

## ●労働分配率は急上昇

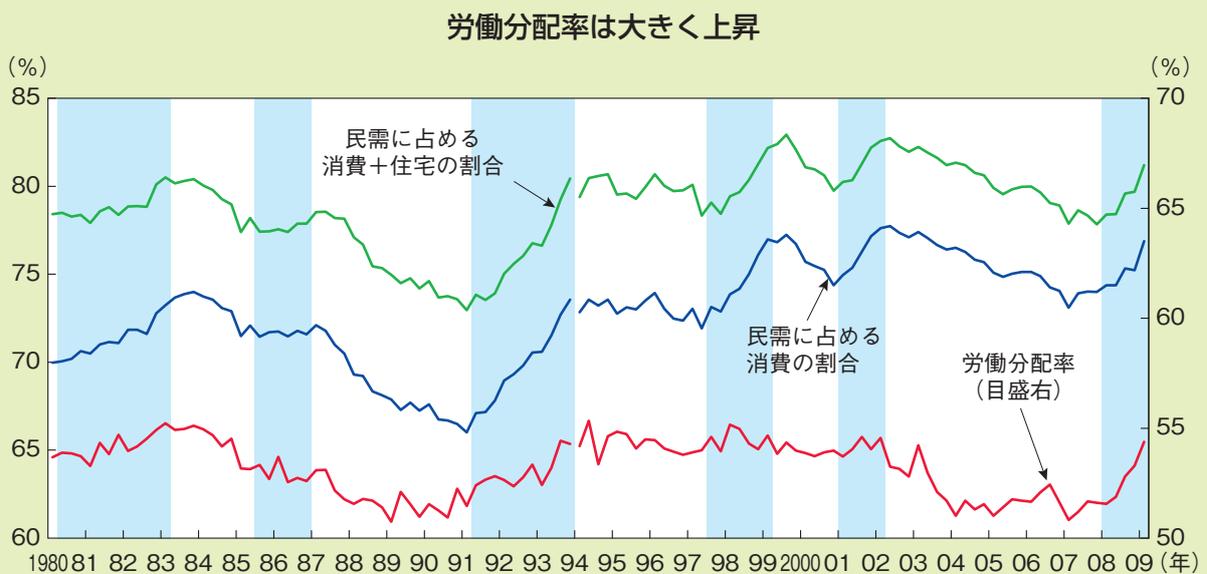
次に企業部門と家計部門の相対的なダメージを比べよう。具体的には、労働分配率（ここでは分子に雇用者報酬、分母に最近のデータが存在するGDPをとった）と民需に占める家計部門の支出である個人消費、民間住宅の割合に着目する。一般に、後退局面の初期において労働分配率は上昇する傾向にある。また、民需に占める家計部門の割合は後退局面を通じて上昇する傾向にある。

今回は、労働分配率が急速に上昇した（第1-1-9図）。すなわち、企業収益が大幅に減少する一方、雇用者報酬の動きは相対的に小さかった。また、支出面でも、民需に占める家計部門の支出の割合が顕著に高まった。実際、97年と2001年をそれぞれ起点とする後退局面と比べると、雇用者報酬の減少はこれまでのところ緩やかである。後述のように、個人消費はどの後退局面でも雇用者報酬の伸びと近いペースで動いている（ただし98年には減税のためかい離）。したがって、民需に占める家計のウエイトの上昇は、企業収益の落ち込みもあって設備投資が大きく減少したことによるものである。

## 2 企業部門における調整の進展

リーマンショック後の企業部門は、①予想以上のテンポで輸出など最終需要が落ち込み、在庫調整のため急激な減産が必要となったこと、②原油・原材料価格は低下したものの、需要の

第1-1-9図 労働分配率と民需の内訳



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」により作成。  
 2. 80年から93年までは「平成7年基準計数」、94年以降は「平成12年基準計数」による。  
 3. シャドーは景気後退期。ただし、直近のシャドーは、2009年第1四半期まで。  
 4. 名目季節調整値。  
 5. 労働分配率 = 名目雇用者報酬 / 名目GDP として算出。

落ち込みを反映して売上、収益が急減したこと、③設備過剰感が大幅に高まり、期待成長率も低下したことから、設備投資の減少テンポも速まったこと、などの特徴が見られる。これらについて、順次、確認していこう。

