

3つの長期景気回復にみる企業行動の変化

～ 利益拡大の背景と財務・投資スタンスの変遷～

<要旨>

2020 年 5 月から続く景気拡張局面は 2026 年 7 月時点で 74 か月となり、戦後最長となった。近年の長期景気回復局面であるいざなぎ景気、アベノミクス景気、今回を比較すると、いずれも企業収益の大幅な改善を伴ったが、その背景には違いがみられる。いざなぎ景気ではコスト削減、アベノミクス期は原価率改善、今回は価格環境の変化を伴う売上拡大が企業収益を押し上げた。特に今回は、価格設定行動には明確な変化がみられた。

一方、賃上げ率は上昇したものの、労働分配率の低下傾向を踏まえると、雇用・賃金をめぐる企業スタンスの変化はなお限定的とみられる。また、企業収益の使途については、いざなぎ景気に見られた債務削減とある程度の成長期待を前提とした投資スタンスが、アベノミクス景気では、企業の期待成長率が低下する中で、対外投資や維持・補修を重視する方向へ変化した。今回もその傾向は続いており、財務・投資スタンスはなおアベノミクス期の延長線上にある。

今後、こうした国内企業のスタンスが変わるかどうかは、日本経済の潜在成長率にも影響するポイントとして注目されよう。

1. はじめに

中東情勢の緊迫化や米国の通商政策を巡る不透明感など世界経済の不確実性が高まる中でも、景気動向指数の改善が持続し、2020 年 5 月から続く景気拡張局面は 2026 年 7 月時点で 74 か月¹と戦後最長となった。次いで長いのがいざなぎ景気の 73 か月、アベノミクス景気の 71 か月であり、近年の景気回復局面は長期化する傾向がみられる(図表 1)。

図表1 1980年以降の景気拡張局面

	通称	谷	山	継続期間	景気回復のきっかけ	景気後退入りのきっかけ
第10循環	ハイテク景気	1983年2月	1985年6月	28ヶ月	対米輸出の増加	プラザ合意による急激な円高
第11循環	バブル景気	1986年11月	1991年2月	51ヶ月	金利引下げ、公共投資拡大	不動産融資総量規制、金融引き締め
第12循環	さざなみ景気	1993年10月	1997年5月	43ヶ月	大型景気対策、円高是正	消費税率引上げ(3%→5%)、金融システム不安
第13循環	ITブーム	1999年1月	2000年11月	22ヶ月	IT投資拡大	ITバブル崩壊
第14循環	いざなぎ景気	2002年1月	2008年2月	73ヶ月	金融緩和、中国WTI加盟(中国特需)	サブプライムショック
第15循環		2009年3月	2012年3月	36ヶ月	リーマンショック後の世界的金融・財政政策	欧州債務危機と歴史的円高
第16循環	アベノミクス景気	2012年11月	2018年10月	71ヶ月	異次元金融緩和、円安	米中貿易戦争(第1次トランプ政権)
第17循環		2020年5月	?	74ヶ月 (26/7まで)	コロナ禍後の経済活動再開、財政金融支援	—

