

賃金と物価の好循環の実現に向けて～金利正常化過程での評価

MUFG資産形成研究所

研究員 根本 浩之

2025年3月26日

世界が進むチカラになる。

三菱UFJ信託銀行



1. はじめに

2022 年 6 月 7 日に閣議決定された『新しい資本主義グランドデザイン及び実行計画』は、2024 年 6 月 21 日に『新しい資本主義グランドデザイン及び実行計画 2024 年改訂版』としてフォローアップされました。

そこでは、新しい資本主義の進捗と実現への考え方として、

- 「新しい資本主義」では、成長と分配の好循環、賃金と物価の好循環を実現することを目指してきた。
- 今般、2 回目の実行計画の改訂に当たり、新しい資本主義実現会議において審議を繰り返したところ、こうしたこれまでの新しい資本主義の取組の方向性は正しかったこと、そして、デフレから完全に脱却する歴史的チャンスを手にするという合意に至った。
- 私たちは、昨年を大きく上回る春季労使交渉での賃上げ、史上最高水準の設備投資、史上最高値圏の株価といった成果を手に入れている。しかしながら、我が国のデフレ脱却への道は、いまだ道半ばである。
- デフレを抜け出すチャンスをつかみ取れるか、後戻りしてしまうかは、今回の実行計画の改訂に基づく、これからの対応次第である。物価高を乗り越えるために、今年、物価上昇を上回る所得を必ず実現し、来年以降に、物価上昇を上回る賃上げを必ず定着させる。

と過去 2 年間の振り返りと今後の展望を行っています。

ただ、ここでは「デフレ脱却」と円安等の影響による「物価高を乗り越える」といった、一見して矛盾した目標が掲げられています。

実際、2025 年 1 月末時点の全国総合の消費者物価指数（CPI）が前年同月比で 4.0%の大幅上昇となる一方で、同時点の「食料（酒類を除く）およびエネルギーを除く」コアコア CPI（米国型 CPI）は、同 1.5%の上昇に留まる等、物価指標にもちぐはぐな動きがみられています。

また、2024 年の定昇相当込み賃上げ率が前年比 5.1%と 33 年ぶりの高い回答結果となった賃金春季労働交渉（春闘）は、2025 年についても、

すべての働く人の生活を持続的に向上させるマクロの観点と各産業の「底上げ」「底支え」「格差是正」の取り組み強化を促す観点から、全体の賃上げの目安は、賃上げ分 3%以上、定昇相当分（賃金カーブ維持相当分）を含め 5%以上とし、その実現をめざすとしています。

そうした環境下、日本銀行は、2025 年 1 月 24 日の金融政策決定会合で、2024 年 7 月末以来となる政策金利の追加利上げを決め、2008 年 10 月以来約 17 年ぶりの 0.5%としました。

本稿では、日本銀行による金利の正常化が進められる中、すでに『賃金と物価の好循環の実現』に向けたサイクルが回り始めたのか否か等について考察します。

2. 日本経済の現状認識

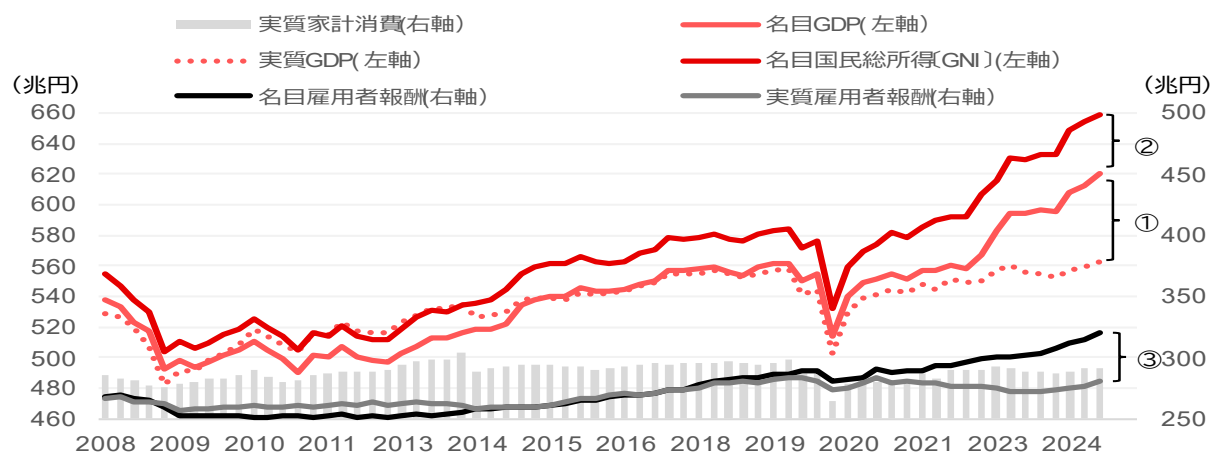
2024 年 7～9 月期の GDP 統計等にて定点観測をしてみると、名目の国民総所得は、651 兆円まで急増しており、①インフレによる名目 GDP 増大要因（図表 1-1 内①）、②円安効果を含めた海外からの所得増加要因（図表 1-1 内②）により、実質 GDP との乖離が拡大しています。

