

調査レポート

日本経済ウォッチ(2014年6月号)

【目次】

1. 今月のグラフ..... p.1
 ～変化する世帯の貯蓄構成

2. 景気概況..... p.2
 ～景気は一時的に悪化している

3. 今月のトピック:消費税率引き上げ後の個人消費の動向
 ～実質賃金の落ち込みを背景に調整が長期化するリスク..... p.3～12
 - (1)雇用情勢の改善に遅れる所得～実質所得は減少幅が拡大
 - (2)反動減の影響はいつまで残るのか
 - (3)調整が長期化する可能性がある

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 主任研究員 小林 真一郎
 研究員 尾島 未輝

〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2

TEL: 03-6733-1070

1. 今月のグラフ ～変化する世帯の貯蓄構成

総務省「家計調査（貯蓄・負債編）」によると、2013年平均の2人以上世帯の貯蓄額は1739万円（前年比+4.9%）と、現在の調査方法になった2002年以来で最高水準だった。内訳をみると、株価の上昇を受けて株式や各種信託などの「有価証券」が前年比+24.4%（240万円）と大きく伸び、貯蓄全体を押し上げている。

貯蓄の構成は、世帯主の年齢別によって大きな違いがある（図表1）。29歳以下および30歳代の世帯では、貯蓄のうち「通貨性預貯金」が一番多い。一方、その他の世帯では「定期性預貯金」の占める割合が最も高い。また、世帯主の年齢が上がるにつれて、「有価証券」の割合は高まる傾向にある。

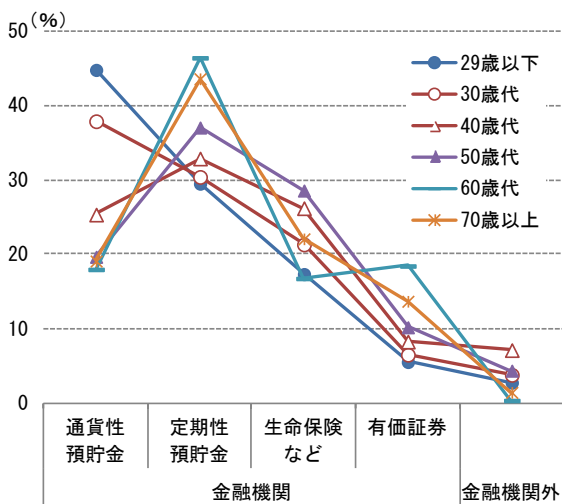
ここで、貯蓄の中で「通貨性預貯金」について詳しくみってみる。貯蓄に占める通貨性預貯金の割合は、2人以上世帯全体では2002年の14.2%から2013年は20.5%まで高まっており、世帯主の年齢別にみても全ての世代で上昇傾向にある。中でも上昇幅が大きいのは30・40歳代の世帯であり、30歳代では2002年の17.8%から2013年は37.9%へと約20%ポイント、40歳代では2002年の12.6%から2013年は25.4%へと約13%ポイント、と大幅に上昇した。

世帯主の年齢が30・40歳代の世帯では、貯蓄額の平均は2000年代半ば頃までは950万円前後で横ばいだったものの、その後は足元を除き減少傾向が続いており、2012年は880万円にまで下がっていた（図表2）。とくに、定期性預貯金や生命保険などはこの10年間で3割前後減少した。一方、通貨性預貯金についてはほぼ一貫して増加している。貯蓄全体が減少傾向にあるにもかかわらず、30・40歳代の世帯の通貨性預貯金は、2002年の136万円から2013年には255万円へと8割以上も伸びた。

いわゆる“タンス預金”など現金を除き、本調査の対象項目となっている貯蓄の中で、通貨性預貯金はもっとも流動性が高い。また、リターンは非常に低い一方で、リスクもほぼゼロに近い。従来であれば、家計は世帯主の年齢が上がるにつれ、流動性が低くリスクが高い金融資産での貯蓄を増やしていた。しかし、近年では経済の低迷が続き先行き不透明感も強い中、リスクの高い資産が敬遠されやすく、年齢が上がっても若い世代のままの貯蓄構成が維持されているとみられる。さらに、定期性預貯金の金利は足元でほとんどの場合0.1%を下回る水準で推移しており、通貨性預貯金ではなく敢えて定期性預貯金を増やすインセンティブが下がっていると考えられる。

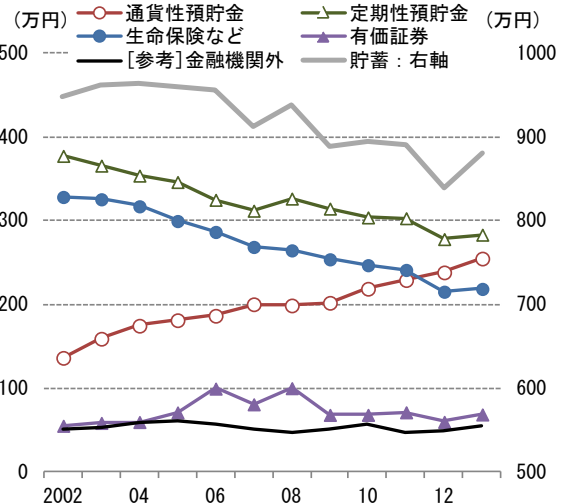
（尾島 未輝）

図表1：世帯主の年齢別にみた貯蓄



(注) 2人以上の世帯
(出所) 総務省「家計調査（貯蓄・負債編）」

図表2：30、40歳代の貯蓄状況の変化



(注) 2人以上の世帯
(出所) 総務省「家計調査（貯蓄・負債編）」

2. 景気概況～景気は一時的に悪化している

消費税率引き上げ後、景気は一時的に悪化していると考えられるが、夏場にかけて再び持ち直してくるであろう。ただし、そのペースは緩やかにとどまる可能性がある。

消費税率が引き上げられて2カ月が経過し、増税の影響が徐々に明らかになってきた。まず注目されるのが個人消費の動向であるが、予想通り大きく落ち込んでいる。4月の百貨店販売や同月の家計調査の消費支出が軒並み悪化しているほか、5月の新車登録台数も前年比-6.9%と2カ月連続でマイナスとなった。落ち込み幅は業界の想定範囲内であるとの意見もあるが、今後順調に持ち直してくるかどうかもまでは判断できず、予断を許さない状況にある。

