

MUFG Focus USA Weekly

経済調査室 ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY
Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史 (hikurihara@us.mufg.jp)
Director and Chief U.S. Economist

経済活動制限が大幅に緩和された後の個人消費の行方

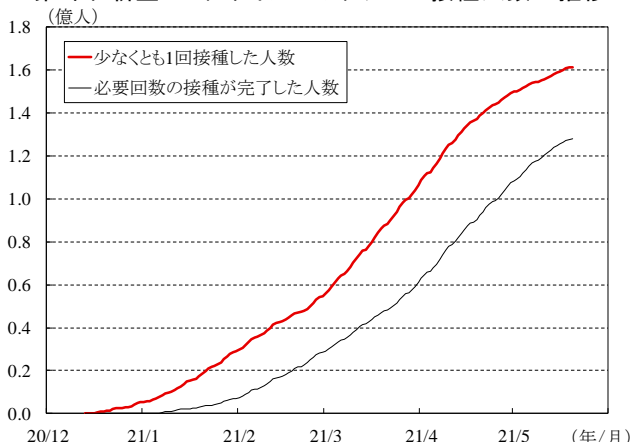
【要旨】

- ◇ 新型コロナウイルスワクチンの接種が進展し、新規感染者数の減少が続く中、州単位で経済活動の制限緩和・解除が進んでいる。経済活動の制限緩和を受けて、大きな影響を受けていた対面サービス等も着実に再開・正常化すれば、大型経済対策の効果も加わって、当面の個人消費は大方の予想通り堅調に推移するとみられる。
- ◇ 当面の個人消費が堅調に推移するとしても、その力強さの度合いは必ずしも明らかではない。制限が緩和されたビジネスの再開・正常化ペース以外で個人消費の力強さを左右する点としては、例えば、①「これまでの消費機会の制約や大型経済対策で積み上がった所謂『過剰貯蓄』が個人消費を後押しする度合い」、②「コロナ禍において一般的な予想を上回る高い伸びを示してきた財消費の持続性（今後の減速度合い）」、③「金利・株価等の金融市場変動が与える影響」等が挙げられよう。
- ◇ 上記①について、コロナ禍で貯蓄が増えたことはバッファとの点で先行きの個人消費のプラス材料と言えるものの、それ自体が直接的に個人消費を（どの程度）押し上げるかは見極めていく必要がある。上記②について、経済活動の制限緩和を受けて「サービス消費の回復」と「財消費の伸び率鈍化」が想定されるものの、財消費は例えば米国における感染収束後を見据えた新たな勤務形態のトレンド（在宅勤務の割合）等にも影響されそうであり、そのトレンドは現時点では不透明である。
- ◇ 上記③に関し、金利・株価等の金融市場動向は個人消費にとって常に不透明要因であるが、足元ではインフレ高進が警戒される状況でもあり、当面は「金利上昇・株価下落」のリスク（個人消費を下押しする方向のリスク）に特に目配りが必要であろう。また、割高感が強まっている住宅価格の先行きを警戒する見方もある。
- ◇ なお、（感染が収束した場合の）より中長期的な観点では、今回のパンデミックが消費行動に永続的な変化を与えるかが注目される。現時点では感染が収束はしていないため消費者アンケート調査等を基に変化を見極めることは難しいが、感染症の影響を大きく受けてきた高齢層の意識の変化等を注視していく必要があるだろう。

新規感染者数の減少が続く中、経済活動の制限が州単位で緩和・解除されている

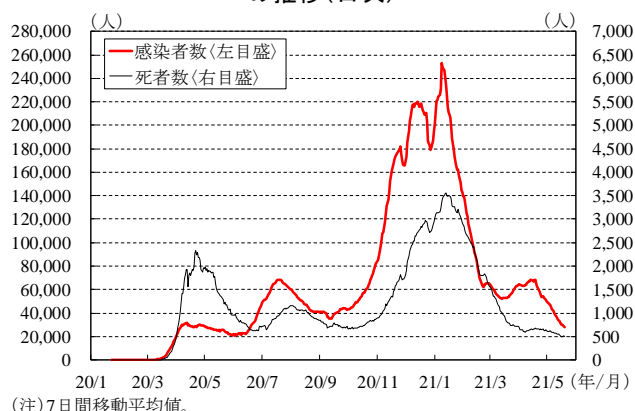
新型コロナウイルスワクチンの接種が進展し、新規感染者数の減少が続く中、経済活動の制限が州単位で緩和・解除されている。ワクチンの接種人数・接種率について、ワクチンを少なくとも1回接種した人数は1億6,128万人で人口の48.6%、必要回数の接種を完了した人数は1億2,778万人で人口の38.5%となっている（5月21日時点、第1図）。また、足元の1日当たり新規感染者数は2.8万人程度となっており、年初頃のピーク（25万人程度）から大きく減少している（第2図）。

