

2024年2月15日

日本：春闘や資産効果で消費は今後上向く公算



木下 智夫
グローバル・マーケット・
ストラテジスト

レポート要旨

消費の弱さが懸念材料に

足元で消費の弱さが続いています。2月15日に公表された2023年10-12月期のGDP統計によれば、実質民間消費増加率は前期比で-0.2%と、3四半期連続で減少しました。

家計の所得環境は悪いわけではない

1人あたり平均賃金の伸び率は依然として実質ベースでマイナス圏にありますが、実質マクロ賃金は、1%程度という、日本経済にとっては比較的高めに伸びていることから、家計の所得環境は、全体としては比較的良好であると言えるでしょう。

株価上昇による資産増効果を試算。春闘もあり、今後の消費は上向こう

資産保有額の上位10%では、これまでの株高によって1世帯あたりの平均で483万円のキャピタルゲインが得られたと試算されました。今後については、消費マインドが改善する中、インフレ率の低下や賃上げ、資産効果の効果が強まる形で、今後の民間消費は緩やかに改善していくと考えられます。

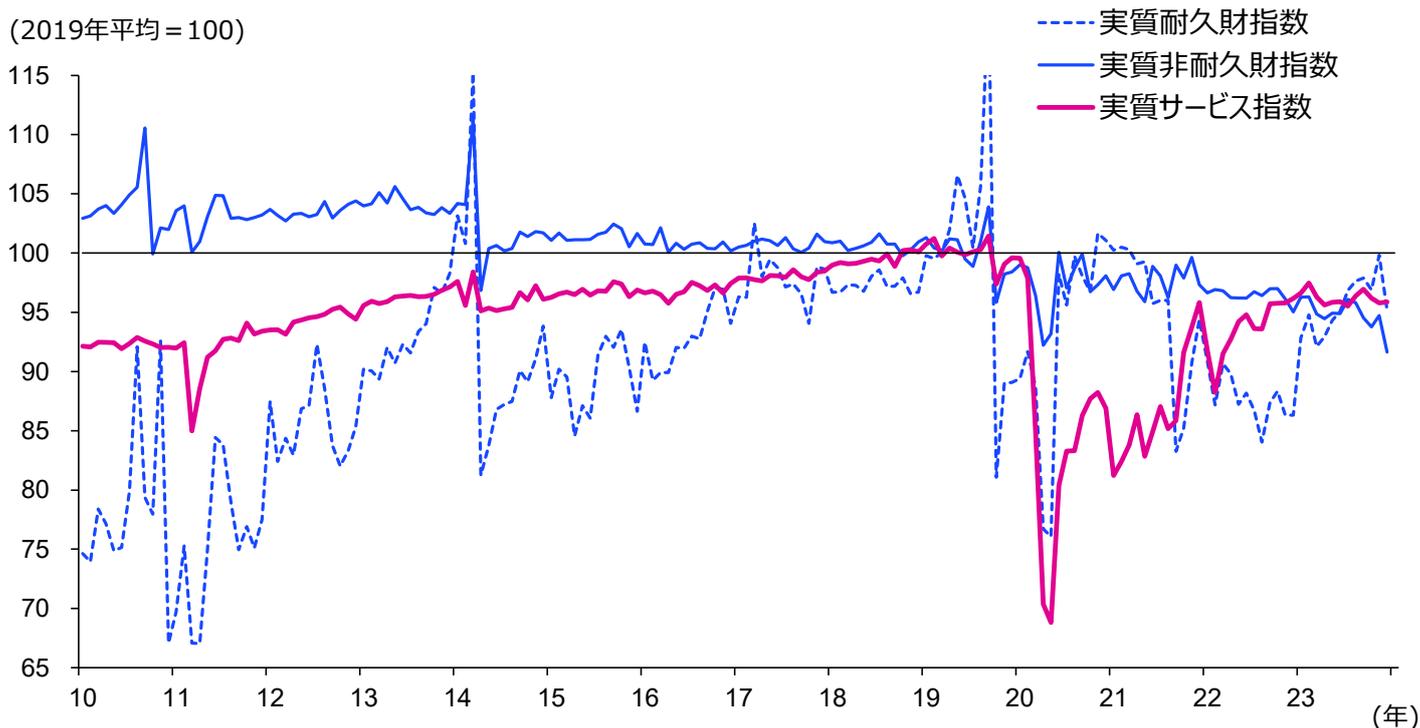
消費の弱さが懸念材料に

足元で消費の弱さが続いています。2月15日に公表された2023年10-12月期のGDP統計によれば、実質民間消費の増加率は前期比で-0.2%にとどまりました。設備投資を含めた全ての主要な内需項目が前期比で減少したことから、2023年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率で-0.4%と低迷しました。民間消費の前期比増加率は、2023年4-6月期と7-9月期において、それぞれ、-0.7%、-0.3%であったことから、三四半期連続で消費が弱かったことがわかります。