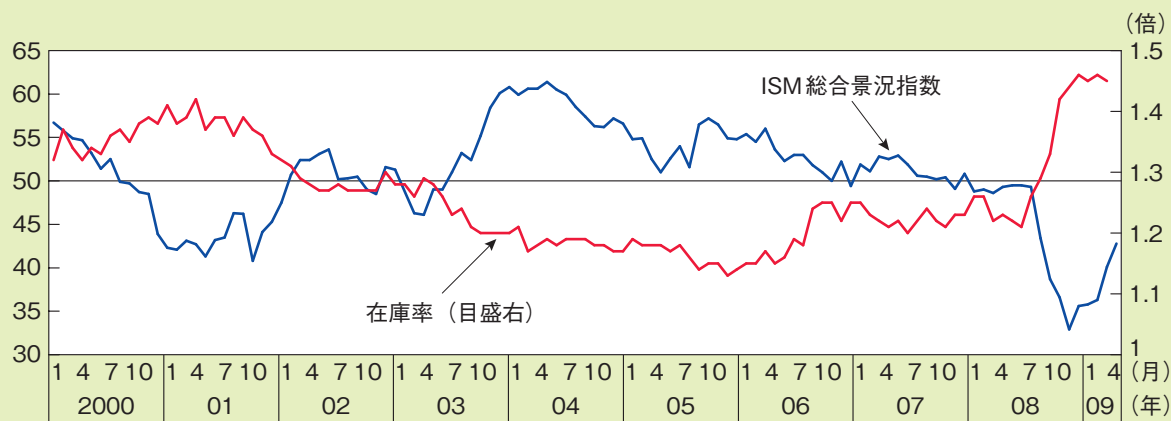


第1-3-19図 アメリカの景況関連指標

(1) ISM総合景況指数の推移

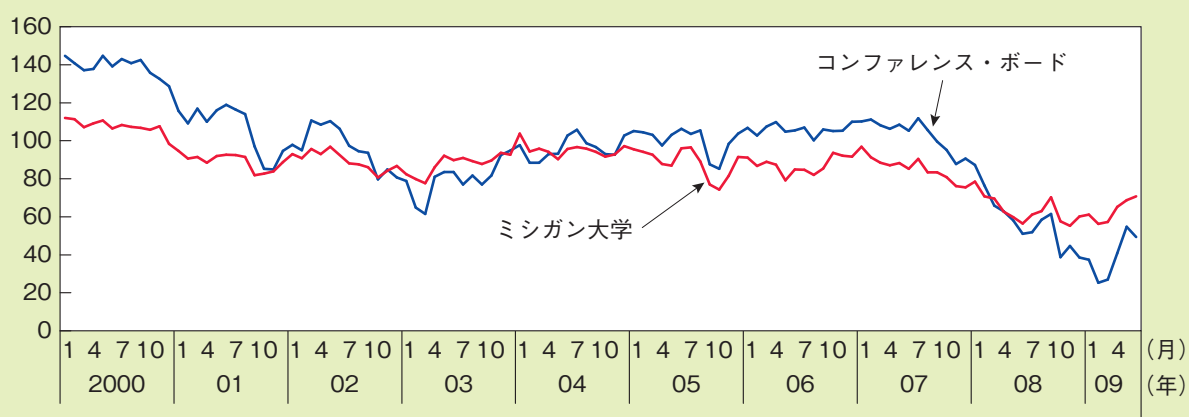
製造業の景況感は改善



(備考) ISM “Manufacturing Report On Business”、アメリカ商務省 “Manufactures' Shipments, Inventories, and Orders” により作成。

(2) 消費者信頼感指数の推移

消費者マインドは改善



(備考) The Conference Board “Consumer Confidence Index”、Reuters/University of Michigan “Surveys of Consumers” により作成。

えられる。大幅に悪化していた個人消費についても、下げ止まりつつある。

海外におけるこうした動きが景気の持ち直しにつながれば、我が国からの輸出も持続的な回復が可能となろう。

3 リスク要因

今後の景気を展望するに当たってのリスク要因として、以下では①大幅な雇用調整、②デフレ、③海外における景気の下振れ、といった可能性に関して、現状をどう評価するかを見ていこう。

(1) 大幅な雇用調整のリスク

2009年春以降、生産が持ち直すとともに、所定外労働時間は増加に転じ、有効求人倍率の低下テンポも緩やかになっている。一方で、このところ雇用者数の減少が明確となり、失業率の上昇が続いている。雇用者数や失業率は一般に景気に遅行するとされ、生産水準が極めて低い状況にあることを踏まえると、先行きその一層の悪化が懸念される。ここでは、失業プールへの出入り、雇用保蔵の状況、生産調整との関係について調べることで、雇用の先行きリスクを浮かび上がらせる。

● 「就業者から失業者」の確率の高まり

最初に、失業者と就業者、非労働力人口の間の移動（フロー）の状況を明らかにしよう。すなわち、毎月どの程度の割合で失業から脱し、あるいは新たに失業者が生まれるかを、「失業者から就業者」「失業者から非労働力人口」「就業者から失業者」「非労働力人口から失業者」の4通りの確率として推計する（第1-3-20図）。その結果、今回、失業率の上昇が比較的遅かった原因として、次のような点が指摘できる。

第一に、「失業者から就業者」の確率が、最近まで比較的高い水準のまま、ほぼ横ばいで推移してきたことである。過去2回の後退局面を見ると、2001年は低い水準で横ばい、97～98年は比較的高い水準から低下傾向にあった。したがって、過去10年程度と比べると、2008年までは失業者が翌月に就職できる確率が高く、そうした状況がさほど変わっていないことが分かる。

第二に、「就業者から失業者」の確率が、景気後退後1年程度は横ばいにとどまったことである。過去2回の後退局面では、企業のリストラ姿勢が強まるなかで、景気の高から半年程度でこの確率が急上昇に転じており、これが失業率の上昇に大きく寄与したと考えられる。

第三に、「失業者から非労働力人口」の確率が、当初は上昇したことである。過去2回の後退局面では景気の高からすでに低下しているが、今回は一時的に失業者の非労働力化が進み、失業率の上昇を抑えた面もあると考えられる。

