

GDP 鈍化も「労働分配率」は改善維持

実質賃金支援、過去の改善比で日銀出口は封印

株式会社ジャパネコノミックス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2018/5/18

1-3 月期 GDP は 9 四半期ぶりのマイナス成長となり、改めて景気の踊り場や慢性的な需要不足が懸念されている。一方で企業の利益のうち労働者の取り分を示す労働分配率については、「名目雇用者報酬÷名目 GDP」の参考値ベースで底入れ改善が維持された。現在は円安・資源高による悪い物価上昇が警戒されつつあるが、過去実績として実質賃金の下支え要因となりやすい。しかも雇用者報酬が 21 年ぶりの高い伸びとなるなどの脱デフレ基調が維持されながら、過去の改善局面比で日銀緩和の出口は封印されている。

雇用者報酬÷名目 GDP の労働分配率が改善

「先行きの雇用者所得は緩やかに増加し、(2019 年度から 2020 年度にかけての)見通し期間後半には、名目 GDP 成長率を若干上回るペースで増加していくと考えられる。その結果、労働分配率は過去の長期平均をはっきりと下回る水準で横ばい推移となったあと、緩やかに上昇していくとみられる」――。

日銀は 4 月 28 日、経済・物価情勢の展望(展望レポート)でこのような予測を示した。先行き不透明材料は山積しているものの、最新 1-3 月期 GDP では「名目雇用者報酬÷名目 GDP×100」の参考値ベースによる労働分配率が 50.9%となり、前期の 50.3%に続く 2 期連続の上昇となった。最近では 2015 年 4-6 月の 49.0%をボトムとして、緩やかながらも底入れ改善の軌道を固めつつある。

経済学的に実質賃金は「労働生産性×労働分配率」で定義されており、労働分配率の改善は先行き実質賃金の下支え要因となりやすい。労働分配率の改善は企業による人材投資への前向き姿勢を示し、付随した設備投資などの成長投資とあいまって、生産性の向上につながる好循環を生む。過去に労働分配率が長期低迷から底入れに転じた 1988-1989 年や 2003-2004 年などでは、日銀試算による潜在成長率が一定の時間差を経て連動上昇となった実績を有している。

もちろん、賃金の上昇ペースは依然緩慢であり、日銀は展望レポートで「2018 年度のベースアップについて労組・連合による第 4 回集計結果(0.53%)をみると、2017 年度実績(0.48%)よりも伸びを高めたが、2015 年度実績(0.69%)には達していない」と注釈を付けている。同時に現在は円安・資源高の同時進行により、悪い物価上昇と実質賃金の押し下げリスクも警戒され始めた。

それでも 1-3 月に名目の雇用者報酬は季節調整系列で前年比+3.1%(前期は+1.9%)となり、1997

年 4-6 月以来という約 21 年ぶりの高い伸び率を記録している。内閣府によると、雇用者報酬には「賃金・俸給」と「雇い主の社会負担」が含まれており、企業サイドによる年金などの社会保障負担の増加も影響している。一方で名目・雇用者報酬は 2013 年 4-6 月以降、20 四半期(5 年)連続で前年比プラスを堅持させてきた。連動する形での名目 GDP の前年比プラス定着と脱デフレを支援する一因となっている。

過去に雇用者報酬の持続的な改善定着は、日銀による利上げや量的緩和解除といった出口政策の一つの参考とされる局面もあった。例えば雇用者報酬は 2001-2004 年にかけての長期マイナスのあと、2005 年 10-12 月に前年比+2.2%へと大きく増加。2006 年 7-9 月にかけて、+1.2%から+1.8%での改善モメンタムが点火された。当時の日銀は 2006 年 3 月に量的緩和策の解除、2006 年 7 月にゼロ金利政策の解除を断行している。

その前では 1998 年から雇用者報酬の前年比マイナスが長期化した。2000 年 4-6 月から 2001 年 1-3 月にかけて+0.1%から+1.1%へのプラス改善場面があった。当時の日銀はその最中の 2000 年 8 月に、ゼロ金利政策を解除させている。

ドル/円、25 年移動平均が初の「上向き」方向に

ひるがえって現在は最新 1-3 月に+3.1%へと大きく増加し、20 四半期連続でのプラス化が定着しながら、日銀は出口政策を封印させている。15 日には日銀の黒田東彦総裁が改めて「何があっても 10 年債金利 0%を死守するわけではないが、当面 0%を動かすことは全く考えられない」、「現実の物価が予想物価へ波及するのには相当の時間がかかる」などと発言し、異次元緩和策のダメ押し的な長期化姿勢を示している。

