

# 日本経済ウォッチ < 2007 年 3 月号 >

## 【目次】

- |                               |            |
|-------------------------------|------------|
| 1 . 今月のグラフ                    | p . 1      |
| ～ 消費者物価指数と消費者の体感インフレ率 ～       |            |
| 2 . 景気概況                      | p . 2      |
| ～ 利上げを決定づけた米国ソフトランディング・シナリオ ～ |            |
| 3 . 今月のトピックス                  | p . 3 ～ 11 |
| ～ 景気拡大期における家計所得の動向 ～          |            |
| ( 1 ) 景気拡大と所得の関係              |            |
| ( 2 ) 家計の利子所得と金利の動向           |            |
| ( 3 ) 家計と企業の所得の分配の動向          |            |



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

## 調査部

【お問い合わせ先】調査部 国内経済班  
小林 ( E-Mail : s.kobayashi@murc.jp )

## 1. 今月のグラフ ～消費者物価指数と消費者の体感インフレ率～

消費者物価指数は、物価動向をみるうえで最も重視される指標である。消費者物価指数は、家計の消費構造が一定で変わらないとした場合に、家計の購入する財・サービスの価格がどのように変化しているかを調べている。その観点から、「同じ品質の商品の価格を継続的に調べる」努力がなされている。

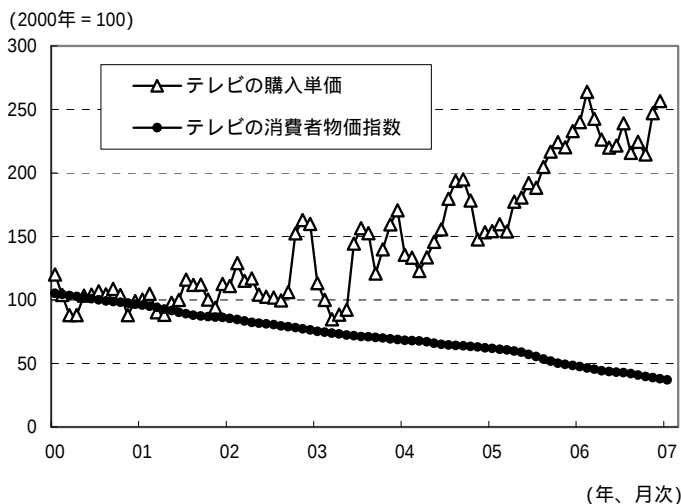
つまり、テレビ1台の値段が10万円で一定であったとしても、そのテレビの性能が2倍になっていれば、価格が50%下落したかのように扱うのである。性能とは、例えば、画面の鮮明さや大きさであったり、地上波デジタル放送への対応であったりする訳である。

もっとも、新しい機能を付加した新製品の値段は、旧型製品の値段よりも高いのが普通である。消費者としては、旧型が自分のニーズを十分満たしていれば、値段の高い新型よりも旧型を選ぶという行動もありえるはずである。

しかし、企業は、せっかく開発費用をかけて開発した新製品を売りたいので、工場での生産は、旧型製品から新型製品に切り替えられることになる。このため、消費者が旧型製品の方を購入したくても、市場からは旧型製品がなくなり、新製品に取って代わられる。旧型製品の価格は確かに下落したかもしれないが、もはや古い型は流通していないので手に入れないというのが実情であろう。

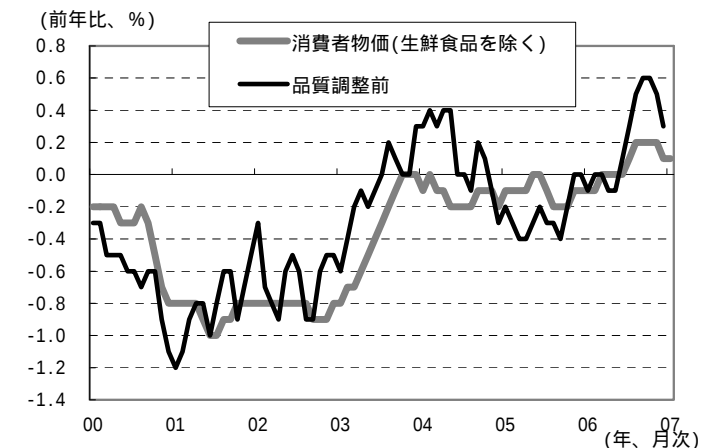
テレビを例にとってみると、2000年に比べテレビの消費者物価は半分以下になっているが、消費者の購入するテレビの単価は2倍以上になっている(図表1)。このような消費者が実際に支払った単価のデータは、総務省「家計調査」が調査しており、消費者物価(生鮮食品を除く)の調査品目の約20%をカバーする。これらの単価データに基づいて、品質調整前の物価を試算することができる。試算すると、公式の消費者物価(生鮮食品を除く)に比べて、品質調整前の物価が高めに推移することが多い(図表2)。消費者は物価指数が示すほどにはデフレを実感していないようだ。

図表1 テレビの購入単価と消費者物価指数



(出所)総務省「消費者物価指数月報」、「家計調査報告」

図表2 消費者物価指数(生鮮食品除く)とその品質調整前指数



(注)3ヶ月移動平均値。品質調整前の価格データは、家計調査の購入単価とした。ただし、自動車の購入単価はサンプルが少なくデータの変動が非常に大きいため対象から除いた。  
(出所)総務省「消費者物価指数月報」、「家計調査報告」