(資料)内閣府「景気動向指数」、「景気基準日付」等

¹ 正式な景気の山の決定ではないため、現時点での暫定であり今後変わりうる。

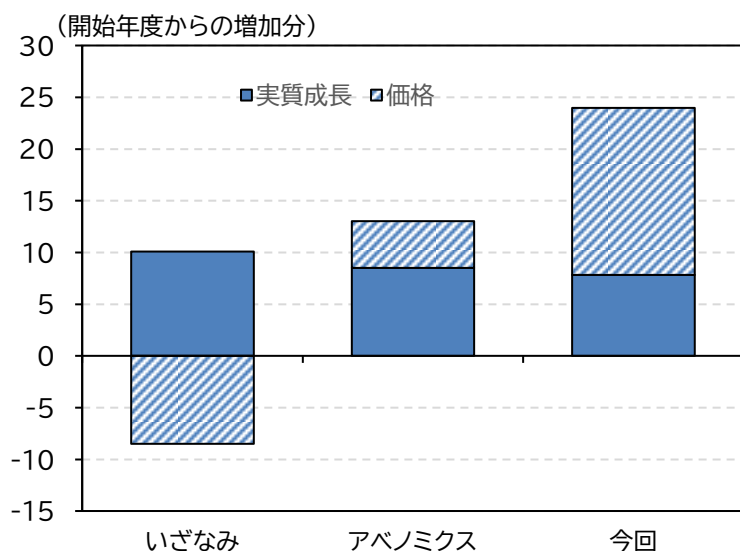
いざなみ景気、アベノミクス景気、今回の景気拡張はいずれも、その長さのみならず、企業収益も過去最高水準を更新するなど、企業収益の好調さが目立つ。本稿では、3 つの長期景気回復局面における企業収益改善の背景に加え、財務・投資スタンスにどのような違いがあるのかについて考察した。

2. 利益拡大の背景の違い

図表 2 は 3 つの長期景気回復局面における名目 GDP 成長率を実質成長要因と価格要因に分解したものである。いざなみ景気では価格要因がマイナスであった一方、実質成長が景気回復を支えた。アベノミクス期でも成長の中心は実質成長であった。他方、今回の景気回復局面では価格要因の寄与が大きく、過去 2 局面とは異なりインフレを伴う回復となっている。こうしたマクロ環境の違いは売上高や利益率の動きにも反映されている。

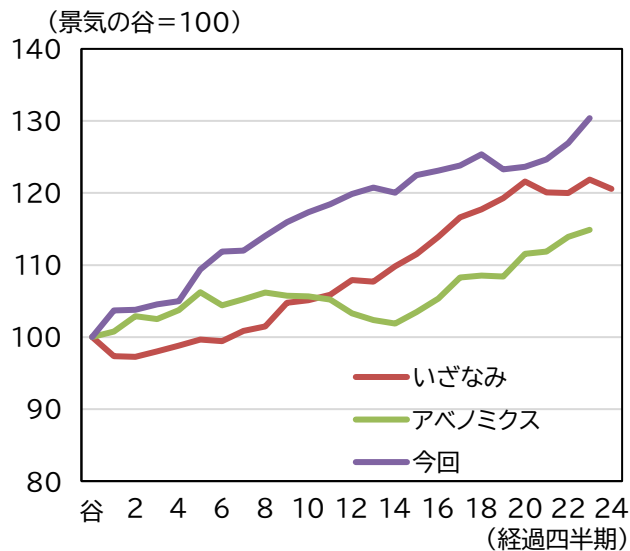
各回復期間の景気の谷を 100 として売上高の推移をみると(図表 3)、いずれの局面でも景気回復に伴い売上高は増加しているが、その伸びには違いがみられる。いざなみ景気では回復初期にいったん弱含む場面がみられたものの、その後は着実な増加基調を辿り約 2 割増加した。アベノミクス景気では回復初期の伸びは緩やかで、売上高の増加が明確となるのは景気拡張開始から 4 年程度経過した後であった。最終的には約 15%増加したものの、売上高の伸びは 3 局面の中で最も小幅にとどまった。今回は回復初期から売上高が堅調に増加し、約 25%増加と過去 2 局面を上回る伸びとなっている。

図表 2 景気拡張局面別にみた名目 GDP 成長の要因分解



(注)今回はコロナ禍の影響を加味して谷を 1 四半期後ずれさせた
(資料)内閣府「四半期 GDP 統計」

図表 3 売上高の推移(季節調整値)



(注)今回はコロナ禍の影響を加味して谷を 1 四半期後ずれさせた
(資料)財務省「法人企業統計季報」

売上高の伸びの違いに加えて、利益率改善の度合いや費用構造にも局面ごとの特徴がみられる。景気回復局面ごとに企業の利益構造に関連する指標を比較すると(次頁図表 4)、いざなみ景気では、営業利益率が 2.4%から 3.1%へ 0.7%pt 上昇した。その背景には人件費率の▲1.5%pt、販管費率の▲2.1%pt という大幅なコスト削減があった。一方で売上原価率は+1.4%pt 上昇し

