

なぜ、リーマン危機前の水準に戻れないのか

発表日：2012年10月19日（金）

～所得形成能力が低下している～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

各種経済データが、2008年のリーマンショック以前の水準に戻っていない。背景には、単なる需要不足ではなく、人口減少や資本ストック縮減といったサプライサイドの能力低下があると考えられる。いわば所得を稼ぐための能力が低下しているので、需要対策だけでは以前の所得水準を取り戻せないのだ。必要なのは、企業の競争力強化や収益機会の開拓を行い、企業の期待収益率を高めることで、投資活動を振興することである。

日本だけが名目GDPの戻りが遅い

最近、多くのビジネスマンからリーマンショック前の業績に戻らないことへの嘆きを耳にする。その嘆きの自己分析として、「それ以前に世界的なバブルが起こっていたのだから仕方がない」と言って済ませることが多い。本当に、景気が元の水準に戻らない原因は、海外経済が主因なのか。

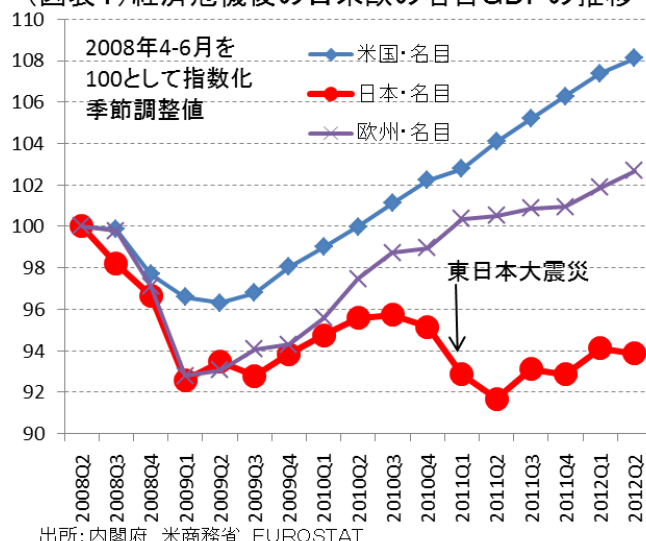
直感的に、日本は欧米経済ほどの景気過熱を経験していないのだから、日本の低迷は欧米よりも軽微なはずだと思う。しかし、名目GDPを調べると、リーマンショックの前後で日本・米国・欧州の名目GDPは、日本の回復が最も鈍い（図表1）。実質GDPではそれほど差がなくても、名目GDPでみると日本の落ち込みが目立つ。私たちは、実質ではなく、名目の世界に生きているので、名目GDPの落ち込みは景気実感の弱さを表していると言える。日本がリーマンショックで欧米のバブルの巻き添えになったことは事実だが、その後の低迷を余儀なくさせる別の原因が何かあるに違いない。

思い当たるひとつの大きな理由は、2011年3月には東日本大震災である。震災のショックが復興対策によっても、未だに癒されていない。

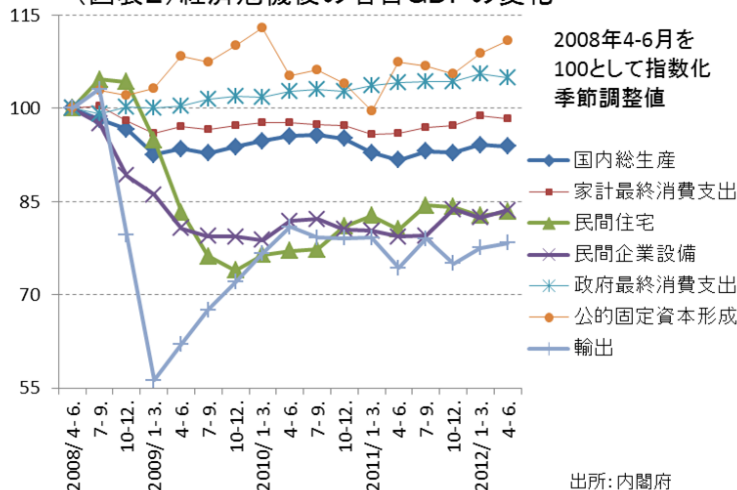
また、震災とは直接的に関係がない分野でも、回復力の鈍さが表れている。名目GDPを構成項目ごとに分解して水準変化を明らかにしたデータを確認してほしい（図表2）。大きく落ち込んでいる順に、輸出、民間住宅、民間設備投資が挙げられる。個人消費はそれほど変化していない。

