

2018. 11 No.79

三井住友信託銀行

調査月報



時論

金融危機の下地となる「経済の金融化」.....1

経済の動き

都市圏で進む地価の格差拡大.....3

米国賃金上昇の持続性.....9

時論

金融危機の下地となる「経済の金融化」

リーマン・ショックから10年の節目となる昨今、多くの経済学者やエコノミストが、その原因・教訓に関する様々な見解を披露した。

そのコンセンサスをラフにまとめると、「リーマン・ショックが100年に1度と言われるようなグローバル金融危機にまで深刻化した要因は、①複雑な証券化商品を生んだ金融工学への過度な信頼、②高レバレッジやオフバランス子会社を安易に活用して利益を追求した投資銀行の暴走、③米国ドルの流動性喪失に対する備えの不備、④金融監督・規制当局の慢心とルールの不備―であった」「こうした教訓から、バーゼル規制等において銀行の自己資本や流動性の強化、レバレッジの抑制、業務範囲の規制が進められ、国際的な金融システムの頑健性は高まったが、シャドーバンキングの勃興、新興国の過大債務、先進国の政府債務など懸念材料は残存しており、警戒は怠れない」といったところであろう。

これはこれでその通りではあるが、今後発生する金融危機はリーマン・ショックとは違う姿で現れるであろうことを考えると、将来への教訓を引き出すためには、「リーマン・ショック固有論」に終始するのではなく、過去の金融危機や金融危機以外の事象も視野に入れて、リーマン・ショックを引き起こした構造的かつ長期的な要因を洞察する必要があるのではないか。

その一つとして「経済の金融化(financialization)」が挙げられる。「金融化」とは、今日の主流派経済学である新自由主義に批判的な立場を取る学派が提唱している概念であり、80年代以降の先進国(とりわけ米国)において、経済全体におけるマネースtock/フロー・金融市場・金融機関の影響力、金融利益を追求する動機付けが増大している現象を警戒的に捉えるものである。

具体的には、①実態経済をはるかに上回るピッチで拡大する金融資産と金融市場、②国境を越えた金融取引の増大、③金融機関等(含む機関投資家・ファンド・SPC等)の資金力と影響力の増大、④金融工学を駆使した金融商品の開発とその膨張、⑤実態経済から乖離した市況の大幅な変動と金融危機の頻発、⑥信用力が低い領域(新興国、低格付企業等)における債務の増加―といった事象である。

巷間、見聞する「金融の肥大化」「カジノ資本主義」「尻尾(金融)が犬(実態経済)を振る」は、特定の事象をジャーナリスティックに表現している嫌いはあるが、その描く風景は概ね同じである。

金融化の姿や進行度合いは国・地域毎で違いはあるが、共通する背景は次のようなものである。①一定水準の経済成長が持続する下、相応の金融資産が金融機関等に蓄積された、②80年代以降、生産性の伸び鈍化等により経済成長率、物価上昇率、資金需要が趨勢的に低下するとともに、金融政策も緩和スタンスが強化され、金利もクレジットスプレッドも超低水準まで低下した、③このため十分なリターンを確保できる運用対象が不足し、運用難に直面した金融機関等は投融資基準の緩和、少しでも高い利回りを求めて投融資先を探す「イールド・ハント」を徐々に強めた、④この間、金融の自由化・グローバル化が推進され、これに先端の金融工学が加わり、高リターンを企図した証券化商品・金融派生商品の開発、ファンド等の組成が相次いだ、⑤金融機関等は証券化商品等への投資のほか、貸出やレポ/CP市場を通じてファンド等向けに資金を供給した(特に米国)、⑥こうして預金取扱機関を仲介した伝統的なルート以外でも信用創造が増大し、金融資産はさらに増大したが、十分なリターンが確保できる運用対象は依然、不足した、⑦このため、金融機関等の「イールド・ハント」はむしろ強まり、将来見通しの楽観・慎

重・悲観の変化に伴って、金融市場に流出入する資金規模も増大した、⑧この結果、市況の変動は実態経済とかけ離れて大幅なものとなり、バブルの生成と崩壊や金融危機が発生する頻度も高まった、⑨また有望と見なされる分野にはマネーが一気に流入し、供給過剰を引き起こしやすくなった。

このような金融化の具体的事象や過去からの経緯・背景については、金融業界に身を置く人であれば、直感的に理解できるであろう。要するに、実態経済において成長力が鈍化し、膨大な資金需要を伴う設備・インフラ投資が減少し、金利もクレジットスプレッドも超低水準が長期化するという条件の下では、膨れ上がった金融資産すべてに十分なリターンをもたらす投融資機会が構造的に不足するのは自然・必然であって、こうした意味での「カネ余り」「過剰流動性」と金融機関等の「イールド・ハント」が 80 年代以降存在し続け、強まっているということが金融化の本質である。

この金融化という下地があり、その上にその時々々の個別要因が加わって、平成バブル、アジア通貨危機、IT バブル、リーマン・ショック等のバブルの生成と崩壊、それに伴う金融危機が繰り返され、足元では草食系バブル(安全資産が集中的に買い進められ、安全とは言えないバブル的価格に高騰する)という姿で現れていると読み解くべきであろう。

今後、第4次産業革命の進展、新興国の経済成長に伴う設備・インフラ投資需要の拡大が見込まれるものの、世界の金融機関等に蓄積された膨大な金融資産規模を勘案すると、十分なリターンが確保できる運用対象の不足は解消されず、「カネ余り」「過剰流動性」「イールド・ハント」に集約される金融化は容易には変わらないと考えるべきであろう。また、リーマン・ショック後の各種金融監督・規制は金融化そのものの抑制を企図したものではない以上、対症療法に過ぎないと見なすべきだろう。

昨今、コーポレートガバナンス・コードやスチュアードシップ・コードを通じた企業統治の動きが強まり、株式市場が企業の「資金調達場」というよりも「株主還元場」になりつつあることは、株主たる金融機関等が利益分配において企業に対する影響力を強めようとしていることの表れと見られる。また近年、企業は有形固定資産投資よりも、M&A 等金融・財務的投資に傾斜するという「事業投資会社」的性格を強めている。こうした事象も金融化が下地となっていると言えよう。

金融化の果実もあった。企業はより機動的かつ低コストの資金調達が可能となり、新興国の成長率は加速し、数億人の人々が貧困層から(準)中間層にテイクオフした。金融業界では資産管理ビジネスが一大事業となった。しかしその一方、金融化の進行は上記のように金融危機の下地となり、家計の資産形成や企業の経営判断における金融市場の影響を格段に高め、その中には望ましくないものがあるかもしれない。格差拡大を助長して今日のポピュリズム台頭の一因になっているかもしれない。

以上のように考えると、リーマン・ショック 10 年を機に金融機関が学ぶべきことは、リーマン・ショック単独ないし金融危機に絞った原因究明と教訓抽出に止まらず、80 年代以降の世界経済(より大きく言えば資本主義経済)を覆っている「金融化」という大きな潮流を認識することであろう。

金融機関は金融化の真っ只中にあり、その中でその副作用や難点を増幅することなく、巻き込まれることなく、顧客を巻き込むことなく、いかなる収益モデル・リスク管理体制を確立し、金融化の効用を引き出すか—こうした視点・視座を持つ契機としたい。