### (1) 鉱工業生産

ここではまず生産、出荷、在庫の推移を概観し、在庫率が急速に上昇した背景を明らかにする。また、在庫調整速度の観点から、これらの指標の動きを評価する。

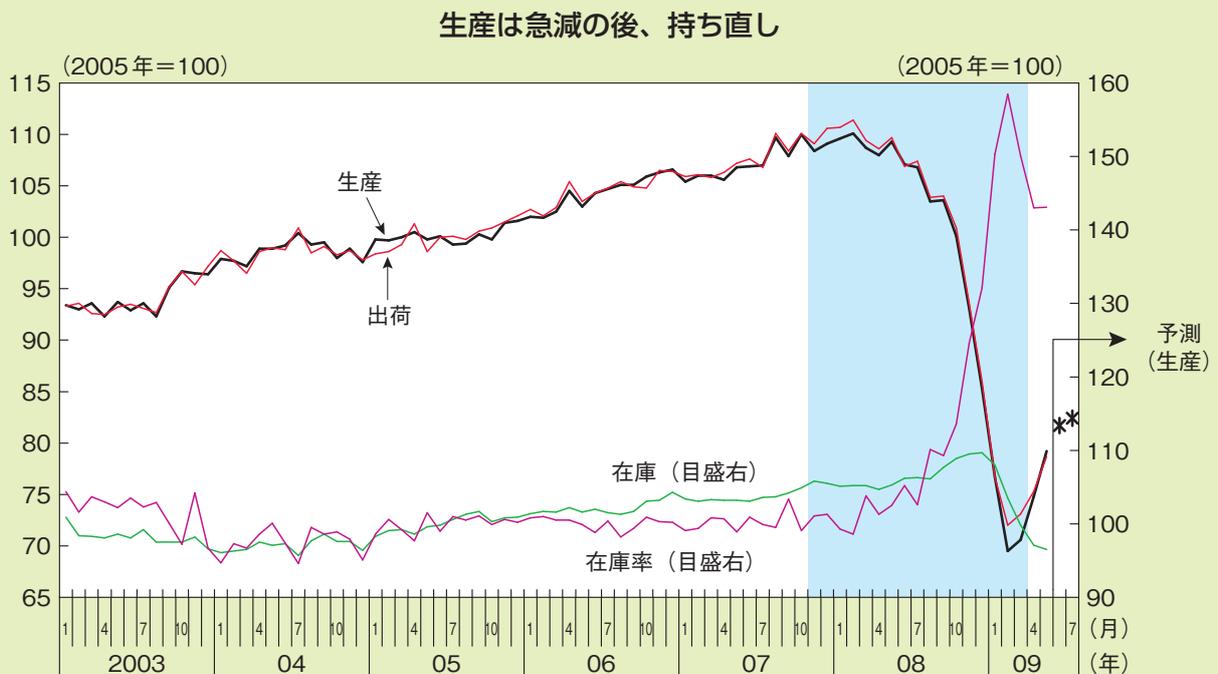
#### ● 急激な減産が在庫水準の上昇を緩和

前述のとおり、リーマンショック後の鉱工業生産の急減は、記録的なものであった。ここでは、在庫循環の視点からこの時期の生産の動きを特徴付けてみよう（第1-1-10図）。

第一は、生産、出荷ともに急速な減少を示したことである。もっとも両者を比較すると、2009年1月までは生産、出荷とも減少率はほぼ同じであったが、2月には生産の減少率が出荷のそれを上回った。

第二は、在庫率（出荷に対する在庫の比率）が急上昇し、これまでにない高さに達したことである。在庫率は2008年3月から緩やかに上昇を始めたが、11月以降、生産、出荷が急速に

第1-1-10図 鉱工業生産、出荷、在庫、在庫率



- (備考) 1. 経済産業省「鉱工業指数」により作成。  
 2. 2009年6月、7月の生産は製造工業予測調査による。  
 3. シャドーは景気後退期。ただし、直近のシャドーは、2009年3月まで。

減少したことに伴って急上昇を示した。もっとも、2009年3月には、在庫率は低下に転じている。しかし依然その水準は高く、弱まってはいるものの在庫調整圧力が残っていることを示している。

第三は、在庫の水準そのものは、緩やかにしか上昇せず、2009年1月には減少に転じていることである。これは、在庫調整の主因が、在庫の絶対水準が増加したことにあるのではなく出荷が急速に減少するなかで、在庫の出荷に対する相対水準が増加したことにあることを示している。望ましい在庫水準も新しい出荷水準に合わせて低下したことから、その水準に向けて在庫水準を急いで低下させたものと考えられる。

### ●在庫率が急速に上昇した背景

今回、需要の減少に伴って急速な減産をしたにもかかわらず、在庫率が急速に上昇したのはなぜだろうか。先手を打って在庫水準をさらに低下させ、在庫率の上昇幅を抑えることはできなかったのだろうか。それが困難であったのは、リーマンショック後の需要の減少テンポが、企業が予想する以上に速かったためと見られる。具体的には次のようなデータからこれが確認できる。

第一に、生産の予測と実績のかい離である（第1-1-11図（1））。生産の実現率（1か月先予測と実績の差）、予測修正率（2か月先予測と1か月先予測との差）の最近の動向を見ると、2008年10月までは大きくても2%程度の下振れが続いていた。しかし、11月以降の数か月間、実現率、予測修正率ともマイナス幅が急テンポで拡大した。なお、その後、マイナス幅は縮小し、これについては後述する。

第二に、売上高の期初計画と修正計画のかい離である（第1-1-11図（2））。過去の動きを見ると、景気後退局面では計画が下振れるとともに、在庫率が高まる傾向にある。2008年度もその例にあてはまるが、特に下期の計画は大幅に下振れ、在庫率にも急上昇が見られた。

