

賃金の低迷とその解決に向けて

—貯蓄から投資へ再考—

米澤 康博

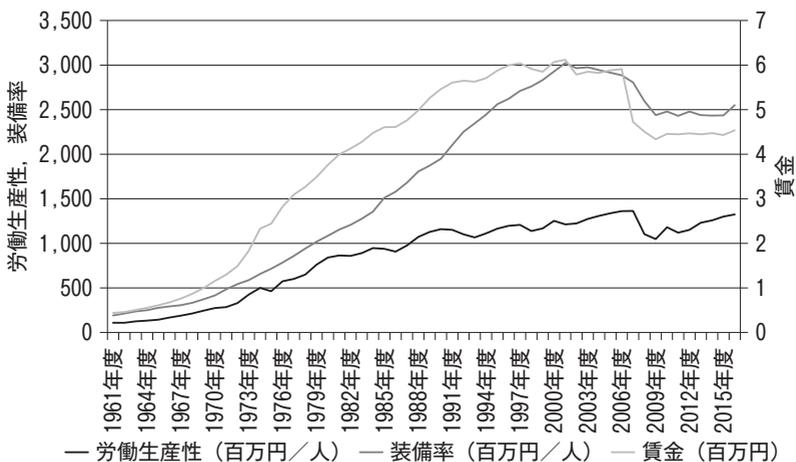
一、はじめに

さかのぼればバブル崩壊後から日本経済の低迷が始まった。バブル時の過大な変動を調整した後もそれ以降の経済成長は腰が折れたように低下していることは容易に確かめることができる。より最近時に目を転じてもリーマンショック後はアベノミクスのスタート時を除けば状況はそれほど変わっていないのではなからうか。ミクロ的に見ると事態はより深刻と言える。それは企業の利益

は大幅に改善したにもかかわらず家計の賃金（所得）がほとんど上がらないのである。以前では家計は銀行預金を通して企業利益にアクセスできていたが、(i)企業負債比率の低下、(ii)ゼロ金利、によってこのルートが消滅した。この状況下で賃金が低迷しており、家計においては全く逆風な制度変化である。その結果、消費が盛り上がらないのは必至である。

本レビューではこの問題意識に立って、その原因を探しながら改善に向けての政策を検討することにする。

図1 労働生産性、装備率および賃金の動向



二、事実の確認

最初に一人当たり賃金の動向を確認しておく。図1には法人企業統計中の資本金一〇億円以上の大企業の従業員の年収の動向が記されている。⁽¹⁾ それを見ると一九九〇年頃から上昇は止まり、以降停滞を経てリーマンショックの頃から大幅に低下し、現在に至っている。図からも明らかのように最近時の賃金の低下は深刻である。

この賃金の低下の原因に関しては多くの議論がなされたがこれといった原因が見つかっていないのが現状である。⁽²⁾

他方、ここでは図示していないが賃金が低迷している間、企業の利潤率、例えばROAは堅調であり、しかも配当も大幅に増加しているのである。この結果、労働分配率は低下している。この

経済状況自体が直ちにGDP（国民総生産）停滞をもたらすわけではないし、標準的なマクロ経済学に従えば消費も必ずしも停滞することにはならない。GDPは賃金総額に利益総額を加えた額であり、消費は賃金総額ではなく利益を含めたGDPの関数となるのでその内訳は重要ではないからである。またROAの高まりによって企業の設備投資が活発になればGDPは増加するからである。しかしこのような期待される効果は大半において生じていないのである。