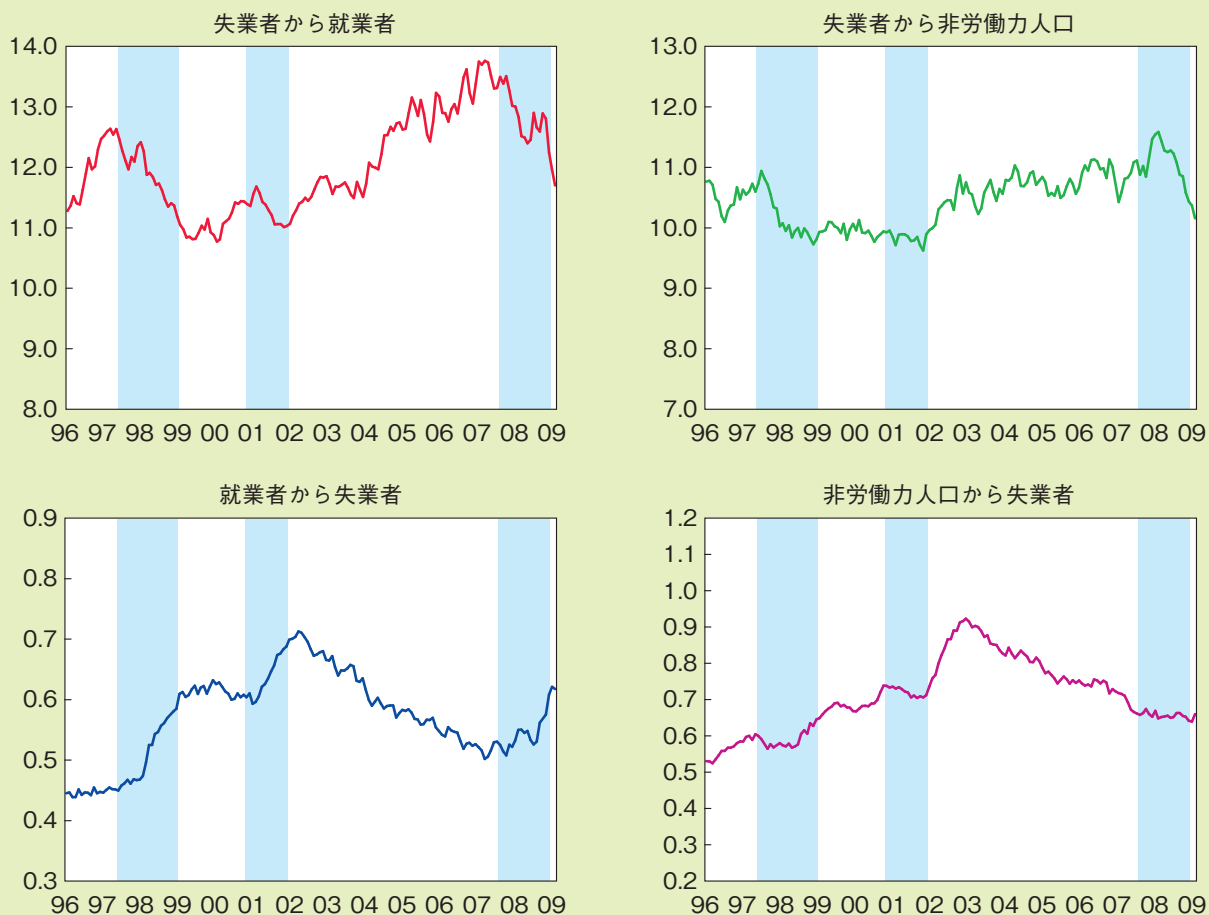
ただし、「失業者から非労働力人口」の確率は2008年前半から低下に転じている。さらに懸念すべきは、2008年末頃から「失業者から就業者」の確率が低下し、「就業者から失業者」の確率が高まっていることである。生産水準と不釣り合いな雇用者数の重みに耐えられない企業が出てきていると見られ、今後こうした企業が増加すれば、この確率はさらに高まる可能性がある。

● 企業の雇用保蔵は過去の景気後退局面と比べても大規模

それでは、現在、どの程度の企業がどの程度の雇用者を生産に見合わない形で「保蔵」して

第1-3-20図 労働力状態のフロー（推移確率）

失業に陥る確率は上昇し、失業から抜け出す確率は低下



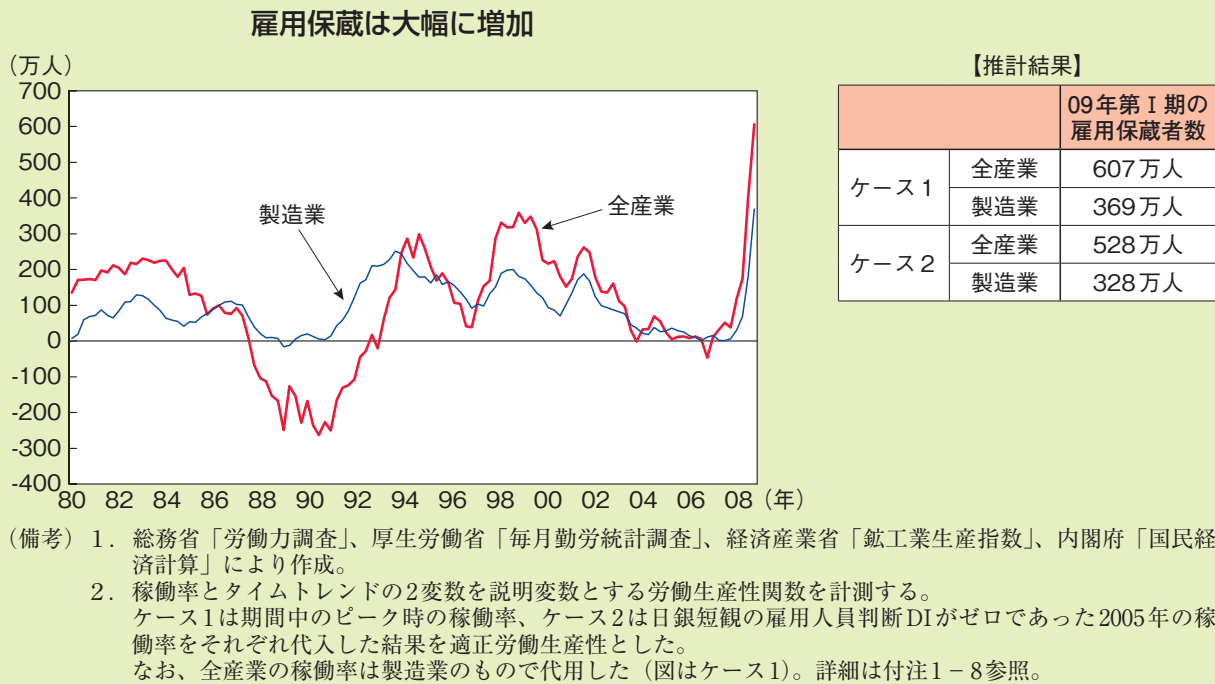
- (備考) 1. 総務省「労働力調査」により作成。フローデータはストックベースの数値と整合性がとれるように修正（「昭和60年 労働経済の分析」と同じ方法により修正）。
 2. (推移確率) = (t月のフローデータ) ÷ (t-1月のストックデータ)
 3. フローデータ、ストックデータは12か月累計値。男女計の値。
 4. シャドーは景気後退期。ただし、直近のシャドーは、2009年3月まで。

