

経済財政分析ディスカッション・ペーパー

～ データからみた今回の景気回復の特徴～

赤井 久宣、茨木 秀行

*Economic Research Bureau*

CABINET OFFICE

内閣府政策統括官室（経済財政分析担当）

本稿は、政策統括官（経済財政分析担当）のスタッフ及び外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂くことを意図している。ただし、本稿の内容や意見は、執筆者個人に属するものである。

～データからみた今回の景気回復の特徴～

もくじ

【要旨】

はじめに

1. 景気全体にみられる特徴
  - (1) これまでの景気循環の経緯と今回の特徴
  - (2) 景気の振幅
  - (3) 世界の景気変動との相関
  - (4) 需要項目別にみた特徴
2. 家計部門の動向
  - (1) 消費とGDPの関係
  - (2) 長期的なトレンドからみた消費の推移
  - (3) 消費増加の要因
3. 企業部門の動向
  - (1) 企業部門改善の背景
  - (2) 設備投資と企業収益、内需、外需との相関
  - (3) 循環面からみた設備投資増加の長期化の背景
  - (4) 在庫循環面からの動き
4. 海外部門
  - (1) 輸出とGDPの関係
  - (2) 輸出の高成長を支えた背景
5. 物価動向
  - (1) 実体面からみた物価環境
  - (2) 期待面からの動向

おわりに

【補論】: データからみる「いざなぎ景気」、「バブル景気」との比較

1. いざなぎ景気(1965年10月-1970年7月)との比較
2. バブル景気(1986年11月～1991年2月)との比較

【参考文献】

## ～データからみた今回の景気回復の特徴～<sup>1</sup>

赤井久宣、茨木秀行<sup>2</sup>

### 【要旨】

本論文は、2002年1月から続く景気回復局面について、様々なデータを活用して、過去の景気回復局面との比較も織り交ぜながらその特徴を分析したものである。

景気循環面からの特徴としては、短期化する傾向にあった景気拡張期間は長期化、90年代に拡大した景気の振幅は縮小するといった変化がみられる。成長の大きさについては、今回の景気回復局面では年率3%を超える高い成長を6四半期も記録したものの、景気が2度の踊り場の状況を経たこともあり、平均成長率は2.5%程度と90年代の景気拡張局面と同程度となっている。また、90年代には低下がみられた海外経済との連動性は、バブル崩壊後の不良債権の増大や雇用・設備・債務の3つの過剰といった国内問題の解決が進み再び高まっていることがうかがえる。

GDPの需要項目からみた特徴としては、低下傾向にあった消費の寄与に高まりがみられ、今回の景気回復局面では設備投資の寄与を上回り最大の寄与項目となっていることが挙げられる。このように消費が比較的堅調に推移し、景気回復に貢献した要因として、雇用情勢の改善を背景とした消費者マインドの改善によるところが大きいことが確認された。

また、中国を始めとした世界経済の好調等を背景とした輸出の増加も、今回の景気回復局面では、直接的な外需の増加を通じてだけでなく設備投資の増加にも貢献した。企業部門については、リストラだけでなく、海外経済の好調や金融緩和も好影響を与えた。

物価については、GDPギャップや単位労働コストは、一般に言われるように近年の低インフレやデフレの下で物価に与える影響が低下しているが、需給の引き締めについてはそうした状況の下でもある程度関係が存在することや、デフレ下で始まった今回の景気回復局面では、緩和的な金融環境の下、景気回復の長期化により需給が改善するなど、物価を取り巻く環境に改善みられるようになり、経済主体のインフレ期待も徐々に修正されてきたことなどが確認された。

<sup>1</sup> 本稿の作成に当たっては、内閣府政策統括官（経済財政分析担当）総括担当参事官室の担当各位よりデータ提供や図表作成に多大な助力を頂いたことに感謝を記したい。

<sup>2</sup> いずれも内閣府（経済財政分析担当）事務官。本論文についての問合せは内閣府政策統括官（経済財政分析担当）総括担当参事官室まで。

## はじめに

日本経済は2002年1月以来景気回復が続いており、仮に2006年7月まで景気回復が続いていると仮定するとその長さは54ヶ月にも及んでおり戦後最長のいざなぎ景気の拡張期(1965年10月から1970年7月)の57ヶ月に迫っている。

今回の景気回復局面では、回復初期には過去の景気のボトムからの転換点と比較しても外需の寄与が大きく、景気回復の起爆剤となった。その後は、企業部門の3つの過剰(雇用・設備・債務)の処理が進展する中、海外経済の好調さや緩和的な金融状況が継続するなど好環境にも支えられて、企業収益は大幅に増加し、設備投資も増加した。こうした改善の動きは、当初は企業部門を中心としたものであり、家計部門への波及が遅れていたが、景気回復が長期化する中、その成果はまずは失業率の改善にみられるように雇用情勢の改善として家計部門に波及し、さらには2005年初あたりから所得面でも改善がみられるようになり、消費の安定的な増加に寄与している。最近では、企業部門、家計部門、海外部門がバランス良く回復し、息の長い景気回復が続いている。

本論文では、今回の景気回復の特徴について、過去の景気循環、とりわけ90年代の循環との比較を中心に、様々なデータを活用して分析している。第1章では、景気全般について、その長さや振幅、世界の景気との連動性、さらには、需要項目別にみた特徴について、過去の景気循環時との比較を中心に紹介している。第2章では、家計部門の動向として、今回の景気回復局面で大きな寄与を示した消費動向について分析している。今回の景気回復局面では家計部門への所得面での波及が遅れていたにもかかわらず消費は比較的安定的な増加が続いてきた。その要因の一つとして90年代以降の景気回復にはみられなかった雇用情勢の改善が家計のマインドの改善をもたらしたことに注目した。第3章では、企業部門の動向を紹介しており、収益や設備投資が大幅に増加している要因として、バブル崩壊により企業に重くのしかかった3つの過剰(雇用・設備・債務)の処理が進展し、企業部門の体質が強化されたこと、また、こうした企業部門の活動を好調な海外経済や緩和的な金融状況が大きく下支えしたことなどを紹介している。第4章では、今回の景気回復の起爆剤となった外需の増加について、中国を始めとした日本の輸出市場の成長が貢献したこと、また、為替レートの安定も企業部門の計画的な海外事業展開に貢献したことなどを紹介している。第5章では、物価動向と景気との関係について、GDPギャップや単位労働コストの動向と物価や景気の関係について分析している。また、補論として、今回の景気回復局面について、いざなぎ景気やバブル景気との比較について様々なデータを用いて紹介している。

## 1. 景気全体にみられる特徴

### (1) これまでの景気循環の経緯と今回の特徴

(景気拡張期間の割合は低下傾向にあるものの、2000年以降は上昇)

