

個人消費は強い？それとも弱い？ 強弱入り乱れる消費指標を読み解く

調査部 経済調査チーム

首席エコノミスト 河田 皓史

080-2074-8973

hiroshi.kawata@mizuho-rt.co.jp

- 個人消費の基調が見えづらくなっている。ハードデータが総じて弱い一方、一部のソフトデータはかなり強く、指標ごとに異なるサインを出している
- ソフトデータの強さはインフレ要因やインバウンド要因によるところが大きい。これらの要因を除いた実質個人消費は伸び悩んでいるとみるのが自然
- 平均消費性向はコロナ禍前の水準に達しており、実質所得の改善がなければ実質消費の改善は見込みづらい。賃上げと減税がある年央頃まで、個人消費は浮揚感に乏しい展開が続くだろう

1. 混沌の個人消費指標：総じて弱いハードデータ、強弱入り混じるソフトデータ

個人消費の基調が見えづらくなっている。その理由は、関連指標の動きがこのところ「バラバラ」なためである。まず、ハードデータは総じて冴えない。GDPベースの実質個人消費は、2023年4～6月期・7～9月期と2四半期連続マイナス成長になっており、政府・日銀の基調判断（政府：「持ち直している」、日銀：「緩やかな増加を続けている」）と比べて弱い動きになっていることは否めない（図表1）。日銀の植田総裁は、決定会合後の記者会見で個人消費の基調判断・見通しの妥当性について、このところ毎回問われているが、「総合的にそう判断している」との結論を繰り返すだけで、十分な説明ができていない（図表2）。月次の消費指標（消費活動指数、家計調査、総消費動向指数）も総じて冴えない動きである（図表3）。特に、家計に支出額を直接尋ねた家計調査はこのところかなり弱い動きとなっている。

一方、アンケート調査に基づくソフトデータ¹には、強い動きを示す指標もある。例えば、短観において個人消費関連業種²の業況判断DIをみると、コロナ禍前を大幅に上回る歴史的な高水準となっている（図表4）。また、報道情報においても「百貨店の初売りが好調」など、景気の良い話が聞かれることが増えており、コロナ禍で停滞してきた個人消費に漸く明るさが出てきたという印象を受けることも少なくない。

ただし、ソフトデータが全て強いわけでもない。タクシー運転手や商店街関係者など経済活動の現場にいる人の景況感を尋ねた景気ウォッチャー調査は、2023年の春先にピークをつけた後、足元では水準を切り下げている（前掲図表4）。また、家計に消費者心理を直接尋ねた消費者態度指数は、2022年末頃と比べれば持ち直しているものの、過去の平均的な水準に比べて低水準にとどまっている。

数多存在する個人消費関連指標はそれぞれ異なるサインを出しており、個人消費の実勢が見えづらくなっているのが現状と言えるだろう。一方で、個人消費の実勢を正確に把握することの重要性は高

まっている。現在のように「物価上昇に賃金上昇が追い付かない」状況が長期化すると、実質賃金・所得の減少を通じて個人消費が弱含み、消費喚起のための値下げ競争が再燃するリスクが高まる。言い方を変えると、「賃金・物価の好循環」が実現する前に個人消費が腰折れしてしまうおそれがあるということだ。こうした局面で、個人消費の基調を正確に把握できていないと、個人消費が悪化しつつあるタイミングで金融政策の変更（正常化）に踏み切ってしまう事態になりかねない。

図表1 GDP実質個人消費



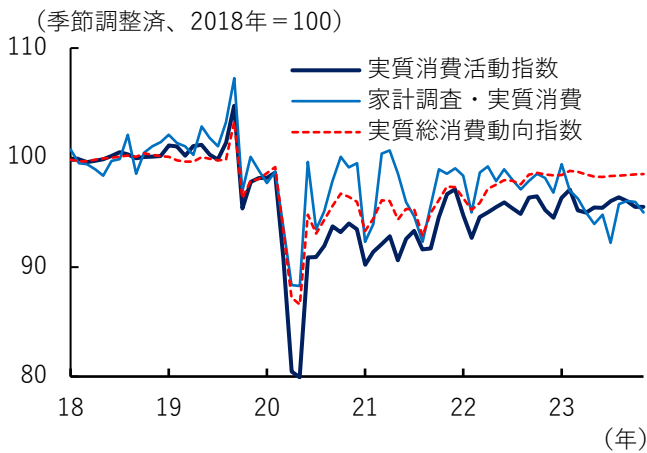
(出所) 内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表2 個人消費に関する植田総裁発言

