

物価高・賃上げ・消費支援「持続性」は多難 生産性低下、高齢化、中小と地方苦境、企業負担増

2023/1/27 (金)

日本では物価上昇を受け、賃金上昇と消費支援の好循環入りが焦点となっているが、「持続性」は多難となっている。構造的な生産性や潜在成長率の低下により、需要拡大（ダイヤモンドプル）を通じた良い物価上昇には時間を要するほか、こうした構造問題の要因である高齢化や中小企業と地方経済の苦境、非正規社員の増加などは、物価上昇見合いでの賃上げの度合いや影響を阻害させる。企業サイドも各種コスト負担の増加や、企業統治（コーポレート・ガバナンス）改革の浸透に伴う株主配慮が持続的な賃上げの制約になる。

小売株や食品株伸び悩み、好循環の不透明感示唆

「（中小企業では）収益が確保できず、逆に人件費を削減している」、「客の財布のひもは固い。もともと薄利で賃上げまで回らない」、「先行き不透明感があり、固定費を増やすことに踏み切れない」、「コスト増加分の価格転嫁が出来ておらず、賃上げは慎重にならざるを得ない」――。

東京と神奈川を拠点とする城南信用金庫が東京新聞と共同で実施した中小企業への「賃上げ予定」アンケート調査では、このような回答が寄せられた（1月10～13日実施）。中小企業738社への聞き取りの結果、今年の賃上げは「予定なし」が72.8%を占めたという。

中小企業と同様に、日本では地方経済も構造的な苦境が続いたままだ。少子高齢化と人口減の影響が直撃しているほか、新たな成長エンジンの模索にも苦慮している。

日本百貨店協会は1月24日、昨年12月の全国百貨店売上高を公表したが、全国ベースはコロナ制限の緩和やインバウンド（訪日外国人客）復活などにより、前年比+4.0%と10カ月連続でのプラスとなった。しかし、地域別では四国が-6.4%、中国が-4.7%、東北が-3.7%などとなり、それぞれ2カ月連続でのマイナスとなっている。コロナ反動のリベンジ消費が早くも息切れし、地方では「値上げと物価上昇の悪影響」が顕在化し始めた。

全国的には春闘での賃上げ交渉が本格化するなか、物価上昇に配慮した賃上げと消費支援という「好循環入り」が焦点となっている。一方で今回の単年度の賃上げはともかく、2年後、3年後と継続的に賃上げが続いていくかには不透明感が強い。日銀は異次元緩和の見直しについて、「持続的な賃金上昇の軌道入り」を一つの条件としているが、実現性は前途多難だ。

日本では構造的な生産性や潜在成長率の低下に歯

止めが掛かっておらず、需要拡大（ダイヤモンドプル）を通じた良い物価上昇には時間を要する。こうした構造問題の要因である高齢化や中小企業と地方経済の苦境、非正規社員の増加などは、物価上昇見合いでの賃上げの度合いや影響を阻害させる。企業サイドも各種コスト負担の増加のほか、企業統治（コーポレート・ガバナンス）改革の浸透に伴う株主配慮が持続的な賃上げ（収益の人件費配分）の制約になっていく。

日本株市場では好循環入りへの不透明感もあり、消費関連株が伸び悩んでいる。東証TOPIXの業種別株価指数によると、24～25日時点の年初来成績で小売業は-0.1%とマイナス圏に沈んでいる。TOPIX総合の+4.7%を下回る低迷だ。直近12カ月ではリベンジ消費などもあり、+12%の上昇となってきたが、足元では改めて「物価高打撃」などが重石となりつつある。

食料品指数も、年初来は+0.5%と低調。サービス業指数は上昇となっているが、12カ月間成績は-4.3%と出遅れている。

年金生活者や非正規が増加、春闘賃上げ影響限定

先行き消費が一段と減速すると、企業による価格転嫁と値上げは限界の臨界点を迎える。すでに昨秋からは資源反落や円高などが物価の押し下げ要因となっており、日銀の黒田東彦総裁は20日、「インフレは2月から低下する見通し」と述べた。なかなか日本では「物価上昇・賃上げ・消費支援・企業の国内収益増・持続的な賃上げ」という波及経路が形成されにくい。

物価高影響でいえば、内閣府の「消費者態度指数」は昨年12月が30.3となった。前月の28.6からは改善となったが、2021年12月の38.3や昨年5月の34.1を直近最高として低下傾向が続いている。

日本では昨年12月分のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）が前年比+4.0%となり、1981年12月以来の大幅プラスとなった。その1981年12月の場合、消費者態度指数は38.5で、翌年6月には39.5へと上昇している。昨年12月の30.3を大きく上回っており、当時は高度成長や団塊世代を含めた労働力人口の増加もあって、物価高に対する抵抗力が見られていた。

