

みずほマーケット・トピック(2014年12月10日)

実質賃金と交易条件そして円安の関係

家計にとってのデフレとはCPIマイナスでもなければ為替でも株価でもなかった。それは景況感に直結する雇用・賃金情勢、より具体的には実質賃金の低迷と考えられる。結局、実質ベースで伸びない賃金がデフレという言葉に置き換えられ、家計部門でも「デフレが悪だ」と長年刷り込まれてきた感が強い。CPIマイナスという意味でのデフレはあくまで実質賃金が伸びず、消費や投資に弾みつかなかったことの結果。実質賃金を要因分解した上で、円安が実質賃金の動向に如何なる影響を持ち得るのかを考えてみると、やはり交易条件の悪化がキーワードとなってくる。「景気回復初期には実質賃金は下落するもの」という意見は一理ある。しかし、実質賃金の下落はもはや日本経済にまつわる「基調」であり、シクリカルな議論では割り切れない印象。

～曖昧だった「デフレの定義」～

世論調査¹ではアベノミクスを評価しないとの層が半数近くに及ぶとの結果が見られているが、2%への到達こそ実現されていないとはいえ、アベノミクス以前と以後で消費者物価指数(CPI)は加速した。世論もそれを望んで2012年に政権交代を実現させたはずだが、なぜこのような事態になっているのか。本欄では繰り返し述べているように、これは「デフレの定義」を曖昧にしたまま政策運営にまい進したことが各経済主体における「捻じれ」を生じさせてしまった結果だと考えている。

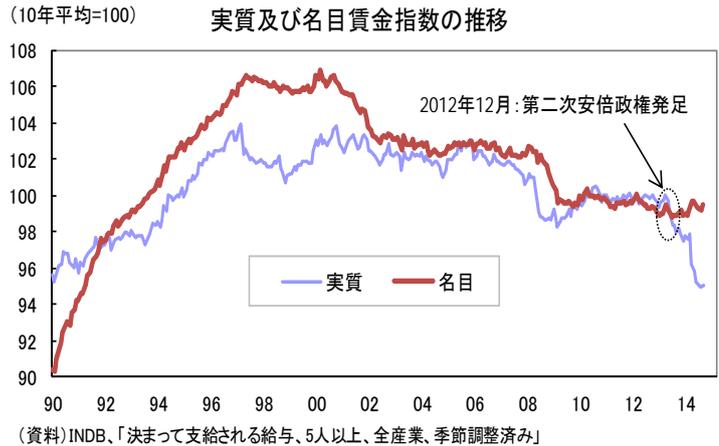
「デフレの定義」は、政府・中銀にとってはCPIのマイナスという最も分かりやすいものであったが、企業にとっては長年続く円高、海外投資家にとっては長年続く株安だった(表)。だとすると、もはやこれらの経済主体にとってのデフレは概ね「脱却済み」とも理解できる(もちろん、2%に達するまでは不十分、という意見があることは重々承知している)。問題はそれらの定義において「デフレ」を脱却した結果、家計部門に提示される現状が「不況下の物価高」になっているということである。

～家計部門にとってのデフレ～

本欄では繰り返し述べているように、家計にとってのデフレとはCPIマイナスでもなければ為替でも株価でもなかった。それは景況感に直結する雇用・賃金情勢、より具体的には実質賃金の低迷と考えられる。結局、実質ベースで伸びない賃金がデフレという言葉に置き換えられ、家計部門でも「デフレが悪だ」と長年刷り込まれてきた感が強い。CPIマイナスという意味でのデフレはあくまで実質賃金が伸びず、消費や投資行動に弾みつかなかったことの結果だろう(それゆえ、その「結果」部分だけをコストプッシュで嵩上げしようとする政策は根本的対応にはならないと思われる)。

¹ 日本経済新聞社とテレビ東京が11月21～23日に実施した世論調査の結果によれば安倍晋三首相が衆院選の争点とする経済政策「アベノミクス」については「評価しない」が51%で「評価する」の33%を上回った。