(フェロー役員 調査部主管 主席研究員 金木 利公 : Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

都市圏で進む地価の格差拡大

<要旨>

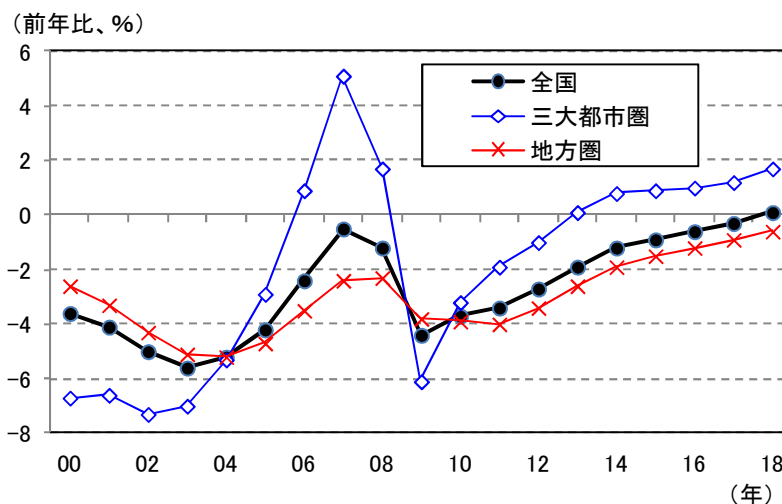
ここ数年の三大都市圏の平均地価上昇率はプラスだが、エリア内の上昇地点の割合は5割強と、8割を超えたリーマン・ショック前より低くなっている。用途別に見ると、商業地ではインバウンド需要増加が下支えになっている一方、住宅地では価格が上昇する地点の割合が大きく低下した。また、リーマン・ショック前は最寄駅からの距離に関わらずほぼ一様に価格が上昇していたのに対して、今回は駅から遠くなると地価上昇地点の割合が下がるといった特徴が出ている。

現状は、都市圏内で地価の動きに関する格差が拡大しており、地価が一様に上昇したリーマン・ショック前に比べると健全な価格形成と言える一方、景気回復期に地価が上昇する範囲が狭まったという面もある。今後、人口減少と少子高齢化は都市圏でも進むため、長い目で見るとこの傾向は徐々に強まっていくと思われる。

1. 地価の動きにおける都市・地方間の格差縮小

国土交通省が9月に公表した都道府県地価調査によると、2018年の基準地価上昇率は全国・全用途平均で前年比+0.1%と、1991年以来27年ぶりにプラスになった(図表1)。三大都市圏の平均地価が5年連続で前年比上昇し、プラス幅を拡大させる中で、地方圏はまだマイナスながらその幅が縮小した結果である。

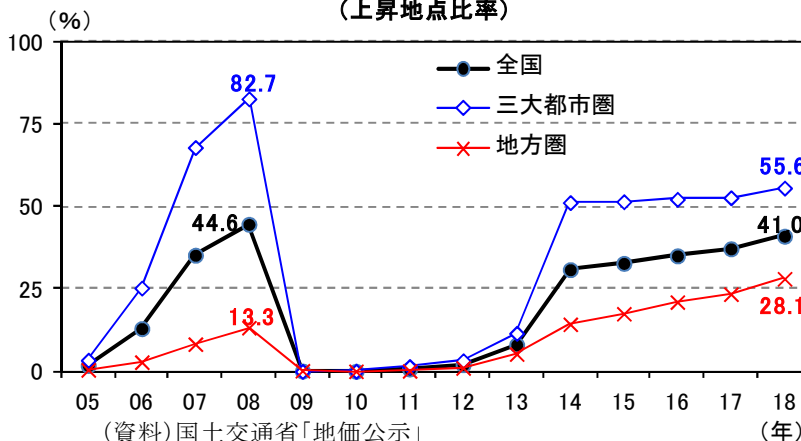
図表1 都道府県地価調査における基準地価平均上昇率



(資料)国土交通省「都道府県地価調査」

地価の平均上昇率が高まっているだけでなく、地価が上昇する土地の範囲も、三大都市圏・地方圏双方で広がっている。現時点で調査対象地点のデータ一覧が利用できる地価公示で、前年比で上昇した調査地点の割合(以下では「上昇地点比率」とする)を見ると、三大都市圏・地方圏ともに上向いている(次頁図表2)。

図表2 調査地点のうち地価が前年比上昇した地点の比率
(上昇地点比率)



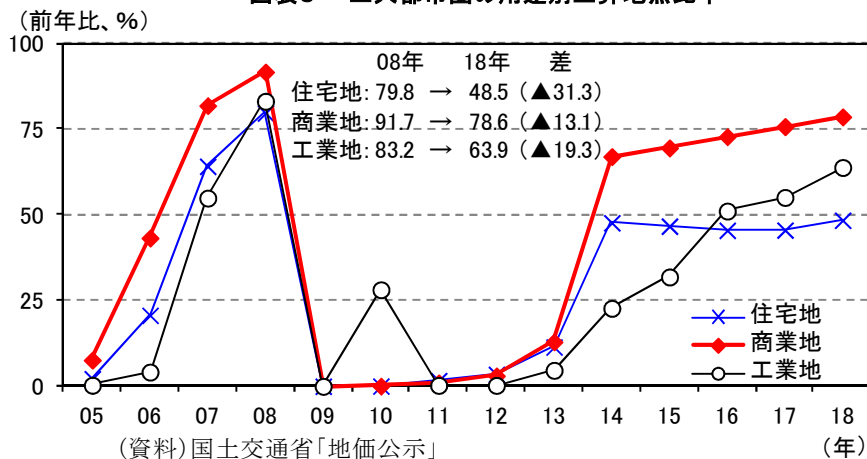
図表2から読み取れる特徴的な動きとして、リーマン・ショック前と比べた場合の、三大都市圏と地方圏の上昇地点比率の動きの相違が挙げられる。すなわち、上昇地点比率を2008年と2018年で比較すると、地方圏は13.3%から28.1%まで上昇して地価が上昇する地点がリーマン・ショック前よりも増えたのに対して、三大都市圏は82.7%から55.6%に大きく低下している。平均地価上昇率、上昇地点比率ともに、三大都市圏と地方圏という大きい括りで見えた場合は、リーマン・ショック前と比べて双方の格差が縮小するという姿になっている。

調査月報2018年7月号「[地方圏に広がる地価上昇の背景](#)」では、リーマン・ショック前の地価上昇期(前回調査月報に合わせて2006～2008年、以下「前回」とする)に比べて、今回の地価上昇局面(2015～2018年、以下「今回」とする)における地方圏の地価が上昇するケースが増えた要因を検証し、①地方でも景気回復が実感しやすくなったこと、②銀行貸出が増えたこと、③インバウンド需要の増加ーを挙げた。本稿では逆に、今回の三大都市圏における上昇地点比率が、前回よりも低い水準に留まっている点に焦点を当てて、分析を進めていく。

