

経済情報

[米国]

米国の個人消費の好調は今年も続くか

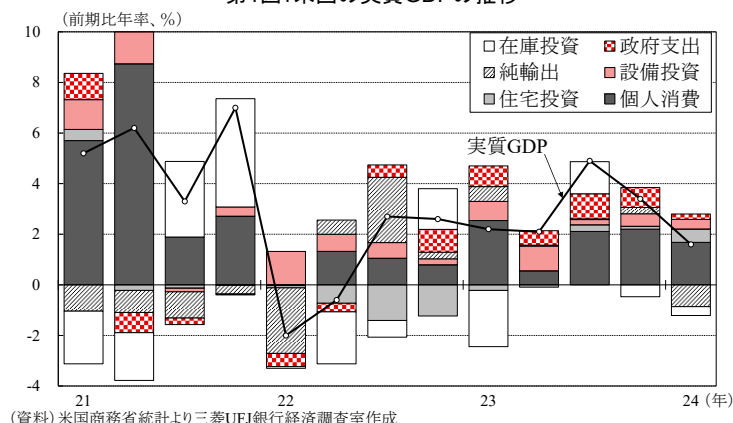
【要旨】

- ◇ 昨年の米国経済は、前年からの急速な金融引き締めにも関わらず、潜在成長率を上回る成長を遂げた。特に個人消費は、高金利により下押しされる企業部門と異なり、堅調な伸びを見せていた。但し、今年1-3月期には実質GDP成長率は前期比年率+1.6%へ鈍化し、個人消費も減速の兆しを見せている。
- ◇ 2022~2023年にかけて個人消費が好調に推移した理由として、家計の所得が堅調であることに加え、コロナ禍を起点とする超過貯蓄や株式・住宅等の資産価格上昇等により、家計が所得(フロー)とバランスシート(ストック)の両面で、強固な下支え要因を有してきたことが大きい。
- ◇ 特にストック面では、資産価格上昇による家計資産の増加や、家計の良好な信用状況を背景とする借入増加が、消費を下支えしたと考えられる。
- ◇ もっとも、今後も家計の所得を巡る良好な環境は維持される一方、コロナ禍以降に生じていたフロー・ストックの消費押し上げ要因は、その効果が薄れると予想される。この先の米国の個人消費は、実質可処分所得のプラス推移による下支えを受けつつも、昨年からはその伸びを鈍化させるだろう。

1. 昨年の米国経済は個人消費を中心に好調推移も、足元ではやや減速

2023年の米国の実質GDP成長率は、前年からの急速な金融引き締めにも関わらず、各四半期とも1.8%程度(FOMC参加者が考える中長期的な実質GDP成長率)とされる潜在成長率を上回って推移した。内訳をみると、高金利を背景に設備投資等の企業部門は減速していたが、個人消費の好調な伸びが景気を支えていた(第1図)。但し、今年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.6%へ鈍化し、個人消費も減速の兆しを見せている。

第1図: 米国の実質GDPの推移

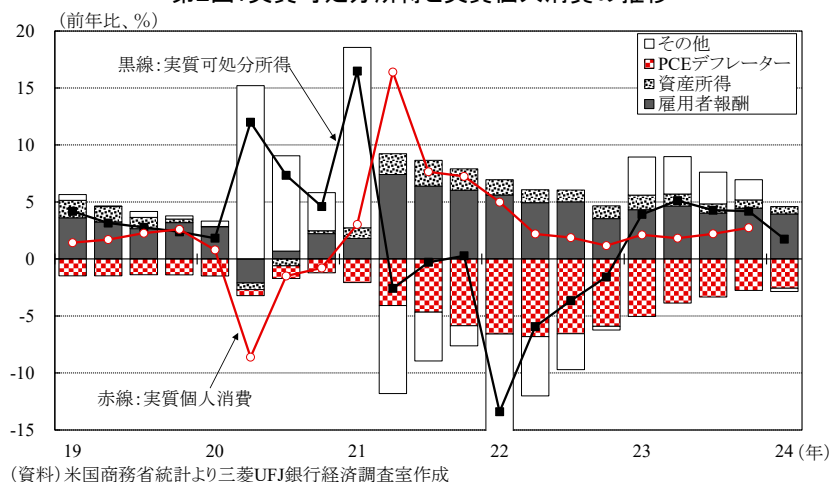


2. 所得の堅調推移に加え、家計のバランスシートの拡大が個人消費拡大を下支え

(1) 家計所得・支出（フロー）の要因

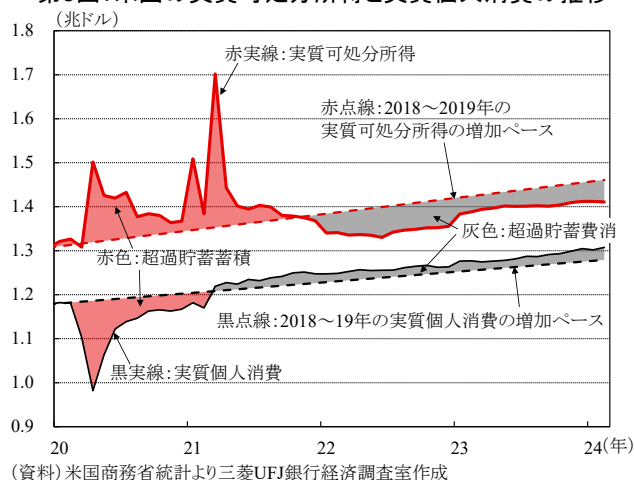
2022～2023年にかけて個人消費が堅調に推移した理由として、まず家計所得（フロー）が堅調であることが挙げられる。可処分所得の大半を占める雇用者報酬は、コロナ禍で急減した雇用者数の回復と、タイトな労働需給の下での高めの賃金上昇率を背景に安定的に増加している。2022年にかけて高進したインフレ率も足元減速しており、実質可処分所得は2023年に入ってからプラスの伸びが続いている（第2図）。

