

米欧における労働市場と銀行貸出市場の調整

国際局 国際経済調査担当

Bank of Japan Review

2010年1月

米欧経済は、2009年半ば頃から、景気回復に向けて動き出しているが、依然、下振れリスクに直面しており、そのリスクの顕現ルートの一つとして、労働市場と銀行貸出市場の動向がある。大幅な雇用調整が実施されてきた米国では、過剰債務を抱えた家計部門の所得が急減し、ローンの延滞率の上昇につながっている。これが銀行のバランスシートの劣化圧力の一因として作用し、貸出の絞込となって、銀行借入依存度の高い中小企業の行動を制約している。一方、ユーロエリアでは、雇用調整が小幅で、時間当たり賃金の伸びはむしろプラス幅を拡大するなど、家計部門の所得急減が回避されている。しかし、その分だけ企業収益が圧搾され、企業の資金制約はタイトになっている。さらに、ユーロエリアでは、企業の資金調達に占める銀行借入の割合が（米国に比べ）高いため、収益改善の遅れた企業に対する銀行の厳格な融資姿勢が、企業の資金調達環境の改善を遅らせ、支出活動を制約している。このように、米欧では、労働市場の調整の違いから、所得減少が家計にしわ寄せされるのか、それとも企業にしわ寄せされるのかそれぞれ異なるが、いずれにおいても、銀行貸出の減少を経由して、景気回復テンポを遅らせている側面がある。こうした状況は、バブル崩壊によって、銀行貸出と名目 GDP が大幅に減少した日本の 1990 年代以降の経験に類似している。

1. はじめに

米国とユーロエリアは共に、2009年7～9月にプラス成長に復し、雇用環境の悪化テンポも和らぐなど、景気は持ち直している。先行きも、景気回復に向けた動きが続くが、回復テンポは緩やかなものになると考えられる。すなわち、米国では、過剰債務を抱えた家計部門の支出活動に弾みはつきにくく、需要動向の不確実性も払拭できないもとのため、企業は雇用の増加に対して慎重姿勢を維持するものと考えられる。このため、今回の回復局面は「ジョブレス・リカバリー（雇用無き回復）」になるものと想定され、生産・所得・支出の前向きな循環メカニズムの稼動には重石がかかり続けるとみられる。また、そうしたもとのため、家計のバランスシート調整が長引き、銀行の資産には引き続き劣化圧力がかかると予想される。このため、銀行の厳格な貸出スタンスも続き、企業の支出活動を下押しすると考えられる。一方、欧州では、米国に比べると、雇用調整が小幅に止まっていることから、

企業収益に対する下押し圧力が強いほか、企業の資金調達における銀行依存度が高く、銀行の厳格な融資スタンスの影響が強くあらわれやすいとみられる。

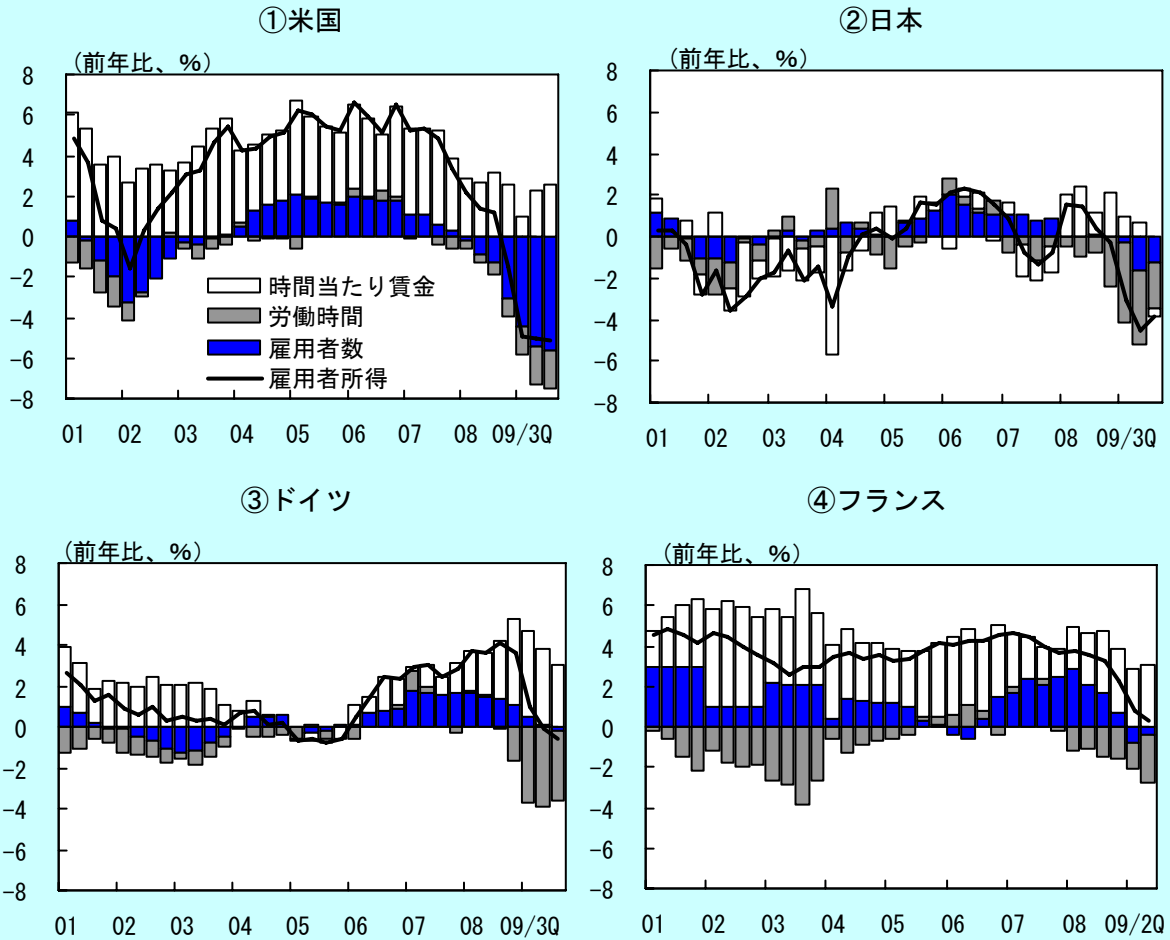
以下では、米欧の労働市場と銀行貸出市場に焦点をあて、米欧経済の現状評価を行うとともに、先行きの見通しとリスクについて簡単な考察を行う。