いるのだろうか。ここでは、「雇用保蔵」を実際の常用雇用者数と生産に見合った最適な雇用者数の差として把握する。最適な雇用者数とは、「適正」な労働生産性を、平均的な労働時間で達成できるような雇用者数である。ここでは「適正」な労働生産性として、2通りのケースを用いよう。一つは、稼働率が最も高いときの労働生産性である（ケース1）。もう一つは、最近時点で雇用過剰感がゼロであった2005年当時の稼働率に対応する生産性である（ケース2）。その結果を見ると、次のようなことが分かる（第1-3-21図）。

第一に、全産業、製造業とも、2008年10-12月期になって雇用保蔵が急速に増加している。これは、リーマンショック後に生産活動が大幅に低下したことに対応している。なお、全産業では製造業に先立って2008年4-6月期から急速な増加が始まっており、非製造業を中心として常用雇用者を確保しておこうという動きが強かったことが示唆される。

第二に、今回の雇用保蔵は過去と比べても大規模である。具体的な数については幅を持って

第1-3-21図 雇用保蔵の推計



見る必要があるが、2009年1-3月期で全産業607万人(ケース1)又は528万人(ケース2)、製造業369万人(ケース1)又は328万人(ケース2)の規模となった。特に、全産業では、すでに80年代以降で最大の水準に達している。

このように、今回の後退局面では雇用保蔵の増加テンポが速く、結果として規模も大きくなっている。雇用保蔵は当面の生産との対比では過剰雇用と捉えられることもあるが、必ずしも不合理なことではない。スキルを持った人材を社内に確保し、人的資本の毀損を防ぐことは、需要が回復したときに機会を逃さないために必要な面もあり、そうした長期的視野から意図的な雇用保蔵が行われている可能性がある。

なお、2009年4-6月期は、生産が持ち直す一方、現実の雇用者数がさらに減少していると考えられ、雇用保蔵は1-3月期と比べ減少することが見込まれる。

●労働時間による調整一巡により焦点は雇用者数による調整へ

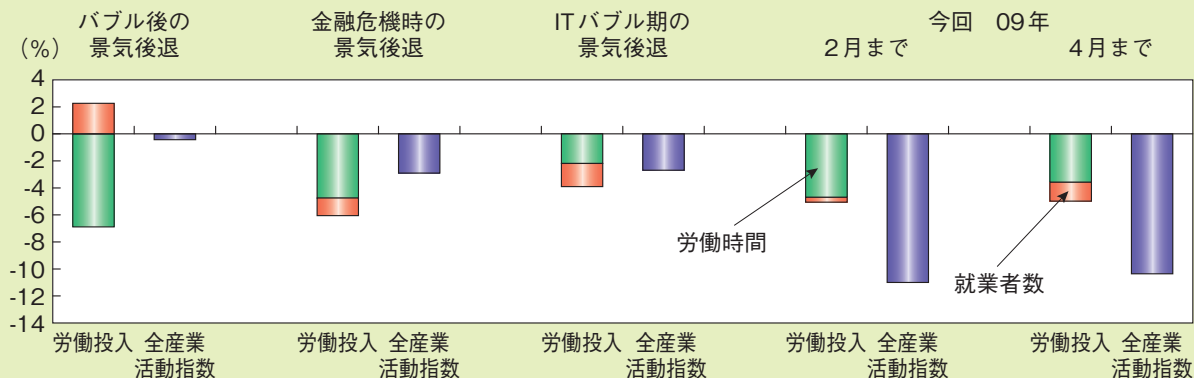
それでは、生産調整との対比で見た場合、雇用調整がどのように進められてきたのだろうか。過去3回の景気の高から谷まで、及び今回の景気の高から2009年2月及び4月(製造業は5月)までのそれぞれについて、生産と労働投入(就業者数×総実労働時間)の変動率を比べてみよう(第1-3-22図)。なお、全産業ベースの「生産」としては、全産業活動指数を用いる。それによれば、過去と比べて今回の特徴として、以下のような点が指摘できる。

第一に、生産と対比した労働投入の調整の度合いは、今回、これまでのところは相対的に小さい。全産業、製造業とも今回は生産の減少率が極めて大きく、労働投入の減少率も過去の後

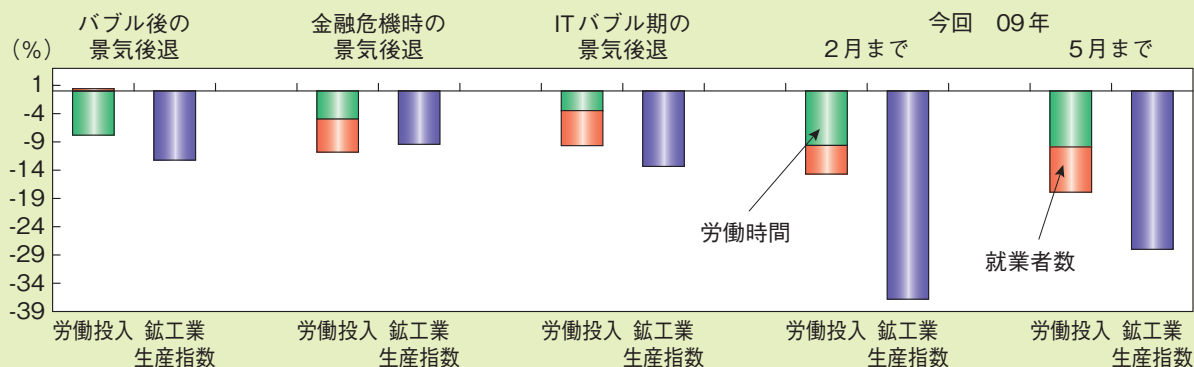
第1-3-22図 生産と労働投入量

現局面では生産の減少との対比では労働投入の減少は小さいが、今後については要注意

(1) 全産業



(2) 製造業



- (備考) 1. 経済産業省「鉱工業指数」「全産業活動指数」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」により作成。
 2. 景気の山の値に対する谷の値の増減率を算出。なお、労働投入は就業者数×総実労働時間。
 3. 全産業就業者数については季節調整値を使用し、製造業就業者数については内閣府において季節調整したものを使用。
 4. 総実労働時間は事業所規模5人以上。

