

みずほインサイト

米 州

2025 年 3 月 4 日

株価への依存を強める米国経済 増大する株価下落時の景気下押しリスク

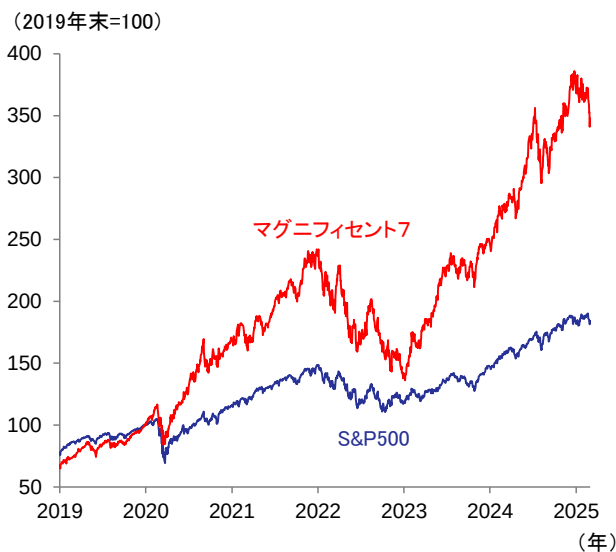
調査部
主任エコノミスト菅井 郁
080-1069-4582
kaoru.sugai@mizuho-rt.co.jp

- ここ数年の米株式相場をけん引してきたハイテク株の勢いには直近で陰り。一方で、株価の割高感には依然として強く、今後更なる調整が起きるリスクは残存
- 過去30年で家計が保有する株・投信の残高は大幅に増加。家計資産に占める比率は上昇し、高所得層への集中度合いも高まる傾向。株価下落時の景気下押し効果は過去に比べて増大
- ITバブル崩壊時並みの株価調整が起きた場合、個人消費への押し下げ（逆資産）効果は▲1.4%Ptに達する見込み。株価調整に伴う景気後退のリスクは無視できず

1. 大手ハイテク株は失速の一方、株価には依然として割高感

ここ数年のAIブームによる高い成長期待を背景に、ハイテク株は米国の株式相場をけん引してきた。しかし、AI需要に対する先行き不透明感やトランプ政権がもたらす不確実性から、最近はその勢いにやや陰りが見え始めている。大手テック7社から構成されるマグニフィセント・セブン¹の株価は2019年末から2024年末までの5年間で+269%、2023年末から2024年末までの1年間で+48%上昇したが、2025年初から2月にかけては▲6%の下落に転じた（図表1）。けん引役であるハイテク株の失速によっ

図表 1 株価の推移



(出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 2 シラーPERの推移



(出所) Robert Shillerより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

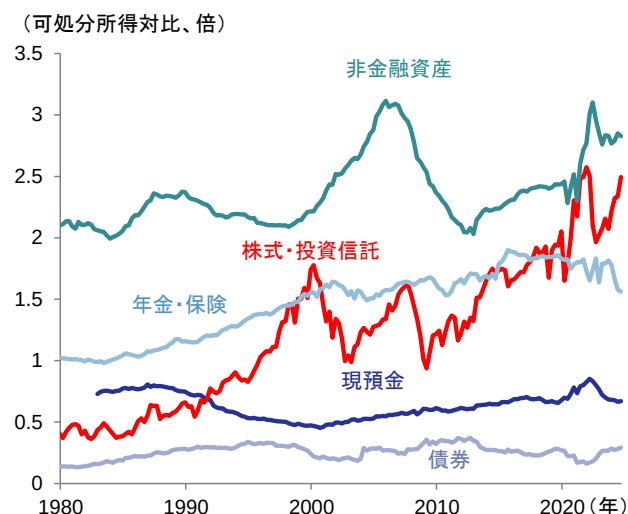
て、米国の株式市場全体にも停滞感が漂っている。一方、足元の株価収益率（PER）は20倍超の水準で推移しており、株価には依然として割高感がある。図表2では、より長期的な視点から現在の株価の割高度合いを確認するために、経済学者のロバート・シラー氏らが考案したCAPE（シラーPER²⁾）を示している。2025年2月時点のシラーPERは37.9倍と、1929年の世界恐慌前（32.6倍）を超え、2001年のITバブル崩壊前（44.2倍）に次ぐ過去2番目の高水準に到達している。ハイテク株が失速しつつあるなかで、今後ハイテク産業の先行き期待に疑念が生じるような材料が生じれば、それをきっかけに更なる調整が起きてもおかしくはない。菅井（2024）などで示したように、株高の恩恵を受けた家計（主に富裕層）が堅調な支出を維持してきたことで、米国経済は高金利環境でも底堅さを保ってきた。しかし、大幅な株安となれば、家計はこれまでの消費水準を保つことが困難になる恐れがある。これらを踏まえ、本稿では株高による家計消費の押し上げ度合い（資産効果）を推定し、株式市場で調整が起こった際に米国経済にもたらされる負の影響（逆資産効果）について考察する。