2. 米欧における雇用調整の動向

（雇用者所得の分解）

先進各国の雇用者所得の前年比をみると、2008年以降、労働市場の需給悪化が続く中で、伸びが鈍化あるいは減少に転じているが、米国とユーロエリアでは、雇用調整の規模も形態も大きく異なっている（図表1）。すなわち、米国では、労働市場の調整スピードが速く、雇用者所得の減少幅が際立って大きくなっている。ちなみに、米国の減少幅は、2008年秋以降大幅な

(図表 1) 米欧日の雇用者所得の分解



(注) 雇用者所得はすべて GDP ベース。

(出所) BEA、BLS、内閣府、厚生労働省、Eurostat、ドイツ連邦統計局、フランス国立統計経済研究所

調整を余儀なくされた日本の雇用者所得の減少幅よりも大きなものとなっている。また、米国の雇用者所得変動の内訳をみると、時間当たり賃金の伸びも鈍化はしているが、所得の調整は主に、雇用者数の大幅な削減によって達成されている。これに対して、ドイツやフランスの雇用調整は、1人当たり労働時間を短縮するワークシェアリングが中心となっている。すなわち、米国に比べると、労働時間の減少幅が大きくなっており、雇用者数の伸びについては鈍化はしているが、ゼロ近傍に止まっている。また、時間当たり賃金は、2007年頃と比べるとむしろプラス幅が拡大しており、米国に比べて賃金の調整が遅れていることがわかる。

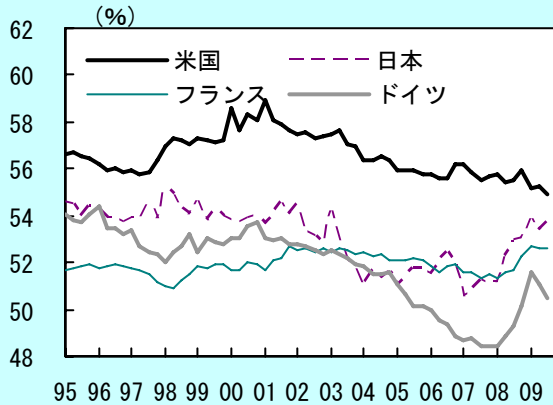
こうした米欧における労働市場調整の違いは、両地域の労働制度や政府の打ち出した景気対策の違いに起因している。欧州では、雇用者保護の制度が米国に比べ強く、解雇が行われに

くいほか、賃金の調整も、物価スライド (indexation) の存在や労働組合の組織率の高さから、米国対比緩やかなものになっている。また、景気刺激策に関しても、ドイツでは、時短手当の支給期間延長といった、雇用を直接保護する政策が中心となっている¹。一方、米国では、企業に対して雇用保蔵を促すような政策ではなく、失業手当の給付期間延長など、失業後の生活を保護する政策が中心となっている。こうした政策の違いが、失業率の違い——米国では上昇傾向が続き10%台に達し、一方のドイツは8%程度で頭打ち——となって表れている。

(欧州の小幅な雇用調整に伴うリスク)

欧州における小幅な雇用調整は、労働分配率を上昇させる結果 (図表 2)、企業収益の圧搾を経由して、企業の体力を消耗させている側面がある。また、先行き、景気が回復に向かっても、成長率が十分に高まらない場合には、企業内に

