

第1章

長期化する景気回復とその先行き

2002年初めから始まった今回の景気回復は、2007年に入っても持続しているものとみられる¹。今回の景気回復は単純な景気循環現象にとどまらず、特に民間企業部門を中心として厳しい構造調整が行われる下でのものであった点に特徴がある。

経済構造面での変化をみると、企業はバブル崩壊以降、設備投資を抑える中で有利子負債の返済に努めるとともに、1990年代末頃からは雇用面でもリストラを進めることで体力の回復を図ってきた。一方、政府は、財政健全化を進めるとともに不良債権処理を始めとしたバブル期における「負の遺産」の清算に取り組むことなどにより、民間部門に新たな成長基盤を提供するための構造改革の取組を加速・深化してきた。こうしたバブル崩壊後に長期間にわたって続いた日本経済の低迷から抜け出すために進められた民間部門の厳しい合理化努力と政府による構造改革の取組が相互に結び付いた結果も現れてきている。企業部門における雇用・設備・債務の三つの過剰はほぼ解消し、企業の収益力が高まるとともに、主要金融機関の不良債権問題が正常化するなど、経済の重石となっていた構造的な問題も解消に向かった。

一方、今回の景気回復では、期間は長期化したものの人々が景気の長期回復を実感できていないといった指摘もある。さらに、2006年後半から所得や家計消費の伸びに鈍化がみられ、企業部門の好調さの家計部門への波及に足踏みがみられる。企業部門においても一部に弱い動きがみられるなど、景気回復が今後も持続するためには克服すべき課題も存在する。

以下では、まず第1節において、最近の日本経済の動向を概観するとともに、今回の景気回復の持続性を点検する観点から、景気循環の形と波及の仕組みの変化について分析を行った上で、景気の先行きリスクについて言及する。第2節ではゼロ金利解除後の金融市場の動きを回顧し、続く第3節では改善ペースが依然として緩やかなものにとどまっている物価の動向、一方で都市圏を中心に持ち直しが鮮明となっている地価の状況を検討する。第4節では財政健全化の足取りを確認する。第5節では本章全体の議論を簡単に整理する。

注 (1) これまで戦後最長であったいわゆる「いざなぎ景気」における景気回復期間（1965年10月～1970年7月、57カ月）を上回る長さとなっている。ただしこれは月例経済報告の基調判断に基づくものであり、公式な景気拡張期間は内閣府経済社会総合研究所で開催する景気動向指数研究会による今回の景気循環の景気基準日付の決定により確定される。

第1節 長期化する景気回復と景気循環の仕組み

1 長期化する景気回復の実態

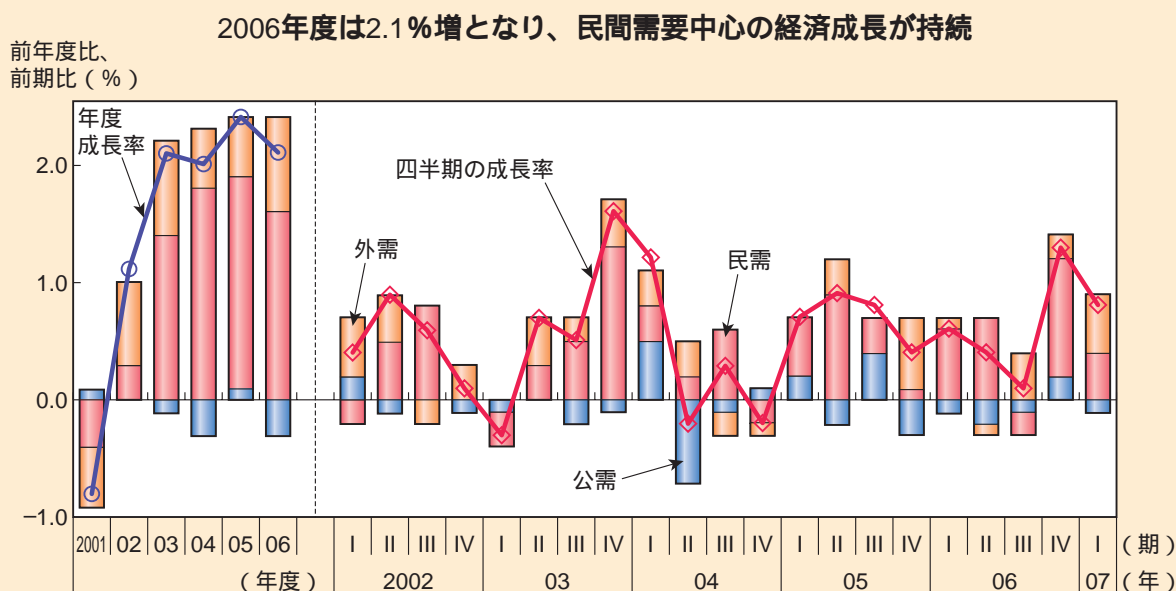
(1) 需要面からみた長期化する景気回復の動き

民間需要中心の経済成長が持続

2005年半ばに踊り場的な状況を脱した日本経済は、2006年前半にかけて企業部門、家計部門、海外部門がバランスよく回復したものの、2006年後半から家計部門に弱さがみられるようになってきている。実質GDP成長率の動きをみると、2005年度に2.4%となった後、2006年度は2.1%となり、全体としては引き続き民間需要中心の経済成長が続いている（第1-1-1図）。

主な需要項目別の動きをみると、2006年度をとおして設備投資が成長に大きく寄与した一方で、消費の寄与が概して小さくなっている。企業部門で設備投資が高い伸びを続けている背景としては、売上高の増加に伴って収益の改善が続いていることなどが挙げられる。家計部門をみても2006年前半までは完全失業率が4%台前半で推移し、雇用者数も増加するなど雇用環境が改善し、賃金も緩やかな増加傾向で推移していた。企業部門の好調さが雇用者数・賃金の増加を通じて消費に結び付くという形での家計部門への波及がみられたと言える。ただし、家計部門においては、2006年半ば頃から賃金と消費の伸びがともに鈍化し、その後消費は持ち直したものの賃金は横ばいとなっていくなど、企業部門から家計部門への波及が緩やかになってきている。

第1-1-1図 実質GDP成長率とその寄与度



2006年半ば頃から横ばいの動きを示す輸出入

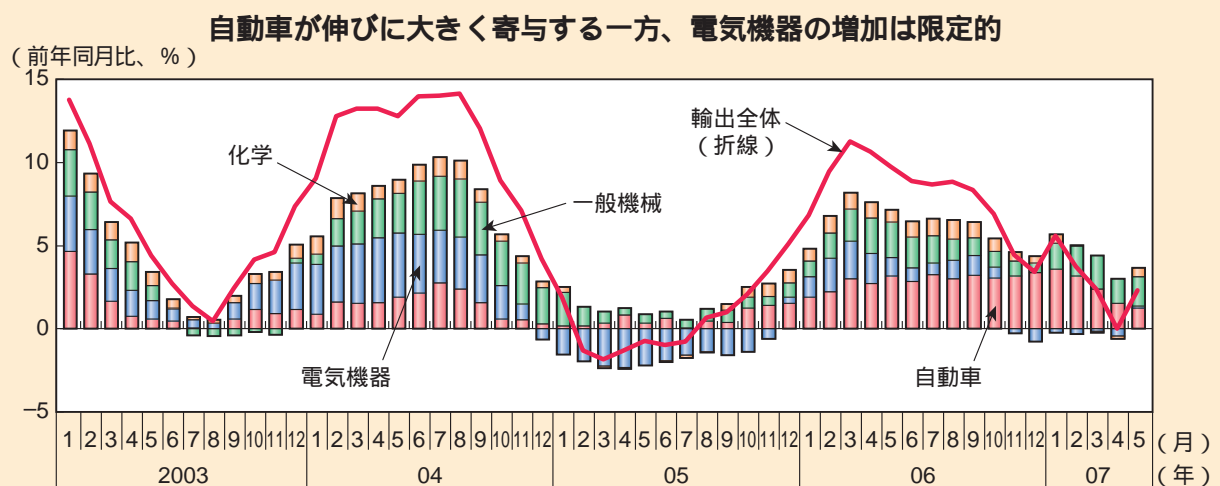
外需面をみると、輸出については2006年初めから、アジア向け、アメリカ向けを中心に増加基調で推移してきたが、2006年半ば以降は、アメリカ経済の減速などを反映して横ばいで推移している。輸入については、2006年初め以来、一時増加する局面もみられたがおおむねほぼ横ばいの動きを示している。アジアからの輸入は2006年半ばにかけて増加傾向で推移していたが、その後は横ばいで推移しており、アメリカ及びEUからの輸入については、いずれも2006年初から横ばいで推移している。

輸出について主要品目別の動き（前年比）をみると、これまで増加基調を維持してきた自動車は、2007年初来、増加幅が縮小しているものの、依然として輸出全体の伸びへの寄与が大きき。一方で、電気機器については、その寄与が過去にみられた輸出増加局面と比べて小さくなってきており、こうした電気機器の輸出に対する寄与低下が輸出全体の伸びを鈍化させている一因となっている（第1-1-2図）。この背景については、労働コストが低い中国などのアジア地域の生産拠点に対する電気製品の中間品輸出が増える一方、アメリカ、EU向け電気製品完成品輸出の伸びが鈍化していることが挙げられる。

今回の景気回復局面の特徴の一つとして、輸出の寄与の大きさが挙げられる。この背景には、円安傾向で推移する為替と世界経済の回復があると考えられる。為替の動きをみると、実質実効為替レートは、2000年半ば頃に円安傾向に転じ、2007年6月時点で1980年代半ば頃の水準まで円安が進んでいる。また、世界経済の動向をみると、G7のGDPは今回の景気回復局面において成長を続けている。

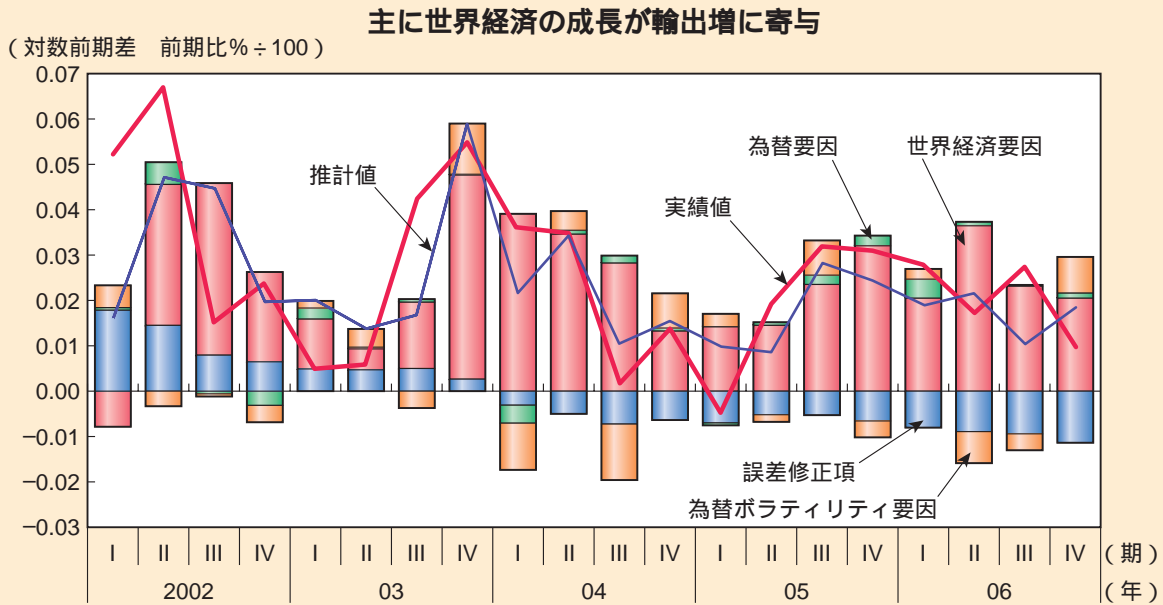
円安傾向で推移する為替と世界経済の回復が輸出の増加にどの程度寄与しているのかをみるために、為替レートと世界GDPを説明変数とする輸出関数を推計した（第1-1-3図）。そ

第1-1-2図 輸出数量への品目別寄与



(備考) 1. 財務省「貿易統計」により作成。原数値・3カ月移動平均ベース。
2. 数量指数の品目別寄与については、通関額をウエイトとして使用し作成。

第1-1-3図 輸出関数の推計結果



- (備考) 1. 日本銀行「実質輸出入」、「実質実効為替レート」、「外国為替相場」、OECD “Quarterly National Accounts” により作成。
 2. 世界経済要因をG7のGDPと実質輸出の計としている。
 3. 推計方法の詳細については、付注1-1を参照。

れによると、今回の景気回復局面においては、世界経済の成長が輸出の増加を大きくけん引していることが分かる。為替に関しては、2005年に急激に円安方向に動いたことが、2005年後半から2006年前半にかけて輸出の増加に寄与しているが、その度合いは世界経済の成長ほどではない。

公的需要に頼らない経済成長が続く

政府支出については、財政健全化に向けた取組を反映して、公共投資を中心に総じて低調に推移している。一般政府の支出規模のGDP比をみると、厳しい財政事情を反映して、2006年度までの間、2002年度の水準を上回らないという政府の目標に沿う形で、2002年度以降減少傾向で推移している。

公的固定資本形成については、1999年度以降、減少傾向で推移している。この背景としては、国の公共事業関係費については、2006年度まで景気対策のための大幅な追加が行われていた以前の水準を目安として削減を続けてきたことや、地方においても、国の方針と歩調を合わせつつ、投資的経費のうち地方単独事業費について徹底した見直しを行ってきたことが挙げられる。平成19年度予算においても、国の公共事業関係費については、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2006（基本方針2006）」で示された歳出改革の内容に沿った削減を進めることにより、一般会計予算で前年度比3.5%減と見込まれる。地方においても「基本方針2006」に沿った見直しを行うことにより、2007年度地方財政計画では投資的経費のうち地方

単独事業費については、前年度比3.0%減（かい離是正後²は14.9%減）と見込まれる³。

この結果、政府最終消費支出と公的固定資本形成を合わせた公的需要は、低下傾向で推移している。公的需要のGDP成長率への寄与度も2006年度はマイナス0.3%となっており、公需に頼らない民間需要を中心とした経済成長が続いているということが出来る（前掲第1-1-1図）。

（2）好調さが持続する企業部門

企業部門では収益性が高まり、キャッシュフローも潤沢

企業部門は、これまでリストラによる雇用コストの切下げ、過剰設備の圧縮、有利子負債の返済など収益体質の改善に努めてきた。好調な売上高の伸びに加えてこうした収益性の高まりにより、今回の景気回復局面を通じて企業収益は改善傾向が継続している。

全産業の売上高は、2007年1-3月期で前年比6.3%増と16四半期連続増加しており、経常利益では同7.4%増と19四半期連続の増加が続くなど好調な動きが続いている。水準でみても既に2003年度にはバブル期を超える水準にまで回復し、さらにそれを上回る増加を続けている。このように、企業部門の収益構造の改善は著しく、雇用・設備・債務の三つの過剰が解消される中で潤沢なキャッシュフローを抱える状況となっている。

増加するもののキャッシュフローの範囲にとどまる設備投資

企業収益の改善や需要の増加などを受けて、企業は引き続き設備投資を増加させている。実質民間企業設備投資は、2004年度は前年度比6.3%増、2005年度5.8%増、2006年度7.9%増となっている。2007年度計画についても、「日銀短観(2007年6月調査)」によると、全規模製造業で5.5%増、全規模非製造業で1.8%増が見込まれている。設備投資計画については調査実施ごとに年度途中でも改訂されていくが、6月調査時点では、全規模全産業で5年連続の増加が見込まれている。

業種別の2006年度の動向を「日銀短観」でみると、製造業は、半導体や薄型ディスプレイといった分野での生産能力拡大を目指した動きが活発であった電気機械を始めとして、鉄鋼や一般機械などを中心に前年度比13.4%と3年連続で2けた増を続けている。非製造業は、鉄道での安全対策関連投資などがあつた運輸や、2005年度に引き続き活発であった不動産を中心に増加している。

このように設備投資は増加が続いているものの、依然キャッシュフローの範囲内に収まっている。ただし、製造業、非製造業ともに、その割合は高まってきている。製造業では2004年

