

# 日本経済 2006 - 2007

- 景気回復の今後の持続性についての課題 -

## ( 概要 )

平成 18 年 1 2 月

内閣府政策統括官室

( 経済財政分析担当 )

## (目次)

第1章	長期化する景気回復とその先行き .....	1
第2章	企業部門が内包する課題 .....	3
第3章	鈍化する消費の伸びと家計の所得環境 .....	5
第4章	デフレ脱却に向けて .....	7
第5章	金融市場の正常化と金融政策の動向 .....	9

## 全体の要約

### 第1章 長期化する景気回復とその先行き

- 我が国経済は、2005年半ばに踊り場的な状況を脱した後、2006年央頃までは企業部門、家計部門、海外部門がバランスよく回復し、順調に回復を続けてきた。
- 企業部門の収益構造の改善は著しく、3つの過剰も解消される中で設備投資は高い伸びを続けている。家計部門については、2006年半ばには天候不順の影響もあって消費の伸びに鈍化がみられ、その後も顕著な回復はみられず、年後半にかけて横ばいで推移している。
- 先行きのリスクとしては、海外経済の減速、高水準の原油価格、雇用者所得の伸びの鈍化などが挙げられる。

### 第2章 企業部門が内包する課題

- 生産は、緩やかに増加している。今後については情報化関連生産財の在庫動向や海外経済の動向に注視が必要。
- 設備投資の増加は高い伸び率を続けているが、キャッシュフローとの比較や時系列で見れば、企業は慎重な姿勢を維持してきた。
- 企業収益の面で規模別格差がみられる。中小企業の収益圧迫要因としては素材価格の高止まりと販売価格への転嫁の困難性、人件費要因が挙げられる。

### 第3章 鈍化する消費の伸びと家計の所得環境

- 2006年半ば以降の消費の伸び悩みには家計部門の実質雇用者所得の頭打ちという所得要因が寄与している可能性が高い。
- 雇用不足感が高まる中で賃金の伸びは緩やかとなっている。賃金に対する下押し圧力として、非正規雇用比率の高まり、高齢化の進展などが挙げられる。
- 労働分配率の先行きの低下可能性について注意する必要がある。

### 第4章 デフレ脱却に向けて

- 物価の先行きを展望すると、軟化する原油市況、減速する海外経済、費用面で伸び悩む賃金等の物価上昇圧力の動向に留意する必要がある。
- 現時点の地価上昇はファンダメンタルズから大きく乖離する水準にはないと考えられるが、適正な期待成長率に裏付けられたものなのかを見極めていくことが重要。

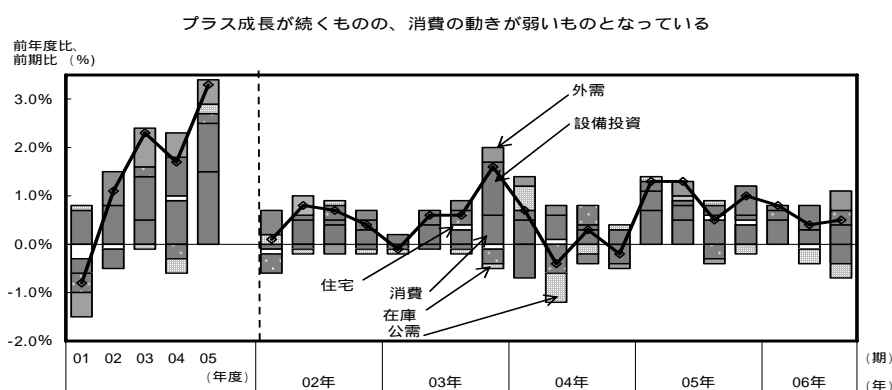
### 第5章 金融市場の正常化と金融政策の動向

- 量的緩和政策解除、ゼロ金利解除後も金融市場は総じて落ちついた動きを見せている。依然として緩和的な金融環境の継続が長期化する景気回復を下支え。
- 日本銀行の「中長期的な物価安定の理解」は、物価安定に資する金融政策の方針に相当するものを、ある程度対外的に「数値」で示したものとして評価される。

## 第1章 長期化する景気回復とその先行き

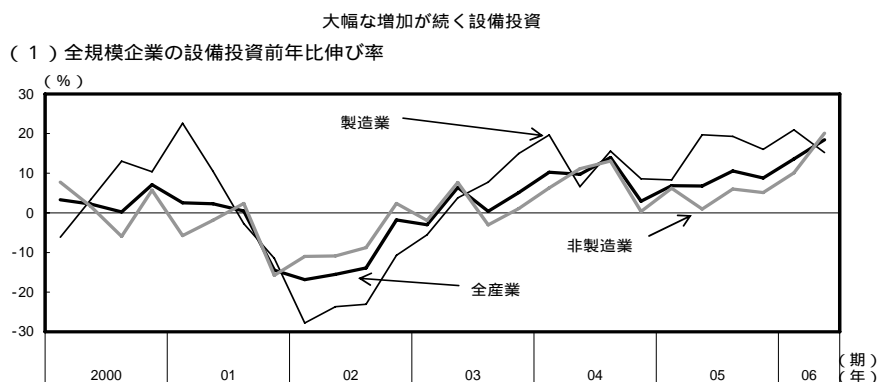
- 我が国経済は、2006年央頃までは企業部門、家計部門、海外部門がバランスよく回復し、順調に回復を続けてきた。
- 企業部門では、収益の改善が続いており、投資活動は旺盛である。
- 家計部門では、雇用情勢は改善に広がりが見られるなど、家計をめぐる所得環境の改善などを受けて、2006年半ばにかけて個人消費の緩やかな増加が続いた。