第2図：実質可処分所得と実質個人消費の推移

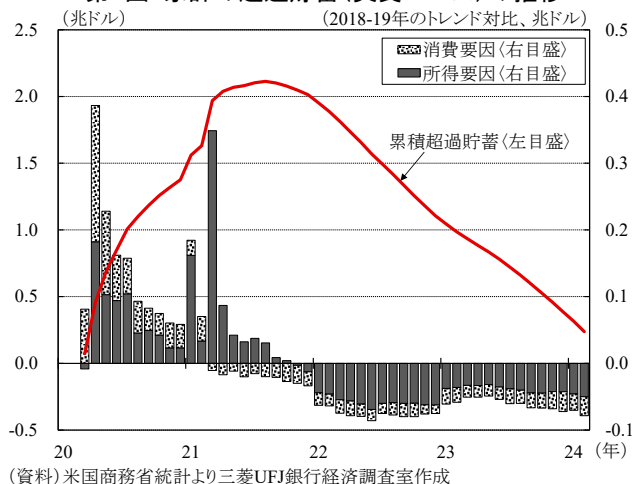


また、コロナ禍で形成された米国家計の超過貯蓄の存在もフロー面での下支え要因となった。コロナ禍での消費機会の減少と、政府による現金給付（所得増加）により、2020年から2021年にかけて累計約2兆ドルの超過貯蓄が積み上がった（第3図）。このため、2022年以降インフレの高進により実質可処分所得が減少する中でも、家計は超過貯蓄を取り崩すことで（第4図）消費を拡大させることができた。

第3図：米国の実質可処分所得と実質個人消費の推移



第4図：家計の超過貯蓄（実質ベース）の推移

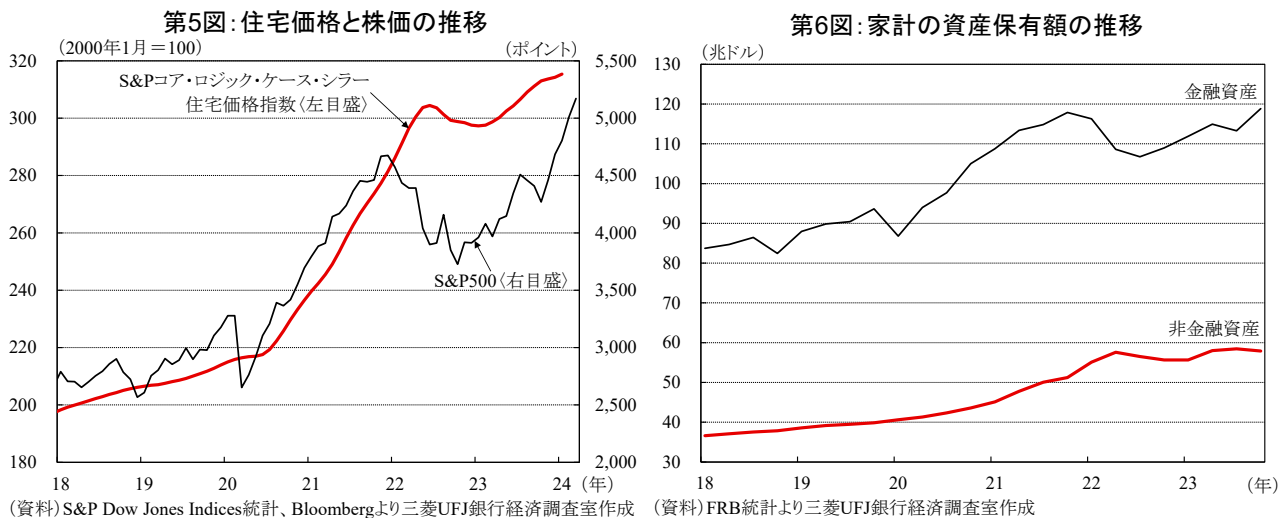


(2) 家計のバランスシート（ストック）の要因

こうした所得（フロー）の状況に加え、家計のバランスシート（ストック）の面でも強固な消費の下支え要因がいくつか存在していたことが指摘される。

① バランスシートの資産サイド

まず、家計のバランスシートの資産サイドでは、コロナ禍を経ての住宅需給逼迫等を反映した住宅価格の上昇や、ハイテク銘柄を中心とする株価の上昇等により（第5図）、家計の資産保有額は非金融資産・金融資産ともに増加しており（第6図）、インフレが続くなかでの消費マインドを下支えした。