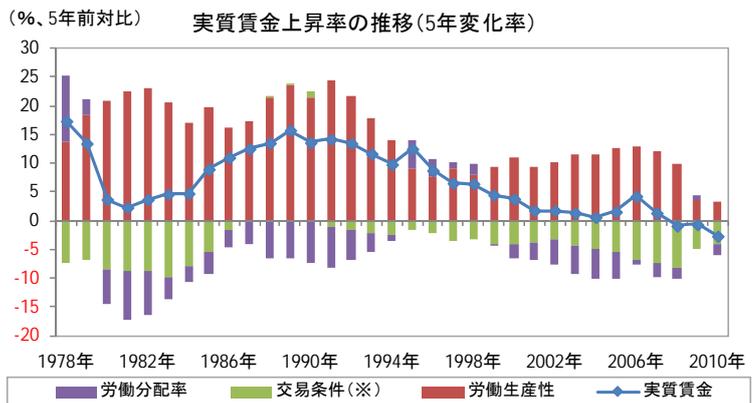
実際、アベノミクスより遙か以前から実質賃金は低迷している(図)。ただ、アベノミクス以前の実質賃金の低迷は、ゼロ近傍の伸びで推移する物価と名目賃金の結果でもあった。アベノミクスにより物価も賃金も動き出したが、前者の伸びが後者の伸びを圧倒的に上回るスピードになったため、これまでは注目を浴びなかった実質ベースの賃金が耳目を集めるようになってきているのが現状と見受けられる。図示されるように、足許における実質と名目の乖離は甚だしいものがある。ここまでの議論は本欄 11 月 25 日号『解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの』で述べた通りである。



(資料)INDB、「決まって支給される給与、5人以上、全産業、季節調整済み」

～実質賃金の要因分解～

では、実質賃金はなぜ低迷してきたのか。実質賃金は定義上、「実質賃金＝名目賃金－インフレ率」だが、「労働生産性(実質 GDP÷雇用者数)×交易条件(GDP デフレーター÷CPI)×労働分配率(名目賃金÷名目 GDP)」とも表現される²。なお、労働生産性は「実質 GDP÷雇用者数」、交易条件は「GDP デフレーター÷CPI」、労働分配率は「(1 人当たり名目賃金×雇用者数)÷名目 GDP」である。この定義に従い、日本産業生産性(JIP)データベース 2013 を用い、実質賃金上昇率の 5 年変化率推移を見たものが図となる。



(資料) JIP データベース、※GDPデフレーター÷消費者物価指数(CPI)で算出。

この点、「最近の実質賃金下落は消費増税を受けたもの」という言い訳は無理筋である。「失われた 20 年」が実質賃金の低迷してきた期間と重なる以上、家計部門にとってのデフレが「実質賃金の低迷」だった疑いは強い。また、(政党支持率は別として)アベノミクスが世論の支持を今一つ得られないのも実質賃金が急落しているからと考えて差し支えないだろう。

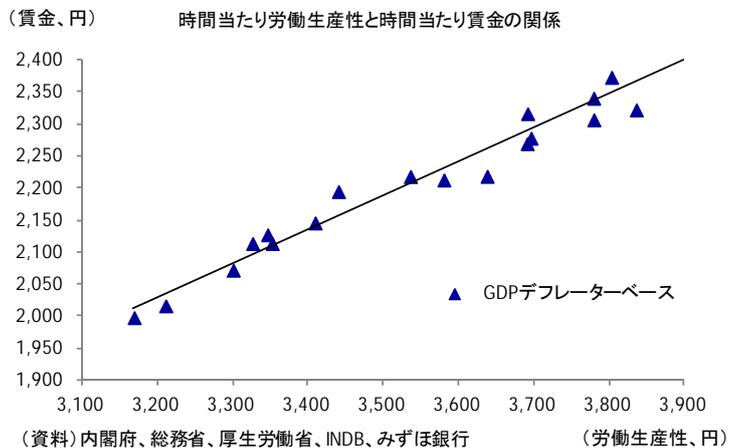
～労働生産性と労働分配率の関係は真っ当～

その上で3つの要因の動きを見ていきたい。まず 1980～1990 年頃と 1990 年以降では労働生産性

² GDP デフレーターは GDP を実質化するための物価ゆえ、GDP の定義に従い輸出物価の変化率は加算され、輸入物価の変化率は控除される定義になる。一方、消費者物価指数では、輸出物価は含まず輸入物価は含む（消費者は輸出品ではなく輸入品を消費するため）。結果、「GDP デフレーター÷消費者物価」は両者の差異である輸出物価と輸入物価の比（輸出物価÷輸入物価）を取ることになり、交易条件の定義と一致する。円安になれば資源輸入の多い日本では当然、輸入物価主導で交易条件が悪化しやすい。

