

インフレ局面で個人消費を支えた資産効果

～先行きは所得効果の発現が鍵～

<要旨>

2022 年以降、物価上昇が賃金上昇を上回り実質所得が低迷するなか、非耐久財が弱含む一方、サービス消費は回復基調を維持し、個人消費の落ち込みは限定的であった。本稿では、その背景として家計金融資産の増加による資産効果を検証した。

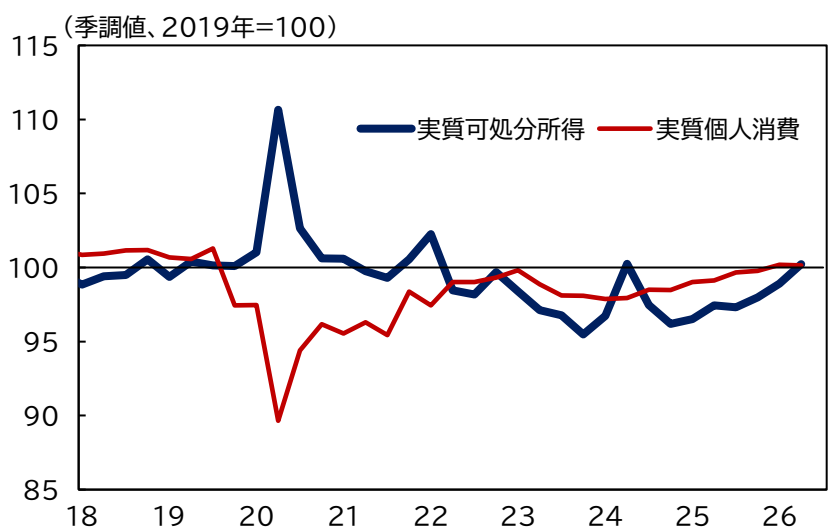
時系列分析では、株式・投資信託残高の増加が個人消費を押し上げ、その反応は消費全体に占める割合の大きいサービス消費で表れやすいことが示唆された。家計調査でも、サービス消費は、貯蓄上位世帯ほど支出割合が高く、その回復への寄与も大きい一方、非耐久財消費は全貯蓄階層で弱い。インフレ局面に至り、家計の節約志向が貯蓄階層を問わず非耐久財消費に顕在化した一方、貯蓄上位世帯のサービス消費が資産効果を通じて個人消費を支えたとみられる。

足元では実質所得が改善基調にある一方、個人消費の反応はなお鈍い。金利上昇を背景に株価の上値は重く、資産効果による追加的な押し上げは従来ほど見込みにくい。先行き、家計の節約志向が変わらず所得効果が顕在化しなければ、個人消費の伸びは鈍化する可能性がある。

1. 実質所得が低迷するなかでも底堅かった個人消費

コロナ禍後の世界的な需要回復とロシアによるウクライナ侵攻を契機に、2022 年以降、国内の物価環境は大きく変化した。コストプッシュ型のインフレによって物価上昇率が名目賃金上昇率を上回り、家計の実質可処分所得(実質所得)は 2023 年頃まで減少基調で推移した(図表 1)。その後、実質所得は持ち直しに転じたものの、2024 年 4～6 月期を除いてコロナ禍前の水準を下回る状況が続き、実質個人消費の足かせとなってきた。

