

門間 一夫の
経済深読み



グリードフレーションのゆくえ ～今年の賃上げの意味を考える～

みずほリサーチ&テクノロジーズ

エグゼクティブエコノミスト

門間一夫 2024年3月25日

日本でも起きていたグリードフレーション

欧州ではひところ二桁インフレが猛威を振るい、生計費クライシスと言われた。エネルギー価格の高騰など仕方がない面もあったが、原材料コスト以上に値上げが進み企業収益は好調だった。国民が苦しんでいる間に値上げで儲けた企業への不満を込めて、その状況はグリードフレーションと呼ばれた。強欲 (greed) とインフレーション (inflation) からなる造語である。

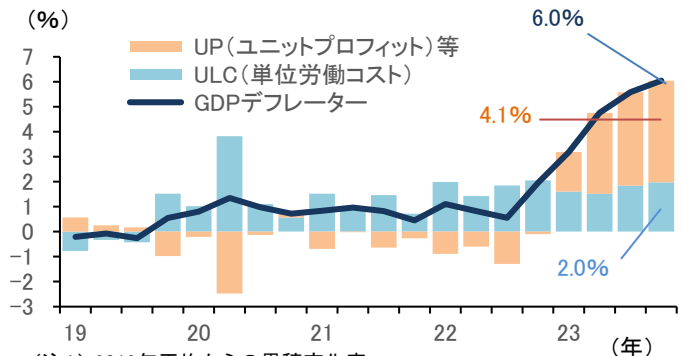
似たようなことは 2023 年の日本でも起きていた。それがわかるのは GDP デフレーター動きである。一般的なインフレ指標である消費者物価は、輸入コストが消費者に価格転嫁されれば上昇する。それに対して GDP デフレーターは、輸入コストの価格転嫁分を含まない物価指標であり、輸入コストで説明できない値上げ (ホームメイド・インフレ) だけが反映される。

その GDP デフレーターを視覚的に捉えやすいうれいレベルで観察する (図表 1)。直近の GDP デフレーターは 2019 年平均より 6% 高いレベルにあり、そのうち何と 5.5% 分の上昇が過去 5 四半期で一気に起きたものである¹。さらに驚くのは、その企業と労働者への分配である。

前述のとおり GDP デフレーターで捉えた値上げ分には、輸入コストすなわち海外への支払い分は含まれない。値上げ分はそのまま

国内の企業利益になるか、賃金を通じて国内労働者の所得になる。企業の取り分をユニットプロフィット (UP)、労働者の取り分をユニットレバーコスト (ULC) と言う。前述した過去 5 四半期のホームメイド・インフレ 5.5% のうち、企業が 5.4% 分とほぼすべてを手にしており、賃金を通じて労働者に還元されたのはわずか 0.1% 分であった。

(図表 1) GDP デフレーター



(注1) 2019年平均からの累積変化率。

(注2) ULC=名目雇用者報酬/実質GDP。UPは残差として求めた。

(資料) 内閣府

¹ 2023年暦年のGDPデフレーターは前年比+3.8%である。これは、現行およびその前のGDP統計でさかのぼれる1981年以降で最大の伸び率である。

この分配の偏りが企業の「強欲」のせいだと言うつもりはない。個々の企業や労働者によっても状況は異なっており、これはあくまでマクロベースの話である。そのマクロ経済を取り巻く環境も最近は予想しにくい変化の連続である。昨年、過去のコスト上昇分の価格転嫁がようやく加速し始めたタイミングで、原材料価格が下落し始めた。つまり、企業の価格設定行動と外部環境の「ずれ」が、昨年はたまたま収益マージンの大幅拡大をもたらした面がある。あとから振り返れば企業は昨年もっと賃上げできたはずだが、それは結果論である。以下では、この現象から日本経済の何が読み取れ、今後にどのような含意があるかを考える。

