

2015. 2 No.34

三井住友信託銀行

調査月報



時論

成長戦略に求められる国民の本音との対話……………1

経済の動き

家計貯蓄率マイナスをどう考えるか……………3

実質賃金増加シナリオに潜むリスク……………10

時 論

成長戦略に求められる国民の本音との対話

アベノミクスも3年目に入り、いよいよ成長戦略の実行力が問われるステージとなった。年明け早々、安倍首相は岩盤規制の代表格とも言える農協関連組織改革に意欲を見せたが、早速、農業団体や自民党内から反発や慎重論が噴出し、先行きについては不透明感が拭えない。

成長戦略の概要と考え方を粗っぽくまとめると、①日本の経済成長率を高める主導役に企業を据え、②企業の国際競争力を側面支援すべく法人税率を引き下げ、③労働力不足が企業経営ひいては経済成長の足かせとならないように、女性の活躍の場を広げるとともに、労働力のスムーズな移動を企図して労働法規を変え、④企業に新たな成長分野を提供すべく農業・電力などで参入規制を緩め、先端技術開発にも注力し、⑤企業が積極的な投資・雇用を行うように、監視役として株主・投資家のチェック機能を高め、⑥こうして「強い経済を取り戻す」ことによって、その果実をトリクルダウンの作用を通じて地方や中低所得者にも行き渡らせる—というものである。個別論では賛否の隔たりが大きいものもあるが(特に労働規制の緩和)、筋と理屈は通っている建て付けである。

だが同時に、経済運営において、分配面の目配りよりも、まずは全体のパイを増やすことを第一義とする設計思想は、安倍内閣以前の自公政権と不変であり、特段目新しいものではない。

大方のエコノミストや識者同様、筆者も成長戦略が実行され、企図した通りの効果を発揮し、次世代により良い日本経済を残したいと願いつつも、その実現性については懸念を覚える。それは、既得権益層や政治家・官庁の抵抗が根強いということもあるが、成長戦略に対する国民的支持が、80年代前半の中曽根内閣による「行政改革」、2005年の小泉内閣による「郵政改革」のような広がりや盛り上がりを見せていないためである。

「行政改革」時は、「メザシの土光さん(若い方は知らないだろうが)」をトップに据えた臨時行政改革調査会(土光臨調)が主導し、財界人・学界・言論界が「頑張れ土光さん、国民がついている」をスローガンに行革推進全国フォーラムを立ち上げ、世論を味方につけた。「郵政改革」時では、小泉首相は郵政民営化を改革の本丸と位置づけ、それを争点とした2005年の総選挙で圧勝した。

翻って今日、成長戦略と言われても国民の反応はどこか他人事のようであり、議論の盛り上がりや広がりには欠けるのはなぜであろうか。それは上述した成長戦略の設計思想と国民の本音との間に微妙なズレがあるためではないか。

メディアで見聞する多種多様な意識アンケートから、国民が素朴に望んでいることを筆者なりにこれまた粗っぽく推測すると、大きくは「戦争・紛争のない平和な社会」であり(この類の項目は必ず上位に来る)、国家レベルでは「貧困・格差・差別のない社会」であり、個人レベルでは「普通の能力を持っている人が普通に努力すれば普通の生活ができる社会」であり、将来については「それらが子供や孫の代まで続く社会」といったもののように思える。

そこでのキーワードは「成長」「強い経済」ではなく、「持続性」「安定・安全・安心な(経済というよりも)社会」といったものであり、提示してもらいたいのは「戦略」というより、「日本社会の未来像」、すなわち欧米

へのキャッチアップ型から脱却し、グローバル化の中で日本の歴史や文化・伝統を活かした「この国のあらまほしきかたち」であり、価値基準は「GDP などの一国全体の経済的価値」だけでなく、文化・ソフトパワー・地域・環境といったものも包含した「数値化できない様々な個々人の満足度」ではないかと思われる。

かくのごとく価値観が多様化・多元化していくことは成熟した先進国では当然のことであり、一代目創業者の競争心や成長への意欲を持ち合わせていない「二代目・三代目の道楽や甘え」と蔑むことは適切ではないだろう。国民の多くは、経済成長率が高まって経済全体のパイが増えないと、例えば年金や子育て支援など「持続性」「安定・安全・安心」を確保する環境整備が進まないことも、格差是正のための施策は利害が衝突しがちになることも、長期的には生活水準が低下しかねないことも理解している。公害問題華やかなりし高度成長期の「くたばれ GNP(これも若い方は知らないだろうが)」のように、単純に「反成長・脱成長」に傾斜しているわけではない。

従って、国民からすればアベノミクスや成長戦略を頭から否定はしないし、経済もより強く、より大きいほうが良いことも分かっている。しかし、それによって「持続性」「安定・安全・安心」が担保され、「この国のあらまほしきかたち」に近づき、「数値化できない満足度」も高まる道筋やストーリーが見えない。

こうして、今一つ腹に落ちない違和感を抱えているため、成長戦略は国民的な盛り上がりには欠け、安倍首相が「10 年後には一人当たり国民総所得は 150 万円増える(2013 年 6 月講演)」と訴えても呼応する声は上がらず、「アベノミクス」が争点とされた総選挙では戸惑い、戦後最低の投票率となって現れたのではないか。

今年の日本経済は、消費増税の延期、3 兆 5 千億円の経済対策の実施、日銀の追加緩和による超低金利の持続、低い原油価格等に支えられ、景気そのものは悪くない 1 年となるだろう。しかし、アベノミクスの成否のカギを握る成長戦略については、今まで通りの思想と表現をもって「強い経済を取り戻す」と力めば力むほど国民との溝は広がり、実現は覚束なくなるのではないか。

今、必要なのは、「成長戦略を進めるための戦略」であり、それは価値観が多様化・多元化した国民に対して、「成長戦略の先にある“この国のかたち”」を語ることではないかと思われる。無論、それは答えが出ない答えを探すことかもしれないが、そうすることによって、国民から支持と応援を取り付けることができるかどうかという意味において、成長戦略は正念場を迎えていると思われる。