日本銀行が月次で公表している消費活動指数（実質ベースの計数）で過去数カ月間のトレンドをみると（図表1）、非耐久財消費は緩やかに減少を続ける一方、サービス消費は横ばい圏で推移しました。耐久財消費は2022年末ごろから増加基調が続いていたものの、2023年12月に比較的大きく落ち込みました。GDPの過半を占める民間消費の動きは日本の景気にとって非常に重要であり、このまま横ばい圏の動きが続くようであれば、需要の弱さがインフレ圧力の低下につながり、日銀が目指す2%の持続的なインフレの達成が難しくなるほか、企業業績の先行きに対する懸念を呼ぶことで株価に悪影響をもたらす可能性も出てきます。

家計の所得環境は悪いわけではない

民間消費の先行きを占ううえでは家計の所得環境の動きが重要です。1人あたりの平均賃金上昇率は実質ベースで全体ではマイナスが続いており、インフレによって悪影響が出ているのがわかります（図表2）。しかし、フルタイム労働者とパートタイム労働者では差があり、直近でのインフレ率の低下により、パートタイム労働者の平均賃金上昇率はプラス圏に浮かび上がってきました。これは、最低賃金の持続的な引き上げに加えて、足元での労働力不足の中で企業がパートタイム労働者向けに時給を比較的大幅に引き上げていることを反映した動きと考えられます。一方、日本の景気にとって重要なのは、労働者数の増加も加味した、マクロ賃金の状況です。日本では、2023年において、人口が減少したにもかかわらず、フルタイム労働者数は前年比で0.9%、パートタイム労働者数は3.8%、全体の労働者数は1.8%増加しました。1人あたり実質平均賃金に労働者数を乗じた実質マクロ賃金の直近の動きをみると、フルタイム労働者は前年比でほぼゼロ%程度の伸び率にとどまっているのに対し、パートタイム労働者は4%超という伸び率を記録しています。全体としては、実質マクロ賃金が1%程度という、日本経済にとっては比較的高めの伸びである（図表3）ことから、所得環境は、全体としては比較的良好であると言えるでしょう。

