

# Weekly Macro Economic Insights

2023年2月20日(月)～2月24日(金):「第2のルイスの転換」をもたらしたアベノミクス:人材が大事にされ賃金が上昇する経済へ

PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤  
チーフエコノミスト 片岡 剛士



## 「第2のルイスの転換」をもたらしたアベノミクス:人材が大事にされ賃金が上昇する経済へ

最近の賃金をめぐる議論で、日本経済は「第2のルイスの転換点」を迎えたので、今後賃金上昇率が高まるのではないかと議論がある。もともとは、2017年に話題となった玄田有史・東京大学教授編著による『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)という書籍に収録されている川口大司・東京大学教授、原ひろみ日本女子大学准教授(当時)の論文が出所とされている。「ルイスの転換点」とは、開発経済学において、国が工業化を進める中で、工業化の初期段階では農村からの労働供給が増加することによって、都市部の賃金は上昇しないものの、農村からの労働供給が止まり始めると賃金が上昇する、という考え方である。1979年にノーベル経済学賞を受賞したアーサー・ルイスによって提唱された概念。「第2のルイスの転換点」とは、2013年以降、人手不足という言葉が聞かれるようになったものの、なかなか賃金が上昇しない日本経済に援用して、高齢者や女性の労働参加率の上昇・労働力の増加が賃金が上がらない要因ではないか、その労働力の増加が止まれば、賃金も上昇するのではないかと、という見方である。筆者も今後、労働市場の需給がタイトなままであれば、賃金が上昇していく公算が高まり、より人材を大事にする経済となっていくとみており、そうなることを切に期待している。

しかし、一方で筆者が懸念するのは、第1と第2の「ルイスの転換点」の捉え方の違いである。第1の転換点は、開発経済学・長期の経済成長論の文脈で、工業化の進展によって不可逆的にもたらされるものであるとみられる。一方、最近の日本経済における労働参加率の上昇・労働力増加の背景には、2013年以降のアベノミクス、大規模な金融緩和による企業の労働需要の大幅な増加という短期的・循環的な要因が大きかったと言える。アベノミクス開始前の日本経済は、引き締めの金融政策運営によって、過度な円高、企業の収益環境の悪化により企業が採用意欲を失い、家計も期待する賃金・条件で働ける職がない状態にあったと考えられる。それが2013年以降の大規模な金融緩和によって、過度な円高が是正され、企業の収益環境が改善し、企業の採用意欲が高まったことで、その後の労働力、労働参加率の拡大につながったとみている。また、関連する人手不足の要因として、「1947～1949年生まれの団塊の世代が65歳となる2012～2014年に定年退職を迎えたこと」という点が指摘される場合がある。しかし、仮に企業が財・サービスの提供を減少させようとしていけば、団塊の世代の退職に合わせて、代替りの人材を採用しようとはしないであろう。団塊の世代の定年退職に合わせて、新卒や中途の採用を増やすのは、企業が財・サービスの提供を少なくとも現状維持、あるいは拡大させようとしている場合に限られるはずである。このため、金融緩和によって企業の採用意欲が高かったことが、今日本経済が「第2のルイスの転換点」を迎えようとしている大きな要因となっていると考えられる。このように、第1・第2のルイスの転換点を比較すると、「労働力増加の停止」が賃金上昇のきっかけとなる、という共通点があるものの、長期の経済発展の過程で必然的に起こる「ルイスの転換点」と、過度に引き締めの金融政策の是正によって生じつつある日本の「第2のルイスの転換」では、内容に大きな違いがあると言える。このため、あたかも現状の労働参加率の上昇・労働人口の増加を金融緩和・アベノミクスとは無関係な趨勢的・不可逆的な動きと捉えて、金融緩和を修正・縮小すれば、労働市場が悪化して、望ましい賃金上昇から遠くであろう。このため、重要なのは2%の物価目標が安定的・持続的に達成されるまで金融緩和を継続することである。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