戦後の日本の景気循環をみると、平均的な景気循環の長さ(景気の谷から谷の期間)は約50ヶ月で、その内景気拡張期の期間は約33ヶ月である。ただし、景気拡張期間については、80年代後半のバブル期をピークに、90年代には短期化する傾向がみられた。具体的には、景気拡張期間は、86年から91年までの51カ月、93年から97年までの43カ月、99年から2000年までの22カ月と短期化した(図表1)。同様に、各年代10年間に含まれる景気拡張期の割合をとってみると、60年代82%、70年代65%、80年代56%、90年代57%と、80年代及び90年代における景気拡張期間の割合の低さが目立っている(図表2)。ただし、比較期間の長さが違うため厳密な比較はできないものの、仮に2002年初年から2006年初時点まで拡張期が続いているとすると、2000年から2006年初までの期間については、景気拡張期間の割合は80%台へと再び高まることになる。

図表1：戦後の景気循環

図表2：景気拡張期間の割合

(日本の景気循環期間は短く、かつ拡張期間の割合が小さい)

世界的にみると、景気循環の期間は、傾向として多くの国で長期化していることが指摘されている。IMF(2002)によると、70年代以降における先進21カ国平均の拡張期間は約5年、景気後退期間は約1年とされている。同じ期間における日本の平均的拡張期間は2.7年、後退期間は1.8年となっており、日本では景気循環自体が短く、かつ、一循環に占める景気拡張期間の割合が小さい。先進国21カ国平均の景気循環の期間は、70年代平均の約4年から80年代及び90年代には約6年へと長期化した。これは主に景気拡張期間が長くなったことによるものであるとされている。このように景気拡張期間が長くなる傾向がある背景として、OECD(2002)では、金融政策等マクロ経済運営の方法がより緻密になってきていることや、製造業と比べて景気変動の少ないサービス産業の割合が高まっていること等が指摘されている。他方、景気循環が短期化している国については、一般に労働市場や製品市場の硬直性のために負のショックに対する対応力が弱いことが背景にあると考えられる。日本についても、そうした構造問題が90年代の景気循環の短縮化に影響している可能性が指摘されている(前掲IMF(2002))。

## ( 2 ) 景気の振幅

( 90 年代に拡大した景気の振幅は 2000 年以降は縮小 )

景気による振幅の大きさについても、先進国では、70 年代、80 年代、90 年代と最近になるほど、景気拡張期の上昇幅は小さくなる一方で、景気後退期の落ち込みは浅くなり、総じて成長率の振幅が安定する傾向がみられる。一方、日本では 90 年代にかけて、景気後退期の落ち込みが大きくなるなど、むしろ振幅の拡大がみられる。ただし、2000 年代に入ってから、日本でも振幅の縮小がみられる。

景気の振幅をみる一つの目安として、GDPギャップの分散の大きさを主な国・地域別に時系列的に計算すると、日本、アメリカ、ユーロ圏ともに、60 年代から 70 年代にかけて、第一次石油危機による影響もあって変動が大きくなった後、80 年代には変動が小さくなっている( 図表 3 )。その後、アメリカ及びユーロ圏では、90 年代、2000 年代にかけてさらに分散が低下している。アメリカ及びユーロ圏で GDPギャップの分散が低下した要因としては、消費や設備投資といった内需の分散の低下によるところが大きく、この背景として、金融政策運営の緻密化やサービス産業の割合の上昇といった要因に加え、公的部門の役割の増加や在庫管理技術の向上といった要因が指摘されている( 前掲 OECD ( 2002 ) )。一方、日本では、バブルの崩壊等もあって 90 年代には再び分散が拡大した。90 年代における日本の GDPギャップの分散の拡大を、内需と外需の寄与に分けると、外需は分散を低下させる方向で寄与しており、分散の拡大は専ら内需によるものであった。ただし、2000 年代においては、日本では景気の変動は小さくなっている。こうした各国における GDPギャップの分散の低下傾向を反映して、日米欧を合わせた主要先進国経済全体としての GDPギャップの標準偏差は低下傾向にある( 図表 4 )。

図表 3 : 日米欧の GDPギャップの分散

図表 4 : 日米欧の GDPギャップの標準偏差の推移

( 景気拡張期の平均成長率は 90 年代には横ばい )

景気拡張期、景気後退期に分けて、それぞれ一四半期当たりの実質 GDP の成長率を計算すると、景気拡張期における成長率は 1971 年から始まる第 7 循環及び 1975 年から始まる第 8 循環にかけて大きく下方屈折した( 図表 5 )。その後は、バブル期にやや高まったが、90 年代以降はほぼ横ばいとなっている。暫定的に 2002 年初から 2005 年度末までの平均的な実質 GDP 成長率を計算すると 2.5% ( 各四半期の前期比年率成長率の平均 ) となり、90 年代の拡張期とほぼ同じ成長率となっている。

他方、後退期における成長率については、傾向的に低下が続いている。かつては、景気後退期でもプラス成長が続くグロース・リセッションであったが、1993 年か

ら始まる第 12 循環、1999 年からの第 13 循環ではマイナス成長となっている。

図表 5 : 景気拡張期、景気後退期の実質 GDP 成長率

### ( 3 ) 世界の景気変動との相関

( 国内固有の問題の解決が進み、世界の景気との連動性は高まる )

日本と他の国との景気の連動性をみるために、日本、アメリカ、G 7、ユーロ圏 12 カ国、東アジア諸国の実質 GDP 成長率の相関係数を計算すると、日本と他の国・地域との相関は、いずれの場合でも 80 年代と比べると 90 年代に相関が低下している ( 図表 6 )。こうした背景には、90 年代の日本の景気循環には、バブルの崩壊やそれに伴う不良債権問題等国内の要因が大きく影響していた可能性があることに加え、90 年代後半には東アジアとの相関が高まっていることからすると、アジア通貨危機等アジア地域に固有の要因も影響が大きかったことがあると考えられる。

なお、2000 年以降についてみると、アメリカ、G 7、ユーロ圏、東アジアともに日本との相関が再び大きく高まっている。これは、不良債権問題のような日本に固有の問題が解消したことにより、日本の景気と世界の景気の連動性が回復した可能性が考えられる。また、こうした世界における実物面での景気循環の収斂傾向と同時に、金融面でも世界的に連動した動きがみられる。例えば、主要国の実質長期金利の動向をみると、この数年間にわたり収斂の傾向がみられているほか、主要国の株価動向も最近では似た動きを示している。

図表 6 : 日本と世界経済の景気の相関

### ( 4 ) 需要項目別にみた特徴

( 外需が景気回復の起爆剤に )

今回の景気回復期間について、GDP の需要項目別の寄与度をみると、公共投資削減の影響もあり、政府支出 ( 公需 ) の寄与がマイナスとなる一方、消費や設備投資といった国内民間需要の寄与が大きい。また、外需は消費、設備投資に次ぐ寄与となっているが、過去の景気拡張局面と比較すると大きな寄与を占めていることが分かる ( 図表 7 )。

