

日本経済ウォッチ <2008年1月号>

【目次】

- | | |
|--------------------------|--------|
| 1. 今月のグラフ | p.1 |
| ~重要性が増す家計の資産運用~ | |
| 2. 景気概況 | p.2 |
| ~三つのデカップリング~ | |
| 3. 今月のトピック | p.3~11 |
| ~人口が減少し所得が伸び悩んでも底堅い個人消費~ | |
| (1) 個人消費をとりまく環境 | |
| (2) 最近の消費動向 | |
| (3) 家計の金融資産と所得の動向 | |
| (4) 資産効果による消費の増加 | |



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

【お問い合わせ先】調査部 国内経済班

鈴木 (E Mail: akihiko.suzuki@murc.jp)

中田 (E Mail: kazuyoshi.nakata@murc.jp)

鶴田 (E Mail: rei.tsuruta@murc.jp)

1. 今月のグラフ ～重要性が増す家計の資産運用

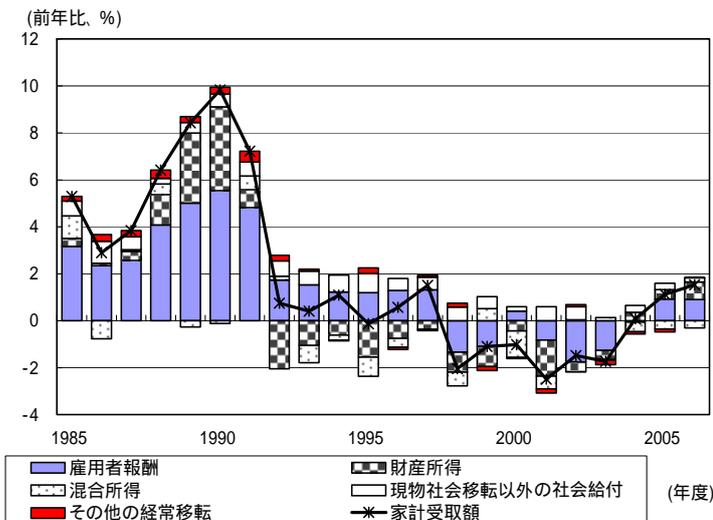
戦後最長の景気拡大を続けているにもかかわらず、家計部門ではそうした実感に乏しいといわれている。企業収益は拡大基調を続ける一方、雇用者報酬があまり増加していないことがその背景にありそうだ。

ただ、家計の収入には、雇用者報酬の他に、預金の利子や株式の配当を含む財産所得、個人企業の収益である混合所得、年金や健康保険などの社会給付などがある。図表1は家計収入全体の推移を時系列でみたものである。バブル経済崩壊後の1992年から家計収入の伸びは大きく鈍化し、1998年からは前年比で2%程度のマイナスが続いた。2004年になってようやく前年比でプラスに転じ、2005年、2006年と前年比で2%程度のプラスとなっている。収入の内訳をみると、雇用者報酬の増減が家計収入全体の動きを概ね説明しているが、財産所得の寄与も比較的大きい。次に、図表2で財産所得の推移をみると、バブル期に利子収入が大きく増加した後、長期にわたる景気低迷を背景に緩和的な金融政策が採られたことを反映して利子収入が長らく低迷している。一方、2000年及び2002年以降は配当収入が財産所得を押し上げている。

少子高齢化が進展していくなか、家計収入は、労働の対価である雇用者報酬よりもこれまで蓄積してきた金融資産への対価である財産所得のウエイトが徐々に高まっていくと考えられる。利子収入は、ゼロ金利政策が解除されたこともあり2006年度は15年ぶりに増加したが、かつてのような高金利は見込みにくく、先行き大幅な増加は期待しがたい。今後は、一定のリスクを負うことを前提に資産運用を行っていくことが家計にとってより重要になっていくだろう。グローバルな「貯蓄から投資へ」という流れは、家計の収入確保という面からも避けては通れない道なのかもしれない。

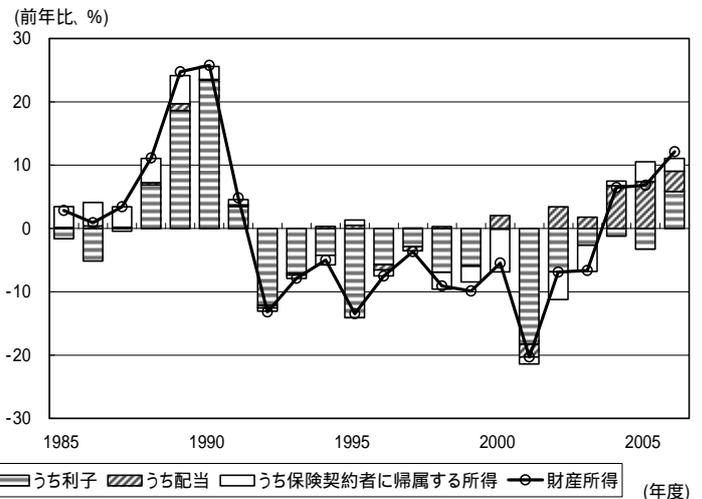
(鶴田 零)

図表1 家計収入の推移



(出所) 内閣府
 (注) 現物社会移転以外の社会給付には無基金雇用者社会給付を含まない。
 混合所得には持家の帰属家賃は含まない。

図表2 財産所得の推移(家計部門)



