

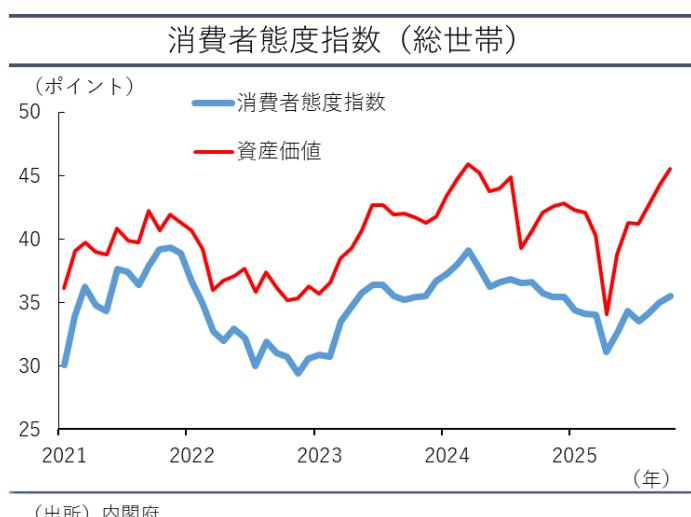
日本経済：10月以降の株高で個人消費は1.8兆円押し上げ

2025年10月入り後、日本の株式市場では株高が進展。11月入り後はやや軟化しているものの、前年比では日経平均株価は引き続き高い伸びを維持。こうした株高には、家計が保有する金融資産の価値を増加させ、個人消費を押し上げる効果（資産効果）が存在。資産効果の大きさを推計すると、金融資産の実質価値が10%増加したとき、実質消費支出は0.2%増加するという関係。これは、日経平均株価が年末にかけて5万円程度で推移すれば、2025年10～12月期の実質個人消費は0.5%、実額（名目）では年率で約1.8兆円増加することを意味。また、近年は資産効果の恩恵が高齢層から若年層へも拡大。こうした資産効果も支えとなり、個人消費は今後も回復基調を維持する見通し。

株価の上昇が消費者マインドの改善に寄与

2025年後半の日本の株式市場は、振れを伴いながらも堅調に推移している。とりわけ、10月入り後は株高が進み、10月31日には日経平均株価が史上初めて5万2000円台に乗せた（右図）。11月入り後にはやや下落したものの、日経平均株価は概ね5万円前後での推移が続いている。

こうした株価の上昇は、消費者マインドにも好影響を与えている。消費者マインドの代表的な指標である消費者態度指数（総世帯）は、2025年半ばにかけて低調な推移が続いていたものの、足元では改善傾向に転じている（右図）。10月には35.5と、前月（35.0）から3ヶ月連続で改善した。これまで消費者マインドを下押ししていた物価高騰がようやく沈静化しつつあることに加え、株価の上昇による家計の資産価値の上昇がマインドの改善に寄与しているとみられる。実際、同じく内閣府の消費動向調査で「その他の意識指標」として調査されている「資産価値」は、足元で大幅に改善している。



日経平均株価が5万円で推移すれば、25年10～12月期の実質個人消費は0.5%押し上げ

株価の上昇は、家計が保有する金融資産の価値を増加させ、潜在的な所得の増加をもたらし、結果として現在の消費支出を拡大させる効果（資産効果）があることが知られている。ただし、資産効果の大

大きさは、家計の保有する金融資産の水準や資産配分、金融システム、文化的背景など様々な要因の影響を受けるため、国や地域ごと、また時代ごとによっても異なる。そこで、本稿では、近年の日本における株価上昇がもたらす金融資産効果の推計を試みた。

推計にあたっては、総務省の家計調査（二人以上世帯）の年次データから、2005 年から 2024 年までの 20 年間を対象期間とし、世帯主の年代別（6 分類）のパネルデータを作成した。家計の金融資産としては「株式・株式投資信託」の保有残高を使用した。また、NISA（少額投資非課税制度）の浸透やコロナショックなどをきっかけに家計の金融資産の保有状況や投資・消費行動パターンが大きく変化している可能性¹を考慮し、2020 年以降を識別するダミー変数を加えて分析を行った²。

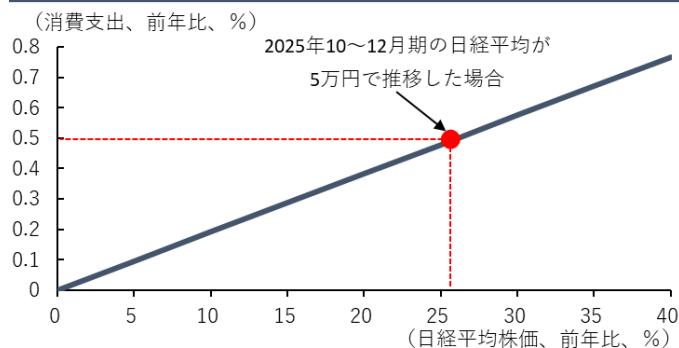
推計の結果、2020 年以降、家計の保有する株式・株式投資信託の実質的な価値が 10% 増加したとき、実質消費支出は 0.2% 増加するという関係がみられた。この推計値を基に足元の株価上昇がもたらす個人消費押し上げ効果を試算すると、2025 年の 10～12 月期の日経平均株価の期間平均が 5 万円で推移した場合、同期間の実質消費支出は 0.5% 程度押し上げられる可能性がある（右図）。実額（名目値）に換算すると、年率換算で個人消費が約 1.8 兆円増加する計算だ。