2. インバウンド需要増加の下支えが見られる三大都市圏の商業地

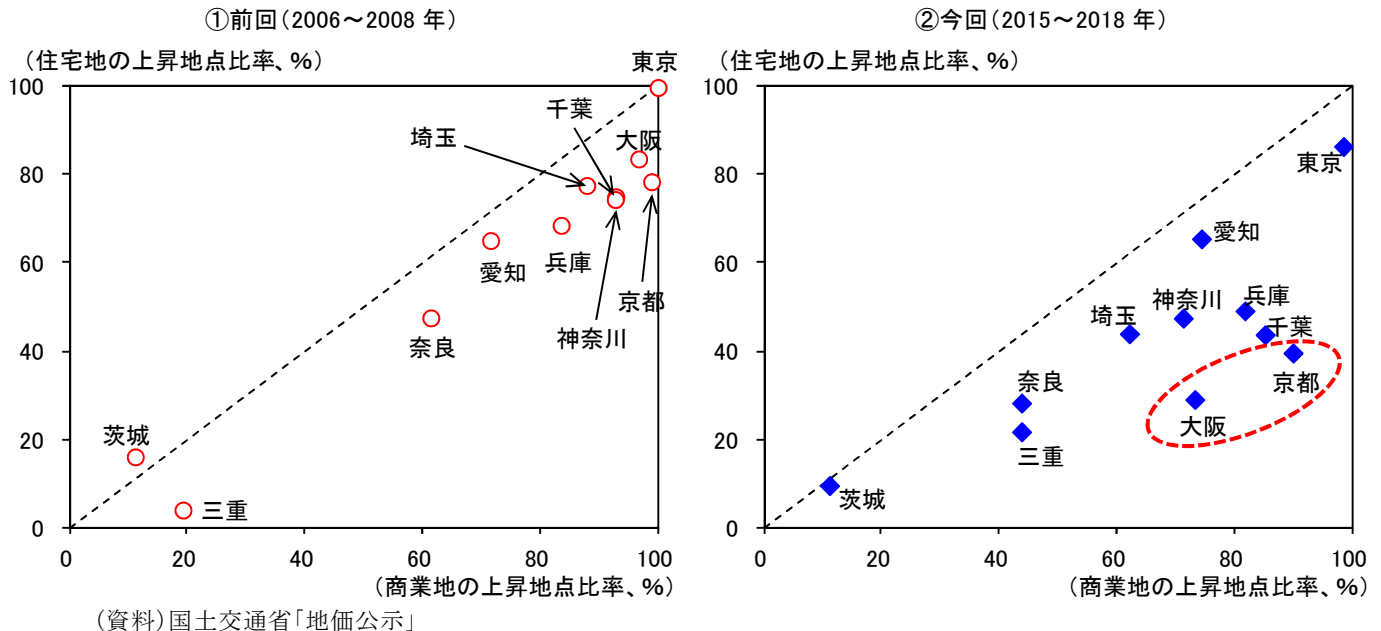
最初に、三大都市圏の地価の動きをやや詳しく見る。用途別の上昇地点比率推移を示した図表3によると、足元2018年と前回のピーク2008年の比較からは、どの用途でも上昇地点比率が低下する中で、商業地の比率がさほど変わらない一方、住宅地の低下幅が大きいという差異が生じていることがわかる。

図表3 三大都市圏の用途別上昇地点比率



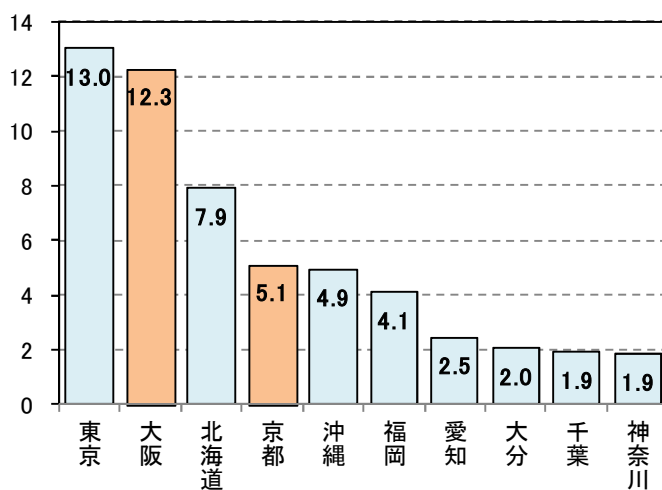
三大都市圏の商業地・住宅地の上昇地点比率を都道府県別に見ると、図表4のようになる。前回は、どの都道府県でも商業地と住宅地の上昇地点比率が近かった。これに対して今回は、名古屋圏の愛知・三重は商業地・住宅地ともに前回よりも高いが、関東圏・近畿圏はいずれも商業地に偏っており(商業地の上昇地点比率が高い)、中でも大阪と京都の偏りが大きい。

図表4 前回・今回における住宅地・商業地の都道府県別上昇地点比率

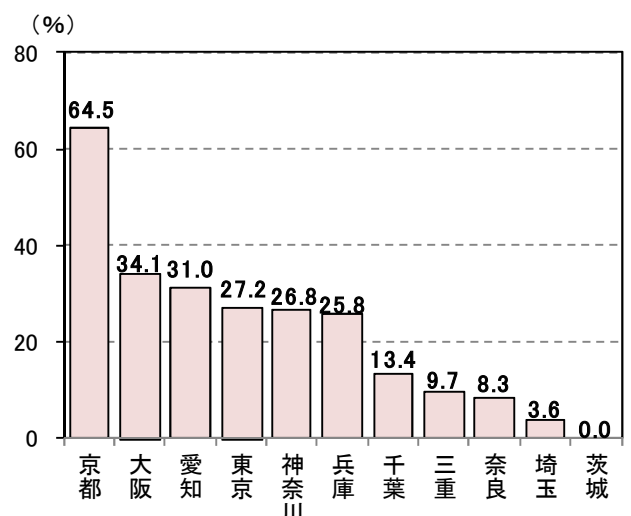


大阪・京都はここ数年の訪日外国人が大幅に増加したエリアであり(図表5)、特に京都は商業地の調査地点のうち、6割を超える地点でリーマン・ショック前のピークを上回っている(図表6)。今回は商業地地価上昇比率がさほど落ちなかった要因として、インバウンド需要の下支えが大きいことが示唆される。

図表5 過去3年の外国人延べ宿泊数増加
(2014→2017年、74%増)に対する都道府県別寄与度
(寄与度、%ポイント)



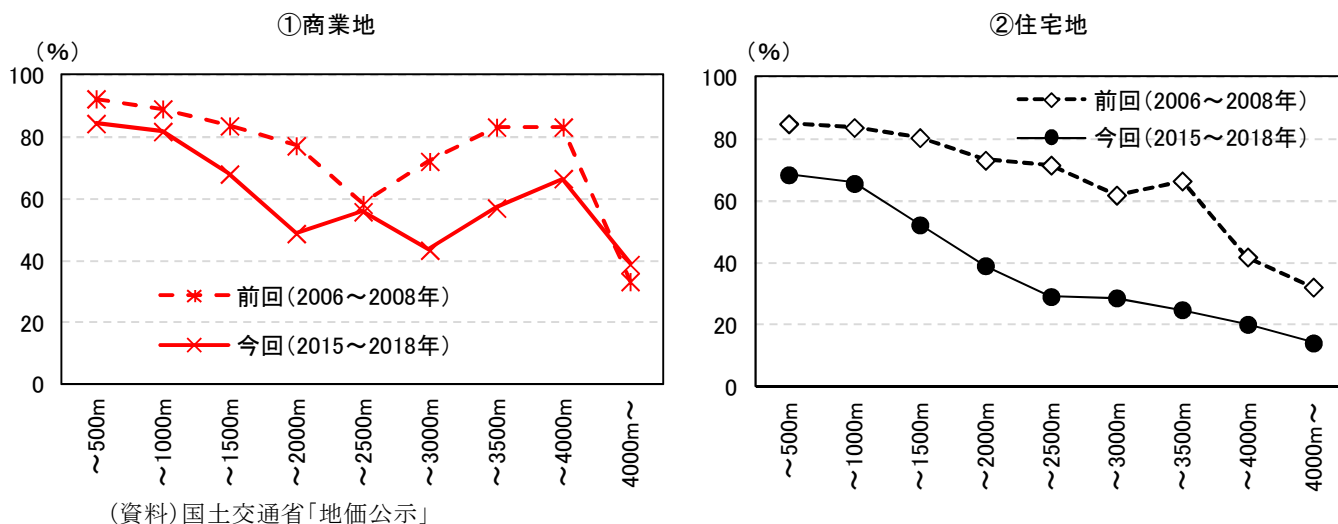
図表6 2018年公示地価がリーマン・ショック前のピークを超えた商業地調査地点の比率