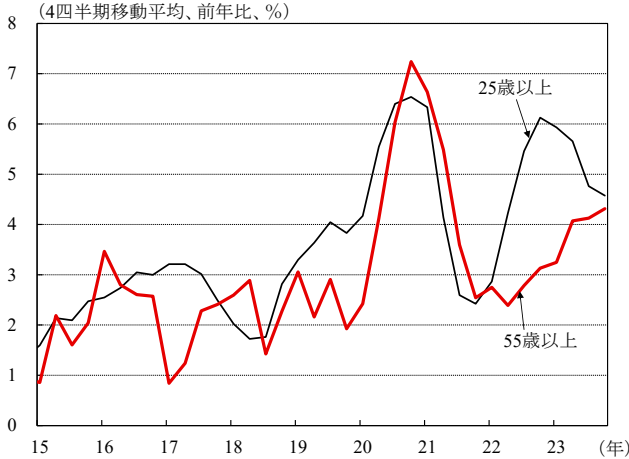


米国における資産効果（資産価値の変化と消費の関係）に関して、Zandi, Poi, Hoyt and Best[2018]は、家計の消費額について、株式・債券・預金等の金融資産の価値変化額の13%相当、住宅資産の価値変化額の8%相当が、2~4四半期のタイムラグを経て増減すると試算している（例：金融資産の保有額が100ドル増加すると消費が13ドル増加）。

また、上記は2007年第3四半期から2017年第2四半期までのデータに基づく分析であるが、Brown and Wright[2023]が、より直近の2017年から2022年第3四半期までのデータを用いて、家計の消費額が金融資産の変化額の24%、住宅資産の変化額の20%相当増減すると試算している。当該レポートでは、コロナ禍初期に高齢者を中心に労働市場からの退出が進み資産価値の変動を受けやすい消費者が増加したことや、スマートフォンの普及等によりマーケット情報へのアクセスが容易になり、マーケットの変化が消費者心理に影響しやすくなったことを、近年資産効果の影響度合いが高まっている理由としている。

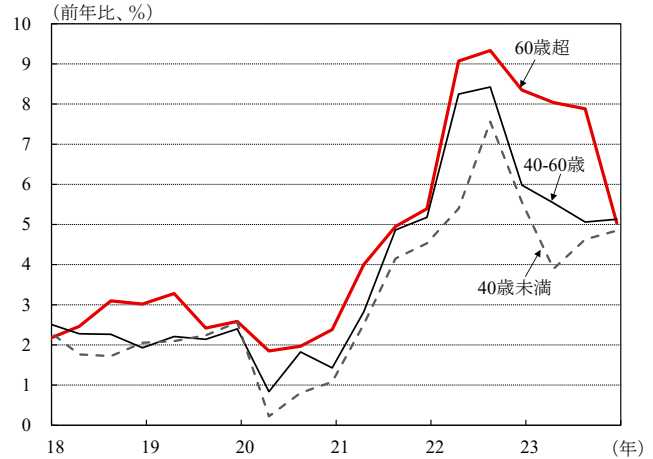
実際に、消費動向を世代別に確認すると、2022年から2023年にかけては、資産保有額が相対的に大きい60歳以上の高齢者において、収入（フロー）面の賃上げの恩恵が相対的に小さい中でも（次頁第7図）、他の世代に比べ消費が顕著に増加しており、今次局面において資産効果の影響が大きいことを示唆している（次頁第8図）。

