

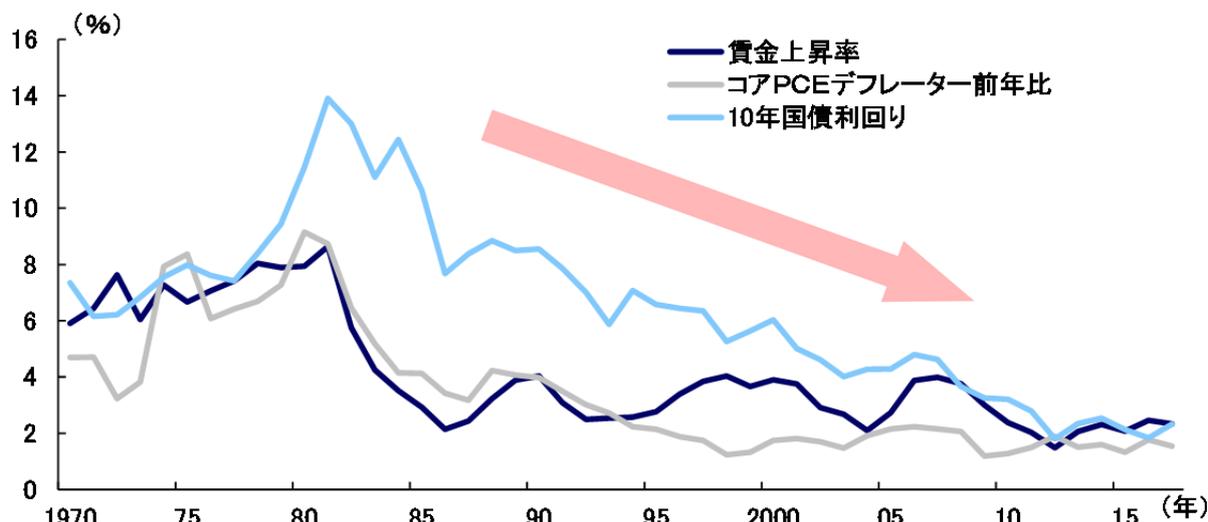
## リーマン・ショック10年、後遺症は「日本化」、米欧企業も資金保有

専務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

2018年9月15日はリーマン・ショックから10年となる。リーマン・ショックに伴う欧米の金融危機は、当時、100年に一度の危機と称された。金融市場に衝撃を与え、経済成長率等、実体経済に大きな景況を及ぼし、世界の貿易量の減少につながった。それから10年、米国の景気回復は2019年7月で戦後最長期間になると見込まれるほど景気は好調を続け、米国株式市場では最高値が更新され、企業業績も最高値を更新中だ。米国の金融政策をみると、2015年から利上げが始まり、すでに7回の利上げが行われた。リーマン・ショックから10年が経過し、このショックは全く過去のものとなったようにも見える。一方でリーマン・ショックの後遺症は予想以上に大きいというのが本論の問題意識である。

今年6月、みずほ総合研究所は『内外経済の中期見通し』を発表している<sup>1</sup>。下記の図表に示したように、米国の賃金上昇率、インフレ率、長期金利については低位状況が続くとした。経済の回復が生じながらも、賃金上昇率停滞、インフレ率低位安定、長期金利の低水準が続く状況は、日本の1990年代に始まったバブル崩壊以降の現象、「日本化」と類似した現象である。また、一時期、投資低迷の「長期停滞論」も話題になった。

■図表：米国の賃金上昇率、インフレ率、長期金利の推移



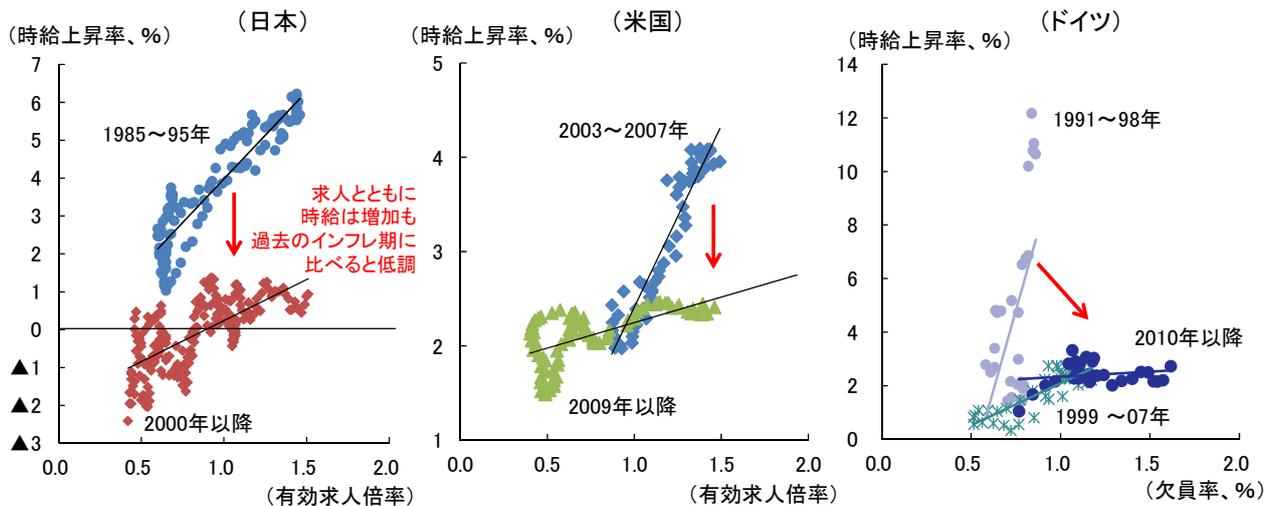
(注) 賃金上昇率は時間当たり賃金の前年比。コアPCEデフレーターはエネルギー、食品を除く個人消費支出デフレーター。

