

## 個人消費が停滞を抜け出す展望

発表日：2015年5月18日（月）

～消費と貯蓄のバランス変化を読む～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

2015年1～3月の個人消費データは、まだ鈍い。それでも、マインド面では、景気ウォッチャー調査が3・4月と改善を続けている。これは、株価上昇の効果の表れだろう。消費停滞の背景には、増税による物価上昇が、消費と貯蓄のバランスを変化させた作用があるのだろう。それでも、今後、賃金が増え、株価の資産効果が増していけば、実質消費は停滞を抜け出していく展望が描ける。

### 見極めにくい個人消費の現状

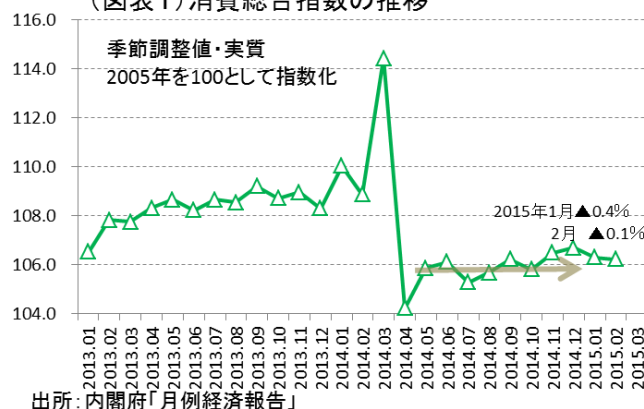
今のところ、個人消費の回復ペースは、思いのほか鈍い。2014年秋に消費税増税の反動減から脱却したかのように見えたが、2015年初からのペースは未だにたどたどしい。

データを振り返ると、2014年のGDPは、家計最終消費が実質・前期比伸び率でみて、2014年4～6月に▲19.2%（年率）と急減した後、7～9月1.0%、10～12月1.9%とプラスを続けたが、どうやら1～3月も依然として弱そうだ。GDPと重なって動く内閣府の消費総合指数に注目すると、2015年1・2月の指数は1月の前月比が▲0.4%、2月の前月比が▲0.1%と微減である（3月は未発表、図表1）。また、総務省「家計調査」の3月のデータ（前月比2.4%）から推察すると、全体として前月比プラスに向かうだろうが、1～3月を均してみても、伸びは大きいとは言えそうにはない。

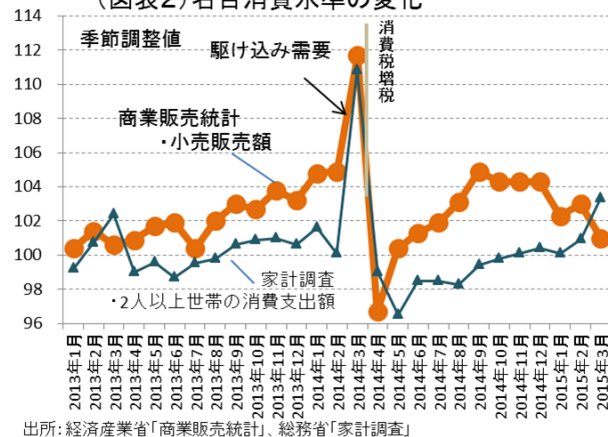
現在、個人消費周りの統計では、経済産業省の「商業動態統計」（旧・商業販売統計）の小売販売額が1～3月の季節調整済・前期比▲2.1%と著しく弱いデータとなっている。供給側のデータと需要側のデータで、3月の消費がばらついてきていることは、エコノミストたちを悩ませる要因になっていることだろう（図表2）。

なお、消費の動向では、2月に中国人観光客の買い物が“爆買い”現象と呼ばれて話題になった。従って、供給側からの声は、必ずしも消費は悪くはないという意見が聞かれる。注意しなくてはいけないのは、GDP統計の上では、外国人観光客の消費は輸出にカウントされる点だ。これがGDPを押し上