3. 格差拡大が顕著になっている三大都市圏の住宅地

商業地の地価上昇比率を、各調査地点の最寄駅からの距離別に見ると、どの距離帯でも概ね前回と今回は近い数値になっているが、一方の住宅地は駅から離れるとともに顕著に下がっているという差異がある(図表7)。

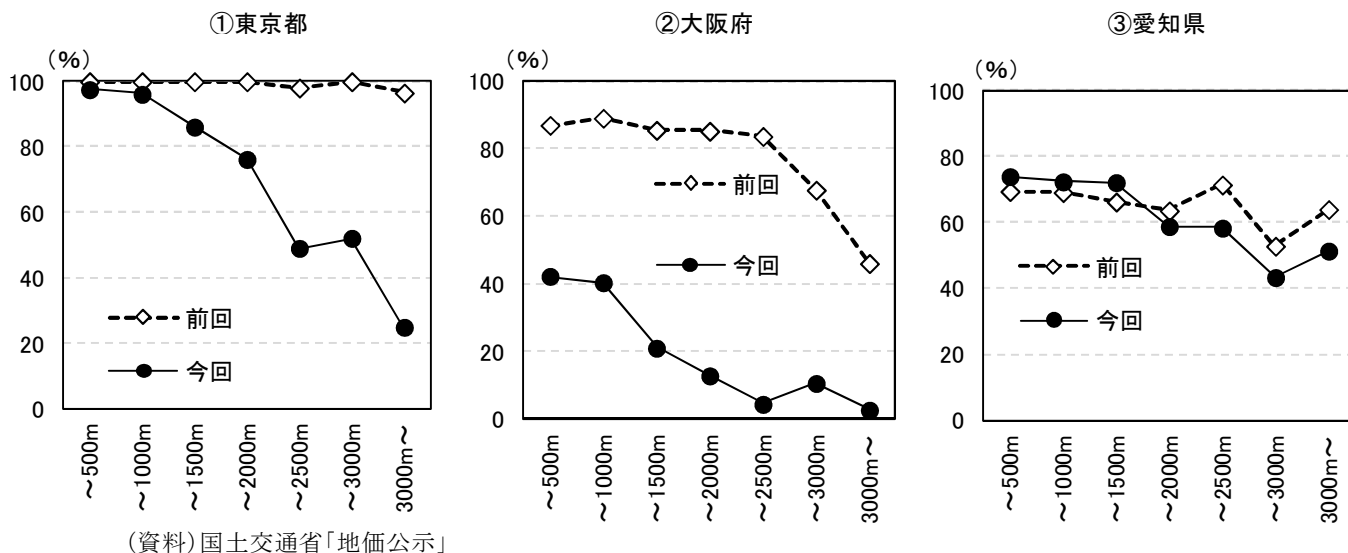
図表7 三大都市圏における駅からの距離と上昇地点比率



駅からの距離別の住宅地上昇地点比率について、東京都・大阪府・愛知県の実データを見ると図表8のようになる。前回の東京では、駅からの距離が3,000mを越えてもほぼ全ての調査地点で価格が上昇していたのに対して、今回は駅から1,000mまではほぼ100%の地点で上昇しているが、駅からの距離が長くなるとともに上昇地点比率が明確に低下している(図表8①)。駅からの距離によって、東京都内の住宅地に格差が生じていることがわかる。

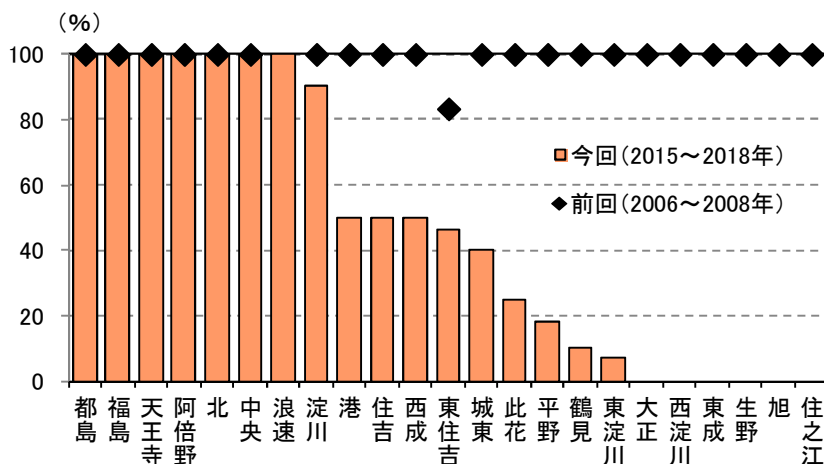
そして大阪は、今回は駅からの距離が2,500m程度までは8割前後の調査地点で地価が上昇したが、今回は駅から500m以内の調査地点でも4割程度しか上昇しておらず、しかも2,000mを超えると、価格が上昇した調査地点は殆どない(図表8②)。大阪でも、前回との差が顕著である。

図表8 東京・大阪・愛知における駅からの距離と上昇地点比率(住宅地)



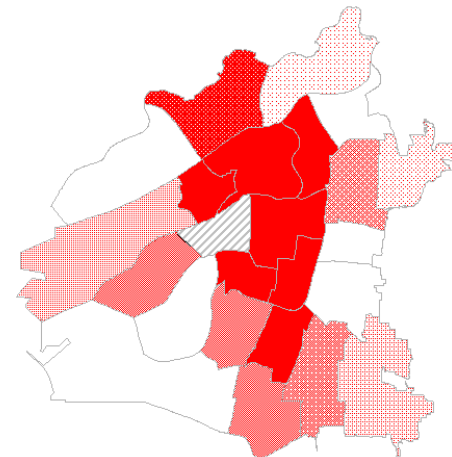
大阪における駅近の住宅地価の動きを更に詳しく見ていく。大阪市内かつ駅からの距離 1,500m 以内の住宅地に限定して、前回と今回の上昇地点比率を区別に見ると、前はほぼ全ての区で 100%であったのに対して、今回は中央区・北区など 100%の区がいくつかある一方で、0%の区も複数あり、地図で見ると 100%の区は市内中央部に集中している(図表9、10)。大阪市の住宅地は、駅からの距離だけでなくエリアでも格差が生じていることがわかる。

図表9 前回と今回の大阪市各区の上昇地点比率(住宅地)