の伸びが半分以下、足許に至っては極めて小さな伸びに止まっていることが分かる。こうした事実を見る限り、実質賃金が伸び悩む原因としては、1人当たりの付加価値産出量である労働生産性の伸び鈍化を指摘するのが基本ということになる。「第三の矢」における成長戦略及び構造改革をもって民間分野の競争を刺激する政策を実行すべきというのは、「言うは易し」であり、手垢のついた議論に感じられるものの、方向感としては真っ当な指摘である。

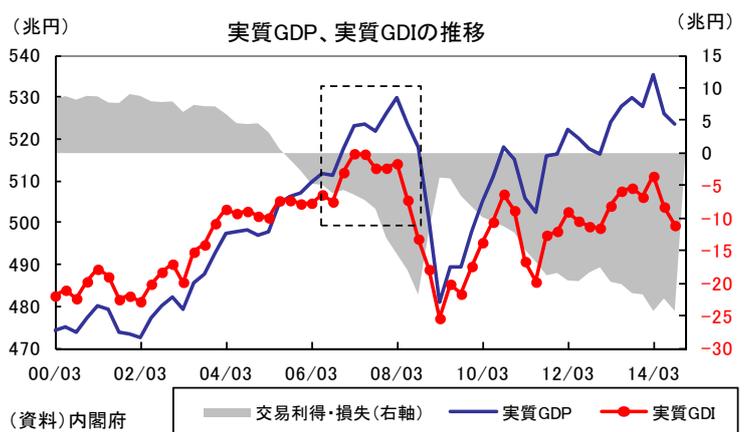
では、付加価値のうち、どの程度が人件費に充てられたかを示す労働分配率はどうか。労働分配率はむしろ危機以前に低下していたものの、危機以降は低下幅が縮小しており、例えば「企業部門が貯め込みすぎている」との指摘は必ずしも正しくない。そもそも、「生産性の伸びに準じた程度しか分配は伸びない」というのが理論的な議論であり、労働生産性の伸びの鈍さが視認される中で分配率の上昇を求めるのは無理がある。仮に、労働生産性が伸びない状況で賃金上昇に踏み切った場合、企業のリソースは相対的に資本よりも労働に傾斜することになり、設備投資等への性向は抑制されるだろう(原資は限られているのだから当然である)。それは経済全体で見れば、資本ストックの減少を通じ、潜在成長率が低下する要因になる。また、価格転嫁などの経営判断にも至りやすくなると思われ、名目賃金を増やしても結局は実質でチャラになる展開が想定される。図示されるように、過去20年余りに関して言えば生産性上昇と賃金上昇の間には安定的な関係がありそうで、決して企業側が不当に貯め込んでいるような状況は示唆されない。賃金の上昇を期待するためには労働生産性上昇が前提となる、というごく普通の話は今、改めて直視すべきだろう。



では、付加価値のうち、どの程度が人件費に充てられたかを示す労働分配率はどうか。労働分配率はむしろ危機以前に低下していたものの、危機以降は低下幅が縮小しており、例えば「企業部門が貯め込みすぎている」との指摘は必ずしも正しくない。そもそも、「生産性の伸びに準じた程度しか分配は伸びない」というのが理論的な議論であり、労働生産性の伸びの鈍さが視認される中で分配率の上昇を求めるのは無理がある。仮に、労働生産性が伸びない状況で賃金上昇に踏み切った場合、企業のリソースは相対的に資本よりも労働に傾斜することになり、設備投資等への性向は抑制されるだろう(原資は限られているのだから当然である)。それは経済全体で見れば、資本ストックの減少を通じ、潜在成長率が低下する要因になる。また、価格転嫁などの経営判断にも至りやすくなると思われ、名目賃金を増やしても結局は実質でチャラになる展開が想定される。図示されるように、過去20年余りに関して言えば生産性上昇と賃金上昇の間には安定的な関係がありそうで、決して企業側が不当に貯め込んでいるような状況は示唆されない。賃金の上昇を期待するためには労働生産性上昇が前提となる、というごく普通の話は今、改めて直視すべきだろう。

