

日本経済：物価上昇は消費支出にマイナスの影響、 物価上昇の鈍化と強制貯蓄の取崩しで消費の拡大続く

物価変動は消費性向（所得に占める消費の割合）の変化を通じて消費支出に影響を与える。消費性向の変動要因を分析すると、物価の上昇は消費性向の低下につながり、①物価上昇の影響は選択的消費支出により強く表れること、②エネルギー物価よりもそれ以外の物価の影響が大きいこと、③高所得者層ほど物価変動の影響が大きく、低所得者層では基礎的消費支出への影響もあることが示された。今後は、2023年度後半にかけて物価上昇が鈍化し消費性向は押し上げられ、強制貯蓄の取崩しが進むことで消費支出も増加することが見込まれる。消費に慎重な姿勢が見られる低所得者層でも、パートタイム労働者の賃金上昇が加速しつつあるため、物価上昇の鈍化が消費性向の上昇につながりやすくなるだろう。さらに、今春闘では企業の賃上げに対する前向きな姿勢が目立っている。消費支出は、所得の増加と消費性向の上昇により拡大が続くと見込まれる。

物価変動は消費性向を通じて消費支出に影響

昨年以降、原材料高や円安を背景に物価の上昇が加速している。代表的な指標である消費者物価は、昨年4月の前年同月比+2.5%から今年の1月には+4.0%と約41年ぶりの上昇率となっており、足もとの大幅な物価上昇は、家計の消費支出に大きな影響を与えている。

物価の変動が消費支出に与える影響は、その経路や程度が多様である。そのため、ここでは消費支出が可処分所得（収入から税金や社会保険料などを除いた所得）と消費性向（所得に占める消費の割合¹）の掛け算で決まるというシンプルなモデルをベースに分析を進めたい。

物価の変動に対して、可処分所得は短期的には変化しない（物価が上がっても給料はすぐには上がらない）。したがって、仮に消費性向も変化しないのであれば、物価と消費支出は単純な比例となる（ケース1）。つまり、物価が上昇すれば消費支出もその分だけ増加する。

しかしながら、消費性向は、物価や所得、消費者マインド、金融資産残高の変化の影響を受ける。つまり、物価の変動は、消費性向の変化という経路を通じて消費支出に影響を与える（ケース2）。

物価上昇は消費性向を低下させ消費支出にマイナス

そのため、物価の変動が家計の消費支出に与える影響をみるためには、両者の関係を分析することが重要

¹ ここでは平均消費性向を用いる。平均消費性向とは、可処分所得に対する消費支出の割合を示す。

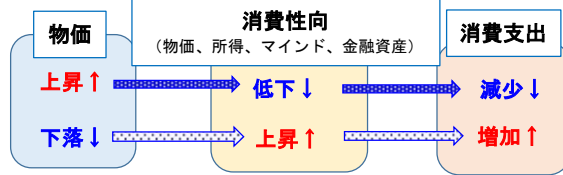
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

物価変動と消費支出の関係

<ケース1>



<ケース2>



(出所) 伊藤忠総研作成

となる。

一般的に、消費性向の決定要因には、物価のほか、所得²、消費者マインド、金融資産があり、そのほか、消費増税に伴う駆け込み需要や反動減（消費増税要因）や、新型コロナウイルス感染拡大を受けた消費行動の制限・委縮（コロナ要因）などによっても消費性向は結果的に歪められる。

そこで、消費性向を消費者物価、実質可処分所得、消費動向調査の雇用環境（マインド要因）、金融資産残高³、さらに消費増税要因とコロナ要因を取り除くためのダミー変数を加えた 6 つの要因で説明する関係式を推計した（下表）。なお、ここでは総務省が公表する家計調査の年収五分位階級別⁴のデータを用いて消費性向を所得階層別に推計している。推計期間は 2002 年 1-3 月期から 2022 年 1-3 月期まで、すなわち、まん延防止等重点措置が解除され経済活動がウィズコロナに入るまでを対象とした。さらに、消費者物価については、エネルギー物価（ガソリン代、電気・ガス代）とそれ以外の物価（エネルギーを除いた全て）の 2 変数に分けて推計を行った。

