

物価安定が支える内需の拡大

—最近の家計支出の動向から—

〔要 旨〕

1. 家計支出、すなわち個人消費および住宅投資は、わが国経済が60年秋以降、為替円高化を契機として製造業を中心に本格的な景気調整過程をたどるなかで、むしろ次第に伸びを高め、景気が回復局面に入ったとみられる本年春先以降も一段と堅調に推移している。これは、製造業の不調が次第に家計支出にも波及していくという従来の景気循環パターンとは大きく異なるものである。
2. このように家計支出が終始堅調に推移したのは、円高・原油安に伴う物価の着着きが、家計の実質所得を高めるとともに、実質金融資産残高効果や金利の低下を通じて、家計の支出性向を強く下支えたことを基本的な背景とするものである。もとより、円高・原油安のメリット自体は必ずしも持続性をもたないが、いったん拡大した家計支出は、非製造業部門を中心に新たな雇用、所得を生み、それがさらに次の段階の家計支出の増加につながるというかたちで、いわば、「堅調さが堅調さと呼ぶ」という前向きの所得循環メカニズムが作動した点も見逃せない。
3. 今後の家計支出の動向を展望すると、住宅ローン金利の上昇が何がしかの下押し要因とはなるが、①政府の緊急経済対策の効果が本格的に顕現化すると見込まれることに加え、②製造業の在庫調整がすでに終了し、設備・雇用面での調整も一巡しつつあるため、今後は非製造業のみならず企業部門全体と家計部門との間で前向きの循環が期待されることから、当面堅調を続ける公算が大きい。
4. 家計支出は国内需要の最大の柱であり、その持続的拡大を達成することは、対外不均衡の是正に向けて構造調整を円滑に進めていくとの観点からも、大きな課題である。そのためには、上記の点からも明らかなように、引続き物価安定基盤を確保していくことが何にも増して重要である。
5. 最近の物価動向をみると、国内卸売物価はこのところやや目立って上昇しており、これまで総じて安定的に推移している消費者物価についても、家賃等サービス価格の上昇に加え、今後は卸売物価からの押上げ圧力が波及することが懸念される。この間マネーサプライの伸びが加速していること等をも勘案すると、内需の持続的拡大を達成するためにも、物価情勢については細心の注意を要する局面にさしかかりつつある。金融政策の運営に際しても、万が一にも物価の安定が損なわれることのないよう、これまで以上に慎重な姿勢で臨むことが肝要である。

〔目 次〕

はじめに	(支出性向を下支えた実質金融資産残高効果)
1. 最近の家計支出の足取りと特色	(金融緩和の効果)
(景気調整局面下で伸びを高めた家計支出)	(2) 家計—非製造業部門を中心とする好循環
(際立って大きかった家計支出の景気下支え効果)	(好循環の形成)
2. 家計支出堅調を支えたメカニズム	(好循環の背景)
(1) 円高・原油安の影響	3. 今後の展望
(製造業部門からのデフレ・インパクトの波及)	(堅調持続が予想される家計支出)
(物価安定に伴う実質所得の増加)	(内需の持続的拡大と物価安定—むすびにかえて)

はじめに

わが国の景気は、60年秋以降の為替円高化を契機として本格的な調整過程をたどったが、そのなかで家計支出、すなわち個人消費および住宅投資は、それ以前の拡大局面よりむしろ伸びを高めたことが特徴的であった。今回の場合、こうした家計支出の堅調さが、非製造業設備投資の順調な拡大とも相まって、景気全体を強く下支えし、その間に、製造業における在庫、設備、雇用の調整がほぼ一巡したため、景気はすでに新たな拡大局面に入ったとみられるが、こうした推移は、循環パターンとしても従来とは大きく異なるものである。

また、わが国にとって内需の持続的拡大を確保することは、対外不均衡の是正に向けて構造調整を円滑に進めていくとの観点からも最大の課題となっているが、そのためのマクロの政策対応を考えるうえで、現在の家計支出の堅調さがどの程度腰の強いものかを見極めることが極めて重要である。

本稿は、こうした問題意識から、今次景気調整局面における家計支出堅調のメカニズムを分析するとともに、今後の動向について若干の展望を試みたものである。

1. 最近の家計支出の足取りと特色

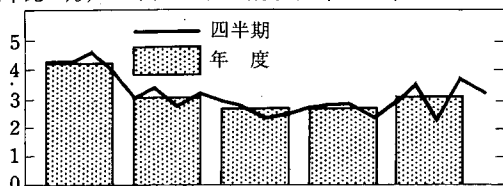
(景気調整局面下で伸びを高めた家計支出)

はじめに近年の家計支出の推移をやや長い目で振り返ってみると、58年以降の景

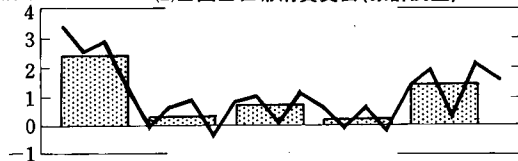
(図表 1)

家計支出の推移(実質ベース)

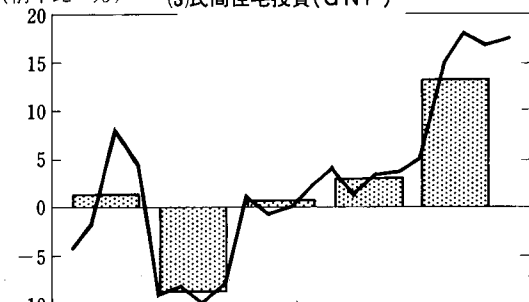
(前年比・%) (1)民間最終消費支出(GNP)



(前年比・%) (2)全国全世帯消費支出(家計調査)

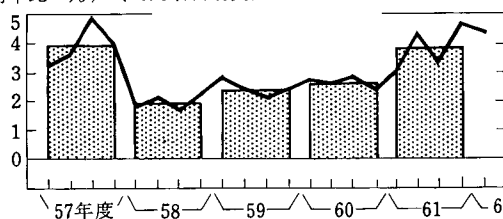


(前年比・%) (3)民間住宅投資(GNP)



(4)家計支出

(前年比・%) (民間最終消費支出+民間住宅投資<GNP>)



(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」、総務庁「家計調査報告」

気拡大局面においては、59、60年とも、極めて緩慢な伸びにとどまった。これに対し、60年秋以降、大幅かつ急テンポな為替円高化を契機として、景気が急速に調整色を強めた局面では、家計支出はむしろ次第に伸びを高め、その後景気が回復局面に入ったとみられる本年春先以降も、一段と堅調に推移している(図表1(4))。

これを60年秋以降に限定してやや詳しくみると、まず個人消費(GNPベース)は、60年度後半には幾分伸び悩みを示したものの、61年度入り後は、暖冬要因等による一時的な振れや地域的なバラつきを伴いながらも、次第に伸びを高め、61年度通計では、+3.0%と前年度(+2.6%)を上回る伸びを示した(図表1(1)、(2))。さらに62年度入り後も、4～6月+3.1%(前年比)と堅調な伸びを示し、ごく最近においても百貨店売上高、乗用車新車登録台数、レ

ジャー支出の動き等からみて、一層堅調さを加えているようにうかがわれる(図表2)。

次に、住宅投資の動向を新設住宅着工戸数からみると、60年秋以降貸家がかなり急テンポの拡大傾向をたどったうえ、持家についても次第に持直しに向かったため、61年度の新設住宅着工戸数は全体で140万戸と前年度(125万戸)を大きく上回り、54年度(149万戸)以来7年ぶりの高水準となった(図表3)。こうした住宅着工戸数の増勢は、62年度入り後も一段と強まっており(季節調整済み年率、4～6月159万戸、7～8月177万戸)、最近は「ブーム」ともいえる活況を呈している。

(図表2)

最近の個人消費関連指標の推移

(前年比・%)

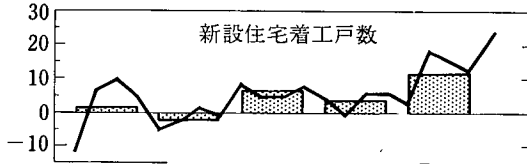
	61/10~12月	62/1~3月	4~6月	7月	8月
全国百貨店売上高	3.6	4.1	5.7	4.8	5.3
都内百貨店売上高	4.8	5.3	7.0	5.8	7.0
乗用車新車登録台数 ＜除く軽＞	1.2	1.8	-1.7	9.6	7.0
旅行取扱金額	6.3	8.7	8.4	12.5	n.a.

