

底堅い足元の個人消費

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 7-9月期の個人消費は冴えなかった

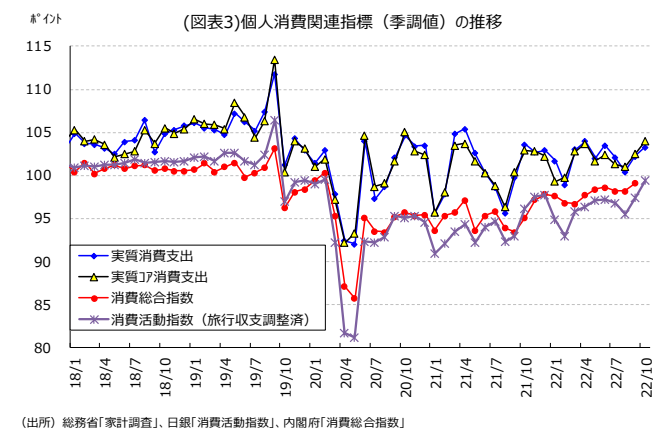
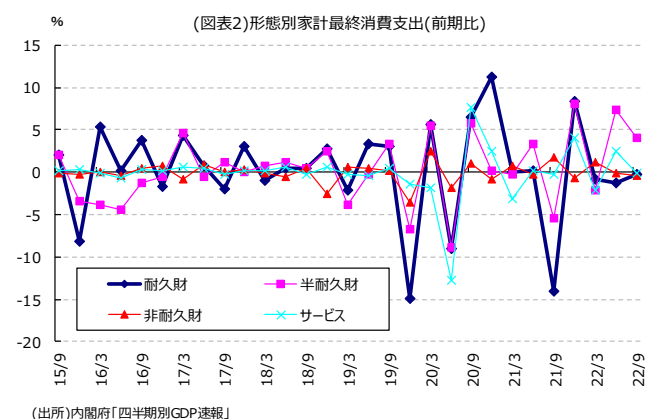
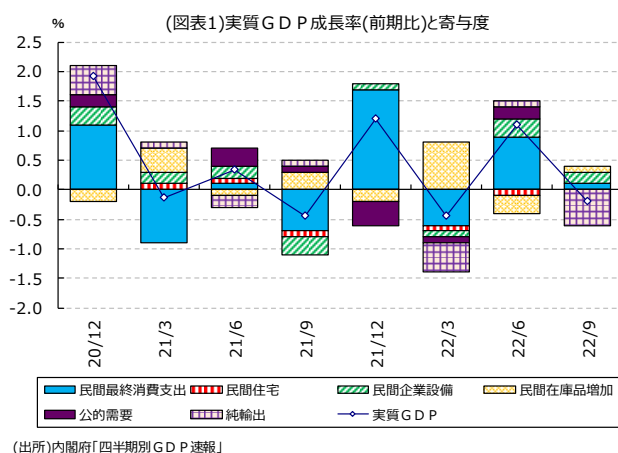
7-9月期の日本の実質 GDP 成長率（2次速報値）は、1次速報値の前期比▲0.3%から同▲0.2%へと小幅上方修正された（図表1）。民間在庫投資の寄与度が▲0.1%から+0.1%まで0.2%ポイント上方修正された影響が大きく、景気の基調を見るうえでより重要な最終需要は前期比▲0.2%から同▲0.3%へ逆に下方修正されるなど、必ずしも好ましい結果とは言えない。在庫循環の局面的にも、在庫投資は先行きの需要増をにらんだ積極的な積み増しではなく、半導体不足の緩和や、夏場の感染拡大からの反動的な需要増を反映した一時的な動きと見るのが自然である。

最終需要項目では、個人消費が前期比+0.1%と、1次速報値の同+0.3%から下方修正された。1次速報値が示唆していたほど、夏場の個人消費が底堅く推移していたわけではなかった様子が示された。形態別国内家計最終消費支出を見ると（図表2）、耐久財が1次速報値の前期比▲3.5%から同▲0.2%へ、半耐久財が同+4.7%から同+4.0%へ、非耐久財が同+0.1%から同▲0.4%へ、サービスが同+0.3%から同▲0.1%へとそれぞれ修正されている。

内閣府によれば、基礎資料として2次速報値で「サービス産業動向調査（9月速報）」等を反映させた結果、外食や食料品等が下方修正に寄与したとのことである。感染拡大や物価上昇の影響が、1次速報時の基礎資料から想定されるよりも大きかったことが、非耐久財とサービスのマイナス転換に反映されたとみられる。一方、耐久財の上方修正は、家電製品等の在庫不足の影響が考えられていたよりも小さかった可能性を示している。

