

テーマ：アベノミクス景気総点検

2013年8月19日(月)

～順調に回復する賃金、雇用、消費、投資～

第一生命経済研究所 経済調査部

首席エコノミスト 永濱 利廣 (03-5221-4531)

(要旨)

- アベノミクスは大胆な金融緩和と機動的な財政政策が主導する中で8カ月経過。今年4-6月期の実質経済成長率は高成長を維持し、民公外需ともプラス寄与とバランスの取れた内容。8月までの生産計画を見ても、少なくとも7-9月期までは増産継続がほぼ見えた状況。
- 物価と賃金の関係を見ると、物価の上昇に比べて賃金のほうが大きく上昇。所定内給与も一般労働者、パートタイム労働者ともに年明け以降上昇している。年明け以降増加幅を拡大させている雇用者数についても一般労働者の増加傾向が現れている。
- 個人消費は、一部に資産効果や雇用所得環境の好転により、総務省「家計調査」の消費支出や経産省「小売業販売額」では好調を維持。しかし、家計調査よりもカバレッジが広い総務省「家計消費状況調査」の消費支出は軟調な動き。GDPの個人消費の推計には家計消費状況調査が反映される割合が少ないため、GDPの個人消費は過大推計の疑いがあることには注意が必要。
- 設備投資の代表的な先行指標である機械受注も足元で急増しており、7-9月期にはGDPの設備投資も急増することが期待される。懸念されていた設備投資や賃金については、意外なほどの好調さを足元で示しており、アベノミクスは今のところ当初の想定以上に順調にきている。
- 懸念されるのは、来年4月に予定されている消費増税の影響。消費税率3%引き上げだけの影響なら、足元の円安株高持続で経済成長率的には相殺が可能。ただ、来年度明け頃から大型補正の効果剥落も伴うため、それを補うために追加の補正が必要になる可能性がある。来年4月の消費増税をどう乗り切ることが大きな課題。
- 円安株高の流れを持続させることも今後の課題。そのためには、海外の年金基金など長期資金の流入が必要。しかし、この投資判断を見極める最大のポイントが成長戦略への踏み込み度合い。秋に発表される成長戦略第二弾で法人税率の引き下げや解雇規制の緩和をはじめとした外国人投資家が注目する構造改革にどこまで踏み込めるかも今後の経済を左右する大きな課題。

※本稿は週刊エコノミスト8月13・20日号への寄稿を基に作成したもの。

●はじめに

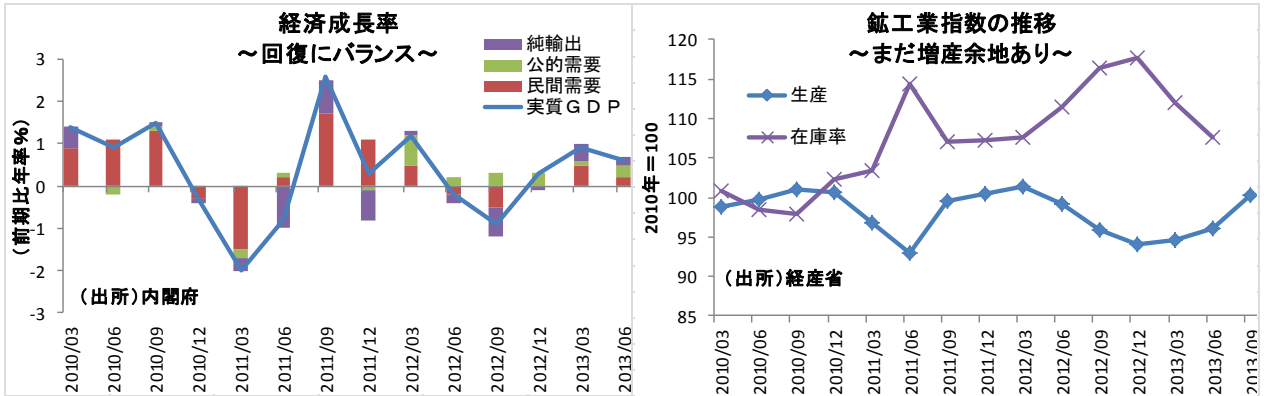
昨年末から始まったアベノミクスは、大胆な金融緩和と機動的な財政政策が主導する中、8カ月が経過した。