図表 7 : 景気拡張期、景気後退期の需要項目の実質 GDP 成長率に対する寄与度

景気の転換点における寄与度、具体的には景気の谷から 4 四半期の寄与度の合計をみると、一般的には景気後退期には在庫、設備投資の落ち込みが大きく寄与する一方、回復期には消費、在庫の寄与が大きいと言われているが ( 前掲 IMF

(2002))、今回の景気回復初期は過去と比較して外需の寄与が著しく大きい(図表8)。

図表8：景気回復初期における需要項目別の寄与度(累積)

(消費の寄与率が再び高まる)

また、これまでの景気拡張期ごとに寄与率を計算すると、各景気循環を通して寄与が大きいのは消費と投資である(図表9)。過去には実質GDPの成長の半分以上が消費の寄与によるものであったが、その役割は傾向的に低下し続け、93年から始まる第12循環では3割程度、99年から始まる第13循環では2割強程度まで寄与率が低下した。他方、設備投資については、かつては寄与率2割程度であったが、90年代に入ってから4割前後の寄与を示すようになっており、相対的な役割が大きくなっていった。しかしながら、2002年以降の景気回復局面では、雇用情勢の改善等を背景に消費の寄与率は約4割まで大幅に回復し、個別の項目の寄与としては設備投資寄与率(約3割)を上回り、最大の寄与項目となっている。公共投資と政府消費を合わせた公需については、90年代前半には寄与度が高まったが、99年からの第13循環及び今回の回復局面ではマイナスに寄与している。外需については、拡張期において、プラスに寄与することもマイナスに寄与することもあるが、今回の景気拡張期では2割5分程度の寄与率を占めており、過去と比べて寄与が大きくなっている。以上のように、今回の景気回復局面では、過去と比べて消費の貢献度が高まったこともあり、消費、投資、外需がともに回復するという民需主導のバランスのとれた姿となっているのが特徴といえよう。

図表9：各景気拡張局面における需要項目別寄与率

(GDPと輸出の相関が高まっている)

また、GDPと各需要項目の相関関係をみるため、BPフィルターで取り出された循環的部分の相関係数を計算した。各項目別に時系列でみると、消費についてはバブル期を含む86年から始まる第11循環では高い相関関係がみられたが、バブル崩壊後については、93年から始まる12循環では0.62、99年から始まる13循環では0.45と低下した。第13循環では、1999年から2000年頃の景気回復期には個人消費の循環的な上昇はあまりみられなかった一方、2001年の後退期には実質GDPの落ち込みほどには消費は低下しなかったため過去と比べて相関が低下した。しかし、今回の景気回復局面では、天候要因等で一時的な落ち込みはみられたものの、安定的な増加が続いていることから相関係数は高まっている。住宅投資、設備投資は引き続き高い相関を示している。輸出入について、輸出は外需の寄与の高まりがみられたように相関係数も0.94まで高まった一方で、輸入については、相関係数が低下した(図表10)。



図表 10：実質 GDP と各需要項目との相関係数

## 2. 家計部門の動向

### (1) 消費と GDP の関係

( GDP と消費の相関関係は回復 )

上述のように、消費と実質 GDP の相関は、93 年後半から始まる第 12 循環、99 年初から 2002 年初にかけての第 13 循環において低下傾向を示した ( 前掲図表 10 )。この背景として、内閣府 ( 2004 ) では、企業がリストラを進める中、債務返済を優先された結果、企業収益の回復が賃金に結びつかなくなったことなどから所得と景気循環との相関の低下したこと、90 年代後半以降、消費のラチェット効果の高まり等により所得と消費の相関の低下したこと、景気変動の影響を受けにくいサービス消費の割合の上昇を指摘している。しかし、今回の景気回復局面では、消費は天候要因等により一時的な落ち込みもみられたものの、全体としては安定的に推移したことから、相関係数は再び高まっている。

### (2) 長期的なトレンドからみた消費の推移

( 消費はおおむね長期トレンドに沿って推移 )

最近の消費の動向を国民経済計算ベースで見ると、実質雇用者報酬は 2003 年度、2004 年度にかけてはマイナスないし微増にとどまった ( 2003 年度 1.1%、2004 年度 0.2% ) 一方、実質家計最終消費支出は、同時期に 0.7%、1.6% と所得の伸びを上回って推移した。2005 年度は実質雇用者報酬が 2.5% と伸びが高まる中で、実質家計最終消費支出も 2.4% と所得とほぼ同じ伸びとなっている。消費動向と所得、高齢者世帯の割合、金融資産残高の間の長期均衡関係を推計し、現状の消費動向がそうした長期均衡からどの程度乖離しているかをみると、2003 年後半からは実際の消費が長期均衡よりもやや上振れしていた様子がみられるが、その後、消費はほぼ長期均衡水準で推移していることが分かる ( 図表 11 )。

図表 11：長期均衡関係からみた消費の動き、実際の消費・トレンドの動き

### (3) 消費増加の要因

( 雇用情勢の改善を背景としたマインドの改善が消費上振れの要因 )

このような 2003 年後半から 2004 年にかけて消費が長期的トレンドから上振れした

ことについては、消費マインドの大幅な改善がその背景にあると考えられる。消費者態度指数でみた消費マインドの動きをみると、2003 年後半に「雇用環境」が大幅に改善し、2004 年に入って「収入の増え方」も改善に転じたこともあって消費マインドが急激に改善した様子が伺われる（図表 12）。消費者態度指数の大幅な改善の背景には、90 年代の景気回復期にはみられなかった失業率の改善など雇用情勢の改善があげられる（図表 13）。不良債権問題が本格化し、2001 年に主要行の破綻懸念先以下の不良債権を原則 3 年以内に直接償却するとの方針が表明された当時は、それによって失業者数が大幅に増加するとの見方があった。しかし結果的には、倒産によらない企業再生の枠組みが充実する中で、企業倒産件数が想定を大きく下回ったことや、倒産に至った場合でも清算型よりも再建型が増えたこともあって、失業者数は想定ほどには増加しなかった（図表 14）。こうしたこともあり、失業率が 2003 年初から低下に転じると、家計の雇用不安は低下し、それが消費マインドの回復に大きく貢献したと考えられる。消費者マインドは、消費者が自ら持つ情報に基づいて形成されるものであり、そうしたマインドの形成に際しては身近な情報、利用しやすい新聞等の報道を主たる情報源とする可能性が考えられる。そこで内閣府（2004）に習い、消費者マインドに関連する身近な情報の代理指標として、新聞報道等における雇用不安記事件数を集計し、その推移をみるとおおむね消費者態度指数と同様の動きをしている（図表 15）。また、消費者態度指数を雇用不安記事件数や求人等の変数に対して回帰すると、雇用不安記事件数は有効求人倍率といった雇用関連指標とともに消費者マインドの低下に寄与していることが分かる。

