

金融財政 ビジネス Business



時事通信社

昭和23年7月8日 第3種郵便物認可
毎週2回 月・木曜日発行(但し祝日を除く)
購読料金 税抜月額 5,300円

104-8178 東京都中央区銀座5-15-8
©時事通信社2018

2018年(平成30年)
11月8日[木]
第10781号

時事トップ・コンフィデンシャル+

.corner	.page	.title	.writer
巻頭言	3	貿易摩擦と経済合理性	評論家 額賀 信
解説	4	日本の賃金と物価をめぐる真実 物価上昇率2%を実現する賃金上昇は起こるか	龍谷大学経済学部教授 竹中正治
キーパーソン	8	東京都	
column 照一隅	9	変化迫られる政党機関紙	又平
News Eye	10	監査役の役割に期待 企業価値向上で全国会議	
News Eye	12	仮想通貨の自主規制始動 金融庁認定、信頼回復目指す	
内閣府月例経済報告(10月)	13	輸出、2カ月ぶり下方修正 景気判断は据え置き	
国際経済	14	「中銀の独立性」はどこまで許容? トルコ、米、スロバキアで起きていること	みずほ証券チーフマーケットエコノミスト 上野泰也
1カ月の出来事	18	10月(TPP11の12月30日発効が確定)	
探針(Probe)	19	林野庁、私有人工林の管理強化 手付かず状態回避へ自治体支援	
column スポーツサロン	20	森保ジャパン、「世代交代」に手応え	スポーツジャーナリスト 二宮清純

日本の賃金と物価をめぐる真実

物価上昇率2%を実現する賃金上昇は起こるか

2012年末以来、いわゆる「アベノミクス景気」が続き、企業利益、株価、雇用が大幅に改善し、失業率は1990年代初頭以来の2・4%（今年8月）まで低下した。ところが賃金伸び率は低く、民間消費には十分な力強さが見られないことが現下の景気回復の弱点となっている。人手不足が問題になる状況なのになぜ賃金の伸び率が低いのか。この先も賃金の伸びは低いままなのか。この点では、楽観的な兆候と悲観的な要素が混在していることを説明しよう。

景気回復の成果と弱点

12年12月以来、いわゆる「アベノミクス景気」が続いている。企業利益は史上最高を更新し続け、日経平均株価も12年までの1万円を割り込んだ水準から2万4000円前後まで上昇した。雇用者数は12年第4四半期比で397万人の増加となり（18年第2四半期時点、内訳：正規雇用148万人、非正規雇用249万人）、失業率は1990年代初頭

以来の2・4%（今年8月）まで低下した。

しかしながら、現下の景気回復は弱点も抱えている。第一に、企業業績の回復に比べて賃金上昇率が鈍いことだ。その結果、消費の伸びに力強さが足りない。第二に、それに関連して、消費者物価の上昇率がいまだに日銀が目標にする前年比2%に届かず、1%未満にとどまっている（消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）前年同月比0・9%、

2018年8月）。

例えば16年第1四半期から17年第2四半期まで、実質GDP（国内総生産）成長率は年率平均1・6%となっているが、項目別の寄与度で見ると民間最終消費0・5%、民間設備投資0・5%、純輸出（輸出－輸入）0・5%、その他0・1%となっており、民間最終消費の寄与度は約3割にとどまる。民間最終消費の寄与度が恒常的に8割程度ある米国と大きな違いだ。

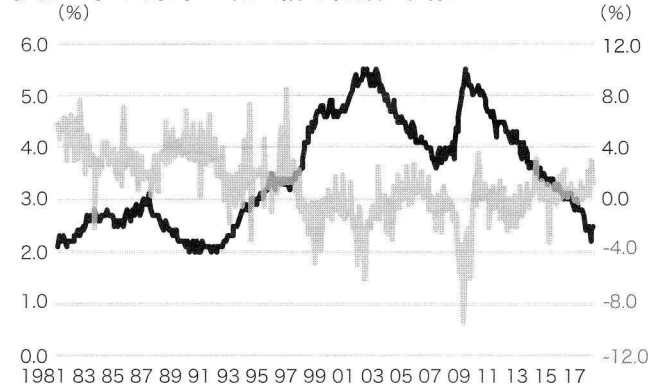
龍谷大学経済学部教授
竹中正治

たけなか・まさはる 79年東大経卒、東京三菱銀行（現三菱UFJ銀行）為替資金部次長、調査部次長、ワシントン駐在員事務所長などを経て、07年1月国際通貨研究所チーフエコノミスト。09年4月から現職。12年京都大学博士（経済学）。最新著作「稼ぐ経済学―黄金の波―に乗る知の技法」（光文社）。