一方、名目雇用者報酬（名目賃金）も、名目国民総所得（名目 GDP+海外所得）や名目 GDP の拡大に伴う企業収益の伸びを反映して緩やかに増加していますが、③インフレを加味した実質雇用者報酬（実質賃金）の低迷（図表 1-1 内③）により、実質消費は伸び悩んでいます〔図表 1-1〕。

また、名目国民総所得や名目 GDP の拡大は、企業収益の改善による法人税収増に加え、名目賃金の上昇による所得税収増、物価上昇による消費税収増を受けて、政府税収の大幅な増加に繋がっています〔図表 1-2〕。

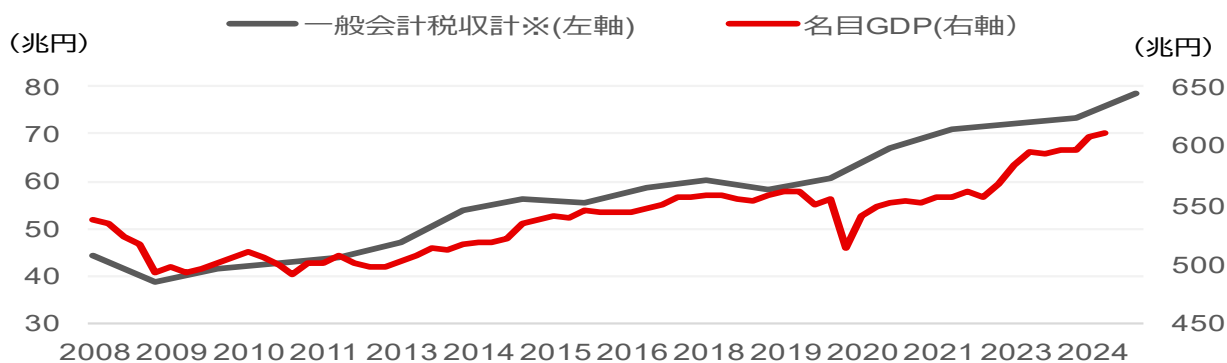
つまり、今般の円安やインフレ環境下、名目ベースでは企業、家計、政府のいずれもその恩恵を蒙っていますが、実質ベースでは未だ家計には行き届いていない状況といえます。

〔図表 1-1〕 名目国民総所得、名目 GDP、実質 GDP、名目雇用者報酬、実質消費



出所：内閣府より三菱UFJ信託銀行作成

〔図表 1-2〕 一般会計税収と名目 GDP の推移



※ 年度ベース、2023 年度以前は決算額、2024 年度は補正予算額、2025 年度は予算額(案)

