

米国の堅調な個人消費に潜む格差

高インフレの負担は低所得層に偏在

みずほリサーチ&テクノロジーズ
調査部 経済調査チーム
080-1069-4582

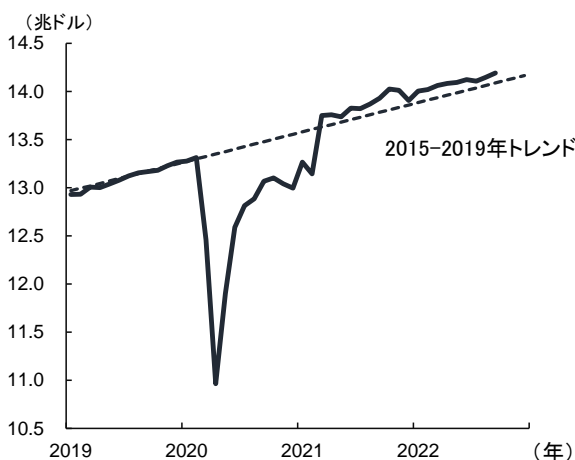
- 米国の個人消費は根強い高インフレ下でも底堅い動きを示している。この背景として資産価格の上昇に伴う資産効果の影響が考えられる
- 推計によれば、コロナショック以降の個人消費の伸びの約6割が資産効果によって説明可能。ただし、低所得層に対する株価の資産効果は限定的とみられる
- また、高インフレの負担も低所得層に偏在。ここまで底堅く推移してきた米国の個人消費だが、金融引き締めとインフレの影響を踏まえると先行きは楽観できず

1. 高インフレ下でも堅調な米国の個人消費

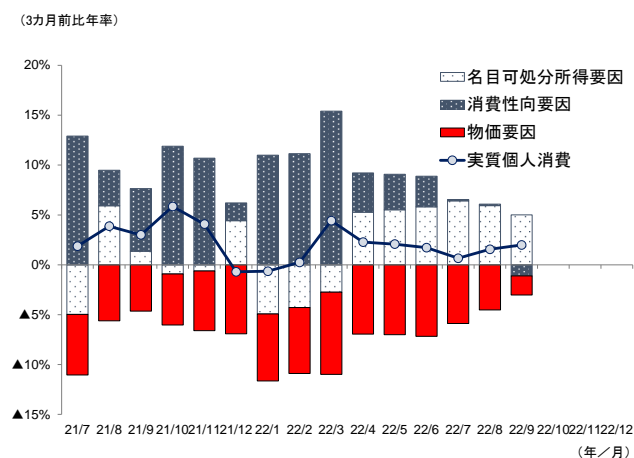
高インフレの逆風の中でも、米国の個人消費は力強さを維持してきた。10月のコア消費者物価指数は前年比+6.3%と依然として歴史的な高水準にあり、個人消費にとって大きな下押し圧力になっているとみられる。しかし、実際の個人消費の動きをみると、未だにコロナ前のトレンドを上回って推移しており、堅調な動きを示している（図表1）。

なぜ米国の個人消費はここまで底堅いのだろうか。図表2は実質個人消費の伸びを名目可処分所得要因、消費性向要因、物価要因に分解したものである。2021年後半から現在に至るまで、インフレによる押し下げ圧力（物価要因）は継続しており、やはり高インフレは個人消費の抑制要因となっている。

図表1 実質個人消費の推移



図表2 実質個人消費の要因分解



（注）「実質個人消費変化率＝平均消費性向変化率＋名目可処分所得変化率－物価上昇率」となる関係を用いて要因分解。

（出所）米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

（出所）米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

一方、2022年前半にかけては、消費性向要因（所得に占める消費の割合）が大きな下支えとなっており、インフレ圧力が続く中でも個人消費を底上げしている。消費性向が上昇した要因として、小野（2022）はコロナ禍の財政支援によって現金資産が潤沢に積みあがったことを指摘している。更に、この他の要因として、住宅価格や株価などの上昇に伴う資産価値の変動が個人消費に影響を及ぼす、いわゆる資産効果も想定される。コロナショック以降、FRBによる大胆な金融緩和などに伴い、株価や住宅価格は歴史的な水準まで高騰した。そこにペントアップ需要や良好な雇用環境などの要因も相まって、家計の消費性向が高まり、個人消費の底堅い動きにつながった可能性がある。こうした問題意識に基づき、本稿では州別のパネルデータを用いて資産効果を計測した。分析の結果、2020～2022年の個人消費の増加の約6割が資産効果によって説明できることを示す。