先行きの個人消費の動きを判断するうえで重要となる賃金については、4月の一人当たり現金給与総額（速報値）が前年比+0.9%と2ヶ月連続で増加しており、下げ止まりから増加基調に転じつつある可能性を示している。しかし、所定外給与（同+5.1%）と特別給与（同+20.5%）の急増が原因であり、春闘でのベア復活によって増加が期待された所定内給与（前年比-0.2%）は減少が続いている。5月以降、遑ってベアを支給する企業があると考えられ、所定内給与が今後増加に転じる可能性はある。しかし、3月中の駆け込み需要への対応によって残業時間が増加したことや特別手当が支給されたことで一時的に増加している面が大きく、今後はこうした効果は剥落する。このため、5月以降の賃金については高い伸びは期待できそうにない。

しかも、4月の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）が前年比+3.2%（日銀の試算による消費税を除くベースでは同+1.5%）と急上昇したことを受けて、物価上昇分を割り引いた実質賃金は前年比-3.1%と大幅に減少している。円安による押し上げの影響は薄らいでおり、消費者物価の上昇ペースはしだいに鈍化してくるだろうが、それでも賃金の上昇幅を上回り続けることは確実である。こうした影響が個人消費を長期間にわたって抑制するリスクが懸念される。

一方、雇用情勢の改善が続いていることは、増税後の景気にとって明るい材料である。4月の完全失業率も引き続き3.6%と低水準にあり、同月の有効求人倍率も5ヶ月連続で1倍を上回っている。もっとも、有効求人倍率に先行して動く新規求人倍率が2ヶ月連続で低下していることは気がかりだ。また、鉱工業生産については、4月は前月比-2.5%と増産後の反動により減少した。自動車などの耐久財や化粧品などの非耐久財の落ち込みが特に大きい。生産予測調査では5月に同+1.7%と増加した後、6月は同-2.0%と一進一退が続く見込みであり、はっきりとした持ち直しの動きはみられない。

企業業績の改善を背景に設備投資の増加傾向が続いていることや、海外経済の持ち直しによって輸出が増加に転じると期待されることから、増税後に景気が後退局面に陥るリスクは小さいであろう。しかし、4月の実質輸出は前月比+1.3%と、均してみると横ばい圏から抜け出せていない。このまま輸出の低迷が続くようであれば、増税後の景気の持ち直しの時期が後ずれするリスクが出てくる。

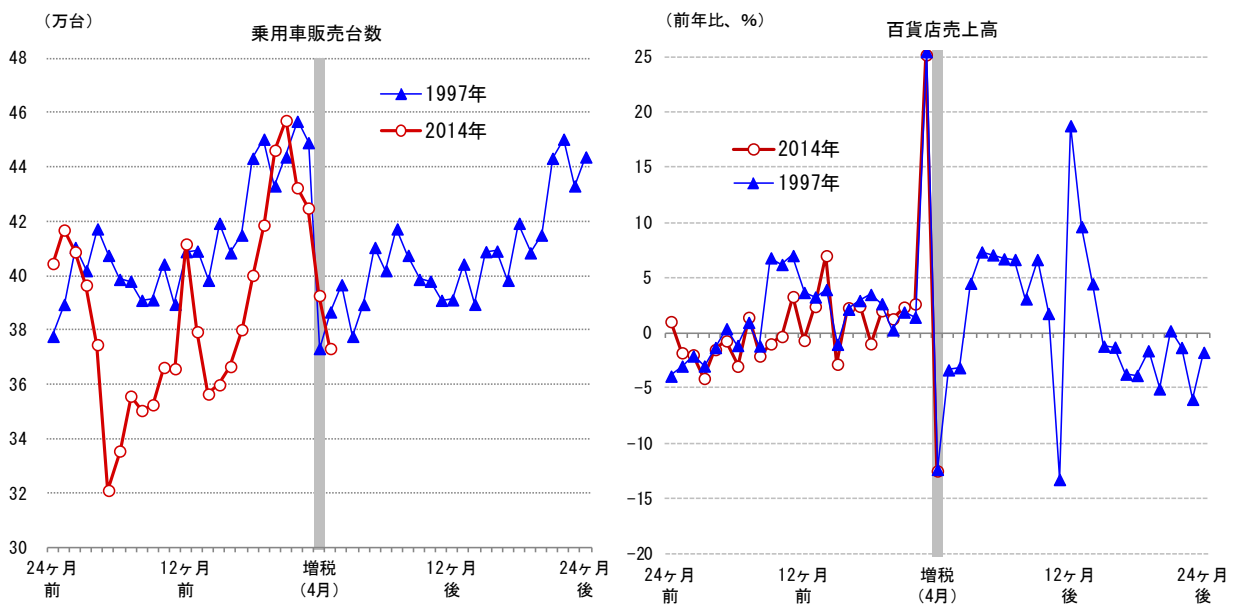
（小林 真一郎）

3. 今月のトピック：消費税率引き上げ後の個人消費の動向

～実質賃金の落ち込みを背景に調整が長期化するリスク

消費税率が引き上げられた後、反動により大きく落ち込むと考えられていた個人消費であるが、意外と落ち込みが小さいとの見方がある。たとえば、乗用車販売台数（含む軽自動車、当社試算の季節調整値）をみると、増税後に落ち込んでいるが、直前のピークからの落ち込み幅は1997年時とほぼ同じ程度であり、4月以降に比べてみればむしろ小幅である（図表1）。また、百貨店の売上高は、前年比で見れば、駆け込み需要の増加幅と反動減の落ち込み幅が1997年時とほぼ同じである。1997年の時と比べて増税幅が大きいことを勘案すると、同程度の落ち込みにとどまれば、かなり健闘しているといえるかもしれない。さらに、外食やコンビニエンスストアの売上高は増税後も底堅さを維持している。