(資料) 米労働省、FRB よりみずほ総合研究所作成

次ページの図表は、日米ユーロ圏の有効求人倍率型フィリップス曲線を示すものだ。主要国では賃金上昇率と労働需給との関係が変化し、過去に比べて賃金が上昇しづらい構造が見られ。有効求人倍率型フィリップス曲線は日米独ともにフラット化しており、労働需給改善に対する賃金上昇圧力の低下が示唆される。日本では1990年代のバブル崩壊で構造が変化した。米欧は2000年代後半の金融危機以降に構

造転換が生じている。これも「日本化」現象の一駒とみることができる。

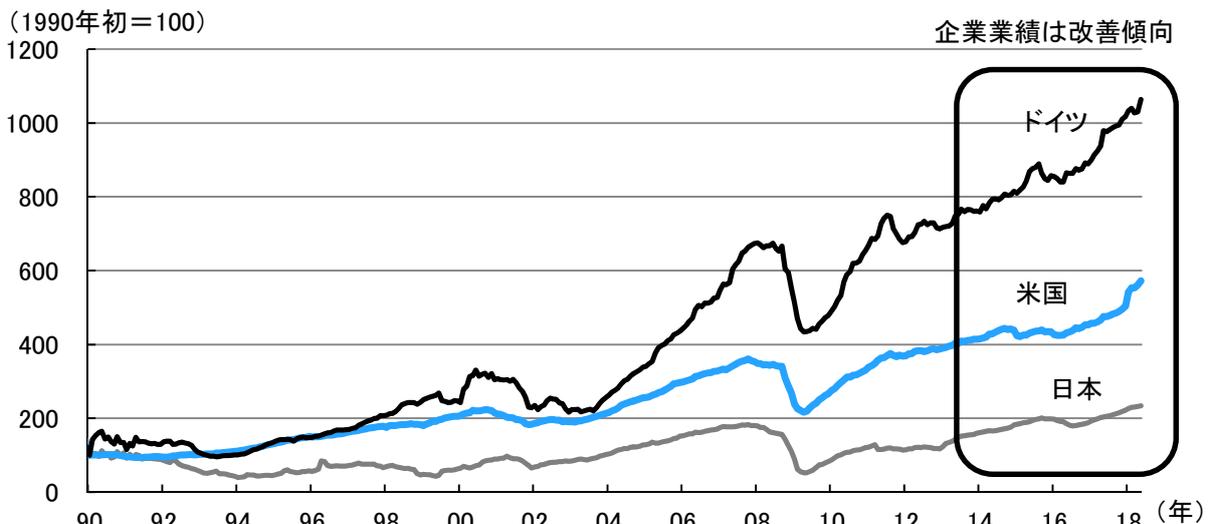
■図表：有効求人倍率型フィリップス曲線



(注) 日本：時給は総労働者の現金給と総額/総労働時間（30人以上）前年比の12カ月移動平均。有効求人倍率から時給へは9カ月程度のラグを設定（ラグ時数はもっとも相関の高い値を設定）。  
 米国：時間当たり賃金は生産・被管理労働者。前年比上昇率の後方12カ月移動平均を基準として、2003-2007は12カ月ラグ、2009-直近は24カ月のラグをプロット。有効求人倍率はみずほ総合研究所の試算値で当月値（ラグ、リードなし）をプロット。  
 ドイツ：時給は、諸手当を除く基本給ベース、欠員率に対して4四半期遅行。  
 (資料) 日本厚生労働省、米国労働省、ドイツ連銀よりみずほ総合研究所作成

下記の図表は、日米独の主要株指数EPS推移である。主要先進国の企業業績は長期的に拡大し、特にリーマン・ショック以降には改善傾向が継続している。先進国を中心に、企業のカネ余り傾向や、余剰資金が金融市場の活性化につながる一方で、設備投資は低迷している。自社株買いや金融機関を通じて金融市場へ資金が流入し、経済規模に比して金融市場が拡大している状況にある。世界の企業の「日本化」は、企業の投資抑制、期待成長率の低下とキャッシュ保有である。こうした状況は日本ほど顕著ではないが、バブル崩壊後の共通現象としてリーマン・ショックから10年が経過しても後遺症は根強いとみる。

■図表：日米独の主要株指数EPS推移



(注) 日本はTOPIX、米国はS&P500、ドイツはDAXの12カ月先予想EPS。  
 (資料) Thomson Reuters よりみずほ総合研究所作成

1 「内外経済の中期見通し」(みずほ総合研究所『内外経済見通し』2018年6月28日)

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。