## 2. 景気概況 ～ 利上げを決定づけた米国ソフトランディング・シナリオ～

昨年 10～12 月期の実質成長率（一次速報値）は前期比 +1.2%（年率換算 +4.8%）と、予想以上に高いものとなった。個人消費は同 +1.1%と、前期の大幅減の反動もあって急増した。また、設備投資は、高水準の企業収益を背景に同 +2.2%と増加基調を続け、前期よりも増加幅を拡大した。内需の二本柱が拡大する中、外需（純輸出）もプラス寄与を続け、バランスの取れた成長を実現している。7～9 月期がほぼゼロ成長であったことを考慮しても、景気回復が続いていると判断できよう。

景気の回復を確認しながら、日本銀行は 2 月 20 日・21 日の金融政策決定会合で、無担保コールレート（翌日物）の誘導目標を 0.5%前後へ引き上げることを決定した。日銀は、利上げ決定に至った経済物価情勢の判断として、

米国経済など海外経済についての不透明感が和らいでおり、企業収益の好調と設備投資の増加が続く

個人消費は、昨年夏場の落ち込みは一時的であり、緩やかな増加基調にある

消費者物価は、目先ゼロ近傍で推移する可能性があるが、基調としては上昇していくといったポイントを挙げている。

利上げ決定後に発表された経済指標をみると、まず 1 月については、ほぼ想定どおりの指標が出てきている。全世帯の実質消費支出は、すでに 10～12 月期に前期の大幅な落ち込みから回復していたが、1 月はさらに増えており、前年比でも 13 ヶ月ぶりに増加に転じた。賃金の数字は一段と厳しさを増しているが、雇用環境の改善によって緩やかながらも個人消費の増加が続きそうだ。一方、小幅ながら前年比上昇が続いていた消費者物価（全国、除く生鮮食品）だが、1 月は 8 ヶ月ぶりに前年比横ばいとなった。原油価格の落ち着きにより石油製品価格の上昇率が鈍っている。携帯電話の新料金も物価押し下げに寄与しており、2 月、3 月は消費者物価が前年比マイナスになる可能性がある。

～ 2 月の経済物価情勢の判断のうち、日銀がもっとも重視したのは 2 月の海外経済の動向であろう。今回の景気回復の原動力となっているのは世界経済の成長を背景にした輸出の拡大だからだ。この 2 月の判断が崩れたわけではないが、やや懸念が拡大してきている。10～12 月期の米国の実質 GDP 成長率は速報値の前期比（年率換算）+3.5%から同 +2.2%に大幅に下方修正され、設備投資と関係する耐久財受注が 1 月に大幅に減少するなど、予想以上に弱い経済指標が出てきている。

中国株の大幅下落が米国など世界の株価の急落につながったのは、こうした米国景気への懸念が影響しているだろう。もっとも、世界の株価が急落したから世界経済のファンダメンタルズが大きく変わってしまったわけでもない。これから発表される経済指標を分析しながら、再び回復シナリオが市場に織り込まれてくるだろう。市場を駆け巡った連鎖的な下落ショックが落ち着いてくれば、世界の株価も適正な水準に戻ってくる。

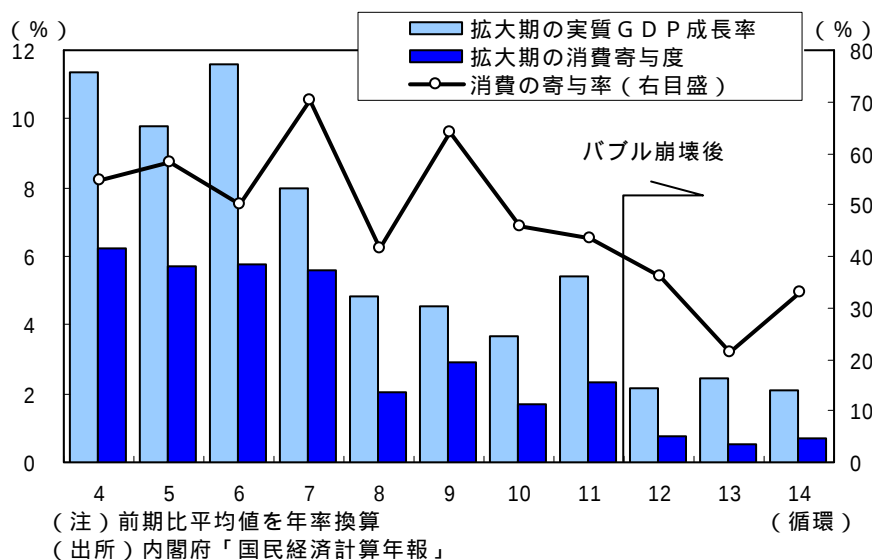
### 3. 今月のトピックス ～景気拡大期における家計所得の動向～

景気拡大が続く中で、家計の所得がなかなか増えてこない。これは今回の景気回復局面だけの特徴なのであろうか。また、過去の景気拡大局面と比べてみると、家計所得について何か違いがあるのだろうか。そこで、これまでの景気の拡大期間における家計の所得動向について分析することで、今回の景気回復の特徴を考えてみた。