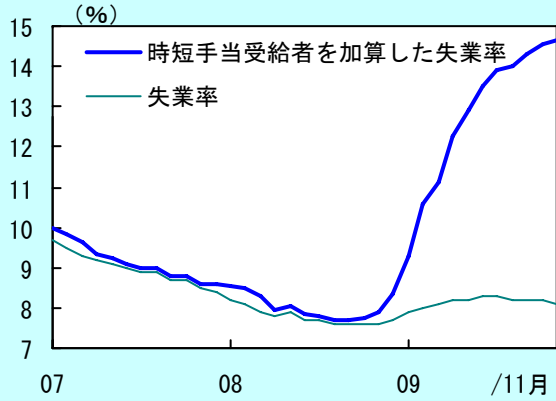
(図表 2) 米欧日の労働分配率



(注) 労働分配率=雇用者報酬/名目 GDP。

(出所) BEA、内閣府、フランス国立統計経済研究所、ドイツ連邦統計局

(図表 3) ドイツの失業率



(出所) Bundesbank、ドイツ連邦雇用庁

保蔵されている時短労働者の労働時間が延長されるに止まり、企業による新規雇用はさほど生み出されない可能性が高い。例えば、ドイツでは、時短手当の受給者が労働力人口の 6%に及んでおり、時短手当が無ければ、失業率は大幅に上昇していた可能性が高い(図表 3)。そうした企業内に抱えた潜在的な失業者の稼働率が上昇するには長期間を要するとみられる。

このように、ユーロエリアでは、企業の体力が消耗し、雇用所得環境の低迷が長期化するとみられる中で、家計の恒常所得は伸び悩んでいると考えられる。ユーロエリアでは、小幅な雇用調整を背景に、雇用者所得の減少が回避されているにもかかわらず、政府による販売促進策があった自動車を除くと、個人消費の減少基調が続いており、これには、こうした恒常所得の伸び悩みが影響している可能性が考えられる。

(米国の大幅な雇用調整に伴うリスク)

米国では、大幅な雇用調整によって、労働分配率が低下しているため(前掲図表 2)、少なくとも短期的には、企業収益が下支えされることによって、株価の上昇や社債スプレッドの縮小につながっている側面がある。こうした環境のもとで、企業の支出活動が回復していけば、労働市場の需給も徐々に改善していき、最終的には家計部門にも恩恵が及んでいくことになる。

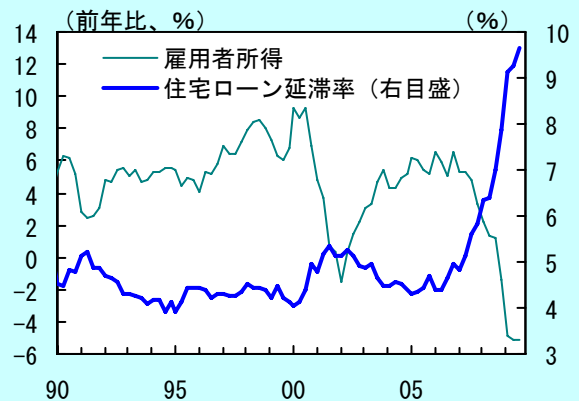
バブル崩壊後の日本経済を振り返ってみても、金融危機が発生する 1997 年末頃までは、名目賃金の下方硬直性の存在から企業収益が圧搾され、企業の過剰債務の解消が遅れていた

が、金融危機後、名目賃金の調整が大幅に進み、企業の債務圧縮も進んだことで、景気回復の素地が形成されていった。

もっとも、現在の米国で、過剰債務を抱えているのは、企業部門ではなく、家計部門である。雇用調整が大幅に進み、雇用者所得が急速に減少することは、家計の債務返済を困難にし、バランスシート調整の進捗を遅らせる側面がある。実際、住宅ローンの延滞率は雇用者所得が減少する中、高まっている(図表 4)。延滞率の上昇などによって、銀行のバランスシートが劣化すると、銀行の収益や自己資本に対する低下圧力として作用するため、貸出供給の絞り込みにつながると考えられる。

