

日本はどう変わったか、 どう変わらないか

経済調査部 近藤 智也

要 約

米国でリーマン・ショックが起きてから10年が経過しているが、当初対岸の火事と思われた日本経済も、金融市場の混乱・世界的不況に巻き込まれ、深刻な景気後退に陥った。10年間のうち前半5年間は景気後退とそれに続く低迷期であり、対照的に後半5年間はアベノミクスという景気拡大期だった。

戦後2番目の長さの景気拡張となったアベノミクスは、過去と比べて成長スピードが緩慢で、実感に乏しいと言われて久しいが、企業収益や労働需給の改善、株価上昇などの数字を見る限り、及第点を取ることができよう。

ただ、この10年間を振り返ると、解決を先送りしてきた課題も多い。アベノミクスが戦後最長の景気拡張になるためには、「成長と分配の好循環」の加速が不可欠だが、そのカギを握る企業の期待成長率はほとんど変わっていない。従って、企業マインドに変化をもたらすように、潜在成長率を高める成長戦略の重要性が増していくとみられる。

一方、日銀の金融政策はアベノミクスを積極的に支えてきたが、足元では手詰まり感が強い。リーマン・ショックの打撃が小さかった日本の金融機関だが、現行の政策の影響で収益性は大きく低下しており、今後が懸念される。

目 次

- 1 章 リーマン・ショックが日本にもたらしたインパクト
- 2 章 アベノミクスを評価する
- 3 章 リーマン・ショック後の日本経済の構造変化
- 4 章 日本の金融システムの健全性
- 5 章 おわりに

1章 リーマン・ショックが日本にもたらしたインパクト

1. はじめに

2008年9月に米国で生じたリーマン・ショック当初は、対岸の火事と思われていたものの、世界同時不況によって、日本経済は深刻な景気後退に直面した。その後、2011年3月の東日本大震災等を経て、足元では、戦後2番目の長さとなる景気拡大の真っ最中である。このように、リーマン・ショックから10年が経過した日本経済は、前半5年間は景気後退とそれに続く低迷期であり、一転して後半5年間は、好景気、いわゆるアベノミクスという対照的な期間を経験していることになる。

本稿では、大きなアップダウンを経験した10年間で振り返りつつ、リーマン・ショック前までの戦後最長の景気拡大と、現在のアベノミクス（ここでは景気拡大の意味で使用、以下同じ）を比較する。そして、この10年間で日本経済がどのように変わったか、あるいは変わっていないかを様々な観点から分析する。

また、リーマン・ショックで（欧州の場合は、その後の債務危機も含めて）痛手を被った欧米の金融機関に比べて相対的に健全とされる日本の金融機関の状況を、この間の日銀の金融政策の変遷を踏まえて確認する。最後に、アベノミクスが戦後最長の景気拡大になるための条件を考察したい。

2. リーマン・ショック時の日本経済

2008年9月に発生したリーマン・ショックは、

100年に一度の世界的な同時不況といわれた景気後退を引き起こした。世界的な金融市場の混乱の中、日本経済も無傷ではいられず、むしろ、急激な円高も手伝って悪影響は増幅された格好である。

具体的には、年率+1.6%で成長していた日本経済は、2008年▲1.1%、2009年▲5.4%となり、1990年代の金融危機（98～99年）以来の2年連続のマイナス成長に陥った（いずれも実質GDPベース、断りが無い限り、以下同じ）。ただ、金融危機当時は▲1.1%と▲0.3%と小幅な落ち込みであり、バブル崩壊直後でもプラス成長だった点を踏まえると、2009年の▲5.4%がいかに大きな急ブレーキだったことが想像できよう。

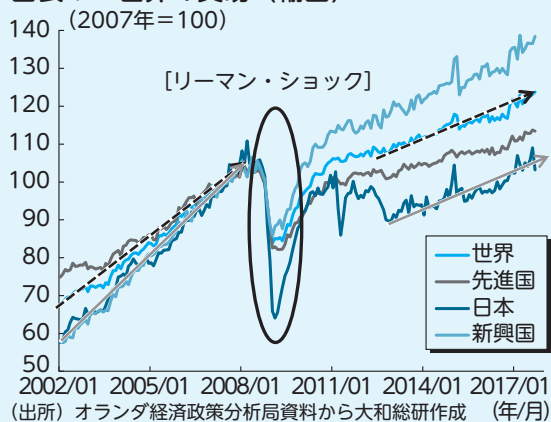
さらに、リーマン・ショックの震源地であった米国が▲2.8%、ユーロ圏が▲4.5%（いずれも2009年）というように、日本よりも減少率が小さかったのである。また、中国の場合、4兆元の大型の景気対策が実施されたこともあって、経済成長は一時的な景気減速にとどまり、欧米各国に先駆けてショック前の成長軌道に復している。

また、リスク回避の動きから資金が日本にシフトしたこともあって、円はわずか5カ月間で約3割も増価し、円／米ドルレートは約110円から約90円に円高が進んだ。この大きな為替変動も、日本の輸出にとっては大きな逆風となったとみられる。

その結果、世界経済の急減速に合わせて、世界全体の輸出数量はリーマン・ショック発生から約半年間で約2割減少したが、中でも日本の輸出数量は約4割減と落ち込み方が著しかった¹（図表1）。このように、リーマン・ショック後の景気

1) ここでは、オランダ経済政策分析局が公表している“WORLD MERCHANDISE TRADE”のVolumesを使って分析している。なお、この指数は、日銀が公表する実質輸出とおおむね同じ動きをしている。

図表1 世界の貿易（輸出）



後退は、特に2009年の落ち込みに関しては外需の悪化（輸出が前年比▲23.4%と落ち込み、輸出の寄与度が▲4.1% pt、外需の寄与度は▲1.4% pt）が一因であったといえよう。

それ故、輸出数量がリーマン・ショック前の水準まで回復するのに、米国が3年弱、債務危機にも直面したユーロ圏が4年弱、新興国が2年弱かかったのに対して、日本は、2017年に入ってようやく戻ったのである。また、日本が相対的に長い時間を要した背景には、東日本大震災の発生といった特殊要因のほかに、企業の海外進出などによって輸出構造の変化も影響しているとみられる。

2章 アベノミクスを評価する

1. アベノミクスは5年経過

1) 実感に乏しい状況が続いてきた

2012年12月の安倍政権誕生とともにスタートした現在の景気拡張（第16循環）は約5年間で経過し、高度経済成長期のいざなぎ景気（1965年11月～1970年7月、57カ月間）を上回って

