



コラム

「柏原延行」の Market View

#72 労働分配率の低下を考える（その1）

皆さま こんにちは。

アセットマネジメントOneで調査グループ長を務めます柏原延行です。

2017年4～6月の法人企業統計調査によれば、資本金10億円以上の大企業の労働分配率は43.5%と、1971年1～3月以来、約46年ぶりの低水準となりました。

労働分配率は、付加価値額に対する賃金などの割合を指します。そして、付加価値額とは人件費や経常利益、減価償却費、支払利息等を合計したものです。労働分配率の低下の意味をごく簡単にご説明すると、企業の利益環境と比較して、労働者の取り分、すなわち賃金の上昇ペースが鈍いことを示します。

このようなニュースは、一般的な消費者の賃金上昇への期待感を失わせ、節約志向を強めさせるため、経済成長の大きなエンジンである個人消費が停滞する可能性を示唆すると捉えることが自然であると考えます。

そこで、本日のコラムでは、この状況の背景などを整理したいと思います。

まず、企業の利益環境についてご説明します。

法人企業統計における2017年4～6月の経常利益は、22兆3900億円と遡及可能な過去253四半期（約63年）中、過去1番目であり、絶好調と評価できる数字となっています。製造業、非製造業に分解した内訳も発表されているのですが、いずれも過去1番目であり、いずれかの業種の片翼飛行ではなく、両方の貢献により、全体の数字が好調であることがわかります。

そして、この企業利益好調の理由は、「（一時は80円台を割り込んだ米ドル/円が、）足元では110円近辺の水準にあること」と説明されることが多いように思います。

しかし、前述の内訳をみると、約22兆円の経常利益のうち、円安の恩恵を直接的に受けやすいと思われる製造業の占める割合は約8兆、割合で約35%を占めるにすぎません。加えて、「全体の利益」に対する「製造業の利益」の割合は、10年前と比較すると減少傾向にあり、足元での企業の利益環境の好調さは、為替だけでは説明しきれないように思います（週刊エコノミスト7/18特大号掲載の筆者寄稿記事もご参照いただくと幸いです）。

それでは、なにが企業利益の好調をもたらしているのでしょうか？

※本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。
※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

これについては、訪日観光客数の増加（いわゆるインバウンド需要）、足元で底堅いグローバルな経済成長など考える理由は色々ありますが、私は、企業間での取引価格の変動を示す国内企業物価の動向が重要であると考えています。

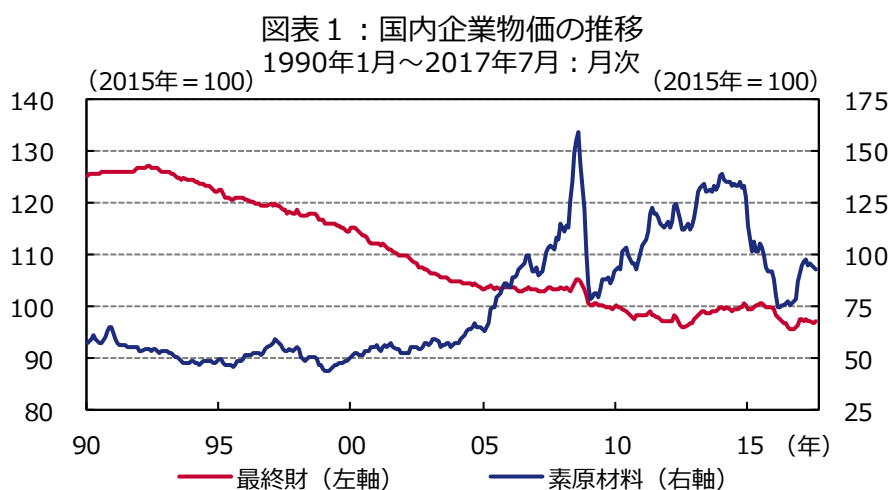
図表 1 が、我が国の企業物価の推移です。

1990年代前半（バブルの破裂が認識され始めた時期です）から、「最終財」価格の低下傾向が鮮明です（赤の線：なお、「最終財」価格とは、ようするに企業の販売する製品の価格とお考えください）。2008年のリーマンショック前には価格が横這い、底打ちの兆しが表れたのですが、リーマンショックにより再び低下基調に回帰しました。

すなわち、バブル崩壊後の基調（トレンド）としては、企業を全体としてみた場合、販売する製品の価格低下にずっと苦しめられてきたと評価可能であると考えます。

加えて、企業が製品を作るための原材料費にあたる「素原材料」については、原油価格や素材価格の上昇もあり、1990年代後半から2000年代後半までは価格が上昇傾向であり、特に2005年以降においては、「素原材料」価格が極めて大きく上昇した局面があったことが分かります。

このような時期においては、コストが上昇しているにも関わらず、これを最終製品の価格に転嫁できないのですから、企業収益の環境が厳しいものになるわけです。



出所：日経NEEDS-FinancialQUESTのデータを基にアセットマネジメントOneが作成。

しかしながら、原油価格の大幅下落等を経て、2000年代後半以降、「素原材料」価格は上昇一筋ではなくなり、かつ「最終財」価格の低下基調も一服しました。

ごく足元をみた場合、2017年7月の企業物価指数では、（輸入品の上昇の寄与もあり）「最終財」価格は前年同月比1.0%の上昇とおよそ2年ぶりの高い伸びとなりました。このような環境が、前述した企業利益環境の好調さをもたらしていると考えています。

来週以降の「その2」に続きます。

(2017年9月7日 9:00執筆)

【当資料で使用している指数についての留意事項】

ございません。

※本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.78%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限 年率2.6824%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

■ その他費用・手数料

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
 1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
 2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
 3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。