(調査部長 金木 利公 : Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

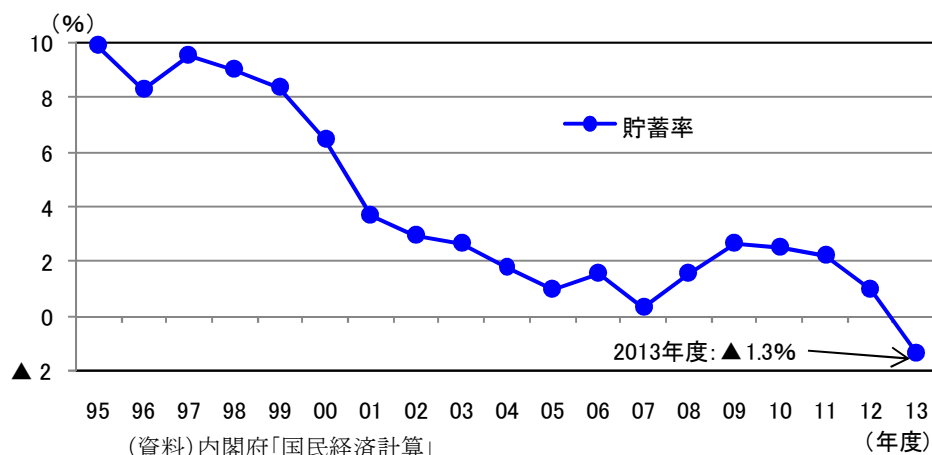
家計貯蓄率マイナスをどう考えるか

<要旨>

2013 年度、家計貯蓄率が初めてマイナスになった。この要因は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要と円安に伴う負担増加、そして株価上昇による資産効果という複数の条件が重なった一時的な消費額上振れであり、2014 年度の貯蓄率は再びプラスに戻る可能性が高い。国債消化の持続性との関連で見ると、企業部門が最大の資金余剰主体になっていることに鑑みれば、民間部門の貯蓄で政府の赤字が賄われるという国内の資金循環構造も変わらない。少子高齢化によって家計貯蓄率マイナスの時代が始まっており、早晚民間貯蓄での国債消化が困難になると考えるのは時期尚早であろう。

内閣府「国民経済計算確報(以下「SNA」とする)」によると、2013 年度の家計貯蓄率は▲1.3%と、この統計が算出されている 1955 年度以降初めてマイナスになった(図表1)。本稿では、この背景と先行きの見通しについて考えてみたい。

図表1 家計貯蓄率の推移



1. 家計貯蓄率はなぜマイナスになったのか

最初に、2013 年度の家計貯蓄率がマイナスとなった背景を、SNA の可処分所得・消費額の推移を中心として見ていく。

2013 年度の家計可処分所得は 277.6 兆円であり、それに対する消費額が 281.3 兆円と上回ったことで、貯蓄額が▲3.7 兆円のマイナスとなった。貯蓄率が+1.0%と小幅ながらもプラスを保っていた前年度と比較すると、雇用情勢の改善を受けて雇用者報酬を中心に可処分所得は前年度から 1.7 兆円増加したのに対して、消費額が同+8.0 兆円と大幅に増えたことが、貯蓄率マイナス転化の直接的な原因となっていることがわかる(次頁図表2)。

図表2 2013 年度の家計部門修正前年差

(兆円)

	2012	2013	前年差
可処分所得	275.9	277.6	+1.7
自営業主所得	11.8	13.3	+1.5
雇用者報酬	245.9	248.3	+2.4
財産所得	24.5	25.0	+0.5
税負担等	▲ 8.5	▲ 11.2	▲ 2.7
名目消費額	273.3	281.3	+8.0
貯蓄額	2.6	▲ 3.7	▲ 6.4
貯蓄率(%)	1.0	▲ 1.3	▲ 2.3

(資料)内閣府「国民経済計算確報」

(注)間接的に計測される金融仲介サービス(FISIM)除く

消費額が大幅に増えた理由を、目的別支出金額の変化から見ると、2013 年度に増加率及び増加額(ここでは前年差 1 兆円以上の増加)の双方から見て大きいのは、①食料・非アルコール飲料、②家具・家庭用機器、③交通、④娯楽・レジャー・文化の 4 項目である(図表3)。

図表3 2013 年度家計最終消費の内訳

(兆円)

	2012	2013	前年差増減額 (兆円)	前年比増減率(%)		
					価格変化率 (%)	数量伸び率 (%)
①食料・非アルコール飲料	39.6	40.6	1.0	2.4	0.8	1.6
アルコール飲料・たばこ	7.6	7.7	0.2	2.5	-0.8	3.4
被服・履物	9.7	10.7	0.9	9.3	0.5	8.7
住居・電気・ガス・水道	70.9	71.3	0.3	0.5	-0.3	0.8
②家具・家庭用機器・家事サービス	11.1	12.8	1.7	14.9	-6.3	22.6
保健・医療	12.7	13.1	0.4	2.8	-0.2	3.0
③交通	32.8	33.9	1.1	3.4	1.1	2.3
通信	8.6	9.0	0.4	4.7	-0.3	5.1
④娯楽・レジャー・文化	25.3	26.6	1.3	5.2	-4.1	9.6
教育	6.0	6.1	0.0	0.5	0.6	-0.1
外食・宿泊	18.1	18.3	0.2	0.9	0.4	0.6
その他	37.9	38.7	0.8	2.1	0.1	1.9

(資料)内閣府「国民経済計算」

4 項目の金額が増加した理由を、価格(固定基準年方式デフレーター)変化率と、数量の変化率に分けて見ると、それぞれ以下のことが指摘できる。

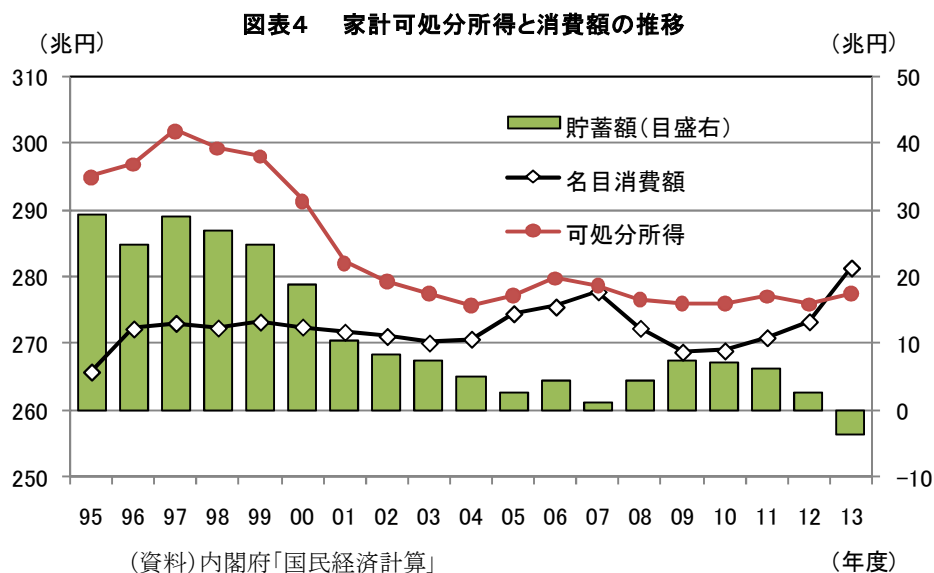
①「食料・非アルコール飲料」は価格・数量双方で上昇している。価格の上昇率が他の品目のそれと比べても高く、名目消費額を押し上げたのは、2012 年末から始まった円安の影響で食料品価格が上昇したことを反映していると見られる。

②「家具・家庭用機器」は、価格が前年比▲6.3%と顕著に低下したにもかかわらず数量で 2 割を超える大幅増となり、結果的に支出額が 1 割以上増えた。これは、消費税率引き上げ前に発生した耐久消費財に対する駆け込み需要が大きかったためと判断するのが妥当である。

