

鈍い動きが続く個人消費の行方

物価高と所得の弱さが家計の購買力を抑制

みずほリサーチ&テクノロジーズ
調査部 経済調査チーム
080-9534-5897

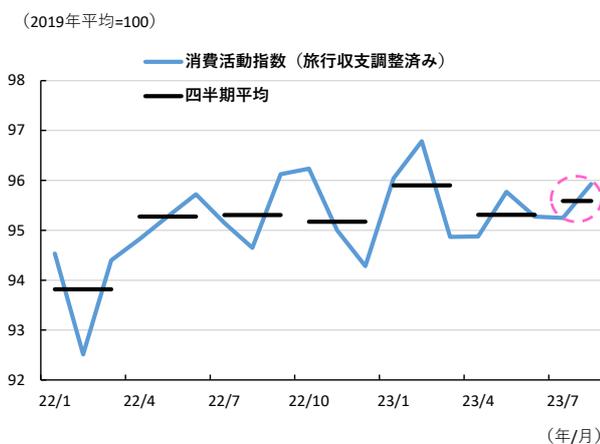
- 2023年4～6月期の個人消費は、物価高による節約意識の高まりを受け前期比マイナスとなった。猛暑効果などから夏場以降は回復に転じているものの、コロナ禍前の水準を依然下回っている
- 先行きの個人消費は対人接触型サービスを中心に回復が見込まれる。ただし、物価高で超過貯蓄は目減りし、所得環境の大幅な改善も期待できず、回復ペースは緩慢なものにとどまるだろう
- 家計の購買力向上には、実質賃金の決定要因である労働生産性の引き上げに加え、家計のリスク資産保有を促し、株価上昇等による資産所得増の恩恵を享受できるようにすることが重要である

1. 4～6月期の個人消費はマイナス成長。夏場以降は持ち直すも低水準にとどまる

2023年4～6月期の個人消費は、物価高による実質賃金減少の継続を背景に前期比マイナスとなった。夏場以降の個人消費は回復に転じているものの、依然としてコロナ禍前を下回る低水準にとどまっている。

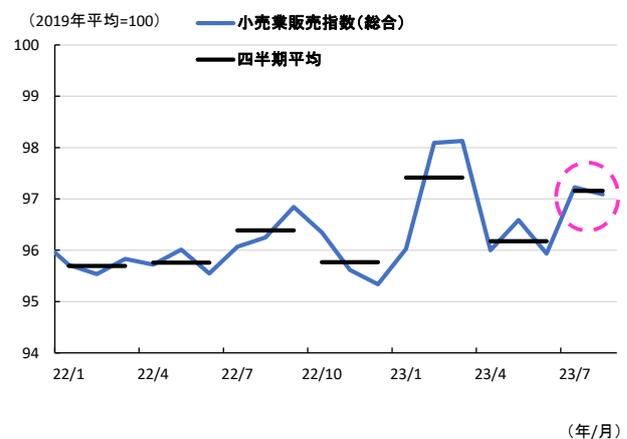
4～6月期のGDP統計（2次速報）では、実質個人消費が前期比▲0.6%と3四半期ぶりに減少した。内訳をみると、耐久財が同▲2.7%、非耐久財が同▲2.1%と全体を押し下げたほか、サービスも同+0.1%と伸び悩んだ。5月には新型コロナウイルス感染症の感染症法上の分類が5類に移行し、感染者や濃厚

図表1 消費活動指数



(注) 実質季節調整値
(出所) 日本銀行「消費活動指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表2 小売業販売指数（総合）



(注) 季節調整値。みずほリサーチ&テクノロジーズによる実質値。インバウンドの影響を含む
(出所) 経済産業省「商業動態統計」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

接触者の外出自粛要請が撤廃されたにもかかわらず、サービス消費がほぼ横ばいにとどまったのは物足りない動きと言える。水準でみると、実質個人消費は2023年4～6月期時点でコロナ禍前（2019年平均）対比98.3%にとどまる。財消費は同100.7%とコロナ禍前を小幅に上回っているが、サービス消費が同96.3%と回復が遅れていることが原因だ。

その背景にあると考えられるのが物価高だ。消費者物価の上昇率が賃金の上昇率を上回り、物価変動を考慮した実質ベースの賃金が前年比マイナスで推移する状況が続いていることから、消費者の節約意識が強まったと考えられる。

