

みずほマーケット・トピック(2024 年 11 月 27 日)

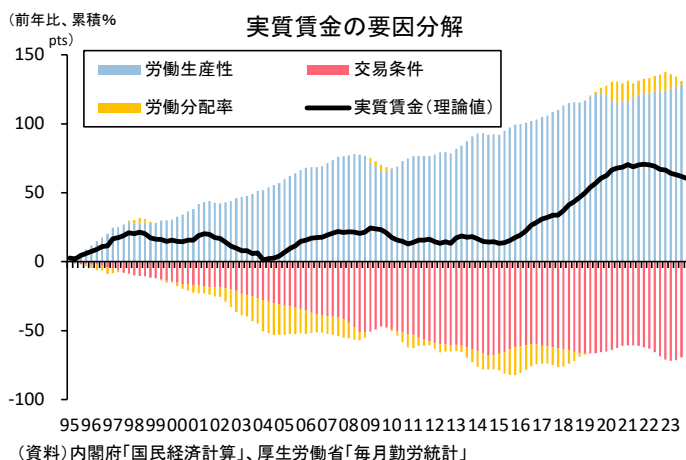
目標にすべきではない「実質賃金の上昇」

「実質賃金の上昇」という論点が政治の舞台で頻繁に意識されている。これまであらゆるシーンで使われてきた「デフレ脱却」という錦の御旗が物価高に喘ぐ現状と矛盾する中、「デフレ」に代わって「実質賃金の上昇」が政策目標として言及されやすくなっているのである。しかし、実質賃金はそれ自体を議論しても意味は無く、労働生産性、労働分配率、交易条件に要因分解した上で、個別の現実を押さえる必要がある。「実質賃金の上昇」という抽象的な概念で言葉遊びを繰り返すのではなく、要因分解した上で患部と処方箋を特定する必要があるのだ。例えば、長年、日本の実質賃金の足枷となってきたのは資源高や円安への固執がもたらした交易損失である。次に労働分配率が低いことも指摘できる。労働生産性は槍玉に上がりやすいが、他国と比較して日本が劣後しているわけではない。「実質賃金の上昇」という目標を掲げて反対する向きはいない。しかし、あまりに抽象的なのである。これは過去 30 年余り、惰性で使用され続け、今や矛盾が指摘されるようになった「デフレ脱却」と同じ雰囲気を感じる。個別論を押さえるべき。

～争点化する実質賃金～

「実質賃金の上昇」という論点が政治の舞台で頻繁に意識されるようになっている。先般の衆議院総選挙では自民党が政権公約において「あらゆる手段を講じて物価の上昇を上回る所得向上を実現する」と謳った。また、今や政府・与党の政策に影響を及ぼすに至っている国民民主党が掲げた「手取りを増やす」は全政党の公約で最大の注目を集めたと言っても過言ではない。「手取り」と実質賃金は同義ではないが、その後の議論を見る限り、ほぼ同じ意味と思われる。これまであらゆるシーンで使われてきた「デフレ脱却」という錦の御旗が物価高に喘ぐ現状と矛盾する中、「デフレ」に代わって「実質賃金の上昇」が政策目標として言及されやすくなっているのである。

もっとも、過去の本欄でも議論してきたように、実質賃金はそれ自体を議論しても意味は無く、労働生産性、労働分配率、交易条件に要因分解した上で、個別の問題として議論を展開していく必要がある。「実質賃金の上昇」という抽象的な概念で言葉遊びを繰り返すのではなく、要因分解した上で患部と処方箋を特定する必要がある。図示するように、基本的に日本の実質賃金にとって常に足枷となってきたのは交易条件だった。非常にラフに言えば、国全体として「高く買って、安く売る」ような取引が慢性化する中、海外への所得流出が拡大してきたのである。その背景も 1 つではない。基本的に原油を中心とする資源価格の上昇が寄与す



る。国全体として「高く買って、安く売る」ような取引が慢性化する中、海外への所得流出が拡大してきたのである。その背景も 1 つではない。基本的に原油を中心とする資源価格の上昇が寄与す