③「交通」は価格・数量双方とも前年比プラスである。価格上昇は食料品と同様に円安を主因としてガソリン価格が上昇したことが大きく、数量増加は自動車に対する駆込み需要が影響しているものと考えられる。

④「娯楽・レジャー」に関しては、価格が前年比▲4.1%と下がる中で数量が+9.6%と大きく伸びている。この項目に含まれるパソコンなど耐久消費財に対する駆込み需要が発生したことが大きいと見られる。これに加えて、株高によるマインド改善と資産効果によって旅行への需要も増えた可能性がある。

これらの材料を踏まえると、2013 年度の消費額が大幅に増えたのは、①消費税率引き上げ前の駆込み需要と、②円安によるエネルギーや食料品価格上昇による家計負担増加、そして③年度前半を中心に現出したマインド改善や資産効果—といった、消費を回復させる条件が複数重なったためである。可処分所得と消費額の動きを 1995 年度から見ると下の図表4のようになる。ここ 10 年ほど可処分所得の額がさほど変わっていない中で、2013 年度の消費額は突出して高い水準となっており、2013 年度の消費増加は一時的なものである可能性が高い(図表4)。



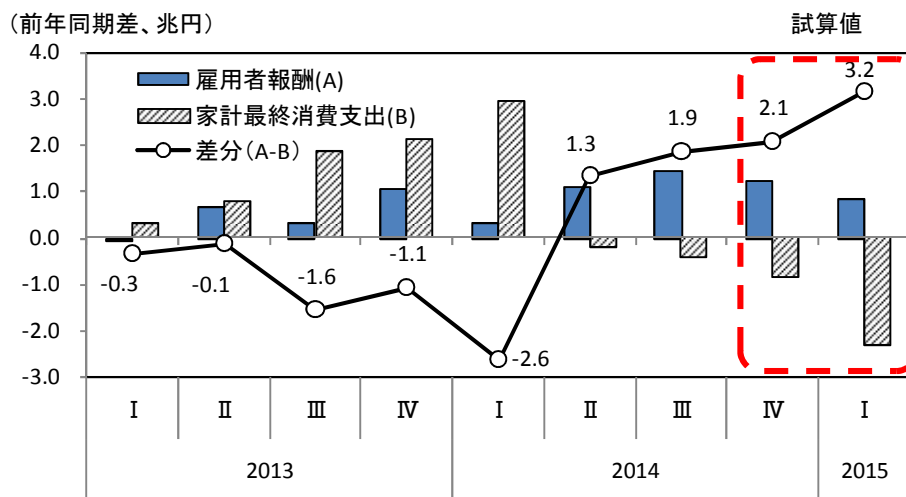
2. この先も家計貯蓄率はマイナスが続くのか

以上で示した 2013 年度までの動きを踏まえて、貯蓄率マイナスが 2014 年度以降も続くのかどうかについて考えていきたい。2014 年度に入ってから消費・所得額に関するデータで、現在利用できるものとして、2014 年 7-9 月期までの雇用者報酬と名目消費額を見ると、2014 年 4-6 月期、7-9 月期のいずれも、消費額が前年比マイナスに落ち込む中で雇用者報酬は前年比で増加しており、雇用者報酬から消費額を引いた「差分」は上振れている。2014 年度前半の 2 四半期を合計すると、既に前年同期差で +3.2 兆円分、貯蓄額が増える方向に推移している。

年度後半の消費額前年同期差マイナス幅は、前年度後半に発生した駆込み需要の反動で更に拡大することが確実であることから、所得と消費の差分は更にプラス方向に振れる。年度後半の雇用者報酬と消費額の季節調整値が 7-9 月期と同水準で推移するという単純な仮定に基づいて試算すると、2014 年度通じた雇用者報酬と家計消費額の差は、前年度比で 7~8 兆円程度プラス

に振れるという結果になる(図表5)。この上振れ幅は、2013 年度の貯蓄マイナス額▲3.7 兆円を大幅に超えている。前掲図表2にも示したように、雇用者報酬は可処分所得を構成する項目の一つに過ぎず、所得が増えれば税負担も増えるため同じ幅だけ可処分所得が増えるわけではないが、2014 年度の貯蓄率がプラスに戻る可能性は高いと考えられる。

図表5 2014 年度の雇用者報酬と家計消費額



(資料) 内閣府「国民経済計算速報」

(注) 2014年10-12月期以降の値は、雇用者報酬と消費額の季節調整値が7-9月期と同水準で推移すると仮定して算出したもの。

ではその先の中長期的な貯蓄率はどう推移するか。これについて考える際には、少子高齢化が進む中、貯蓄を取り崩して生活を営む世帯の増加が、どの程度家計貯蓄を押し下げるかを測る必要がある。

そのために、今回総務省「家計調査」のデータでラフな試算を行った。単純化のために世帯類型を勤労者世帯と無職世帯の2種類のみとして、2013 年におけるそれぞれの一世帯あたり黒字額を世帯割合で加重平均すると、全世帯の平均黒字額は約 33,000 円のプラスとなる(図表6)。過去5年、無職世帯の割合は平均で1.1%上昇しており、この先も同じペースで上昇すると仮定すると黒字額の加重平均値は毎年約5%減少し、これが少子高齢化の影響ということになる。そして日本全国の世帯数を5,600 万として、マクロで見た全世帯の黒字額合計の減少ペースを試算すると、年間約 1.1 兆円の減少となる。

図表6 家計調査データ(2013 年)

	勤労者世帯	無職世帯	加重平均値
世帯割合(%)	56.8	43.2	
可処分所得(円)	380,966	152,418	282,320
消費支出(円)	280,642	207,813	249,208
黒字額(円)	+ 100,324	▲ 55,395	+ 33,113

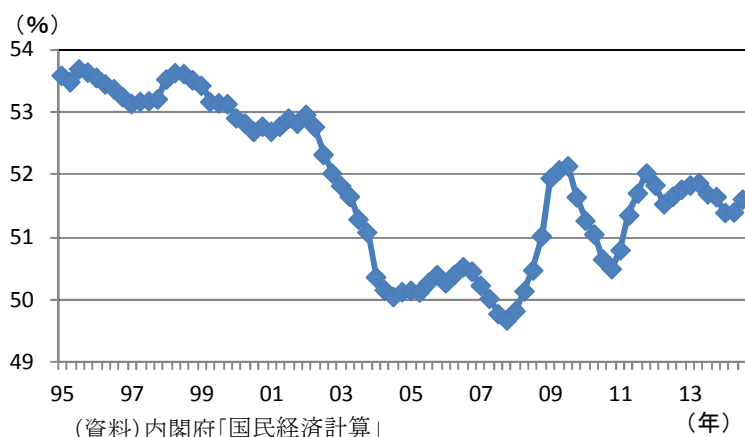
(資料) 総務省「家計調査」

家計調査とSNAには様々な差異が存在するため、この方法で少子高齢化がSNA家計貯蓄額に及ぼす影響を正確に計算することはできないが、毎年数兆円というほど大きくないという見方をしても支障はなく、この先の家計貯蓄率を左右する要因としては、少子高齢化よりも毎年の可処分所得や消費額の変化の方が大きいと考える。