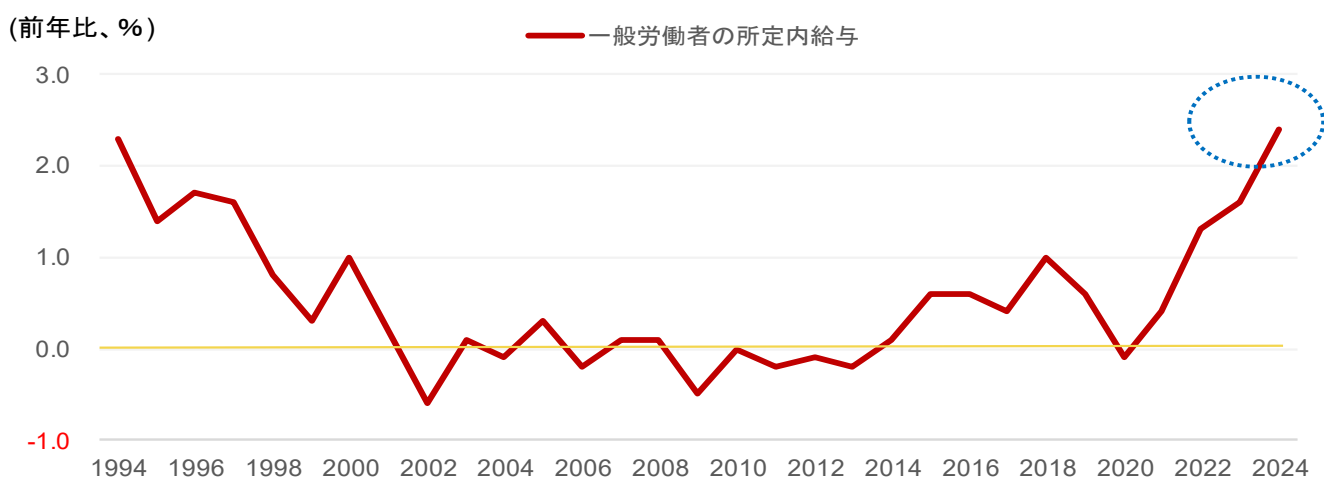
出所：内閣府、財務省より三菱UFJ信託銀行作成

3.賃金動向

(1) 名目賃金は堅調に推移

名目賃金については、2024 年の春闘での賃上げ率が前年比 5.1%と 33 年ぶりの高い回答結果となったことを受けて、2024 年の一般労働者の所定内給与も前年比 2.4%と 30 年ぶりの高い伸び率となりました〔図表 2〕。

