

インフレ下で抑制される個人消費と変化する家計の投資行動

設備投資研究所 土肥 愛実、山本 陽基

要旨

- 日本経済は緩やかな回復基調にあるものの、個人消費は実質賃金の低下や消費性向の鈍さから設備投資などに比べて回復が遅れている。
- 食料品を中心に高インフレが続く中、家計のインフレ期待は大きく高まっている。実質賃金の伸びがマイナスとなる中、家計は将来の収入増に期待を持ってないこともあり、節約志向や消費性向の低下につながっている可能性がある。
- 個人消費の回復には、第一に、企業の生産性向上や労働市場の流動性向上など、賃上げが実現しやすい労働環境の整備により、実質賃金が着実に増加していくことが求められる。他方で、足元では家計のリスク性資産への資金シフトがみられており、家計が資産運用を拡大させることは、金融所得の獲得を通じ、将来不安の緩和や消費性向の低下を食い止める一助となると考えられる。今後は、こうした家計の資産形成の機運を維持し、金融所得も含めて家計が多様な手段で実質所得を高めていくことが、中長期的な消費の回復につながると考えられる。

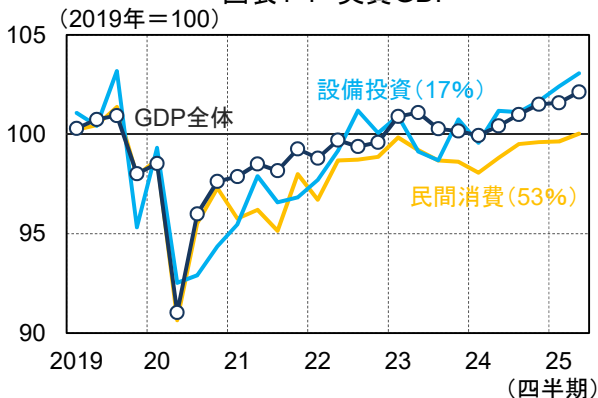
日本経済は緩やかな回復基調にあるものの、個人消費は設備投資に比べて回復が遅れている。本稿では、個人消費の状況をインフレの影響を中心に整理するとともに、このインフレ下で変化した家計の投資行動を確認する。

1. 日本経済は緩やかに回復、消費は足踏み

2025年4～6月期の実質GDPは前期比年率2.2%増加し、コロナ禍以降の緩やかな景気回復が継続している。内訳をみると、好調な企業収益を背景に、設備投資は堅調である。一方で、ウエートの過半を占める消費は23年初にかけてコロナ前の水準を回復した後に再び弱含み、24年末以降も伸び悩むなど、足踏みもみられる(図表1-1)。

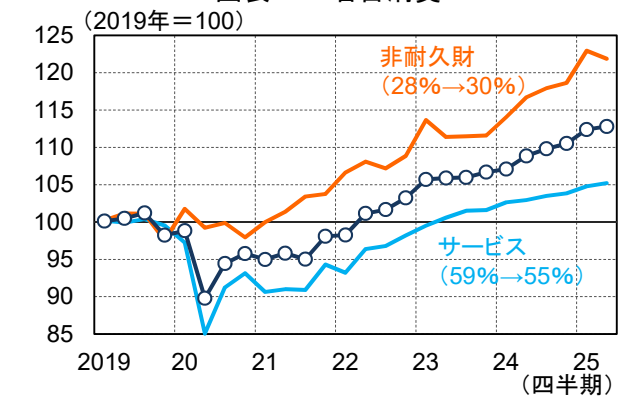
名目ベースの消費は、飲食料品やエネルギーなどが含まれる非耐久財はコロナ禍でも減少せず、その後はこれらの財でインフレが進んだことで支出額が増加し、消費全体に占めるウエートが高まった。他方、コロナ禍を脱する中で回復が遅れたサービスは、23年以降次第に伸びが鈍化するとともにウエートがコロナ前から低下しており、旅行、外食などの不要不急のサービス消費などが抑制されている(図表1-2)。

図表1-1 実質GDP



(備考)1. 内閣府
2. ()内は25年4-6月期のGDPに対するウエート

図表1-2 名目消費



(備考)1. 内閣府 2. ()内はコロナ前と比べた消費ウエートの変化(2019年平均→25年4-6月期)

