

株式保有は米国家計の消費をどう支えたか ～SCF 個票分析からの示唆～

＜要旨＞

米国消費の底堅さは、高所得層による消費拡大だけでなく、株式を保有する世帯が支出を減らしにくいことにも支えられている可能性がある。米国家計の資産・負債・所得と支出を一体的に把握できる FRB の家計調査である 2025 年 SCF (Survey of Consumer Finances) の個票分析では、株式保有と支出増加との明確な関連は確認されなかった一方、所得が横ばいまたは増加した世帯では、株式保有世帯の方が支出を減らす確率が有意に低かった。

所得が横ばいまたは増加していても、世帯人員数の減少、前年の大型支出の反動や将来への備えなどから支出を減らすことがある。株式保有は、所得面以外で支出を抑制する要因に直面した際にも、資産面のバッファー効果を通じて支出を切り詰める必要性を小さくし、従来の支出を続けやすくしていると考えられる。ただし、所得減少時には株式保有が支出減少確率を引き下げる関係は確認されず、配当や資産損益、金融知識などからも、その背景を十分に説明するには至らなかった。この結果からは、所得が減少していても資産効果で消費拡大が続くのではなく、所得の安定があつて初めて、株式保有による消費下支え効果が発揮されていることが示唆される。

1. はじめに

実質賃金の改善が必ずしも個人消費の回復に結び付いていない日本とは対照的に、米国は実質賃金が伸び悩むなかでも消費の堅調が続いている。米国の消費堅調の背景として、インフレや高金利の痛みは低所得層に集中する一方で、株高の恩恵が大きい高所得層が消費をけん引するという、いわゆる K 字型の消費構造が注目されて久しい。実際、FRB (連邦準備制度理事会) が 2025 年の消費者金融調査 (Survey of Consumer Finances、以下 SCF) を用いて行った分析では、高所得層の消費ウェイトが高いことのほか、過去 1 年間に支出を増加させた世帯の割合は所得階層による差が小さい一方、低所得層ほど支出を減少させた世帯が多いことが確認された。こうした結果は、米国の消費動向を理解する上で、高所得層による消費拡大だけでなく、家計の支出維持能力の違いにも着目する必要があることを示唆している。

足元では AI 期待による急激な株高への警戒も根強く、株高が反転した場合の家計の消費下押しリスクが懸念されるが、株式保有が家計の支出行動とどのように関連しているのかは必ずしも明らかではない。本稿では、この所得階層別の違いを出発点に、株式保有と支出行動の関係を調べ、その背景を配当・資産損益や世帯特性から検討する。

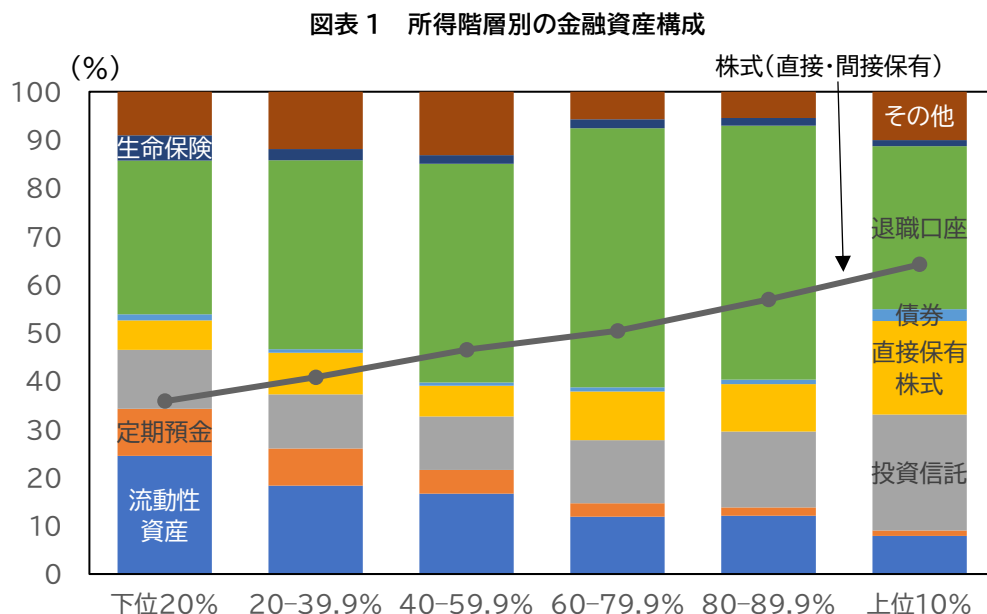
2. SCF 個票データ分析

(1) SCF の特徴と本稿の分析方法

SCF (Survey of Consumer Finances) は、FRB が米国財務省の協力のもとで原則 3 年ごとに実施する家計調査である。一般世帯を捉える地域標本と、高資産世帯を重点的に抽出する標本を組み合わせ、資産・負債・所得の分布を把握する点に特徴がある。本稿では、2025 年の公開個票 4,360 世帯について、詳細な調査回答を収録した完全版公開データに、同じ世帯の所得・資産等を集約した Summary Extract を、世帯識別番号と補完番号で接続して分析した。