(出所) 内閣府
 (注) 「保険契約者に帰属する所得」は保険契約者配当と保険帰属収益からなる。

2. 景気概況 ~ 三つのデカップリング

景気の先行き懸念が高まっている。米国のサブプライムローン問題の影響がいよいよ本格化して、世界経済も日本経済も減速あるいは後退を余儀なくされるという見方だ。一方で、それほど景気は悪くならないのではないかという見方もあるが、その時よく耳にする言葉がデカップリングである。経済は押しなべて悪いのではなく、良いところもあれば悪いところもある。だから、それほどひどいことにはならないという考え方だ。

代表的なデカップリングは、米国経済は減速しているが、新興国や資源国などその他の国が高成長を遂げているというものだ。たしかに、日本からの輸出を地域別にみると、米国向け輸出は伸び悩んでいるが、その他の国への輸出は増加が続いている。昨年7~9月期の実質成長率は前期比+0.4%であったが、輸出すなわち外需の寄与に負うところが大きい。ただ、貿易や資本取引を通じた世界経済の相互依存度が高まっている時代に、いつまでもデカップリングが続くと考えるのはやや無理がある。米国の減速が長期化するほど、その他の地域も減速してくるはずだとの見方が強まってくる。

二つ目のデカップリングは米国経済の中で生じている。サブプライムローン問題の影響を大きく受けるのは不動産業であり、金融業である。これらの業種では雇用者数の減少ペースが加速している。一方、専門サービス業、教育・医療などのサブプライムローン問題の影響をあまり受けないサービス業種では雇用の増加が続いている。住宅投資が大幅に減少しても、雇用や所得の拡大が続いていれば個人消費は増加を続けるので、米国経済の減速は一時的なものとなり、今年の中ごろにはまた成長率が加速してくるということになる。もっとも、米国の雇用者数の増加ペースは2005年から06年初めをピークに徐々に鈍ってきている。サービス業を中心にした雇用の増加が個人消費を支えるというシナリオに立っているだけに、雇用統計で予想以上に弱い数字が出てくると先行きの不安感が一気に高まりやすい。結果として、米国のみならず日本でも株式市場が大きく動揺して、それが景気の先行き懸念を一層強めることになってくる。

しかし、金融市場の動揺が大きくなるほど、実体経済との乖離が開いてくる。これが三つ目のデカップリングだ。金融市場は実体経済の鏡と言われるが、経済規模と比べたマネーの規模が拡大するほど、経済の姿は市場の鏡にかつてと違った映り方をしてくる。特に日本では、バブルの時の株価高騰とその後の急落を経験して、デカップリングが広がっているようだ。株価の上がり下がりが資産効果やマインドの変化を通して個人消費や設備投資に影響を与えることもあろうが、株価の変動と同じように実体経済も変動すると考えるのは現実的でない。金融市場の動向だけでは景気の先行きはわからない。実体経済の指標に目を向けてみると景気の先行き懸念は続くものの、緩やかながら増加を続ける輸出、高水準で推移する生産、労働需給の引き締まりを背景に下げ止まりの兆しが出てきた賃金など、緩やかな景気回復を示唆する指標も少なくない。

(鈴木 明彦)

3. 今月のトピック ~ 人口が減少し所得が伸び悩んでも底堅い個人消費

2002年1月を谷として始まった景気回復により、企業収益は増加に転じたが、賃金は伸び悩んでおり、景気回復の恩恵が家計にまで波及していないといわれている。しかし、所得が伸び悩むなかで、個人消費は2005年度に前年比1.9%、2006年度に同1.7%と、近年では比較的高い伸びを示している。本稿では個人消費をとりまく環境と最近の個人消費動向について検討する。

(1) 個人消費をとりまく環境

日本経済をとりまく大きな潮流としてグローバル化の進展と少子高齢化の進展があり、これらは個人消費に対しても影響を与える。まず、これら2つの観点から消費をとりまく環境について考えてみる。

グローバル化の進展

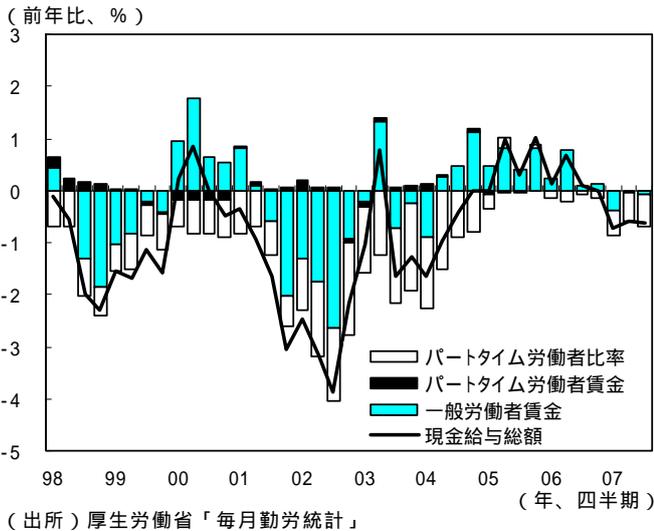
グローバル化の進展により、企業は激しい国際競争にさらされている。新興工業国は、先進国と比較すると賃金が低いことからコスト面で優位に立っている。このような中で先進国企業が国際競争を勝ち抜くためには製品を高付加価値化するとともにコストを抑制することが重要な鍵の1つとなっている。したがって、企業は収益が増加しても、コスト抑制の観点から賃金引き上げについては慎重な態度を崩していない。このため、2002年に始まった景気回復とともに経常利益は高い伸びを示したが、主要企業による春闘の賃上げ率は、ここ数年はわずかずつ引き上げられているものの、ほぼ横ばいで推移している。

賃金上昇率は企業収益の伸びと比較すると低く抑えられているものの、景気回復や団塊世代の退職などを背景に、企業は人手不足感を持っており、雇用の増加が続いている。内訳をみると一般労働者も増加しているものの、それを上回って賃金が相対的に低いパートタイム労働者が増加している。

