

日本経済 2007 - 2008

- 景気回復 6 年目の試練 -

(概要)

平成 19 年 12 月

内閣府政策統括官室

(経済財政分析担当)

全体の要約

第1章 弱い動きが交互に現れた2007年の日本経済

- 2007年の日本経済は、企業部門は比較的好調だった一方、その家計部門への波及は足踏み状態となった。4 - 6月期には、個人消費の伸びが鈍化し、設備投資は一時的に減少、外需も停滞した。7 - 9月期には改正建築基準法の施行の影響によって住宅投資が大幅に減少した。また、アメリカのサブプライム住宅ローンの影響を受け、為替レート、株価、原油価格の急激な変動など様々なショックが生じた。
- 鉱工業生産は、情報化関連生産財の在庫調整の進展もあり全体として増加に転じた。企業収益は高水準ながら増勢が鈍化しており、中小企業では素原材料価格の販売価格への転嫁が困難となる中、人件費の圧迫も加わって伸び悩んでいる。設備投資は増加基調が続いている。
- 雇用情勢は、年半ば頃までは着実に改善が続いたが、最近足踏みがみられる。賃金は定期給与が伸び悩む中、ボーナスを含む特別給与が前年比で減少した。個人消費は持ち直しから横ばいに転じたが、この間、長梅雨や猛暑など天候要因により大きくその動向が左右された。

第2章 企業・家計の基礎体力とリスクへの備え

- 企業部門では、収益など企業の基礎体力は全体として向上しているが、規模別、業種別にみると、リスクに対して脆弱な部分も少なくない。原油価格の上昇に対しては、マクロ的にはエネルギー効率の向上により対応力が高まっているが、最近中小企業、素材業種を中心に大きな影響が現れてきている。
- 金融機関は、自己資本比率の向上をはじめ、ALMの手法を用いたリスク管理、ファイ・ビジネスへの移行による収益源の多様化などによりリスク対応力を高めてきたところであるが、サブプライム住宅ローン問題を背景とした金融資本市場の変動の影響には留意する必要がある。
- 家計部門では、金融資産のうちリスク資産の割合が諸外国と比べ低いものの、近年は上昇しており、株価変動の影響を受けやすくなっている。

第3章 景気回復持続に向けた展望

- 物価上昇圧力に高まりはみられないが、今後、景気回復が持続し需給ギャップの改善が続けば、やがては上昇につながると考えられる。一方、原油高や原材料価格上昇等による海外発のコストプッシュ型の値上げが相次げば、個人消費にマイナスの影響をもたらしかねない。
- 物価が上昇に転じない背景として賃金の伸び悩みが挙げられるが、労働市場のミスマッチが解消していけば、企業の雇用不足感は緩和されていく可能性がある。
- 在庫循環や設備投資循環の現局面をみると、直ちに景気動向に対してマイナスの影響を及ぼすような状況ではなく、過熱感はみられていない。国内の需給環境の改善は緩やかであり、急激に逼迫していく状況ではない。
- 日本経済を取り巻く様々なリスクに注意を払いながら、景気回復の家計部門への波及が再び動き出すよう、引き続き適切な経済運営に努めていくことが重要である。

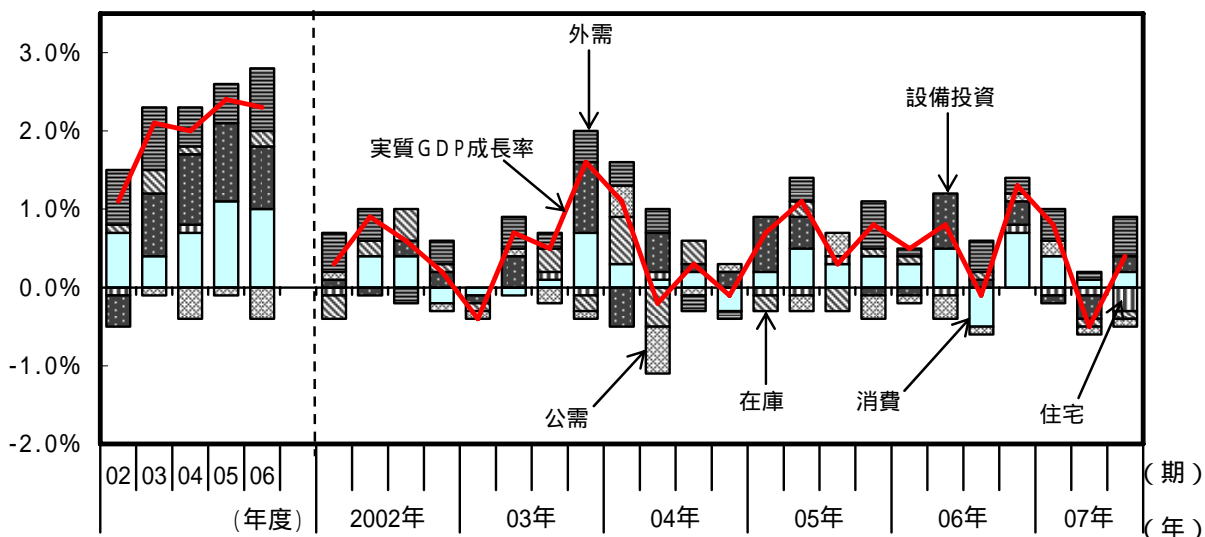
第1章 弱い動きが交互に現れた2007年の日本経済

- 日本経済は景気回復6年目となって様々な試練に遭遇することとなった。堅調な外需に支えられて企業部門は比較的好調だったが、その家計部門への波及は進まなかった。こうしたなか2007年後半には、建設投資の落ち込みや為替レート、株価、原油価格の急激な変動など様々なショックが生じた。

- 2007年4 - 6月期には、それまで持ち直していた個人消費の伸びが鈍化し、設備投資は一時的に減少、外需も停滞した。7 - 9月期には引き続き個人消費が弱い中、住宅投資が大幅に減少した。このように、2007年の景気には弱い動きが交互に現れた。

第1-1-1図 実質GDP成長率とその寄与度

前年度比、前期比



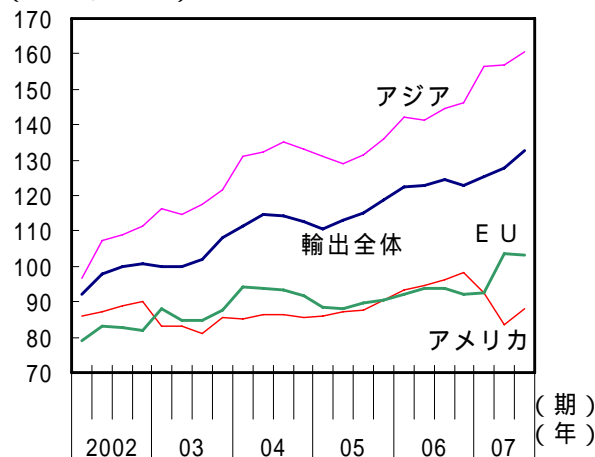
(備考) 内閣府「国民経済計算」により作成。

- 輸出は、アジア、EU向けが堅調な中、アメリカ向けも持ち直したことから、一般機械や自動車を中心に増加している。

第1-2-3図 輸出の動向

(1) 地域別輸出数量の推移

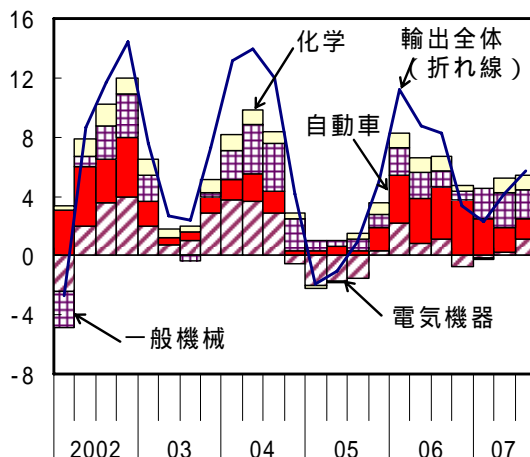
(2000年 = 100)



