

## 米国経済：個人消費は雇用停滞で増勢鈍化、株価調整による下方リスク

2026年の米国の個人消費は、減税による押し上げ要因と、エネルギー価格高止まりや雇用鈍化といった下押し要因が交錯する状況にある。実質個人消費は「雇用者数」「雇用者一人当たり実質可処分所得」「平均消費性向」の3要素に分解でき、2025年まではこれらがバランス良く寄与し、+2.5%前後の安定成長が続いてきた。2026年の雇用者一人当たり実質可処分所得は、インフレ上昇を減税効果が相殺し+1.5%程度の伸びが続く一方、雇用者数の伸びは移民抑制などを背景に+0.3%へ鈍化する見通しである。また、株価上昇に伴う資産効果は引き続き期待されるものの、平均消費性向の上昇（貯蓄率の低下）は限界に近付いており、実質個人消費の押し上げ効果は小幅にとどまるとみられる。この結果、2026年の実質個人消費の基調的な成長率は+2%程度にとどまり、これまでの2%台半ばの安定ペースからの減速が予想される。消費の鈍化は、AI投資主導の成長に対する過剰投資懸念につながり、株価調整を通じた下振れ要因となる可能性がある。先行きの下方リスクには十分留意が必要である。

米国の個人消費に影響を与える要因として、トランプ政権による減税措置という押し上げ要因が存在する一方、中東情勢の悪化に伴う原油価格の高止まりや、雇用者数の伸び鈍化といった下押し要因も強まっている。本稿では、これらの相反する影響が交錯する現状を踏まえ、今後の米国における個人消費の基調的な上昇率について考察する。

### 個人消費の構造:3つの決定要因による分解

実質個人消費は、①雇用者数、②雇用者一人当たり実質可処分所得、③平均消費性向という3つの要因に分解して捉えることが可能である。具体的には、以下の式で表される。

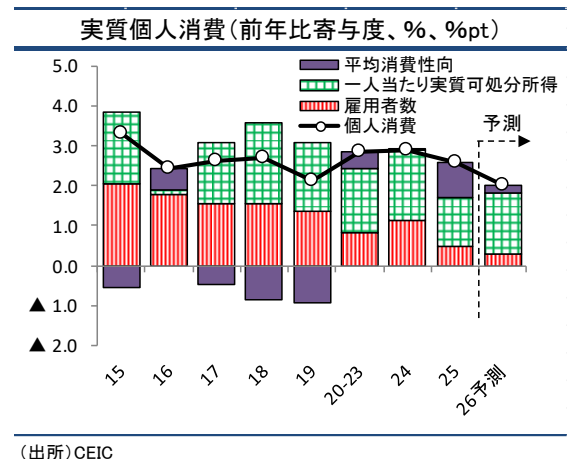
実質個人消費 = 実質可処分所得 × 平均消費性向

= (雇用者数 × 雇用者一人当たり実質可処分所得 ≒ 実質雇用者報酬) × 平均消費性向

これを変化率（伸び率）ベースに変換すると、以下の関係が成り立つ。

実質個人消費の伸び率 = 雇用者数の伸び率 + 雇用者一人当たり実質可処分所得の伸び率 + 平均消費性向の伸び率

2025年の実績を振り返ると、雇用者数の伸び率が+0.5%、雇用者一人当たり実質可処分所得の伸び率が+1.2%、平均消費性向の伸び率が+0.9%となった結果、実質個人消費全体として+2.6%の伸びを達成した（右図）。コロナ禍の影響を受けた2020～2023年を含め、2017年以降の米国の個人消費は、概ね+2.5%程度の安定した成長率を維持してきたことが確認できる。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

## 個人消費に影響する3要素の見通し:雇用・所得・消費性向の動向

2026年の個人消費を規定する3要素について、それぞれの見通しを整理する。

第一に、2026年の雇用者数の伸びは+0.3%程度にとどまると見通す。米国では移民流入の抑制策などを背景に、外国人労働者を中心とした労働供給の増加ペースが大幅に鈍化している(右図)。その結果、失業率を一定に保つために必要な雇用増のペース(ブレイクイーブン雇用者数)は月間0~数万人程度まで低下していると推計される。労働市場に過熱感が見られない中では、雇用者数の伸びはせいぜい毎月数万人程度にとどまる公算が大きい。

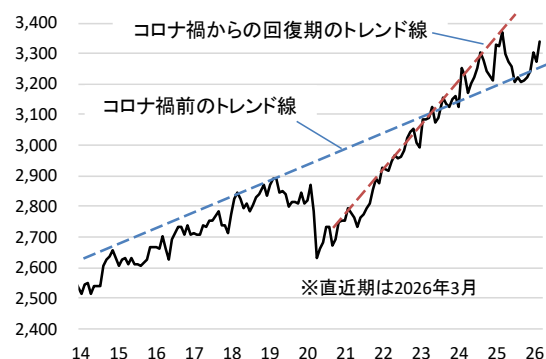
第二に、2026年の雇用者一人当たり実質可処分所得の伸びは、過去数年間の平均値と同水準の+1.5%程度と見通す。