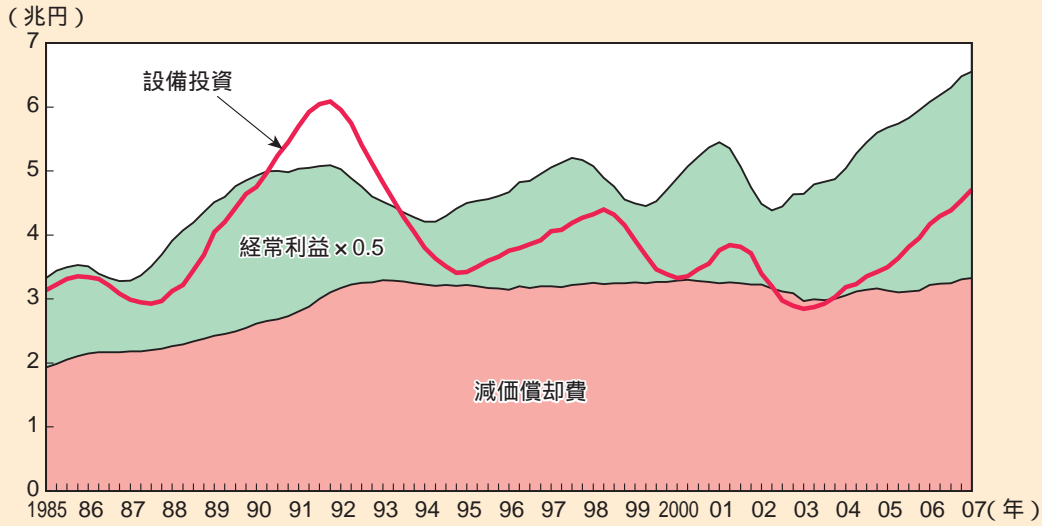
注 (2) 三位一体改革等では地方財政計画の計画と決算のかい離を是正することとしており、このために地方財政計画の計画額から増減される一定の額を「かい離是正額」という。地方財政計画の投資的経費の推移は、「前年度比」と「かい離是正後の前年度比」で表される。前者は当年度のかい離是正前の経費と前年度のかい離是正後の経費の増減比を、後者は当年度と前年度のかい離是正後の経費の増減比を指す。

(3) 「基本方針2006」においては、公共事業関係費について、今後、廃止・終了する事業や整備水準の上昇も踏まえた事業分野ごとのメリハリ付けを強化するとともに、あらゆる分野で官民格差等を踏まえたコスト縮減や入札改革などを進め、重点化・効率化を徹底することにより、これまでの改革努力（名目対前年度比 3%）を基本的に継続することとしている。また同様に、地方単独事業については、地方単独事業全体として現在の水準以下に抑制することとし、投資的経費は国の公共事業と同じ改革努力を行うこととしている。

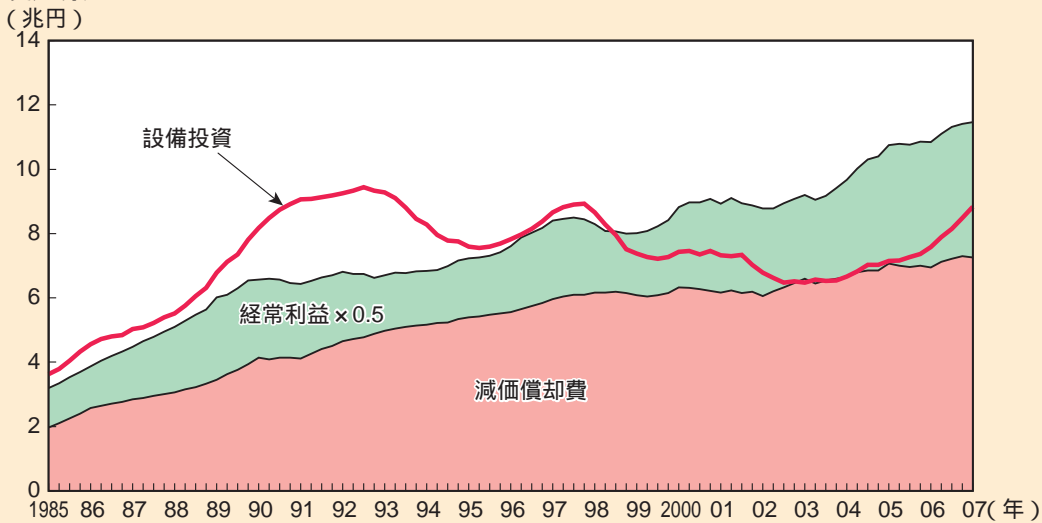
第1-1-4図 設備投資とキャッシュフローの動向

キャッシュフローに対する設備投資の割合は高まっている

(1) 製造業



(2) 非製造業



- (備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」により作成。
 2. 設備投資はソフトウェア投資を含まず。
 3. キャッシュフロー = 経常利益 × 0.5 + 減価償却費。4四半期移動平均。

頃から減価償却費を上回る傾向が明確になってきている。また、非製造業では今回の景気回復局面当初、ほぼ減価償却費見合い程度の設備投資が実施されていたが、2005年半ばから、ようやく減価償却費を上回る傾向が出てきている。(第1-1-4図)。

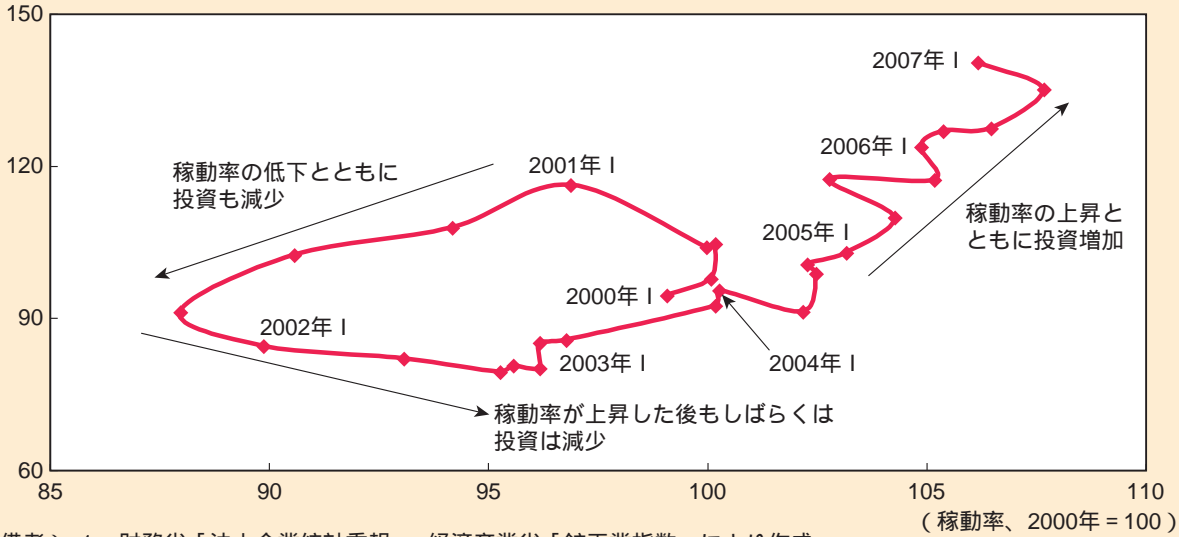
生産能力の増強に向かい始めた製造業

設備投資の増加を受けて、製造業では、1999年初め以降減少していた有形固定資産が2005年度初めに増加に転じ、その後も増加が続いている。2004年度以前は、設備投資を中心とした有形固定資産の取得は減価償却及び除去額などを下回っていたため、企業の有形固定資産は

第1-1-5図 稼働率と設備投資（製造業）

企業は稼働率の上昇を受けて、設備投資を増加させている

（設備投資、2000年 = 100）



（備考） 1. 財務省「法人企業統計季報」、経済産業省「鉱工業指数」により作成。
2. 季節調整値。

減少傾向で推移してきていたが、それと比べると大きな変化といえよう。

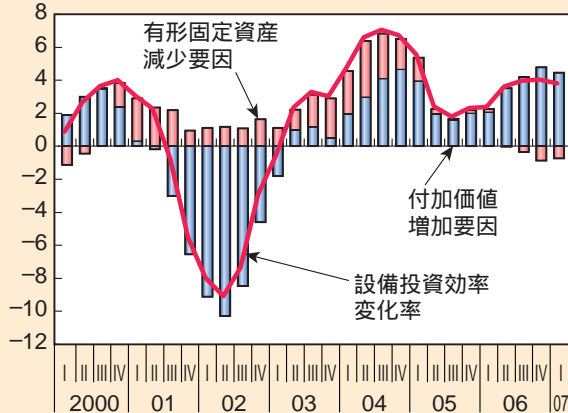
製造業について、稼働率指数と設備投資額の間をみると、稼働率指数は2002年の初めから上昇傾向に転じているものの、設備投資額はすぐには増加に転じず、2004年度に入り、ようやく増加傾向となっている（第1-1-5図）。景気回復局面当初の段階では、収益増加機会拡大に対して、生産能力を拡張するよりもむしろ既存生産設備の稼働率を上昇させることで対応しようとしていたが、

第1-1-6図 設備投資の効率性

効率性は改善が続いている

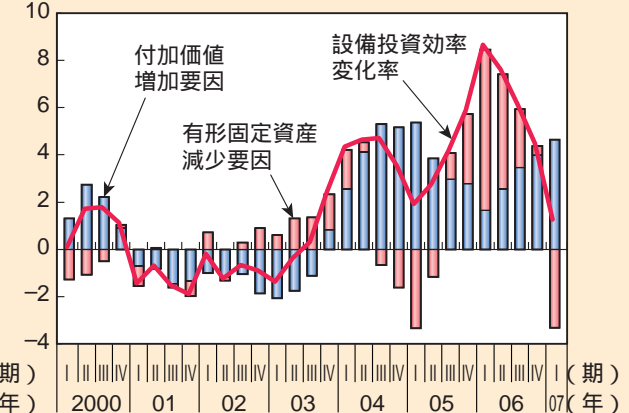
（1）製造業

（前年同期比、%）



（2）非製造業

（前年同期比、%）



（備考） 1. 財務省「法人企業統計」（年報・季報）により作成。4四半期移動平均。

2. 設備投資効率(%) = 付加価値 / 有形固定資産
付加価値 = 人件費 + 賃借料 + 支払利息 + 租税公課 + 経常利益 + 減価償却費
賃借料、租税公課については、財務省「法人企業統計年報」を利用。

その後の長期にわたる景気回復を背景に、企業が設備投資の増加に踏み切る姿がうかがえる。こうした状況は、「日銀短観」の生産・営業用設備判断DI(製造業)「過剰」-「不足」が2002年以降低下傾向にあり、2006年以降は過不足ゼロ、もしくは不足超となっていることとおおむね整合的である。

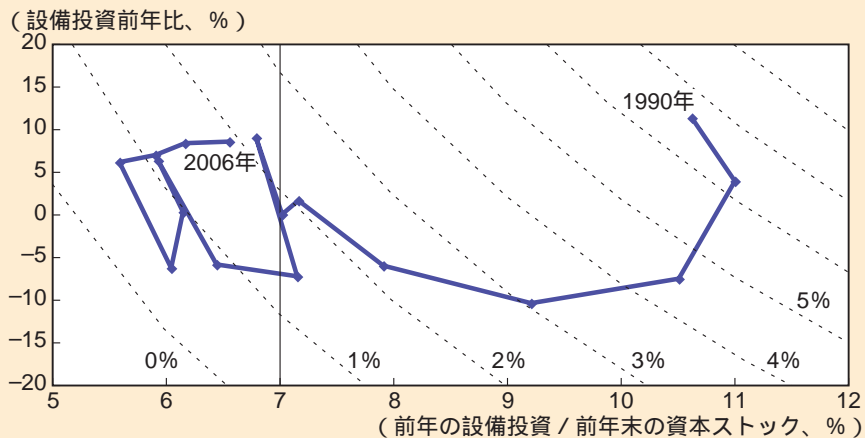
設備投資が大幅に増加し続けている中であっても、設備投資の効率性は改善傾向で推移している。設備がどれだけの付加価値を生むかを示す設備投資の効率性(有形固定資産に対する付加価値の比率)は、今回の景気回復局面を通じておおむね改善している(第1-1-6図)。その要因をみると、製造業では2005年以降、主に景気回復を背景にした企業収益の改善などによる付加価値の増加が寄与して設備投資効率が高まっており、非製造業においても最近では有形固定資産減少の寄与が縮小し、付加価値増加要因の寄与が高まっている。

2%程度の企業の期待成長率を反映した設備投資水準

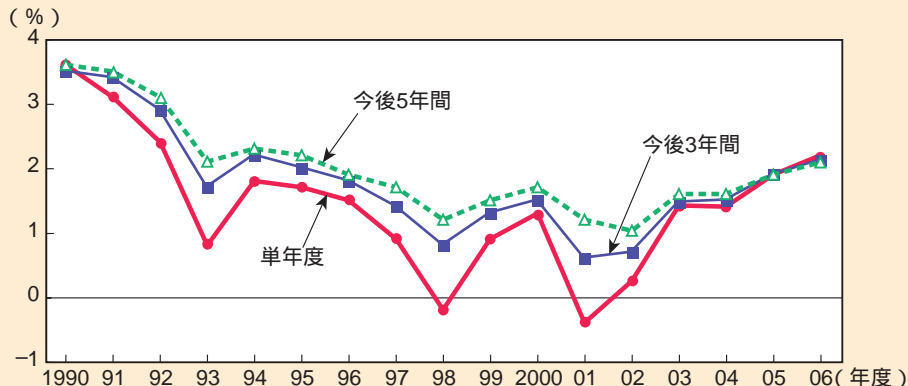
キャッシュフローの範囲内とはいえ、大幅な設備投資の増加は過大な資本設備水準に結び付

第1-1-7図 企業の設備投資行動と期待成長率

2%程度の企業の期待成長率を反映した設備投資水準 (1) 設備投資と資本ストック(全産業)



(2) 企業の期待成長率は上昇傾向



- (備考) 1. 内閣府「民間企業資本ストック」、「国民経済計算」、「企業行動に関するアンケート調査」により作成。
2. (1)の点線は、期待成長率に見合った水準の双曲線。双曲線は、期待成長率+資本ストック係数の変化率+除却率にて算出。また、資本ストック係数の変化率と除却率は95年から2006年平均。
資本ストック係数=実質資本ストック/実質GDP。

くのではないかとの指摘もあるが、これまでのところはおおむね我が国経済の潜在的な成長力と整合的であると考えられる。設備投資の判断は、企業の考える期待成長率の高さに依存する。均衡状態において、資本係数の伸び及び除却率を一定とすると、企業の期待成長率の水準に応じて、それと整合的な設備投資の伸び及び設備投資/資本ストック比率の組合せを計算することができる(第1-1-7図)。

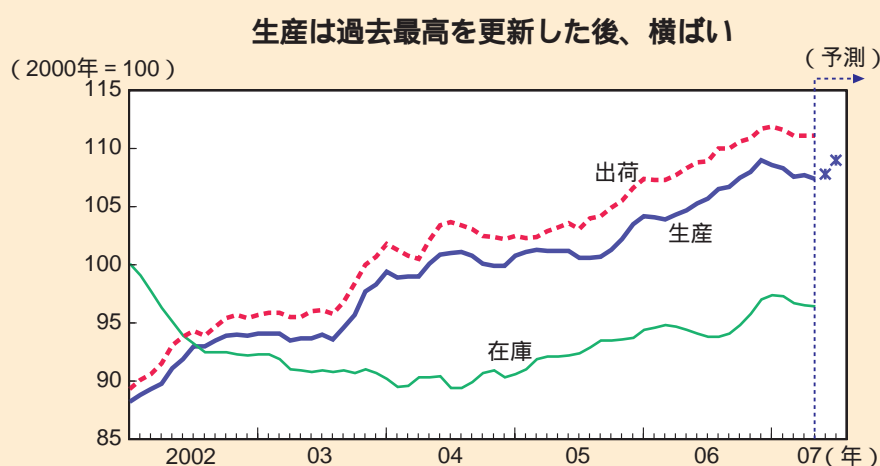
この資本ストック循環図をやや長期的に概観すると、1990年代前半は期待成長率の低下を背景に、循環が左下に移動した後、90年代後半から2000年代前半には、相対的におおむね同じ位置での循環を描いていることが分かる。しかし2004年以降については、資本ストック循環は右上に移動する兆しがみられる。これは、景気回復を背景に、企業の期待成長率が上昇し、それに対応する形で設備投資が増加している可能性を示している。

アンケート調査⁴をみても、企業の予想する今後3年間若しくは5年間の実質成長率は2.1%まで上昇してきている。このように企業の期待成長率は上昇傾向にあることがうかがわれるが、その水準は我が国の潜在成長率を大幅に上回る水準とはいえず、現在の設備投資はそうした企業の先行きに対する見方を反映しているものと考えられる。

2005年後半以降、緩やかな回復を続けた鉱工業生産

2004年後半からの景気の踊り場の状況は、情報化関連財の在庫調整と輸出の鈍化を背景としたものであった。2005年後半以降、世界的な情報化関連財需給の改善を背景に情報化関連財の生産は調整局面を脱するとともに、輸出についてもアジア向けを中心に持ち直しに転じた。