2. 米国経済は「株価依存型」の経済構造に変化

（1）家計資産の中で存在感を増す株式・投資信託

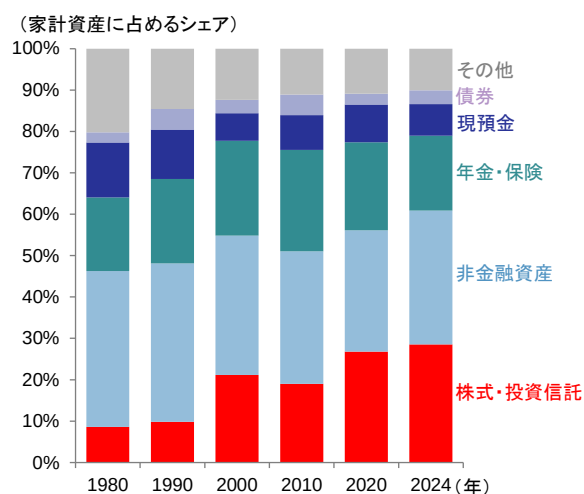
時には市場での大幅な調整に直面しながらも、米国の家計資産に占める株式・投資信託（以下、株・投信とする）の存在感は過去数十年にわたって高まってきた。図表3に示すように、1990年時点の家計が保有する株・投信の残高は2.6兆ドルと、年間可処分所得の1倍にも満たない水準だった。その後はITバブル崩壊やリーマンショックなどで一時的な減少を経験しつつも増加基調を維持し、2024年7～9月期時点で54兆ドル、過去最高となる可処分所得の2.5倍に到達している。家計の資産構成を見ると（図表4）、過去30年で株・投信のシェアは約20%上昇し、現在は非金融資産（主に住宅資産）と同程度の割合を占めるに至った。また、増加した株・投信が一部の高所得層に集中していることも重要なポイントだ。所得上位20%の家計が保有する株・投信のシェアは過去30年間で10%程度上昇しており（図表5）、直近では株・投信の約86%を同家計が保有している。菅井（2024）で示したように、所

図表 3 家計資産残高



(出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 4 家計の資産構成



(出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

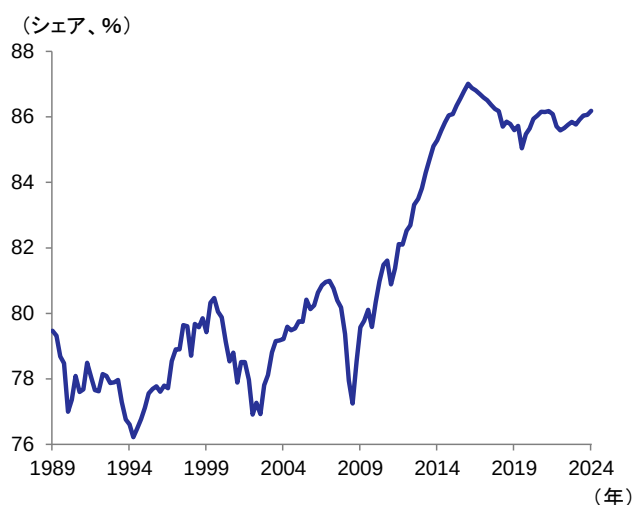
得上位20%の家計による消費は米国の総消費の約4割を占めており、株高の恩恵を受けた少数の高所得世帯が米国経済を支える構図がより顕著になっている。