推計結果をみると、物価要因と所得要因、コロナ要因が各所得階層の消費性向に有意⁵に影響を与えるとの結果が得られた。さらに、物価要因の回帰係数が「マイナス」となっていることから、物価が上昇すると消費性向が低下し、物価が下落すると消費性向は上昇する関係が確認された。

消費性向関数の推計結果

要因	変数名	定数項	物価要因		所得要因	マインド要因	金融資産要因	消費増税要因				コロナ要因		自由度修正済み決定係数
			エネルギー	エネルギー以外				実質可処分所得	雇用環境	金融資産の可処分所得比率	2014/1Qダミー	2014/2Qダミー	2019/3Qダミー	
I	回帰係数	541.94	7.69	-86.76	-24.31	0.18	7.63	-0.05	-2.42	1.11	-5.66	-8.91	-5.08	0.71
	t値	3.97	2.37	-2.65	-2.46	0.17	2.72	-0.02	-1.07	0.51	-2.47	-3.83	-3.64	
	有意水準	***	**	***	**		***				**	***	***	
II	回帰係数	661.62	-3.14	-74.55	-48.92	-1.84	0.77	3.63	-0.34	1.38	-0.94	-7.85	-3.84	0.77
	t値	5.68	-0.97	-2.60	-5.26	-1.67	0.22	1.63	-0.15	0.61	-0.39	-3.23	-3.17	
	有意水準	***		**	***							***	***	
III	回帰係数	620.46	-4.63	-72.35	-43.43	-1.91	4.76	2.56	0.68	1.49	-2.99	-6.21	-5.30	0.84
	t値	6.46	-1.56	-2.91	-5.53	-2.15	1.37	1.42	0.38	0.81	-1.57	-3.09	-5.28	
	有意水準	***		***	***	**						***	***	
IV	回帰係数	659.09	-8.19	-93.30	-31.35	1.06	7.31	7.22	1.66	1.56	-4.43	-5.93	-6.07	0.80
	t値	5.40	-2.06	-3.34	-3.09	0.95	1.49	3.22	0.75	0.69	-1.85	-2.36	-4.11	
	有意水準	***	**	***	***			***			*	**	***	
V	回帰係数	718.86	-12.10	-95.93	-36.48	0.67	3.48	6.28	1.09	2.54	-3.49	-4.35	-3.53	0.79
	t値	6.32	-3.48	-3.56	-3.79	0.55	0.77	2.94	0.51	1.18	-1.59	-1.93	-2.27	
	有意水準	***	***	***	***			***					**	

(注) 1%有意は***、5%有意は**、10%有意は*

推計期間は、2002年第1四半期～2022年第1四半期。いずれも季節調整済値。

$$\begin{aligned}
 \text{平均消費性向 (\%)} = & \text{定数項} + \alpha 1 * \log(\text{エネルギー物価}) + \alpha 2 * \log(\text{エネルギー以外の物価}) \\
 & + \beta * \log(\text{実質可処分所得}) + \gamma * \log(\text{雇用環境}) + \delta * \log(\text{金融資産} \div \text{可処分所得}) \\
 & + 2014\text{年第1四半期ダミー} + 2014\text{年第2四半期ダミー} + 2019\text{年第3四半期ダミー} + 2019\text{年第4四半期ダミー} \\
 & + \text{特別給付金ダミー} + \text{コロナダミー}
 \end{aligned}$$

² 所得要因とは、所得が減少してもその減少率ほどには消費が減少せず、逆に所得が増加してもその増加率ほどには消費が増えない「ラチェット効果」を示す。

³ 所得階層別の金融資産残高（貯金＋有価証券）を可処分所得で除したもの。

⁴ 各所得階層の年間世帯収入は、所得階層 I では 460 万未満、II は 460～600 万未満、III は 600～750 万未満、IV は 750～960 万未満、V は 960 万以上。