## 先週(2月13日(月)～2月17日(金))の振り返り

先週の経済指標を振り返ろう。まずは日本についてである。10-12月期のGDPについては、項を改めて記すとして、[機械受注統計\(12月\)](#)、[貿易統計\(1月\)](#)については、それぞれDaily Macro Economic Insightsにまとめているので、詳細は各レポートをご覧ください。概要を述べておくと、12月の機械受注統計は、先行きの設備投資の弱さを示唆する内容であった。12月の船舶・電力を除く民需(コア受注)は、前月比+1.6%と2か月振りのプラスとなった。しかし、11月の同-8.3%という大幅な落ち込みを取り返すまでには至らず、10-12月期は-5.0%と、2・四半期連続での減少となった。この結果、コア受注の9月時点での10-12月期の見通しの達成率は91.9%となり、4-6月期の109.4%、7-9月期の99.5%に続いて、大きく落ち込んだ。実績の見通しからの下振れは、予想外の受注減少を示しており、過去の達成率の低下時は景気後退時とも重なることも多く、今回も景気後退とならないか、注意が必要である。

1月の貿易統計は、名目・季節調整前の貿易収支は-3.5兆円となった。しかし、1月は季節性の影響が大きいため、その影響を除いた名目・季節調整値でみると-1.8兆円となった。2022年10月の-2.3兆円から輸出の増加、輸入の減少がみられ、名目ベースでの貿易収支のマイナス幅は、ピークを脱しているとみられる。また、地域別の輸出をみると、中国向けの輸出が前年比-17.1%と大幅な減少となった他、これまで輸出の牽引役であった米国が同+10.2%、EU向けが同+9.5%と従来よりも伸びが大きく鈍化している。また、物価の影響を除いた実質・季節調整の輸出入をみると、輸出は前年比で2か月連続の減少となっており、輸出の鈍化が確認された。輸入は、プラス幅が縮小傾向にある。

しかしながら、国内の電気代・ガス代に影響を与える原油・LNG・石炭などの価格をみると、昨年末からピークアウトの兆しがみえるものの、依然として価格水準が高い。このため、仮に今後電気代・ガス代の値上げが実施される場合、これまで価格転嫁されていなかった分を含めて、大幅な値上げとなる可能性がある。そのような場合には、政府の財政政策による家計への支援が重要となろう。次に、2022年10-12月期の日本のGDPをみていきたい。

## 2022年10-12月期GDP(1次速報):在庫の減少が成長を押し下げ

内閣府より、2022年10-12月期のGDPが公表された(図表1)。2022年10-12月期の実質GDPは、前期比+0.2%(年率+0.6%)となり、市場予測、当社予測の前期比+0.7%(年率+2.7%)を下回った。2%の物価安定目標の達成までに重要な名目GDPは、前期比+1.3%(年率+5.2%)となった。GDPデフレーターは+1.1%となり、3四半期ぶりのプラスとなった。実質GDPの内訳をみると、内需が-0.2%ポイント、外需+0.3%ポイントとなった。

内需のうち、在庫投資の寄与が-0.5%ポイントと押し下げ幅が大きく、これは販売による在庫の減少を反映した良い面もあるため、最終的な需要自体は前期比+0.2%という見た目ほどは悪くないとみられる。それ以外では、消費は前期比+0.5%となった。形態別にみると、耐久財は前期比+0.1%、サービスが前期比+0.4%に留まった。10-12月期は国内旅行支援、水際対策の緩和を受けた消費、特にサービス消費の増加が期待されていた。しかし、予想以上にインフレ等の要因が消費を押し下げたとみられる。また、設備投資は、前期比-0.5%と3・四半期ぶりにマイナスとなった。4-6月期+2.1%、7-9月期+1.5%と順調に拡大していたが、減少に転じた。半導体製造装置の減少などが要因とされている。次に民間住宅は、前期比-0.1%と6・四半期連続でのマイナスとなり、軟調な推移が継続している。

公的需要では、公共投資が同-0.5%と3・四半期ぶりにマイナスに転じた。政府消費は、ワクチンの接種が伸びたことなどから、同+0.3%となった。公的需要のGDPへの寄与度は+0.1%ポイントとなった。