(注) 前回の浪速区と、今回・前回の西区には住宅地の調査地点がない。
(資料) 国土交通省「地価公示」

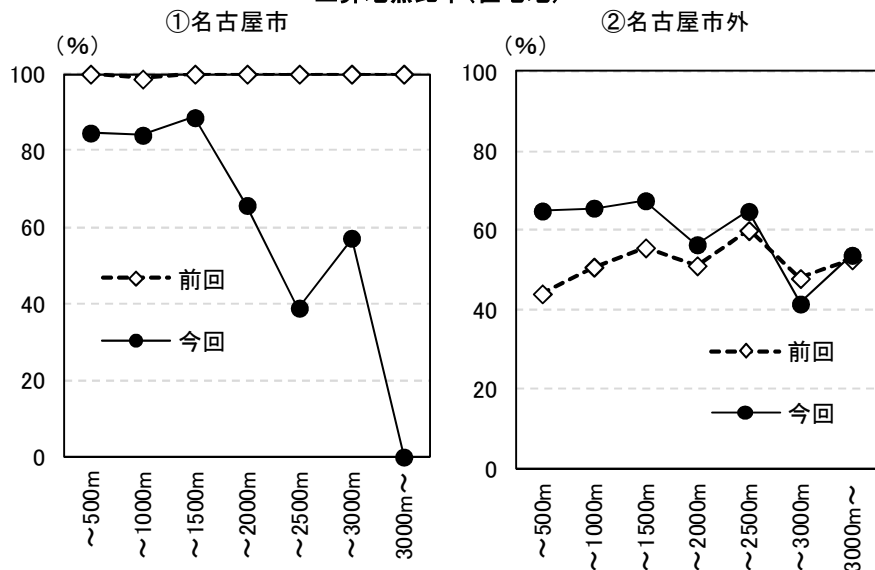
図表10 地図で見た今回の大阪市各区上昇地点比率(住宅地)



(注) 色が濃いほど高く、白色は0%を示す。
斜線になっている西区はデータなし。
(資料) 大阪市地形図、国土交通省「地価公示」

また、前頁図表8に示した愛知の上昇地点比率は東京・大阪に比べると今回も安定しているが、名古屋市に限ると、前は駅からの距離が 3,000m を超えても上昇地点比率はほぼ 100%であったのに対して、今回は距離とともに低下している(図表 11①)。愛知全体の上昇地点比率が安定していたのは、名古屋市の外の上昇地点比率が前回より高いという、[前回月報](#)で示した地方圏に特有の動きをしているためであり(図表 11②)、名古屋市内に限れば、駅からの距離による住宅地価の格差が拡大している。更に、駅から 1,500m 以内の調査地点に限った上昇地点比率も(図表 12)、

図表11 名古屋市と名古屋市の外における駅からの距離と上昇地点比率(住宅地)



(資料) 国土交通省「地価公示」

図表12 駅から1,500m以内住宅地の上昇地点比率(愛知県)

	(%)	
	前回	今回
名古屋市	99.4	85.2
千種区	100.0	100.0
東区	100.0	100.0
中村区	100.0	100.0
中区	100.0	100.0
昭和区	100.0	100.0
瑞穂区	100.0	100.0
熱田区	100.0	100.0
緑区	100.0	100.0
名東区	100.0	100.0
天白区	100.0	100.0
西区	100.0	92.9
北区	100.0	85.7
守山区	100.0	85.0
中川区	93.8	63.2
南区	100.0	28.6
港区	100.0	0.0
名古屋市以外	51.5	66.2

(資料) 国土交通省「地価公示」

前回は名古屋市のほぼ全ての区で上昇地点比率は100%だったが、今回は中心部から離れた区で上昇地点比率ゼロのところも出ている。名古屋市内において、大阪と同様、駅からの距離とエリア双方に基づく格差が拡大していることがわかる。

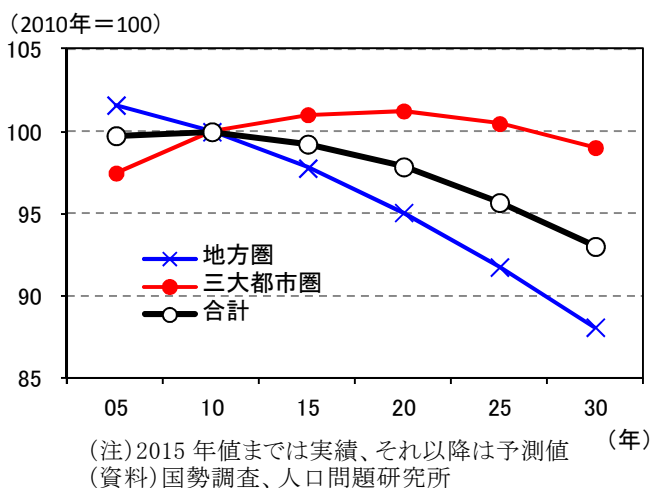
4. 三大都市圏・地方圏の地価展望

以上の分析から、都市圏では東京でも大阪でも名古屋でも、それぞれの内部で格差が拡大し、これによって都市圏全体の上昇地点比率が前回よりも下がっているという姿が明らかになった。近年大幅に増加しているインバウンド需要増加の恩恵を商業地ほど直接的に受けない住宅地では、買い手が前回よりも慎重な姿勢を取っていることが示唆される。

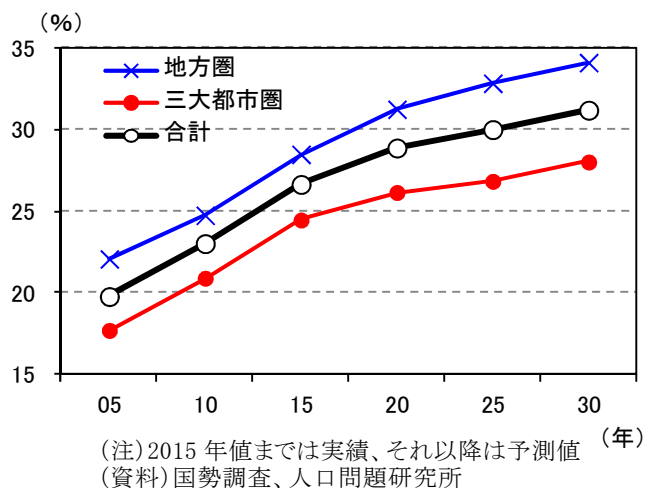
駅からの距離がかなり長くなっても、一様に住宅地価が上昇していた前回に比べると、健全な動きと言えるが、言い換えれば都市圏の内側で格差が拡大しているということでもある。[前回月報](#)で、「今なお価格が下げとまらない調査地点が地方圏では半数を超える」と指摘した通り、地方圏における地価の格差は歴然と残っている上に、本稿で見たように都市圏においても、その内部で格差が拡大している。前掲図表1や図表2からは、都市圏と地方圏の間の地価に関する格差は縮まったように見えるが、地方圏と都市圏それぞれの内側で、格差が拡大しているという姿が浮かび上がる。

将来の人口減と高齢化進行は、地方圏とペースの差はあれ都市圏でも進み、これは地価に対するマイナス要因となる(図表13、14)。この先の景気循環における回復局面で都市圏全体の地価が上昇する局面があったとしても、価格が上がらない土地が都市圏でも徐々に増えていくことが示唆される。景気循環を経るごとに、地価が上昇するエリアが狭くなるのは、地方圏だけでなく都市圏も共通していると考えられる。