Q. 消費は増加基調を維持しているとの判断だが、指標は強くない。判断の根拠如何。
A. 様々な指標を点検して、緩やかな増加が継続していると判断している (23/12月会合後会見)
Q. なぜ個人消費が緩やかな増加を続けると判断しているのか。物価高による消費腰折れ懸念をどう考えるか。
A. 一部の消費は慎重化しているが、全体としてみれば、家計調査以外の消費指標は概ね緩やかに改善していると判断している (23/10月会合後会見)
Q. 家計調査の弱さについてどう考えるか。
A. 我々が把握している消費関連のデータを総合すると、緩やかな増加ないし回復の基調にあるということだと思う。家計調査との整合性はもう少し検討する (23/9月会合後会見)

(出所) 日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

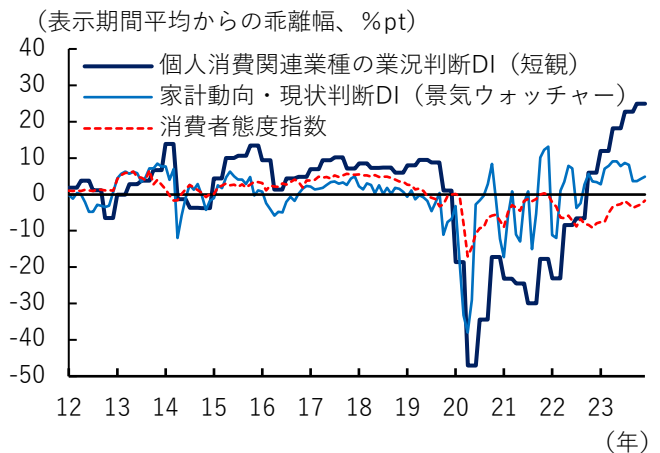
図表3 月次の消費ハードデータ



(注) 実質消費活動指数は旅行収支調整済。

(出所) 総務省「家計調査」、「消費動向指数」、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4 消費関連ソフトデータ



(注) 個人消費関連業種は、小売、対個人サービス、宿泊・飲食サービスを有効回答社数で加重平均したもの。

(出所) 内閣府「景気ウォッチャー調査」、日本銀行「短観」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

2. どの指標を信じるべきか？

個人消費はGDPの6割弱を占める重要コンポーネントであり、「実勢は不明」と片づけてしまうことは許されない。現状認識をクリアにするために、各指標の特徴を整理してみよう。ここでは、現在の状況において消費の基調を見えづらくしている3つの要因（①インフレ要因、②インバウンド要因、③サンプル要因等の不規則変動）に注目して指標特性を整理した（図表5）。

まず、①インフレ要因である。ここでいう「インフレ要因」とは「インフレによる商品単価・客単価の上昇により名目売上高が大きく見える」ことである。現在のようなインフレ局面では、インフレの影響を含む「名目消費」とインフレの影響を除く「実質消費」とで動きが全く異なる（図表6）。景気判断においては「実質GDP成長率」と「需給ギャップ」が最重要指標であるが、これらに直接影響するのは名目消費ではなく実質消費である。したがって、景気判断の文脈における個人消費の基調判断は、実質消費に基づき行われるべきである。この点、ソフトデータである短観は名目消費（≒消費関連企業の名目売上高）との連動性が高く、現在の局面では明らかにインフレで嵩上げされている。ゼロインフレ期においては名目値と実質値が乖離することが少なかったため、実質消費と業況判断DIが似たような動きをすることが多かったが、現在のようなインフレ局面では両者が乖離するのは当然である。この点、エコノミストも自身の「デフレインド」を排除して指標をみていく必要があるだろう。