図表 1 実質可処分所得と実質個人消費



(注) 実質個人消費は家計最終消費支出(26 年 4～6 月期 2 次速報値)。

実質可処分所得の 26 年 4～6 月期は筆者推計。

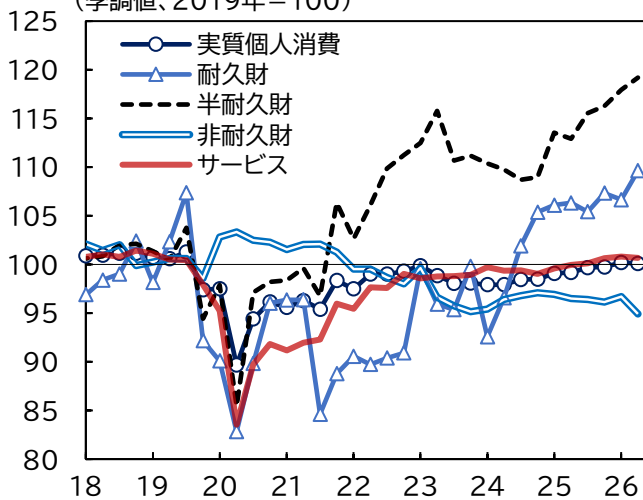
(資料) 内閣府

もっとも、2023 年頃までの実質可処分所得の減少幅に比べ、実質個人消費の落ち込みは限定的であった。形態別にみると、ウェイトの大きい非耐久財は実質所得の弱さと整合的に減少している一方、サービスは緩やかな回復基調を維持し、個人消費全体の底堅さを支えている(図表 2, 図表 3)。この点、所得環境だけでは、サービスを中心とする個人消費の底堅さを十分に説明できない。他方、金融市場では、株価上昇と円安に伴う外貨建て資産の円換算額増加を背景に、家計の金融資産残高は大きく増加してきた。

そこで本稿では、第一に時系列モデルによってリスク性金融資産の増加が個人消費に及ぼす影響(資産効果)を検証し、第二に消費形態別および貯蓄階層別の分析を通じて資産効果がどの消費分野・世帯層に表れているかを確認する。

図表 2 形態別の実質個人消費

(季調値、2019年=100)



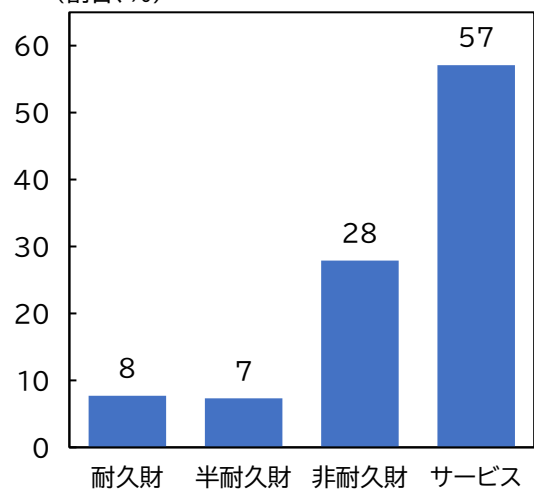
(注) 実質個人消費は家計最終消費支出。

形態別はインバウンド消費含む。

(資料) 内閣府

図表 3 形態別消費の割合(2025 年度)

(割合、%)



(注) 名目国内家計最終消費支出に占める割合。インバウンド消費含む。

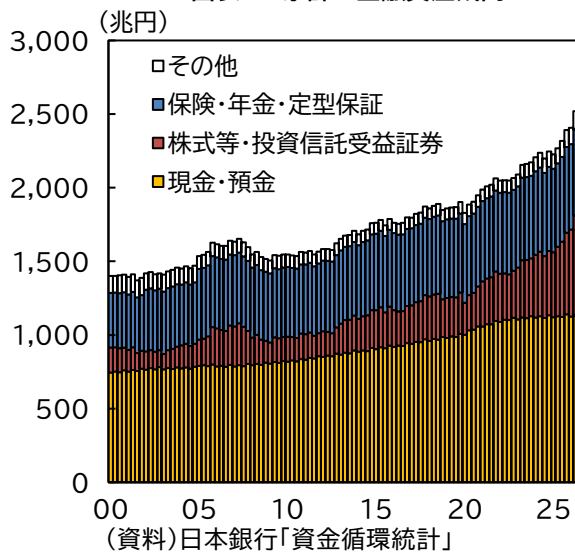
(資料) 内閣府

2. リスク性金融資産の残高増加による個人消費への資産効果

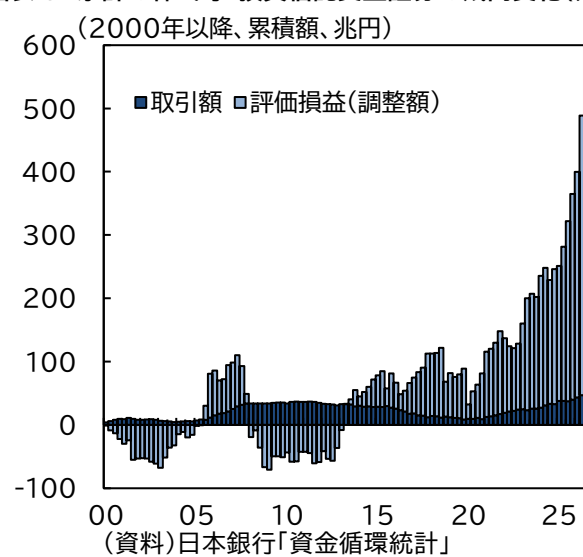
家計の金融資産残高は、リーマンショック後に縮小した後、アベノミクスが始まった 2013 年以降、振れを伴いながら増加基調を続けてきた(次頁図表 4)。コロナ禍では、世界的な金融緩和や政府の家計支援もあり、金融資産は一時的かつ僅かな減少に留まった。2022 年以降は、インフレ局面で現金・預金の増加ペースが鈍化した一方、株式等・投資信託受益証券(以下、株式・投資信託)が全体の増加を牽引している。