(資料) 通産省「大型小型店販売統計」、日本百貨店協会「東京地区百貨店売上高概況」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、運輸省「主要旅行業者の旅行取扱状況」

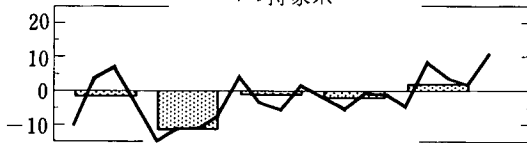
(図表3)

住宅投資の推移

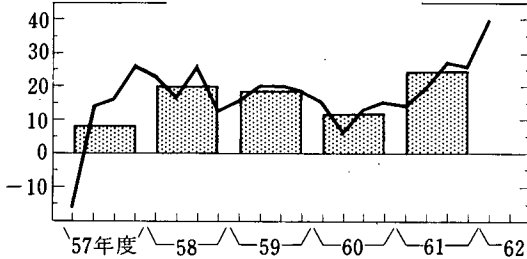
(前年比・%)



(前年比・%)



(前年比・%)



(資料) 建設省「建築着工統計」

このように家計支出は、個人消費、住宅投資とも、景気が為替の大幅円高化を契機として調整色を深めるなかで、むしろ伸びを高めてきた(拡大局面における家計支出の伸び＜年率＞+2.3%、調整局面同3.6%、図表4)。これは今回の景気循環パターンにおける最大の特徴である。

(際立って大きかった家計支出の景気下支え効果)

以上みた家計支出の堅調は、非製造業の設備投資や財政支出の拡大とも相まって、経済全体を下支え、このため景気は累積的に下降することなく調整局面を脱することとなった。こうした今次景気調

整局面における家計支出の景気下支え効果を、これまでの同様の局面と比較してみると、次のような特徴点が明らかとなる。

第1に、すでにみた今次景気調整局面における家計支出の平均伸び率(年率+3.6%)は、前回(同+2.1%)を大きく上回り、経済が第1次石油危機後の調整を経て均衡を回復していく局面に当たり、かつ財政支出が大幅に拡大した時期である前々回(同+3.3%)をも幾分上回るものであった(図表4)。

(図表4)

家計支出の景気下支え効果

(実質G N Pベース、年率、%)

	今次景気調整局面 (60/4-6~ 62/1-3月)	前回景気調整局面 (55/1-3~ 58/1-3月)	前々回景気調整局面 (52/1-3~ 52/10-12月)	<参考> 前回景気拡大局面 (58/1-3~ 60/4-6月)
家 計 支 出	3.6 (2.2) <71.8>	2.1 (1.4) <43.9>	3.3 (2.2) <52.0>	2.3 (1.5) <29.7>
民間最終 消費支出	3.0 (1.6) <54.7>	2.5 (1.5) <48.1>	3.6 (2.1) <50.5>	2.7 (1.6) <32.4>
民間住宅 投資	10.3 (0.5) <17.1>	- 2.1 (-0.1) <-4.2>	0.8 (0.1) < 1.5>	- 2.4 (-0.1) <-2.7>
製造業の デフレインパクト	-5.4 (-1.2) <-38.3>	5.4 (0.9) <32.5>	-1.1 (-0.2) <-3.5>	15.5 (3.0) <60.4>
財政支出	4.9 (0.8) <26.9>	1.5 (0.3) < 8.9>	10.6 (2.1) <48.8>	-0.8 (-0.2) <-3.1>
国民総支出	3.0 (3.0) <100.0>	3.1 (3.1) <100.0>	4.2 (4.2) <100.0>	4.8 (4.8) <100.0>

(注) 1. 各局面における需要項目の平均伸び率(年率)、()内寄与度、< >内寄与率。

2. 製造業のデフレ・インパクトは、輸出+製造業設備投資+在庫投資の合計により近似。

(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」

第2に、今次景気調整局面においては、円高を起点として製造業部門に対しては極めて大きなデフレ・インパクトが作用し、それが名目雇用者所得の伸び鈍化を通じて家計部門に対してもかなりのデフレ圧力を及ぼしていた。ちなみに、輸出、製造業設備投資、在庫投資(各G N Pベース)の合計を、近似的に製造業に対するデフレ圧力の指標とみなし、そのG N P成長率に対する寄与度をみると、今回は、前回、前々回とは様変わりの大きな下押し圧力が及んでいたとの結果となる(図表4)。家計支出は、そうしたなかで、前回、前々回を上回る伸びを示したのであり、この点からみて、今次景気調整局面においては家計支出の景気下支え効果が際立って大きなものであったと評価できよう(家計支出の対G N P寄与率、今回+71.8%、前回+43.9%、前々回+52.0%)。

2. 家計支出堅調を支えたメカニズム

(1) 円高・原油安の影響

これまでみた家計支出の堅調さの背景を探るため、家計支出を実質所得と支出性向に分解してみると、実質所得の高い伸びと支出性向の底固さの双方が堅調さに寄与していることが明らかとなる。これを前回景気調整局面と対比してみると、実質所得は、実質賃金の伸びが高いことを主因として、前回は大幅に上回る

(図表 5)

今次調整期における家計支出堅調の背景

(GNPベース、各要因は寄与度、年率%)

	今次景気調整期 (60/4-6~62/1-3月)	前回景気調整期 (55/1-3~58/1-3月)	<参考> 前回景気拡大期 (58/1-3~60/4-6月)
実質家計支出	3.6	2.1	2.3
1. 実質可処分所得要因	3.3	2.2	3.3
実質賃金要因	3.8	1.0	1.5
2. 支出性向要因	0.4	- 0.1	- 1.0
消費性向要因	- 0.2	0.3	- 0.5
住宅投資性向要因	0.6	- 0.4	- 0.5

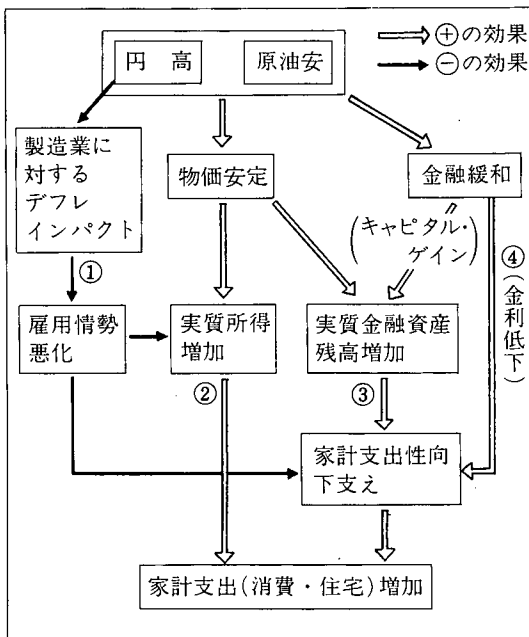
(注) 今次調整期における実質可処分所得、支出性向要因は、家計調査等に基づく日本銀行調査統計局試算。

(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」、労働省「毎月勤労統計」、総務庁「家計調査報告」

(図表 6)

円高・原油安の家計部門に対する影響

<概念図>



上昇を示し、支出性向についても、前回調整局面では幾分低下をみたのに対し、今回は若干ながらも上昇をみている(注1)(図表5)。

こうした家計の実質所得、支出性向両面の動きは、円高・原油安の効果がネットでは家計部門に対し大きなプラスの影響を及ぼしたことを基本的な背景とするものである。以下この点を見るため、まず円高・原油安の家計部門に対する影響を改めて振返ってみると、以下の4つの効果に整理することが可能である(図表6)。

第1は、円高が製造業部門を中心に大きなデフレ・インパクトを及ぼし、これが雇用情勢の悪化、名目雇用者所得の鈍化等を通じて、家計支出を抑制するマイナスの効果である(概念図①のルート)。

(注1) この間、消費性向に限ってみると、今次景気調整局面で若干の低下がみられた(図表5)。これは、後記のように、消費の「慣性効果」を主因とするものと考えられる。なお、今回同様実質所得が高い伸びをみた前回の景気拡大局面と比べると、今回の消費性向の低下は、消費の「慣性効果」にもかかわらず小幅なものにとどまっている。

第2は、円高・原油安に伴い消費者物価が落ち着き基調を強め、家計の実質所得を高めることを通じて、家計支出を拡大する効果である(概念図②のルート)。

第3は、物価の落ち着きおよびそれが可能とした金融緩和が、株式等の金融資産の名目市場価値を高めるとともに、その実質価値の「目減り」を防ぐことにより、家計の支出(消費)性向を押上げる効果である(実質金融資産残高効果、概念図③のルート)。

第4は、金融の緩和が、主として金利低下の直接的な効果を通じて、家計支出を促進する効果である(概念図④のルート)。

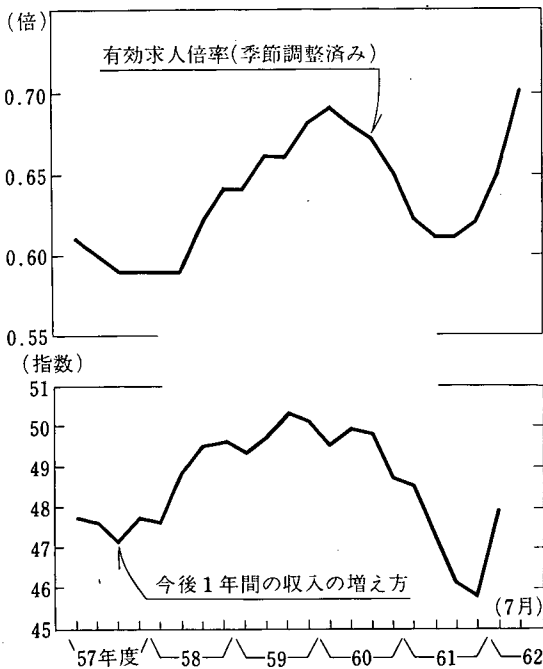
(製造業部門からのデフレ・インパクトの波及)