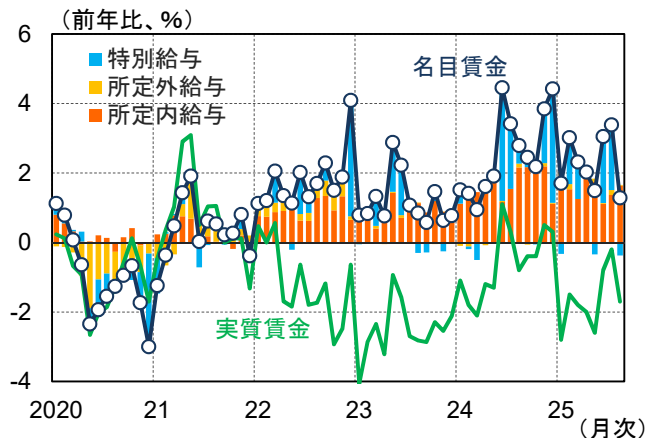
2.実質賃金は減少が続く、インフレ期待の高まりによる節約志向が消費性向を押し下げている可能性

消費がさえない背景には、実質賃金の減少がある。物価高騰や人手不足などを反映し、春闘賃上げ率は23年以降、約30年ぶりの高水準が続いており、それに伴い名目賃金は増加傾向にある。しかし、物価上昇の影響を除いた実質賃金の伸びは、24年に一時的にプラスとなったものの、22年以降は総じてマイナス圏で推移している。ただし、今後は米価格の上昇一服などにより物価の伸びが鈍化することで、実質賃金は緩やかに持ち直すと見込まれており、これが消費の回復につながるかが注目される(図表2-1)。

実質賃金低下に伴い、家計の可処分所得も減少が続いている。また、所得から消費へ向かう割合を示す消費性向も、コロナ禍で低下して以降、戻りが鈍い状況が継続している(図表2-2)。

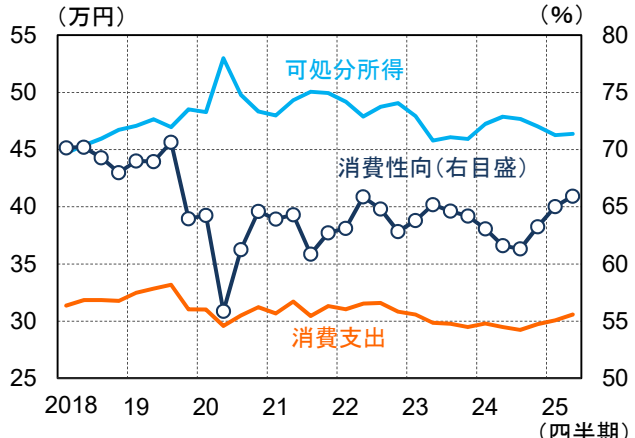
消費性向低下には、インフレ期待の高まりによる節約志向が影響している可能性がある。家計の期待インフレ率は、購入頻度の高い食料品などのインフレに大きく影響を受け、コロナ禍以降、現実のインフレ率を大きく上回る状況が続く(図表2-3)。一方、1年後の収入予想では、春闘賃上げ率が高まった23年以降、「増える」との回答割合はやや高まったものの、「変わらない」が依然として過半を占めている(図表2-4)。アンケート回答におけるバイアスは割り引く必要があるとしても、家計は所得の増加に期待を持ってない一方で、激しいインフレは今後も続くと考えており、これが消費性向の押し下げにつながっているとみられる。

図表2-1 賃金



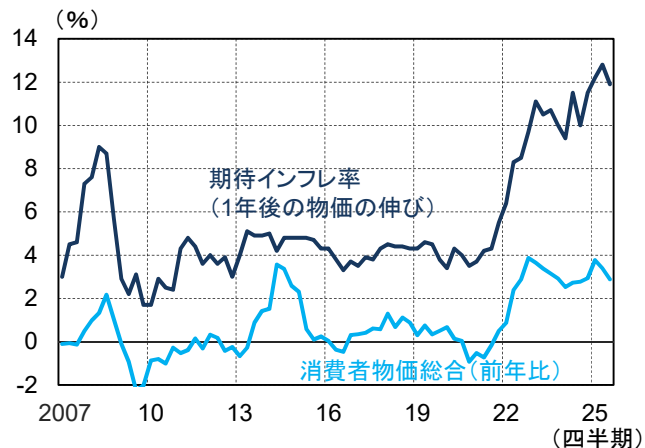
(備考)1. 厚生労働省 2. 消費者物価(持ち家の帰属家賃を除く総合)で実質化