図表5 個人消費関連指標の特性

		インフレ 要因	インバウンド 要因	サンプル要因等 の不規則変動	要素還元的な 説明の可否
ハード データ	GDP個人消費 (内閣府)	影響しない	影響しない	多少影響する	説明可能
	消費活動指数 (日銀)	影響しない	影響しない	多少影響する	説明可能
	家計調査 (総務省)	影響しない	影響しない	影響する	説明可能
	総消費動向指数 (総務省)	影響しない	影響しない	影響しない	説明不可
ソフト データ	短観 (日銀)	影響する	影響する	影響しない	多少説明可能
	景気ウォッチャー (内閣府)	影響する	影響する	影響しない	説明可能

(注) GDP個人消費はQEベースの実質民間最終消費支出、消費活動指数は実質の旅行収支調整済、家計調査は実質消費支出、総消費動向指数は実質、短観は個人消費関連業種の業況判断DI、景気ウォッチャーは家計動向関連の現状判断DI

(出所) 内閣府、総務省、日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

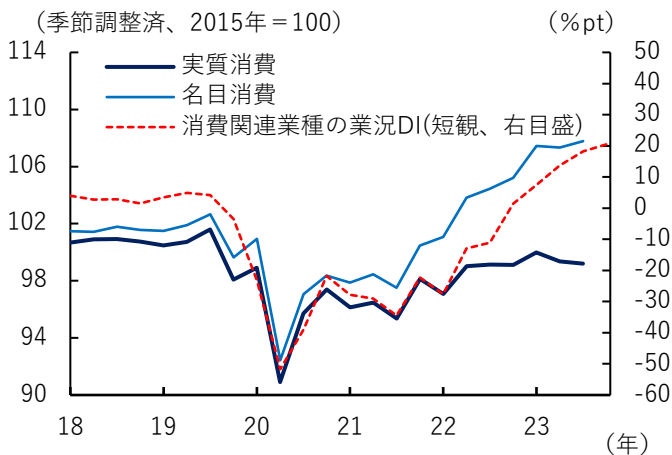
次に、②インバウンド要因である。統計の定義上、インバウンド消費（国外居住者による国内消費）は、「個人消費」ではなく「サービス輸出」である。したがって、インバウンド需要がいくら盛り上がっても、GDP個人消費（民間最終消費）には基本的に影響しない。むしろ、購買力の高いインバウン

ド客向けに設定された各種料金は国内居住者にとっては割高で、かえって「国内居住者の消費」としてのGDP個人消費を弱める可能性すらある。

一方で、消費財・サービスを販売する企業にとっては、消費者の国籍や居住地にあまり意味はない。誰から受け取ろうと1円は1円である。その結果、例えば「国内居住者の消費が横ばい」で「インバウンド消費が大きく増加」という局面においては、短観などの企業アンケートに基づくソフトデータは改善するものの、インバウンド要因を調整しているハードデータは特に改善しないという現象が生じる。実際、ハードデータであるGDP統計においても、「インバウンドを含む消費」（国内家計最終消費）と「インバウンドを除く消費」（民間最終消費）を分けて動きをみることができるが、インバウンドを含む消費は振れを伴いつつも増加傾向を続けているのに対し、インバウンドを除く消費は2022年度以降ほぼ横ばいとどまっている（図表7）。

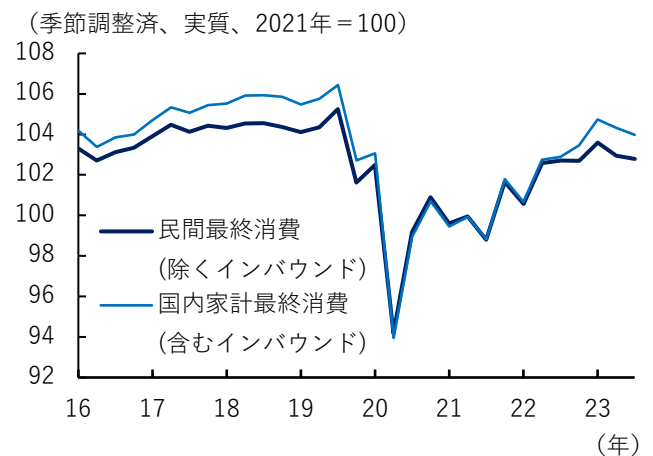
上記の2要因（①インフレ要因、②インバウンド要因）に注目して、「インバウンド込みの名目消費」の代理指標になっているとみられる短観・業況判断DIがどの程度嵩上げされているかをGDP統計から確認すると、2022年度初対比で、インフレが+3~4%、インバウンドが+1~2%嵩上げしていることが確認できる（図表8）。これを見れば、短観・業況判断DIが「実質消費」の代理指標として不適切なのは一目瞭然であろう。