図表1. 増税後の個人消費の動向



（注）乗用車販売は当社の試算に基づく季節調整値
（出所）全国軽自動車協会連合会、日本自動車販売協会連合会、日本百貨店協会

こうした状況だけみれば、増税の影響は懸念されたほど大きくはないよううかがえる。中でも、耐久財の代表格であり、駆け込み需要も大きかったと考えられる自動車で反動減が小さいのであれば、個人消費の実力が着実に強まっている可能性がある。

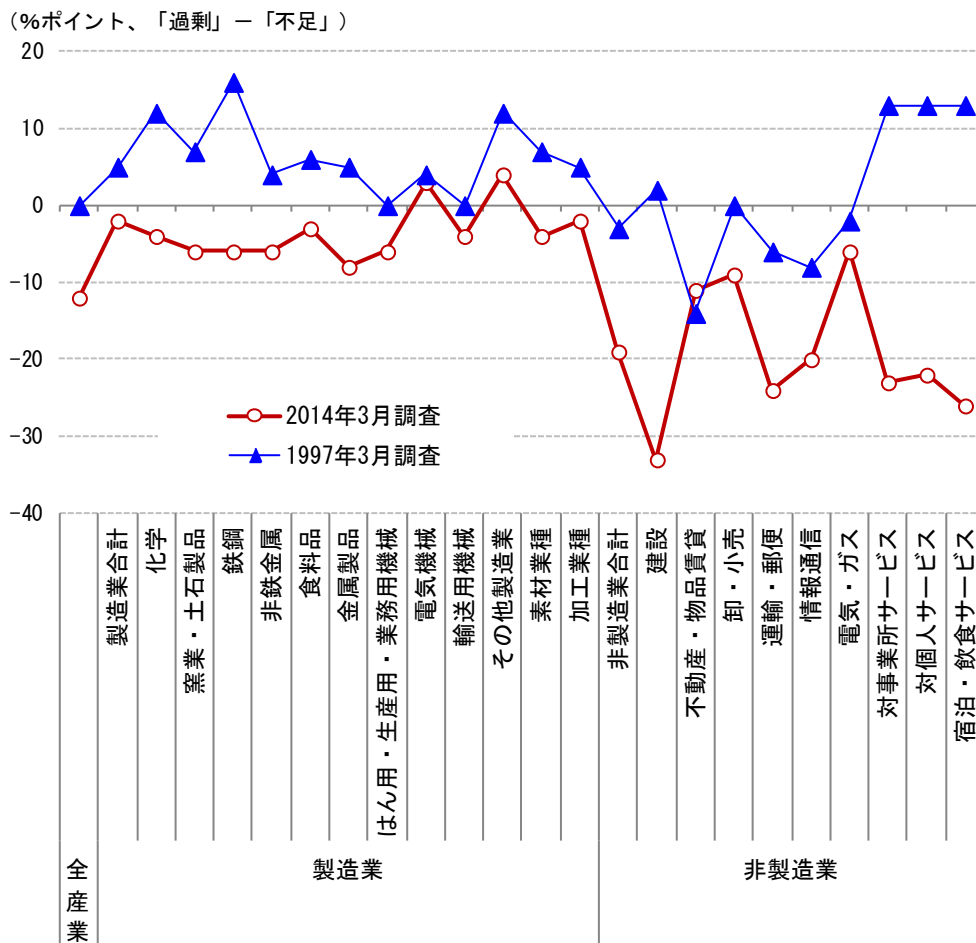
ただし、自動車では購入が3月末の駆け込み間に間に合わず、4月以降にずれ込んだケースもあったと考えられ、1997年時のように、今後は緩やかに持ち直してくるかどうかはわからない。また、増税後の急減を回避するため、小売業界では様々な対策が打ち出されており、この効果によって販売が下支えされている面もあるだろう。このため、早急に消費税率引き上げの影響度合いを判断することは難しい。そこで今回は、97年時と対比しながら、消費税率引き上げ後の個人消費の動向について検討してみた。

(1) 雇用情勢の改善に遅れる所得～実質所得は減少幅が拡大

今後の個人消費を左右するのが雇用、賃金・所得の動向であるが、雇用情勢の改善が続いていることは、増税後の景気にとって明るい材料である。

最近の雇用情勢を、日銀短観の雇用人員判断DIを利用して97年時と比べてみると、ほとんどの業種でより不足感が強くなっており、かつ不足超の状態にあることがわかる(図表2)。特に非製造業では不足感が強く、中でも建設業、対事業所サービス、対個人サービスにおいてタイト感が強い。

図表2. 業種別の雇用過不足感

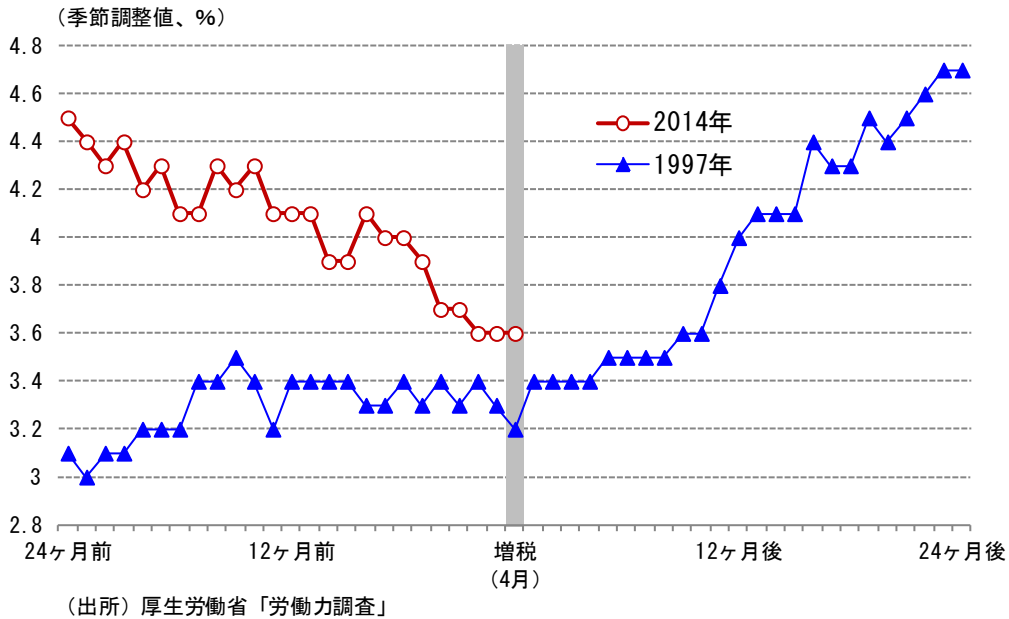


(注) 97年時は対事業所サービス、対個人サービス、宿泊・飲食サービスはサービスで統合されていた
(出所) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