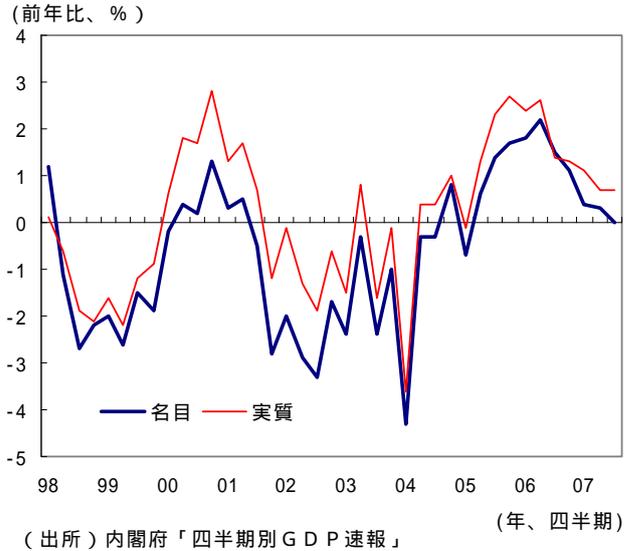
現金給与総額(1人当たり賃金)の動向をみると、2007年に入ってから前年比で減少が続いている。就業形態別に、一般労働者とパートタイム労働者に分けてみると、団塊世代の退職あるいは再雇用などによりそれまで高賃金を受け取っていた人の割合が低下したことから一般労働者の平均賃金が上昇していない。さらに一般労働者と比較して賃金が低いパートタイム労働者の割合が高まることによって、全体の平均賃金が押し下げられる形になっている(図表1)。

このため、雇用者は増加しているものの、1人当たり賃金が伸び悩んでおり、両者をかけ合わせた雇用者報酬も伸び悩んでいる(図表2)。

図表1 現金給与総額



図表2 雇用者報酬

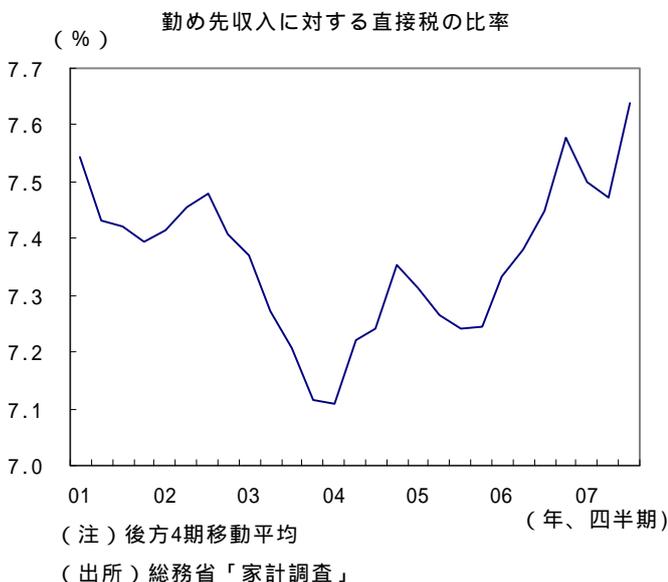


少子高齢化の進展

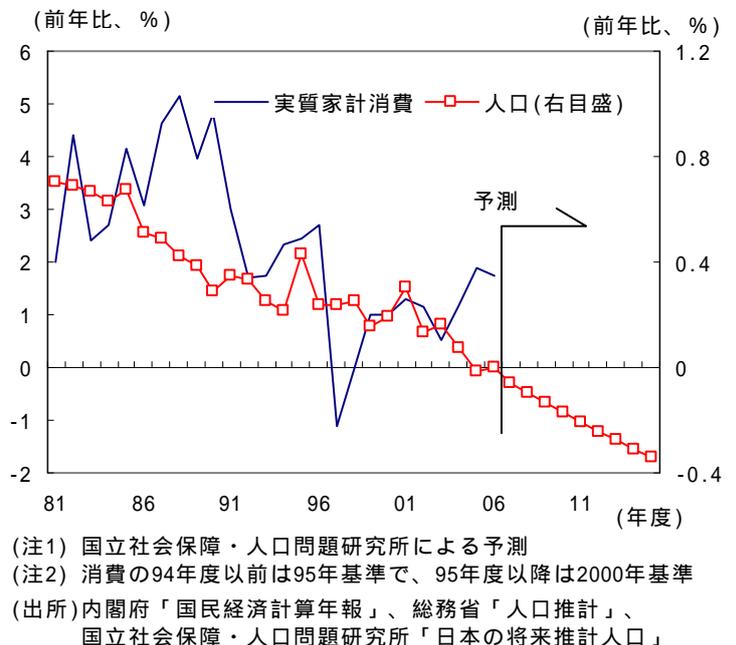
日本の財政は 1990 年代に入り赤字に転じており、厳しい状況が続いている。今後はさらに少子高齢化が進展するなかで、将来の社会保障給付費の増加が見込まれており、将来世代の負担の増加が懸念されている。このため財政再建に向けた取組が日本経済にとって急務となっている。このようななかで、1999 年に景気対策として導入された所得税、住民税の定率減税は、景気回復が続いていることから 2007 年度に完全に廃止された。所得が伸び悩んでいることもあり、家計の税負担が増している(図表3)。

また、国全体の個人消費に中長期的に影響を与える要因として人口が挙げられる。人口が減少すれば、仮に 1 人当たりの消費は横ばいでも個人消費全体は減少していく。長期的にみると、日本は、人口増加率の低下とともに消費の増加率が低下傾向にあり、今後は人

