

個人消費を巡る環境と今後の展望

～賃上げの持続性が課題に～

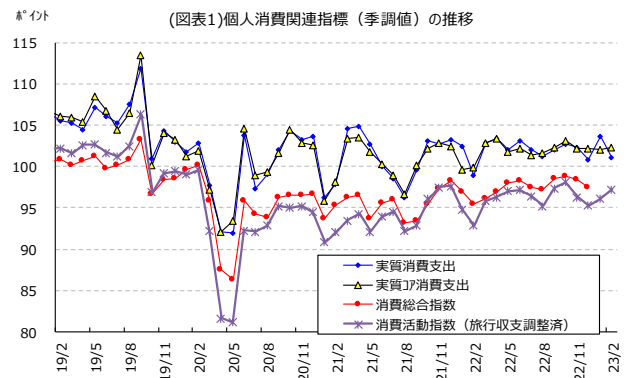
フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 意外に底堅い個人消費

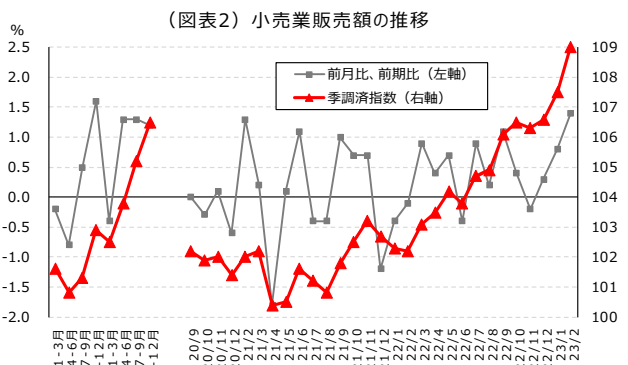
物価上昇が続くなかでも、個人消費はここまでなんとか持ちこたえている。家計調査の実質消費支出、内閣府の消費総合指数、日銀の消費活動指数等の主要指標は、2022年度以降、均せば概ね横ばい圏の推移が続いてきた(図表1)。

販売サイドの統計は、名目ベースということもあってむしろ回復基調がより鮮明である。2月の商業動態統計速報では、小売業販売額(季調値)が前月比+1.4%と、1月の同+0.8%から伸び幅を拡大させた(図表2)。経産省は、季節調整済指数の後方3ヵ月移動平均が前月から+0.8%上昇したことを踏まえ、基調判断を「緩やかな上昇傾向にある小売業販売」から、「上昇傾向にある小売業販売」へと、2ヵ月連続で上方修正した。

日本百貨店協会は、前年比+20.4%となった2月の百貨店売上高の公表に際し、「前年のまん延防止等重点措置の反動に加え、外出機会の増加やオケージョン需要から好調に推移した衣料品・服飾雑貨と、増勢が続く高額商材、急進するインバウンドが牽引した」と総括している。特に、インバウンドは同+314.3%と、前年から4倍以上の売上増となっており、回復基調が鮮明となっている。



(出所)総務省「家計調査」、日銀「消費活動指数」、内閣府「消費総合指数」



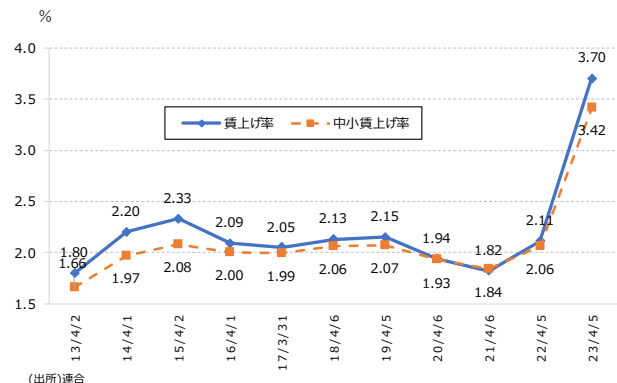
(出所)経産省「商業動態統計」

2. 春闘は好発進

昨年10月以降の個人消費に関しては、コロナ禍からの反動増のほか、全国旅行支援などの政策効果でかさ上げされてきた面もあった。向こう1~2年程度の個人消費を予想するにあたって、最も重要になるのは所得環境だが、この点2023年度の春闘が予想以上の好スタートを切ったのは間違いなく好材料である。

すでに、自動車や電機などの大手製造業を中心に、満額回答が相次いでいる。4月5日に公表された2023年春闘の第3回回答集計結果における、定期昇給相当込みの賃上げ率は3.70%と、第2回の3.76%からやや下がったも

