

消費者マインド急落のシグナルを読む

発表日：2008年2月14日(木)

～GDPと景気動向指数に対する先行性～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (TEL: 5221-5223)

景気ウォッチャー調査と消費者態度指数が急落している。この消費者マインドは、過去、GDPと景気動向指数・先行CIに対して先行性をみせていた。現在、2008年前半の米国経済の悪化が心配されているが、消費者マインドの悪化はそれを先取りするものであろうか。筆者は、その先行性が今次局面ではやや違っている側面があるものの、内需セクターについてはある程度の景況悪化の進行を予言していると考え。

過去のボトム期に近づく消費者マインド

内閣府が実施する2つのアンケート調査で、マインドが劇的に落下している(図表1)。景気ウォッチャー調査は、1月調査が31.8と2007年3月をピークに▲19ポイントも下落している。2000年10月から開始された景気ウォッチャー調査の過去のデータと比べると、最悪となった9.11テロ事件直後

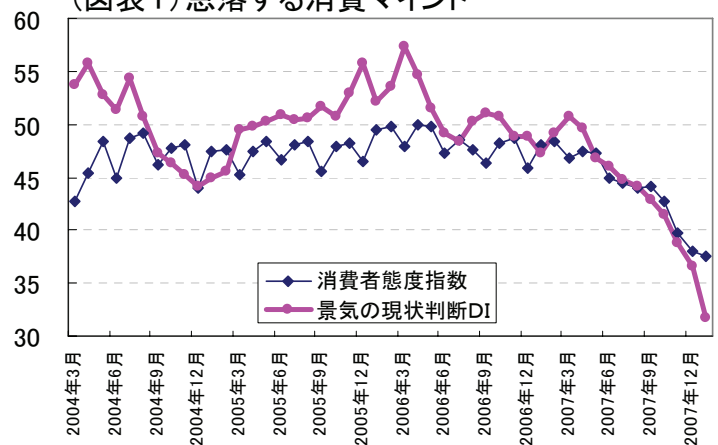
(2001年10月27.2)に迫る景況感の悪化になっている。景気ウォッチャー調査の現状判断DIは、家計・企業・雇用の3つのコンポーネントで構成されているので、厳密に消費マインドを反映しているとは言いきれないが、調査対象が商店主・タクシー運転手・コンビニ店長など目線を低くして選定している点で、身近な景気マインドを反映していると言っ

てよい。もうひとつ、内閣府「消費動向調査」でも、指数の急落が確認される。マインドを示す消費者態度指数は、構成項目である「暮らし向き」(質問は「お宅の暮らし向きは今後半年間に今よりも良くなるか」)の悪化が目立つ(図表2)。「暮らし向き」の意識は、1982年6月以来で最悪を示している。

GDPと景気動向指数に対する先行性

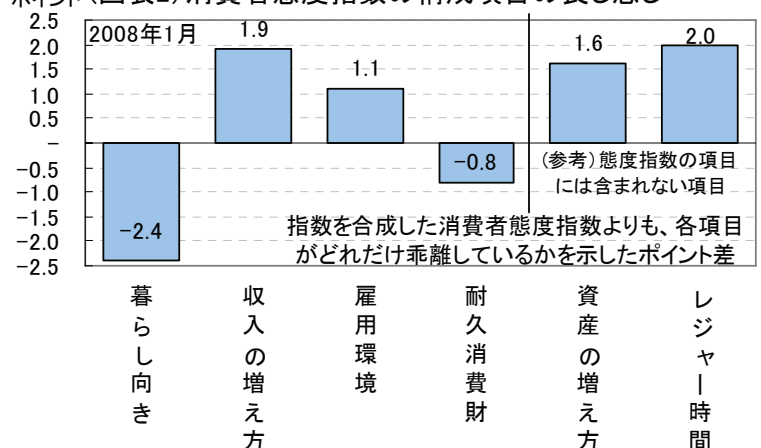
今のところ、消費者マインドの落ち込みは、消費統計とは切り離されて悪くなっているという評価が多いようだ。2007年10—12月のGDPも、マインド悪化が示すほどに悪くなかった。しかし、景気ウォッチャー調査や消費者態度指数の時系列データは、過去のGDP統計や景気動向指数・先行CIなどに対して、先行性を有していることには留意すべきだろう(図表3、4)。現在、多くのエコノミストたちが、米国経済の成長ペースが2008年前半にかけ