(備考) 財務省「貿易統計」により作成。

(2) 輸出数量への品目別寄与

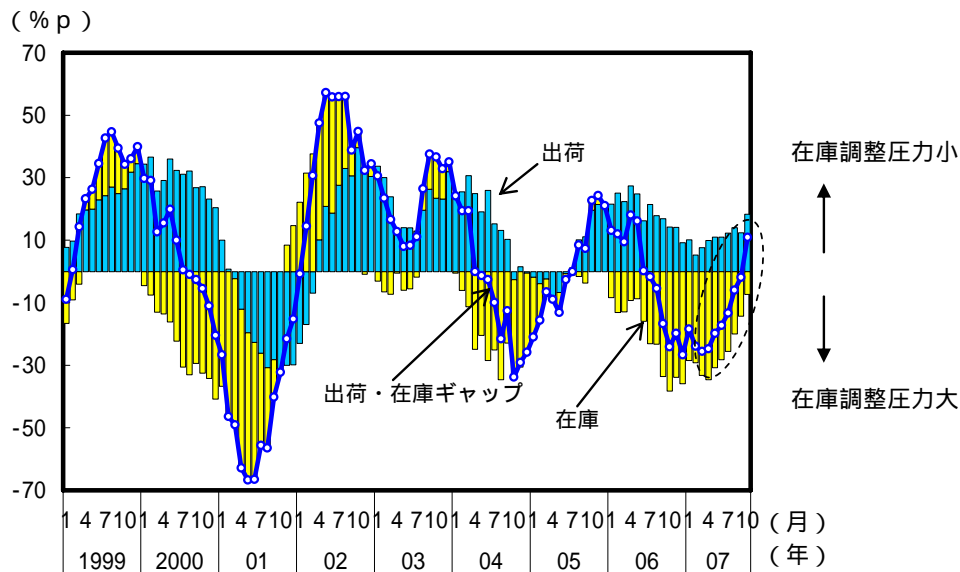
(前年比 %)



- 鋳工業生産は、情報化関連生産財の在庫調整などから一時弱含んだが、2007年の夏場以降は輸出が増加する中で同生産財の在庫調整の進展もあり全体として増加に転じた。
- 企業収益は高水準ながら増勢が鈍化しており、特に中小企業では素原材料価格の销售价格への転嫁が困難となる中で、人件費の圧迫も加わって収益が伸び悩んでいる。

- 情報化関連生産財の出荷・在庫ギャップはプラスに転じ、在庫調整局面を脱したと考えられる。

第1-3-2図 情報化関連生産財の出荷・在庫ギャップの推移



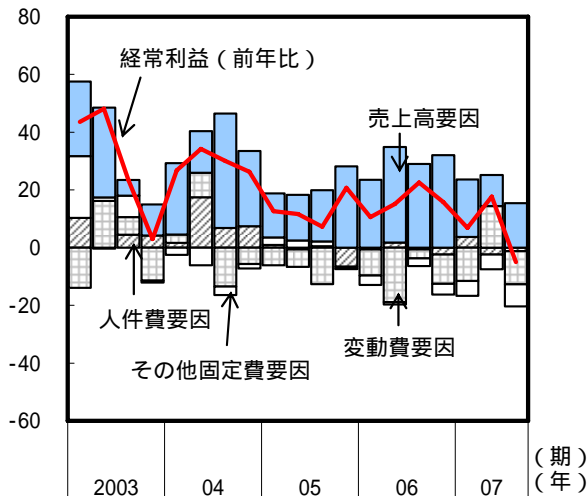
(備考) 経済産業省「鋳工業指数」により作成。

- 製造業の収益は、原油など素原材料価格の上昇を反映して変動費の増加が下押し要因となっている。また中小企業では人件費要因が大きい。

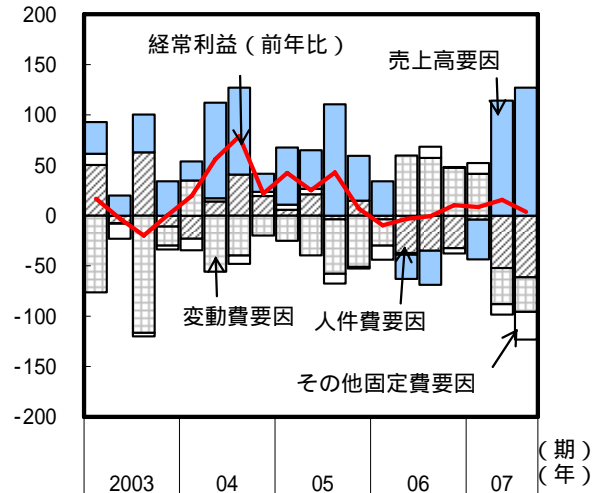
第1-3-4図 大中堅企業と中小企業の経常利益前年比の寄与度分解

(1) 大中堅企業製造業 利益構成比: 35.3% (2) 中小企業製造業 利益構成比: 8.1%

(前年比寄与度、%)



(前年比寄与度、%)



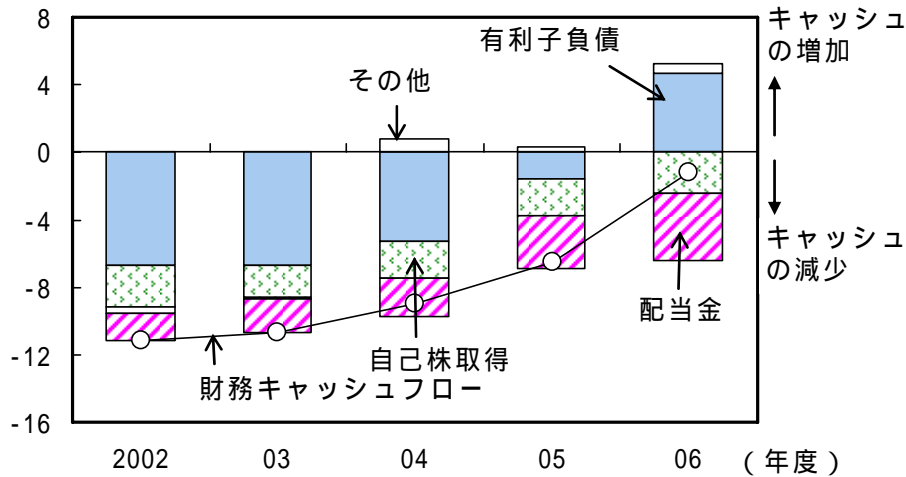
(備考) 財務省「法人企業統計季報」により作成。

- 企業収益が高水準で推移する中で株主重視の経営姿勢が強まっていることに伴って配当が増加している。
- 設備投資は増加基調が続いている。なお、今回の景気回復では、設備投資の業種別のばらつきが大きいことが特徴的である。