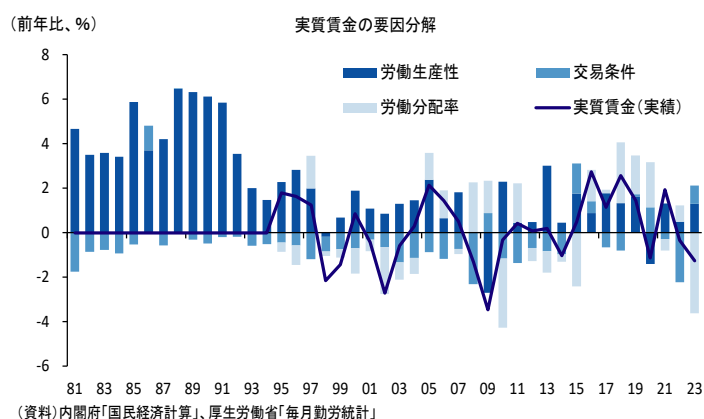
る部分が大きいものの、円安を金科玉条の如く崇め奉る政策思想が約 10 年前までは支配的だったことも看過できない。エネルギー自給率が13%程度(2021年度)、食料自給率が38%程度(2023年度)という日本において通貨安が国民生活に直結することは必然の帰結だが、「円安は善、円高は悪」という単純な二元論が圧倒的に幅を利かせてきた。円高になれば必ず円安に引き戻すような誘因が常にあった。交易損失が拡大してきた背景に為替問題は、明らかに無関係ではない。

円安への固執は根が深い。輸出製造業を主軸として世界有数の経済大国にのし上がったという成功体験が通貨高への軌道修正を阻んだという論は多い。かつて行天豊雄元財務官は日経新聞¹で「先進国の中で日本ほど自国通貨の為替相場に一喜一憂する国はない。率直に言って異常である」と論じていたことがあるが、その背景としてやはり輸出主導型の経済成長を成し遂げた経験が作用していると指摘していた。現状維持バイアスが強い日本において無視できない論点である。

交易損失の拡大を抑止するには、無為に円安を追求するような政策を展開しないことはもちろん、海外への所得流出の根源となっている鉱物性燃料輸入を抑制するために原発再稼働を模索する必要なども候補として挙がってくる。原発再稼働については様々なイデオロギー対立も絡んで容易ではないとしても、円安に対する社会の肯定感は明らかに 2022 年以降に変わったという確信がある。しかし、円安がある程度の不可逆性を帯びた段階で意識変化が起きたことは悔やまれる。

～労働分配率も足枷だった～

とはいえ、実質賃金の構成要素のうち、労働分配率に問題が無いわけではない。企業収益の堅調な回復と労働分配率の間には常に齟齬は指摘されてきた。特に近年(2022 年や 2023 年)は春闘を中心として大幅な名目賃金の引き上げが報じられてきたものの、労働分配率は実質賃金の押し上げ要因にはなっておらず、むしろ 2023 年については顕著なマイナス寄与が見られている(図)。



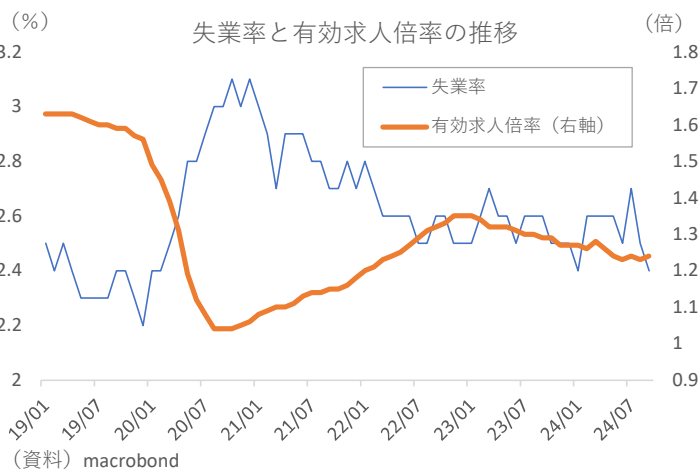
労働分配率が低迷する背景として日本の流動化されていない労働市場を指摘する声もある。流動化されていないため、人材を留保するための賃上げが不要になっているとの指摘である。要するにそれは「転職が盛んになれば賃金も上がる」という論理だが、本当にそうなのだろうか。