#### (1) 景気拡大と所得の関係

足元の景気の拡大は、輸出と設備投資が主導している。個人消費は均してみると緩やかに拡大しているものの、景気のけん引役にはなっていない。過去のそれぞれの景気拡大局面<sup>1</sup>における個人消費の寄与度をみると、第11循環（バブル景気）までは実質GDP成長率の半分以上を個人消費の増加で説明できている（図表1）。しかし、バブル崩壊後の第12循環以降の景気拡大期では個人消費の寄与度が低水準にとどまっており、実質GDP成長率の2～4割しか説明できていない。

図表1 景気拡大期における消費の寄与

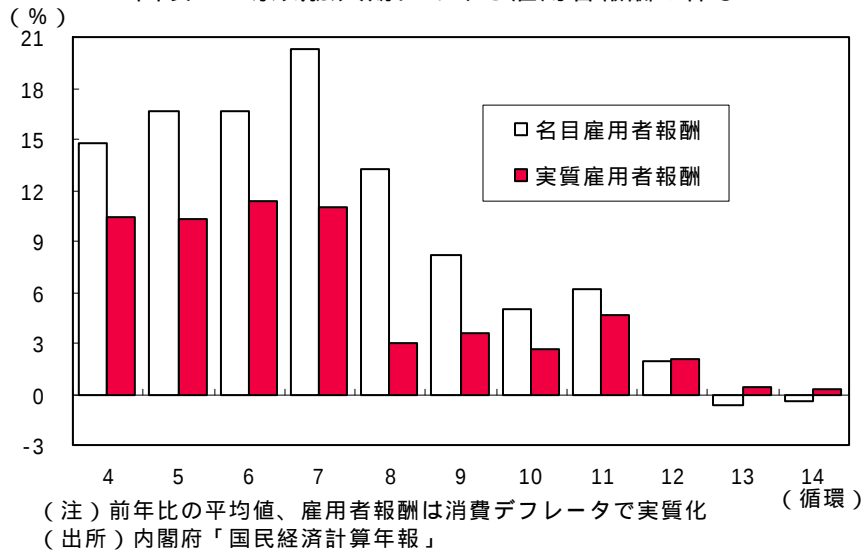


消費動向に影響を及ぼすのは所得、中でも中心となるのが雇用者報酬の動きである。そこで、同様に景気拡大期において雇用者報酬がどの程度増加したかをみると、第12

<sup>1</sup> 第4循環は58年6月～61年12月（岩戸景気）、第5循環は62年10月～64年10月（オリンピック景気）、第6循環は65年10月～70年7月（いざなぎ景気）、第7循環は71年12月～73年11月（列島改造景気）、第8循環は75年3月～77年1月、第9循環は77年10月～80年2月、第10循環は83年2月～85年6月、第11循環は86年11月～91年2月（バブル景気）、第12循環は93年10月～97年5月、第13循環は99年1月～2000年11月（ITバブル）、第14循環は2002年1月～現在。

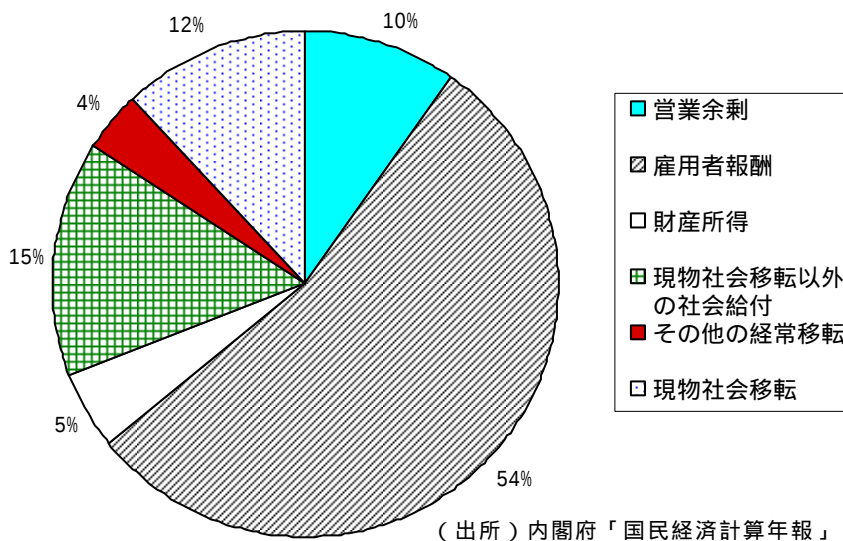
循環以降の景気拡大期では、個人消費と同様に所得も低迷していることがわかる(図表2)。特に第13循環、第14循環においては、景気が回復しても名目ベースでの雇用者報酬は減少している。家計は景気が回復しても賃金の増加といった形で恩恵を受けていない。

