

実質賃金増加シナリオに潜むリスク

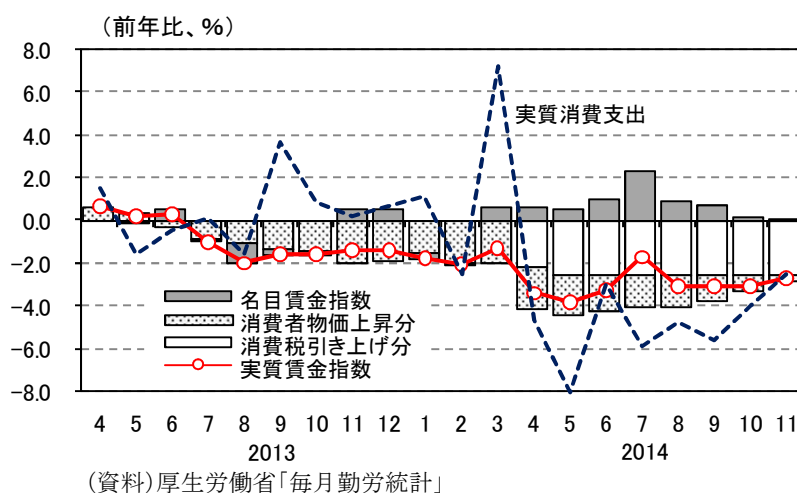
<要旨>

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。

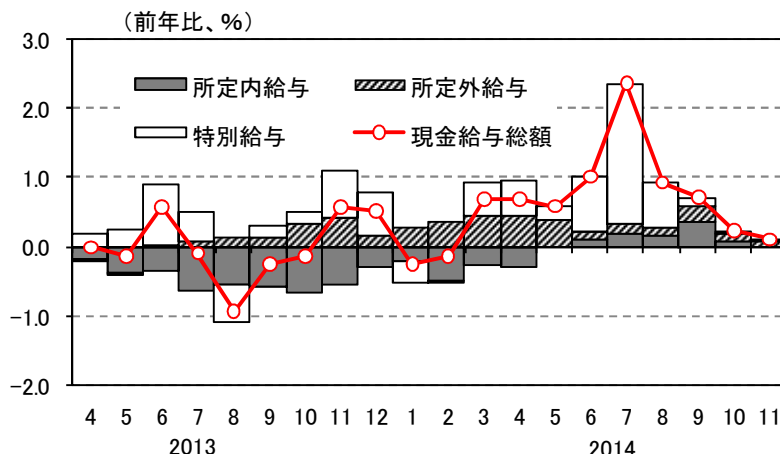
図表1 実質賃金内訳と実質消費支出



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した。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



(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」

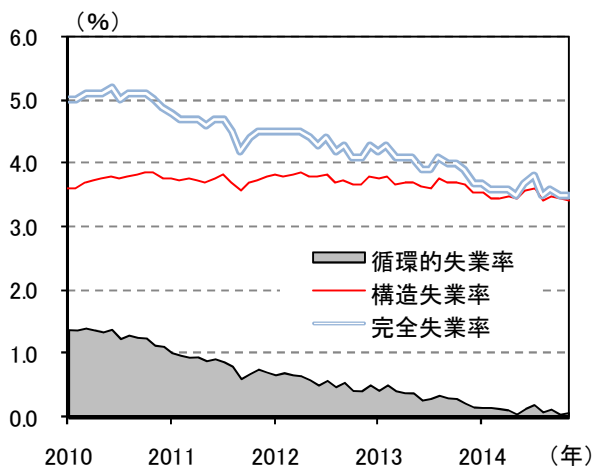
これまでの名目賃金増加の背景には、雇用環境の改善があった。雇用需給が逼迫すれば、企業は労働者を確保するために賃金を増加させる。

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。

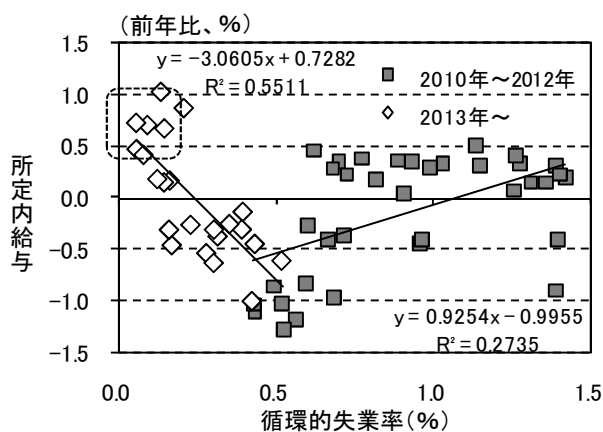
ただし、散布図と足元の循環的失業率から導き出される所定内給与は前年比+0.5%~1.0%程度であり、所定外給与や特別給与の動き次第で名目賃金は前年比マイナスにもなりうる。