2. 月次ベースでは9月以降回復

GDP は7-9月期の累計だが、月次ベースの統計を追うと、9月以降の個人消費が回復に向かっている様子が示唆



されている（図表 3）。総務省の家計調査において実質消費支出（二人以上の世帯）の推移を見ると、季調済前月比では7、8月と2ヵ月連続で減少した後、9、10月と増加している。10月は前月比+1.1%、前年同月比では+1.2%であった。前年比ベースで寄与度が大きかった中分類項目は、教養娯楽サービス（+0.86%ポイント、宿泊料、国内パック旅行費など）、外食（+0.39%ポイント、飲酒代、和食など）、交通（+0.39%ポイント、鉄道運賃、有料道路料など）となっている。

日銀が発表している消費活動指数、内閣府が発表している消費総合指数も、足元の個人消費が上向いている様子を示している。どの指標も、7、8月の落ち込みを取り戻しており、加速を続ける消費者物価も、今のところ個人消費の大きな押し下げ要因になっていないように見えない状況である。

3. 一時的要因が個人消費を支える

家計が物価上昇で痛みを感じているのは事実と考えられるが、大きな影響が確認できない要因としては、次の4点が考えられる。

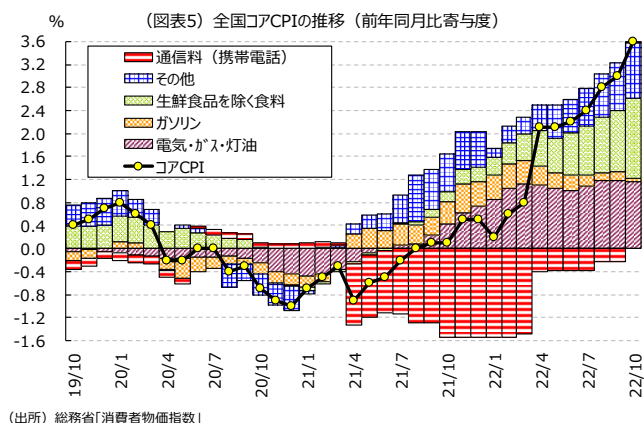
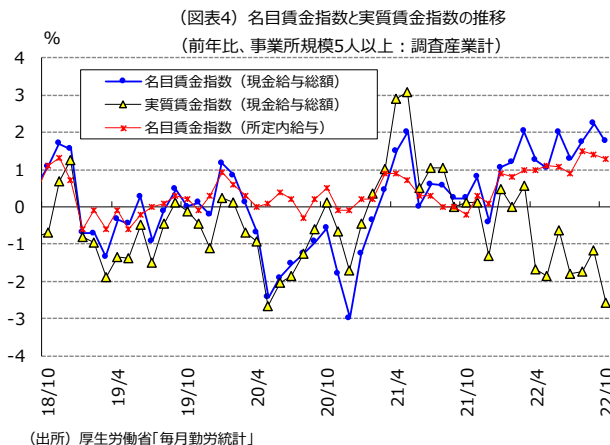
まず第1に、足元の個人消費の増加は、夏場の感染拡大で落ち込んだ後の反動増にすぎない可能性である。前述の家計調査でも、10月の個人消費が対面サービス中心に回復している状況が示されている。これが主因なら、個人消費は早晩息切れする可能性が高いということになる。12月14日に発表された日銀短観（12月調査）でも、大企業の業種別業況判断DIは対個人サービス（9月：+2 → 12月：+20、差：+18）と宿泊・飲食サービス（▲28 → ±0、+28）の回復が突出していたが、対個人サービスの先行きDIは6ポイントの低下、宿泊・飲食サービスは18ポイントの低下で、両業種とも持続的な回復を見込んでいない。

2点目は、曲がりなりにも回復してきた賃金の下支えになっている可能性である。厚生労働省の毎勤統計を見ると、年明け以降、名目ベースの現金給与総額は回復傾向にあり、10月は前年比+1.8%と、2%前後の伸びが続いている（図表 4）。実質ベースではマイナス幅を拡大させており、10月は前年比▲2.6%と、2020年5月以来の大幅マイナスとなっているが、短期的には人々が名目値の動きに基づいて行動する「貨幣錯覚」が働いている可能性がある。