現状は、家計と企業という主体の違いよりも、

（図表1）経済危機後の日米欧の名目GDPの推移



（図表2）経済危機後の名目GDPの変化



住宅投資と設備投資という投資的経費の分野で回復が遅れている特徴がある。なお、経済成長にとって、投資的経費の投入が停滞しているとき、支出1単位が生み出す経済波及効果が小さくなる。そのことは、民間部門の回復力が、他の需要項目に連鎖しにくくしていると考えられる。回復力の弱さの一因は、投資の少なさと表現できる。

では、なぜ、投資的経費ほど抑制されるのであろうか。この問題をマネー拡張の不全と同じことだと捉えるとわかりやすい。経済論壇では、日銀が供給するマネーが不足するから名目GDPが増えず、物価が上昇しないという批判が多く見られる。もしも、民間部門のマネー不足が問題ならば、企業や家計が能動的に銀行から十分な資金を借り入れればよいではないかという考え方が成り立つ。銀行貸出が増えるとき、マネーサプライも増えて、民間部門の購買力は上昇する。

信用創造の状況を振り返ると、2008～2009年の銀行貸出は、企業がリーマンショックの売上減を乗り切るために一旦は資金需要を増やせた(図表3)。このときは、不安に備えた資金需要、つまり予備的動機によってマネーが増えたに過ぎない。

問題は、2010年以降になって、貸出が頭打ちになったことである。ここで起こっているのは、資金需要の停滞である。リーマンショック後は、資金需要が一層弱くなり、景気回復も進まなくなったのである。問題の本質は、マネーが足りないのではなく、資金需要の背

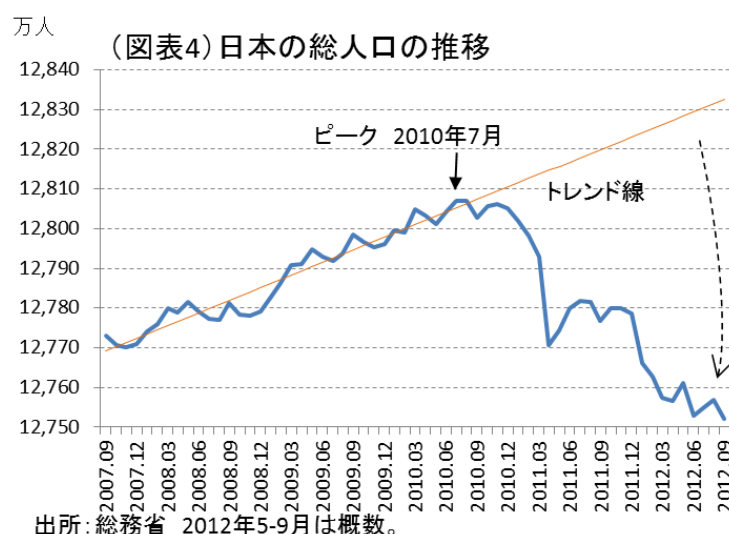
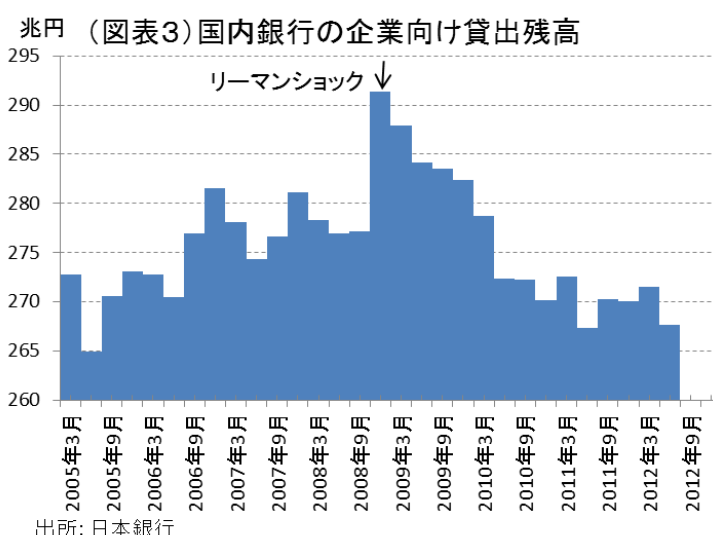
後に、企業の先行き見通しが慎重化して、事業展開に関する不安が強まり、それに伴う借入返済の展望が描きにくくなったことがある。つまり、民間企業の将来予想が萎縮していることによって、マネーが増えにくくなっていると理解できる。