第1-1-8図 生産・出荷・在庫指数の推移



- (備考)
1. 経済産業省「鉱工業指数」により作成。
 2. 季節調整値(3カ月移動平均)を用いた。
 3. 2007年6月、7月の生産については、予測指数を基に算出。

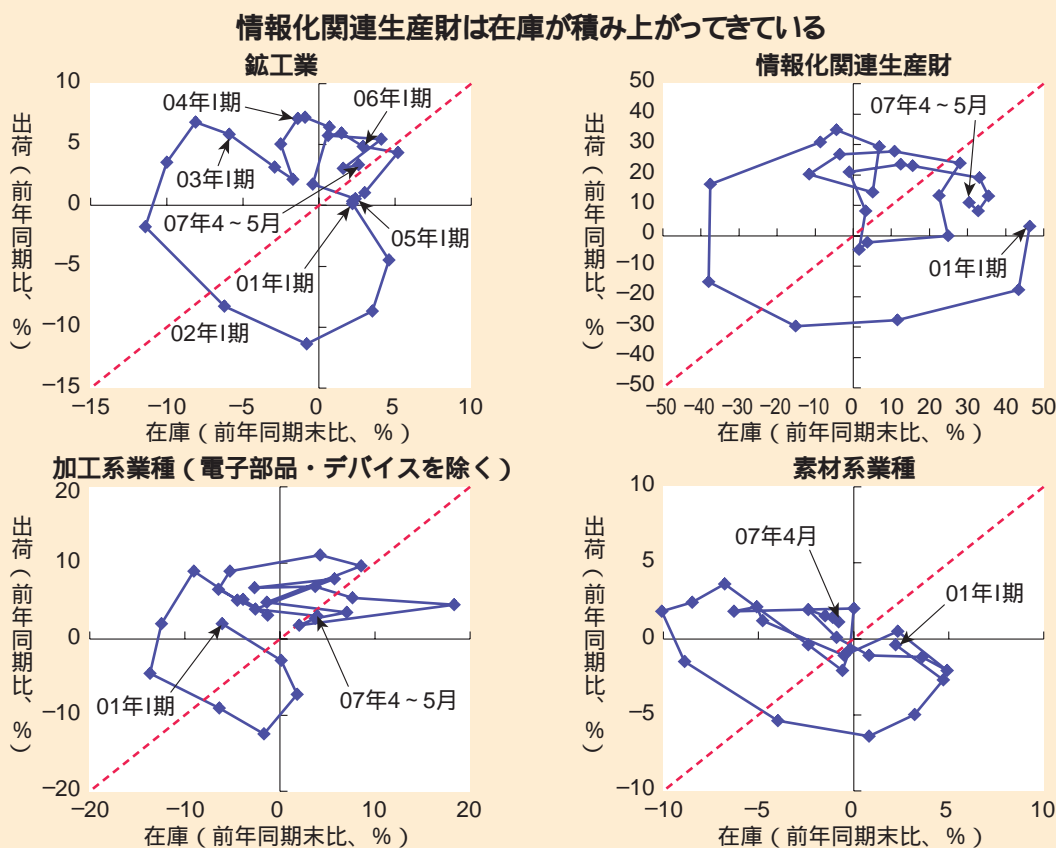
注 (4) 内閣府「平成18年企業行動に関するアンケート調査」

この間、輸出や設備投資などに支えられ、出荷が堅調な伸びを示す一方、鉱工業全体としては在庫が抑制され、生産は緩やかな増加基調をたどった。

こうした緩やかな増加基調の下で、鉱工業生産は、水準では2006年12月に過去最高を更新した(第1-1-8図)。その後2007年の第1四半期には前期比で減少に転じ、生産は横ばいとなっている。これは2006年第4四半期に輸送機械や一般機械などを中心に生産が高い伸びを示したことによる反動に加え、情報化関連生産財で生産の伸びが鈍化していることなどが要因であると考えられる。

在庫循環の状況を見ると、鉱工業全体では2005年第1四半期に調整局面に入ったものの、2006年第1四半期以降は再び回復局面入りし、2006年第4四半期以降は45度線付近で推移している。分野別では、一般機械や輸送機械といった加工系業種(電子部品・デバイスを除く)が、設備投資の増加や輸出に支えられて回復局面で推移した後、2007年5月時点では45度線付近で推移している。鉄鋼や化学などの素材系業種については、中国からの供給圧力などを背景に汎用品など一部の分野の財で需給が悪化したことなどから、2005年第1四半期以降調整

第1-1-9図 在庫循環図(分野別)



- (備考) 1. 経済産業省「鉱工業指数」により作成。
 2. 情報化関連生産財：液晶素子、半導体素子、集積回路、シリコンウェハ、電池など。
 加工系業種：一般機械、電気機械、情報通信機械、輸送機械、精密機械。
 素材系業種：鉄鋼、非鉄金属、窯業・土石製品、化学、パルプ・紙・紙加工品、繊維。
 3. 素材系業種については、2007年5月速報時点で化学(含。医薬品)のデータが未公表のため、4月確報時点のデータを用いている。

局面で推移していた。しかし、2006年第2四半期以降は、自動車など高級鋼材の需要の増加に加え、汎用鋼材の在庫調整がほぼ一巡したこと、さらには、アジア向けの化学製品の輸出増加などを反映して、回復局面で推移している。一方、2005年第3四半期に調整局面を脱した情報化関連生産財については、2006年半ば以降再び在庫が積み上がってきており、2006年第3四半期には5四半期ぶりに45度線を越え、以降調整局面で推移している（第1-1-9図）。

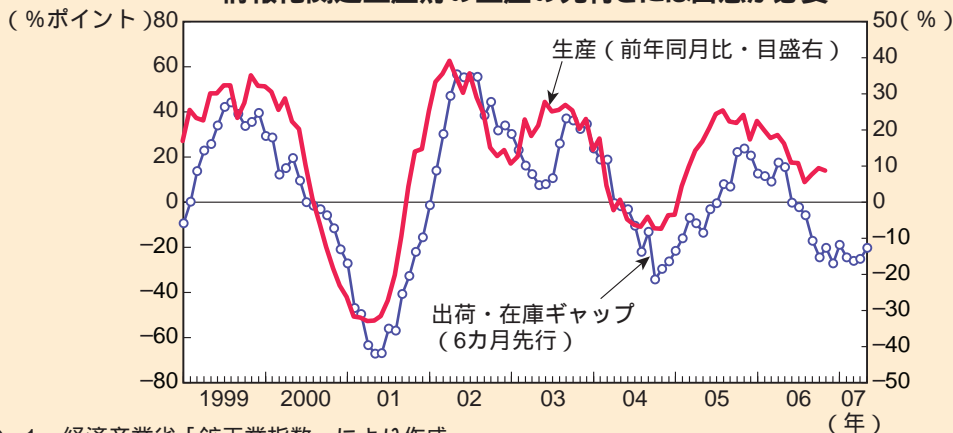
一部で在庫調整の動きがみられた情報化関連生産財

このように、情報化関連生産財については、2006年半ば以降、在庫が積み上がりつつある点には留意が必要である。情報化関連生産財で在庫が増加した背景には、2006年末頃にかけて、デジタル家電の需要増加や年末商戦における需要を見込んで、メーカーが強気の姿勢で在

第1-1-10図 情報化関連生産財の生産の先行き

(1) 情報化関連生産財の出荷・在庫ギャップと生産の推移

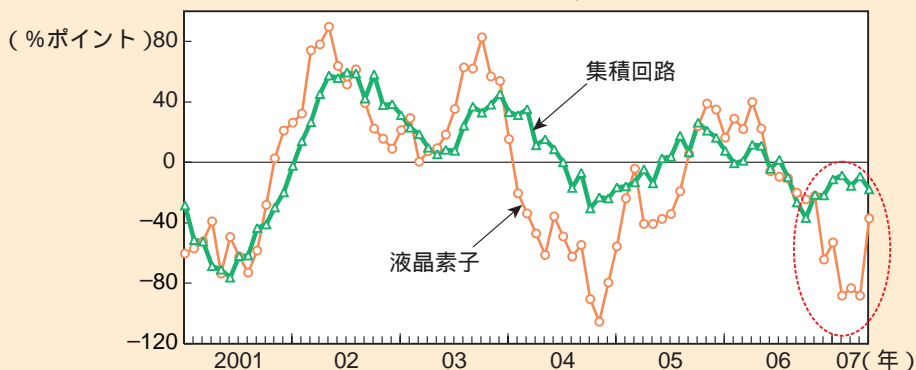
情報化関連生産財の生産の先行きには留意が必要



- (備考) 1. 経済産業省「鉱工業指数」により作成。
 2. 出荷・在庫ギャップ(%ポイント)=出荷前年比(%)-在庫前年比(%)
 3. 出荷・在庫ギャップは、生産に対して6カ月先行させた。

(2) 集積回路と液晶素子の出荷・在庫ギャップ

液晶素子が悪化する一方、集積回路は改善



- (備考) 1. 経済産業省「鉱工業指数」により作成。
 2. 出荷・在庫ギャップ(%ポイント)=出荷前年比(%)-在庫前年比(%)
 3. 液晶素子は、アクティブ型液晶素子の大型及び中・小型を合成したもの。

庫を積み増していたものの、そのペースが出荷の伸びを上回ったことが考えられる。

情報化関連生産財の出荷・在庫ギャップと生産の伸びを重ね合わせてみると、ほぼ半年程度のラグを伴って同じ動きを示しており、生産が本格的に増加するまでにはある程度の時間を要する可能性が示唆されることには留意が必要である。もっとも、出荷・在庫ギャップを品目別にみると、液晶素子が悪化する一方、集積回路については回復してきており、情報化関連生産財全体としての出荷・在庫ギャップの一段の悪化には歯止めが掛かりつつある面もみられる(第1-1-10図)。

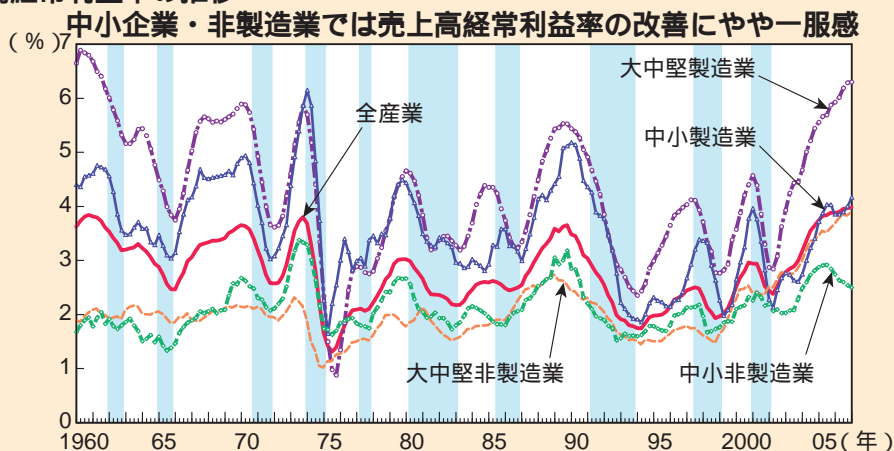
(3) 好調な企業収益とその配分

大中堅企業と中小企業の間でみられる収益力格差

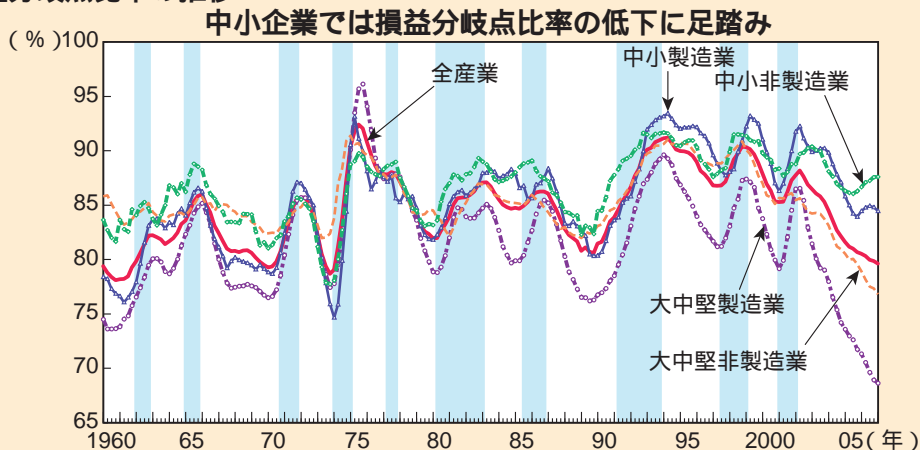
企業部門全体の収益構造の改善は進んでいるものの、企業規模別に売上高経常利益率と損益

第1-1-11図 売上高経常利益率・損益分岐点比率の推移

(1) 売上高経常利益率の推移



(2) 損益分岐点比率の推移



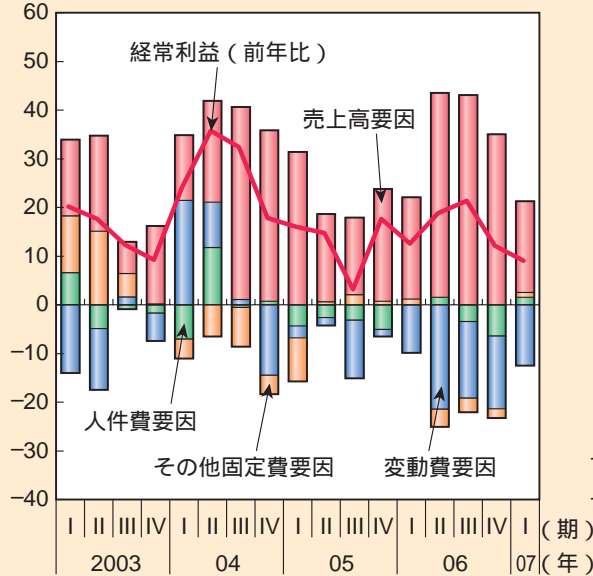
- (備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」により作成。
 2. 大中堅企業は資本金1億円以上、中小企業は資本金1千万円～1億円未満。
 3. 後方4四半期移動平均。
 4. 損益分岐点比率=(固定費/限界利益率)/売上高、限界利益率=(売上高-変動費)/売上高
 5. シャドー部は景気後退期。

第1-1-12図 大中堅企業と中小企業の経常利益前年比の寄与度分解

中小企業では人件費増加による収益押下げが目立つ

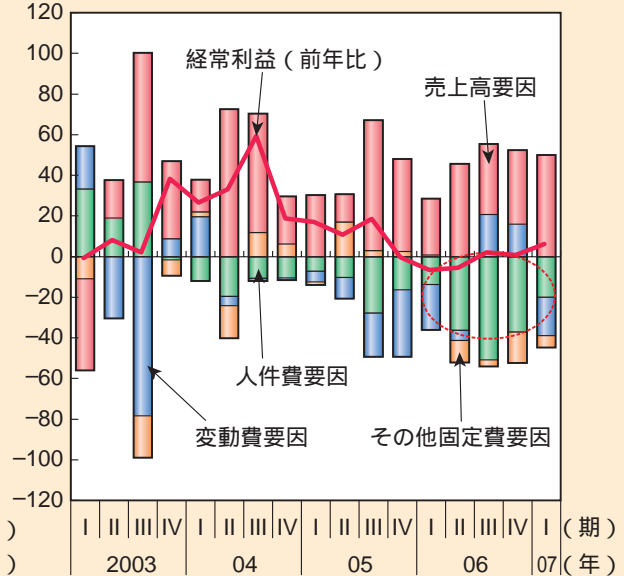
(1) 大中堅企業

(前年比寄与度、%)



(2) 中小企業

(前年比寄与度、%)



- (備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」により作成。
 2. 大中堅企業は資本金1億円以上、中小企業は資本金1千万円～1億円未満。
 3. 経常利益の要因分解は以下の方法により算出した。

S : 売上高
 F : 固定費 (人件費 + 支払利息等 + 減価償却費)
 L : 人件費
 C : その他固定費 ($F - L$)
 V : 変動費 ($S - F$)
 R : 変動費率 (V/S)
 として、 Δ = $S - V - L - C$ より、

