

実質賃金が低迷する本当の理由

BNPパリバ証券 経済調査本部長・チーフエコノミスト **河野 龍太郎**



河野 龍太郎氏

■ 1. 所得分配を軽視した政策を続けているか

アベノミクスがスタートした際、仮に円安誘導政策でインフレ醸成に成功しても、実質賃金の改善にはつながらないのではないか、というのが筆者の懸念だった。過去3年間の実績を見る限り、残念ながら懸念した通りの結果となっている。消費増税による物価上昇だけでなく、円安進展による輸入物価上昇も加わり、実質賃金はむしろ下落が続いた。原油安という追い風が吹いた2015年についても実質賃金は増えなかった。

本稿では、実質賃金のトレンドを規定する要因を改めて分析する。多くの人は循環的な要因ばかりを気にするが、景気は拡大局面ばかりではなく、数年に一度は必ず不況局面が訪れる。拡大局面でも増加しなかったのなら、不況局面では下落する可能性が高いのではないか。実質賃金を持続的に改善させようと真剣に望むのなら、循環的な要因だけでなく、労働生産性など実質賃金を規定する構造要因もしっかり分析しておく必要がある。

■ 2. 誤った診断に基づく誤った処方箋

まず、時間当たり名目賃金と実質賃金のトレンドを確認しておく。時間当たり名目賃金は現金給与総額を労働時間で除したもので、実質賃金はそれを消費者物価で実質化したものである。以下の数字はいずれも年率の伸びで、時間当たりの名目賃金は80年代に3.8%、90年代も2.0%と上昇していたが、2000年代にマイナス0.5%と減少した。その後、2010年代前半は0.1%とわずかが改善した。一方、時間当たり実質賃金は、80年代に1.7%、90年代に1.1%と上昇した後、2000年代にマイナス0.2%と減少し、2010年代前半はさらに悪化してマイナス0.6%となった。2000年代に入って日本人は急激に貧しくなったというのが多くの人の実感だが、時間当たり実質賃金もそのことを裏付ける。

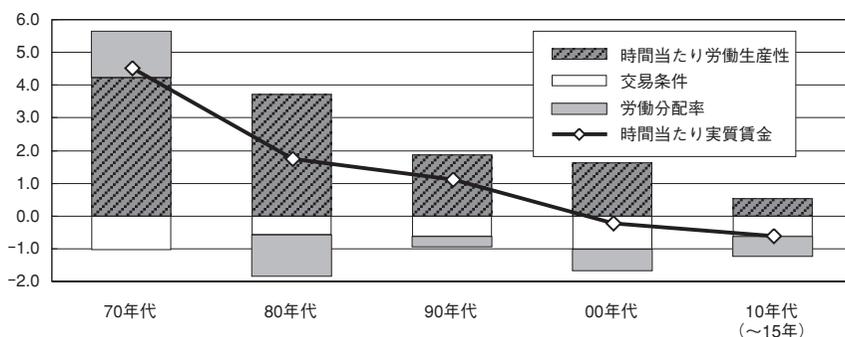
問題は、その原因である。デフレによって貧しくなったという診断が、「円安誘導でデフレから脱却し、日本経済を復活させる」というアベノミクスの戦略の背景にあるが、実質賃金の要因分解を行うと、全く異なる診断と処方箋が得られる。誤った診断に基づく誤った処方箋が適用されたから、必要以上に実質賃金の低迷が続き、消費も足踏みしているのではないか、というのが筆者の従来からの主張である。

なお、実質賃金を分析する際、本稿では、時間当たり実質賃金を分析する。というのも、少子高齢化の影響で、労働時間の短い就業者が増えており、1人当たりで見ると実質賃金の低迷を過大評価することになるからである。

■ 3. 2010年代前半の実質賃金悪化の主犯は生産性

以下、時間当たりの実質賃金の伸び（年率）を三つの要因に分解する。時間当たりの実質賃金の変化率は、その定義から、①時間当たり労働生産性上昇率、②交易条件の変化率、③労働分配率の変化率の三つに分解できる。時間当たり実質賃金（時間当たり名目賃金÷CPI）＝（実質GDP÷総労働投入時間）×（GDPデフレーター÷CPI）×（名目賃金×総労働投入時間÷名目GDP）であり、右辺の第一項が時間当たり労働生産性、第二項が交易条件、第三項が労働分配率に対応する。交易条件の変化率については、GDPデフレーターとCPIの変化率の差として計算しているが、後述する通り、両者の差は主に交易条件の変化に起因する。なお、ここでの分析は、実質賃金に影響を与える説明変数を恣意的に選んだのではなく、その定義を基に、要因分解したものである。

