

新NISAと個人消費

長期的には家計可処分所得の増加要因に

調査部 経済調査チーム
 主席エコノミスト

河田 皓史
 080-2074-8973

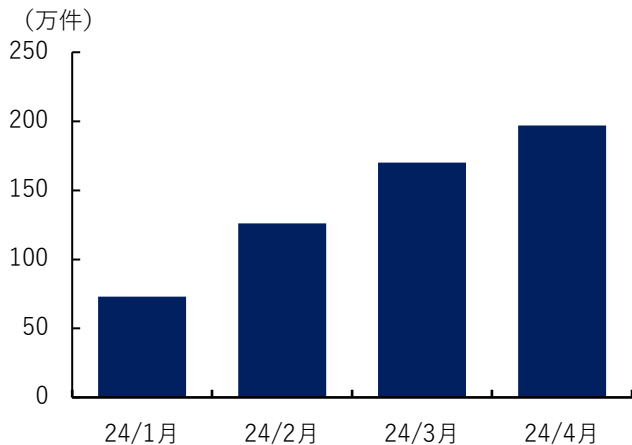
hiroshi.kawata@mizuho-rt.co.jp

- 本年1月からスタートした新NISAは、年初以降の株高と相まって大きな盛り上がりを見せている。一方、個人消費は4四半期連続の減少と停滞感が強まっている
- 一見、両者に因果関係があるようにも思えるが、データを見る限りは有価証券購入が消費の下押し要因になっているとは言い難い。消費の弱さは実質所得の弱さによる「実力」である
- 家計のリスク資産へのシフトが進むことは、2,000兆円を超える家計金融資産の収益性を高めることを通じて、長期的には、家計可処分所得や個人消費に対してプラスの効果を持つと想定される

1. 盛り上がる新NISA、冷え込む個人消費

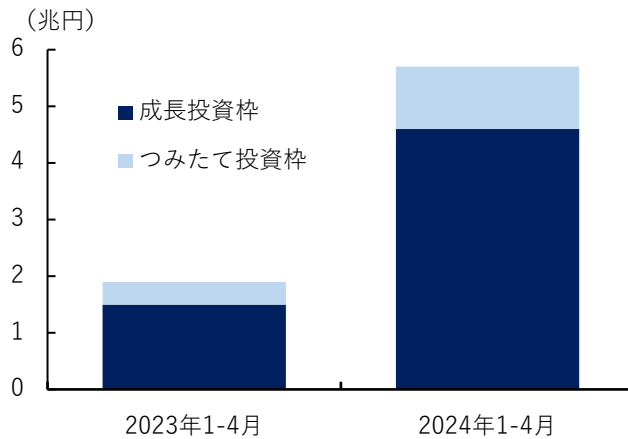
新NISAが盛り上がっている¹。日本証券業協会によると、2024年1～4月でNISA口座は約200万件開設されており、前年同時期（69万件）の2.8倍に上っている（図表1）。NISA買付額も前年同時期の約3倍となる約6兆円に上っており、新NISAを活用した株式・投信等の購入が活発に行われている（図表2）。こうした盛り上がりを受け、日本経済新聞社が選定する「日経MJヒット番付」の2024年上期版において「新NISA」は東の横綱に位置付けられた。「インフレ+低金利」が長期化する中、金融資産のインフレ耐性を高めるためにリスク性資産の保有割合を高めるニーズが強まっているほか、株価が上昇基調にあり「（株式・投信等を）持たざるリスク」が意識されていることも、こうした新NISAの盛り上がりにつながっているものとみられる。

図表1 NISA口座開設件数（年初来累計）



(出所) 日本証券業協会「NISA口座の開設・利用状況(証券会社10社)」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表2 NISA買付額



(出所) 日本証券業協会「NISA口座の開設・利用状況(証券会社10社)」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

一方、個人消費の停滞感は強まる一方である。2024年1～3月期のGDP個人消費は前期比減少し、4四半期連続の減少となった。4四半期連続で個人消費が減少するのはリーマン・ショック前後の時期(2008年4～6月期～2009年1～3月期)以来であり、歴史的にみても稀な弱さである。1～3月期の消費の弱さには一部自動車メーカーの出荷停止による耐久財の大幅減少が大きく影響しており、この影響が大方剥落する4～6月期には個人消費ははっきりと増加するとみられるが、インフレ長期化により実質所得の改善ペースが鈍い状態が続くと見込まれるため、7～9月期以降の個人消費の持ち直しペースはごく緩慢なものにとどまる可能性が高い。