退局面と比較して大きい。しかしながら、生産の減少程度と比較すると労働投入の減少は小幅にとどまっている³¹。

第二に、労働時間の減少率そのものは、過去と比べてもすでに大幅となっている。すなわち、生産の大幅な落ち込みに対応して、企業は残業の削減や休日の増加などによる対応を急速に進めたことが分かる。

第三に、全産業ベースの就業者数の減少率は、ITバブル崩壊後の後退局面と比べて小幅にとどまっている。しかし、今回の局面においても、就業者のうち自営・家族従業員の減少は相当程度進んでいる。これは、前述のように常用雇用を中心に保蔵が行われ、雇用者数が比較的維持されてきたことを反映した結果と考えられる。

注 (31) なお、生産と労働投入の差をもとに雇用保蔵を単純に推計すると、製造業で2009年2月301万人、3月266万人、4月229万人、5月140万人となる(付図1-7)。

企業にとって、生産の減少に見合わない労働投入を持続することは困難である。したがって、雇用者数の一段と大幅な減少、失業のさらなる増加を防ぐことができるかは、今後、生産がどの程度のスピードで回復していくかにかかっている。過去との単純な対比では、これだけ労働時間が削減されればすでに限界に近く、生産の迅速な回復がない場合、雇用者数の大幅な削減へと重点が移ることが懸念される。ただ今回は、雇用調整助成金の拡充により、休業に伴う企業の負担が大きく軽減されている面もあり、その影響がどのように推移するかについても注視する必要がある。

(2) デフレに逆戻りする可能性

2007年秋から2008年夏にかけて、原油や穀物価格の高騰が消費者物価にも波及し、デフレよりインフレを懸念する声も目立っていた。しかしながら、その後、原油等の価格は急落に転じ、リーマンショック後の景気悪化とあいまってデフレ懸念が再び強まることとなった。ここでは、この間の消費者物価の変動を振り返った後、企業や家計のインフレ期待がどう変化したか、需給ギャップの拡大は物価の先行きにどのように影響するかを確認することで、デフレに逆戻りする可能性について考察する。

●消費者物価は緩やかな下落へ

デフレとは、物価が持続的に下落する状態である。物価の指標としてはGDPデフレーターや消費者物価が代表的であるが、以下では消費者物価に着目する。その最近の動きを振り返り、基調的な部分がどう推移してきたかを確認しよう（第1-3-23図）。

まず、「コア」指数（生鮮食品を除く総合）は、2007年夏までは横ばいであったが、一旦は急上昇し、2008年夏以降は急落した。2009年に入ってから横ばい圏内の動きに戻り、春以降は緩やかに下落している。この間、その前年比伸び率に寄与したのは、石油製品と食料であったことが分かる。「その他」の寄与は小さいが、この中にも電気料金など原油価格の直接的影響が及んだ品目が含まれる。2008年度にかけての原油や穀物価格の高騰は消費者物価を押し上げたが、その効果は一部の品目に集中していたといえよう。その後については、2008年末頃から石油製品がマイナス寄与に転じたことに加え、2009年春からは食料のプラス寄与縮小などが「コア」指数の押下げ原因となっている。

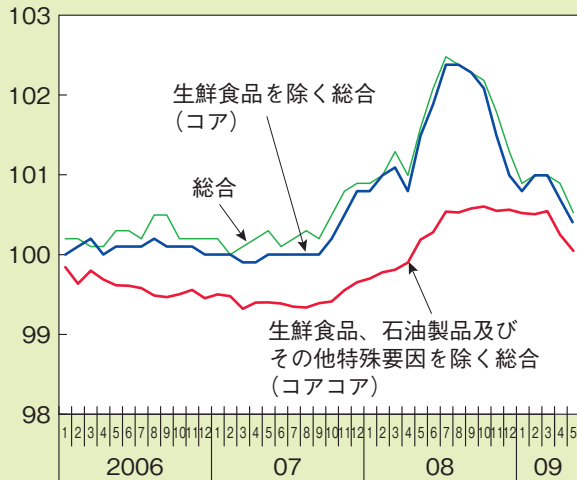
次に、内閣府が消費者物価の基調判断の際に重視している「コアコア」指数（生鮮食品、石油製品、その他特殊要因を除く総合）を見よう。「コアコア」は、2007年末頃から2008年夏まで緩やかな上昇を示した後、横ばい圏内の動きに戻り、2009年春以降は緩やかに下落している。これは主として食料の動きによるところが大きい。なお、穀物価格の変動の消費者物価への波及は原油価格と比べ遅く、2009年に入ってようやく消費者物価の押下げに寄与するようになったといえよう。

第1-3-23図 消費者物価の推移

物価は緩やかに下落

(1) 消費者物価（季節調整済）の推移

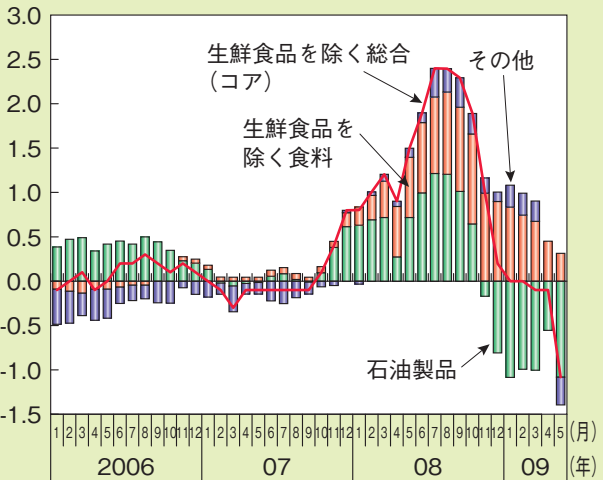
（季節調整済値、2005年＝100）



（備考）総務省「消費者物価指数」により作成。

(2) 消費者物価（コア）の寄与度分解

（前年比寄与度、%）



以上から、最近の消費者物価の動きは原油や穀物価格の変動による面が大きく、一時的なものとして評価できる。また、穀物価格の下落の影響は今後も現れると見られるが、それも一時的な現象と考えられる。したがって、コアコア指数が下落しただけでは、デフレに戻ったという判断にならないことに注意が必要である。持続的な物価下落という意味でのデフレに逆戻りするかどうかについては、これらの要因以外の下押し圧力がどう働いていくかを見極めることが重要である。