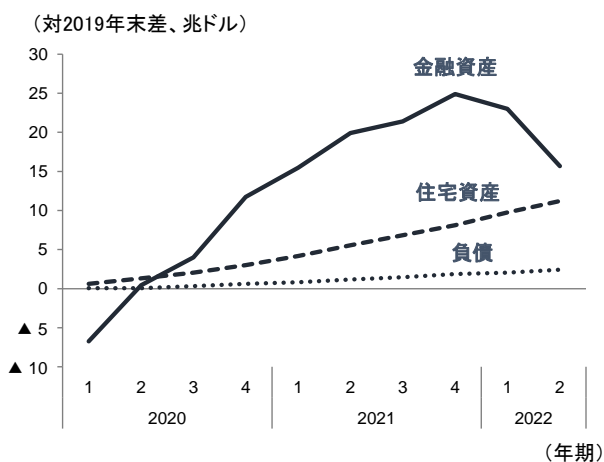
しかし、資産効果による下支えがあったとしても、消費者が高インフレの圧迫に直面していることに変わりはない。松浦・菅井(2022)や門間(2022)では、必需品が消費全体に占める割合が高い低所得層ほど、高インフレの下押し圧力を受けていると指摘している。すなわち、インフレの負担は不平等であり、一部の家計に偏っている可能性がある。本稿では、試算によって、足元の高インフレに伴う負担が低所得層に偏在していることを示す。

2. 資産効果は個人消費の増加の約6割に相当

(1) 家計資産の動向

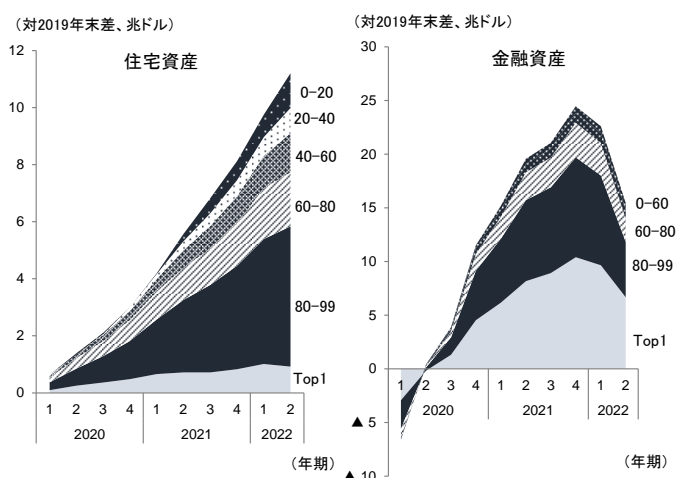
まず、具体的な資産効果の推計に入る前に、コロナショック以降の家計資産の動向について整理する。図表3は家計の保有する金融資産と住宅資産、負債について、2019年末からの増加額を示している。株高や住宅価格の高騰を背景として2019年末から足元にかけて、金融資産は約15兆ドル、住宅資産は約11兆ドル増加している。これらの家計資産の増加額は、足元の名目可処分所得の増加額の約13倍に匹敵する水準である。一方、負債は2兆ドル程度の増加に留まっており、家計のバランスシートは極め

図表3 家計資産と負債の増加額



(出所) 米商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表4 家計資産の増加額(所得階級別)



(注) 右端の数値はいずれも100分位。「Top1」は上位1%を示す
(出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

て健全だといえる。

また、家計資産が一部の所得層に偏っていることも重要な点である。前ページ図表4は、住宅資産と金融資産の増加額を所得階級別（100分位）に示したものだが、上位20%の所得階層において、住宅資産は全体のおよそ約5割程度、金融資産は約8割程度を占めていることがわかる。