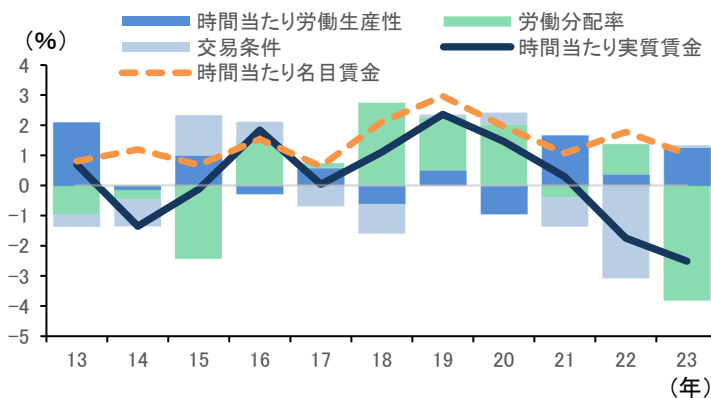
株価の好調と個人消費の低迷

日経平均株価はバブル期のピークを超えて4万円台をつけた。日本株は10年以上明確な上昇トレンドにあり、4万円はもともと時間の問題だった。ただ、最近の好調な企業業績が、その実現を早めたことは確かだろう。一方で日本経済は決して好調ではない。GDPの過半を占める個人消費がとくに弱く、2023年4～6月以降、3四半期連続のマイナス成長である。

株価とGDPの乖離は今に始まった話ではないので、株価好調と消費低迷の併存も驚くことではない。それでも前述したグリードフレーション現象が、最近の株価と消費のコントラストを一段と強めた可能性は高い。だとすれば、歴史的な値上げによる利益がまるまる企業の取り分になったのだから、足元の企業業績には「値上げ参考記録」の面がある。それを割り引かずには株価が上がっているのだとしたら、その分の調整はあってもおかしくない。

一方、大幅値上げの利益が労働者に回らなかったということは、実質賃金が大幅に低下したということである（図表2）。2022年の実質賃金の低下は、交易条件の悪化すなわち輸入物価の高騰によるものであり、企業も家計もともに苦しんだのだから仕方がないとも言えた。しかし、2023年の実質賃金の低下は、もっぱら労働分配率の低下によるものであり、企業と家計で明暗が著しく分かれた。「労働生産性に見合う実質賃金を」と言うなら、2023年の実質賃金はプラスを回復しなければならなかった。

（図表2）実質賃金の要因分解



（注）要因分解は以下の式による（消費デフレーターは持ち家の帰属家賃を除いたもの）。

$$\text{時間当たり実質賃金} = \frac{\text{時間当たり名目賃金}}{\text{消費デフレーター}} = \frac{\frac{\text{名目雇用者報酬}}{\text{雇用者数} \times \text{労働時間}}}{\text{消費デフレーター}}$$

$$= \frac{\frac{\text{名目GDP}}{\text{GDPデフレーター}}}{\text{雇用者数} \times \text{労働時間}} \times \frac{\text{名目雇用者報酬}}{\text{名目GDP}} \times \frac{\text{GDPデフレーター}}{\text{消費デフレーター}}$$

↓
↓
↓

時間当たり労働生産性
労働分配率
交易条件

（資料）内閣府、総務省、厚生労働省

今年的大幅賃上げはできて当然

今年の春季労使交渉による賃上げ率は、連合による第2回回答集計の時点で+5.3%である。これに近い最終結果になるなら33年ぶりの高い伸び率となる。ただし、収益マージンの歴史的拡大が1年遅れで労働者に還元されたという意味では、今年の賃上げは高くても当然とも言える。

一方、30年間なかった規模の賃上げが、昨年そして今年と連続で実現した背景として、企業が構造的な人手不足を意識し、賃上げ姿勢を根本から変えた可能性もある。企業収益の還元か、慢性的な人手不足への危機感か、どちらが大きいとみるかによって、来年以降の賃上げの展望は変わる。

残念ながら両者の区別は難しい。賃上げの「姿勢」が構造的に変化しつつあるのだとしても、その姿勢が実際の賃上げにつながるにはやはり原資が必要である。個々の企業ごとに異なるとしても、マクロでみれば今年の場合、1年かけて蓄積された原資がたっぷり存在した。それを使って賃上げを加速し、人材の確保と士気向上を図る好機、と考えた企業は少なくないはずである。

少なからぬ企業がそう考え始めると、もともとそこまで考えていなかった企業も「賃上げしないことのリスク」を意識する。自社だけ賃上げを渋れば、働く人々から選ばれない企業に転落する恐れがあるからだ。史上最高益を挙げた企業も少なくない中で政府や世論の圧力も強く、今年は賃上げの出し惜しみこそ経営上のリスクになる雰囲気だった。企業の賃上げ姿勢が構造的に変わり始めた可能性は十分にあるが、それがどの程度かはまだよくわからない。今年的大幅賃上げに関する限り、その前の「グリードフレーション現象」を抜きに語ることは難しいように思う。