2025年は、可処分所得の基盤となる賃金の上昇率の鈍化が進み、実質可処分所得の伸びはやや鈍化した(右図)。2026年については、トランプ減税の恩恵(年間1,000億ドル超)により家計所得が年間を通じて+0.5%程度押し上げられると試算されている。一方で、中東情勢の悪化に伴うエネルギー価格の上昇などにより、米国のインフレ率は+0.5%pt程度押し上げられることが見込まれ、これが実質可処分所得を下押しする要因となる。なお、AI技術の進展に伴う生産性向上の影響については、賃金を押し上げるとの期待がある半面、労働分配率の低下により家計への恩恵は限定的との指摘もある。現時点ではAIが所得に与える影響には不透明感が強いため、本試算では影響なしと仮定した。これらを総合し、一人当たり実質可処分所得の伸びは+1.5%程度に着地すると見込む。

第三に、2026年の平均消費性向の上昇率は+0.2%pt程度と見通す。平均消費性向の変動には、株式や不動産を中心とする家計資産の実質価値の増減(資産効果)が大きく影響する。不動産の実質価値に大きな変動が見られない一方、株式資産は株価の安定した上昇に牽引され増加基調にある。2025年には株式資産の実質価値(年平均)が+13%程度増加した。2026年についても、年末にかけて米国の株価がこの先コンスタントに上昇すると仮定した場合、年中の株式資産は名目で+15%程度、実質ベースで+11.5%程度の増加(年平均)が見込まれる。補論に挙げた誤差修正モデル(ECM)を用いた消費関数の推計結果に基づき、前述の雇用者数、雇用者一人当たり実質可処分所得、家計資産の伸びを当てはめると、平均消費性向は+0.2%pt程度押し上げられる計算となる。

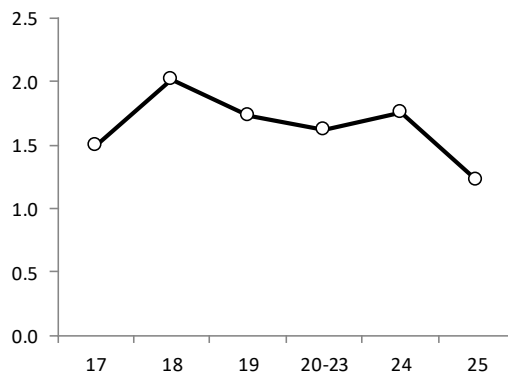
ただし、株価の動向は不確実性が高いことに加え、家計が株価上昇を恒常的なものと認識しない限り資産効果は生じにくいことには注意が必要である。また、資産保有が消費性向の低い高所得者に偏在している状況から、株価上昇による資産効果が弱まっているとする研究もあることにも留意が必要である。

外国人労働者数(万人)



(出所)労働省

雇用者一人当たり実質可処分所得(前年比、%)



(出所)CEIC

## 2026 年以降の消費の上昇率見通し:2%台半ばから鈍化の可能性

上記の 3 要素を総合すると、2026 年以降の米国の実質個人消費の上昇率は、雇用者数の伸び鈍化による下押し圧力を、株式資産の増加に伴う平均消費性向の上昇がある程度カバーするものの、全体としては+2%程度の伸びにとどまる可能性が高い。これまで続けてきた+2%台半ばの安定した成長ペースからは明確に鈍化することが予想される。

今後の米国経済の成長は、AI 関連の設備投資需要に支えられる側面が大きくなると考えられる。しかし、経済の屋台骨であり最終需要である個人消費が鈍化するもとの、企業部門における過剰投資への懸念が再燃するリスクがある。仮に投資収益率への疑念から株価が調整局面に転じた場合、資産効果を通じた平均消費性向の上昇が見込めなくなり、個人消費の下支えも失われることとなる。米国の個人消費の先行きには、ダウンサイドリスクが多くなっていると評価すべきだろう。

### 補論:ECM(誤差修正モデル)による消費関数

消費行動の実証分析においては、短期的な変動と長期的な均衡関係を同時に捉えるため、誤差修正モデル (Error Correction Model, ECM) が広く用いられる。ECM は、消費・所得・資産といった非定常系列の間に安定的な長期関係 (共和分関係) が存在することを前提とし、その均衡からの乖離が時間をかけて調整される過程を明示的に表現する枠組みである。

代表的な消費関数の仕様は以下の通りである。

$$\Delta \log C_t = \beta \Delta \log Y_t + \gamma \Delta \log W_t + \lambda (\log C_{t-1} - \theta \log Y_{t-1} - \phi \log W_{t-1})$$

ここで、 $C_t$  は消費、 $Y_t$  は所得、 $W_t$  は資産を表す。右辺第 1 項および第 2 項は、それぞれ所得および資産の短期的な変化が消費の成長率に与える影響を示す。一方、第 3 項は誤差修正項であり、消費が長期的な均衡関係 ( $\log C = \theta \log Y + \phi \log W$ ) から乖離した場合に、その乖離が調整される速度を表す。係数  $\lambda$  は調整速度を示し、一般に負の値を取る。