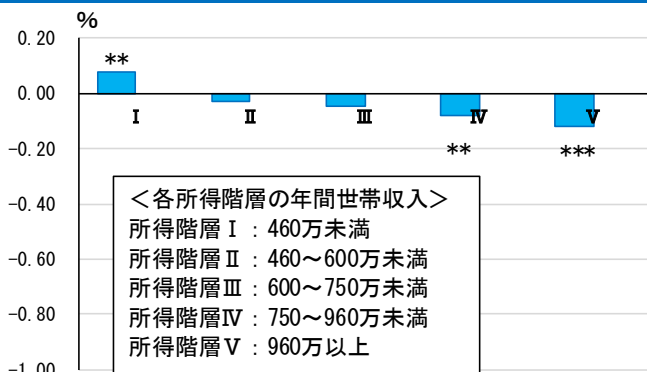
⁵ 有意とは、統計学的に関係があると判断すること。

昨年終盤の物価上昇は消費支出を2～5%程度押し下げ

この推計結果を用いて、物価変動に対する消費性向の感応度（物価が1%上昇した時に消費性向は何%変化するか）を所得階層別に試算すると、もっとも水準が低い所得階層Ⅰではエネルギー物価が1%上昇すると消費性向が+0.08%ポイントと上昇するが、その他の所得階層では低下し、所得階層Ⅳでは▲0.08%ポイント、所得階層Ⅴでは▲0.12%ポイントとなる（下左図）。また、エネルギー以外の物価が1%上昇すると、所得階層Ⅰでは消費性向が▲0.87%ポイント、所得階層Ⅱでは▲0.75%ポイント、所得階層Ⅲでは▲0.72%ポイント、所得階層Ⅳでは▲0.93%ポイント、所得階層Ⅴでは▲0.96%ポイントとなり、全ての所得階層で消費性向が低下することが示された（下右図）。

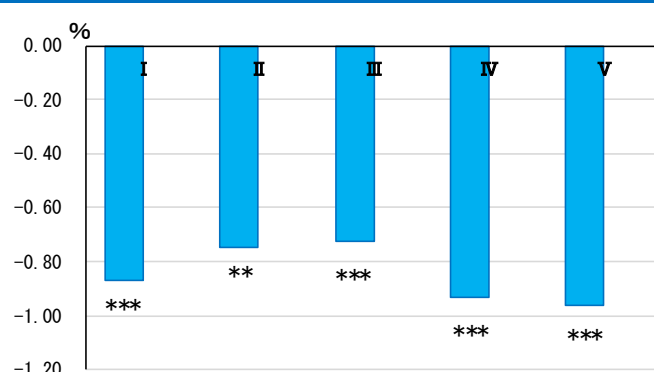
この結果から、2022年10-12月期の物価上昇（エネルギー物価は前年同月比+14.6%、エネルギー以外の物価は+3.8%）により、所得階層Ⅰでは消費性向が2.2%ポイント、所得階層Ⅱでは3.3%ポイント、所得階層Ⅲでは3.4%ポイント、所得階層Ⅳでは4.7%ポイント、所得階層Ⅴでは5.4%ポイント低下したと試算される。すなわち、昨年終盤（10～12月期）の消費支出は、物価上昇により2～5%程度押し下げられたことになる。

エネルギー物価 1%上昇時の平均消費性向の変化



(注) 四半期、季節調整済値。二人以上の勤労世帯。
 ***は1%有意、**は5%有意、*は10%有意水準を表す。
 (出所) 総務省「家計調査」

エネルギー以外の物価 1%上昇時の平均消費性向の変化



(注) 四半期、季節調整済値。二人以上の勤労世帯。
 ***は1%有意、**は5%有意、*は10%有意水準を表す。
 (出所) 総務省「家計調査」

物価上昇の影響は選択的消費や高所得者により強く表れる傾向

次に、家計の消費支出を、生活に最低限必要な基礎的消費支出⁶とそれ以外の選択的消費支出に分けて、物価上昇がそれぞれの支出に与える影響を確認する。具体的には、基礎的消費支出と選択的消費支出に分解した上で前述の消費性向の関係式を推計し、物価への感応度を試算した。

試算結果から、①物価上昇の影響は選択的消費支出により強く表れること、②エネルギー物価よりもそれ以外の物価の影響が大きいこと、③高所得者層ほど物価変動の影響が大きいこと、が確認された（次頁図）。

