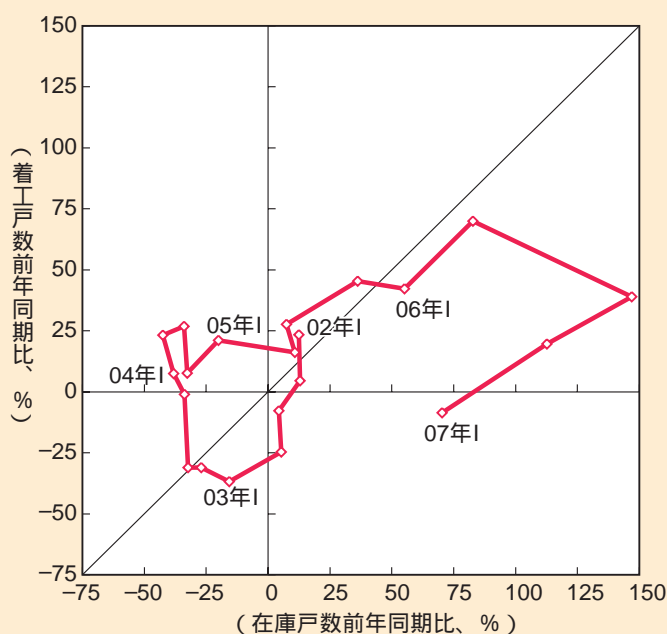


第1-1-32図 埼玉・千葉におけるマンション在庫循環図

## 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

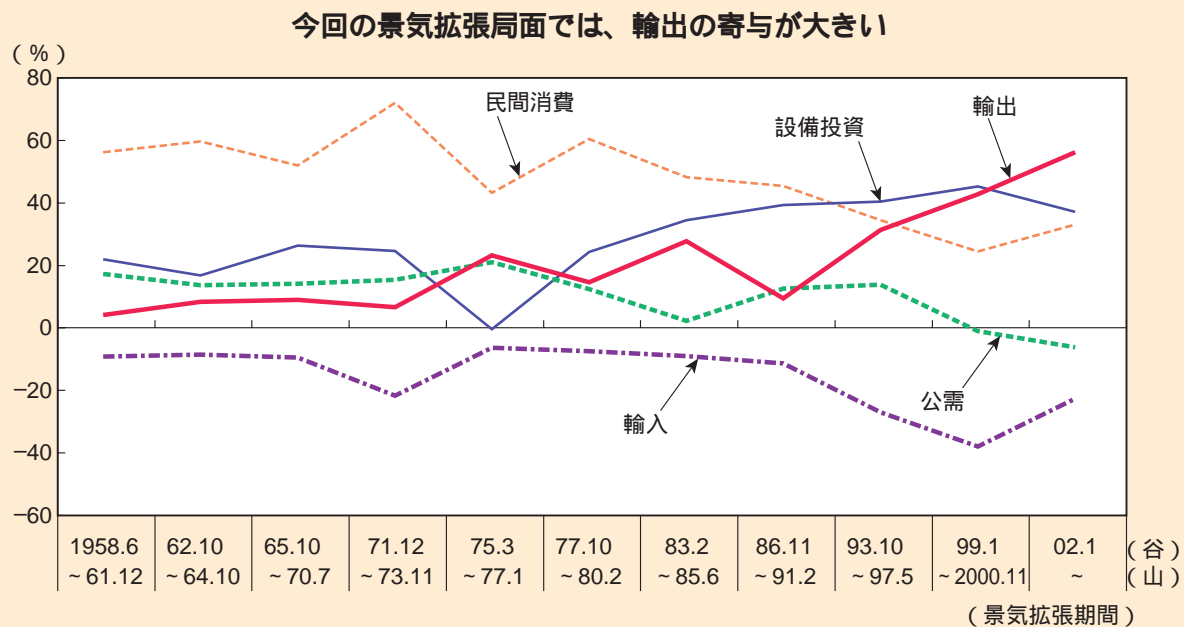
これまで、昨年後半からの景気動向の特徴として、企業部門において引き続き収益や設備投資が堅調に推移しているにもかかわらず、家計部門の所得・消費の伸びが鈍化した後、力強い回復までは至っていない点を見てきた。本来、企業部門の収益が好調であれば、労働市場の引締めを通じて、雇用者の所得を押し上げ、消費を後押しするという波及効果が持続するのが自然な姿と考えられる。以下では、今回の景気回復局面の中でこのような景気の波及効果に足踏みがみられた点について、過去の景気循環と比較しつつ検証する。

### (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

第1-1-33図 各景気拡張局面における需要項目別寄与率



(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、「景気動向指数」により作成。  
 2. 期間は、景気拡張期(景気の谷から山)のみを取り上げたもの。  
 3. 図中には民間在庫品増加と民間住宅が含まれていないことなどから、図中の各項目の寄与率の合計は100%にはならない。

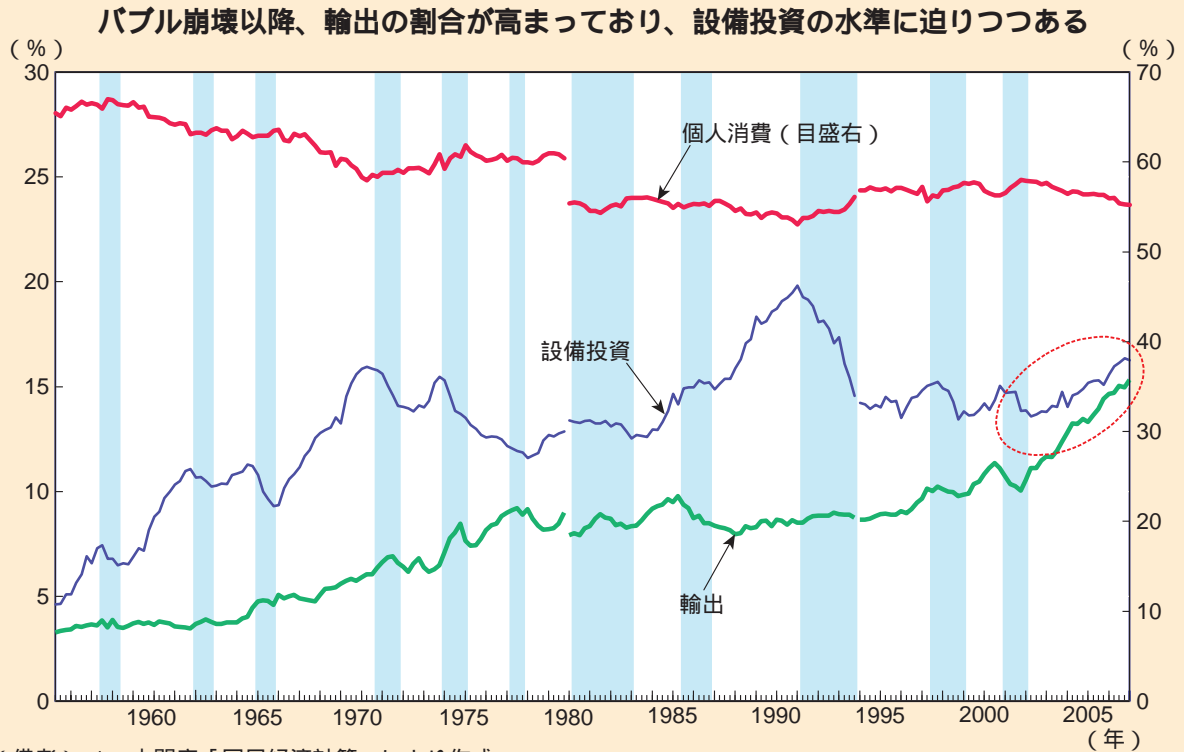
に、今回の景気拡張局面における輸出の寄与率は、GDPの約6割を占める民間消費や景気変動の主な要因である設備投資を越える寄与率となっている。これは、景気変動における輸出の影響力がその他の需要項目と比べて相対的に大きくなっていることを示唆している(第1-1-33図)。

