



「柏原延行」の Market View

#75 労働分配率の低下を考える（その3）

皆さま こんにちは。

アセットマネジメントOneで、チーフ・グローバル・ストラテジストを務めます柏原延行です。

今回のコラムは、2017年9月19日付「労働分配率の低下を考える（その2）」のつづきです。

（その2）まででは、我が国の労働分配率が約46年ぶりの低水準となったことをご紹介しました。そして、労働分配率の低下が意味するものは、企業の利益環境と比較して、労働者の取り分（賃金）の上昇ペースが鈍いことを示すこととお話したうえ、（その1）で企業の利益環境が絶好調とっていいほど良好であることをご説明しました。

（その2）では、「企業の利益環境が絶好調」、かつ「失業率が3%程度まで低下し、労働供給がひっ迫」していると思われる日本において、なぜ、賃金の上昇ペースが鈍いかは、「労働経済学上の大きな謎」と思われること、及び、この謎について気鋭の労働経済学者などが論考されている「人手不足なのになぜ賃金が上がらないのか：慶應義塾大学出版会」のご編者である玄田有史東京大学教授が指摘される7個のポイントをご説明しました。

そして、7個のポイントの中から、経済・投資環境の正確な把握と予測が仕事で、現時点での鈍い賃金上昇ペースが、「今後も継続するか、否か」に興味を集中する私としては、「①労働市場の需給変動」、「②行動経済学」、「⑤正規・非正規問題」などの考え方（ポイント）から、賃金上昇ペースが変化する可能性があるか、否かが重要であると考えていることとお話させていただきました（この際には、賃金に大きな決定権を持つ企業経営者の視点から考えることも重要であると思われます）。

それでは、以下、本日のコラムにはいります。

まず、「①労働市場の需給変動」について、考えます。

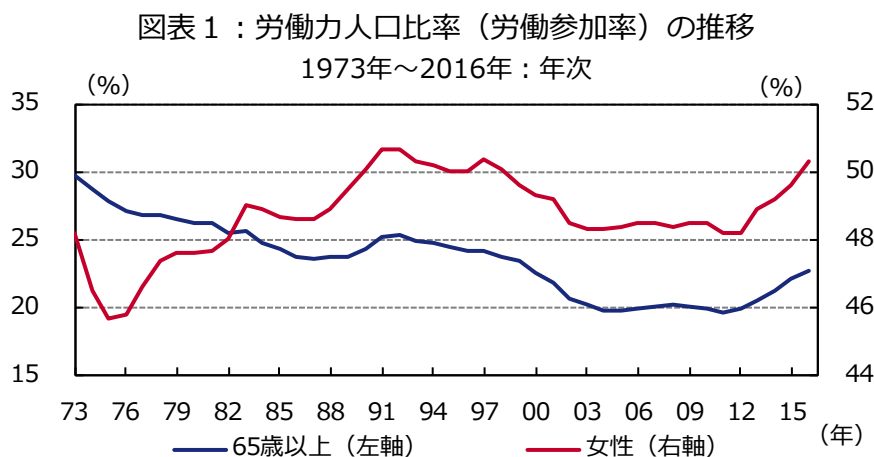
需給と価格の関係を考えて場合、労働市場に対する需要が強い中で、供給が一定であれば、その価格は上昇すると考えることが自然です。

世間では、企業収益が好調で、かつ人手不足が報道されることもあり、労働市場に対する需要が一定程度強いことは間違いないと思われます。

それでは、これに対する供給はどうなっ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。

図表 1 は、高齢者と女性の労働参加率の推移を示したものです。12年頃から顕著な上昇がみられ、人手不足が議論される中で、女性と高齢者の働く方の割合が上昇することで、増加する需要に一定程度対応してきたことが分かります。



出所：総務省のデータを基にアセットマネジメントOneが作成。

※2011年の値は、東日本大震災の影響を受けたことにより、補完的に推計した値。

※労働力人口は就業者と完全失業者を合わせたもので、働く意志を表明している人。労働力人口比率は15歳以上の人口に占める労働力人口の割合（65歳以上の場合は65歳以上人口に占める割合）。

それでは、今後とも、女性と高齢者の労働参加率は上昇を続けるのでしょうか？女性に関しては、保育所の整備などにより、ペースは落ちると思われそうですが、労働参加率を引き上げることは可能ではないかと私は考えています。

しかし、一方で、高齢者の労働参加率の上昇が継続するとは思えません。

日本人の平均寿命は、男性が約81歳、女性が約87歳（2016年時点）である中、人口が多い「団塊世代（1947年～1949年生まれ）」の方が、この後本格的に70歳台に突入し、健康問題から働くことができる人が減少する可能性が高いからです（この意味からも健康で生きられる期間である健康寿命を延ばすことは重要です）。