また、経済統計上は実質値の計算に現実のインフレ率を用いる場合が多いが、足元のインフレ期待はインフレ率の実績値ほどには上昇していない可能性が高い。人々の行動は期待に左右される。足元の物価上昇にしても、現状では、エネルギー関連品目や、食品価格の高騰が一巡するまでの一時的な減少と認識している家計が多いだろう。統計上の実質賃金は実態を過小評価している可能性がある。

とはいえ、実質賃金が名目賃金を大きく下回っているのは確かである。貨幣錯覚も永続するものではなく、これらも個人消費を中期的に下支えする要因にはならない。

3点目に、物価上昇が需要の価格弾力性が低い生活必需品に偏っていることである。10月のコアCPIの伸びは前年比+3.6%に達したが、約7割が食品とエネルギーで占められている（図表 5）。購入頻度別に寄与度分解したグ



ラフを見ると、10月の「持家の帰属家賃を除く総合指数」の前年比+4.4%のうち、「1ヵ月に1回程度未満の購入」の寄与度が2.4%と過半を占める（図表6）。また、食品等では、価格をすえ置いて中身を減らすいわゆる「ステルス値上げ」を実施するパターンも多く、これも物価の上昇ほど消費が落ちない要因になっていよう。ただ、これも中長期的に個人消費を支える要因にはならないだろう。物価高が家計を圧迫する状況が続けば、家計は新たな節約の方法を考える。特に、嗜好品や奢侈品など、他の品目への支出が抑えられるようになる展開が予想される。

4点目に、政府の経済対策が成果を挙げている可能性である。年明けから始まったガソリン補助金は、来年9月までの延長が決定している。4月に17.3%上昇した輸入小麦の売り渡し価格も、10月の価格改定ではすえ置かれた。12月2日に成立した第二次補正予算は、これらに電力料金や都市ガス料金等を加えたより広範な物価高対策が柱になっている。

また、10月には全国旅行支援が開始された。自治体レベルでも、さまざまな旅行・宿泊割引キャンペーンが展開されている。10月のシティホテルの稼働率は59.6%と前月から5.3%ジャンプアップ、2020年1月以来の高さとなった。水際対策の緩和もあり、今後はインバウンドの増加も期待できる状況となっている。

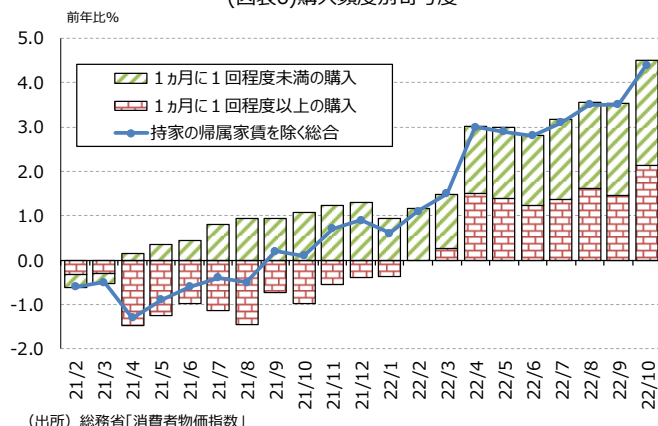
逆に言うと、こうした政策効果が切れた後は、反動減に見舞われる可能性もあるということである。12月短観で、対個人サービスや宿泊・飲食サービスの先行き判断が低下しているのは、年明け以降の観光支援策の縮減への懸念も一部反映していると考えられる。

4. 年明けの春闘に期待

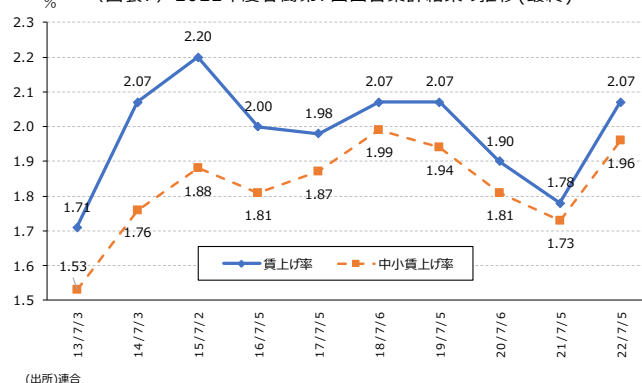
こう見ると、足元の個人消費の回復には、一時的要因が多く含まれている。中長期的な個人消費の回復トレンドが続くためには、実質所得が回復に向かうことが不可欠だが、まったく期待できないわけではない。まず、賃上げの気運が高まっている。連合は年明けの春闘で5%の賃上げを掲げている。ちなみに2022年度は2.07%であった（ベアは0.63%）（図表7）。さすがに5%は難しいにしても、2%台後半、場合によっては3%をうかがう攻防となる展開もありうる。物価上昇率が現状に近い水準で推移するのであれば、これでも個人消費を押し上げるには力不足である。しかし、各種のコストプッシュ要因が剥落することで、来年後半にかけて物価上昇率が低下に向かえば、実質所得が上昇に向かう可能性が高まる。