(図1) 時間当たり実質賃金の要因分解 (年率、%)



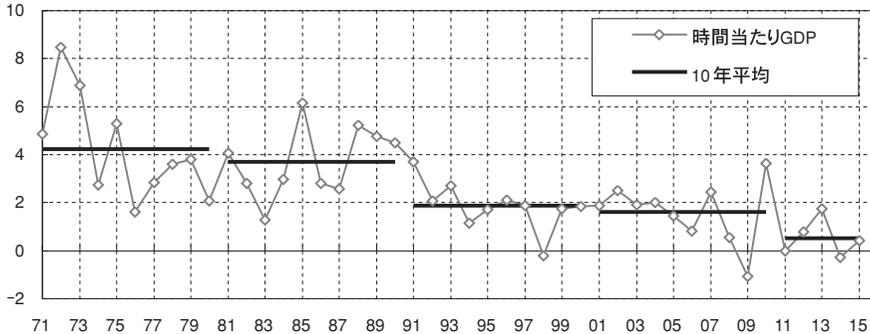
(出所) 総務省、内閣府、厚生労働省資料より、BNPパリバ証券作成

まず、2010年代前半に時間当たり実質賃金を大きく悪化させた主犯は、時間当たり労働生産性上昇率の鈍化である。時間当たり労働生産性上昇率は、90年代に1.9%まで半減した後（80年代は3.7%）、2000年代は1.6%とわずかな低下に留まっていた。しかし、2010年代前半は0.5%まで伸び率を大きく低下させている。企業は、私たちの働き振りが良く生産性上昇率が高まれば賃金を引き上げ、働き振りが悪く生産性上昇率が低ければ、賃金を抑制する。実質賃金を左右する労働生産性上昇率が大きく低下したのだから、2010年代前半に実質賃金が低迷したのは当然とも言える。

それでは、2010年代前半に時間当たり労働生産性上昇率が低下したのは、なぜか。コブ＝ダグラス型生産関数の推計によれば、近年、資本蓄積ペースは、全く変わっていない。それ故、時間当たり労働生産性上昇率を低下させたのは、もっぱらTFP（全要素生産性）上昇率の低迷である（時間当たり生産上昇率＝資本投入の寄与度＋TFP上昇率）。言い換えると、資本蓄積ペースが加速せず、TFP上昇率が低下を続けたため、時間当たり生産性上昇率が低下し、実質賃金も低迷したのである。そうした理由から、2015年にはトレンド成長率もゼロまで低下している。

景気循環の要因で実質賃金が一時的に改善することがあっても、時間当たり労働生産性上昇率のトレンドを左右する資本蓄積ペースやTFP上昇率のトレンドそのものが低迷しているため、不況になれば実質賃金は悪化し、実質賃金のトレンドは低迷したままという可能性がやはり高いのではないか。最近、TFP上昇率はついにマイナスの領域まで低下している。

(図2) 労働生産性 (時間当たり、年率、%)



(出所) 内閣府、厚生労働省、総務省資料より、BNPパリバ証券作成

4. なぜTFP上昇率が低迷しているのか

私たちは、当初、少子高齢化による労働力の減少をイノベーション (TFPの上昇) や資本蓄積で補うこと、すなわち労働生産性の向上で補うことを想定していたはずである。なぜ、このような結果に終わっているのか。筆者の仮説は、アグレッシブな財政政策や金融政策を固定化している結果、資源配分が歪められ、経済効率性が大きく損なわれている、というものである。ゼロ金利政策やマイナス金利政策、長期国債大量購入政策が固定化されると、そうした金融体系の下でしか存続できない収益性の低い企業や事業ばかりとなる。