図表3 家計の税負担



図表4 消費と人口



口減少に伴い、個人消費の増加率はさらに低下していくことが考えられる（図表4）。

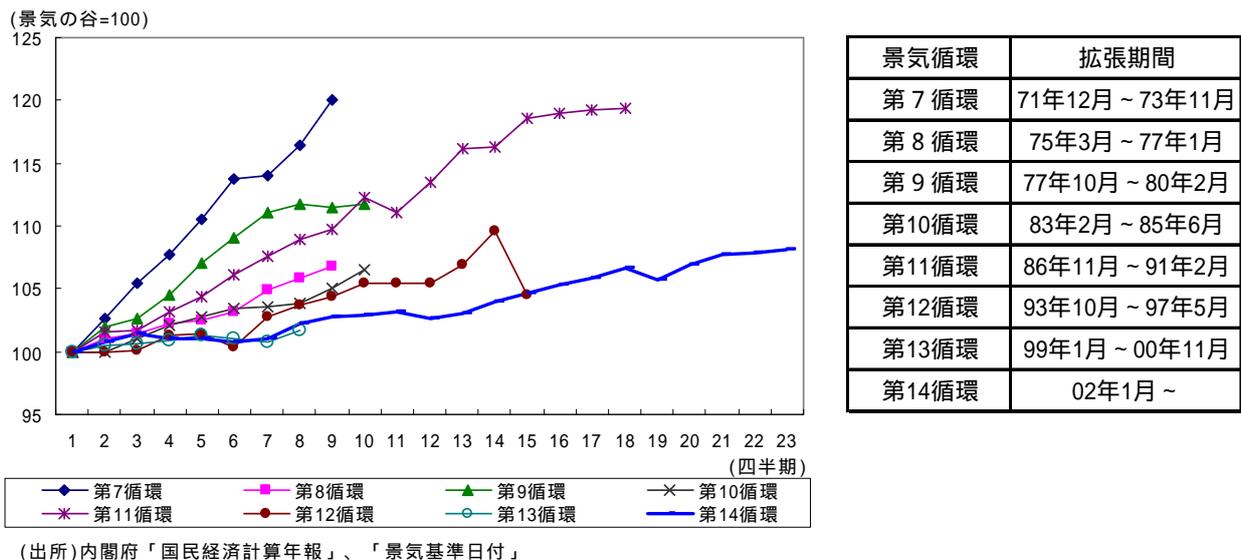
このように、雇用者報酬が伸び悩むなかで、税負担が高まっており、さらには人口の増加が見込めないなど、個人消費をとりまく環境はかなり厳しいものといえるだろう。

（2）最近の消費動向

過去と比較すると消費の伸びは鈍化

景気回復が続いても、グローバル化や少子高齢化の進展によって、個人消費をとりまく環境は厳しい。そのようななかで最近の個人消費がどのように推移しているか、1970年代以降の景気拡張局面における個人消費の動向と比較してみよう。景気回復が始まった時点から景気拡張期間に個人消費がどれだけ増加したかをみると、今回は景気拡張期間が最も長いにも関わらず、個人消費の伸びはこれまでと比較すると低い。1999年に始まった景気拡張時の個人消費の伸びも低く、傾向としては、近年になるほど景気拡張局面における個人消費の伸びが低下していることがわかる（図表5）。

図表5 景気拡張局面における個人消費



1人当たり消費の伸びは足元では高まる

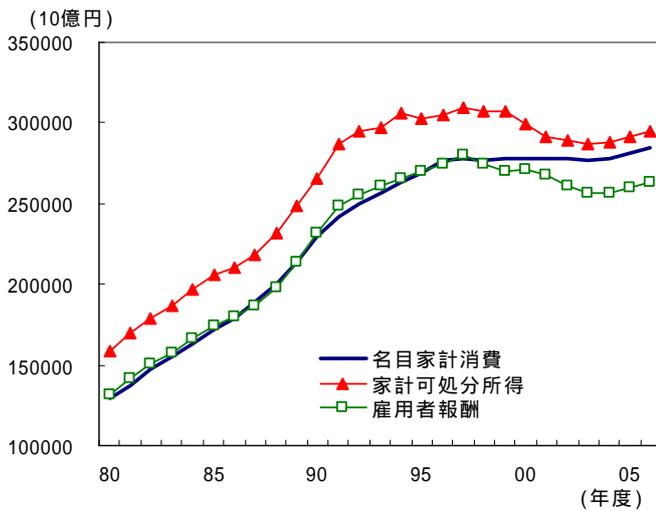
消費動向に直接影響を及ぼす所得が伸びなくなれば、個人消費の伸びも鈍ってくるのは当然だが、両者の関係に微妙な変化が出てきている。所得と消費の伸びを比較してみると、1990年代半ばまでは所得、個人消費とも増加してきた。しかし、所得は1990年代半ば以降、減少あるいは横ばい傾向で推移しているのに対し、個人消費は緩やかながらも増加が続いている（図表6）。

また、人口が伸び悩んでくれば、個人消費の伸びも鈍ってくるが、人口要因を取り除くため、1人当たり消費の動向をみると、日本では、この1～2年は2%程度の伸びを示して

おり、1990年代前半の伸びにまで回復している。このため、人口がほぼ横ばいで推移するなか、消費全体は2%程度で増加している。一方、消費が堅調とされる米国の1人当たり消費をみると最近では、日本をやや上回る程度となっており、日米間の差が縮小してきている(図表7)。