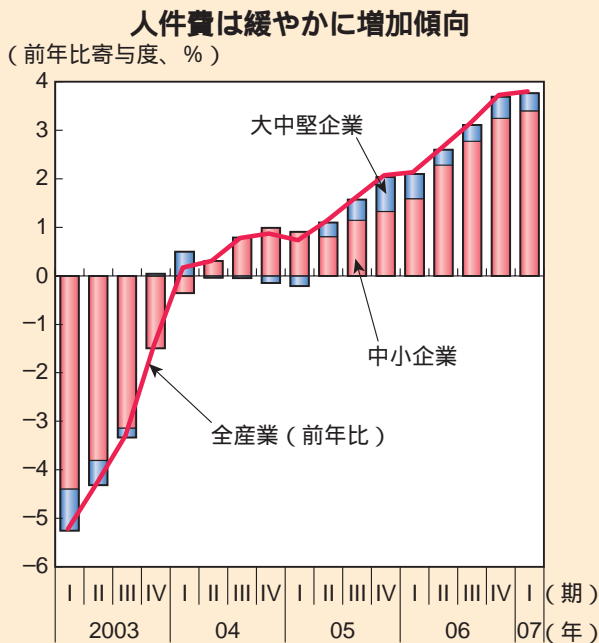
$$\Delta = \underbrace{(1 - R - 1)}_{\text{売上高要因}} \times \underbrace{S - S \times R}_{\text{変動費要因}} - \underbrace{L}_{\text{人件費要因}} - \underbrace{C}_{\text{その他固定費要因}}$$

分岐点比率をみると、収益力には規模間の格差がみられる。今回の景気回復局面では、まず大中堅企業の収益力が回復した後、やや遅れて中小企業で回復が始まっている。また、2005年後半以降、中小企業では売上高経常利益率、損益分岐点比率の改善に一服感がみられる。このように、企業規模間で、改善の足並みに違いがみられることから、大中堅企業と中小企業の収益力の格差が広がってきている。さらに業種別にみると、大中堅製造業の経常利益率は高水準に達している一方、特に中小非製造業はこのところ悪化している。また、同様に損益分岐点比率をみても、大中堅製造業と中小非製造業の格差が目立っている。このように外需による恩恵を受けやすい大中堅製造業とそうでない中小非製造業の収益力格差は特に鮮明となっている(第1-1-11図)。

大中堅企業と中小企業の収益面で違いが生じている要因をみるために、経常利益(前年同期比)を要因分解してみる。大中堅企業、中小企業ともに景気回復に伴い売上高要因が利益を押し上げている点、素材価格高止まりを背景として、原材料費などを含む変動費要因が収益を圧迫している点はおおむね共通している(第1-1-12図)。しかし、2006年度以降、特に中小

第1-1-13図 大中堅企業と中小企業における人件費の相違と要因分解

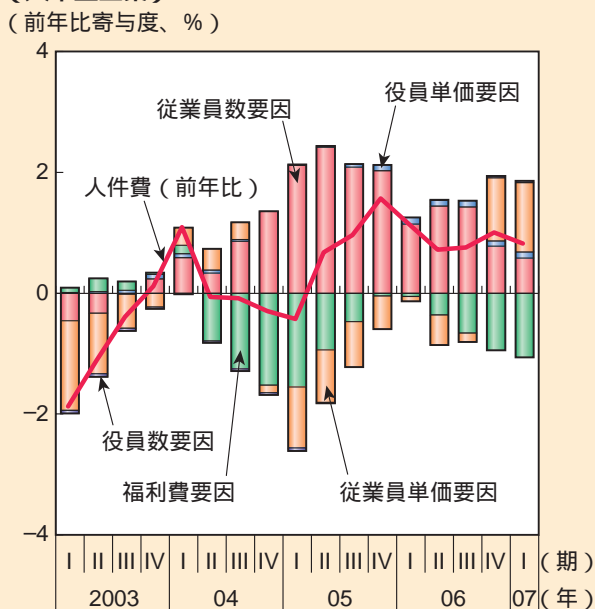
(1) 人件費(前年比)の推移



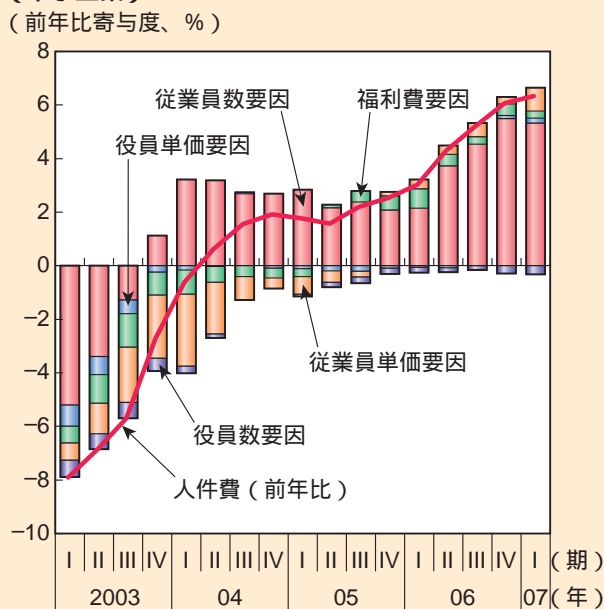
(2) 人件費の要因分解

大中堅企業、中小企業共に従業員数の増加がプラス寄与

(大中堅企業)



(中小企業)



- (備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」により作成。
 2. 大中堅企業は資本金1億円以上、中小企業は資本金1千万円～1億円未満。
 3. 後方4四半期移動平均。
 4. 人件費の要因分解は以下の方法により算出した。
 Pe : 人件費
 Wel : 福利費
 Na : 役員数
 Pa : 役員一人当たり単価(役員給与/役員数)
 Ns : 従業員数
 Ps : 従業員一人当たり単価(従業員給与/従業員数)
 として、 $Pe = Wel + Na \times Pa + Ns \times Ps$ より、

$$Pe = \underbrace{Wel}_{\text{福利費要因}} + \underbrace{Na \times Pa}_{\text{役員数要因}} + \underbrace{Na \times Pa}_{\text{役員単価要因}} + \underbrace{Ns \times Ps}_{\text{従業員数要因}} + \underbrace{Ns \times Ps}_{\text{従業員単価要因}}$$

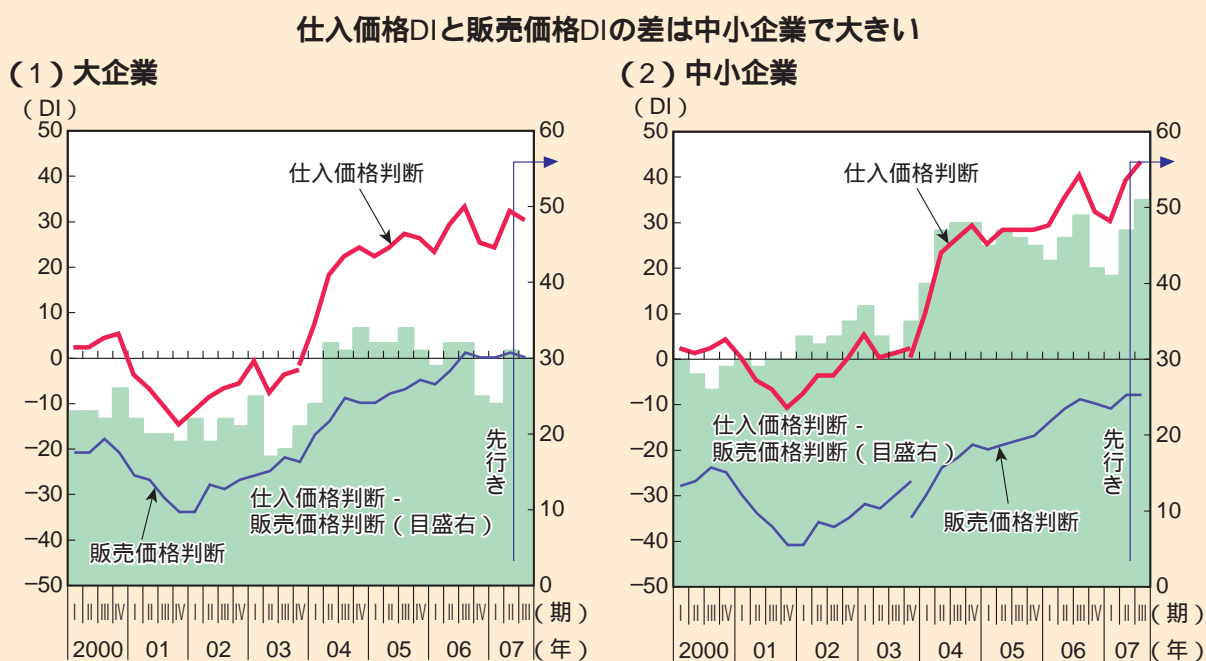
企業では人件費増加による収益の押下げが目立っている。

人件費の動向をみると産業全体の人件費は緩やかな増加傾向をたどっているものの、企業規模別にみると、中小企業における増加が大部分を占めていることが分かる（第1-1-13図）。大中堅企業、中小企業別に人件費を要因分解すると、2004年以降では、共に従業員数がプラスに寄与しているものの大中堅企業では従業員数の増加寄与が相対的に小さい上に人件費抑制要因も作用している。

大中堅企業では、2004年から2005年半ばにかけて、福利費の削減が人件費を押し下げている。これは、大中堅企業ではもともと福利厚生が比較的充実しており、福利費を減少させる余地があったためと考えられる。一方で、中小企業では、最近では従業員単価や福利費のプラス寄与が続いている。その背景として、長期間に及ぶ景気回復を背景に、雇用不足感が高まっていることが考えられる⁵。こうしたことから、大中堅企業よりも中小企業では人件費の伸び率が拡大しており、中小企業の収益を圧迫する要因となっていることが示唆される。

素材価格高止まりによる収益面への影響をみると実際には相対的に規模の小さい企業により厳しい影響が出ていることが分かる。「日銀短観」の仕入価格判断DIと販売価格判断DIの動

第1-1-14図 大企業と中小企業の仕入・販売価格DIの推移



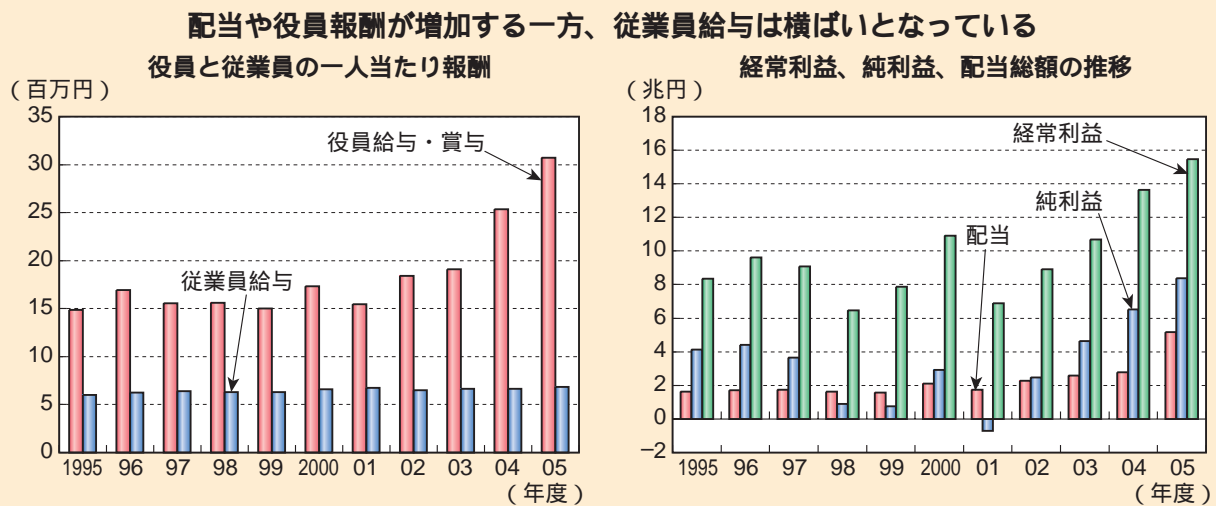
注 (5) 商工中金調査部（2006）「中小企業の雇用・賃金の動向について」の調査（調査対象先：商工中金取引先中小企業5,022社）によれば、雇用の「不足」への対応（実施又は予定していること）として、最も多い53.5%の中小企業が、正社員（中途）の雇用増加により対応していると回答している。

きをみると、原油などの素材価格上昇により、大企業、中小企業ともに2004年以来、仕入価格判断DI(「上昇」-「下落」)の大幅な上昇が続いており、最近でも高止まりが続いている。また、販売価格DI(「上昇」-「下落」)は、大企業、中小企業ともに緩やかな上昇傾向をたどった後、このところ横ばいで推移している(第1-1-14図)。販売価格DIと仕入価格DIの開きをみると、依然として大企業に比べて中小企業の方が大きい。大・中小企業ともに、海外製品を含めた競争激化などを背景として、販売価格への転嫁が困難な状況にある中、中小企業はより価格転嫁が難しい状況にあることがうかがえる。

従業員給与が横ばいで推移する中、配当・役員給与は増加

今回の景気回復局面では、労働分配率が低下する一方で役員報酬の増加や株主への配当が進められているのではないかと、という指摘がみられる。2002年以降、大企業の企業収益が回復する中で、配当や役員報酬が増加する一方で、従業員給与が横ばいとなっている⁶(第1-1-15図)。大企業の一人当たり従業員給与に対する一人当たり役員報酬の水準は、2005年度において約4.8倍となっており、これは1968年度と同じレベルである。また、配当性向の動きをみると、同期間中(2002~2005年)を通じて横ばいで推移していることから、利益増加が

第1-1-15図 大企業製造業の利益、配当、役員給与、従業員給与



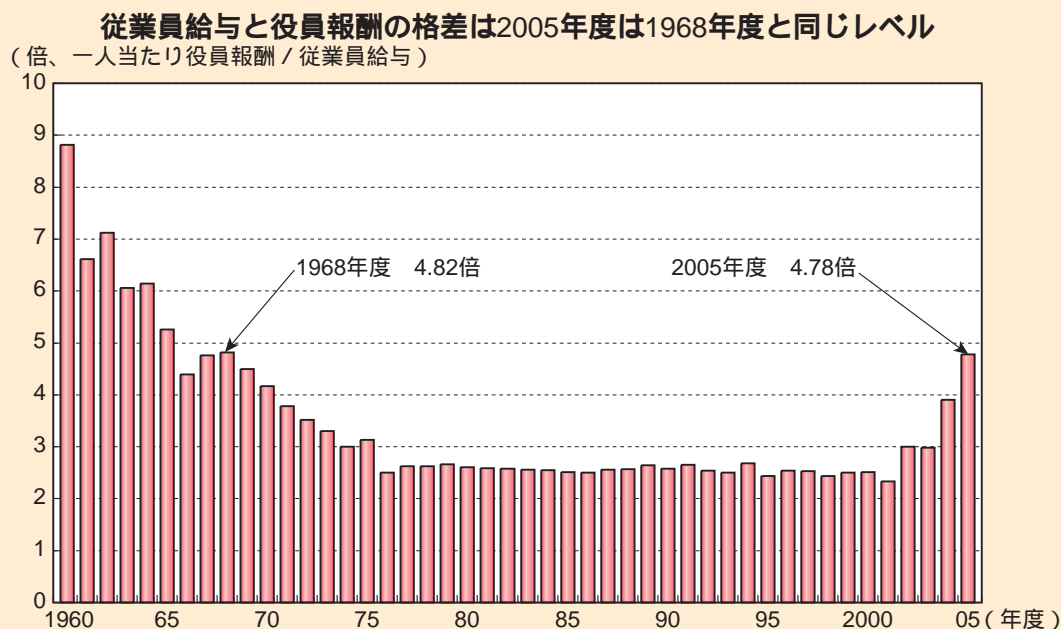
- (備考) 1. 財務省「法人企業統計年報」により作成。
 2. 資本金10億円以上の大企業製造業の値。
 3. 平均賃金は以下の式により算出。

$$\text{役員給与・賞与} = (\text{役員給与(当期末)} + \text{役員賞与(当期末)}) / \text{役員数}$$

$$\text{従業員給与} = \text{従業員給与(当期末)} / \text{従業員数}$$
 役員賞与は利益処分によるものを含む。
 従業員給与には賞与を含む。
 4. 福利厚生費を除く概算である。

注 (6) 財務省「法人企業統計年報」による大企業製造業の配当、役員給与、従業員給与の動きをみると、2002年から2005年の3年間に、経常利益が約1.7倍、純利益が約3.4倍とそれぞれ増加しており、同期間中、配当総額は約2.3倍、一人当たり役員給与・賞与は約1.7倍伸びている(役員給与は約1.5倍、役員賞与は約2.3倍)。これに対して、一人当たり従業員給与はほぼ横ばい状態となっている。

第1-1-16図 大企業の役員報酬と従業員給与の格差



- (備考)
1. 財務省「法人企業統計年報」により作成。
 2. 大企業は、資本金10億円以上の企業。
 3. 平均賃金を以下の式により概算。

$$\text{役員給与・賞与} = (\text{役員給与(当期末)} + \text{役員賞与(当期末)}) / \text{役員数}$$

$$\text{従業員給与} = \text{従業員給与(当期末)} / \text{従業員数}$$
 格差を以下の式により概算。

$$\text{一人当たり役員給与・賞与} / \text{一人当たり従業員給与}$$
 役員賞与は利益処分によるものを含む。
 従業員給与には賞与を含む。
 4. 福利厚生費を除く概算である。