以上の点を、やや具体的に詳しくみると、第1に、製造業部門においては、60年秋以降の急速かつ大幅な為替円高化による輸出入数量調整および輸出採算悪化を起点として、大きなデフレ・インパクトが加わり、同部門では本格的な在庫、資本ストック調整が惹起されることとなった。こうした調整圧力の強まりは、同部門における名目賃金抑制、所定外労働時間削減、さらには雇用調整本格化等を通じて、名目雇用者所得の伸び悩みをもたらしした。すなわち、60年秋以降製造業部門の

名目賃金(前年比)は、60年7～9月の+3.5%から62年1～3月には+1.9%まで伸び悩んだうえ、同雇用者数(前年比)も、同期間中に+1.7%から-1.9%へとかなりの落込みを示し、これを反映して、有効求人倍率も低下した。また、こうした雇用調整の動きは、消費者マインドの萎縮を通じて、家計支出性向を下押す方向に作用した。ちなみに、消費動向調査により、家計の「今後1年間の収入の増え方」に関する指標をみても、従来から有効求人倍率の推移と概ね平行に動いてきたが、60年10～12月以降、雇用環境の悪化を反映して6四半期連続の悪化をみた(図表7)。

(図表7)

雇用環境と家計収入の先行きについての
見方の関係

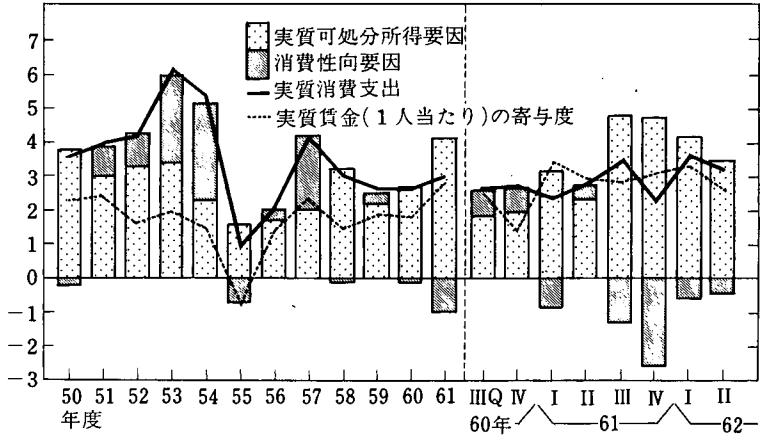


(資料) 労働省「職業安定業務統計」、経済企画庁「消費動向調査」

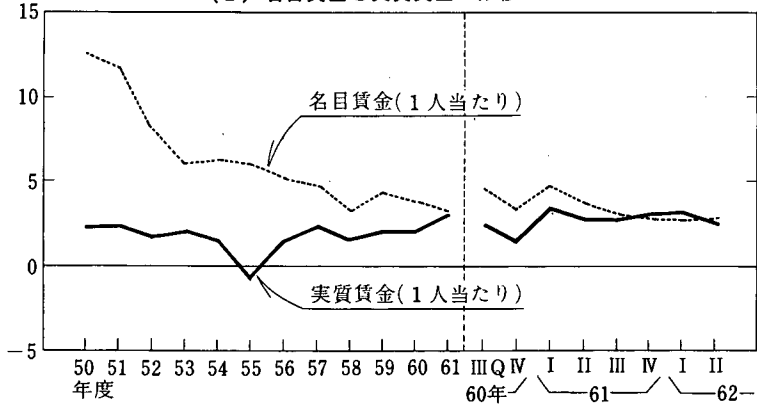
(図表 8)

実 質 所 得 増 加 の 背 景

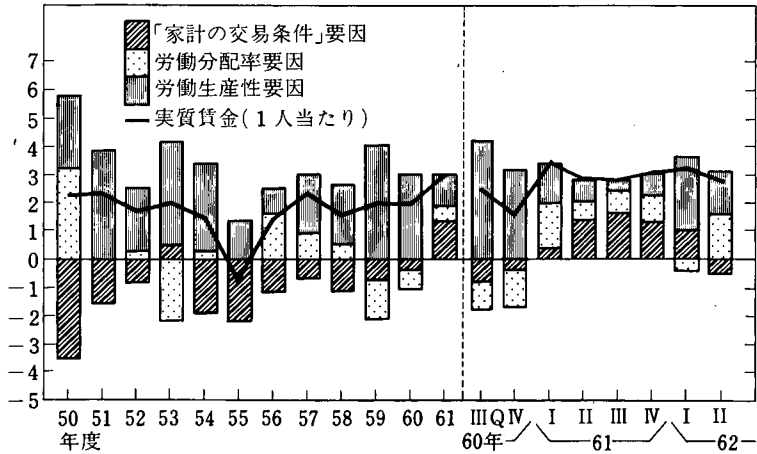
(前年比・%) (1) 個人消費(GNPベース)の要因分解



(前年比・%) (2) 名目賃金と実質賃金の推移



(前年比・%) (3) 実質賃金の要因分解



(注)1. 個人消費の要因分解は以下の式による。

$$C/P_c = Y_d/P_c \times C/Y_d$$

(実質消費支出)(実質可処分所得)(消費性向)

このように、円高は製造業部門に限ってみると、家計の所得、支出に対して強いデフレ・インパクトを及ぼした。

(物価安定に伴う実質所得の増加)

こうした製造業部門からのデフレ・インパクトの波及にもかかわらず、家計支出が堅調に推移したことの最も基本的な要因は、円高・原油安の物価安定効果から、家計の実質所得が大きく伸びを高めたことであった。これをまず個人消費についてみると、61年度における実質所得の伸びは、個人消費支出に対し+4.1%と50年度以降最も高い寄与を示しており(60年度同+2.7%)、四半期ベースでみても実質所得の増加が個人消費を強く下支えていたことが読みとれる(図表8(1))。

このように実質所得が高い伸びを示したのは、消費者物価が着着きの度合いを強めたことから、すでにみた名目賃金の伸び悩みにもかかわらず、実質ベースの賃金が伸びを高めたことを主因とするものである^(注2)(図表8(1)、(2))。さらに、実質賃金を「家計の交易条件」要因^(注3)、労働分配率要因、労働生産性要因に分解してみると、円高・原油安を反映して、「家計の交易条件」要因が、60年度のマイナスから61年度には大きなプラスに転じており、これが61年度における実質賃金の高い伸びに大きく寄与している(図表8(3))。こうした61年度における交易条件改善効果の大きさを、今回同様大幅な為替円高化をみた53年度と比べてみると、今回の方が、円高率が幾分大きいうえに、原油価格の大幅低下が同時に生じたため、「家計の交易条件」の改善幅は53年度を大幅に上回るものであった。したがって、今次景気調整局面においては、「家計の交易条件」が大幅な改善をみたため、一方で成長率の減速を反映して労働生産性の伸びが急速な鈍化を示し、

ここで C : 名目民間最終消費支出

Yd : 名目可処分所得

Pc : 民間最終消費デフレーター

2. 実質賃金の要因分解は以下の式による。

$$W/Pc = P/Pc \times WL/P \cdot GNP \times GNP/L$$

(実質賃金)(家計の交易条件)(労働分配率)(労働生産性)

ここで W : 1人当たり名目賃金

P : GNPデフレーター

Pc : 民間最終消費デフレーター

GNP : 実質GNP

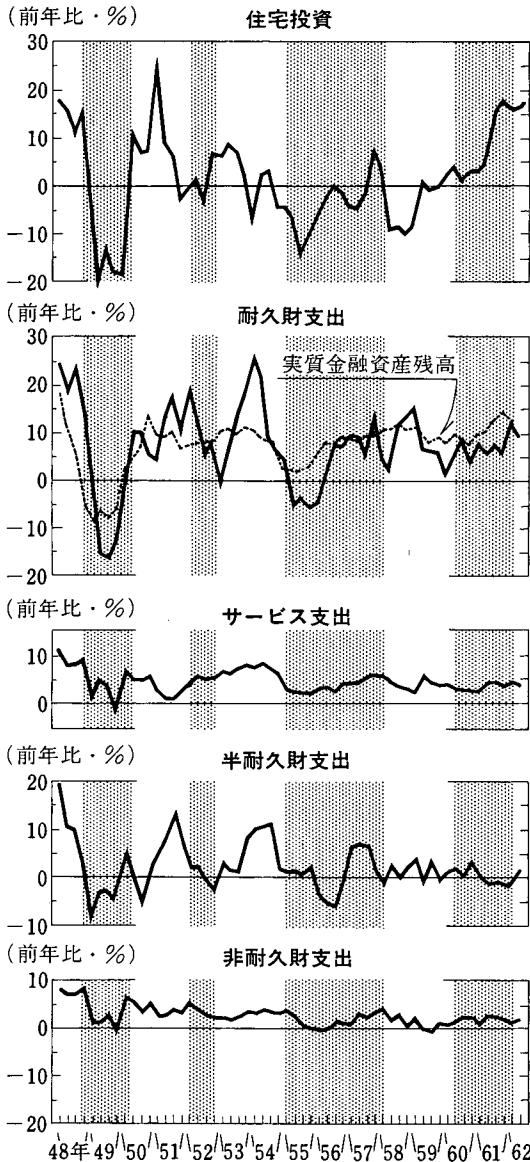
L : 雇用者数

3. 名目賃金(1人当たり)は毎月勤労統計、全産業ベース。

4. 61年4-6月の消費性向、実質可処分所得要因は日本銀行調査統計局試算。

(資料)経済企画庁「国民経済計算年報」、労働省「毎月勤労統計」

(図表9) 財別にみた家計支出の推移



(注) 1. いずれもGNPベース(実質・前年比)。

2. 61~62年度は、住宅投資を除き、家計調査等に基づく日本銀行調査統計局試算。

(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」、
日本銀行「資金循環勘定」

また労働分配率も比較的小幅の上昇にとどまったにもかかわらず、実質賃金の高い伸びを実現したものと整理することができよう(注4)(図表8(3))。

なお、実質所得の増加は、個人消費にとどまらず、住宅投資をも大きく促進する効果をもったとみられる。いまこの点を確認するため、実質所得、実質金融資産残高等を説明変数とする住宅投資関数を計測してみると、所得弾性値が2に近いとの結果が得られ(後出、図表10)、住宅投資に対する実質所得増加の効果が極めて大きいものであることがわかる。