その当時、内閣府の「きまって支給する給与（製造業、名目）」は、1981年12月が前年比+5.6%となっている。そこから16カ月後にかけて+4%から+6%の給与増加が持続しており、物価高に負けない給与の持続的な増加という好循環が観測されていた。

反対に現在は団塊世代の高齢化が進むなど、高齢化が内需の重石になっている。総人口に占める 65 歳以上の人口割合は、2021 年に 29.1% となってきた。1980 年が 9.1%、1990 年が 12.1% であり、現在は 3 倍もの高齢化加速となっている。

構造要因として潜在成長率を低下させているほか、過去比では年金生活者が急増してきた。現在は高齢者でも現役の就業者は増加しているとはいえ、年金生活者を含めて「物価上昇に対応した賃上げ」の影響は限られ、逆に「物価上昇に伴う消費打撃」のほうが大きくなっている。年金を受給している高齢者数について、政府は昨年 3 月時に約 2600 万人という推計を示していた。

加えて現在は過去に比べ、非正規の社員が大きく増加している。賃上げの影響は受けるものの、過去の正社員中心の時代に比べると、春闘などによる賃上げの度合いは抑制される。厚生労働省によると、全労働者数に占める非正規雇用の割合は 2021 年が 36.7% となった。2019 年の 38.3% をピークに減少してきたが、1984 年の 15.3% や 1989 年の 19.1% からは 2 倍前後もの大幅増加となっている。

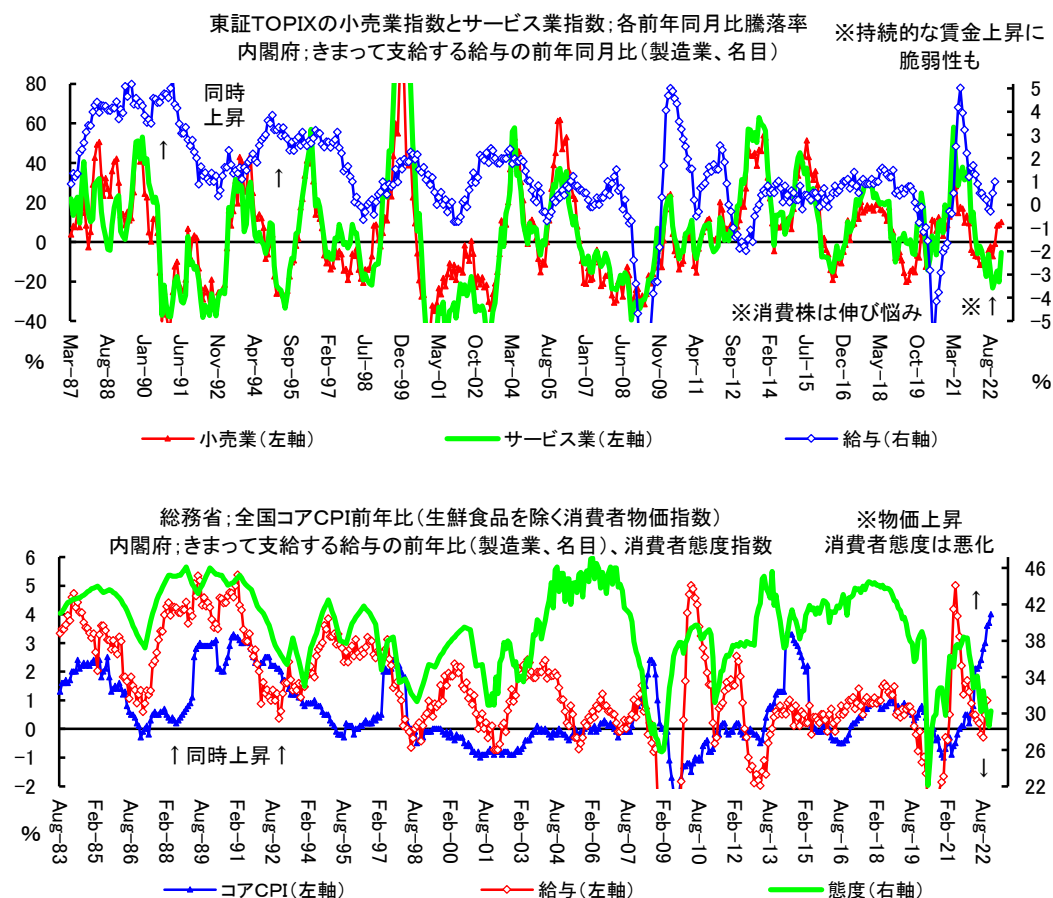
日本の直近 GDP では物価高打撃や根強いコロナ影響のほか、構造的な内需収縮などもあって、昨年 7