### 輸出比率は設備投資比率に迫る水準に

GDPの変動に占める輸出の寄与率を、輸出比率の変化と輸出そのものの変動の大きさに分けると、いずれもが他の需要項目に比して近年高まっていることが分かる。

まず実質GDPに占める主な需要項目の比率をみると、民間消費の比率はほぼ6割程度で安定的に推移している一方で、設備投資と輸出の動きには大きな変化がみられる(第1-1-34図)。景気変動の主な要因とされる設備投資の比率は、1955年の4%台半ばから1970年には16%近くになり、さらに、いわゆるバブル景気時には設備投資の急拡大に伴って20%近くまで高まった。一方、輸出の比率は、55年には3%台前半であったが70年に6%弱となり、その後はバブル景気まで7~8%程度とほぼ横ばいで推移していた。このように、高度成長期からバブル景気までは、設備投資比率と輸出比率の間には2倍程度の開きがあり、経済における設備投資の比重が相対的に高かったことが分かる。しかし、バブル崩壊後の動きをみると、設備投資比率はおおむね15%前後で推移している一方で、輸出比率は2007年第1四半期には15%程度にまで上昇するなど設備投資に迫る水準に達しており、経済において設備投資に匹

第1-1-34図 主な需要項目のGDPに占める割合の推移



敵するシェアを持つようになっている。

**輸出の変動は拡大傾向**

また、実質GDP、民間消費、設備投資、輸出について、(i) 第1次オイルショックのあった第7循環まで、(ii) 安定成長期に入ったとされる第8循環から平成不況が終わる第11循環まで、そして(iii) 第12循環以降、の三つの期間における変動係数の推移をみると、実質GDP、

第1-1-35表 実質GDPと主要な需要項目の変動係数

**実質GDP及び主要な需要項目の変動係数は徐々に低下してきているが、  
輸出の変動係数は第12循環以降上昇している**

	第7循環まで (55年Q2～75年Q1)	第8循環～第11循環 (75年Q1～93年Q4)	第12循環以降 (93年Q4～)
実質GDP	0.4902	0.2075	0.0460
民間消費	0.4560	0.1458	0.0402
設備投資	0.6967	0.2915	0.0899
輸 出	0.7459	0.1635	0.2279

(備考) 内閣府「国民経済計算」により作成。

民間消費、設備投資の変動係数は(i)~(iii)にかけて急激に低下しており、その振幅が小さくなっていることが分かる。一方で、輸出の変動係数については、(i)~(ii)にかけては低下しているが、(iii)で上昇に転じており、景気変動の主な要因である設備投資よりも大きな値となっているなど、近年ではその振幅は他の需要項目と比較して相対的に大きくなっている(第1-1-35表)。

こうした輸出のGDPに占める比率や輸出の変動係数の上昇の背景には、アジア向け輸出の急速な増加と、それに伴う全体の輸出の大幅な増加があると考えられる。全体の輸出額はここ20年間で約2倍となっているが、この間にアメリカ向けの輸出額が約1.2倍となった一方で、中国を含むアジア向けが約4倍となっている。また、通関輸出額の変動係数<sup>20</sup>をみると、アメリカ向けが0.096、EU向けが0.139であるのに対し、アジア向けは0.182と高くなっている。

### 90年代後半から高まった輸出から国内需要への波及効果

このような輸出の存在感の高まりは、景気循環における各需要項目間の波及関係を変質させつつある。ここではこれらの需要項目間の波及関係をみるために、第11循環まで(1955年第3四半期~1993年第4四半期)とその後(1994年第1四半期~2007年第1四半期)の二つの期間に分けて、設備投資、輸出、そして国内民間需要の時差相関について分析を行った<sup>21</sup>。具体的には、実質設備投資と実質国内民間需要(設備投資除く)の時差相関係数、実質設備投資と実質輸出の時差相関係数、実質輸出と実質国内民間需要(輸出除く)の時差相関係数、そして実質設備投資自身の自己相関係数を計測した(第1-1-36表)。

90年代前半までの時期においては、輸出が設備投資に先行する関係はみられなかった。一方、設備投資と国内民間需要は相互にラグを伴いながら影響を与える結果がみられた。また、設備投資自身が設備投資を誘発する関係も確認できた。

これに対して90年代後半の期間については、設備投資の国内民間需要に対する先行性が薄れるとともに、設備投資が設備投資自身に波及する関係もみられなくなった。一方で、輸出は2四半期程度の遅れを伴って設備投資に影響を与える関係が現れた。輸出と国内民間需要は1四半期程度の遅れを伴い相互に波及する関係もみられるようになった。

こうした結果は、80年代頃までは、設備投資の増加が国内民間需要の増加を導き、それが再び設備投資の増加をもたらすといった国内での循環が働いていたことを示唆している。しかしながら、90年代後半以降は、そうした関係は薄まり、輸出の増加が国内民間需要や設備投資の増加を誘発する姿に変わりつつある可能性があり、景気変動のけん引役としての輸出の存在感が高まっていることを示唆する結果となっている。

注 (20) 過去5年間(四半期ベース)。EU向けについては2007年第1四半期から27カ国ベース。  
(21) 詳しくは飯塚・浅子(2003)を参照。

第1-1-36表 内需と輸出・設備投資、設備投資と輸出の時差相関及び設備投資の自己相関

## 輸出が景気を牽引する姿に変わりつつある

## (1) 国内民間需要と設備投資の時差相関係数

設備投資の国内需要に対する先行性が薄れる

	国内民間需要に対して	設備投資の国内需要に対する先行性が薄れる	
		第11循環まで	第12循環以降
	5期リードの設備投資	0.002	0.018
	4期リードの設備投資	0.148	0.051
	3期リードの設備投資	0.179	0.092
	2期リードの設備投資	0.188	0.101
	1期リードの設備投資	0.402	0.287
	同時点の設備投資	0.395	0.015
	1期ラグの設備投資	0.342	0.230
	2期ラグの設備投資	0.451	0.076
	3期ラグの設備投資	0.339	0.327
	4期ラグの設備投資	0.238	0.059
	5期ラグの設備投資	0.131	0.210

## (2) 輸出と設備投資の時差相関係数

設備投資より輸出が先行する関係に

	輸出に対して	設備投資より輸出が先行する関係に	
		第11循環まで	第12循環以降
	5期リードの設備投資	0.138	0.290
	4期リードの設備投資	0.042	0.161
	3期リードの設備投資	0.253	0.107
	2期リードの設備投資	0.188	0.012
	1期リードの設備投資	0.122	0.139
	同時点の設備投資	0.140	0.301
	1期ラグの設備投資	0.001	0.258
	2期ラグの設備投資	0.078	0.422
	3期ラグの設備投資	0.047	0.237
	4期ラグの設備投資	0.081	0.073
	5期ラグの設備投資	0.114	0.054

## (3) 輸出と国内民間需要の時差相関係数

輸出と国内需要が相互に波及する関係に

	国内民間需要に対して	輸出と国内需要が相互に波及する関係に	
		第11循環まで	第12循環以降
	5期リードの輸出	0.136	0.074
	4期リードの輸出	0.102	0.001
	3期リードの輸出	0.024	0.090
	2期リードの輸出	0.038	0.258
	1期リードの輸出	0.064	0.313
	同時点の輸出	0.014	0.307
	1期ラグの輸出	0.192	0.299
	2期ラグの輸出	0.176	0.047
	3期ラグの輸出	0.261	0.025
	4期ラグの輸出	0.241	0.110
	5期ラグの輸出	0.154	0.074

## (4) 設備投資の自己相関係数

	設備投資の自己相関	
	第11循環まで	第12循環以降
1期ラグ	0.445	0.058
2期ラグ	0.466	0.186
3期ラグ	0.350	0.070
4期ラグ	0.172	0.111
5期ラグ	0.022	0.052

- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」により作成。  
 2. 第11循環までとは、1993年第4四半期までを指し、第12循環以降とは、1994年第1四半期から2007年第1四半期までに対応する。  
 3. 第11循環までについては68SNAで1990年を基準とした固定基準年方式の実質値、第12循環以降については93SNAで連鎖方式の実質値を用いた。  
 4. 自然対数前期差をとって推計し、各系列についてADF検定により定常性を確認した。  
 5. 網掛は相関係数が統計的に有意(5%水準)であることを示している。



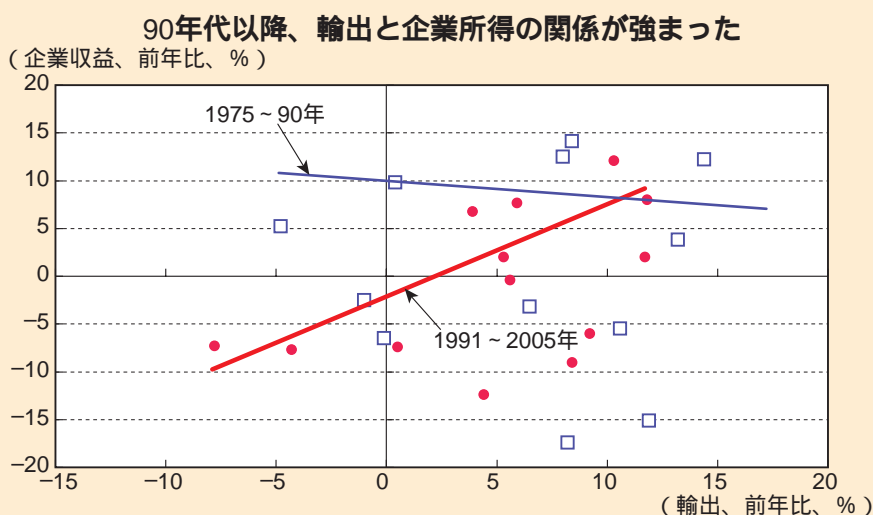
## (2) 国内の景気波及メカニズムの変化

ここまで述べてきたように、近年の日本の景気動向は輸出に大きく左右されるとともに、輸出増が先行する形で他の国内需要が増加する傾向が強まってきている。一般的には、外需が企業の生産を誘発し、企業収益の増加につながると、これが設備投資などの内需を増加させ、更なる生産や企業収益の増加に結び付くことが期待される。これが同時に家計の所得の増加をもたらす、消費増へと波及し、需要増の形で企業部門へとフィードバックされるはずである。今回の景気回復局面では、このような波及の仕組みが順調に作用した局面もみられるが、2006年後半以降そうした動きに弱まりがみられる。以下では外需から企業収益への波及、企業収益から家計所得への波及、家計所得から個人消費への波及に焦点を当て、企業部門から家計部門への波及の仕組みについて検証する。

### 関係が強まる輸出と生産・企業収益

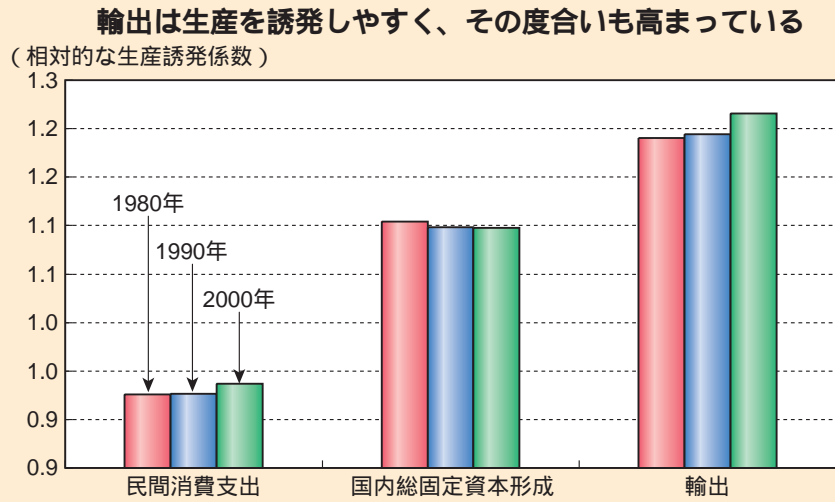
輸出と企業収益のこれまでの関係をみてみると、90年以前はその相関は低く、有意な弾力性も見いだせなかった。この間は、企業収益はそれほど輸出動向に左右されていなかったといえる。一方、90年以降は輸出と企業収益の相関は高まり、弾力性も1に近い値をとっている。これは、90年以降は企業収益が輸出とほぼ連動して決まるようになったことを表している(第1-1-37図)。この背景として、90年代後半の景気回復が外需主導であったため、企業の売上高に占める輸出の割合が増加したことが挙げられる。鉱工業出荷全体に占める輸出向け出荷の割合をみると、90年代以降、輸出比率の趨勢的な上昇がみられ、今回の景気回復局面と時期を同じくして2002年以降はその上昇ペースが加速している。また、このような輸出の増加は国内の生産活動に大きな波及効果を持った。この点について、産業連関表で各需要項目

第1-1-37図 企業所得の輸出に対する弾力性



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」により作成。  
 2. 企業収益は民間法人企業所得(配当受払後)。  
 3. 90年以前は有意な傾き(弾力性)はみられなかったが、91年以降は有意な傾きが推定される。

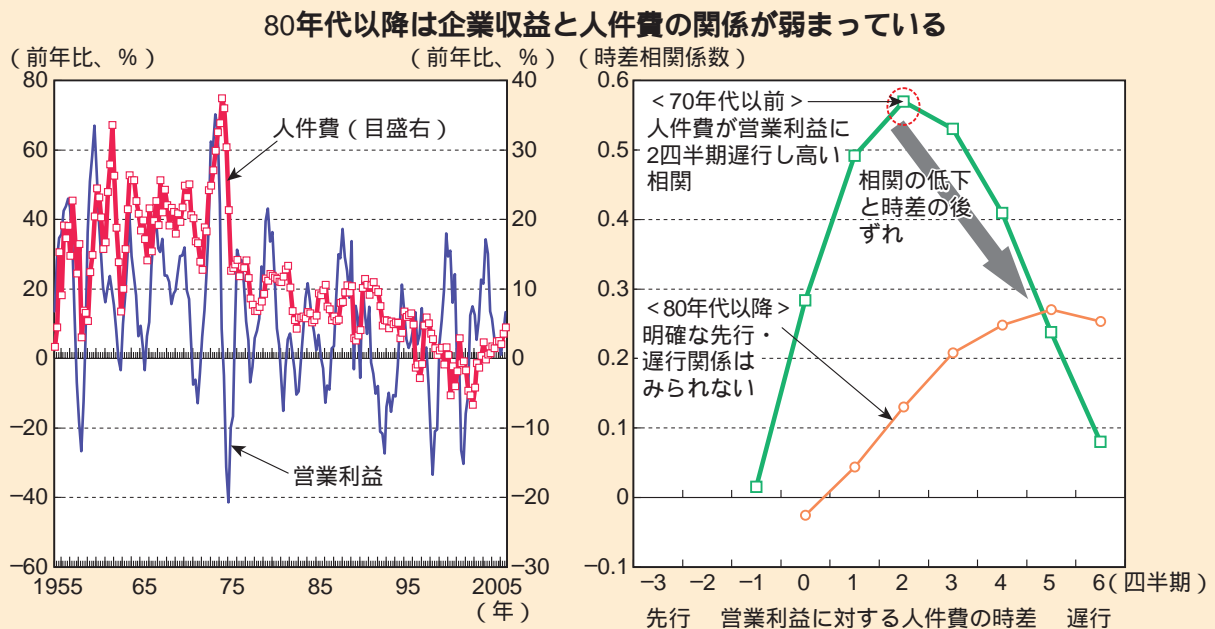
第1-1-38図 最終需要項目別生産誘発係数



(備考) 1. 総務省「産業連関表」により作成。  
 2. 生産拠点の海外化や国際分業等により、各需要項目に対する国内の生産誘発係数は85年以降低下傾向にある。ここでは生産誘発係数を全体の生産誘発係数で割って、全体のトレンドを除去した相対的な誘発係数をみている。