配当増につながっていると考えられる(第1-1-16図)。

一方、労働分配率の動きをみると、第2章第2節でみるように今回の景気回復局面について、労働分配率の低下要因は、主として企業の売上高が増加していることによる(後掲第2-1-5図)。一人当たりの人件費減少は企業の売上高増加ほどは労働分配率の押下げに寄与していない一方、従業員の人員数の増加が労働分配率の押上げに寄与している。以上のマクロ的な動きを踏まえた上、上場企業の財務データにより、個別企業の動向を把握することとする。

高収益企業でみられる人件費増加率を上回る配当額増加率

2002年から2005年にかけて、個別企業の配当増加率と人件費増加率の関係をみると、上場企業の8割強が、人件費の伸びに比べて配当の伸びが高いことが示される。

ここで人件費増加率に比べて配当増加率が高い企業の属性をみると、ROA(総資産営業利益率)や輸出比率が高い企業ほど、人件費増加率に比べて配当増加率が高い傾向がみられる(第1-1-17図(1))。

次に、先の個別企業から赤字企業を取り除いた企業に限定して配当性向の動きとROAの変動幅の動きをみると、ROA上昇幅が大きい企業であるほど、配当性向はむしろ低下している

第1 - 1 - 17 図 人件費・配当額の関係と企業属性

(1) 配当増加率 人件費増加率と企業属性の関係

ROAや輸出比率が高い企業ほど、人件費増加率に比べて配当増加率が高い

	配当増加率 - 人件費増加率
輸出比率	0.7883*** (3.4012)
ROA	12.5412*** (12.4664)

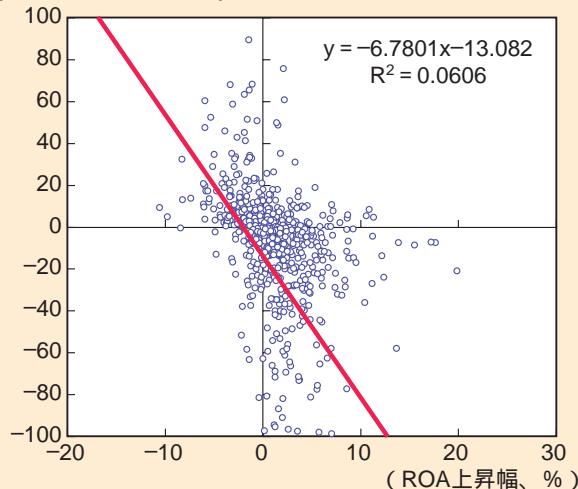
- (備考) 1. 日経NEEDSにより作成。
 2. 日経NEEDSから財務データが取得可能な3,825社から、人件費、配当額、ROA及び輸出比率データ欠損企業(配当額データ欠損企業については無配企業を含む)、人件費増加率及び配当増加率についてそれぞれ平均±4の範囲外にある企業、を除いた887社を対象とした。
 3. 表中の数値は、被説明変数を配当増加率(%) - 人件費増加率(%)、説明変数を輸出比率(%)・ROA(%)としてそれぞれ単回帰したときの係数。
 4. ***は、1%水準で有意であることを示す。
 5. 括弧内の値は、t値。

(2) 配当性向の変化幅とROA変動幅・配当増加率 人件費増加率の関係

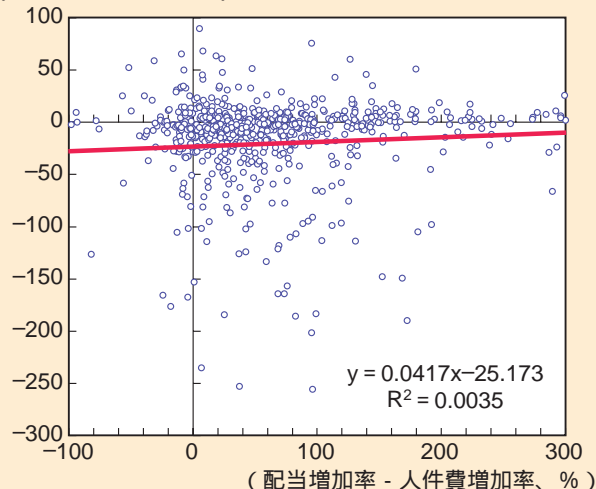
ROA上昇幅が大きい企業ほど、配当性向は低下

配当増加率と人件費増加率の差と配当性向の変化に有意な関係はみられない

(配当性向上昇幅、%)



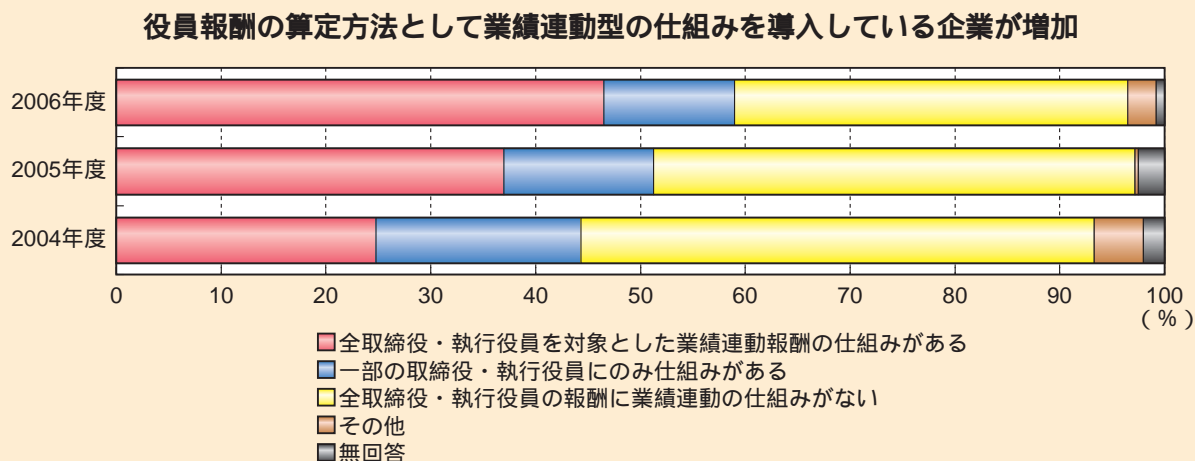
(配当性向上昇幅、%)



- (備考) 1. 日経NEEDSにより作成。
 2. (1)で分析対象とした887社から赤字企業を取り除いた697社を対象とした。

ことが分かる。また、配当増加率と人件費増加率の差と配当性向の変化には有意な関係はみられない(第1 - 1 - 17図(2))。このように高収益企業においては人件費増加率を上回る配当増加率を示す傾向がみられる。ただし、人件費の減少により利益が増加する一方、配当額が据え置かれた場合、配当性向は低下することとなるが、上記の分析にみられるとおり、人件費が減少する下で配当性向を上昇させているような企業は少ないとみられる。

第1-1-18図 役員個人の業績に連動する報酬制度の有無



(備考) 1. 「日本企業の役員処遇(報酬・評価制度)に関するアンケート調査2006」により作成。
 2. 上記調査は、東証一部・二部上場企業を対象に実施している。
 3. 有効回答数は、2006年度は256社(2004年度は149社、2005年度は322社)となっている。

賞与を中心に企業業績に連動する役員報酬

役員報酬が増加している背景には、役員報酬の算定方法として業績連動型の仕組みを導入している企業が増加していることが挙げられる⁷(第1-1-18図)。

役員報酬は、費用計上による役員給与・賞与(以下、役員給与)と、利益処分による賞与があるが⁸、この二つについて一人当たりの金額、その前年からの増加額を算出しROAとの関係を検証したところ、その年に出した成果(ROAの改善)は、給与ではなく、賞与にのみ反映されている可能性が示されており、業績連動の給与体系は、賞与がその役割を担っていると考えられる⁹(付表1-1)。

また、業種全体の業績変動など、経営者の努力の及ばない事象によっても自社の業績は変化している。このため、報酬制度は自社以外の企業との相対的な業績の違いに応じて報酬が変化するように設計されることが最適である(相対業績評価仮説)。今回、賞与の水準をROA水準と業種平均ROA水準で同時に説明する回帰分析を試みると、上場企業の賞与は、経営者の努力によらない業界全体の好調さではなく、自社の企業業績によって決められているという点でおおむね効率的に決定されていることが示された(前掲付表1-1)。

- 注** (7) 役員報酬については、日経NEEDS、DBJデータベースより全上場企業の財務データを1998年～2005年で収集し、企業業績とどのような関係を持つのか、回帰分析を行った。
- (8) 役員報酬の一つにストックオプションもあり、導入している企業が増えている。上場企業に対するアンケート(内閣府(2007)「企業の新しい成長戦略に関するアンケート」)によると、5年前にストックオプション制度を導入している企業は20.1%であったが、現在は27.7%と増加している。ストックオプションの額を正確に算定した個社のデータの入手が困難なため、今回は分析の対象から外している。
- (9) これらの結果は、給与は社内の昇進トーナメントの賞金としての性格が強く、したがって必ずしも成果に対するインセンティブ報酬とはとらえられないという、胥(1998)の議論と整合的である。

コラム

2 アメリカにおける CEO 報酬についての分析

アメリカのバーナンキFRB議長は、「CEOの報酬増は経済的要因でおおむね正当化できるとの分析がある一方、企業統治の不十分さから、高すぎる報酬が支払われているとの分析もある。この論争はまだ続くだろう。」と述べている¹⁰。

Murphy and Zbojnik (2004) は、外部登用のCEOの報酬は内部登用CEOに比べて高く、外部登用CEOの割合は増加している結果、CEO報酬は増加していると述べている。具体的には、外部登用と内部登用のCEOの報酬の差は、70年代には6.5%であったが、80年代には17.2%、90年代には21.6%と拡大した。CEOを外部登用する企業の割合も、70年代には15%であったが、80年代には17%、90年代には26%と拡大している。この背景として、企業経営に当たって有益な経済学や経営学、会計学、金融理論といった一般的な知識が進歩し、企業特種的な知識の相対的有用性が低くなったことがあり、一般的な知識を身に付けた経営者の報酬は市場で価格付けされ、企業特種的な知識のみの経営者の報酬より高くなると考えられる、と述べている。

Gabaix and Landier (2006) は、CEOの報酬は、企業規模(株価総額、売上高)の拡大で説明可能としている。CEO報酬の急激な増加は、個別企業の株価総額にも依存するが、その程度ははるかに小さく、企業の平均株価総額の増加でほとんど説明されるとしている。

Bebchuk and Fried (2003) は、CEO報酬の高騰は、企業統治が不十分であることに起因するとしており、CEO報酬を決定する役員の新任にはCEOが大きな影響力を持つため、役員はCEOのために有利な報酬体系を決定する傾向があること、敵対的買収に当たって役員に支払われるプレミアムなどにより、CEO報酬は市場で決定される均衡水準から乖離する傾向にあること、過度に高いCEO報酬に対するアウトサイダーの「公憤」(outrage)を避けるため、CEOの利益は「隠蔽」される誘因があるとともに報酬体系を歪めており、このため十分な情報公開と機関投資家を始めとしたアウトサイダーの役割が重要、と述べている。

(4) 所得・消費の伸びの鈍化がみられた家計部門

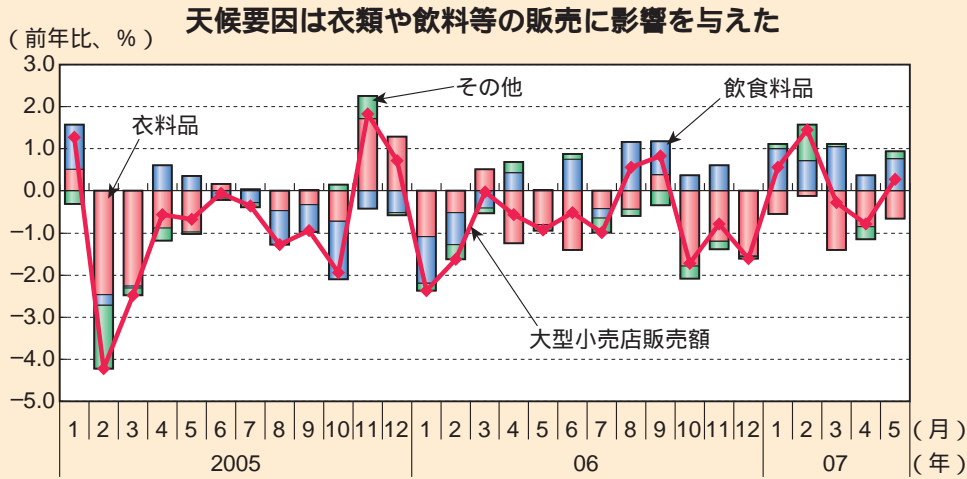
2006年後半に鈍化した家計消費

個人消費は、2006年後半に所得や消費者マインドが横ばいで推移する中、それまでの緩やかな増加が鈍化する動きを示した。2007年に入ってから暖冬要因による押し上げ効果もあり、持ち直している。

個人消費の動きを国民経済計算でみると、2005年度は前年比1.9%増、2006年第2四半期は前期比年率2.4%増となるなど、ならしてみれば2%程度の緩やかな増加を続けてきた。これは雇用情勢の改善や所得の緩やかな増加など家計を取り巻く環境の改善などに支えられた動きとみることができる。しかし、2006年半ばを過ぎるとその伸びには鈍化の動きがみられた。梅雨明けの遅れなど天候不順の影響もあって、第3四半期は前期比年率4.1%減と大きく減少した後、第4四半期には夏場の消費の伸びの鈍化の反動もあって、同4.3%増となったも

注 (10) “The Level and Distribution of Economic Well-Being,” Remarks by Chairman Ben S. Bernanke, Before the Greater Omaha Chamber of Commerce, Omaha, Nebraska, February 6, 2007.

第1-1-19図 大型小売店販売額の推移



(備考) 1. 経済産業省「商業販売統計」により作成。
2. 大型小売店の販売額は百貨店、スーパーの販売額の合計。

の、第2四半期の消費水準を取り戻すにとどまった。この間、消費者マインドが横ばいで推移したことや、所得の伸びが鈍化したこと、さらに衣料品などを中心に動きが鈍くなったこともあり、年後半はならしてみればおおむね横ばいで推移した。2007年に入ると、依然として所得や消費者マインドが横ばいで推移しているものの、第1四半期は同3.1%増と、個人消費には持ち直しの動きがみられるようになった。

昨年半ばから今年にかけて家計部門全体の所得環境や消費者マインドに大きな動きがみられず、消費の基調に力強さが欠ける中、消費の方向感を左右しているのは、天候要因に影響を受けやすい財の動きである。昨年10月以降は暖冬などの天候要因により、冬物衣料などの動きが鈍かったのに対して、2007年に入ってから、それまで抑制されてきた消費活動が持ち直しの動きをみせてきた。百貨店やスーパーなどの売上げを集計した商業販売統計の大型小売業販売額の推移をみると、10月以降、冬物を中心に不振だった「衣料品」は、初売りなどの年始のセールが好調だったことや、暖冬により春物衣料などの消費が早めに立ち上がったことの寄与もあって、そのマイナス幅を縮小させた。これに加えて、飲料・アルコールなどの「飲食料品」やスポーツ用品など屋外活動のための財を含む「その他」など、天候の影響を受けやすい財を中心に販売額を押し上げていることが確認できる(第1-1-19図)。

緩やかな増加から横ばいに移行した家計部門全体の所得水準

家計部門全体の所得は、個別の雇用者の賃金に雇用者数を掛け合わせた雇用者所得の動きをみることで把握することができる。消費者物価を用いて実質化した実質雇用者所得の動きをみると踊り場局面を抜け出した2005年半ば以降は緩やかな増加を続け、消費増加を支える重要な要因となっていた。しかしながら2006年後半に実質雇用者所得は横ばいに転じ、これが消費の伸びの鈍化につながったものとみられる。所得の動きを賃金と雇用者数に分解してみると、

雇用者数の増加は続いているものの賃金（ボーナス等を含む現金給与総額）が弱含んだことが所得を押し下げる方向に作用したと考えられる。以下では雇用者数と賃金の動向を整理する。