- 上場企業では有利子負債が減少から増加に転じる一方で、収益力の改善に伴って配当を増加させてきた。

第1-3-5図 財務キャッシュフローの推移

(兆円)



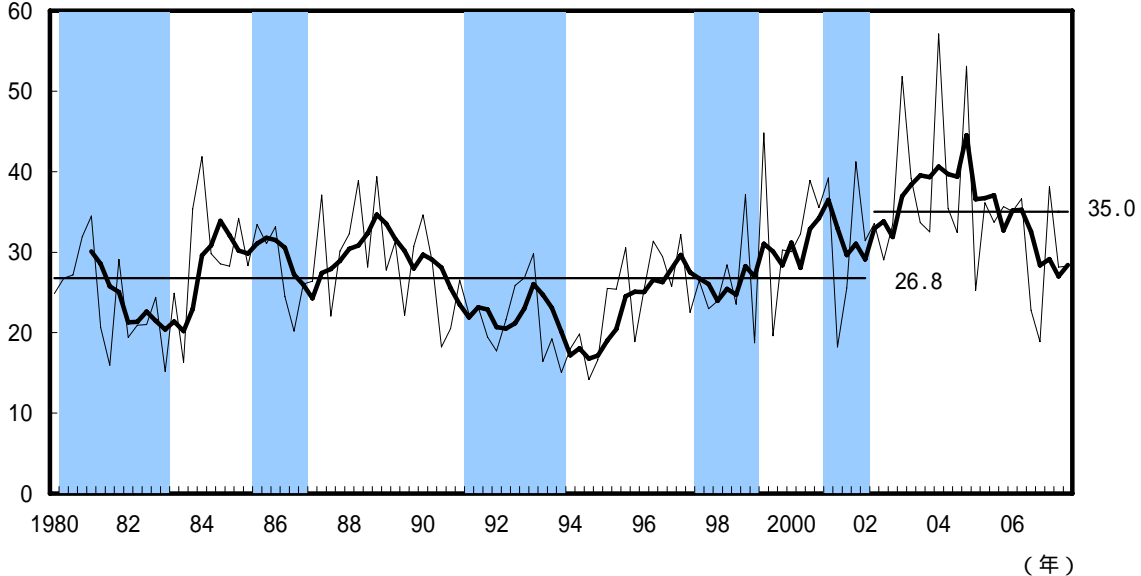
(備考) 1. 日経NEEDSにより作成。

2. 財務キャッシュフローは、営業活動で得た利益を投資に回した後に残る資金の過不足についての現金収支。

- 今回の景気回復局面では、過去と比べ、設備投資の業種別のばらつきが大きい。ただし足下ではばらつきの縮小がみられる。

第1-3-12図 業種ごとの設備投資のばらつき度合いの推移

(%)



(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」により作成。

2. 業種別(29業種)に前年同期比の伸び率を算出し、その標準偏差を計算した。

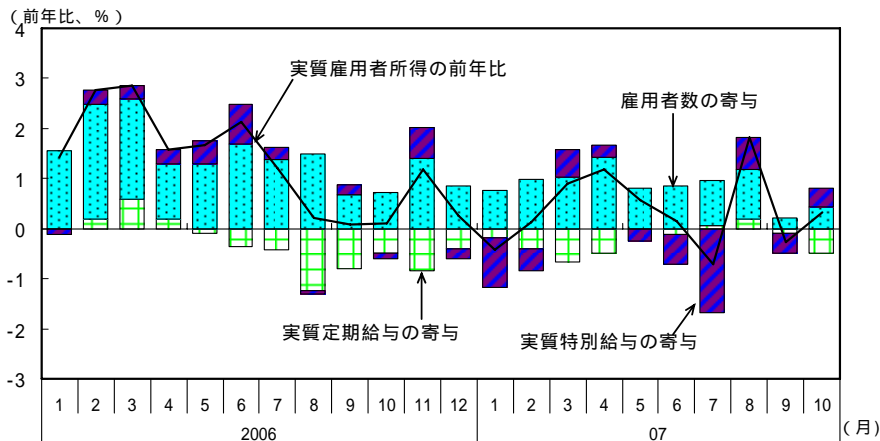
各期において、平均から標準偏差の3倍を超える業種は異常値として、除外して計算している。

3. 太線は後方4四半期移動平均。細線は実際の値。シャドウは景気後退期を示す。

- 雇用情勢は、失業率や雇用者数などを中心に、2007 年半ば頃までは着実に改善が続いたが、最近では足踏みがみられる。賃金は定期給与が伸び悩むなか、ボーナスを含む特別給与が前年比で減少した。

- 雇用者数は前年比では依然増加しているが、特別給与の減少もあって、実質雇用者所得はおおむね横ばいとなっている。

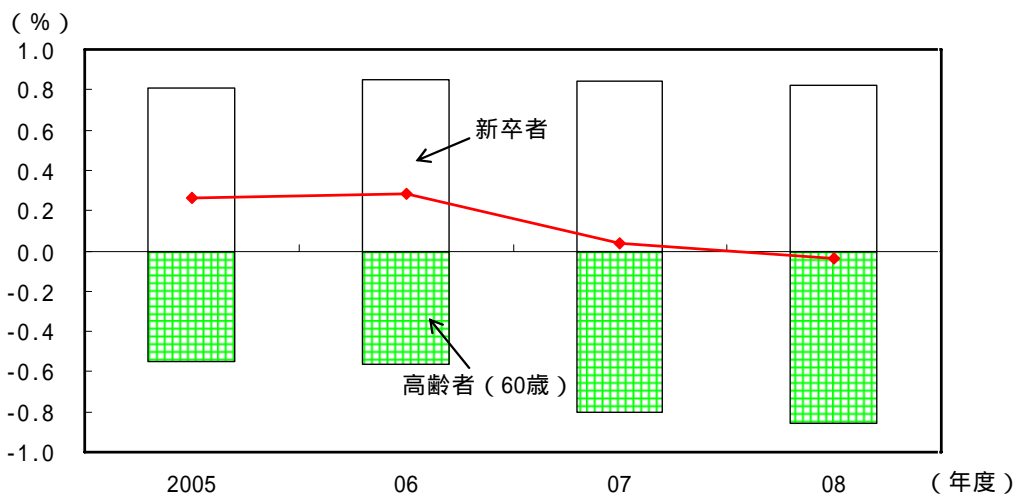
第 1 - 4 - 6 図 実質雇用者所得の要因分解（原系列）



(備考) 1. 総務省「労働力調査」、「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。(年)
 2. 実質雇用者所得 = 非農林業雇用者数 × 実質現金給与総額
 なお、実質現金給与総額は現金給与総額を消費者物価指数(帰属家賃除く総合)で除したものの。
 3. 実質特別給与は実質現金給与総額と実質定期給与より、内閣府で作成。