(図表3)春闘第3回回答集計結果の年次別推移



の、引き続き高い伸びを維持した（図表3）。ベアも、前年同期（0.53%）を大きく上回る2.16%と、集計が開始された2015年以降、最も高い伸びを保っている。中小企業への波及度が焦点になるが、300人未満の賃上げ率も3.42%、100人未満が3.01%といずれも3%を超えている。雇用者に占める組合加入者の割合（推定組織率）は16.5%にすぎず、マクロベースの賃上げ率に関してはさらなる縮小が避けられないが、人手不足が深刻化の一途をたどっていることもあり、中小・零細企業にも一定程度賃上げの流れが波及する展開は期待できよう。

すでに、名目ベースの賃金は、2022年に入ってから回復傾向にあり、所定内給与は前年比で1%前後の伸びが続いてきた（図表4）。2022年12月の現金給与総額の伸びは、賞与が大きく伸びたことで、一時的ではあるが同+4%に達した。春闘の動向から推計すると、2023年度の所定内給与は名目ベースで2%台後半の推移になると予想される。問題は実質賃金の伸びが足元までマイナス幅を拡大し続けていることである。物価上昇率が3%を超えている限り、賃上げだけで実質賃金をプラス転換するのは難しい。実質賃金が安定的にプラス転換する時期は物価動向に左右されることになる。

3. 年後半の物価は鈍化へ

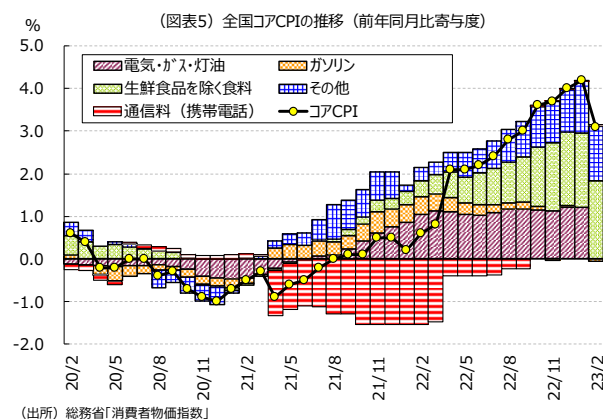
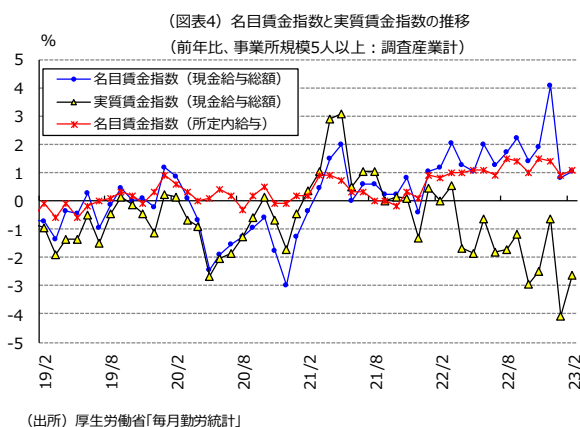
2月の全国消費者物価指数（総合）は前年比+3.3%（1月：同+4.3%）、除く生鮮（コア）は同+3.1%（同+4.2%）と、前月から伸び幅が大きく縮小した（図表5）。総務省の試算では、政府の電気・ガス代の負担軽減策の総合指数への寄与度が▲1.01%ポイントとのことで、これだけでほぼ説明がつく。

電気代に関しては、大手電力会社が規制料金の値上げ上限の引き上げを経産省に申請していたが、政府から直近の燃料価格や為替レートなどを踏まえて再計算の指示が出され、再提出された申請では、値上げ幅が大手6社で0.2%~11.7%ポイント圧縮された。値上げ幅は一番低い東京電力でも17.6%

で、一番高い北陸電力は46.9%に達するなど、大幅な値上げには違いないが、最終的な値上げ幅は経産省における審査を経てさらに大きく圧縮される見込みである。

電気料金は目下家計の大きな関心事のひとつであり、政府は世論への配慮から、今後も機動的に抑制策を打ち出していく方針とみられる。すでに、政府による追加の負担軽減策である「再エネ賦課金」の改定により、4月以降の電気料金が標準的な家庭で1月当たり平均800円程度減額されることが決まっている。電気代の値上げの時期と前後して、新たな物価対策を打ち出す可能性も考えられる。バラマキ的な政策を連発することの是非はともかく、2023年度に関しては、電気代が家計の大きな脅威となる可能性は低下している。