（２）資産効果は拡大傾向。高まる米国経済の株価変動に対する感応度

過去30年間で家計が保有する株・投信の残高は増加し、資産の構成比率は上昇、少数の高所得層への資産集中も進んできた。これらの事実を踏まえれば、株高（株安）がもたらす資産効果（逆資産効果）による消費の押し上げ（下押し）効果は、以前よりも高まっている可能性がある。

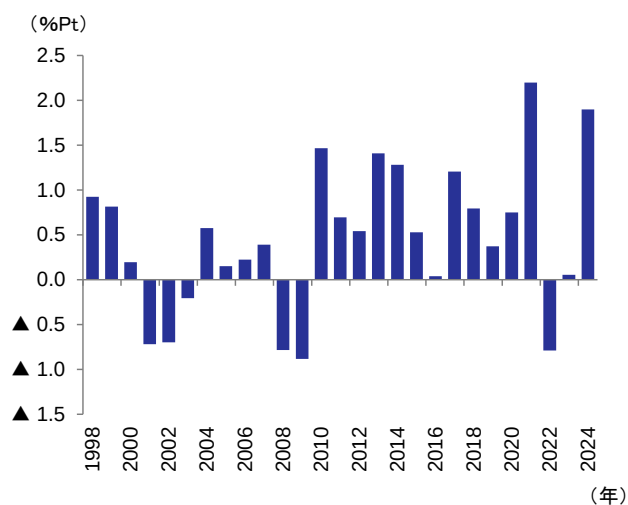
こうした問題意識に基づき、米国の家計消費に対する資産効果の大きさを計測した。具体的には、1998年～2023年を対象期間として全米50州およびワシントンDCからなる年次パネルデータを構築し、州別一人当たり個人消費支出を被説明変数、州別一人当たり可処分所得、州別住宅価格（米国連邦住宅金融庁）、株価（S&P500、全ての州で同一であると仮定）を説明変数とする固定効果モデルを推計した。変数はいずれもPCEデフレーターを用いて実質化しており、対数階差を用いている。固定効果には州固有の効果（気候、面積、習慣など）が含まれる。また、資産効果の変化を検証するため、本稿ではサンプルを①ITバブル期からリーマンショック前（1998～2006年）、②リーマンショック後から現在（2010年～2023年）の二期間に分割して分析を行った。

図表 5 所得上位20%の家計が保有する
株式・投資信託のシェア



（出所）FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 6 株価変動に伴う
個人消費への寄与度の推計値



（出所）米国商務省、S&P、米国連邦住宅金融庁よりみずほリサーチ&テクノロジーズ作成

以下は固定効果モデルによる推計結果である。

<①1998年～2006年>

$$\Delta \log(\widehat{\text{一人当たり個人消費支出}})_{it} = 0.022 + 0.040 * \Delta \log(\text{株価})_t + 0.018 * \Delta \log(\text{住宅価格})_{it} \\ + 0.155 * \Delta \log(\text{一人当たり個人所得})_{it} + \text{州効果}_t \\ \begin{matrix} (0.001) & (0.003) & (0.017) & (0.033) \end{matrix}$$

自由度修正済決定係数 = 0.46
n = 459

<②2010年～2023年>

$$\Delta \log(\widehat{\text{一人当たり個人消費支出}})_{it} = 0.005 + 0.081 * \Delta \log(\text{株価})_t + 0.228 * \Delta \log(\text{住宅価格})_{it} \\ + 0.218 * \Delta \log(\text{一人当たり個人所得})_{it} + \text{州効果}_t \\ \begin{matrix} (0.000) & (0.006) & (0.019) & (0.024) \end{matrix}$$