がそれぞれ1単位増加したときに国内生産をどれだけ誘発するかをみると、輸出の効果が最も大きく、その相対的な度合いも年々高まる傾向にあることが分かる。こうしたことから、今回のように輸出が景気回復をけん引する局面では、景気回復と生産・企業収益に同時性がみられやすくなったものと考えられる(第1-1-38図)。

第1-1-39図 営業利益と人件費の推移と時差相関



(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」により作成。  
 2. 全規模全産業について前年比の推移とその時差相関。

### 弱まりがみられる企業収益から人件費への波及

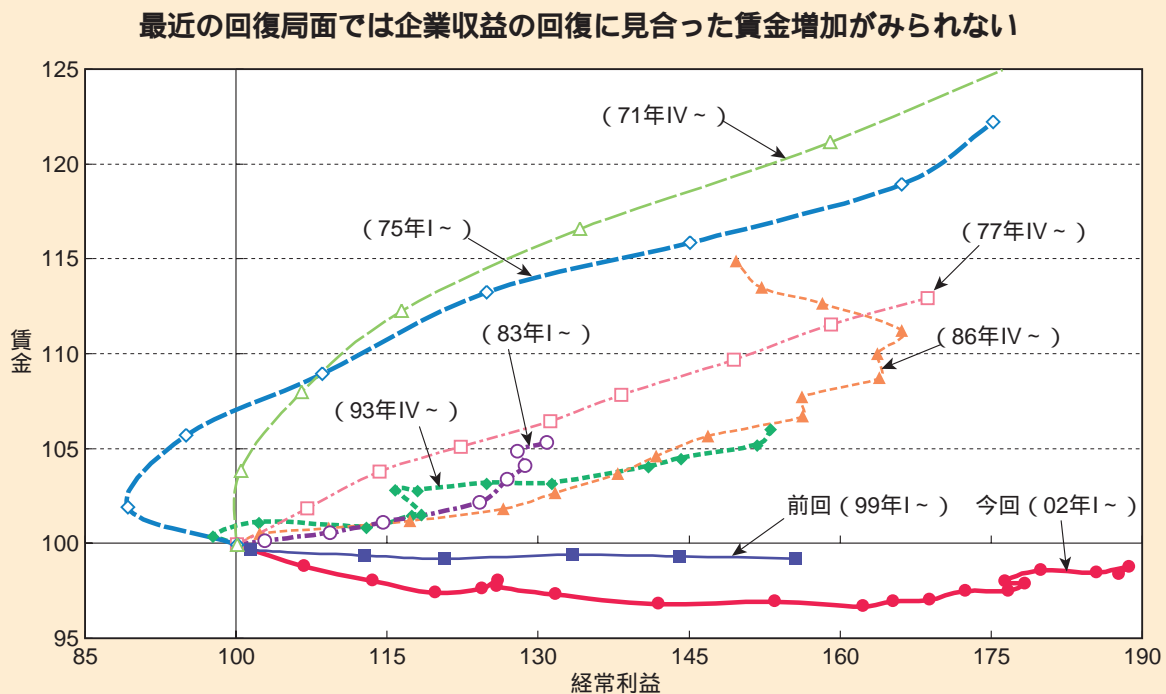
外需の増加が国内の生産活動に大きな影響を与え、企業部門の好調さに結び付きやすいことをみたが、一方で過去の実績をみるとこうした企業部門の好調さが人件費の増加という形で家計部門に必然的に波及してきたわけではない。企業収益（営業利益）と人件費の動きをみると、1970年代には両者は一定の相関関係を持っていたように見えるが、1980年代以降はその関係が曖昧なものとなっている。両者の時差相関をとってみると、70年代以前は営業利益に2四半期ほど遅れて人件費が変動するという形で高い相関を保っていたが、80年代以降は弱まっている（第1-1-39図）。ただし80年代以降の推計結果については、低成長が続いた90年代を含んでいること、今回の景気回復の初期段階において民間部門の合理化努力の過程で雇用調整が行われたことなどが、相関関係を低める方向に作用した可能性があることに注意が必要である。

こうした状況の下でも、先にみたように今回の景気回復局面において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。今後はマクロ的な需給環境の改善が進む中で、企業収益に対応した形で徐々に人件費へ波及していく可能性が考えられる。

### 乖離がみられるようになった生産性上昇と賃金増

企業収益の変化が人件費に波及する仕組みを検証するために、ここでは人件費を一人当たり

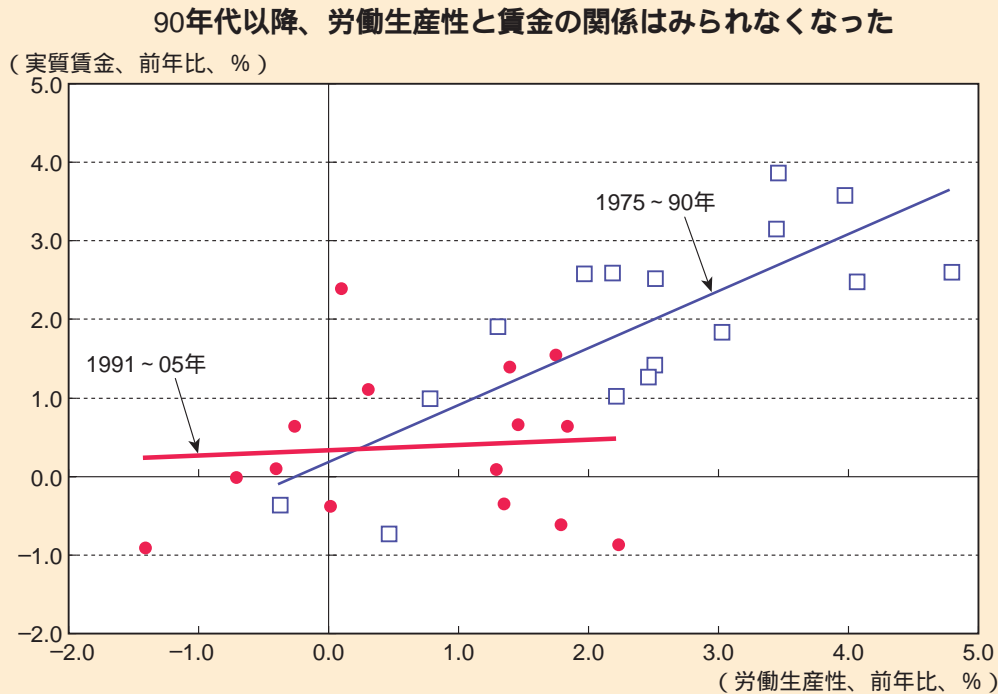
第1-1-40図 景気回復局面における企業収益と賃金の推移



(備考) 1. 厚生労働省「毎月勤労統計調査」、財務省「法人企業統計季報」により作成。  
 2. 賃金は現金給与総額、經常利益は一人当たり直し、後方3期移動平均をとり、景気の谷を100として指数化している。



第1-1-41図 実質賃金の労働生産性に対する弾力性



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」により作成。  
 2. 実質賃金は一人当たり雇用者報酬を家計消費デフレーターで実質化、労働生産性は実質GDP / 雇用者数。  
 3. 90年以前は有意な傾き(弾力性)が推定されたが、91年以降は有意な傾きが推定されない。