●企業の物価見通しは「下がる」が増加、家計も「上がる」が減少

それでは、企業や家計は物価の先行きをどう見通しているのだろうか。企業の見方として消費関連企業の3ヵ月後の販売価格見通しDI（「上がる」とした企業の割合－「下がる」とした企業の割合）を、家計の見方として1年後の見通しDI（定義は企業の場合と同様）を調べたところ、以下の特徴が見られる（第1-3-24図）。

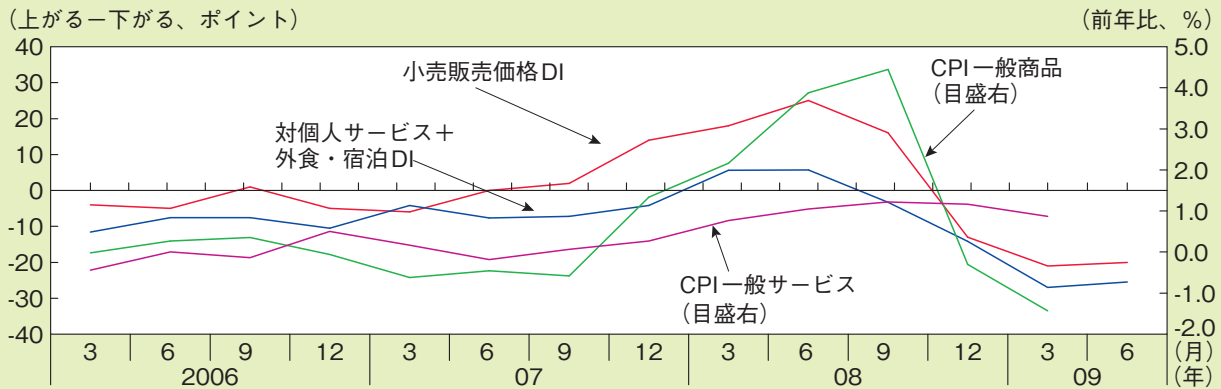
第一に、いずれの見通しについても、現実の物価の動きと相前後して変化し、2008年後半からDIが低下に転じている。その結果、2009年3月には「下がる」とする企業が圧倒的に多くなり、また、家計でも「上がる」とする回答が大幅に減っている。なお、家計の回答は「上がる」と回答する割合が高い傾向にあるため、その点を勘案した過去の期待インフレ率との対比で推測すると、2009年1-3月期の期待インフレ率はゼロに近い上昇率と考えられる。

第二に、2009年3月のDIは、家計、企業とも2006年～2007年初めの水準より低くなっている。これには前述の穀物価格下落の波及が遅れて現れていることなど一時的な要因も含まれている可能性があるが、景気悪化を反映して物価が下落すると予想している面も大きいと考えら

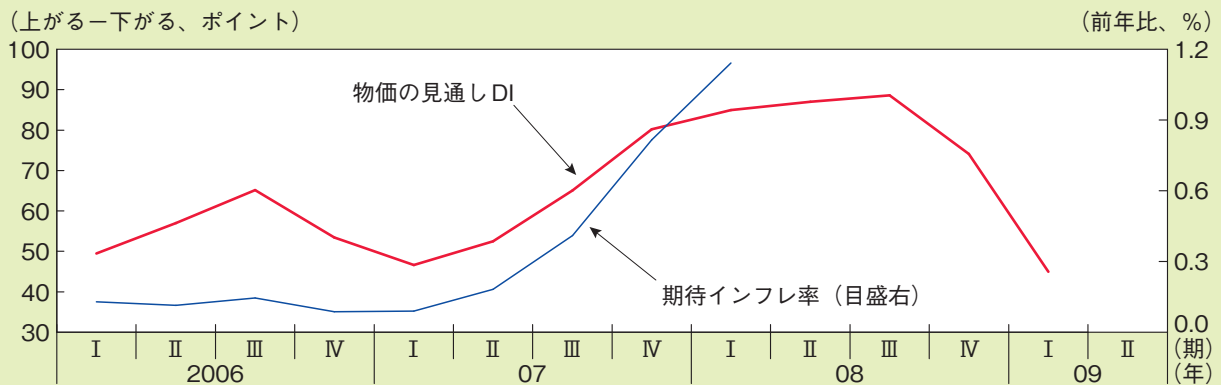
第1-3-24図 企業や家計のインフレ期待

企業・家計ともインフレ期待は低下傾向

(1) 消費関連企業の販売価格見通し



(2) 家計の物価見通し



- (備考) 1. 内閣府「消費動向調査」、日本銀行「全国短期経済観測調査」、総務省「消費者物価指数」により作成。
2. 消費関連企業のインフレ期待の質問項目は、「3ヶ月後の貴社の販売価格はどのように変化するか」。
3. 家計のインフレ期待の質問項目は、「あなたの世帯が日ごろよく購入する品物の価格について、1年後どの程度になると思いますか」。
4. (1) のCPI一般サービスは帰属家賃除く。
5. (2) の期待インフレ率は、カールソン・パーキン法により推計。家計の物価の見通しDIは、総世帯の四半期平均値を用いて、「わからない」を除いた「上がる」、「下がる」、「変わらない」の割合によりDIを作成。

れる。このことは、企業の見通しのうち、一時的要因の影響が相対的に少ない「対個人サービス+外食・宿泊」で、DIが特に大きくマイナスとなったことから推測される。

●需給ギャップの拡大は遅れを伴って基調的な物価を押し下げ

このように景気が悪化するなかで物価の見通しが下向きになってきているが、実際に需給ギャップの拡大は物価にどの程度の影響をもたらすだろうか。GDPギャップと消費者物価上昇率のこれまでの関係から考えてみよう。

一般に物価は需給環境によって変動するが、需給環境の変化がすぐに物価に反映されるわけではない。消費者物価、特にその基調的な動きは、通常、マクロの需給環境を示すGDPギャップの変化に遅行する。これは、石油製品などの市況商品を除けば、価格の改定には相当の時間

がかかるためである。特に賃金の変化は景気に遅れることから、人件費のウエイトが高いサービスの価格などは、この傾向が強いと予想される。そこで、横軸に1年前のGDPギャップ、縦軸に消費者物価（コアコア指数）の前年同期比をとってフィリップス曲線を描くと、おおむね右上がりの関係が観察される（第1-3-25図（1））。