ており、利益拡大は主としてリストラや固定費圧縮によって実現されたと考えられる。アベノミクス景気では、営業利益率は 3.5% から 4.4% へ 1.0%pt 上昇した。売上高の伸びが比較的緩やかな中でも、人件費率や販管費率に大きな変化は見られなかった一方、売上原価率は▲1.3%pt 低下した。売上高、売上原価ともに回復初期には横ばい圏で推移したが、その後は売上高が緩やかに増加する中、売上原価率が低下したことが利益率改善につながった。今回は、営業利益率は 3.7% から 5.4% へ 1.7%pt 上昇し、過去 3 局面で最も高い水準に達している。人件費と販管費が増加し、人件費率は 12.0% とアベノミクス期と概ね同水準を維持、販管費率も 22.2% と過去 2 局面を上回ったものの、売上高の拡大がこれらのコスト増を吸収し、更には売上原価率も引き下げることで収益性の改善につながった。

図表4 景気回復局面別にみた利益構造の変化

	いざなぎ景気			アベノミクス景気			今回		
	開始時	終了時	変化幅	開始時	終了時	変化幅	開始時	直近	変化幅
営業利益率	2.4	3.1	0.7	3.5	4.4	1.0	3.7	5.4	1.7
営業外利益率	2.0	1.1	▲ 0.9	1.0	1.1	0.1	1.1	1.3	0.2
売上原価率	77.1	78.5	1.4	76.4	75.2	▲ 1.3	74.1	72.4	▲ 1.7
販管費率	20.5	18.4	▲ 2.1	20.1	20.4	0.3	22.2	22.2	▲ 0.0
人件費率	12.1	10.7	▲ 1.5	11.8	11.9	0.1	12.5	12.0	▲ 0.5

(注) いざなぎ景気は 2002～2007 年度、アベノミクス景気は 2013～2018 年度、今回はコロナ禍の影響を考慮して 2021～2025 年度とした。

(資料) 財務省「法人企業統計年報」

3. 価格設定と雇用・賃金スタンスの変化

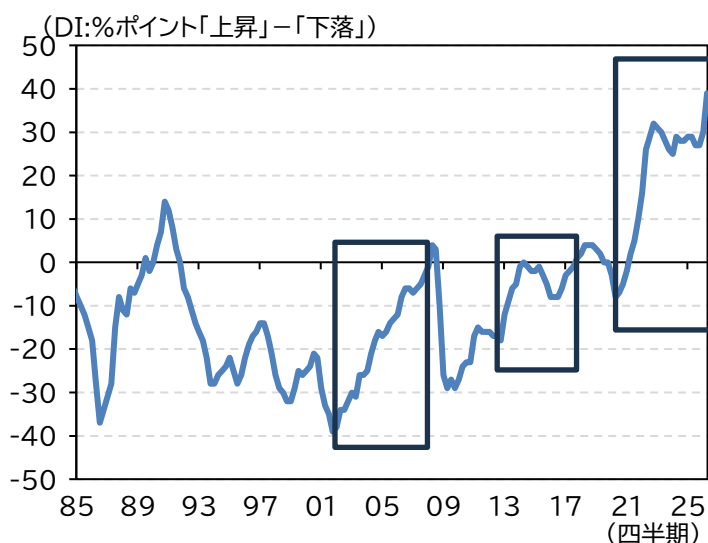
以上でみたように、3 つの長期景気回復局面では利益拡大の背景には違いがみられた。特に今回の景気回復局面では、売上高の大幅な増加によって販管費や人件費の増加を吸収する形で利益率が改善するなど、過去の 2 局面とは異なる特徴がみられる。以下では、こうした利益拡大の背景にある価格設定や雇用・賃金スタンスの変化を確認する。