少子高齢化の他に、家計貯蓄率の中長期的なトレンドや水準に影響する要因として、特に重要であると思われるものを二つ挙げておきたい。

一つは、少子高齢化が進み、企業にとって労働力確保が難しくなる中での労働分配率上昇ペースである。労働分配率の測り方の一つである「名目 GDP に占める雇用者報酬割合」は、95 年と比較すると約2%ポイント低くなっている(図表7)。労働分配率の上昇は、個人消費を中心とする GDP 水準が一定であっても、家計の所得が増えることを意味する。言い換えると、少子高齢化は貯蓄を取り崩す世帯割合上昇が貯蓄率を押し下げる一方で、労働力の希少化を通じて現役世代の所得と貯蓄を増やす要因にもなり得るということである。この先、雇う側の企業がどの程度人件費増加を受け入れて、利益に占める人件費割合の上昇をどの程度受け入れるかも、将来の家計貯蓄を左右することになる。

図表7 労働分配率(雇用者報酬/GDP)の推移



そしてもう一つが、国内金利の動きである。預金含む国内金利全般が明確なプラス圏内にあって貯蓄率が約10%だった1995年度と2013年度の家計可処分所得内訳を比較すると、雇用者報酬のみならず利子中心とする財産所得が足許で大幅に減っており、これが90年代半ばと比較した場合の貯蓄率低下の要因になっていることが分かる(図表8)。異次元緩和の長期化が見込まれる中ではかなり先のことになるが、将来的に金利が上昇すれば、預金金利上昇は消費を先送りして預金に回すインセンティブを高める他、利子収入が貯蓄性向の高い(限界消費性向が低い)富裕層に偏らせることを通じて、貯蓄率を引き上げる要因となる。金利上昇が消費性の借入を抑制することも、貯蓄率を押し上げよう。

図表8 1995年度と2013年度の家計部門収支比較

(兆円)			
	1995	2013	差
可処分所得	295.0	277.6	▲17.4
自営業主所得	22.8	13.3	▲9.6
雇用者報酬	270.2	248.3	▲21.9
財産所得	42.6	25.0	▲17.5
税負担等	▲36.9	▲11.2	+25.7
名目消費額	265.8	281.3	+15.6
貯蓄額	29.2	▲3.7	▲33.0
貯蓄率(%)	9.9	▲1.3	▲11.3

(資料) 内閣府「国民経済計算確報」

(注) 間接的に計測される金融仲介サービス(FISIM) 除く

上に挙げた二つを中心とする家計所得環境変化の方向性やスピードによっては、少子高齢化が進む中で貯蓄率が上昇することも十分有り得ると考える。90 年代のように 10% に迫る水準まで戻ることはなくとも、向こう 5～10 年程度はプラスを維持する可能性は十分にあると見る。少なくとも 2013 年度の貯蓄率がマイナスになったことのみを取り上げて「少子高齢化による家計貯蓄率マイナス時代が始まった」と考えるのは時期尚早であろう。

3. 家計金融資産は増えなくなり、国債消化は持続不可能になるのか

この先の家計貯蓄率がマイナスにはならなくとも、ゼロ近傍で推移するようになれば、家計金融資産残高は増えなくなるのだろうか。そして、政府の財政赤字を民間部門の貯蓄で賄うことは難しくなるのだろうか。この点について考える際には、貯蓄額と最終的な家計の資金過不足が異なることを認識する必要がある。

前掲図表 2 で見た貯蓄額は、可処分所得から消費額を差し引いたものだが、この可処分所得からは家計が保有する固定資産の減耗分が差し引かれた「純貯蓄」と言うべきものになっている。しかし実際には、固定資本減耗分は支出ではないためキャッシュとして残る。2013 年度の固定資本減耗分は 19.2 兆円あり、これを加えた 2013 年度の「粗」貯蓄額は 15.4 兆円、粗貯蓄率は 5.2% とプラスになる(図表 9)。

図表 9 家計部門の貯蓄額と最終的な資金過不足額

(兆円)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
(純)貯蓄額 (a)	4.3	7.4	7.1	6.2	2.6	▲ 3.7
固定資本減耗 (b)	21.3	20.5	19.9	19.4	19.1	19.2
粗貯蓄額 (c)=(a+b)	25.6	27.9	27.0	25.6	21.7	15.4
(▲) 固定資産・在庫投資 (d)	17.8	12.4	14.4	15.1	15.9	17.3
(▲) 土地の純購入額 (e)	▲ 5.3	▲ 8.1	▲ 3.7	▲ 5.4	▲ 3.7	▲ 2.1
(▲) 相続税等 (f)	0.5	0.7	▲ 1.8	0.4	0.4	0.2
最終的な資金過不足 (g)=(c)-(d+e+f)	12.5	22.9	18.1	15.5	9.1	▲ 0.1

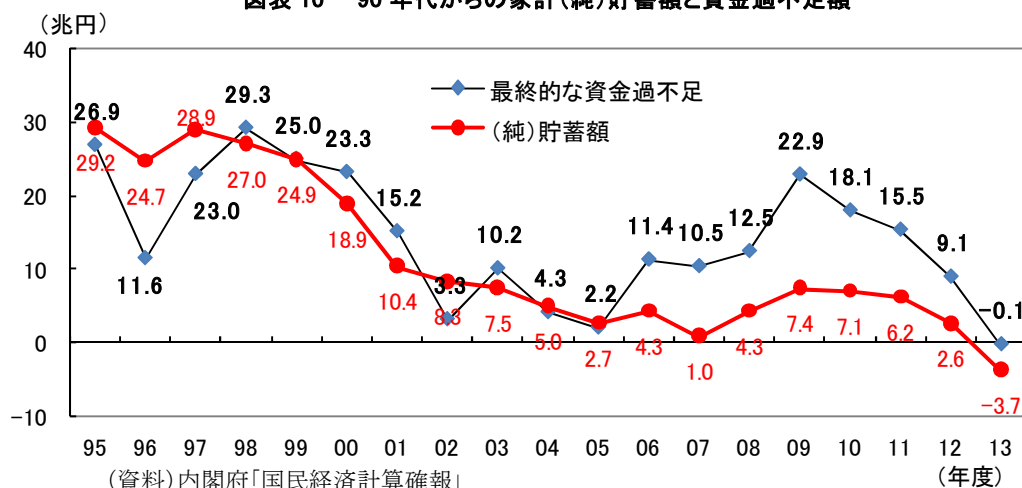
(資料) 内閣府「国民経済計算」

実物投資

この粗貯蓄額から、住宅を中心とする実物投資と、相続税の支払などを差し引いて、最終的な資金過不足が得られる。従って、貯蓄率がマイナスになっても最終的には資金余剰になることもあり、実際にここ数年は住宅投資減少や自営業主の数とともに在庫投資も減少したことで、最終的な資金過不足額は純貯蓄額を 10 兆円前後上回るのが通常の姿であった(次頁図表 10)¹。