第三に、需給判断の予測と実績のかい離である（第1-1-11図（3））。これも、景気後退局面で拡大するのが一般的であり、今回は、2008年4-6月期まで国内需給判断DIの予測と実績は一致していたが、やはり7-9月期からずれが生じた。さらに、10-12月期には、かい離は大幅なものとなった。海外需給判断DIも、10-12月期には国内需給以上に大きな予測と実績のかい離を示した。

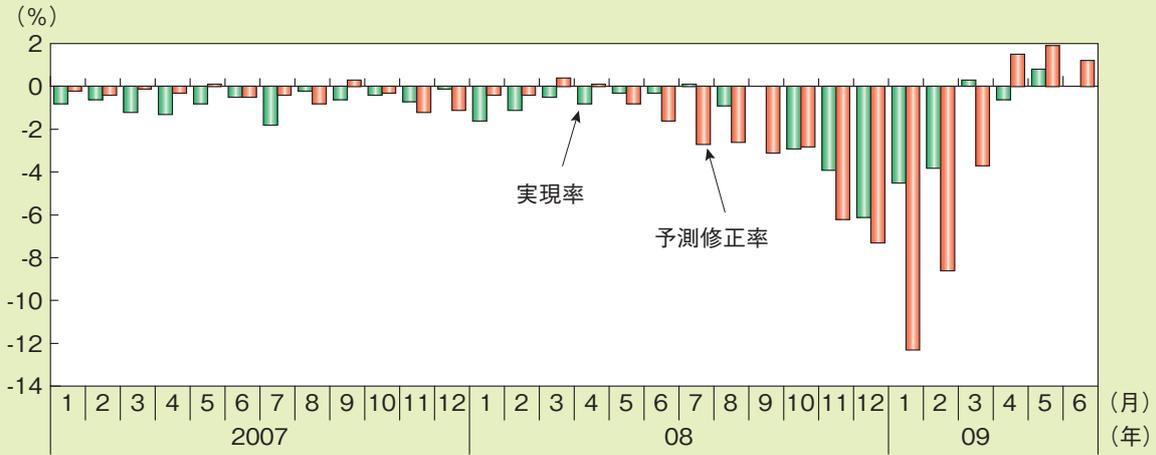
### ●今回の在庫調整の速度をどう評価するか

それでは、今回の景気後退局面では、在庫調整の速度はどう評価できるだろうか。過去のデータから、在庫の部分調整モデルを用いて速度を計測してみよう。このモデルでは、企業は前期の出荷動向を加味してこれまでの出荷見通しを修正し、新たな出荷見通しを立て、望ましい在庫水準は、その出荷見通しに比例したものとする。その上で、企業は望ましい在庫水準と現実の在庫水準の差の一定割合を埋めるように、在庫を減らす（あるいは積み増す）。その