もともとの物価高の主因である原油価格や為替相場も、一時に比べれば落ち着いた推移に転じているため、年後半にかけてはコストプッシュ的な物価上昇圧力も和らぐ可能性が高い。OPECプラスのメンバーのうち、8カ国が4月2日にサプライズ的な自主減産を発表したが、今のところ原油相場の上昇圧力は限られている。実際に減産が始まる5月以降の需給動向を見極める必要があるものの、主要国の景気減速懸念が高まりつつあるなか、持続的な上昇は考えにくい。



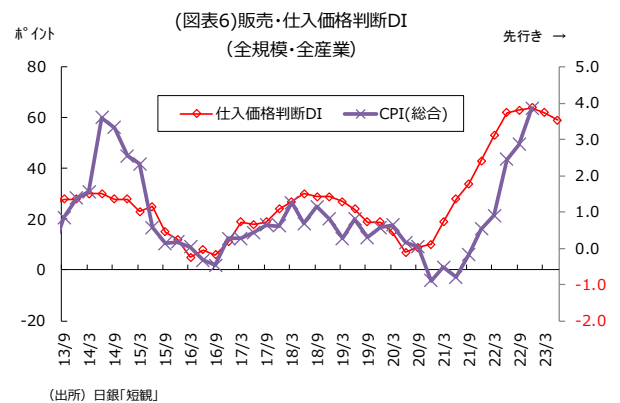
4. 為替相場の不確実性は高いが

為替相場は、米国景気の動向次第である。シリコンバレー銀行 (SVB) の破綻に始まった米国の金融不安が、今後どのくらいの広がりや深さを見せるのかは、いまだ不透明である。SVB の ALM (資産・負債の総合管理) がずさんだったのは否定できないにしても、似たような運用は他の多くの金融機関が実施している。格付け機関は、SVB 同様、預金が短期間で急増し、預金保険対象外の預金割合が多い米銀の格下げを検討、実施中である。こうした銀行群の株価はすでに急落している。

FDIC (米連邦預金保険公社) が発表したデータによると、米銀は 2022 年後半時点で債券ポートフォリオに約 6,200 億ドル (約 84 兆円) もの含み損を抱える。これは自己資本の約 3 割に相当する。リーマン・ショック時のように、巨大なバブル崩壊を背景にしているわけではない分、「伝染性」は低いとはいえ、時間とともに経営難に陥る金融機関が続出する可能性は残る。しばらくは事態の推移を慎重に見極める必要がある。

これで、米国経済のソフトランディングは一段と難しくなった感が強い。米金融当局の行動が早いこともあり、比較的早期に沈静化に向かう展開も期待できないわけではないが、その場合、インフレ再加速のリスクが増す。3 月の FOMC (米連邦公開市場委員会) では 0.25% の利上げにとどめたが、5 月以降再び利上げを加速せざるを得なくなる展開もあり得る。逆に早期の利下げに追い込まれる可能性もあり、先行きの FOMC の予想にこれだけ幅が必要な状況は珍しい。前者であれば、再び大きく円安ドル高が進む可能性が高いが、金利敏感セクターである住宅市場はすでに失速、ISM 製造業景況指数も 5 ヶ月連続で 50 を割り込むなど、企業活動も明らかに鈍ってきている現状を考えれば、どちらかといえばリスク回避的な円高に警戒が必要な局面と考えられる。

日銀短観の販売価格判断 DI を見ると、全産業ベースで 1 ポイント低下の 31、仕入価格判断 DI は 2 ポイント低下の 62 となり、両者とも上昇トレンドが一服している。原油価格の低下と円高への揺り戻しが、時間差をおいて仕入価格判断 DI の低下、ひいては販売価格判断 DI の低下に反映されている形である。この間、販売価格判断 DI - 仕入価格判断 DI で示される交易条件は着実な回復が続いており、ここまではある程度順調に価格転嫁が行なわれてきたことを意味している。このままであれば、消費者物価の上昇圧力は徐々に緩和に向かう可能性が高く (図表 6)、年度後半は実質所得の改善が日本の景気を支える展開が期待できる。ただ、米国景気の動向次第では、輸出の減少や株価下落のマイナスインパクトが上回る可能性もあり、日本経済全体に与える影響は、米国景気の減速度合いに大きく左右される。