第7図: 世代別に見たフルタイム労働者の平均時給の推移



(資料) 米労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

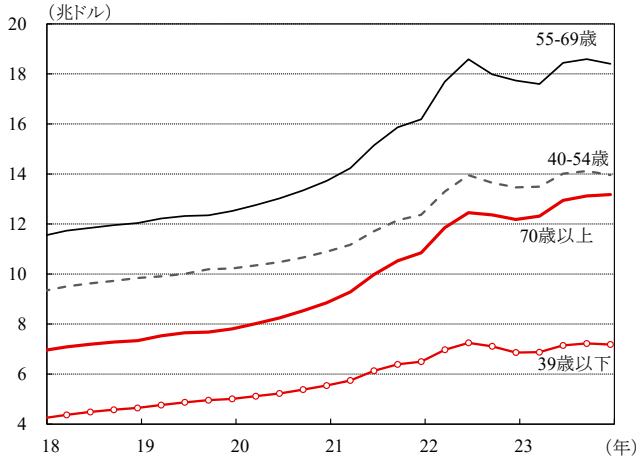
第8図: 世代別に見た名目消費支出の推移



(資料) ニューヨーク連銀統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

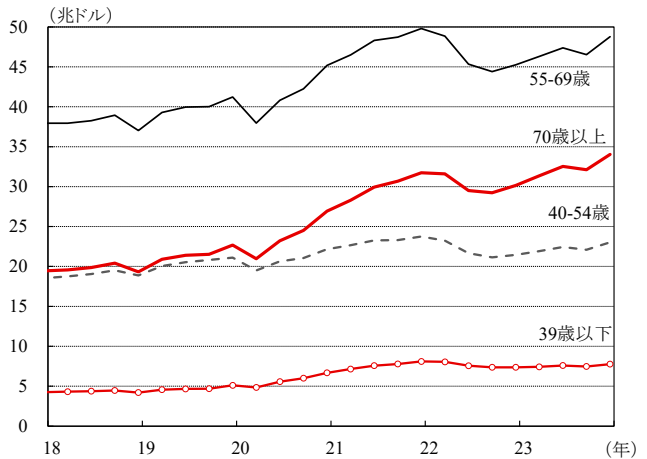
世代別の資産保有動向を確認すると、不動産を中心とする非金融資産については、40歳以上の各世代においてコロナ禍を境に保有額の増加ペースが加速しているが、高齢層ほど増加幅が大きい（70歳以上の2年前比増加額：+2.3兆ドル、55-69歳：同+2.2兆ドル、40-54歳：同+1.6兆ドル）（第9図）。また、より資産効果による消費押し上げ効果が大きいとされる金融資産については、55歳以上では54歳以下に比べて明確に増加していたことが認められる（第10図）。

第9図: 世代別に見た非金融資産保有額の推移



(資料) FRB統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第10図: 世代別に見た金融資産保有額の推移



(資料) FRB統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

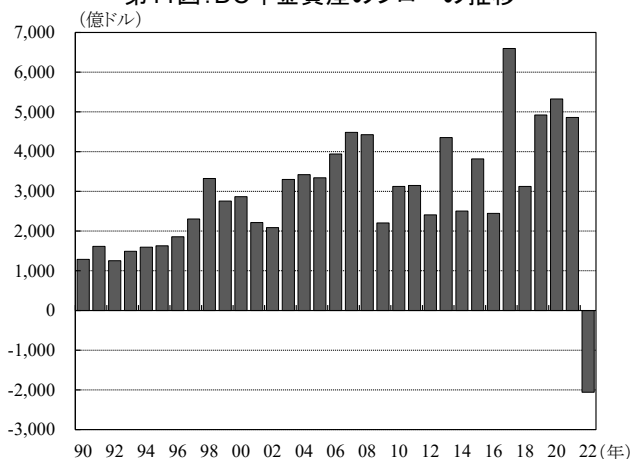
加えて、高齢層においては、コロナ禍を契機とした早期退職の増加により、IRAをはじめとするDC年金が早期に受給開始される、あるいは一時金として引き出されることで、資産の一部がより消費に充当しやすい現金等へ変わったことが、資産効果を一層高めた可能性もある。すなわち、米国では1980年代以降、個人退職年金制度であるIRAや企業型DC年金の401(k)等を通じて家計の年金資産の形成が進み（次頁第1表）、米国家計のDC年金の資産残高は1990年以降一貫して増加が続いていたが、2022年には年金資産のフローが初めてマイナスに転じたことが確認できる（次頁第11図）。

第1表：米国のDC年金制度

	IRA	401(k)
開始時期	1974年	1981年
タイプ	個人退職年金	企業型DC
対象者	所得のある者 (所得制限なし)	プラン提供企業の 従業員
主な対象商品	株式、投資信託、預金、保険等	
引出制限	59.5歳から引出可能、73歳までに引出開始義務	
利用者数 (人口比)	5070万人<15%> (2020年末)	1億1,000万人<33%> (2020年末)
残高	9.7兆ドル(2022年末)	6.6兆ドル(2022年末)

(出典) 日本証券業協会資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第11図：DC年金資産のフローの推移