図表6 実質・名目消費と業況判断DI



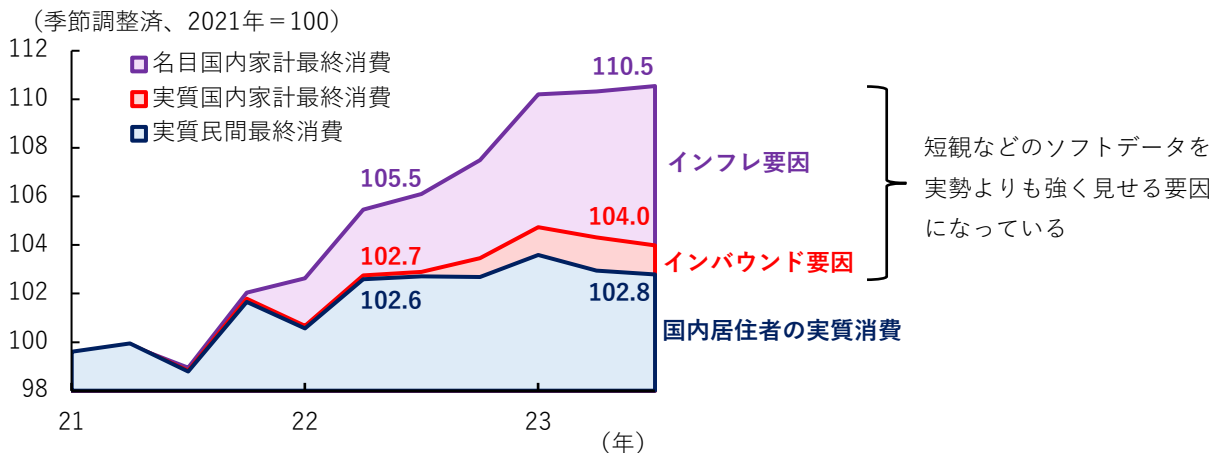
(注) 消費関連業種は、小売、対個人サービス、宿泊・飲食サービスを有効回答社数で加重平均したもの
 (出所) 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表7 インバウンド要因



(注) GDPベースの実質値
 (出所) 内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表8 インフレ要因とインバウンド要因による「嵩上げ」の度合い



(出所) 内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

最後に、③サンプル要因等の不規則変動である。エコノミストの間ではよく知られているように、家計調査はサンプル要因による振れが非常に大きい統計である。もちろん、家計調査の動きの全てが振れというわけではなく、有益な情報を持っていることもある。しかし、リアルタイムでサンプル要因を明確に識別することは難しいため、多くの場合、家計調査が特徴的な動きを示したときにそれが実勢なのか振れなのかリアルタイムでは判断できない。こうした指標で消費の基調を判断するのは難しく、景気指標としては使い勝手が悪いと言わざるを得ない。GDP統計のうち「QE」と呼ばれる四半期速報においては、家計調査などの需要側統計と生産動態統計などの供給側統計を一定のウエイトで加重平均したものとして個人消費を推計しているため、家計調査がサンプル要因で振れてしまうとGDP個人消費もその影響を多少受けてしまう。2010年代後半に需要側統計のウエイトは引き下げられており、以前ほど家計調査に振り回されなくなっているものの、それでも多少の影響は受ける。