資産効果には世代間格差が存在するものの、近年は若年層にも恩恵

資産効果の大きさは、資産を保有する個人の年齢にも大きく左右される³ため、株高の恩恵は世代間で格差が生じうる。そこで、世帯主の年齢が 59 歳以下の世帯と 60 歳以上の世帯に分けて、それぞれの資産効果の大きさも推計した。

その結果、2019 年以前は、資産効果は 60 歳以上の世帯のみでプラスであったという結果が得られた（右図）⁴。かつては、現役世代では株価上昇

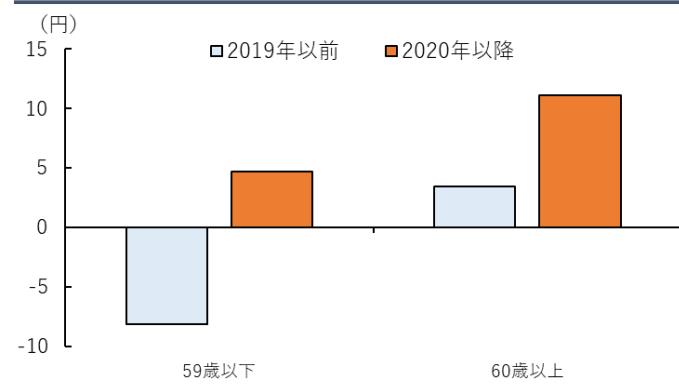
株価上昇による実質個人消費押し上げ効果



(出所) 総務省、伊藤忠総研

(注) 家計が保有する株式・株式投資信託が日経平均株価と連動すると仮定。消費者物価指数（持家の帰属家賃を除く総合）で実質化

世帯主の年代別の資産効果



(出所) 総務省、伊藤忠総研

(注) 100円の資産価値上昇による個人消費の増加額

¹ 日本経済新聞と日経リサーチが実施した資産運用についてのアンケートでは、2020 年以降に投資を始めたという回答割合が最多であった模様。（日経電子版「投資を始めた時期、最多は 2020 年以降 10 代から積み立ても」2025 年 10 月 15 日）

² 具体的な推計方法などは末尾の補論を参照。

³ より正確には、年齢が直接的に影響しているというよりも、各個人のライフステージによって、保有する金融資産の水準や所得と資産のバランス、住宅ローンなどの負債の有無などが変化することで資産効果の大きさも変化すると考えられる。

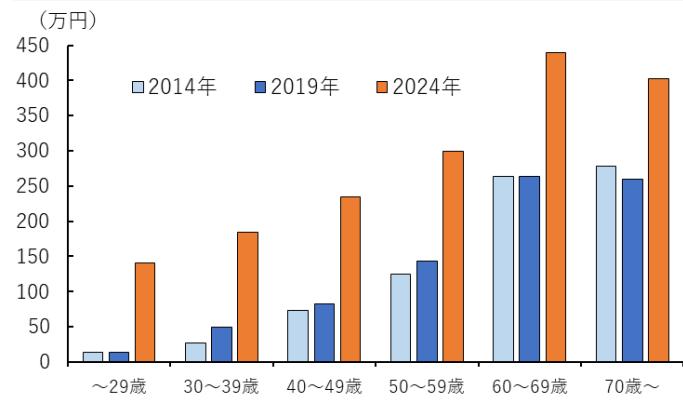
⁴ 今回の推計では 59 歳以下の世帯では資産効果がマイナスという結果が得られたが、一般的には金融資産が増加することで消費が減少するということは考え難い。こうした結果が得られた背景としては、①家計調査の株式・株式投資信託の残高には価格の上昇による資産価値の増加だけでなく、資産の購入による増加分が含まれている、②とりわけ若年層の資産残高が小さいことで、調査時の誤差などの影響を受けやすい、などの理由で資産効果を正確に捉えきれていない可能性が考えられる。実際、全年代の

の恩恵が乏しく、高齢者世帯にのみ恩恵がたらされていた可能性が示された。

もっとも、2020年以降に限ってみると、資産効果の大きさには引き続き世代間の格差がみられるものの、59歳以下の世帯でも株価の上昇が消費の増加につながっているという結果が得られた。近年は若年層にも株高の恩恵が広がりつつあるとみられる。