図表13 三大都市圏・地方圏の人口推移



図表14 三大都市圏・地方圏の65歳以上人口比率



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

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

米国賃金上昇の持続性

<要旨>

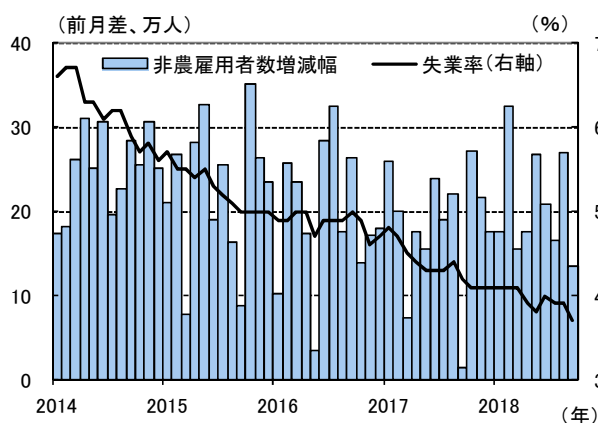
米国における時間あたり賃金の上昇率は、2010年代前半には前年比+2%を下回っていたが、足元で同+3%近傍に高まってきた。この変化を業種別に見ると、一部の業種、具体的には「建設」、「専門ビジネス」、「娯楽」の3業種のみで、2012年以降の賃金上昇率の高まりの7割程度を説明できる。この間、これらの業種のGDPシェアが上昇していたことや、求人率や自発的離職率が上昇していたことは、こうした業種で賃金の上昇が顕著であったことを裏付けるものであると考えられる。

今後も更に賃金上昇率が拡大するかどうかについては、上記の3業種についてみれば、建設はまだ上昇する余地があると考えられるものの、専門ビジネスや娯楽についてはこれまでのような大幅な上昇は期待しづらい。好調な実体経済を背景に賃金上昇率は拡大するが、そのペースは緩やかなものに留まる可能性が高いと考えられる。

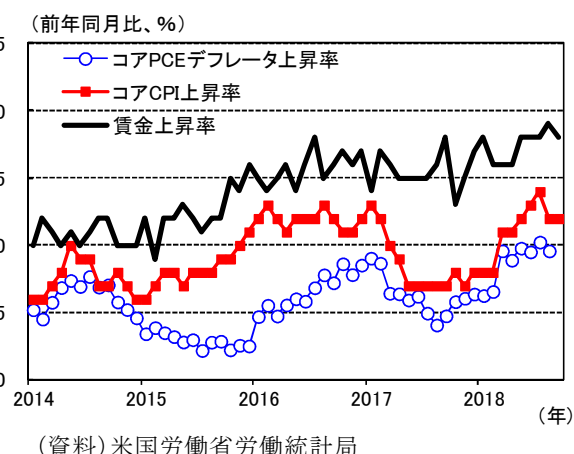
1. 労働市場と賃金上昇

米国の労働市場は堅調に推移している。非農業部門雇用者数は、毎月20万人弱の増加幅を維持しており、失業率は3.7%と歴史的に見ても極めて低い水準にある(図表1)。こうした動きは、米国経済の拡大が続いているというコンセンサスが形成される上で重要な役割を担っている。同時に注目されているのが、時間あたり賃金(以下単に「賃金」とする)の動きである。賃金上昇率が高まればインフレ率が上がり、それが米国の金融政策に影響を及ぼし長期金利も上昇することで、世界中の経済や株価などに影響を及ぼす、という見方が背景にある(図表2)。2018年2月初に公表された1月の賃金上昇率が前年比+2.9%(速報値)と市場予想を大幅に上回り、米国をはじめとする各国の長期金利が上昇して世界的な株価下落につながったのはその一例である。

図表1 米国雇用市場



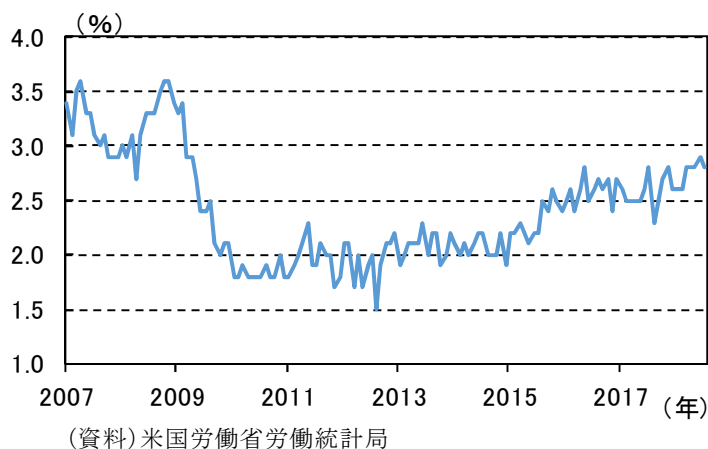
図表2 米国物価動向



その賃金上昇率は、金融危機前には前年比で+3%台前半で推移していたが、金融危機により急激に低下した。2009年に景気回復局面に入ってから低迷は続き、同+2%を割り込む水準まで低下、その後も暫くは横這い圏内で推移、2015年入りに後には漸く緩やかな上昇基調となった。

そして今年5月以降は前年比+2.8%以上の伸び率が続き、ようやく同+3%近傍に到達するまでに至っている(図表3)。

図表3 金融危機前からの賃金上昇率の推移



本稿では、金融危機後の賃金上昇率が年平均で底を打った2012年(前年比+1.9%)と、同+2.8%以上となっている今年5月以降(以下、2018年の計数については5月から9月までの計数に限定するものとする)の比較を中心に、業種別に見て、どの業種が最も賃金上昇率を押し上げているか、またその背景にはどのような構造があるかを見た上で、今後の賃金上昇率の行方について検討する。

2. 2012年から足元にかけての賃金上昇率に占める業種別寄与度の変化

2012年平均と足元の賃金の前年比上昇率には1%ポイント近い差があり、それぞれに対する業種別の寄与度とその変化幅を見たのが図表4である。これによると、「金融」や「教育・医療」は2012年時点での全体の賃金上昇率に対する寄与度は高いが、その後、足元にかけて寄与度が拡大しているわけではない。この間に寄与度が拡大、すなわち賃金上昇率の高まりをもたらした業種として、最も大きくは「専門ビジネス」であり、次いで「娯楽」「建設」である。これら3業種で、2012年以降の賃金上昇率の高まりの7割程度を説明できることが分かる。

図表4 2012年から足元にかけての賃金上昇率の寄与度分解

	(%)		
	2012年	2018年	変化幅
合計	1.88	2.80	+0.92
専門ビジネス	0.37	0.69	+0.32
娯楽	▲0.09	0.10	+0.18
建設	0.09	0.26	+0.17
情報	0.02	0.10	+0.08
製造業	0.13	0.19	+0.05
小売	0.17	0.21	+0.05
金融	0.44	0.49	+0.04
その他サ(含公益)	0.08	0.11	+0.03
輸送・倉庫	0.06	0.07	+0.01
鉱業	0.04	0.03	▲0.01
卸売	0.14	0.13	▲0.01
教育・医療	0.44	0.42	▲0.02