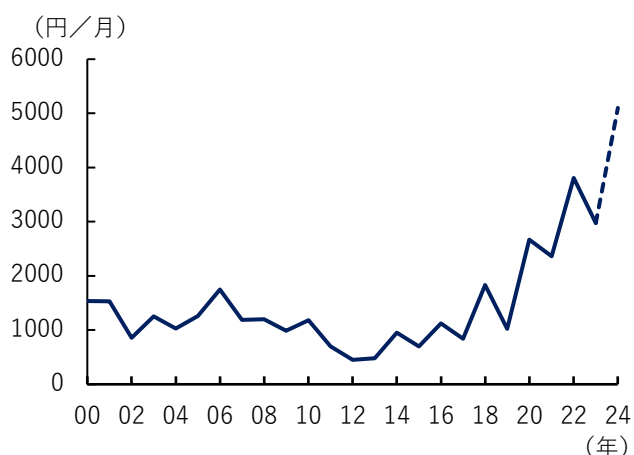
2. 新NISAのもとでの有価証券購入が消費の原資を制約していないか？

こうした対照的な二つの動きを見比べると、1つの可能性が頭に浮かぶ。すなわち、「新NISAに資金を投入するために、家計は消費を抑制しているのではないか」ということである。新NISAが消費低調の一因になっていないか、関連するデータを確認してみよう。

家計の貯蓄・投資・消費行動をまとめて月次で把握できる統計は「家計調査」だけである。中村他(2016)や河田(2024)が指摘しているように、月次消費指標としての家計調査には様々な問題点もあるが、本稿の問題意識に対して他に適切な指標が存在しない(その意味で家計調査がユニークな統計であることは事実である)ため、今回は家計調査を使うことにした。

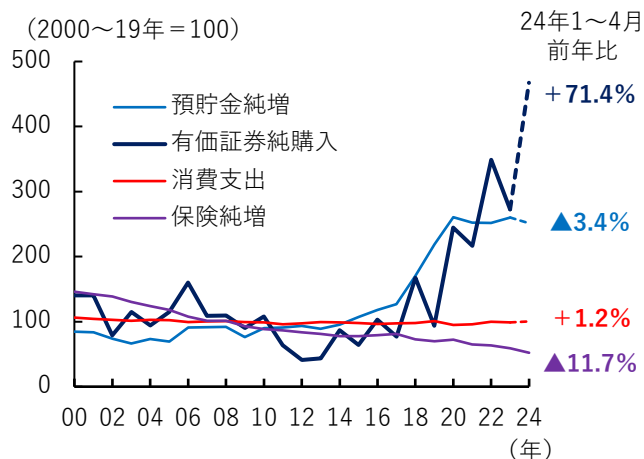
家計調査の勤労者世帯における調査項目の1つに、「有価証券純購入」がある。これは、有価証券購入額から有価証券売却額を控除したものであり、家計が有価証券残高をどの程度積み増したかを示している。これまでの動きをみると、「つみたてNISA」が始まった2018年頃から増加トレンドが明確になっており、2022～23年は2010年代前半の数倍の水準となっているが、新NISAが開始された2024年はさらに水準を切り上げる格好となっている(図表3)。2022～23年の月間純購入額(平均3千円強)は、月間消費支出(30万円強)の約1%に相当する。2024年の月間購入額は5千円程度まで増加しており、対消費額では1.5%程度となっている。つまり、2024年に入って消費の約0.5%分だけ有価証券購入が

図表3 有価証券純購入



(注) 2024年の値は1～4月の前年比で前年の値を延長したもの。二人以上世帯のうち勤労者世帯ベース
(出所) 総務省「家計調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表4 有価証券純購入とその他支出等



(注) 2024年の値は1～4月の前年比で前年の値を延長したもの。二人以上世帯のうち勤労者世帯ベース。いずれも名目値
(出所) 総務省「家計調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

増えていることになる。1995年度以降のGDP個人消費の成長率平均が0.6%（名目・実質ともに）であることを思えば、「消費の約0.5%分」というのは決して小さいボリュームではない。

このとき問題になるのは、「有価証券購入の原資がどのように捻出されたか」である。もし有価証券購入の増加と同時に消費が減少しているのであれば、本節冒頭の仮説（有価証券購入の原資捻出のために家計は消費を抑制）が妥当性を有する可能性があるが、そうではなく、例えば家計の黒字額のうちこれまで預貯金に回していた分のうち一部を有価証券購入に振り向けているのであれば、新NISAの盛り上がりと個人消費の弱さの間に因果関係はないことになる。