図表2 景気拡大期における雇用者報酬の伸び



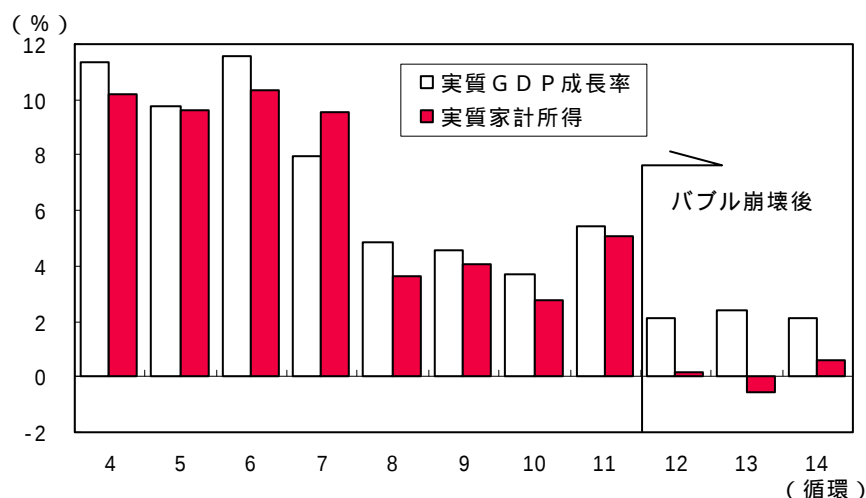
もっとも、家計が得る所得は雇用者報酬だけではない。2005年度の実績では、雇用者報酬が最も多く、全体の半分以上のシェアを占めているが、年金の受取などの「現物社会移転以外の社会給付」や、保険で負担される医療サービスである「現物社会移転」といった社会保障関連のシェアも高い(図表3)。次いで、個人事業主の所得である「営業余剰」や利子や配当金などの受け取りである「財産所得」となる。

図表3 家計所得の内訳(2005年度)



図表4は、景気拡大期における実質GDP成長率と実質家計所得の伸びを比較したものである。第4循環から第11循環までは、実質GDP成長率と実質家計所得がほぼ同程度伸びている。これに対し、バブル崩壊後の景気拡大期である第12循環から第14循環においては、実質GDP成長率に比べて家計所得の伸びが著しく低い。バブル崩壊以降は、景気が拡大しても家計は所得を増やすことができていないうえ、景気の拡大の程度と比較しても所得が低水準にとどまっている。

図表4 景気回復期における実質GDP成長率と実質家計所得の推移



(注1) 前年比の平均値、家計所得は消費デフレーターで実質化  
 (注2) 所得は雇用者報酬 + 財産所得 + 現物社会移転以外の社会給付 + 営業余剰  
 (出所) 内閣府「国民経済計算年報」

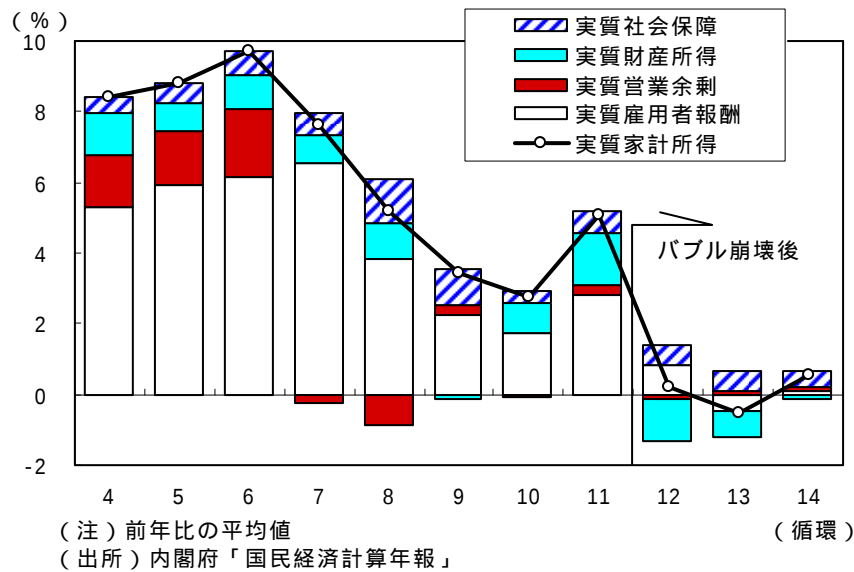
図表4の実質所得の内訳をみたのが図表5である<sup>2</sup>。これによると、「現物社会移転以外の社会給付」は全ての回復期において比較的安定して増加に寄与し、所得を下支えしている。一方、「雇用者報酬」は第12循環以降伸びが弱まっている。さらに、第11循環までは増加していた「財産所得」が、第12循環以降は減少に転じていることがわかる。

「財産所得」の内訳をみると、「利子所得」の落ち込みが全体の減少につながっていることがわかる(図表6)。「株式からの配当金」は今回の景気回復局面においては、過去と比較しても増加に対する寄与度が高く、「利子所得」の減少分を補っている。