一方で、7月以降の個人消費は持ち直しに転じている。個人消費の代表的な指標である日本銀行「消費活動指数（インバウンド等の影響を除く旅行収支調整済み指数）」の7～8月平均は、4～6月期対比で+0.3%と増加した（図表1）。

夏場の消費動向を財・サービスに分けてみると、財消費については、商業動態統計における小売業販売額の総合指数（みずほリサーチ&テクノロジーズによる実質値）が7～8月平均で4～6月平均対比+1.0%と持ち直した（図表2）。内訳では衣料品や機械器具、食料品などが増加に寄与した。新型コロナウイルスの感染分類変更を受け、花火大会など夏場のイベントがコロナ禍前と同様に開催されるようになったことで、消費者の外出意欲が積極化して衣料品購入の増加につながった可能性がある。また、7月・8月は歴史的な猛暑になったため、冷房器具や冷たい飲食料品の需要が一時的に伸びた面もある。

サービス消費も夏場以降は持ち直している模様である。お盆期間の交通機関利用状況は、JRグループの特急・急行列車輸送量が前年比+37%、国内航空11社の国内線旅客数が同+15%¹とともに増加した。JCB/ナウキャスト「JCB 消費 NOW」でサービス消費（みずほリサーチ&テクノロジーズによる実質ベースの季節調整値）の推移をみると、7～9月前半の平均値は4～6月期対比+2.6%と改善している。このように、足元の消費関連指標は総じて7～9月期の個人消費が4～6月期から緩やかに回復したことを示唆している。

ただし、7～9月期の回復を踏まえても、なお個人消費の水準はコロナ禍前を取り戻すには至らない。GDPベースの実質個人消費は、7～9月期でもコロナ禍前対比で98.5%程度の水準にとどまると予想され、夏場にかけて「消費が力強さを増した」とまでは言えないだろう。

2. 資産・所得両面で消費押し上げ圧力は期待薄。今後の消費回復ペースは緩慢なものに

では、秋以降は消費の回復ペースが加速するのだろうか。今後の消費動向を見る上では「コロナ禍で積み上がった家計の現預金が消費に向かうか」というストック面の動きと、「実質ベースの所得がどのくらいの勢いで回復するか」というフロー面の動きに注目する必要があるだろう。

まずストック面については、コロナ禍で積み上がった家計の現預金（いわゆる超過貯蓄）が今後取り崩され（家計の貯蓄率が一時的にマイナスに転じ）、個人消費の押し上げ要因になるかがポイントになる。筆者らの試算では、2023年4～6月時点で家計の超過貯蓄は47兆円程度残存しているとみられる（日本銀行「資金循環統計」ベース）。これは、コロナ禍前（2019年10～12月期）の家計の現預金残高対比で4.7%に相当する規模だ。

しかし、この間の急速な物価高により、超過貯蓄は相殺されてしまったようだ。2019年10～12月期から2023年4～6月期にかけて、消費者物価（持ち家の帰属家賃を除く家計最終消費支出デフレーター）

は累積で+7.3%上昇しており、超過貯蓄の増加幅(+4.7%)を上回っている(図表3)。このように、物価変動を考慮した実質ベースでは既に超過貯蓄はマイナスに転じているとみられ、今後、ストック面からの消費押し上げは期待しにくいだろう。

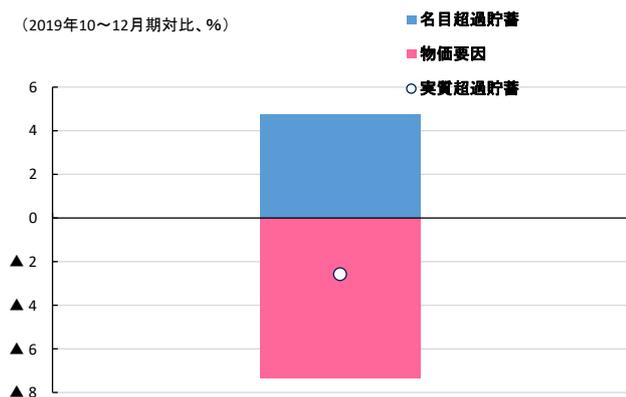
ストック面からの消費押し上げが期待できない中で、個人消費を左右するもっとも重要なファクターはフロー面の雇用者報酬である。図表4は、実質ベースの雇用者報酬の実績・見通しを、雇用者数要因、一人当たり雇用者報酬要因、物価要因に分解して示したものだ。