2025 年 SCF では年間支出額などの質問が追加された。物価調整済みの金額データも公表されているが、本稿で用いるのは、調査時点の平均的な月間支出・所得が「1 年前と比べて」増えたか、変わらないか、減ったかという回答である。年間合計額同士の比較ではなく、支出増加には物価上昇の影響も含まれる。

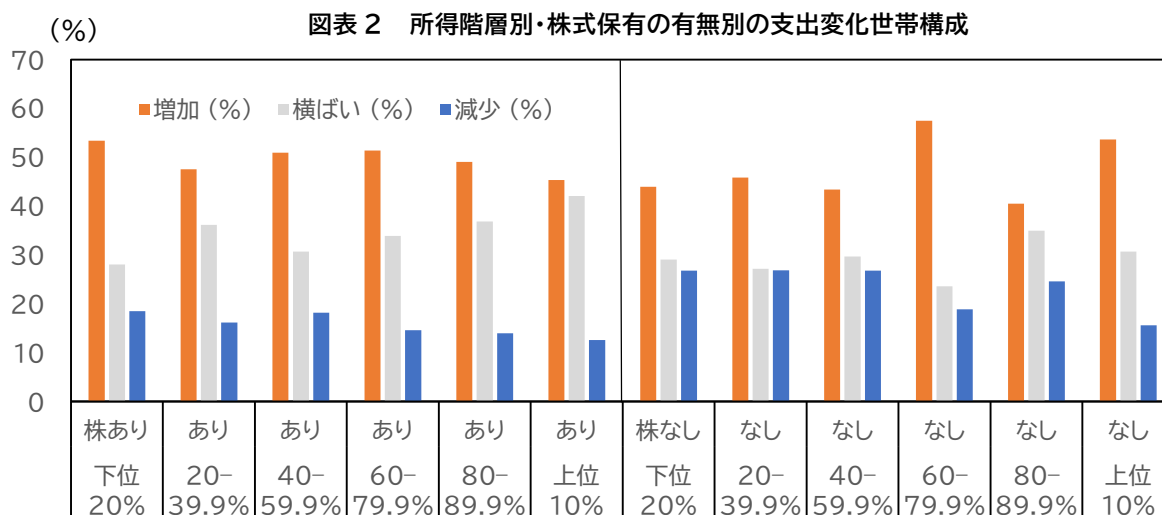
図表 1 の所得階層別の金融資産構成のうち、直接保有と間接保有 (投資信託及び退職口座の株式分) を合わせた株式保有の比率は、所得下位 20% で 35.9%、上位 10% で 64.2% となり、高所得層ほど金融資産に占める株式の割合が大きい。



(資料) Survey of Consumer Finances 2025 より三井住友信託銀行調査部作成。以下本稿図表はすべて同じ

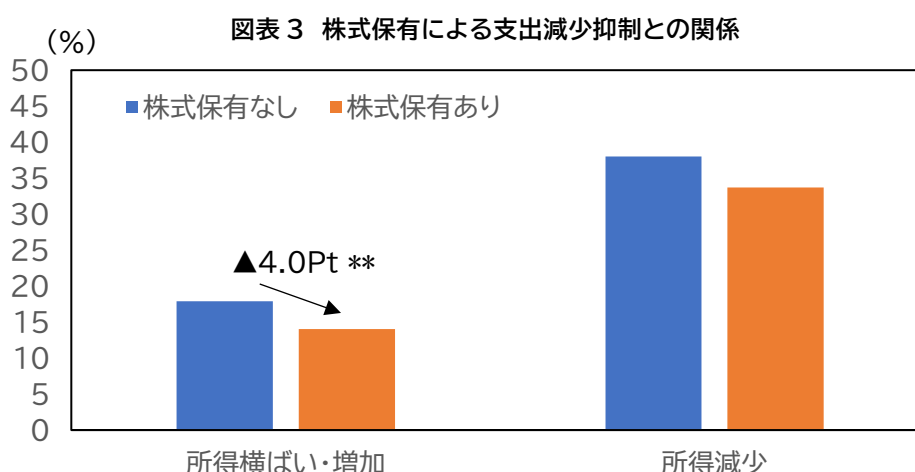
(2) 株式保有と支出減少との関係

所得階層別にみると、支出を増やした世帯の割合は、株式保有世帯の方が高い階層もあるが、一様ではない。一方、支出を減らした世帯の割合は、すべての所得階層で株式保有世帯の方が低かった(次頁図表 2)。つまり、株式を保有していても支出を増やすとは限らないが、支出が減少しにくくなることが示唆される。