(図表1) 急落する消費マインド



出所: 内閣府

(図表2) 消費者態度指数の構成項目の良し悪し

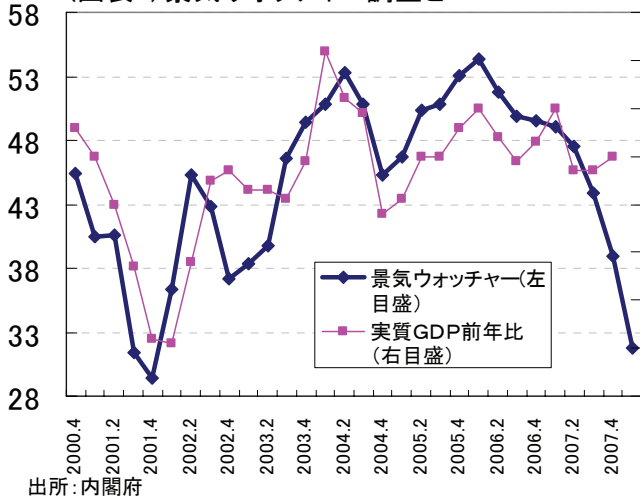


出所: 内閣府「消費動向調査」

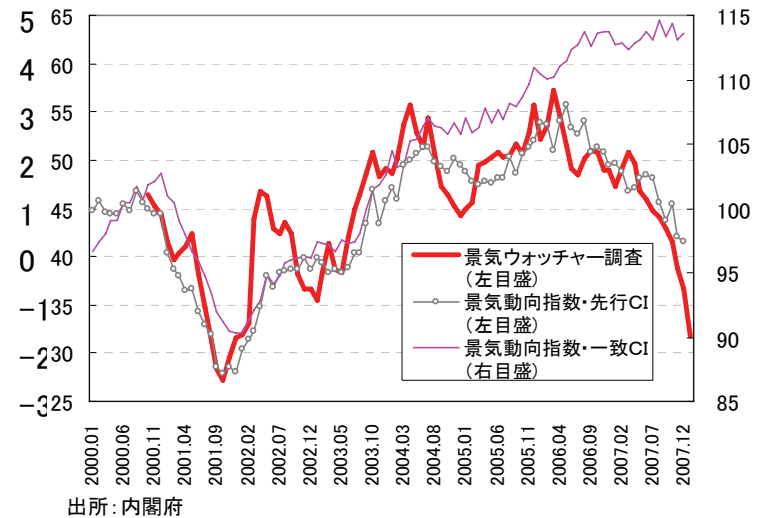
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