株式・投資信託の顕著な残高の伸びは、新規の買い入れである取引額の緩やかな増加が続くことに加えて、評価益が大幅に拡大したことが背景にある(次頁図表 5)。インフレ局面の 2021 年末から 2026 年 6 月末までをみると、TOPIX は+101%、S&P500 は+57%の上昇、ドル円レートは+41%の円安となっており、内外株価の上昇と外貨建て資産の為替差益が残高の押し上げに寄与しているとみられる。

図表 4 家計の金融資産残高

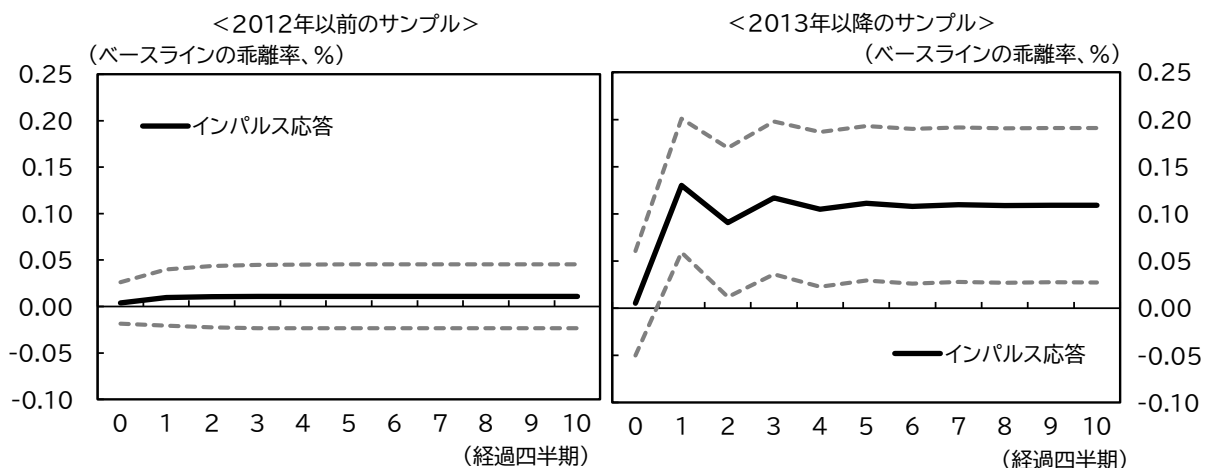


図表 5 家計の株式等・投資信託受益証券の残高変化(累積)



これらを踏まえ、家計の株式・投資信託の残高増加が個人消費に与える影響を検証するため、①実質株式・投資信託残高、②実質可処分所得、③実質個人消費の3変数からなる構造型 VAR モデル (Vector Autoregressive Model) を推定した（詳細は補論参照）。図表 6 は、株式・投資信託残高に 1% の正のショックが生じた場合に、個人消費がベースラインからどの程度乖離するかを示している。ここでは、大規模金融緩和の開始により株価上昇と円安が顕著となった 2013 年を境にサンプル期間を分けて推定している。2013 年以降のサンプルによるインパルス応答では、個人消費が 4 四半期後に +0.1% 増加し、その反応は統計的に有意となった。一方、2012 年以前のサンプルでは反応は小さく、有意ではなかった。推計期間による差は、2013 年以降に資産残高の増加に対する消費の感応度が高まった可能性を示す¹。

