

AGRON NICAJ  
US Economist  
anicaj@us.mufg.jp

吉村晃、角田ともみ（抄訳）  
ayoshimura@us.mufg.jp  
tkakuta@us.mufg.jp

三菱 UFJ 銀行経済調査室  
ニューヨーク駐在

## 家計の現預金の変化と個人消費の先行き

2023年6月26日

（本稿は *Predicting consumer behavior by Agron Nicaj* の抄訳）

5月のCPI（消費者物価指数）は、住居費や中古車を除いたベースの前月比上昇率がパンデミック前の水準まで低下し、前年比上昇率も4%強まで鈍化する等、デイスインフレーション（インフレ率の鈍化）が続いていることが示された。また、5月のPPI（生産者物価指数）の最終需要及び個人消費項目もデイスインフレーションを示している。しかし、インフレとの戦いの終結を宣言するのは時期尚早だろう。

小売売上高は、2022年以降のトレンド線に沿って増加している。家計はパンデミック以降、歴史的に高水準となる現預金を保有しているが2022年第4四半期以降は減少に転じている。今後数ヶ月は、家計における現預金の変化が個人消費をどの程度下押しするのかが試されることとなる。

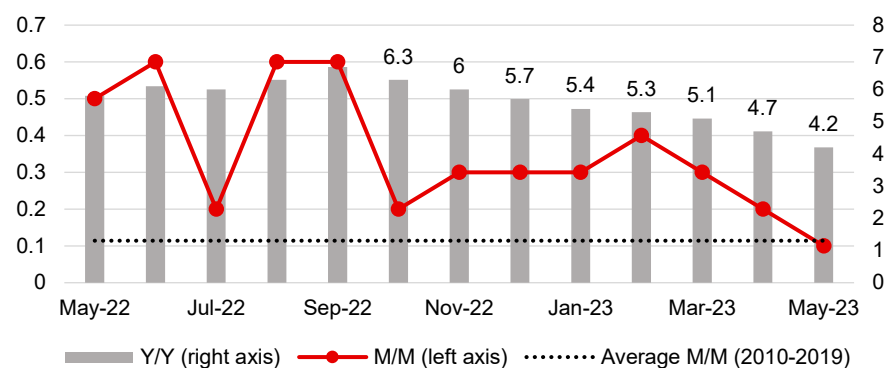
### 5月のCPIはFOMCでの政策金利据え置きと整合的

6月の連邦公開市場委員会（FOMC）では政策金利の据え置きを決定したが、引き続きタカ派的な姿勢は維持された。パウエルFRB議長は記者会見で、労働市場の強さやPCE（個人消費支出）デフレーター（FRBがインフレ指標として重視）の高止まりを指摘し、追加利上げを行う選択肢を残した。

もともと、CPI（消費者物価指数）は、利上げの一時的な見送り（skip）ではなく、停止（pause）と整合的であるようにみえる。5月のCPI（総合）は前年比+4.0%と鈍化した。前年比寄与度は食品が+0.89%ポイント、エネルギーは▲1.0%ポイント、CPI最大のウェイトを占める住居費は+2.6%ポイントであった。また、物価の基調を見るにあたり、食品・エネルギーを除くコアCPIは前年比+5.3%と高止まっている一方、さらに住居費と中古車を例外的な項目として除いた場合には同+4.2%と大きく鈍化した（第1図）。食品・エネルギー・住居費・中古車を除いた場合の前月比上昇率も3ヵ月連続で鈍化し、パンデミック前の水準（2010～2019年の平均）まで低下している。