例えば、近年、これほど人手不足が指摘されているのに労働分配率は実質賃金のドライバーになっていないどころか、足枷になっている。それは労働市場が非流動的だからなのだろうか。人手不足で労働者の交渉力が強まっているならば労働分配率は上昇するのではないか。労働市場の流動化にあたっては「メンバーシップ型からジョブ型へ」が盛んに議論されている。終身雇用・年功賃金に象徴される日本型雇用はいわゆるメンバーシップ型として現在では改革対象と考えられている。だが、メンバーシップ型の雇用制度では中高年の労働者には生産性以上の賃金が支払われ、その年代以下の若手の労働者には生産性以下の賃金しか支払われていないと評される。とい

¹ 日本経済新聞「円相場と日本経済(上) 脱「為替」経済へ構造転換を」 行天豊雄 2014 年 10 月 29 日

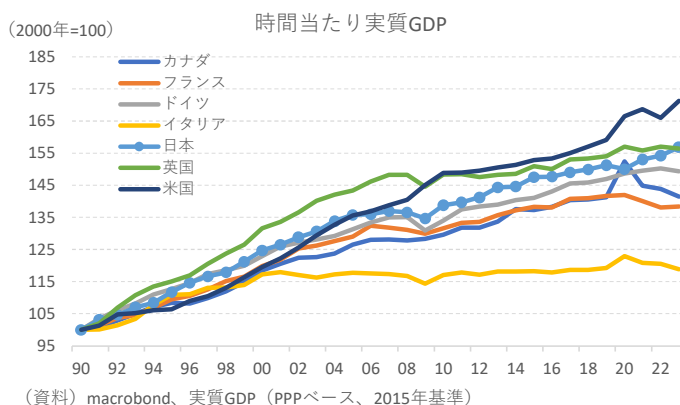
うことは、労働市場の流動化と共に求められるジョブ型への移行が実現した暁には、その「中高年の労働者」は賃下げに直面するはずである。むしろ、そのボリュームの方が大きいのだとしたら、日本全体では賃金は下がらないだろうか。労働市場の流動化を目指すこと自体、相応の理屈があるとしても、それを実質賃金押し上げのパーツのように議論するのはやや心許ないように思える。

そもそも人手不足の真偽を問う声もある。11月7日に行われた経済産業研究所(RIETI)のウェビナー「なぜ実質賃金が低下しているのか？新型コロナ禍後の内外の経済環境を踏まえて」において斎藤誠・名古屋大学教授は「売り手市場」や「人手不足」という印象に反し、実は労働市場は超過供給状態にある可能性を指摘している。近年に限って言えば、失業率が低位安定する中で有効求人倍率は低下傾向という一種の「ねじれ」は確かに見られており、この点からも「人手不足を背景に旺盛な求人がある失業者がそれに吸収されている」という状況は疑われる(図)。詳細な解説は今回の本欄のテーマから逸れるため省くが、好業績が伝えられる日本企業にあっても、国内市場における労働需要はさほど抱えておらず、それが労働分配率の低迷に直結しているという考え方はある。実際、経常収支の黒字構造が示す通り、主戦場は海外市場なのだから国内市場の人やモノにお金をかけないという姿勢だったとしても驚きはない。



～結局、戻ってくる生産性向上の議論～

こうした議論を踏まえると、結局、実質賃金を構成する交易条件と労働分配率を改善させる解決策が見当たらない中、その鍵は労働生産性に託されてしまう。「労働生産性の引き上げが成長の鍵」という恒例の掛け声である。これについては門間一夫氏(みずほリサーチ&テクノロジーズ エグゼクティブエコノミスト)が論考²でも指摘されているように、正しいようで何も言っていないというのが実情に近い。一国の経済成長(産出)は「 $\text{産出} = \text{投入(労働・資本)} \times \text{生産性}$ 」で定義される。投入は人口動態で概ね規定されるとすれば、当然、生産性が産出(成長)を左右することになる。つまり、「成長を高める」と「生産性を高める」がほぼ同義という話である。門間氏の「生産性を語ること自体が非生産的」という指摘は極めて説得力がある。また、時間当たり実質GDPで測った生産性で見れば、水準としても、伸び率としても日本は劣後していない。他のG7諸国を圧倒的に追い抜く高い生産性を実現しなければ、「生産性主導で実質賃金を押し上げる」という現象は