その結果、今後日本国内の要因で景気失速が起これなくても、海外景気が失速すると、輸出減↓設備投資減↓雇用情勢悪化という経路でたちまち景気後退に追い込まれるだろう。これは1990年代後半以降の日本経済に見られる脆弱性であり、改善されていない。その根底には、企業業績に比較した賃金伸び率の低さと家計消費の弱さがある。

また、賃金抑制の結果としての消費需要の弱さは、日銀が目標とする2%の物価目標の達成も困難にしている最大の障害でもある。そもそも、なぜ消費者物価指数で前年比2%というインフレ率が求められるのか。

〈図表1〉失業率と現金給与総額の変化



— 完全失業率 (%) (左目盛り)
 現金給与総額 (前年同月比%) (右目盛り)

(出所) 厚生労働省、総務省統計局

この点に関連して、筆者が原理主義的なリフレ派と呼ぶエコノミスト諸兄は、もともと「デフレ・インフレは貨幣的な現象であり、ゼロ金利下でも量的な金融緩和で対処できる」と大変に勇ましかった。ところが、2013年に黒田東彦日銀総裁の下で開始された量的・質的金融緩和から5年余りを経ても、目標とする消費者物価指数で前年比2

題だ。今の日本にはそうした政策余地がない。これは悩ましい問題だ。

金融政策の目的は景気変動の平準化である。
 つまり景気の過熱を抑え、不況に対して景気押し上げという効果を発揮するためには、趨勢的にプラスのインフレ率が必要だ。なぜなら、景気(実体経済)に影響を与える金利水準とはインフレ率を差し引いた実質金利であるからだ。
 「実質金利＝名目金利－期待インフレ率」なので、もし期待インフレ率がゼロやマイナス(デフレ)にな

つてしまうと、名目金利をゼロまで下げても実質金利はもう下がらず、不況でも景気押し上げ効果が十分にでない。デフレの幅が大きいほど、名目金利をゼロまで下げても実質金利は高止まりし、金融政策ではデフレ不況から抜け出せなくなる。
 米国ではインフレ率が2%を超え始めたので、順調に金利引き上げが進み、来年末ごろまでには政策金利は3%前後になるだろう。これが次期景気後退期に金利引き下げの余地を生むのだが、低インフレの

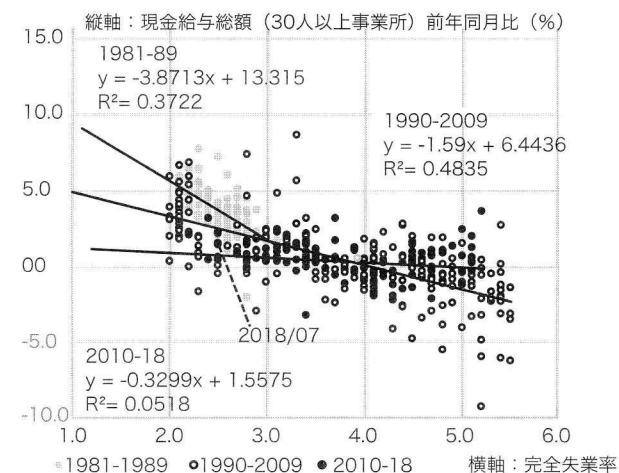
%の目標に届く見込みさえ立たず、デフレこそ終わったものの、低インフレが継続している。
 そうした事態に直面して、原理主義的なリフレ派の方々もインフレ目標未達の理由として「賃金上昇率が抑制されているため」「世界的な資源価格下落の影響」「財政支出拡大の援護が必要」などと声を上げるようになった。デフレ・インフレは実体経済的な要因に依存していることを認める方向に見解が修正されたのだ。

フィリップス曲線の水平化

失業率が2%台まで低下しても賃金と物価がなかなか上がらない構図は、エコノミストの間では「フィリップス曲線の水平化」の問題としてかねてより議論を呼んできた。これは日本だけでなく、08年の世界金融危機からの景気回復で、米国を含む先進諸国である程度共通に見られる傾向だった。
 今日では失業率とインフレ率の関係としてフィリップス