(支出性向を下支えた実質金融資産残高効果)

次に家計支出の伸びを規定するもうひとつの要因である家計の支出性向について、実質金融資産残高効果がどのような影響を及ぼしたかをみてみよう。

まず資金循環表によって家計部門の金融資産残高の市場評価額(注5)を55年価格を基準に実質化してみると、物価の落ち着きや、金融緩和に伴う株価の値上がりを

(注2) なお、実質所得の拡大は、とくに景気調整局面の後半においては、後記のように家計—非製造業部門を中心とする好循環に基づく面が大きい。

(注3) ここで「家計の交易条件」とは、付加価値デフレーターを個人消費デフレーターで除したものであり、円高・原油安メリットを家計の価値尺度で測ったものとみることができる。

反映して、60年9月末の357兆円から、61年度末には430兆円と2割方の急増を示した(58年度末320兆円→60年9月末357兆円、+12%)。

こうした実質金融資産残高の増加は、家計にとって実質購買力の増大を意味し、とくに家計の金融資産と実物資産の間の資産選択行動を通じて、耐久財、住宅といった実物資産の購入を促進する方向に作用したものと考えられる。ちなみに、耐久財支出の動向と実質金融資産残高の推移を対比してみると、ほぼ平行に動いており、両者の間に密接な関係があることが読みとれる(図表9)。また、財別に支出関数を計測してみても、耐久財、住宅、サービスについては、実質金融資産残高効果が明らかに有意であり、その弾性値も他の財に比べて大きいとの結果が得られる(図表10)。

60年秋以降の家計支出の推移についても、財別にみると、住宅投資、耐久財・サービス支出が堅調に推移した一方で、半耐久財、非耐久財が停滞するという対照的な動きを示している(図表9)。こうした対照性については、財別の実質所得弾性値の相違に基づく面も少なくないものとみられる(図表10)が、上記の諸点からみてやはり実質金融資産残高効果が強く作用したことは間違いないとみてよからう(注6)。

次に、やや視点をかえて、金融緩和に伴う株式等の価格上昇(キャピタル・ゲインの発生)が、実質金融資産残高効果を通じてどの程度消費性向に影響したかをみてみよう(注7)。

次に、やや視点をかえて、金融緩和に伴う株式等の価格上昇(キャピタル・ゲインの発生)が、実質金融資産残高効果を通じてどの程度消費性向に影響したかをみてみよう(注7)。

まず、消費性向を実質金融資産残高要因、雇用環境要因、消費の慣性効果要因、物価要因によって説明する関数を計測してみると、

(図表10) 財別家計支出関数計測結果

($<$ $>$ 内t値)

	実質可処分所得	実質金融資産残高	\bar{R}^2	D.W.
耐久財	0.82 $<4.12>$	0.67 $<7.63>$	0.94	1.74
半耐久財	0.46 $<3.22>$	0.13 $<1.81>$	0.68	1.92
非耐久財	0.60 $<8.84>$	0.07 $<2.21>$	0.91	2.03
サービス	0.57 $<5.88>$	0.34 $<7.52>$	0.92	2.25
$<$ 参考 $>$ 住宅	1.98 $<5.99>$	0.47 $<3.28>$	0.60	2.08

(注) 1. 計測式は各財とも以下の式による(コクラン・オーカット法を使用)。

\ln (財別支出)

$= \ln$ (実質可処分所得) + \ln (実質金融資産残高)

ただし、上記要因のほか、耐久財は資金の Availability 要因、住宅投資は、実質金利要因等を加えて計測。

2. 計測期間45/1～3月～61/1～3月

(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」、
日本銀行「資金循環勘定」

(注4) 53年度当時は、景気回復に伴って労働生産性が大きく上昇したが、同時に労働分配率がかなり低下し、結局「家計の交易条件」の改善幅が小幅な分だけ実質賃金の上昇幅も小さなものとなったといえる。

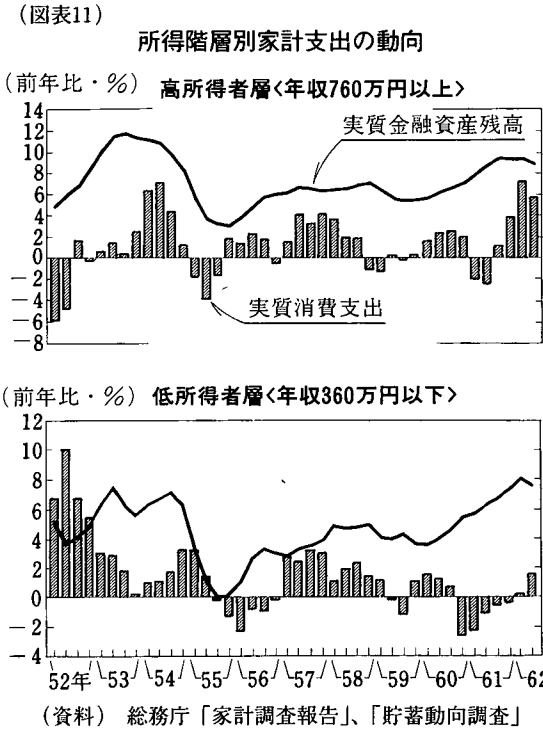
(注5) 家計部門の金融資産残高のうち、株式について市場価格で評価したもの。

かなり良好な結果が得られ、実質金融資産残高効果が消費性向を下支えていることが改めて確認される(図表12)。次に、実質金融資産残高要因に対するキャピタル・ゲインの寄与度を試算してみると(図表12)、キャピタル・ゲインの発生が消費性向を下支えるうえで、無視し得ぬ影響を及ぼしたことがわかる。

ただ、キャピタル・ゲインが発生しても、物価の安定が確保されない場合には、それが実質価値の「目減り」によって相殺されてしまうし、また、株式市況の活況も、物価の安定を背景とした金融緩和と政策による面が大きいので、こうしたキャピタル・ゲインの消費促進効果が物価安定に大きく依存していたことは看過すべきでない。

なお、今次景気調整局面において、消費性向は若干の低下を示したが、実質金

(注6) ここで所得階層別に消費支出の動向をみると、高所得者層を中心に実質金融資産残高効果が消費を促進する方向に作用したことがわかる。すなわち、高所得者層の消費支出の動向と実質金融資産の推移を対比してみると、両者は概ね平行に推移しており(図表11)、高所得者層の61年央以降の消費の盛上がりは、実質金融資産残高効果によるものである可能性が高い。そこで、消費関数を所得階層別に計測してみると、実質金融資産残高効果は各階層とも有意であるものの、その効果が高所得者層に比較的強く作用するとの結果が得られる(<参考>)。



<参考>

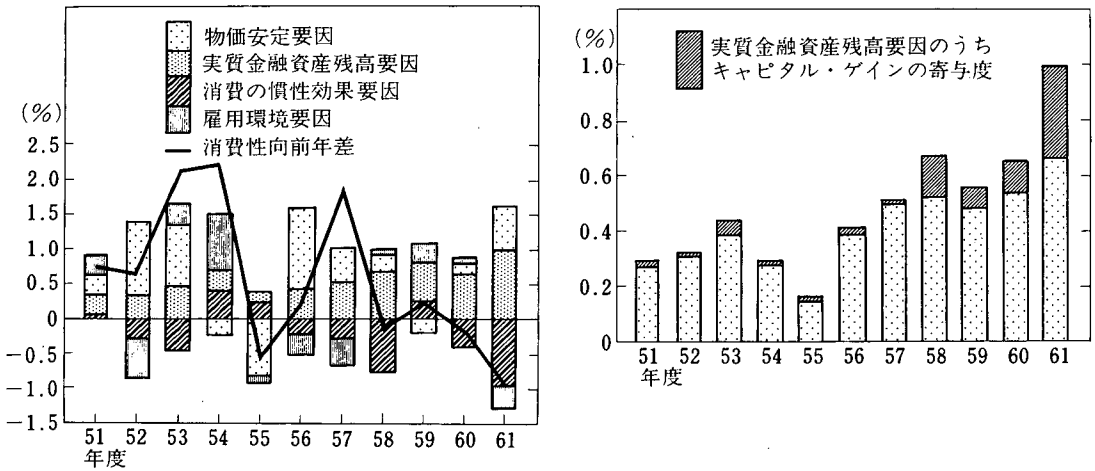
(< >内 t 値)