この枠組みにおいて、 $\theta$  および  $\phi$  はそれぞれ所得および資産に対する長期的な弾力性を表し、特に  $\phi$  は資産効果 (wealth effect) の大きさを定量的に示す。一方、 $\beta$  および  $\gamma$  は短期的な反応を表し、消費が一時的な所得や資産の変動にどの程度敏感に反応するかを捉える。

本稿では、消費・所得・資産の間に共和分関係が存在することを前提に、コロナ禍前の安定的な経済状況であった 2010 年～2019 年のデータを用いて ECM による消費関数を推計した。まず長期関係として、消費は所得および資産と安定的な関係を有しており、いずれの係数も統計的に有意であった。次に、短期動学においては、所得および資産の変化が消費の成長率に有意な影響を与えるとともに、誤差修正項の係数は負で有意となり、消費が長期均衡に向けて調整されることが確認された。

#### <長期関係>

推計式： $\log C_t = \theta \log Y_t + \phi_1 \log W_t$  (株式資産) +  $\phi_2 \log W_t$  (不動産資産) + const.

#### <短期動学>

推計式： $\Delta \log C_t = \beta \Delta \log Y_t + \gamma_1 \Delta \log W_t$  (株式資産) +  $\gamma_2 \Delta \log W_t$  (不動産資産)  
 +  $\lambda (\log C_{t-1} - \theta \log Y_{t-1} - \phi_1 \log W_{t-1}$  (株式資産) -  $\phi_2 \log W_{t-1}$  (不動産資産))

#### 長期関係における各決定要因の弾性値

	2010/1Q~2019/4Q
定数項	3.20 ***
実質可処分所得	0.57 ***
株式等の家計資産	0.08 ***
不動産の家計資産	0.08 ***
補正R <sup>2</sup>	0.995

(注)CEICを元に伊藤忠総研作成

家計資産はPCEデフレーターを用いて実質化

「\*\*\*」は1%有意

#### 短期動学における各決定要因の弾性値

	2010/1Q~2019/4Q
定数項	0.00 ***
実質可処分所得	0.11 **
株式等の家計資産	0.02 **
不動産の家計資産	0.10 ***
長期関係からの差分	▲0.31 ***
補正R <sup>2</sup>	0.372

(注)CEICを元に伊藤忠総研作成

家計資産はPCEデフレーターを用いて実質化

「\*\*\*」は1%有意、「\*\*」は5%有意

長期関係の推計結果によれば、所得の弾力性 ( $\theta$ ) は 0.57、株式等の家計資産の弾力性 ( $\phi_1$ ) は 0.08、不動産の家計資産の弾力性 ( $\phi_2$ ) は 0.08、と推計され、いずれも統計的に有意であった。すなわち、株式等の家計資産が 1% 上昇した場合、長期的には消費は約 0.08% 増加することが示唆される。

短期動学においては、所得の増加は消費上昇率を有意に押し上げる一方、株式等の家計資産の短期的な影響は比較的小さい。また、誤差修正項の係数 ( $\lambda$ ) は▲0.31 で有意であり、消費は長期均衡からの乖離の約 30% を 1 四半期 (1 期) ごとに調整することが確認された。すなわち、4 期後 (1 年後) には長期的な乖離の約 76% ( $1 - (1 - 0.30)^4 \approx 0.76$ ) が解消される計算となる。

仮に、2026 年に所得が  $a\%$ 、資産が  $b\%$  上昇した場合、長期的には消費は  $(\theta a + \phi b)$  % 高い水準となるが、2027 年時点ではその約 76% に相当する水準、すなわちおおよそ  $0.76 \times (\theta a + \phi b)$  程度の上昇が実現していると解釈できる。

これを消費性向という観点で言い換えれば、平均消費性向 ( $C/Y$ ) の対数変化はおおよそ以下の式によって近似される。

$$0.76 \times [(\theta - 1)a + \phi b]$$

この式が示す通り、資産の増加 ( $b > 0$ ) は消費性向を押し上げる方向に働く。一方で、所得の弾力性  $\theta$  が 1 未満 (本推計では 0.57) であるため、所得の増加 ( $a > 0$ ) は消費性向を押し下げる方向に作用することが確認できる。

#### 参考文献

Lettau, Martin and Sydney C. Ludvigson (2001), "Consumption, Aggregate Wealth and Expected Stock Returns," *Journal of Finance*, Vol.56, No.3, pp.815–849.

Lettau, Martin and Sydney C. Ludvigson (2003), "Understanding Trend and Cycle in Asset Values: Reevaluating the Wealth Effect on Consumption," NBER Working Paper Series, No.9848.

Beach, Samara, William Gamber, and Patrick Moran (2025), "Wealth Heterogeneity and Consumer Spending," FEDS Notes, August 5.