この点について、「有価証券純購入」と「預貯金純増」の動きをみると、長い目で見れば似たような動きをしているが、足元は有価証券純購入の増加ペースが預貯金純増の同ペースをはっきりと上回っている（図表4）。ただし、それによって預貯金純増や消費が顕著に減少しているようには見えない。減少しているのは「保険純増」であり、結果として、家計は保険から有価証券に金融資産をシフトさせる格好になっている（金額自体は保険のほうがまだかなり大きい）。生命保険世帯加入率の低下などから「保険純増」は長期的に減少トレンドにあるが、こうした減少トレンドが今後も継続するのであれば、有価証券購入の原資はそこから継続的に発生し得る。つまり、（マクロ的にみれば）新NISA活用に向けて有価証券を購入するためにわざわざ消費を減らす必要はないため、本節冒頭の仮説は支持されないということになる（なお、家計調査における収入・支出の関係については図表5を参照）。

逆に言えば、最近の個人消費の弱さは、あくまでもインフレ長期化のもとでの実質所得の弱さをストレートに反映した「実力」であり、新NISAの影響も含めた「特殊要因」によるものではない²と考えるべきであろう（図表6）。

3. リスク資産を増やすことは、長い目でみれば家計の所得・消費に対してプラス

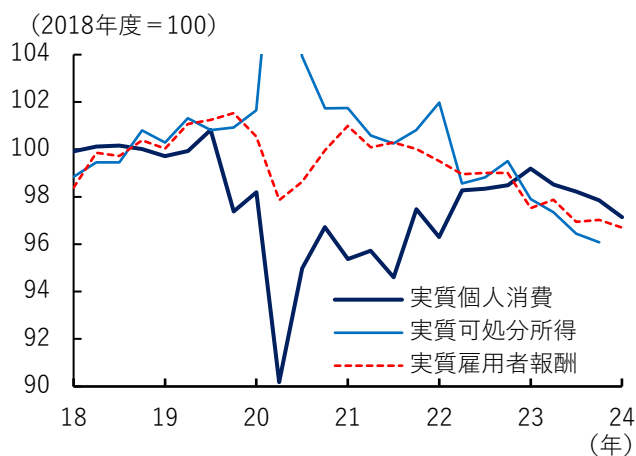
新NISAの保有限度額（1,800万円）を埋めるには最速でも5年かかるため、家計の有価証券購入は今後数年にわたって高水準で推移することが予想される。前述の通り、今のところ家計の有価証券購入が個人消費の下押しにつながっているようには見えないが、家計の有価証券投資への熱意がさらに高

図表5 家計調査における収入・支出

実収入	実支出
経常収入 (勤労所得等)	消費支出
特別収入	非消費支出 (税など)
実収入以外の収入	実支出以外の支出
預貯金引出	預貯金
保険金	保険料
有価証券売却	有価証券購入
その他	その他
繰入金	繰越金

(出所) 総務省「家計調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表6 実質所得と実質消費



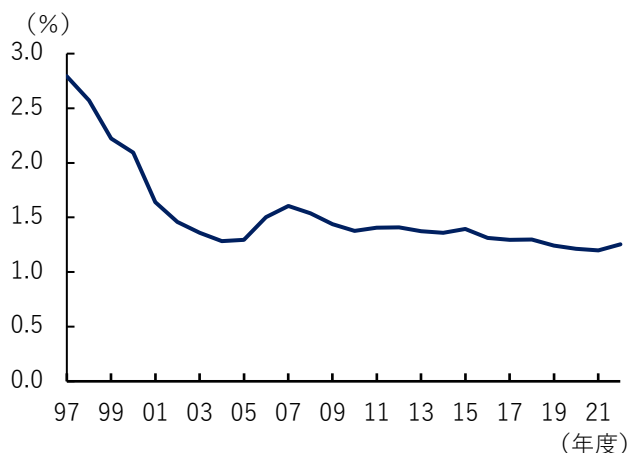
(出所) 内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