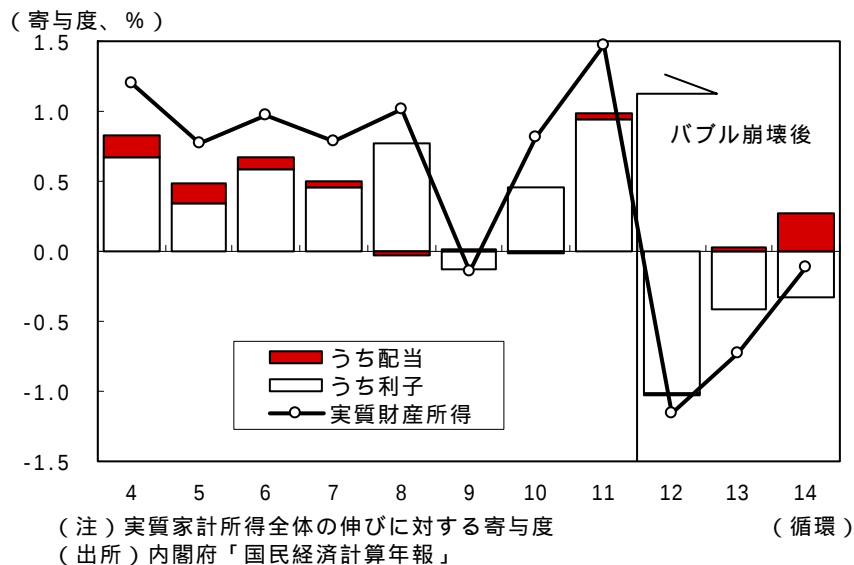
このように、バブル崩壊後の景気回復期において個人消費の寄与が小さくなっているのは、景気の拡大幅に比べて家計所得の増加が低いためであり、その原因は雇用者報酬の伸びの低迷に加え、財産所得、中でも利子所得が減少したためであると考えられる。

<sup>2</sup> 93SNA(80年まで遡及可能)では現物社会移転は家計の所得に含まれるが、68SNAでは含まれていない(定義が存在しない)。過去との比較を行うため、本稿では家計所得から現物社会移転を除外した。

図表5 景気回復期における実質家計所得の動向



図表6 景気回復期における財産所得の動向とその内訳



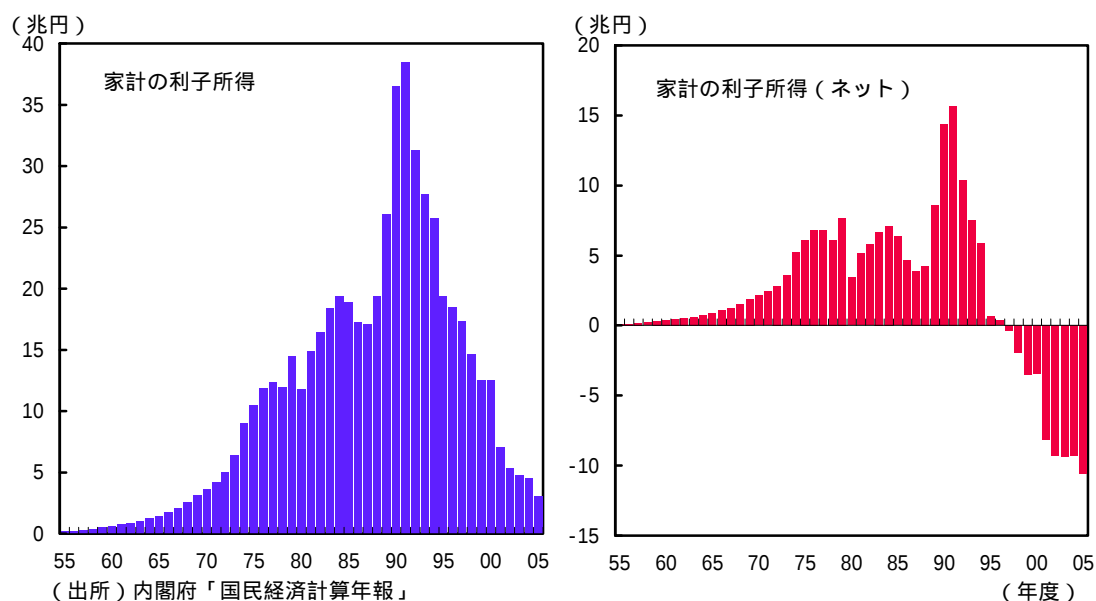
## (2) 家計の利子所得と金利の動向

次に、家計の利子所得について、もう少し詳しくみてみよう。

家計の利子所得は、91年度に過去最高である38.5兆円にまで増加した後は減少が続き、2005年度には3.0兆円にまで減少した。この間、家計の負債に対する利払い額があまり減少しなかったため、ネットでの受取利子は97年度に支払超過に転じた後、超過幅が年々拡大し、2005年度の支払超過額は10.5兆円まで増加している<sup>3</sup>(図表7)。