第1図：新型コロナウイルスワクチンの接種人数の推移



(資料) 米国疾病対策センター統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：新型コロナウイルスの新規感染者数・死者数の推移(日次)



(注) 7日間移動平均値。

(資料) 米国疾病対策センター統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

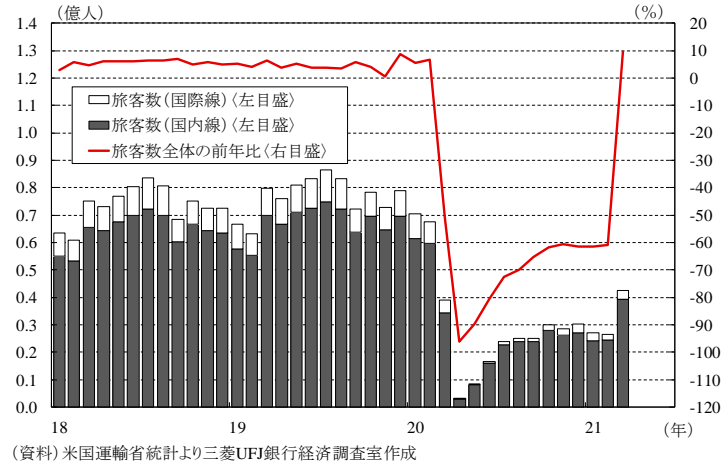
当面の個人消費は広く予想されている通り堅調に推移するとみられる

このままワクチン接種率の上昇が続いて集団免疫獲得に到るのか等は現時点では分からず感染症の行方（収束までの展開）は依然として不透明であるものの、ワクチンの効果等から感染の抑制された状態が続くのであれば、当面の個人消費は広く予想されている通り堅調に推移するとみられる。これは、コロナ禍で制限されてきた外食・旅行・レジャー・芸術・娯楽等のサービス分野で消費機会が拡大し（所謂ペントアップ需要も含む）、これまでに実施された大型経済対策の効果も期待されるためである。

参考までに、パンデミックの悪影響を大きく受け今後回復が見込まれる分野の一例として「航空機利用」の現状を確認すると、運輸省の統計によれば直近3月の旅客数は4,262万人で前年比+9.5%となっている（次頁第3図）^(注1)。前年比ではプラスだが、昨年3月は感染拡大を受けて既に旅客数が減少していた状況にあり足元の旅客数の水準は依然として低い。今後の回復余地は大きいと言える。

(注1) 内訳をみると、国内線が3,918万人（同+14.3%増加）、国際線が344万人（同▲25.7%減少）となっている。

第3図：米国の旅客数の推移



当面の個人消費は力強く推移しようが、その力強さの度合いは明らかではない

当面の個人消費が堅調に推移するとしても、その力強さの度合いは必ずしも明らかではない。制限が緩和されたビジネスの再開・正常化ペース以外で個人消費の力強さを左右する点としては、例えば、①「これまでの消費機会の制約や大型経済対策で積み上がった所謂『過剰貯蓄 (excess savings)』が個人消費を後押しする度合い」、②「コロナ禍において一般的な予想を上回る高い伸びを示してきた財消費の持続性 (今後の減速度合い)」、③「金利・株価等の金融市場変動が与える影響」等が挙げられよう。

コロナ禍で貯蓄が増えたことはバッファとの点で個人消費のプラス材料と言える

上記①について家計部門の所得・消費額 (フロー) を年間ベースで振り返ると、昨年 2020 年は可処分所得が 17.5 兆ドルに対して消費・支出が 14.6 兆ドル、貯蓄が 2.8 兆ドルであった (次頁第 4 図) (注²)。貯蓄額は 2019 年 (1.2 兆ドル) に比べて 1.6 兆ドル程度多いため、こうした部分は過剰な貯蓄で経済活動が再開すれば消費に向かうとの期待もある (注³)。