図表 6 株式・投資信託残高へのショック (+1%) に対する個人消費の累積インパルス応答



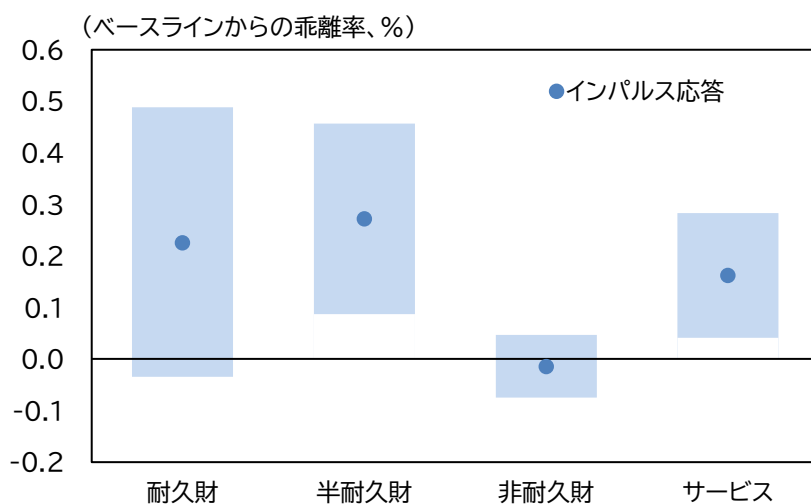
(注) ①実質株式・投資信託残高、②実質可処分所得、③実質個人消費の 3 変数からなる構造型 VAR モデルを推定。ショックの識別は上記順のコレスキー分解。1 期ラグ。各変数は実質値。破線は 95% 信頼区間。
(資料) 三井住友信託銀行調査部作成

¹ 期間分割後の標本数や、変数間の因果関係に関する識別上の仮定によって結果が左右される可能性があるため、因果効果の大きさは幅をもってみる必要がある。

次に、個人消費を各形態別消費に置き換えて同様の推定を行った。図表 7 は、株式・投資信託残高に 1%の正のショックが生じた場合の、4 四半期後の反応を示している。半耐久財とサービスは有意な増加反応を示した。耐久財も増加方向に反応したが、統計的に有意ではなく、非耐久財の反応は小さかった。以上から、リスク性資産残高の増加による個人消費の押し上げは、非耐久財よりも、半耐久財やサービスに表れやすいことが示唆される。特に、サービスは個人消費に占めるウェイトが大きく、資産効果が個人消費全体へ波及する主要な経路と考えられる。

以上の分析結果をまとめると、実質所得が個人消費の下押し要因となった局面で、家計金融資産の増加が主としてサービスを通じて個人消費を下支えした可能性を示している。

図表 7 株式・投資信託残高へのショック(+1%)に対する形態別消費の累積インパルス応答(4 四半期後)