以上の背景を踏まえた上で、ここからは住宅価格および株価の資産効果を計測し、それが個人消費の伸びに占める寄与を分析していく。

（2）推定方法と結果

本分析では2000～2019年の20年間を対象期間として、50州およびワシントンDCを含む州別パネルデータを構築した。データは、一人当たり個人消費支出（除く住居関連費¹）、一人当たり個人所得、住宅価格（米国連邦住宅金融庁）、株価（S&P500）の年次データを用いた。なお、州別の資産残高に関するデータが限られているため、金融資産と株価、住宅資産と住宅価格の間にいずれも強い相関があることを踏まえ、本分析ではそれぞれの価格を代理変数として使用した。株価は全ての州で同一であると仮定した。また、各変数は国勢調査の地域別（西部、中西部、北東部、南部の4地域）の消費者物価指数により実質化した。パネルデータを用いることによって1020のサンプルサイズを確保しつつ、州固有の効果（気候、土地面積、慣習など）を制御することが可能となっている。

ここでは、以下の消費関数を考える。添え字の*i*は州、*t*は時点を表す。

$$\begin{aligned} \Delta \log(\text{一人当たり個人消費支出 (除く住居関連費)})_{it} \\ = \beta_1 \Delta \log \text{一人当たり個人所得}_{it} + \beta_2 \Delta \log \text{住宅価格}_{it} + \beta_3 \Delta \log \text{株価}_t + \text{州効果}_i \\ + \text{誤差項}_{it} \end{aligned}$$

次ページ図表5は上記のモデルの推定結果である²。係数は、各説明変数が1%上昇した場合の限界的な消費の増加率を示しており、今回の推計ではいずれの係数についても統計的に十分な説明力があることが示された。この結果から、住宅価格の前年比1%の上昇は個人消費を約0.13%押し上げ、株価の前年比1%の上昇は個人消費を約0.03%押し上げていると解釈できる³。

(3) 資産効果は個人消費の大部分を説明もその恩恵は高所得者に偏り

先述の推計結果を元に、個人消費に対する資産効果を推計した(図表6)。コロナ禍以降に着目すると、住宅価格の上昇は2020年に0.8%Pt、2021年に+1.4%Pt、また、株価の上昇は2020年に+0.3%Pt、2021年に+0.8%Pt、それぞれ個人消費を押し上げた計算となる。これらの資産効果は、コロナ前の2019年から足元までの個人消費の増加のうち、約6割程度に相当する。また、一人当たり個人所得と合わせた場合、その効果は約7割5分程度まで上昇する。つまり、コロナショック以降の力強い個人消費の回復は、給付金など政府による財政支援政策や良好な雇用環境を背景とした所得の増加、緩和的な金融政策などに伴う資産効果によって大部分が説明できることになる。

ただし、本推計結果はあくまで米国の個人消費全体に対する資産効果の寄与であり、所得・資産格差の影響は留意すべきである。

まず、所得階層別の消費全体への寄与を考えると、前掲図表4で示した通り、足元の家計資産の増加分のうち、住宅資産は約5割、金融資産は約8割を上位20%の所得階層が占めている。つまり、資産効果によって米国の個人消費全体を押し上げているのは、高所得層が中心であるとみられる。

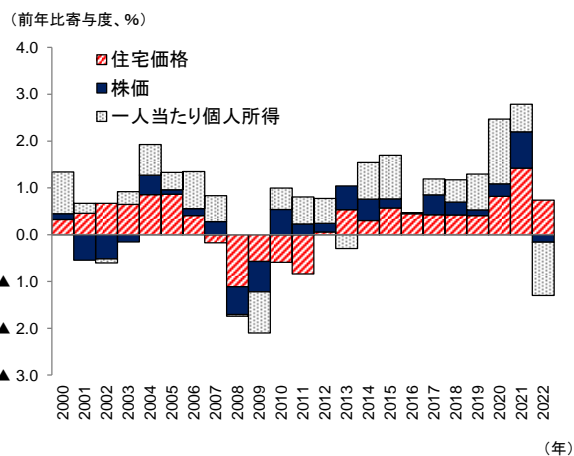
また、所得階層によって資産効果が異なっている可能性もある。各所得階層における資産の増加額を2019年末の資産残高対比で表すと、上位20%は住宅資産が+35%、金融資産が+18%であるのに対し、下位20%は住宅資産が+73%、金融資産は▲2%となっている。すなわち、特に株価の上昇は、高所得層に対してより大きな資産効果をもたらした一方、低所得層に対しては限定的であった可能性が高い。

図表5 推定結果

説明変数	係数	標準誤差	
1人当たり個人所得	0.279	0.017	***
住宅価格	0.127	0.011	***
株価	0.029	0.003	***
定数項	0.005	0.000	***
サンプルサイズ	1020		
自由度修正済決定係数	0.613		
対象期間	20		