2005 年以降の消費動向については、消費者態度指数が引き続き高い水準で推移する中、家計部門の改善の動きが雇用環境のみならず、賃金面でもみられ、実質雇用者報酬の伸びが高まった（2005 年度 2.5%）ことから、2005 年度の実質家計最終消費支出の伸びは 2.4%とおおむね長期トレンドに沿って推移した。

*図表 12：消費者態度指数の動きとその寄与度分解*

*図表 13：90 年以降の景気回復局面における失業率の推移*

*図表 14：主要行の不良債権処理が雇用に与えた影響*

*図表 15：消費者態度指数と雇用不安記事*

### 3. 企業部門の動向

#### (1) 企業部門改善の背景

( 緩和的な金融環境、良好な対外経済環境が企業収益を下支え )

今回の景気回復期間において、設備投資は寄与率では消費を下回ったものの、3割強の寄与と2番目の大きさとなっている。設備投資の増加の背景には、まずは、企業収益の増加が続いていることがあげられる。法人企業統計季報でみると、経常利益(全規模全産業)は4年連続の増益が続いており2003年度16.9%増、2004年度24.6%増と二桁の伸びが続いた後も2005年度は8.4%増と高い伸びが続いている。

上述のような好調な企業業績を支えた要因として、まずは、企業が行ってきたリストラ努力により、バブル崩壊後、重く押し掛かっていた過剰設備、過剰債務等の解消が進展し、損益分岐点比率の低下にみられるように企業部門の体質強化が実現したことがあげられる(図表16)。しかし、リストラによる固定費の削減だけでなく、緩和的な金融環境の継続したことや海外経済の好調を反映して輸出が堅調に増加したことも、こうした企業努力を下支えしたと考えられる。開放経済において、為替の動向も含めた総合的な金融状況を見る指標として、金融状況指標(Monetary Condition Index)がある。これは、実質短期金利と実質実効為替レートを加重平均したものである。このMCIの推移をみると、2000年頃をピークにして2006年初に至るまでほぼ一貫して緩和方向で推移している(図表17)。これは、日本銀行の量的緩和政策等により名目の短期金利だけでなく長めの金利も含めて上昇が抑制されてきたことから、デフレ状況にもかかわらず実質金利がほぼ横ばい程度で推移した一方で、実質実効為替レートが円安方向で推移したことを反映している。金利上昇が抑制された影響としては、過剰な債務を抱えていた企業部門の利子負担増を抑制することで債務返済余力を与え、過剰債務解消に貢献したと考えられる。

図表16: 損益分岐点比率の推移

図表17: 金融状況指標(MCI)の推移

( 企業部門の改善は幅広い業種へ広がる )

今回の景気回復局面では特定の産業に偏った回復ではなく、幅広い業種にわたって回復がみられることも企業部門の改善の長期化の要因としてあげられる。これは、特に1999年から2000年にかけての回復が情報化関連分野に偏ったものであったことと対照的である。回復が幅広い業種に及んでいる背景には、消費、設備投資、外需のバランスがとれた成長の姿となっていることがあげられる。企業収益について、業種間の変動係数を計算すると、今回は多くの産業で回復がみられるために分散が低下している状況がみられる(図表18)。回復が多様な業種に及んでいることは、外的なシヨ

ックに対する抵抗力を強めている。

図表 18：企業収益の変動係数

## (2) 設備投資と企業収益、内需、外需との相関

(企業部門の負の遺産の処理が進展し、設備投資と企業収益の関係は回復)

設備投資と企業収益(経常利益)の関係については、80年代には高い相関関係がみられたが、90年代に入り低下し、95年以降でみると相関係数がマイナスとなるなど企業収益の伸びの割には投資が伸びないという傾向にあった(図表 19)。こうした相関の変化は、バブル崩壊後、企業が過剰設備、過剰債務の解消を優先としてきたことを反映しているものと考えられる。しかし、上述のようにバブル崩壊後の負の遺産の処理が進展し、企業の行動が正常化するにつれて、企業収益と設備投資の相関関係には回復がみられるようになった。設備投資と経常利益の関係は、2000年以降についてみると0.67と再び相関関係が高まっている(前掲図表 16)。ちなみに、今回の景気回復期間に限定すると(2002年第 四半期以降)その相関係数は0.97とさらに高まっている。また、設備投資と実質GDPについても、高い相関関係がみられる(前掲図表 10)。

図表 19：経常利益と設備投資の相関

(近年では、設備投資と輸出の連動性が高まる)

また、世界経済の着実な成長に加え、為替レートが安定的に推移し輸出が大幅に増加したことは、設備投資の増加にも寄与したと考えられる。設備投資と輸出、内需の時差相関係数を計算すると、かつては設備投資と輸出の相関関係はみられず、設備投資には内需との相関や自己相関がみられた(図表 20)。これは、内需の増加がラグをもって設備投資の増加をもたらし、また、投資が投資をもたらすという関係があったことが示唆される。一方、93年後半から始まる第12循環以降では、そうした設備投資と内需の関係、あるいは、設備投資の自己相関はみられず、むしろ、輸出のラグと設備投資の相関が高まっており、近年では設備投資が海外需要に誘発される傾向が高まっていることがうかがわれる。

図表 20：設備投資と輸出の時差相関係数

(これまでは、好調さが続くも企業経営は慎重な姿勢を維持)

企業収益は4年連続で増加するなど、企業部門の改善は長期化しているが、この背景として、企業部門の経営が極めて慎重であることがあげられる。収益改善の割には賃金の引き上げは限定的であり、借り入れを増やすことにも慎重な姿勢がみられ設備投資はキャッシュフローの範囲内で行われてきた(図表 21)。こうした背景には、企

業ガバナンスの変化を背景に、企業がより効率的な経営を目指していることがあると考えられ、その結果として企業の損益分岐点比率は過去と比べて低い水準にとどまっております。ただし、外的なショックに対する耐性を高めている。ただし、最近ではキャッシュフローに対する設備投資の割合は下げ止まっており、また、設備投資額が減価償却及び除却額を下回ってきたために減少傾向であった企業の有形固定資産が、2005年には製造業で増加に転じるなど、企業の設備投資に対する姿勢にも積極化がみられる。

図表 21：投資・キャッシュフロー比率の推移

### (3) 循環面からみた設備投資増加の長期化の背景

(建設循環の回復傾向も設備投資増加の長期化に寄与)