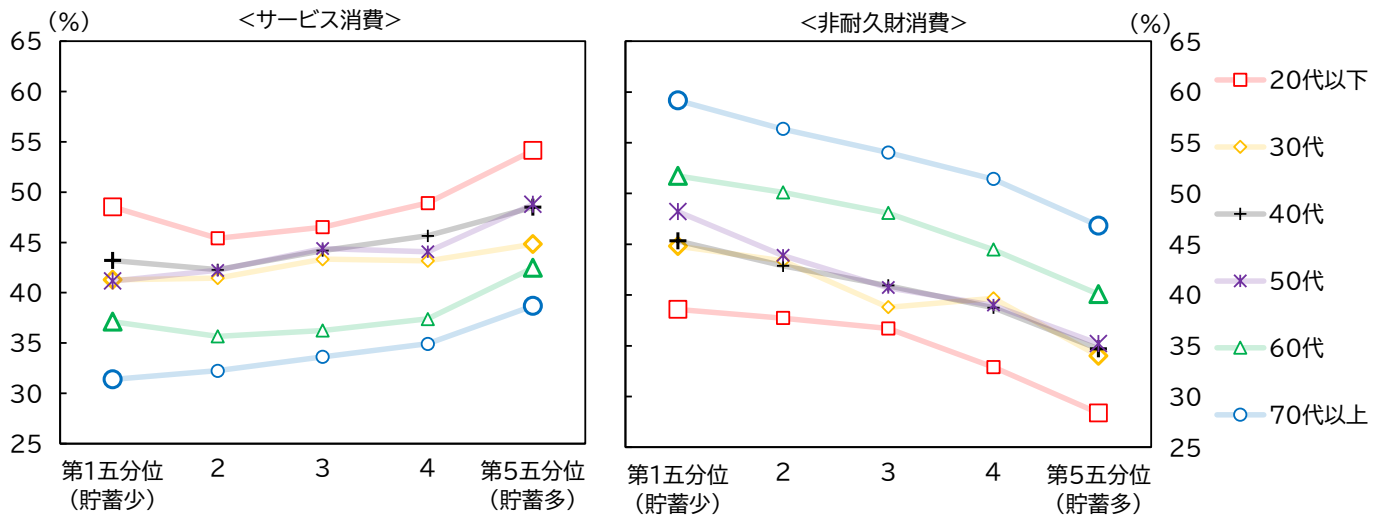
(注)ボックスは 95%信頼区間。2013 年以降のサンプル。

(資料)三井住友信託銀行調査部作成

3. 資産効果の波及先としてのサービス消費

資産効果の波及先をより具体的に確認するため、サービス消費を伸ばした家計の属性を確認する。次頁図表 8 は、家計調査(貯蓄・負債編)を用いて、各世帯主年齢階級の内部で世帯を貯蓄現在高の低い順に 5 等分し、2023～2025 年平均の消費構成を比較したものである。ここでは形態別消費のウェイトが大きく、かつ資産効果の違いが明確なサービスと非耐久財を取り上げている(前掲図表 3、図表 7)。例えば、70 代以上の第 5 五分位に属する世帯は、消費支出のうちサービス消費の占める割合が 39%、非耐久財消費が 47%となっている。全年齢階級で第 5 五分位のサービス消費割合が第 1 五分位を上回る一方、非耐久財消費割合はその逆の関係となっている。したがって、同世代の中で相対的に貯蓄の多い世帯ほど、消費支出をサービスへ振り向ける傾向がある。ただし、20 代以下は各貯蓄五分位の集計世帯数が少なく、少数サンプルに結果が左右されるため、幅をもってみる必要がある。また、貯蓄階層は所得や世帯属性とも相関するため、図表 8 は資産効果の因果的な説明ではなく、サービス消費と非耐久財消費の主な担い手を示したものである。

図表 8 貯蓄階層別×世帯主年齢別にみた消費構成(23～25 年平均)

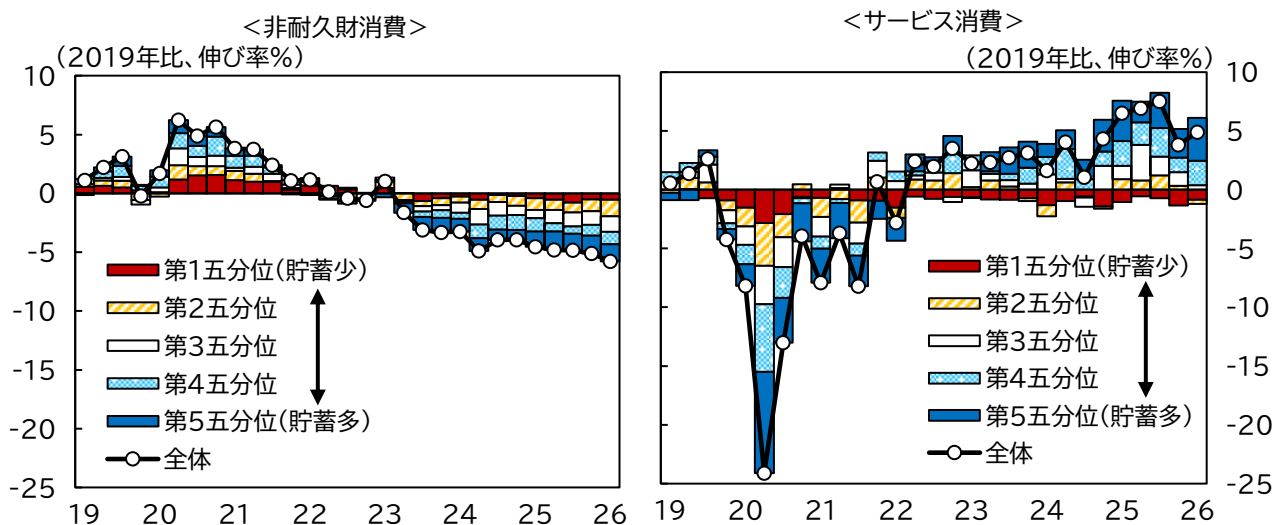


(注)貯蓄階層別×世帯主年齢階級別の値。家計調査の財・サービス区分に従い、個別品目を形態別に集計。
(資料)総務省「家計調査(貯蓄・負債編)」

さらに、貯蓄階層別に形態別実質消費の 2019 年比累積伸び率を寄与度分解したものが図表 9 である。非耐久財は、コロナ禍初期に増加した後、2023 年以降はすべての貯蓄階層が概ねマイナスに寄与しており、その弱さは低貯蓄層に限られない。一方、サービス消費は、第 1 五分位の寄与が弱いのにに対し、第 4・第 5 五分位のプラス寄与が相対的に大きく、2019 年水準を上回る回復を支えている。