(注) 固定効果モデルによる推定結果。標準誤差はクラスター構造に頑健な標準誤差。***は1%水準で有意であることを示す。
(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表6 実質個人消費に対する寄与度の推計値



(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

3. 不平等な高インフレの負担

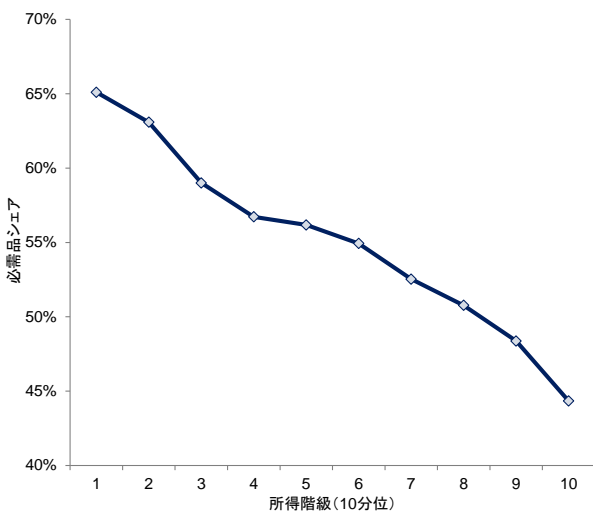
先述の通り、資産効果の支えにより、これまでの個人消費は底堅い動きを保ってきた。しかし、冒頭に述べた通り、インフレが家計に対して既の下押し圧力となっているのも事実である。門間 (2022) は日本の事例を引用しつつ、物価上昇の負担が低所得層ほど大きくなっていると指摘している。更にその理由として、低所得層は消費に占める飲食料品やガソリンなどの必需品の割合が高い傾向にあり、足元ではその必需品の物価が上昇していることを挙げている。米国でも同様の事象が起きている可能性は十分にあるだろう。以下では、所得階層別に、家計のインフレ負担を分析する。

(1) 必需品の割合が大きい低所得層ほどインフレ圧力を意識

まず、インフレ圧力と家計の支出構造の関係を整理する。図表7は、所得階層別に、家計の支出全体に占める必需品支出の割合を示している。これを見ると、低所得層ほど必需品の割合が大きい支出構造となっていることが分かる。裏を返せば、高所得層ほど嗜好品（必需品以外の品目）への支出割合が大きいことになる。また、図表8は、2022年1～9月平均の物価上昇率（2021年対比）の内訳を示している。エネルギーや食料品を筆頭に必需品物価は前年比+8.8%と、嗜好品のそれ（同+4.4%）を上回っている。よって、米国においても、必需品の割合が大きい低所得層ほど、物価の上昇圧力を受けている可能性が高い。

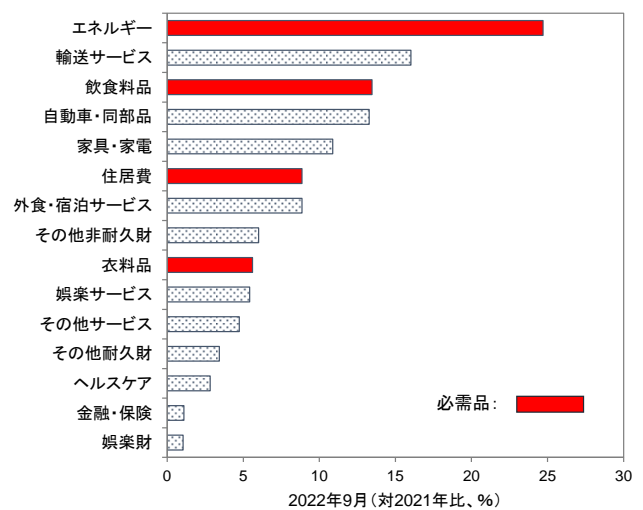
また、家計パルス調査（Household Pulse Survey）によれば、2022年9月時点でインフレが「非常にストレス（Very Stressful）」であると回答した割合は、年間世帯収入が2万5千ドル以下の世帯で約6割であるのに対して、20万ドル以上の世帯は2割にも満たず、心理面でも所得階層で大きな差が生じていることが確認できる。