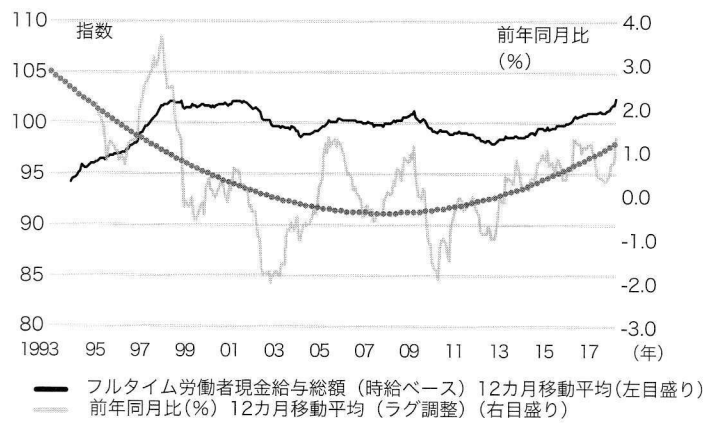
プス曲線が語られることが多いが、経済学者アルバン・ウイリアム・フィリップスの1958年の論文では、失業率と賃金の変化として提示された。本論では賃金の伸び率に焦点を当てるために、失業率と賃金の変化として図示することにしよう。
 図表1は、失業率と1人当たりの名目現金給与総額(以下、賃金指数と呼ぶ)の前年同月比の変化の推移を示したものだ。失業率が低下すると賃金指数の伸び率が上昇する負の相関関係があることが大ざっぱに分

〈図表2〉失業率と現金給与総額の変化(1981-2018)



(出所) 厚生労働省、総務省統計局

〈図表3〉フルタイム労働者の現金給与総額(時給ベース)の推移



(出所) 厚生労働省

いる。

ところが90～2009年の期間になると、近似線の傾きはマイナス1・59に低下した。また、1990年代半ばまでは失業率は総じて低く図上の左方に分布しているが、97、98年の金融危機と不況を経た90年代末から失業率の高い右方への分布にシフトしている。

そして最後が2010～18年の今に至るまでの時期だが、直近では失業率が80年代とほぼ同じ2%台まで下がり図上の左方まで戻ったにもかかわらず、賃金指数の伸びは低く、近似線の傾きはマイナス0・33と水平化している。つまり、失業率が1%低下しても、賃金指数は0・33%しか上がらない状態になっている。

実は不安定な曲線

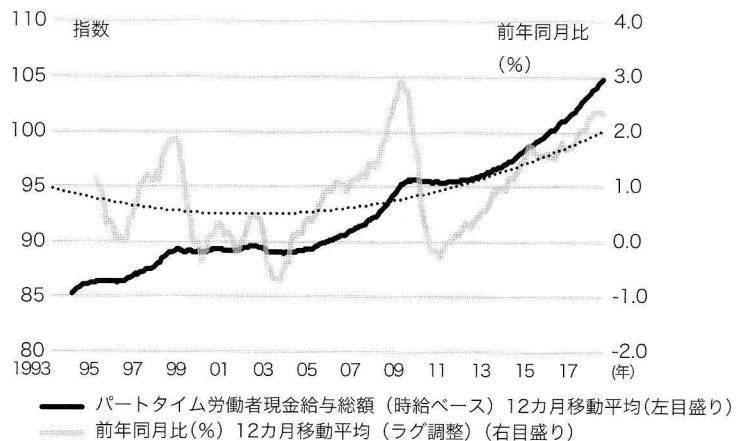
左肩上がりのフィリップス曲線の安定的な存在は、金融政策を通じて物価の安定と雇用の増進を実現する上で重要な要件である。この点に関して理論面では、経済主体が合理的に将来を予想して行動する限り成り

立たないとする「ルークス批判」が70年代に提示されたが、90年代にニュー・ケインジアン学派が価格の粘着性を想定すると成り立つと再構築し、今に至っている。

では、そのような安定的なフィリップス曲線が現実存在しているのか。米国について50年以降を振り返ると、右肩下がりの安定的なフィリップス曲線が存在していたのは、50年代から60年中ごろ、80年代の一時期、2000～09年など全体の4割前後の期間でしかない。1970年代は、物価高騰と失業率が同時に上昇するスタグフレーションが生じ、90年代は、インフレ率と失業率の趨勢的な同時低下が起こった。2010年以降の景気回復期には、低インフレ率のまま失業率が改善するというフィリップス曲線の水平化が起こっている。