<sup>3</sup> 企業の利子所得の支払超過額はバブル崩壊以降減少が続いており、家計の状態とは好対照である(巻末の補論参照)。

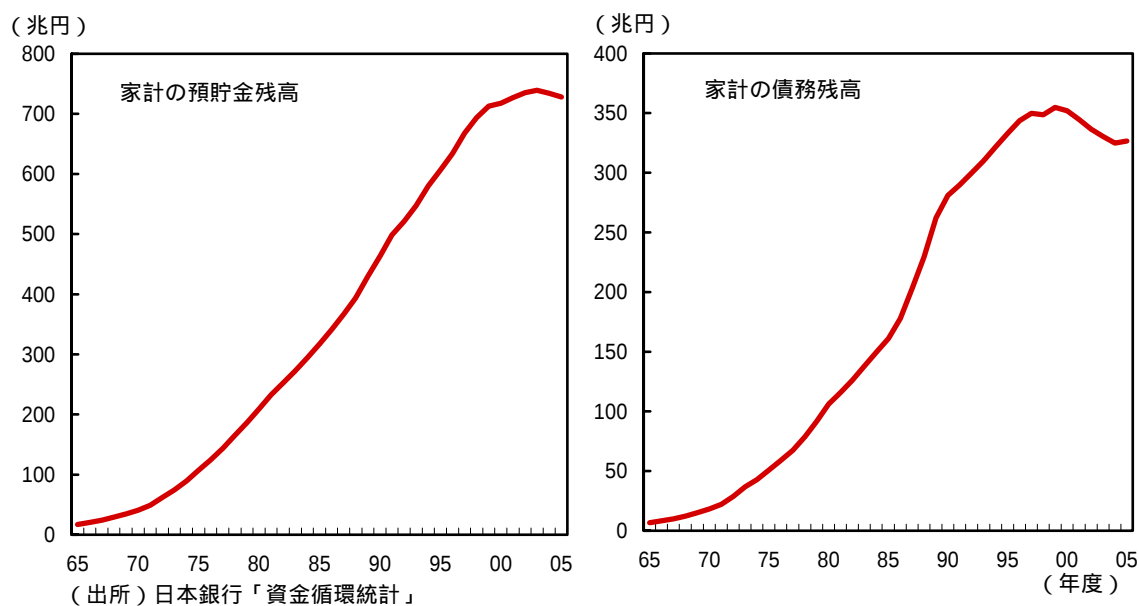
図表7 家計の利子所得とネット利子所得



家計の預貯金残高をみると、受取利子が減少し始めた 92 年度以降も順調に増加し、2003 年度末に 738.9 兆円まで増加した後、2005 年度末かけてやや減少している。一方、家計の負債残高は、99 年度末に 354.6 兆円に達した後は減少が続き、2005 年度末には 326.6 兆円にまで縮小した（図表 8）。両者の残高の動きを見る限り、家計のネットでの受取利子が支払超過に転じたのは残高によるものではなさそうである。

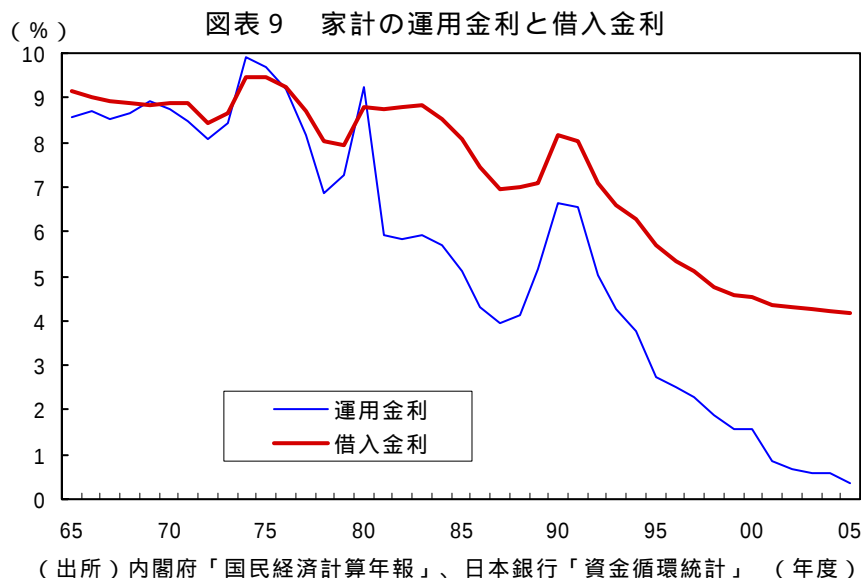
そこで、家計の運用金利と借入金利を調べてみると<sup>4</sup>、運用金利は 90 年度をピークに低

図表8 家計の預貯金残高と債務残高

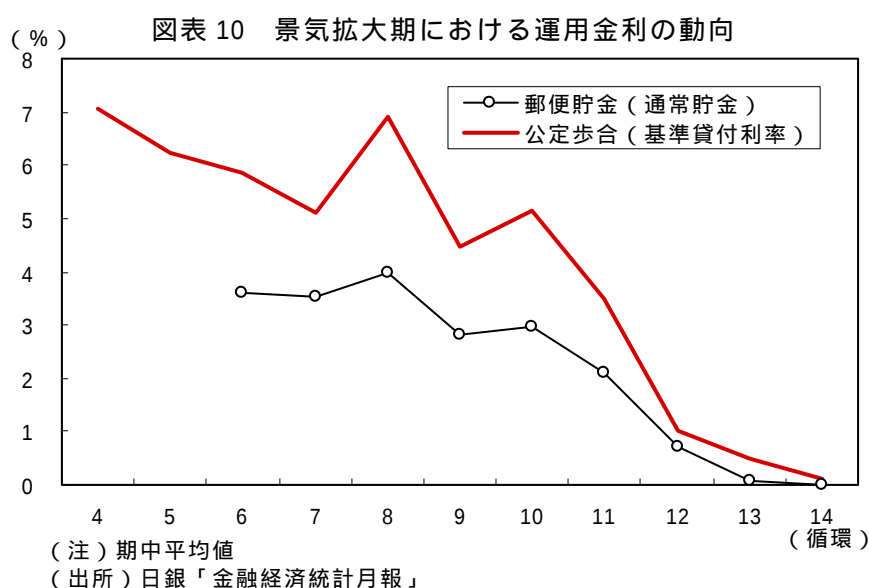


<sup>4</sup> 運用金利 = 受取利子 ÷ (前年度末預貯金残高と当年度末預貯金残高の平均)、借入金利 = 支払利子 ÷ (前年度末負債残高と当年度末負債残高の平均) で計算した