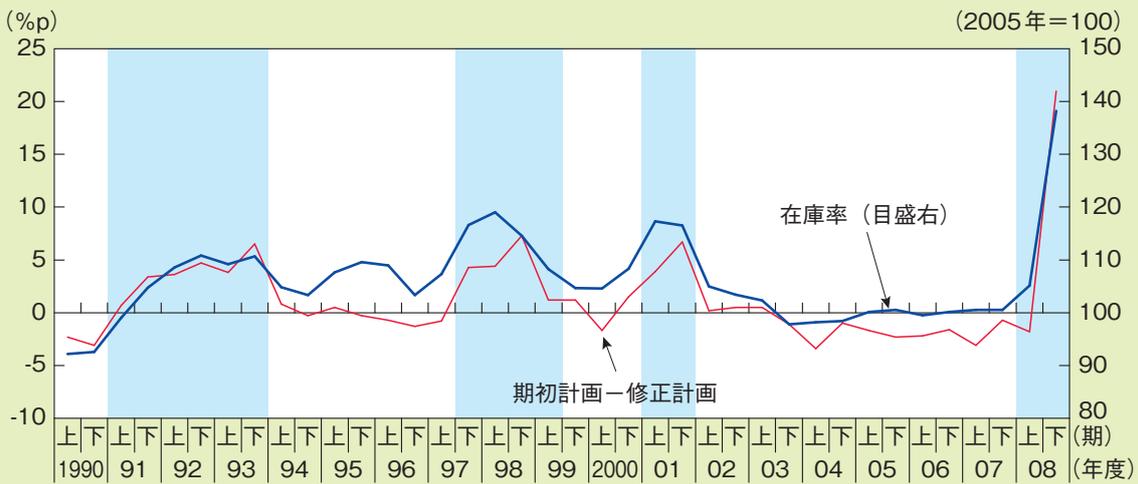
第1-1-11図 企業の生産、売上、需給見通しと在庫率

2008年後半から、企業の生産予測、売上計画、需給見通しは下振れ

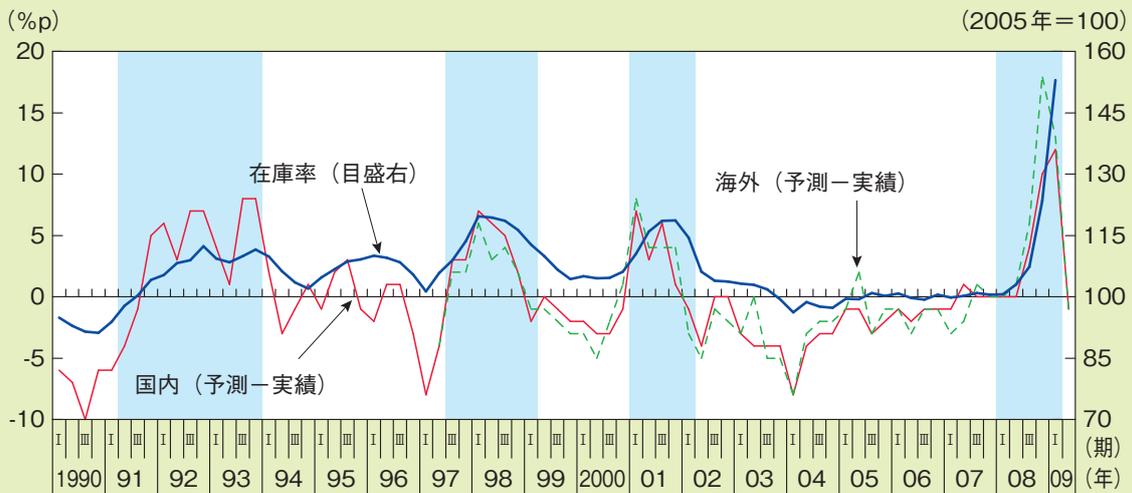
(1) 実現率、予測修正率



(2) 売上高計画と在庫率の関係

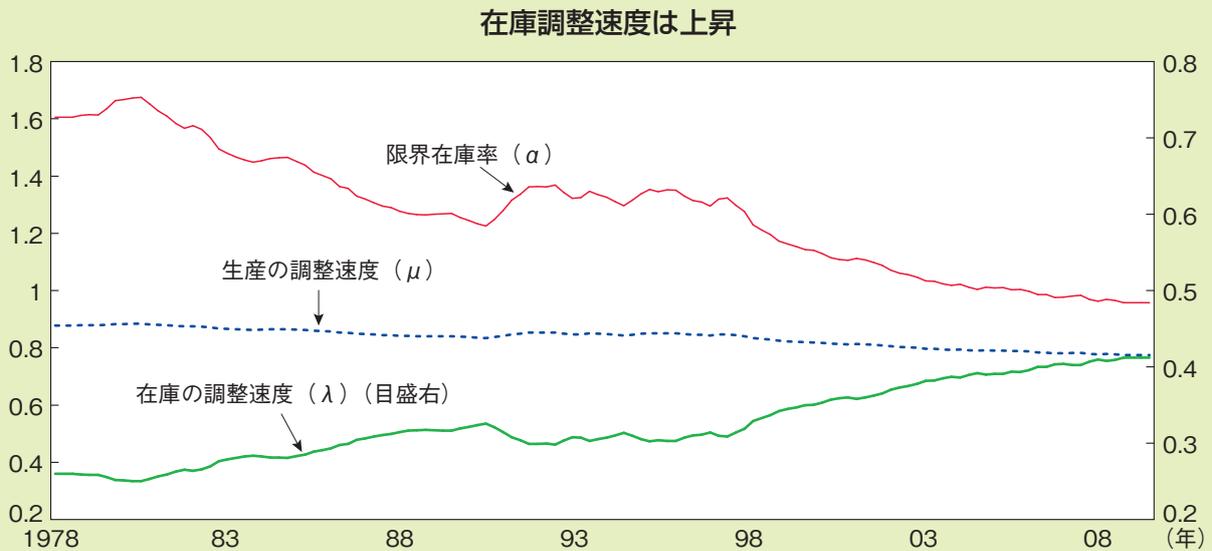


(3) 需給判断DIと在庫率の関係



(備考) 1. 経済産業省「鉱工業指数」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」により作成。  
 2. シェドーは景気後退期。ただし、直近のシェドーは、2009年第1四半期まで。

第1-1-12図 在庫調整速度



- (備考) 1. 経済産業省「鉱工業指数」により作成。  
 2. 在庫の部分調整モデル  

$$N_t - N_{t-1} = \lambda(N_t^D - N_{t-1}) - \theta(S_t - S_t^D)$$

$$N_t^D = \alpha S_t^D \quad S_t^D = \mu S_{t-1} + (1-\mu)S_{t-1}^D$$
  
 3. 上記のモデルを  

$$N_t = (2-\mu-\lambda)N_{t-1} - (1-\mu)(1-\lambda)N_{t-2} - \theta S_t + (\theta + \lambda\mu\alpha)S_{t-1}$$
 と変形し、Kalman Filterにより推計した。  
 推計期間は、78年第1四半期～2009年第1四半期。