て悪化することを懸念している。そうした近未来図の念頭に置くとき、消費マインドの先行性という経験則は、不気味なシグナルを発しているようにみえる。

(図表3) 景気ウォッチャー調査とGDP



(図表4) 景気ウォッチャー調査の先行性



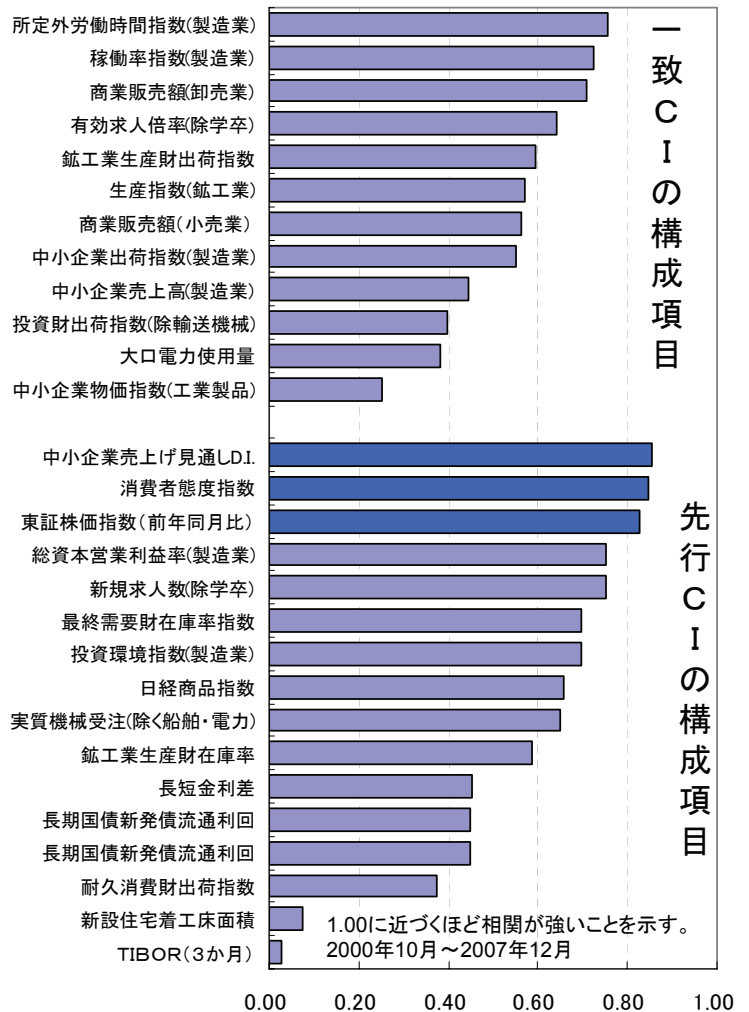
景気悪化のシグナルの意味を考える

消費者マインドが、2008 年前半の景気悪化のシグナルとなりうるかを検討してみたい。まず、注意したいのは、政府が景気判定をする際に用いる景気動向指数の吟味である。前掲の図表 4 では、量感を景気動向指数 C I（コンポジット・インデックス）のうち、先行指数は景気ウォッチャー調査と非常に連動性が高い反面、一致指数とは必ずしも連動していない。この差は、景気動向指数の中でも、先行指数の先行性と一致指数がかつてなく乖離していることを同時に指している。

この状況を分析すると、一致 C I が景気ウォッチャー調査と連動しないのは、外需の影響の差だと考えられる。一致 C I の構成項目には生産統計と関連が深いものが多く含まれていて、それらはアジアや新興国向けの輸出の伸びの好影響を受けている（図表 5）。一方、先行 C I は、サブプライム問題で悪化している金融指標が含まれていることの影響が強いと考えられる。株価下落は、消費者マインドにも微妙に影響しており、そのことが東証株価指数との関係に作用していると理解できる。

こうした要因を考慮すると、先行指数と一致指数の間には、株価下落が輸出悪化に先んじて起こっているという関係が、今次局面に限っては起こりにく

(図表5) 景気ウォッチャー調査と景気動向指数の構成項目との相関計数



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、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、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。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

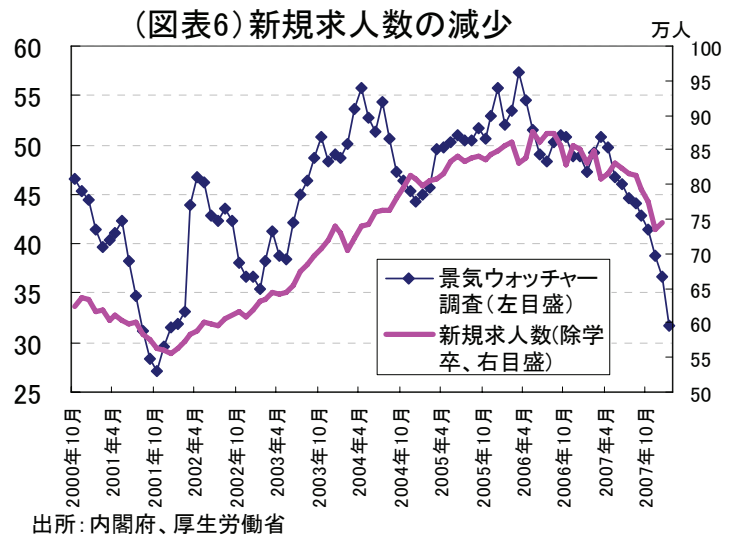
くなっているという解釈ができる。日本の輸出がアジアや新興国向けに高い伸び率を維持できれば、先行指数を重視して景気が悪化するという先行性は裏切られることになる。いわゆるデカップリングの議論とオーバーラップする。