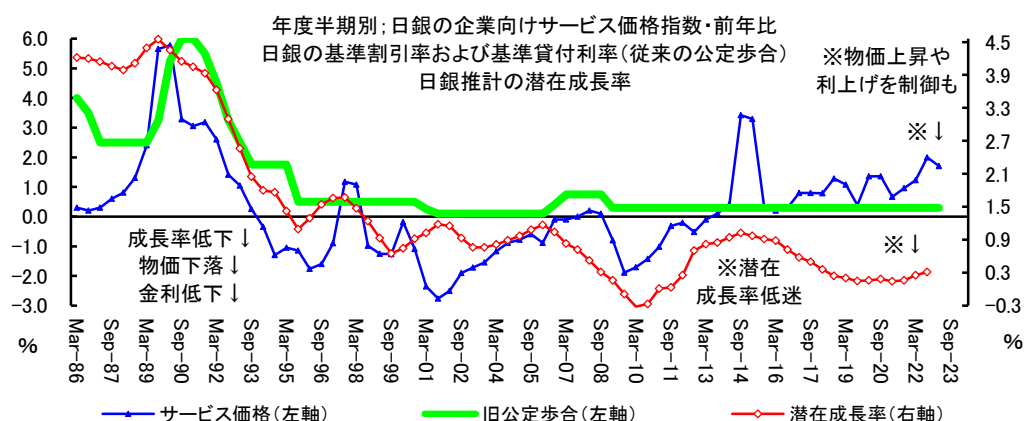
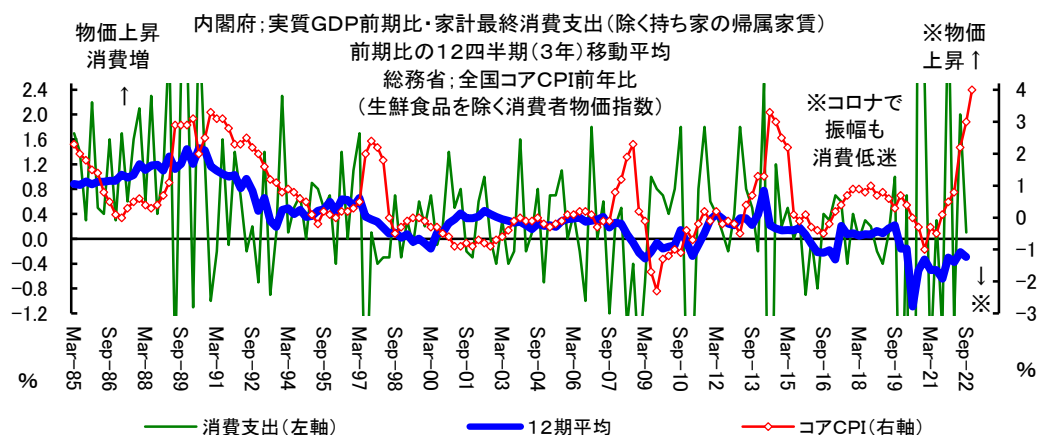
ー9 月に家計最終消費支出（除く持ち家の帰属家賃）が実質の前期比で +0.1% と伸び悩んだ。2020 年以降はコロナ打撃と反動回復で激しい振幅があったが、基調トレンドを示す前期比の 12 四半期（3 年）移動平均も -0.3% と低迷傾向にある。

過去に「物価上昇・賃金上昇・消費支援」の好循環が続いていた 1984 年から 1989 年にかけては、前期比の 3 年移動平均は +0.9% から +1.4% 前後でプラス安定化していた。それに対して現在は内需の基礎体力が大きく低下しており、持続的な好循環入りの阻害要因となりそうだ。

なお、日本の潜在成長率は日銀推計ベースで、最新 4-9 月が +0.31% となっている。同じ日銀推計ベースでは、異次元緩和策が導入される前の 2013 年 3 月期（2012 年 10 月から 2013 年 3 月の年度下期）の +0.82% と比べて、2 分の 1 以下に低下している。

さらに日銀が前回、量的緩和を終了した 2006 年 3 月時は +1.17%、過去ゼロ金利解除の 2006 年 7 月時は +1.03%、2000 年 8 月時は +0.93% などとなっていた。それに比べると現在の +0.31% という低迷は、日銀による異次元緩和策の追加修正や脱却出口に制約要因となる。





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。