- 高齢者(60歳)の退職等及び新卒者の就職の雇用者所得に対する効果を試算すると、2006 年度までは、後者による押し上げ効果が前者による押し下げ効果を上回っていたが、2007 年度、2008 年度には、これらの効果が相殺し合う結果となった。

第 1 - 4 - 8 図 高齢者の退職等及び新卒者の就職の雇用者所得に対する効果

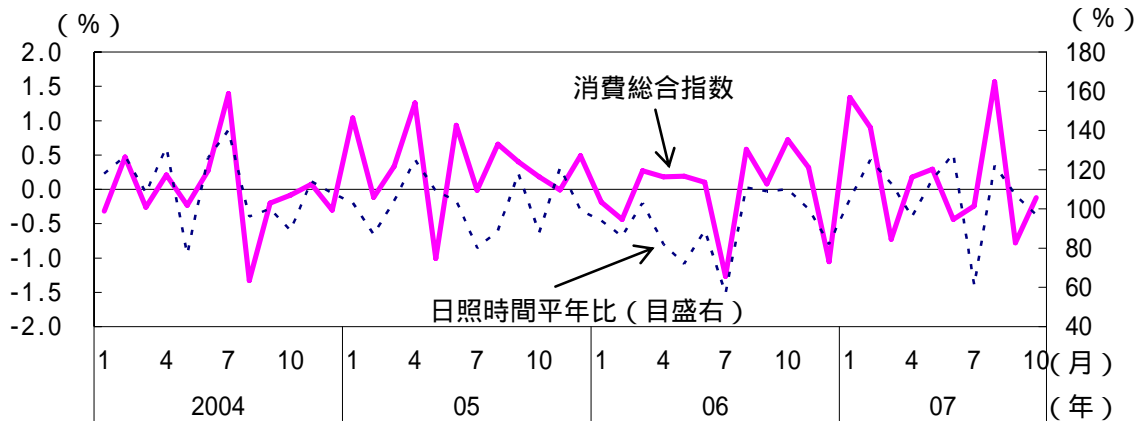


(備考) 1. 厚生労働省「毎月勤労統計調査」、「賃金構造基本統計調査」、「大学等卒業予定者就職内定状況等調査」、「高校・中学新卒者の就職内定状況等」、総務省「国勢調査(2005年)」により作成。
 2. 「高齢者(60歳)」の効果は、高齢者が60歳で退職する効果と従来よりも低い賃金で継続雇用される効果の合計。ただし、退職金は含まない。「新卒者」の効果は、新規学卒者が就職することによる雇用者所得の賃金押し上げ効果。

- 2007年の個人消費は持ち直しから横ばいに転じたが、この間、長梅雨や猛暑など天候要因により大きくその動向が左右された。
- 雇用者所得の伸び悩みは、消費全体に加え耐久消費の動向に大きく影響したとみられる。

- 日照時間の平年比と消費総合指数はおおむね同方向に動いてきた。

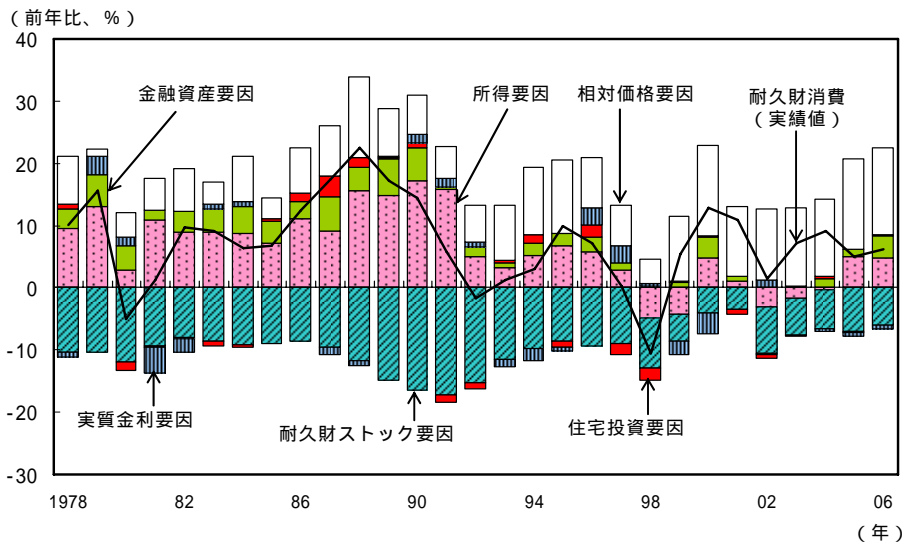
第1-4-11図 降水量、日照時間と消費総合指数の伸び率の相関関係
(2) 日照時間平年比と消費総合指数前月比の対比



(備考) 1. 気象庁の気象統計情報により作成。消費総合指数(季節調整値)は内閣府において試算。
2. 降水量平年比及び日照時間平年比は、便宜上東日本の値を使用。なお、北日本、西日本の値も概ね近い値となっている。

- ストック循環の耐久財消費への影響は低下しており、代わって雇用者所得の影響が大きくなっている。

第1-4-13図 耐久消費財支出の変動の寄与度分解



(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. ストック要因は実質耐久消費財残高、所得要因は実質雇用者報酬、相対価格要因は耐久財デフレータと民間消費デフレータの相対価格、金融資産要因は実質金融資産残高、住宅投資要因は民間住宅投資、実質金利要因は10年国債利回から耐久財デフレータの伸び率を差し引いたもの。
3. 耐久消費財支出 = $3.01 \times$ 所得要因 + $0.47 \times$ 金融資産要因 (-1) - $1.89 \times$ 相対価格要因 (+1)
(6.29***) (2.34**) (-7.13***)
- $1.15 \times$ ストック要因 (-1) + $0.14 \times$ 住宅投資要因 - $1.29 \times$ 実質金利要因 (+1)
(-5.48***) (1.74*) (2.59**)
変数は全て前年比。金利要因は前年差。括弧内は t 値。

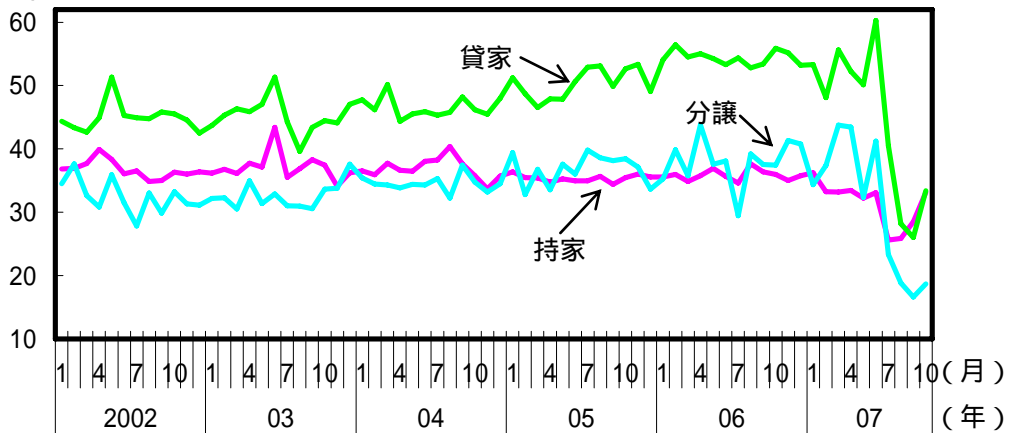
- 住宅着工は、2007 年前半には横ばいの動きであったが、6月の改正建築基準法の施行の影響によって2007 年半ばから大きく落ち込んでいる。
- 貸家の着工が弱含んでいた背景として、建設工事費の上昇や金利上昇を受けた採算の悪化が指摘できる。