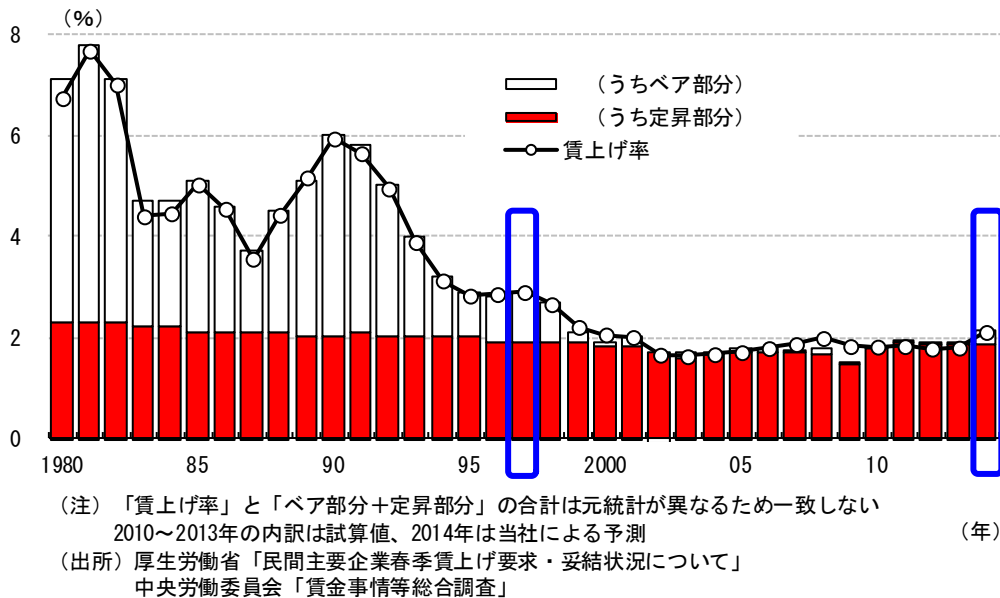
こうした人手不足の状態を背景に失業率は緩やかな低下傾向にあり、水準についても1997年時に近づきつつある(図表3)。

このため、大企業を中心に春闘でベースアップが復活したこともあって、賃金上昇への期待感が高まっている。しかし、実際には定昇部分を含めても2%強と小幅増加にとどまる見込みである(図表4)。これは、1997年においては定昇部分も含めた賃上げ率が約2.9%であり、うちベアが約1.0%であったことと比較するとかなり小幅である。さらに、今回の増税幅の方が大きいことも勘案すると、増税後に所得情勢は相当厳しい状況になっているといえる。

図表3. 失業率の比較



図表4. 春闘賃上げ率の見通し



また、増税前の賃金の動きを比較してみると、足元と97年時では大きく異なっている。図表5は、一人当たりの現金給与総額の実質の水準(季節調整値)の動向をみたものであるが、97年の増税前の時期には実質賃金は緩やかな増加基調にあったのに対し、今回は減少基調に歯止めがかからない状態が続いていた。3月には一時的に水準が高まったが、4月には消費税率の引き上げに伴って大幅に落ち込んでいる。

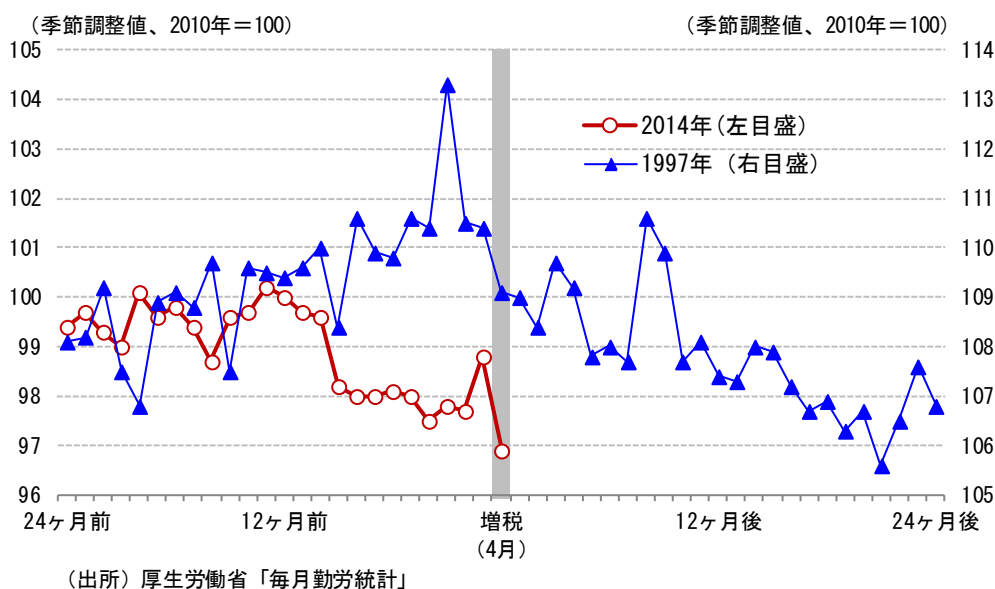
一人当たりの現金給与総額を名目でみた場合には、3月の前年比+0.7%に続き、4月も同+0.9%と2ヶ月連続で増加しており、下げ止まりから増加基調に転じつつある可能性がみて