こうした中、GDP統計を確認すると、1次速報時点で今年4-6月期の実質経済成長率は+2.6%と3四半期連続のプラス成長を記録し、民・公・外需ともプラス寄与とバランスの取れた内容となっている。中でも民需はほぼ個人消費の伸びで説明でき、この背景にはアベノミクスの一本目の矢である大胆な金融緩和がある。すなわち、異常な円高株安の是正に伴う資産効果の貢献が大きい。外需についても、アベノミクスによる円安効果に加えて、昨秋から米国中心に回復した世界経済の持ち直し

が主因である。また、公需についても、アベノミクスの二本目の矢である機動的な財政政策の効果である。

一方、その先の鉱工業生産のデータを見ると、逆相関で先行する在庫率が 2013 年 1 - 3 月期から急減しており、8 月までの生産計画を見ても、少なくとも 7 - 9 月期までは増産継続がほぼ見えた状況となっている。

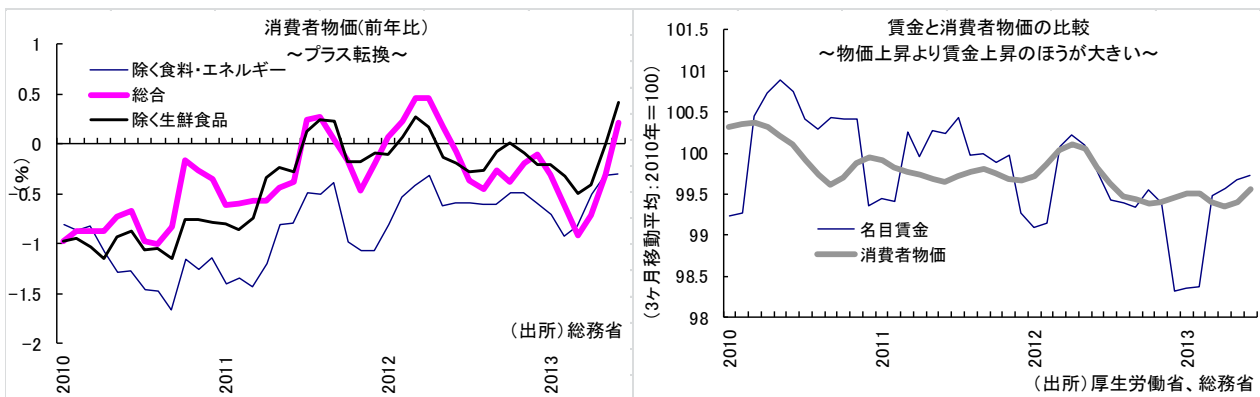
そこで本稿では、生活者を取り巻く身近な経済指標がどうなっているかを検証してみたい。



●賃金と雇用 意外にも早い所定内賃金の上昇

消費者物価は前年比で見るとようやくプラスに転じた状況だが、季節調整値の水準で見ると今年 3 月を底に上昇に転じている。

こうした中、物価と賃金の関係を季節調整値の水準で見ると、物価の上昇に比べて賃金のほうがより大きく上昇していることがわかる。

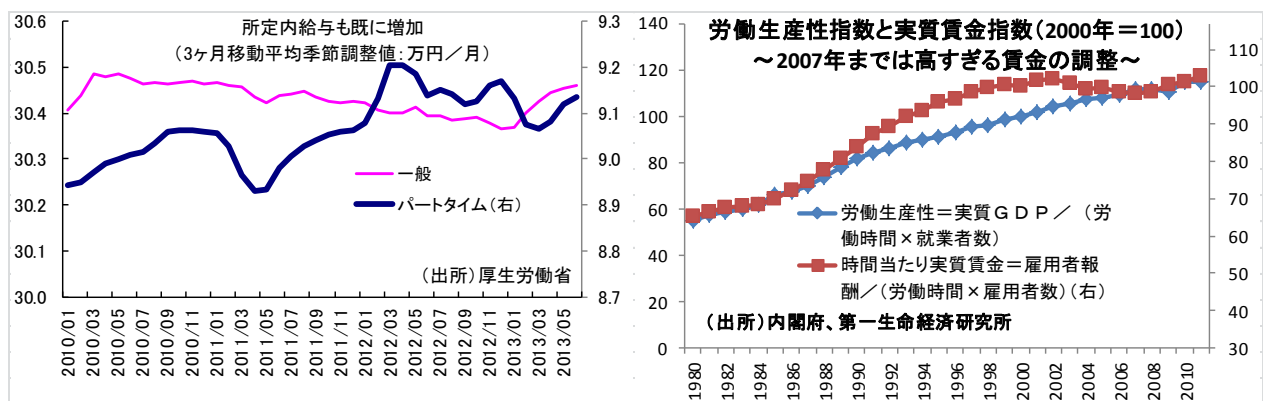


一般的には、景気回復初期局面では生産活動の回復に伴い、残業時間が増加することで所定外賃金が賃金上昇のけん引役となる。そして、肝心の基本給（所定内給与）については、企業から見れば将来の人件費も増やすことになるため、すぐには上がらず、例えば 2002 年から始まった戦後最長の景気回復時にも、所定内給与が上がったのは 3 年後の 2005 年であった。