- 持家、貸家の着工は、2007 年の初めから弱い動きとなっていた。こうした中、2007 年半ばからは、分譲も含めた着工全体が大幅に落ち込んでいる。

第 1 - 5 - 2 図 住宅着工の動き

(2) 利用関係別着工戸数

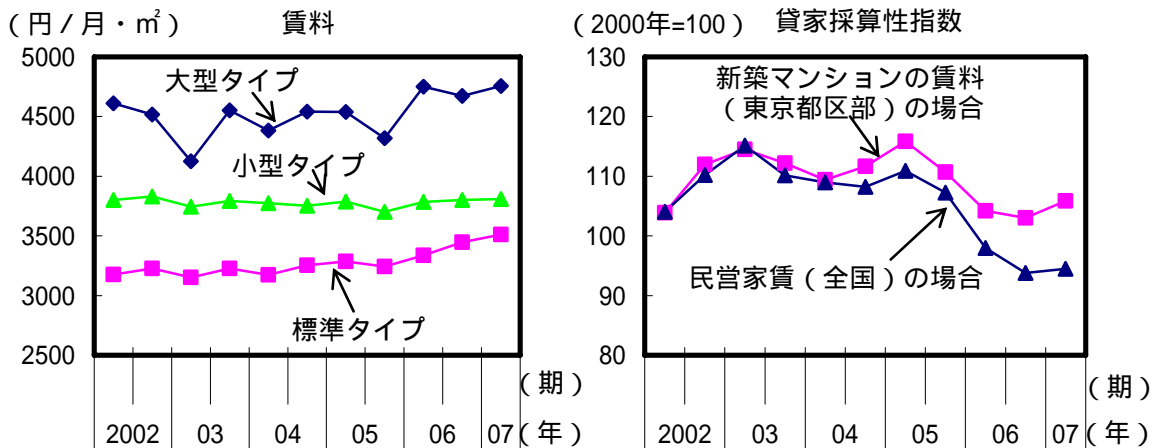
(年率季調値：万戸)



(備考) 国土交通省「建築着工統計」により作成。年率換算季節調整値。

- 貸家の採算性は、既存ストックを含む全国平均でみて低下しているが、賃料が上昇している東京都区部の新築マンションの場合でも低下傾向にある。

第 1 - 5 - 3 図 (3) 新築マンションの賃料 (東京都区部) 及び貸家採算性指数



- (備考) 1 . 総務省「消費者物価指数」、国土交通省「建設工事費デフレーター」、日本銀行資料、住宅インデックスフォーラム「住宅マーケットインデックス」により作成。
 2 . 貸家採算性指数は、以下の式により算出し、2000年を100として基準化している。

$$\text{貸家採算性指数} = \text{家賃} / \text{貸家建築費負担}$$

ここで、家賃については消費者物価指数の民営家賃 (全国) 等を使用した。貸家建築費負担とは、貸家を借入れ (P、ここでは建設工事費デフレーターで代用) によって建築する場合の年間返済額を意味しており、 $P \times \text{年賦率}$ で算出される。すなわち、

$$\text{貸家建築費負担} = P \times r (1 + r)^n / \{ (1 + r)^n - 1 \}$$

P : 建設工事費デフレーター、r : 長期プライムレート、n : 返済期間 (n = 35年)

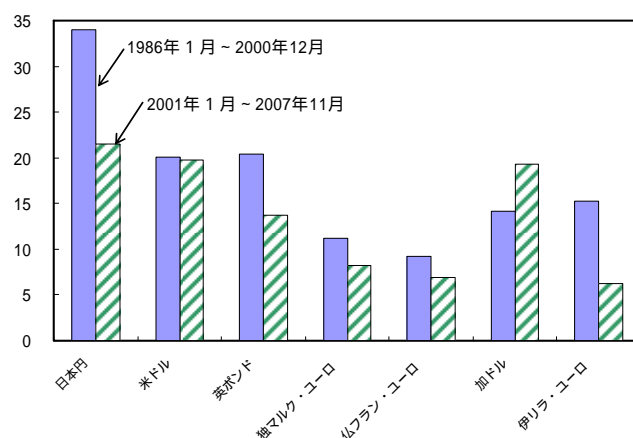
第2章 企業・家計の基礎体力とリスクへの備え

- 2007年には、アメリカのサブプライム住宅ローン問題に端を発する金融資本市場の混乱や、原油価格の高騰を始めとして、様々なショックが発生した。

- 最近、円高が進んでいるが、実体経済との関係では、為替レートの水準そのものに加え、ボラティリティ（変動幅）の大きさがしばしば問題とされる。そこで、日本円のボラティリティを計測したところ、かつては他の主要通貨と比べ高かったが、2001年以降は米ドル並みに低下している。

第2-1-3図 実効為替レートのボラティリティ

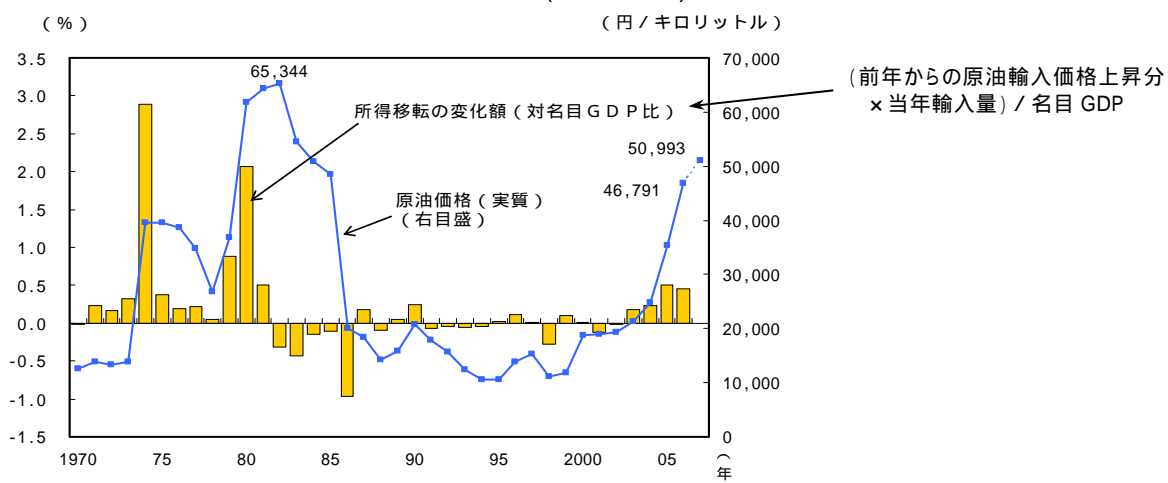
(年率換算%)



(備考) BIS Data Bank “Nominal Effective Exchange Rate” により作成。

- 原油価格は、このところ急激に上昇している。実質ベースでも、第2次石油ショックの頃ほどではないが、当時の水準に迫る高いものとなっている。ただし、原油価格上昇による所得移転の変化額（対GDP比）は、70～80年代の石油ショック時に比べて石油依存度が低下したことにより、過去と比べて小さいものとなっている。