	所得弾性値	金融資産弾性値	\bar{R}^2	D.W.
低所得者層	0.39 <1.93>	0.11 <2.51>	0.68	1.15
高所得者層	0.24 <1.85>	0.17 <5.88>	0.85	1.30

(注) 計測式: $\ln(\text{実質消費支出}) = \ln(\text{実質所得}) + \ln(\text{実質金融資産残高})$
<計測期間>52/4~6月~62/4~6月

(図表12)

消費性向(前年差)の要因分解



(注) 消費性向の要因分解は次の式による(< >内は t 値)。

$$\begin{aligned} (\text{消費性向}) &= 138.3 \times \left(\frac{1}{\text{実質可処分所得}} - 0.5 \times (\text{実質可処分所得前年比}) \right) \\ &\quad \underbrace{\hspace{1cm}}_{\text{消費の慣性効果}} \\ &\quad + 5.4 \times (\text{有効求人倍率}) + 0.2 \times (\text{実質金融資産残高}) \\ &\quad \begin{matrix} < 4.2> & & < 3.6> & & < 3.0> \end{matrix} \\ &\quad - 0.4 \times (\text{民間最終消費デフレーター前年比}) \\ &\quad < -4.2> \\ &\quad (\bar{R}^2 = 0.84, D.W. = 1.66) \\ &\quad (\text{計測期間：昭和42～61年度}) \end{aligned}$$

(資料) 労働省「職業安定業務統計」、経済企画庁「国民経済計算年報」、日本銀行「資金循環勘定」

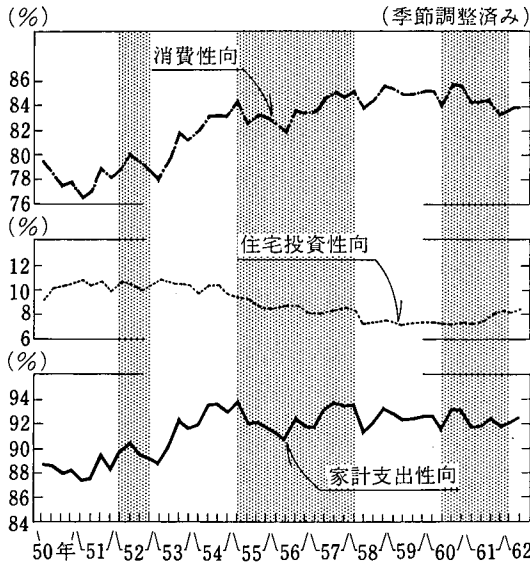
融資産残高効果自体は、消費性向を押上げる方向で作用していたことはいうまでもない。すなわち、今次局面においては、主として2つの事情が消費性向を下押す方向に作用したが^(注8)、その第1かつ主要因は、実質所得の変動に対する消費の慣性効果である。消費の慣性効果とは、消費が将来の実質所得に関する期待に依存して決定され、同時にその期待が当期を含むこれまでの実質所得の時系列をもとに形成されるとみられるため、消費の変動が、実質所得の変動と比べて小幅化する現象のことであり、今次局面のように実質所得が急テンポで

(注7) なお、地価上昇については、それに伴うキャピタル・ゲインの発生自体は家計支出をある程度促進するとみられるが、その一方で、住宅価格の大幅上昇を招来するため、住宅投資を抑制することに加え、家計の目標貯蓄額の引上げを通じて、消費性向を下押す方向に作用すると考えられる。したがって、地価上昇の効果は、むしろ家計支出抑制的である可能性が少なくない。

(注8) 下記の2要因に加え、61年10月～12月には暖冬といった特殊要因も消費性向を下押ししたものとみられる。

(図表13)

家計の支出性向等の推移



(注) 1. GNPベース、61～62年度は日本銀行調査統計局試算。

2. 消費性向、家計支出性向等は下式による。

消費性向 = 民間最終消費支出 / 名目可処分所得

住宅投資性向 = 民間住宅投資 / 名目可処分所得

家計支出性向 = $\frac{\text{民間最終消費支出} + \text{民間住宅投資}}{\text{名目可処分所得}}$

伸びを高める場合には、この効果が消費性向に大きな下押し圧力を及ぼすこととなる。第2は、すでに触れたように、円高の製造業部門に対するデフレ・インパクトを反映して雇用情勢が悪化し、これが消費性向を下押した点である。ちなみに、前出の消費性向関数による要因分解をみると(前掲、図表12)、こうした2つの要因が消費性向を引下げたが、とりわけ消費の慣性効果の寄与が大きかったとの結果が得られる。

このようにみてくると、今次景気調整局面においては、消費の慣性効果を中心に、極めて大きな消費性向下押し圧力が加わった

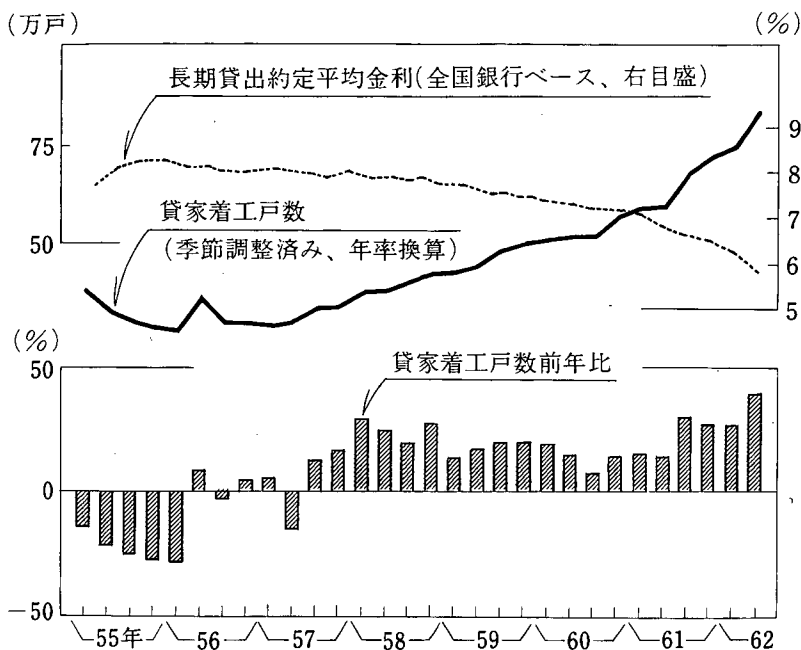
にもかかわらず、実質金融資産残高効果等を通ずる消費性向下支え方向の力が強かったため、消費性向はむしろ小幅の低下にとどまったと考えることができよう(注9)。さらに、個人消費に住宅投資を加えた家計の支出性向をみると、実質金融資産残高効果に加え、次節でみる金利低下の住宅投資促進効果もあったため、今次局面を通じほぼ一貫して底固く推移した(図表13)。したがって、今次景気調整局面においては、実質金融資産残高効果や金利低下が家計の支出性向を強く下支えた結果、物価の着着きを主因とする実質所得の高い伸びがストレートに家計支出の高い伸びとして顕現化したと整理することができよう。

(金融緩和の効果)

次に、金融緩和が家計支出に及ぼした影響について整理してみよう。今次円高・原油安下の景気調整局面において、日本銀行は5回にわたって公定歩合を引下げたが、こうした一連の金利引下げ措置に伴う金融緩和の浸透は、第1に、家計の資金調達コストの低下を通じて、住宅投資を促進した。すなわち、今次局面において住宅投資好伸の主因をなした貸家建設の動向につき、長期貸出約定平均

(注9) 前出(注1)参照。

(図表14) 貸家建設と金利の関係

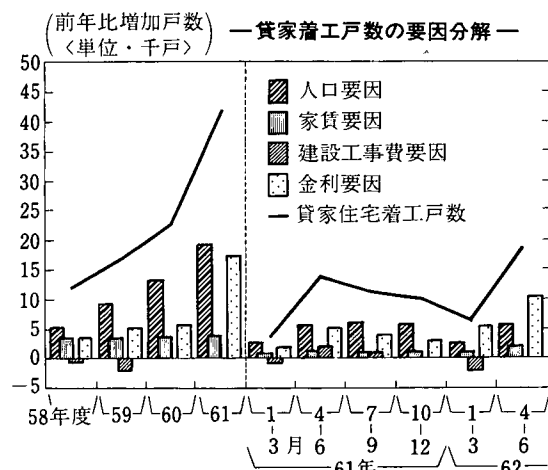


(資料) 建設省「建築着工統計」、日本銀行「経済統計月報」

金利の推移と対比してみると、明瞭な逆相関の関係が看取され(図表14)、金利低下が大きな住宅投資促進効果をもったことを示唆している。ちなみに、貸家着工戸数を金利、建設工事費、若年層人口等の要因で説明する関数を計測してみると、61年度の着工戸数の好伸に対し、金利低下要因が人口要因と並んで大きな寄与を果たしたことが読みとれる(注10)(図表15)。

第2に、金融緩和の下で、金融機関の家計部門に対する融資姿勢が積極化し、家計にとって資金の Availability が高まったことも、家計支出を促進した。すなわち、家計向け信用(住宅ローン