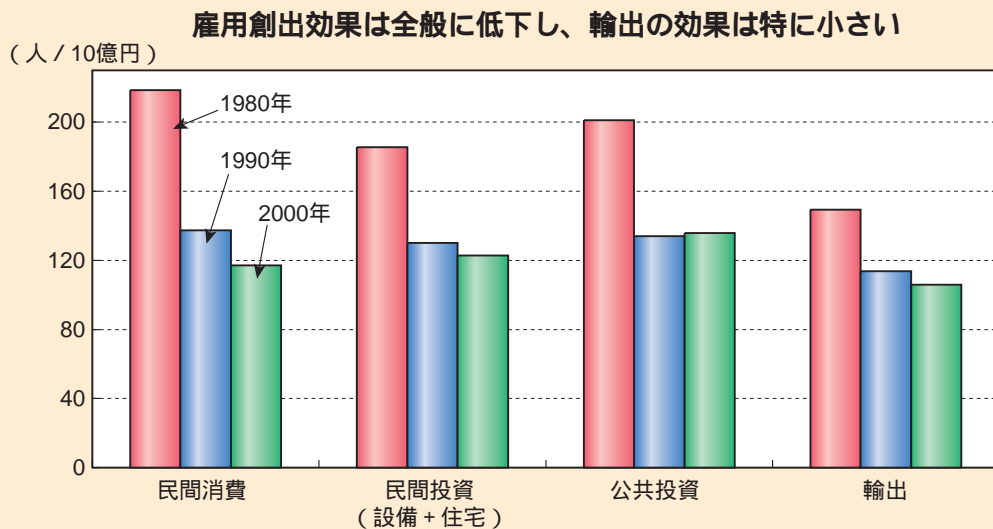
賃金と雇用者数に分けて検討する。まず、一人当たり賃金と企業収益の関係をこれまでの景気回復局面についてみてみると、いわゆるバブル景気までは、一人当たり経常利益が増加するに当たって賃金も増加していたことが分かる。しかし今回と前回の2回の回復局面ではそれとは対照的に、企業収益が回復する中であっても、それに見合った賃金の増加はみられない(第1-1-40図)。

理論的には経済の均衡状態において実質賃金は労働の限界生産性と等しくなる。ここではデータの制約から実質賃金と平均生産性の関係をみると、90年代以前は有意な正の弾力性がみられた一方、90年代以降はそうした関係が弱くなっていることが分かる。つまり、90年代以前に比べて、90年代以降は労働生産性の伸びと実質賃金の伸びの関係が弱まっている可能性がある(第1-1-41図)。

### 雇用創出効果の弱い輸出

一方、雇用者数については、増加を続けているものの、その伸びは企業部門の好調さに比べると弱いものとなっている。雇用者数は名目の企業収益よりも企業の生産量に依存すると考えられるため、ここでは実質GDP成長率を企業の生産量の代理変数として用い、各景気回復局面における平均的な成長率と雇用の増加率の関係(弾力性)をみる。80年代から90年代半ばにかけての景気回復局面(第10~12循環)では、実質GDPの平均成長率がそれぞれ

第1-1-42図 主な需要項目別の就業誘発係数



(備考) 1. 厚生労働省「労働力の産業連関分析」により作成。  
 2. 1980年については民間消費は家計消費、民間投資は設備のみの係数。

3.0%、5.3%、2.1%であったのに対し、平均雇用増加率はそれぞれ1.8%、2.6%、0.9%となっており、大体成長率の半分程度の増加率（弾力性が0.5程度）で雇用が増加している。これに比べて、90年代末以降の2回の回復局面では、平均成長率が1.6%、1.9%であったのに対して雇用の平均増加率はそれぞれ0.0%、0.5%であり、弾力性はそれぞれ0.0、0.2と小さくなっている。このように、直近2回の回復局面では成長に比して雇用の増加が鈍かったことが分かる。

そこで、需要の変化がどれだけの雇用を創出するかを表す就業誘発係数をみると、過去に比べて各需要項目の雇用創出効果は年々小さくなっていること、及び就業誘発係数の水準は輸出が最も低いことが分かる。これは過去に比べて需要増が雇用増に結び付きにくくなったこと、そして輸出の雇用創出効果は相対的に低いことから外需主導の景気回復局面では雇用が増加しにくいことを意味している。この背景としては、例えば民間消費主導の回復であれば、サービス業など比較的労働集約的な業種の生産を誘発するため、多くの労働者を必要とするのに対して、輸出増によって機械類の比率の高い貿易財の需要が増加する場合は主に加工組立産業のような資本集約的な産業の生産を誘発し、さほど労働力の増加を必要としないためと考えられる。また、いずれの産業においても過去に比べて資本が深化し、全体に労働節約的になっていることも背景にあるとみられる（第1-1-42図）。

このように、今回及び前回の輸出主導の景気回復局面では、過去の内需主導の回復局面に比べて、企業部門は生産を活発化させ、収益を上げやすい一方で、それが雇用の増加に結び付きにくいことが分かった。また、労働生産性の伸びが一人当たり賃金の伸びとして表れにくいこともあって、マクロでみた所得の増加に結び付きにくく、企業部門と家計部門の景況感に格差が生じやすい状況にある。家計への波及は企業の雇用や分配政策の変化（例えば、グローバル

化やIT化などによる非熟練労働の賃金下押し圧力や、固定費圧縮を企図した労働分配率の低下、雇用の非正規化など)だけでなく、こうした景気の波及メカニズムの上からも説明されることが分かる。

### 家計の所得・資産の変化と消費への影響

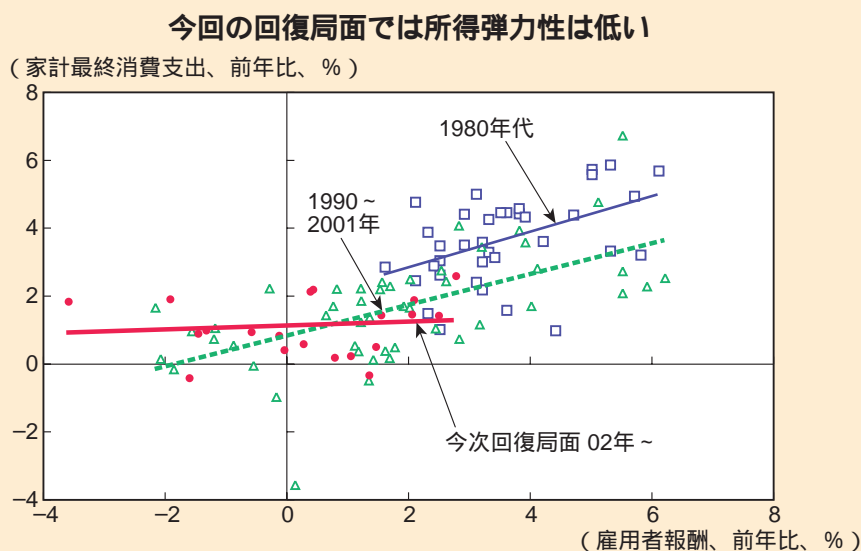
ここまで、賃金及び雇用者数の両面から、企業収益に比して雇用者所得が伸びにくくなっている背景を分析してきた。以下では今回の回復局面における消費への波及の特徴について検討する。

家計は企業との関係においては雇用者としての側面のほか、株主としての側面も持つことから、家計消費は雇用者所得だけでなく、株価などに左右される金融資産残高にも影響を受ける。そこで、雇用者所得と金融資産残高に焦点を当て、消費との関係の変化を分析する。

### 弱くなってきた雇用者所得から消費への波及

まず、雇用者報酬<sup>22</sup>と個人消費の関係を長期にわたって見てみると、2001年頃までは両者の間には高い相関がみられ、家計消費に対する雇用者報酬の弾力性は0.5前後と高く、基本的には所得が上昇すればそれに応じて消費も上昇するという関係がみられた。しかし、2002年以降については雇用者報酬に対して有意な弾力性はみられず、所得が消費に波及しにくくなったことがうかがえる(第1-1-43図)。