（図表1）消費総合指数の推移



（図表2）名目消費水準の変化



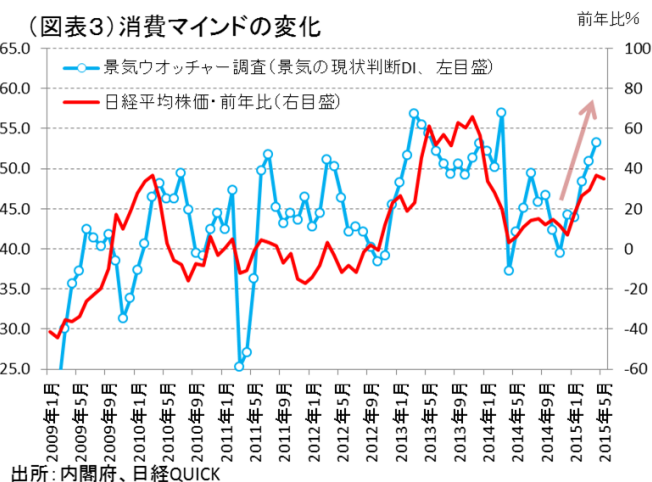
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

げたとしても、家計最終消費の押し上げとして表れない。財務省「国際収支統計」では、2014年10～12月だけではなく、2015年1～3月も旅行受取額が増えている。爆買いと言われた2月だけではなく、3月もそれ以上に外国人観光客の消費額が増えていた。おそらく、小売側の声は、今後も訪日外国人消費の活況により好調にみる意見が多くなるだろう。

## 消費マインドは改善

個人消費に関する販売統計などハードデータが読みにくい一方で、景気ウォッチャーで示される消費マインドは良好な結果である。この変化は、今後の消費動向が着実に改善して行きそうな期待感を与える。具体的に、内閣府「景気ウォッチャー」の景気の現状判断DIでは、2015年1月45.6から2月50.1、3月52.2、4月53.6とほぼ一本調子で改善を続けている（図表3）。景気ウォッチャーには景気全体に対する先行性もあるので、3・4月と最近の結果が良好なことは心強い。この背景を考えると、日経平均株価の上昇率が趨勢的に高まっていることとの関連が大きいのであろう。

エコノミストの間では、そもそも消費動向が読みにくいことが課題だと指摘されてきた。家計調査のような需要サイドのハードデータには、サンプル調査の振れやすさが弱点としてある。商業動態統計のような供給サイドの統計でも、個人消費のカバレッジの問題があって、消費動向の趨勢を的確には掴みにくいという問題点である。そうした中、マインド統計は、どちらかと言えば、ハードデータよりも信頼できるのではないかと考えられる。筆者は、景気ウォッチャーの改善ペースが安定していることを重視して、個人消費の改善が着実に進むというシナリオをメインに据えている。

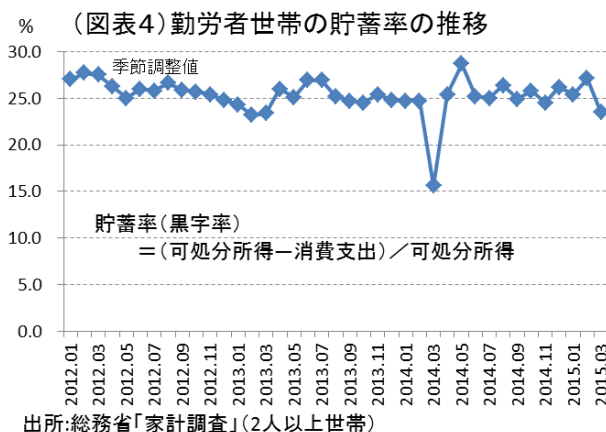


## 消費税増税が消費に与えたインパクト

多くのエコノミストは、2014年4月の消費税増税の後、時間が経過していけば、消費の趨勢は上向きに戻ってくると暗黙裡に考えていた。ところが、消費水準を月次データで確認すると、増税前の実質水準にはなかなか戻らなかった（前掲図表1参照）。これは、2013年度後半の駆け込み需要が大きく実質消費水準を嵩上げたので、そこまでは戻りにくいという風に解釈されることが多い。