第1-2-1図 実質GDP成長率とその寄与度



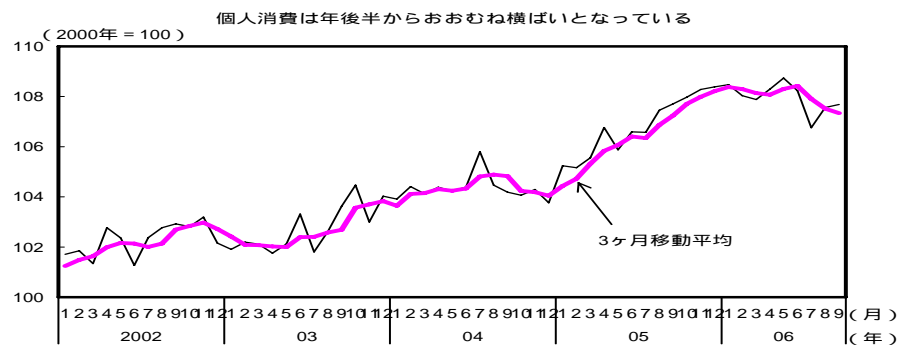
(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」により作成  
2. 連鎖方式の実質成長率。04年 期の2次速報からGDPデフレーターの見測方法が固定基準年方式から連鎖方式に変更されている。

第1-3-1図 設備投資の推移



(備考) 財務省「法人企業統計季報」により作成。

第1-4-1図 消費総合指数の推移

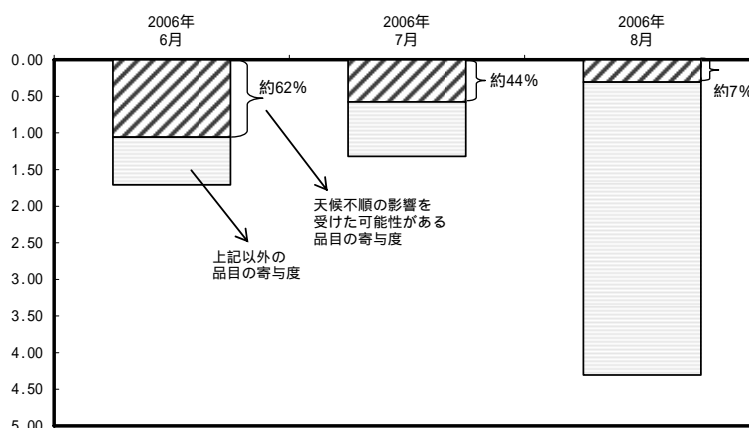


(備考) 消費総合指数は、内閣府(経済財政分析担当)で作成。季節調整値。

- 消費は2006年半ば頃から伸びが鈍化。2006年前半は、天候不順の影響もあり消費の伸びは緩やかなものにとどまった。天候要因の影響が限定的となった8月以降も消費はふるわず、横ばいとなっている。
- 景気の先行きについて、海外からのリスク要因として、海外経済が予想されている以上の速度で減速することや、高水準で推移する原油価格などが挙げられる。

#### 第1-4-4図 実質消費支出における天候不順の影響

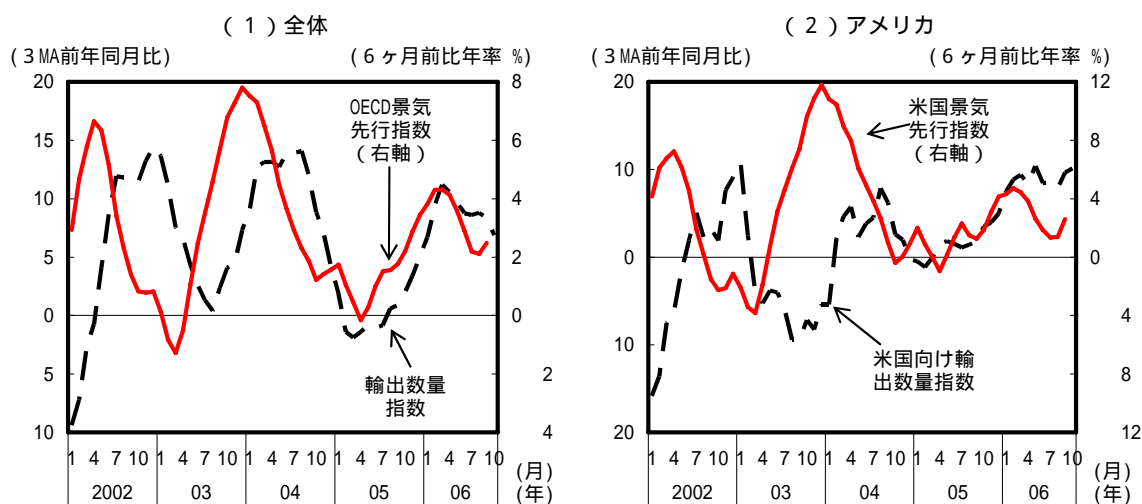
6月、7月は天候不順により衣料品や外食などの消費支出が抑制された



- (備考) 1. 総務省「家計調査」により作成。  
 2. 天候不順の影響を受けた可能性がある品目としたのは以下の通り。  
 飲料、酒類(ビール・発泡酒)、一般外食、冷暖房器具、被服及び履物、宿泊料、交通(除く定期代)。