実質所得の低下には、物価高のほか、交易条件の悪化が、事実上の海外への所得流出につながっていることも反映している。実質賃金の伸びを寄与度分解すると、ここ

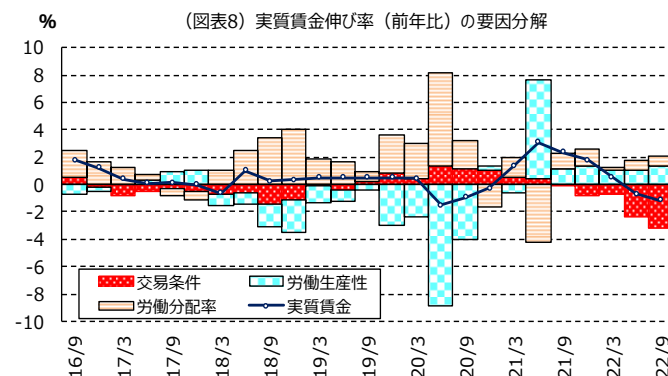
（図表6）購入頻度別寄与度



（図表7）2022年度春闘第7回回答集計結果の推移（最終）



（図表8）実質賃金伸び率（前年比）の要因分解



実質賃金（雇用者報酬÷就業人数÷消費者物価）
 =（実質GDP÷労働者数）×（雇用者報酬÷名目GDP）×（GDPデフレーター÷CPI）（※）
 ※労働生産性×労働分配率×交易条件（※）として試算
 ※GDPデフレーターは輸入デフレーターを含み、（GDPデフレーター÷CPI）の算式は交易条件とほぼ同義

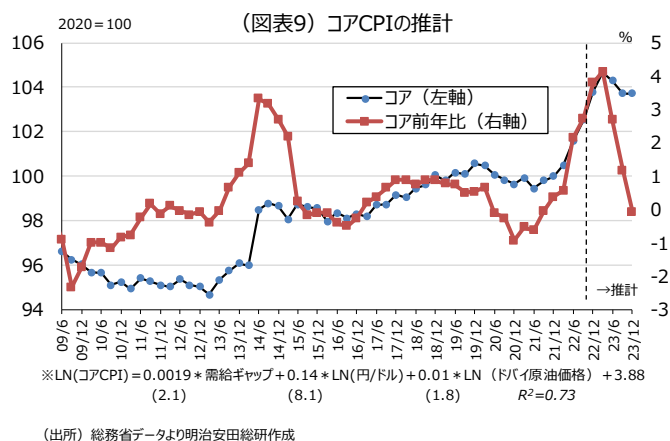
（出所）内閣府「四半期別QE速報」、総務省「労働力調査」より明治安田総研作成

2 四半期は交易条件の悪化が大きな押し下げ要因になっている（図表 8）。原油価格の上昇が一巡しているのに加え、一方的な円売りにも歯止めがかかっていることから、このままいけば、来年後半にかけて交易条件は改善に向かう可能性が高い。

5. 来年後半の実質所得は回復か

近年のフィリップスカーブの平坦化に現れている通り、日本の CPI は、需給ギャップとの相関はかろうじて維持されているものの、その感応度は極めて弱く、もっぱら為替、エネルギー等のコストプッシュ要因で動いているのが実態である。ちなみに、需給ギャップ（日銀推計）は直近の水準（▲1.4%）から不変、為替相場は向こう半年程度かけて、130 円/ドルまで徐々に円高が進行、ドバイ原油は 80 ドル/バレルで横ばい推移が続くと仮定すると、コア CPI は 2023 年 1－3 月期にピークを付けた後、年後半にかけて顕著に低下に向かうとの試算結果が得られる（図表 9）。上昇しつつある人々のインフレ期待がこのまま定着すれば下がらない可能性もあるが、影響は限定的と見るべきだろう。

当面の個人消費は、物価が圧迫要因となる状況が続く見通しで、各種の一時的な押し上げ要因の剥落とともに、いったん鈍化に向かうと予想される。逆に年後半は、実質所得の回復とともに、個人消費が景気の下支えの役割を果たす展開も期待できる。もっとも、景気の方角性自体は、米国経済の動向に大きく左右されることになるだろう。



※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