戦後2番目の長さの景気拡張となっている。一方、戦後最長の景気拡張は、2002年2月～08年2月（第14循環）までの73カ月間であり、2000年代の小泉政権、および第一次安倍政権、福田政権において実現した。従って、あと一年余り、2019年1月までアベノミクスが続けば、長さとしては戦後最長の好景気となるわけだ。

だが、この5年間を振り返って見ると、2014年4月の消費税増税後の2年間余りにわたって、日本の景気が「踊り場」の状態にあったように、必ずしも順調に拡大してきたわけではない。むしろ、景気拡大の約半分の期間は「踊り場」の状態でした²、多くの国民が景気回復を実感できなかったとみられる。実際、この5年弱の経済成長率は実質GDPで年率+1.5%と、安倍政権が目標に掲げた2%程度に届かない。過去と比較しても、80年代後半のバブル景気（第11循環）の年率5%超に遠く及ばず、2000年代（第14循環）の同+1.6%をも下回っている（図表2）。

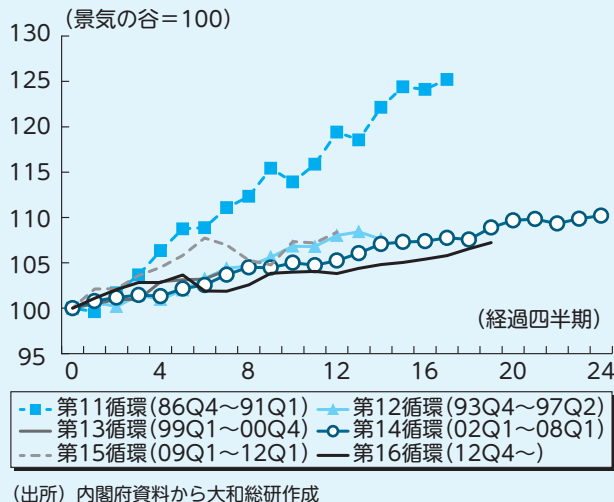
2) アベノミクスの質を確認する

では、景気の質という点でみると、アベノミクスはどのように評価できるだろうか。

後述するように、日本の企業（金融業、保険業を除く全産業）の経常利益は大幅に膨らみ、過去最高水準で推移している。また、企業の業績を反映する株価（日経平均）は、2017年12月には政権発足時の約2.2倍まで上昇した。そして、業績好調を受けて企業の倒産件数は減少し続けており、2016年度には2012年度比で約3割減って、26年ぶりの低水準となった。むしろ、人手不足を理由とした倒産が建設業やサービス業を中心に

2) なお、2017年6月、内閣府の景気動向指数研究会は、過去の後退局面に比べて悪化幅が小さかった点などを踏まえて、「2014年の状況は景気の山を設定する要件を満たさず、研究会としては、第15循環の景気の谷以降、景気の山はつかなかった」と結論付けた。

図表2 景気拡張期別に見た実質GDPの推移



増えており、後継者難で廃業するというケースも見られる。

雇用環境については、完全失業率が2%台後半まで低下し24年ぶりの低さとなる一方、有効求人倍率は高度経済成長期以来の高水準まで上昇するなど、企業の需要は強い。生産年齢人口（15～64歳）がこの5年間で約400万人減少しているにもかかわらず、女性や高齢者の労働参加が活発化したことで労働力人口は増加しており、雇用者は約300万人増えている。しかも、2016年以降は正規雇用の数も増加に転じ、正社員に対する有効求人倍率が初めて1倍を上回るなど雇用の“質”の改善が見られる。

アベノミクスが2013年に示した旧「3本の矢」では、“大胆な金融政策”や“機動的な財政政策”とともに、“民間投資を喚起する成長戦略”を掲げて、デフレからの脱却や富の拡大を目指した。依然として、日本銀行の物価安定の目標である、消費者物価上昇率2%は実現していないものの、インフレ率はマイナスからプラスに転じている。そのほかにも、法人実効税率の30%未満へ

の引き下げや電力・ガスの小売市場の自由化といった企業活動を促す制度改革を実現させた。

このように、アベノミクスは、賃金上昇ペースのような物足りなさはあるものの、十分な成果を挙げているとして、及第点を取ることができるだろう。しかしながら、アベノミクスの目指す好循環が実現するためには、企業収益が増えるだけでは不十分である。企業の業績改善が投資の拡大につながり、そして賃金の増加・所得の上昇を通じて、個人消費の拡大をもたらすことが期待される。それが、一段の企業業績のアップ

に結び付くことで、「成長と分配の好循環」の歯車が加速していくというメカニズムになる。

2. 第14循環（小泉政権等）との比較

アベノミクスの成長スピードは年率+1.5%にとどまっているが、戦後最長の景気拡張だった第14循環もやや高い同+1.6%にすぎなかった。ただ、成長の中身を見ると、必ずしも同じとは言えない面がある。まず、第14循環では、輸出・輸入とも、アベノミクスの約2倍という高い伸びを記録し、外需のプラス寄与度は2倍以上だった。

1) 外部要因：世界経済のスピード

世界の貿易環境を再度確認すると、第14循環時の日本の輸出数量は、世界全体を上回る傾きで増えていたが、アベノミクスにおける輸出数量の伸びはリーマン・ショック前よりも緩やかになっている（前掲図表1）。

この背景には、世界経済の成長スピードが低下しているために、世界のモノの流れが鈍くなっている点が挙げられる。IMFによると、2002～

07 年の世界経済の成長率は年平均 4.8% と高成長だったが、2013 ～ 16 年は同 3.4% となり、リーマン・ショック直後のマイナス成長（2009 年▲0.1%）から回復してはいるものの、相対的に低成長といえよう。

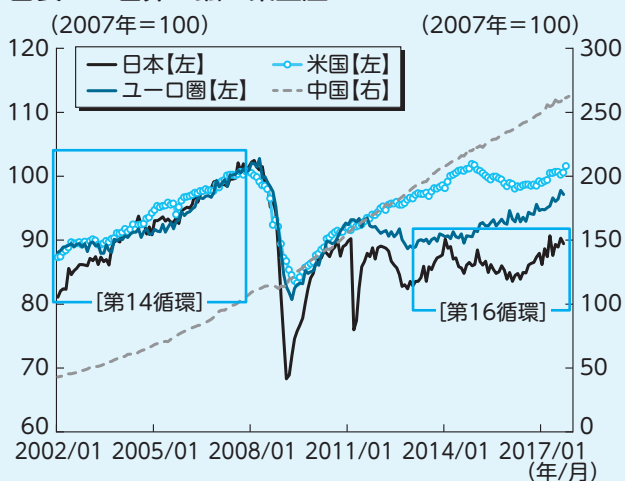
さらに、日本の場合、為替レートの変動に対する感応度が低下していることが指摘される。第 14 循環の中の 2005 ～ 07 年にかけて、円／ドルレートが 105 円から 120 円へ円安が進み（実効ベースでは約 15% の減価）、好調な世界経済も手伝って、日本からの輸出数量は順調に増加した。だが、アベノミクスの前半、2013 ～ 15 年にかけて、同レートは 80 円から 100 円、そして 120 円へ円安が加速したものの、輸出数量はおおむね横ばいにとどまった。