(図表15) 金利低下の住宅投資促進効果



(注) 要因分解は以下の式による(< >内は t 値)

$$(\text{貸家着工戸数}) = 0.46 \times (15\text{歳以上}29\text{歳以下人口}) <3.0>$$

$$+ 1042.1 \times \left\{ \frac{\text{家賃}}{\text{建設工事デフレータ}} \times \left(\frac{\text{全銀長期貸出}}{\text{約定平均金利} + \frac{1}{20}} \right) \right\} <-3.4>$$

$$(\bar{R}^2 = 0.99, D.W. = 1.50)$$

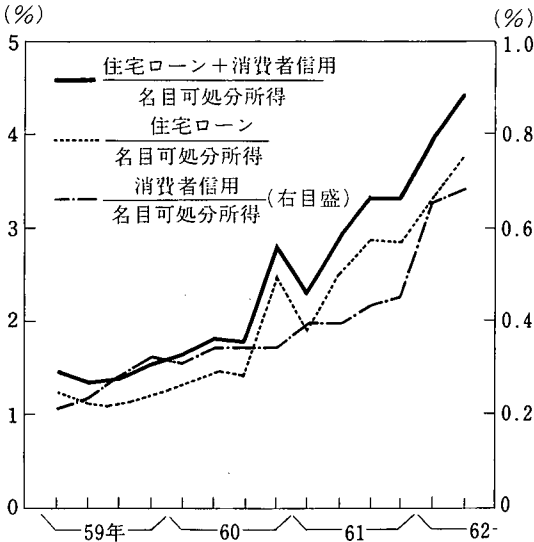
(計測期間: 58/1~3月~62/4~6月)

(資料) 建設省「建築着工統計」、総務庁「労働力調査」

(図表16)

資金のアベイラビリティと
家計支出の関係

(1) 対家計信用(対名目可処分所得比率)の動向



- (注) 1. 住宅ローン、消費者信用とも、全国銀行ベース新規信用供与額。
2. 名目可処分所得はGNPベース(61~62年度は日本銀行調査統計局試算)。
3. いずれも季節調整済み。

(2) 耐久消費財支出、住宅投資と資金のアベイラビリティ

(< > 内 t 値)

	資金のアベイラビリティ	他の説明変数	\bar{R}^2	D.W.
耐久消費財	0.06 <2.21>	実質可処分所得 実質金融資産残高	0.98	1.03
住 宅	0.09 <1.90>	同上のほか、 前期末住宅ストック	0.81	0.96

- (注) 1. 資金のアベイラビリティの代理変数として、上記消費者信用(住宅ローン)の対名目可処分所得比率を採用のうえ、対数型で計測。
2. 計測期間：50/1~3月~61/1~3月

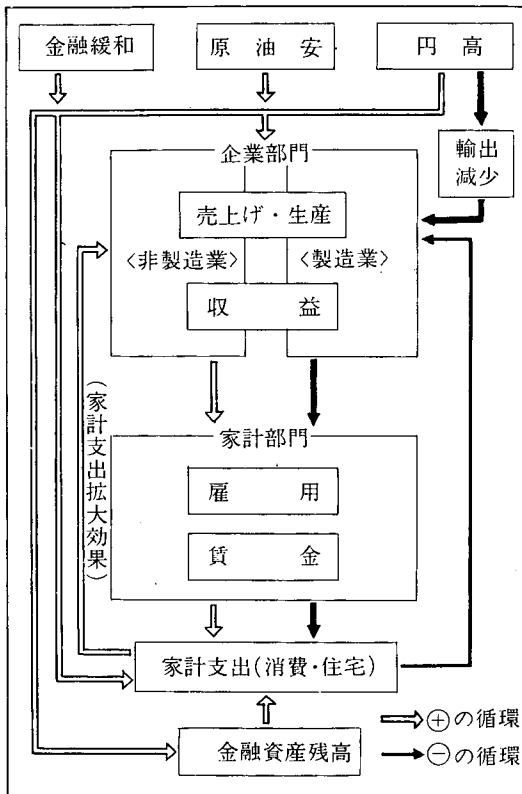
(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」、日本銀行「経済統計月報」

および消費者信用)新規供与額の対名目可処分所得比率をみると、その上昇テンポは60年秋以降かなり加速しており(図表16(1))、金融緩和下の金融機関の融資姿勢積極化等を反映して、家計にとって資金のアベイラビリティが急速に高まったものとみられる。そこで、資金のアベイラビリティ要因を説明変数に加えて、財別支出関数を計測してみると、耐久財支出および住宅投資についてはアベイラビリティ要因が有意に影響を及ぼしており(図表16(2))、資金のアベイラビリティの高まりが、家計支出を促進する方向に作用したことが確認される(注11)。

(注10) 上記関数によれば、1%の金利低下は貸家建設を10万戸程度促進するとの結果が得られる。なお、金利低下は、持家についてもかなりの促進効果をもつことはいうまでもない。

(注11) もとより金利の低下は、ここで挙げた2つのルートのほかにも、先に挙げた株式等の名目市場価値上昇に伴う実質金融資産残高効果に加え、企業の投資促進効果や、収益下支え効果を通じて、家計の所得に対して無視し得ぬ好影響を及ぼしたものとみられる。

(図表17)
家計—非製造業部門を中心とする好循環
＜概念図＞



(2) 家計—非製造業部門を中心とする好循環

(好循環の形成)

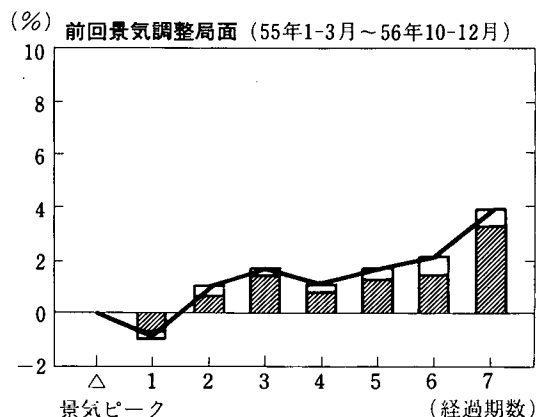
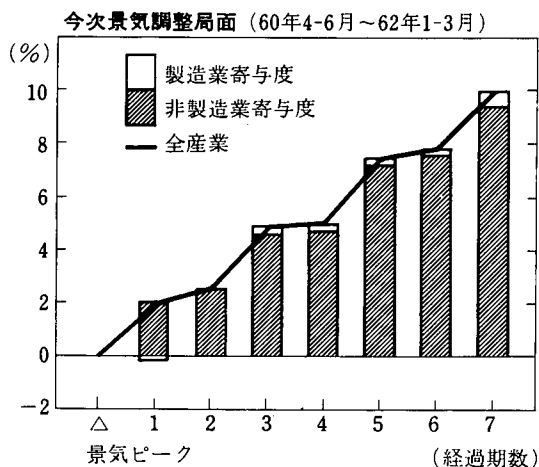
以上みたように、円高・原油安のメリットに基づく家計支出拡大効果は、製造業におけるデフレ圧力の強まりにもかかわらず、家計支出を支えてきたが、それらのメリットは必ずしも持続性をもたない(注12)一方、製造業における調整圧力は、潜在的には景気全体を下方スパイラルに導きかねない性格を持つものであった。そうしたなかで家計支出が終始堅調を維持し、最近さらに増勢を強めているのは、これまでの堅調自体が新たな所得を生み、それがさらに家計支出の増加につながるというかたちで、いわば「堅調さが堅調さを

呼ぶ」という前向きの循環メカニズムが作動してきたからにはかならない。

そこで、今次円高下の調整局面における景気の流れを、所得と支出の循環といった視点から改めて整理してみると、すでにみたように、為替円高に伴い製造業部門においては、在庫、資本ストックの調整が同部門の賃金・雇用の調整を通じて家計部門の所得を下押しするという後ろ向きの流れが生じたが、その一方で物価安定と金融緩和の効果が、非製造業部門の収益増とそこにおける雇用増を通じて、家計部門を中心とする前向きの所得循環の流れを始動させていた(図表17)。この点を見るため、いま企業部門を製造業、非製造業に分け、家計の実質所得をその発生源別に前回景気調整局面と対比してみると、今次局面においては非製造業部門が前回を大幅に上回る伸びを示し、全体を大きく押上げていることが観察され(図表18)、非製造業部門と家計部門を中心とする前向きの循

(注12) ちなみに、前掲図表8(3)をみると、交易条件改善による実質賃金押上げ効果は61年7～9月をピークに減衰に向かっている。

(図表18)
製造業・非製造業別にみた実質所得の動向



(注) 1. 部門別実質所得は雇用者数(労働力調査ベース)に1人当たり実質賃金を乗じたもの。
2. 景気ピーク以降7期までにおける同ピークに対する増減率(季節調整済み)。

(資料) 総務庁「労働力調査」、労働省「毎月勤労統計」

環の力が極めて強かったことを示唆している。

(好循環の背景)

このように、今次景気調整局面において家計と非製造業部門の間で、従来以上に強い好循環が形成されたことについては、財政支出拡大の効果による面も無視し得ないが、より基本的には、以下の事情を指摘できよう。