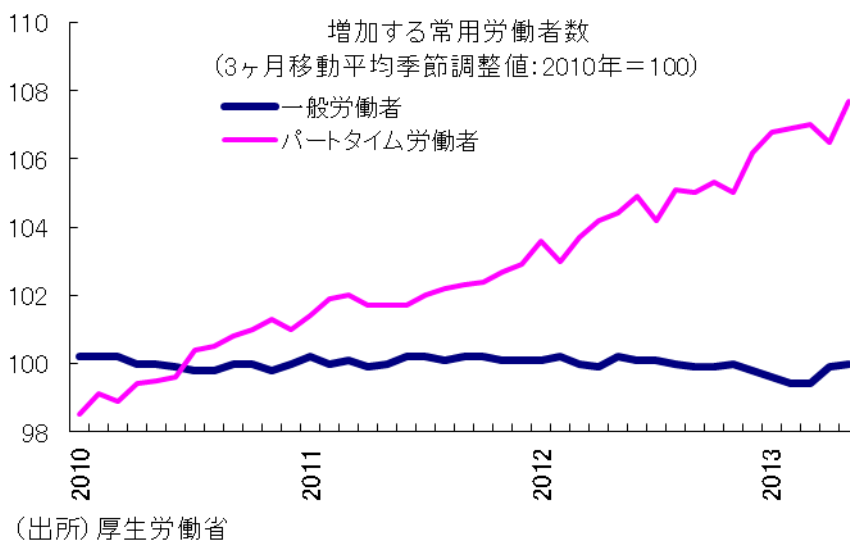
しかし、今回の局面では所定内給与も季節調整値の水準で見ると一般労働者、パートタイム労働者ともに年明け以降上昇している。こうした予想外に早い所定内給与の上昇の背景には、生産性見合いで高すぎる賃金の調整が終わっていたことがある。理論的に、マクロで見た単位あたり賃金は労働生産性見合いで決まるとされている。そこで、わが国の労働生産性と実質単位あたり賃金を比較すると、バブル崩壊以降賃金が上方に乖離した後 2000 年代前半頃から高すぎる賃金の調整が始まり、2000 年

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

代後半にその調整が終わっていることがわかる。定性的に判断をすれば、バブル崩壊以降に日本の労働生産性の伸びが鈍化したことで企業が生産性に見合った賃金の調整に遅れたが、1990年代後半の金融システム不安を発端に雇用、設備、債務といった3つの過剰の処理に迫られ、企業も人件費調整に本腰を入れたことが推測される。そして、2000年代後半からは生産性が上がれば賃金も上がりやすい環境にあったが、欧米の住宅バブル崩壊を発端とした世界的な金融危機や、東日本大震災、欧州債務危機などにより労働生産性の伸び自体が上がりにくい環境が続いた。つまり、今回が生産性見合いで高すぎる賃金の調整終了後に訪れた初めての本格的な景気回復局面であること、しかも日本では稀に見る自国の経済政策の効果により自律的に回復しつつあることが、意外にも早い所定内給与の上昇に結びついていることが推察される。なお、所定内給与の上昇要因を業種別に見ると、主にサービス業が牽引しているが、これは日銀短観の雇用人員判断 DI を見ても非製造業の方が不足超、すなわち人手不足になっており、非製造業の方が労働需給面から賃金が上がりやすい環境となっていることと整合的である。