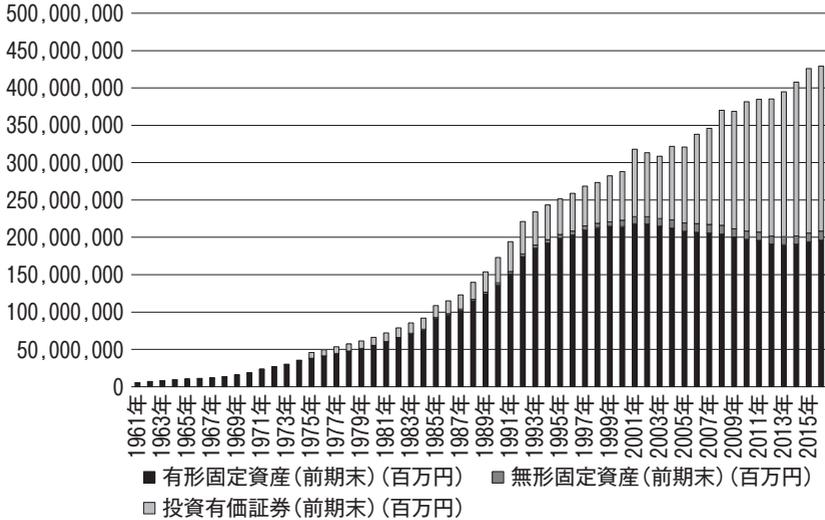
三、企業の海外進出

アベノミクス以降、企業は内部留保が増大し、その蓄積が増大しているのでその資産をもって賃金を増加すべきであるとの意見をよく聞く。もちろん、内部留保は株主の所有となるので制度的に

も無理な話ではあるが、内部留保の使い道がなければ賃金を高めてその分利益を減らすことはできなくはない。要するに労働分配率を高めるのである。確かに一九九〇年以降、国内の設備投資は低迷し、減価償却費で賄える範囲に留まっており、この点を見る限り、より配当を高めよ、あるいはより根本的に賃金に回せよ、との意見はもつとものように見える。

図2には法人企業統計における資本金一〇億円以上の大企業の固定資産の残高とその内訳の推移が示されている。それによると一九九〇年以降、有形固定資産は指摘のように停滞していることがわかる。法人企業統計は基本的に連結ではなく単体の決算をベースにバランスシートが作成されているのでこの有形固定資産は国内の設備に対応している。海外に進出したことによる海外設備には対応していないので海外直接投資による設備を把

図2 企業固定資産の推移とその内訳



握することは容易ではないが、大雑把に把握するならば固定資産中の投資有価証券で海外子会社の資産を近似することができる。これが法人企業統計の特徴であり、連結ベースでの有形固定資産に対応すると推測される。

図2を見ると投資有価証券は二〇〇〇年頃から大幅に増加していることがわかり、より高いROAを求めて海外に進出していることが推測される。⁽³⁾ 無形固定資産が無視できる範囲にあるので国内、海外の設備の総額は固定資産全体で見るのが適当となる。したがってその増加分が本来の設備投資と理解すべきである。これを見る限り企業がそれなりに成長していることがわかり、これが最近のROA上昇の原動力となっていよう。

四、理論的説明

ここまで、企業は内外全体の設備で見ればある程度の成長率で成長しているが、国内設備で見ると限り、停滞、あるいは縮小していることが分かった。この特徴は空洞化と呼ばれており、新しい現象ではない。しかし問題はこの国内設備にある。

国内では従業員である家計が国内の設備に基づいて生産していると想定するとGDPは国内設備に依存して決まるので労働生産性（ \parallel 企業付加価値／従業員数）は停滞し、GDPも停滞することになる。⁽⁴⁾

さらに一定の仮定の下では実質賃金は労働装備率（有形固定資産／従業員数）に依存して決まると考えられる。⁽⁵⁾ その装備率は図1からわかるようにリーマンショック後、大きく低下していること

がわかり、同時に名目賃金も低下していることがわかり、この考え方が適当であることが確かめられる。⁽⁶⁾ この結果から国内資本設備が停滞、あるいは海外に逃避して減少したことが賃金低下の主要因であることが言えそうである。

なお、リーマンショック後の装備率の低下は国内設備の減少もさることながら二〇〇九年以降の雇用の増大も影響している。リーマンショックによつて非正規従業員等を大きく解雇した大企業は二〇〇九年頃から回復を見込んで採用を増加し始めたのであり、これら両結果から装備率が低下したのである。

この過程においてROAは高まることがわかる。そもそもROAを高めることを目的に設備が相対的にROAの高い海外にシフトするのであるから当然と言えば当然である。労働装備率が低まることはその逆数である資本葬儀率から見れば高

まるのでROAは高まることになる。⁽⁷⁾ 実際、アベノミクスにおけるROAは高まっている。

五、問題への対処

以上では、企業の設備資本が海外に流出している結果、従業員である家計の賃金が停滞していることを指摘したが企業が合理的でないことをしている訳ではない。企業は長期的な利益を求めてよいROAの高い海外に資本をシフトしているのであり、それは必要なことである。経済学でも海外直接投資によって経済厚生が高まることが主張されている。しかしその場合、重要な論点としては標準的な家計が企業の利益をすべて享受できるとする新古典派経済学的な前提が必要なことである。より具体的には家計が貯蓄を預金、株式で運用して増加した利益をすべて利子、配当等で受け