過去最高水準まで増加する雇用者数

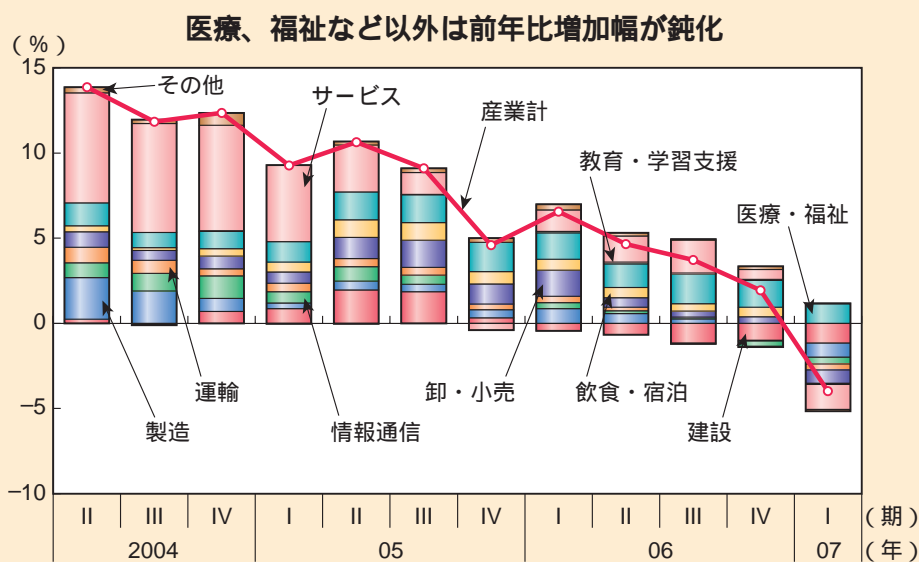
雇用情勢の改善が続く中、雇用者数は引き続き増加している。雇用者数は2005年度には前年差65万人増、2006年度も同66万人増と昨年度に引き続き高い増加ペースを保ち続け、既往最高水準に達している。

需給面から労働市場をみると、若年雇用など一部に厳しさが残っているものの、失業率は4.0%程度の水準まで低下している。有効求人倍率も2007年5月時点で18カ月連続1倍を超える水準となっている。雇用者数の増加を支えている背景としては、このような労働需給の引締めりがみられることが挙げられる。

ただし、完全失業率は2003年初の5.5%をピークに引き続き低下傾向を続けていたところ、2006年半ばから4%近辺で横ばい傾向となっている。有効求人倍率も2006年秋頃から低下傾向を示しており、一方的に労働市場における需給の逼迫度が高まる状況とはなっていない。

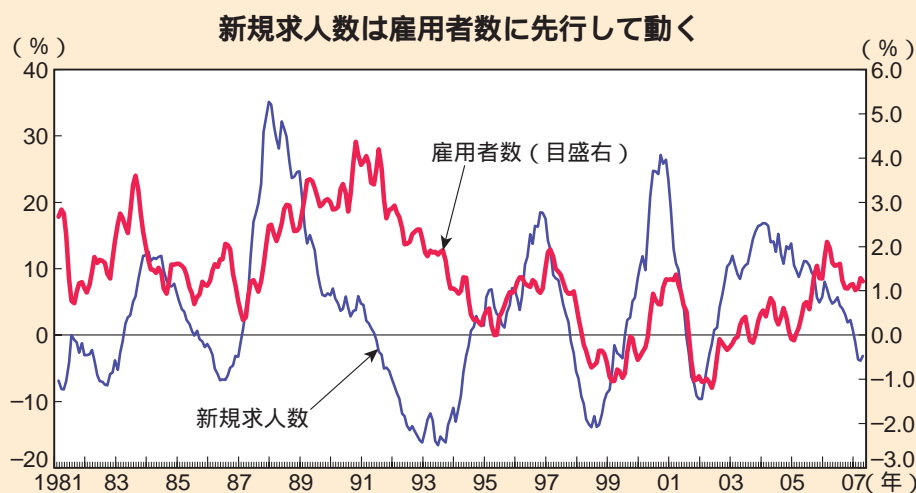
労働市場の需給状況を見る際に懸念すべき点としては新規求人が減少に転じたことが挙げられる。企業部門の労働需要の高まりを反映し、企業の雇用不足感が高まっていると考えられるが、実際の求人ニーズをみると、新規求人数（季調値）は2006年央から現在にかけてやや減少傾向となっている。前年比の動きをみても、全産業計でみて2006年9月以降、増加幅が鈍化し、2007年1月にはマイナスに転じている。産業別でも、医療、福祉などについては比較的堅調に推移しているが、その他の産業で前年比の伸びが鈍化ないしはマイナスとなっている

第1-1-20図 産業別新規求人の推移



（備考）厚生労働省「職業安定業務統計」により作成。

第1-1-21図 新規求人数と雇用者数の推移



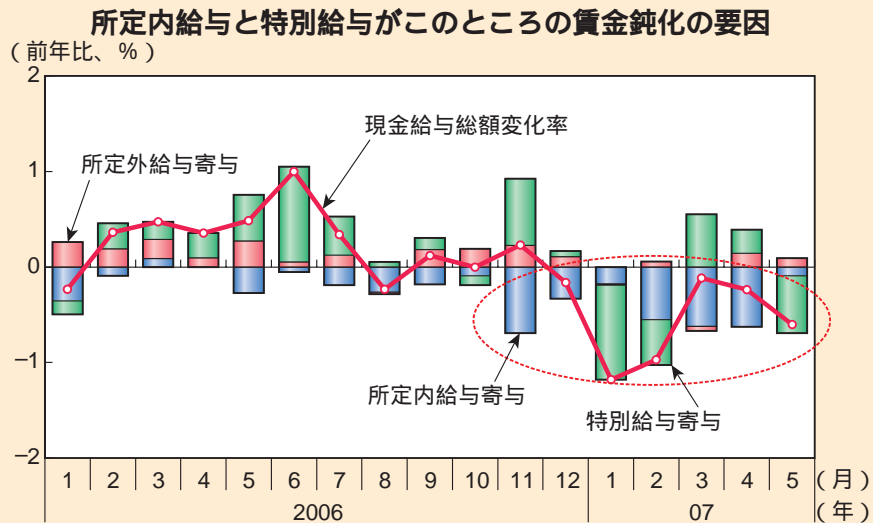
(第1-1-20図)。このように新規求人が弱い動きとなった要因としては、請負・派遣求人の求人受理適正化指導により、製造業を中心とした業務請負から直接雇用又は労働者派遣への切替えや、求人1件当たりの募集人数が減少していることなども一因と考えられる。しかしながら必ずしも請負業が多いとは考えられない第3次産業においても近頃は弱含んでいること、また、これまで概して新規求人数は雇用者数に先行して動く傾向にあるため、こうした新規求人の伸びの鈍化が今後の雇用者数の伸びの鈍化につながるおそれもあり、その動向には注意が必要である(第1-1-21図)。

労働需給の引締まりがみられるにもかかわらず伸び悩む賃金

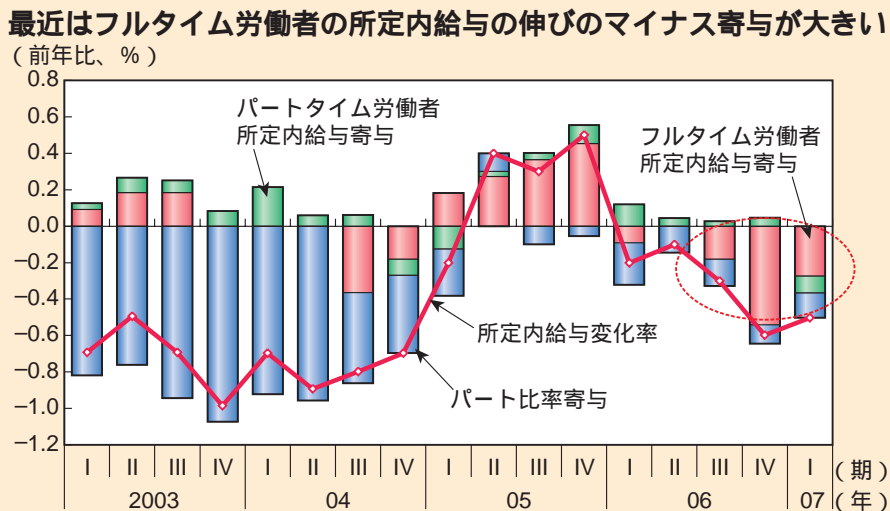
雇用情勢は改善が続き、労働力需給も引締まりがみられる中、賃金には伸び悩みがみられる。現金給与総額の動きをみると、このところその伸びが弱くなっており、その要因としては、所定内給与及びボーナスを含む特別給与が減少したことが挙げられる(第1-1-22図)。この背景をみるために、所定内給与の伸びをフルタイム労働者の賃金伸び率、パートタイム労働者の賃金伸び率、そしてパートタイム労働者比率の変化に分解してみると、2006年後半の所定内給与の低下幅の大部分はフルタイム労働者の賃金下落で説明されることが分かる(第1-1-23図)。労働需給の引締まりがみられるにもかかわらず所定内給与が低下するという現象については、次項で可能性のある幾つかの仮説を提示してその検証を試みる。

所定内給与の低下に加えて2006年の年末賞与は前年比0.1%増とほぼ前年同水準となり、ボーナスを含む特別給与は伸び悩んだ。ボーナスについては業績連動型の賃金体系を採用する企業が増加していることから、今後の現金給与総額の動向は企業業績の動向とその賃金への配分の結果に大きく影響を受けることになると見込まれる。

第1-1-22図 現金給与総額の要因分解



第1-1-23図 所定内給与の要因分解



消費者マインドの動きはほぼ横ばい

家計消費は所得の動向とともにどの程度消費意欲を持つかという消費者の態度にも影響される。消費に対する態度を表す消費者マインドの動きをみると、「消費者態度指数」では2006年半ば以降ならしてみれば横ばいで推移している。また、「景気ウォッチャー調査」の家計動向関連の動きをみると現状判断DIは2006年半ばから横ばいを示す50をやや下回る動きとなっているものの、先行き判断DIについては2007年に入って再び50を上回るなど底堅さがみられる。このように消費者マインドは総じてみれば安定的な動きをしている。ただし消費者マインドに影響する重要な要素とみられる雇用・所得環境については、消費者マインドの改善に結び付くような際だった動きはみられない状況が続いている。持ち直しの動きがみられる消費

の先行きにはについては今後の消費者マインドの動きにも注意が必要である。

可処分所得でみた税・社会保障の影響

経済全体でみた家計収入の動きは税・社会保障負担などに大きな制度変更がない限り雇用者所得の動きから把握できる。実際の家計消費の原資となる所得は、雇用者所得から税や社会保険料などを控除したものである。2006年度から2007年度にかけて行われている税制や社会保障制度改革は、税や社会保険料などの家計負担を通じて家計の可処分所得に影響を与えている。そこで、2006年度から2007年度にかけての家計の負担と受益を試算し、家計消費や実質GDP

コラム

3 消費をいかにとらえるか

一口に「消費」といっても、通信販売やインターネット・ショッピングの普及や個人間のネット・オークションの一般化、財の消費からサービス消費へのシフトなど、その形態は多様化している。それに伴って、経済統計から家計消費の全体像を把握することが困難となってきた側面がある。

家計消費を把握する代表的な統計として総務省「家計調査」がある。同調査は、学生の単身世帯を除く全国の世帯を対象に、世帯ごとの毎月の収入・支出のみならず、貯蓄及び負債も含め包括的に調査しているものである。無作為に選定された調査世帯では、6カ月間にわたり（単身世帯は3カ月間）、毎日の全ての収入と支出を家計簿に記入する。このため「家計調査」は、どのような形態の消費であろうと最も包括かつ詳細に把握することができるはずである。

しかし実際には、幾つかの点から「家計調査」の結果を利用するに当たっては注意が必要となる。その一つはサンプル数の少なさである。調査対象が約9,000世帯と少ないために、たまたま対象世帯で高額商品の購入が重なってしまうと全体の消費額に大きな影響を与え、実態以上に消費額が大きく振れる可能性がある。また、回答負担の大きさも問題点として指摘される。回答者は500以上の項目リストを参照しながら、全ての消費支出について数量と金額を回答しなければならず、必ずしも全ての調査票が正確に記入されているとは限らない可能性がある。また、記入者が他の家族の消費などを正確に把握できないため、正確な回答がなされない可能性も指摘されている。

このため消費動向をみる上では、「家計調査」に加えて様々な関連統計をみていく必要がある。「家計調査」と同様に家計の側から消費を把握する統計として、総務省「家計消費状況調査」がある。これは調査対象世帯数を「家計調査」の約4倍にし、支出総額や金額が大きい品目に絞って調査するなど、同調査を補完することを意図して作成されている。

マクロの消費を把握するに当たって、販売側の統計を活用することも考えられる。そうした統計としては、百貨店やスーパーなどに対する調査である経済産業省「商業販売統計」の小売業販売額が家計の消費と概念上一致する。ただし、「商業販売統計」においては、インターネット通販など販売チャネルが多様化する中、十分にこれらを捕捉できていないという問題点が指摘されている。また、個人間のオークションなどは全く反映されない。加えて、「商業販売統計」は基本的に財のみの統計であるため、サービスの供給については個別の統計を当たらなければならない。

内閣府では、月次の消費動向の把握のために様々な消費関連統計を総合した「消費総合指数」を作成している。しかし、上で述べたような問題を完全に解決するには至っておらず、その精度向上が課題である。

への影響を検証する。

2006年度の税・社会保障制度改正にかかわる家計への影響の主なものとして、定率減税の縮減や、年金、介護保険などの社会保険料の引上げなどがあつた。家計の負担増はこれら全体で2.3兆円程度に上り、約300兆円の可処分所得を1%弱下押ししたことになる(第1-1-24表)。

2007年度については、主なものとして定率減税の廃止と年金保険料の引上げによる家計の負担増、及び雇用保険料率の引下げによる負担減が挙げられる。さらに、国から地方への税源移譲により、給与所得者や年金受給者の多くは2007年1月以降の源泉徴収から所得税が減り、同年6月から住民税が増えるため、一時的な負担減が生じる(第1-1-25図)。概算すると、定率減税の縮減や廃止などの税制改正で、合わせて1.6兆円余りの負担増が見込まれる。また年金保険料引上げは約0.3兆円の負担増の一方で、雇用保険料引下げは約0.3兆円の負担減と見込まれる。以上を合計すると2007年度は1.6兆円程度の負担増が見込まれる。

これに対して、税源移譲は家計負担に対して基本的に中立であり恒常所得の変化をもたらすものではないと考えられる¹¹⁾。ただし、一時的とはいえ負担減の効果が大きく出る2007年1月から5月までとその後負担が増加する6月以降では可処分所得を変化させることになる。こ

第1-1-24表 税制改正及び社会保障制度改正による家計の負担増減

2007年度の負担増は1.6兆円程度

(対前年度増減、兆円)

	2006年度	2007年度	変更時期
家計負担増減計	2.3	1.6	
税制改正による負担増減	1.7	1.6	
定率減税縮減・廃止			
(所得税)	1.3	1.1	'06, '07年1月
(住民税)	0.3	0.4	'06, '07年6月
たばこ税(国税+地方税)	0.1	0.0	'06年7月
社会保障制度改正による負担増減	0.6	0.0	
年金保険料	0.3	0.3	'06, '07年4, 9月
介護保険料	0.3	-	'06年4月
雇用保険料	-	0.3	'07年4月

- (備考) 1. 財務省「税制改正(内国税関係)による増減収見込額」(2005、2006年度)、総務省「税制改正による事項別増減収見込額」(2005、2006年度)厚生労働省資料により内閣府で試算。
2. 年金保険料については、国民年金・厚生年金のデータ。年金保険料の変更時期は国民年金が4月、厚生年金が9月。

(参考) 税源移譲による家計の負担増減

所得税及び個人住民税を合わせた税負担は基本的には変動しない

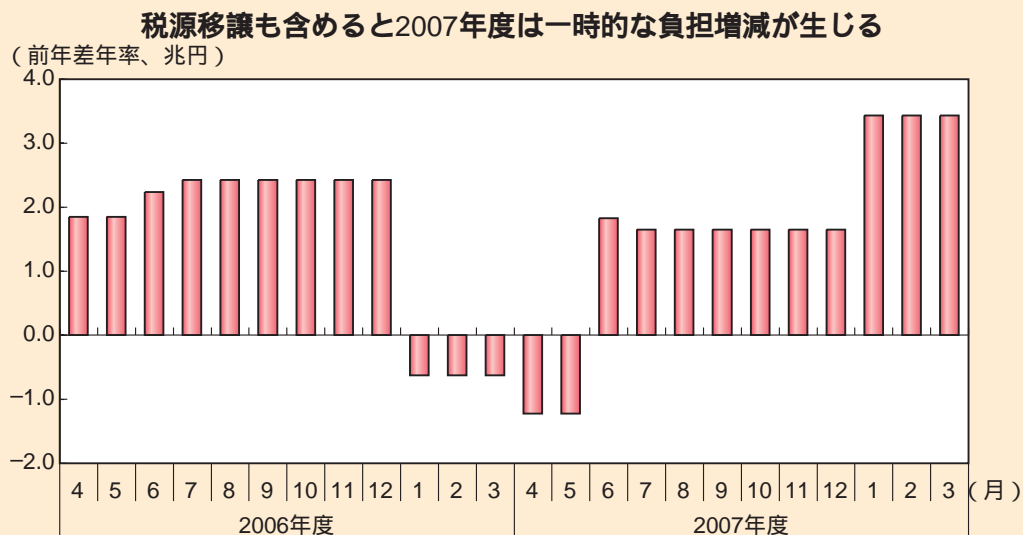
(兆円)