5. 問われる賃上げの持続性

ただ、来年以降も所得環境の改善傾向が続くかどうかは、現時点では疑問符が付く。今年の大規模な賃上げは、円安による企業業績の改善が支えになっていた。円安は家計にとっては輸入物価の上昇を通じ、直接的にはマイナスに働くが、グローバル企業が主導する日本の企業部門にとっては、平均的にはプラスに働く。実際、日本経済新聞社が昨年 11 月に、日経平均株価の採用銘柄のうち、決算短信や説明会資料で業績への為替影響額を開示した 114 社を調べたところ、9 割で円安がプラスに働き、増益効果は約 3 兆円に達したという。その意味で、円安の増益効果を享受する企業が、物価高に苦しむ従業員に還元しようという機運が盛り上がるのも、ある程度自然な流れであった。

実質賃金上昇率は、労働生産性、労働分配率、交易条件 (GDP デフレーター/消費者物価指数で計算) に分解で

きる（図表 7）。2022 年度は、輸入物価上昇に伴う交易条件の悪化が実質賃金を大きく下押ししていた。輸入デフレーターは分子の GDP デフレーターの控除項目であり、輸入デフレーターが上昇すれば GDP デフレーターは低下しやすく、輸入デフレーターが低下すれば GDP デフレーターは上昇しやすくなる。したがって、2023 年度後半にかけ、輸入デフレーターが沈静化すれば、交易条件は改善に向かう可能性が高い。同様に、分母の CPI（消費者物価指数）が下がっても交易条件は改善し、実質所得の押し上げ要因となる。

6. 生産性の向上と定着が必要

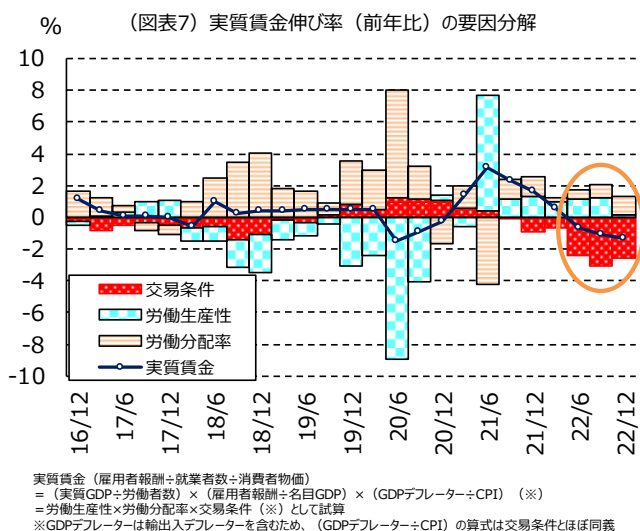
ただ、インフレ率が低下するということは、インフレ期待を 2%にアンカーさせる絶好の機会を逃すということでもある。これは持続的な賃上げのドライバーを失うことを意味する。足元のようなコストプッシュ的な物価上昇を喜ぶ国民はいないが、最初は悪いインフレでも、国民のインフレ期待の上昇と定着につながるのであれば、賃上げを起点とした経済の正の循環が実現することで、最終的には良いインフレに転化する可能性もあった。これまでは、低い賃上げ率→低い個人消費の伸び→企業収益の低迷→低い賃上げ率という負の循環の定着が課題であった。足元の状況はこれを正のループへと転換させる千載一遇のチャンスとも言える。円高で企業収益が悪化し、さらにインフレ率も下がるとなれば、経営サイドにとっては来年度も同水準の賃上げ率を提示する理由はなくなる。

上記の要因分解を見ると、中長期的な実質賃金の上昇のためには、生産性の向上が重要となることがわかる。交易条件にしろ、労働分配率にしろ、一方向への動きが長期にわたり定着することを期待することはできない。持続的、安定的な賃上げを実現するためには、生産性の上昇基調の定着が不可欠で、中長期的には需要サイドよりも供給サイドの要因がより重要となる。政府による成長戦略の強化が望まれるが、岸田政権はここまでどちらかという成長よりも分配に力点を置いてきた。カギとなる規制改革も順調に進んでいるとは言い難い。潜在成長率も依然として低迷が続いている。企業にとっては、国内市場拡大への展望が開けず、自社業績の中長期的な成長期待が描けないなかでは、固定費の上昇につながるベアの継続は難しい。雇用の約 7 割を有する中小企業、なかでも地方の内需型の中小企業の多くがいまだに賃上げに二の足を踏んでいる状況を考えれば、賃上げの機運が一過性のもので終わる可能性は低くない。