### 第1図：CPI（食品・エネルギー・住居費・中古車を除いたベース）

CPI, all items less food, shelter, energy, and used autos, %



Source: BLS, MUFG Bank Economic Research

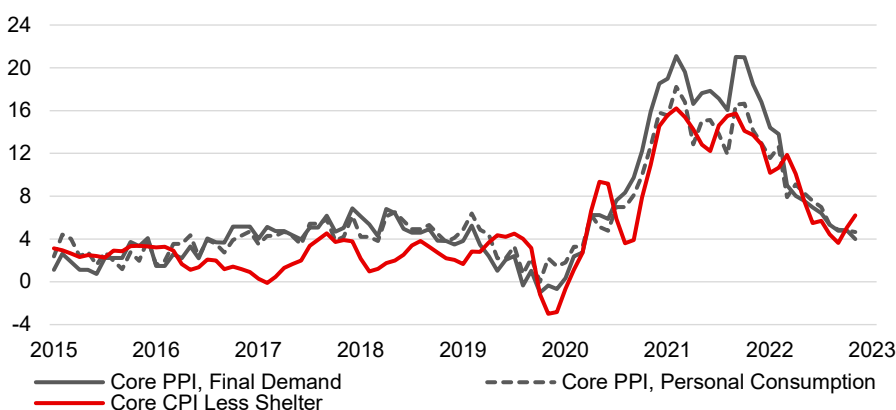
住居費は大きなラグをもって変動するため、物価の基調を見る上で例外的な項目として取り扱われる。民間の統計によると、新規契約家賃や住宅価格は、米国の多くの地域で著しく鈍化または下落しており、最終的にはCPI（住居費は新規契約家賃と既存契約家賃の双方を含む）に反映されると予想される。ただし、急速な利上げによる住宅市場の冷え込みは地域によってばらつきがあり、人口が減少している西海岸や北東部の一部では住宅需要や価格が大きく落ち込んでいる一方、南部では他地域に比べて底堅く推移し、全米平均の住宅価格を下支えしている。また、米国の住宅市場が潜在的な供給不足にあることも、住宅価格を下支えする要因となりうる。

また、中古車も例外的な項目として考えられる。パンデミックにおけるサプライチェーンの混乱によって新車の供給が滞ったことは、中古車市場における先行きの供給減少にも影響を及ぼす。中古車市場における供給不足は、必ずしも財市場全体の動向を反映しているわけではないため、中古車を除外して物価を見るのは妥当であろう。

5月のPPI（生産者物価指数）もデシインフレーション（インフレ率の鈍化）が継続している事を示しており、食品・エネルギーを除く最終需要は6ヵ月移動平均で前月比年率4%に低下した。コアPPIの個人消費項目（定義上はコアCPIに近い）も同+4.6%と、デシインフレーションを示している（第2図）。

第2図：PPI及びCPI（6ヵ月前比年率）

PPI and CPI, 6-month change, % annualized



Source: BLS, MUFG Bank Economic Research

このようにCPI及びPPIはデシインフレーションを示しているものの、インフレとの戦いの終結を宣言するのは時期尚早だろう。労働市場および個人消費は引き続き強く、物価上昇圧力が続いていることを示している。インフレが再び勢いを増すリスクは払拭されておらず、このことは、FRBがタカ派的な姿勢を維持している理由の1つであろう。

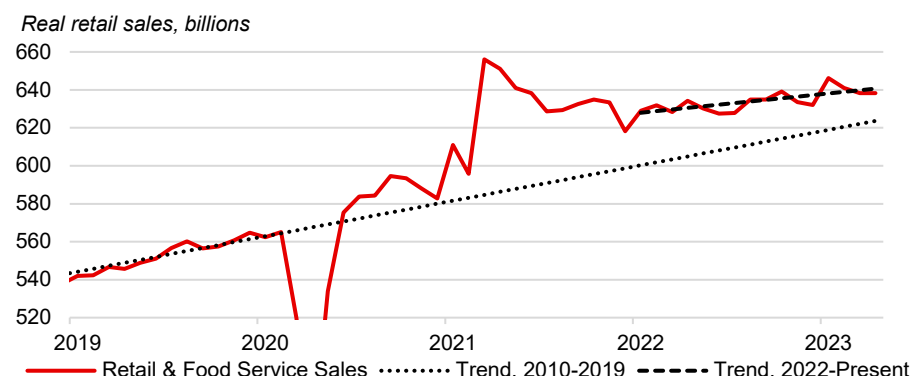
### 個人消費の今後の展望

小売売上高は、4月（前月比+0.4%）に続いて5月（同+0.3%）も増加した。業種別では、自動車・部品販売店、飲食店、無店舗小売店等、幅広く増加した。借入金利上昇や景気後退懸念に直面するなかでも個人消費は依然として堅調で、2022年以降は新たなトレンド線に沿って増加している（次頁第3図）。