さらに、住宅ローンの延滞増加は、差押さえ物件の中古住宅市場への流入増加をもたらし、住宅価格の下落圧力となって作用している。足

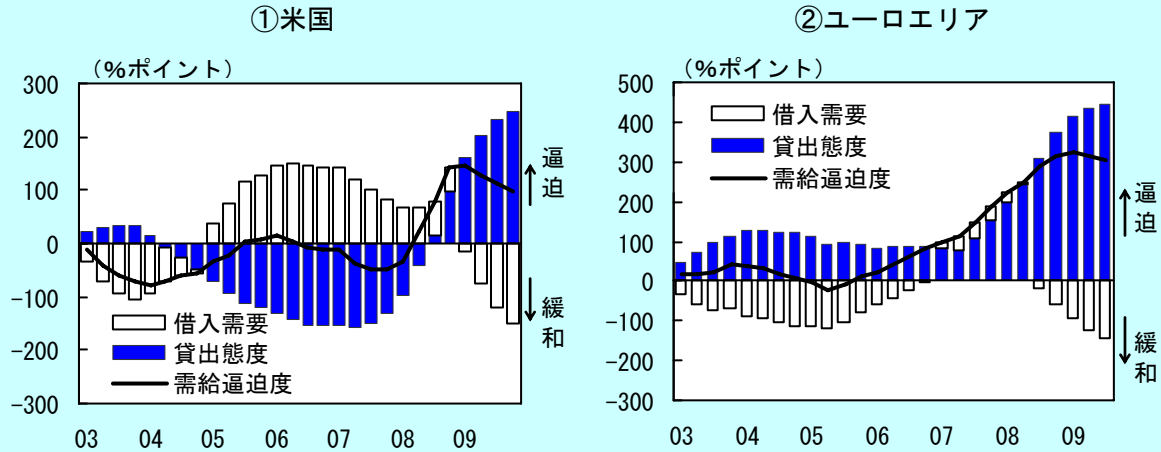
(図表 4) 米国の雇用者所得と住宅ローン延滞率



(注) 雇用者所得は民間非農業部門。

(出所) BLS、MBA

(図表 5) 企業向け銀行貸出市場の需給逼迫度



(注) 貸出態度と借入需要は、各々の変化幅を示したDIを2003年から累積したもの。正の方向に向かえば、貸出態度は厳格化し、借入需要は増加していることを示す。需給逼迫度は、貸出態度と借入需要の和であり、正の方向に拡大すればするほど、逼迫の度合いが強まることを示す。

(出所) ECB、FRB

もと、中古住宅販売が増加しても、住宅価格が上昇基調に転じていない状況には、このことが影響しており、当面、家計と銀行のバランスシート問題の進捗を遅らせる方向に作用するとみられる。

3. 米欧の銀行貸出市場と実体経済

(企業向け貸出市場の需給)

バランスシート問題に直面した米欧銀行による貸出の絞込みは、過剰債務を抱えた家計部門に対してだけではなく、過剰債務を抱えていない企業部門に対しても広がっており、これが企業活動を制約し、景気回復のモメンタムを弱めている可能性が考えられる。

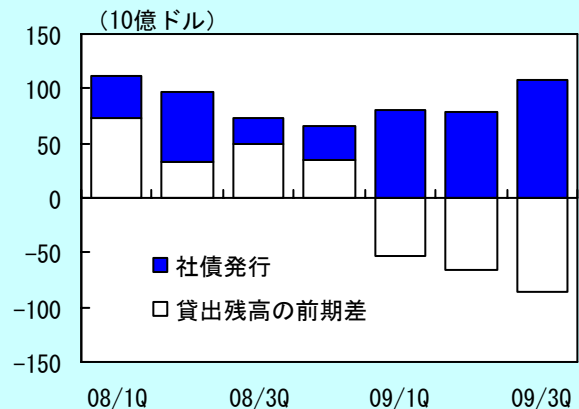
銀行の企業向け貸出市場の需給逼迫の度合いを評価するために、FRBとECBが四半期毎に公表している貸出サーベイのDIの動きをみてる。同DIは、銀行の貸出態度(供給要因)と企業の借入需要に関する判断が前期に比べどう変化したか、その「方向」について調査したものである。ここでは、貸出供給と借入需要に関する「水準」について評価するために、このDIを累積して表示した(図表5)²。米国の2005年から2007年までの期間をみると、企業の借入需要が大幅に増加し、需給が逼迫する方向に作用したが、銀行が貸出供給を積極化させたため、需給水準は逼迫も緩和もしない中立的な状況で推移した。しかし、リーマン・ブラ

ザーズの破綻後は、状況が一変した。企業の投資支出の削減などを映じ、借入需要は減少したが、それ以上に銀行の貸出態度が急激に厳格化したため、需給の逼迫した状況が続いている。この点は、ユーロエリアも同様である。

(米欧企業の資金調達構造の違い)

このように、企業向け貸出市場の需給は、米欧ともに逼迫した状態が続いているが、足もとをみると、米国では逼迫感が幾分和らいでいるのに対して、ユーロエリアでは、そうした動きがほとんどみられない(前掲図表5)。これは、米国企業の借入需要の減少幅が、ユーロエリアの企業に比べ大きいことによる。米国では、設