とれる。しかし、両月とも所定外給与と特別給与の急増が原因であり、所定内給与においては、3月の前年比-0.3%に続き、春闘でのベア復活によって増加が期待された4月においても同-0.2%と減少に歯止めがかかっていない。

5月以降、遡ってベアを支給する企業があると考えられ、所定内給与が今後増加に転じる可能性はある。しかし、4月の増加については、3月中の駆け込み需要への対応によって残業時間が増加したことや特別手当が支給されたことで一時的に増加している面が大きいと考えられ、今後はこうした効果は剥落することになるだろう。このため、5月以降の賃金についても高い伸びは期待できそうにない。

さらに、物価上昇分を差し引いた実質賃金でみた場合には、前年比で大幅なマイナスが続くことは避けられない。4月の一人当たりの現金給与総額は実質では同-3.1%と、3月の同-1.3%から大幅に悪化している。

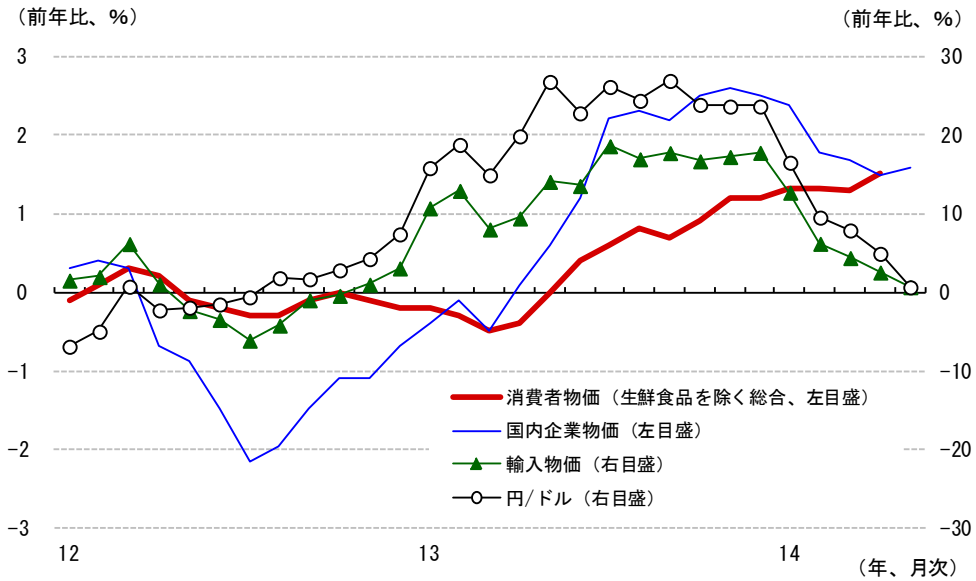
図表5. 97年時との実質賃金水準の比較



もっとも、消費者物価指数の伸び率は今後鈍化していく見込みであり、家計にとっては実質賃金の目減りを抑制する要因となろう。消費者物価指数は、2012年秋以降の円安により輸入物価が上昇したことを受けてエネルギー価格を中心に上昇したが、円安効果はすでに一巡しており、今後は川上からの物価上昇圧力が徐々に弱まってくる見込みである(図表6)。

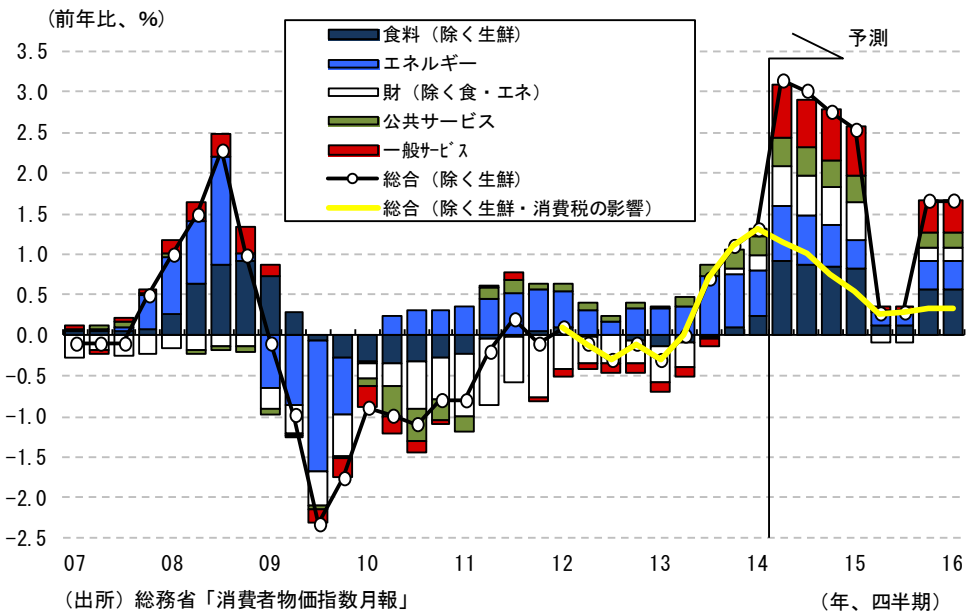
図表7は、当社の消費者物価指数の予測を示したものである。2014年度を通じて、消費税率引き上げが2%程度の物価水準を押し上げると予想されているが、増税の影響を除いたベースでは伸び率は徐々に鈍化していくと予想される。