2%物価目標のラストワンマイル問題

大幅な賃上げは日銀も動かした。3月18～19日の会合で日銀はマイナス金利を解除し、金融政策の正常化に踏み出した。日銀は「2%物価目標の持続的・安定的な実現が見通せる状況に至った」と判断したのである。そしてそれは「賃金と物価の好循環」が強まったという判断に基づいている。

ただし、この日銀の判断はやや見切り発車のように映る。「好循環」とは賃金と物価が相互に影響を及ぼし合うことだが、今回の賃上げで確認できたのは「昨年の値上げ→今年の賃上げ」という事実だけであり、「賃金→物価」の方向については十分確認できていない。その力が働いているならサービス価格が上がるはずだが、現在のサービス価格の上昇は一部の品目に偏っていて持続性に疑問が残る。

もちろん、今回の大幅な賃上げが、①個人消費の回復、②人件費の上昇、という二つのルートを通じて、今後サービス価格を幅広く押し上げていく可能性はある。ただし、それはあくまで可能性である。そして、①の個人消費ルートについては、今年の賃上げで過去の実質賃金のマイナス分まで取り戻せたわけではないなど、一定の不安要素が残る。②の人件費ルートについても、先に値上げが行われその原資で賃上げをしたのだから、その賃上げ分をもう一度価格転嫁しないとマージンが持たないという状況ではない。

繰り返すと、グリードフレーション現象で企業収益と賃金のバランスがいったん大きく崩れ、そのアンバランスを是正するのが今回の賃上げだったとすれば、ここから「賃金→物価」という次の連鎖が改

めて起動するかどうかはわからない。2%物価目標の「賃金→物価」というラストワンマイルは、確認に手間取るかもしれない、結局確認できずに終わるリスクもある。日銀がマイナス金利解除後の追加利上げに慎重なのは、そのことを意識しているからであろう。

生産性の上昇を伴う「本当の好循環」はさらに難関

そもそも「賃金と物価の好循環」は、実現したところでたいした循環ではない。賃金と物価が同じだけ上がり続けても、実質賃金はいつまでも上がらないからである。経済が強いなら起きるはずの本当の好循環は「実質賃金と生産性の好循環」である。図表2に即して言えば「労働生産性」の大きなプラス寄与がコンスタントに続く状態である。そうなれば「株価も上がり個人消費も強い」世界への扉が開く。

その原動力となる可能性を秘めているのが、途中でも述べた構造的な人手不足である。ポイントは、たまたま出た利益の後追いではなく、人材確保を動機とした賃上げがまずは無理やりにでも進み、それでも企業努力で利益を出せるようにするという動学が、持続的に働くかどうかである。

その利益創出努力の方向性には、①値上げ、②イノベーションの二通りがある。ここで後者には、財・サービスの実質付加価値の向上、財・サービスを生み出す効率性の向上、再編・合併や人の移動など企業の枠を超えた資源配分の改善、などが広く含まれる。いずれも労働者一人当たりの実質付加価値を高める点では同じである。

このあと①と②がいずれも不十分なら、来年以降の賃上げの持続性には黄信号が灯る。①が十分なら日銀のラストワンマイル問題は解消するが、それでは「賃金と物価の好循環」という意味の乏しい終点にしか行けない。本当に重要なのは、②のルートが作動して「実質賃金と生産性の好循環」が起き、たとえ物価は上がらなくても賃金だけは上がり続ける新天地への到達である。

構造的な人手不足はその原動力になりうると言ったが、人手不足によって自動的にイノベーションが生まれるわけではない。「人手不足の逆風に折れない企業の成長期待」というもうひとつの条件が重要である。「人が足りないなら国内で無理な事業拡大はしない」と企業が弱気になり始めたら、そこで好循環は終わる。「国内にこそ成長機会があるのだから人がいなくても事業を拡げたい」という情熱がイノベーションを生む。政府がイノベーションを促す政策を打ち出す際にも、デジタル化に補助金を出すなどという小手先の支援ではなく、「日本を成長機会にあふれる国にして企業の情熱を掻き立てる」という大きな視点が必要である。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償のみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。