～実質賃金低迷と交易条件～

但し、2000年代に入ってからには交易条件の悪化も寄与を高めていることが分かる。交易条件悪化の主因は2000年代に入ってから商品価格上昇だが、当然にして円安相場も輸入物価上昇を加速させる一因と成り得る。円安が輸出数量を増やし、生産増→所得増→消費増という好循環を演出できないのであれば、円安&株高がもたらすものは「交易損失拡大による海外への所得流出」か「資産効果による個人消費支出の拡大」だが、後者についてはあまり芳しい成果が上がっていないことは周知の通りである³。この論点に関しては昨日の日本



³ アベノミクスから2年が経過し、日経平均株価は倍になったが、実質個人消費支出は微減となった(実質原系列の実質民間最終消費支出について、2012年7～9月期と2014年7～9月期を比較)。

経済新聞朝刊『経済教室』において斎藤誠・一橋大学教授が「一生懸命働いたわりには(実質 GDP の拡大)、所得が海外に漏出してしまい、手元に残らない(実質 GDI の伸び悩み)」と表現していたことが言い得ており、高いものを買って、安いものを売ることで豊かになる道理はない、ということに尽きるだろう。前頁図に示されるように、実質 GDP は確かに金融危機前の水準へ復元されたが、実質 GDI は依然として危機後の水準を彷徨っている。実質賃金の全体が伸びてこない背景として、過去 10 年以上に亘って悪化し続けている交易条件の存在を無視するわけにはいかない。

～実質賃金の下落はシクリカルな議論で割り切れず～

なお、「景気回復初期には実質賃金は下落するもの」という意見も目にする。これはその通りだが、P.2 の図に示されるように、実質賃金の下落はもはや「基調」であり、シクリカルな議論では割り切れない。また、「円高・デフレ均衡から脱却するためには一時的な強いショック(痛み)は致し方ない」という意見も頻繁に目にする。いわゆる Escape Velocity の議論で、デフレ圏からの脱出に際し、初速は経験の無い速度が要求されるという話である。「20 年続いた停滞を打開するためには既存概念の破壊が必要」という主張は気持ちとしては分からなくはない。だが、物事には限度や節度がある。上で見てきたように、少なくとも実質賃金を要因分解して丁寧に議論を進めて分かることは「円安にするほど交易条件が悪化し、実質賃金の押し下げ要因になる」という事実である。

それでもこのまま続ければ名目賃金が加速し物価の伸びを追い抜くというのであれば、せめてその確度を定量的に議論すべきだろう。例えばマネタリーベース(MB)の積み上げを介して、それがどの程度物価ひいては名目賃金の押し上げに効いたのかという定量的な議論はあっても良いだろう。実質賃金が過去最低水準まで切り下がり、マネタイゼーションの疑義までかけられている以上、上述したような要因分解と真正面から亘り合えるような地に足の付いた議論(初速が重要！という精神論ではなく)が必要ではないか。また、対案がないではないか、という反論もある。だが、対案が無いからといって財政発散のような不可逆的なリスクを取って良いことにもならない。大量の国債購入も、大型の財政出動も、それと同時並行的に財政再建や成長戦略に係る取組みがなされているから問題ない、というのが「アベノミクス 3 本の矢」に対する基本的考え方であった。消費増税が見送られた今、金融緩和や財政出動を巡る環境は窮屈なものになった印象はある。

この点、金融・財政政策に勤しむ傍ら、名目賃金を上げるための一助として、安倍首相が政労使会議で自ら年功賃金体系の打破を提唱したことは極めて大きなことだと筆者は考えている。この点は「第三の矢」の一環として第三次安倍政権が生まれた暁には、大いに期待したい政策である。