図表6. 物価上昇圧力は鈍化へ



（出所）日本銀行「企業物価指数」、総務省「消費者物価指数月報」、日本銀行ホームページ

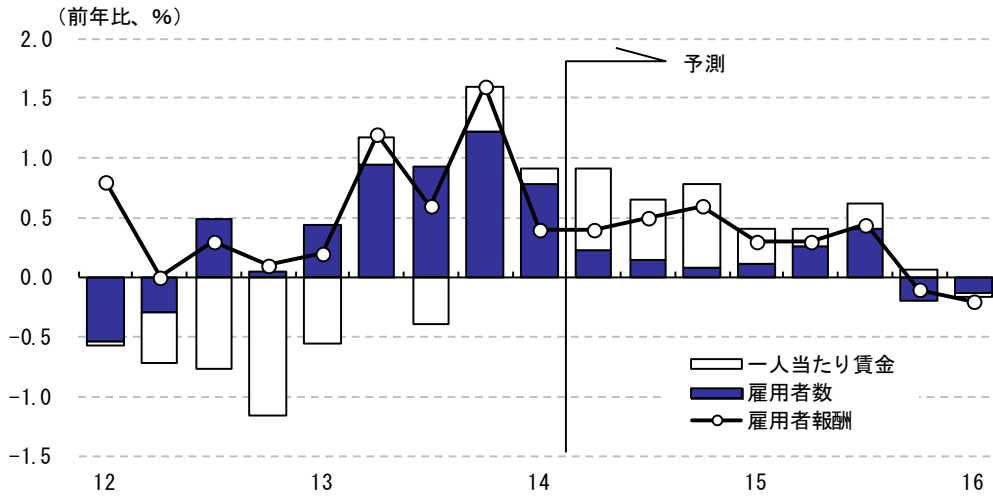
図表7. 消費者物価指数の予測



それでも、2014年度の消費者物価（除く生鮮食品）は前年比+3.0%（除く消費税で同+1.0%）と、2013年度の+0.8%を大きく上回ることになるであろう。このため、名目雇用者報酬は、賃金の上昇、雇用者の増加を受けて、前年比で緩やかな増加傾向が続く見込みであるが（図表8）、これを実質値でみた場合には大幅なマイナスが予想される（図表9）。

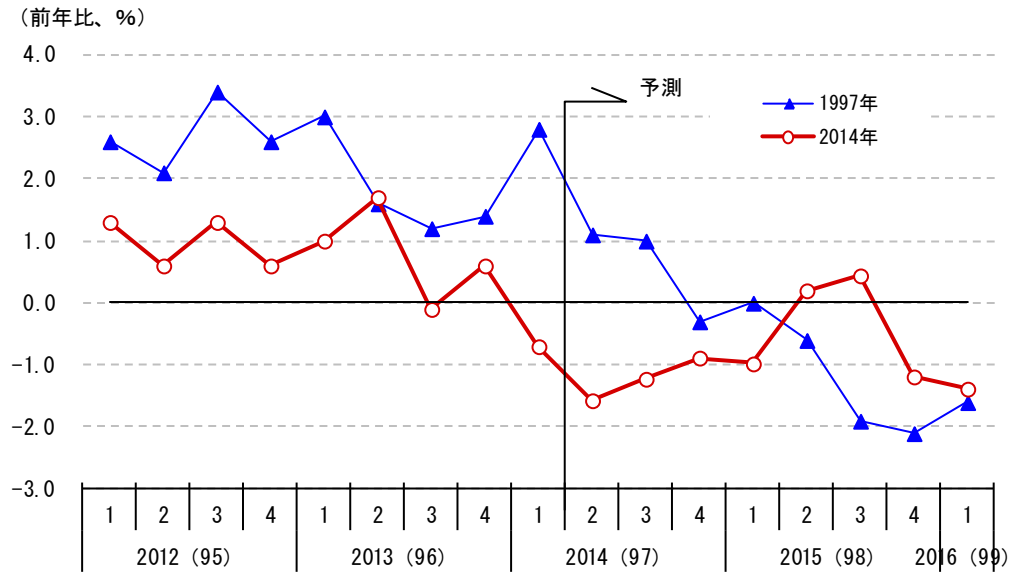
実質雇用者報酬の落ち込みが続くことは、秋以降の景気悪化を受けてマイナスに転じた1997年の状態と比べると、非常に厳しいといえる。雇用情勢のタイトな状態にあるにもかかわらず、それが賃金の改善に反映されない状態が続くようであれば、消費の立ち直りを遅らせる要因となってくるであろう。

図表8. 名目雇用者報酬の予測



(注) 一人当たり賃金は従業員5人以上ベース。雇用者報酬はGDPベース、
 名目雇用者数は、補完推計による参考値を含め、新基準に基づく値
 (出所) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」、
 内閣府「四半期別GDP速報」

図表9. 実質雇用者報酬の予測



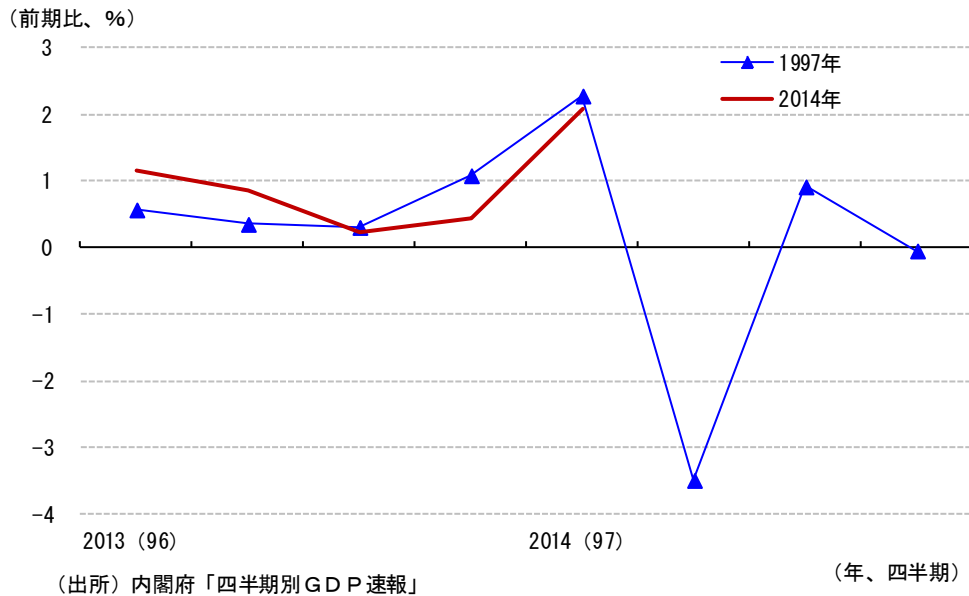
(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」