図表3 完全失業率内訳



(資料)総務省「労働力調査」

図表4 循環的失業率と所定内賃金



(注)推計期間は2010年1月~2014年11月。

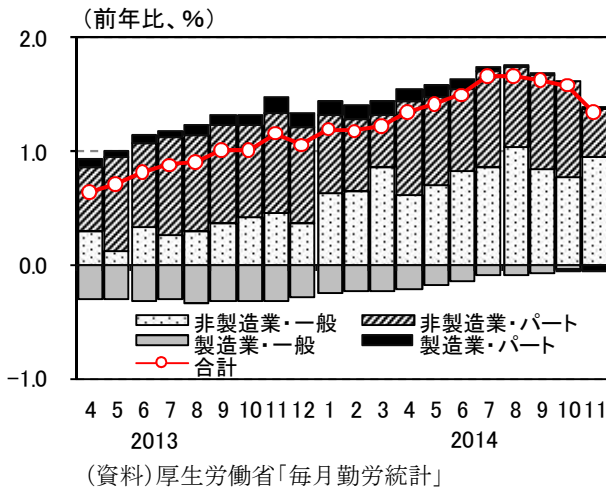
(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」

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。

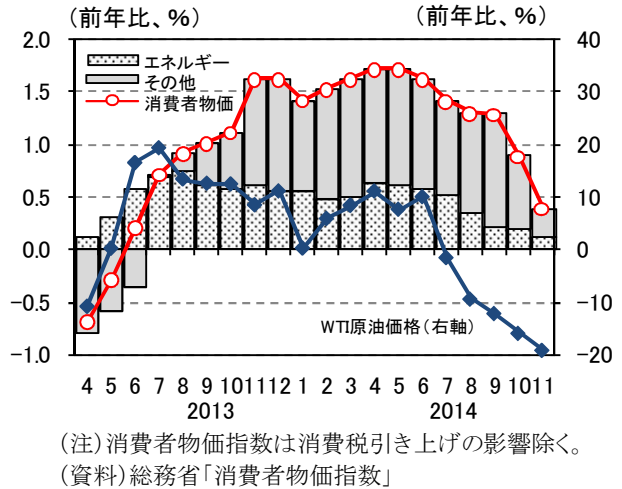
物価上昇率は2014年4月をピークに鈍化が続いている。2014年末から円安と原油価格の下落

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

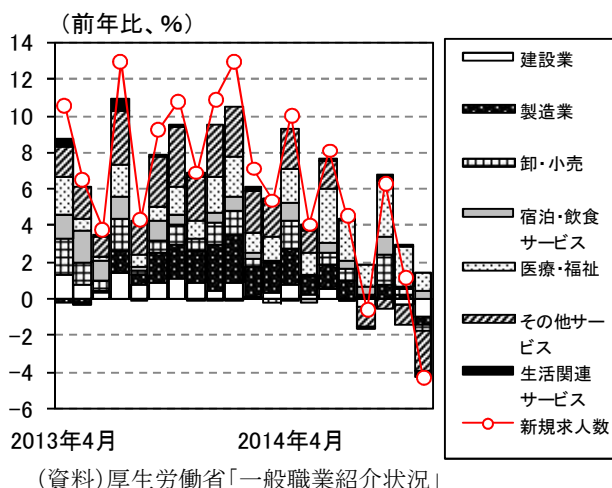
(1) 名目賃金減少リスク

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。

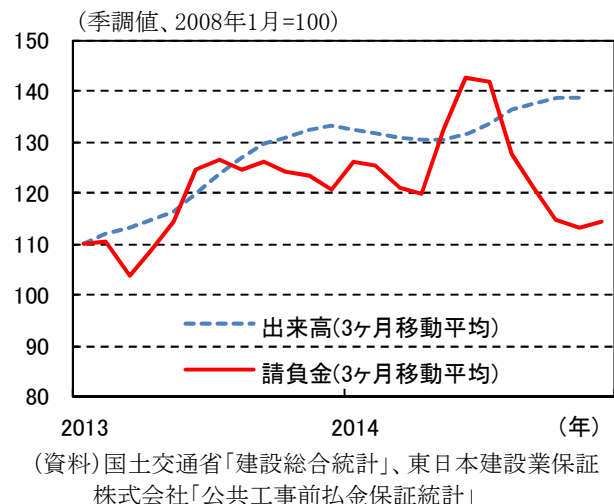
労働者数の動きをみると、2013年度は増加が続いていたが、2014年半ばから労働者数全体の増加率は鈍化している(前掲図表5)。