もちろん、事実上のゼロ金利政策は1995年から始まっており、既に20年以上が経過している。資源配分の歪みの問題はQQEだけが原因ではない。まさに20年に及ぶゼロ金利政策の固定化の結果だと言える。ただ、懸念されるのは、2013年末から人手不足が広がっており、完全雇用の下でアグレッシブな金融緩和が続けられていることである。この場合、資源配分により大きな悪影響をもたらす。財政政策についても、完全雇用にあるにも拘わらず、ゼロ金利あるいはマイナス金利が続いているため、政府の歳出膨張に歯止めが全くかからず、民間の経済活動をクラウドアウトし、TFPの改善や民間の資本蓄積を妨げる。

TFPを高めるべくアベノミクスでは、当初、第三の矢として成長戦略を掲げた。思うようにその効果が現れていないのは、成長戦略推進の努力が足りないだけでなく、旧第一の矢や旧第二の矢が、効果の発現を邪魔している可能性がある。つまり、自分の足をめがけて矢を放ってしまったということである。景気刺激的なマクロ安定化政策が正当化され

るのは、経済に未稼働資源が残存している場合であるが、現在の日本のように、完全雇用に入ると副作用ばかりが強まるため、理論的にも正当化されない。

さて、4月14日の日経新聞によると、政府はマイナス金利の効果を最大限発揮すべく、インフラ拡大のために、政投銀などを通じ、ほぼゼロ金利での融資を行うとしている。良かれと思って対策を練っているのであろう。しかし、「地獄への道は善意で舗装されている」とはよく言ったものである。旧第一の矢、旧第二の矢と共に、マイナス金利政策をフル活用しようとする政策が、TFPの改善や民間の資本蓄積を妨げ、ひいては民間部門の生産性改善の阻害要因となり、最終的な政策目標であるはずの実質賃金の改善を妨げることにもなる。

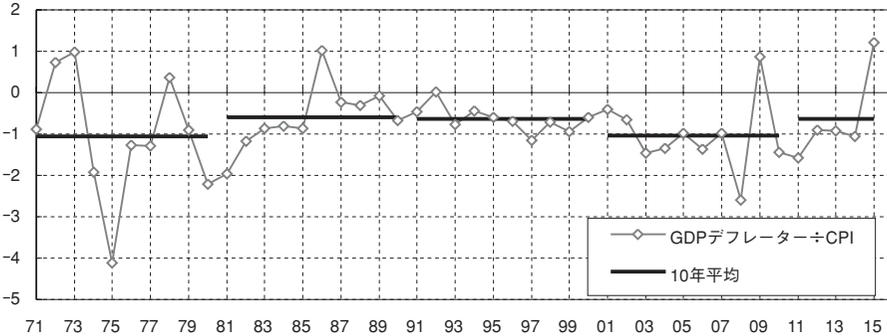
■ 5. 原油価格の変動が引き起こした交易条件の変化

時間当たり実質賃金を主に左右するのは労働生産性上昇率だが、交易条件や労働分配率の変化も実質賃金に少なからぬ影響を及ぼしてきた。事実、2000年代に時間当たり実質賃金を大きく悪化させたのは、交易条件の悪化（90年代マイナス0.6%→2000年代マイナス1.0%）と労働分配率の低下（90年代マイナス0.3%→2000年代マイナス0.7%）だった。しかし、2010年代前半については、交易条件の悪化ペースは和らいでいる（2010年代前半はマイナス0.6%）。

まず、2000年代は、原油価格が大幅に上昇し交易条件が大きく悪化したことが、実質賃金を大幅に押し下げていた。交易条件を「GDPデフレーター÷CPI」として計算しているが、前述した通り、両者の差は交易利得の変化によってもたらされる。2000年代は、リーマンショック前まで、CPIはほぼ横ばいだったが、GDPデフレーターが一貫して下落していたのは、原油高によって輸入物価が大幅に上昇したためである。厳密に言えば、輸入物価上昇によるコスト高を輸出物価に転嫁できず、GDP統計に即して言えば、原油高による交易利得の悪化によって、実質GDIが悪化したのである。