#### 第1-7-3図 景気先行指数と輸出数量の推移

景気先行指数の伸びはピークアウトしている

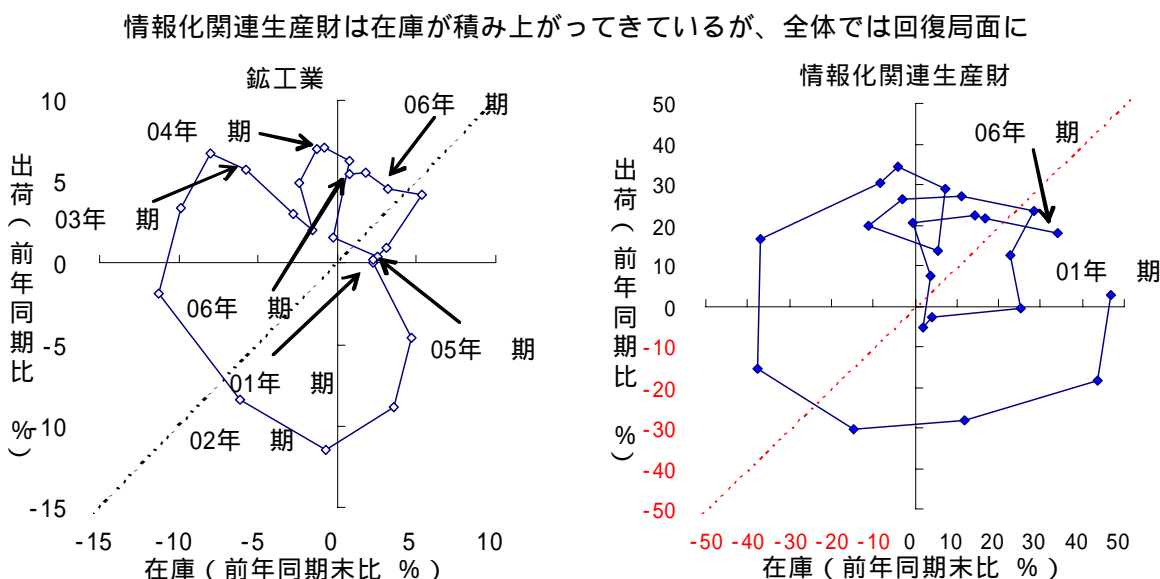


- (備考) 1. 財務省「貿易統計」、OECD "Composite Leading Indicators" により作成。  
 2. 輸出数量については、原数値の3ヶ月移動平均の前年比を使用。

## 第2章 企業部門が内包する課題

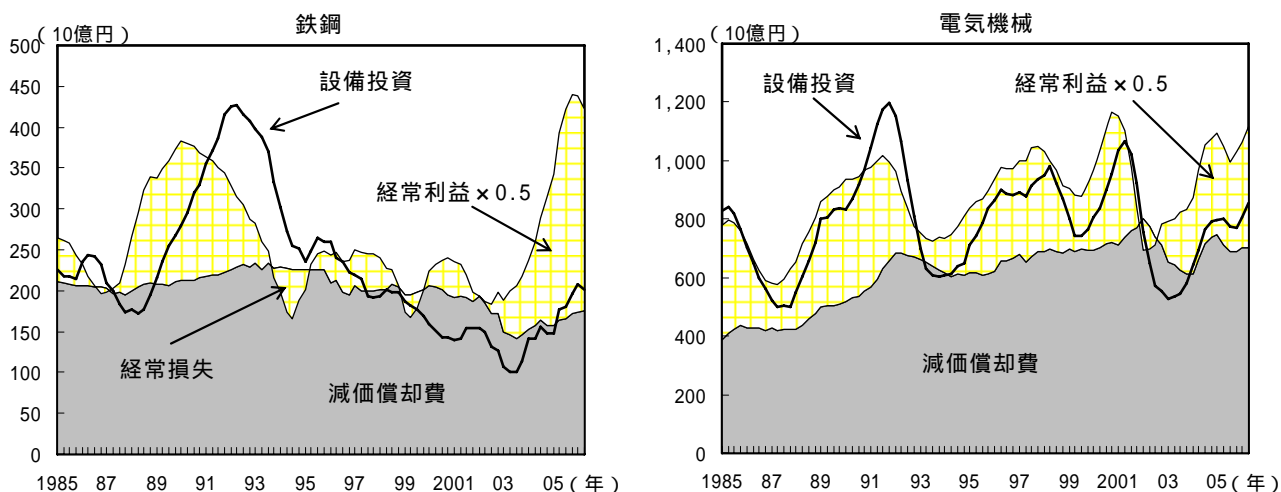
- 鋳工業全体では、生産は緩やかに増加し、出荷も堅調に伸びている。一方、情報化関連生産財の在庫が積み上がっており、今後の動向には注視が必要。
- 設備投資の増加は高い伸び率を続けているが、キャッシュフローとの比較や時系列で見れば、今回の景気回復期では、企業は慎重な姿勢を維持してきたと言えよう。

第2-1-1図 在庫循環図（分野別）について



第2-2-1図 設備投資とキャッシュフロー（業種別）

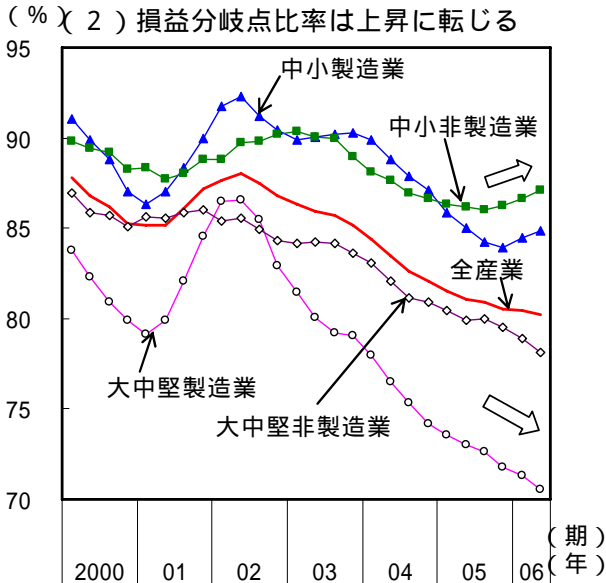
キャッシュフローの範囲内にあるものの、業種ごとにばらつきがみられる



- 企業収益の面で規模別格差がみられる。損益分岐点比率をみると、大中堅企業では引き続き低下しているものの、中小企業では上昇に転じている。経常利益をみると、大中堅企業は増益を維持しているが、中小企業は素材価格高止まりと価格転嫁の困難さを背景とする変動費要因や人件費要因によって減益となっている。