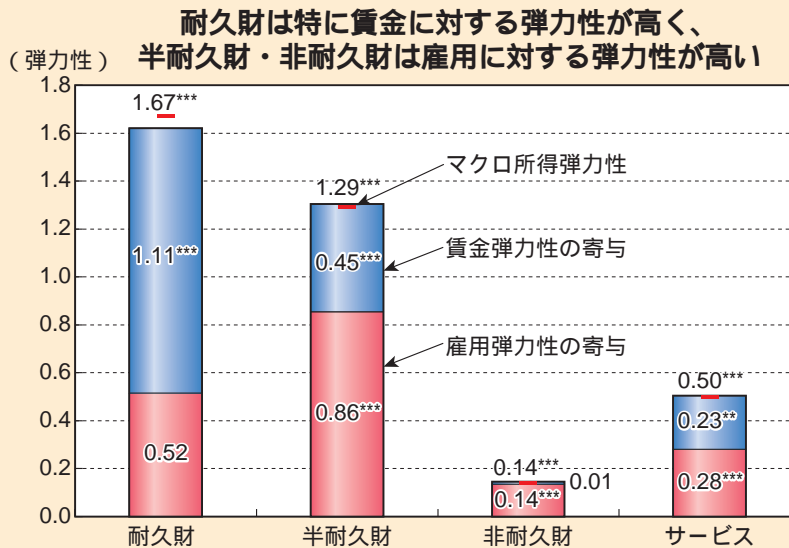
第1-1-43図 消費の所得弾力性の変化



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」により作成。  
2. 今次景気回復局面は有意な傾き(弾力性)は推定されない。

注 (22) 雇用者所得は一人当たり賃金と雇用者数からなり、労働の対価として雇主から雇用者に現金で支払われる給与である。雇用者報酬は現金給与に加え、自社製品の現物支給や雇主が雇用者と分担する社会保障負担を含む。以下では国民経済計算で公表されている雇用者報酬を用いて分析を進める。

第1-1-44図 形態別消費のマクロ所得弾力性



(備考) 1. 内閣府「国民経済計算年報」、総務省「労働力調査」により作成。  
 2. サービスから帰属家賃を除いている。  
 3. 推計期間は85.1Qから06.1Qまで。消費税の影響を除去し、弾力性を推計。  
 \*は10%、\*\*は5%、\*\*\*は1%有意を表す。

### 雇用増と賃金増とで異なる所得増の消費に与える影響

消費の所得弾力性の低下の背景として、マクロの所得(雇用×賃金)の決定要因のうち、雇用増と賃金増がもたらす消費の性質の違いに着目してみる。マクロの所得を雇用者数の寄与と賃金の寄与とに分けてみると、雇用が先行しやすいこともあって、局面によっては雇用と賃金が異なる動きとなっていることがある。そこで、形態別の消費のマクロ所得に対する弾力性を、賃金に対する弾力性と雇用に対する弾力性に分けて推計してみると、耐久財は賃金に対する弾力性が相対的に大きく、半耐久財や非耐久財は雇用に対する弾力性が高いことが分かる(第1-1-44図)。

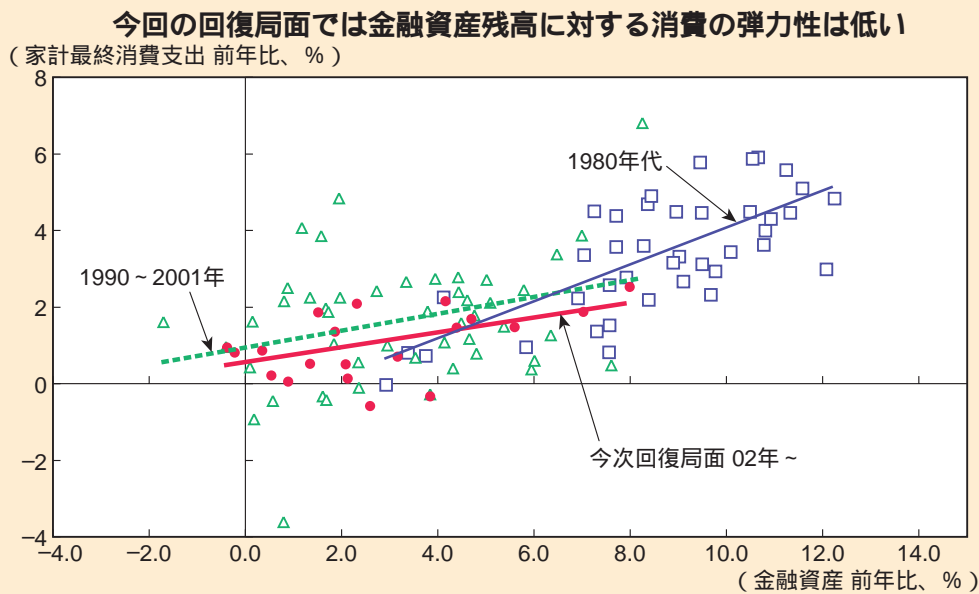
### 高額商品への波及が弱い雇用中心の所得増

今回の景気回復局面では賃金がゼロ近傍で循環的に変動してきた一方、雇用については緩やかではあるものの上昇してきた。このような局面では、雇用弾力性が高い半耐久財、非耐久財及び一部のサービスは生活必需品の割合が比較的高いこともあって、賃金が伸びなくても雇用が増加すると、消費が伸びやすい。一方、賃金弾力性が高い耐久財消費はマクロ所得が増えてもそれが賃金要因でなければ活発化しにくい。耐久財消費は所得弾力性が高いため、これまでは所得が変化するとそれに連動して所得以上に大きく増減し、所得と消費の連動性を演出する役割を担ってきたと考えられる。しかし今回の景気回復局面のように、所得が増加しても、それが賃金ではなく雇用による押し上げである場合には、耐久財消費はその役割を十分に果たせなかったといえる。

サービス消費については、そもそも消費全体に占めるシェアが大きいことに加え、このところ拡大しているため、その動きがマクロ消費のモメンタムに影響を与えやすい。しかし、サー

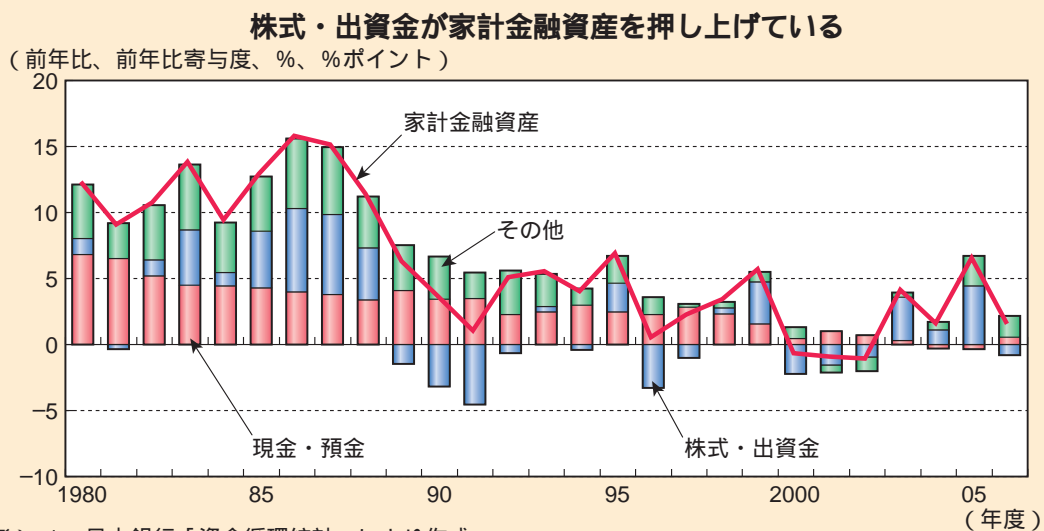
ビス消費は所得に対する弾力が耐久財ほどには大きくないため、耐久財消費が増加するような局面に比べると、サービス消費の割合が増加する局面では、消費全体の所得との関係は薄れることになる。このように、雇用増主体の所得の増加の下で、所得と消費の連動性を高める耐久財消費が伸び悩んだ一方で、連動性を弱めるサービス消費の影響が拡大したことが、所得から消費への波及関係を弱める一因となっていると考えられる。