ただし、筆者は、欧米景気と新興国景気の非連動＝デカップリングという議論は甚だ乱暴な議論だと考えてきた。正確には、欧米経済が大きく落ち込めば、その悪影響は新興国の成長にも及ぶだろうし、欧米がごく短期間の悪化にとどまれば、あたかも非連動のように見えるということだ。さらに、新興国の中にも、輸出依存度が高い国があって、そうした国は欧米経済の影響を受けやすい。近年のインドや中国は、内需拡大の循環が離陸期を迎えているので、相対的に欧米景気の影響を受けにくいだろう。新興国ごとに違いがあるというのが真実になるだろう。そうした中、日本の輸出セクターは、限界的に内需拡大を遂げている国で輸出を増やしているので、欧米経済の落ち込みが短期間にとどまれば、悪影響も小さいと理解できる。

なお、米国経済は、ここにきてブッシュ政権の経済対策が早いペースで議会を通過した。総額1,500億ドルの減税は、4-6月以降の個人消費と7-9月以降の設備投資にプラスに効いてくるだろう。この作用も、先行指数の悪化が回避されるのにいくらか貢献するだろう。

労働需給悪化によるマイナスの波及

景気動向指数の先行C Iが悪化している内容を仔細にみたとき、気がかりなのは労働需給が緩和方向に転換した可能性があることだ。新規求人数（除く学卒者）は、企業が先行きに業容拡大をしていこうとするときに反応するデータであり、景気の先行性を示すと考えられている。この新規求人数は、このところ減少傾向を強めており、パート・正社員とも減っている（図表6）。景気ウォッチャー調査を構成する雇用関連の項目では、職安関係者・人材派遣会社・就職情報誌の人が回答しているが、この指数も悪化をみており、マクロの新規求人数が悪化していることと平仄があう。



最近の職業安定所業務統計の新規求人数では、パート・正社員ともにサービス業、建設業、製造業、情報通信の減少が大きい。注意すべきはサービス業の中には、派遣業のような事業所が含まれていることだ。派遣業は労働需給の調整弁として、限界的にそうした分野に需給緩和の圧力がかかっている可能性はある*。また、建設業は、建築基準法の改正に伴って住宅・非住宅建築の落ち込みが大きいことや、公共事業の漸減の影響が表れている可能性がある。景気ウォッチャー調査の地域別データでは、建設業の多い東北・北陸・四国の悪化が進んでいるのは、建築関連の労働需給が悪化していることを反映していると考えられる。

*派遣業に関しては、2007年10-12月にかけて派遣・請負の適正化キャンペーンが実施され、不備や水増しのような事例が減った要因もある。しかし、こうした指導の影響以外にも、労働需給が緩和してきた影響は大きいとされる。

物価上昇のマイナス

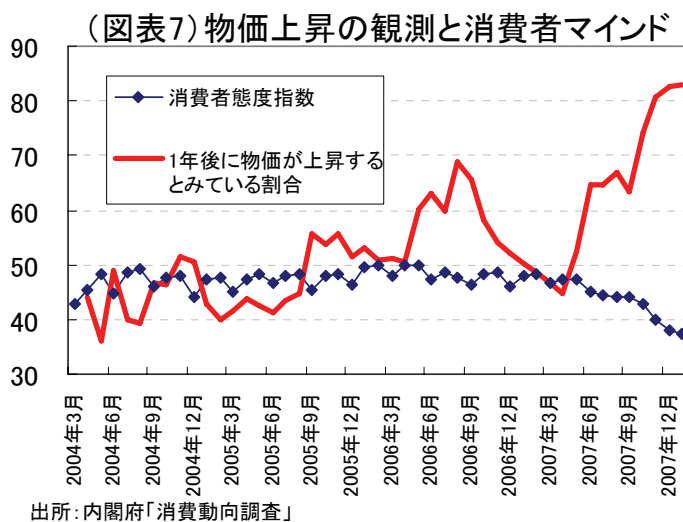
もうひとつ、消費マインドの悪化の背景にある大きな要因は、コストプッシュであろう。消費者動向調査の物価