第2-3-1図

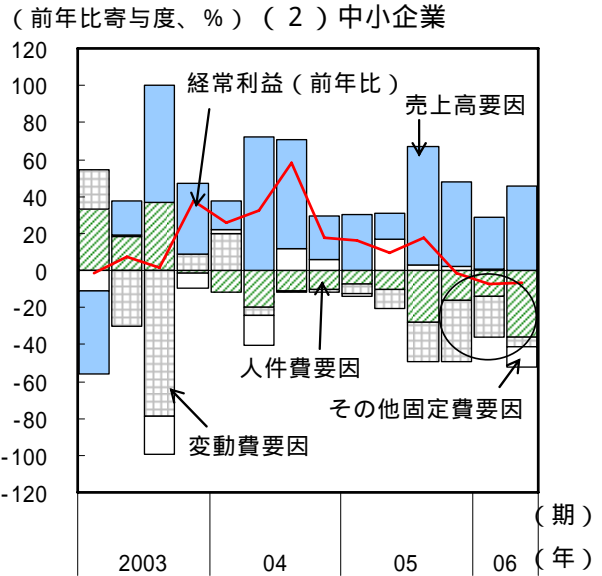
大中堅企業と中小企業の格差の指標



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

第2-3-3図

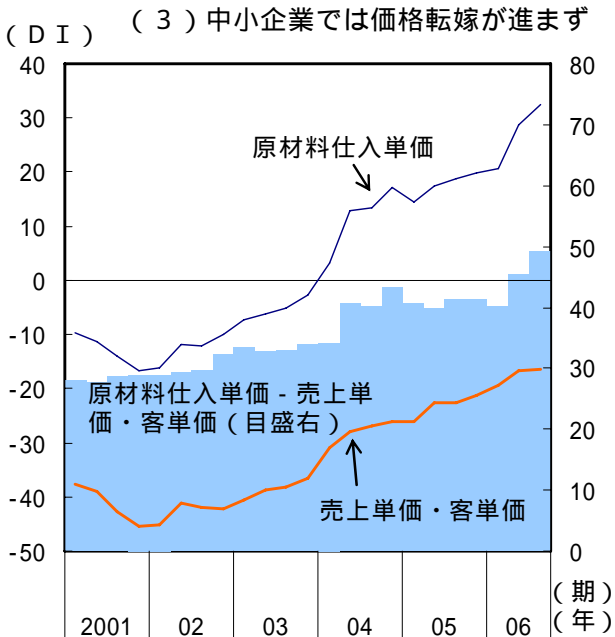
経常利益前年比の寄与度分解



(備考) 財務省「法人企業統計季報」により作成。

第2-3-4図

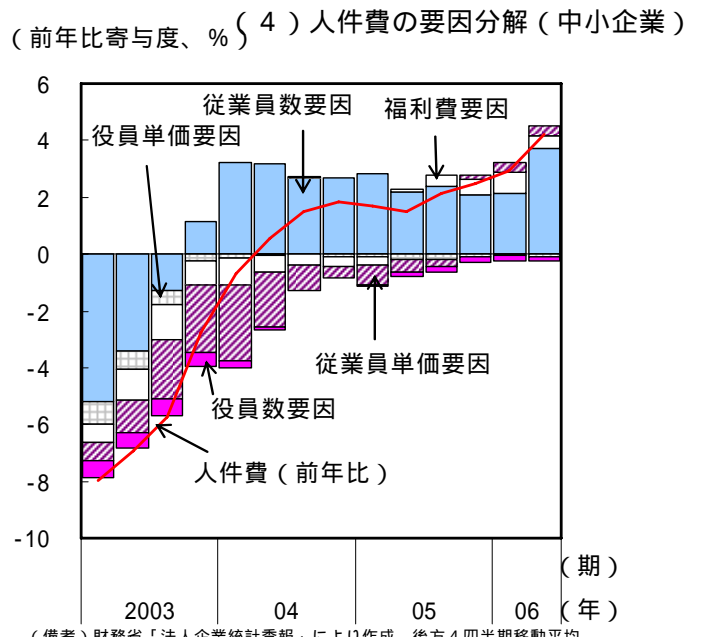
中小企業の仕入・販売価格の状況



(備考) 1. 中小企業基盤整備機構「中小企業景況調査報告書」により作成。  
2. 原材料仕入単価 D I と売上単価・客単価 D I は「上昇」-「低下」前年同期比。  
3. 中小企業基本法に定義する全国の中小企業を対象 (調査対象 18,890 社)

第2-3-5図

中小企業における人件費の要因分解



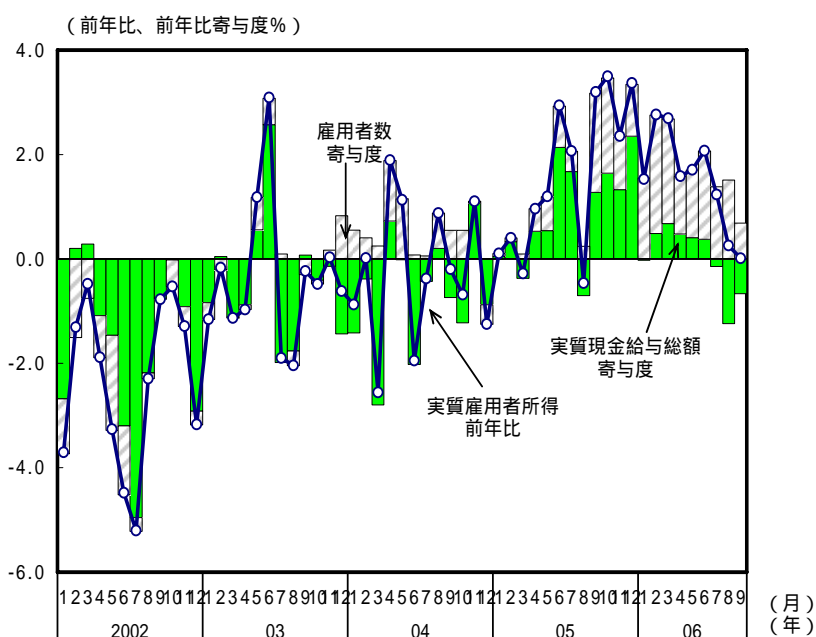
(備考) 財務省「法人企業統計季報」により作成。後方4四半期移動平均。

### 第3章 鈍化する消費の伸びと家計の所得環境

- 2006 年年央以降、家計部門の実質雇用者所得が頭打ちとなっているという所得要因が、消費の伸び悩みに寄与している可能性が高い。
- 雇用者数や定期給与の伸びを規模別にみると、いずれも大企業が全体の伸びを牽引している。