まず物価要因については、前述したとおり足元の個人消費を大きく押し下げているが、先行きの物価上昇率は鈍化していく見込みであり(みずほリサーチ&テクノロジーズ(2023a)を参照)、マイナス寄与は継続するものの下押し幅は徐々に縮小していく見通しだ。一人当たり雇用者報酬要因については、みずほリサーチ&テクノロジーズ(2023a)や酒井他(2023)が示しているように2024年以降も例年対比で高い賃上げ率が見込まれることを受けて、プラス寄与が継続するだろう。これらを受けて実質賃金のマイナス幅が徐々に縮小していけば、個人消費にはプラス材料になると考えられる。

一方、雇用者数要因は、雇用者数の伸びが鈍化する中でプラス寄与が縮小していくだろう。2013年以降のアベノミクス期に雇用者数の増加をもたらした女性・高齢者の追加的な労働参加が、今後は限定的になるとみられるためだ(山本他(2023))。以上、3つの要因の動きを総合すると、先行きの実質雇用者報酬は前年比プラスに転じるものの、緩やかな伸びにとどまると考えられる。

また、税や社会保険料を差し引いた手取り収入の概念に近い可処分所得の伸びは、雇用者報酬の伸びよりさらに弱いものになるだろう。図表5は、2010年代の実質可処分所得の変動を、雇用者報酬要因、物価要因、税・社会保険料などのその他要因に分解して示したものだ。2013年以降のアベノミクス期

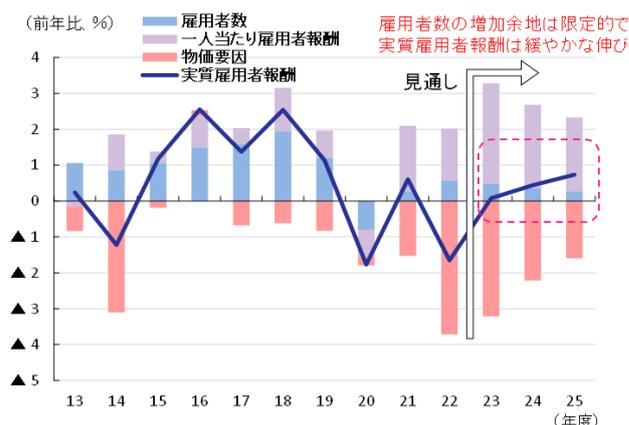
図表 3 実質ベースの超過貯蓄の寄与度分解 (2023年4~6月期時点)



(注) コロナ禍前(2015~2019年)の貯蓄トレンドから乖離した分を超過貯蓄と定義して2020年1~3月期からの累積額を計算したもの。みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値ベース。2019年10~12月期を基準時点とし、家計最終消費支出デフレーター(持ち家の帰属家賃を除く)で実質化

(出所) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「資金循環統計」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 4 実質雇用者報酬の実績・見通し



(出所) 内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

に雇用者報酬要因は一貫してプラスに寄与しているが、その他要因が多く、多くの年でマイナスに寄与し、高齢化が進む中で税や社会保険料の負担増が家計の手取り収入を下押ししたことがうかがえる。

今後は、前述したように雇用者報酬の伸びが限定的となることに加え、高齢化の進展による家計負担の増加が引き続き可処分所得の伸びを抑制する可能性²が高い。サービス消費がまだコロナ禍前の水準まで戻っておらず、多少の回復余地が残っていることを考慮しても、消費の原資である可処分所得の伸び悩みを踏まえれば個人消費は緩慢な回復ペースにとどまる見通しだ³（図表6）。