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、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、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。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

見通しでは、1年後に物価が上昇するという観測が消費者の間で台頭していることがわかる（図表7）。この動きは、消費者態度指数と逆相関の関係にある。つまり、消費者が暮らし向きがかつてなく厳しくなったと考える背景には、年金生活者を含めて所得環境が改善しない中で、物価上昇が進むので、実質的な購買力が奪われる格好になり、景況感の悪化をみているのだろう。また、ガソリン価格の高騰は、自動車などで移動することが避けられない地域では、外出を手控えさせ、小売・飲食の需要を減らすような効果を持っている。東京など大都市ではそうした影響は感じにくいかもしれないが、地域経済にはガソリン高騰の影響が身近な消費に広範に対して効いている。

さらに、最近では物価高騰が食料品の分野で広がりを見せており、スーパーなどで買い物をする主婦などはインフレの痛みを感じやすくなっている。消費者物価指数の購入頻度別にみたときの分類では、年9回以上の購買を行う品目については前年比2.4%の物価上昇にもなっている。所得環境が良くならない下でのインフレ傾向、すなわちデフレの中のインフレは、消費者の景況悪化を引き起こすことになっている。

そして、物価上昇の影響は、消費者だけではなく、中小事業者も採算悪化にもつながっている。企業部門の中では、原材料価格が上昇するコスト高を転嫁できる企業と、転嫁できない企業に分かれる動きがある。生産性上昇が大きい企業であれば、そのコストアップを吸収できるが、中小企業の中にはそうしたマイナスの効果を吸収しきれない先が少なくない。中小企業の売上D Iの悪化が、景気動向指数先行C Iの内訳で起こっているのもそうした動きと符合している。



内需低迷をどう捉えるか

消費者マインドの悪化が、マクロ景気の悪化を予言するものかの成否は、一言で結論を下すことはできない。少なくとも言えることは、2008年前半の景況感、内需悪化のメカニズムがより深まっていくと考えられる。

そもそも景気動向指数が景気の先行性を持ってきた理由は、輸出主導の景気拡大から内需の自律的メカニズムへのスイッチという標準的ルートが作用してきたからだ。輸出の動向も、シリコンサイクルや米国経済の牽引力が駆動して、新興国の影響力は小さかった。

今回は、そうした伝統的ルートで景気悪化が進んでいるのとは事情が異なっている。すなわち、原油高騰や住宅着工の落ち込みが、外生的ショックとして内需関連産業を見舞い、景気悪化が予想外に大きく進んだ。このことを解釈すると、外需主導の成長メカニズムが内需セクターに波及しにくいために、内需セクターは外生的ショックに脆弱だったということだろう。労働分配率は低下して、政府の所得再分配機能は低下を続けている。

原油価格高騰にしても、一見、外生的ショックにみえるが、グローバル化した輸出セクターが国内にもっと賃金・支出・受注の面で還元していれば、ショックへの対応力はついていたかもしれない。原油高騰には、新興国の経済成長に伴う副作用という見方もできる。輸出セクターは、経済成長の作用を取り込み、内需セクターは原油高騰という副作用の直撃を受けた。この問題は、国内の需要循環メカニズムが、6年目を迎えようとする景気拡大期の中でかつてなく弱まった構造が隠れている。

今の景気局面について、「サブプライム問題によって・・・」という枕詞が付けられる場面が多いが、実はサブプライム問題とは全く違うところに問題の所在がある。今後も、こうした循環不全の経済体質が続けば、マクロ的に景気後退と判定されなくとも、内需セクターにおける景況悪化は続くと思われる。

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、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。