まず価格設定についてみると、販売価格判断 DI は(図表 5)、いざなぎ景気やアベノミクス景気では上向く局面がみられたものの、販売価格の上昇超過は定着しなかった。一方、今回は 2022 年以降、大幅なプラス圏での推移が続いている。こうした状況は、バブル期のインフレ局面を含めてもみられなかったものであり、企業の価格設定行動に構造的な変化が生じている可能性が示唆される。

次に、雇用・賃金について確認する。雇用判断 DI をみると、いざなぎ期は雇用過剰感が強かったのに対し、アベノミクス期、今回は企業の人手不足感が強まっている(次頁図表 6)。特に足元では過去に例をみない水準まで不足感が高まっている。

そのため、春季労使交渉の賃上げ率は人手不足下にあったアベノミクス期においても 2% 前後で

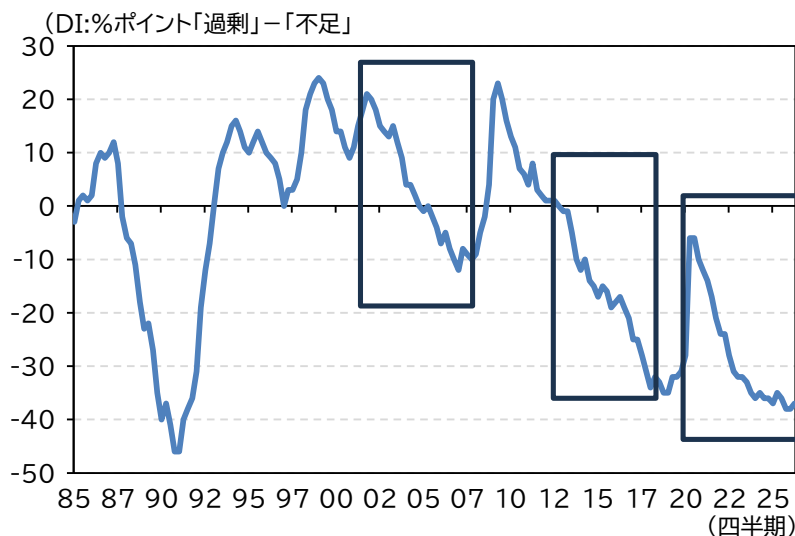
図表5 販売価格判断 DI の推移



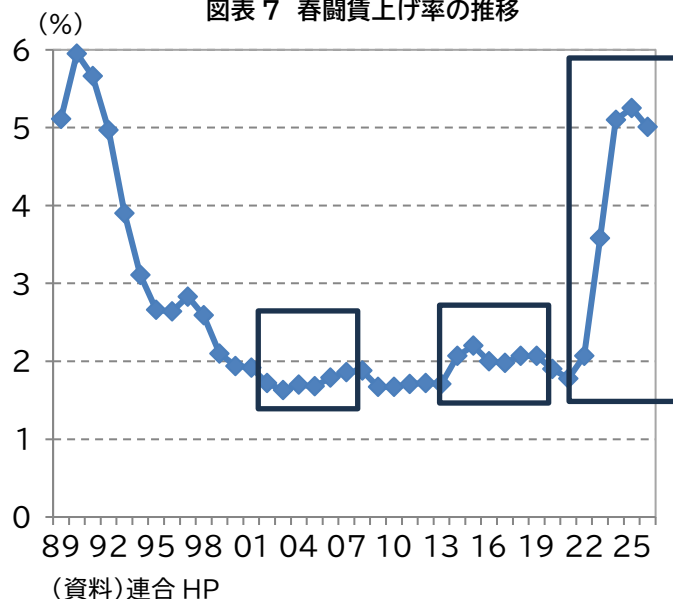
(資料) 日本銀行「短観」

張り付いていたのが 5% 台へ上昇している(図表 7)。

図表 6 雇用判断 DI の推移

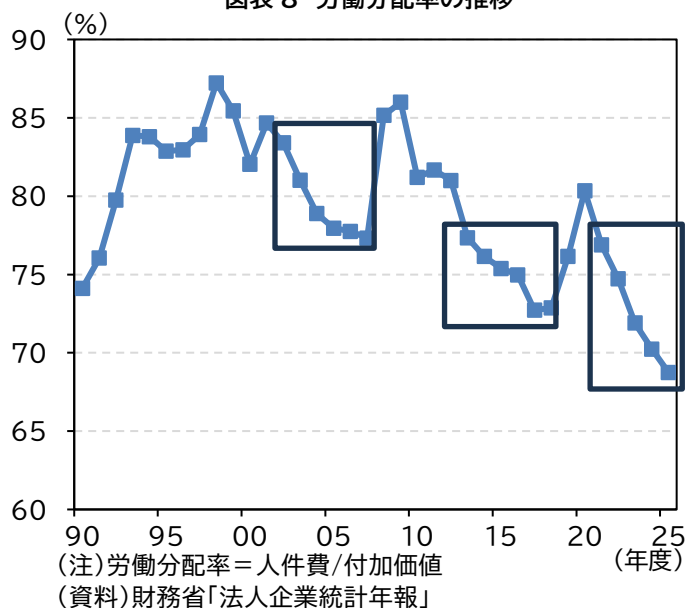


図表 7 春闘賃上げ率の推移



一方で、企業部門の労働分配率をみると、いざなみ景気やアベノミクス景気でも低下がみられたが、今回の景気回復局面ではその低下幅がより大きくなっている(図表 8)。賃上げ率は上昇したものの、営業利益率がいざなみ景気からアベノミクス景気、今回と局面を追うごとに高まってきたように、付加価値の増加が人件費の伸びを上回ってきたことが、労働分配率の水準の切り下がりとして表れているとみられる。日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査」によれば、近年は賃上げを単なるコストではなく、人材確保や定着に向けた人的投資の一環として捉える企業も増えているものの²、労働分配率の動きをみる限り、目先の利益を多少犠牲にしても人件費を増やす動きが全体に広がっているとは言い難い。この点で、賃金伸び率は高まっているものの、雇用・賃金を巡る企業スタンスの変化は限定的といえる。

