

## 民主党の労働政策が所得分配の変化を通じて株価に与える影響

2009年8月10日

アセットマネジメント部

チーフ・エコノミスト、チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

8月30日の総選挙を前に株式市場では、民主党の政策を反映する銘柄の選別が進んでいる。顕著なのは、子ども手当の創設、高速道路の段階的無料化、CO<sub>2</sub>排出量大幅削減目標などの政策実現を先取りし、子育て関連、運輸関連、省エネ技術関連の銘柄が選好される動きだ。

個別業種への影響はともかく、民主党の経済政策が株式相場全体に与える影響については、2つのポイントがある。1つは民主党の政策が経済成長率を上げるかどうか、もう1つは労働政策の変化が所得分配率の変化として顕在化するかどうかである。

前者の潜在経済成長率の引上げについては、行政改革等が間接的に寄与する可能性はあるものの、特にそこを意識した政策運営がなされるようには見えない。しかし後者の労働政策については、方針がかなり明確な上に優先順位も高いように見受けられる。

総選挙を前にやや前のめりではあるが、今回は民主党の労働政策が株価に与える影響を考察する。

### 1. 所得分配とは

現代社会では、生産活動を合理化するために企業が設立される。そして、生産活動の成果として付加価値を産む。付加価値は金銭評価され、労働と資本に分配される。労働への分配は賃金や企業の社会保険料負担、資本への分配は支払利息や支払い配当、などである。国民所得の合計額のうち、労働に分配される割合を労働分配率、残りは資本への分配と見なして資本分配率と呼ぶ（注1）。

労働分配率の変化は株価に直接的な影響を与える。単純化した例で説明すると、たとえば、ある国である年に100の付加価値（＝GDP＝国民所得）のうち、労働と資本に対し各60：40で分配されていたものが、翌年に65：35になるとしよう。現実の経済に当てはめると、付加価値の合計100は変わらないので経済（＝GDP＝国民所得）はゼロ成長だ。しかし労働者への分配（＝賃金）は60から65へ8.3%上昇する。他方、資本への分配（＝企業収益）は40から35へ約12.5%低下する。このように労働分配率の変化は、企業収益に直接的な影響を与える。株価に影響が出るのも当然だろう。

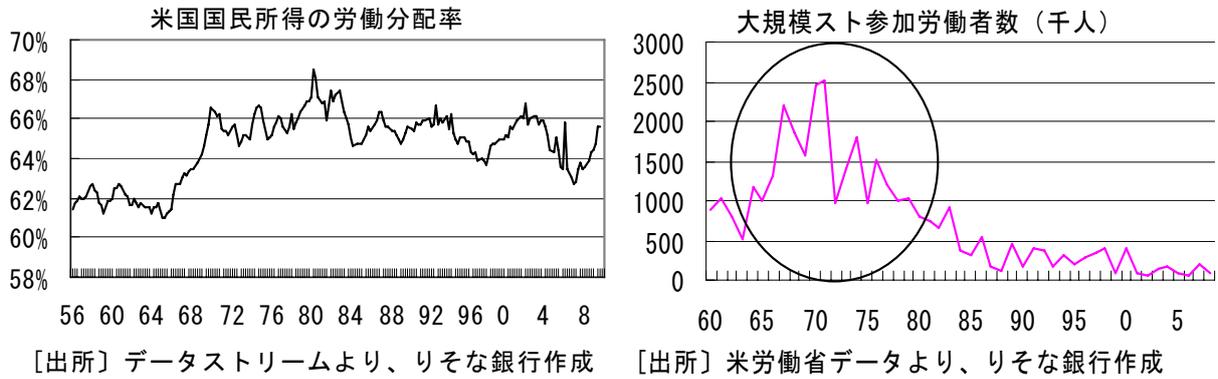
では労働分配率は何によって決まるのだろうか（注2）。1つは景気変動要因だ。慣行として、賃金は景気循環ほどは変動しないため、景気が良くなると労働分配率は低下、悪くなると上昇する。しかし、景気変動に起因する労働分配率の変動はあくまで循環的なもので、均してみればトレンドを形成することはない。もう1つは労働政策などの制度的要因で、たとえば、賃金引上げ政策、労働者の権限を強化する政策、労働組合の団体交渉力を強化する政策、残業代の割増率増加、などだ。労働者が経営に対する強い交渉力を持てば、労働分配率は上昇する。しかし重要なのは、労働政策で変わるのは労使の相対的な力関係だけで、それは限られたパイの奪い合いに過ぎない、ということである。