第1-1-45図 消費の金融資産弾力性の変化



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「資金循環統計」により作成。  
 2. 家計金融資産は家計消費デフレーターで実質化した。  
 3. 80年代と90年以降では傾き(弾力性)に統計的に有意な差がみられた。

第1-1-46図 家計金融資産の前年比寄与度



- (備考) 1. 日本銀行「資金循環統計」により作成。  
 2. 2006年度は速報値。



### 弱まりがみられる金融資産と消費の関係

企業収益から家計消費への波及をみる場合に、雇用者所得を通じた経路のほかに、株主としての家計が配当やキャピタルゲインを通じて消費を押し上げる経路も考えられる。このところマクロの所得が緩やかな増加傾向で推移する中、家計の株式評価額の増加などもあり金融資産が増加していることや、2005年度で家計が受け取る配当が7兆円程度と2001年以前の3兆円前後の水準からの大幅な上昇がみられる。また、今回の回復局面でデータのある2002年から2005年の平均でみると、キャピタルゲインは14兆円余りと更に大きな影響を消費に与えているものとみられる。そこで、実質金融資産と実質家計消費の関係を期間別にプロットしてみると、1980年代に比べて今回の景気回復局面では消費の家計資産に対する弾力性が低下したことが分かる（第1-1-45図）。この間の金融資産の変動を寄与度に分けてみると、80年代は現金・預金を中心とした増加であったのに対して、今回の景気回復局面においては株式・出資金の寄与が大半を占めることが分かる。現金・預金は評価損益がゼロであり、最も流動性が高く安全な資産であることから、これが金融資産全体を押し上げていた局面では、その増分が消費に結び付きやすかったと考えられる。一方、今回の回復局面では株式・出資金という評価損益が大きく変動する項目が押し上げているため、恒常所得の増加とはみなされにくく、消費との関係が希薄化した一因となっていると考えられる（第1-1-46図）。

### (3) 実感の乏しい景気回復

#### 名目値が伸び悩んだ今回の回復

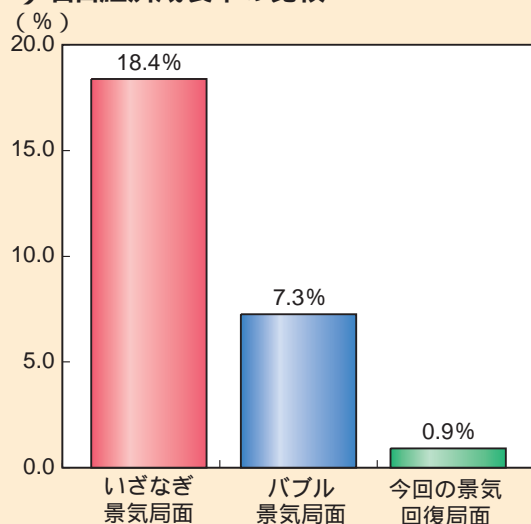
今回の景気回復は、戦後最長であったいわゆる「いざなぎ景気」に比肩する長さとなった。その一方で、人々の間で景気が回復しているという実感が乏しいとの指摘がある。この背景として、まず今回の景気回復が過去と比べて実質成長率でみて緩やかな回復にとどまったこと、そしてデフレ下の回復であったことから人々の賃金や企業の収益など名目値で測られる身近な数値の改善が限られていたことが挙げられる。

回復期間内の平均実質成長率（年率）を過去の景気回復局面と比べてみると、「いざなぎ景気」で平均して11.5%、「バブル景気」で5.4%と高い成長率を実現しているが、今回の景気回復局面では平均2.2%と非常に低い成長率となっている（第1-1-47図）。また、今回の回復局面では物価が下落していたことから、名目成長率が実質成長率を下回るいわゆる「名実逆転」が生じた。回復局面を通じた平均名目成長率（年率）は「いざなぎ景気」で平均18.4%、「バブル景気」で7.3%であったのに対して、今回の景気回復局面ではわずか0.9%にとどまった。名目賃金については今回の景気回復局面を通じてほぼ変わらず、消費者物価はむしろ下落してしまっている。

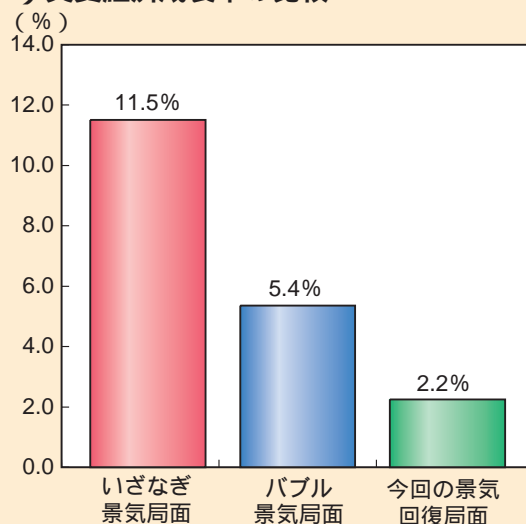
第1-1-47図 過去の景気回復局面における主な指標の伸び率の比較

「いざなぎ景気」や「バブル景気」と比べると景気回復が実感しにくい

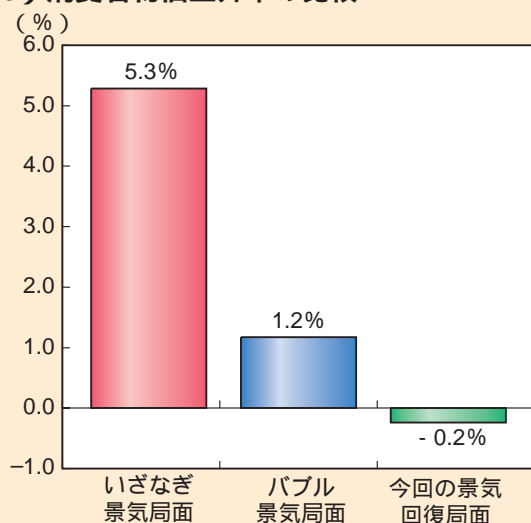
## (1) 名目経済成長率の比較



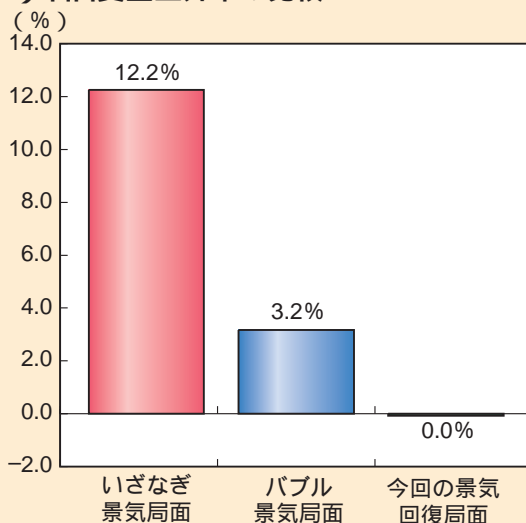
## (2) 実質経済成長率の比較



## (3) 消費者物価上昇率の比較



## (4) 名目賃金上昇率の比較



- (備考) 1. 各景気の名称は、正式なものではなく通称を付したものである。名称の出典は内閣府「平成16年度版経済要覧」。
2. (3)の消費者物価(CPI)上昇率は帰属家賃除く総合。(4)のいざなぎ景気局面の名目賃金はサービス業除く。
3. (3)のバブル景気局面のCPI上昇率は消費税上昇に伴う影響を除いたもの。
4. (3)(4)では、過去の季節調整系列が取れないため全ての期間において、前年同月比の伸びの平均で計算。
5. 今回の景気回復期については、GDP成長率は2002年1~3月期から2007年1~3月期までを、賃金とCPIについては2002年1月から2007年5月までを対象とした。
6. 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」により作成。