前掲図表 8 と併せると、家計は貯蓄階層を問わず非耐久財消費を抑制する一方、貯蓄上位世帯ほどサービスへの支出割合を高め、サービス消費全体の回復にも寄与している。こうした形態別の明暗からも、近年の個人消費が一様に強いのではなく、高貯蓄世帯のサービス消費が支えてきたことが分かる。

図表 9 貯蓄階層別×形態別の実質消費(2019 年比)



(資料)総務省「家計調査(貯蓄・負債編)」

4. まとめ ～先行きへの示唆

本稿の分析からは、2013 年以降、株式・投資信託を中心とする家計金融資産の増加に対して、個人消費がより大きく反応するようになった可能性が示唆される。コロナ禍後の物価上昇によって実質可処分所得が低迷し、非耐久財消費が弱含むなか、リスク性金融資産の増加が所得環境の悪化を部分的に補い、個人消費を下支えしたと考えられる。

その主な波及先として注目されるのがサービス消費である。家計調査では、世帯主年齢階級を問わず、同年代内の貯蓄上位世帯ほどサービス消費比率が高く、2022 年以降のサービス消費の回復に対する第 4・第 5 五分位の寄与も相対的に大きい。一方、非耐久財は全貯蓄階層で弱い。これらの結果は、資産余力のある高貯蓄世帯のサービス消費に対して資産効果が顕在化した可能性を示している。

もともと、資産効果に支えられた個人消費には限界がある。第一に、資産価格の変動に左右されるため、株価下落や円高による外貨建て資産の評価額減少が生じることで、サービス消費への押し上げ効果が縮小または反転するリスクがある。第二に、低貯蓄世帯まで消費回復が波及しにくい。このため、資産効果による下支えは、消費全体の持続的かつ裾野の広い回復にはつながりにくい。したがって、中期的に持続可能で裾野の広い消費回復を実現するには、やはり物価上昇を上回る賃金上昇を通じた実質可処分所得の改善が不可欠である。

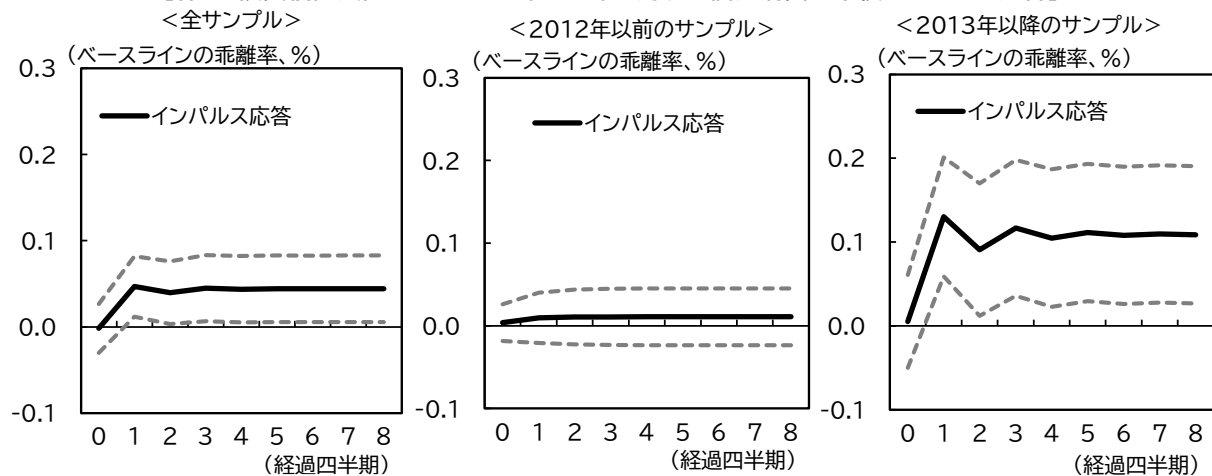
足元では実質所得が改善基調にある一方、個人消費の反応はなお鈍い。2026 年に入ってからの中東情勢の悪化に伴う原油価格高騰が先行きの値上げ懸念を高めた可能性が考えられる。また金利上昇などを背景に株価の上値が重くなっており、資産効果による追加的な個人消費の押し上げは期待しにくい状況である。先行き、家計の節約志向が変わらず所得効果が顕在化しなければ、個人消費の伸びは鈍化する可能性がある。