(図表 6) 米国の銀行貸出と社債発行

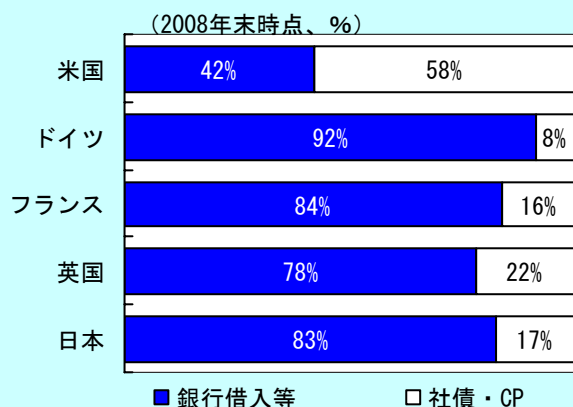


(注) 社債発行は、普通社債(グロス、除く金融)。貸出残高は、商工業向け貸出残高。

(出所) FRB、Thomson ONE Banker

備投資の減少といった実需の減少だけではなく、企業の資金調達手段が銀行借入から社債にシフトしていることが、銀行借入需要の減少に寄与している（図表 6）。すなわち、銀行が厳格な貸出スタンスを維持する一方で、投資家のリスクアペタイトの回復から、社債スプレッドの縮小など社債の発行環境が改善するもとで、企業は資金調達手段を社債にシフトしている³。一方、ユーロエリアでも、社債発行は堅調ながら、米国に比べ、企業の資金調達に占める資本市場（社債・CP）のウェイトが小さい（図表 7）。このため、米国と比較すると、銀行借入に対する需要の減少が小幅になっていると考えられる（前掲図表 5）。

（図表 7）企業の資金調達の内訳



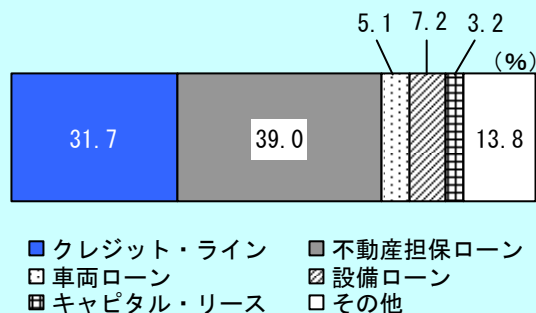
（注）米国については、農業を除くベース。銀行借入等にはノンバンクや海外からの借入を含む。

（出所）BOE、Banque de France、Bundesbank、FRB、日本銀行

（中小企業のクレジット環境）

米国においては、貸出市場全体の需給逼迫は和らぐ方向にあるが、銀行借入から資本市場に資金調達手段をシフトできる大企業と、そうした代替手段を持たない中小企業とでは、資金調達環境が大きく異なる。企業規模別に、資金調達額（企業間信用を除く）に占める銀行借入の割合をみると、大企業では3割弱であるのに対し、中小企業については6割強に達する⁴。このため、銀行貸出基準の大幅な厳格化は、社債発行や株式発行に頼れない中小企業に対して、より大きな影響を持つとみられる。しかも、中小企業の銀行借入の内訳をみると、その4割が不動産担保ローンとなっている（図表 8）。さらに、クレジット・ラインについても、そのうち3割

（図表 8）米国中小企業の借入形態



（出所）FRB

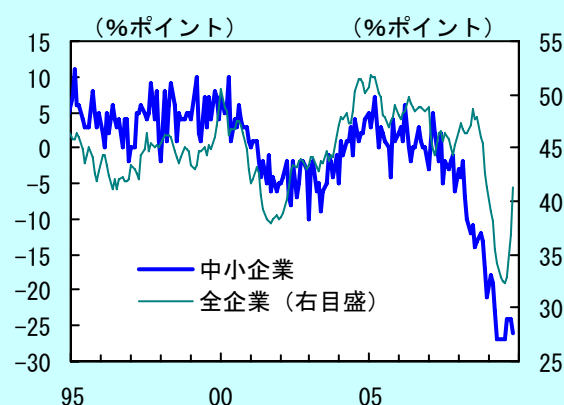
は不動産が担保となっており、今次景気後退局面の特徴である不動産価格の下落が、担保価値の毀損を通じ、借入の困難化につながっている可能性が高い。

この間、ユーロエリアの中小企業の資金調達環境は、米国以上に厳しいものと考えられる。既述の通り、ユーロエリアでは、小幅な雇用調整から企業収益が圧搾され、企業の資金制約がタイトであるほか、銀行借入に対する需要も米国より強い状況にあるため（前掲図表 5）、銀行は、収益改善の遅れた企業に対して、より厳格な融資スタンスを維持しているとみられる。

（中小企業の経済活動に対する影響）

中小企業を取り巻く厳しい資金調達環境は、中小企業の経済活動に様々な影響を及ぼしている。例えば、米国の在庫投資DIの動きをみ

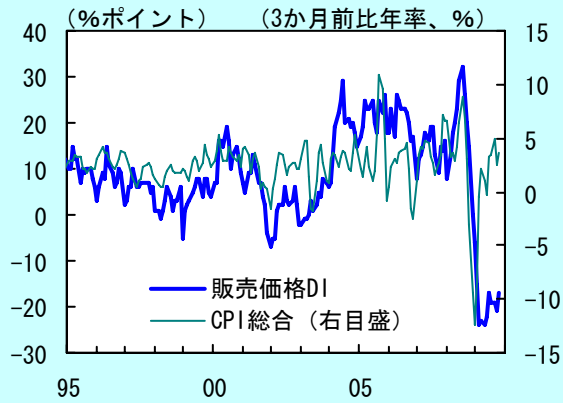
（図表 9）米国中小企業の在庫投資



（注）中小企業の在庫投資DIは、3か月前に比べて在庫を増加させたか否かと答えた企業の割合から、減少させたか否かと答えた企業の割合を引いたもの。全企業の在庫投資DIは、ISM製造業調査による（3か月後方移動平均）。

