

# 消費の回復は持続するのか 株高依存でなく、所得環境の改善が必要

経済調査部エコノミスト

千野珠衣

03-3591-1294

tamai.chino@mizuho-ri.co.jp

- 年明け以降の消費堅調の背景には株高がある。株高が消費を増加させる経路には、①家計の保有資産拡大を通じた経路、②景気回復期待による消費者マインドの改善を通じた経路の2つがある。
- 消費をキャピタルゲインや消費者マインド等で説明する消費関数によると、年明け以降の消費回復については、後者の影響が大きいとみられる。
- ただし、マインド改善による効果の持続期間は3四半期程度にとどまると試算される。5月末以降、株価が不安定な動きをしていることも踏まえると、所得の改善なき消費回復の持続性は期待し難い。

## 1. はじめに

年明け以降の個人消費は堅調に推移している。2013年1～3月期の実質個人消費は、耐久財、半耐久財、非耐久財、サービスの全ての支出が拡大し、前期比+0.9%と大きく増加した。家計調査によれば、自動車や教育サービス等が好調であった。百貨店協会によれば1～3月期の美術・宝飾・貴金属の売り上げは前年比で約1割増加しており、高額品の販売も好調である。4～6月期についても、消費の基調は弱まっていない。4月の消費総合指数は1～3月期平均から0.2%上昇した。4～5月期の自動車販売台数（みずほ総合研究所による季節調整値）は、1～3月期平均比5.9%増加している。

こうした足元の消費を持ち上げている要因は何であろうか。また、消費の堅調さは今後も続くのだろうか。本稿では、消費を所得、キャピタルゲイン、消費者マインド等によって説明する消費関数を推計して、上記2つの内容を検証した。

## 2. 高所得層が足元の消費を牽引～株高が背景～

消費堅調の立役者は、中・高所得層だ。年収によって世帯数が等しくなるように世帯を5つに分けた際に最も所得の低い世帯を除いた4つの世帯グループでは1～3月期の消費が増加した（図表1）。とりわけ、年収が高い2グループの消費は前年比+5.5%と顕著に増えている（年収が低い2グループは同+3.9%）。高所得層の消費は、リーマンショック以降低所得層の消費と比べて相対的に低い伸びが続いてきたが、年初以降は急激に増加している。消費者の今後半年間の意識を示す消費者態度指数を年収別にみると、1～3月期には全ての世帯が上昇したが、年収950万円以上の世帯では改善幅が特に大きく、年収1200万円以上の世帯については3カ月連続で大幅に改善した（図表2）。

中・高所得層を中心に消費意欲が急激に高まってきたのは、昨年末以降に株価が大きく上昇した影

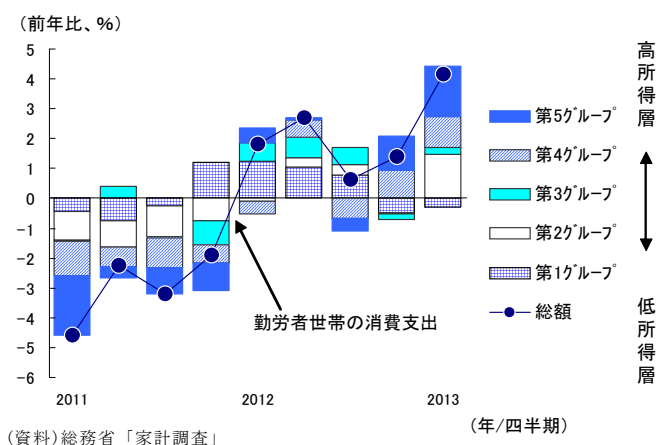
響が大きいと考えられる。高所得層ほど株式を多く保有する傾向があり、株価上昇の恩恵を高所得層ほど享受しやすいためだ。実際、高所得層の消費拡大は株価上昇とほとんど時期を同じにしている。

株高が高所得層の消費を喚起したとみられる時期は、バブル崩壊後でも何度かある。株価が上昇した1996年や2004年についても、所得の高い2つの世帯グループの消費は増加する傾向がみられた。

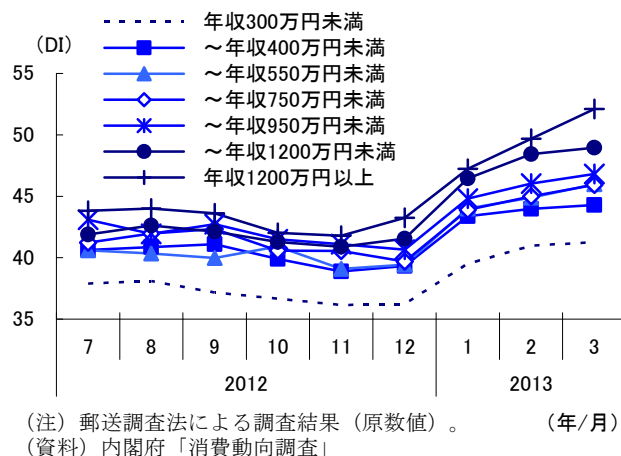
### 3. 株価上昇による個人消費増加のメカニズム～2つの経路を通じて消費は増加～