次に歴史を紐解き、米国の労働分配率を株価と併せて見てみよう。尚、一旦は分配された所得を政府が再び税などの形で徴収し、給付金などの形で配分することを所得再分配と呼ぶ。所得再分配政策は、時の政権の平等志向の強弱を強く反映し、社会政策として実施される。当然のことながら政策展開において労働政策と社会政策は、同じ方向性を持つだろう。

2. 米国 60～70 年代の経験

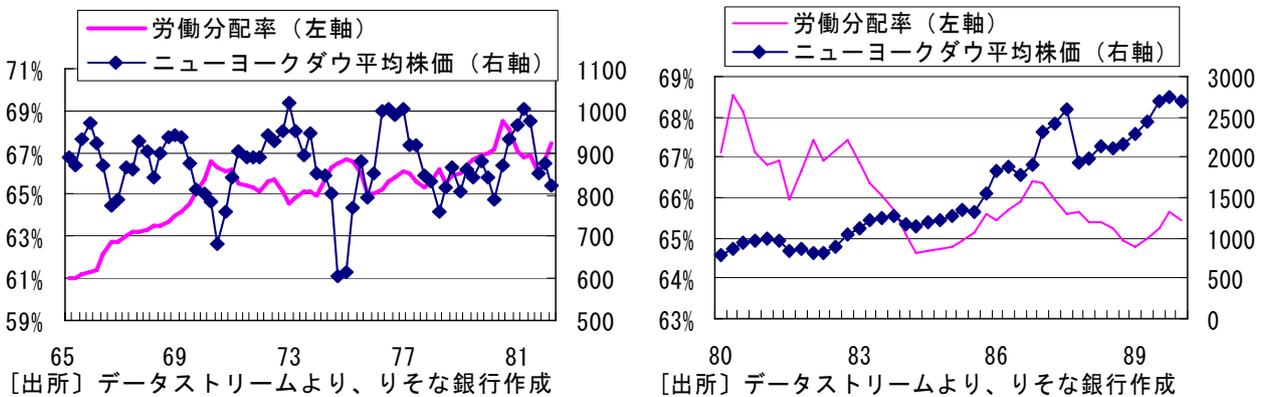
米国では 1965 年から 1980 年にかけて、労働分配率が趨勢的に上昇した。東西冷戦が続いていたこの時代、まだ共産主義の掲げる平等主義の理想は色あせておらず、西側陣営では労働組合の影響力が強まっていた。1965 年には民主党代議士のモニンハンがモニンハン・レポートを発表、貧困が貧困を産む悪循環を断ち切らない限り犯罪など社会問題は解決しないとする問題提議が広範な支持を集めた。モニンハン・レポートに代表される社会認識を背景に 1964 年にはジョンソン大統領が「偉大な社会」構想を発表、実現に着手した。「偉大な社会」とは、主に貧困層の救済などを目的とした一連の社会福祉政策で、低所得者に対する医療費や食費の補助などが制度化された。その後、こうした福祉社会構想は、揺り戻しによる微修正は加えられたものの、本格的な路線転換は 1981 年のレーガン大統領の登場まで待たなければならなかった。労働組合の強い影響力と「偉大な社会」構想に代表される時代の風潮が端的に現れたのが労働分配率だ。所得再分配の面でも大きな影響が出たが、ここでは取り上げない。

図表 1、2 米国の労働分配率、米国の大規模スト（参加者 1,000 人以上）への参加者数



「偉大な社会」構想が実施された 1965 年頃より、大規模ストと労働分配率が歩調をあわせて増加、そのトレンドがレーガン大統領就任の 81 年頃まで続いたことが確認できる。この間の米国株式相場（図表 3）は、長期のボックス圏を形成した。長く続く株価の横這いトレンドを象徴したのものとして、経済情報誌ビジネスウィークが 1979 年 8 月 13 日号で「株式の死」を特集したのは、あまりにも有名だ。

図表 3、4 1965～82 年、1980～90 年の米労働分配率と株価



図表5 米国PER（株価収益率＝株価／一株利益）の長期推移



[出所] ONLINE DATA ROBERT SHILLERより、りそな銀行作成

この間、株価は横這いだったものの、PERは趨勢的に下落した。PERの趨勢的な低下は、設備投資不足による期待成長率の低下や70年代の2度の石油ショックによるインフレ高進などが原因とされている。しかし現代の常識感覚からしても、処遇に不満のある労働者を集めて集団で仕事を放棄するような労働組合のある企業の期待成長率が低下するのは、当然だろう。