法人企業統計により、設備投資を建設部分とその他有形固定資産に分けて動向をみると、今回の景気回復期については、1990年代の回復期と比べると、製造業、非製造業ともに建設投資の寄与が比較的高いこと、その他有形固定資産の伸びが一旦2004年初めにピークをつけた後に低下したものの、2005年後半に再び加速していること、といった特徴がみられる(図表 22)。このうち、前者については、1990年代から2000年代初めにかけて企業リストラの過程で工場用地等がかなり売却されたが、最近では企業の国内立地が前向きになっていることに加え、建設投資が盛り上がった1980年代後半から既に15年以上が経っているため、これまで低下傾向が続いてきた建設循環(クズネッツ循環)に関して、やや下げ止まってきた可能性が指摘できる。また、機械設備等が含まれる「その他有形固定資産」の動向については、機械等の設備は建設投資に先行する傾向があるが、今回は建設投資による施設の拡張が始まった後に、さらに第2波の需要ショックによって機械への新たな投資が生じている可能性が指摘できる。

図表 22 設備投資と建設投資

(前回の景気拡張期と異なりIT投資が比較的安定的に推移)

次に、企業の設備投資を、IT関連投資と非IT関連投資に分けてみると、1990年代までの過去の循環では、非IT関連投資は比較的大きく変動している一方、IT関連投資は景気循環に関わりなく増加するという傾向がみられた(図表 23(1))。しかしながら、1999年から2000年までの拡張期とその後の2001年の景気後退期には、IT関連投資の振幅の方が非IT関連投資の変動よりも大きく、結果としてIT投資が投資循環の振幅を大きくしてしまった。データの制約もあって2003年以降の状況については同じベースで比較はできないが、資本財出荷やソフト・ウェア投資の動向からすると、IT関連投資は今回の景気回復期では比較的安定的に推移しているものとみられる(図表 23(2)、(3))。ただし、IT関連投資には分類されない、半導体製

造装置やフラット・パネル・ディスプレイ製造装置の出荷はかつてと比べて高い水準にあり、今後の動向は、デジタル家電等の市況や需要動向に左右される可能性もあることには注意が必要である。

図表 23 (1) I T 投資と非 I T 投資、(2) 資本財出荷、(3) ソフト・ウェア投資

( 民間企業設備の変動は安定化に向かう )

最後に、設備投資の安定性をみるために、民間企業設備の分散を 5 年ごとにローリングして計算すると、バブル期とその崩壊を含む 1980 年代末から 1990 年代初めにかけて、金融危機がみられた 1990 年代末の 2 つの時期に分散の大きな上昇がみられる一方、2000 年以降の期間については分散が低下し、設備投資の変動が安定化しつつあることが示される ( 図表 24 )。こうした民間企業設備の分散を、個別産業ごとの分散と各産業に同時にみられる共分散に分けてみると、民間企業設備の分散が大きく高まった 1980 年代末と 1990 年代末には、ともに共分散が大きくなったことによって設備全体の変動が大きくなったことがわかる。これは、これらの時期に経済に共通のショックがあったためと考えられる。他方、2000 年以降については、民間企業設備の分散が低下しているのは、主に共分散が低下したことを反映している。

図表 24 民間企業設備の分散と産業別分散・共分散

以上を総合すると、現時点のデータからは、設備投資は当面堅調に推移していく可能性が高いと考えられるが、今後予想外のショックによって企業の期待成長率と現実の成長の乖離が生じ資本ストックが過剰となる可能性等については常に注意していく必要がある。

#### ( 4 ) 在庫循環面からの動き

( 在庫循環における留意点 )

在庫循環については、今回の局面では幅広い業種で回復がみられているため、特定の業種の調整が全体の在庫調整につながるリスクは小さいとみられる。また、近年の企業レベルにおける在庫管理技術の進歩もあり、短期における在庫調整速度は上昇している。出荷変動に対する生産の弾性値をみると、最近では 1 前後の水準で推移しており、企業は出荷の動向に敏感に対応して生産量を増減させている様子がうかがわれる ( 図表 25 )。その結果、出荷の変動に対する在庫の弾性値はゼロに近づいており、出荷の変動が生産調整によって吸収され、在庫の増減に直接結びつきにくくなっている。

ただし、個別の産業レベルでみると、2004 年末の I T 関連の在庫調整や、2005 年中央からの鉄鋼等の素材業種の在庫調整など、業種単位では軽度の在庫調整が起きてお

り、今後もそうした個別業種の動向には注意が必要である。その意味では、既にみたように、最近の在庫全体の変動に対して、最も大きな影響を与えているはIT関連業種である。最近のIT関連の在庫循環図をみると、依然として出荷の伸びが在庫の伸びを上回ってはいるものの、徐々に在庫の伸びが高まりつつある点には留意が必要であろう（図表26）。

図表25 出荷変動に対する生産、在庫の調整

図表26 IT関連在庫循環図

#### 4. 海外部門

##### (1) 輸出とGDPの関係

（輸出の寄与は上昇）

輸出と実質GDPの相関係数は、1983年初から始まる第10循環では0.51であったが、その後は上昇傾向にあり、93年後半から99年初の第12循環、99年初から2002年初の第13循環では相関係数は0.7程度となり、さらに今回の景気回復局面では0.9を超えている（前掲図表10）。また、寄与度でみると外需は2002年度から2005年度まで4年連続でプラスの寄与となっており、寄与率でも今回の景気回復局面では2割を超え過去と比べても大きな寄与を示しており（前掲図表9）輸出が景気に与える影響が高まっている。

上述のように今回の景気回復局面では、とりわけ回復初期に外需の増加がGDP成長率に大きく寄与しており（前掲図表8）輸出の回復が先行し、GDP全体に波及していく動きがみられた。同様に鉱工業生産に対する輸出の影響も強まっており、生産の輸出に対する弾性値を計算すると80年代に0.16%程度であった弾性値は、90年代には0.34%程度、さらに2000年以降は0.57%と高まっている（図表27）。

図表27：生産の輸出に対する弾性値

##### (2) 輸出の高成長を支えた背景

（輸出市場は高い成長を示した）

今回の景気回復局面において輸出が高い伸びを示した背景には、アジア経済、とりわけ中国経済の高成長もあり、比較的対外経済環境に恵まれた状況にあったと考えられる。輸出数量指数全体の伸び率に対して中国向け輸出数量指数の寄与度は、2002年は3.4%、2003年は4.1%となっており、寄与率ではそれぞれ4割、8割を占めている（図表28）。日本の輸出については中国などアジア向けのシェアが高いことから、

日本の輸出市場（日本の貿易相手国の輸入額の合計）の成長率は2002年から2005年までの平均では8.2%とアメリカの6.2%、OECD合計で6.2%と比べても高い伸びを示したことが分かる（図表29）。加えて、2002年から2005年については、日本の輸出市場の伸びを日本の輸出が上回っていることから、日本の輸出の競争力自体も回復しているとみられ、この点は、世界市場における日本の輸出シェアが近年下げ止まりつつあることから伺える。世界市場（OECD加盟国及び主要な非OECD加盟国の輸入額を合計したもの）における日本の輸出のシェアは、アジアなど新興国の輸出シェア拡大に伴って1991年から2001年にかけて2%強程度減少したが、2002年度以降は、アメリカが2%強シェアを低下させているのに対して、日本のシェアの下落幅は0.5%にとどまっている（図表30）。