図表2-2 実質消費、実質可処分所得、消費性向



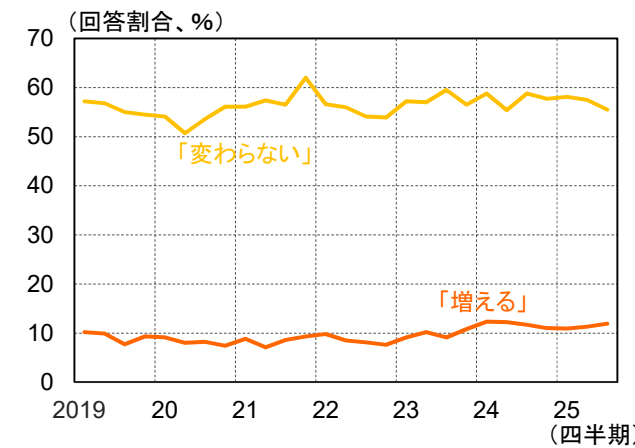
(備考)1. 総務省 2. 二人以上勤労者世帯 3. 消費者物価(持ち家の帰属家賃を除く総合)で実質化 4. 消費性向=家計最終消費支出/(可処分所得+年金受給権の変動調整) 5. 季節調整はDBJによる

図表2-3 期待インフレ率、消費者物価



(備考)1. 日本銀行、総務省 2. 期待インフレ率は回答平均値

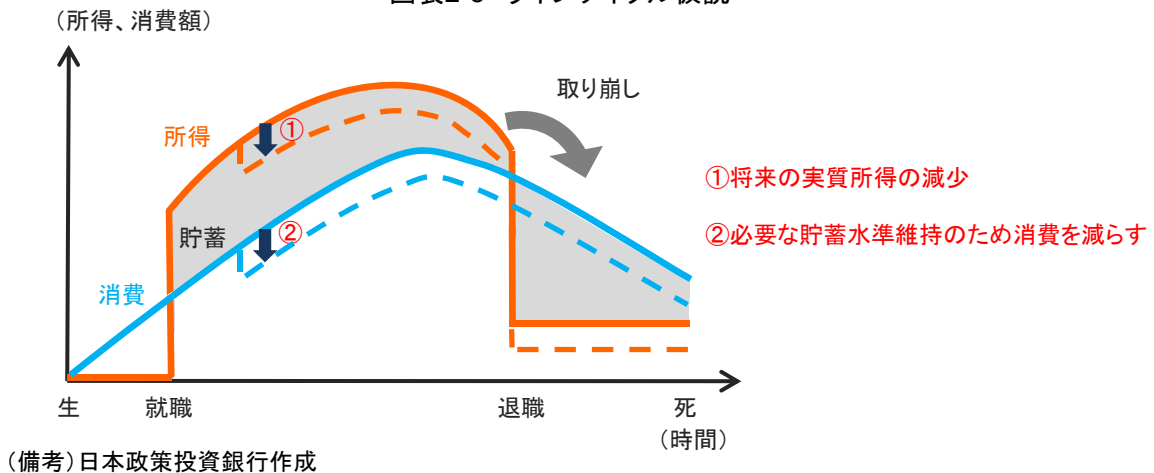
図表2-4 1年後の収入予想



(備考)1. 日本銀行 2. 「増える」、「変わらない」、「減る」から選択

ライフサイクル仮説によれば、個人は効用の最大化を目的として、期待される生涯所得をライフステージに応じて消費に振り分ける。具体的には、就労期には所得の範囲内で消費をし、残りを貯蓄にまわし、退職後はこれを取り崩して消費に充てるといった行動が想定されている。インフレ期待と収入予想から、家計は現在、①将来の実質所得の減少に直面している。この時、実質の年金受給額減少も想定されるほか、長生きリスクなども踏まえると、家計は②老後に必要な貯蓄水準維持のため、生涯にわたり消費水準を落とす行動を取る可能性がある(図表2-5)。