（図表1）日本：実質財・サービス消費の推移

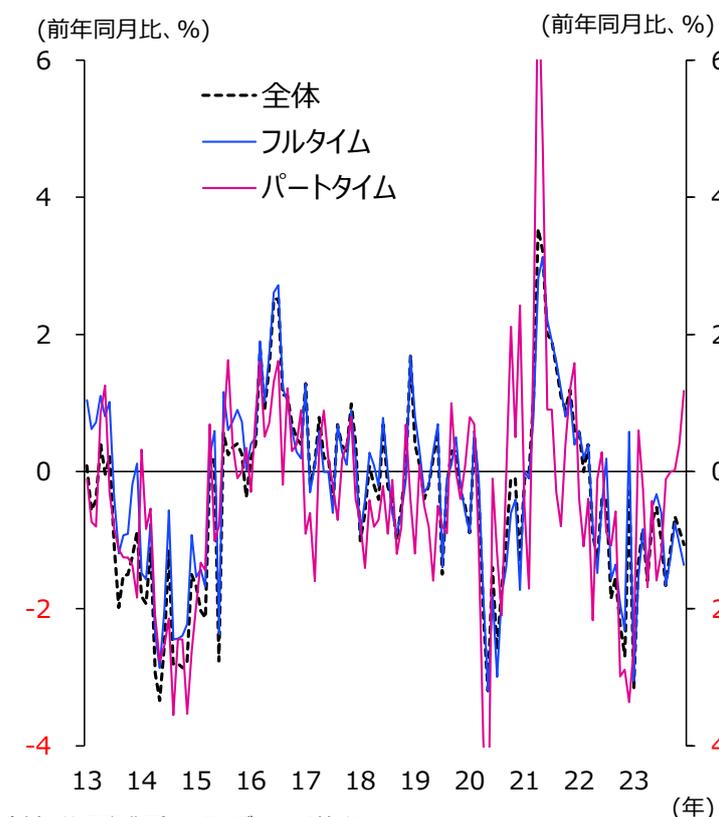


良好な所得環境にあつたにもかかわらず2023年10-12月期の民間消費がやや弱い動きになつたのは、①食品など消費者が比較的頻繁に購入する財のインフレがかなり高い水準で推移したことで、消費者が節約志向を強めたこと、②コロナ禍の収束に伴うサービス・耐久財分野のペントアップ需要が一段落したこと、③2023年における年末のボーナスの伸びが限定的であつたこと一が背景にあつたと思われまふ。③については、毎月勤労統計で集計された1人あたりの平均ボーナスの前年比伸び率は2022年夏季ボーナス、2022年末のボーナス、2023年の夏季ボーナスについて、それぞれ、2.4%、3.2%、2.0%でした。しかし、2023年末のボーナスについては、まだ集計結果が未公表ながら、2023年12月分の「特別に支給された給与」の前年比での伸び率が0.5%にとどまつたことから、大幅に減速したと推察されまふ。また、経団連が集計した、大企業におけるボーナスの平均額の前年比増加率も、2022年年末ボーナスの8.9%から、2023年の夏季ボーナス、同年末ボーナスでは、それぞれ、0.5%、1.5%へと減速しまふ。毎月勤労統計で集計される賃金はボーナスも含めた計数であり、その意味では全体としての所得環境は良好であつたものの、期待したほどボーナスが増えなかつたことが足元での消費の弱さにつながつていた可能性がありまふ。

株価上昇による資産増効果を試算。春闘もあり、今後の消費は上向こう

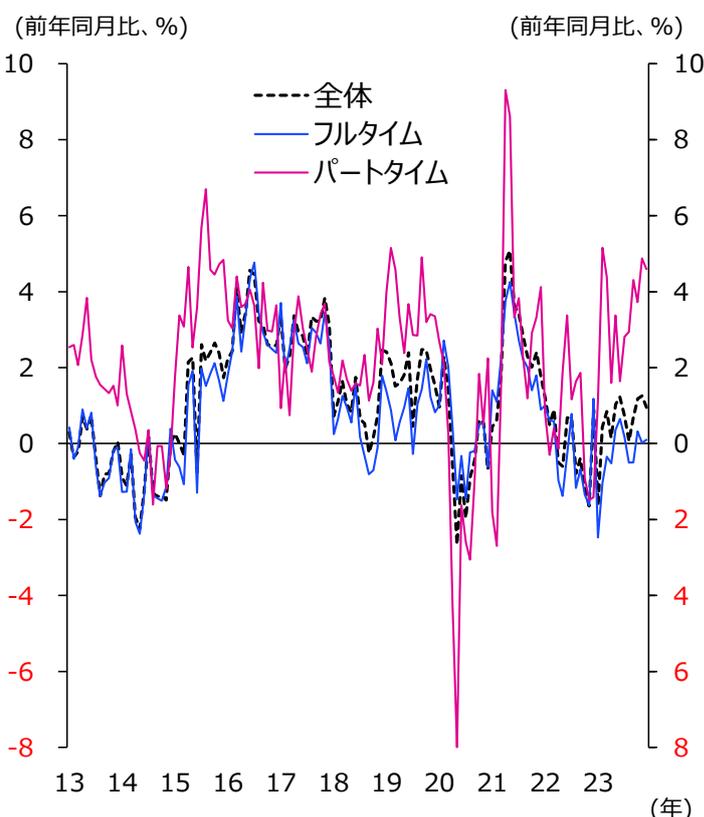
今後については、①2024年の春闘での、前年並みか、それをやや上回る程度の賃上げ、②株価上昇による資産効果一によって民間消費がゆっくりと拡大する展開を見込みまふ。日本企業の業績はおおむね堅調に増加しているうえ、経団連や政府、労働組合が共に比較的大幅な賃上げの必要性について認識している点が、春闘での賃上げの動きに追い風となつていまふ。今後は、①インフレ率が緩やかに低下することが見込まれること、②春闘でのベースアップが予想されること一により、家計の実質賃金伸び率が改善していくと考えられまふ。一方、所得とは別の面から日本の消費へのサポート力を強めるとみられるのが、足元での株高です。株高が家計にどの程度のインパクトをもたらしているかは、家計が株式資産をどの程度保有しているかによりまふ。資産保有額階層別に株式の保有状況を把握できる統計としては、5年ごとに実施される総務省の全国家計構造調査（旧称『全国消費実態調査』）があり、その最新調査（2019年調査）により、資産保有額階層別の株式等の資産額をみてみまふ（図表4）。