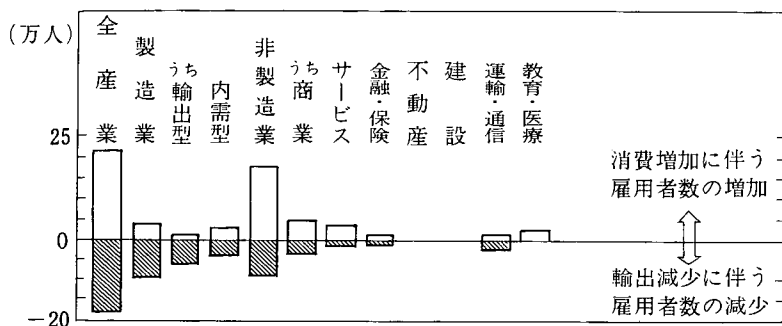
第1は、円高・原油安を起点とする家計支出の拡大が、非製造業部門を中心に大きな雇用拡大効果を発揮した点である。この点をみるため産業連関表(55年表)により、個人消費を1兆円拡大する一方で、輸出を1兆円削減した場合の雇用面への影響を試算してみると、製造業部門ではかなりの雇用減少となるものの、非製造業部門では、サービス、商業を中心に個人消費拡大の雇用誘発効果が際立って大きいため、ネットでもかなり大幅な雇用増加をもたらすとの

結果が得られる(図表19)。また、最近の非製造業における雇用者数の伸びを業種別にみて、その寄与度を計算すると、サービス、卸・小売業、といった家計支出に密接に関連した業種での雇用増が、全体の伸びのほとんどを説明し得るかたちとなっている(図表20)。こうした点からみて、家計支出拡大が非製造業部門を中心とする雇用を大きく押し上げる効果を果たしてきたことは明らかといえよう。

第2に、こうした非製造業部門における雇用の拡大は、同部門に対する需要の好調のみによりもたらされたのではなく、円高・原油安に伴う投入コストの低下を反映して、非製造業の交易条件が大きく改善したことによる収益押し上げ効果に

(図表19)

輸内需スイッチングによる雇用誘発効果
 — 1兆円のスイッチング(消費増、輸出減)の例示 —

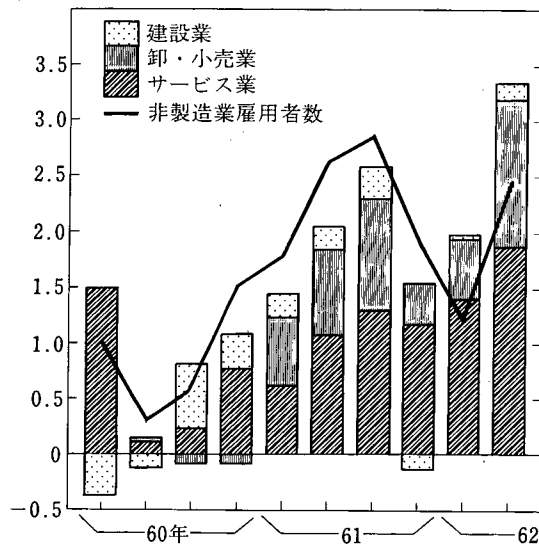


(資料) 通産省「昭和55年産業連関表」

(図表20)

非製造業雇用者数の業種別寄与度

(前年比・%)



(資料) 労働省「労働力調査」

よっても支えられていた。すなわち、円高により、製造業部門では円建てでみた輸出価格の低下を主因に採算悪化を余儀なくされるものの、非製造業部門では海外との競争に直接的にはさらされていないため、産出価格がさほど低下しない一方、投入コストが低下するため、採算性はむしろ好転する筋合いにある。ちなみに、日本銀行「主要企業短期経済観測調査」により、非製造業部門(除く電力・ガスベース)の61年度売上高経常利益率をみても、1.23%と前年度(0.98%)と比べ大幅に上昇し、50

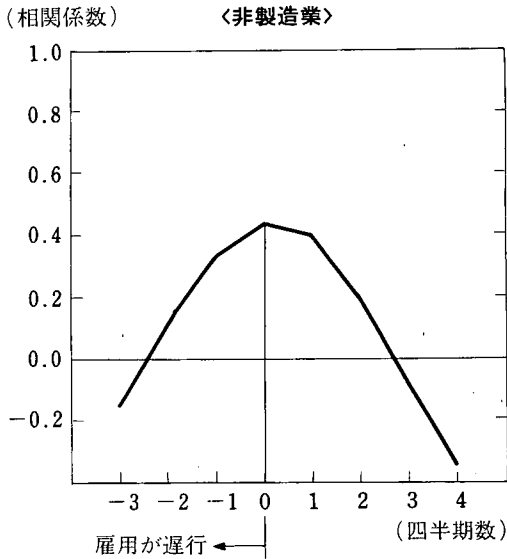
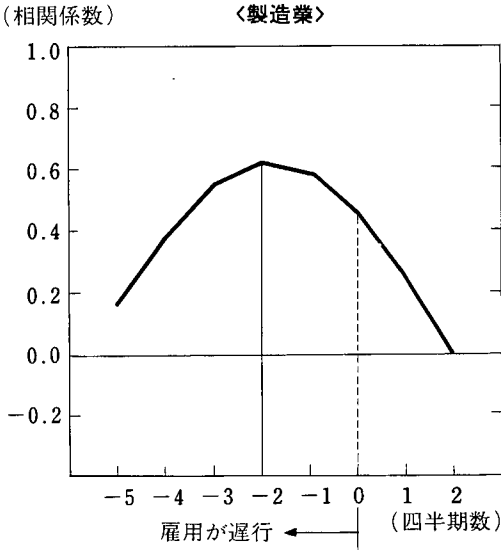
年度以降では最も高い水準となった。

ここで収益と雇用それぞれの増減の間の時差相関を計測してみると、製造業については雇用が収益の動向に若干遅行する一方、非製造業の場合には両者が概ね同時に変動しており(図表21)、交易条件改善と需要の堅調によってもたらされた非製造業収益の改善が、ラグを伴うことなく雇用を拡大する方向に作用したことを示唆している。

このように、円高・原油安の物価安定効果や金融緩和を起点とした家計支出の

(図表21)

収益と雇用の時差相関



拡大は、交易条件改善効果とも相まって非製造業部門の収益増大をもたらし、それが雇用の増加を通じて、次の段階の家計の所得、支出の拡大をもたらすというかたちで、前向きの循環が形成されてきたことは明らかといえよう(注13)。そしてこの間に、製造業においては、円高が逆に大きなデフレ圧力として作用し、いわゆる「二面性」が顕著となっていたが、調整が進捗するに伴い、不調の製造業が好調の非製造業に鞆寄せされるかたちで、「二面性」が解消しつつある。この点は製造業の不調が家計部門や非製造業にも次第に波及するという従来の循環パターンと最も大きく異なる点である。

(注) 1. 収益は、売上高経常利益率前年差。雇用は、雇用者数前年比。

2. 計測期間：48/1～3月～62/1～3月

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、総務庁「労働力調査」

3. 今後の展望

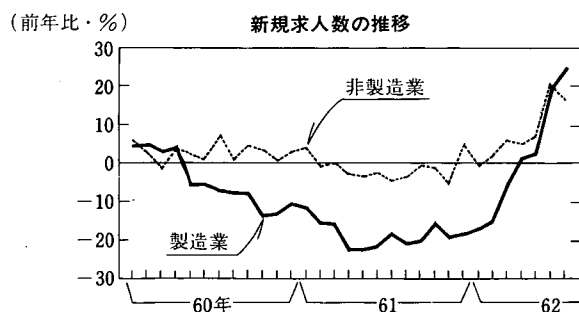
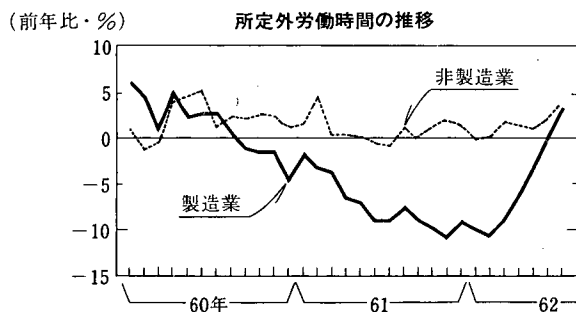
(堅調持続が予想される家計支出)

今後の家計支出の動向を展望するうえで最大のポイントは、これまで検討した円高・原油安に端を発する家計支出促進の効果が出尽しに向かうなかで、家計支出が従来の増勢を維持し得るか否かであろう。この点につき結論から示せば、①上にみた家計—非製造業部門を中心とする「好循環」は、物価の安定基盤が損なわれない限り今後も作用するとみられること、②製造業においても、在庫、資本ストックの調整が一巡し、収益も回復局面に入った結果、すでに自律的な上昇局面に入ったとみられること、③本年5月末に決定をみた政府の緊急経済対策の効果、とりわけ、所得税減税、公共投資追加の家計支出促進効果^(注14)が本年度下期にかけて本格的に顕現化するものと見込まれることを考えると、当面家計支出が失速に陥る危険性はほとんどないといえるものと思われる。

以下、上記3点のうち、このところの変化として最も注目される②を中心に若干敷衍してみると、このところ製造業においても新規求人倍率、所定外労働時間が顕著な回復を示していることが特徴的である(図表22)。この間両者は、非製造

(図表22)