〔図表 2〕 一般労働者（事業規模 5 人以上）の所定内給与の推移

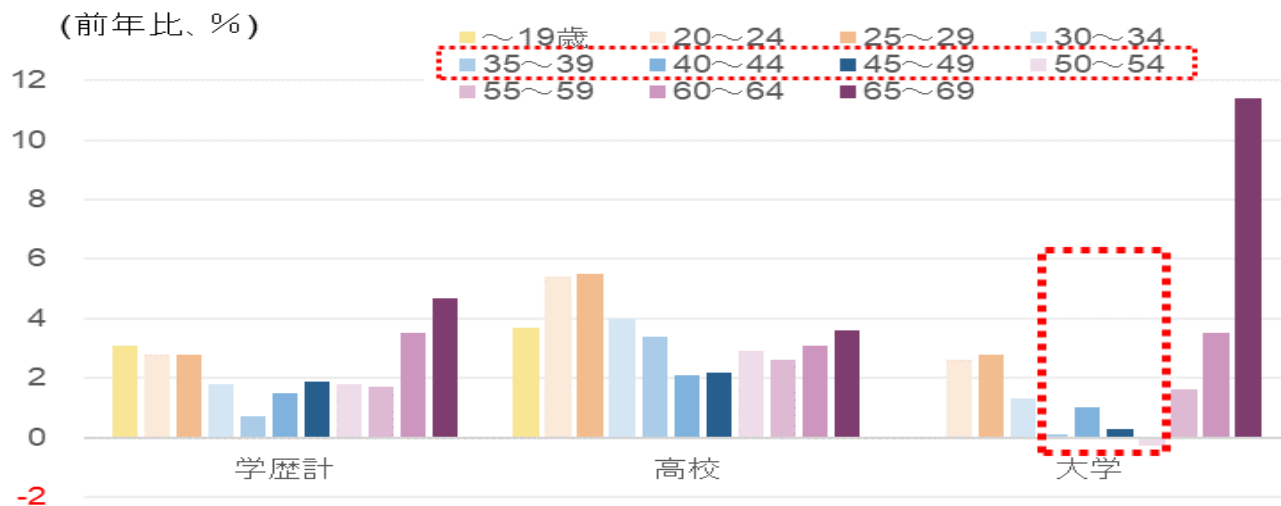


出所：厚生労働省「毎月勤労統計調査」より三菱UFJ信託銀行作成

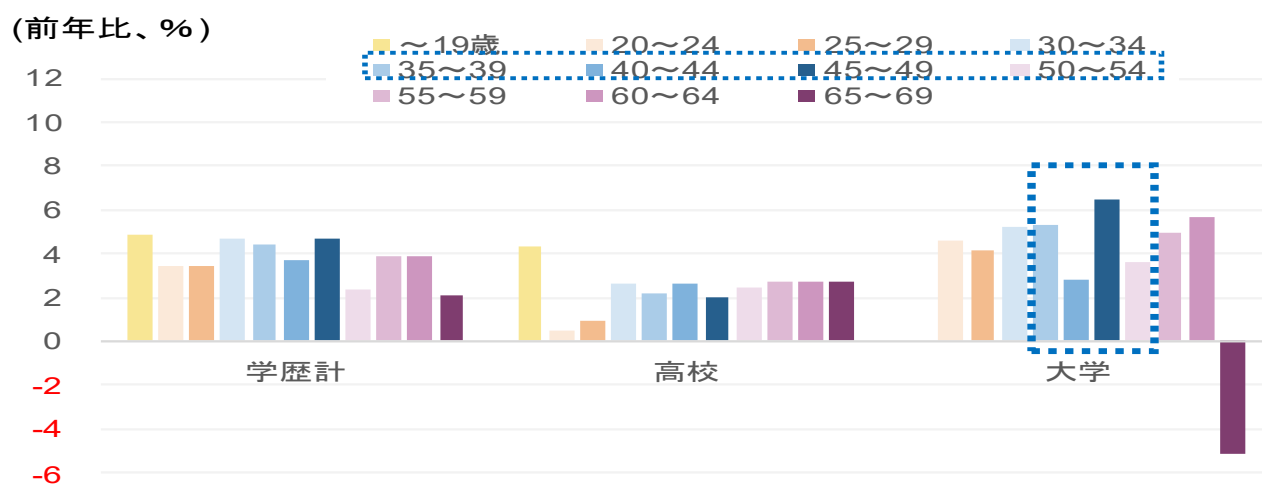
一般労働者の所定内給与の伸び率を学歴別・年齢階級別にみると、2023 年については、賃金の伸び率が高かったのは相対的に給与水準が低い、高卒の若年層と大卒の高齢層に限られ、大卒の 35 歳から 54 歳までの働き盛りの年代が+1%以下の低い伸びとなり、特に「就職氷河期」（1990 年代前半～2000 年代前半の就職難の時期）を経験した世代（1974～83 年生、2023 年時点で 40～49 歳）が含まれる大卒の 45～54 歳では伸び率がゼロ近傍となる等、課題が残る内容でした〔図表 3-1〕。

2024 年については、前年伸び率が高かった高卒の若年層が低くなっているものの、相対的に給与水準が高く、人材の流動化の恩恵も受けにくい大卒の 35 