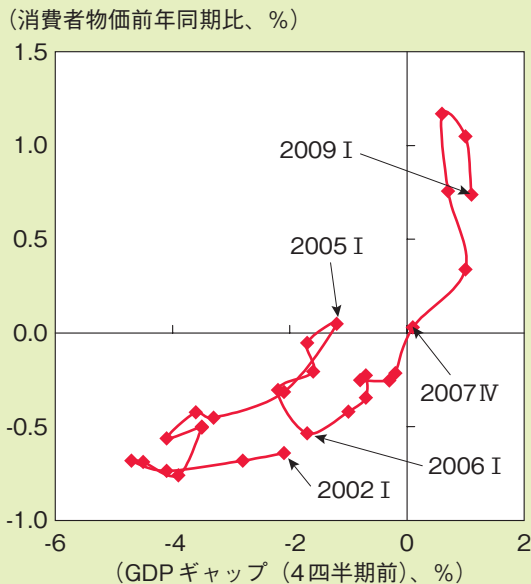
しかし、このような指標の組み合わせの場合、2007年にGDPギャップがほとんど変化していないにもかかわらず、1年後の2008年の物価は前年比で上昇しており、右上がりの関係が消失してしまう。これは穀物価格上昇に伴う動きであり、必ずしも基調的な変化とはいえない。この部分を均して見るため、食料も除いたいわゆる「米国型コア」指標を用いてプロットし直してみよう（第1-3-25図（2））。その結果は、2001年以降、ほぼ一直線で右上がりの関係となる。それ以前の期間についても同様の処理をすると、期間ごとに高さは違うものの、右上がりの関係が比較的明瞭に浮かび上がる。なお、期間ごとの高さの違いは、基調的な期待物価上昇率の違いを反映したものと考えられる。

こうした分析から推論すると、リーマンショック後の大幅なGDPギャップの拡大は、もしそれが続く場合、2009年以降の基調的な物価を大きく下落させるおそれがある。現在の基調的

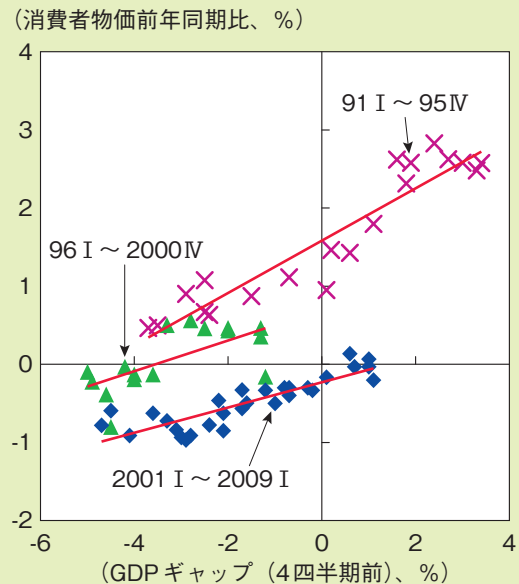
第1-3-25図 需給ギャップと消費者物価の関係

需給ギャップの拡大は消費者物価の押下げに作用するが、その程度は緩やかに

(1) 生鮮食品、石油製品、その他特殊要因を除く消費者物価との関係



(2) 食料、エネルギーを除く消費者物価との関係



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、「民間企業資本ストック」、経済産業省「鉱工業生産指数」、総務省「消費者物価指数」等により作成。
 2. $GDP \text{ギャップ} = (\text{現実のGDP} - \text{潜在GDP}) / \text{潜在GDP}$ 。
 3. 生鮮食品、石油製品、その他特殊要因を除く消費者物価は、生鮮食品除く総合から石油製品、電気代、都市ガス代、米類、切り花、鶏卵、固定電話通信料、診療代、介護料、たばこを除いたもの。
 4. 食料、エネルギーを除く消費者物価は、97年4月実施の消費税率引き上げ分を調整し、診療代引き上げの影響が大きい97年第3四半期～98年第2四半期と2003年第2四半期～2004年第1四半期のデータを除いている。

な期待物価上昇率は長期にわたるデフレ的な状況を経て形成された面があり、これを上方にシフトさせるのは容易ではなく、むしろ低下が懸念される状況になりつつある。したがって、デフレ防止のためには、マクロ的な需給の改善を急ぐ必要がある。

(3) 海外経済の下振れ

前述のとおり、世界的な金融危機は依然深刻であるが、2009年に入ってからには小康状態にある。そうした状況の下で、アメリカなどの景気悪化のテンポにも緩和が見られる。しかし、世界景気が回復に向かうというシナリオには不確実性が高く、下方リスクが大きい。そのようなリスクとして、①米欧を中心とした、金融市場と実体経済の悪循環の長期化、②財政収支の悪化を背景とする長期金利の上昇、③各国における雇用情勢悪化などが挙げられる。

●金融危機と実体経済の悪循環が長期化する懸念

アメリカの景気が回復するとしても、それは政策措置に強く依存したものであり、政府やFRBの取組によって金融市場が安定しなければ、金融市場と実体経済の悪循環が長期化し、景気回復がさらに遅れる懸念がある。また、英国を始めとした欧州についても、金融市場と実体経済の悪循環の長期化が懸念される。

ここでは、米欧における住宅市場の先行きについて考えてみよう（第1-3-26図）。95年以降の住宅価格の動向を見ると、アメリカ、英国ともに90年代後半にはほぼ名目GDPに沿った上昇を示していた。2000年代以降、住宅価格の上昇が顕著となり、2006～2007年にピークとなった後下落に転じている。住宅価格は、名目GDPとの対比で見ると、今後も調整が続く可能性を示唆している。アメリカについては、ケース・シラー住宅価格指数先物価格で見ると、ピーク時と比較して4割減にまで調整が進むことが見込まれている。また、英国でも四半期ベースで見ると、住宅価格は2009年1-3月の時点においては、ピークの2割減程度となっている。