¹ SNA の貯蓄額と家計金融資産の動きを考える上では、こういった違いの他に、二つの算出方法による資金過不足額の相違も無視できない。図表 8 に示したように所得と支出・投資から算出した資金余剰額は▲792 億円とマイナスだが、家計の金融資産・負債増減から算出した数値は+15.8 兆円のプラスであり、本来一致するはずの両者に大きな相違が生じている。実際に日本銀行の資金循環統計を見ると、2013 年度末の家計金融資産は前年同期差で 45.7 兆円、現預金だけでも 17.0 兆円増加している。この差は統計の不突合によるものであり統計データから説明することは不可能だが、少なくとも足許で家計の金融資産減少が始まったと判断する状況ではない。

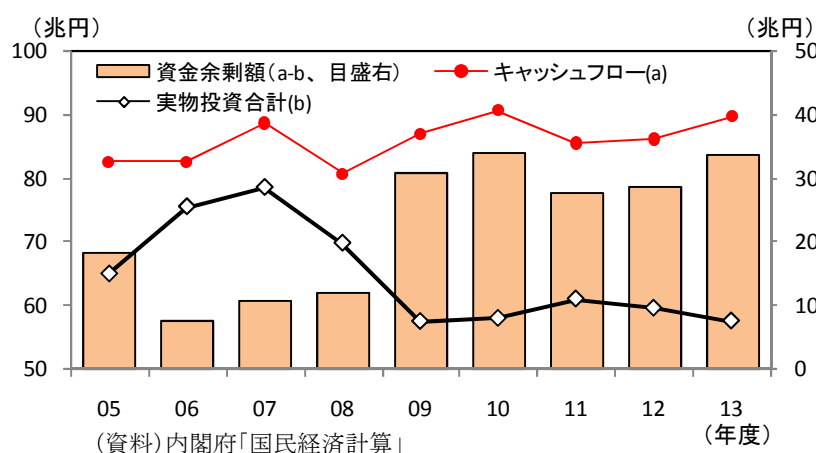
図表 10 90 年代からの家計(純)貯蓄額と資金過不足額



2013 年度は、最終的な資金過不足でもマイナスになったものの、その幅は 792 億円とほぼゼロに近く、消費税率引き上げ前の住宅駆け込み需要で一時的に引き下げられた結果である。2014 年度に入ってから名目 GDP における住宅投資は、年度前半だけで前年比 2,600 億円減少していることから、2014 年度の最終的な資金過不足は純貯蓄額とともにプラスに戻るだろう。

家計金融資産増加分を発行される国債の消化原資とする見方もあるが、フローで見た国内最大の貯蓄主体が家計ではなく企業に移っていることを踏まえると、国債の消化持続性を見る上では、家計の資金過不足や金融資産残高の動きはもはや重要ではない。2013 年度の企業部門(民間非金融法人部門)の資金過不足は+33.6 兆円に及ぶ。そしてこの差は 89.8 兆円のキャッシュフローに対して、実物投資が 57.6 兆円に留まった結果である(図表 11)。キャッシュフローが実物投資額の 1.6 倍もの規模になっており、この先実物投資額がよほど速いスピードでかつ数年間伸び続けない限りキャッシュフローに追い付くことはない。このため、企業部門の大幅な資金余剰の状態は当面変化せず、最大の貯蓄超過主体であり続けるだろう。先に触れた労働分配率や金利が上昇すれば、人件費増加と支払利子増加で企業の資金余剰幅は縮小するが、その場合は家計貯蓄が増えている可能性が高い。逆に上昇しなければ、企業部門の大幅な資金余剰が続くことになる。政府部門の資金不足が民間部門の貯蓄で賄われるという現状は、少なくとも向こう数年変化しないだろう。

図表 11 国内企業部門の資金過不足内訳推移



(経済調査チーム 花田 普: Hanada_Hiroshi2@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

実質賃金増加シナリオに潜むリスク

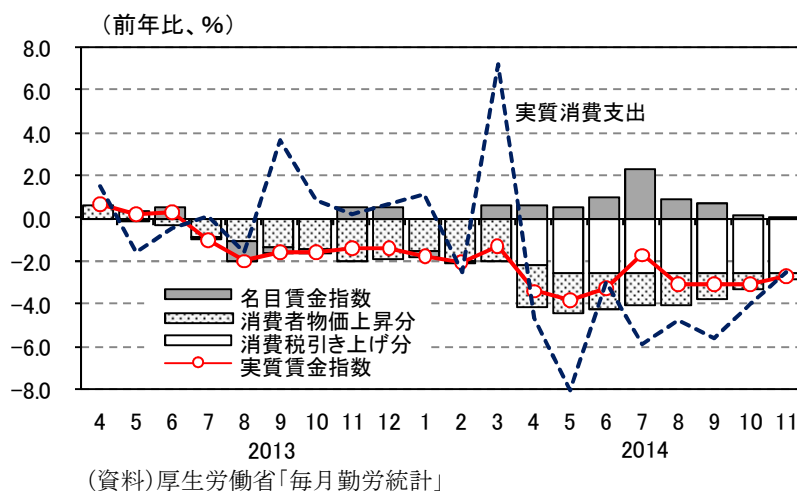
<要旨>

消費税率引き上げ以降、実質賃金の減少を背景に消費は減速した。この先は雇用需給の逼迫による名目賃金の増加や原油価格の下落による物価上昇率の鈍化によって実質賃金は好転し、消費も改善するというのが大方の予想である。

実質賃金の先行きを、名目賃金と物価の動きに分けて考察すると、名目賃金増加の背景にある雇用環境は足元で改善ペースが減速しており、物価はこの先円安の進展や原油価格の持ち直しによって上昇に転じることも十分想定される。したがって、消費税率引き上げ分の反動による回復以降も、持続的な実質賃金の増加によって消費が改善に向かうというシナリオは、楽観的な見方と言えよう。

2014 年 4 月以降、引き上げられた消費税率を含む消費者物価の上昇に所得の増加が追いつかず、駆け込み需要の反動減からの消費の回復は鈍かった(図表 1)。ただし、この先は雇用需給の逼迫による名目賃金の増加や、原油価格の下落及び消費税率引き上げ分の剥落を主因とした消費者物価上昇率の鈍化によって実質賃金は改善し、消費は上向くというのが大方の予想である。本稿では、実質賃金増加要因とそこに潜むリスクを、名目賃金と消費者物価の動きに注目して分析し、この先実質賃金が増加するというシナリオの蓋然性を改めて考察したい。