図表28：中国経済の寄与

図表29：OECD諸国の輸出市場

図表30：世界市場における輸出シェアの変化

（為替レート of 安定も寄与）

また、輸出市場の高い成長のみならず、景気回復が続く中でも、為替レートが安定的に推移したことがあげられる。実質実効レートは2002年以降の景気回復期間においても横ばいないし円安傾向で安定的に推移した。特に、2004年半ば以降は日本ではゼロ金利政策が継続される一方、アメリカでは政策金利が引き上げ局面に入り、日米金利差が拡大したこともあり、さらに円安傾向で推移し、実効レートは歴史的に見ても極めて低い（円安）水準となった。また、企業の採算レートとの関係でも少なくとも採算レートから円高傾向で推移することなく推移してきた（図表31、32）。

図表31：実質実効レートの推移

図表32：企業の採算レートと現実のレート

## 5. 物価動向

### （1）実体経済からみた物価環境

GDPギャップなど実体経済面の指標と物価の関係の間には、一般には正の関係があると考えられるが、90年代に入ってから、景気回復と消費者物価の関係がかつてと比べて弱くなっている。その要因として、安価な輸入品の増加や技術進歩、規制緩和等供給ショックの影響があることや、低インフレ下ではメニューコスト等の存在により物価が変動しにくいといったことが指摘されている。

消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）でみたインフレ率とGDPギャップの関係



を推計すると、消費者物価指数が1%ポイント上昇するにはGDPギャップが3%ポイント強程度改善する必要があるとの結果となった(図表34)。ただし、GDPギャップと物価上昇(下落)率との関係は、低インフレ、デフレの下ではGDPギャップの変化ほどには物価上昇率が変化しないことが知られている。このことを確認するため、上記式の推計期間を消費者物価指数の下落が始まった1998年第 四半期から足元に変更<sup>3</sup>すると、GDPギャップが物価に与える影響力や推計式自体の説明力は低下するものの、ある程度のある関係があることは示唆される。ちなみに、消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)については、原油価格の変動や公共料金の変化等の制度的な要因といった必ずしも経済全体の需給を反映しない要因によっても影響を受けることを考慮し、こうした影響を除外した消費者物価指数(コアコア)ベースでも推計したが、結果に改善はみられなかった。

図表33：物価関連指標の推移

図表34：GDPギャップと消費者物価指数の関係

供給面の重要な要因である単位労働コスト(1単位の生産に必要な労働費用)と物価の関係についてみると、長期的にみれば高い相関がみられるものの、相関係数は低下傾向を示している。今回の景気回復局面では相関係数はやや回復しているが、その関係は以前と比べると弱まっている。ちなみに、上記の物価とGDPギャップの推計式に単位労働コストを説明変数に加えて推計<sup>4</sup>すると、相関係数同様に長期的にはある程度のある関係が示唆されるが、推計期間を1998年第 四半期以降に変更すると単位労働コストと消費者物価指数の関係は有意でなくなる(図表35)。

図表35：ULCとCPIの相関、単位労働コストと消費者物価指数の関係

実際の物価動向は、人々の期待によっても大きな影響を受ける。家計や企業の期待インフレ率をカールソン・パーキン法によって試算すると、家計のインフレ期待は2000年後半からマイナスで推移していたが、2004年頃からプラスに転じている(図表36)。先行研究によると、1930年代の大恐慌時に大幅なデフレ・ギャップが存在する下でデフレ状況から反転をもたらした要因として、レジームの変化(金本位制離脱)による大幅な期待の修正が大きな影響を与えたとの指摘がある(堀(2002))。今回の景気回復局面では、そのような期待の大幅なジャンプはみられず、政策当局による大

<sup>3</sup> 推計式では、期待物価上昇率を内閣府「消費動向調査」の2006年第 四半期までのデータを利用しカールソン・パーキン法で求めているが、これによると期待物価上昇率は2005年第 四半期までしか計測できず、推計期間は2005年第 四半期で終わることになる。そこで、直近までのGDPギャップと物価上昇率の関係をみるために、上記方法で推計した期待物価上昇率の直近の値(2005年第 四半期)を発射台に、同じく「消費動向調査」の回答平均を加重平均して求めた値の前期差を足し上げることにより、2006年第 四半期までの期待物価上昇率を仮に求めた。

<sup>4</sup> 単位労働コストについては、GDPギャップと相関を持つ可能性があるため、需給要因として日銀短観の需給判断D.I.を用いた。

胆な金融緩和政策が実施される中で、景気回復の長期化により需給の改善が続き、徐々にデフレ期待が修正されていったことがうかがわれる。

また、マーケットにおける期待インフレとして、固定利付国債と元金額が物価の動向に連動して増減する物価連動債の利回り格差（ブレイクイーブンインフレ率）をみる場合もある。我が国の物価連動債は発行が開始されてからの期間も浅く発行量も少ないことから、流動性プレミアムといった期待インフレ率以外の要因で変動している面があることには留意が必要であるが、これによると、2005 年後半以降はマーケットのインフレ期待は上昇傾向にある。ただし、足元では株価下落の影響により 10 年物国債に資金がシフトしたこともあり、利回り格差はやや低下している（図表 37）。

*図表 36：期待インフレ率の推移*

*図表 37：物価連動債からみたインフレ期待*

おわりに

以上にみてきたように、今回の景気回復局面の特徴として、循環面からは、短期化する傾向にあった景気拡張期間は長期化、90 年代に拡大した景気の振幅は縮小するといった変化がみられる。こうした背景には、国際機関が指摘するような、景気循環の短さの要因としての労働市場や製品市場の構造的な脆弱性がある程度改善されてきたことも要因と考えられる。今回の景気回復局面では年率 3% を超える高い成長を 6 四半期も記録したものの、景気が 2 度の踊り場の状況を経たこともあり、平均成長率は 2.5% 程度と 90 年代の景気拡張局面と同程度となっている。また、90 年代には低下がみられた海外経済との連動性は、バブル崩壊後の不良債権の増大や雇用・設備・債務の 3 つの過剰といった国内問題の解決が進み再び高まっている。

GDP の需要項目では、低下傾向にあった消費の寄与に高まりがみられ、今回の景気回復局面では設備投資の寄与を上回り最大の寄与項目となっている。また、輸出の増加も大幅に寄与しており、外需を輸出と輸入に分けてみると、輸出単独では消費の寄与を上回っている。輸入を控除した外需の寄与は過去と比べて大幅に高まり、特に景気回復初期には最大の寄与となっており、外需の増加が景気回復の起爆剤になったことが分かる。