第2-1-4図 原油価格上昇の所得移転の変化額(対GDP比)及び実質原油価格



(備考) 国連貿易統計“Uncomtrade”、IEA資料、日経NEEDS、財務省「貿易統計」、総務省「消費者物価指数」により作成。

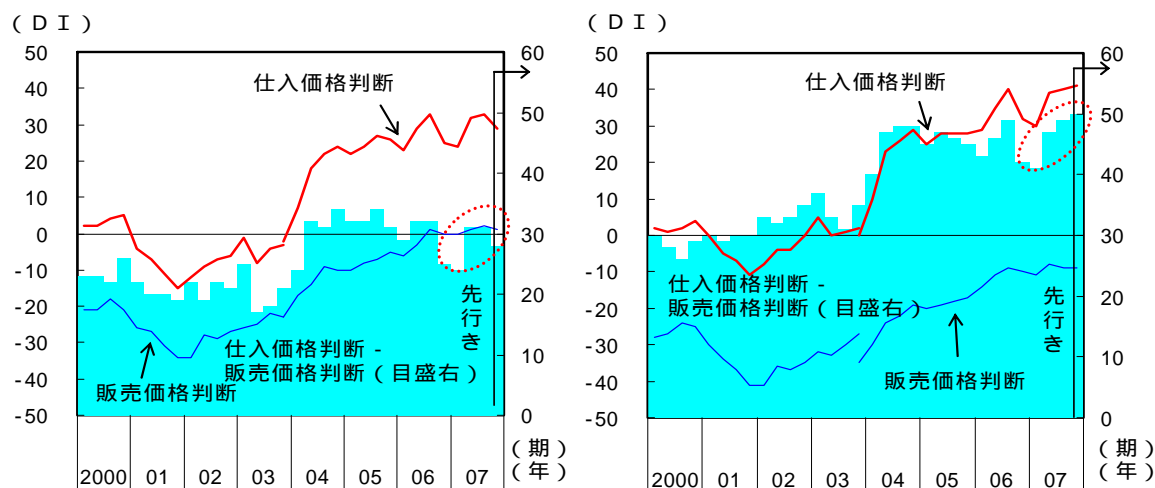
- 収益など企業の基礎体力は全体として向上しているが、規模別、業種別にみると、リスクに対して脆弱な部分も少なくない。原油価格の高騰に対しては、マクロ的にはエネルギー効率の向上により対応力が高まっているが、特に中小企業や素材業種などでは大きな影響が現れてきている。

- 原油価格高騰を受け、大企業に比べて価格交渉力が弱いとされる中小企業において、仕入価格の上昇を販売価格に転嫁することができず、景況感の悪化につながっている可能性が示唆される。

第2 - 2 - 3 図 仕入価格DIと販売価格DIの大企業・中小企業別推移

(1) 大企業

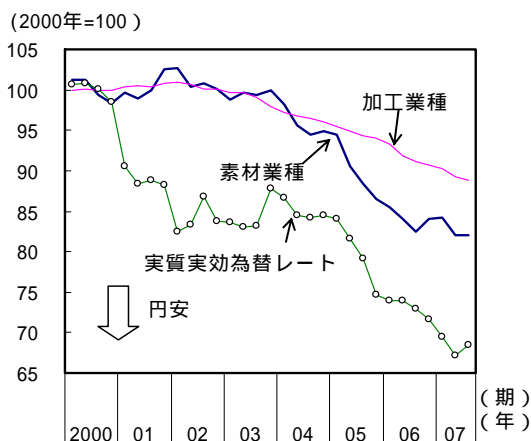
(2) 中小企業



- (備考) 1. 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」により作成。
 2. 大企業は資本金10億円以上、中小企業は資本金2千万円～1億円未満。
 3. 2007年第 四半期は先行き見込値。
 4. 2004年3月調査から調査方法が変更。このためグラフが不連続になっている。

- 原油価格高騰に加え、(2007 年前半までの)為替レートの減価の影響もあって、企業の交易条件 (= 産出物価 / 投入物価) が悪化している。特に、素材業種への影響が相対的に大きくなっている。

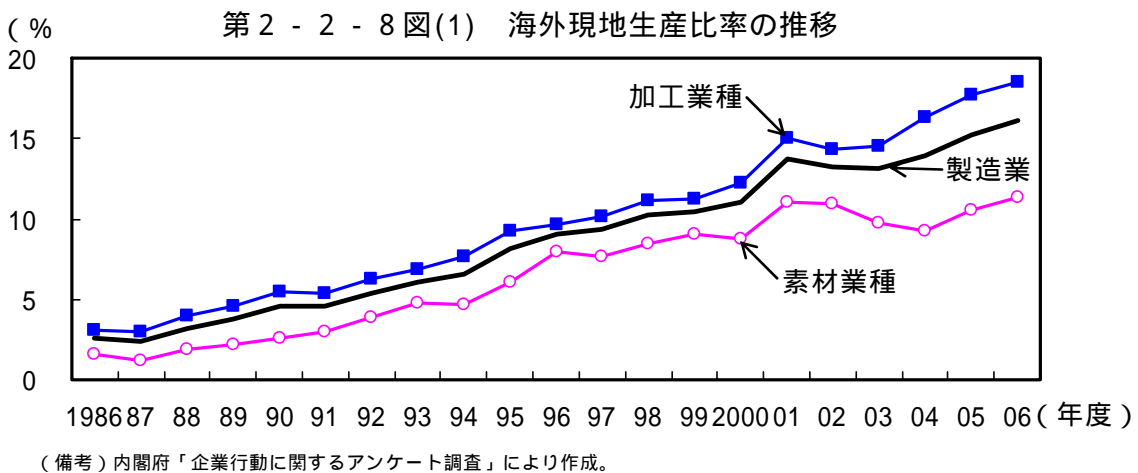
第2 - 2 - 5 図(2) 実質実効為替レート及び業種別交易条件指数の推移



- (備考) 日本銀行「輸入物価指数」、「製造業部門別投入・産出物価指数」、「実質実効為替レート」により作成。

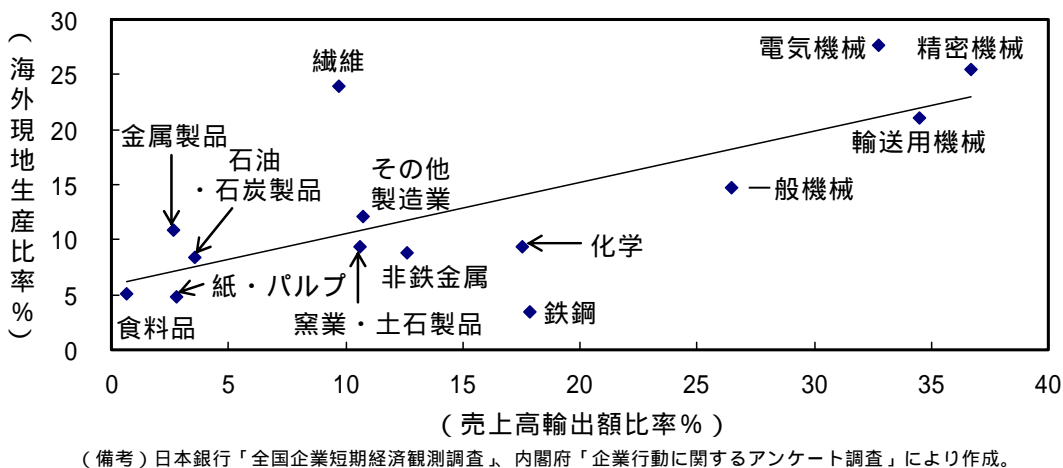
- 為替変動リスクに対しては、短期的には為替予約によるヘッジ、長期的には貿易の外貨建て比率を低下させることや現地生産比率を高めることが対応力の強化につながる。近年の日本企業の円高対応力の高まりの背景としては、このうち特に現地生産比率の上昇が挙げられる。