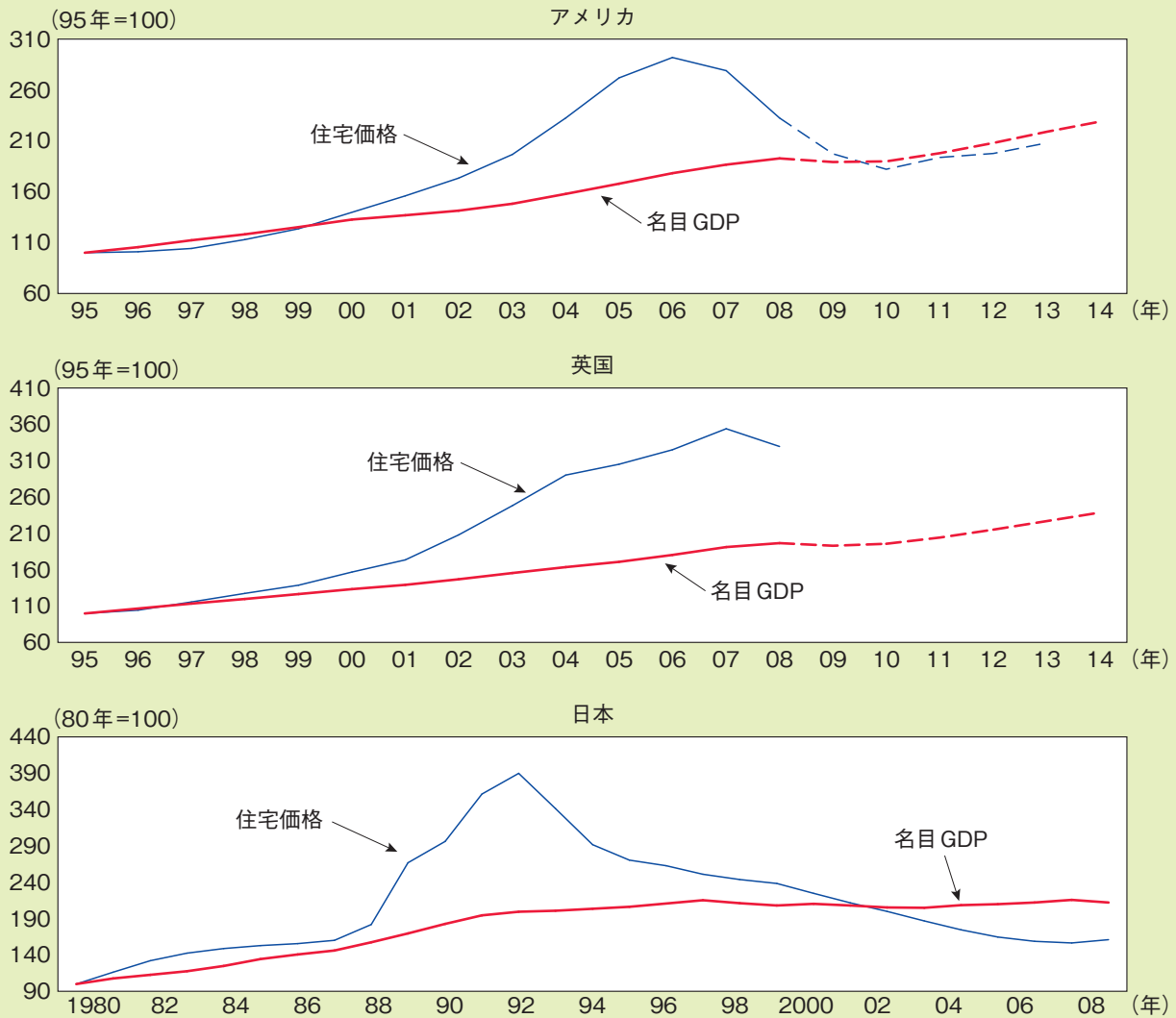
こうした住宅価格の調整について、過去の日本の経験と対比してみよう。日本の住宅地公示地価（三大都市圏平均）の動きを振り返ると、91年にピークを付けた後、約15年間にわたって下落を続け、ピーク時の半分以下の水準になっている。こうした日本の経験を踏まえると、米欧における住宅価格の調整が長期化する可能性も否定できない。

●政府債務残高の対GDP比はアメリカで上昇し、欧州でも高水準

アメリカにおいては、大規模な経済対策を実施しており、今後、債務残高が増加する可能性が高い。国・地方を合わせた債務残高のGDP比の推移を見ると、2000年には56%程度であったが、2007年末時点では63%程度にまで上昇している（第1-3-27図）。こうした状況の中での対策の実施であり、景気悪化に伴う循環的収支の悪化と合わせて債務が増加し、その持続

第1-3-26図 日米欧の住宅バブルとその調整

名目GDPとの対比では、米英の住宅市場調整が続く可能性



- (備考) 1. 国土交通省「地価公示」、Standard & Poor's "S&P/Case-Shiller Home Price Indices"、CME、Nationwide "House Prices"、IMF "World Economic Outlook Database" により作成。
 2. 日本は住宅地公示価格の三大都市圏平均、アメリカはケース・シラー住宅価格指数の10都市平均、英国はネーションワイド住宅価格指数の全国平均。
 3. 点線部分は先行き。名目GDPについてはIMFの予測。アメリカの住宅価格についてはCMEにおけるケース・シラー住宅価格指数先物価格。

可能性への懸念を生じさせた場合には、国債価格が下落し、長期金利の上昇から实体经济に悪影響を及ぼす可能性がある。

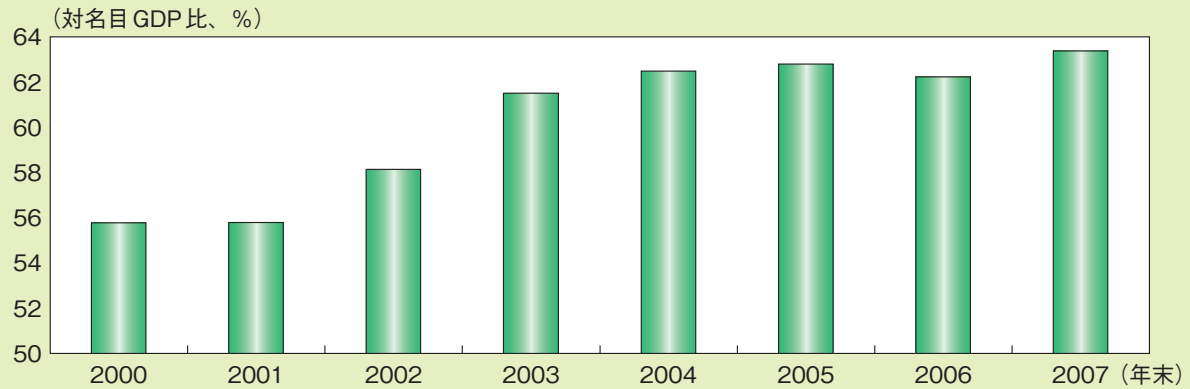
一方、欧州各国について見ると、ドイツ、フランスでは2000年代前半は債務残高のGDP比が拡大してきたが、安定化に向けた努力を行ってきており、英国、イタリアでも近年の債務残高のGDP比は縮小ないし横ばい傾向で推移していた。ただし、いずれの国も景気悪化や対策実施に伴い財政は急速に悪化している。また、今後についても、各国の債務残高のGDP比は、2010年にかけて上昇する見通しとなっている。