次に、年齢などの属性要因による影響を調整するため、支出減少の有無を被説明変数とする加重線形確率モデルを推計した。図表 3 の「**」は株式保有による差が統計的に有意(5%水準で有意)であることを示す。

属性を調整した支出減少確率は、当然ながら所得が横ばい・増加した世帯に比べて、所得が減少した世帯の方が支出減少確率は高い。さらに株式保有の有無を考慮すると、所得が横ばい・増加した場合には、株式非保有世帯の 17.9%から保有世帯では 14.0%に低下した。保有世帯の方が 4.0 ポイント低く、この差は統計的に有意である。所得減少時にも、非保有世帯の 38.0%から保有世帯では 33.7%と支出減少確率が低下した。しかし推計誤差が大きく、統計的には明確な差が確認できなかった(図表 3)。これらから、所得が支出増減に影響を与えるとの一般的な関係に加えて、所得が横ばいまたは増加していても支出を減らす理由に直面した場合には、株式を保有していた方が支出を減らしにくいことが示唆される。

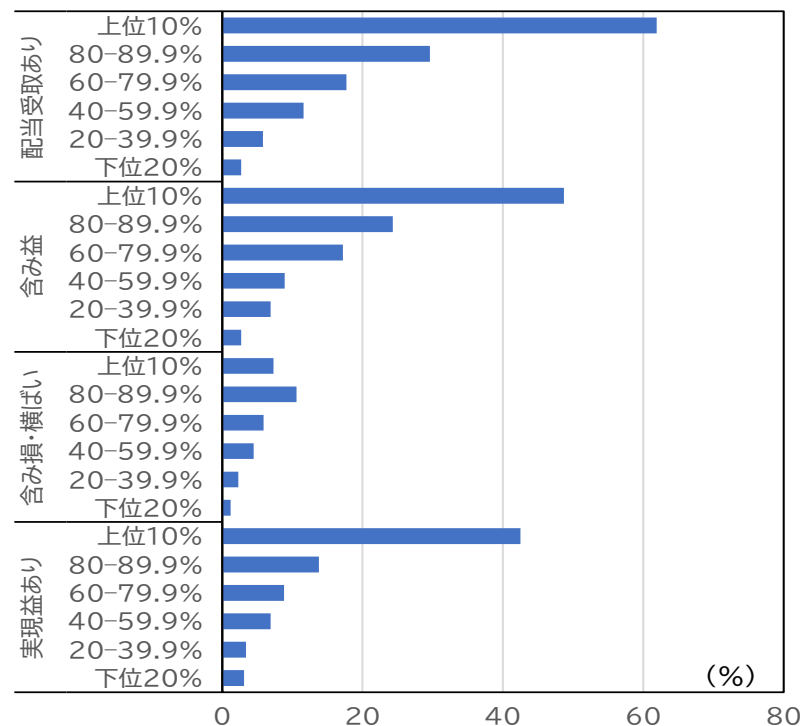


(注) 支出減少の有無を被説明変数とする加重線形確率モデルを推計。説明変数は、株式保有ダミー、所得減少ダミー、両者の交差項、通常所得階層、年齢・年齢の二乗、就業状態、流動性資産残高の対数 $\log(1 + \text{残高})$ 。

(3) 配当や資産損益と高所得層の支出行動

株式保有と支出維持との関連には、配当による収入や資産の値上がり益の効果が影響している可能性がある。それらの受益世帯の割合は高所得層ほど大きく、上位 10%では配当受取が 61.9%、実現益が 42.5%、直接保有株式の含み益が 48.7%となっている(図表 4)。そこで、配当受取など受益を受ける世帯割合が十分に大きい上位 10%を対象を絞り、支出増減との関係を調べた。

