

リサーチ TODAY

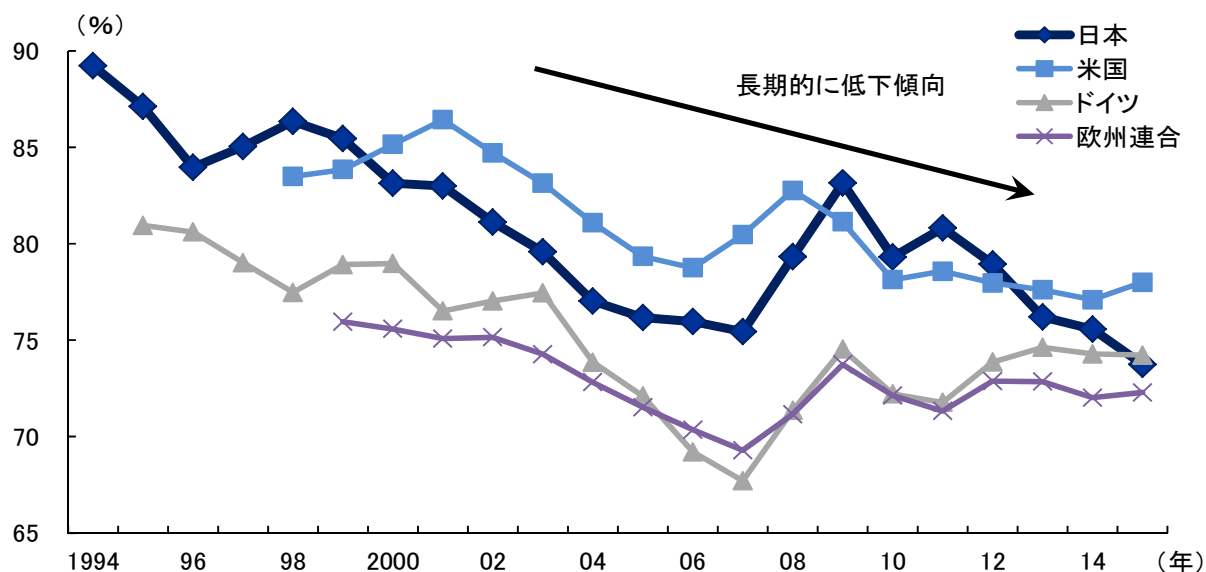
2017年 8月 24日

## 労働分配率が上がらないことが株価を支える一因に

専務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

先般発表した『内外経済見通し』改訂<sup>1</sup>では、「低インフレ、低金利」が残存している新常态を指摘し、「成長率」が改善しても賃金上昇が生じにくく、企業からみた成長の果実は株主の方に向かいやすいとした。この結果、株主に優しい状況が続いて企業業績が改善し、株価は上昇しやすい。居心地の良い経済状況のなかで、米国を中心に株式市場で史上最高値が更新された。このように、債券市場も株式市場も居心地の良いゴルドロック状態に至った背景を考えることにする。ただし、過度な期待の高まりは株式市場のバブルを生みやすい。下記の図表は労働分配率の国際比較を示す。労働分配率が先進国では押しなべて長期的に低下している。この背景には、技術革新、グローバル化、制度的要因がある。

■ 図表：労働分配率の国際比較



(注) 労働分配率は個人企業を除くベース。(雇用人報酬/(雇用人報酬+法人企業所得))。

(資料) OECD よりみずほ総合研究所作成

次ページの図表は、世界的な労働分配率の低下要因を示す。技術革新に関連したIMFの分析では、資本による労働代替(技術革新に伴う投資財の相対価格低下)が、先進国の労働分配率低下の約半分を占めるとされた。更に、ギグ・エコミーの進展やR&Dに備えた自己資本積み増し要因も加わっている。一方、新興国については、グローバル化による要因として、国際分業に伴う資本集約型産業の拡大が、労働分配率低下の主因とされる。近年では、「一人勝ち」の市場構造化、コーポレート・ガバナンスの変化による労働者の交渉力の低下という制度的な要因も、労働分配率低下(資本への分配増加)を促している可能性がある。