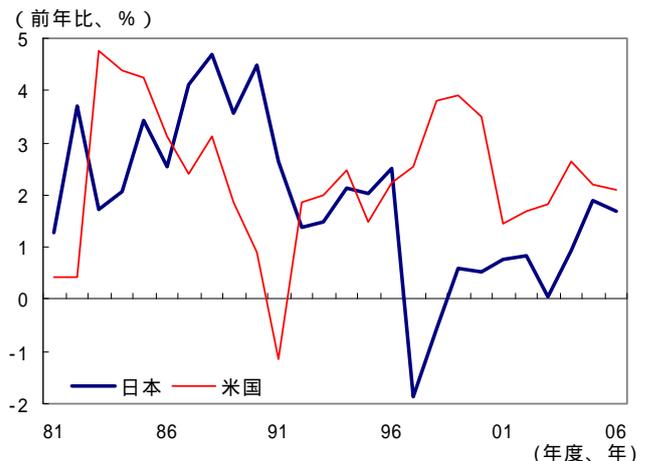
このように過去と比較すると伸びが弱い個人消費も、所得動向や人口動態を考慮すると、むしろ比較的堅調に推移していると捉えることもできる。

図表6 家計の所得と消費



(注) 80～95年度は95年基準、96年度以降は2000年基準。
(出所) 内閣府「国民経済計算年報」

図表7 1人当たり実質消費



(注) 日本の93年度以前は95年基準、94年度以降は2000年基準。
(出所) 内閣府「国民経済計算年報」、総務省「人口推計」、米商務省

耐久財とサービスが実質消費を牽引

では、どのような財・サービスの消費が全体の消費の増加に寄与しているのか、実質、名目それぞれについてみてみよう。ここでは、耐久財、半耐久財(衣服や家庭用ゲーム機など)、非耐久財(主に食料など日常購入するものなど)、サービスの4つの項目について分けてみる。

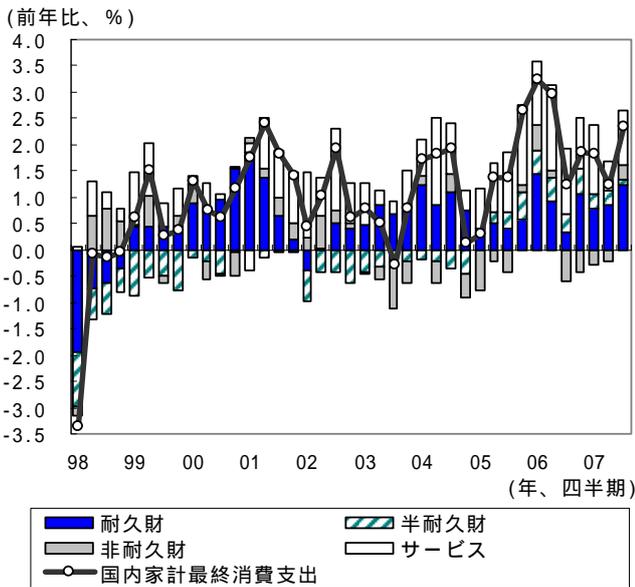
まず、実質消費では、サービスが一貫して消費全体の増加に寄与していることがわかる(図表8)。また、消費税率引上げ後の1998年を除いて耐久財が消費全体の増加に大きく寄与していることがわかる。2005年以降は、半耐久財も全体の消費増加に寄与している。サービスでは、家計調査によると、交通・通信、保健医療、雑費(介護料、宗教関係、保育料などが含まれる)、教養娯楽サービスが増加している。保健医療は、高齢化を反映して増加していると考えられ、交通・通信は、携帯電話通話料金などIT化の進展によって増加していると考えられる。一方、住居、教育などは減少傾向で推移している。また、耐久財では薄型テレビやパソコンなどの消費が増加していると考えられる。

次に、名目消費についてみると、実質消費と同様にサービスが全体の消費の増加に寄与しており、2005年度以降は半耐久財も消費全体の増加に寄与している(図表9)。一方で、

実質消費の増加に大きく寄与していた耐久財は消費の増加に顕著な寄与を示していない。

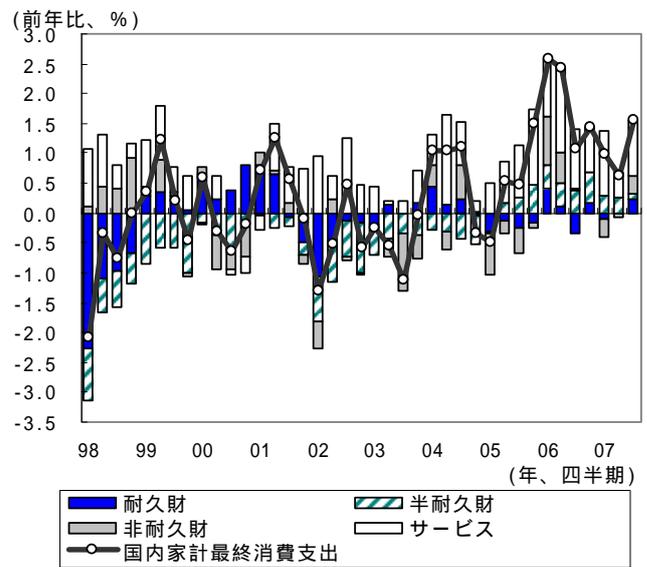
実質と名目で各財・サービスの寄与の動向が異なる要因は、財・サービス価格の動向にある。例えば、実質では増加していても、その財の価格が実質の増加分を打ち消すほどに大きく低下していれば名目では減少することになる。価格動向についてみると、消費全体のデフレーターは縮小してきているものの、依然として前年比で減少が続いている（図表 10）。財・サービス別にみると、非耐久財、半耐久財は、足元では小幅ながら前年比で上昇している。一方、サービスはわずかではあるが前年比で下落が続いている。耐