図表 4 配当・実現益・直接保有株式の含み損益がある世帯の割合



(注)配当受取、実現益は 2024 年中。含み損益は取得時から調査時点。実現益は株式のほか、投資信託・債券・不動産を含む。

具体的には、配当、実現益、含み益について、それぞれ支出増加と支出減少の 2 つのモデルを推計した(次頁図表 5)。配当は受取なしと回答した世帯、実現益は実現損益なしと回答した世帯、含み益は直接保有株式が横ばい・含み損の世帯を比較対象とする。実現損のある世帯は「実現損益なし」には含めない。また、年齢、就業状態、通常所得、流動性資産、持ち家、負債、配偶者等の有無、子ども数による影響を調整するため、説明変数として投入した。

配当受取世帯は、受取のない世帯より支出増加確率が高く、支出減少確率が低いという結果となったが、いずれも統計的に有意ではなかった。実現益・含み益についても明確な関連は確認できない。もっとも、この結果をもって「資産効果がない」ことを意味しない。配当・実現損益は 2024 年中、含み損益は取得時から調査時点までの累積であり、月間支出の1年前との比較とは参照期間が異なる。金額ではなく利益の有無であることなど、統計の制約に留意すべきである。

図表 5 配当・実現益・含み益の有無と支出変化

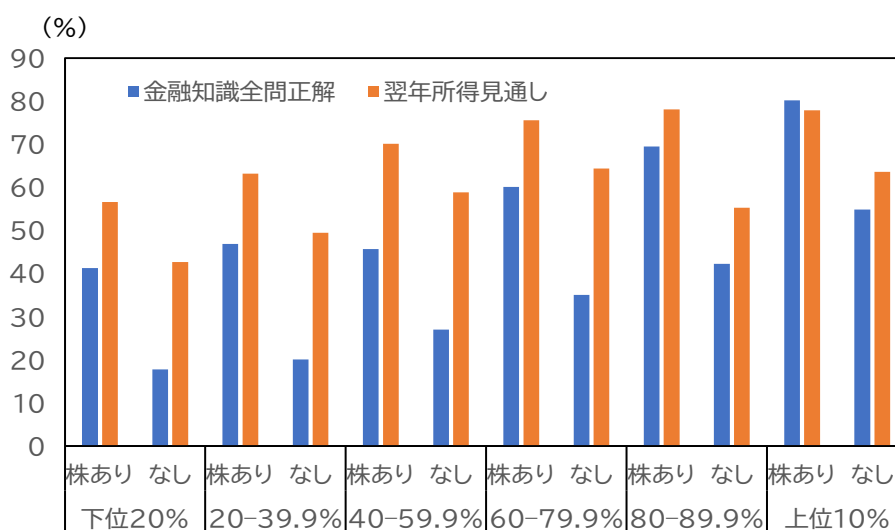
比較	支出の変化	(a)	(b)	(a)-(b)	差の95%信頼区間
(a)配当受取あり／(b)なし	増加	47.2	43.1	4.1	-5.79 ～ 13.92
	減少	10.9	15.5	-4.6	-11.20 ～ 2.11
(a)実現益あり／(b)損益なし	増加	42.4	48.0	-5.6	-14.86 ～ 3.74
	減少	14.6	11.2	3.4	-3.02 ～ 9.85
(a)含み益あり／(b)横ばい・含み損	増加	43.8	56.0	-12.2	-30.88 ～ 6.47
	減少	13.5	14.7	-1.2	-16.55 ～ 14.07

(注) 通常所得上位 10%を対象に、支出増加・支出減少をそれぞれ被説明変数とする加重線形確率モデルを推計。配当受取、実現益、直接保有株式の含み益の各ダミーを別々のモデルに投入し、年齢・年齢の 2 乗、就業区分、通常所得の対数、流動性資産・負債の対数 $\log(1 + \text{残高})$ 、持ち家、配偶者等の有無、子ども数を調整した。実現益は株式以外の資産も含む。含み益の比較は株式直接保有世帯に限定した。

(4) 他の資産や金融リテラシーによる違い

株式保有世帯は、株式以外の資産に余裕があるほか、金融知識や計画性、所得の予測可能性などにも違いがあると考えられる。実際、金融知識の 3 問に全問正解した割合と、現在の状況で翌年の所得を見通せると回答した割合は、各所得階層で株式保有世帯の方が高い(図表 6)。ただし、これらは属性調整前の比較であり、金融知識が支出減少の抑制をもたらすことを直接示すものではない。