(2) 反動減の影響はいつまで残るのか

個人消費の今後の動きを考えるうえで、反動減の影響がどのくらいのタイミングで一巡するのも重要なポイントになってくる。

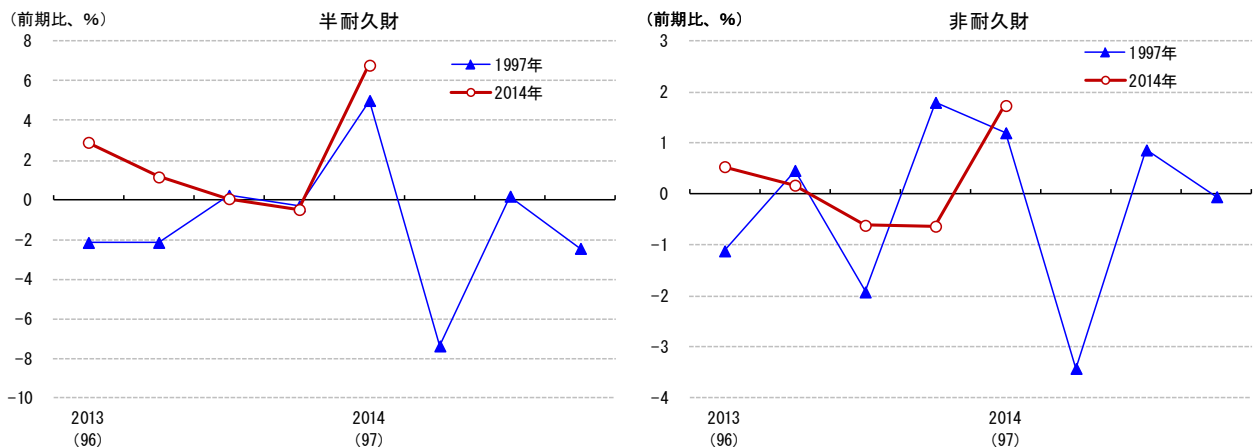
実質個人消費の前期比の伸びをみると、駆け込み需要の大きさは、97年時とほぼ同程度である（図表10）。このため、反動減の大きさも97年時と同じ程度と考えていいだろうか。

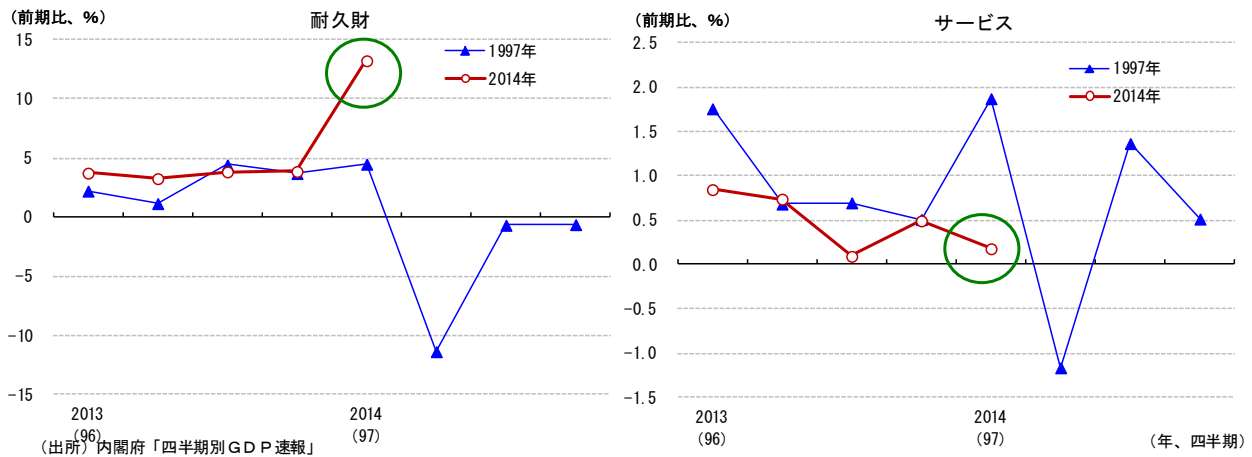
図表10. 駆け込み需要の1997年時との比較（実質個人消費）



しかし、同じ個人消費であっても、財によっては反動減の出方が異なると考えられる。そこで、財別の内訳をみると、半耐久財と非耐久財については97年時とほぼ同じ程度の伸びとなっているが、耐久財とサービスにおいては状況が大きく異なっていることがわかる（図表11）。97年時は耐久財の伸びがそれほど大きくなかったのに対し、今回は2桁の伸びを記録しているのである。逆に、97年時はサービスの伸びが堅調だったのに対し、今回はほとんど増えていない。