自由度修正済決定係数 = 0.62
n = 714

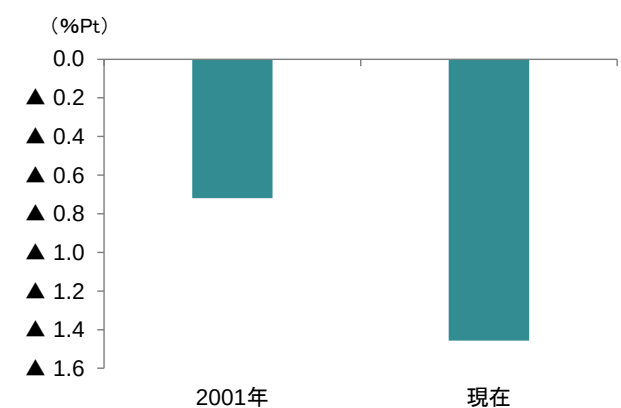
(注) カッコ内はクラスター構造に頑健な標準誤差

株価の係数は株価変動に伴う資産効果の度合いと解釈できる。推計の結果、前年比で株価が+1%上昇した場合、ITバブル期には+0.04%Pt、リーマンショック後から現在にかけては+0.08%Pt、個人消費を押し上げ、統計的にも有意な説明力があることが示された。次に、この結果を用いて、過去の株価の変動による個人消費への寄与度を試算した。図表6のうち、1998年～2009年は推計①の係数を、2010年～2024年は②の係数を用いている。1990年代後半には株高によって個人消費が約1%Pt程度押し上げられていたが、その押し上げ幅は拡大傾向にある。直近2024年には株高が1.9%Pt個人消費を押し上げていると試算される。

また、図表7では、ITバブル崩壊と同程度の株価下落が起きた場合の消費押し下げ効果（逆資産効果）をシミュレーションしている³。2001年の株価（実質ベース）は前年比▲18%下落し、▲0.7%Pt程度の下押し効果が働いたとみられる。一方で、仮に当時と同規模（前年比▲18%）の調整が足元で起きた場合、個人消費の押し下げ効果は▲1.4%Pt程度に達する可能性がある。

以上のように、過去30年間で株式市場の変動に対する個人消費の感応度は上がっており、米国経済は過去に比べて「株価依存型」の経済構造になっている。

図表 7 株安による個人消費への下押し寄与（ITバブル崩壊並みの株価下落のシミュレーション）



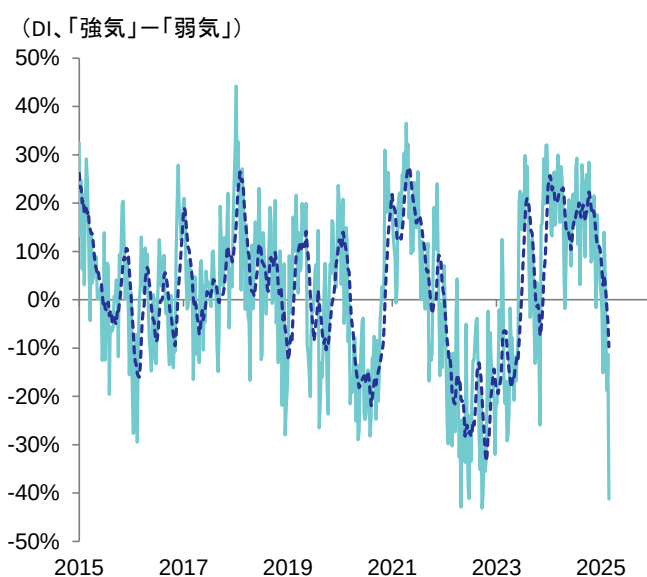
(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