筆者もその点は否定しないが、ほかにも水準を押し下げる別の要因があるのではないかと考える。これは、増税前と増税後の実質消費水準にどうして持続的な段差ができたかを説明する要因である。

象徴的なデータとして、季節調整をかけた家計調査の貯蓄率データに注目したい。貯蓄率は、消費性向と合算すると必ず100%になる理屈なので、貯蓄率データは同時に消費性向を表していると言い換えてもよい。2012年初以降の勤労者世帯の



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。

貯蓄率（＝黒字率）は、消費税増税があった2014年3月の前後を除くと、ほぼ安定して25%程度で推移している（図表4）。

これは何の変哲もない数字に思われるかもしれないが、次のように解釈すると興味深い。すなわち、貯蓄率25%が続いていることは、家計が名目可処分所得に対する名目消費支出の割合を、消費税増税前後で変えなかったということである。無論、この前後では物価水準は増税による押し上げ分だけ変化している。家計は、物価上昇に反応して消費数量を安定させるのではなく、消費と貯蓄の配分の安定化を重視したのであろう。

もしも、家計が消費税要因で消費者物価が2%上昇したとき、その前後で消費数量を安定させるのならば、結果的に名目消費額は増えることになったはずだ（貯蓄額も減ったはず）。しかし、そうはならなかった。むしろ、名目消費額をなるべく維持して、物価上昇分だけ消費数量を削減しようとした。だから、実質消費水準は▲2%だけ切り下げられて、名目消費額はほぼ横ばいになった。消費税増税の前後では、実質消費水準が調整されて、現在までおおむねその水準が続いている。

これは、「時間が経過すれば、実質消費が復元してくる」という暗黙のご了解を裏切る結果である。なぜ、消費税増税後に実質消費の戻りが鈍いのかと言えば、それは物価上昇に反応して実質消費を減らすという選択を家計が能動的にしているからだというのが答えになる。

どうして家計は、物価上昇に反応して名目消費を維持するのかという理屈を考えると、物価上昇によって、将来の消費金額のために積み立てる目標貯蓄額がまた増えるために、現在消費を増やせない（＝貯蓄額を減らせない）と考えるからだろう。なお、ここでは家計所得が増えていない前提に立っている。家計所得が増えるときには、名目貯蓄も増えて、名目消費額も所得に応じて増えることがあり得る。

### 実質消費が伸びるためには

では、たとえ家計が貯蓄率（消費性向）を一定に維持したとしても、実質消費支出が増えるためにはどういう状態になっていけばよいのだろうか。その答えは、可処分所得を増やせばよいというのが一般的な回答であろう。所得のパイが大きくなれば、同じ消費性向であっても、名目消費水準は増える（実質消費も増える）。

その点、2015年1～3月までは、可処分所得の増加が進んでいないために、実質消費が伸びてこなかったと解釈することもできる。4月以降に関しては、民間勤労者のベースアップが期待されるほか、6月からは年金生活者の物価スライドが予定される。公務員の給与も、夏の人事院勧告によって、民間勤労者に同調して上がる可能性がある。

もうひとつ、株価が上昇すると、家計の保有貯蓄が増える。そうなると、目先の物価上昇で将来貯蓄の必要額が増えた部分が、株価上昇によって賄われることになる。フローの中から貯蓄するペースは上昇せず、消費額も増えていく可能性がある。

筆者は、消費マインドが改善していく背景にある株価上昇との連動性の背後には、将来消費の必要額が株価上昇の資産効果で賄われて、現在消費を増やそうという家計の意欲を高めるというルートがあるのではないかと考える。こちらの作用は、まだ現時点では明確ではないが、今後、どこかの時点で顕在化してもおかしくないと予想する。

---

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。