図表 6 所得階層・株式保有別の金融リテラシーと所得見通しの有無



これらが株式保有差をどの程度説明するかを確認するため、基準モデルAに、流動性資産、株式以外の資産を加えたB、金融知識などの世帯特性を加えたC、両方を加えたDを比較した(次頁図表 7)。Aでは配当・含み損益等の推計同様に、前掲図表 3 の説明変数に持ち家、負債、配偶者等の有無、子ども数を加えている。金融知識は正解数、計画期間やリスク許容度は回答(選択肢)番号カテゴリー変数として用いた。図表 7 の「**」は 5%未満、「*」は 10%未満の有意水準を示す。

図表 7 金融リテラシー・所得見通しと支出減少確率

モデル	所得の状況	保有なし(%)	保有あり(%)	保有差(pt)	差の95%信頼区間
A 基準	横ばい・増加	17.8	14.0	-3.81 **	-7.09 ~ -0.53
B 資産を追加	横ばい・増加	17.6	14.2	-3.45 **	-6.73 ~ -0.18
C 世帯特性を追加	横ばい・増加	18.0	14.4	-3.59 **	-7.05 ~ -0.14
D 資産・世帯特性を追加	横ばい・増加	17.8	14.6	-3.18 *	-6.57 ~ 0.22
A 基準	減少	38.3	33.6	-4.66	-11.11 ~ 1.78
B 資産を追加	減少	38.1	33.8	-4.33	-10.79 ~ 2.14
C 世帯特性を追加	減少	36.8	32.8	-3.92	-10.55 ~ 2.71
D 資産・世帯特性を追加	減少	36.5	33.0	-3.52	-10.16 ~ 3.13

モデル	調整内容
A	所得階層、年齢・年齢の2乗、就業状態、流動性資産、持ち家、負債、配偶者等の有無、子ども数
B	Aに、株式・流動性資産以外の金融資産と住宅純資産を追加
C	Aに、金融知識、計画期間、所得の予測可能性・見通し、リスク許容度を追加
D	B・Cの追加項目をともに調整

(注)支出減少の有無を被説明変数とする加重線形確率モデルを推計。説明変数は株式保有ダミー、所得減少ダミー、両者の交差項のほか、上記モデル説明の通り。

所得が横ばい・増加した場合、どのモデルでも株式保有は支出減少確率を有意に低下させていた。基準であるAの支出減少確率は、株式非保有世帯の17.8%に対して保有世帯では14.0%と3.8ポイント低下。流動性資産以外の資産と金融知識等をともに調整したDでは、それぞれ17.8%、14.6%で差が3.2ポイントと基準Aから小幅な低下にとどまっており、新たに投入した変数の支出減少確率に対する説明力は小さい。一方、所得減少時には、A～Dのいずれでも保有差は有意ではなかった。

以上の推計結果からは、金融知識等が支出減少を抑制する背景を十分に説明するとはいえないものの、わずか3問の問いで金融知識を捉えるには限界がある。前節でみた配当・実現益・含み益による影響も統計的には有意とならなかったが、金融知識等とともに、影響の存在を想定する余地は残されている。

3. おわりに

本稿の分析では、株式保有と支出増加との明確な関連は確認されなかった一方、所得が横ばい・増加した場合には、株式保有世帯の方が支出を減らす確率は低かった。一義的には、所得の横ばい・増加は支出減につながりにくいとみられるが、子どもの独立といった世帯人員の減少、前年の大型支出の反動、子どもの誕生や将来不安に伴う投資・貯蓄志向の高まりなどを理由に、所得状況に関わらず支出を減らす局面もある。支出を左右する主要因が所得であることに変わりはないものの、所得が安定している下で支出減少となる理由に直面した場合には、株式保有があることで支出を切り詰める必要性を小さくすることが示唆される。したがって、米国消費を支えているのは高所得層による積極的な支出拡大だけではなく、株式などの資産を保有する世帯が支出を維持しやすいことも支えとなっているといえる。また同時に、所得が減少していても資産効果で消費拡大が続くのではなく、所得の安定があって初めて、株式保有による消費下支え効果が発揮されていることが示唆される。

(調査部 チーフエコノミスト 大和 香織)

< 参考文献 >

Aladangady, A., et al. (2026), “Measuring Spending in the Survey of Consumer Finances,” FEDS Notes, October 9.

<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/measuring-spending-in-the-survey-of-consumer-finances-20261009.html>

Federal Reserve Board, Codebook for 2025 Survey of Consumer Finances.

<https://www.federalreserve.gov/econres/files/codebk2025.txt>

Federal Reserve Board, SCF Standard Error Documentation.

https://www.federalreserve.gov/econres/files/Standard_Error_Documentation.pdf

※ 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。