下が続き、2005年度の時点ではゼロ近辺まで低下している（図表9）。一方、借入金利は低下基調にあるものの、低下速度は緩やかである。これは、長期にわたって金利が固定された住宅ローンなどの金利支払いが影響しているためと思われる。



景気拡大期に限って運用金利<sup>5</sup>の水準についてみると、第6～第8循環では3%台後半であったものが、第9、10循環では2%台後半に低下し、第13循環以降ではほぼゼロとなっている（図表10）。景気が回復しても、預貯金の金利水準が前回景気拡大期並みにまでは戻らず、傾向として低下してきたことが家計の利子所得の伸び悩みの一因となっていることがうかがえる。



<sup>5</sup> 過去から連続して数字が利用できるため、ここでは郵便貯金の通常貯金金利を使用した

### （３）家計と企業の所得の分配の動向

こうした家計所得の動向は、家計と企業の間の所得分配にも影響してくる。家計（雇用者）と企業で所得をどのように分配しているかを示す指標として、一般には労働分配率<sup>6</sup>が使用される。分配率が高いほど家計の取り分が大きくなり、低いほど家計の取り分が小さくなる。労働分配率はバブル崩壊後、企業の利益が縮小する中で賃金が高止まったため、90年代後半にかけて上昇した（図表11）。その後、企業が人員削減や賃下げも含めた本格的なリストラに取り組み始めたことから労働分配率は低下に転じ、最近では企業利益の拡大によってさらに低下し、90年代前半の水準にまで下がっている。



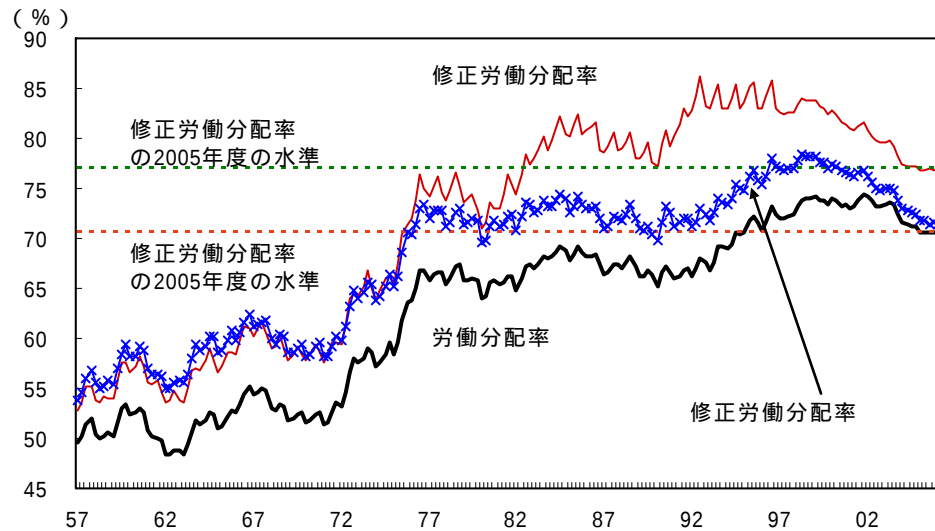
もっとも、労働分配率には家計の財産所得の動向は反映されていない。このため、個人消費に影響を及ぼす所得全体の動向とは必ずしも動きが一致していない可能性がある。そこで、雇用者報酬に財産所得を加えたケース（修正労働分配率）と、雇用者報酬に利子所得を加えたケース（修正労働分配率）で修正労働分配率を試算してみた（図表12）。

これによると、労働分配率よりも修正労働分配率の方が、低下幅が大きくなっている。いずれのケースでも年度ベースで最も高かったのが98年度であるが、2005年度までに労働分配率が3.7%ポイント低下したのに対し、修正労働分配率では、ともに6.8%ポイント低下している。これら修正労働分配率の現在の水準は、おおむね80年代後半の水準にまで低下している。

<sup>6</sup> 国民経済計算における労働分配率の定義は、雇用者報酬 ÷ 国民所得（＝雇用者報酬＋非企業部門の財産所得＋企業所得）である。ただし、企業所得＝営業余剰＋財産所得の受取－財産所得の支払、と定義される。このため、家計の財産所得は、労働分配率を計算する際に分母には含まれるが、分子には含まれていない。

労働分配率の水準は依然高いのか、十分に下がってきたのかについては、今年の春闘でも議論のポイントの1つとなっているが、財産所得の動向も勘案すると、低下幅がさらに拡大することになる。