スピードが在庫の調整速度である。

推計結果を見ると、在庫の調整速度は長期にわたって上昇傾向にあり、2000年代は特に一貫して上昇していることが分かる（第1-1-12図）。一方で、望ましい在庫水準の出荷見通しに対する割合（限界在庫率）は、低下している。こうした結果の背景としては、生産・在庫管理技術の不断の進歩があると考えられる。

もっとも、今回の出荷の減少は、予想できないほど急激であった。したがって、上記のモデルに照らしていえば、望ましい在庫水準の下方修正が後手に回った可能性が高い。その結果、在庫調整速度が高まっていたとしても、予想に反して在庫率が急速に上昇したと考えられる。また、望ましい在庫水準自体を急いで引き下げたとしても、必要とされる減産幅が大きすぎて物理的に追いつかず、一時的に在庫調整速度が低下していた可能性も十分あろう。

### ● 2009年春には生産が持ち直し

前述の通り、リーマンショック後、鉱工業生産は急減し、在庫率は急速に上昇した。しかしながら、2009年3月以降、生産が持ち直している（前掲第1-1-10図）。それまでの厳しい減産が、多くの業種で緩和されつつあり、特に電子部品・デバイス、化学、輸送機械などが生産の増加に大きく寄与している。

こうした生産の増加は、基本的には在庫調整の進展を反映したものと考えられる。在庫率を見ると、やはり2009年3月以降、急速に低下している。在庫率が顕著に低下している業種は、生産が増加している業種と一致している。もっとも、在庫率は、依然として高水準であり、過去2回の景気後退局面と比較しても高い（前掲第1-1-11図）。一方、限界在庫率は当時と比較して低下していることから、今後さらに在庫調整が進展すると見込まれる（前掲第1-1-12図）。

出荷についても、生産や在庫率の反転と同じ時期から増加に転じている。業種別では、化学は海外向けを中心に出荷が大きく増加している。中国等向けに、化学製品の輸出が増加していると見られ、輸出がアジア向けを中心に持ち直していることと整合的である（前掲第1-1-2図）。一方、情報通信機械、電子部品・デバイス、一般機械等では国内向け出荷が増加している。これは国内の在庫調整が進展し、生産が持ち直していることによると見られる。

また、鉱工業生産の実現率、予測修正率を見ると、リーマンショック後に大幅に落ち込んだ後、2009年2月以降マイナス幅が縮小し、その後、実現率はゼロ近傍、予測修正率はプラスで推移している（前掲第1-1-11図）。こうした実現率、予測修正率の改善傾向は、電子部品・デバイスを中心として、予想以上に速く内外の需要が持ち直し、在庫調整が進展したことから、減産の緩和スピードも上振れたことを示している。

今後、在庫調整の圧力が一層低下するなかで、政策効果に支えられて国内向けの生産が回復に向かうことが期待される。また、欧米における金融危機と実体経済の悪循環が小康状態にあるなかで、中国経済等を中心に景気が回復に向かえば、日本からの輸出（相手国からさらに第三国に輸出するための部品供給も含む）も増加して、海外向けの生産が持続的に増加していくことが期待される。

## (2) 企業収益

企業収益が減少した要因を整理するとともに、「これまでの収益の蓄積（ストック）」という面から見た企業の余裕度をチェックする。さらに、重要な費用項目である人件費に対する売上高減少の影響を考察する。

### ●売上高の減少が収益を大きく圧迫

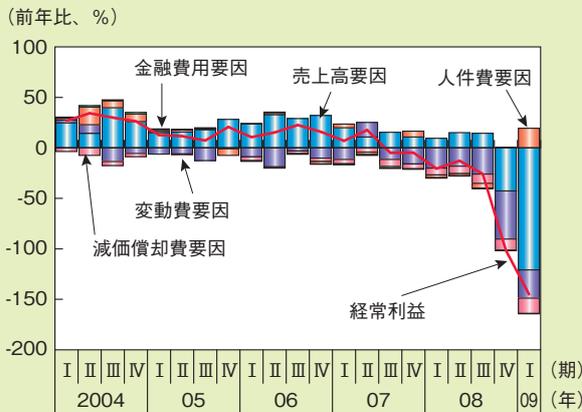
企業の経常利益は景気が後退するなかで減少を続けてきた。特に、リーマンショック後は減少幅の拡大が加速し、2009年1-3月期には製造業が赤字に転じた。ここでは、製造業・非製造業別、規模別に経常利益の前年比を要因分解し、リーマンショック後の特徴を整理しよう（第1-1-13図）。

第一に、全体として売上高の減少が減益の大きな要因となっている。2008年7-9月期までは、大中堅企業では売上高は依然として増加していた。しかし、リーマンショック後は、需要