また、輸出との連動性が高い日本の鉱工業生産も横ばい圏で推移しており、2016 年以降、回復基調にあるとはいえ、リーマン・ショック前の 1 割程度低い水準である（図表 3）。中国の動きは例外的であろうが、やはり欧米に比べても、日本の回復力は見劣りする。

2) 国内要因：個人消費↓、公共投資↑

一方、内需を見ると、第 14 循環では、小泉政権下で財政再建が進められ、公共投資が断続的に削減されていったため³、公的需要の寄与度はマイナスとなった。対照的に、アベノミクスでは、機動的な財政出動を行い、公共投資がプラスの伸びを示している（図表 4）。プライマリーバランスの黒字化という財政再建の旗を掲げながらも、その実現を後ずれさせているのが現状である。また、民間需要を比較すると、設備投資がおおむね同じ伸び率であるほか、住宅投資の伸びはプラスマイ

図表 3 世界の鉱工業生産



(注) 米国以外は、建設業を除く
(出所) OECD、中国国家统计局、Haver Analytics 資料から大和総研作成

図表 4 景気拡張期別に見た、各需要項目の成長率（年率、%）の推移

	実質 GDP						
		個人消費	設備投資	住宅投資	公共投資	輸出	輸入
86Q4～91Q1（第 11 循環）	5.4	4.6	12.2	7.2	3.6	6.4	11.2
93Q4～97Q2（第 12 循環）	2.1	1.5	5.8	▲ 1.3	▲ 0.3	7.8	8.9
99Q1～00Q4（第 13 循環）	2.4	1.7	6.2	3.6	▲ 9.1	10.0	10.4
02Q1～08Q1（第 14 循環）	1.6	1.1	2.9	▲ 3.7	▲ 6.6	10.6	5.2
09Q1～12Q1（第 15 循環）	2.7	1.7	0.9	▲ 4.4	0.3	13.8	7.1
【第 11～第 15 循環平均】	2.9	2.1	5.6	0.3	▲ 2.4	9.7	8.5
12Q4～17Q3（第 16 循環）	1.5	0.5	3.6	1.6	1.9	5.3	2.8

(注) 第 11～第 15 循環は景気の谷から山まで、第 16 循環は景気の谷から 2017 年 Q3 までで年率成長率を計算
(出所) 内閣府資料から大和総研作成

3) 小泉政権が誕生する直前には、名目公的固定資本形成は 40.4 兆円（2001 年 1～3 月期、季節調整済み年率）あったが、小泉首相が退任した 2006 年 7～9 月期には 25.9 兆円まで減っていた。

ナス符号が逆になっており、さらに、アベノミクスの個人消費は、消費増税の影響もあって、第14循環の半分程度の伸びにとどまっている。

つまり、第14循環が外需と民需のバランスの取れた景気拡大であったのに対して、ここまでのアベノミクスは、外需に過度に依存できない中、個人消費の弱さを住宅投資や公的需要で補っていると形容できよう。

3章 リーマン・ショック後の日本経済の構造変化

1. 10年間の日本経済の変化

1) 個人消費の変化

名目個人消費の規模を見ると、2007年に約296兆円とピークを付けた後は低迷し続け、ようやく2013年になってショック前の水準を回復、2017年（1～9月期）には約303兆円まで膨らんでいる。また、少子高齢化の進展に伴って消費支出の担い手は変化しており、60代以上の世帯が占める割合は2007年の39%から2016年には49%に高まっている。従って、消費の中身も中高齢者の嗜好を反映したものに変化していこう。溝端（2016）によると、この10年間で、娯楽・レジャー・文化や家具・家庭用機器・家事サービス、保健・医療、住居（家賃など）・電気・ガス・水道、通信といった消費項目が増えている一方、耐久財でも自動車（交通）や衣料品（被服・履物）の消費は増えておらず、食料や外食・宿泊は落ち込んでいる。

アベノミクスが想定する好循環を実現するには、個人消費の勢いが最後のピースとして不可

欠な存在である。だが、前述したように、足元の個人消費の伸びは年率+0.5%にすぎない⁴。確かに、2014年4月に実施された消費増税による影響を考慮する必要はあろう（増税後は実質所得が2%程度目減りするため）。それでも、バブル崩壊以降の景気拡大期で1%台半ばの伸びがあった点を踏まえると、その3分の1程度の現状は、人々が積極的に支出しているとは言い難く、国民が豊かさを実感していない証左になろう。積極的な支出を妨げている要因として、将来への不安、それを醸成する様々な負担（年金、介護、医療等）の増加などが考えられようが、そもそも所得の増加が物足りない点が大きいとみられる。

（1）増加するインバウンド消費

リーマン・ショック後の消費関連の大きな変化といえば、インバウンド消費が挙げられる⁵。

日本を訪れる外国人旅行者数は、2007年の835万人から2016年には2,404万人と約3倍に増え、2017年も前年比20%増、年間2,800万人を上回るペースで推移している。バブル期（1990年は324万人）や第14循環においても、緩やかに外国人旅行者の数は増えていたが、今回はそのスピードとボリュームが桁違いである（図表5）。

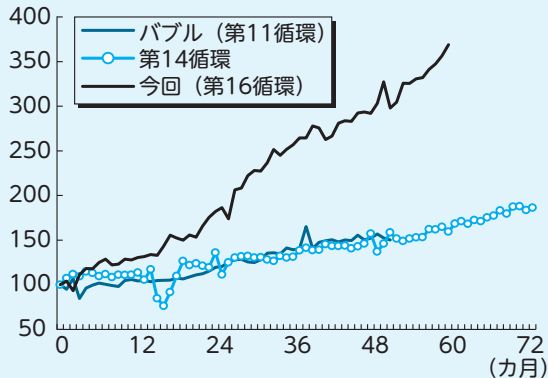
これに合わせて訪日外国人の旅行消費額も増加しており、2016年には約3兆7,476億円と過去最高を更新し、日本の小売業や観光産業は多くの恩恵を受けている。政府は、2016年3月末に策定した「明日の日本を支える観光ビジョン」の中で、訪日外国人旅行者数を2020年に4,000万人、2030年に6,000万人という新たな数値目標を設