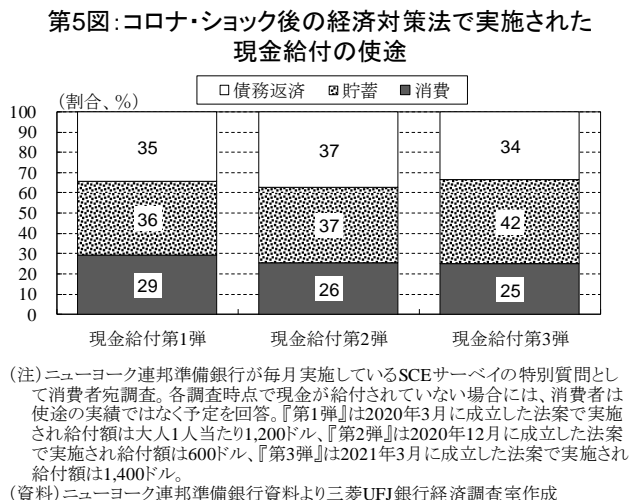
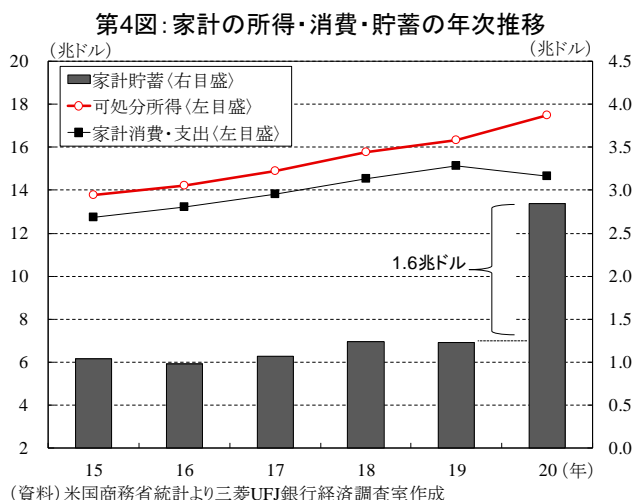
一方、「過剰貯蓄」の一因は大型経済対策にあるが、家計はもともと今回のような経済対策 (現金給付等) で受け取った所得 (移転所得) の大半を消費に向けるわけではなく相応に貯蓄する傾向があり (注⁴)、そうした傾向から今回も逸脱していないことを踏まえればコロナ禍で増加した貯蓄が経済活動再開後の消費に与える影響は慎重にみるべきとの指摘もある。この点で、ニューヨーク連銀はコロナ・ショック以降 3 回実施された家計への現金給付の用途についてアンケート調査を実施しているが、その結果 (用途割合は「消費」が 25~29%、

(注 2) 2020 年の名目 GDP は 20.9 兆ドルである。

(注 3) 今年になってからも追加で経済対策が実施されており、足元の貯蓄は更に増加しているとみられる。

(注 4) 財源を伴わずに国債発行で実施された経済対策の場合には、家計が将来の増税を予想するために貯蓄割合が比較的高くなるとされる。

「債務返済」が34~37%、「貯蓄」が36~42%)は過去の同種の移転所得とさほど変わらないとしている(第5図)。貯蓄が増えたことはバッファとの点で個人消費のプラス材料と言えるものの、それ自体が直接的に個人消費を(どの程度)押し上げるかは見極めていく必要がある。



財消費はコロナ禍で高い伸びを示してきた

上記②について、コロナ禍において財消費は一般的な予想を上回る高い伸びを示してきた。GDP統計における直近1-3月期の実質個人消費はパンデミック前(2019年10-12月期)に比べて▲0.1%小さい水準にあるが、内訳をみると「財」は+12.5%拡大し(注5)、「サービス」は▲5.7%縮小している(次頁第1表)。財消費の高い伸びの背景には、「サービス消費機会の制約」、「在宅勤務拡大をはじめとして自宅で過ごす時間が増加したことに伴う耐久財への需要増加」、「経済対策の効果」等が考えられる。