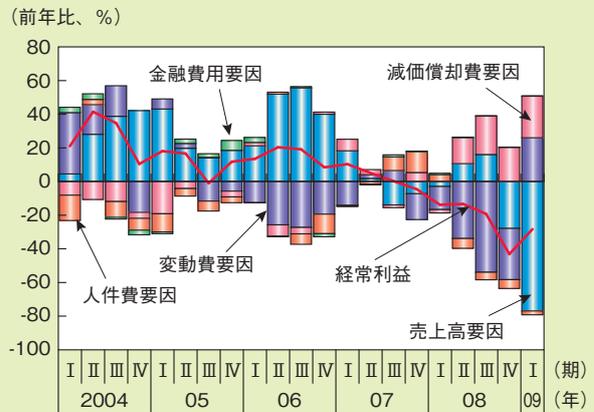
第1-1-13図 企業収益の要因分解

企業収益は極めて大幅に減少

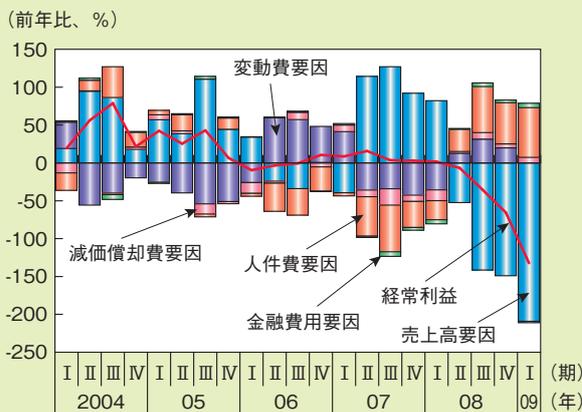
(1) 大中堅製造業



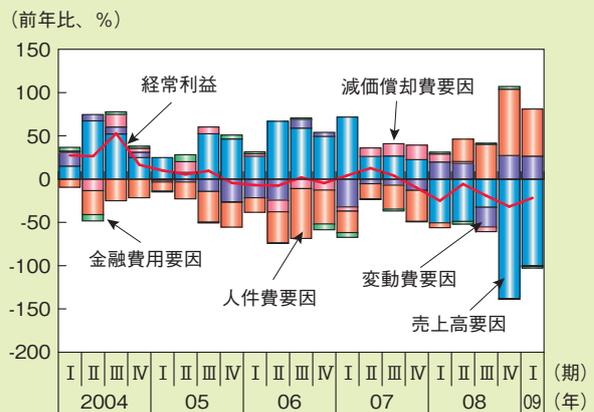
(2) 大中堅非製造業



(3) 中小製造業



(4) 中小非製造業



- (備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」により作成。  
 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. 2008年第2四半期に「金融機関を子会社とする純粋持株会社」が集計対象に加わったため、「大企業（資本金10億円以上）・その他サービス業」を除いている。

急減による売上数量の減少、販売価格の低下を背景に売上高が減少に転じたと見られる。なお、販売価格の低下には、市況の悪化に加え、円高による円建て輸出価格の低下も寄与したと考えられる。

第二に、大中堅製造業においては、変動費要因が収益押下げに寄与している。変動費要因は、7-9月期までも収益押下げに寄与していたが、これは原油・原材料価格の上昇を反映したものであると考えられる。10-12月期以降は商品市況が低下したものの、大企業では仕入れに関して長期契約の割合が高く、仕入れ価格の低下につながりにくかった可能性がある。

第三に、大中堅製造業においては、2009年1-3月期には人件費要因がプラス寄与となった。中小企業においても、人件費要因が減益幅の圧縮に寄与している。これは、売上高の減少に対応して人件費の削減を進めた結果と考えられる。

●利益のストック面から見ても企業に余裕があるとはいえない状況

直近の景気回復局面では、大中堅企業や製造業を中心に企業収益は歴史的な高水準に達していた。そのことから、収益が減少したとしてもまだ余裕があるのではないかという指摘も散見された。しかし、その後の減少テンポが急だったために、もはや経常利益の水準が過去の後退局面と比べて高いとはいえない状況にある。

もっとも、フローの利益は減少しても、これまでの内部留保のストックがあるのではないかと、いう可能性は残る。そこで、大企業について、内部留保が蓄積された結果ともいべき利益剰余金を調べると、確かに高い水準にある（第1-1-14図）。問題はその具体的な中身である。企業の資産形態を見ると、現金・預金、有価証券といった手元流動性の水準は傾向的に低下しており過去の後退局面と比べてもやや低めの水準にある。それではこの間、フローの利益をどこに回してきたかといえば、固定資産（設備投資）、負債の返済、配当等ということになる。このうち固定資産は手元に残っているものの、生産活動に必須のものであり余裕資産とはいえない。また、減産を余儀なくされるなかで稼働率が低下して、一部の設備が遊休状態となっても、機動的に資金化できるものではない。したがって、利益のストックで見ても「企業には余裕がある」といえる状況にはないことが分かる。