第3-1-1図 実質雇用者所得の要因分解

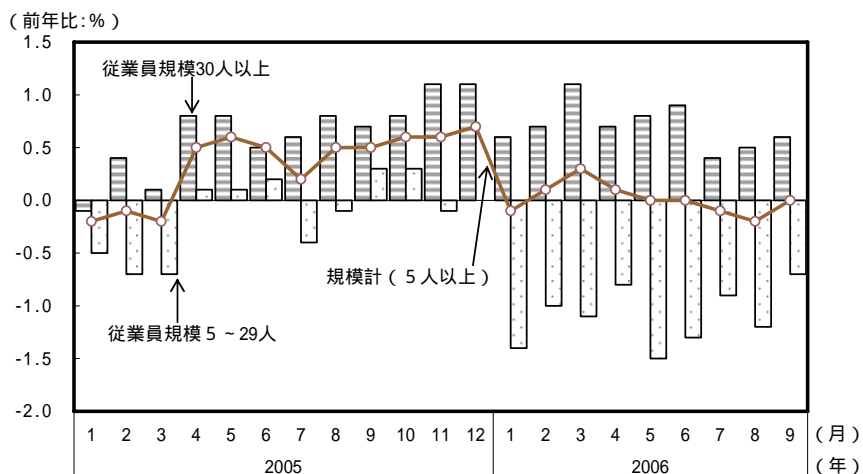
雇用者所得では7月以降賃金の伸びがマイナス傾向となっている



(備考) 実質雇用者所得は、現金給与総額(厚生労働省「毎月勤労統計」)と非農林業雇用者数(総務省「労働力調査」)を掛けあわせた内閣府試算値。

第3-1-5図 従業員規模別の定期給与の推移

従業員規模30人以上の定期給与はプラスで推移



(備考) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」により作成。

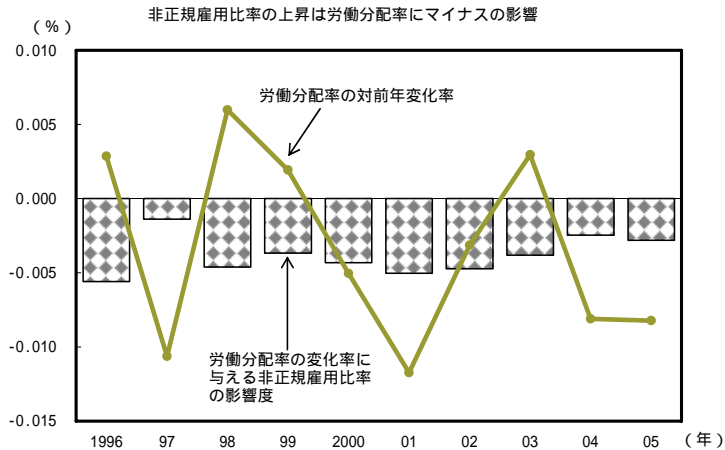


- 雇用不足感が高まる中で賃金の伸びは緩やかとなっている。賃金の下押し圧力として、非正規雇用の高まり、高齢化の進展、低下する労働組合の影響などが挙げられる。

【分析の紹介】

- 労働分配率の変化を正規賃金、非正規賃金、非正規雇用比率の変化に分解すると、非正規雇用の増加が労働分配率の低下に寄与し続けている。

第3 - 2 - 2 図 非正規雇用比率が労働分配率に及ぼす影響



(備考)1. 総務省「労働力調査特別調査」(1996年～2001年2月調査)、総務省「労働力調査(詳細結果)」(2002年～2006年1-3月期)、内閣府「国民経済計算」により内閣府にて推計。  
 2. 労働分配率を、 $LS = ((1-r) * W_r + r * W_n) * E / Y$   
 ( $LS, r, W_r, W_n, E, Y$ は労働分配率、非正規雇用比率、正規賃金、非正規賃金、雇用量、名目GDP)と定義すると、上の式は以下のとおり分解できる。  
 $dLS = E * (1-r) * dW_r / Y + E * r * dW_n / Y + E * (-W_r + W_n) * dr / Y - ((1-r) * W_r + r * W_n) * E * dY / Y^2 + ((1-r) * W_r + r * W_n) * dE / Y$   
 (ただし、全微分された変数以外の変数については、2カ年平均値とする。)  
 3. 賃金の算出にあたっては、各雇用形態毎の所得階級別労働者数のデータを使用し、労働者の賃金はその労働者が属する所得階級の中心値とみなした(なお、1,500万円以上の所得階級の者は2,000万円の賃金とみなした。)

【分析の紹介】

- 企業の総賃金コストの変化を要因分解すると、2000～2005年の総賃金コスト4.7%のうち、人口動態要因が1.8%押し下げている。

第3 - 2 - 5 表 賃金コストの要因分解

総賃金コストは2000年から2005年にかけて4.7%低下

年	総賃金コスト変化率								
	4.7	雇用量要因				一人当たり賃金要因			
		2.7	人口動態要因			1.6	7.4		
2000 ～2005		1.8	2.5	2.2	1.6	30歳未満	50-54歳	55-59歳 団塊世代	0.6
			30歳未満	50-54歳	55-59歳 団塊世代		30歳未満	50-54歳	55-59歳 団塊世代