4) 日本経済が「踊り場」を脱した2016年7～9月以降に限れば、個人消費は年率+1.1%（GDP全体では同+1.8%）になる。

5) インバウンド消費は、GDPの需要項目の中では輸出に計上される。

図表5 インバウンド(訪日外客数)の推移

(景気の谷を100とする)



(注) 季節調整は大和総研による

(出所) 日本政府観光局、内閣府資料から大和総研作成

定した。同時に訪日外国人旅行消費額に関しては、2020年に8兆円、2030年に15兆円にそれぞれ増やす目標を掲げた。旅行消費額の伸びの方が大きいことから自明であるように、これらの目標をクリアするためには、旅行者一人当たりの支出額が増えなければならない。

だが、2016年に入って、外国人旅行者一人当たりの支出額はやや頭打ち状態になっている。旅行者の購買力は、自国の景気や為替レートの動向に左右される点是否めない。2015年にかけてのような円安の追い風がなくなった現在、ブームを持続させるためには、免税対象の拡大、ビザ発給要件の緩和、ボトルネックとされる航空インフラや宿泊施設の整備など、さらなる取り組み・施策が求められている。

2) 日本の輸出構造の変化

日本経済を展望する上では、設備投資や民間在庫と並んで輸出に注目する必要がある、海外経済の動向がカギを握る。海外経済が緩やかに成長し続ければ日本からの輸出は増加し、さらに、輸出品の生産増は設備投資を促し、在庫調整の深刻化

が回避されることが考えられるからである。また、海外経済の中でも米国経済の行方がポイントになる。米国は日本にとって主要な輸出相手国であり、米国経済の動向が日本の輸出を通じて、日本経済に大きな影響を与えてきた。同様に、米国を最終需要地とする製品、例えば、中国から米国への輸出に悪影響が生じれば、日本から中国への中間財輸出にも打撃が及ぼう。

前述したように、2015年にかけて円安が進んだにもかかわらず、輸出数量はほとんど増えなかった(図表6、図表7)。期待された円安のJカーブ効果は明確に表れなかったわけだが、背景には、90年代やリーマン・ショック後の円高局面を通じて、日本企業の海外現地生産・設備投資のシフトが進んだことが挙げられる。さらに、円安になれば、輸出価格を下げて輸出数量を増やそうとした従来のパターンではなく、輸出価格を無理に下げずに収益性を重視しようとする経営の変化も考えられる。

また、単純な数量の変化を見た輸出数量(財務省、内閣府)と、付加価値の変化も加味した実質輸出(日銀)を比較すると、アベノミクスの当初2年間はいずれも横ばいで低迷していたが、2015年以降はやや異なる動きを見せている(図表6)。つまり、輸出数量がおおむね横ばいのままである一方、実質輸出は、リーマン・ショック前に比べると緩やかではあるものの、増加しており、2017年に入ってリーマン・ショック直前の水準まで回復している。後者の場合、数量の変化だけでなく、品質の変化も加味されているため、実質輸出の高まりは、日本企業の輸出の高付加価値化が進んでいることを示す。また、それだけ日本の輸出企業の収益を押し上げる要因になっている。

2. 10年間で変化しなかったことは何か

1) 企業の期待成長率は高まっていない

(1) 企業は過去最高水準の利益を稼ぐ

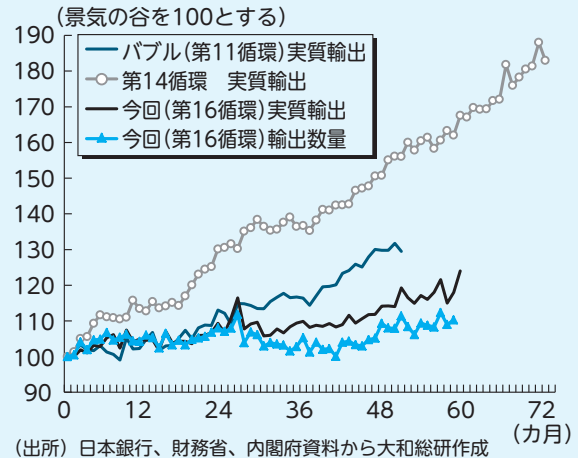
日本の企業（金融業、保険業を除く全産業）の経常利益は、2012年度の48.5兆円から2016年度には75.0兆円と大きく膨らみ、2017年度上期も前年比で10%以上増加した。製造業においては、為替相場が2016年末に円安方向へ転じた影響が表れたことに加え、世界経済の拡大に伴う輸出の増加や国内生産の持ち直しが経常利益に対してプラスに作用している。また、内需の拡大に伴って、非製造業の収益環境が堅調に改善していることが全体を押し上げた。同様に、直近の売上高経常利益率も、統計開始以来の最も高い水準となる6.0%まで高まり、バブル期のピークやリーマン・ショック前の4%を大きく上回っている（図表8）。

これらの点において、この10年間で日本企業の利益を稼ぐ力は大きく変わったといえよう。ただ、利益の増え方という点では、バブル期や第14循環と比較すると、必ずしも急増とまではいえない。また、2015年後半から2016年1～3月期にかけて、製造業を中心に減益となったが、背景には、世界経済の減速や為替レートが円高に転じたことが影響しているとみられる。つまり、為替変動に左右されやすいという日本企業が抱える構造は変わっていないようだ。