(調査部 シニアエコノミスト 岩橋 淳樹)

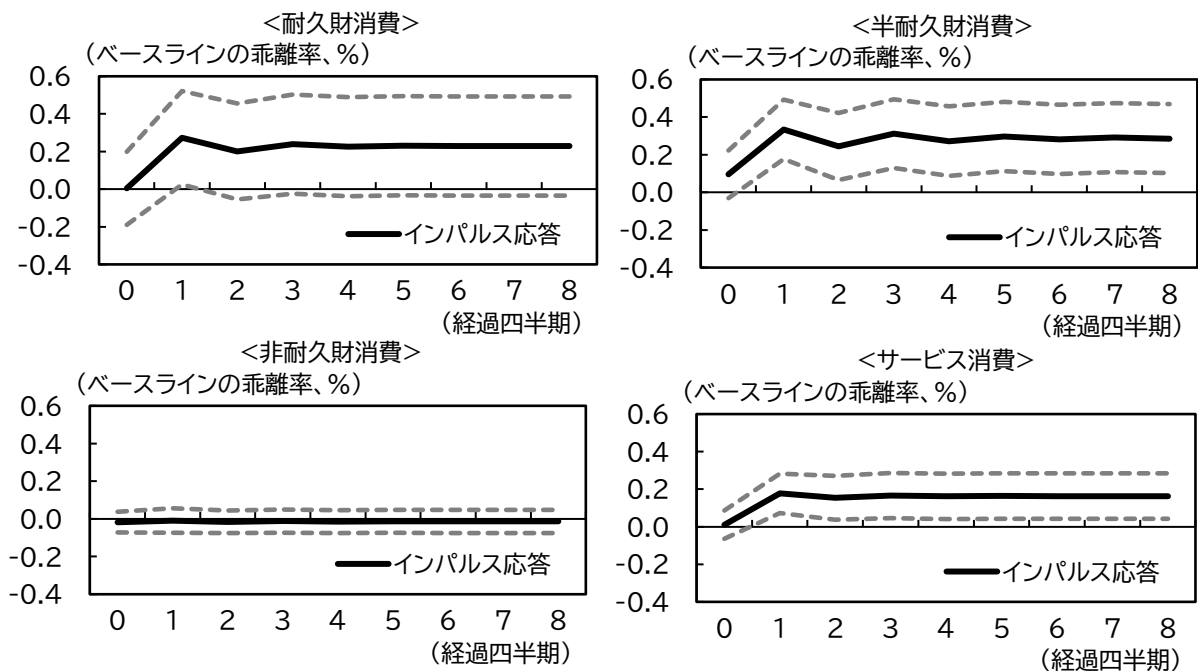
<補論: 構造型 VAR モデルによる資産効果の推計>

推定方法			
①実質株式・投資信託残高、②実質可処分所得、③実質個人消費の3変数(四半期データ)からなる構造型VARモデルを推定。ショックの識別は上記順のコレスキー分解(再帰的構造の仮定)。サンプル期間は1997年第4四半期から2026年第1四半期。ラグはAICに従い1期(1四半期)。アベノミクス開始前後の資産効果の変化を推計するため、サンプルを2012年以前と2013年以降に分けて推計。また2013年以降のサンプルにて、実質個人消費を各形態別消費に入れ替えて推定。			
使用データ	加工・処理		出所
① 実質株式・投資信託残高 (株式等・投資信託受益証券)	対数階差	家計最終消費支出デフレーターにて実質化	日銀「資金循環統計」
② 実質可処分所得	対数階差	-	内閣府「家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報」
③ 実質個人消費 (家計最終消費支出)	対数階差	-	内閣府「四半期別GDP速報」

【株式・投資信託残高へのショック(+1%)に対する個人消費の累積インパルス応答】



【株式・投資信託残高へのショック(+1%)に対する形態別消費の累積インパルス応答】



(注) 破線は 95% 信頼区間。

(資料) 三井住友信託銀行調査部作成

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。
また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。