（図表2）日本：1人実質賃金の伸び率



（注）共通事業所ベースのデータより算出。
（出所）毎月勤労統計およびCEICよりインベスコ作成。

（図表3）日本：実質マクロ賃金の伸び率



（注）共通事業所ベースのデータより算出。
（出所）毎月勤労統計およびCEICよりインベスコ作成。

(図表4) 資産総額の十分位階級別に見た1世帯当たり資産額 (2019年10～11月)

(単位:万円)

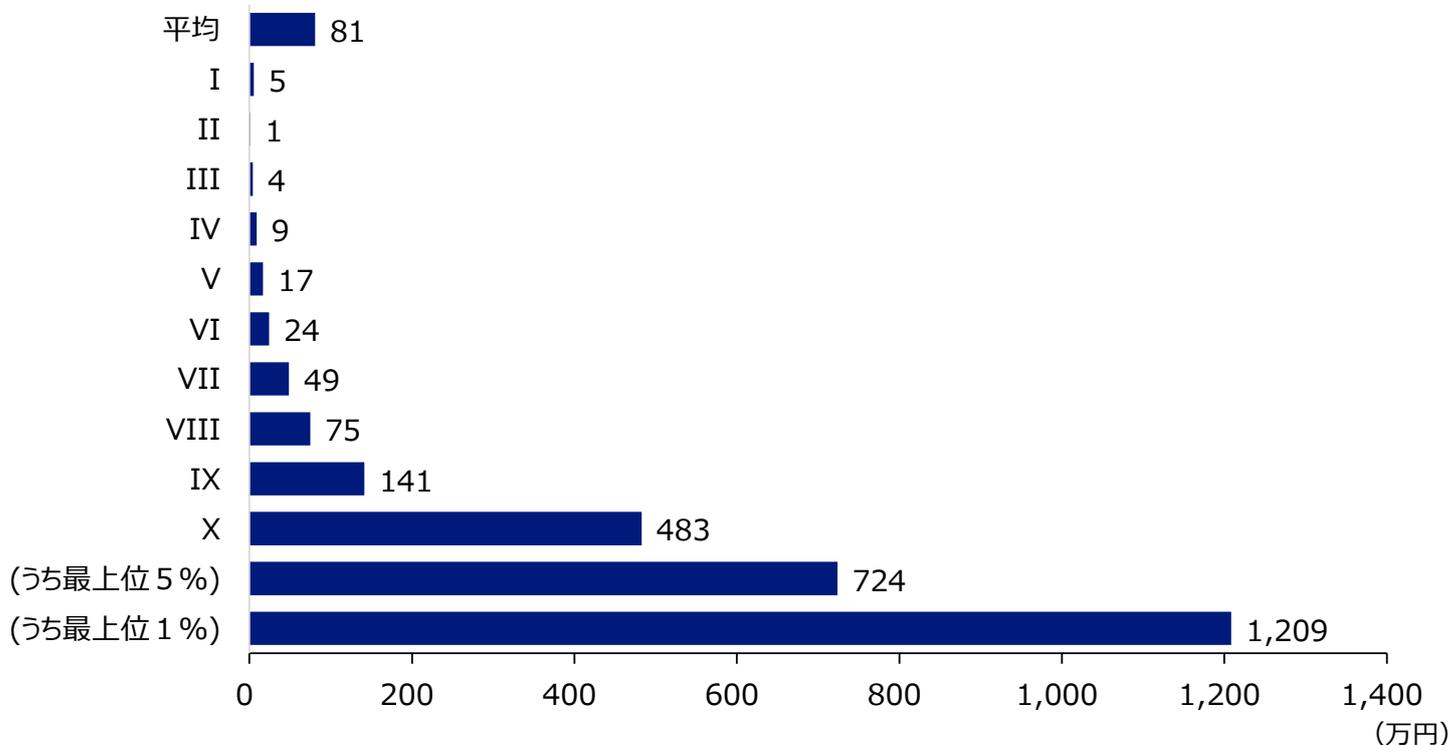
	対象世帯数 (単位は万世帯)	預貯金	生命保険など	株式	債券	投資信託	その他	金融資産残高
平均	5,041.9	814	243	107	28	65	23	1,280
I (最下位の10%)	504.2	114	63	7	1	4	4	193
II	504.2	34	12	1	0	0	1	48
III	504.2	171	58	6	0	3	5	244
IV	504.2	294	104	11	1	8	9	428
V	504.2	406	135	23	2	12	9	588
VI	504.2	557	180	32	4	19	23	814
VII	504.2	789	242	68	9	33	24	1,165
VIII	504.2	1,183	335	99	18	60	33	1,728
IX	504.2	1,683	473	182	43	124	38	2,543
X (最上位の10%)	504.2	2,911	828	642	200	383	84	5,048
(うち最上位5%)	252.1	3,468	970	976	271	547	100	6,332
(うち最上位1%)	50.4	4,901	949	1,615	507	943	143	9,058