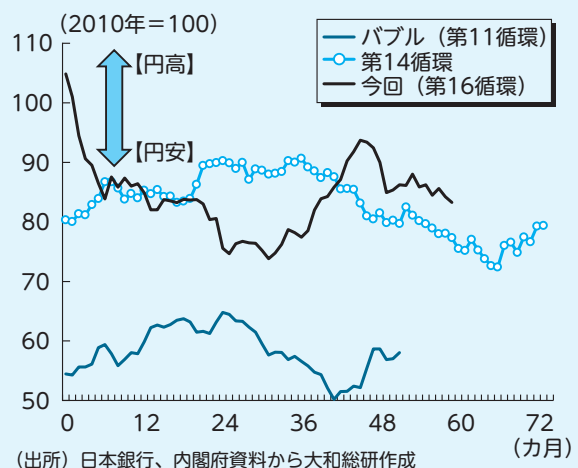
(2) 成長戦略は、企業の期待成長を高めず

企業の今後3～5年間の期待成長率を見ると、アベノミクスの期間では平均で1.1%程度であり、リーマン・ショックから5年間の0.7～0.9%

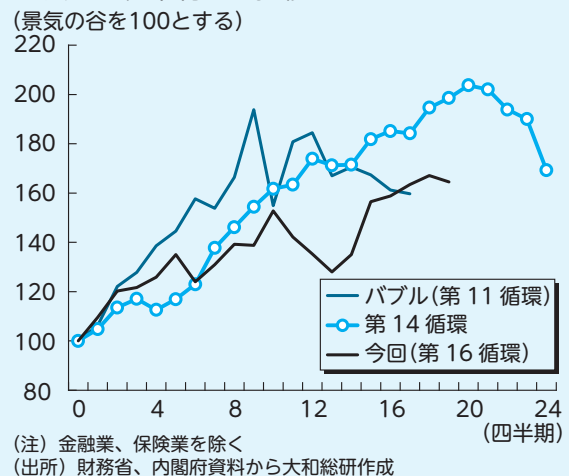
図表6 日本の実質輸出の推移



図表7 実効為替レート（名目）の推移



図表8 経常利益の推移



よりは高まっているが、第14循環の1.3%程度をやや下回っている（図表9）。特に、アベノミクスにおいては、潜在成長率を引き上げる成長戦略の実現を一つの柱に掲げてきたにもかかわらず、企業の期待成長率がほとんど高まっていないのが現実である。

企業の先行きに対する期待成長率が低い状況下では、企業経営者が、将来を見据えて積極的に投資を行おうとする意欲は高まりにくいだろう。言い換えれば、国内の明確な需要増が期待できない中で、過剰な設備を抱え込むことのリスクを恐れているとみられる。

実際、アベノミクスがスタートしてから、全産業の設備投資／キャッシュフロー比率は緩やかに上昇しているものの、設備投資は潤沢なキャッシュフローの範囲内にとどまっており、必ずしも企業の投資態度が積極的になっているとは言い難い。

90年代初めのバブル崩壊によって、日本企業は雇用・設備・債務という3つの過剰を抱えてしまい、それらを解消するために、長い時間をかけて厳しいリストラを迫られた。この間も、製造業

を中心に、積極的な投資行動（設備投資やM&A）を見せる場面はあったものの、振り返って見れば、成功体験はあまり長続きしなかったようだ。ある意味、企業経営者がなかなか慎重な態度を崩さない背景には、バブル崩壊後30年近くの間に経験した様々なことがトラウマになっていると想像される。

その一方で、日本企業が設備投資を実施する誘因は、製造業を中心に、少しずつ変化している。日本政策投資銀行の「設備投資計画調査」によると、製造業の設備投資の動機は、「能力増強」の割合がリーマン・ショック直前をピークに低下しているのに対して、「維持・補修」は年々高まり、直近では企業が設備投資を行う最大の理由になっている。それだけ国内の生産拠点の設備の老朽化が進んでいるとみられる。すなわち、製造業は生産ラインの増設といった能力増強投資ではなく、既存設備のメンテナンスや部品交換等に対応する傾向を強めている。

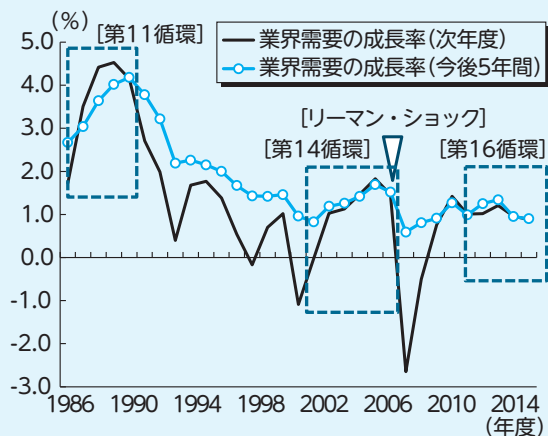
他方、非製造業の設備投資の動機別では、「能力増強」の割合が高いままである。インバウンドをさらに取り込むための投資、例えば、ホテル等の宿泊施設や商業施設への投資が期待されており、鉄道や空港などのインフラ関連の整備も対象になろう。また、昨今の人手不足に対応した合理化・省人化投資は、非製造業においても活発になろうとしている。

このように、日本企業が競争力を高めるためには、維持・補修を含む生産効率化・生産基盤強化のための投資や、研究開発にかかわる投資が重要である点は、引き続き変わらないとみられる。

2) 人手不足は今に始まった問題ではない

人口の少子高齢化の進展による労働力不足の問題

図表9 企業の期待成長率



(出所) 内閣府資料から大和総研作成

題は、相当以前から意識されてきた課題である。つまり、人手不足は新しくて古い問題なのだが、この10年間のうち前半5年間は成長率が低かったこともあり、人手不足が声高に懸念される状況には至らなかった。だが、アベノミクスの景気拡大が長期化するに伴って、実際のビジネスにも悪影響が出始めるなど、人手不足が大きく取り上げられている。

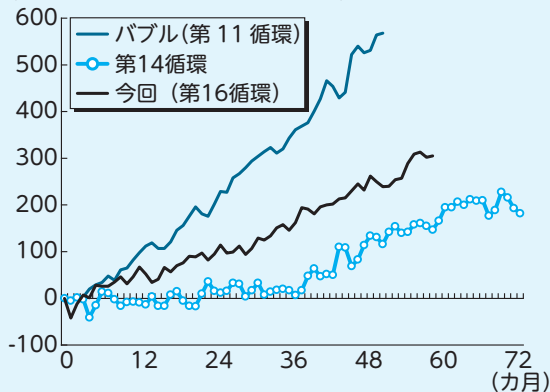
日本人の長時間労働や過労死といった話は、昔から言われていた。ただ、バブル期には24時間働けることがもてはやされた一方、現代はブラック企業と忌避される。時代の変化と言えばそれまでだが、ここでは、いくつかの視点から、日本の労働市場の現状を確認する。

(1) パートタイム労働者を取り巻く環境

前述したように、アベノミクスの5年間で雇用者は約300万人増えている。バブル期の増加ペースの半分程度にすぎないが、第14循環では、前半の3年間はほとんど雇用者が増えず、全体でも200万人程度の増加にとどまった点と比べると、足元の順調さが際立つ（図表10）。

図表10 雇用者数の推移

(景気の谷からの累積変化幅、万人)