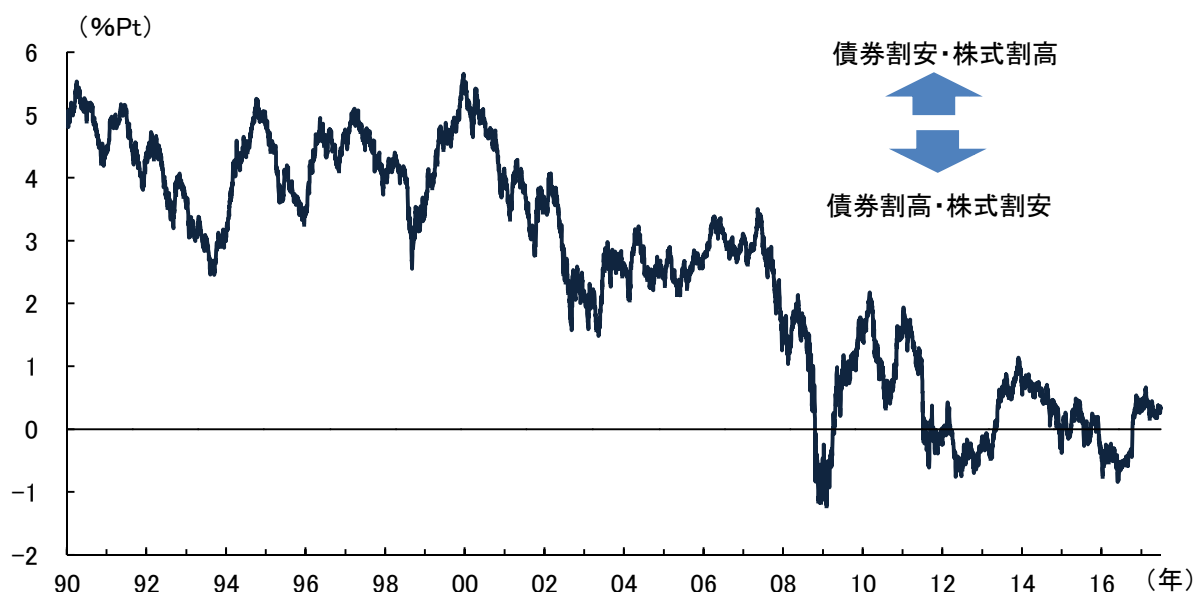
■ 図表: 世界的な労働分配率の低下要因

技術革新に関連する要因	備考
資本による労働の代替	・単純業務の機械化など ・IMFによれば先進国の労働分配率低下の半分を説明
「一人勝ち」の市場構造の進展	産業集積やエコシステム構築を主導した一部企業への付加価値の集中により、資本への分配が増加
ギグ・エコミーの進展	インターネットを通じて単発の仕事を受注する労働者が増加することで、労働者の交渉力が低下(労働法制による保護を受けにくく、労働組合も結成されにくい)
R&Dに備えた自己資本増強	R&Dの重要性向上が、その不確実性に対応するための内部留保の蓄積を促進
グローバル化に関連する要因	備考
国際分業に伴う資本集約型産業の拡大	IMFによれば新興国の労働分配率低下の主因
グローバル化による労働者の交渉力低下	
制度的要因	備考
ガバナンス変化による労働者の交渉力低下	株主重視、労働組合の組織率低下といったコーポレート・ガバナンスの変化によって、労働者の交渉力が低下
独禁法の不確実性に備えた自己資本増強	ソフトウェア分野での独禁法に関する不確実性が内部留保の蓄積を促進

(資料) みずほ総合研究所作成

下記の図表は米国のイールドスプレッドの推移である。企業の収益性は高く、配当水準も高い。その結果、債券と株式の相対的な割高感・割安感を示すイールドスプレッドは、いまだ株式の割安感を示している。ゆえに、今後も株式市場への資金流入と株高が続きやすい。欧米の中央銀行が出口を志向しても、緩和基調を続ける中、株式市場の活況と低金利が共存するゴルディロックス状況が生まれている。このような居心地の良さが今日の特徴だが、米国を中心に割高感が高まりやすいため、株式市場の変動には留意する必要がある。

■ 図表: イールドスプレッドの推移



(注) イールドスプレッドは米10年国債利回りからS&P500指数の配当利回りを引いたもの。

(資料) Bloomberg よりみずほ総合研究所作成

1 「2017・18年度内外経済見通し」(みずほ総合研究所『内外経済見通し』2017年8月15日)

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、商品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。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。