(備考) 1. 厚生労働省「賃金構造基本統計調査」、総務省「労働力調査」により作成。  
 2. 総賃金コストを、 $A_t = (W_t^i * N_t^i * I_t^i)$   
 ( $i, t$ をそれぞれ年齢階層、時点とし、 $A, W, N, I$ をそれぞれ、総賃金コスト、平均賃金、人口、雇用量とする)  
 とし、総賃金コストの要因分解を以下のとおり定義。  
 (1) 労働者変化効果 =  $(W_{t-5}^i * N_t^i * I_t^i) - A_{t-5}$   
 うち 人口動態効果 =  $(W_{t-5}^i * N_t^i * I_{t-5}^i) - (W_{t-5}^i * N_{t-5}^i * I_{t-5}^i)$   
 うち その他効果 = (労働者変化効果) - (人口動態効果)  
 (2) 賃金変化効果 =  $(W_t^i * N_{t-5}^i * I_{t-5}^i) - A_{t-5}$   
 3. 表は、2000年から2005年とを比較したもの。団塊世代は、55-59歳層とする。

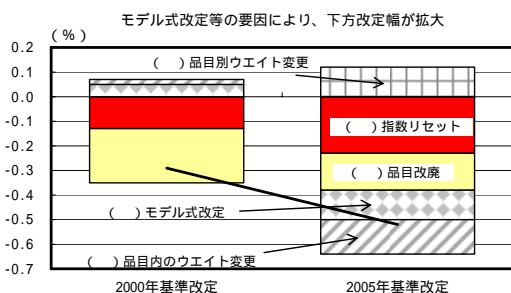
## 第4章 デフレ脱却に向けて

- 2006年8月の消費者物価指数の基準改定後も石油製品、その他特殊要因を除く消費者物価はゼロ近傍で推移。
- 物価の先行きを展望すると、軟化する原油市況、減速する海外経済、費用面で伸び悩む賃金等の費用面の物価上昇圧力などの動向に留意する必要。

### 【分析の紹介】

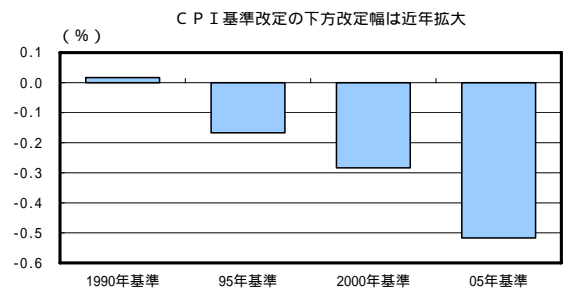
- 消費者物価と経済の需給状況との関係希薄化の原因の一つは、サービス物価が下方硬直的な動きをしたことにあると考えられる。
- 財の需要と比較したサービス需要の価格弾力性の低さ、所得弾力性の高さを踏まえると、デフレ解消後に、景気回復によって経済全体の所得が増加したり、サービス業の賃金が上昇していけば、サービス物価の上昇が期待できる。

第4-1-1図 CPI基準改定の新旧基準差の要因分解



(備考) 清水・永井(2006)により作成。

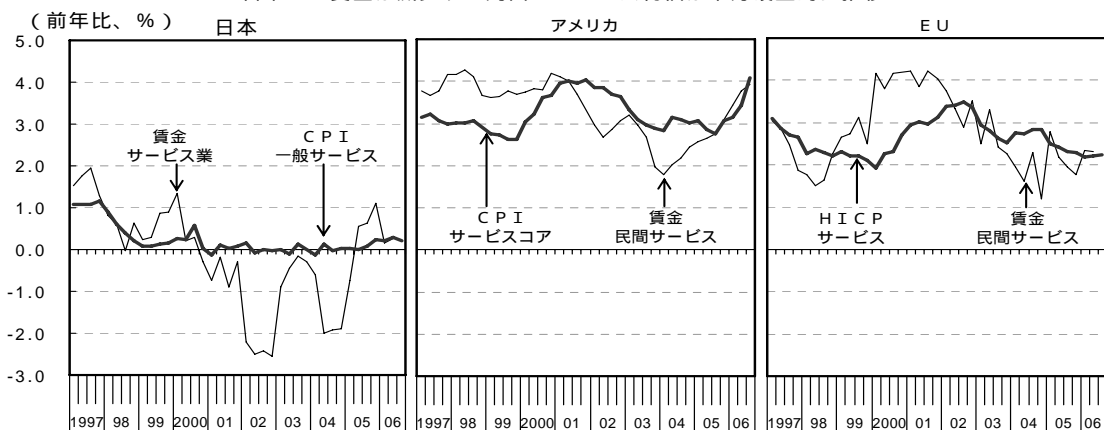
第4-1-2図 CPI基準改定幅の推移



(備考) 1. 総務省「消費者物価指数」により作成。  
2. 各翌年1-6月の前年同月比(生鮮食品除く総合)の[新基準]-[旧基準]の平均値

第4-2-5図 日本・アメリカ・EUのサービス物価と賃金の推移

日本では賃金が減少する局面でサービス物価が下方硬直的に推移した



(備考) 1. 総務省、厚生労働省、アメリカ労働省、欧州統計局の統計により作成。  
2. 日本の一般サービス物価は消費税導入による段差を修正した。また、05年より一般サービスに加わった携帯電話通信料を除く。  
3. EUの物価および賃金には公共を含まない。

第4-2-7表 需要の価格および所得に関する弾力性

サービスは所得弾力性が高く、価格弾力性が低い

	所得弾力性	価格弾力性
サービス	0.67**	-0.11
財	0.44**	-0.45*

(備考) 1. 総務省「家計調査年報」、「消費者物価指数」により推計。

2. 推計式は  $d \log(D) = \alpha \cdot d \log(P) + \beta \cdot d \log(I)$  だが、Dは実質消費額、Pは個別物価をCPI総合で除した相対物価、Iは実質可処分所得を表している。また、係数は需要の価格変化率および所得変化率に対する弾力性を表している。