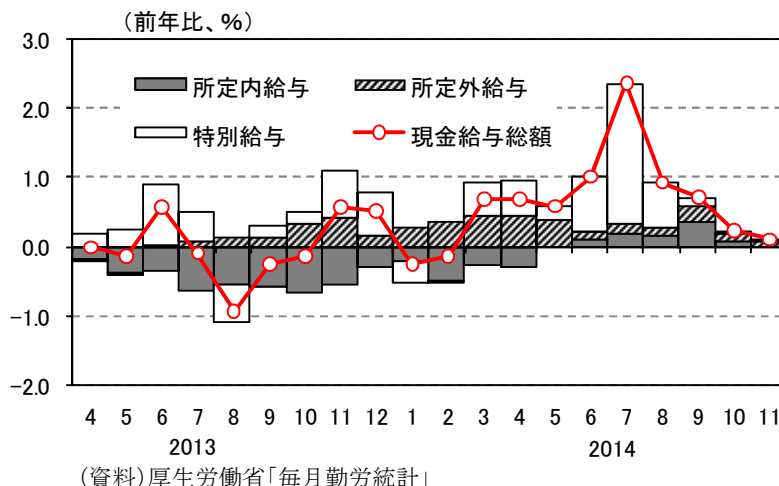
図表 1 実質賃金内訳と実質消費支出



1. 実質賃金増加シナリオ

2014 年度は、図表 1 が示す通り名目賃金は増加基調を維持し、消費税率引き上げによって負担が増した家計の購買力を下支えた。名目賃金の内訳をみると、2014 年前半までは所定外給与や特別給与がプラスに寄与しているが、減少が続いていた所定内給与も 6 月以降増加に転じた(次頁図表 2)。

図表2 名目賃金内訳



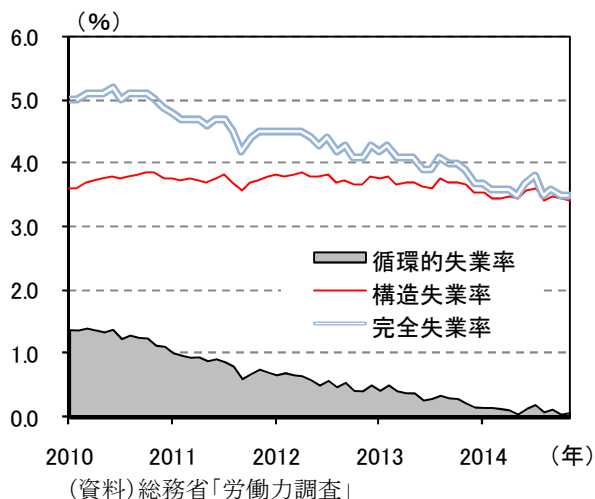
これまでの名目賃金増加の背景には、雇用環境の改善があった。雇用需給が逼迫すれば、企業は労働者を確保するために賃金を増加させる。

そこで失業率を、景気変動により増減する「循環的失業率」と景気変動に左右されない「構造的失業率」に分けてみると、足元では「循環的失業率」がゼロに近づいており、雇用は引き続き逼迫していると判断できる(図表3)。

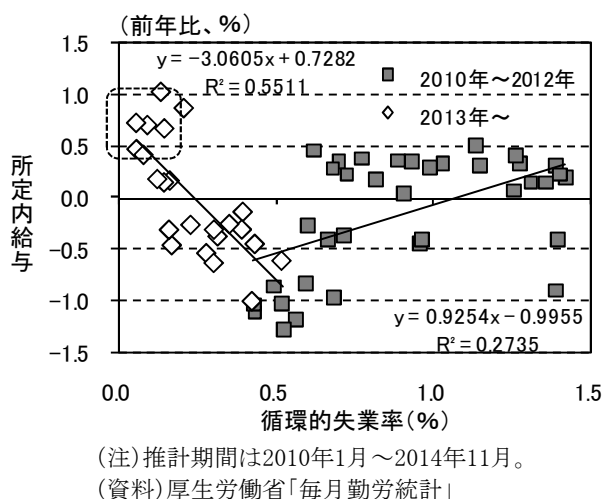
ここで、循環的失業率と所定内給与の関係を散布図にしてみると、2012 年まで希薄化していた雇用逼迫と給与増加の関係性が、2013 年以降に復活している(図表4)。関係性が復活した理由としては、政労使会議による政府からの賃上げ圧力やインフレ率の上昇に加えて、完全雇用状態に近づいたことで、余剰労働力が枯渇した影響が大きいと考えられる。

ただし、散布図と足元の循環的失業率から導き出される所定内給与は前年比+0.5%~1.0%程度であり、所定外給与や特別給与の動き次第で名目賃金は前年比マイナスにもなりうる。

図表3 完全失業率内訳



図表4 循環的失業率と所定内賃金

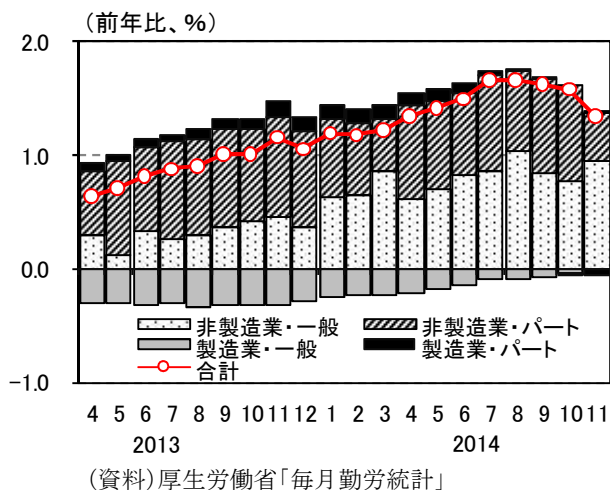


2013 年度以降の労働者数の動きをみると、非製造業を中心に一般労働者(正社員)が増加している(次頁図表5)。所定内給与が低いパートから所定内給与が高い正社員へのシフトが進めば一人当たりの所定内給与は増えることになり、所定内給与全体も増加する。

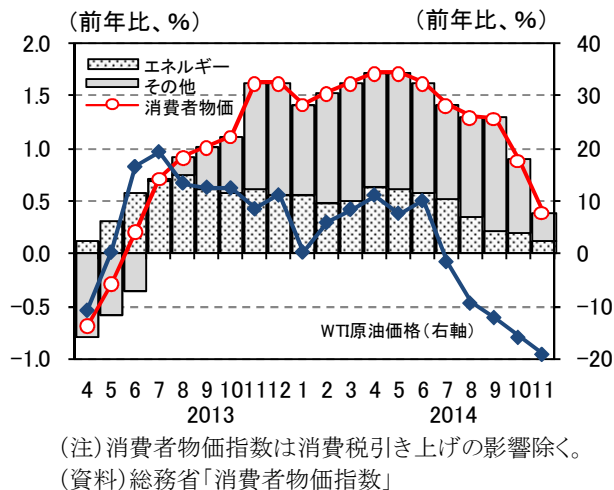
物価上昇率は2014 年4月をピークに鈍化が続いている。2014 年末から円安と原油価格の下落

が進んだが、物価に与える影響は変動幅がより大きかった原油価格の下落が勝っており、当面物価の下落圧力になるとみられる(図表6)。したがって、物価上昇率の鈍化が実質賃金の改善に寄与するとの見方も間違いではない。