輸出が大幅に増加した要因としては、アジア経済、とりわけ中国経済の高成長など世界経済の順調な拡大が続いたことや為替レートが安定的に推移したことが大きい。こうした良好な対外経済環境もあり、日本の輸出は OECD 諸国と比べて相対的に高いパフォーマンスを示した。また、輸出の増加や為替レートの安定は単に外需の寄与を高めるだけでなく、近年の輸出と設備投資の連動性の高まりにあるように、国内需要の増加にも貢献するとともに、リストラを進める企業の収益を下支えしたことは特筆すべきであ

ろう。このように今回の景気回復局面では、輸出の増加が大きな役割を果たしたことは明らかであり、今後の景気をみる上でも海外経済や為替レートの動向には注意が必要であろう。

バブル崩壊後、企業部門は負の遺産の処理に追われたが、3つの過剰の解消が進み、その体質強化され、企業の行動が正常化するにつれて、経常利益と設備投資の相関にも回復にみられるようになった。今回の景気回復局面では、IT関連部門の改善に偏っていた前回とは異なり、幅広い業種に改善が及んでいる。企業行動という視点からは、バブル期の反省や規模の拡大からキャッシュフロー重視の経営への流れもあり、設備投資をキャッシュフローの範囲内に抑えるなど、企業の行動が極めて慎重であることも企業部門の改善が長期化している要因と考えられる。また、政策当局の金融緩和政策の下、低金利や為替レートの安定にみられるように緩和的な金融環境が継続したことも企業部門のリストラを大いに下支えしたことも見逃せない。

家計部門に目を転ずると、今回の景気回復局面では、企業収益の大幅な改善がみられた一方、企業がリストラを優先せざるを得ない状況にあり、所得面での家計部門への波及が遅れた。しかし、消費は一時的な落ち込みはみられたものの、総じてみれば長期的なトレンドに沿って推移し、今回の景気回復局面での最大の寄与項目となっている。所得面での波及が遅れる一方、消費が増加した要因として、雇用情勢の改善を背景とした消費者マインドの改善によるところが大きいことが確認された。すなわち、消費マインドの形成には新聞報道等の人々が身近に接する情報が大きな影響を及ぼすこと、今回の消費マインドの改善には雇用不安記事の減少にみられるように雇用情勢の改善が大きく寄与したことである。2005年頃からは所得面でも改善傾向がみられ、消費はおおむね長期トレンドに沿って安定的に推移している。

物価については、GDPギャップや単位労働コストといった要因が、一般的に言われるように、近年の低インフレやデフレの下で物価に与える影響が低下していることは確認されたが、需給の引き締まりについてはそうした状況の下でもある程度関係が存在することが示唆された。緩和的な金融環境の下、景気回復の長期化により需給が改善するなど、物価を取り巻く環境に改善みられるようになり、経済主体のインフレ期待も徐々に修正されてきたことが分かる。

景気循環という観点からは、いかなる景気回復局面であっても、いずれは経済のどこかに歪みが蓄積し、それが次なる景気循環を引き起こすという事態は避けられない。そうした観点からは最近やや積極的な姿勢がみられるようになった設備投資について、例えば、今後予想外のショックによって企業の期待成長率と現実の成長の乖離が生じ資本ストックが過剰となる可能性などについては留意が必要である。また、在庫循環についても鉄鋼等の一部の業種で生じている在庫調整や変動の大きいIT関連業種の動向については注意が必要であろう。

## 補論：データからみる「いざなぎ景気」、「バブル景気」との比較

### 1. いざなぎ景気（1965年10月-1970年7月）との比較

大型企業破綻を伴ったいわゆる「40年不況」の際、高度経済成長は終焉し、成長率の屈折や景気の低迷が長引くとする「構造不況」論が高まったが、日本経済はこうした予想を覆し、戦後最長の景気拡大、いわゆる「いざなぎ景気」を迎えることとなった。

1965年10月を景気の谷とし、1970年7月を山とするいざなぎ景気は、拡張期間が57ヶ月に達し、この間の実質GDPは70%近く増加し、平均的な成長率は年率で12%近くに達した（図表38）。成長の約半分は消費の増加によるものであり、設備投資も約2割5分程度の寄与率を示した。公需も1966年度予算で公共事業の施行促進が図られたことなどもあり二桁を超える寄与率となった。一方、設備の近代化と技術革新によるコスト切下げや品質向上により国際競争力が飛躍的に向上したことから輸出も大幅に増加したが、輸入の増加が上回ったため、外需の寄与はマイナスとなった。

今回の回復局面と比較すると、いざなぎ景気、今回の景気回復時ともに最大の寄与を示したのは消費であり、設備投資も消費に次ぐ寄与を示している。外需については、輸出が大幅な増加を示したことは共通しているが、いざなぎ景気時にはOECD諸国の平均成長率が5%程度であったのに対して、日本の平均成長率が12%近くに達したため、輸入が大幅に増加したことから外需の寄与度はゼロとなったが、今回の景気回復局面ではアジア経済、とりわけ中国経済の高成長により日本の輸出市場が高い伸びを示したことなどもあり、輸出の増加が輸入の増加を上回り外需は大幅なプラスの寄与となっている。一方、公需については、いざなぎ景気時には積極的な財政政策が実施された局面もありプラスに寄与しているが、今回の景気回復局面では、社会保障給付等の政府消費は一定の増加を示しているが、公共投資の削減が続いてきたことからマイナスの寄与となっている。

図表38 実質GDP成長率と需要項目の成長率の比較（いざなぎ景気との比較）

いざなぎ景気時のGDP成長率の半分以上の寄与を示した消費については、カラーテレビ、乗用車、クーラー（エアコン）のいわゆる「3Cブーム」と言われたように、大型耐久消費財の急速な普及が大きく寄与した。一方、今回の景気回復期にも薄型テレビ、デジタルカメラ、DVDレコーダーのいわゆる「デジタル三種の神器」といったデジタル家電の急速な普及がみられる（図表39）。

図表39 3C、デジタル三種の神器の普及率

また、設備投資についても、新製品や新技術が相次いで登場し、それに対応するための投資が拡大したことや、経済の高成長により生産能力が不足し、量的拡大のための設備投資が必要とされた（「投資が投資を呼ぶ」）ことから大幅な増加が続いた。

国際収支の面からは、第5循環のオリンピック景気（1962年10月～1964年10月）までは、景気が拡大すると輸出余力がなくなる一方、輸入が急増し国際収支が悪化し、景気を抑制せざるを得ない「国際収支の天井」という制約要因が働いていたが、上述のようにいざなぎ景気の際には日本製品の国際競争力も向上し、そうした制約はなくなった。