図表 8 労働分配率の推移



4. 利益の使途 ～財務・投資スタンスからみた変化～

次に拡大した企業収益の使途にどのような変化がみられるのかを確認する。以下では、企業の

² 日本政策投資銀行の全国設備投資計画調査によれば、企業(大企業)が人的投資と認識する内容は、2023 年度には①人材の確保、②研修など OFF-JT の強化、③賃金引上げの順に多かったが、2024 年度には①人材の確保、②賃金引上げ、③研修など OFF-JT の強化、2025 年度、2026 年度は①賃金引上げ、②人材の確保、③研修など OFF-JT の強化と賃上げが最も多くなっている。

財務・投資スタンスの変化として、各景気回復局面における有利子負債と現・預金と国内設備投資と投資有価証券の変化に着目した(図表 9)。まず有利子負債と現・預金の動きについてみると、いざなぎ景気では有利子負債が 65 兆円減少する一方、現・預金の増加は 4 兆円にとどまった。バブル崩壊後に積み上がった過剰債務の調整がなお重要な経営課題であったことから、企業は収益改善を主として債務圧縮に振り向けていたことがうかがえる。一方、アベノミクス期になると有利子負債は 82 兆円増となるなど増加に転じ、同時に現・預金の積み上がりも目立つようになった。今回の景気回復局面でも両建てで増やす動きが続いているものの、有利子負債の増加額は 104 兆円とアベノミクス期を上回っている。背景には、物価上昇に伴う運転資金需要の増加に加え、実質金利が低位にとどまる中で借入への抵抗感が低下したことなどが影響していると考えられる。

図表 9 景気回復期間を通じたバランスシートの変化

(年度末値、兆円)

	いざなぎ期			アベノミクス期			今回		
	開始時	終了時	変化幅	開始時	終了時	変化幅	開始時	直近	変化幅
現・預金	131	135	4	168	223	55	259	301	42
有利子負債	525	461	△ 65	482	564	82	653	757	104
設備投資関連資産	330	313	△ 17	272	322	50	333	371	38
投資有価証券	107	150	43	236	341	105	361	444	84
(参考)設備投資(フロー累積)	228			255			252		