日銀の消費活動指数は家計調査を使用しておらず、「家計調査のサンプル要因」に攪乱されることはない。ただし、消費活動指数の基礎統計である商業動態統計や第三次産業活動指数も、時折サンプル要因（あるいは推計方法に起因する要因）と思しき不可解な動きをすることがあり、この意味で消費活動指数もサンプル要因等の不規則変動から完全に無縁というわけではない。また、星野（2023）が指摘しているように、インバウンド要因を調整するために使用している統計の側に問題が生じている可能性や、オンライン消費を適切に捕捉できていない可能性もあり、消費活動指数も完全無欠の指標とは言えない。

以上をまとめると、個人消費の基調を表す指標としての各指標の評価を図表9のように整理できる。まず、「現状では、足元の個人消費を完璧に追える指標はない」ということを指摘しておきたい。図表5と図表9を見れば明らかなように、欠点が1つもない指標は存在しない。したがって、エコノミストとして（短期的に）できることは、「相対的にマシ」と思われる指標を特定し、その指標を丹念に分析していくことに尽きる。

ソフトデータのうち、足元でかなりの強さを示している短観・業況判断DIについては、明らかにインフレとインバウンドで嵩上げされており、景気判断において重要な「実質消費」（正確に言えば、

国内居住者の実質消費)の代理指標としては不適切である。景気ウォッチャー調査も、短観ほどではないにせよインフレやインバウンドで嵩上げされており、消費の強さをやや過大評価しているものとみられる。

ハードデータに目を転じると、家計調査の弱さが目立つが、他の指標対比で突出して弱いことを踏まえると、家計調査に付き物の「サンプル要因による振れ」とみておくのが自然な推測だろう。したがって、家計調査を基礎統計の1つとしているGDP消費³にもその影響が混入しているはずであり、足元のGDP消費を見る際にはこの点を割り引く必要があるだろう。総消費動向指数は、複数の消費関連指標に各種統計手法を適用して作成されており、家計調査を含め個別基礎統計のイレギュラーな動きに攪乱されにくい。ただし、こうした作成方法の副作用として「消費全体」の系列しか存在しないため、消費の増減が何によって生じているのか要素還元的な説明ができないという点で、使いにくさがある。消費活動指数は、家計調査の影響を受けないほか、要素還元的な説明も可能であるため、総じて優秀な指標であるといえる。それでも、前述の通り、主要基礎統計である商業動態統計や第三次産業活動指数の一部内訳系列が説明のつかない動きをすることがあるなど完璧ではなく、他の指標と併せ見ることによって頑健性をチェックする必要があると筆者は考えている。その意味で、「相対的にマシ」と思われる3指標（消費活動指数、GDP消費、総消費動向指数）の最近の動きをみると（前掲図表1、3）、実はそれほど大きな差はみられず、いずれも2022年度以降は横ばい圏内の動きである。したがって、消費の現状を機械的に表現するなら「横ばい圏内」が適切であるし、足元の動きを重視するなら「伸び悩んでいる」あたりが妥当な表現と思われる。

図表9 個人消費関連指標に関する筆者の評価

	評価	理由
GDP個人消費	△	過去に比べればウエイトが引き下げられているとはいえ、家計調査のサンプル要因の影響を受けることは依然ネガティブ要因
消費活動指数	○	家計調査のサンプル要因の影響を受けず、全体として優秀な指標といえる。ただし、主要基礎統計である商業動態や第三次産業活動指数の一部内訳系列が奇妙な動きをすることがある点には留意が必要。また、第三次産業活動指数のリバイズによって大きく改定されることが多い点も気になる点
家計調査	×	サンプル要因による振れがあまりにも大きく、強かろうが弱かろうがサンプル要因との疑念が常に残るため、月次経済指標としては使いづらい
総消費動向指数	△	インフレやインバウンドに攪乱されないほか、家計調査のサンプル問題も克服されているが、加工度が高く要素還元的な説明ができない
短観	×	インフレとインバウンドにより大きく嵩上げされており、GDPの「実質個人消費」の代理指標としては不適切
景気ウォッチャー	△	ヘッドラインのDIは「3か月前対比での方向感」を表しており、インフレの影響は短観と比べれば小さめにとどまっているとみられるが、皆無ではない。また、インバウンドの影響を受けやすい