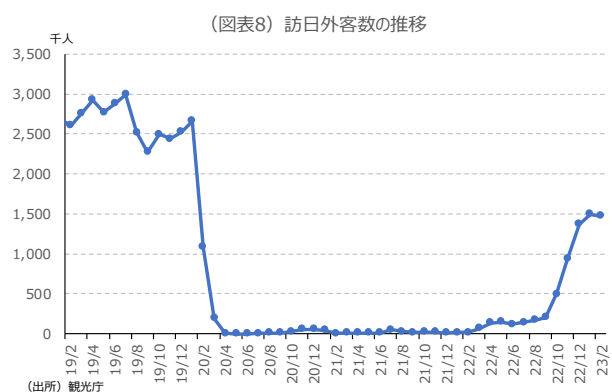
7. インバウンドへは期待可能

地方にとっては、回復しつつあるインバウンド需要を取り込む戦略も重要になりそうである。インバウンド需要は、GDP 統計上は個人消費に含まれないが（輸出に計上）、販売する側にとっては相手が日本人でも外国人でも同じ売上である。

観光庁の調査によれば、訪日外客数は昨年 10 月に水際対策を緩めて以降急回復、2022 年 9 月の 20.7 万人から、2023 年 2 月（速報値）は 147.5 万人と約 7 倍に増加した（図表 8）。これは、コロナ禍前のピークである 2019 年 7 月の 299.1 万人の約半分に当たる。平均宿泊日数も増加傾向にあり、延



（出所）内閣府「四半期別QE速報」、総務省「労働力調査」より明治安田総研作成



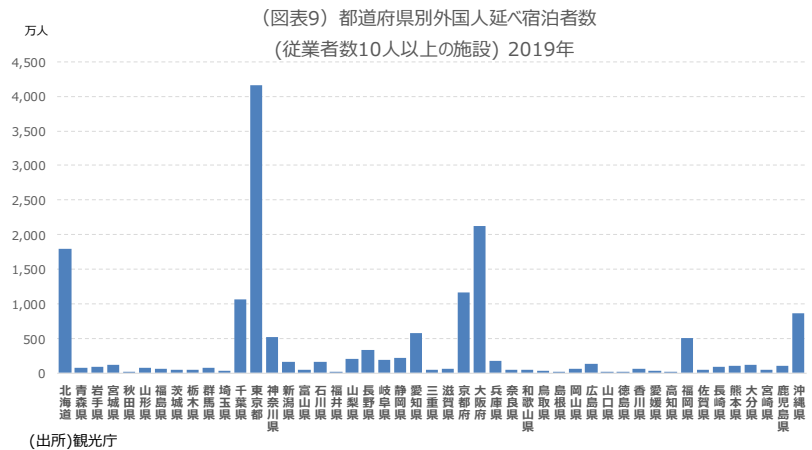
べ宿泊者数ベースではコロナ禍前の約6割にまで回復している。

GDP 統計によれば、2022 年 10-12 月期の非居住者家計の国内での直接購入（いわゆるインバウンド消費のほか、在日外国駐留軍の隊員の個人消費等も含まれる）は 3,947 億円（名目原数値）で、7-9 月期の 1,303 億円から 2,644 億円増加した。これは 10-12 月期の GDP を 0.20%押し上げた計算である。同項目 = (GDP 上の) インバウンド消費とみなし、足元までの外国人旅行客の増加ペースを考えると、1-3 月期は 6,000 億円前後に達した可能性が高い。

コロナ直前の 2019 年（暦年）の GDP 上のインバウンド消費額は、4 兆 5,716 億円だった。これは同年の GDP の 0.8%に当たる。これに対し、2022 年は 7,573 億円と、GDP 比で 0.1%にまで低下した。コロナ前の水準に戻る過程で、差し引き 3 兆 8,143 億円の増加余地がある。

政府は、中国からの渡航者に対する水際対策を 4 月 5 日から緩和した。中国からの来日数は、コロナ前は全体の約 3 分の 1 を占めていたが、直近 2 月は 2.5%にすぎなかった。訪日外国人の増加ペースは、12 月まで急回復した後、1、2 月とややもたついたが、4 月以降は再び加速する可能性が見込まれる。仮に、訪日外国人消費額が年末までにコロナ前の水準まで戻るとしたら、2023 年通年の名目 GDP を前年比で 0.7%程度押し上げる効果がある。このインパクトは大きい。

これまでは、外国人観光客の訪問が一部の都道府県に偏っていたのが実態で（図表 9）、地方活性化には十分寄与してこなかった。ただ、リピーターが増えるにつれ、モノ消費からコト消費、都市から地方への流れが加速する展開が期待できる。地方にとっては、外国人観光客に向けたプロモーションの巧拙も成長力を左右する要素になりそうである。



※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先 ● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411