	2006年度	2007年度	2008年度	変更時期
税源移譲	0.4	0.1	0.5	
所得税	0.4	2.7		'07年1月
住民税		2.5	0.5	'07年6月

- (備考) 財務省「税制改正(内国税関係)による増減収見込額」(2005、2006年度)、総務省「税制改正による事項別増減収見込額」(2005、2006年度)により内閣府で試算。

注 (11) 内閣府「税源移譲に関する特別世論調査」によれば、税源移譲が税源の移替えであり所得税と住民税の合計額が変わらないことを63%の人々が認知している(認知していないのは税負担が一般に小さい、20歳代や70歳以上である)。合理的経済主体のうち、このことを認知していても消費を増やすのは、所得税が課される年収300万円以上であり、かつ流動性の制約を受けている家計くらいではないだろうか。

第1-1-25図 税制改正及び社会保障制度改正による家計の負担増減の月次パターン



- (備考)
1. 財務省、総務省、厚生労働省資料等により内閣府で試算。
 2. 制度改正に伴う増減額を平年度の単純平均で月単位に直したものの合算値。
 3. 税源移譲に伴う一時的な負担増減を含む。
 4. 上記の図は、対前年差をとっているため、改正の影響が一巡した段階で、実際の負担増減がなくても、負担増減として計上されている。

うした可処分所得の変化が家計消費に波及する可能性も考えられる。

一方で、家計部門の政府部門からの受取が増加する要因もある。例えば年金給付費は受給者の増加により2006年度に約1.2兆円の増加、2007年度に約1.5兆円の増加が見込まれており、こうした家計部門の受取増加は、上で述べた税・社会保障制度改正に伴う負担増を相当程度相殺するものと考えられる。

ここで、上で挙げた2007年度に見込まれる家計の負担増と受取増が民間消費にどの程度のインパクトをもたらすかを試算してみる¹²⁾。上記負担増分から受取増分を差し引きした純負担増は約0.1兆円となり、名目GDPの約0.02%に相当する。この程度の家計負担増をもたらす個人消費及び実質GDPに対する影響はほぼゼロであり、受取増加分も考慮した場合、消費への影響はほとんどないとみられる。

注 (12) 内閣府「短期日本経済マクロ計量モデル(2006年版)の構造と乗数分析」においては、名目GDPの1%相当の個人所得税減税が経済に与える影響度を乗数表の形で発表している。ここでは、約0.1兆円の負担増の全てを個人所得税増税として名目GDP比率を計算し、乗数を利用して個人消費や実質GDPへの影響を試算している。

(5) 2006年後半に賃金の伸びが鈍化した背景

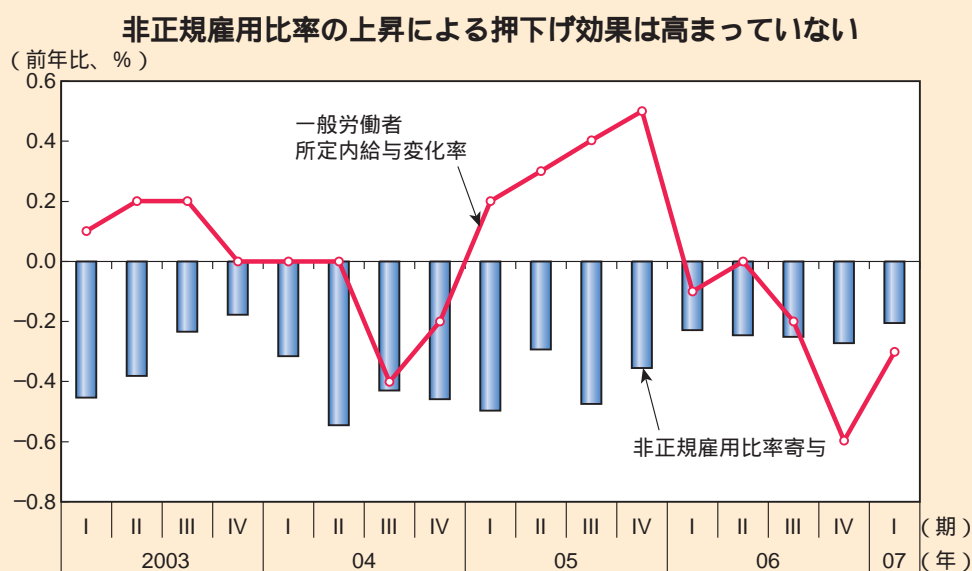
賃金の伸びの鈍化を説明する幾つかの仮説

これまでみてきたように、2006年後半の消費の鈍化の背景としては家計部門全体の所得が横ばいとなっていることが指摘できる。雇用者数は依然として増加を続ける一方で、雇用情勢の改善により労働需給の引締まりがみられるにもかかわらず、賃金上昇は限定的なものにとどまっている。既にみたように、これは2006年央以降、フルタイム労働者の所定内給与の伸びが急激に鈍化したことによるところが大きい（前掲第1-1-23図）。フルタイム労働者の所定内給与に対しては幾つかの構造的な下押し圧力が働いているのではないかと¹³と考えられており、これらの圧力が2006年央以降に強まった可能性もある。そこで、以下ではそれらの下押し要因がこの時期にどの程度所定内給与を押し下げているのかを検証する。

依然として存在するフルタイムの非正規労働者増加による賃金押下げ効果

非正規雇用者の賃金は正規雇用者に比較すると相対的に低い水準¹⁴にあり、企業内の非正規

第1-1-26図 雇用形態別のフルタイム労働者所定内給与の要因分解



- (備考) 1. 総務省「労働力調査(詳細結果)」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」により内閣府で試算。
 2. 「労働力調査(詳細結果)」における就業時間週35時間以上の雇用者をフルタイム労働者とみなし、「毎月勤労統計調査」のフルタイム労働者に占める正規・非正規雇用者数を算出し、フルタイム労働者に占める非正規雇用者割合の上昇が所定内給与に与える影響を試算した。

注 (13) 例えば、日本銀行の2007年2月の「金融経済月報」においては、団塊世代の退職が2006年後半から増加し始めているとみられ、この影響が賃金の前年比を押し下げる方向に働いているという可能性を指摘している。また業種別にみたと、地方公務員のウエイトが高いと考えられる教育・学習支援業などのマイナス寄与度が大きいと指摘している。

(14) 厚生労働省「平成18年賃金構造基本統計調査(全国)結果の概況」によれば、正規雇用者の平均賃金は男性で34.9万円、女性で24.0万円となっているが、非正規雇用者の平均賃金は男性で22.3万円、女性で16.5万円となっている。

雇用者比率が高まることは一人当たり平均の賃金水準を押し下げることとなる。このような観点から2006年後半に所定内賃金の伸びが鈍化した要因として、「非正規比率が急速に高まったことにより所定内賃金が押し下げられた」という仮説を検証する。

ここでは雇用形態別に雇用者を把握している総務省「労働力調査（詳細結果）」を用いて¹⁵、就業時間週35時間以上の雇用者を厚生労働省「毎月勤労統計調査」のフルタイム労働者とみなし、同時間以上就業している労働者の中の非正規雇用者割合の高まりが、一人当たりの所定内給与をどの程度押し下げているかについて試算した。その結果、フルタイム雇用者に占める非正規雇用者割合は長期的なトレンドとして上昇しており、これらの影響により所定内給与は2006年第1四半期以降前年比でおよそ0.2%程度押し下げられている結果となっている（第1-1-26図）。しかし、2005年以前と比べると、この押下げ圧力はむしろ弱まっていることには留意が必要である。

団塊退職者増は賃金の若干押下げに寄与

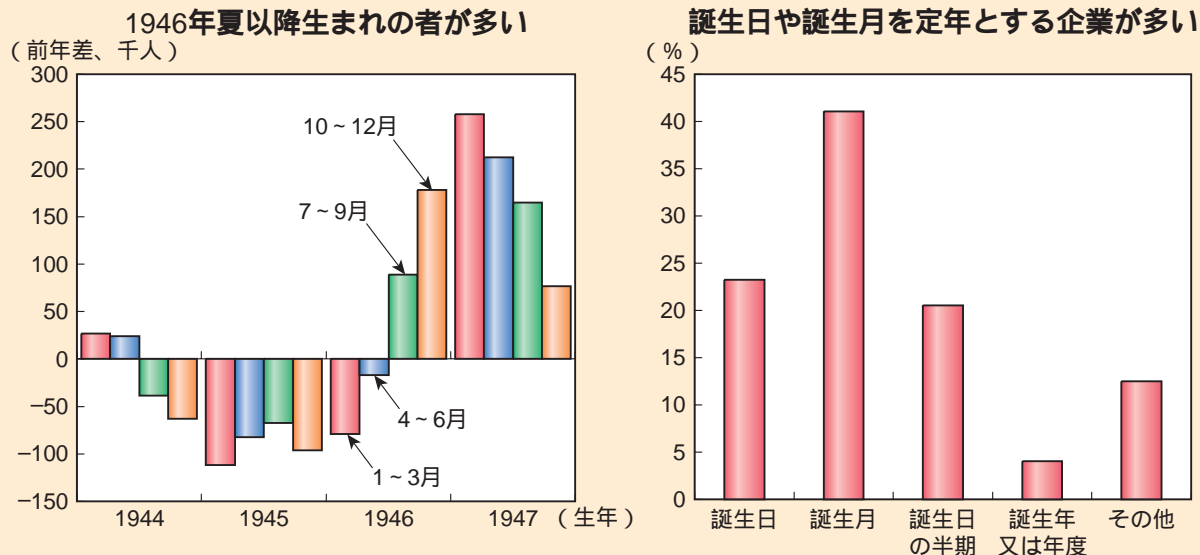
年齢計の平均賃金よりも相対的に高い賃金を得ている高年齢労働者が定年を迎えて労働市場から退出する数が増加すると、一人当たり平均の賃金は低下することとなる¹⁶。いわゆる団塊世代の前後の人口規模の推移を四半期ごとにみると、1946年の夏以降に生まれた世代から前年比で増加していることが分かる。これは2006年夏以降、前年と比べて60歳の誕生日を迎えた者が増加していることを意味している。ここで検証すべき仮説は「2006年後半から団塊世代の退職者が急増し、それが平均的な賃金を引き下げた」ということになる。

そこで、2006年夏以降の退職者の増加が一人当たり平均の所定内給与に対してどの程度押し下げたのか試算した。ここでは、この世代の労働者のうち59歳の正規雇用者が60歳の誕生日に一斉に定年退職¹⁷して、労働市場から完全に退出しそれまでに得ていた賃金を失うという仮定を置いた場合と、逆に全員が60歳以降も平均賃金に比べ相対的に低い賃金水準だが、正社員として働き続けるという仮定を置いた場合の二つのケースを試算した。つまり、これらの退職者の増加が平均所定内給与に対して最も大きな押下げ効果を与えられとされる試算方法と最も小さな押下げ効果となると考えられる試算方法をとっている。その結果、退職者数の増加が2006年後半から平均所定内給与を前者では前年比で0.2%強程度押し下げ、後者では押下げ効果はほとんどみられない（第1-1-27図）。

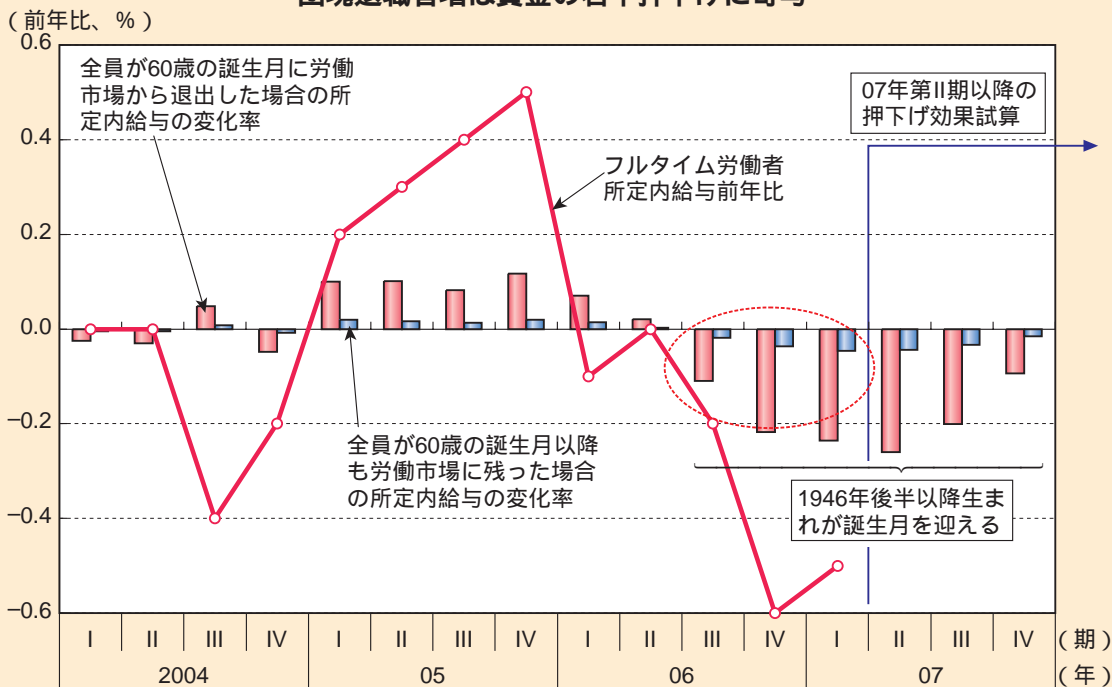
ただし実際には2006年後半に定年を迎える雇用者でもそれ以前に退職してしまう人も存在

- 注 (15) 賃金統計である「毎月勤労統計調査」では所定の就業時間・就業日数の多寡により労働者をフルタイム労働者あるいはパートタイム労働者と区分しており、正規・非正規といった勤め先の呼称による雇用形態別の区分がないため。
- (16) 厚生労働省「平成18年賃金構造基本統計調査（全国）結果の概況」によると、正規雇用の男性の平均賃金は34.9万円となっているが、正規雇用の男性55～59歳層は41.0万円である。また正規雇用の女性の平均賃金は24.0万円となっているが、正規雇用の女性55～59歳層は25.5万円となっている。いずれの場合においても55～59歳層の賃金は高い。
- (17) 厚生労働省「平成18年就労条件総合調査」によれば、定年制を定めている企業は95.3%となっており、そのうち一律に定めている企業は98.1%、うち60歳定年制を定めている企業は90.5%となっている。また、厚生労働省「平成17年賃金事情等総合調査」によれば、定年退職日の決め方の単位を、誕生日あるいは誕生日に設定する企業は64.3%となっている。

第1-1-27図 正規雇用の退職者が所定内給与に及ぼす影響



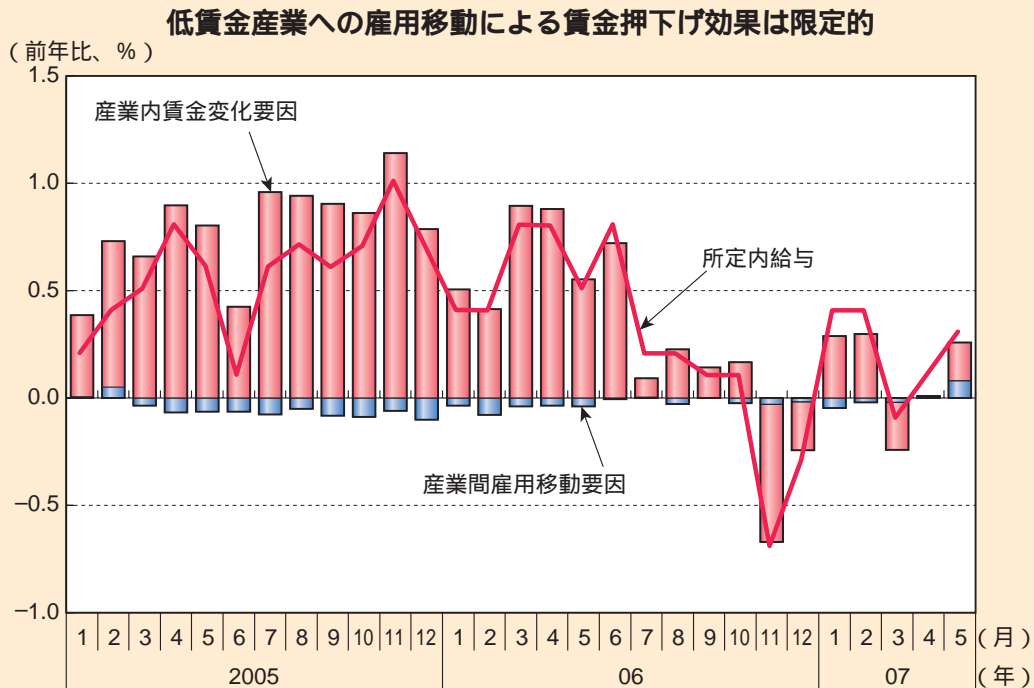
団塊退職者増は賃金の若干押下げに寄与



(備考) 1. 総務省「国勢調査」、「労働力調査(詳細結果)」、厚生労働省「賃金事情等総合調査」、「毎月勤労統計調査」、「賃金構造基本統計調査」により内閣府で試算。
2. ここではフルタイム労働者を正社員とみなした上で、労働力調査を用いて四半期別人口から59歳の正社員数を求め、これらの者が60歳の誕生日に全員退職した場合と60歳の誕生日以降も労働市場に残った場合の所定内給与の変化率を試算している。