そして、株価がボックス圏の上限だった約1,000ドルを突破して長期上昇相場に入ったのは、1981年のレーガン政権発足の後だった。それは労働分配率がピークアウトして下落し始めた時期（図表1）、PERが上昇し始めた時期（図表5）とほぼ重なる。レーガン政権の政策展開は、助け合い重視のリベラル思想から自助努力重視の保守的な方向へ舵を切ったことから、新保守主義と呼ばれる。それを象徴するのが労働組合に対するスタンスだ。政権発足直後にワシントンで起きた航空管制官組合によるストへの対応で、同政権は軍隊を航空管制官に投入して危機を乗り切り、10,000人以上のスト参加者を解雇した（注3）。英国ではサッチャー首相がいわゆる組合潰しを先行して実施していた。

### 3. 民主党の政権公約と日本の労働分配率

さて、総選挙を控えた民主党の労働政策についてである。民主党が総選挙に向け発表した選挙公約である「民主党政策集インデックス2009（注4）」は、所得分配の面で労働にやさしい政策となっている。労働分配率の上昇に寄与しそうなものは、（1）「非正規労働者の労働条件確保」、（2）「最低賃金の大幅引上げ」、（3）「仕事と家庭の両立支援」、（4）「ワークライフバランスの実現」だ。より具体的に列挙すると、

（1）「非正規労働者の労働条件確保」では「非正規労働者に対する待遇の差別的取扱いの禁止、複数の職場をかけもちするマルチジョブホルダーに対する労働災害適用や労働時間管理、雇用保険等、社会保険の適用、を進めます（注5）」とされている。雇い主負担の社会保険は、労働分配率の上昇要因だ。

（2）「最低賃金の大幅引上げ」では「まじめに働いた人が生計を立てられる水準まで最低賃金を着実に引き上げます。（中略）中小零細企業で最低賃金の引き上げが円滑に実施されるよう財政上・金融上の優遇措置を実施します。そのうえで、最低賃金を全国平均1000円まで引き上げることを目指します。

（注6）」とされている。最低賃金は都道府県ごとに定められるが、平成20年10月現在の全国平均は703円、最も低いのは627円（宮崎、鹿児島、沖縄）、高いのは東京都の766円となっている（注7）。大幅

な上昇と言えるだろう。

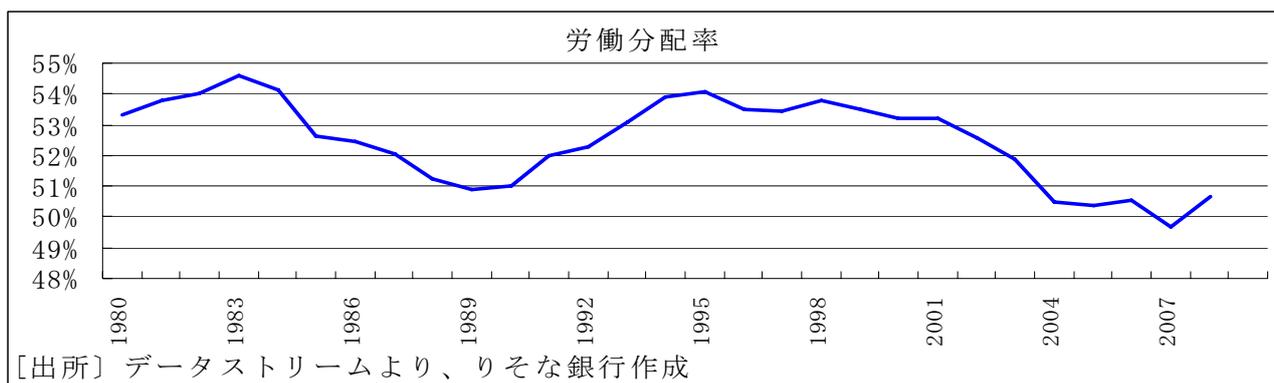
(3) 「仕事と家庭の両立支援」では、「育児・介護休業制度を利用しやすくすることに加え、育児休業については、職場復帰後に活用できる多様な子育て支援メニューを整備します。育児や介護をしながら安心して働けるように、長時間労働の解消、年次有給休暇の完全消化など働き方を変革するとともに、子どもの看護休暇の普及、妻の出産後の父親の産後休暇、父親の育児休業取得の促進、勤務時間の短縮制度の普及、有期雇用労働者の育児・介護休業取得の保障などを推進します。」とされている。総じて企業にとっては労働コストの上昇要因となろう。