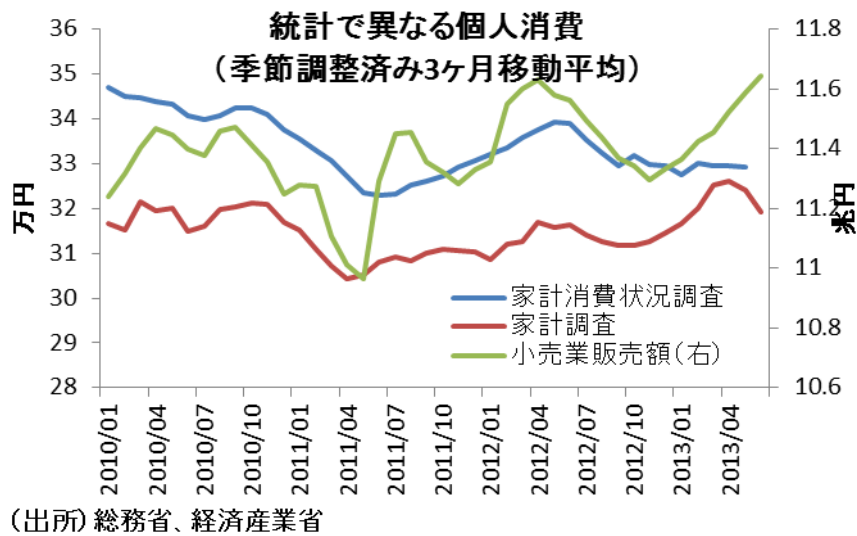
更に、年明け以降増加幅を拡大させている雇用者数についても、毎月勤労統計の常用労働者数を見ると、足元ではパートタイム労働者のみならず一般労働者の増加という傾向が現れていることがわかる。背景には、団塊世代の本格リタイヤ等で人件費調整が進む中、経営環境が好転してきたことから、正規雇用拡大にシフトする企業の動きが出てきつつあることが推察される。



●消費 一部に資産効果

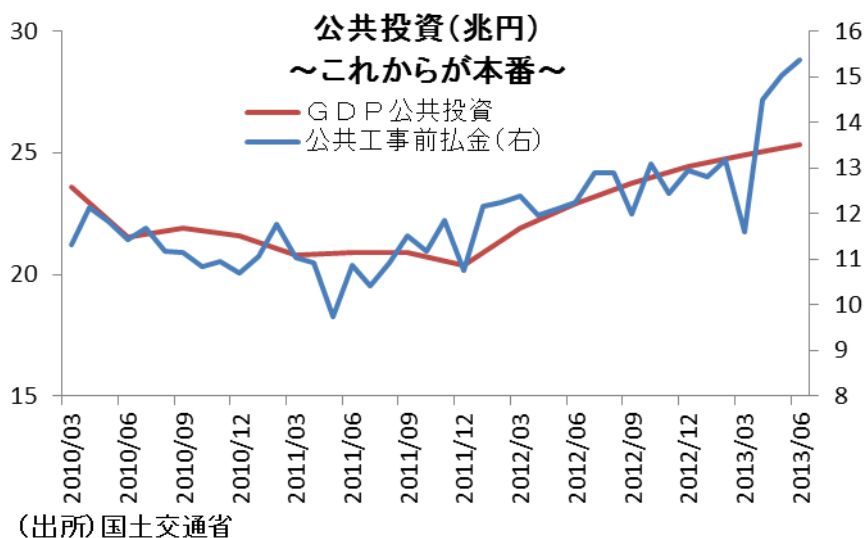
個人消費については、一部に資産効果が現れていることに加え、雇用所得環境も好転していることから、需要側の代表的な指標である総務省「家計調査」の消費支出や供給側の代表的な指標である経済産業省「小売業販売額」では4月以降も好調を維持している。しかし、家計調査よりもカバレッジが広いとされる総務省「家計消費状況調査」の消費支出は軟調な動きとなっている。GDPの個人消費の推計には両統計が使われるものの、品目数が多い分家計調査が反映される割合が大きい。従って、個人消費が回復していることは紛れもない事実だが、GDPの個人消費はやや過大推計の疑いがあることには注意が必要だ。

また、今年は例年より2週間ほど早い梅雨明けをきっかけに2010年以来の猛暑となっており、これも夏場の個人消費を押し上げることが期待されている。しかし、過去猛暑になった2010年、2004年、1994年を振り返ると、確かに7-9月期の経済成長率は個人消費の牽引によりプラス成長となっているが、驚くべきことにいずれも翌10-12月期はマイナス成長に転落している。背景には、夏の消費が電気料金や飲料、エアコン等のように暑さを凌ぐ為にやむなく消費しているということがあるものと思われる。つまり、暑さを凌ぐために消費を増やしても所得の増加を伴わなければ、秋以降の消費が節約モードに入ることが予想される。今回は、秋に消費増税の最終判断を控え、仮に消費増税が決まれば駆け込み需要でその反動を相殺しようが、先送りされた場合などには反動が顕在化する可能性があることには注意が必要だろう。