(資料)米国労働省労働統計局

これら3業種の特徴として、二つの点が指摘出来る。一つは、2012年以降 GDP に占めるシェアが拡大している、言い換えれば国全体の経済が拡大する以上のペースで業容が拡大していたことである(図表5)。建設は金融危機後の需要の大幅な落ち込みからの回復過程にあり、専門ビジネスは企業収益が高水準にある中で企業部門の需要増加を反映して、賃金も増加したと考えられる。GDP に占める業種別シェアを2012年と2017年で比較すると、これらの業種はいずれもシェアが上昇している。また、娯楽も GDP に占めるシェアは上昇しており、これらの業種が好調であったことが賃金を大きく押し上げる要因になったと考えられる。

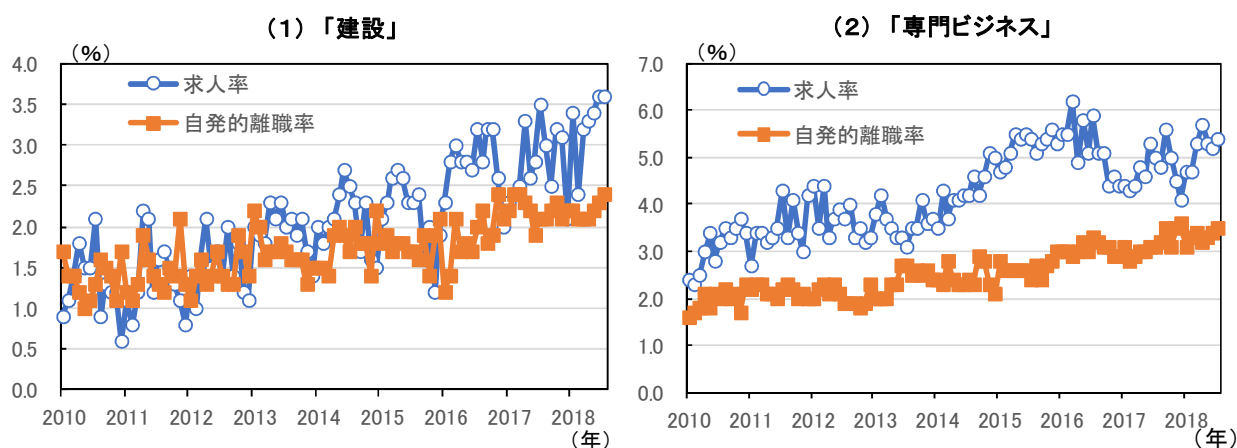
図表5 2012年から2017年にかけての GDP シェアの推移

	(%)		
	2012年	2017年	変化幅
専門ビジネス	11.8	12.1	+0.3
娯楽	3.7	4.0	+0.3
建設	3.6	4.3	+0.7
情報	4.6	4.8	+0.2
製造業	12.3	11.6	▲0.7
小売	5.8	5.9	+0.1
金融	0.4	0.7	+0.3
その他サ(含公益)	3.8	3.7	▲0.1
輸送・倉庫	2.9	3.0	+0.1
鉱業	2.5	1.7	▲0.8
卸売	6.0	5.9	▲0.1
教育・医療	0.2	0.2	+0.1

(資料)米国労働省労働統計局

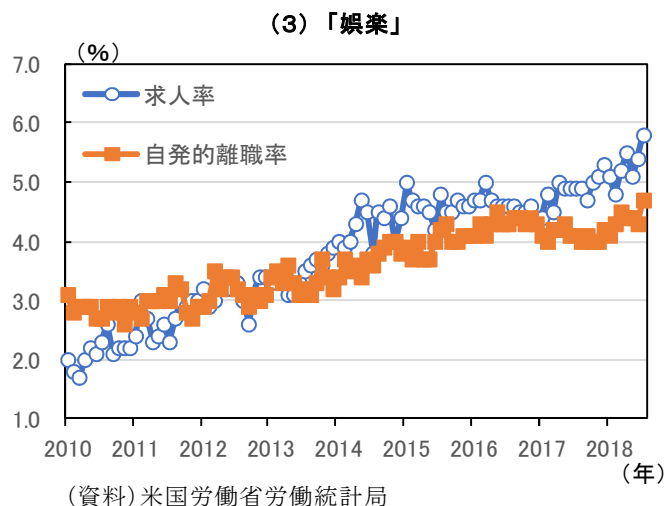
もう一つが、自発的離職の増加である。これら3業種の求人率と自発的離職率のグラフが図表6である。建設・専門ビジネス・娯楽は GDP 比率上昇など需要が増える中で、企業側の強い需要を反映する求人率のみならず自発的離職率の増加が見られる。労働市場全体の動きとして、調査月報2018年10月号「[米国金利を巡る環境の変化](#)」で指摘したように、労働者がより良い条件を求めて転職する動きが強まれば自発的離職率が高まり賃金上昇と連動しやすくなると考えられる¹。3業種ではいずれも2012年以降趨勢的に上昇している姿が見て取れる(図表6)。

図表6 賃金上昇率と求人率、自発的失業率の推移



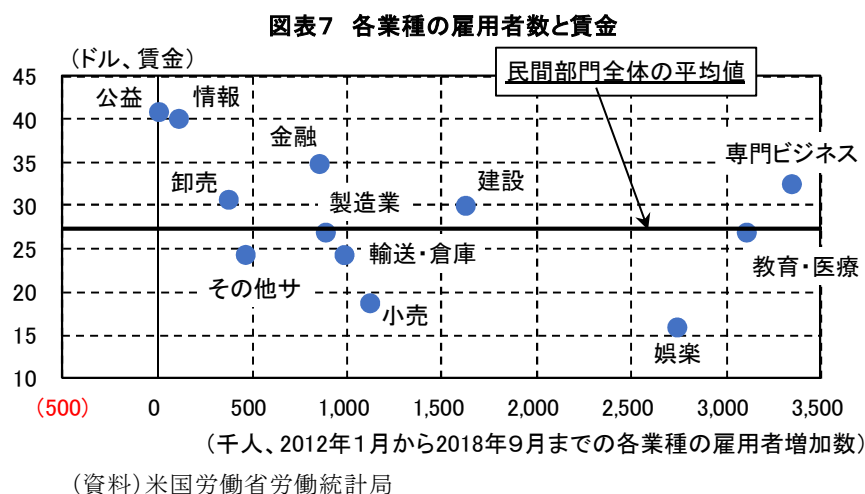
(資料)米国労働省労働統計局

¹ 米国のデータを用いた実証研究では、自発的な転職者の賃金変化には有意に正の効果(賃金の上昇)が認められるとの結果が得られており、自発的離職率は賃金上昇率の先行指標と考えられている。



前掲図表4に示した業種別寄与度は、仔細に見れば、二つの要素に分けられる。一つは、「各業種自体の賃金増減(以下では「①賃金要因」とする)」であり、当該業種の雇用者の賃金が増えれば、当然のことながら賃金全体の伸び率に対する寄与度は大きくなる。そしてもう一つは、「全産業と当該業種の賃金水準の差に起因する雇用者増減の影響(「②雇用者要因」とする)」である。例えば、ある業種の賃金水準が経済全体の平均水準よりも低い場合、その業種の雇用者増加は、雇用者全体の平均賃金を押し下げる要因になる。逆に、当該業種の平均賃金が全体平均よりも高ければ、雇用者増加は寄与度を押し上げる方向に働く。