日本でも同様で、左肩上がりのフィリップス曲線が存在していた時期はかなり限られている。とりわけ、今の日本のようなフィリップス曲線の水平化は、中央銀行にとっては頭

〈図表4〉パートタイム労働者の現金給与総額(時給ベース)の推移

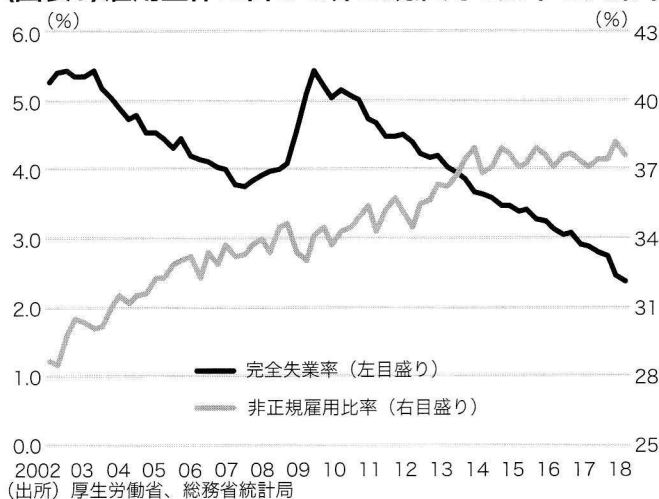


(出所) 厚生労働省

の痛い問題である。今日のように、低インフレ下でフィリップス曲線が水平化してしまうと、名目金利はゼロ%以下にはできないので、名目金利を下げることで実質金利を下げ、景気浮揚効果を出すことが困難になる。

それではなぜ、日本でフィリップス曲線の水平化が顕著に起こっているのか。それを理解するためにフル

〈図表5〉雇用全体に占める非正規雇用の比率と失業率



タイム労働者とパートタイム労働者に分け、かつ時給換算した現金給与総額の推移と変化を見てみよう。ちなみに、フルタイム労働者の大半はいわゆる正規雇用労働者であるが、一部非正規雇用の場合もある。また、非正規雇用労働者のうち、パートとアルバイトは約7割を占め、残り約3割が派遣社員、契約社員、嘱託と分類されている。

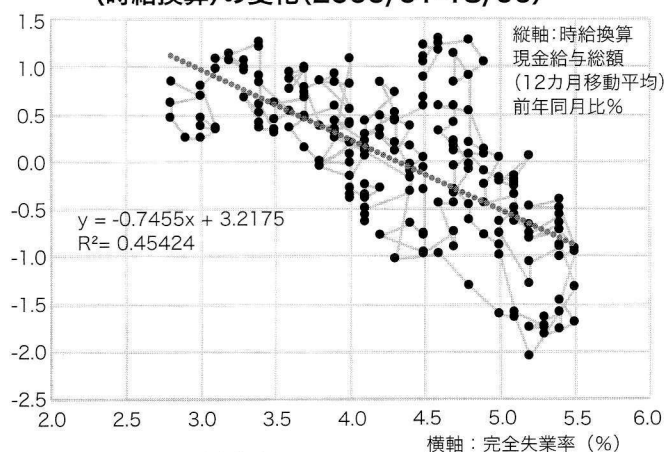
図表3はフルタイム労働者、図表4がパートタイム労働者である。厚生労働省のこのデータは季節調整のないデータで、そのままだと月次変動が大きく趨勢的な動向が分かりにくいので、12カ月移動平均した値で示してある。

まずフルタイム労働者の時給換算賃金指数を見ると、1990年代末を境に上昇から横ばいに屈折しているのが分かる。この背景には、97、98年の銀行不良債権危機と戦後最大の不況を契機に企業のリストラ圧力が高まったことが背景にある。つまり

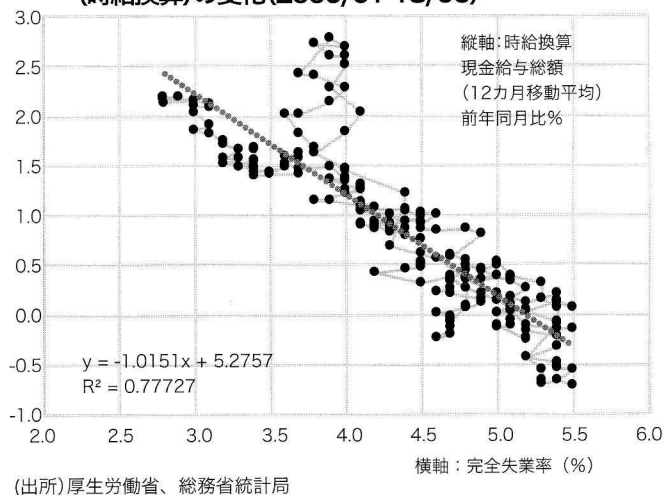
この時以降、労働組合は賃金ベアースアップよりも雇用維持を最優先する姿勢に転換し、経営者もそれに応じるという労働市場の構造変化が起こったと理解されている。