投資的経費が増えない問題は、おそらく、個人の住宅投資がリーマンショック後に停滞していることも同じ理由だろう。勤労者が将来の自分の収入に対して、明るい展望を今まで以上に持ちにくくなっていることは、住宅ローン返済の将来展望を描きにくくさせている。

構造変化としての人口減少

現状について、循環的な景気悪化だと理解すれば、リーマンショックで需要が悪化しても、時間が経過すれば、需要水準が自然に戻り、所得水準も復元すると考えられる。古典的なケインズ政策では、公共事業を拡大することで、やがて所得水準が戻ると考える。

こうした解釈が軽視しているのは、この間の供給能力の変化である。もしも、リーマンショック後に生産能力が低下していれば、ベースとなる所得形成力が低下して、所得水準は元に戻らない。



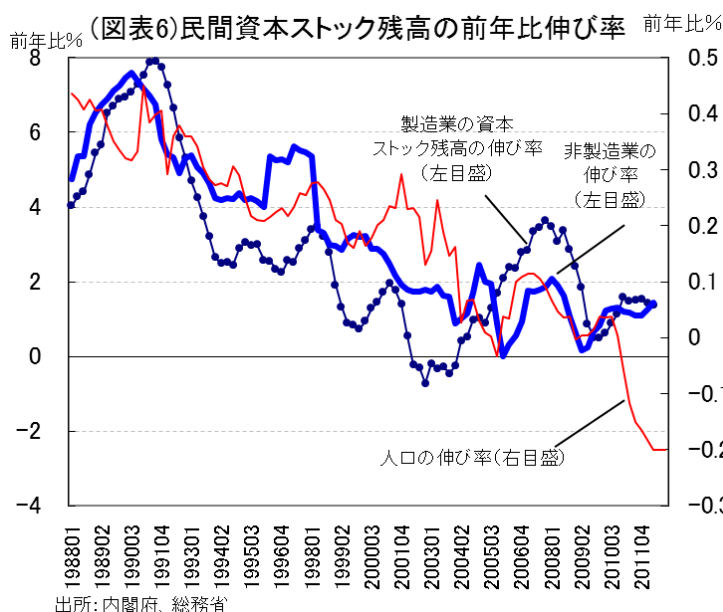
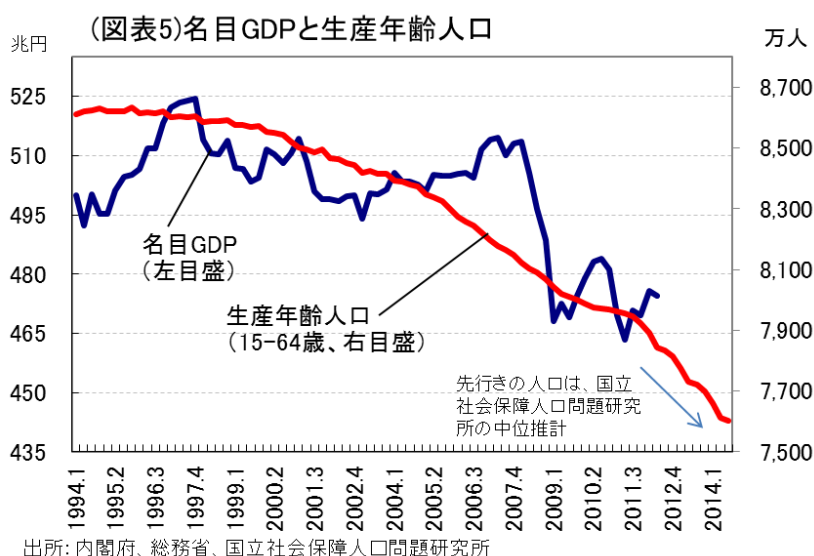
生産能力が低下しているかどうかは、生産年齢人口や資本ストックの状況によって決まってくる。その点を確認すると、まず、日本の人口は、2010年10月をピークに減少に転じている（図表4）。直近の2012年9月はピークから2年が経過して僅か▲0.4%の減少幅に過ぎないが、2010年10月のピークまで前年比0.1%のペースで増加していたトレンドからの下方屈折でみると、下押し圧力は▲0.6%の落差が生じたと目算することもできる。今後はトレンドが人口減少に転じた流れがずっと延長していくという未来図を、企業や家計が描くことは、生産能力の減少＝所得形成力の低下が進んでいくとイメージされる可能性がある。

生産能力とより密接な関係は生産年齢人口である。名目GDPの動きはやや長めのトレンドで、生産年齢人口の減少傾向と重なる（図表5）。就労人口の中核部分を占めている15～64歳の人口が減少することは、所得水準の高い家計が減っていくことにつながっていると考えられる。