- 日本企業の海外での現地生産比率は、すう勢的に高まってきている。特に、輸出依存度が高い自動車、電機に代表される加工型業種においてその比率が高まっている。



- 加工業種で海外現地生産比率が高い背景として、そもそも売上高に占める輸出の割合が高く、為替変動リスクをヘッジするメリットが大きいことも考えられる。実際、現地生産比率と売上高に占める輸出額の割合の関係を見ると、比較的高い相関がある(相関係数は0.72)。

第2-2-8図(3) 海外現地生産比率と売上高輸出額比率の相関関係



- また、過去、海外生産の現地先は、過去北米が中心であったが、2000年代に入り、アジアやヨーロッパの比率が高まるなど、分散化が進んでいる。

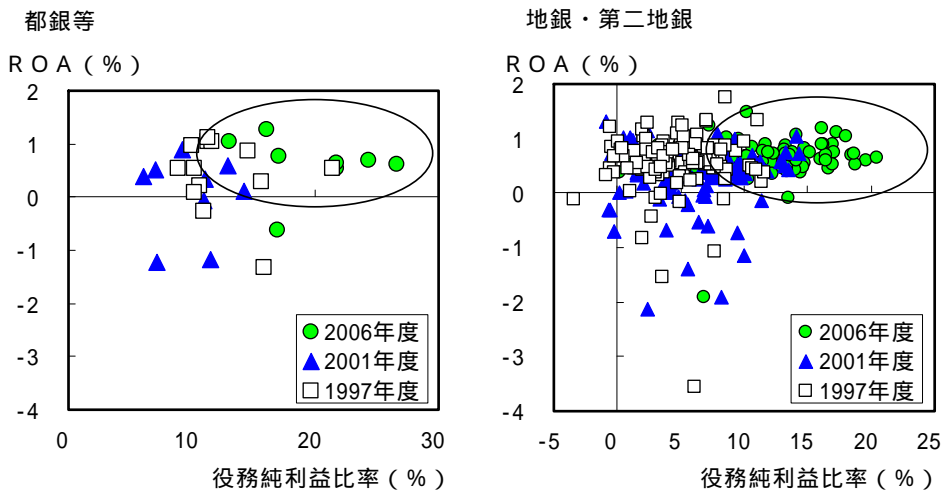
(参考) 2001年度 2006年度(見込み)

北米：6.4% 5.8%、アジア：4.5% 7.4%、ヨーロッパ：2.5% 3.2%

- 金融機関は、自己資本比率の向上をはじめ、貸出担保の多様化、ALMの手法を用いたリスク管理、フィー・ビジネスへの移行による収益源の多様化、株式保有割合の引下げなどによりリスク対応力を高めてきた。
- ただし、機関ごとの体力差もあり、サブプライム住宅ローン問題を背景とした金融資本市場の変動の影響には注意が必要である。

- 我が国の銀行では、業務粗利益^(注)に対するフィー・ビジネスのウェイトを示す役務純利益比率が上昇し、利益の総資産に対する割合(ROA(税引前ベース))も全体として上昇している。ただし、フィー・ビジネスへの移行とROAの改善との間に明確な相関があるとはいえない。(注) 債券関係損益を除く

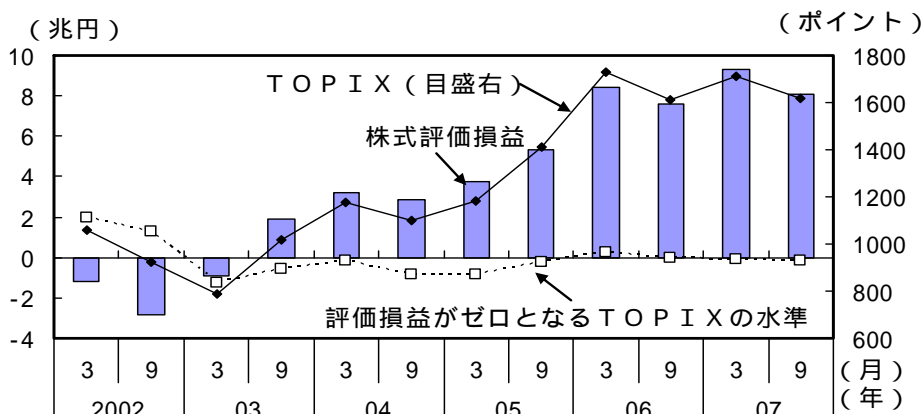
第2-3-4図(2) フィー・ビジネスへの移行とROA(信用コスト要因控除後)



(備考) 全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」により作成。

- 銀行は、金融資産に占める株式の割合を低下させてきた(1988年:10.7% 2007年:4.0%)。株価下落によって含み益がゼロとなるTOPIXの水準(試算)は1,000以下となっており、株価のかなり大幅な下落がない限り、現時点で財務体質に重大な影響を与える可能性は低いことがうかがえる。

第2-3-5図(2) 株価変動へのリスク対応に関する試算(損益分岐点となるTOPIX)



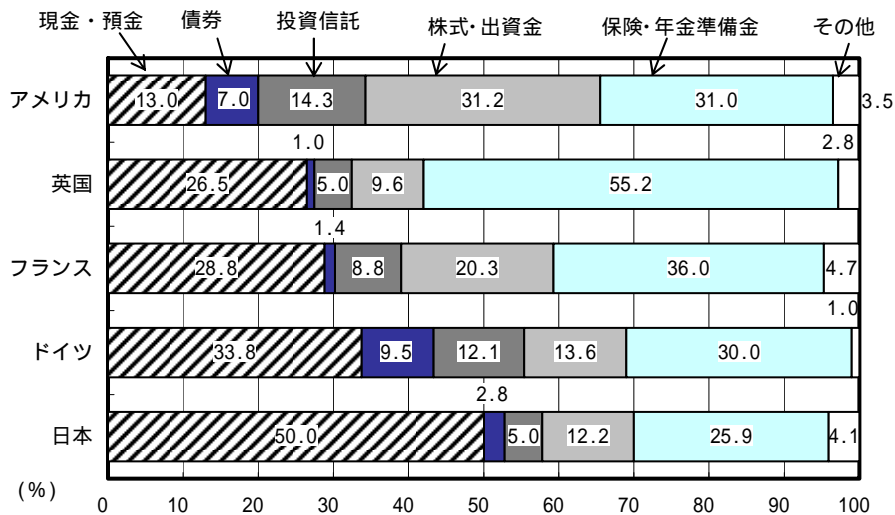
(参考)
2007年12月7日
TOPIX終値:
1,561.76 pt

(備考) 各グループの決算資料(連結ベース)により作成。

- 家計の基礎体力やリスクに対する備えは、雇用・所得環境や貯蓄残高の中身を調べることで把握できる。
- 家計の金融資産のうちリスク資産の割合は、諸外国と比べ低いものの、近年は上昇しており、株価変動の影響を受けやすくなっている。