通常、景気後退に陥ると小売売上高の水準は下方シフトし、その後は新たなトレンド線に沿って増加する。この点、パンデミックにおける景気後退は、その後の回復が急速かつ力強い点で特異であり、小売売上高はわずか数ヵ月でパンデミック前のトレンド線を上回った。2022年までは感染拡大の波や行動制限によって激しく変動した

後、2022年以降は毎月の変動が安定したように見える。小売売上高は今後数ヵ月の間は、2022年以降のトレンド線に沿って推移するとみられる。

### 第3図：小売売上高（実質ベース）



Source: Census Bureau, MUFG Bank Economic Research

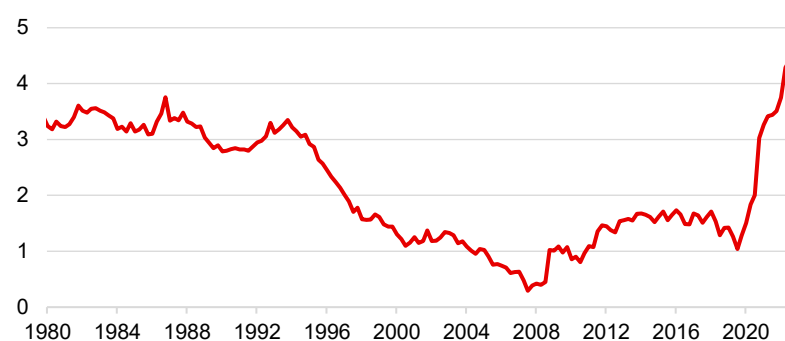
おそらく、米国がこれまで景気後退入りを回避できた最大の理由は個人消費（財、サービス双方）にあり、堅調な労働市場がこの個人消費の回復を可能にしたといえよう。一方、労働市場の強さは、力強い個人消費の副産物であるともいえる。企業は消費者の需要を満たすために雇用を拡大しようとするのであり、現下の経済環境は、堅調な個人消費が労働需要を押し上げている、と解釈する方が妥当であると思われる。

では、堅調な個人消費はいつまで続くのであろうか？パンデミック以降、家計は金融・財政面の刺激策を受け、歴史的に高水準の資産を蓄積してきた。この多くは、流動性の高い資産（現金及び当座預金）の形で蓄積されている。1990年代以降、家計（民間非営利団体を含む）の金融資産に占める預金及び当座預金の割合は、2008年の景気後退に至るまで低下傾向を辿ってきた（第4図）。2008年からこの割合がやや上昇した後、2020年以降は過去40年間見られなかった水準まで上昇した。

2008年以降の量的緩和局面では、流動性資産以外の資産価格が押し上げられた一方、消費者物価の押し上げには寄与しなかったと考えられる。2020年以降は家計の現預金が大幅に増加し、個人消費及び消費者物価の双方の押し上げに寄与したといえる。

### 第4図：家計（民間非営利団体を含む）の金融資産に占める現金及び当座預金の割合

Checkable deposits and currency as a share of total financial assets, households & nonprofits, %



Source: Federal Reserve, MUFG Bank Economic Research

2022年第4四半期および2023年第1四半期には、現金及び当座預金がその他資産よりも減少して金融資産に占める割合も低下しており、今後、個人消費が下押しされることを見込まれるが、どの程度下押しされるかは見方が分かれよう。現預金の保有額自体は依然として高水準であり、パンデミック前の水準に減少するまで、個人消費の

大幅な減速はみられないとの見方がありうる。一方、現預金が減少に転じたことを重視する見方からは、今後の個人消費の減速が見込まれる。

2023年半ばに差し掛かり、家計の現金及び当座預金の拡大が始まって3年以上経ち、家計が豊富な現預金を有することが「ニューノーマル」となるには十分な時間であるかもしれない。この場合、現預金の減少が始まっていることから、個人消費は2023年後半に著しく減速する可能性があるだろう。

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、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、当行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います。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。