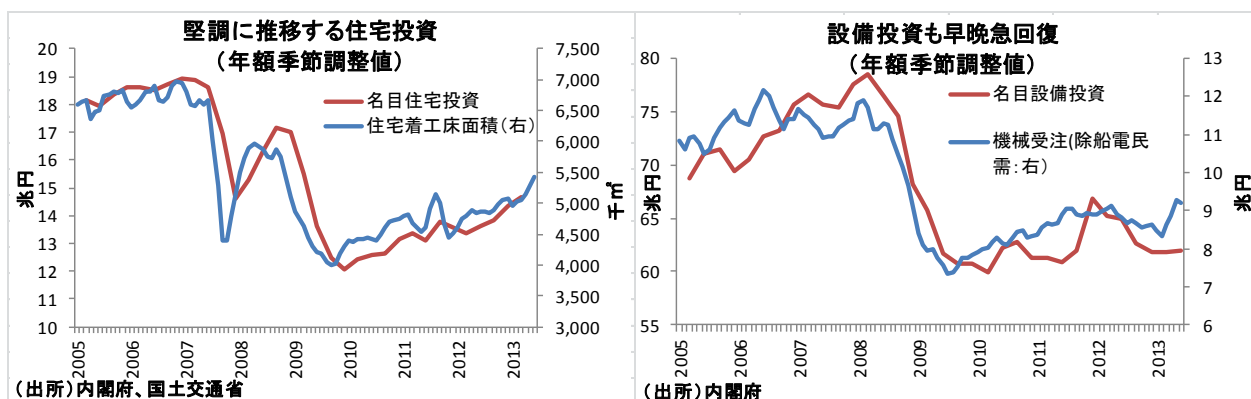


●非製造業には設備投資も（製造業に波及するか）

アベノミクスの二本目の矢である機動的な財政政策の効果は本格化している。事実、公共投資の先行指標である公共工事前払金保証統計によると、4月から保証額が激増していることが裏付けられる。従って、来年4月からの消費増税の判断材料として重視される4-6月期のみならず、7-9月期以降も経済成長率押し上げに公共投資が大きく貢献することが予想されよう。



一方、住宅投資の先行指標である住宅着工床面積を見ると、マンション販売が好調な割には今のところ盛り上がりは限定的となっている。しかし、固定資本形成の中でも最も回復が待望されている設備投資については、明るい兆しが見えている。というのも、設備投資の最も代表的な先行指標となる機械受注統計を見ると、非製造業を中心に足元で急増しており、名目設備投資に1四半期程度先行することからすれば、遅くとも7-9月期にはGDPの設備投資も明確に増加に転じることが期待される。背景には、異常な円高株安の是正に伴い企業の期待成長率が高まっていることがあると見られ、製造業でも一般機械や化学工業などでは回復が見られていることからすれば、製造業への波及も時間の問題であろう。



●意外なほど好調な経済指標の評価と今後の課題

以上見てきたとおり、個人消費はやや過大評価の部分があるものの、懸念されていた設備投資や賃金については、意外なほどの好調さを足元で示していることからすれば、打ち出されるタイミングもよかったこともあり、アベノミクスは今のところ当初の想定以上に順調にきていると評価していいのではないだろうか。

ただ、この回復も依然として初期段階であり、所定内給与などについても、相当な水準まで戻らないと賃金上昇の実感がついてこないだろう。そうした面からすれば、如何にこの流れを持続させるかが課題と言える。そこで懸念されるのは、やはり来年4月に予定されている消費増税の影響である。筆者のマクロモデルの試算によれば、消費税率3%引き上げはその年度の経済成長率を▲1.2%押し

下げる一方で、足元の円安株高水準が持続すれば、来年度の経済成長率を+1.8%押し上げることから、経済成長率的には相殺が可能である。ただ、過去の大型補正の経験則では、来年度明け頃から政策効果の剥落が懸念されており、それを補うために追加の補正ということになれば、財政規律の面で懸念が高まる。従って、来年4月の消費増税をどう乗り切るかがいずれにしても大きな課題となろう。

また、これまでのアベノミクスの効果といえ、一本目の矢である大胆な金融緩和による円安株高がけん引役であったことからすれば、こうした円安株高の流れを持続させることも今後の課題となろう。そのためには、これまでの市場のけん引役となってきたヘッジファンドなどの短期資金に加え、海外の年金基金等の流入が必要となる。しかし、こうした海外の長めの資金が投資判断を見極める最大のポイントがアベノミクスの三本目の矢である成長戦略への踏み込み度合いである。従って、成長戦略そのものの直接的な効果が出るまでには時間を要するが、長めの海外資金動向による株価の変動は短期的な景気動向を大きく左右することからすれば、秋に発表される成長戦略第二弾で法人税率の引き下げや解雇規制の緩和をはじめとした外国人投資家が注目する構造改革にどこまで踏み込めるかも今後の経済を左右する大きな課題といえよう。