輸出は、前期比+1.4%となり、うち財が同+0.6%、インバウンド需要を含むサービスが同+5.2%となった。実質GDPに対する寄与度では、輸出全体で+0.3%ポイント、財+0.1%、サービス+0.2%とインバウンド需要を含むサービスが大きく押し上げた。輸入は、前期比-0.4%と5・四半期ぶりの減少となった。うち、財は同+1.5%、サービスが-6.7%となった。同サービスは前期(7-9月期)に+19.9%と大幅に伸びていたため、その反動減が出たとみられる。

次にGDPデフレーターは前年同期比で+1.1%となった。消費デフレーターは同+3.6%となり、プラス幅が拡大している。民間住宅が同+3.5%となり、ピーク時の2021年10-12月期同+9.7%から鈍化傾向が続いている。民間設備投資は同+4.4%となり、2022年4-6月期から4%台の伸びが継続している。公的資本形成が同+4.3%となった。4-6月期の同+5.2%からやや鈍化傾向にある。輸出デフレーターは同+13.5%、輸入デフレーターは同+21.8%となった。それぞれ、直近ピークの2022年7-9月期の同+16.8%、同+31.9%から鈍化している。特に輸入デフレーターはこれまでの伸びが大きく、今回は10%ポイントの大幅な下落であったことから、GDPデフレーターへの押し上げ要因となったとみられる。総じて、消費と設備投資以外の項目にはやや伸びの落ち着きがみられる。

3月9日に公表される2022年10-12月期(2次速報)では、今回減少に転じた設備投資の動向が焦点となろう。

図表1: 実質GDP等の推移(2021年4-6月期 ~ 2022年10-12月期)

		(実績値)						
		2021年度				2022年度		
		4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期
1	実質・国内総生産(前期比)	0.3	-0.3	1.1	-0.4	1.1	-0.3	<b>0.2</b>
2	同(前期比・年率)	1.3	-1.4	4.4	-1.7	4.6	-1.0	<b>0.6</b>
3	内需(寄与度)	0.5	-0.5	1.0	0.1	1.0	0.4	<b>-0.2</b>
4	民需(寄与度)	0.2	-0.6	1.4	0.2	0.8	0.3	<b>-0.3</b>
5	民間最終消費支出	0.2	-1.1	3.0	-0.9	1.6	0.0	<b>0.5</b>
6	民間住宅	1.5	-1.6	-1.3	-1.7	-1.9	-0.4	<b>-0.1</b>
7	民間企業設備	1.4	-1.7	0.6	-0.3	2.1	1.5	<b>-0.5</b>
8	民間在庫変動(寄与度)	-0.1	0.3	-0.2	0.8	-0.3	0.1	<b>-0.5</b>
9	公需(寄与度)	0.3	0.1	-0.4	-0.1	0.2	0.0	<b>0.1</b>
10	政府最終消費支出	1.9	1.3	-1.1	0.5	0.8	0.1	<b>0.3</b>
11	公的固定資本形成	-2.0	-3.4	-3.2	-3.2	0.5	0.7	<b>-0.5</b>
12	外需(寄与度)	-0.2	0.2	0.0	-0.5	0.1	-0.6	<b>0.3</b>
13	輸出	3.1	-0.4	0.4	1.2	1.5	2.5	<b>1.4</b>
14	輸入	4.4	-1.5	0.3	3.8	0.9	5.5	<b>-0.4</b>
15	GDPデフレーター(前年同期比)	-0.5	-0.2	-0.3	0.4	-0.3	-0.4	<b>1.1</b>
16	名目GDP	0.4	-0.5	0.7	0.2	1.0	-0.8	<b>1.3</b>
17	同(前期比・年率)	1.6	-2.1	2.8	0.9	4.2	-3.1	<b>5.2</b>

出所: 内閣府より筆者作成

2022年12月の鉱工業生産指数(季節調整済み、2015年=100)の確報値が公表され、前月比+0.3%となった。速報値の-0.1%から上方修正され、プラスに転換した。化学工業(除く無機・有機化学工業)、食料品・たばこ工業、生産用機械工業等が上昇した。10-12月期は、前期比-3.0%の減少となった。