(注) 資産の分位階級については、純金融資産と住宅・宅地を含めたベースで算出。

(出所) 総務省の全国家計構造調査 (2019年調査) よりインベスコ作成

(図表5) 資産総額の十分位階級別に見た、株高による1世帯当たり資産増加額
(2022年末から2024年2月13日までの株価上昇による資産増加額)

(所得分位)



(注) 資産の分位階級については、純金融資産と住宅・宅地を含めたベースで算出。保有株式の評価額がすべて東証株価指数に連動し、かつ、投資信託のうち株式部分が半分を占めるという強い前提を置いて2022年末から直近 (2024年2月13日) までの間のキャピタルゲインを試算。

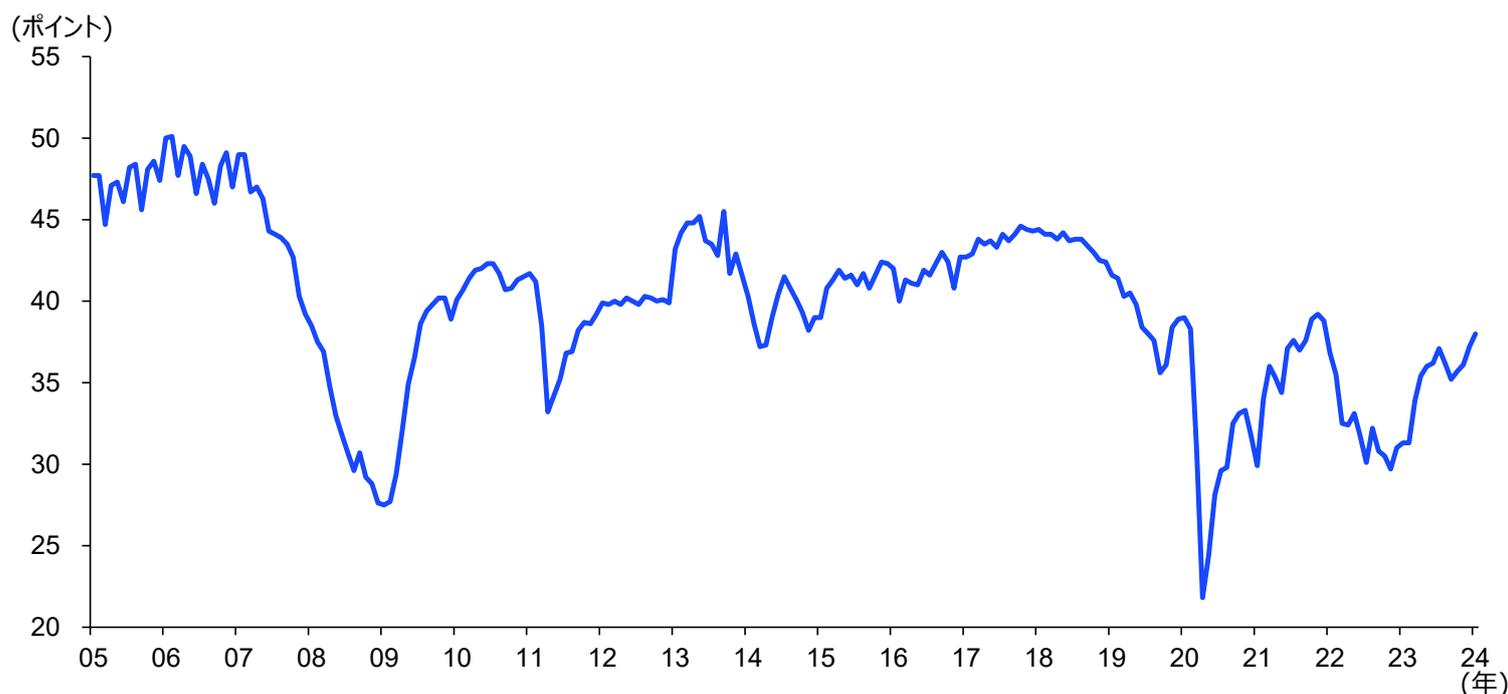
(出所) 総務省の全国家計構造調査 (2019年調査) を用いてインベスコが試算