図表 8 国内家計最終消費（実質）



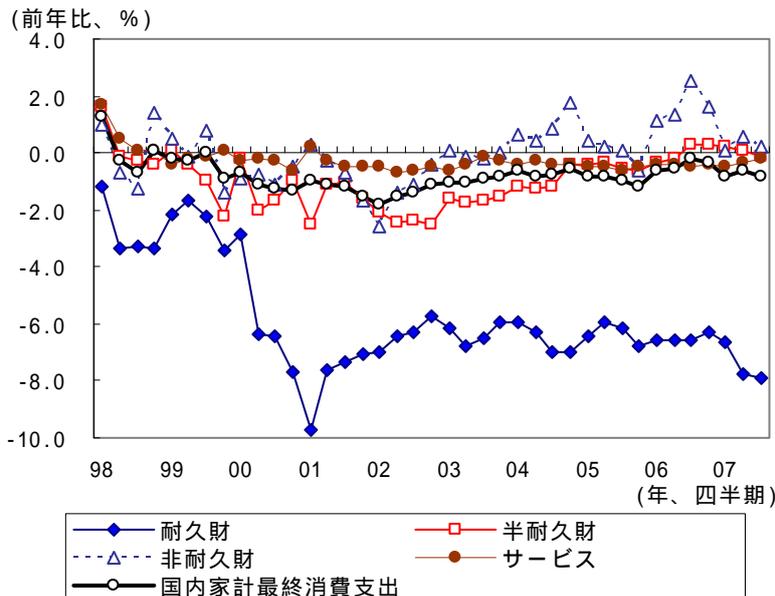
(出所) 内閣府「四半期別 GDP 速報」

図表 9 国内家計最終消費（名目）



(出所) 内閣府「四半期別 GDP 速報」

図表 10 国内家計消費デフレーター



(出所) 内閣府「四半期別 GDP 速報」

久財は2000年以降、前年比6~8%程度の下落が続いており、全体のデフレーターを大きく押し下げている。耐久財のうち、パソコンやカメラは消費者物価では2000年以降は品質調整が行われており、品質の向上は価格低下として反映される。このため、大幅な耐久財価格の低下には、実際の販売価格の低下に加えて、品質の向上による価格低下も含まれている。このような耐久財価格の大幅な低下が、結果として、耐久財の実質消費を押し上げており、それが全体の実質消費を押し上げている側面があるといえる。

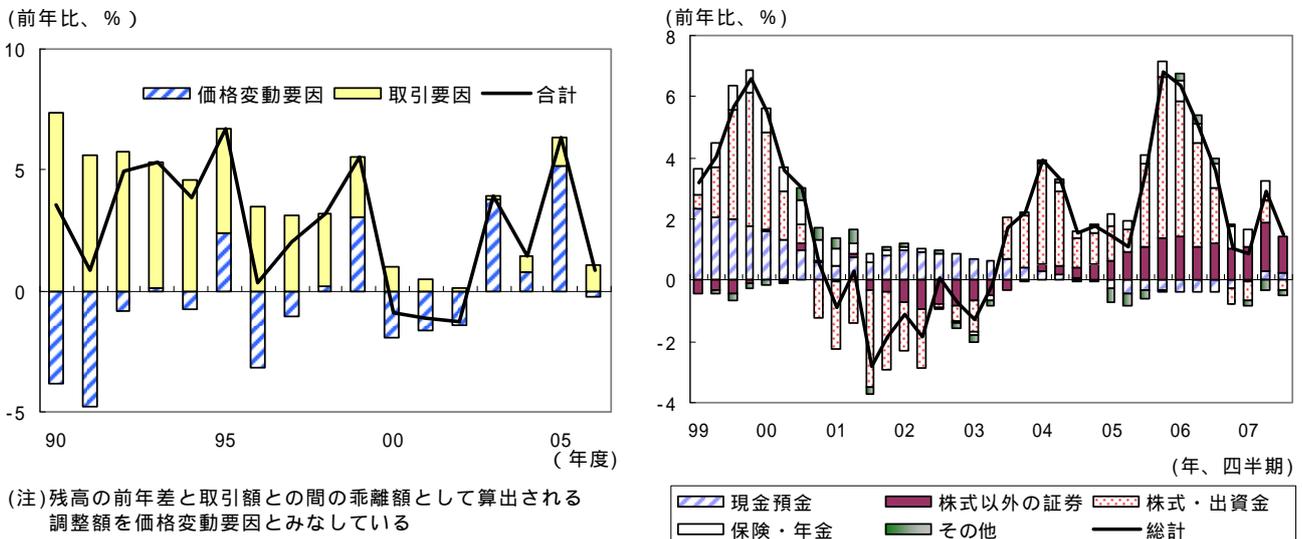
(3) 家計の金融資産と所得の動向

雇用者報酬が増加しないなかで、サービスや価格低下が著しい耐久財を中心に実質個人消費が増加しているが、個人消費に影響を与える要因としては、所得要因、資産要因、マインドなどが挙げられる。ここでは、これらの要因のうち、家計の金融資産と所得の動向についてみていく。

増加する家計のリスク資産

金融資産の増加は、保有資産の価格が上昇することによる増加（価格変動要因）と、新たに資産を取得することによる増加（取引要因）の2つのルートがある。家計の金融資産の動向をみると、2003年度以降増加が続いているが、そのほとんどは資産価格上昇によるものである（図表11）。内訳をみると、年金・保険が安定的に増加しているほか、株式・出資金、株式以外の証券（国債、投資信託など）が増加している。その結果、家計の金融資産の過半を占める現金・預金はそのシェアを低下させており、一方、株式・出資金や株式以外の証券のシェアが拡大している。ただし、家計が保有する株式の増加のほとんどは価格の上昇によるものであり、家計部門全体としてみた場合には株式を積極的に買い増しているというわけではない。