今後は、経済活動の制限解除を受けて上記要因の逆転があるため「サービス消費の回復」と「財消費の伸び率鈍化」が想定されるものの、財消費の伸び率が顕著に鈍化すると言い切れるわけでもない。例えば、今後の財消費に対しては在宅勤務の継続度合いも影響するようと思われるが、感染症収束後も週に何日かは在宅勤務を続ける形態が定着すれば、一時的と捉えられていた在宅勤務が恒久化することとなり、在宅勤務環境を更に(本格的に)整えるケースも考えられる(注6)。感染症収束後の勤務形態については様々な議論がなされている状況であり、米国全体のトレンドがどうなるか現時点では不透明である。

(注5) 財消費の内訳をみると、「耐久財」はコロナ・ショック前(2019年10-12月期)に比べて+21.7%、「非耐久財」は+7.7%夫々増加している。

(注6) 参考までにカンファレンスボード消費者信頼感調査に含まれている「向こう6ヵ月間の購入予定」をみると、「自動車」を購入予定との回答割合は直近4月に14.0%、「家電」は49.8%となっている。「自動車」を購入予定との回答割合は上昇傾向で、「家電」は比較的高めの水準を維持している。

第1表: 実質個人消費の推移

	シェア (%)	(前期比年率、%)										19年10-12月 →21年1-3月 (%)
		2019年				2020年				2021年		
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3		
実質個人消費	100.0	1.8	3.7	2.7	1.6	▲6.9	▲33.2	41.0	2.3	10.7	▲0.1	
財	30.9	2.5	7.7	4.2	0.6	0.1	▲10.8	47.2	▲1.4	23.6	12.5	
耐久財	10.5	1.0	12.7	6.3	3.1	▲12.5	▲1.7	82.7	▲1.1	41.4	21.7	
自動車・同部品	3.6	▲11.7	11.2	0.3	3.1	▲28.5	1.2	77.5	▲0.6	51.5	18.0	
家具・家電	2.4	1.3	10.0	5.2	2.9	▲3.9	▲7.9	68.1	▲5.4	45.3	19.6	
AV機器・IT機器等	2.9	16.3	21.9	14.4	4.8	5.0	39.2	52.0	▲1.5	28.2	29.4	
その他	1.5	5.7	4.0	7.5	0.3	▲17.7	▲55.2	264.5	6.3	41.1	19.2	
非耐久財	20.5	3.3	5.3	3.1	▲0.7	7.1	▲15.0	31.1	▲1.6	14.4	7.7	
飲食品	7.1	▲0.3	4.3	4.9	▲1.8	31.0	▲5.6	5.5	▲2.5	15.2	10.0	
衣料	2.7	▲0.4	11.3	▲2.1	5.8	▲34.6	▲48.7	182.7	1.6	33.8	6.6	
ガソリン・エネルギー製品	2.3	▲0.1	0.1	▲1.8	▲2.8	▲17.1	▲56.6	88.5	▲8.4	10.5	▲9.0	
その他	8.3	8.9	5.6	4.7	▲1.4	12.2	0.2	22.9	▲0.3	9.3	10.8	
サービス	69.1	1.5	1.9	2.0	2.0	▲9.8	▲41.8	38.0	4.3	4.6	▲5.7	
住宅・光熱費	18.3	1.0	1.4	1.7	▲0.1	▲0.3	4.3	0.7	0.6	1.2	1.6	
医療	17.0	4.5	3.9	0.8	4.8	▲16.3	▲53.7	90.8	14.3	2.7	▲3.5	
交通	3.3	2.4	4.7	7.0	0.4	▲26.4	▲82.8	161.1	▲3.3	18.4	▲21.5	
レクリエーション	4.0	0.3	3.8	▲1.3	3.3	▲33.4	▲91.6	225.0	9.9	25.9	▲29.3	
レストラン・宿泊	7.0	▲1.4	4.5	2.4	▲0.1	▲31.3	▲80.2	206.2	▲7.1	25.8	▲16.5	
金融・保険	7.9	4.5	0.0	2.1	3.6	▲2.0	▲1.1	6.1	5.6	3.2	2.9	
その他サービス	8.4	6.1	▲0.3	5.2	4.5	▲12.2	▲54.7	34.9	8.8	4.4	▲11.7	