図表2-5 ライフサイクル仮説

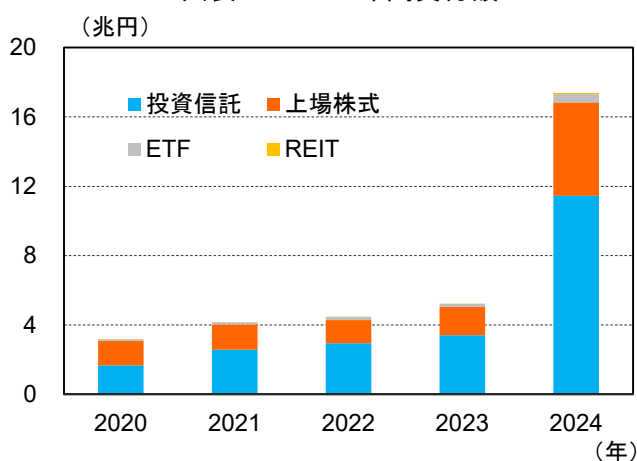


3.家計の所得の増加は主に金融資産形成に充てられ、有価証券の購入も増加傾向

将来の実質所得の見直し低下に直面した家計は、インフレによる実質貯蓄の目減りを避けるため、預貯金から、よりリターンの高い運用商品へのシフトを求められている。新NISA制度の開始もあり24年のNISA年間買付額は17兆円と前年から大きく増加しており、上場株や株式を中心とした投資信託などの買付額が大きく拡大するなど、相対的に高いリターンが見込まれるリスク性資産への運用の関心も高まっている(図表3-1)。

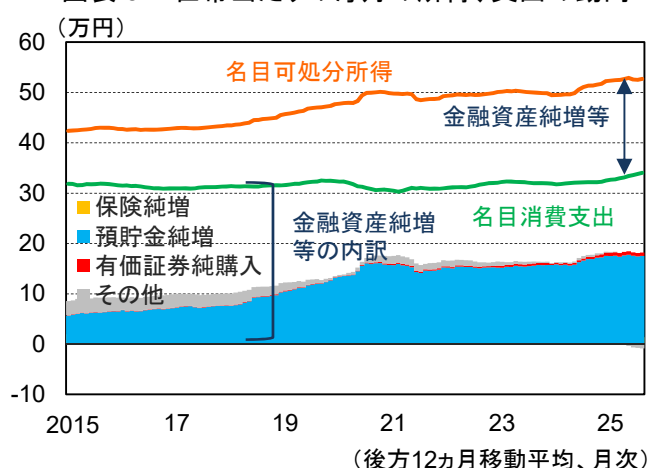
家計調査をみると、可処分所得は増加傾向にある中、毎月の消費支出はおおむね横ばいとなっており、所得の増加分は主に金融資産の形成に充てられている。その内訳としては、預貯金の純増が大半を占め、有価証券の純購入額も25年8月時点で1世帯当たり約6千円と少額ではあるが、過去と比較すると増加傾向にある(図表3-2)。

図表 3-1 NISA年間買付額



(備考)金融庁

図表 3-2 世帯当たりの毎月の所得、支出の動向



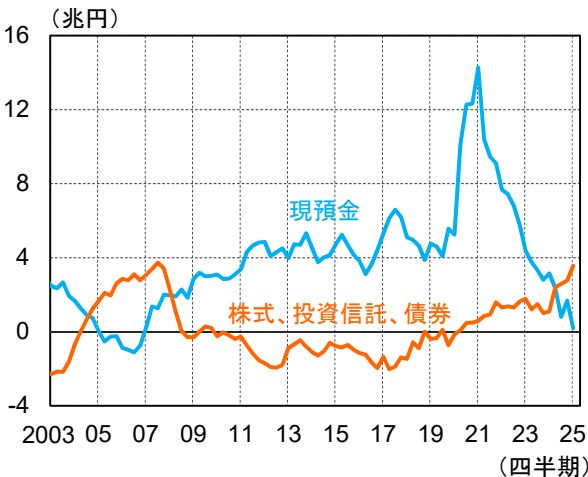
(備考)1. 総務省 2. 二人以上世帯のうち勤労者世帯

4.家計はインフレ下でリスク性資産へ資金をシフト

家計調査では捕捉率が限定的となるため、マクロの家計の金融資産動向を資金循環統計で見ると、現預金への資金流入は2020年にコロナ禍の給付金により一時的に増加したが、その後は減少し、直近ではほぼゼロとなった。一方、株式や投資信託などのリスク性資産への資金流入は2020年以降プラスに転じて以降、足元にかけて増加基調となっている(図表4-1)。