まる場合には、その資金捻出のために消費が抑制される可能性もなくはないので、先行きの消費動向を見ていく上ではそうした点にも多少の注意は必要かもしれない。

長期的にみれば、家計のリスク資産へのシフトが進めば³、家計可処分所得の増加を通じて個人消費にもプラスの効果が生じることが期待される。家計金融資産に占めるリスク性資産の割合が高まれば、これまで低下傾向にあった家計金融資産全体としての収益性が高まり、家計財産所得の増加が想定されるためである（図表7）。中信・西野（2024）が議論しているように、インフレが定着し、政策金利が中立金利まで引き上げられる「金利のある世界」においては、インフレ耐性の強い株式・投信等への資産シフトが進むことが想定される。株式・投信等のリターン（配当・分配金利回り）は、通常、預金金利よりも有意に高いため、こうしたリスク資産へのシフトは資産収益性の向上につながる。よく知られているように、日本の家計金融資産残高は既に2,000兆円を上回っているが、この2,000兆円の金融資産を「1%」の利回りで運用するか「2%」の利回りで運用するかで、家計可処分所得（のうちグロス財産所得）は20兆円も変わる⁴わけであり、家計の資産収益率が向上する影響は大きい。仮に限界消費性向（所得が1円増えたときに消費が何円増えるか）を0.5とすれば、20兆円の所得増は10兆円の消費増につながることになる。言うまでもなく、これは非常に大きな数字である。

日本のように高齢化が進み、ストックへの依存度が高まる経済においては、ストックを有効活用することが重要になる。実際にフロー（家計可処分所得）に対するストック（家計金融資産）の比率は趨勢的に高まっている（図表8）。だが、日本で家計金融資産の過半を占める現預金は基本的にインフレに弱く、現預金に偏った現状の家計ポートフォリオはストックを有効活用できているとは言い難い。インフレとは「貨幣価値の下落」であり、本質的に「債権者から債務者への富の再分配」につながるものであるため、金融資産が負債を大きく上回る家計セクターにとっては、インフレは「天敵」ともいえる存在である（逆に、負債が金融資産を大きく上回る政府にとっては、インフレは「恵みの雨」となる<いわゆる「インフレタックス」>）。こうしたインフレから金融資産を守るために、現預金からリスク性資産にシフトするのは（新NISAがなくても）自然な発想である。

図表7 家計金融資産の収益性



(注) SNAにおける家計のグロス財産所得（除く賃貸料）を資金循環における家計金融資産残高で割ったもの。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」、内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表8 金融資産と可処分所得の比率（家計）



(出所) 日本銀行「資金循環統計」、内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

以上のように、日本の家計は足元でインフレによって実質所得が目減りする中で（実質）消費を抑制する一方、実質金利（名目金利－インフレ予想）が大幅マイナスという状況下で貯蓄の中身をリスク性資産の購入にシフトしている。ある意味でインフレに対して正常な反応をしていると言えるだろう。新NISAはリスク性資産へのシフトを促す要因になってはいるが、それによって消費支出が減る副作用が生じているわけではなく、岸田政権が目指す「資産所得倍増プラン」は今のところ順調にしているように見える。長期的には金融資産所得の増加を通じて個人消費の安定的な拡大に資することが期待されるが、当面の個人消費については、高い賃上げと6月から始まった定額減税の効果によって増加が見込まれる可処分所得がどれだけ支出に回るかがポイントになろう。

[参考文献]

- 太田智之・山本康雄・酒井才介・服部直樹・風間春香・中信達彦・西野洋平・有田賢太郎・宮崎浩・坂本明日香（2023）「貯蓄から投資へ」は進むか？—資産所得倍増プラン成功のカギと将来シミュレーション—、みずほレポート、2023年8月18日
- 大潤渉・上村未緒（2023）「NISA“新時代”の展望—現行NISAの評価と新NISAへの示唆—」、Mizuho RT EXPRESS、2023年12月27日
- 河田皓史（2024）「個人消費は強い？それとも弱い？—強弱入り乱れる消費指標を読み解く—」、みずほインサイト、2024年1月17日
- 中信達彦・西野洋平（2024）「金利上昇は家計にとってプラスか—「金利のある世界」における家計への影響試算—」、みずほインサイト、2024年4月2日
- 中村康治・河田皓史・田中雅樹・植前理紗（2016）「消費活動指数について」、日本銀行調査論文、2016年5月2日

¹ 新NISA そのものについては、例えば、大潤・上村（2023）を参照。

² 前述の通り1～3月の消費の減少には自動車出荷停止が大きく影響しているが、その影響を受けない非耐久財も低調な動きとなっている。

³ 「貯蓄から投資へ」に関する包括的な考察としては、例えば、太田他（2023）を参照。

⁴ $2000 \text{兆円} \times 1\% = 20 \text{兆円}$ と、 $2000 \text{兆円} \times 2\% = 40 \text{兆円}$ の差分（単純化のため税は無視）。家計可処分所得は300兆円強。

【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ーブの登録商標です）

お問い合わせ：みずほサーチ&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。