図表11 家計の金融資産残高

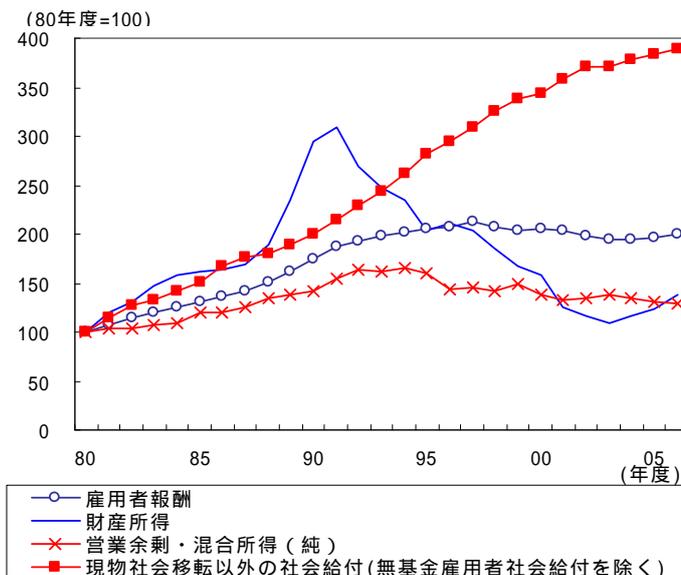


社会保障給付や財産所得が増加

次に、家計の所得動向についてみてみよう。家計が収入として受け取るもののうち主なものは、雇用者報酬、社会保障給付、株の配当や預金の利子所得などの財産所得、自営業収入などの営業余剰・混合所得である。雇用者報酬は1990年代半ばからほぼ横ばいで推移している(図表12)。また、高齢化の進展を反映して、社会保障給付は増加が続いている。財産所得は、1990年代はバブル崩壊などを背景に減少が続いた。しかし、2002年度以降は配当が増加しており、財産所得受取全体は2004年度以降、増加に転じている。特に、配当の可処分所得に占める割合は1980年度以降ほぼ1%程度で推移していたが、近年は、家計の保有する株式資産の増加や企業における配当性向の上昇などから急速に上昇している(図表13)。

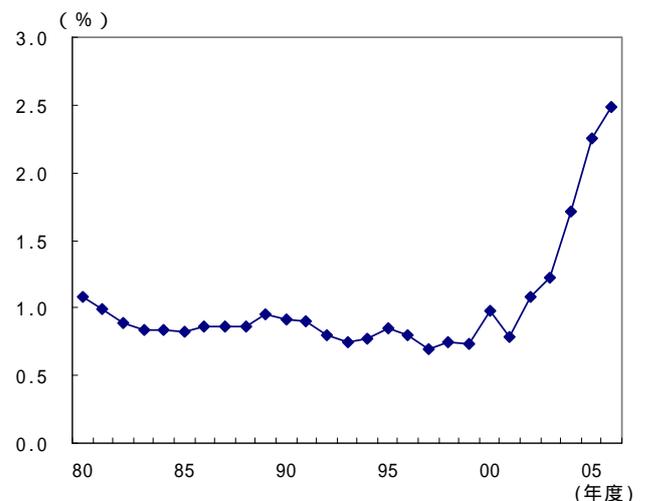
家計の受取の過半は依然として雇用者報酬が占めるものの、社会保障給付が増加していることに加えて、近年では財産所得も増加している。雇用者報酬が伸び悩むなかで、これらの雇用者報酬以外の所得の増加が消費の増加を支えていた要因の1つと考えることができるだろう。

図表12 家計受取の内訳



(注) 80~95年度は95年基準、96年度以降は2000年基準。
(出所) 内閣府「国民経済計算年報」

図表13 配当の可処分所得に占める割合



(注) 95年度以前は95年基準。96年度以降は2000年基準。
(出所) 内閣府「国民経済計算年報」

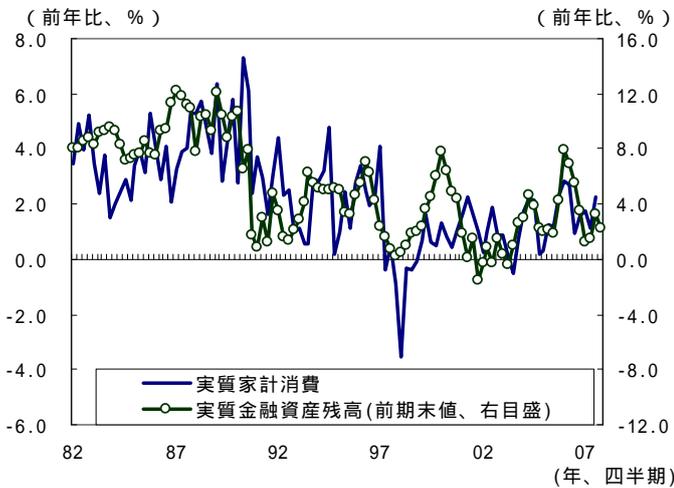
(4) 資産効果による消費の増加

すでにみたように、家計の金融資産は、主として資産価格上昇によって近年増加しているが、資産はさまざまなルートを通じて個人消費に影響を及ぼす。資産効果と呼ばれるように、家計が保有する資産額が増加することにより個人消費が増加する。また、株式の場合には配当、預金の場合には利子という形で財産所得に影響を及ぼす。さらに、資産を取得価格よりも高い価格で売却することができれば、売却益を手にすることができ、所得の