図表7 総支出に占める必需品の割合（2021年）



(注) 必需品は、飲食料品、衣類・靴、住宅賃料、ガソリン、電気・ガス・水道の合計
 (出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表8 物価上昇率の内訳



(注) 物価上昇率はPCEデフレーターベース
 (出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(2) インフレ負担は低所得層に偏在

以上の背景を踏まえた上で、低所得層の消費に対して、実際にどの程度インフレ圧力が生じているのかを考察したい。所得階層別の個人消費データを含む公的統計である米国商務省の消費者支出調査 (Consumer Expenditure Surveys) は、現時点で2021年までしか公表されていない。そこで、以下ではHe and Sun (2021)に倣い、足元のインフレによって、各所得階層の家計がどの程度支出抑制を余儀なくされているのか試算する。

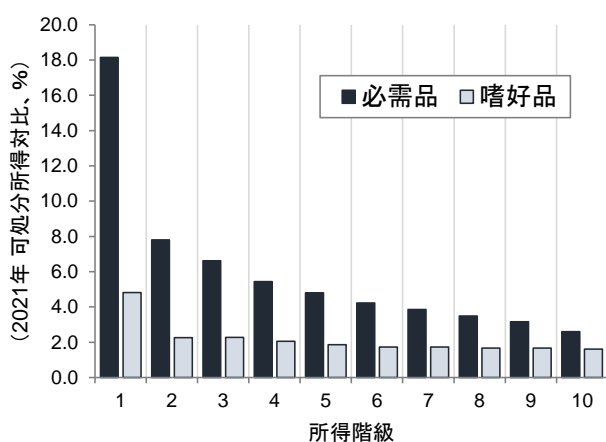
ここでは、2021年の支出を C_{2021} 、2022年9月までのインフレ率を P_{2022} 、2021年の可処分所得を I_{2021} として、各所得階級 (10分位) の足元のインフレ負担率 IB を、以下の式によって算出した。

$$IB(\%) = \frac{C_{2021} \times P_{2022}}{I_{2021}} \times 100$$

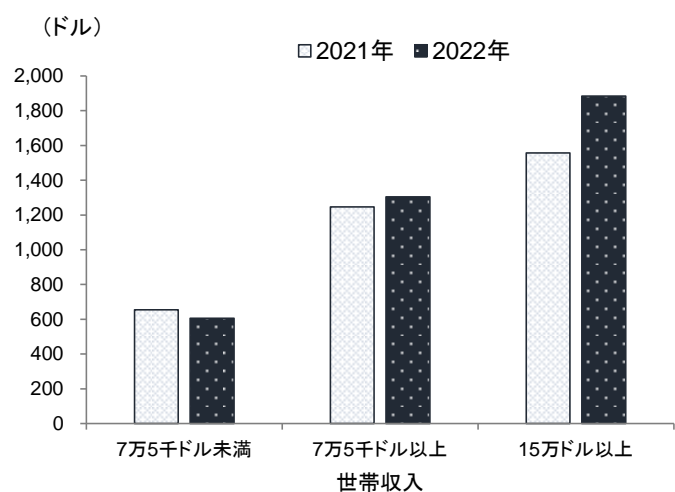
これは、端的に言えば「去年と同じ暮らしを営むために必要となる負担」を表している。

図表9は上記で算出した結果を所得階級別に示したものである。インフレ負担率は、必需品、嗜好品ともに低所得層ほど大きくなっている。最高所得層 (第10分位) が必需品で2.6%、嗜好品で1.6%に留まるのに対し、第2分位は必需品で7.8%、嗜好品で2.3%、最低所得層 (第1分位) は必需品で18.2%、嗜好品で4.8%と大きな負担になっている。すなわち、足元の高インフレの負担は平等ではなく、低所得層に偏在している。なお、最低所得層の負担がとりわけ大きくなっている要因として、可処分所得水準が現役世代に比べて低く、貯蓄を取り崩して生活している引退世代が含まれていることが考えられる。

図表9 家計のインフレ負担率



図表10 11月・12月平均の支出予定額



(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) 全米小売業協会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

