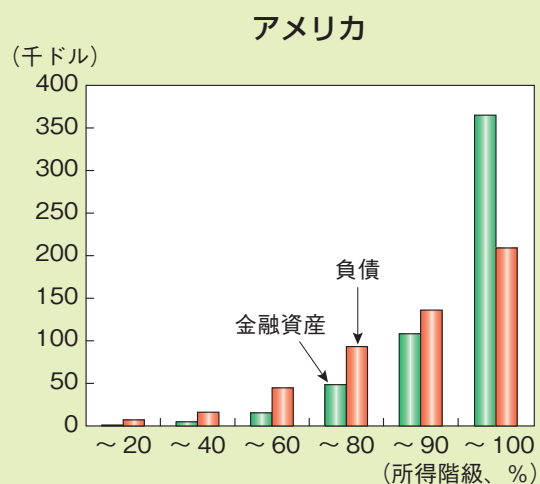
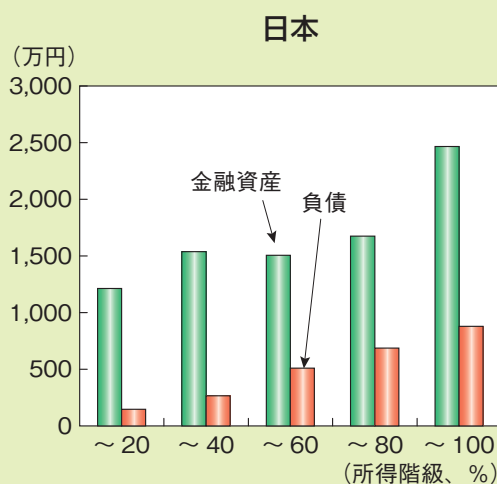
第2-1-21図 家計の金融資産残高と負債残高の状況

家計の金融資産はアメリカでは高所得者に偏在する傾向
日本の家計のバランスシートは相対的に健全

(1) 家計の負債残高



(2) 家計の金融資産・負債残高（所得階級別）



(備考) 1. 総務省「家計調査 貯蓄・負債編」、FRB「Survey of Consumer Finances」日本銀行「資金循環統計」、FRB「Flow of Funds Accounts」により作成。
2. 日本は2008年平均、アメリカは2007年の数値。

アメリカでは、バランスシート調整がすでに消費の抑制という形となって現れている。一方、日本の家計では、所得階層によらず、金融資産が負債を大幅に上回り、預金だけで負債を上回るのが平均的な姿である。住宅ローン返済世帯は負債が預金額を上回るが、その他の世帯では、負債額は預金額に対しても大きなものではない。こうしたことから、日本の家計のバランスシートは相対的には健全であるといえよう。

(2) 個人消費への逆資産効果

日本では、アメリカのような、家計の大幅なバランスシート調整の可能性は小さいと考えられる。他方、株価の下落する局面では、「『逆資産効果』により家計の消費支出が抑制される」と指摘される場合がある。家計が保有する資産が消費支出に与える影響としては、①物価が下落（上昇）したことで、資産の実質価値が上昇（下落）し、消費支出を増加（減少）させるルート（ピグー効果）と、②株価等資産価格自体の上昇（下落）で実現益（損）や含み益（損）が生じたことにより、消費支出を増加（減少）させるルートがあるが、一般に、後者②の株価等の下落により、消費支出を減少させる効果を捉えて、「逆資産効果」ということが多い。その存在について検討しよう。

● 株価下落による「逆資産効果」は比較的小さい

まず、株価等の変動の個人消費への影響を見るために、各国共通の枠組みで簡単な推計を行った。こうした国際比較については、データの定義の違い等による制約があり、確たることはいえないが、主な結論をまとめよう（第2-1-22図）。