●大企業製造業では売上高から人件費への波及が短期化

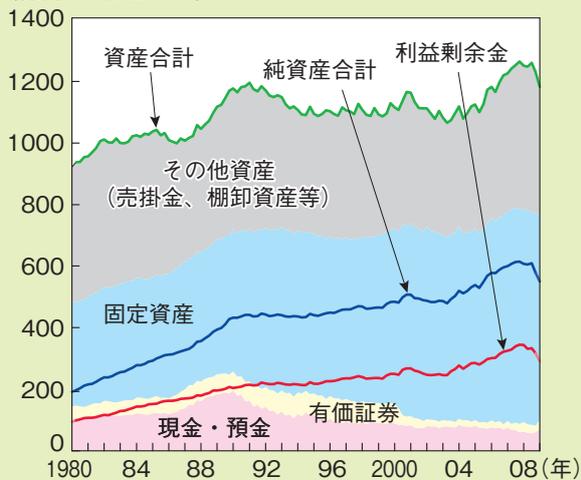
リーマンショック後の2008年10-12月期には、大中堅企業では売上高が減少に転じたにも

第1-1-14図 利益剰余金、手元流動性と固定資産の推移

利益のストックで見ても「企業に余裕がある」とはいえない状況

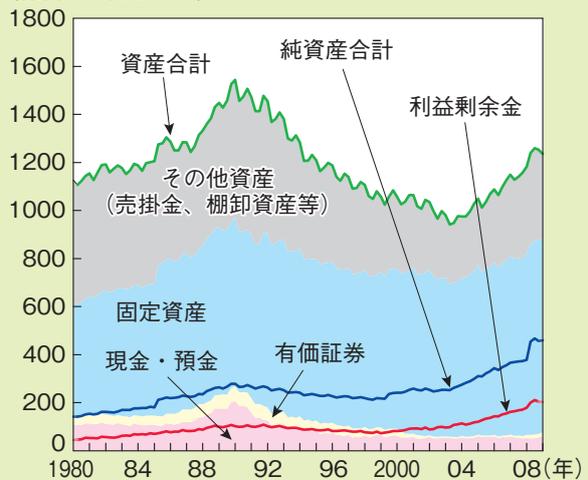
(1) 大企業製造業

(億円、1社当たり)



(2) 大企業非製造業

(億円、1社当たり)



- (備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」により作成。  
 2. 有価証券は売買目的有価証券と1年以内に満期の到来する有価証券等。関係会社株式、流動資産に属さない有価証券等は固定資産に計上される。  
 3. その他の資産は、受取手形・売掛金、棚卸資産、その他流動資産、繰延資産の合計。  
 4. 資産合計から純資産合計を差し引いた値が、負債の合計額となる。

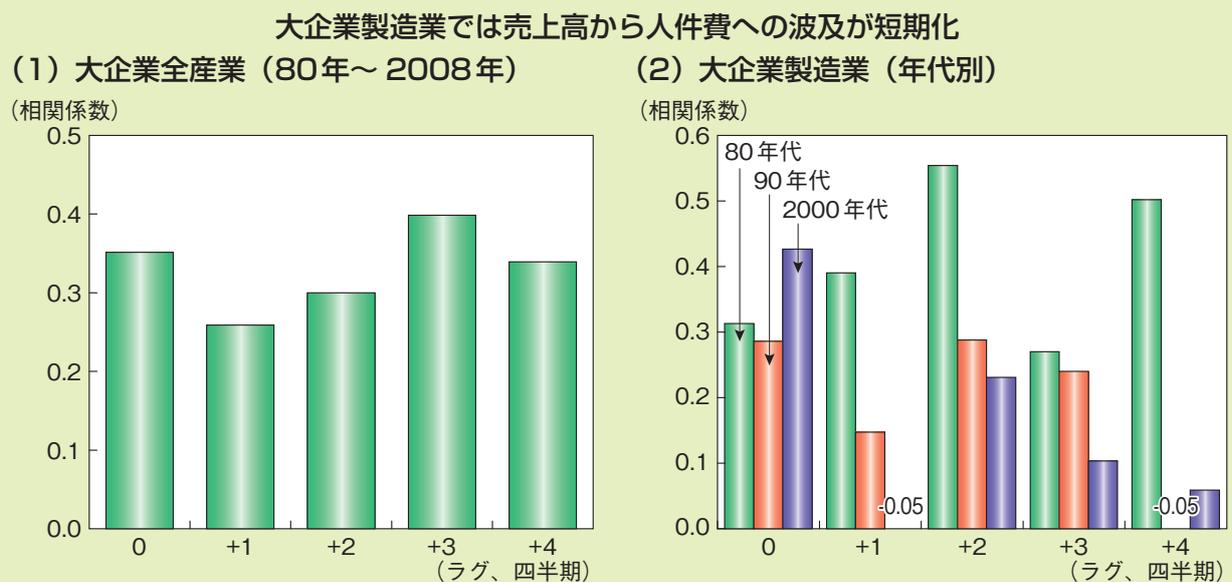
かわらず、人件費削減は目立って進まなかった（前掲第1-1-13図）。2009年1-3月期になって、ようやく大中堅製造業では人件費要因による収益へのプラス寄与が見られるようになった。こうした関係は今回の後退局面に特徴的な現象なのだろうか。ここでは、大企業全産業を対象にして、80年以降のデータをもとに売上高と人件費の相関関係を調べてみた。その結果、売上高の変動から三四半期後に人件費への影響が最も大きくなる、という傾向が見られた（第1-1-15図）。ただし、三四半期後との相関がその前後と比べて顕著に高いわけではない。