図表 12 労働分配率・修正労働分配率の推移

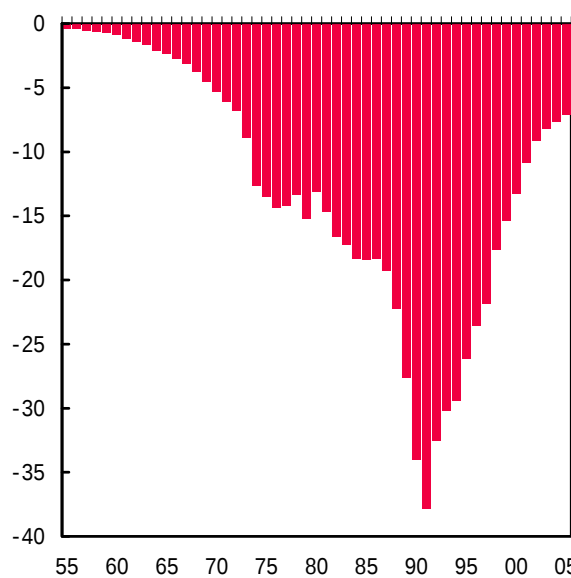


(注1) 労働分配率 = 雇用者所得 ÷ 国民所得 × 100 (年、四半期)  
 (注2) 修正労働分配率 = (雇用者所得 + 家計の財産所得) ÷ 国民所得 × 100  
 (注3) 修正労働分配率 = (雇用者所得 + 家計の利子所得) ÷ 国民所得 × 100  
 (出所) 内閣府「国民経済計算年報」

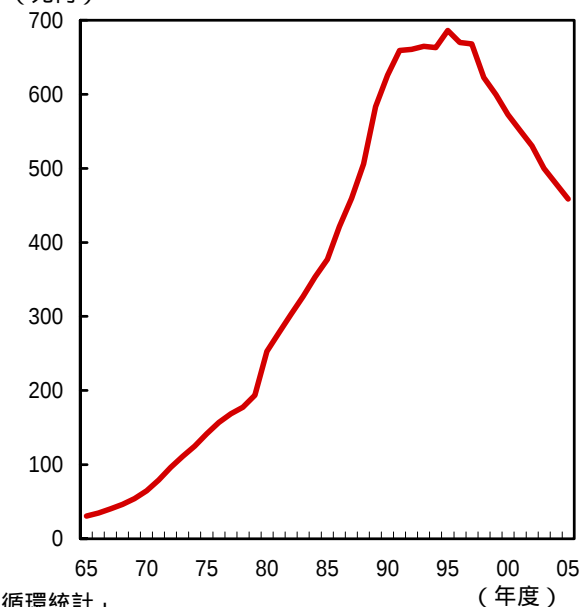
## [ 補論 ] 企業の利子所得の動向

企業のネットでの受取利子をみると、支払い超過額は 91 年度に 37.8 兆円と最大となった後は減少に転じており、2005 年度には 7.1 兆円にまで減少している（図表 13）。企業の有利子負債残高をみると、95 年度末に 686.2 兆円まで増加した後はリストラ姿勢の強化を反映して減少が続いており、2005 年度末には 458.7 兆円にまで減少している（図表 14）。このため、95 年度以降の受取利子の支払い超過額の減少については有利子負債残高の減少による部分もあるが、それ以前については金利の低下によるものと考えられる。家計のケースと同様に運用金利と借入金利を調べてみると、借入金利が着実に低下しており、借入金利の低下が 91 年度以降の支払い超過額の減少につながっていることがわかる（図表 15）。

図表 13 企業の支払利子  
（兆円）

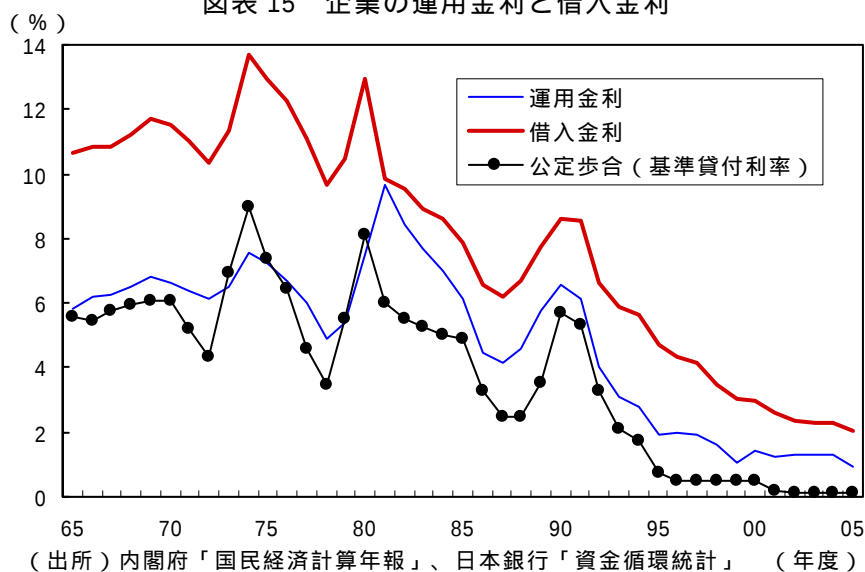


図表 14 企業の有利子負債残高  
（兆円）



（出所）内閣府「国民経済計算年報」、日本銀行「資金循環統計」

図表 15 企業の運用金利と借入金利



（出所）内閣府「国民経済計算年報」、日本銀行「資金循環統計」（年度）