（出所）ISM、NFIB

(図表 10) 米国中小企業の価格設定

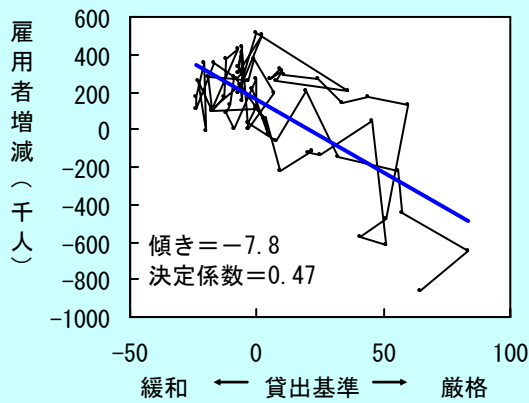


(注) 中小企業の販売価格DIは、販売価格が3か月前に比べて上昇したと答えた企業の割合から、低下したと答えた企業の割合を引いたもの。

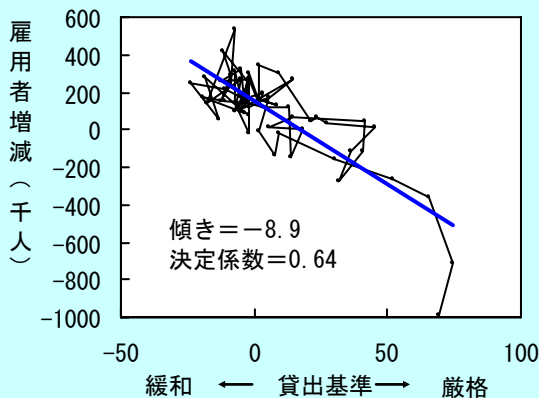
(出所) BLS, NFIB

(図表 11) 米国における銀行貸出基準と雇用増減の関係

①大企業



②中小企業



(注 1) 期間は1992年3Q~2009年1Q。

貸出基準は「厳格化」-「緩和化」(%ポイント)。

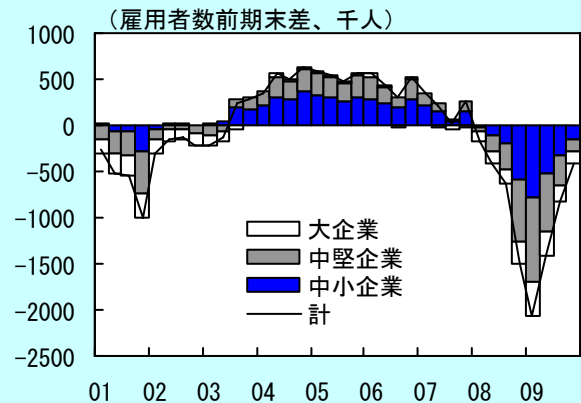
(注 2) 大企業は、雇用者増減については雇用者数500人以上、貸出基準については年間売上高5,000万ドル以上の企業についてのデータを使用。中小企業は、雇用者増減については雇用者数50人未満、貸出基準については年間売上高5,000万ドル未満の企業についてのデータを使用。

(出所) BLS, FRB

ると、過去の局面では、中小企業と全企業（大企業を含む）の動きが乖離することはなかったが、足もとは、全企業のDIが改善しても、中小企業にそうした動きはみられない（図表 9）。また、中小企業の販売価格DIは、これまで、CPI総合とほぼ並行して推移してきたが、足もとは大きく乖離している（図表 10）。このことは、今次局面において、米国の中小企業が、窮屈な資金繰りから、在庫の大幅な削減を余儀なくされ、その過程において、一般物価水準を下回る価格での投げ売りを強いられた可能性を示唆している。

また、大企業と中小企業を比較すると、従来から、銀行の貸出態度の厳格化が雇用者数の減少につながる程度は、中小企業においてより大きくなる傾向がみられ（図表 11）、今次景気後退局面でも、中小企業の雇用者の削減が大幅なものとなっている（図表 12）。米国経済において、中小企業は、民間雇用者数の半分超を抱え

(図表 12) 米国の企業規模別雇用



(注) 大企業は雇用者数500人以上、中堅企業は50人以上500人未満、中小企業は50人未満の企業。

(出所) ADP

(図表 13) 米国中小企業の存在感

中小企業が米国経済に占めるウエイト：

- ・企業数の99.7%
- ・民間雇用者数の50%以上
- ・民間部門給与の44%
- ・過去15年間の雇用者数増分の64%
- ・民間非農業部門GDPの半分以上
- ・ハイテク関連労働者（科学者、技術者、プログラマー等）の40%
- ・輸出業者の97.3%、輸出額の30.2%