次に、製造業に絞って、こうした相関関係がどう変化してきたかを見よう。それによれば、まず、80年代、90年代、2000年代と経るにしたがって、全般的な相関は低くなっている。しかし、相関のピークは80年代では2四半期後、次いで4四半期後であったのに対し、2000年代では当該四半期となっている。すなわち、売上高の変動が早期に人件費の変動に結びつきやすい状況となっている。これには、非正規雇用比率が上昇するなかで、企業が主として非正規雇用を雇用の調整弁として使っていることなどが影響していると考えられる。

### (3) 設備投資

ここでは、生産の減少、稼働率の低下、設備過剰感の高まりという経路から、設備投資が減少に向かった様子を振り返る。また、資本ストック循環の面からも現状を評価する。

第1-1-15図 売上高から人件費への波及ラグ（大企業）



(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」により作成。  
2. 相関係数は売上高と人件費の季節調整済み前期比について計算。

●設備過剰感の高まりと設備投資の減少

我が国企業は2002年からの景気拡張局面で設備投資を増加させ、これがGDPの成長の柱の一つとなっていた。反面、バブル期に過剰設備を抱えた反省もあって、投資額をキャッシュフローの範囲内にとどめるなど、比較的慎重な態度で投資を行い、全体として見れば設備過剰感がない状態が景気の山まで続いてきた。その後、後退局面に入っても、当初は設備過剰感の高まりは緩やかであった。そのため、資本ストックの調整は軽微にとどまるとの見方もあった。

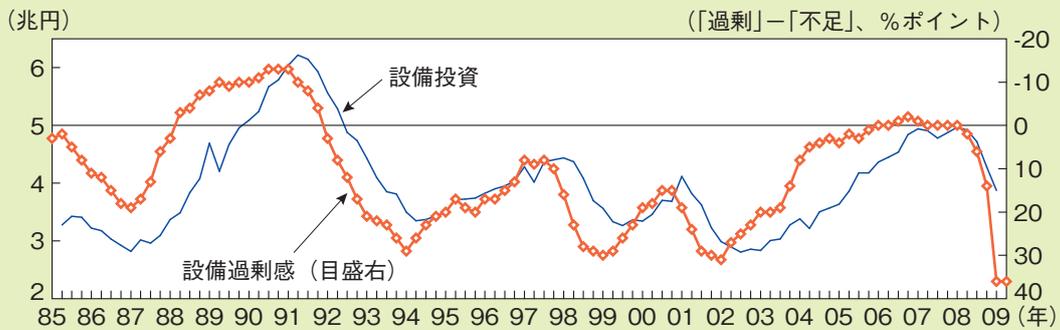
しかし、設備過剰感についても、リーマンショック後は大幅な高まりが生じ、水準で見ても製造業では過去最悪、非製造業でも過去の最悪期と同程度の過剰超となった（第1-1-16図）。ところで、製造業について見ると、設備過剰感は製造工業の稼働率の低下とともに高まるが、その関係は極めて密接である。稼働率の短期的な動きは生産の動きで説明できることから、リーマンショック後の過剰感の大幅な高まりは、結局、生産の急速な減少に起因すると考えられる。

こうした稼働率や過剰感の動きにやや遅れる形で、製造業、非製造業とも実際に設備投資の減少テンポを速めた。なお、「法人企業統計季報」における設備投資のデータは、2008年度についてはリースの会計処理方法の変更による影響が非製造業に現れていることに注意する必要

第1-1-16図 設備投資と設備過剰感の推移

設備過剰感には大幅な高まり

(1) 製造業



(2) 非製造業



(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」により作成。  
2. 設備投資は季節調整値。ソフトウェア投資を含まない。

がある。この点を勘案すれば、今回の設備投資の減少度合いは、厳しい減産を迫られた製造業のほうが非製造業より深刻であったと考えられる。

●資本ストック循環から見た期待成長率は大幅に低下

設備の過剰度合いは、企業の期待成長率との対比で考えることができる。内閣府「企業行動に関するアンケート調査」によれば、2008年1月に1.9%程度であった今後5年間の予想実質経済成長率は、2009年2月には1.0%まで低下した。また、製造業の予想業界需要については、1.7%程度であったのが、0.6%程度となった。このような期待成長率の低下は、中期的に最適な資本ストックの水準を引き下げ、その水準へ向けたストック調整を促すこととなる。

その状況を、資本ストック循環図によって確認してみよう（第1-1-17図）。まず、全産業ベースでは、2007年～2008年前半の時期には、1.5%程度の期待成長率に見合う設備投資が行われていたと解釈することができる。しかし、2008年後半になると設備投資の減少テンポが次第に速まり、特にリーマンショック後には期待成長率0.5%程度に対応した位置に達している。また、特に製造業に着目すると、2008年前半まで3%程度の高い期待成長率に対応した設備投資を行っていたが、リーマンショック後は2%程度の期待成長率に対応する水準にまで落ち込んでいる。