(4) 「ワークライフバランスの実現」では、「月60時間超の割増賃金率50%への引上げを着実に実施します。1日11時間の休息時間規制を設けるEUの労働時間指令を参考に、心身の健康確保のため、勤務と勤務の間の休息時間の導入に取り組みます。」とされている。やはり賃金の上昇要因であろう。

以上の4点が労働分配率の上昇要因になりそうな民主党の政策である。もともと労働組合の団体である連合は、近年の賃金をめぐる労使交渉において、労働分配率の引き上げを一つの目安としていた(注7)。民主党の政策は、こうした要望を側面支援する位置づけと言えるだろう。

近年の日本の労働分配率は、2000年代前半の企業部門の構造改革の流れで長く低下トレンドが続いた。図表6は2008年までだが、2008年は連合の目標通り労働分配率は上昇した。足元は景気の急激な悪化で労働分配率は急上昇していると見込まれるが、これは景気循環要因による循環的な変動だ。一方、民主党の労働政策は制度的要因だ。公約通り政策が実現されれば、長く続いた労働分配率の低下トレンドに変化をもたらすと考えられる。

図表6 日本の労働分配率



#### 4. 結論

民主党の政権公約は、所得分配の面で労働にやさしい政策である。その半面、資本にはやさしくない政策だ。所得分配率だけに着目すれば株価にとってマイナス要因だと考えられるが、その程度については、政策の全体像を見る必要がある。

他方、冒頭でも触れたが、より重要なのは民主党の経済政策が潜在成長率に与える影響だ。というの

も、制度変更で所得分配を変えても、それは限られたパイの奪い合いにすぎない（注9）。一方の潜在成長率の引き上げは、パイそのものを大きくする政策だからである。潜在成長率が上昇する条件は、イノベーションや労働意欲を従前よりも刺激するかどうかだ。マニフェストでは題目としては触れられてはいるが、高い優先順位があるようにはみえない。ただ2010年度については、子ども手当創設や揮発油税の廃止などが7兆円にも及ぶ一方、その主な財源として特別会計の剰余金（通称、霞が関埋蔵金）などが見込まれていることから、結果的には不況期の景気対策と同種の総需要刺激効果があるとみられる。特に2010年度は、2009年度補正予算の規模が巨大だったため、継続性のあるものとなる可能性があるだろう。ただし、これは恒久的な潜在成長率の引上げではなく、あくまで一時的な景気刺激策の効果である。

以上

（注1）GDPから要素所得や減価償却を調整して国民所得を算出、国民所得は間接税や補助金の調整を経て、労働者報酬、企業収益、利息、政府系企業収益、などに分配される。ここでは経済分析の慣例に従い、（1マイナス労働分配率）を資本分配率と見なした。

（注2）理論的には生産要素の価格＝限界生産力だ。しかし現実には限界生産力の計測は難しく、本文で説明したように、景気変動や制度変更の影響を受けつつ慣行や労使交渉で賃金など労働分配が決まる。

（注3）<http://www.guardian.co.uk/news/2004/jun/07/guardianobituaries.past>

（注4）<http://www.dpi.or.jp/news/files/INDEX2009.pdf>

（注5）企業が保険料を負担する主な社会保険は次の通り。雇用保険（11～14/1000のうち事業主負担は7～9/1000）、厚生年金（15.35%の1/2（労使折半））、健康保険約8%程度の1/2（労使折半）、他にも、介護保険料、等。

（注6）その後発表されたマニフェストでは当面は全国最低賃金800円、その後は景気状況に配慮しつつ1,000円とされている。

（注7）<http://www2.mhlw.go.jp/topics/seido/kijunkyoku/minimum/minimum-02.htm#01>

（注8）サンケイニュース 2008年1月21日「労働分配率向上は譲れない」連合の高木副会長  
<http://sankei.jp.msn.com/economy/business/080121/biz0801212025013-n1.htm>

（注9）より巨視的には、労働または資本に分配された所得は、消費や投資によってリサイクルされる。リサイクルされないことをマクロ経済学で漏出と呼び、漏出が小さいほどマクロ経済は効率的だ。より具体的には限界消費性向と限界投資性向の比較ということになる。あまりに専門的なのでこれ以上は踏み込まないが、本来的には格差是正は、所得分配ではなく、累進課税税制の見直しなど市場メカニズムへの影響が相対的には小さい所得再分配政策で実現すべき政策だと言えなくもない。

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全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情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承下さい。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。