² 門間一夫「「生産性」を語ることの非生産性」みずほリサーチ&テクノロジーズ、2021年7月12日

実現しない。

また、門間氏も指摘するように、上記式を変形すれば「生産性 $\equiv$ 産出 $\div$ 投入」ということになる。つまり、生産性を押し上げるには産出を増やすか、投入を減らすか、もしくはその両方が必要という話になる。日本の自動車企業を中心に極限の効率化を経て投入を減らす傍らで産出を維持してきたことはよく知られる。製品やサービスではなく、生産・流通過程を改善することで日本企業が成長してきたとの議論は有名であり、いわゆるプロセスイノベーションと呼ばれる。

これに対し、産出を増やすことは不得手だとも言われてきた。産出の増大には技術革新を通じた新製品の誕生（スマートフォン、EV、ドローンなど）が想定される。こうしたいわゆるプロダクトイノベーションによって投入対比で産出を増やすことができれば生産性は上昇する。マクロとミクロの間にある論点であり、政治家や官僚やエコノミストのようなマクロ分析を担当する立場からは芯を食った情報発信が難しい現実がある。「技術革新すれば必要」という意見では事態が進展しづらい。

～「実質賃金の上昇」は政策目標にならない～

かくいう本欄も、実質賃金上昇に対して妙手を提案できるわけではない。しかし、少なくとも以上の議論を踏まえれば「実質賃金の上昇」を政策目標として持ち込んでも、これを実現するための経路は複雑怪奇であり、単純ではないことは分かって頂けるだろう。「手取りの増加」という言い方にとどめているうちは社会保障費など控除項目の規模を抑制していくことで実現可能かもしれないが、「物価の上昇を上回る所得向上」、すなわち実質賃金の上昇を明言してしまうと、そこに至るまでのルートが多岐に渡る。ただでさえ政府の行う政策にタイムラグ（認知、実行、効果発現）が伴う中、壮大で抽象的な目標設定は結局、形骸化して終わる公算が非常に大きいと言わざるを得ない。

「実質賃金の上昇」という目標を掲げて反対する向きはいないだろう。しかし、あまりに抽象的なのである。これは過去 30 年余り、惰性で使用され続け、今や矛盾が指摘されるようになった「デフレ脱却」と同じ雰囲気を感じる。より具体的な政策論に落とし込んだ上で政策を執行して貰いたい。