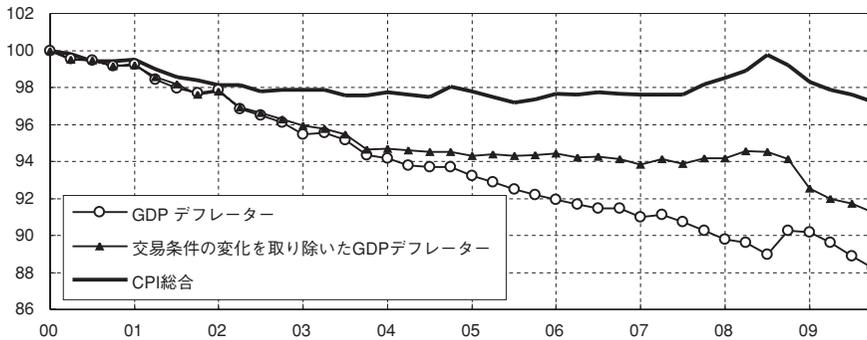
しかし、2014年末からの原油急落によって、交易条件は改善し、2010年代前半を通してみても、交易条件は年率マイナス0.6%まで悪化が和らいだ（2000年代はマイナス1.0%）。2015年にCPIの伸び率が低下する一方で、GDPデフレーターの上昇率が高まっているのは、原油価格が下落したからに他ならない。このまま原油価格が落ち着けば、2010年代後半は交易条件の改善が実質賃金の上昇につながる可能性がある。ただそれには条件があり、2010年代前半のような誤った政策が取られなければ、である。

(図3) 交易条件 (GDPデフレーター÷CPI、年率、%)



(出所) 内閣府、総務省資料より、BNPパリバ証券作成

(図4) 2000年代のCPI総合、GDPデフレーター (季節調整値、2000年1Q=100)



(出所) 内閣府、総務省資料より、BNPパリバ証券作成

冒頭で論じた通り、2000年代の実質賃金低迷に関して、誤った診断を行ったことが、2010年代前半の誤った政策につながり、現在の消費低迷をもたらしていると筆者は考えている。まず、2000年代に我々が貧しくなった理由である。デフレによって貧しくなったと考えたからこそ、日銀を責め立て、そのことが2013年4月以降のQQEにつながった。しかし、実質賃金の要因分解が示す通り、2000年代に実質賃金が低迷したのは、原油高による交易条件の悪化であり、海外に所得が漏出したためである。そもそも金融緩和では対応できない問題である。当時のGDPデフレーターの下落も、輸入物価の上昇によって引き起こされたもので、国内物価の下落が原因ではない。

さらに、当時、円安が資源高による交易条件の悪化を助長した。QQEが採用された背

景には、円安誘導でデフレを解消するという意図があったが、円安は輸入物価の上昇をもたらし、消費増税で実質購買力を失った家計に追い討ちをかけ、2014年以降、予想以上の消費低迷をもたらした。同じ過ちの繰り返しである。2014年秋以降の原油安のプラス効果が中々現れてこないのも、2015年秋まで、円安によって食品価格などが上昇を続けていたためである。誤診に基づく誤った処方箋で、必要以上に実質賃金の回復を遅らせ、消費低迷を招いているのである。

労働分配率の分析に移る前に、もう一点、交易条件に大きな影響を与えた要因について触れておきたい。2000年代に原油高が続いたのは、中国が世界の工場となり、経済規模が大きくなった後も、高度成長を続けていたためである。彼らの旺盛な需要によって、原油高が続き、2004年頃まで1バレル=30ドル程度だった原油価格は、その後、3倍を超える水準まで上昇した。中国の旺盛な需要のお陰で、日本は輸出を増やすことが可能となり、実質GDPも比較的高い伸びを続けた。しかし、原油高による所得の海外漏出で実質GDIは増えず、交易条件の悪化から実質賃金も増えなかったのである。