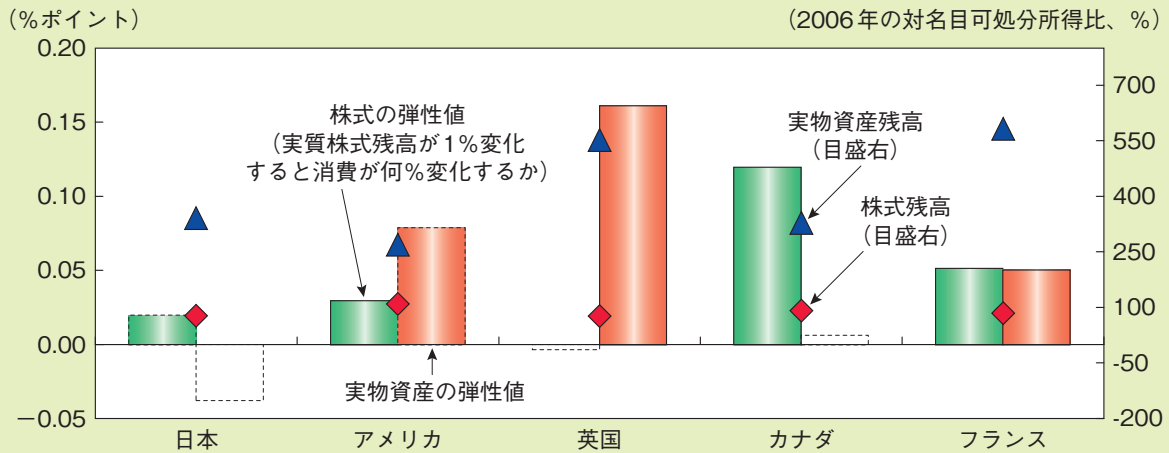
第一に、日本における株式の弾性値（保有株式の評価額が1%増加したときに個人消費が何%増加するか）は、他の主要国に比べて小さい。これには、日本ではそもそも家計の株式保有割合が低いことも反映していると見られる。ちなみに、2008年の初めから2009年3月にかけて、株価は日本、アメリカとともに5割近く下落した。これがそのまま保有株式の評価額の減少をもたらしたと仮定すると、日本で1%程度、アメリカで1.5%近く個人消費を減少させた計算になるが、実際には個人消費はそこまで大きく落ちていない。

第二に、日本では「その他純金融資産」の弾性値が相対的に高い。日本の場合、その多くは現預金のため、今回の金融危機に伴う目減りは少ないと考えられる。したがって、この面から日本の個人消費が受けたダメージは比較的小さい、といえそうである。なお、アメリカでこの関係が見られないのは、ローン（ネットの金融資産の減少）で消費支出を賄うことが多い点も影響している可能性がある。

第三に、アメリカ、英国は実物資産の弾性値が大きい。これに対し、日本では実物資産の効果は検出されなかった。日本では、住宅の中古市場が未発達なこと、ホームエクイティのような仕組みがないこと等がその背景として考えられる。ちなみに、アメリカ、英国ではここ2年

第2-1-22図 消費に対する資産効果の各国比較

日本では、株価下落等による「逆資産効果」は比較的小さい



消費関数の推計結果

	日本	アメリカ	英国	カナダ	フランス
定数項	0.506*	-0.369***	0.600***	-0.302	0.776***
可処分所得	0.734***	0.991***	0.589***	0.793***	0.725***
株式	0.020*	0.030**	-0.003	0.120***	0.051***
その他純金融資産	0.178***	-0.018	0.121***	0.149***	0.005
実物資産	-0.038	0.079*	0.161***	0.006	0.050***

- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、OECD「OECD Economic Outlook」により作成。
 2. 推計期間は80年～2007年（日本は2006年）。表には各パラメーターの係数を載せている。
 3. 推計式は下記の通り。

$$\ln(\text{家計消費支出}) = (\text{定数項}) + \alpha \times \ln(\text{可処分所得}) + \beta \times \ln(\text{株式残高}) + \gamma \times \ln(\text{その他純金融資産残高}) + \delta \times \ln(\text{実物資産残高})$$

 4. すべてのパラメーターはCPデフレーターで実質化。株式には投信が含まれており、実物資産には主に土地や住居が含まれている。***は1%、**は5%、*は10%有意水準を満たしている。
 5. 図の点線に白抜きの棒グラフは統計的に有意でないことを、点線で色付きのものは10%有意水準を満たしていることを、実線に色付きのものは5%ないし1%有意水準を満たしていることを表す。
 6. 各国によってデータの定義が多少異なっていることや、OECDの資産データが毎年更新されていること等のデータ制約があるため、試算結果には幅を持って見る必要がある。

程度で住宅価格がそれぞれ3割、2割程度下落している。これがそのまま実物資産保有額の減少をもたらしたとすると、アメリカで2.5%程度、英国で3%近く個人消費を減少させた計算になる。