(注) 中小企業は、雇用者数500人未満の企業。

(出所) 連邦中小企業庁 (SBA)

るとともに、民間企業による GDP の過半を産出するなど、存在感が相当大きい（図表 13）。中小企業が、過去 15 年間における雇用増加数の 64%を創出してきたことなどを踏まえれば、中小企業の活動の停滞は、米国経済の回復に向けたモメンタムを弱める方向に作用すると考えられる。2 節でみたように、米国の雇用調整が大幅でかなり急激に進んでいる背景には、こうした銀行貸出態度の厳格化が影響している側面もあると考えられる。

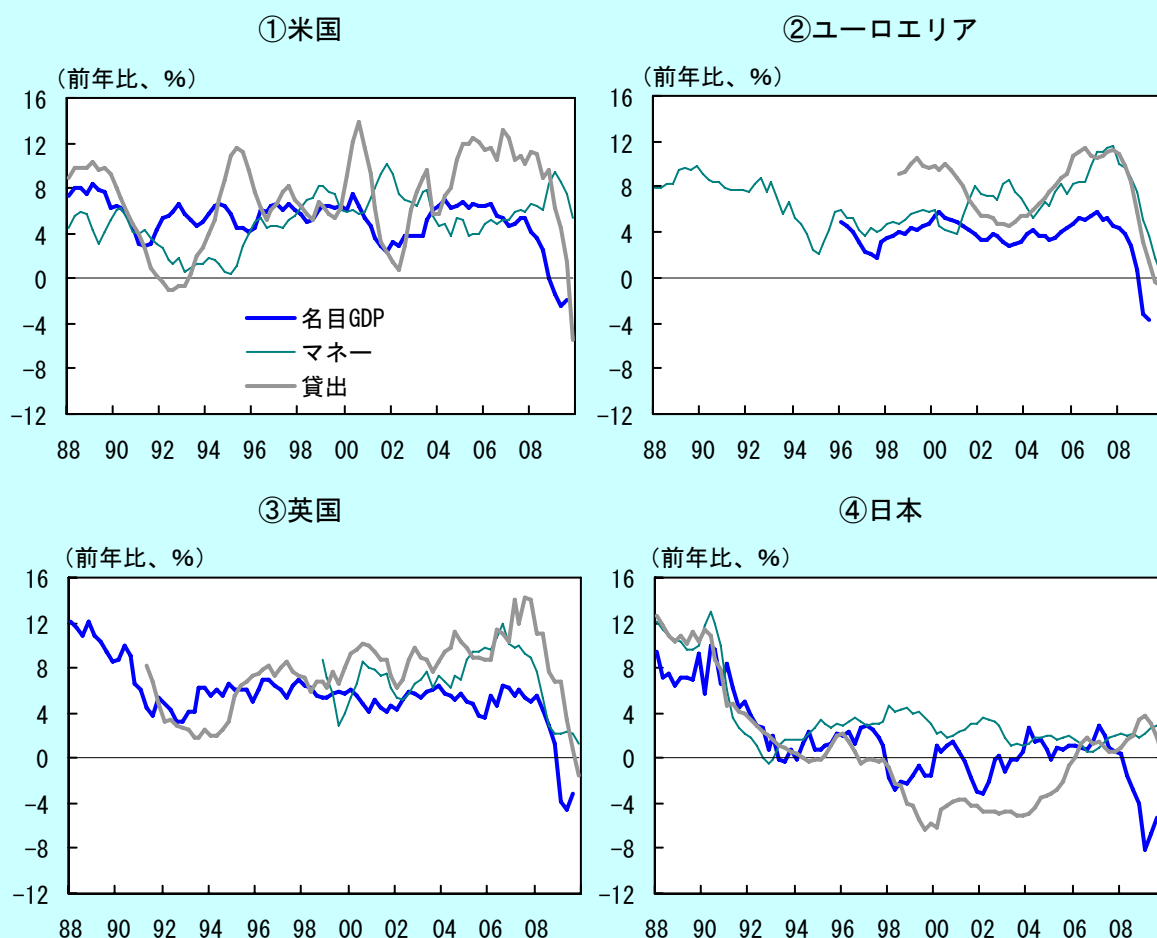
（1990 年代の日本の経験との共通点）

銀行の貸出態度の厳格化が、中小企業の活動低迷を通して、景気回復のモメンタムを弱めるという動きは、日本のバブル崩壊期でもみられた。すなわち、1980 年代までは、金融緩和が続くと、量的拡大意欲の強いメガバンク（当時の都銀）が貸出金利を下げて、安定した資金需要のある中小企業向けに貸出を増加させていく傾向がみられたが、バブル崩壊後の 1990 年以

降の緩和局面では、こうした信用チャネルを通じた政策効果は弱まった。企業が過剰債務を抱える中、借入需要の掘り起こしに銀行が収益機会を見出せなくなったため、銀行は、金融緩和が行われても、かつてのように中小企業に対して積極的に貸出金利を引下げて貸出供給スタンスを前傾化させることがなくなった。