- 我が国の家計の保有する金融資産は、欧米に比べてリスク資産（ここでは株式・出資金及び投資信託）の割合が依然として低く、特に現金・預金の割合が著しく高い。
- ただし他国と異なり、リスク資産へのシフトが生じており、2001 年末に 8.5% だったリスク資産は直近では 17.2% へと上昇していることが特徴的である。

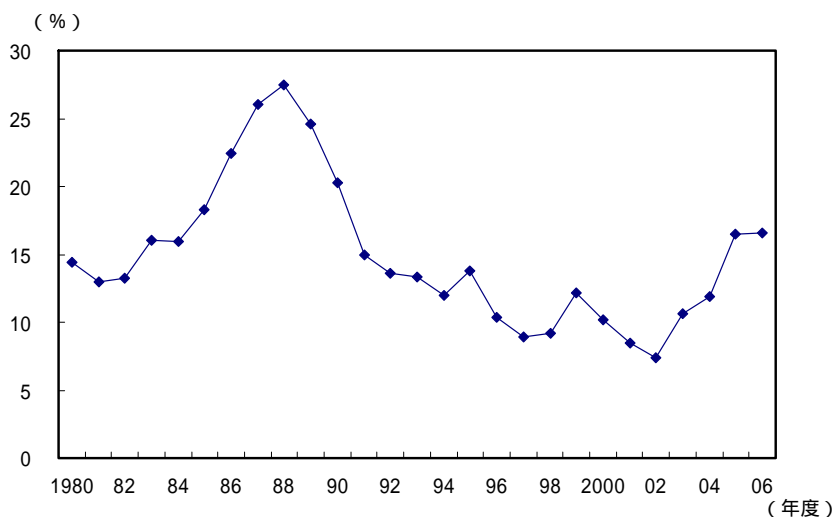
第 2 - 4 - 6 図(1) 家計ポートフォリオの欧米との比較（直近時点）



(備考) 日本銀行「資金循環統計」等、各国の資金循環統計により作成。

- 長期的観点からは、近年は、インターネット取引の普及などで個人投資家の裾野が広がっており、バブル期ほどではないものの、株式変動の影響を受けやすい家計が増加している点には、留意が必要である。

第 2 - 4 - 7 図(1) 家計のリスク資産の割合の推移



(備考) 日本銀行「資金循環統計」により作成

(総括表)

		今回の景気回復の始まりなど	最近 (カッコ内は変化度合い)
企業	売上高経常利益率	(2002年Q1) 大中堅製造業 2.9% 中小製造業 2.3% 大中堅非製造業 2.5% 中小非製造業 2.2%	(2007年Q3) 大中堅製造業 6.4% (+ 3.5pt) 中小製造業 4.0% (+ 1.7pt) 大中堅非製造業 4.0% (+ 1.5pt) 中小非製造業 2.6% (+ 0.4pt)
	損益分岐点比率	(2002年Q1) 大中堅製造業 86.5% 中小製造業 91.8% 大中堅非製造業 85.4% 中小非製造業 88.8%	(2007年Q3) 大中堅製造業 68.3% (18.2pt) 中小製造業 84.7% (7.1pt) 大中堅非製造業 76.4% (9.0pt) 中小非製造業 87.3% (1.5pt)
	インタレスト・カバレッジ・レシオ (営業利益+受取利息等) / 支払利息等)	(2002年Q1) 大中堅製造業 6.5倍 中小製造業 2.7倍 大中堅非製造業 3.3倍 中小非製造業 2.7倍	(2007年Q3) 大中堅製造業 20.5倍 (+ 14.0pt) 中小製造業 5.9倍 (+ 3.2pt) 大中堅非製造業 7.3倍 (+ 4.0pt) 中小非製造業 3.9倍 (+ 1.2pt)
	販売価格判断DI - 仕入価格判断DI	(2002年Q1) 大企業 22 中小企業業 33	(2007年Q3) 大企業 31 (9pt) 中小企業業 49 (16pt)
	エネルギー消費原単位 (エネルギー消費指数 / 生産指数) (1973年度 = 100%)	(1990年) 素材系業種 55.5% 非素材系業種 63.0% (2000年) 素材系業種 61.9% 非素材系業種 79.8%	(2005年) 素材系業種 62.2% 非素材系業種 72.0%
	現地生産比率	(1992年度) 5.4% (2001年度) 13.7%	(2005年度) 15.2% (2006年度見通し) 16.1%
	外貨建て輸出比率	(2001年上半年期) ドル 53.0% ユーロ 7.5%	(2007年上半年期) ドル 49.9% ユーロ 8.7%
	採算円レート	(1992年度) 124.0円 (2001年度) 115.32円	(2006年度) 106.55円
	対米輸出比率	(1990年) 31.7% (2000年) 30.1%	(2006年) 22.5%
	(参考) 円のボラティリティ	(1986 ~ 2000年) 34.0%	(2001 ~ 2007年11月) 21.5%
金融機関	不良債権比率 (金融再生法開示債権 / 総与信)	(1999年3月期) 主要行 6.1% 地域行 6.2% (2001年3月期) 主要行 5.3% 地域行 7.3%	(2007年3月期) 主要行 1.5% 地域行 4.0%
	自己資本比率 (総資本に占める自己資本の割合)	(2002年3月期) 主要行 10.8% 地域行 9.3%	(2007年3月期) 主要行 13.1% 地域行 10.4%
	手数料収入比率(役務純利益 / (業務粗利益 - 債権関係損益))	(1997年度) 都銀等 12.5% 地銀・第二地銀 4.8%	(2007年度) 都銀等 19.7% 地銀・第二地銀 10.4%
家計	長期失業率	(1992年2月) 0.3% (2001年2月) 1.2%	(2007年Q3) 1.2%
	貯蓄200万円以下世帯割合	(2002年平均) 13.0%	(2007年Q2) 14.7%
	負債保有世帯割合	(2002年平均) 43.4%	(2007年Q2) 40.2%
	金融資産に占めるリスク資産割合	(2001年度末) 8.5%	(2007年度Q2末) 17.2%
	相対的貧困率 (所得の分布における中央値の50%に 満たない人々の割合)	(1989年) 7.5% (1994年) 8.1% (1999年) 9.1%	(2004年) 9.5%
	絶対的貧困率 (十分な所得が無いために生活必需品 が調達できなかった人々の割合)	(2002年7-8月) 食料: 4%、医療: 4%、被服: 5%	(2007年4-5月) 食料: 2%、医療: 2%、被服: 3%

備考 1. 売上高経常利益率、損益分岐点比率、インタレスト・カバレッジ・レシオは後方四半期移動平均。

2. 業況判断DI及び販売・仕入価格DIは2004年3月調査から調査方法が変更になり不連続あり。