過去の経済・所得改善局面との比較見合いでの日銀の緩和継続姿勢は、失われた 20 年やデフレ 15 年の期間に観測された循環減速の深押しやデフレ心理の再燃を未然抑止させる。現在の踊り場・足踏み化の症状を、軽傷かつ短期化させるプラス効果を生む。

もちろん、当座の日本の GDP に関しては、国内での住宅・アパートブーム頭打ちや人手不足などの供給制約、ガソリンなどを含めた悪い物価上昇懸念、海外ではスマートフォンなどのハイテク特需一服、欧州や中国・新興国などの減速不安、米国発の金利上昇や貿易戦争への懸念、11 月の米国・中間選挙に向けた潜在的なドル安・円高リスク――といったマイナス材料が山積している。

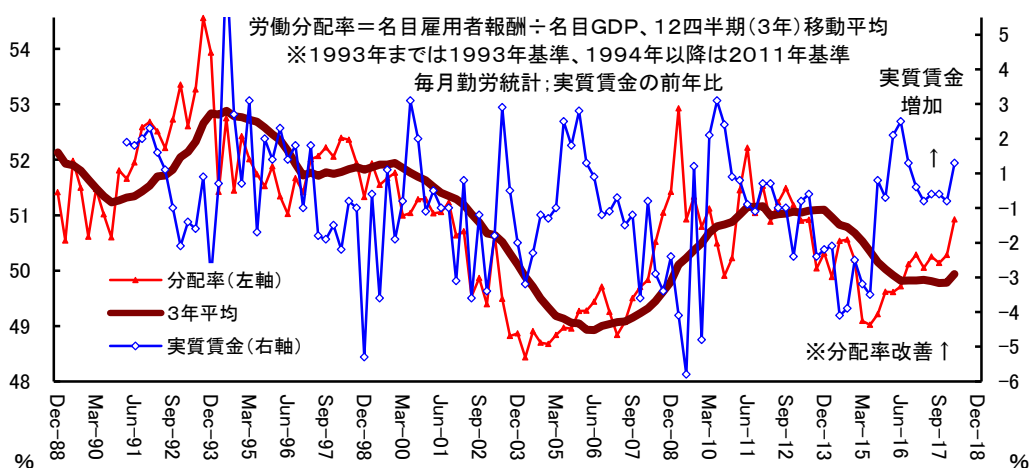
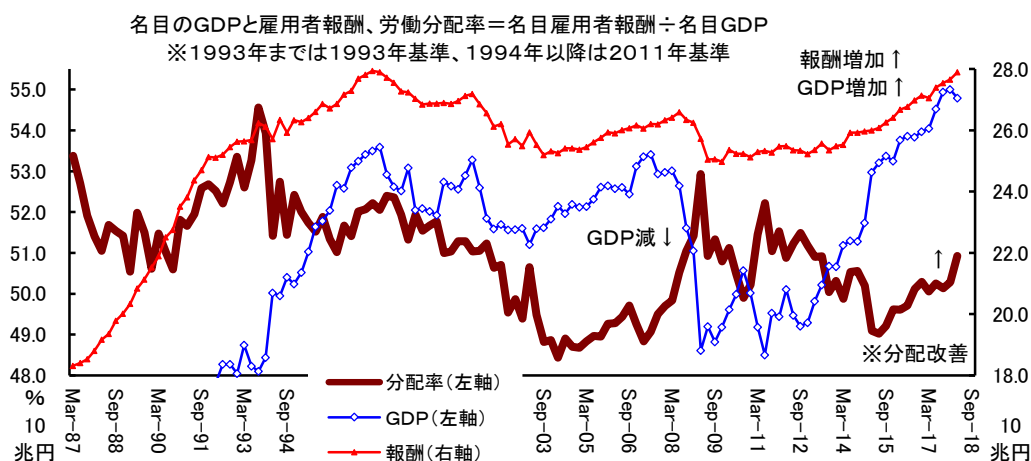
それでも1-3月のGDPは減速しながら、名目の単純前年比では+1.38%と2013年以降の名目プラス成長を維持させた。1-3月に10年債金利は最高でも+0.102%で抑制されており、「名目GDP前年比-10年債金利」の格差は+1.27%の開きが保たれている。