また、この間の米欧の貸出とマネーストックの動きを併せて観察してみると、1990 年代の日本との共通点を指摘できる。ユーロエリアや英国では、銀行貸出の低迷を受けて、マネーストックの伸びが急速に低下している（図表 14）。こうした欧州の状況は、日本において、バブル崩壊後の 1990 年代前半、銀行貸出とマネーストック、名目 GDP の 3 つがほぼ同時に減少した状況と似ている。一方、米国では、銀行貸出と名目 GDP の伸びが大幅に鈍化しているが、マネーストックの伸びは低下していない。米国では、2008 年秋のリーマン・ブラザーズの破綻後、流動性に対する予備的需要の高まりから、

（図表 14）米欧日における銀行貸出、マネーストック、名目 GDP の推移



（出所）BEA、FRB、Eurostat、ECB、ONS、BOE、内閣府、日本銀行

マネーストックが大幅に増加し、その後も、財政赤字の拡大とそれをアコモデートする緩和的な金融政策を背景に、マネーストックが高めの伸びを続けている。こうした米国の状況は、日本が1998年に金融危機に直面した時の状況と似ている。当時、日本でも、マネーに対する予備的需要が高まるとともに、財政赤字が大幅に拡大した。

4. おわりに

労働市場と銀行貸出市場の2つの切り口から、米欧経済の「現状」について整理してきたが、最後に、先行きの「展望」について考えてみたい。バランスシート問題を抱えた経済の調整圧力の大きさ——すなわち、最終的に削減しなければならない債務の規模——は、その経済の生産性や潜在成長率に依存する側面がある。潜在成長率が金融危機後も低下することなく、危機前の水準を維持していけるとすれば、家計の恒常所得は下方修正されないため、債務を大幅に削減する必要もなく、バランスシートの調整も比較的短期間に終息する可能性がある。また、生産性の上昇率が維持されれば、企業収益の改善に対する期待も安定するため、株価上昇（資産効果）を通じて、家計の支出減退を最小限に食い止めるものと考えられる。逆に、金融危機によって、生産性の上昇率や潜在成長率が低下すれば、債務返済原資である所得が伸び悩むため、債務圧縮に要する年数は増加し、バランスシートの調整が長期にわたって続くことになる。

既述の通り、欧州では、小幅な雇用調整が企業の生産性低下につながる中、調整期間が長期化するとの見通しから恒常所得が下押しされている可能性が考えられる。逆に、米国では、大幅な雇用調整から労働生産性が大幅に上昇している。ただし、米国では、過去においても、景気が後退から回復に転じる局面で、生産性が急上昇する傾向がみられる。これは、需要が反転増加しても、企業は直ぐには先行きの需要動向に確信が持てないため、雇用を増やさずに、設備の稼働率の上昇によって対応することが影響している。今後の経済を展望するうえで重要なのは、こうした循環要因が混在した生産性ではなく、循環要因（稼働率）調整後の生産性

である。

過去40年間に世界で発生した88の金融危機について分析したIMFによれば⁵、危機発生後、全要素生産性が持続的に低下する傾向がある。実際、日本の「失われた10年」でも、全要素生産性の上昇率が低下したことが多くの研究によって示されている。これには、金融仲介機能の低下が影響したという見方があり⁶、具体的には、産業間の最適な資源配分が妨げられたり、また、金融機関の追い貸しによって、産業内に低生産性の企業が残存した結果、高生産性企業の参入が進まず、産業間や企業間の資源配分の歪みも残存した可能性が指摘されている。米欧においても、銀行の信用仲介機能の低下が長引けば、生産要素の資源配分に歪みをもたらし、マクロの生産性や潜在成長率の低下につながるリスクがあろう。

¹ ドイツの時短手当は、予想外の需要減少といった経済的理由から、企業が労働時間を短縮し、雇用維持を図る場合に、政府が時短に伴う賃金減少分の一部を労働者に補填する制度。リーマンショック後の急速な景気悪化を受けた時限措置として、2009年1月に最長支給期間がそれまでの12か月から18か月に延長され、2009年7月には24か月に延長された。

² DIの累積の起点は、景気回復が本格化した2003年初とした。

³ 社債の買い手としては、商業銀行が減少する一方、投信(Mutual funds)や生保などが保有を増やしている。

⁴ Quarterly Financial Reportによる、製造業の2009年4～6月のデータを使用。なお、中小企業の資金調達額のうち銀行借入以外の部分(4割弱)は、社債やCPではなく、株主や他企業、銀行以外の金融・保険会社からの借入等となっている。

⁵ World Economic Outlook (IMF, October 2009)を参照。

⁶ Caballero, Hoshi and Kashyap, "Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan," *American Economic Review*, 2008, 98:5

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。内容に関するご質問等につきましては、日本銀行国際局国際経済調査担当(代表03-3279-1111 内線3571)までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。