歳から 54 歳の年代がいずれも+2.5%以上の高い伸び率となる等、名目賃金は、全体の伸び率もさることながら、内容も好転しつつあり、今後はその継続性が注目されるところです〔図表 3-2〕。

〔図表 3-1〕 学歴別・年齢階級別所定内給与の伸び率（2023 年、前年比）



〔図表 3-2〕 学歴別・年齢階級別所定内給与の伸び率（2024 年速報、前年比）



出所：厚生労働省「賃金構造基本統計調査」より三菱UFJ信託銀行作成

（２）実質賃金は低迷継続

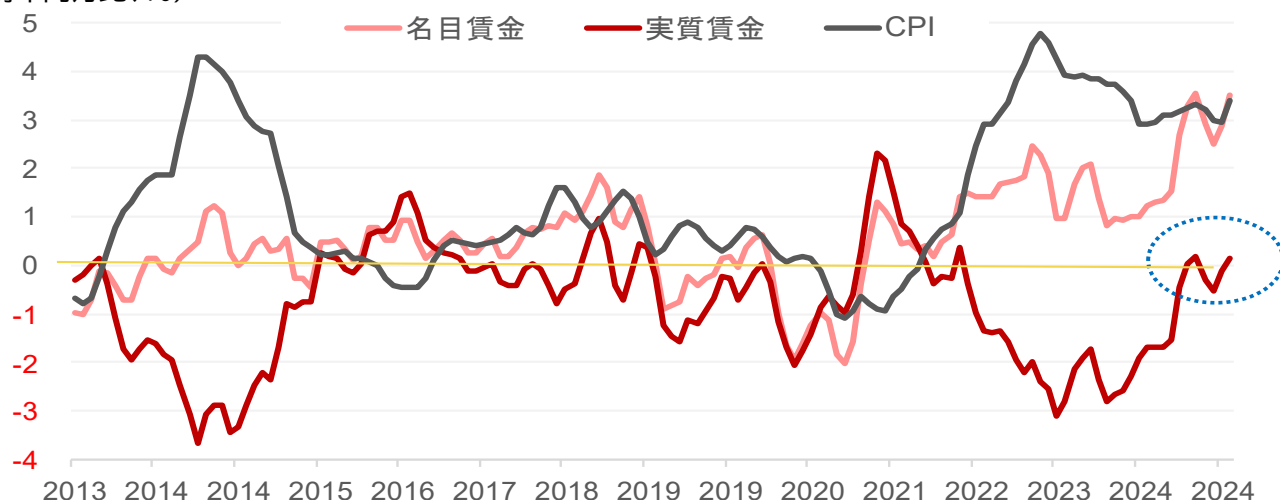
物価変動の要因を除いた実質賃金については、2024 年 12 月に前年同月比で+0.6%（名目賃金伸び率+4.8%－CPI 上昇率+4.2%）と若干プラスとなりましたが、名目賃金が 2024 年半ば以降 2%半ば以上の高い伸び率となっている一方で、インフレ率も 2023 年 1 月以降一旦落ち着きを示したものの 3% 前後に高止まりしているため、なかなか低迷状況から脱しきれていません〔図表 4-1〕。