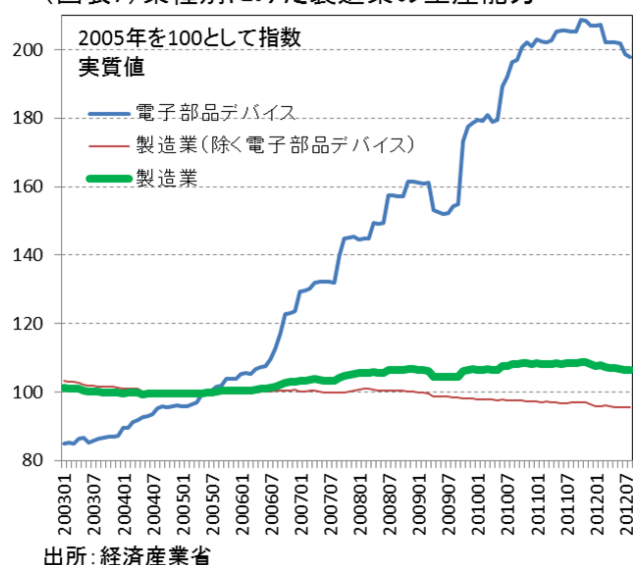
ストック残高も名目ベースで減少

生産能力には、人口要因のほかに資本要因がある。一般的に資本ストックは、実質ベースで見た民間資本ストック残高が用いられる。内閣府「民間企業資本ストック」では、伸び率は一頃に比べると大きく低下しているものの、残高ベースではプラスを保っている（図表6）。

ただし、企業の保有する資産ストックが増勢を続けているという姿は、あくまで実質化したデータの上での話である。法人企業統計における有形固定資産残高など名目ベースのストック残高が減少に転じている。企業の貸借対照表を集計すると、減価償却費の範囲内に設備投資を抑制する企業行動が広範化していることもあって、マクロの有形固定資産のストックは減少しているのである。

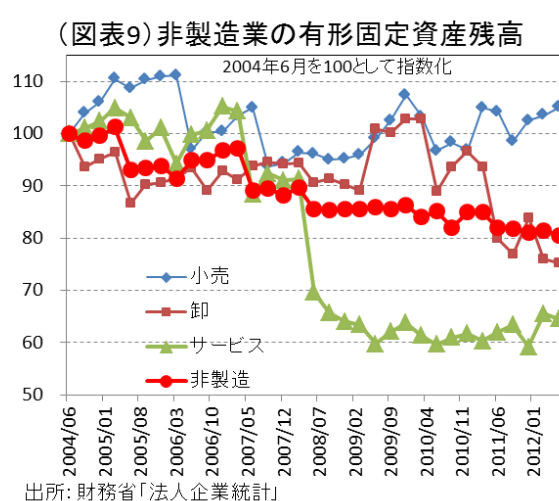
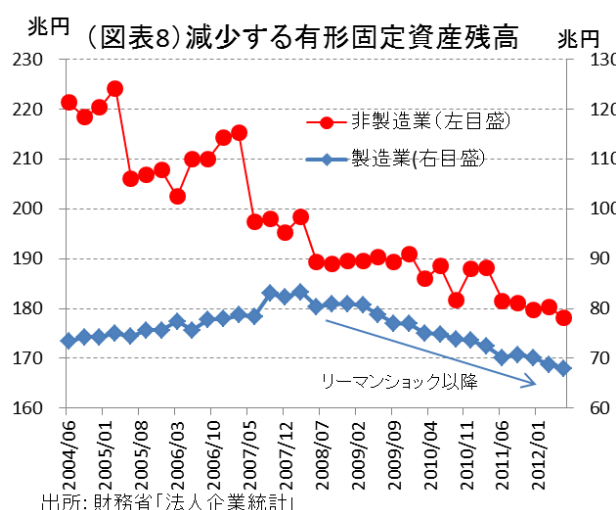


(図表7) 業種別にみた製造業の生産能力



分析者が通常行うように、すでに出来上がった実質化後のデータをみると、実質値は能力が過大評価されている可能性を見逃してしまふ。IT関連財の物価の測定では、販売価格の変化だけでなく、品質向上を価格下落させてカウントするために、実質値を過大評価させるバイアスが生じている。特に、電子部品・デバイスでは、その傾向が強く表れていて、統計データでも資本ストックの実質値を突出して高くなる（図表7）。実質のデータであっても、電子部品・デバイスを除く製造業の生産能力指数は減少に転じるかたちである。このデータが暗示しているのは、資本ストックの能力ベースでみても、減少しているかもしれないという可能性である。