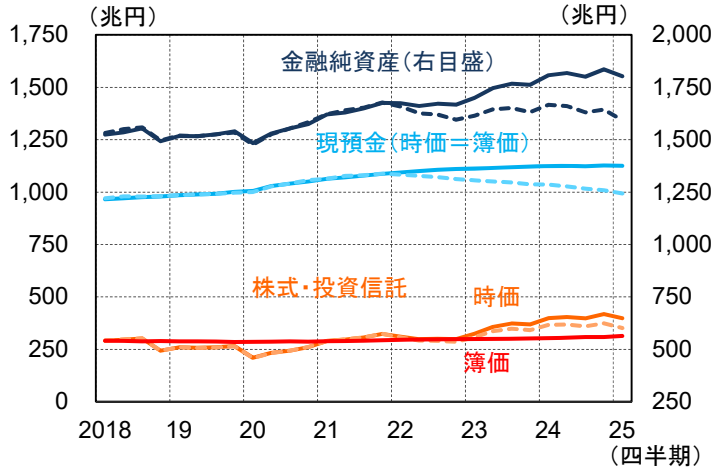
また、消費者物価(持ち家の帰属家賃を除く総合)を用いて試算した家計の金融資産の実質価値をみると、現預金は2022年以降、インフレの影響により大きく目減りしている。一方、株式や投資信託などのリスク性資産は、20年などの簿価割れの時期はあったものの、インフレと株価上昇が同時に進行する中で、直近では上回っており、インフレ下でリスク性資産に資金を振り向ける動きは、資産防衛の観点から合理的な行動といえる(図表4-2)。

図表4-1 家計の資金流入額



(備考)1. 日本銀行 2. 後方4期移動平均

図表 4-2 家計の金融資産残高

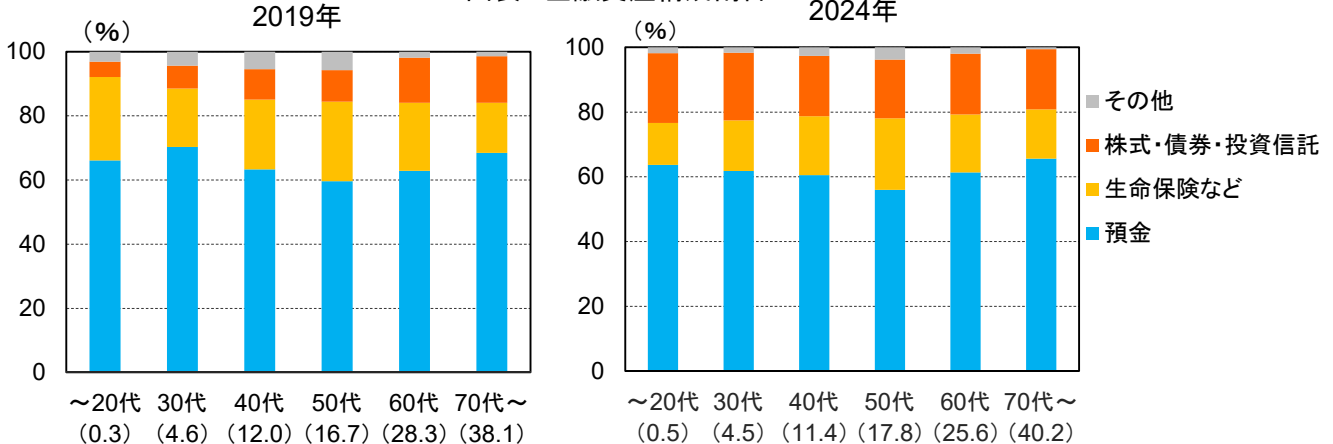


(備考)1. 日本銀行、総務省 2. 季節調整はDBJ 3. 破線は消費者物価(持ち家の帰属家賃を除く総合)で実質化 4. 株式・投資信託の簿価は便宜的に18年初の時価に資金流入額を加算して作成

5.若年層で資産形成への意識が高まる、リスク性資産保有割合の世代間ギャップは縮小

年齢階層別の金融資産残高の構成割合を19年と24年とで比較すると、株式・債券・投資信託は株高もあり各世代で比率を高めた。特に30代以下において拡大が目立っており、元々高齢者と比較して若年層の金融資産の残高は少ないものの、リスク性資産保有割合の世代間ギャップは縮小し、若年層で資産形成の機運が高まっている(図表5)。

図表5 金融資産構成割合



(備考)1. 総務省 2. 二人以上の世帯 3. 預金は通貨性預貯金、定期性預貯金の合計 4. その他は貸付信託・金銭信託、金融機関外 5. ()内は金融資産残高の年齢階層別の構成比、%