3. \*は5%の水準、\*\*は1%の水準で有意であることを示す。

4. 推計期間は1974-2004年。逐次残差の検定によって99年以降も所得や物価と需要量の関係に構造変化はみられなかった。

- 都市圏中心に地価は持ち直し。現時点の地価上昇はファンダメンタルズから大きく乖離する水準にはないと考えられる。但し、資産価格が適正な期待成長率に裏付けられたものなのかを見極めていくことが重要。

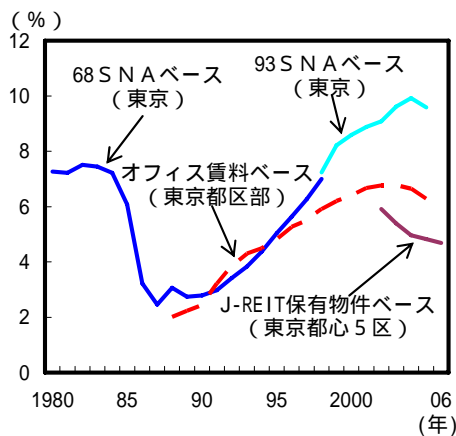
### 【分析の紹介】

- 土地収益率からみた地価は過去と比較するとそれほど高くない。
- 収益還元モデルを用いた地価の要因分解によると、土地収益の期待成長率の上昇とリスクプレミアムの低下が地価を押し上げ。

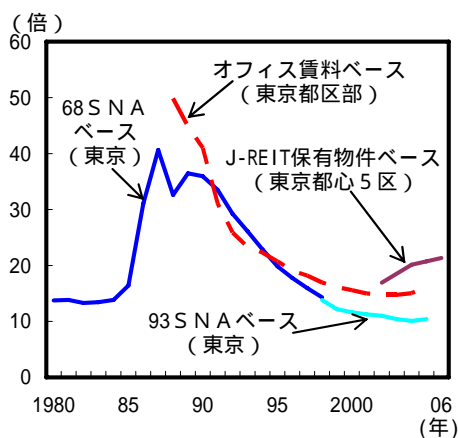
### 第4-3-4図 土地収益率と土地P E Rの推移

土地収益率は2004年以降低下

(1) 土地収益率



(2) 土地P E R

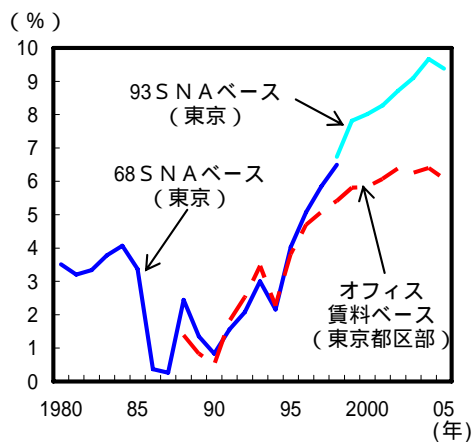


(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、「県民経済計算」、国土交通省「地価公示」、総務省「固定資産の価格等の概要調査」、東京都「都内経済成長率の予測(平成17年度)」、シービーリチャードエリス「オフィスマーケットレポート」、都市未来総合研究所資料、不動産証券化協会資料により作成。

### 第4-3-5図 地価の水準に影響を与えた要因

期待成長率の上昇とリスクプレミアムの低下が地価上昇に影響

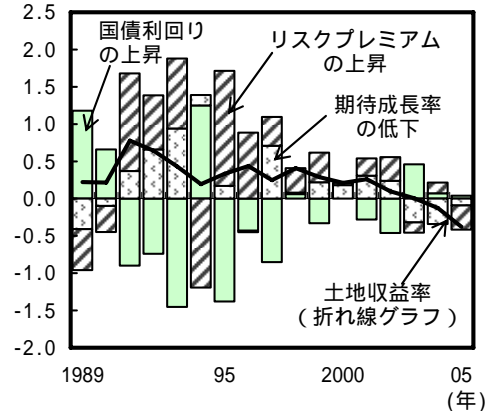
(1) リスクプレミアム



(3) 土地収益率の要因分解

(オフィス賃料ベース、東京都区部)

(対前年差、%)



(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、「県民経済計算」、「企業行動に関するアンケート調査」、国土交通省「地価公示」、総務省「固定資産の価格等の概要調査」、東京都「都内経済成長率の予測(平成17年度)」、日本銀行「金融経済統計月報」、シービーリチャードエリス「オフィスマーケットレポート」、都市未来総合研究所資料により作成。

## 第5章 金融市場の正常化と金融政策の動向

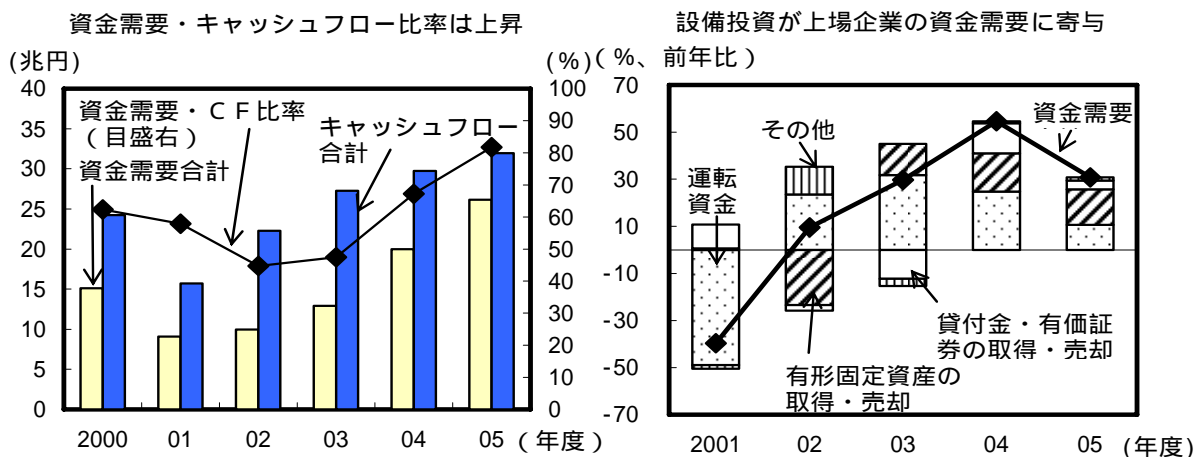
- 量的緩和政策解除、ゼロ金利解除後も金融市場は総じて落ちついた動き。依然として緩和的な金融環境の継続が長期化する景気回復を下支え。