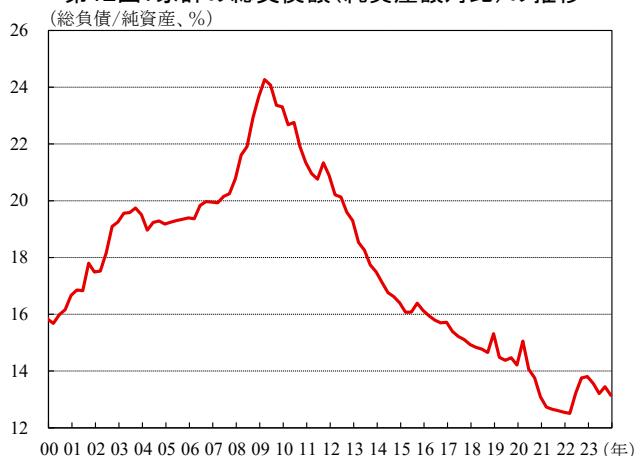


(資料) FRB統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

② バランスシートの負債サイド

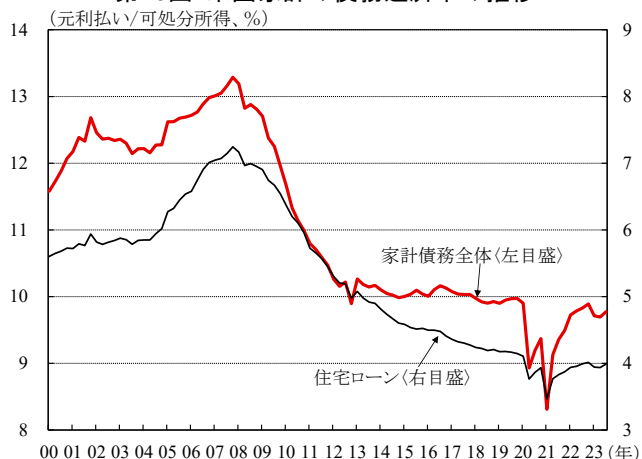
続いて、家計のバランスシートの負債サイドを見ていくと、家計の信用状況が良好な中で借入の拡大が進んだことが挙げられる。米国家計の純資産対比でみた債務残高は、2008年の金融危機以降、住宅ローンに関する規制の厳格化や家計が債務削減を志向したこと等を背景に減少を続けていた。その後、コロナ禍を経て株式や不動産を中心に家計のバランスシートの資産サイドも拡大したことで、純資産対比でみた負債額は歴史的にも低水準で推移している（第12図）。加えて、負債にかかる利払いや返済負担の面では、米国における住宅ローン金利の形態は、そのほとんど（2022年末時点で85.2%）が期間30年の固定金利ローンである。そのため、2010年代以降の低金利の時代に長期固定の住宅ローンを借りた家計は、政府によるコロナ禍での学生ローンの返済猶予も相まって、利上げ局面の下でも元利払い負担の増加が抑制されていた（第13図）。金融危機以降のバランスシート調整による負債額の圧縮と低金利環境下での長期固定借入により、家計は金利上昇に対する耐性を高めていたため、高金利下でも借入を増やして消費を拡大することが可能であったと考えられる。

第12図：家計の総負債額（純資産額対比）の推移



(資料) FRB統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

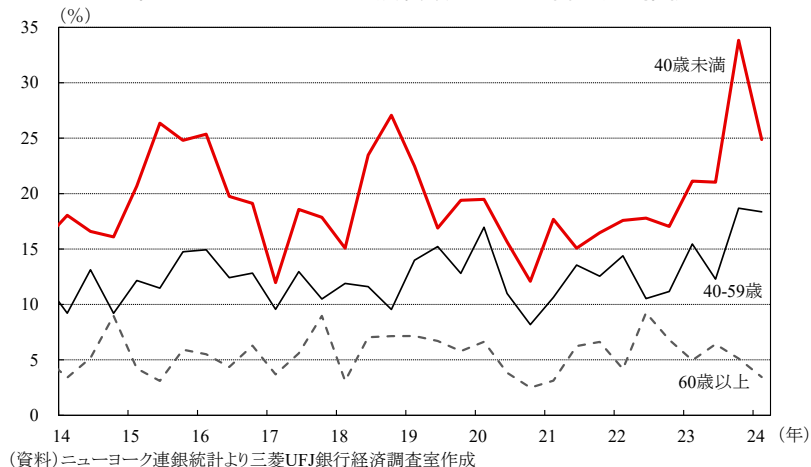
第13図：米国家計の債務返済率の推移



(資料) FRB統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

但し、クレジットカードの限度額の引き上げ申請率は、2022年以降とりわけ40歳未満の若年層にて上昇しており（第14図）、借入の増加は特に若年層において顕著であったことが確認される。資産サイドでの恩恵を受けていたことに加え、2010年以降金利上昇への耐性を高めていた高齢層とは異なり、資産・負債の両面で恩恵を得にくかった若年層が近年負債を増やしている点は、米国家計の潜在的なリスクとも考えられる。

第14図：クレジットカード限度額引き上げ申請率の推移



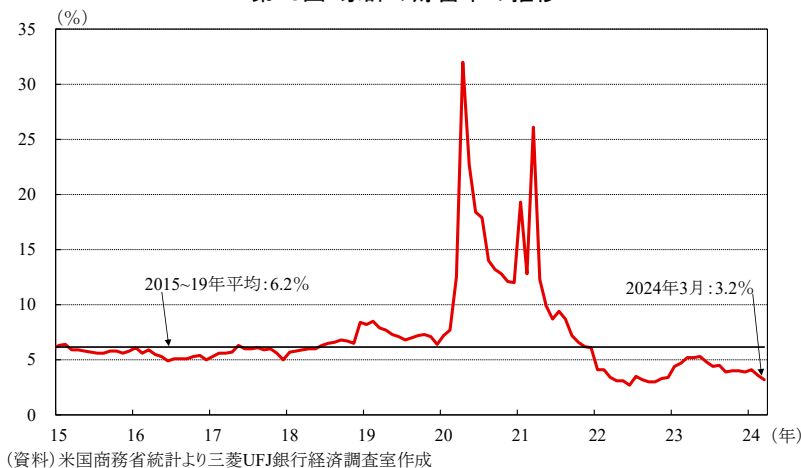
3. 個人消費を下支えしてきた家計の所得やバランスシートの要因は今後剥落

この先も、雇用者数の減少や失業者数の急増は回避される公算大が大きく、実質可処分所得はプラス推移を続けると考えられるが、一方で個人消費を支えてきた所得（フロー）面や家計のバランスシート（ストック）面での押し上げ要因は徐々にその効果が薄れていくことが予想される。

(1) 超過貯蓄の払底による貯蓄率の上昇

まず超過貯蓄については、今年の前半には払底すると見込まれる。2022年から2023年にかけては、超過貯蓄の存在を背景に貯蓄率はコロナ禍前の水準に比べ低位で推移していたが（第15図）、超過貯蓄が払底した後も低水準の貯蓄率を維持することは難しいとみられ、今後貯蓄率はパンデミック前の水準（2010～19年平均：6.2%）に向けて上昇に転じると予想される。