これにより、資産保有額の上位10%では1世帯あたり保有金融資産残高の5,048万円のうち、株式、投資信託が、それぞれ、642万円、383万円を占めていることがわかりました。ちなみに、同最上位1%でみると、株式が1,615万円、投資信託が943万円でした。この調査が実施された時点での東証株価指数は1653.9ポイントでしたが、2022年末時では1891.7ポイント、直近時点（2024年2月13日）では、2612.0ポイントに上昇しました。株高によってそれぞれの階層がどの程度のキャピタルゲインを得たかについての目安を得るため、保有株式の評価額がすべて東証株価指数に連動し、かつ、投資信託のうち株式部分が半分を占めるという強い前提を置いて2022年末から直近までの間のキャピタルゲインを試算してみました。この結果、キャピタルゲインは全世帯平均では81万円であったものの、資産保有階層によって大きなばらつきが存在しており、上位10%の世帯では483万円、その次の10%の階層では、1世帯当たり141万円であったと試算されました（図表5）。株高は少なくとも一部の消費者の資産額増加につながり、そうした消費者による消費の拡大につながっている可能性があります。

ところで、最近の消費者行動の特徴として、消費にメリハリをつける傾向が強まってきたと指摘されることが増えてきたように思われます。これについては、私には、比較的多くの資産を保有する層がこれまでよりも高額の財・サービス消費を行う一方、株価や不動産価格の上昇による恩恵を受けにくい層が節約志向を強めているように思えてなりません。つまり、1人の消費者がメリハリをつけた消費行動をしているのではなく、「所得・資産格差の拡大によって、消費者全体としてみるとメリハリをつけた消費をしているように見える」というのが実態ではないかと思われます。比較的多くの資産を保有している階層向けの財・サービスを販売する企業は、販売価格をこれまで以上に引き上げることが可能になっていくと見られます。

先に触れた通り、家計全体の所得環境は悪くないこともあり、消費者マインドは改善を続けています。内閣府が消費者にアンケート調査を行って算出する消費者態度指数をみると、2022年末頃からの上昇傾向が足元まで続いています（図表6）。消費マインドが改善する中、インフレ率の低下や賃上げ、資産効果の効果が強まる形で、今後の民間消費は緩やかに改善していくと考えられます。こうした動きが「賃金と物価の好循環」という構造的な変化を後押ししていくという見通しが、日銀による金融引き締め政策の実施と日本株の上昇につながっていくと見込まれます。

（図表6）日本：消費者態度指数の推移



（出所）CEICよりインベスコ作成。

「グローバル・ビュー」の既刊タイトル一覧（最近分）

※下記レポートは以下のリンクからご覧いただけます。

<https://www.invesco.com/jp/ja/insights/global-view.html>

発行日	タイトル
2月8日	「米国経済のソフトランディング」シナリオに変更
2月1日	1月FOMC：金融市場の基調は不変
1月25日	日銀政策：1月会合を受けて政策見直しを変更
1月18日	弱さが目立った10-12月期の中国経済
1月11日	米国：ソフトランディングの可能性が高まる？
1月5日	2024年の日本金融市場見直し
12月21日	2024年のグローバル金融市場
12月14日	転換点を迎えたFRB政策と今後の市場シナリオ
11月30日	2024年のグローバル経済見直し
11月24日	注目度を高めるインド市場
11月16日	リスクオンの中で「巻き戻し」が続く
11月9日	グローバル金融市場の地合いが変化？
11月2日	11月FOMC＝「ハト派的な」利上げ休止
10月31日	（フラッシュ・レポート）日銀：YCC再柔軟化の背景を探る
10月26日	米国：消費者信用が足元で減少に転じた

当資料ご利用上のご注意

本書は情報提供を目的として、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」といいます。）に属するグローバル・マーケット・ストラテジスト（以下、「作成者」といいます）が作成した資料です。本書は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。また過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。本書は、金融商品取引契約の締結の勧誘資料はありません。本書に記載された一般的な経済、市場に関する情報およびそれらの見解や予測は、作成者の資料作成時における見解であり、いかなる金融商品への投資の助言や推奨の提供を意図するものでもなく、また将来の動向を保証あるいは示唆するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。本文で詳述した本書の分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性もあります。当資料について事前の許可なく複製、引用、転載、転送を行うことを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長金商第306号
加入協会 一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会

MC2024-022