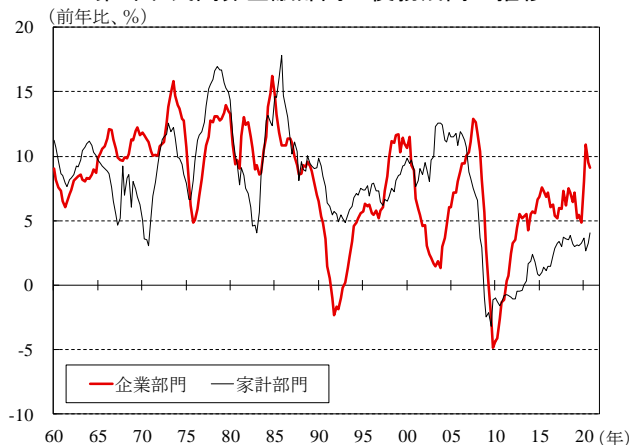
(注) 網掛け部分は減少。各項目のシェアは2019年の数値。非営利団体関連は除く。
(資料) 米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

金利上昇・株価下落が個人消費を下押しするリスクにも目配りが必要

上記③に関し、金利・株価等の金融市場動向は個人消費にとって常に不透明要因であるが、足元ではインフレ高進が警戒される状況でもあり、当面は「金利上昇・株価下落」のリスク（個人消費を下押しする方向のリスク）に特に目配りが必要であろう。また、割高感が強まっている住宅価格の先行きを警戒する見方もある。

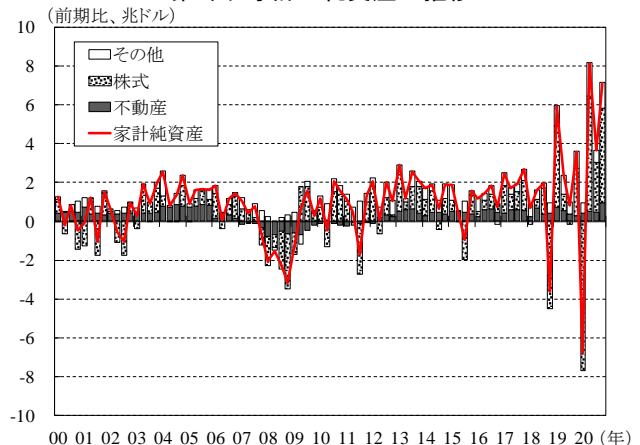
なお、関連して家計の債務・資産状況を確認しておくとして、家計の債務残高は今次景気後退期でも調整を経ずに増加傾向が続いている（第6図）。同時に、家計（含む非営利団体）の純資産はコロナ禍でも資産価格の上昇等を受けて堅調に増加している（直近2020年10-12月期は前期比+7.1兆ドル増加、第7図）。

第6図: 民間非金融部門の債務残高の推移



(資料) FRB統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第7図: 家計の純資産の推移



(資料) FRB統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

より中長期的な観点では、パンデミックが消費行動に永続的な変化を与えるかが注目される

感染が収束した場合のより中長期的な観点では、今回のパンデミックが消費行動に永続的な変化を与えるかが注目される。現時点では感染が収束はしていないため消費者アンケート調査等を基にそうした変化の有無を見極めることは難しいが^(注7)、感染症の影響を大きく受けてきた高齢層の意識の変化等を注視していく必要があるだろう。

(注7) 例えばクリーブランド連銀は、パンデミックが消費者の行動様式に永続的な変化を与えるか確認するための消費者アンケート調査を継続的に実施している。具体的には、①「ホスピタリティ・サービス（レストラン・バー・ホテル等）の利用」、②「公共交通機関（飛行機・バス・鉄道等）の利用」、③「混雑するイベント（コンサート・アミューズメントパーク・スポーツイベント等）への参加」のサービス消費分野について、パンデミック収束後に予想される自身の利用・参加度合い（パンデミック前比）を質問している。属性別にみた場合に高齢層でパンデミック前よりもこれらサービス消費を抑制するとの回答傾向が見受けられるが、回答時点での感染状況等が影響しているようにも見受けられ、今後感染状況が更に改善した段階での調査結果等を確認していく必要があるだろう。

(2021年5月21日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

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、金融商品の販売や投資など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、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室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ください。また、当資料全文は、弊社ホームページでもご覧いただけます。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by MUFG Bank, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "MUFG Bank") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by MUFG Bank. MUFG Bank hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While MUFG Bank believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, MUFG Bank makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that MUFG Bank may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and MUFG Bank is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.