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



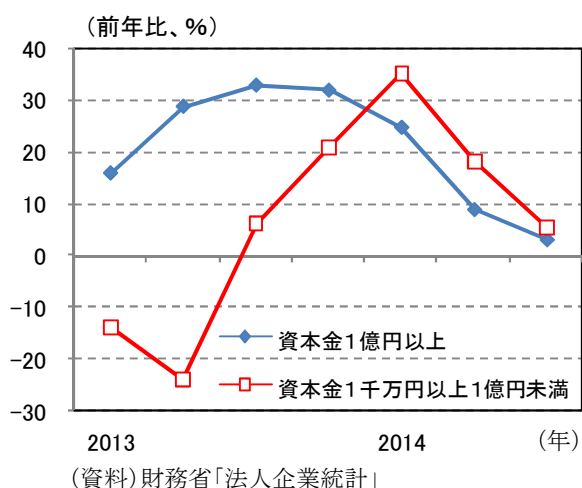
図表8 公共工事請負金と出来高



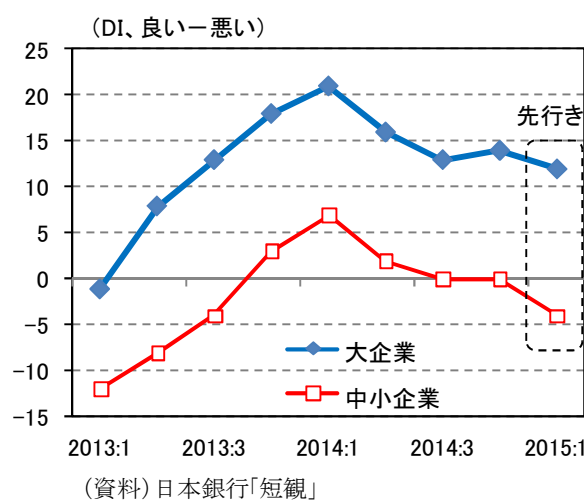
雇用環境の改善ペースが落ちたととしても、企業収益の改善が進むことで、名目賃金が増加する可能性はもちろんある。一般的に、ボーナスを含む特別給与は企業の1～2四半期前の営業利益と連動する傾向がある。しかし、足元の営業利益の増加率は昨年度から鈍化しているため、2015年夏季のボーナスを含む特別給与の増加率は前年から鈍化する可能性が高い(図表9)。