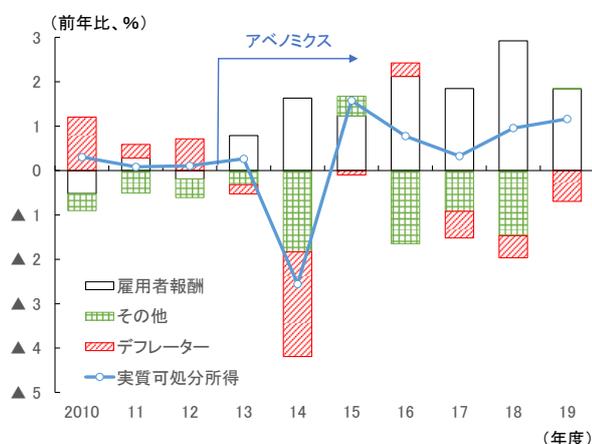
個人消費が低迷する中では、酒井他（2023）が指摘しているように、企業の価格転嫁行動にも慎重姿勢が残る可能性が高くなる。企業の売上が伸び悩めば、結果として賃上げの原資が確保しにくくなり、それが可処分所得の抑制を通じて個人消費の伸び悩みにもつながる悪循環に陥ってしまう。GDPの5～6割を占める個人消費の伸び悩みは企業の期待成長率を下押しし、設備投資を阻害する要因にもなる。コロナ後の日本経済を考える上で、個人消費のてこ入れは大きな課題となるだろう。

3. 労働生産性の向上やリスク資産保有の促進が、中長期的な消費拡大の鍵に

消費の原資である可処分所得が長い目で見て拡大するためには、労働生産性の高まりを通じた持続的な賃金上昇に加え、「貯蓄から投資へ」の流れを加速させ、家計が金融資産から追加的な所得を確保できる環境を作っていくことが重要だ。

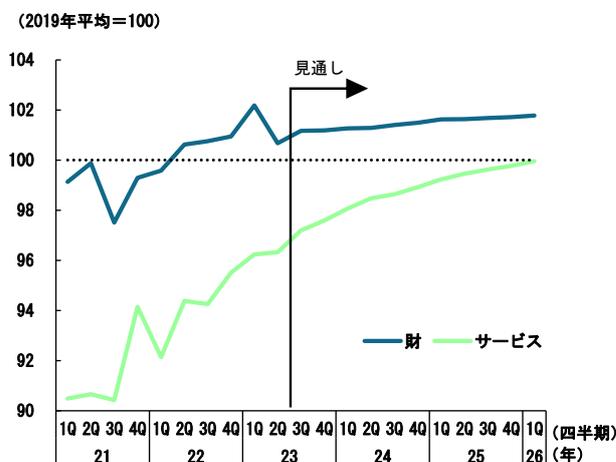
中長期的な賃金上昇率は、主に労働生産性の伸びによって決まる。労働生産性は、労働者が一定期間にどれだけの財・サービスを産み出せるかを表す指標であり、その財・サービスを企業が販売して得た収益の一部が賃金になるためだ。労働生産性の向上につながる可能性がある手段には、例えば、各種ロボットの活用やデジタル化の推進がある（山本他（2023））。また、生産性水準が高い産業へ労働移動を促すとともに、幅広い労働者を対象とするスキルアップ支援や、ジョブ型雇用など労働移動が企業業績の改善につながりやすくする仕組みを整備することも、経済全体の労働生産性を高める要因になるだろう（服部（2023））。こうした施策を推進していくことで、中長期的な労働生産性の向上と実質賃金の持続的な上昇を目指すことが重要である。

図表 5 2010年代の実質可処分所得の寄与度分解



(出所) 内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

図表 6 財・サービス消費の先行き



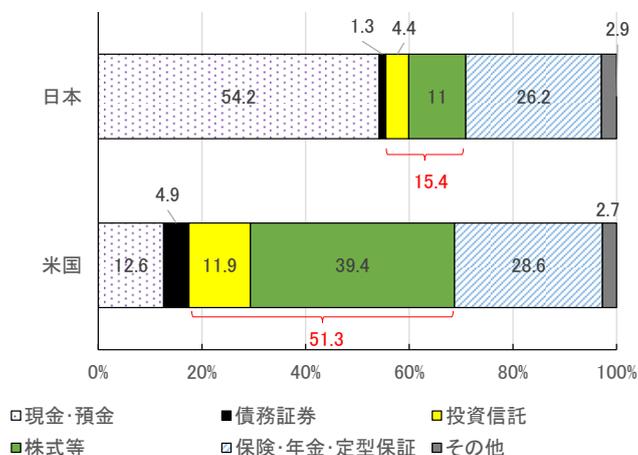
(出所) 内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