(注) GDP個人消費はQEベースの実質民間最終消費支出、消費活動指数は実質の旅行収支調整済、家計調査は実質消費支出、総消費動向指数は実質、短観は個人消費関連業種の業況判断DI、景気ウォッチャーは家計動向関連の現状判断DI
(出所) 内閣府、総務省、日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

もともと個人消費は、エコノミスト泣かせのコンポーネントである。「新車販売台数」、「百貨店売上高」、「チェーンストア売上高」など、セグメントごとの状況を表す指標は多数存在するものの、これらを統合した「個人消費全体」を月次でフォローできる指標が少ないため、基調判断が常に難しい分野であった。家計調査は以前から存在していたが、前述の通りサンプル問題から逃れられず、商業動態統計は財消費の動向を包括的に把握できるものの、サービス消費の動向を把握することはできないという中で、全体感を掴みづらかった⁴。

筆者が日銀在籍時代に開発した「消費活動指数」⁵は、こうした問題意識を受けて生み出されたものである。2016年春に公表を開始した当初は、「日銀が変わった指標を突然出し始めた」というような反応であったが、今では消費指標の1つとして広く認知・利用されるに至っている。それ以降、データサイエンス・ブームにも後押しされ、オルタナティブデータを用いた指標が多数開発されており、その一部（ナウキャスト社のJCB消費NOWなど）は広く用いられるようになってきているものの、結局、「消費はこれを見ておけばOK」というほどの信頼性を持った指標は未だ生み出されていない。冒頭に記述した通り、個人消費の動きを正確に追っていくことの重要性は高まっているため、既存消費指標の改善（あるいは新指標の開発）に向けた努力がなされることが期待される。

3. そもそも、個人消費が横ばい圏内なのは「謎」なのか？

足元の個人消費の基調を占う上では、GDP消費や消費活動指数といったオーソドックスなハードデータ（が示す伸び悩み）を信用すべきというのが、面白味はないが筆者の主張である。それでは、これらの指標が消費の実勢を表しているとして、最近の個人消費の動きは所得環境対比でどのように評価できるのだろうか。名目消費を名目可処分所得で割った平均消費性向（以降、消費性向）をみると、コロナ禍初期には大幅に切り下がったが、その後の実質消費の持ち直しにインフレも加わって足元ではコロナ禍前の水準にまで復している（図表10）。これを実質所得の側からみると、実質可処分所得・実質雇用者報酬ともに、この2年ほど減少トレンドを辿っていることがわかる（図表11）。要するに、現状は「実質所得の弱さを受けて、実質消費が伸び悩む」というごく当たり前のことが起きているに過ぎない。個人消費が横ばい圏内の動きになっているのは、「謎」ではなく、「当たり前」なのである。2023年春のコロナ感染症5類移行が人々の行動を非連続に変えると期待する向きもあったわけだが、結果としては、インフレによる購買力の低下により追加的な消費余力が失われたことの影響が大きかったということなのだろう。

2024年の賃上げは前年を上回る高水準になることが予想される⁶が、春闘による賃上げが実際の賃金に反映されるのは夏場にかけてである。インフレがしばらく高止まりする⁷こともあり、実質賃金の減少は当面続く可能性が高い。夏頃になれば、賃上げの効果が実際の賃金に表れるほか、政府の経済対策に基づく減税も可処分所得の押し上げに作用するため、夏のボーナス商戦と相まって、個人消費に明るさが出てくることが期待される。逆にそれまでの間は、個人消費は浮揚感に乏しい展開が続くだろう。

そのうえで、消費性向の先行きをどう考えるかは、難しい問題である。人口動態だけで考えれば、消費性向は上昇してもおかしくない。若年者は老後に備えて貯蓄するため消費性向は低めになるが、高齢者は若年期に蓄えた資産を取り崩して生計を立てることから消費性向は100%を超えるのが普通