増加につながる。

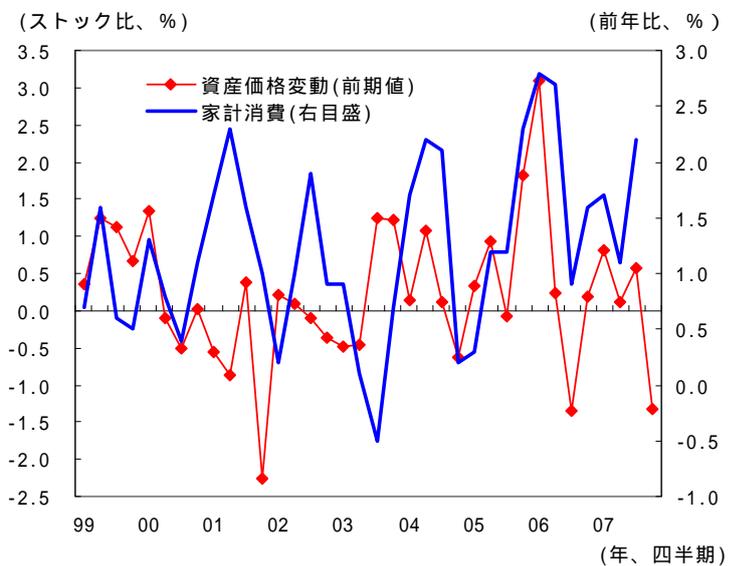
このうち、資産効果に関して、家計の金融資産残高の伸びと消費の伸びについてみると03年度以降は両者が連動していることがわかる（図表14）。家計の金融資産の最近の増加の多くは資産価格上昇によるものであるから、価格変動部分（対前期ストック比）と消費の伸びの動向をみるとほぼ連動している（図表15）。雇業者報酬が伸び悩むなかで消費が増加していた時期としては2003年から2004年の時期以外に、1998年から1999年の時期が挙げられ、両時期に共通していえることは株価が上昇していることである（図表16）。このことだけから確定的なことはいえないが、これらの時期には株価上昇による資産効果が働き、消費増加につながっていた可能性が高いのではないかと推察される。

図表14 消費と金融資産



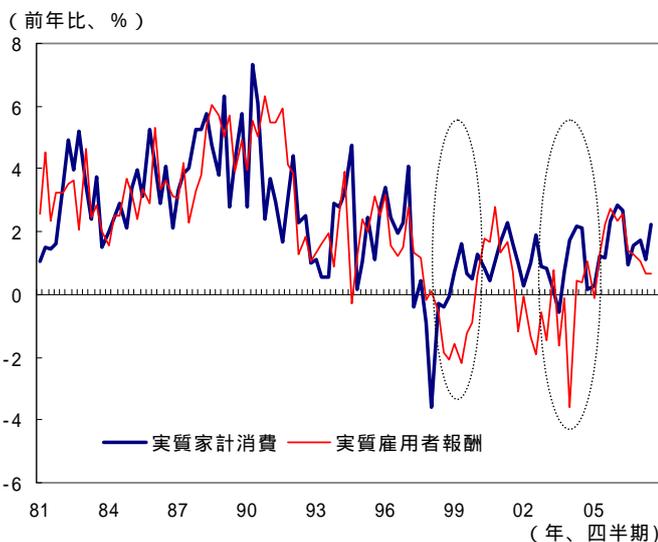
(注) 金融資産残高は帰属家賃を除く消費支出デフレーターで実質化
(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」、日本銀行「資金循環統計」

図表15 消費と資産価格変動

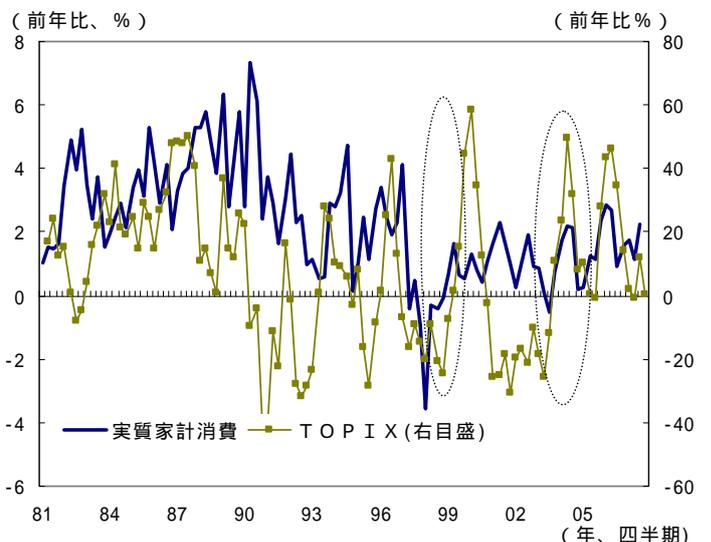


(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」、日本銀行「資金循環統計」

図表16 消費と雇業者報酬、株価



(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」



(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」、東京証券取引所

以上のように、雇用者報酬の伸び悩み、税負担の増加、人口減少など、個人消費をとりまく環境は厳しいといえる。このようななかで、今景気回復局面における個人消費は、過去と比較すると力強さに欠けるが、1人当たり消費の伸びは回復してきており、伸び悩んでいる雇用者報酬と比較すると、比較的堅調に推移しているともいえる。その背景には、耐久財の価格低下によって実質消費が押し上げられている側面はあるものの、同時に雇用者報酬の低迷を補う形で、株価上昇による資産効果や財産所得の増加によって個人消費が増加している可能性が高いと考えられる。

(中田 一良)