図表5 常用労働者数内訳



図表6 消費者物価指数(総合)と原油価格



2. 実質賃金増加シナリオのリスク要因

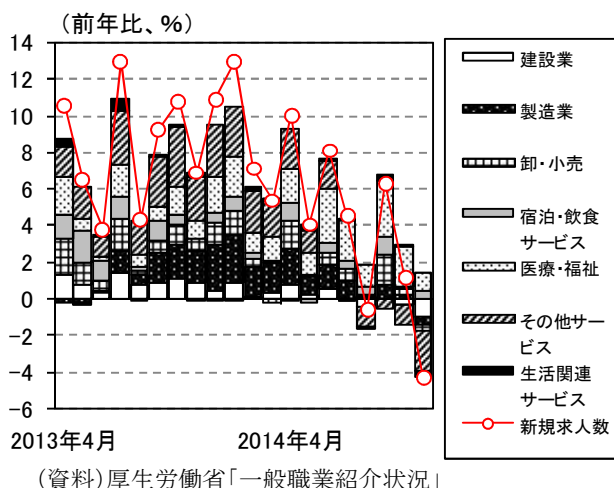
(1) 名目賃金減少リスク

前述の名目賃金増加シナリオにはいくつかのリスクが存在している。最大のリスク要因は、雇用面からの賃金上昇圧力が減退する兆しがみられることである。

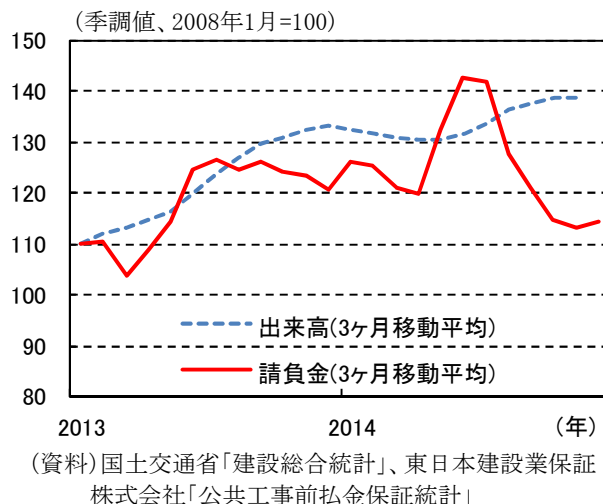
労働者数の動きをみると、2013年度は増加が続いていたが、2014年半ばから労働者数全体の増加率は鈍化している(前掲図表5)。

さらに、新規求人数は建設業やサービス業等の減少によって、既に前年比マイナスになっている(図表7)。公共工事に関しては、13年度補正予算や14年度公共工事予算が前倒し執行されており、先行指標となる工事請負金額が減少していることから、この先も建設業の新規求人数は減少する可能性が高い(図表8)。

図表7 新規求人数の業種別寄与度



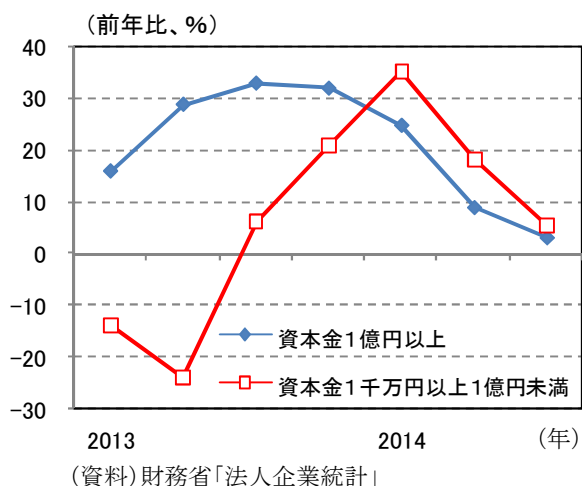
図表8 公共工事請負金と出来高



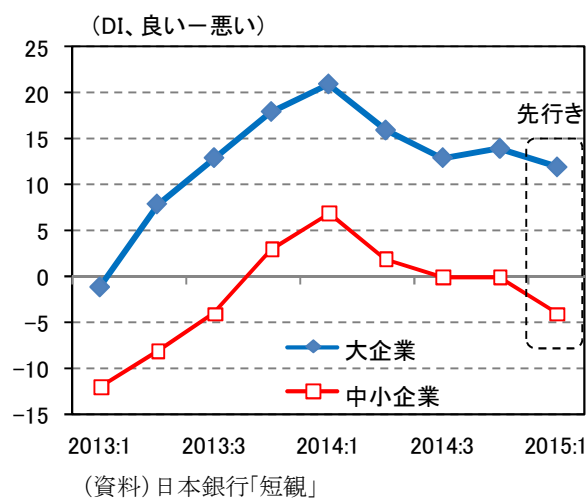
雇用環境の改善ペースが落ちたとしても、企業収益の改善が進むことで、名目賃金が増加する可能性はもちろんある。一般的に、ボーナスを含む特別給与は企業の1～2四半期前の営業利益と連動する傾向がある。しかし、足元の営業利益の増加率は昨年度から鈍化しているため、2015年夏季のボーナスを含む特別給与の増加率は前年から鈍化する可能性が高い(図表9)。

また、企業の景況感は消費税率引き上げによる悪化から底を打ったように見えるが、特に中小企業では先行きの不透明感が拭いきれていない(図表10)。したがって、持続的に企業の経費負担が増えるベースアップを実施するのは主に業績好調な大企業に限られよう。

図表9 法人企業営業利益



図表10 法人企業業況判断 DI

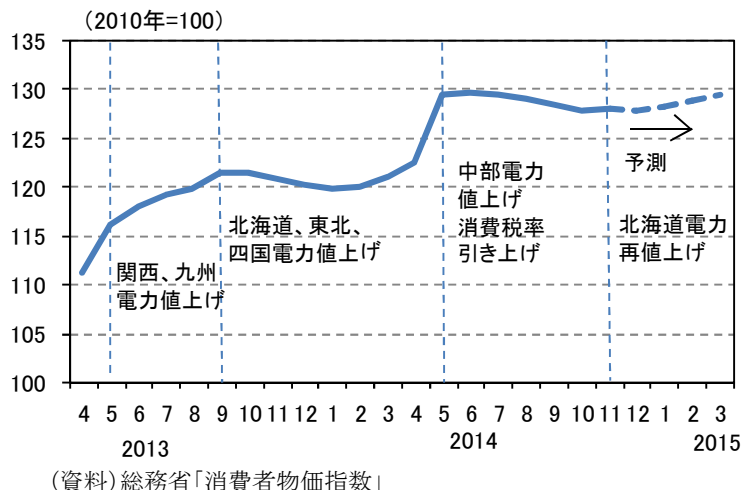


(2) 消費者物価上昇リスク

原油価格の下落を背景に、当面物価上昇率は鈍化し実質賃金の上昇に寄与するとみられるが、やや長い目で見ると物価には上昇リスクも存在する。

電力各社が公表している電気料金によると、円建てでのLNG価格や石炭価格の上昇から12月を底に3月まで電気代は上昇する見込みである(次頁図表11)。この先は、LNG価格は原油価格に約4カ月遅れて連動するため電気料金の燃料費調整部分には下落圧力がかかる。ただし、原油価格の変動ではなく電源構成の変動(当初想定していた原発再稼働計画の遅れ)によって10.23%の再値上げ申請を出した関西電力に加えて、原発の早期再稼働を前提に電気料金を設定した電力各社の再値上げが予想されるため電気料金は横ばい圏内で推移するだろう。なお、消費者物価における電気料金のウェイトは約3%であり、仮に各電力会社が10%の値上げをした場合は、消費者物価を0.3%ポイント程度押し上げることになる。