6.実質賃金の着実な増加に加え、金融所得も含めて多様な手段で家計が所得を高めていくことが重要

先行研究では、金融資産価値の上昇が消費を押し上げる資産効果が確認され、金融資産価値が100円増加した場合、そのうち2～6円程度が消費に回るとされている(図表6-1)。金融庁の2024年の調査では、投資経験者が資産運用を始めたきっかけとして、将来不安の高まりを挙げる割合が21年に比べて増加している(図表6-2)。家計がリスク性資産の保有を増やすことは、株価上昇局面では資産効果を通じて消費が押し上げられることが期待されるほか、株価下落局面においても、継続的な配当や利子による家計の所得の増加が、将来不安の緩和や消費性向の低下を食い止める一助となると考えられる。

これまで見てきたように、個人消費の伸びが鈍い背景には、実質賃金の伸びがマイナスとなる中、家計による将来の実質所得低下を見越した節約志向があり、それが消費性向の低下につながっている可能性がある。今後の消費回復には、第一に、企業の生産性向上や労働市場の流動性向上など、賃上げが実現しやすい労働環境の整備により、実質賃金が着実に増加し、家計の将来不安が払拭されることが望まれる。

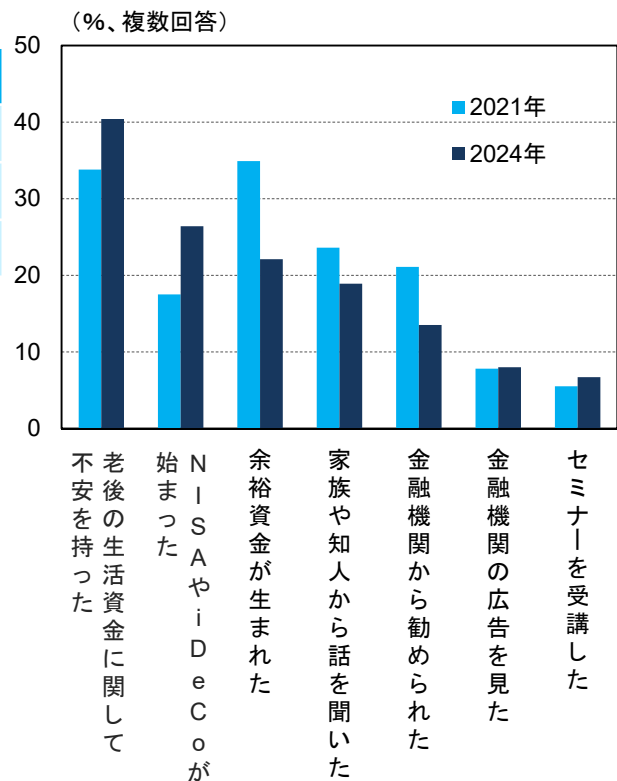
また、足元で広がる家計のリスク性資産への投資拡大の動きは、市場環境が悪化した場合には逆資産効果として消費の下押し圧力となるリスクはあるものの、継続的な配当や利子の獲得が家計の将来不安の緩和や消費性向の改善に寄与する可能性がある。足元でみられる家計の資産形成の機運を日本経済全体で維持し、金融所得も含めて家計が多様な手段で所得を高めていくことが、中長期的な消費の回復につながると考えられる。

図表6-1 資産効果に関する研究

資産効果(金融資産価値が100円変化した場合の消費増加額)		
	推計期間	資産効果
小川・北坂(1998)	1980年、1985年、1990年	4.9円
宇南山・古村(2014)	2012年10月～2013年5月	2.2円
宮崎(2021)	2013年～2018年	6.6円

(備考)日本政策投資銀行作成

図表6-2 資産運用を始めたきっかけ(投資経験者)



(備考)金融庁「リスク性金融商品販売に係る顧客意識調査」

参考文献

宇南山卓(2023)『現代日本の消費分析 —ライフサイクル理論の現在地』慶応義塾大学出版会

宇南山卓・古村典洋(2014)「株価が消費に与える影響:アベノミクス期を用いた資産効果の計測」財務総合政策研究所 PRI Discussion Paper Series No.14A-09

鹿野百香(2022)「長期に伸び悩む日本の消費」日本政策投資銀行 DBJ Research No.374

小山一夫・北坂真一(1998)「資産市場と景気変動 —現代日本経済の実証分析—」日本経済新聞出版

宮崎浩伸(2021)「アベノミクス下の消費における資産効果の計測」日本証券経済研究所 証券経済研究第114号

©Development Bank of Japan Inc.2025

本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、取引などを勧誘するものではありません。本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・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ましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 設備投資研究所
Tel: 03-3244-1919
e-mail: financi@dbj.jp