図表11. 耐久財とサービスの動きに違い

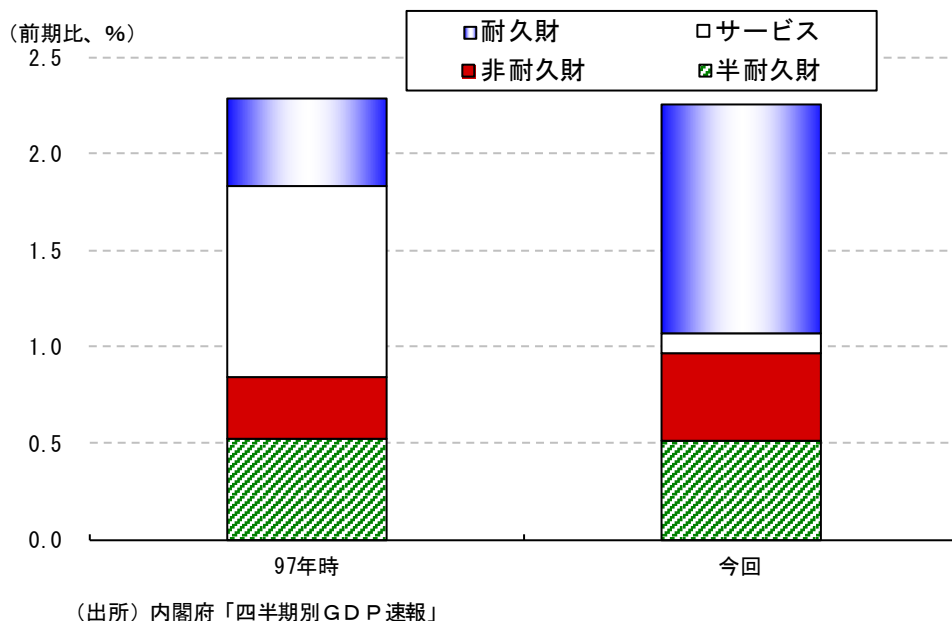




こうした財別の動きを前期比の寄与度で示したのが図表 12 である。これをみると、個人消費の伸び率が同程度であっても、今回はサービスへの支出がほとんど増えていない中で、耐久財への支出が集中していることがわかる。こうした駆け込み需要の中身の違いは、反動減の動きにも影響してくるはずである。

具体的には、サービスの支出については、そもそも需要を先食いする性格のものではないことに加え、1~3月期の伸びも小さかったため、4~6月期に大きく落ち込むことはないと考えられる。これに対し耐久財は、かなり先の需要も取り込むことが可能であり、一度購入すれば当面は追加されることは少ないため、反動減の動きが長期的に影響する可能性がある。その意味では、今回の反動減の出方は、97年時と比べると目先の落ち込みが小さい半面、回復のタイミングが遅れる可能性がある。

図表 12. 実質個人消費の内訳



(3) 調整が長期化する可能性がある

消費税率の引き上げが個人消費に及ぼす影響は、大きく分けて二種類ある。ひとつは駆け込み需要と反動減であり、もうひとつは価格上昇に伴う（もしくは、実質賃金の目減りによる）消費支出の抑制効果である。

前者については、想定範囲内との業界の声もあるが、実際には耐久財を中心に相当先の需要まで先食いしており、後遺症が長期化するリスクがある。

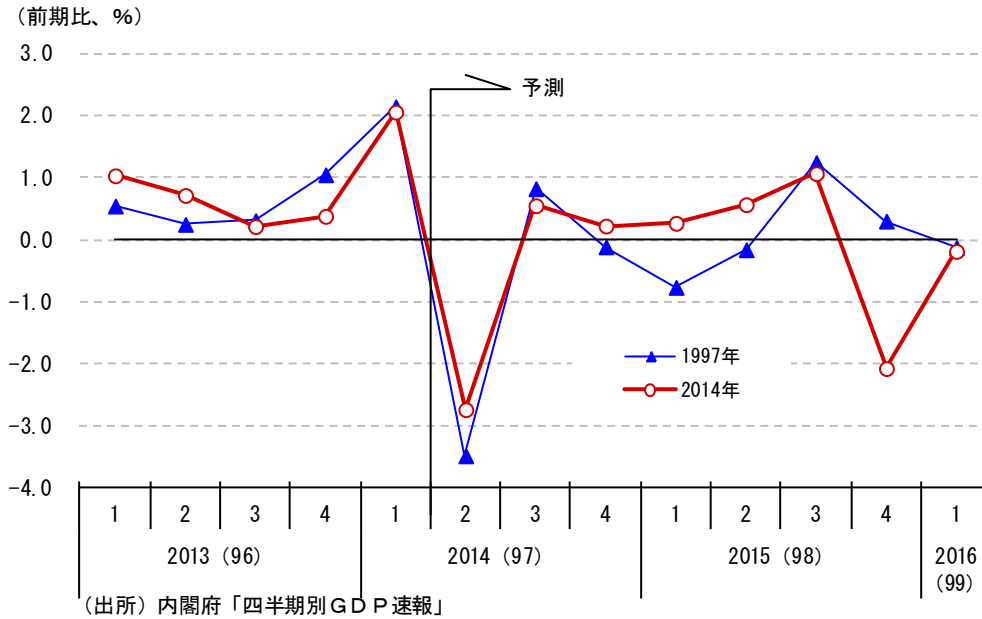
後者については、先に指摘したように、97年時と比べて増税後の実質賃金の落ち込み幅が大きく、マイナス効果も大きくなると予想される。

実際には、増税によって価格が多少上昇したからといって、家計は即座に生活スタイルを変化させることは難しいため、すぐに消費を絞り込むことはない。ましてや、税込表示から税抜き表示に変更された状態に十分に慣れていない中では、価格の騰落の判断がしづらく、従来と同じペースで購入を続けてしまうこともあるだろう。また、販売サイドも、販売数量を変化させたり、パッケージを変更するなどによって、価格が上昇した印象を薄めるような創意工夫を凝らしている。

しかし、財布の中身の減り方が従来よりも早くなっていることや、預金口座の残高が目減りしていることに家計が気づき始めると、やはり財布のひもを締めるであろう。このため、駆け込み需要の反動減が一巡しても個人消費が元の状態に戻ることはならず、しかも今回の消費税率引き上げのマイナスの影響は、タイムラグをおいてじわじわと現れるものと考えられる。

以上から判断すると、今回の増税の影響は、増税直後の落ち込みは小さいが、その後の持ち直しが遅れる可能性が高いだろう。図表13は実質個人消費の前期比の動きを97年時と比べたものである（2014年4～6月期以降は当社見通し）。2014年1～3月期から7～9月期にかけての動きは、概ね似通った伸び率になると予想される。2014年10～12月期以降については、金融システム不安などによって景気が悪化し、個人消費も急速に冷え込んだ97年時ほどの落ち込みはないであろうが、それでも伸び率は緩やかにとどまる可能性が高い。現時点で増税の個人消費に対する影響は軽微であると判断することは時期尚早である。

図表 13. 実質個人消費の予測



(小林 真一郎)

— ご利用に際して —

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。