取れることを想定している。この前提が満たされる限りは賃金の停滞は貯蓄からのリターン増によって補填され、トータルとしてプラスが期待できる。

現実を見てみよう。高度成長時代には企業側から見れば大半が負債であり、企業利益の大半は利払いとして最終的には家計に分配、還流されていた。しかも企業利益が多い好景気の時期は一般に金利水準も高く、利益の還元はかなりの程度行われていた。それに対して最近企業利益は堅調であるにもかかわらず負債比率は大きく低下し、しかも負債の金利はほぼゼロとなっており、企業負債を通しての利益還流は急速に低下している。また株式運用においては個人投資家のシェアは低く、多くは外国人投資家、日銀、GPIFからなるのでこのルートを通しての還流も十分ではない。⁽⁸⁾ これでは消費が停滞するのは当たり前であ

る。

このような結果にならないためにも企業利益を家計に還流させる工夫が必要である。まさに「貯蓄から投資へ」であり、既に何年も前から言われていることであるが改めてその重要性が確認できる。積立NISA、iDeCo（個人型確定拠出年金）等の税制優遇の受け皿が登場しているがその効果は十分ではない。しかし正解としてはこの家計への利益還元ルートの拡充しかない。

六、戦略的な対応

「貯蓄から投資へ」の政策の効果がほとんど生じていないことを受け止めると代替的な策も考えざるを得ない。それを戦略的な対応と呼べばそれは賃金、所得を高めることを目的とする方策である。そもそも株式等への資産選択が少ないのは所

得自体が十分でなく、場合によっては貯蓄自体を行っていない家計も少なくないからである。この点を考慮すると「まず」賃金を高めることが必要となる。それが実現できれば株式への資産選択も徐々に増える可能性があるだろう。日本で「貯蓄から投資へ」がうまくいかなかったのは賃金が低迷していたからである。

理論的な説明に従えば、賃金を上げるためには設備を国内に戻す、あるいは国内への設備投資を促進することが必要となる。企業の国内設備が増加すれば企業のROAは低下するが賃金の上昇が期待できる。この限りでは株価も下落することは避けられないであろうが、長期的には家計による株式投資が増加するので株価は回復することも期待できる。

問題は如何にして国内設備（投資）を回帰、促進させるかである。国内生産の生産性が高まれば

国内設備投資、回帰は自然体の下で期待できる。

そのためには、よりＩＴ化、製品高度化することによる海外製造業設備の国内地方への回帰、非製造業のよりＩＴ化等が必要である。同時にホワイトカラーと呼ばれた事務管理体制の効率化が必要であり、この場合にも事務設備の高度化が必要となる。それなくしての働き方改革は戦中の精神論に近く、効果は期待できない。より一層のＩＴ化、オフィスの改善等が必要である。

この生産性の高まりによる国内設備投資が生じれば賃金の上昇はＲＯＡの低下なしに期待でき、望ましい結果となる。したがって政策としてもこれらＩＴ化を中心とする国内設備投資の促進政策、国内回帰工場の地方促進となろう。家計の賃金（所得）の増加が見込まれれば改めて「貯蓄から投資へ」政策を強化すればよい。

七、おわりに

経済がグローバル化している現在、国境を越えての資本移動は必然的である。それが合理的に行われれば家計の厚生は高まるはずである。しかし実際に日本で生じているのは家計厚生低下である。家計が企業利益を受け取る制度が出来上がっていない中、企業は賃金から利益への変換を急速に行ったからである。以前では家計は銀行預金を通して企業利益にアクセスできていたが、(i)企業負債比率の低下、(ii)ゼロ金利によってこのルートが消滅した。この状況下で賃金が低迷しており、資本移動のメリットが全く生じていないのである。

改善するには「貯蓄から投資へ」が必要となる。これは証券業界からの固有のニーズではな

く、マクロ経済的に見て必要なニーズである。しかしこの政策ほどうまくいかなかったものはない。その理由としてはいろいろ考えられようが一番は家計の賃金（所得）が低迷していたからと考えられる。

さらに賃金低下の原因もこれまでいろいろ議論されてきたが定まった原因は明らかではない。その中であって本レビューでは一番の理由として高利潤を求めている企業設備の海外移転であるとした。しかし、この海外移転は必然的であり、日本経済においても必要なことである。実際、GNI（国民総所得、旧GNP）は増加しているはずである。しかし家計には企業の利益増を取り込む方法がないのである。生じたのは賃金の低迷のみである。これが問題なのであり、その解決策としては利益増を取り込む工夫が是非必要であるとした。本レビューではこの還流方法に関しての試論