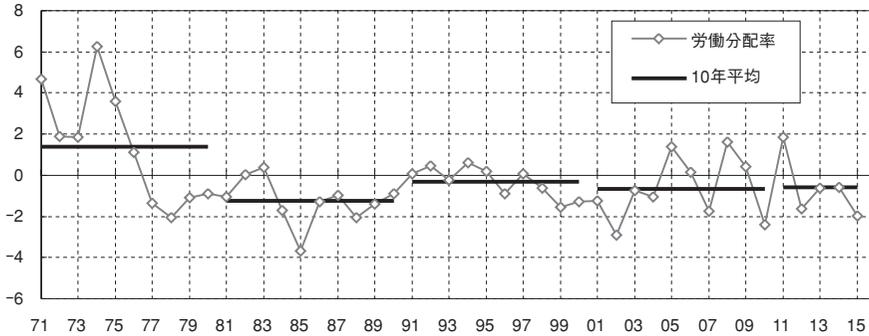
ただ、2011年後半以降、中国の高成長局面は完全に終わった。それにも拘らず、原油高は継続した。地政学的な要因も確かに影響していたが、2011年後半以降に原油高をもたらした最大の要因は、FEDの一連のQEである。それが生み出す過剰流動性によって、原油価格が嵩上げされていたのである。FEDだけでなく、ECBや日銀など他のG3の中央銀行もアグレッシブな金融緩和を行ったが、2014年10月にQE3の終了と同時に、原油価格の急落が始まったことから、原油高の主犯はやはりFEDの一連のQEだったと考えるべきだろう。

つまり、FEDが極端な金融緩和を自制していれば、原油価格はもっと早い段階で下落した可能性がある。だとすると、世界各地であれほどの過大な資源開発が行われることもなかったであろうし、原油輸入国の交易条件はもっと早い段階で改善し、2010年代前半の日本の実質賃金の下落はもう少し和らいでいたかもしれない。FEDの極端な金融緩和の副作用で、我々の実質賃金の改善が遅れた可能性がある。

■ 6. 労働分配率の影響

ただ、仮に原油価格が早い段階で下落しても、そのメリットの多くが企業部門に滞留したままでは、実質賃金はやはり増えなかった可能性が高い。つまり、残る要因である労働分配率の問題である。2000年代に実質賃金を悪化させた要因は、交易条件と労働分配率だ

(図5) 労働分配率 (雇用者所得÷GDP、前年比、%)



(出所) 内閣府、厚生労働省、総務省資料より、BNPパリバ証券作成

ったが、前述した通り、2010年代前半に交易条件の悪化は和らいだ。しかし、労働分配率はマイナス0.6%と2000年代のマイナス0.7%から悪化ペースはほとんど変わらなかった。

厳密には、2010年代前半に悪化はわずかに和らいだとも言えるのだが、大きな総需要ショックが経済を襲った場合、以前であれば、雇用者の取り分を急激に減らすことはできないため、企業業績が大幅に悪化し、労働分配率の水準は切り上がっていた。しかし、リーマンショック後、大幅な景気収縮の割に労働分配率の上昇は一時的なものに留まり、すぐに低下が再開した。つまり、総需要ショックに対して、企業はフレキシブルに反応したのである。ストレートに言えば、企業は、総需要ショックに対し、利益の大幅な悪化を避けるべく、労働者にも少なからぬ犠牲を強いた。

さらに原油安が続いた2015年を見ると、交易条件は前年比で1.2ポイントも改善したが、分配率は2.0ポイント低下し、原油安のプラス効果を完全に相殺している。つまり、原油安の効果の大半が企業に滞留しているから、消費へのプラス効果が現れないとも言える。企業からすれば、原油安と言っても原因は資源バブルや新興国バブルの崩壊にあり、世界経済のダウンサイドリスクの高まりに備え、支出増は極力避けたい、賃金を引き上げている場合ではない、ということなのだろう。景気の良し悪しにかかわらず、労働分配率の低下トレンドが尚、続いていると考えられる。

ここ数年、日本政府が採用した政策は、まずは企業の業績を改善させるべく、追加財政、アグレッシブな金融緩和による円安誘導、法人税減税などの政策を総動員し、その結果得られた企業業績の改善が実質賃金の上昇につながることを期待したものであった。しかし、現実には、企業業績が改善しただけで、実質賃金は増加していない。分配面で見れば、儲

かって企業は支出増を極力抑え、利益を溜め込むばかりで、労働分配率の低下傾向が続いている。円安誘導のように、輸出数量の刺激に失敗し、マクロ経済全体の拡大に繋がっていないため、労働者から輸出企業に単に所得移転をもたらすだけに終わった政策もある。支出性向の高い家計から実質所得を奪い、支出性向の低い企業に移転したとすれば、極めてお粗末なマクロ安定化政策だったということになる。