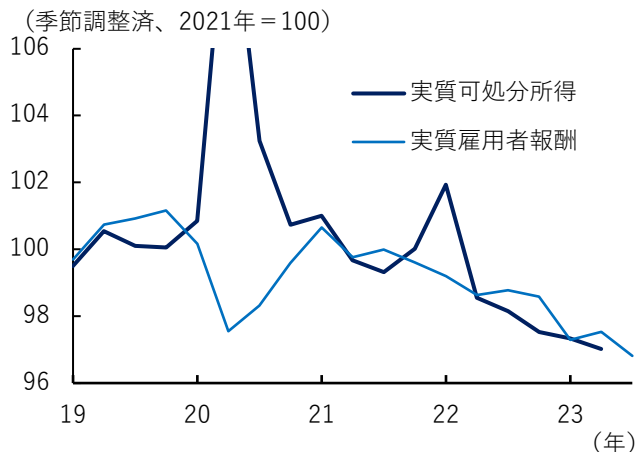
であり、高齢化がなお進むわが国ではマクロの消費性向が100%を上回って上昇し続けても全く不思議ではない。だが実際には、2010年代後半に消費性向は低下傾向を辿ってきた。この点については、年金財政の悪化等を受けた将来不安の高まりなど様々な仮説が指摘されてきたほか、小寺（2020）が年齢階級別のデータを用いた分析を行っているが、筆者の知る限りでは、誰もが納得する結論はまだ出ていないように思う。高齢化が続いているにもかかわらず消費性向の上昇が止まった（あるいは低下に転じた）理由を特定しないことには、消費性向の先行きについて説得力のある見通しを置くことは難しいだろう。この点については、筆者自身も含めて、今後分析を深めていく必要があると考える。

図表10 平均消費性向



(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11 家計の実質所得



(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

【参考文献】

河田皓史（2023）「物価の基調をどうみるか—2024年度初のサービス価格改定が正念場—」、みずほインサイト、2023年11月30日

河田皓史・西野洋平（2023）「2024年春闘賃上げ率の見通し—2年連続で高水準となるも、実質賃金プラス転化は遠い—」、Mizuho RT EXPRESS、2023年12月18日

小寺信也（2020）「コロナ危機前の個人消費はなぜ伸び悩んだのか—セミマクロデータを利用した消費関数の推計」、みずほレポート、2020年8月14日

高橋優豊・近藤卓司・宗像晃・大久保友博・岩崎雄斗（2021）「近年の消費行動の変化を踏まえた消費活動指数の推計方法の見直しについて」、日本銀行調査論文、2021年7月7日

中村康治・河田皓史・田中雅樹・植前理紗（2016）「消費活動指数について」、日本銀行調査論文、2016年5月2日

星野卓也（2023）「乖離する消費統計とその原因を考える～あえて供給側統計を疑う3つの理由～」、第一生命経済研究所、2023年10月2日

- 1 業況感等が「良い／悪い」、「改善／悪化」など、定性的な印象を答えさせるアンケート調査に基づくデータ。回答者の主観が回答内容に影響しうる点が、売上など客観的な数字に基づくハードデータとは異なる。ただし、多くの場合ハードデータより速報性が高いため、景気判断において注目を集めることも多い。
- 2 小売、対個人サービス、宿泊・飲食サービスを有効回答社数で加重平均したもの。
- 3 厳密に言えば、家計調査の影響を受けるのはQE（四半期速報）だけであり、QE からかなり遅れて公表される確報値（年次推計値）には家計調査は使用されない。
- 4 内閣府がかつて作成・公表していた「消費総合指数」という指標もある。この指標は、緻密に推計されてはいるものの、QE の推計方法を再現していることから家計調査の影響を受けるほか、内訳が公表されていないことからメカニズムの説明には不向きであった。
- 5 消費活動指数の基本設計や開発思想については、中村・河田・田中・植前（2016）を参照。最新スペックについては、高橋・近藤・宗像・大久保・岩崎（2021）を参照。
- 6 賃上げ予想については、河田・西野（2023）を参照。
- 7 物価動向については、河田（2023）を参照。

[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](#)



【PR】YouTube 動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！

～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：調査本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。