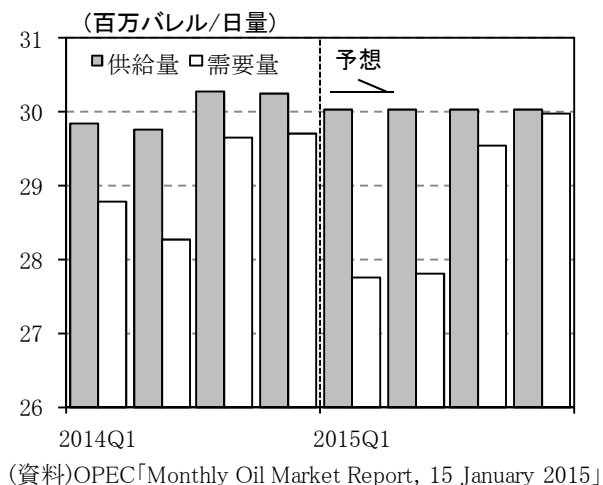
図表 11 電気代推移



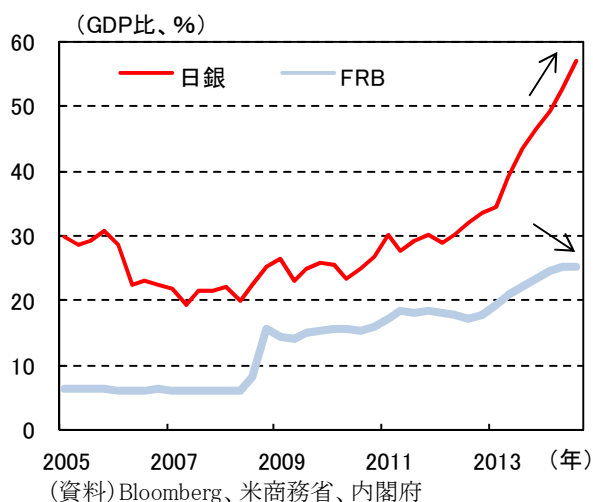
加えて、2014 年末から下落が続いていた原油価格はこのところ下げ止まりの兆しがみえる。石油輸出国機構 (OPEC) は、価格の下落によって需要が持ち直すこともあり、原油の供給過剰は 1～3 月期がピークとの見通しを発表している (図表 12)。したがって、2015 年半ば以降原油需給が引き締まり価格が持ち直すことで、物価が上昇する可能性は十分に考えられる。

足元では原油価格急落が物価に与える影響が大きい、為替の変動も物価の動きを左右する。消費税引上げ以降景気の持ち直しが遅れ物価上昇率の低下に喘ぐ日本とは対照的に、国内景気が堅調な米国は今年中に利上げを始めるとわれ、金融政策の方向性の違いから円安ドル高基調はこの先も続こう (図表 13)。また、目先の原油価格の下落によって、予想インフレ率の低下を嫌う日銀が再度の金融緩和を行えば、円安は加速し物価は上昇に転じよう。

図表 12 OPEC に対する原油需給



図表 13 中央銀行の総資産/GDP



3. この先の見通し～持続的な実質賃金増加シナリオは楽観的

これまでみてきたように、実質賃金は、雇用の逼迫による名目賃金の増加や原油価格の下落による物価上昇率の鈍化によって、当面は改善に向かう。

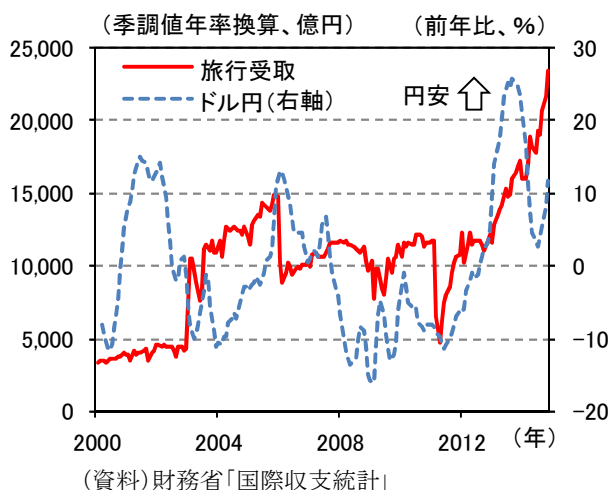
もっとも、やや長い目で見ると、雇用や企業収益の改善ペースが鈍化することで名目賃金は大きく伸びず、円安の進展や原油価格の持ち直しによって物価が再び上昇に向かう可能性が十分に考えられる。したがって、実質賃金の伸びがゼロ近傍で停滞するシナリオを想定する必要があるだろう。

なお、本稿では国内の実質賃金の動きから消費環境を考察したが、国内の賃金環境に関わらず、円安の進展による外国人旅行客の増加が消費に影響を与える可能性がある。

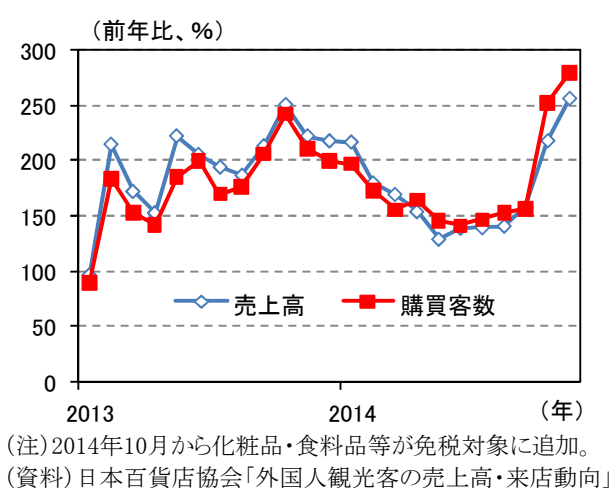
2013 年以降の円安の進展によって、外国人旅行客が増加し、旅行消費額は急増している(図表 14)。さらに、2014 年 10 月から新免税制度によって、免税対象が拡大したため、この先も訪日外国人による消費の増加が期待できる(図表 15)。

もっとも、訪日外国人消費がマクロ経済へ与えるインパクトは限定的であろう。2014 年の訪日外国人消費は約 2 兆円までに増加したが、この先 2014 年と同じペース(年間 6,000 億円程度)で増加したとしても、増加額は国民経済計算における民間消費全体の 0.2% 程度である。これは完全に無視できる数字ではないが、消費や GDP 全体に与える影響は軽微と言えよう。

図表 14 旅行受取の推移



図表 15 免税手続きベースの売上高・購買客数



(経済調査チーム 登地 孝行 : Toji_Takayuki@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。