このことを念頭に置いて、2012年から直近までの各業種の雇用者増減数と賃金水準を見たのが図表7である。これによると、直近の寄与度及び寄与度変化幅が最も大きかった専門ビジネスは、賃金水準が高い上に雇用者が大きく増加している。逆に、娯楽は平均賃金水準が全体平均よりも低いため、雇用者増加自体は平均賃金を押し下げる。前掲図表4における直近の寄与度を、上記①賃金要因と②雇用者要因に分けると、次頁図表8のようになる。寄与度変化幅が最も大きかった専門ビジネスは、①賃金要因と②雇用者要因の双方で寄与度がプラスであり、建設も同じである。これに対して、娯楽は①賃金要因の寄与度は拡大したものの、②雇用者要因の方がマイナス寄与となっているために、業種全体の寄与度プラス幅を小さいものに留めている。言い換えると、娯楽はその賃金水準の低さゆえに、娯楽部門での雇用者増加が全体の賃金上昇率を押し下げる方向に作用している、ということである。



図表8 賃金上昇率の業種別寄与度分解(要因別)

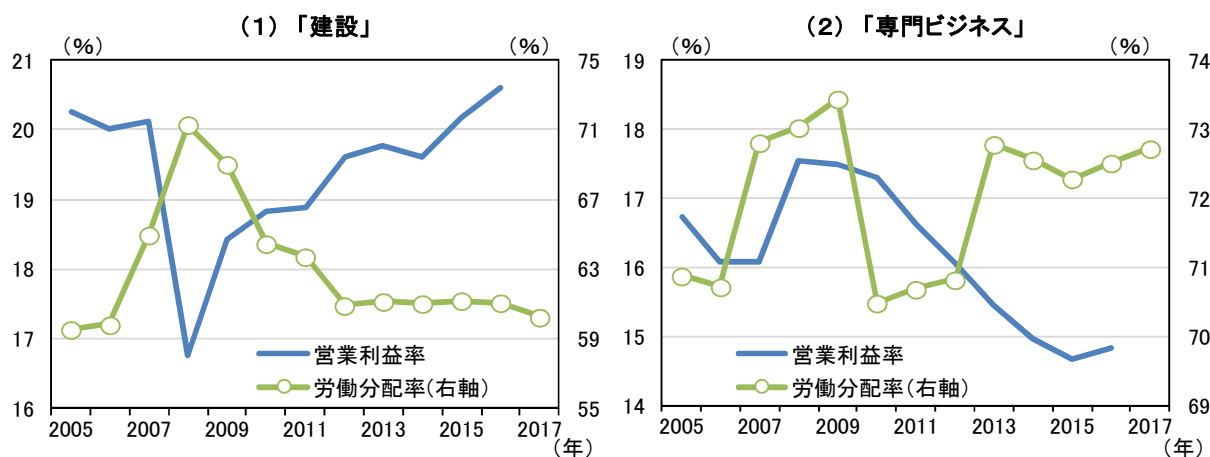
	①賃金要因		②雇用者要因	
	2012年平均	2018年	2012年平均	2018年
全体	1.88	2.80	0.00	0.00
建設(含鉱業)	0.10	0.25	0.03	0.05
製造業	0.12	0.18	0.01	0.00
卸売	0.12	0.12	0.02	0.01
小売	0.22	0.25	▲0.05	▲0.03
輸送・倉庫	0.07	0.09	▲0.01	▲0.02
情報	0.02	0.12	▲0.00	▲0.01
金融	0.43	0.45	0.02	0.03
専門・事業	0.23	0.59	0.14	0.10
教育・医療	0.43	0.42	0.01	0.00
娯楽	0.06	0.17	▲0.14	▲0.07
その他サ(含公益)	0.08	0.12	▲0.00	▲0.01

(資料)米国労働省労働統計局

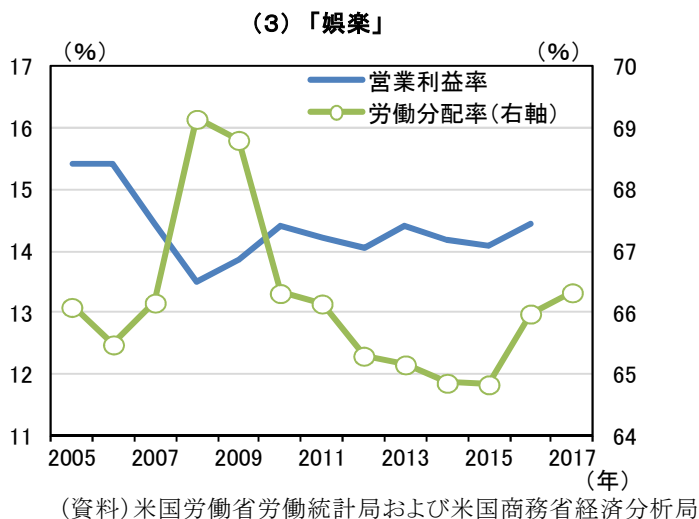
3. 3業種における賃金上昇の持続性

では、先に取り上げた3業種の人件費増加の持続性をどう見るか。この観点から、企業の利益率を見るために産業連関表のデータから得られる営業利益率(営業利益÷生産額、現時点で利用できるデータは2016年まで)と、人件費負担を見るために労働分配率(＝雇用者報酬÷国民所得、2017年まで)の推移を見る。これを示した図表9によると、平均賃金が高水準の建設と専門ビジネスでは動きが対照的である。すなわち、建設は営業利益率が上昇基調にあり、労働分配率は低下しているのに対して、専門ビジネスは営業利益率の低下基調と労働分配率の高止まりが確認できる。前者は、過去の労働分配率の水準と比べても更なる人件費増加の余地があるのに対して、後者ではその余地が小さい可能性が示唆される。通常、景気悪化期には企業収益が減少するが、人件費が同じ割合で減少するわけではないため、労働分配率は上昇する。そして景気回復期には労働分配率は低下するのが一般的な動きであるが、ここ数年の専門ビジネスは、同部門の収益と同じペースで人件費が増加しており、労働分配率の水準は金融危機直後に近い水準まで上昇している。これは、人材確保のために要する人件費負担が軽くない状態にあることを示しており、この部門の賃金増加ペースは、これまでよりもやや鈍化する可能性が指摘できよう。

図表9 営業利益率及び労働分配率の推移



(資料)米国労働省労働統計局および米国商務省経済分析局



また、娯楽は、建設や専門ビジネスと同様に需要の伸びを背景に雇用者を増やしてきたが、雇用者の増加そのものは賃金全体の伸び率を押し下げるのは先に見た通りであり、このマイナス要因(=賃金水準が産業全体平均よりも低位に留まる)はこれからも解消されないと見られる。

こうした点を纏めると、営業利益率は上昇しつつ労働分配率が低下している建設の賃金はまだ上昇する余地があるが、建設だけでは産業全体の賃金上昇率を押し上げ続けるほどの力強さは期待できない。足元で前年比+3%近傍まで高まっている賃金上昇率が3%を超えて更に高まっていくには、本稿で主な分析対象とした3業種以外にも賃金上昇率の高まりが広がっていくことが必要であろう。ただし、他業種は既に寄与度そのものが高水準にあることやこれまでの景気回復期における動向から今後の大幅な賃金上昇は想定しにくいことを勘案すると、好調な実体経済を追い風にこの先の賃金上昇率は更に拡大するものの、そのペースは緩やかなものに留まると見られる。

(経済調査チーム 渡邊 喜芳 : Watanabe_Kiyoshi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。