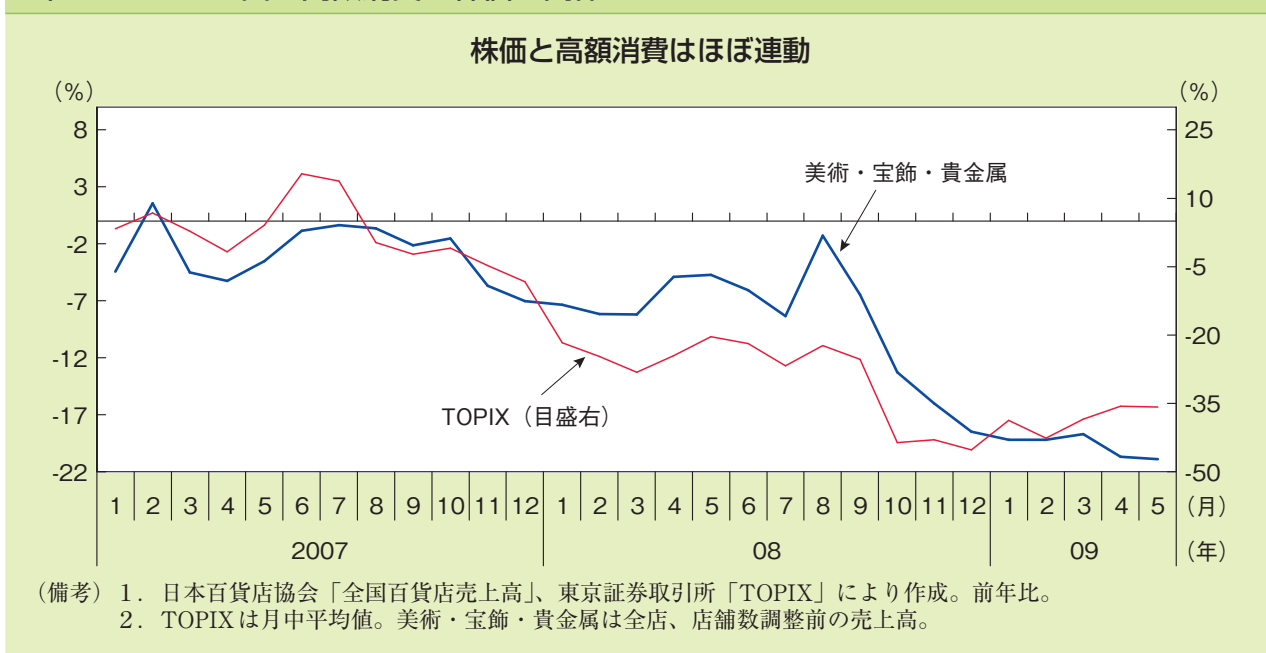
●高額品の消費は株価と高い連動性

上記の分析では、国際比較のため簡単な枠組みでマクロ的な関係を把握しようとした。それでは、現実の消費にこうした資産効果が現れていることを分かりやすく捉えることができるだろうか。ここでは、過去のエピソードと最近のデータから振り返ってみたい。

第一は、80年代後半のバブルが形成された時期である。このときは、大型化、高機能化、複数保有化の進展から自動車を含む耐久財消費が盛り上がった。

第二は、そのバブルが崩壊した後の91年、92年である。このときは、耐久消費財の伸びが

第2-1-23図 高額消費と株価の関係



鈍化し、まさに「逆資産効果」が生じたとされた。また、91年後半からは、美術工芸品、貴金属、高級雑貨等の高額商品が大きく減少した。

第三は、今回の株価下落局面である。この間、やはり百貨店などで高額商品の販売が大きく落ち込んでいる。個人消費が全般的に不振となったなかで、特に高額商品に逆資産効果が現れたと考えるのは、その動きに株価との強い連動性が見られるためである（第2-1-23図）。

一般に、資産効果を検出することは容易ではないが、このように株価の上昇ないし下落がある程度の期間持続する場合、一部の商品の動きからその存在を確かめることができる。

第2節 金融危機の国際的波及：歴史的経験とメカニズム

本節では、過去の金融危機について概観した後、危機の国際的な波及メカニズムを明らかにする。その際、金融資本市場、実体経済のそれぞれについて、各国間でどのように連動しているかを、平時も含めて整理する。

1 過去の金融危機の概観

個別の検討に入る前に、過去の金融危機がどのようなものであったかを簡単に見てみよう。具体的には、過去最大の世界的金融危機とされる「世界大恐慌」、アメリカの「S&L危機」と「北欧の銀行危機」、日本の金融危機と同時に進行した「アジア通貨危機」、「LTCM危機」を取り上げる。