①に関しては、物価1%の上昇に対して、エネルギー（次頁左図）、エネルギー以外（次頁右図）とも、影響は選択的消費支出の方が大きいことが確認できる。また、②と③については、エネルギー物価の1%上昇に対して、所得階層Ⅳの選択的消費支出の消費性向は▲0.10%ポイント、所得階層Ⅴでは▲0.11%ポイントと影響が小さいが、エネルギー以外の物価が1%上昇すると、所得階層Ⅰでは▲0.46%ポイント、所得階層Ⅱは▲0.70%ポイント、所得階層Ⅲは▲0.87%ポイント、Ⅳは▲0.81%ポイント、Ⅴは▲0.91%ポ

⁶ 食料費、家賃、光熱費、医療保険が含まれる。

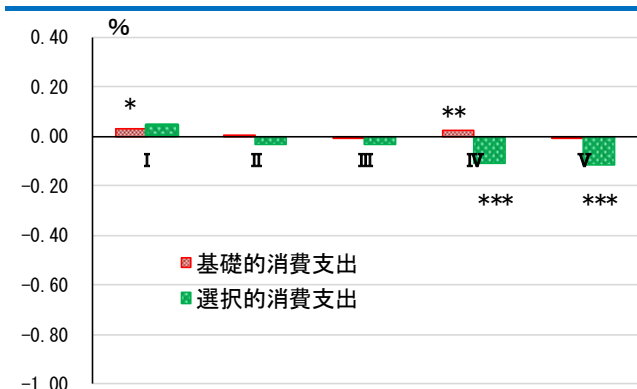
イントとなり、影響はエネルギー物価よりも大きく、かつ高所得者層ほど大きいことが見て取れる。

物価変動が選択的な消費支出により強く表れることは、最低限の生活水準を確保するため、食費や住居費などの基礎的な消費の水準を維持し、選択的な消費支出を調整するためだと考えられる。例えば、物価が上昇すると、消費支出を抑制するために旅行頻度を減らし、贅沢品の購入を控えるなど選択的な消費支出を減らすことで対応する。

また、高所得者層ほど物価上昇の影響が大きい傾向があることは、消費出全体に占める選択的消費支出の比率が高く⁷金額も大きいため、低所得者層に比べると支出の調整がしやすいと考えられる。例えば、旅行などの娯楽サービスへの年間支出額は、所得階層Ⅰで12万円、Ⅱで17万円、Ⅲで21万円、Ⅳで26万円、Ⅴで37万円、また被服や履物への年間支出額は、所得階層Ⅰで9万円、Ⅱで11万円、Ⅲで15万円、Ⅳで18万円、Ⅴで24万円（2019年時点）となっており、高所得者層で支出の調整余地が大きくなっている。

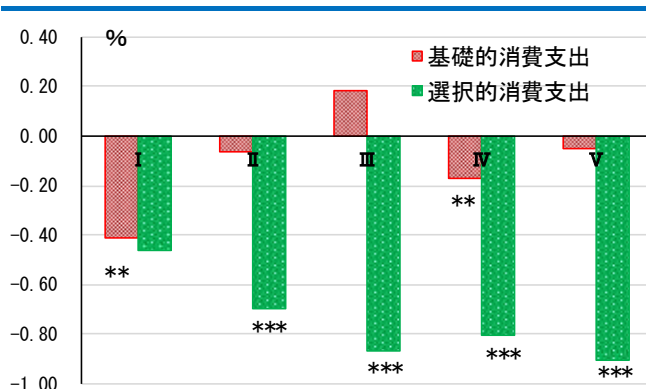
そのほか、低所得者層（所得階層Ⅰ）では、物価上昇の影響が基礎的消費支出でも確認されており、選択的消費支出の抑制だけでは物価上昇の影響を吸収することが困難なため、食費などの基礎的消費支出にも抑制圧力がかかっている可能性が示唆される。