金融市場部
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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年11月25日	2年ぶりに注目されるユーロ/ドルのバリティ割れ
2024年11月22日	週末版(史上最大の妥結資金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期妥結資金を受けて～)
2024年11月21日	混迷が極まるドイツの政治・経済情勢
2024年11月19日	ECB政策理事会議事要旨を受けて～12月利下げの読み筋～
2024年11月18日	日銀にとって「渡りに船」となる好調な個人消費
2024年11月15日	週末版
2024年11月14日	「家計の円売り」は腰折れたのか？
2024年11月13日	内外物価格差で感じること～欧州を訪れて～
2024年11月12日	トランプ2.0で「仮面の黒字国」が主張すべきこと
2024年11月11日	弱まる「実需の円売り」vs. 強まる「投機の円売り」
2024年11月8日	週末版(ナローパスに嵌まるFRB～「トランプ2.0はインフレ2.0」～)
2024年11月1日	週末版
2024年10月28日	総選挙を終えて～「デフレ脱却」はもう刺さらず～
2024年10月25日	週末版(政治不安とトリプル安～政局不安で「日本売り」なのか？～)
2024年10月23日	アコード修正という物価高対策～最もイージーな一手～
2024年10月22日	投機の円ロングはあと半分～問題はその後～
2024年10月21日	衆院選を受けた金融市場の想定～メインとリスク～
2024年10月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～対照性強まるユーロとドル～)
2024年10月17日	インフレ率「0%超」目標をどう受け止めるか？
2024年10月16日	スルーされた台湾有事～やはりなかった「リスクオフの円買い」～
2024年10月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年9月分)
	不透明過ぎる11月FOMC～1年後が気がかり～
2024年10月11日	週末版
2024年10月10日	世論が望むのは「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」
2024年10月9日	失速が目立ってきたユーロ圏の経済・金融情勢
2024年10月8日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2024年10月7日	円の基本シナリオに変更の必要は？～雇用統計を受けて～
2024年10月4日	週末版
2024年10月3日	日銀短観(9月調査)と日銀の「次の一手」
2024年10月2日	外貨準備構成通貨の近況について(2024年6月末時点)
2024年10月1日	「石破カラー」は当面お預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か
2024年9月27日	週末版(145円到達と日銀の「次の一手」～それでも「時間的な余裕はある」～)
2024年9月25日	家計資産の外貨比率は過去最高～避けたい日本版トラスショック～
2024年9月24日	改めて考える日銀10月利上げの難易度
2024年9月20日	週末版
2024年9月19日	FOMCを終えて～思い出される糊代論と今後～
2024年9月18日	自民党総裁選～各候補の立ち位置と変わらぬ前提～
2024年9月17日	円高の背景にある需給改善～金利差に限らず～
2024年9月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年8月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～予定通りも25年以降の不透明感強く～)
2024年9月11日	ECB政策理事会プレビュー～問題は2025年以降～
2024年9月10日	衰えなかった家計部門の投資意欲～資産選別の兆候も～
2024年9月9日	デジタル赤字にまつわる誤解～米国独り勝ちというバイアス～
2024年9月6日	週末版
2024年9月5日	ドイツ産業空洞化とユーロ相場について
2024年9月4日	いよいよ注目され始めたドイツの産業空洞化
2024年9月3日	大混乱から1か月～市場は安定を取り戻したか？～
2024年8月30日	週末版
2024年8月29日	日銀の自然利子率推計について～「中立金利1%」説～
2024年8月27日	ドル売りの持続性は？～買われるユーロ、英ポンド、円～
2024年8月26日	パウエル講演を受けて～気になる労働市場への評価～
2024年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～ユーロ相場の先行きについて～)
2024年8月21日	円ロングの積み上げが続くリスクはあるのか
2024年8月20日	企業買収を通じた対内直接投資の現状について
2024年8月19日	財PPP vs. サービスPPP～正しいのは円安か、円高か～
2024年8月16日	週末版(欧州経済の現状について～人手不足から需要不足へ～)
2024年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年7月分)
	ポスト岸田の考え方～金融政策の大勢に影響なし～
2024年8月14日	24年上半期の需給環境について～ほぼ均衡～
2024年8月13日	投機が去った円相場～注目は「家計の円売り」へ～
2024年8月9日	週末版(「円安バブル」報道について②～2005-07年との比較分析～)
2024年8月8日	「円安バブル」報道について①～05-07年との比較分析～
2024年8月2日	週末版(「日銀は変わった」はいつまで続くか～「やっぱり変わっていなかった」の怖さ～)
2024年8月1日	日銀会合を受けて～ドル/円相場の考え方～
2024年7月25日	週末版
2024年7月24日	インバウンド、「量」から「質」の意味するもの
2024年7月23日	バイデン撤退も市場動かず～円ショートは依然膨大～
2024年7月19日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「資金は必ず下がる」という自信～)
2024年7月18日	日銀会合プレビュー～円高だからこそ利上げ～
2024年7月17日	進むインフレ税による財政再建～資金循環統計～
2024年7月16日	復活しつつある「インフレの輸入」～利上げへの追い風～
2024年7月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年6月分)
	週末版(金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～)
2024年7月11日	株価、「真正正銘のバブル超え」の読み方
2024年7月10日	最近の円相場の需給環境について
2024年7月8日	米大統領選挙、現時点の解説～為替市場の視点～
2024年7月4日	円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～
2024年7月3日	短観(6月調査)が意味するもの～利上げは可能か～
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響
2024年7月1日	24年上半期を終えて～円は真正正銘の最弱通貨～
2024年6月28日	週末版
2024年6月27日	家計金融資産の現状～外貨比率は最高値更新へ～
2024年6月25日	「隠れ円安」への正しい理解～実効円安を見る努力を～
2024年6月24日	為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～
2024年6月21日	週末版(欧州委員会による財政是正措置勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～)
2024年6月19日	本邦5月貿易収支を受けて～思ったよりも減らない赤字～
2024年6月18日	久しぶりの欧州政治騒動～27年まで波乱無しが基本に～
2024年6月17日	日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～
2024年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分)
	週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見通し～