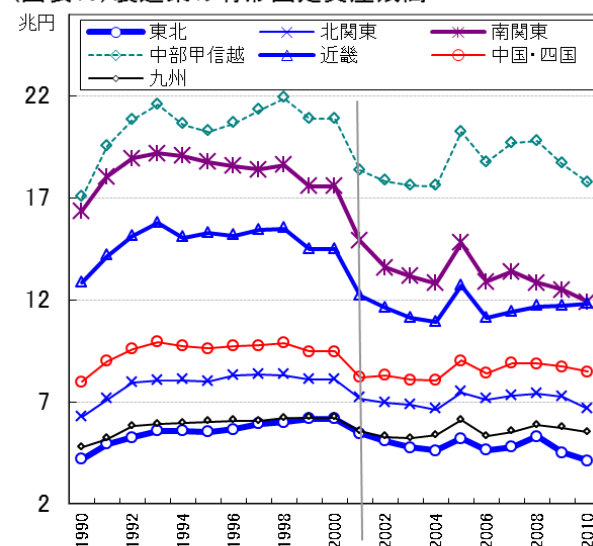
実際、実質化を施していない名目の資本ストックの姿は減少に転じている。法人企業統計の有形固定資産残高を業種・企業規模ごとに分解してみると、製造業と非製造業でともに資産残高はマイナスになる動きになっている（図表8）。業種別には、製造業、サービス業、卸売業のストックの趨勢的な減少が目立っている（図表9）。また、企業規模別には、従業員10～49人の小企業と、従業員1,000人以上の大企業で減少傾向が強い。



さらに、地域別にみるために、経済産業省「工業統計表」を参照すると、地域ごとの人口動態とかなり連動するかたちで、製造業の有形固定資産残高が減少してきている（図表10）。人口減少が進んでいる地域経済では、企業の事業展開が人口要因で慎重になっていて、より需要増加の見込める海外へと生産拠点がシフトする傾向を助長させているのだろう。

サプライサイドの弱体化は、所得形成能力の低下を通じて、中長期的に需要を縮小させる効果がある。例えば、企業収益を稼ぎ出すための設備・店舗が少なくなって、企業業績が過去最高から大きく下方向に乖離する状況である。このことは、需要対策への反応の鈍さにも通じる。リーマンショック後に、復興対策などで需要が嵩上げられたが、企業はそれに反応した資本ストックの拡充には慎重だった。これは、企業の成長予想が強まらないこととも関係がある。企業の慎重姿勢は、それが結果である部分もあるが、同時に投資に対する慎重姿勢という原因にもなって、回復力の弱さをつくっている。

(図表10) 製造業の有形固定資産残高



注: 2000年までは従業員10人以上、2001年以降は30人以上。

ビジネスチャンスの豊富な世界への転換

筆者の見解では、人口減少の趨勢は、企業の設備投資行動にも影響を与えていると考える。地域の人口が減っていけば、現在よりも未来の需要減少を強く意識させる。そうなると、投資的経費の支出ほど削減されやすい。人口の将来予想以上に、企業の期待成長率を高める展望がなければ、企業の投資行動は保守化するだろう。産業空洞化についても、それは海外の旺盛な需要を求めるという動機の背後には、国内は人口減少によって旺盛な需要が失われているという消極的な動機が存在する。リーマンショックの前後で企業行動はにわかに変わったというよりも、それまでにじわじわと進んでいた人口減少・内需減退という中期トレンドが上向きから下向きに変わったために、生産水準などがリーマンショック以前に戻りにくいのだろう。

では、企業の期待成長率を引き上げるためには何が必要か。金融政策を使ってインフレ目標を達成させることはほとんど役に立たない。マネタリーにイリュージョンを起こしても、リアルの世界の成長期待を継続的には引き上げられないからだ。そんなものに頼って、経済政策が時間の空費をする方が恐ろしい。

むしろ、サプライサイドにおける期待成長率を高めるためには、産業界で必要とされている規制緩和、市場開放、あるいは杓子定規の無意味なルールをなくし、企業がビジネスチャンスの豊富さを実感できる環境に変えていかねばならない。

昨今は、消費税率を引き上げる前提として、名目成長率3%、実質成長率2%という成長率目標が喧伝されることが多い。しかし、本稿でみてきたようなサプライサイドにおける所得形成能力の低下を念頭に置くと、目標達成は至難の業と言わざるを得ない。伝統的な財政政策や、金融政策のマジックに頼るばかりでなく、企業を取り巻いている成長制約を逸早く取り除き、ビジネスチャンスの存在を実感できるようにならなくては行けない。