## 2%への軌道がみえてこない米・物価動向、米・小売売上も堅調な結果

米国では1月の消費者物価指数が公表され、総合は前年同月比+6.4%となり、エネルギーと食料品を除く総合(欧米型コア)では同+5.6%となった。それぞれ前月(12月)の同+6.5%、+5.7%からはプラス幅が縮小した。しかし、事前予想ではより大幅なプラス幅縮小が見込まれていた。また、前月比でみると総合+0.5%(前月+0.1%)、欧米型コアが前月比+0.4%(同+0.4%)となった。また、エネルギー価格は、前月比+2.0%となり、3か月ぶりに増加に転じた。ガソリンやガスなどが増加した。エネルギーと食料を除く財は前月比+0.1%と4か月振りに増加した。新車や衣服、医療が増加した。エネルギーを除くサービスは前月比+0.5%となり、昨年8月末、同+0.5%以上の伸びが継続している。家賃、運輸サービスが増加している。

また、1月の米・小売売上高が公表され、総合は前月比+3.0%、自動車を除くコアが+2.3%と、ともに事前予想を上回った。自動車、家具、衣服・宝飾、飲食サービスが伸びた。12月の前月比は-1.1%(前回-0.9%)に下方修正された。トレンドをみるために、季調済み・前年比でみると、2022年4月から8月は2桁台の伸びであったが、11月に+7.0%、12月に+7.1%とやや伸びが鈍化傾向にあった。しかし、1月は再び+7.3%と反発した。小売の11月・12月の弱含みは、クリスマス商戦が前倒しされていた効果であり、消費の基調は強いままであった可能性がある。

1月の物価・消費は、堅調な結果となり、これまでの利上げ効果だけでは今のところ、物価が2%までプラス幅を縮小するかは、見出しがたい、という結果であったとみている。

## 今週(2月20日(月)~2月24日(金))のポイント

図表2に今週の重要指標、主な予定をまとめている。日本では24日(金)に1月の全国・消費者物価指数が公表される。先行指標とされる東京都の消費者物価指数は、1月に総合が前年比+4.4%、生鮮食品を除く総合が同+4.3%、食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合(欧米型コア)で+1.7%となっていた。12月の全国ではそれぞれ、総合が同+4.0%、生鮮食品除く総合も同じく+4.0%、欧米型コアが+1.6%となっていた。特に欧米型コアがどこまでプラス幅を拡大させるかが注目されよう。米国では、10-12月期のGDPの改定値、1月のPCEデフレーター、2月のミシガン大学消費者信頼感指数という重要な指標が公表される。また、ユーロ圏では、2月の消費者信頼感指数、製造業PMI、非製造業PMIが公表される。欧州のセンチメント指数は、年末からやや横ばいから持ち直しの動きがみられた。こうした傾向が継続しているかが注目される。また、2月のユーロ圏の消費者物価指数も公表される。こちらは、ヘッドラインは昨年(2022年)10月の前年比+10.6%から、1月に同+8.5%までプラス幅を縮小してきている。一方で、エネルギー・食料・アルコール・タバコを除く総合は、上昇傾向に変化がなく1月に+5.2%まで上昇しており、こうした点がどう変化しているかが注目されよう。1月の米・消費者物価が、事前予想よりも堅調な結果であったため、欧州のインフレ指標も注目を集めよう。

図表2: 今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
2/20 (月)			
2/21 (火)			<ul style="list-style-type: none"> <li>・ユーロ圏消費者信頼感(2月)</li> <li>・ユーロ圏製造業PMI(2月)</li> <li>・ユーロ圏非製造業PMI(2月)</li> </ul>
2/22 (水)		・FOMC議事録	
2/23 (木)		・実質GDP(10-12月期、改訂値)	・ユーロ圏消費者物価指数(2月)
2/24 (金)	・消費者物価指数(全国、1月)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・PCEデフレーター(1月)</li> <li>・ミシガン大学消費者信頼感指数(2月確報)</li> </ul>	

片岡 剛士

チーフエコノミスト

PwC Intelligence

PwCコンサルティング合同会社

伊藤 篤

シニアエコノミスト

PwC Intelligence

PwCコンサルティング合同会社

PwCコンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町1-2-1 Otemachi One タワー Tel:03-6257-0700

©2023 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see [www.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure) for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.