以 上

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhoibank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～
2014年12月5日	週末版(ECB理事会を終えて～expectation(期待)以上、target(目標)未達のintention(意思)～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが…～
2014年12月2日	ECB理事会(12月4日)プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～
2014年11月17日	本邦7～9月期GDP～続く所得面の悪化～
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミクス～何が変わったのか～)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて
2014年11月10日	【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂
2014年11月7日	週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)
2014年11月6日	当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス
2014年11月5日	ECB理事会プレビュー～現状維持を予想～
2014年11月4日	日銀金融政策決定会合(10月31日開催分)
2014年10月31日	週末版
2014年10月30日	FOMC声明文を受けて(10月28～29日開催分)
2014年10月28日	カバードボンド購入額をどう読むか?
2014年10月27日	欧州ストレステストを受けて～本場の勝負はこれから～
2014年10月24日	週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック(弛み)について～インフレ率が上がらない構造的背景～)
2014年10月23日	ECB社債購入を巡る3つの問題点
2014年10月22日	現時点の消費増税に対する市場の反応イメージについて
2014年10月21日	カバードボンド購入プログラム(CBPP3)などについて
2014年10月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2014年9月分)
2014年10月17日	週末版(米為替政策報告書について～ドル高容認か?～)
2014年10月16日	昨日の相場混乱について～ドル/円は適正な水準まで調整へ～
2014年10月15日	原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響
2014年10月14日	G20を終えて～円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」～
2014年10月10日	週末版(ドル/円相場の新しい節目～均衡水準は20%円安に?～)
2014年10月9日	FOMC議事要旨(9月16～17日開催分)を受けて
2014年10月8日	日銀金融政策決定会合を終えて～迫る期限の弾力化～
2014年10月7日	経済財政諮問会議(10/1)議事要旨を受けて
2014年10月6日	米9月雇用統計を終えて～経路別に照らせば利上げ?～
2014年10月3日	週末版(ECB理事会を終えて～需要不足と向き合うECB～)
2014年10月2日	短観9月調査に見る円安コストの陰
2014年10月1日	ECB理事会プレビュー～「量」を評価軸とする難しさ～
2014年9月29日	ドル高を阻むもの
2014年9月26日	週末版
2014年9月25日	安倍首相発言や最近の株高などについて
2014年9月24日	ドラギ総裁の欧州議会証言について～「量」の再強調～
2014年9月22日	ケアンズG20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年9月19日	週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)について～厳しくなる「量」の追求路線～)
2014年9月18日	FOMC(9月16～17日)を終えて
2014年9月17日	ドル/円相場の水準感に係るヒント
2014年9月16日	スコットランド独立についての論点整理
2014年9月12日	週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～)
2014年9月10日	官製相場となったユーロ相場への考察
2014年9月9日	円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩み実質GDI～
2014年9月8日	本邦7月国際収支統計などについて
2014年9月5日	週末版(ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～)
2014年9月4日	9月レバトリの妥当性や今後の直投収益などについて
2014年9月3日	105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～
2014年9月2日	再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」
2014年9月1日	ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文?～
2014年8月29日	週末版
2014年8月27日	止まらない欧州金利の低下～財政が嫌なら介入のみ～
2014年8月26日	ドラギ総裁の「3本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～
2014年8月25日	イエレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～
2014年8月22日	週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～)
2014年8月21日	FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～
2014年8月20日	本邦7月貿易収支などについて
2014年8月19日	最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～
2014年8月18日	ユーロショートカバーに備える地合い～3つの契機～
2014年8月15日	週末版(ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～)
2014年8月13日	本邦4～6月期GDP1次速報値などについて
2014年8月12日	「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化
2014年8月11日	改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ
2014年8月8日	ECB理事会を終えて～積み掛けるような口先介入は焦りの表れ?～
2014年8月7日	ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題
2014年8月6日	ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～
2014年8月5日	BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりに関して
2014年8月4日	ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～
2014年8月1日	週末版(ユーロ圏7月消費者物価指数(HICP)などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～)
2014年7月30日	ドル建て日経平均株価から滲み出る過熱感
2014年7月28日	ターゲット型TLTRO(TLTRO)の展望とユーロ相場について
2014年7月25日	週末版
2014年7月24日	本邦6月貿易収支について
2014年7月23日	米消費者物価指数(GPI)を受けて考える為替相場
2014年7月22日	格差が出始めたユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～
2014年7月18日	週末版(「事後的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～)
2014年7月17日	『展望レポート』中間評価などについて
2014年7月15日	円相場は損益分岐点か?～『さくらレポート』などを受けて～
2014年7月14日	FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため?
2014年7月11日	週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～)
2014年7月10日	巨額和解金騒動から派生する決済通貨の多様化論