する。退職する場合でも完全に労働市場から退出せずパート、嘱託などの形態である程度の賃金を確保しながら継続雇用となる場合もある。このような状況を考慮すると、ここでの二つの試算の間水準で賃金は押し下げられている可能性があることに留意する必要がある。

第1-1-28図 産業間雇用移動と産業内賃金変化が所定内給与に与える影響



各産業内部でみられる賃金低下

同一産業内における賃金が低下した場合は全体の平均賃金を押し下げることとなるが、その他、平均賃金よりも低賃金の産業に就労する労働者が増加した場合や平均賃金より高賃金の産業に就労する労働者が減少した場合も全体の平均賃金を押し下げることとなる。ここではまず「高賃金産業から低賃金産業に雇用者が移動することで全体の賃金水準が押し下げられた」という仮説を検証する。

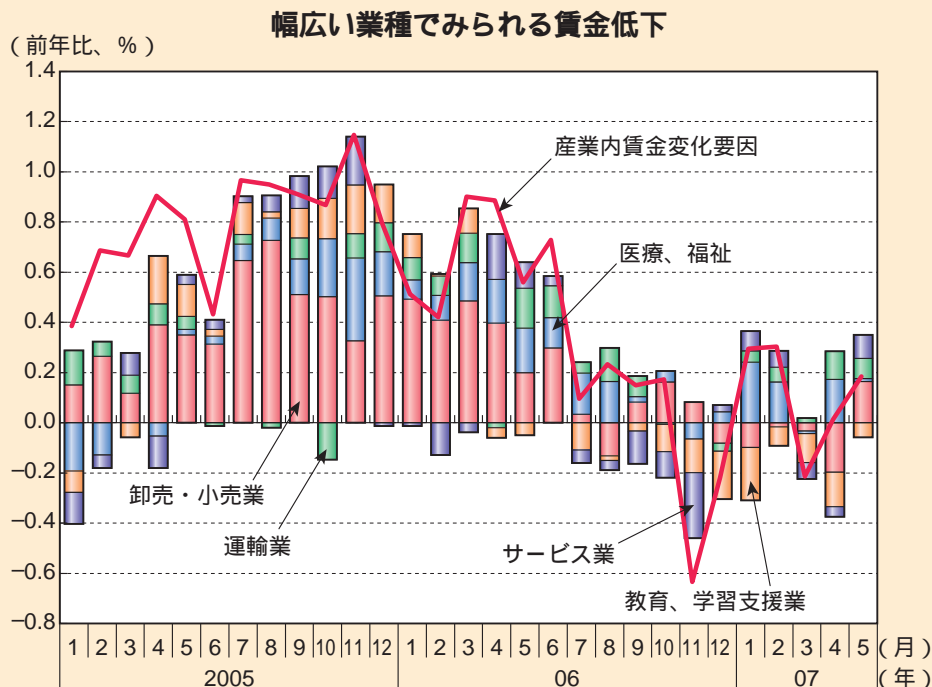
平均賃金の低下は、産業内賃金の低下と産業間の雇用移動に伴う低下の二つの効果に分けられるが、これらの二つの効果によってどの程度所定内給与は押し下げられているかについて試算した。その結果、賃金水準が相対的に低い産業に雇用がシフトした結果、全体の所定内給与を押し下げる効果はあるものの、その効果はわずかなものにとどまり、賃金低下の大部分は各産業における賃金低下により説明されることが分かった(第1-1-28図)。

幅広い業種でみられる賃金低下

産業別の賃金動向をみた場合に、ある特定の産業の賃金の変化が特殊要因として全体の賃金水準に影響を与えることは理論的にあり得る。ここでは「地方公務員の賃金引下げの影響を受ける教育・学習支援業の賃金引下げが全体の平均賃金を押し下げた」という仮説を検証する。

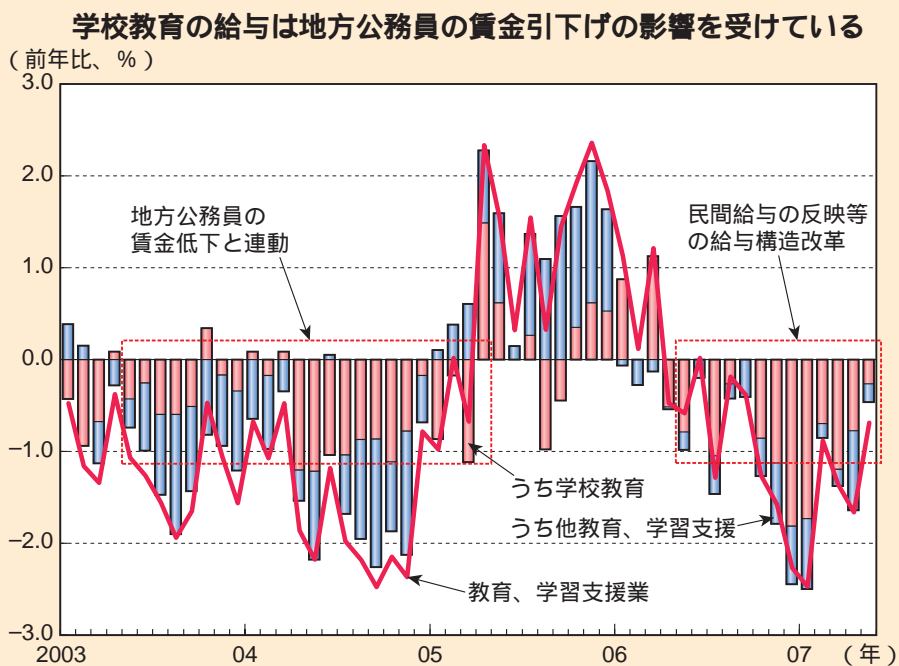
所定内給与と伸び率の産業別寄与をみると、2006年後半以降の所定内給与の伸び率の低下の

第1-1-29図 産業別・産業内賃金変化が所定内給与に与える影響



(備考) 1. 厚生労働省「毎月勤労統計調査」により内閣府にて試算。
2. 対象は30人以上の事業所の一般労働者。

第1-1-30図 地方公務員の賃金引下げの影響



(備考) 1. 厚生労働省「毎月勤労統計調査」により作成。
2. 対象は30人以上の事業所の一般労働者。

要因として、確かにサービス業や教育、学習支援業が前年比マイナスの影響を与えているが、卸売・小売業や医療・福祉などそれまで所定内給与を押し上げていた業種のプラス寄与が縮小した効果も大きく、とりたてて特定の業種が賃金を引き下げているとはいえない（第1-1-29図）。なお、教育・学習支援業における所定内給与の伸びがマイナスとなったことについては、地方公務員の賃金引下げ¹⁸が産業内の賃金を押し下げていることが示唆されるが、この影響が産業計の所定内給与の押下げの主因とまではいえない（第1-1-30図）。

賃金押下げは複数要因の複合効果

以上のように、2006年後半以降の所定内給与の伸び鈍化についての幾つかの仮説を検証した。いずれも一つの要因が決定的に賃金低下を説明しきれないわけではないが、方向としてはすべて平均賃金を押し下げる方向に作用している点は確認できた。さらにこのような傾向は今後の賃金動向について下押し圧力として残ることに注意が必要である。

平均賃金低下の要因としては、今後のデータの蓄積を待ってより詳細な分析を行うことで新たな要因が検出されることもあり得る。ただ今後の賃金動向についてはこれらの過去の賃金低下要因とは独立して、これまで得られた情報を踏まえた想定をおくことである程度の方向性を示すことが可能と考えられる。今後の賃金動向を決定する最も重要な要素は春闘の妥結状況であり、これは前年比1.8～1.9%の範囲にあることを考慮すると、2007年度の平均賃金を前年比で大きく押し上げる要因として作用することは強くは期待できない状況にある。大企業中心に賞与については業績連動型の仕組みに移行する企業が増加していることを踏まえると、今後の賃金は企業収益の動向とその賃金への配分に影響されることになると見込まれる。

（6）高水準で推移した住宅投資

堅調な住宅投資

住宅着工は、景気回復が持続する中で、低水準の金利の動向なども反映して、2006年以降年率120万戸半ばから130万戸と高い水準で推移していた。2007年初以降は横ばいで推移しており、2007年第1四半期では年率125万戸程度で推移している。

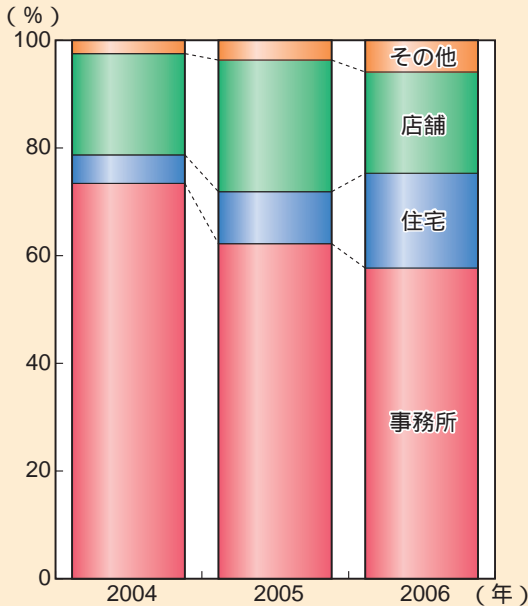
2006年度の結果を利用関係別にみると、持家、貸家、分譲マンションなどすべてが増加に寄与しており、特に貸家の寄与が大きい。地域別にみると、首都圏、東海、近畿の三大都市圏の他、北陸、九州において貸家の伸びが目立っている。この背景としては、低金利に加えて、J-REIT（日本版不動産投資信託）を始めとした不動産投資市場が活発化していることが挙げられる。J-REIT保有物件の推移をみると、用途別では住宅の増加が目立っており、更に住宅の物件数を圏域別にみると、三大都市圏を中心に住宅の物件数が大きく増加している

注 (18) 地方公務員給与については、平成18年4月より始まった地方公務員の給与構造の見直しに伴い、地域民間給与を反映し、年功的な給与上昇の抑制等が図られている。

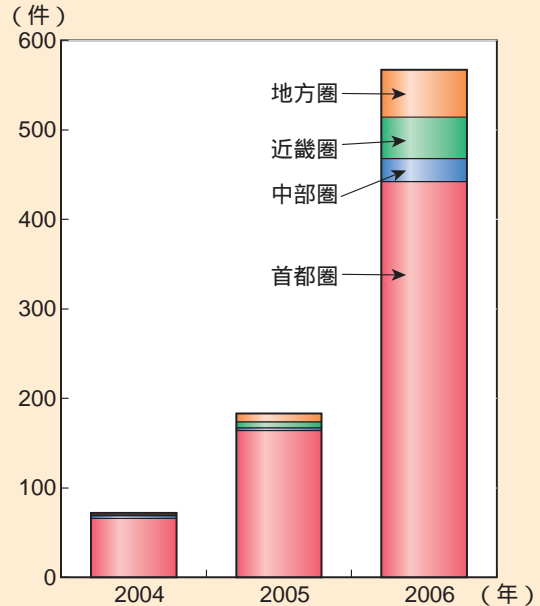
第1-1-31図 J-REIT保有物件の推移

住宅を投資対象とするJ-REITが増加し、地域的にも広がる

(1) 用途別構成割合（資産規模ベース）



(2) 住宅の物件数



(備考) 1. (株)都市未来総合研究所資料により作成。
2. 各年6月30日時点。

(第1-1-31図)

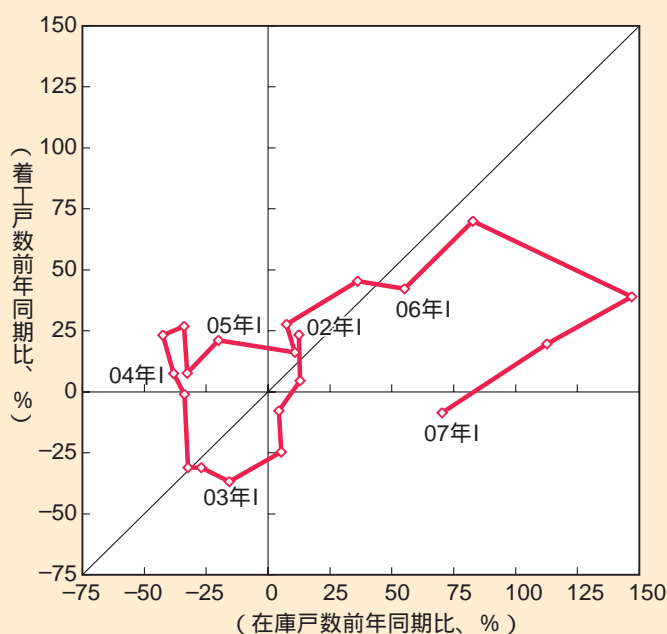
マンション市場の動向をみると、首都圏では、マンション建設に適した用地が都心部を中心に減少していることを反映して、東京都区部で分譲住宅着工戸数が減少する一方、埼玉、千葉などの郊外では着工戸数が増加する、いわゆる「郊外化」が進展している。東京都心部では地価の上昇が見込まれる中でマンション供給業者が慎重に時間をかけて販売を行うことが可能となっており、2005年1月から2006年10月までに供給が行われた物件のうち、販売が後にずれ込んだ物件は、都区部で約2万戸に達している¹⁹。こうしたことから、都区部でのマンション販売は減少傾向に拍車がかかっており、販売面ではより一層郊外に依存する形での展開となっている。

一方で、分譲マンションの契約率をみると、2006年7月以降、埼玉・千葉で低調に推移した。こうした動きを反映して、埼玉・千葉における在庫戸数が増加し、首都圏全体の在庫戸数が押し上げられている。これは、郊外化の進展により、当該地域で供給戸数が増加していることや、建築コスト・地価の上昇などを受けて販売価格が上昇していることが要因と考えられる。埼玉・千葉のマンション着工と在庫戸数の関係を表した在庫循環図をみると、2006年第1四半期以降在庫調整局面に位置しており、埼玉・千葉など郊外で在庫調整期に入っているという見方もできる(第1-1-32図)。一方で、供給戸数に対する在庫戸数の割合をみると、2006年末には千葉を中心に上昇したものの、2007年以降少しずつ改善する動きもみられる。販売

注 (19) (株)不動産経済研究所資料(2006年12月5日付)による。

第1-1-32図 埼玉・千葉におけるマンション在庫循環図

埼玉・千葉では在庫調整局面に位置している



(備考) 1. 国土交通省「建築着工統計」、(株)長谷工総合研究所「CRI」により作成。
2. 着工戸数は後方3期移動平均による前年同期比。

価格が上昇する中で、利便性の向上など販売物件にどのような付加価値を付けるかが契約の明暗を分けているところもある。なお、東京都区部では2007年4月に入り、マンション価格の上昇とともに高価格帯での契約率の低下がみられる点には注意が必要である。

2 景気循環と経済部門間の波及の仕組み

これまで、昨年後半からの景気動向の特徴として、企業部門において引き続き収益や設備投資が堅調に推移しているにもかかわらず、家計部門の所得・消費の伸びが鈍化した後、力強い回復までは至っていない点を見てきた。本来、企業部門の収益が好調であれば、労働市場の引締めを通じて、雇用者の所得を押し上げ、消費を後押しするという波及効果が持続するのが自然な姿と考えられる。以下では、今回の景気回復局面の中でこのような景気の波及効果に足踏みがみられた点について、過去の景気循環と比較しつつ検証する。

(1) 景気循環の仕組みの変化

輸出の影響力が高まった90年代以降の景気回復

これまでの景気拡張局面における実質GDP成長率に対する各需要項目別の寄与率をみると、90年代以降の景気拡張局面においては、輸出の寄与が大きく上昇していることが分かる。特