を紹介した。まず必要なのは賃金の上昇であり、そのためには国内設備投資の促進、海外設備の国内回帰が必要であることを述べた。これらの結果、賃金上昇したならば改めて「貯蓄から投資へ」を本格的に促進させる基盤が整えられたと位置付けた。時間のかかりそうなプロセスではある。

補論・拡張S o o w成長モデル

基本的なモデルは以下の体系で示される。簡単化のため資本の減耗率はゼロとしている。

$$Y_t = F(\bullet) = AK_t^\alpha N_t^{1-\alpha} = w_t N_t + r_t K_t \quad (1)$$

$$S_t = s(Y_t + r_t F_t) \quad (2)$$

$$K_{t+1} = S_t + (F_{t+1} - F_t) + K_t \quad (3)$$

$$r_t^w = r = \frac{\partial F(\bullet)}{\partial K} = \alpha A k^{\alpha-1} \quad (4)$$

(1)式はGDPであるYを生産する生産関数である。それは国内資本ストックKと国内従業員Nとによって生産され、Nは一定とする。Aは生産性

を表すTFPである。(2)式は貯蓄関数であり、貯蓄SはGNIである $Y+FD$ の一定比率 s で決まると仮定している。ここでFは海外資本ストックへの持分である。マイナス値の場合には借入と解釈する。(3)式は国内資本ストック蓄積式である。

しかし国内資本ストックは(4)式で決まるので(3)式は実質的には海外資本ストックFの蓄積式となる。(4)式がこの体系での特徴である国内資本ストックの必要利潤率制約であり、この制約によって以下のように国内資本ストックが決まる。その際の必要利潤率 r^w は海外利潤率 r^w であり、外生とする。(4)式より労働装備率である k は

$$k = \left(\frac{Q/A}{r^w} \right)^{\frac{1}{1-\alpha}}$$

と決まる。海外利潤率 r^w が国内に比して高ければ高いほど k が低まることがわかる。この結果、国内実質賃金は低下する。

(注)

(1) 「従業員数」は常用者の期中平均人員と、当期中の臨時従業員(総従事時間を常用者の一か月平均労働時間数で除したもの)との合計である。給与額は、それぞれの人員に対して当期中に支払うべき総額であり、売上原価及び販売費・一般管理費に含まれるものの合計額である。

(2) 例えば玄田有史編(二〇一七)を参照。

(3) 海外企業とのM&Aも含まれるが、それは必ずしも日本企業にとって適切に行われているとは限らないようである。過大な買収費用を払っているケースが多いようである。

(4) Solowの成長モデルの応用としての考え方である。ただし適当な参考文献はなさそうである。本レビューでの議論の基礎となる考え方に關しては補論を参照されたい。

(5) GDPであるYに關して国内資本ストックKと国内従業員Nとからなる一次同次の生産関数、 $Y = AK^{\alpha}N^{1-\alpha}$ を仮定すると、実質賃金は $\frac{r^w}{K} = (1-\alpha)Ak^{\alpha}$ となる。ここで、 $r^w = \frac{r^w}{K}$ であり、これが労働装備率である。

(6) 日本では、一九九〇年代全体を通じて国民一人一時間あたりの労働時間が下降線をたどったが、これは他の先進諸国と比べて著しく差異の目立つ点である。このことについてはHayashi, Prescott (2002)に詳しく検証が行われているように、週休二日制が広く行き渡ったことと国民の祝祭

日が増えたことが原因として挙げられる。したがってこの点を考慮して人×時間で定義した労働装備率は一九九〇年代以降、高めに計算されることになる。

(7) ROAは、 $r \equiv \alpha A \left(\frac{1}{k} \right)^{1-\alpha}$ となる。

(8) GPIFの株式運用による収益は広く厚生年金に加入している家計に年金支給として還元されている。

参考文献

玄田有史編『人手不足なのになぜ賃金が上がらないのか』慶応大学出版会、二〇一七年。

Hayashi, F. and Edward C. Prescott, 2002. The 1990s in Japan: A Lost Decade, *Review of Economic Dynamics* 5 (1), 206-235.

（おねさわ やすひろ・早稲田大学大学院経営管理研究科教授
当研究所客員研究員）