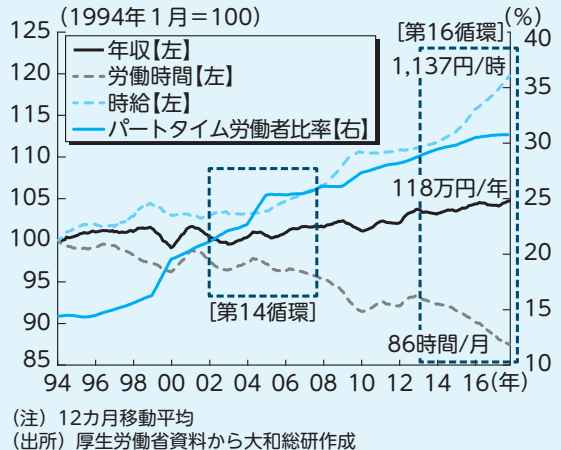


だが、労働者の賃金（一人当たり雇用者報酬）は伸び悩んでいる。この現象は今回に限らず、第13循環（1999年2月～2000年11月）以降の拡張期では見られてきた。賃金が伸び悩んでいる理由としては、賃金水準が相対的に低いパートタイム労働者の比率が上昇していることに加えて、一般労働者の名目所定内給与の低迷、特に時間当たり賃金（名目所定内時給）の低さが響いている。

一方、パートタイム労働者の賃金構造を見ると（図表11）、時間当たり賃金の上昇ペースが過去よりも速く、一般労働者とは対照的である。ただ、パートタイム労働者の労働時間は、過去にないペースで短くなっている。一つには、女性や高齢者をはじめとして、短時間だけでも働こうとする多様な働き方が増えている可能性がある。

他方で、配偶者控除や企業の配偶者手当の恩恵を失いたくない、あるいは社会保険料を負担する義務を回避したいという考えから、一定の年収を超えないように、時給が上昇した分だけ労働時間を減らそうとする、やや後ろ向きの理由も想定される。年収の「壁」を意識した働き方は、既存の制度や仕組みを前提にした合理的な選択肢ではあ

図表11 パートタイム労働者を取り巻く環境



るものの、パートタイム労働者の手取り額は増えない。また、働く意欲が阻害されたり、賃金上昇を実感できないという不満につながっている面もあるだろう。

（２）企業からみた人手不足の深刻度

次に、雇う側の企業からみた人手不足感を確認する。足元の日銀短観の雇用人員判断D I（「過剰」－「不足」）は、製造業と非製造業ともに大幅なマイナス（労働需給の引き締め）となり、企業の人手不足感が一段と強まっている。需給のタイト化は景気拡大の反映であるものの、宿泊・飲食サービスや建設、運輸といった一部の業界では、人員確保が難しいためにビジネス展開に支障を来すなど、マイナス面が懸念される状況に陥っている。

全産業全規模のD Iで過去の景気拡張局面と比較すると（図表12）、今回は、バブル期ほどの速さ（4年で約50% pt）で急低下しているわけではなく、第14循環と同程度のスピード（5年で約30% pt）で引き締まっている。だが、今回の特徴は、景気拡大開始時点で、既にマイナス（人

手不足状態）であったという点だ。企業がより深刻に受け止める素地はあったといえる。加えて、第14循環では、6年目に入ってマイナス幅の拡大がストップしたのに対して、今回は、先行きにマイナス幅のさらなる拡大が予想される。

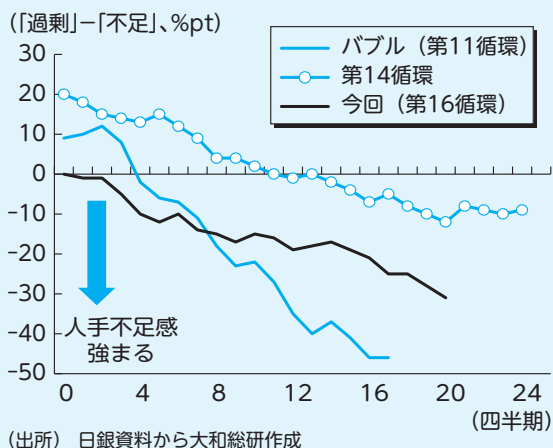
（３）労働分配率は緩やかに低下

付加価値のうち、労働者に対してどれだけ賃金等の報酬が配分されているかを示す労働分配率を見ると、緩やかながらも低下している。人手不足を背景にした賃上げによって企業の人件費は膨らんでいるものの、過去最高水準にある収益環境に比べると、働き手が受け取る賃金の増加ペースは緩慢である。また、企業の規模が大きいほど労働分配率の水準が相対的に低く、大企業の方が労働分配率の低下幅が大きいという特徴も見られる。

一般に、労働分配率は景気循環によるアップダウンが見られ、例えば、景気拡張局面では、景気の運行指標である賃金の上昇が遅れることから労働分配率は低下する。逆に景気後退局面においては、賃金調整が遅行する分だけ、労働分配率が上昇する場面が見られる。足元の景気拡張は、過去2番目の長さになっているように、景気回復は初期段階というよりも、むしろ成熟段階に近いと考えられる。

ただ、長い目で見れば、実際の労働分配率は、2000年代に入ってから緩やかな低下トレンドをたどっており、2017年7～9月期は59.1%（4四半期後方移動平均）と1991年以来の低水準である。つまり、この10年間では、大きな構造変化は起きていないと考えられる。

図表12 雇用人員判断



4章 日本の金融システムの健全性

1. 日銀の金融政策の変遷

1) 第14循環とアベノミクスにおける日銀の金融政策の違い

バブル崩壊後、日銀は、政策金利を引き下げるという伝統的な手段で対応してきたが、1998年9月には政策金利を0.25%とし、引き下げる余地がほとんどなくなった。一方、金融危機に直面した実体経済は、1997年5月を景気の山とする景気後退局面にあり、同時にインフレ率が1998年半ば以降、継続的に前年割れとなる、いわゆるデフレ状況に陥った。

日銀は、2001年3月から日銀当座預金残高を操作目標とする量的緩和、非伝統的な金融政策に踏み切った。第14循環がスタートした2002年2月時点では、当初5兆円程度で始まった当座預金残高を10兆～15兆円程度と徐々に増額していた時期にあたる。そして、景気拡張4年目の2006年に入って、量的緩和（3月）、ゼロ金利（7月）を相次いで解除し、2007年2月には追加利上げも実施した。このように、第14循環においては、日銀は、金融緩和の強化から始まって出口戦略まで至るというプロセスをたどっている。

リーマン・ショック以降は利下げに転じ、再び様々な非伝統的な金融政策を実施することになり、資産買入基金の規模を約100兆円まで膨らませた。

アベノミクスでは、旧3本の矢の一つとして、デフレ脱却のために“大胆な金融政策”が掲げられ、2013年3月に就任した黒田日銀総裁がその

舵取りを担うことになる。基本的には、非伝統的な金融政策の延長線になるが、2013年4月、黒田総裁は異次元緩和として、「量的・質的金融緩和」を導入し、操作目標をマネタリーベースに変更、長期国債やETF、J-REITの買入拡大を決定した。“2%の物価目標を2年で実現する。そのために、マネタリーベースや長期国債、ETFの保有額等を2年で2倍にする”というフレーズは、とても新鮮だった記憶がある。