### 【分析の紹介】

- 緩やかな景気回復下で銀行貸出は増加。上場企業 2635 社の財務データを用いて分析すると、企業のキャッシュフロー対比でみた資金需要（資金需要・キャッシュフロー比率）は上昇傾向にある。また、資金需要の内容をみると、設備投資の寄与が大きい。
- しかし、全体の貸出増加にもかかわらず、借入増加企業数の増加は緩やか。依然として上場企業の6割近くが負債返済を継続。借入増加先もノンバンク、不動産など偏りがみられている。

第5-1-17図 資金需要・キャッシュフロー比率の推移（左図）

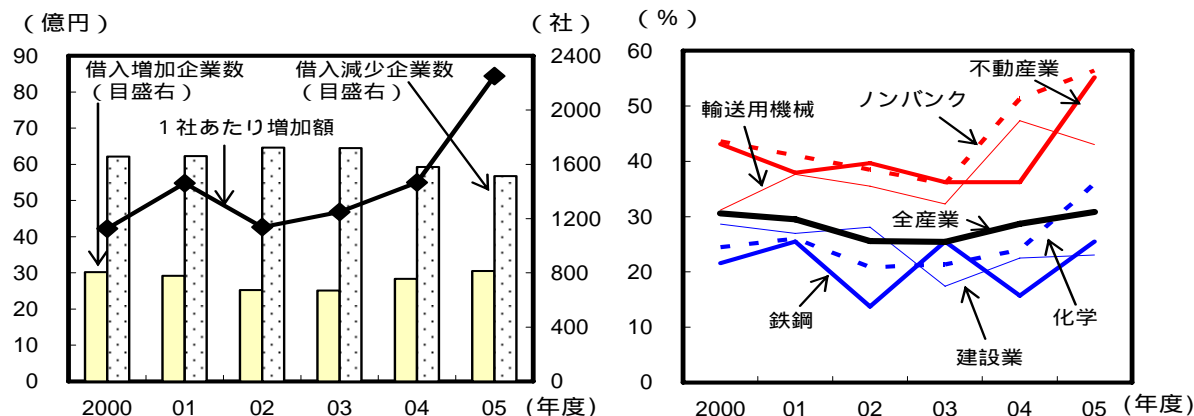
第5-1-18図 資金需要の前年比（寄与度）の推移（右図）



第5-1-19図 企業の借入増加・減少の動向

(1) 借入増減企業数と一社当たりの借入増加額の比較

(2) 借入増加企業割合（業種別）の推移



(備考) 日経NEEDS、住友信託銀行(2006)などにより作成。

- 日本銀行の「中長期的な物価安定の理解」は、金融政策運営のルールとしての目標値や参照値といった位置づけではないとされている。しかし物価安定に資する金融政策の方針に相当するものを、ある程度対外的に「数値」で示したものとしては評価される。但し、物価安定の定義に0%を含むことについては、消費者物価指数に上方バイアスが存在することについて認識しておくことが重要と考えられる。

第5 - 3 - 1 図 消費者物価指数（CPI）の伸び率の上方バイアスに関する概念図より

バイアスが生じる主な要因

<p>( ) 上位レベル代替バイアス (品目間における代替バイアス)</p>	<p>固定基準ラスパイレ算式では、基準年から離れると、価格下落した品目への需要シフトが反映できないなど、上方バイアスを生じる傾向がある。 連鎖ラスパイレ指数や、最良指数に近い中間年バスケットをみることで、ある程度回避可能。</p>
<p>( ) 下位レベル代替バイアス (同品目内における代替バイアス)</p>	<p>品目ごとの指数作成において、幾何平均ではなく算術平均の比を採用しているが、アメリカと違い同品質の品目を調査しているため、指数理論上の問題はない。 ただし、モデル式により算出している携帯電話通信料等では、消費量が増加した大容量プランの割引の大きさを反映できなかったことで、2000年基準において下位代替バイアスを生じたと考えられる。</p>
<p>( ) 品質調整バイアス (品質変化を反映できないことによるバイアス)</p>	<p>2000年基準よりパソコンやデジタルカメラにヘドニック法が導入されたこと等により、かつて指摘された品質調整による上方バイアスは減少していると思われる。 ただし、特に公共輸送や医療のようなサービス品目については品質調整が難しい。仮に品質が向上しているならば、上方バイアスが生じていることになるが、現実的に解消は困難と考えられる。</p>
<p>( ) 新品目バイアス (品目構成の変化を反映できないことによるバイアス)</p>	<p>総務省は、基準改定を待たずに品目の見直しを行うことにより、品目改廃の迅速化を図っているが、それでも近年の新製品には、薄型テレビなど価格下落の著しい品目が増加しているため、基準改定時の下方改定幅拡大の要因となっている。</p>
<p>( ) 新店舗バイアス</p>	<p>例えば、調査対象地域を商業地区等に限定した場合、近年増加している郊外型量販店における値引きが取り込まれないことにより、上方バイアスが生じる。現在では、総務省は調査対象地域を地区内全域に拡大している。</p>

(備考) ILO(2005)等を参考に作成。