とすれば、今すぐにはないにしろ、少し長い目で見た場合、「①労働市場の需給変動」は、賃金上昇要因に転じる可能性があるかと私は考えています。

次に、「②行動経済学」、「⑤正規・非正規問題」との視点です。私はこの2個のポイントは密接に関連していると考えています（なお、「②行動経済学とは、賃金に下方硬直性があったことが、環境が好転しても上昇硬直性を生む要素となっていることなどです」）。

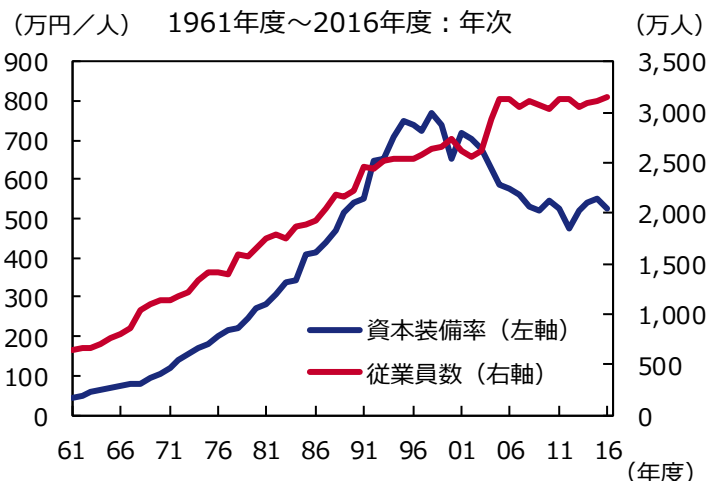
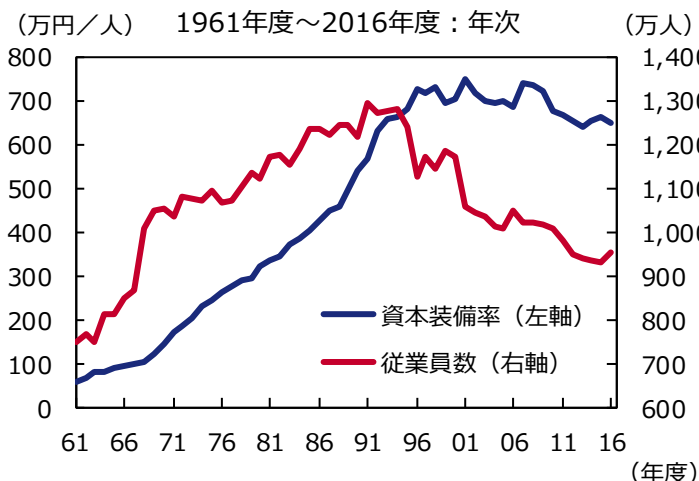
すなわち、この2点は、企業経営者が人への投資に対して、消極的であることに起因していると考えています。

なぜ、企業経営者は投資に消極的なのでしょう？

図表2、3は、製造業、非製造業別に資本装備率と従業員数の推移を見たものです。これを見ると、企業は、製造業では人を、非製造業では資本装備率を、バブル崩壊以降、一貫して減らし、いわば「ケチケチ作戦」を採用してきたことが分かります。

図表2：資本装備率と従業員数（製造業）

図表3：資本装備率と従業員数（非製造業）



出所：財務省「法人企業統計」のデータを基にアセットマネジメントOneが作成。
 ※資本装備率は、期首期末平均有形固定資産（土地、建設仮勘定を除く）／期中平均従業員数

出所：財務省「法人企業統計」のデータを基にアセットマネジメントOneが作成。
 ※資本装備率は、期首期末平均有形固定資産（土地、建設仮勘定を除く）／期中平均従業員数
 ※非製造業は、金融、保険業を除くベースから、さらに電力業、ガス・熱供給・水道業を除いている。

これは、いわゆるバブル崩壊後に発生した厳しい環境の記憶があまりにも強いため、収益の絶好調に代表されるよう環境変化が発生しても、「ケチケチ作戦」を続けてしまうためであると思われます。

しかし、人手不足が加速する中、企業の生き残りのためには、投資が必要となる時期が来ると思われ、今すぐにはないにしろ、少し長い目でみた場合、「②行動経済学」、「⑤正規・非正規問題」との視点からも、鈍い賃金上昇ペースが変化する可能性があると考えています。

結論として、今すぐではないにしろ、今後5年程度の期間を想定した場合、現在の鈍い賃金上昇ペースが変化する可能性があり、経済・投資環境を考える上で、この点は非常に重要になると思われます。

(2017年9月29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るため、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。