エネルギー物価 1%上昇時の平均消費性向の変化



(注) 四半期、季節調整済値。二人以上の勤労世帯。
***は1%有意、**は5%有意、*は10%有意水準を表す。
(出所) 総務省「家計調査」

エネルギー以外の物価 1%上昇時の平均消費性向の変化



(注) 四半期、季節調整済値。二人以上の勤労世帯。
***は1%有意、**は5%有意、*は10%有意水準を表す。
(出所) 総務省「家計調査」

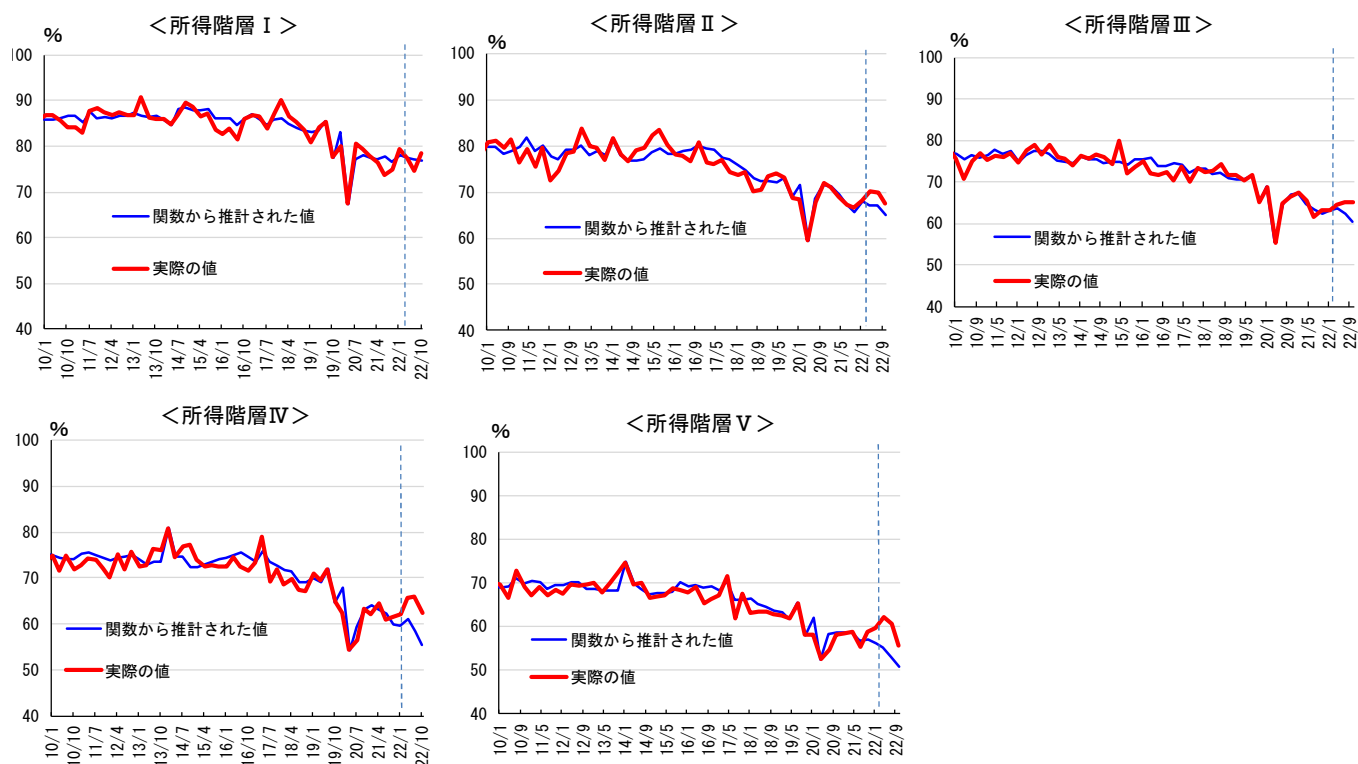
ウィズコロナ以降は物価上昇でも消費性向は低下せず

これまで見た通り、物価が上昇すれば消費性向は低下するはずであるが、ウィズコロナに移行した2022年4~6月期以降は、いずれの所得階層でも物価上昇が加速する中で消費性向は低下していない。

前述の関係式から推計された所得階層別の消費性向の推定値と実際の値を比較すると、2022年4~6月期以降では、実際の値は推定値を上回っており、下がっていない（次頁図）。ウィズコロナ前までの関係に基づけば、物価上昇によって消費性向は低下していたはずだったが、実際はそうっておらず、特に高所得者層での乖離幅が大きい。

⁷ 選択的消費支出の割合は、所得階層Ⅰでは50.7%、Ⅱでは56.1%、Ⅲでは58.6%、所得階層Ⅳでは62.0%、所得階層Ⅴでは64.7%となっている（2019年時点）。