株高が個人消費の増加に繋がるメカニズムは、大きく2つある。1つは、株高によって家計が保有する資産価値（キャピタルゲイン）が増加して消費が増加する「直接的な経路（資産効果）」（図表3の①）。もう1つは、株高を受けて消費者の景気回復期待が強まることで消費者マインドが改善して、消費が促される「間接的な経路」である（図表3の②）。

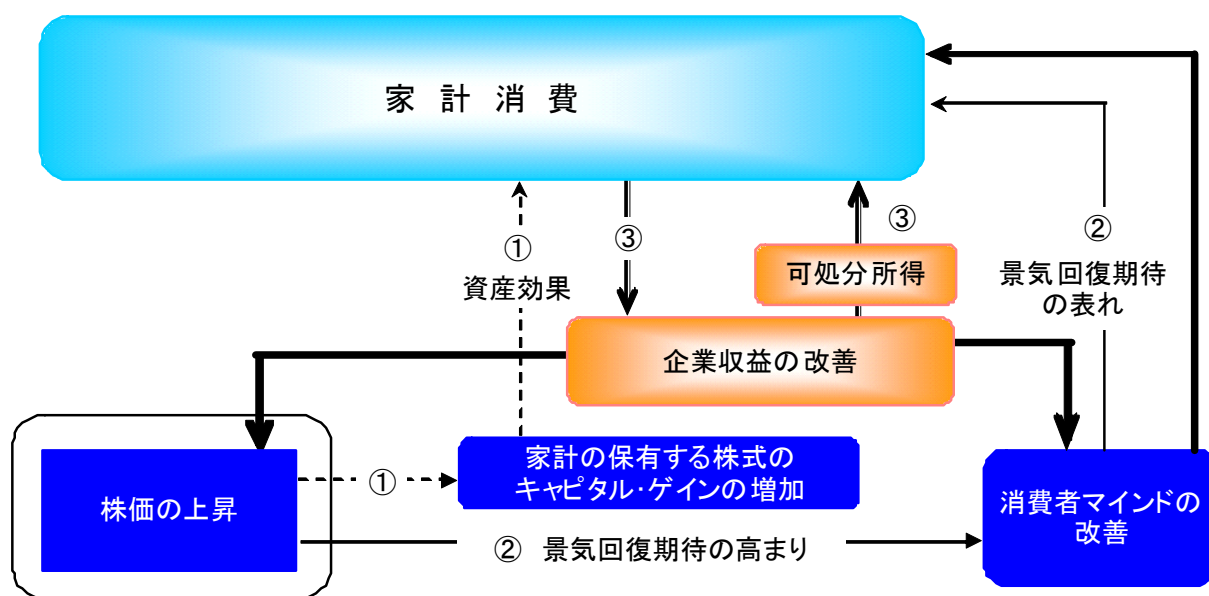
図表1 勤労者世帯の消費支出（所得階層別）



図表2 消費者態度指数（年収別）



図表3 株価上昇による個人消費増加のメカニズム



(資料) みずほ総合研究所作成

#### 4. 年明け以降の消費堅調は、マインド改善効果(間接的な効果)が大きい

年初来の消費の堅調さについて、直接的な経路・間接的な経路を通じた影響の大きさを定量的に量るため、所得、キャピタルゲイン(家計資産比)、消費者マインド<sup>1</sup>で消費を説明する消費関数を推計した(図表4)。なお、「直接的な経路」については、国民経済計算における家計資産の再評価勘定をキャピタルゲインとして捉えることとした。国民経済計算の再評価勘定は、期末の時価ベースの資産額から期初の時価ベースの資産額及び在庫品の純増分を差し引いて計算している。また、消費者マインドとして採用した消費者態度指数は、暮らし向き、収入の増え方、雇用環境、耐久消費財の買い時判断の4つの意識指標で構成され、株価の上昇が景気回復期待の高まりを通じて4つの構成要素(意識指標)に反映されることで間接的に消費を押し上げると考えられる。資産の増え方に対する判断(その他の意識指標)は同指数の構成項目には含まれないことから、直接的な効果とは区別できるものと考えた。

消費関数によれば、キャピタルゲインが増加することによる消費押し上げ効果(直接的な経路を通じた消費押し上げ効果)は、以下に説明するように限定的だ。

もともと日本では、家計資産に占める株式のシェアが米国と比べて低く、3.5%程度(米国は20%)に過ぎない。このため、消費関数からは仮に日経平均株価が9,000円から1万5,000円へと67%上昇しても、消費の押し上げ幅はわずか0.13%ポイント程度に留まる計算となる。