第15図：家計の貯蓄率の推移



ラチェット効果（一度上昇した所得水準がその後下がったとしても、消費水準が同じ割合で下がりにくいという現象）等も踏まえれば消費の抑制は緩やかに進む可能性が高く、貯蓄率の上昇ペースは幅を持って予測する必要がある。今年の終わりまでに貯蓄率がコロナ禍前の水準まで上昇する（今年12月に貯蓄率が6.2%に到達する）という見通しのもとでは、今年の個人消費に対する下押し効果は前年比▲0.3%程度と比較的小さなものに止まる一方、来年については同▲1.4%と相応の影響があると試算される。なお、貯蓄率がより急ピッチで上昇し、今年半ばにコロナ禍前水準に到達すると仮定した場合、今年の個人消費に対する下押し効果は同▲0.9%と試算される。

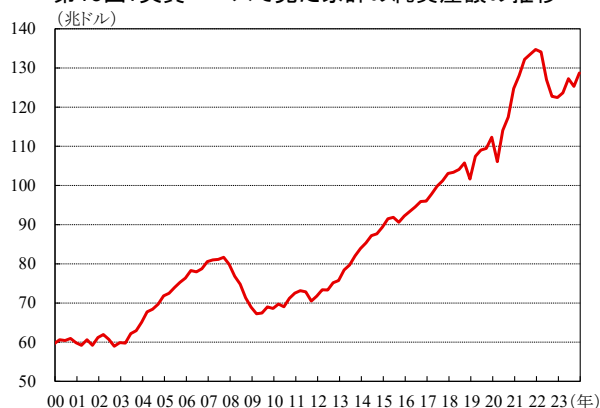
(2) 資産効果は徐々に弱まる方向

実質ベースで見た純資産額は、2020年から2022年の第1四半期にかけて増加基調で推移したものの、2022年の第2四半期から第4四半期にかけて減少している（第16図）。2022年に不動産価格や株価が低下した背景として、2022年の3月に利上げが開始され金利が急速に上昇するなか、不動産では住宅需要の抑制、株価については景気の減速による企業業績の悪化が懸念されたことが挙げられる。

2023年以降、住宅では、高金利下で中古住宅の供給が減少したことで需給がタイト化し、価格が緩やかながらも上昇に転じた。株価も、FRBが利上げを続ける中でも米国経済が好調を維持し、ソフトランディング期待が高まる中で投資家のリスク選好姿勢が強まった。この結果米国株のPER（株価収益率）が上昇し、株価は再度上昇基調で推移した。こうしたことから家計の純資産額は2023年以降振れを伴いつつも増加基調に転じている。

先行きについて、まず不動産価格は、高金利を背景とする需要抑制が続くなか、建設業界の雇用増等に伴い住宅供給も改善に向かうと見込まれることから、需給逼迫の緩和により不動産価格の上昇ペースは緩やかなものに止まる公算が大きい。株価についても、足元S&P500のPERは歴史的に見ても高水準にあり（第17図）、更なるバリュエーション改善の余地は乏しいとみられることから、2023年以降の株価上昇を支えた要因のうちPERに起因するものはその効果をこの先期待し難い。そのため、資産効果が個人消費に波及するまでのタイムラグを勘案したとしても、資産価値の上昇が今後個人消費を更に押し上げる効果は徐々に薄れていくとみられる。

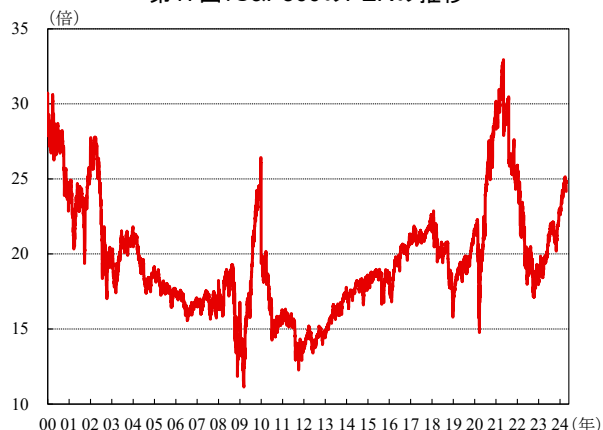
第16図：実質ベースで見た家計の純資産額の推移



(注) 家計の純資産額をPCEデフレーターにて実質化。基準年=2017年。

(資料) 米商務省、FRB統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第17図：S&P500のPERの推移



(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

また、早期退職の急増に伴う年金資産の取り崩しは、コロナ禍という異例の状況下で生じた、一過性の押し上げ要因と見做すことが適当と思われる。米国の高齢者の労働参加率は、55-64歳については2019年以前の水準に回復しているほか、65歳以上についてもコロナ禍以降に一度低下して以降、さらなる労働市場からの退出が進んでいるわけではない（第18図）。従って、年金資産の早期の受給開始や一時金としての引き出しが2022年のような形で続くことは考え難く、こうした年金資産を原資とする消費の拡大効果も薄れる見込みである。