4. 今後の展望

最後に、今後の資産効果とインフレ圧力を踏まえた、個人消費の行方を展望する。

例年個人消費のピークとなる11月・12月の年末商戦にも、本稿で示したインフレ圧力の格差が影を落としている。前ページ図表10は、年末の平均支出予定金額を世帯収入別に示したものである。インフレが既に進行していた2021年と比較して、2022年は世帯収入が7万5千ドル以上の世帯は+4.6%、15万ドル以上の世帯は+21.0%、いずれも支出金額の増加を予定している。一方、7万5千ドル未満の世帯は▲7.5%と更なる支出抑制を予定しており、年末商戦時期の小売販売額を下押しする見込みだ。今後も高インフレは低所得層にとって重圧となることが予想される。

これまで米国の個人消費はインフレによる下押し圧力を受けながらも、堅調さを保ってきた。しかし、資産効果とインフレの影響は所得階層ごとに異なっている。すなわち、資産効果が高所得層の消費を押し上げる一方、インフレは低所得層の消費を抑制している。このような状況にあって、今後は金融環境のタイト化による資産効果の剥落が見込まれ、高所得層の消費下押し要因となるだろう。また、食品や住居費など必需品の高インフレは、引き続き低所得層の重圧となる。米国の個人消費の先行きは決して楽観できるものではなく、みずほリサーチ&テクノロジーズは、個人消費の落ち込みとともに来年の米国経済は景気後退入りすると予測している。

[参考文献]

- 松浦大将・菅井郁 (2022) 「根強いインフレに苦しむ米国経済」 みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2022年10月28日
- みずほリサーチ&テクノロジーズ (2022) 「2022・2023年度 内外経済見通し～政策が高める不確実性。蓋然性増すインフレ下の景気後退リスク～」 みずほリサーチ&テクノロジーズ『内外経済見通し』、2022年10月24日
- 門間一夫 (2022) 「日銀は円安無視でよいのか～インフレの分配問題から考える～」、2022年9月26日
- 小野亮 (2022) 「政策的逆風下でも米家計の流動性は潤沢～巨額の現金保有と構造変化を受けた米企業の積極採用が支え～」、Mizuho RT EXPRESS、2022年6月3日
- 小野亮 (2009) 「米国個人消費の展望～雇用なき回復と逆資産効果～」、みずほ総研論集 2009年IV号
- Case, K.E., Quigley, J.M. and Shiller, R.J. (2013), “Wealth Effects Revisited: 1975–2012”, National Bureau of Economic Research, Working Paper No.18667
- Cooper, D. and Dynan, K. (2016), “Wealth Effects and Macroeconomic Dynamics”, Journal of Economic Surveys, Vol. 30 No. 1 pp. 34–55
- He, Z. and Sun, Xiaoyue. (2021), “Impact of Inflation by Household Income”, Penn Wharton Budget Model
- Hori, M. and Niizeki, T. (2017), “Housing Wealth Effects in Japan: Evidence Based on Household Micro Data”, ESRI Discussion Paper Series No.339

- ¹ 住宅家賃の変動によって住宅の資産効果の推定にバイアスがかかる可能性があるため、本稿ではHori and Niizeki (2017) に倣い、被説明変数から住居関連費を除外している。
- ² 推計にあたってはハウスマン検定を実施し、固定効果モデルを採択している。
- ³ 資産効果の水準については、数多くの先行研究があるものの、対象とする期間や国によって幅広い数値が示されており、現時点でコンセンサスは得られていない。先行研究はCooper and Dynan(2016) などによってもまとめられているが、例えば、Case et al. (2013) は本稿と同様に米国の州別パネルデータによる推定を行い、小売販売額に対する住宅価格の資産効果を、価格の上昇局面で3%から18%、下落局面で10%程度と推定し、株価については弱い根拠しか見出すことが出来ないとしている。また、小野 (2009) は、1960年 第1 四半期から2009年 第2 四半期の米国の資産効果を計測し、実質純資産が1ドル増加した場合、短期的（翌期）には0.5 から1.4セント、長期的には実質個人消費が2.2セントから7.5セント増加しており、長期の資産効果がより大きくなることを示している。日本ではHori and Niizeki (2017) が1983年から2012年の家計調査のマイクロデータを用いて分析を行い、他の先進国より弱い傾向にあることを報告している。

[共同執筆者]

調査部	経済調査チーム	首席主任エコノミスト	松浦大将	hiromasa.matsuura@mizuho-rt.co.jp
調査部	経済調査チーム	エコノミスト	菅井郁	kaoru.sugai@mizuho-rt.co.jp

[本コンテンツに関するアンケートに](#)

[ご協力をお願いします](#)



【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。