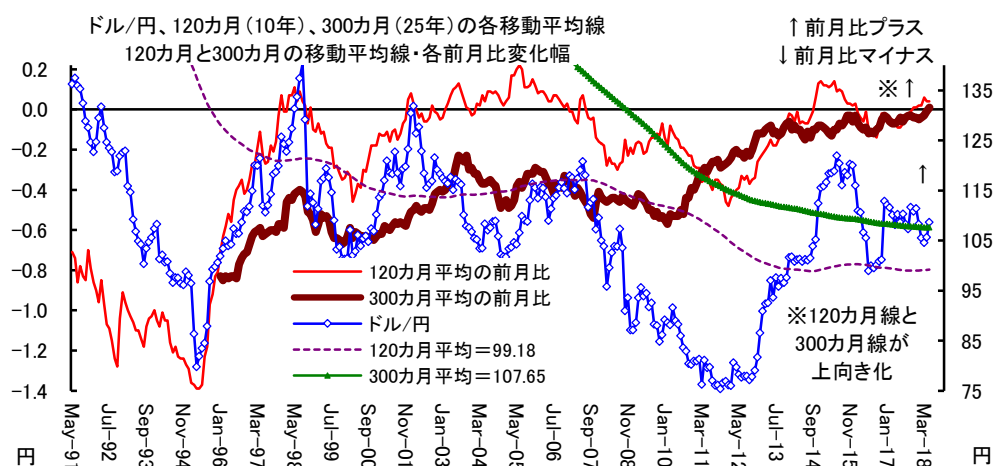
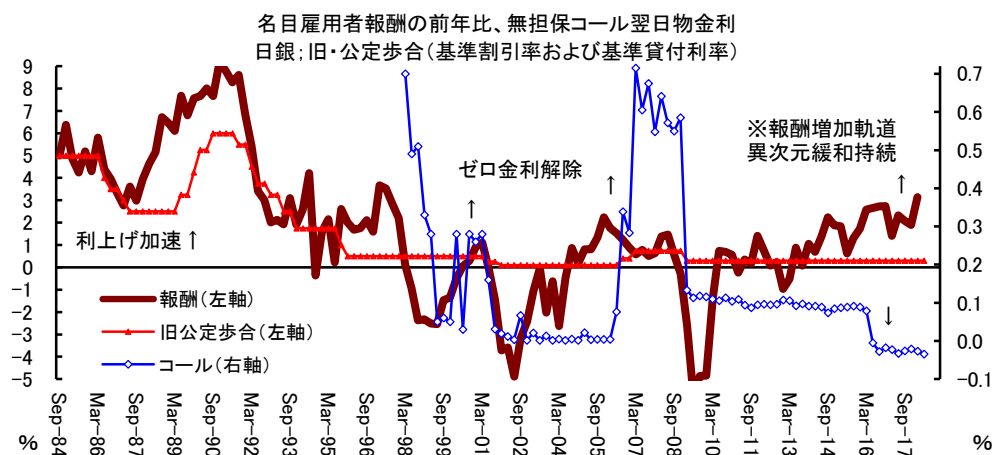
日本では実に1991年以来となる「名目GDP成長率を下回る10年債金利」という緩和的な環境が長期定着しておる。引き続き脱デフレの軌道固めを後押しさせるほか、株価・不動産などの資産価格の下支え要因となりやすい。米国で2009年3月以降、9年も基本的な株高や不動産市場の底上げトレンドが維持されている背景としては、あくまで現状段階ながら「名目GDP成長率を下回る10年債金利」という緩和環境がバッファーとなってきた。

その中で日本では失われた20年やデフレ15年からの脱却を示す形で、複合デフレから派生する円高圧力自体は減退している。日銀による愚直な円高・

デフレの阻止努力も大きく、財務省前財務官の山崎達雄・国際医療福祉大学特任教授は4月25日、「仮に9月の総裁選で安倍晋三首相（自民党総裁）が3選を果たせなかったとしても、他の候補者に経済政策として今のアベノミクス以外に手はない」と述べながら、「元々円が高くなるのはデフレ通貨だから。そうでないように、政策自体が今まさにしている」と国策意図を説明している（ブルームバーグ）。

結果、ドル/円は改めて300カ月=25年移動平均線（16日時点で107.65円前後）を上抜け回復してきた。しかも超長期のトレンドラインを示す300カ月の方向性は、変動相場制後の歴史で初めて微妙な上向き化への攻防に直面している。すでに120カ月=10年移動平均線（99.18円前後）も、方向性は上向き化へと転換し始めた。長期スパンでの「異常なデフレ経済」から「ノーマルな正常化経済」への治癒進捗が示されるとともに、デフレから派生する円高・ドル安圧力の減退定着が注視されよう。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。