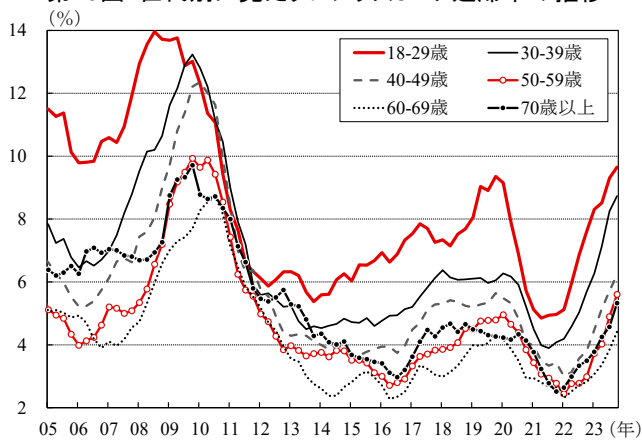
第18図: 高齢者の労働参加率の推移



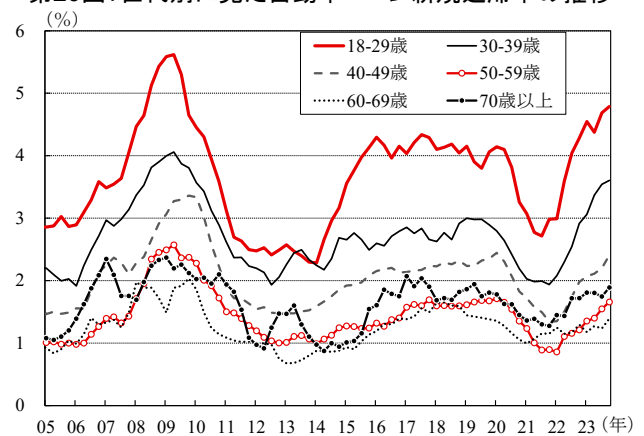
(3) 信用状況悪化による借入増加ペースの鈍化

最後に家計の負債面に着目しても、信用状況が今後悪化することにより家計が追加的に借入を行う余地は乏しくなる見通しである。高金利の下でクレジットカードローンや自動車ローンの延滞率は若年層を中心に上昇しており（第19・20図）、若年層において、家計の追加的な借入余力が低下していることを示唆している。

第19図: 世代別に見たクレジットカード延滞率の推移



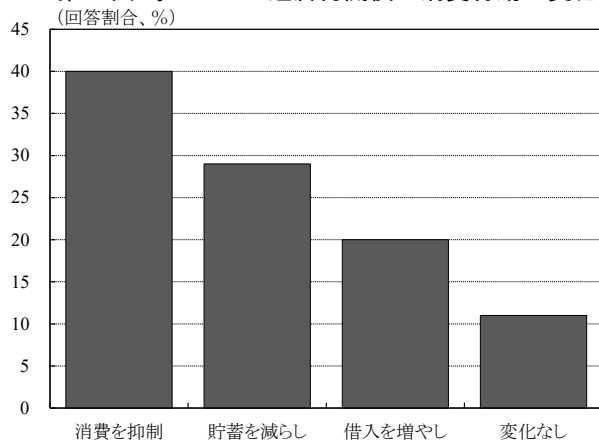
第20図: 世代別に見た自動車ローン新規延滞率の推移



加えて学生ローンの返済再開の影響は今後本格的に顕在化するとみられる。ミシガン大学の調査によると、昨年10月から学生ローン返済を再開した債務者のうち約4割は消費

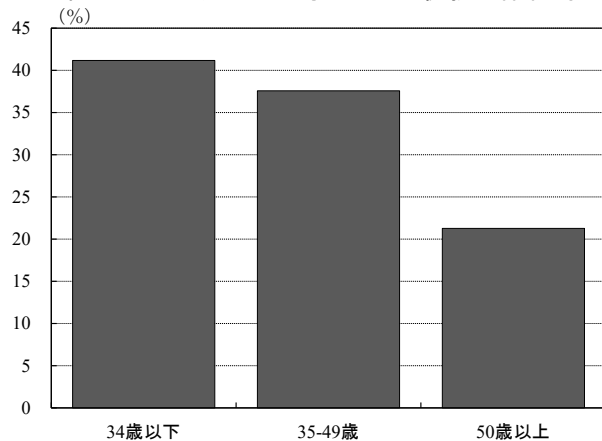
を抑制したものの、約3割は貯蓄を減らし、約2割は借入を増やすことでそれぞれ消費を維持したとされる（第21図）。消費を抑制した債務者が限定的であったことで昨年10-12月期の個人消費に対する影響は限定的なものに止まったものの、こうした消費水準の維持は持続的なものではない。学生ローンの返済再開による消費抑制の影響が今後徐々に発現すると考えられるほか、債務返済負担の増加により各種ローンの返済が滞ることで、信用状況が一層悪化する可能性が考えられる。米国の学生ローン債務の8割近くは背景資産の少ない50歳未満の債務者が保有しているため（第22図）、信用状況悪化に伴う消費の抑制効果は高齢者以外の層で顕著に表れる可能性がある。