その後、2014年10月の「量的・質的金融緩和」の拡充を経て、金融政策は新たな局面に移行する。それが、2016年1月のマイナス金利政策の導入発表であり、続いて同年9月には、新たな枠組み「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の一環としてイールドカーブ・コントロール（YCC）を導入し、短期金利と長期金利の両方を事実上管理するという、より直接的な政策を実行している⁶⁾。

このように見てくると、リーマン・ショック直後の一時期を除くと、むしろアベノミクス・黒田日銀になってからの方が、金融当局の対応はよりアグレッシブになっているといえるだろう。だが、裏を返せば、当初掲げた2年間で目標を達成することができなかったために、新たな手を打たざるを得なかったという追い詰められた感是否めない。また、第14循環時には出口が見えたのに対して、5年近く経過した現行では、依然として明確な出口戦略を描けていない。

2) 縮小する利ざや

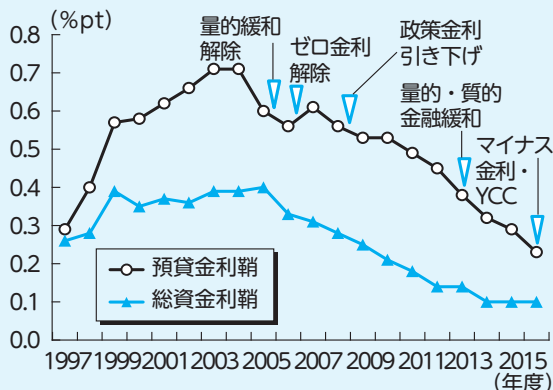
では、直近の日銀の対応は、金融システムの健全化により貢献しているといえるのだろうか。

6) 現在、短期金利については、日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用し、長期金利は、10年物国債金利がゼロ%程度で推移するように操作している。

金融機関の収益源の一つである預貸金利鞘（＝貸出金利回り－預金債券等原価）を見ると、2016年度には0.23% ptと、1997年の金融危機以降のピークだった2003～04年度の3分の1程度まで縮小しており、国内資金利益は減少し続けている⁷（図表13）。人員削減を通じて、人件費等を含めたコストは着実に低下しているものの、日銀の金融政策によって金利が異例なほど低水準に抑えられ、貸出金利回りの低下ペースが大きくなっている。

特にYCC等によって、残存10年未満の国債利回りがマイナスとなる一方、残存10年超の長期利回りは、例えば残存40年で1%程度と極端に低下し、イールドカーブはフラット化している。ただ、預金金利はゼロ以上であることから、現行の金融政策を前提にすると、利ざやの拡大はほとんど期待できないとみられる。その結果、一段のコスト削減に取り組むほか、業務見直しの一環から、収益性の低い住宅ローン業務からの撤退を検討する金融機関も出始めている。

図表13 金融機関を取り巻く環境



（注）データは全国銀行ベース。預貸金利鞘＝貸出金利回り－預金債券等原価、総資金利鞘＝資金運用利回り－資金調達原価
（出所）全国銀行協会資料から大和総研作成

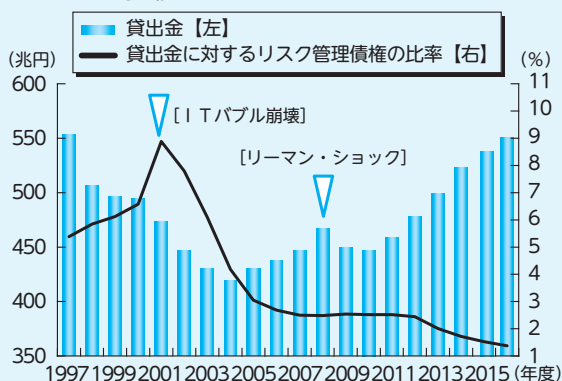
2. 日本の金融機関の健全性は高まっているか

1) 不良債権比率は低水準にとどまっている

一般的に、金融機関の健全性を判断する材料としては、不良債権の残高や自己資本比率、格付けなどの指標が考えられる。まず、リスク管理債権残高（全国銀行ベース）の推移を見ると、1997～98年に金融機関の経営破綻が相次いだ日本の金融システム危機の時には30兆円程度あったリスク管理債権は、ITバブルが崩壊した2001年度には約40兆円まで膨張し、貸出金に対する比率は8.9%まで上昇した（図表14）。

だが、その後、不良債権処理が進んだことから、リーマン・ショック直前の2007年度には、約11.2兆円（同2.5%）まで大幅に縮小した。リーマン・ショックによって日本企業の倒産が増加したために、当然ながら、日本の金融機関が抱える破綻先債権や延滞債権も増えたものの、リスク管理債権の総額が12兆円を上回ることにはなかった。そして、アベノミクスの過程では、リスク管理債

図表14 金融機関が抱えるリスク管理債権の推移



（注）データは全国銀行ベース
（出所）金融庁資料から大和総研作成

⁷⁾ 同様に、総資金利鞘（＝資金運用利回り－資金調達原価）は0.10% ptと、過去20年間のピークの4分の1に縮小している。

権は10兆円を割り込み、2016年度には7.6兆円まで減っている（同1.4%）。

このように、世界的にはリーマン・ショックによって不良債権が増加し、欧米の多くの金融機関が経営破綻するなど金融システム危機が生じたが、10年前に既に金融危機を経験していた日本では、目立った金融機関の混乱はなかったといえる⁸。

2) 収益性が見劣りする金融セクター

しかしながら、前述したように、利ざやが大幅に縮小するなど、金融機関を取り巻く環境は必ずしも良好とはいえない。実際、アベノミクスにおいて、金融業・保険業を除く日本企業が過去最高水準の利益を計上しているのとは対照的に、金融業・保険業の経常利益はほぼ横ばいにとどまっている（図表15）。

それ故、日本の金融機関は収益を確保するために、業務の一段の効率化を図っている。例えば、中期的な人員削減や非効率業務からの撤退などを

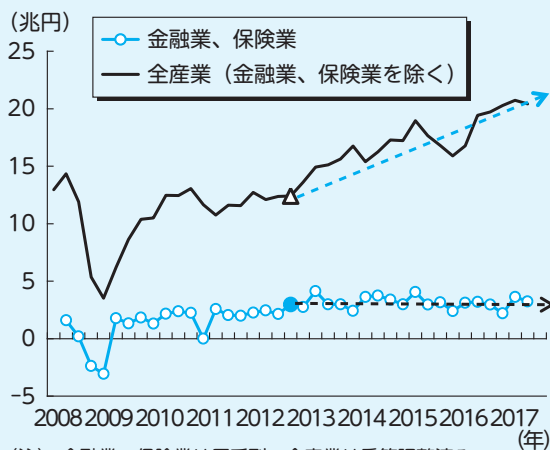
計画しており、地域金融機関においては、合併や経営統合の話が絶えない状況である。また、収益を確保するために、地域金融機関が、リスクの高い資金運用や個人による貸家業向け融資（いわゆるアパートローンなど）を積極的に増やすケースが散見され、金融当局は適切なリスク管理など監視を強化している。