米欧において長期金利の上昇が景気に悪影響を及ぼす場合には、日本の輸出の伸びを抑える

第1-3-27図 米欧における政府債務残高の推移

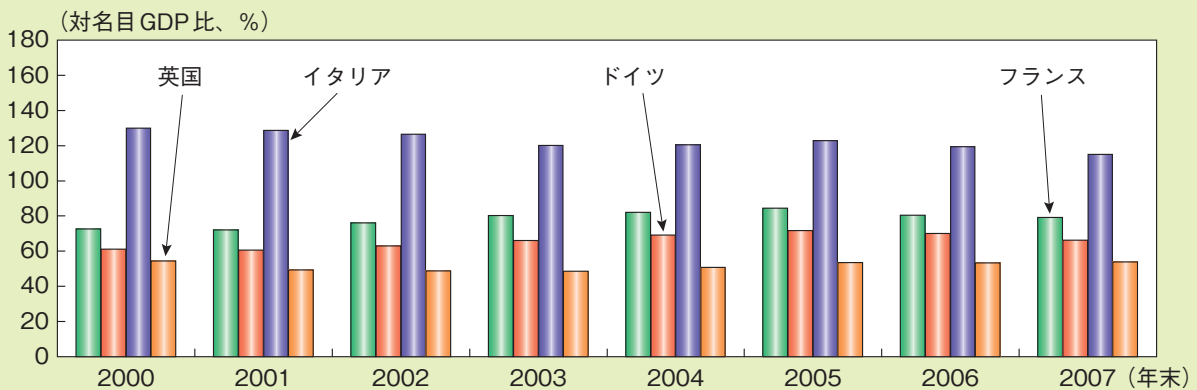
(1) アメリカ

債務残高対GDP比は上昇



(2) 欧州

比較的安定して推移しているものの高水準



(備考) 1. OECD データベースにより作成。
2. 一般政府の金融負債残高。

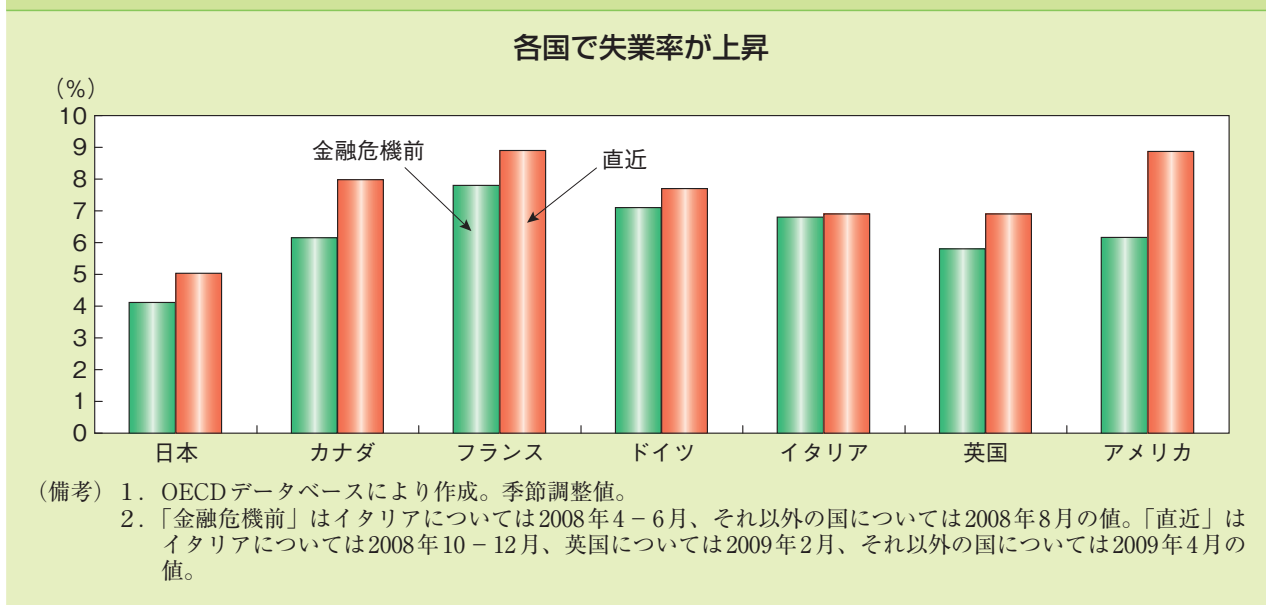
方向に働くことに留意が必要である。

●各国における雇用情勢悪化の影響

世界的に景気が後退してきたことを受けて、各国において雇用情勢が急速に悪化している(第1-3-28図)。アメリカにおいては、2010年には失業率が10%を超える水準となる可能性が指摘されており、所得・雇用環境の悪化が個人消費をさらに下押しするおそれがある。欧州においては、これまで失業率の上昇が緩やかであったドイツやフランスでも上昇が見られる。今後、2010年には失業率がユーロ圏では11%台、英国でも9%台まで上昇することが見込まれている。こうした雇用情勢の悪化は、以下のルートから世界的な景気の下振れをもたらす要因となる可能性がある。

第一に、雇用情勢が厳しいなかでの回復は、足取りの弱いものとなる可能性がある。経済対策などを背景に、一時的に消費が伸びたとしても、雇用が安定しなければ持続的な回復にはつ

第1-3-28図 各国の失業率



ならないであろう。

第二に、雇用情勢の悪化は社会不安につながる可能性があり、これを政治的に解決するために各国が保護主義的な政策をとる可能性がある。保護主義によって、貿易や投資が阻害されれば、三角貿易などを前提として効率的な国際分業体制を構築してきた各国の産業が大きな打撃を受けるおそれがある。

第4節 まとめ

本節では、第1章の分析で明らかとなったことを要約する。

●外需、企業部門中心の急速かつ厳しい景気後退

今回の景気後退は、2008年9月のリーマンショックの前後で2つの段階に区分できる。リーマンショック前は、アメリカを中心とする金融不安、景気の減速、原油価格等の高騰などから、我が国の景気も緩やかながら弱まりを示した。リーマンショック後は、世界的な金融不安が金融危機へと発展し、世界同時不況と呼ぶべき事態に陥り、日本経済は急速な悪化を示すようになった。

こうした景気後退の特徴を、「速さ」「長さ」「深さ」で評価すると次のようになる。まず、リーマンショック後に絞ってGDPや鉱工業生産の動きを見ると、過去にない速さの景気悪化であった。景気後退の長さは現時点で確たることはいえないが、すでに過去の平均的な後退期間である16か月を経過した可能性が高い。また、GDPギャップや稼働率で見る限り、急速な