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

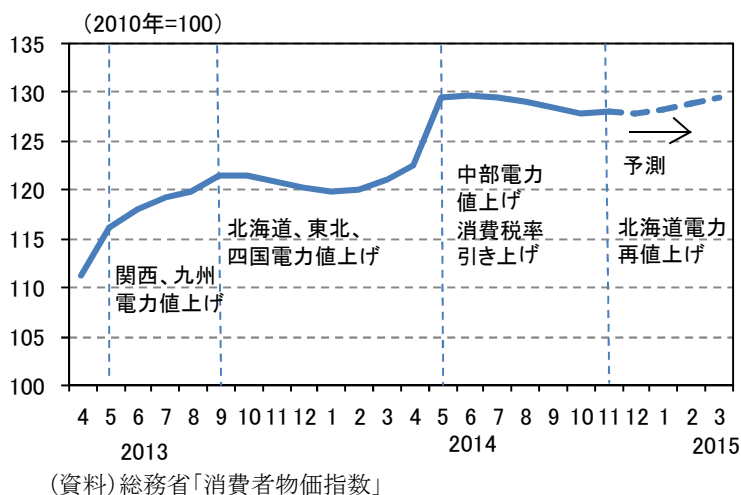


(2) 消費者物価上昇リスク

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。

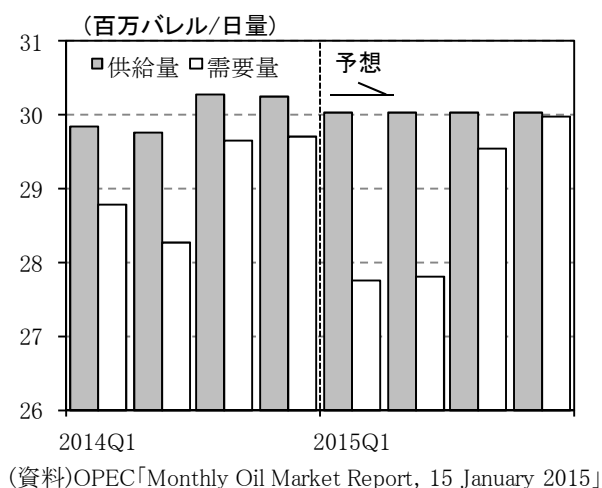
図表 11 電気代推移



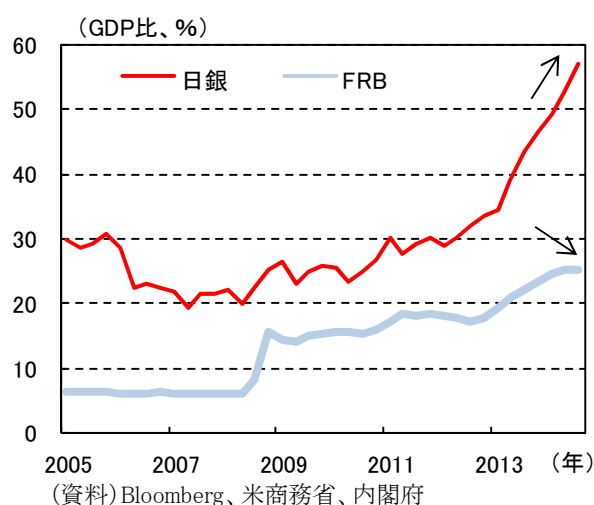
加えて、2014年末から下落が続いていた原油価格はこのところ下げ止まりの兆しがみえる。石油輸出国機構(OPEC)は、価格の下落によって需要が持ち直すこともあり、原油の供給過剰は1～3月期がピークとの見通しを発表している(図表12)。したがって、2015年半ば以降原油需給が引き締まり価格が持ち直すことで、物価が上昇する可能性は十分に考えられる。

足元では原油価格急落が物価に与える影響が大きいが、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思われ、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。

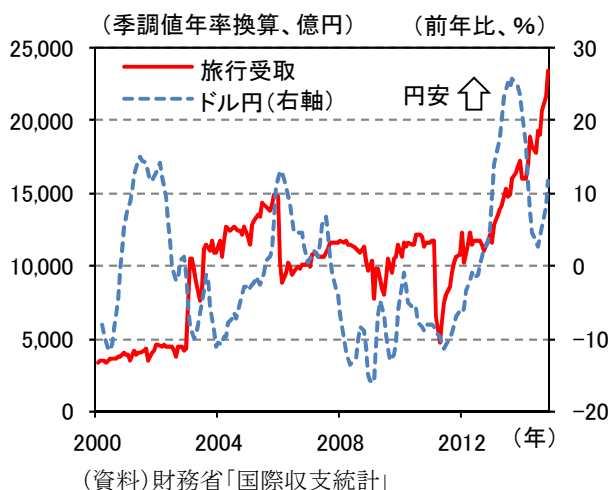
もっとも、やや長い目で見ると、雇用や企業収益の改善ペースが鈍化することで名目賃金は大きく伸びず、円安の進展や原油価格の持ち直しによって物価が再び上昇に向かう可能性が十分に考えられる。したがって、実質賃金の伸びがゼロ近傍で停滞するシナリオを想定する必要があるだろう。

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者の増加が消費に影響を与える可能性がある。

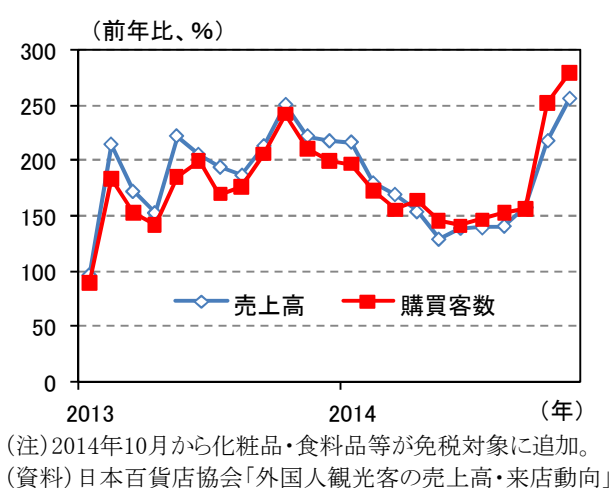
2013年以降の円安の進展によって、外国人旅行者が増加し、旅行消費額は急増している(図表14)。さらに、2014年10月から新免税制度によって、免税対象が拡大したため、この先も訪日外国人による消費の増加が期待できる(図表15)。

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。