(注)設備投資関連資産は、建設仮勘定+その他有形固定資産+無形資産とした。各景気回復期の開始終了時点は、いざなぎ景気は 2001～2007 年度末、アベノミクス景気は 2012～2018 年度末、今回は 2020～2025 年度末とした。

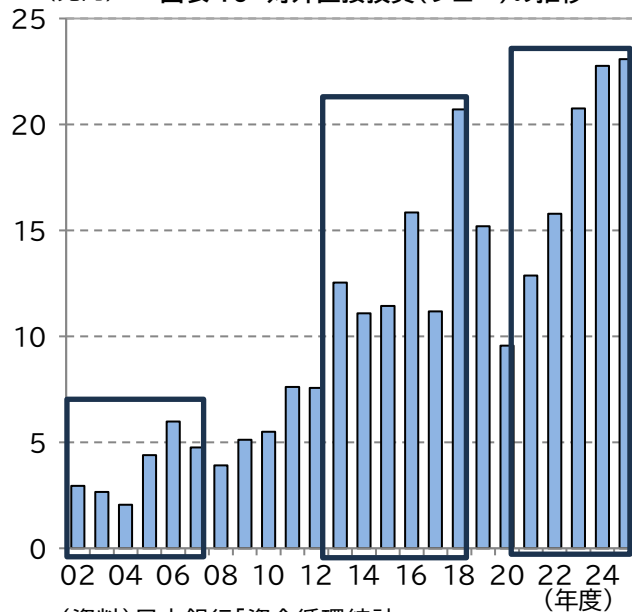
(資料)財務省「法人企業統計年報」

次に設備投資と投資有価証券についてみる。いざなぎ景気では設備投資関連資産残高は 17 兆円減少している。バブル崩壊後の過剰設備調整の影響が残る中で、新規投資も累積 228 兆円実施されたものの、それを上回る設備の除却や圧縮の影響もあってストックベースでは減少したものとみられる。アベノミクス期以降になると、フローの設備投資額が 250 兆円前後で推移するとともに、設備投資関連資産残高もそれぞれ 50 兆円、38 兆円増加している。

設備投資関連資産の増加以上に目立つのが投資有価証券の増加である。いざなぎ期には 43 兆円だったが、アベノミクス期には 105 兆円と大幅に増加し、今回も 84 兆円増加している。増加の中心は株式であり、企業の投資対象が国内設備投資以外にも広がっていることがう

かがえる。投資有価証券の増加には様々な要因が含まれるものの、対外直接投資の推移をみると(図表 10)、いざなぎ景気では年平均 4 兆円程度であったが、アベノミクス期には年平均 14 兆円と増加し、今回も年平均 19 兆円とさらに上回る水準で推移しており、企業が成長機会を海外市場にも求めるようになったことと整合的な動きといえる。