最近の雇用環境の改善



(資料) 労働省「職業安定業務統計」、「毎月勤労統計」

業においても引続き改善傾向をたどっており、このため全産業ベースの有効求人倍率も、かなり急テンポで回復し、最近では前回景気拡大局面のピークを若干上回るに至っている。こうした製造業を中心とする雇用環境の改善は、次第に家計部門にも認識され始めており、例えば先にみた消費動向調査の「今後1年間の収入の増え方」に関する指標をみても、本年入り後は有効求人倍率の急角度の上昇に歩調を合わせて改善している(前掲、図表7)。こうした雇用環境の改善は、その直接的な家計所得増大効果に加え、先行き不安感の払拭

を通じる支出性向下支え効果^(注15)からも、家計支出を盛上げているものとみられ、製造業—家計部門の間の循環についても、前向きに動き始めているとみることができよう。

なお、今回の景気回復局面における雇用環境の改善テンポを、有効求人倍率の動き等からみると、前回の立上がり局面をかなり上回っているが、これは前回の景気回復が輸出主導型であったのに対し、今回は内需主導型であることにも起因するものと思われる。すなわち、産業連関表(55年表)により、個人消費、民間設備投資、公共投資といった国内需要と輸出がそれぞれ1兆円増加した場合に誘発される雇用者数を試算してみると、すでにみた個人消費ばかりでなく、こうした内需項目のすべてについて、その雇用誘発効果が外需を上回っているとの結果が得られ(図表23)、内需主導型の景気回復は、それ自体が内需の前向きの循環をもたらしやすいことを示唆している。

(図表23) 国内需要と輸出の雇用誘発効果
(単位・万人)

国内需要			輸出
民間最終消費支出	政府固定資本形成	民間固定資本形成	
21.0	21.2	20.8	18.2

(注) 1. 各最終需要項目が、1兆円増加した場合の誘発雇用者数。
2. 全産業ベース。

(資料) 通産省「昭和55年産業連関表」

今後の家計支出の動向を展望すると、首都圏を中心とする地価高騰や住宅ローン金利の上昇が住宅投資を抑制する効果に加え、仮に株式等にかかるキャピタル・ゲインが剥落する場合には下押し効果が働く可能性も無視し得ないところである。しかしながら、本年度下期にかけては、景気の自律的な回復に加え、財政拡大の需要効果も期待されるため、内需主導型の景気拡大傾向が一段と明らかになるものとみられる。したがって、所得環境は、製造業と非製造業がいわば両輪となるかたちで引続き改善するものと見込まれ、家計支出も当面堅調を続ける可能性が強い。

(内需の持続的拡大と物価の安定—むすびにかえて)

わが国の当面する最大の課題は、輸出に過度に依存した経済構造を転換し、対外不均衡を是正していくことにあるが、こうした転換を円滑に推進していくうえでは、内需の持続的な拡大が不可欠の条件である(調査月報62年5月号「昭和61年度の金融および経済の動向」参照)。

その場合、財政が長期的な成長の牽引力とはなり得ない以上(同上参照)、家計支出はまさに内需の柱となるべきものであり、その持続的拡大を実現していくことが極めて重要である。

これまでみてきたように、家計支出は当面堅調に推移するものとみられるが、より長い目で家計支出の持続的拡大を実現していくためには、引続き物価安定基盤を確保していくことが、何にも増して重要であると考えられる。すでに詳しくみたように、今次景気調整局面においては、物価の安定が実質所得を高めると同時に、実質金融資産残高効果等を通じて家計の支出性向を強く下支える機能を果たしたが、さらに、かなり長期間にわたって消費者物価上昇率と消費性向の推移

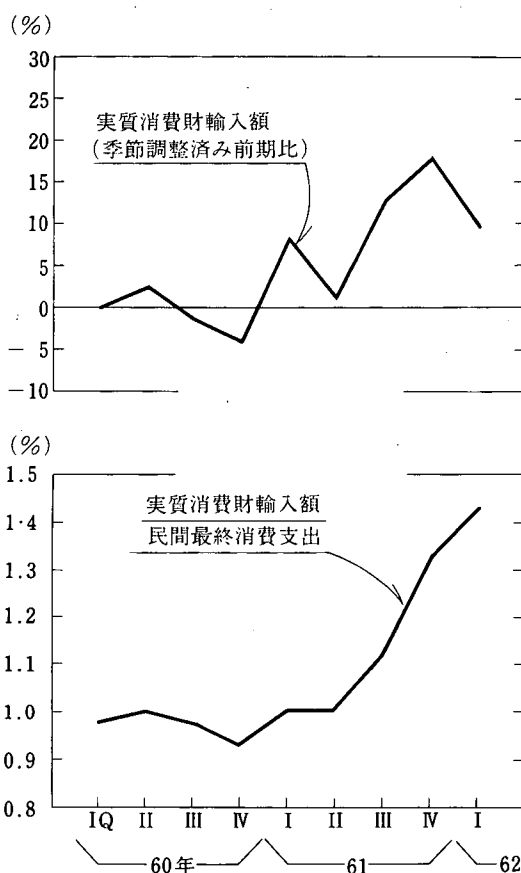
(注13) 家計—非製造業部門間に前向き循環が形成されたことは、円高の価格効果とも相まって消費財輸入の著増に大きく寄与し、対外不均衡は正のうえでも大きな役割を果たした(図表24)。

(注14) 所得税減税(本年度中1.5兆円)および公共投資追加(合計4.3兆円)の家計支出拡大効果を日本銀行調査統計局計量モデルにより試算してみると、62年度下期の家計支出の伸びを+1%程度押し上げるとの結果が得られ、緊急経済対策が家計支出に対してもかなり大きな効果をもつものであることがわかる。

(注15) 前出の消費性向関数(前掲図表12)においても、有効求人倍率に代表される雇用環境要因が有意に作用しており、景気調整局面下では消費性向を押下げていた同要因が、このところむしろ下支え方向に転じている可能性が大きい。

(図表24)

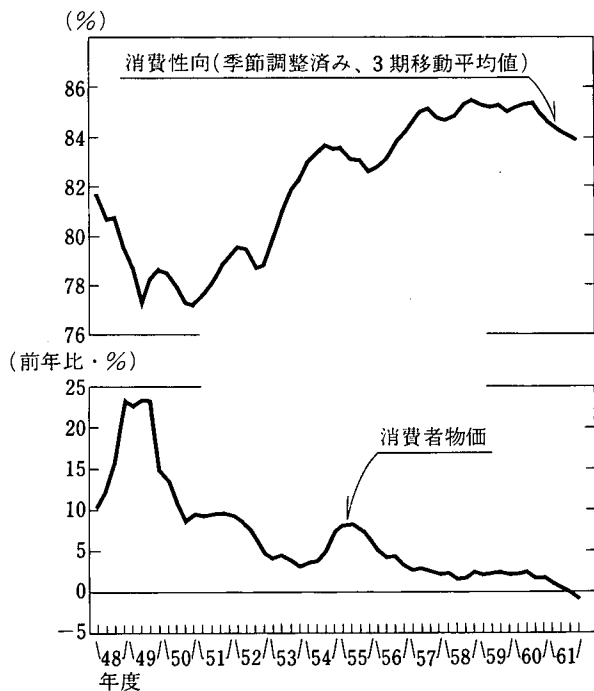
消費財輸入(実質ベース)の動向



(注) 実質消費財輸入額は通関輸入金額(円ベース)を当該輸入物価指数でデフレートしたもの。

(資料) 大蔵省「通関統計」、経済企画庁「国民経済計算年報」、日本銀行「物価指数年報」

(図表25)
消費者物価上昇率と消費性向の関係



(注) 61年度中の消費性向は、日本銀行調査統計局試算。

(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」、総務庁「消費者物価指数」

をみても、両者の間には明瞭な逆相関がみられる^(注16)(図表25)。

翻って最近の物価情勢に目を転じると、国内卸売物価は、公共投資、住宅建設の増加に伴う建設資材、化学製品等の値上がりや国際商品市況の上昇等を背景に、やや目立って上昇している。消費者物価については、これまでのところ総じて安定的に推移しているが、家賃、帰属家賃等民間サービス価格の上昇に加え、こうした卸売物価の上昇が次第に波及していくことが懸念されるところである。もとより、今後の物価情勢については、輸入を含めて供給がどの程度増加し得るか等にも依存するので、現時点で確たる見通しは立て難いが、マネーサプライが一段と

伸びを高めていることや、年度下期にかけては景気拡大テンポが加速すると見込まれる状況の下で、物価情勢には細心の注意を要する局面にさしかかりつつある。

先にみたとおり、物価の安定は家計支出を柱とする内需の持続的拡大を達成するうえで不可欠の前提条件である。金融政策の運営にあたっては、こうした観点から、万が一にも物価の安定が損なわれることのないよう、これまで以上に慎重な姿勢で臨むことが肝要である。

(注16) 前出の消費性関数の計測結果をみても、物価要因は、実質金融資産残高を介在した効果に加え、直接的にも消費性向に影響を与える要因として有意に計測されている(前掲図表12)。これは、足元の物価上昇率が高まると、家計の期待インフレ率が上振れする一方、必ずしもこれに見合った名目賃金の上昇が保証されていないため、将来の実質所得に関する不確実性が高まる結果、家計が支出を抑制することを反映したものともみられる。ちなみに、日本銀行調査統計局計量モデルにより、消費者物価が外生的要因から1%上振れした場合の効果をラフに試算すると、消費の抑制を主因として成長率を0.5~1%程度引下げるとの結果となる。