消費性向の「推計された値」と「実際の値」



(注)二人以上の勤労世帯。伊藤忠総研の試算値。
 (出所)総務省「家計調査」、「消費者物価」、内閣府「消費動向調査」

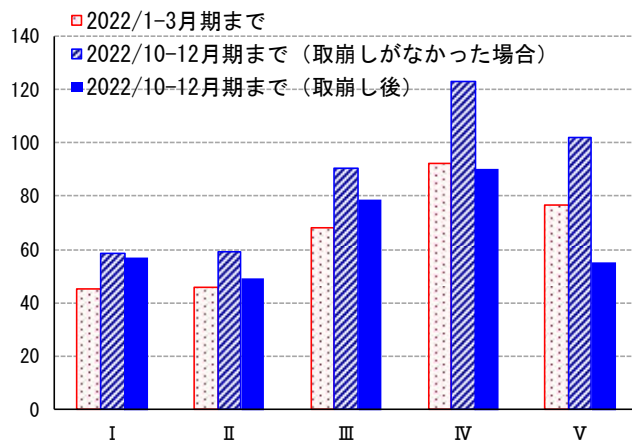
高所得者層で「強制貯蓄」の取崩しが進む

物価上昇にも関わらず消費性向が低下しなかった背景には、コロナ期間に外出する機会が減少したことで積み上がった手元資金「強制貯蓄」の取崩しによって、物価上昇による影響が緩和されたことがあるだろう。

2020年4-6月期から2022年1-3月期までの2年間で、強制貯蓄は40~90万円程度積み上がったと試算される⁸。その後の2022年10-12月期までの約1年間で、強制貯蓄は50~120万円程度まで増加したはずである(右図)。ただ、実際には、これらの一部が取崩され消費支出に回ったため、強制貯蓄は50~90万程度まで減少、その分だけ消費性向は押し上げられたと考えられる。

なお、2022年10-12月期時点における強制貯蓄の取崩し額は、所得階層Ⅰでは1万円、所得階層Ⅱでは10万円、所得階層Ⅲでは12万円、所得階層Ⅳでは33万円、所得階層Ⅴでは47万円となっており、高所得者層ほど取崩し額が大きくなっている。

所得階層別の強制貯蓄額(万円)



(出所)伊藤忠総研による推計値

⁸ エコノミックモニター「『強制貯蓄』は勤労世帯のみで約20兆円—家計調査を用いた所得階層別消費支出の分析と試算—」
https://www.itochu-research.com/ja/uploads/ec20220617_2022-030_J_Cons.pdf

このことは、10月以降のウィズコロナ移行加速に伴い、消費の余力がある高所得者層ほど強制貯蓄を積極的に取り崩し、物価上昇加速の中でもリベンジ消費を活発化させたことを示しているとみられる。一方、低所得者層では、非正規労働者やパートタイム労働者の割合が高く、所得の先行きが見通しにくいいため、消費に対して慎重な姿勢にならざるを得ず、積極的に強制貯蓄を取崩すことができなかつたと考えられる。

なお、限界的な消費性向（所得が1%増加した時に消費が何%増加するか）は、所得階層Ⅰで0.60、所得階層Ⅱは0.39、所得階層Ⅲは0.50、所得階層Ⅳは0.52、所得階層Ⅴは0.53となっており、所得階層Ⅰで最も高い。強制貯蓄を限界的な所得とみなせば、その取り崩しも所得階層Ⅰで最も大きくなるはずであるが、そうならない現状からも、低所得者層の消費への慎重姿勢が窺える。

年度後半には物価上昇が鈍化、強制貯蓄の取崩しが進み消費支出は拡大

今後は、政府によるエネルギー価格抑制策の効果もあり、2023年度後半には物価上昇率は2%程度まで低下する見通しである。その通りとなれば、物価上昇の鈍化が消費性向を押し上げ、別の観点からみれば強制貯蓄の取り崩しが進み、消費支出も増加することが見込まれる。消費に慎重な姿勢が見られた低所得者層でも、パートタイム労働者の賃金上昇が加速しつつあるため、物価上昇の鈍化が消費性向の上昇につながりやすくなる。さらに、今春闘では企業の賃上げに対する前向きな姿勢が目立っている。消費支出は、所得の増加と消費性向の上昇により拡大が続くと見込まれる。