3. 無視できない株価調整に伴う景気後退リスク

FRB（米連邦準備制度理事会）が大幅に利上げする状況下でも堅調を保ってきた直近2年間の米国経済は、投資家の強い期待感を背景とした株高に支えられてきた面が強い。しかし、裏を返せば、より株価の変動に左右されやすい経済構造になっていることの表れとも言える。足元では投資家の期待感の持続性を巡る不透明感が高まっており、先行きは楽観できない。図表8に示す個人投資家のセンチメントは、2025年1月後半から急激に悪化しており、2月末時点で「弱気」が「強気」を41.2%Pt上回った。また、投資家は株価の割高さも意識し始めている。イエール大学の調査によれば「米国の株価は真のファンダメンタル価値や妥当な価値と比較して高すぎる」と考える割合は、2024年後半ごろから急上昇しており、直近ではITバブル期並みの水準に到達している（図表9）。トランプ政権による急激な政策変更への警戒感や、AIブームの持続性に対する懐疑論が浮上するなかで、投資家は冷静さを取り戻しつつあるようだ。

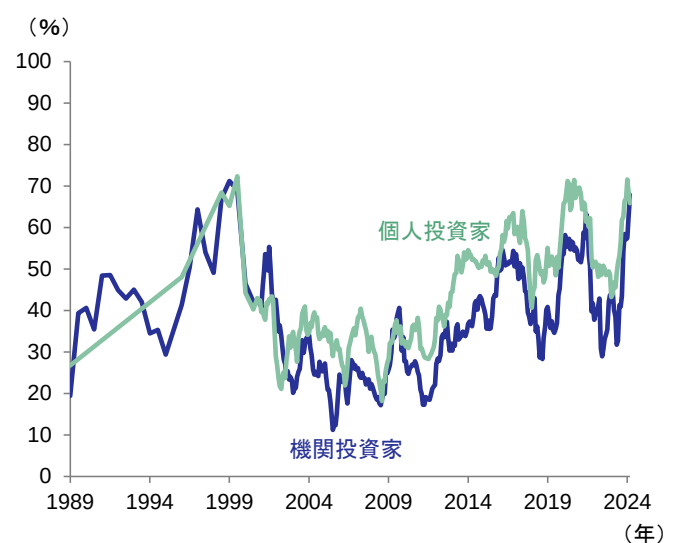
これらを踏まえると、今後、本格的な株価の調整が起きる可能性は無視できない。前節で示した通り、米国の個人消費は過去に比べて株価下落に脆弱になっている可能性がある。2025年の米国経済について、みずほリサーチ&テクノロジーズ（2025）では2%弱への成長率減速を予測しているが、トランプ政権による政策変更などを契機に大規模な株価調整が起き、景気後退に陥るリスクも意識しておく必要がある。

図表 8 個人投資家のセンチメント



（注）週次データ（2025年2月27日まで）。点線は8週移動平均
（出所）米国個人投資家協会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 9 米国の株価は真の価値に比べて「高すぎる」と考える投資家の割合



（出所）イエール大学、Shiller（2000）より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

[参考文献]

みずほリサーチ&テクノロジーズ (2025) 「2025・2026年内外経済見通し～トランプ2.0の影で進む構造変化と成長格差～」、2025年2月27日

菅井郁 (2024) 「米国経済の二極化～家計編～二極化の進行はバイデン民主党への逆風に～」みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』2024年7月8日

Shiller, R. J. (2000). Measuring bubble expectations and investor confidence. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 1(1), 49-60.

¹ 「Google」「Apple」「Meta Platforms (旧 Facebook)」「Amazon」「Microsoft」「TESLA」「NVIDIA」の大手テクノロジー企業7社を指す

² CAPE (Cyclically Adjusted Price Earnings Ratio) は PER と同様に株価の割高度を測る指標。インフレ調整後の1株当たり純利益(過去10年間の移動平均)を用いて PER を算出することで、短期的な変動を均し、景気循環の影響を考慮した株価の割高度を捕捉することができる。

³ 本試算は資産効果と逆資産効果が同程度であることを前提としているが、実際には株価+10%の上昇と▲10%の下落では反応が異なり、消費者が下落に対してより敏感に反応する可能性もある。

【PR】YouTube®動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！ (「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です)

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



(QRコードはデンソーウェブの登録商標です)

お問い合わせ：みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社 調査部メールマガジン事務局

(03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp)

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。