供給面からみると、いざなぎ景気時には旺盛な設備投資を反映して資本投入量の増加が大きく成長に寄与、また、設備の近代化や技術革新、資本装備率の上昇などを反映して生産性の向上が大きく寄与した。また、労働投入も一定の寄与を示した（図表40）。一方、近年は生産年齢人口の減少が続いていることもあり今回の景気回復期は労働投入の寄与はほぼゼロとなっている。資本投入については、今回の景気回復期にもプラスとなっているが、投資が投資を呼ぶと言われた高度経済成長期に比べるとその寄与は小さなものにとどまっている。いざなぎ景気時には、急速な資本装備率の上昇や技術革新等により5%程度の寄与を示していた生産性（全要素生産性）については、最近では90年代の低迷から反転し上昇する動きもみられるが、1%程度にとどまっている（図表41）。

図表40 いざなぎ景気時の実質GDP成長率の要因分解

図表41 今回の景気回復局面における平均的な実質GDP成長率の要因分解

図表42 いざなぎ景気時、今回の景気回復期における資本ストック、労働指標の比較

物価については、いざなぎ景気時には国内外の需要の高まりと国際価格の高騰により卸売物価は平均2.3%の上昇、GDPデフレーターは平均4.7%上昇したのに対して、今回の景気回復局面はデフレ下での景気回復であったことから、消費者物価指数で平均0.7%の下落、GDPデフレーターでは1.5%の下落となっている（図表43）。

図表43 いざなぎ景気時、今回の景気回復期における物価指標の比較

## 2. バブル景気（1986年11月～1991年2月）との比較

1986年11月を谷として回復局面に入った日本経済は次第に拡大テンポを高め、51ヶ月に渡る景気拡張期間を記録した。この間実質GDPは25%程度増加し、平均的な成長率は年率で5%半ばを達成した（図表44）。需要項目の中で最も貢献したのは寄与率が4割近くに達した消費であり、大型カラーテレビ、高級乗用車などの消費の高級化やレジャー支出の増加がみられた。また、金融緩和政策が実施され、住宅金融公庫の金利も引き下げられたこともあり、住宅建設も大幅に増加、とりわけ、高級マンション、リゾートマンションの着工が大幅に増加した。1987年度には173万戸の新設住宅が着工されるなど、住宅建設は寄与率でみても7%程度を記録した。設備投資も金融緩和が継続される中で、円高対応のための構造調整を実施するための投資や情報関連分野における技術革新が投資機会を生み出したことなどもあり大幅な増加を示し、寄与率では消費に迫り4割近くに達した。公需は86年9月の「総合経済対策」や87年5月に内需主導の経済成長を図るための「緊急経済対策」が実施されたことなどもあり二桁の寄与を示している。外需はOECD諸国の成長率は3%程度と堅調に推移したが、急速な円高の進行もあり期間全体でみれば輸入の増加が輸出の増加を上回りマイナスの寄与となった。

図表44 実質GDP成長率と需要項目の成長率の比較（バブル景気との比較）

消費については、バブル景気時には上述のとおり大型カラーテレビ、高級乗用車などの消費の高級化やレジャー支出が大幅に増加したが、国民経済計算上の家計の目的別最終消費及び形態別最終消費でみると、バブル期には上記のような傾向を反映して、形態別では耐久消費財、目的別では自動車を含む「交通」や「娯楽・レジャー・文化」が大幅に増加した一方、今回の景気回復局面ではそのような部門では顕著な増加はみられず、むしろ「通信」が比較的高い伸びを示している（図表45）

図表45 バブル景気時と今回の景気回復局面での主な財別消費の比較

また、バブル景気時には、上述のように住宅建設が大幅な伸びを示した。新設住宅着工戸数は、1987年度には173万戸、以後88年度から90年度まで160万戸を超える高水準が続いた。今回の景気回復期においても低金利や都市再生の進展等もあり大都市圏を中心に住宅着工戸数は堅調に推移しているが、2005年度でも125万戸程度とバブル期の水準には及ばない（図表46）

図表46 バブル期と今回の景気回復局面での住宅着工戸数の比較

供給面からみると、バブル景気時を通じた平均成長率は5.4%程度であり、このうち旺盛な設備投資や建設投資を背景に資本ストックの寄与が半分近くを占め(2.5%)

全要素生産性の寄与も2%を超えている(図表47)。労働投入についても、バブル景気時を通じて就業者数が約450万人程度増加したこともあり、0.7%程度の寄与となっている(図表48)。

図表47 バブル景気時の実質GDP成長率の要因分解

図表48 バブル景気時、今回の景気回復期における資本ストック、労働指標の比較

バブル景気時の最大の特徴は、株価、地価などの資産価格が急騰したことである。株価は、バブル期には最大値で1989年12月29日の38,916円記録し、景気の谷との比較では21,600円程度上昇、上昇率は124%となった。一方、今回の景気回復局面では最大値で2006年4月7日の17,563円、景気の山と比較すると7,300円程度上昇、上昇率は71%となっている(図表49)。

図表49 バブル景気時と今回の景気回復局面の株価の比較

地価についても東京の商業地の上昇が住宅地に広がり、さらには大都市圏、地方圏と上昇が波及していった。1985年を基準にみると、東京の商業地は1991年には3倍にも達し、地方圏でも1.6倍に達した(図表50)。住宅地についても1991年には東京で2.4倍、地方圏でも1.4倍に達した。今回の景気回復局面では、最近では大都市圏の商業地で上昇に転じ、地方圏でも地価の下落が縮小する動きもみられるが、商業地ではバブル前(1985年)の約6割、住宅地ではほぼバブル前の水準となっている。

図表50 バブル期と今回の景気回復期の地価(水準)の比較

## 【参考文献】

- ・ 飯塚和美、浅子和美 (2003)、「日本の景気循環」、景気循環と景気予測第1章、東京大学出版会、2003年
- ・ 桜健一、佐々木仁、肥後雅博 1990年代以降の日本経済の経済変動：ファクト・ファイディング 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ
- ・ 内閣府 (2004)、「日本経済2004」、内閣府政策統括官室 (経済財政分析担当)、2004年12月
- ・ McConnell, M. M., P. C. Mosser, and G. Perez Quiros(2002), “A Decomposition of the Increased Stability of GDP Growth,” Federal Reserve Bank of New York Volume 5 Number13, Current Issues in Economic and Finance
- ・ James A. Kahn, Margaret M. McConnell, and Gabriel Perez-Quiros(2002), “On The Causes of the Increased Stability of the U.S. Economy,” FRBNY Economic Policy Review May 2002
- ・ Stock, J. H. and M. W. Watson (2002), “Has the Business Cycle Changed and Why?” NBER Macroeconomics Annual 2002(Cambridge, MA: MIT Press, 2003).
- ・ IMF(2002), “Recessions and Recoveries”, World Economic Outlook, April 2002
- ・ IMF(2004), IMF Country Report No.04/247, July 2004
- ・ OECD(2002), “Dalsgaard, Thomas, Jorgen Elmeskov and Cyn-Young Park, “Ongoing Changes in the Business Cycle-Evidence and Causes”, Working Paper, Economics Department, 2002