さらに、金融庁によれば、金融機関が抱える円金利リスク量は地域金融機関を中心に拡大しており、特に「自己資本対比で地域銀行は主要行等の約3倍、信用金庫・信用組合は約4倍」になっているという。それだけ、将来の不確実な金利変動に対する潜在的なリスクは相対的に高まっているといえる。

一方、主要行の経営は、地域銀行や信金・信組に比べて安定しているとはいえ、海外収益比率が高まっている分だけ（3メガバンクではこの10年間で10%pt以上上昇）、世界の市場変化の影響を受けやすくなっている。

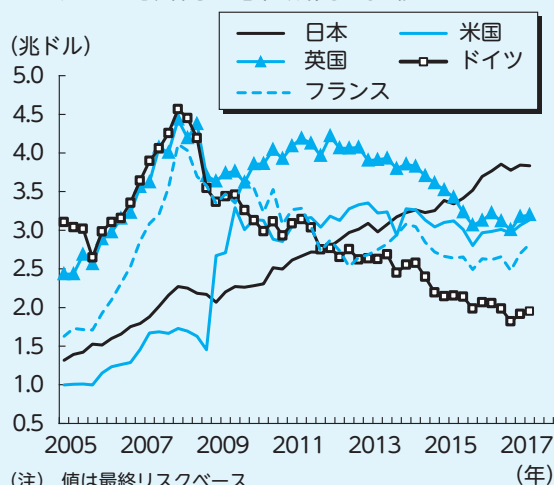
実際、主要国の金融機関の海外向け与信残高（最終リスクベース）を見ると、欧州各国がリーマン・ショック以降、残高を減らしたり、米国の金融機関がおおむね横ばいで推移する中、日本の金融機関はほぼ一貫して増え続けてきた（図表16）。この10年間で、2.3兆ドル（2008年3月末）から3.8兆ドル（2017年6月末）と約1.7倍に膨らんだ計算だ。特に、残高の約半分を米国等向けが占めており、F e dの出口戦略の本格化（バランスシート縮小）やトランプ政権の様々な政策が及ぼす米国経済の行方は、日本の主要行の経営を左右するとみられる。

図表15 経常利益の推移



8) なお、リーマン・ショック後に実施された政府の景気対策には、中小企業向け貸出に対する緊急保証制度（金融機関に代わって、信用保証協会・政府がリスクを肩代わり）や、貸付条件の見直し等、金融機関が中小企業の資金繰りに協力する対応（中小企業金融円滑化法）などがあり、金融機関の不良債権増加に一定の歯止めになったと考えられる。

図表16 海外向け与信残高の推移



(注) 値は最終リスクベース
(出所) BIS、Haver Analytics資料から大和総研作成

5章 おわりに

1. アベノミクスが戦後最長の景気拡張になるための条件

5年が経過したアベノミクスは、数字で観察される実績を挙げているとして、及第点を取ることができるだろう。今後、アベノミクスの目指す好循環が持続するためには、企業の業績改善が、投資の拡大や雇用の拡大につながり、そして賃金の増加・所得の上昇を通じて、個人消費の拡大をもたらすことが期待される。それが、一段の企業業績のアップに結び付いて、「成長と分配の好循環」の歯車が加速していくわけである。

個人消費の勢いが鈍った背景には、そもそも所得の増加が物足りない点が大きいとみられる。現状は、所得から支出への循環メカニズムが停滞している可能性を示唆しており、今後、アベノミクスの成長スピードが鈍る恐れもある。アベノミクスの持続性という観点からは、国内の事業活動がメインである非製造業、中でも、投資や賃上げなど支出を増やす余裕がある大企業の賃上げの行

方が重要になってこよう。

より長期的にみれば、潜在成長を高めるような成長戦略の重要性が増していくとみられる。例えば、アベノミクスが優先的に取り組もうとしている「働き方改革」の一つとして、長時間労働の是正がテーマになっている。残業時間を規制することで労働時間の短縮化が進められ、働き手の労働環境の改善につながると考えられる。だが、同時に残業代（所定外給与）の削減を通じて、以前よりも受け取る報酬が減ってしまうケースも想定される。「働き方改革」によって不確実性が高まったり、消費支出が抑制されるような事態になれば、いささか本末転倒といえよう。生産性が高まった分だけ給与の増加で報いるという仕組みや、あるいは従業員の副業を認めるなど、柔軟な働き方の構築も必要になろう。

一方で、生産年齢人口が一段と減少していくと予想される中、女性や高齢者に対して、さらなる活躍が期待されている面がある。ただ、この5年間の労働参加率の上昇によって、その伸びしろが以前に比べると限られている点を再認識すべきである。

より解決が求められている点は、人手不足という単純な頭数の問題ではなく、能力（生産性）を伴った人材をどのように確保するかという点であろう。潜在成長率を維持するためには生産性の向上は不可欠であり、工場施設や機械設備といった従来型の有形固定資産や企業の合併・買収（M&A）だけでなく、R&Dや人材育成といった人的な投資も、企業にとって優先度の高い項目になってこよう。リーマン・ショックから10年間、特にアベノミクスにおいて、ほとんど変わらない企業の期待成長率を高めていくことが、好循環のカギとなる点は言うまでもない。

【参考文献】

- ・中曽宏「日本経済と金融政策」(2014年7月8日講演、日本銀行)
- ・溝端幹雄(2016)「超少子高齢社会で消費を増やすには？」(大和総研 経済構造分析レポート No.40、2016年2月29日)
- ・山口茜「企業を脅かす人手不足」『大和総研調査季報』2017年秋季号(Vol.28)
- ・「実質輸出入の見直しと活用のポイント」(日本銀行調査統計局、2017年4月)
- ・金融庁「平成28事務年度 金融レポート」(平成29年10月)
- ・大和総研『この1冊でわかる世界経済の新常識2018』(日経BP社)

[著者] _____

近藤 智也 (こんどう ともや)



経済調査部
シニアエコノミスト
担当は、日本経済、経済構造分析、
米国経済