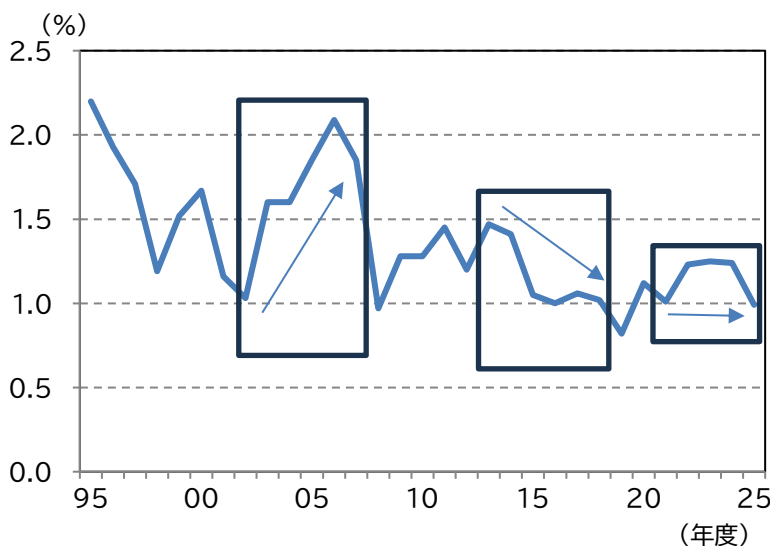
図表 10 対外直接投資(フロー)の推移



(資料)日本銀行「資金循環統計」

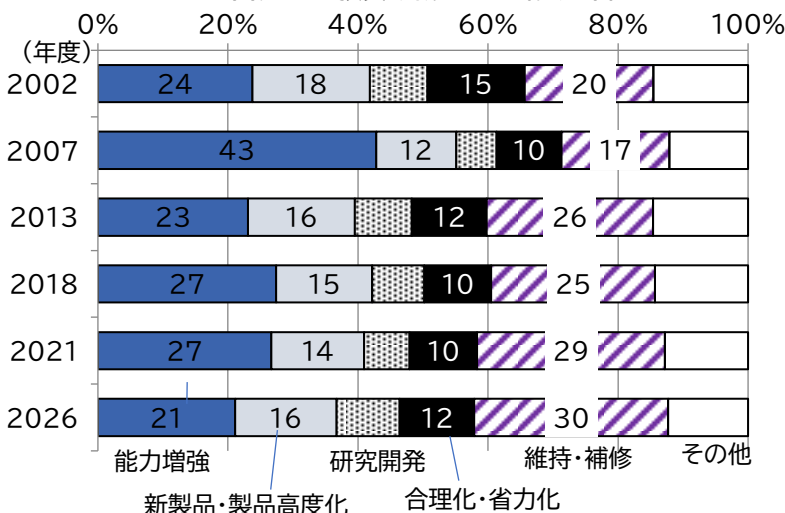
その要因の一つとして、国内経済に対する成長期待の低迷がある。企業の期待成長率をみると(図表 11)、いざなぎ景気では上昇がみられたのに対し、アベノミクス期には低下し、今回も依然として低い水準で推移している。また、期待成長率の違いは設備投資の投資動機にも表れている。いざなぎ景気では設備ストック全体は減少したものの、能力増強を目的とする投資の割合は上昇しており、過剰設備調整と並行して成長を見据えた投資も行われていたことがうかがえる(図表 12)。一方、アベノミクス期以降は、設備ストックは増加に転じたものの、維持・補修を目的とする投資の割合がいざなぎ景気に比べて高い状態で推移しており、国内市場の拡大を前提とした投資スタンスは弱い。特に今回は、能力増強投資の割合が低下する一方、維持・補修や省力化投資の割合が高まっており、人手不足や供給制約への対応、国内生産基盤の維持を優先する企業行動がうかがえる。こうした点を踏まえると、投資スタンスという面では今回の景気回復局面もアベノミクス期から大きく変化していないと考えられる。

図表 11 今後 5 年間の実質 GDP 見通し(期待成長率)



(資料)内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

図表 12 投資動機ウェイト(製造業)



(資料)日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査」

このように、3 つの長期景気回復期を比較すると、企業収益拡大の背景は、コスト削減、原価率改善、価格転嫁を伴う売上拡大へと変化してきた。特に、今回の景気回復期では、価格設定行動に明確な変化がみられた。一方、賃上げ率は上昇しているものの、労働分配率はなお低下傾向にあり、雇用・賃金をめぐる企業スタンスの変化は途上段階にあると考えられる。また、財務・投資スタンスについては、いざなぎ景気にみられた債務削減や国内成長を見据えた投資スタンスが、アベノミクス景気では、有利子負債と現・預金を両建てで増やすとともに、企業の期待成長率が低下する中で、対外投資や維持・補修を重視する方向へ変化した。今回もその傾向は続いており、財務・投資スタンスはなおアベノミクス期の延長線上にある。今後、こうした国内企業のスタンスが変わるかどうかは、日本経済の潜在成長率にも影響するポイントとして注目されよう。

(調査部 経済調査チーム 貞清 栄子)

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtb.jpまでご連絡ください。