加えて、労働所得（賃金）以外の経路で家計の購買力を高める必要もあるだろう。図表7で示す通り、日本の家計は金融資産の5割以上を現預金で保有しており、投資信託や株式等を合わせたリスク資産の保有割合は2割に満たない。そのため、足元のように預金金利が低い中で物価上昇率が高まると、実質的な金融資産はそのまま目減りする一方、株高環境であったとしても（名目概念である株価はインフレ局面で上昇しやすい）資産所得増加の恩恵を受けられないことになる。対照的に、家計のリスク資産保有率が5割を超える米国では、インフレ率が高まる中でも株高による資産所得増加のメリットを享受することができる。米国の個人消費が堅調な動きを続ける背景の一つには、このように賃金以外で家計の購買力が高まるルートの存在があるとみられる。

日本の家計がこうしたリスク資産保有のメリットを享受するためには、「貯蓄から投資へ」の流れを加速する必要がある。その点で、現在政府が進める新NISA（少額投資非課税制度）の導入やiDeCo（個人型確定拠出年金）の拡充といった制度面の改善は、家計の投資促進に効果的といえるだろう。また、家計のリスク資産保有を促すには、金融リテラシーの向上も重要だ（みずほリサーチ&テクノロジーズ（2023b））。金融経済教育の拡充により家計の金融リテラシーを高めることで、正確な情報をもとにした投資行動を促し、家計がそれぞれのニーズに合ったリスク資産保有ができるような環境を作っていくことが求められる。

このように、賃金の持続的な上昇や資産所得の増加を通じて家計の購買力を高めることが、先行きの個人消費の増加につながる。それは経済成長率の引上げを通じてさらなる賃上げの実現や株価の上昇にも結びつくと考えられる。賃金（労働所得）・資産所得双方のチャンネルを通じて、経済成長の果実を幅広い家計に行き渡らせることができるかどうか、岸田政権の目指す「成長と分配の好循環」実現に向けた大きな鍵になるだろう。

**図表 7 日米の家計金融資産構成
(2023年3月末時点)**



(出所) 日本銀行「資金循環の日米欧比較」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

[参考文献]

- みずほリサーチ&テクノロジーズ (2023a) 「2023・2024年度 内外経済見通し—米中で二極化する世界経済。次第に強まる停滞感—」、2023年9月25日
- 酒井才介、風間春香、中信達彦、安川亮太 (2023) 「持続的な物価上昇は実現するか ～省人手不足をトリガーとした企業行動の変化が鍵～」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2023年9月28日
- 山本康雄、風間春香、中信達彦 (2023) 「人手不足は2030年時点で約700万人に ～省力化投資・人的資本投資による生産性向上が課題～」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほレポート』、2023年4月28日
- 服部直樹 (2023) 「労働移動で日本の賃金・生産性は上がるのか～日本の労働移動の現状把握と政策シミュレーション～」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほレポート』、2023年9月15日
- みずほリサーチ&テクノロジーズ (2023b) 「「貯蓄から投資へ」は進むか?～資産所得倍増プラン成功のカギと将来シミュレーション～」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほレポート』、2023年8月18日

- ¹ 日本経済新聞「航空各社、お盆の国内線利用15%増 コロナ前の9割に回復」2023年8月22日
- ² 足元の介護保険料率や健康保険組合の健康保険料率は上昇傾向が続いており、先行きも高齢化の進展を背景に負担増が続く可能性が高い。
- ³ 供給制約の緩和により、自動車販売についても当面は回復基調での推移が見込まれるが、その他の財消費は力強さを欠くとみられる。

[本コンテンツに関するアンケートに](#)

[ご協力をお願いします](#)



[共同執筆者]

調査部 経済調査チーム エコノミスト
調査部 経済調査チーム

中信達彦 tatsuhiko.nakanobu@mizuho-rt.co.jp
西野洋平 yohei.nishino@mizuho-rt.co.jp

【PR】YouTube®動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！ (YouTubeはGoogle LLCの登録商標です)

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



(QRコードはデンソーウェブの登録商標です)

お問い合わせ：みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社 調査部メールマガジン事務局

(03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp)

- 当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。