## 実感の乏しさには企業収益のばらつきや家計部門への波及の弱さも影響

名目値の伸び悩みに加え、これまでに述べてきたような景気回復の仕組みの変化も人々の景気回復実感の乏しさに影響を与えていると考えられる。

景気回復における外需の役割が大きくなったことにより、グローバル化した大規模製造業の業績が改善しやすい一方、貿易財を扱わない非製造業や海外展開するには至らないような中小企業は景気回復の恩恵を受けにくくなっている可能性がある。実際、今回の回復局面において

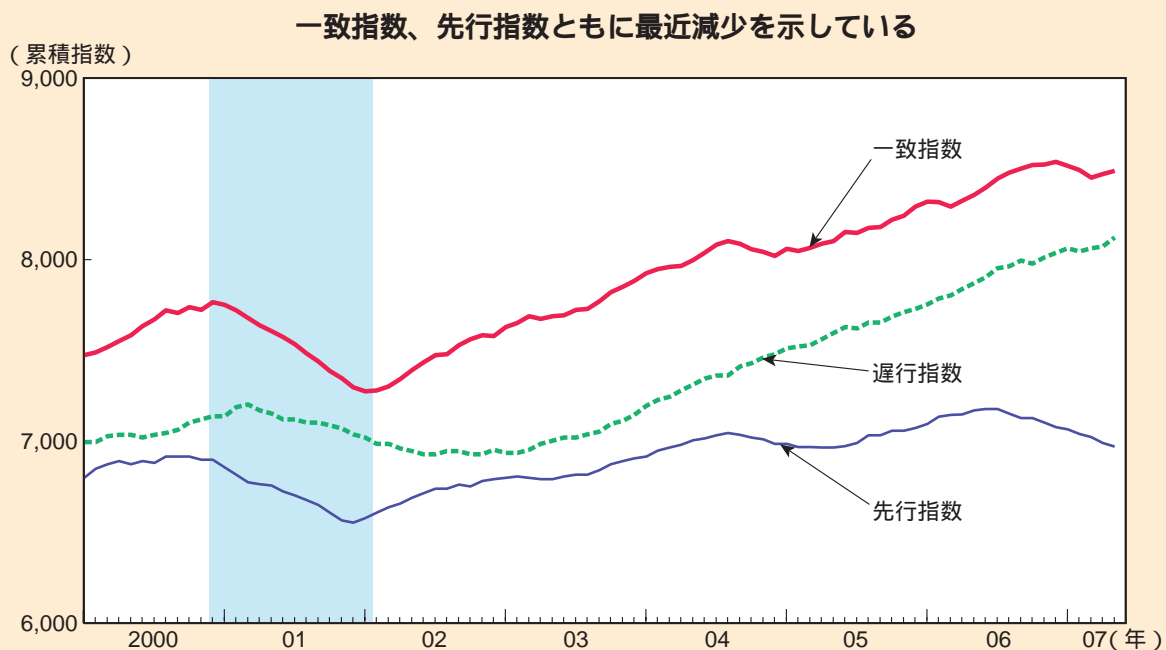
大中堅規模の製造業において売上高経常利益率が大きく改善したのに比べ、中小非製造業では改善は小幅にとどまり、最近では低下に転じている（前掲第1-1-11図）。こうした規模別・業種別で回復の度合いにばらつきがあることも、皆が一様に回復を実感することの困難さに結び付いていると考えられる。

また、企業部門の好調さが家計部門へと波及しにくくなっていることも、景気回復を実感できない要因と考えられる。先に述べたとおり、バブル景気までは、一人当たり経常利益が増加するにしたがって賃金も増加していたが、今回の景気回復局面においては、バブル景気以前と比べて企業収益の回復に見合った賃金の増加がみられないという状況にある。このように好調な企業部門の状況と比べ賃金の伸びが非常に低いことが、家計の回復実感を阻害しているものと考えられる。

### 3 景気の先行きリスク

日本経済の現状をみると、失業率はおおむね低下傾向で推移し、有効求人倍率は1を超え、雇用者数についても増加傾向で推移しているなど、引き続き雇用環境を示す指標は概して堅調である。このため、所得環境が今後急速に悪化していくことは考えにくいことから、消費は底堅く推移する可能性が高い。しかし、先行きをみる際には幾つかのリスク要因を認識しておくことが必要である。

第1-1-48図 ディフュージョン・インデックス(DI)累積指数



- (備考) 1. 累積指数は、各月のDI指数を次の式により累積したものの。  
 $(\text{累積DI})_x = (\text{累積DI})_{x-1} + (\text{DI} - 50)$   
 2. 先行指数は5,000、遅行指数は4,000を加えている。  
 3. 網掛部分は景気後退期を示す。

### 一部の経済指標に表れた弱い動き、海外経済の動向などには注意が必要

今後の景気の先行きを考える上で、これまで述べてきたような一部の経済指標に表れている弱い動きに注意するとともに、景気循環の観点から、近年企業部門の好調さが家計部門に波及しにくい構造となっている状況についても認識しておく必要がある。

最近の状況をみると、昨年末まで増加傾向で推移してきた生産が、情報化関連生産財の在庫積み上がりを反映して横ばいで推移するなど、企業部門でも若干弱い動きがみられている。海外部門においても、アメリカ経済の減速などを背景に、2006年半ば以降、輸出の伸びが鈍化している。家計部門においては、個人消費は持ち直しているものの、所得が横ばいで推移していることを背景に力強さに欠ける動きとなっている。

また、今回の景気拡張局面における景気動向指数にも懸念すべき動きがみられる。最近の累積DIの動きをみると、一致指数、先行指数ともに減少傾向で推移している(第1-1-48図)。

輸出を左右する海外経済の先行きや、特に中小企業の収益を圧迫しかねない原油などの素材価格の高止まりといったリスクは依然として存在することから、その動向には引き続き注意が必要である。

## 第2節 ゼロ金利解除後、安定的に推移してきた金融市場

日本銀行は2006年3月に量的緩和政策を解除し、これに続いて7月にはゼロ金利を解除した。2007年に入ってから金融市場をみると、2月末から3月初にかけて世界的に株式市場の調整がみられたが、国内経済の緩やかな回復を反映し、総じて落ち着いた動きとなっている。2007年2月の金融政策決定会合では、2006年3月の量的緩和解除以降、二度目の利上げが実施された。これを受けて、短期金利には上昇がみられたが、長期金利(新発10年国債流通利回り)は、利上げ前後で安定している。企業金融は総じて緩和的な状態が継続しており、銀行貸出は、中小企業向けの資金需要を中心に、緩やかな増加傾向を示している。以下では、実体経済との関係に注目しながら、今年に入ってから金融市場の特徴的な動きを説明する。

### 1 安定的に推移してきた長短金利

#### 短期金利は政策金利引上げ後も安定的に推移

2006年7月にゼロ金利が解除され、日本銀行は政策金利である無担保コールレート(オーバーナイト物、以下O/N)を0.25%前後で推移するよう促すことを決定した。2007年2月には二度目の利上げが実施され、無担保コールレート(O/N)は0.5%近辺で推移しており、代表的な円金利ターム物レートであるユーロ円金利(3カ月物)は0.7%台まで上昇している。

オーバーナイト・インデックス・スワップ(以下、OIS)レートの1カ月物フォワードレー