この背景として、上述のように、コロナショックやつみたてNISAの浸透などをきっかけに、株式投資を行う現役世帯が増加したことが挙げられる。1世帯当たりの株式・株式投資信託の保有残高をみると、2019年時点では60～69歳の世帯が平均で259万円であった一方で、29歳以下の世帯では平均で13万円にとどまっており、20倍以上の格差が存在した（右図）。しかし、2024年には60～69歳の世帯が平均439万円、29歳以下の世帯が平均140万円と、その格差は約3倍にまで縮んでいる。

1世帯当たり株式・株式投資信託の保有残高



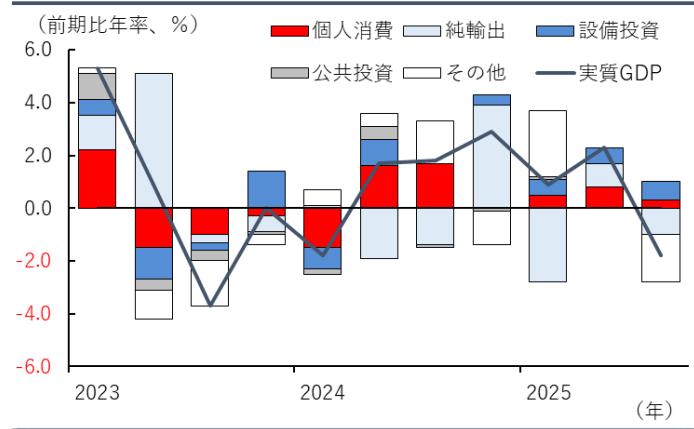
(出所) 総務省

資産効果にも支えられ、個人消費は回復基調を維持する見通し

2025年7～9月期GDP（1次速報）の内訳をみると、個人消費は前期比年率+0.3%と、4～6月期(+0.8%)からは減速したものの、6四半期連続でプラスとなった（右図）。長引く物価高が引き続き重石となる一方で、上述のような資産効果の恩恵の広がりも支えとなり、個人消費は底堅さを維持している。

先行きは、消費者物価上昇率の鈍化傾向が続くなか、資産効果も引き続き支えとなり、個人消費は回復基調を維持する見通しだ。11月入り後に株式市場はやや軟化しているものの、前年比で見れば日経平均株価は引き続き高い伸びを維持している。

実質GDP成長率（寄与度分解）



(出所) 内閣府

ただし、資産効果の恩恵が広がっているということは、株価が下落した際に消費へ与える負の影響（逆資産効果）も拡大することを意味する点には留意が必要だろう。現時点での株価下落幅であれば過度な懸念は不要と考えられるものの、今後何らかの要因で株式市場が大きく変動すれば、個人消費はこれまで以上に大きな影響を受けるリスクがある。

ダミー変数を入れた式で推計すると、若年層ほどt値が小さくなる（説明力が低下する）傾向がみられた。

補論：資産効果の推計方法

本稿における資産効果の推計では、総務省の家計調査（二人以上世帯）の年次データを用いた。対象期間は 2005～2024 年の 20 年間で、世帯主の年代別（29 歳以下、30～39 歳、40～49 歳、50～59 歳、60～69 歳、70 歳以上、の 6 分類）のパネルデータを構築した。データは全て 1 世帯当たりで、消費支出、年間収入、株式・株式投資信託の保有残高を用い、消費者物価指数（持家の帰属家賃を除く総合）で実質化した。

推計にあたっては、以下の消費関数を想定した。

$$\Delta \log (\text{消費支出})_{it}$$

$$= \beta_0 + \beta_1 \Delta \log (\text{年間収入})_{it} + \beta_2 \Delta \log (\text{株式・株式投資信託})_{it} \\ + \beta_3 D_{2020} \times \Delta \log (\text{株式・株式投資信託})_{it} + \text{時間効果}_t + \text{誤差項}_{it}$$

ただし、 D_{2020} は 2020 年以降なら 1、それ以外なら 0 を取るダミー変数、添え字の i は各世代、 t は時点を表す。推計結果は以下の通り。

説明変数	係数	標準誤差
定数項	-0.006	0.003 *
年間収入	0.295	0.106 ***
株式・株式投資信託	-0.039	0.014 ***
株式・株式投資信託 *2020年以降ダミー	0.059	0.029 **
サンプルサイズ	120	
自由度修正済み決定係数	0.16	

(出所) 伊藤忠総研

(注) ***は1%、**は5%、*は10%有意

係数は、各説明変数が 1% 増加した場合の限界的な消費の増加率（弾性値）を表している。「株式・株式投資信託」と「株式・株式投資信託*2020 年以降ダミー」の係数の和が 2020 年以降の資産効果を意味しており、p.2 の上図中の直線の傾きがこれにあたる。なお、推計には固定効果モデルを採用した。

また、p.2 中段以降の年代別の資産効果の推計においては、上述の消費関数に 60 歳以上ダミー（60～69 歳か 70 歳以上では 1、それ以外では 0 を取る変数）と、「株式・株式投資信託」・「株式・株式投資信託*2020 年以降ダミー」それぞれを掛け合わせた交差項を加え、同様の分析を行った。