第21図：学生ローン返済再開後の消費行動の変化



(資料) ミシガン大学資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

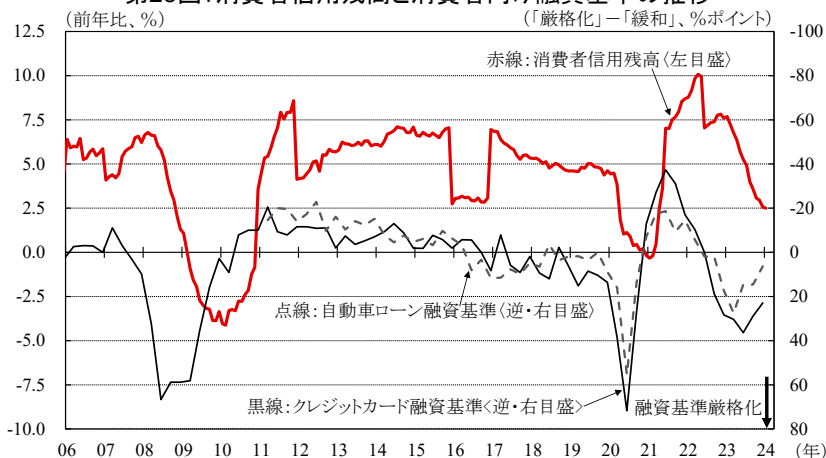
第22図：世代別の連邦学生ローン債務の保有割合



(注) データは2023年9月末時点。
(資料) 米国教育省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

融資基準の厳格化に遅行する形で消費者信用残高の伸びも鈍化しており（第23図）、個人消費拡大の重石となる見通し。2024年の消費者信用残高の伸びが年間を通じて現状程度で推移する場合の個人消費に対する下押し効果は前年比▲0.6%、2024年末の消費者信用残高の伸びが同±0%まで減速すると仮定した場合は同▲0.9%の下押し圧力となる、と試算される。

第23図：消費者信用残高と消費者向け融資基準の推移



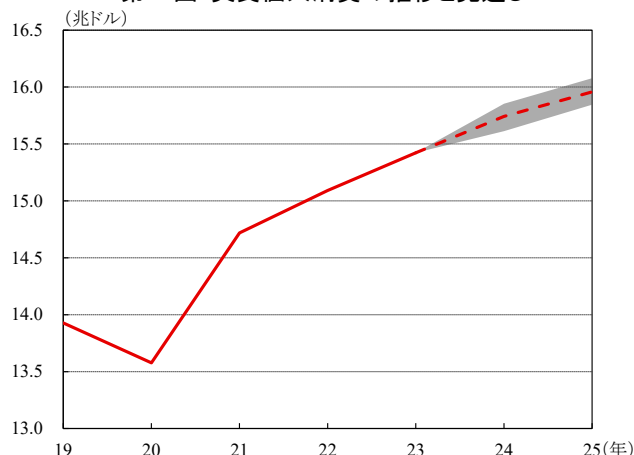
(資料) FRB統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

4. コロナ禍等に起因する各種要因の剥落により個人消費は減速へ

今次局面における米国の個人消費を押し上げてきた要因とそれらの今後の見通しを踏まえると、堅調な雇用・所得環境やインフレの減速は引き続き個人消費の下支え要因となる一方、超過貯蓄の払底に伴う貯蓄率の上昇や、家計の信用状況悪化に伴う借入の伸び鈍化等により、これまでの個人消費を押し上げてきた要因は今後徐々に剥落すると予想される。

貯蓄率の上昇や借入の伸び鈍化のペースは幅を持ってみる必要があるものの、今年の米国の個人消費は昨年からはその伸びを鈍化させることとなるだろう（第24図・第2表）。また、資産効果の剥落等により消費水準をコロナ禍前のトレンドへと徐々に回帰させる高齢者層に対し、消費水準を維持するために相応に借入に頼っている若年層は、信用状況の悪化により消費を高年齢以上に抑制せざるをえないとみられ、世代間で消費動向に格差が生じる可能性も否定できない。

第24図:実質個人消費の推移と見通し



(資料)米国商務省統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2表:個人消費に影響する各種要因の見通し

	メインシナリオ (第24図赤点線)	上振れシナリオ (第24図シャドー 上端)	下振れシナリオ (第24図シャドー 下端)
可処分所得	2025年後半に前年比+3%前半の賃金上昇率まで鈍化		
インフレ率	2025年後半に前年比+2%まで伸びを鈍化		
資産効果	個人消費を追加的に押し上げる効果は徐々に剥落		
貯蓄率	・2024年末にコロナ 禍前水準まで上昇 ・2025年は横這い	・2025年末にコロナ 禍前水準まで上昇	・2024年半ばに コロナ禍前水準まで 上昇、以降は横這い
消費者信用 残高	・2024年末まで現状 程度の伸びが継続 ・2025年末にコロナ 禍前の伸びまで 回復	・2025年末にかけて コロナ禍前の伸び まで回復	・2024年末に前年比 ±0%程度まで減速 ・2025年末には 足元並みの伸びに 回復

(出典)各種資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

以 上

(令和6年5月1日 長谷川 裕輝 yuuki_4_hasegawa@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱 UFJ 銀行 経済調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

参考文献

Zandi, M., B. Poi, S. Hoyt, and W. Best (2018) “Weighing the Wealth Effect”, Moody’s Analytics

Brown, M., and B. Wright (2023) “The sudden increase in the wealth effect and its impact on spending”, Visa Business and Economic Insights

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。