同時に企業経営者は、景気回復で人手が足りなくなった場合には正規雇用を増やすよりはパートやアルバイト、派遣社員などの非正規雇用で充足し、人件費の変動費化を進めるようになった。97、98年の戦後最大の不況を契機に長期的な期待成長率が低下したことも、こうした傾向を強めた。

〈図表6〉失業率とフルタイム労働者の現金給与総額 (時給換算) の変化(2000/01-18/06)



〈図表7〉失業率とパートタイム労働者の現金給与総額 (時給換算) の変化(2000/01-18/06)



図表4のパートタイム労働者の時給換算賃金指数を見ると、景気変動

不足を補充することに経営上の合理性がある。そうした構造変化が起こったのだ。

の波を反映しながらも右肩上がりで上昇してきていることが分かる。正規雇用がその多くを占めるフルタイム労働者と違い、パートタイム労働者の賃金について経営者は労働需給が逼迫すると比較的柔軟に上げているのだ。もちろんそれは、再び景気が後退して労働力が余剰になれば、雇用を停止できることが前提になっている。

こうした事情の結果、雇用で占める非正規雇用の比率は90年代以降趨勢的に上昇し、2013年以降ではおおむね37%に達している(図表5)。パートタイムは給与の総額ベースでフルタイムの5分の1弱程度の賃金であり、パート労働者の比率の増加が2000年以降の平均値としての現金給与総額を押し下げる要因として働いたことは、エコノミストのコンセンサスである。

楽観と悲観

そこで次に、フルタイムとパートタイムに分けて、時給換算した現金給与総額と失業率の関係を見てみよう(図表6、7)。興味深いことに、分けて見るとフルタイム労働者でもパートタイム労働者でも2000年

以降現在まで、安定的な左肩上がり、のフィリップス曲線が存在していることが分かる。

パートタイムの場合は、失業率1%の低下は約1%の時給換算賃金指数を引き上げる。またフルタイム労働者の場合は、同じく0.75%の時給換算賃金の引き上げが起こっている。

要するに賃金総額で、フルタイムの約5分の1のパートタイムの雇用で占める比率が趨勢的に上昇することによって、平均賃金で見ると失業率の低下にもかかわらず賃金指数が上がないというフィリップス曲線の水平化が日本で起こっていたのである。この事実、今後の賃金と物価について一つの楽観と悲観の双方を提示する。

まず楽観の面から言うと、図表5が示す通り1990年代から上昇してきた非正規雇用比率は、2014年以降は正規雇用も増えるようになってきた結果、37%台でほぼ横ばいとなっている。現状は人手不足で企業も正規雇用の確保に前向きなスタンスに変わってきた。

今後も同比率の横ばいが続くならば、正規雇用でも非正規雇用でも賃

金が増えれば、そのまま平均賃金も増えることになるだろう。もし人手不足から正規雇用比率の上昇(非正規雇用比率の低下)が起これば、これまでと逆に平均賃金の急速な増加さえ起こり得る。

悲観的な側面について言うと、図表6の示す現在のトレンド(近似線)を延長して推計する限り、フルタイム労働者の時給換算賃金指数の上昇率が前年比で2%を超えるのは、失業率で1.6%以下という超低水準である。そのような低失業率は日本のいわゆる自然失業率の水準を下回っている可能性が高く、瞬間風速としてはあり得るかもしれないが、持続性は大きい疑問だ。

やはりフルタイム労働者の賃金の上方シフトが起こらないと、消費者物価指数で前年比2%に対応するような賃金上昇率は望めない可能性が高い。

そして、そうした状況を達成する前に、例えば、米中貿易戦争が熾烈化して、再び世界景気が失速するような事態になると(その可能性は低くない)、日本経済が再びデフレ・円高・景気後退に陥ることになるだろう。

東京都

最大会派支えるキーマン

東京都議会の最大会派で小池百合子都知事が事実上率いる「都民ファーストの会」は、今夏の役員人事で、増子博樹幹事長(当選3回)の留任を決めた。新人議員が半数以上を占め、「素人集団」との指摘もある中、政治経験が長く、人柄も温厚な増子氏は会派運営を支えるキーマンとなっている。

増子氏は鳩山邦夫元総務相(故人)の秘書を務めた後、文京区議(4期)を経て、旧民主党から都議選に出馬し2期当選。2017年7月の都議選当選後は都民ファーストの幹事長に就任し、国より厳しい禁煙規制を導入した独自の受動喫煙防止条例の制定を後押しするなど、小池氏を支えてきた。

「幹事長なんて謝ってばかりだ」と周囲に苦笑する増子氏。最大課題は同会派の知名度アップだが、小池氏の人気に陰りも出ており、3年後の都議選に向け、汗をかく日々が続く。