金融緩和は円安誘導だけでなく株高をもたらしており、資産効果を通じて、総需要の刺激につながっているという反論もあるだろう。しかし、ほとんどの家計は株式を保有していない。この文脈から考えても、支出性向の高い圧倒的多数の家計を犠牲にし、支出性向の低い少数の富裕層を利したことになり、マクロ安定化政策としては問題含みである。多くの国でQEは資産価格を押し上げてはいるものの、实体经济への影響は限定的という評価が少なくないが、それはこうした所得分配面での歪みを引き起こしているからかもしれない。米国でも、共和党、民主党にかかわらず、中道路線に陰りが見られ、右派のトランプ氏や左派のサンダース氏が当初考えられていた以上の支持を広げている。世界的にこうした現象が見られるが、成長ペースが滞る中で、アグレッシブな金融緩和が続けられていることと全く無関係とは言えないだろう。

日本では、財政、金融緩和を追求し、企業業績を改善させれば、いずれ実質賃金の上昇につながるはずだと考え、そうした政策を続けてきた。日銀の所得・支出の好循環シナリオ（かつてのダム論）も、いわゆるトリクルダウン理論の派生形と言える。しかし、実質賃金の改善が訪れる前に、循環的な不況が訪れ、実質賃金の上昇は全く実現していない。過去20年間、そうした政策を繰り返してきたが、今回もまた実質賃金の上昇が始まる前に、景気拡大局面は終焉に近づきつつあるように思われてならない。次の景気拡大局面でも、まずは企業業績の改善を目指し、低金利政策や円安誘導政策などを発動し、当初は実質賃金の低下に目を瞑るのだろうか。結局、同じことを繰り返すだけではないのか。確かに成長の源泉は企業のイノベーションにある。ただ、トレンド成長率がゼロまで低下した中で、労働者の取り分を犠牲にした政策を続けていたのでは、実質賃金はいつまでも上昇しないし、マクロ経済全体のパイも持続的な拡大には向かわないのではないか。

過去20年、金融グローバリゼーションが進む中、資本の論理を重視し、企業業績が大幅に改善しているにも拘らず、賃上げを見送る企業経営者を賞賛する風潮を政府は容認、場合によっては、そうした風潮を後押ししてきた。こうした中で、筆者が安倍政権のこれまでの取り組みの中で高く評価している政策が、企業経営者に賃上げを強く働きかけたことである。どこの国でもそうだが、賃金は通常の財、サービスとは異なり、社会規範や社会

慣行の中で規定される。政府介入を望ましくはないと言う人もいるが、儲かった企業がきちんと賃金を増やすという社会規範を復活させるために、首相自らが財界に働きかけたのは適切である。賃上げ要請は、GDPを嵩上げするために設備投資を増やせという誤った介入政策とは一線を画す。

■ 7. 望ましいのは円高

ただ、グローバル経済のダウンサイドリスクが高まってきたことから、賃上げの動きも一服している。こうした中で、賃上げと同様の効果をもたらすのは、円高である。もちろん、大きなスラックが日本経済に残存するのなら、望ましいのは円安である。しかし、2014年年初からは完全雇用であり、円高は家計の実質購買力を改善する。消費増税の引き上げの際、既に日本経済は完全雇用であり、仮に円高が進んでいけば、それがもたらす実質購買力の改善で、消費増税の悪影響をある程度吸収できた可能性もある。

もちろん、円高になると株安を懸念する人もいるだろう。しかし、それは円安でメリットを受ける輸出セクターのウエイトが株価指数の中で大きくなっているからであり、マクロ経済に本当にメリットがあるのなら、円高が内需セクターを中心にいずれは株高につながるはずである。短期的な株価動向ばかりを見て政策運営をしていたのでは、視野狭窄的な政策ばかりが選択され、お粗末な結果しか得られない。円高誘導とは言わないが、せめて円高を避けるための金融緩和は自制すべきである。それが経済厚生改善につながる。

なお、ISバランスの観点から見れば、原油安による交易条件改善のメリットを企業部門が抱え込み、支出増につながっていないから、(輸入が増えず) 経常収支黒字が急拡大している。それ故、円高が進んでいるとも言える。この円高は家計の実質購買力を改善させ、個人消費の回復と共に輸入増をもたらす、最終的に経常黒字の拡大を抑えることで円高は収束する。起こるべくして起こった調整メカニズムであり、それを阻害すべきではない。