一方で、消費者マインド改善による消費への影響(間接的な経路を通じた消費押し上げ効果)は小さくない。消費者態度指数は、1~3月期に5ポイント改善しており、これを受けて消費は0.3~0.4ポイント程度押し上げられたと推計される。

以上のように、足元の消費堅調は、キャピタルゲインの増加という直接的な経路よりも消費者マインド改善という間接的な経路を通じた影響が大きかったと推測される。

図表4 家計最終消費支出(前期比)を被説明変数にした推計式

	定数項	説明変数		
		実質可処分所得 (除・財産所得)	キャピタルゲイン (家計資産比)	消費者 マインド
		前期比、%	%	前期差、Pt
		-	-	2期前
係数	0.35	0.15	0.06	0.07
P値	0.00	0.00	0.00	0.06
	***	***	***	*

(注) 1. 被説明変数は、実質家計最終消費の前期比(推計期間は、1983年Q1~2011年Q4(四半期))。

2. 消費者マインドは、消費者態度指数(一般世帯)。1989年度と1997年度の消費税増税時には、消費税ダミーを加えて推計した。

(資料) 内閣府、総務省等よりみずほ総合研究所作成

## 5. 消費者マインド改善による消費押し上げは半年程度。消費の持続回復には、所得の増加が必要

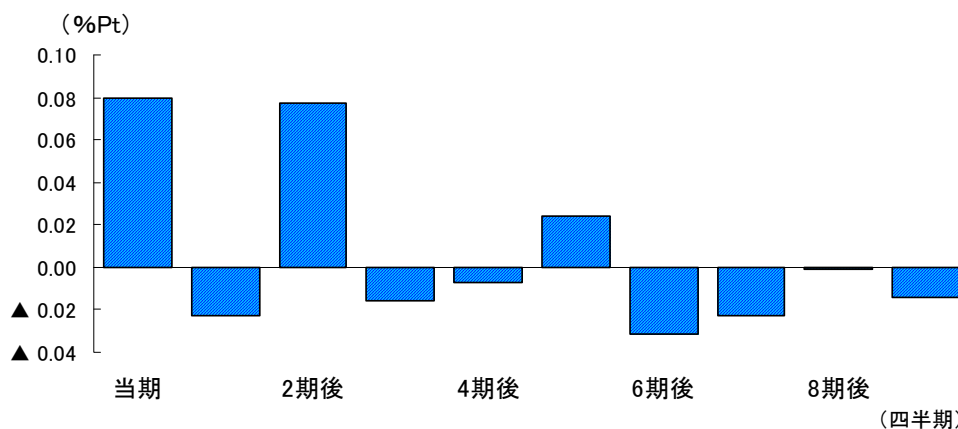
次に、消費者マインド改善の効果がどの程度持続するかをみるため、消費、所得、消費者マインド、キャピタルゲインを変数とするVAR分析を行った。それによれば、消費者マインド改善によって消費が押し上げられる期間は3四半期程度続き、その後は収束している（図表5）。このことから、年初以降のマインド改善は夏場まで消費を押し上げる方向に働くとみられる。

一方で5月下旬以降株価が乱高下しており、これによって6月以降の消費者マインドが落ち込めば、夏場以降の消費に下押し圧力がかかるリスクもある。株価の不安定な動きを踏まえると、消費回復を株高のみに依存するには不透明感が強すぎる。

夏場以降も消費が安定的に回復するには、景気回復が企業収益の改善に繋がり、所得の増加に結びつく必要がある（図表3の③）。今夏のボーナスは3年ぶりに増加したとみられるが、所得や消費者マインドが安定的に改善基調を維持し個人消費を持続的に押し上げるには、こうした動きが所定内給与に拡大し、さらにそれが中小企業の従業者などの幅広い層に波及することが必要となる。

2014年度以降は消費増税によって、家計の実質購買力に下押し圧力がかかることも踏まえると、賃金・所得の増加なき消費回復では持続性は期待できないとみるべきだろう。

図表5 消費者マインド改善による個人消費への影響



(注) 個人消費、所得(可処分所得-財産所得)、キャピタルゲイン、消費者マインドからなる5変数VAR(ラグは3次、変数は前期比または前期差)を推計し、消費者マインドの改善(消費者態度指数が1ポイント上昇)による消費への影響(前期比の押し上げ幅)をインパルス応答関数として計算した。推計期間は1983年第3四半期～2011年第4四半期。  
(資料) 内閣府、総務省等よりみずほ総合研究所作成

<sup>1</sup> 消費関数の推計においては、長期時系列データが取得可能な消費者態度指数の季節調整値(郵送調査法)を採用した。

●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、商品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。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。