一方米国の実質賃金は、インフレ率の通減的な落ち着きもあり、2023 年 5 月以降プラスに転換、その後もプラス圏で安定的に推移しており、底堅い個人消費の要因ともなっています〔図表 4-2〕。

米国と比較してみると、日本の実質賃金の向上には、「デフレ脱却」というよりもなかなか落ち着きを取り戻さない日本のインフレ率の安定化が必要条件といえそうです。

〔図表 4-1〕 日本の実質賃金、名目賃金、CPI の推移（3 か月平均）

（前年同月比、%）

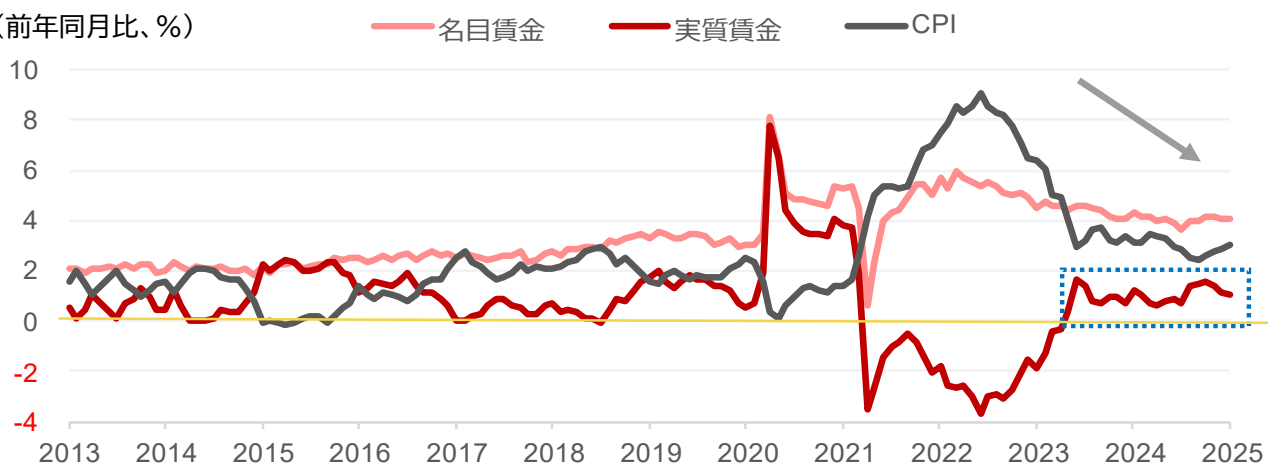


※名目賃金：現金給与総額、CPI：持ち家の帰属家賃を除く総合、実質賃金：名目賃金－CPI

出所：厚生労働省、総務省より三菱UFJ信託銀行作成

〔図表 4-2〕 米国の実質賃金、名目賃金、CPI の推移

（前年同月比、%）



※名目賃金：平均時給、実質賃金：平均時給（前年同月比）－CPI（前年同月比）

出所：FRED（セントルイス連邦銀行）より三菱UFJ信託銀行作成

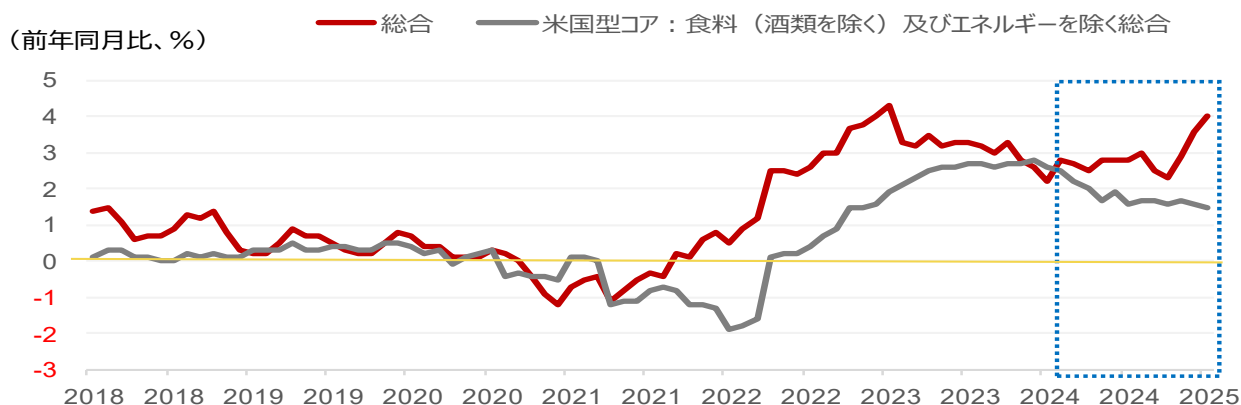
4.物価動向

(1) 国内インフレ指標の跛行性

2025年1月末時点の全国総合の消費者物価指数（CPI）が前年同月比で4.0%の上昇と2022年4月以降34か月連続で2%超となる一方で、同時点の「食料（酒類を除く）およびエネルギーを除く」コアコアCPI（米国型コアCPI）は、前年同月比で1.5%の上昇と2024年5月以降9か月連続で2%を下回る等、物価指標にちぐはぐな動きがみられています〔図表5〕。

つまり、足もとの特徴は、食料品やエネルギー等の輸入物価の上昇を中心としたコストプッシュ型のインフレであり、いわゆる基調的な物価は落ち着いています。

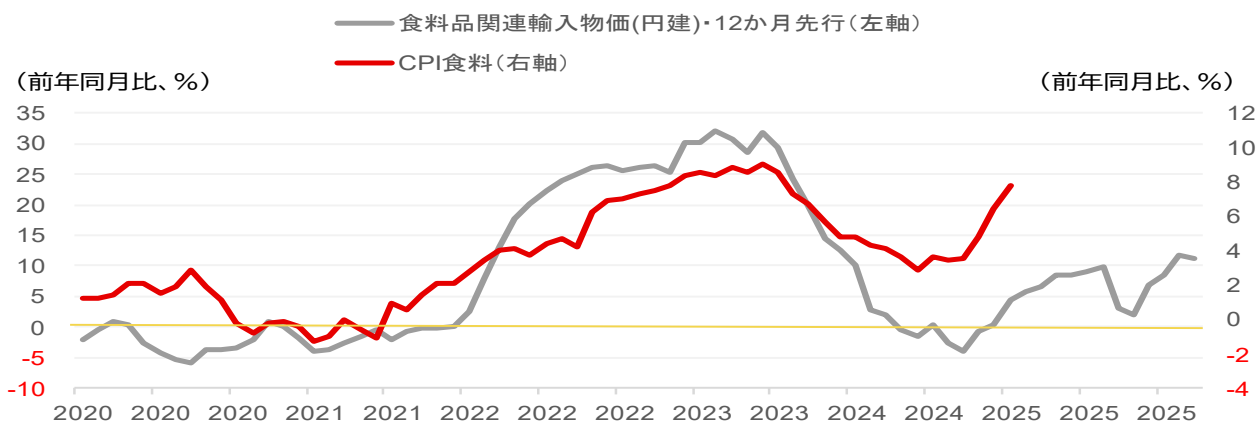
〔図表5〕日本のCPI（消費者物価指数）の推移



出所：総務省より三菱UFJ信託銀行作成

足もとの物価を押し上げている食料品とエネルギー価格について、今後の短期的な推移を見通してみると、食料品価格については、12か月程度先行する傾向のある食料品関連輸入物価指数（円建て）の再上昇の動きに加え、前年同月比で70.9%の高騰となった米の価格等の国内要因が拍車を掛ける形で、当面上昇傾向が見込まれます〔図表6-1〕。

〔図表6-1〕食料品価格：CPIと輸入物価（12か月先行）の推移

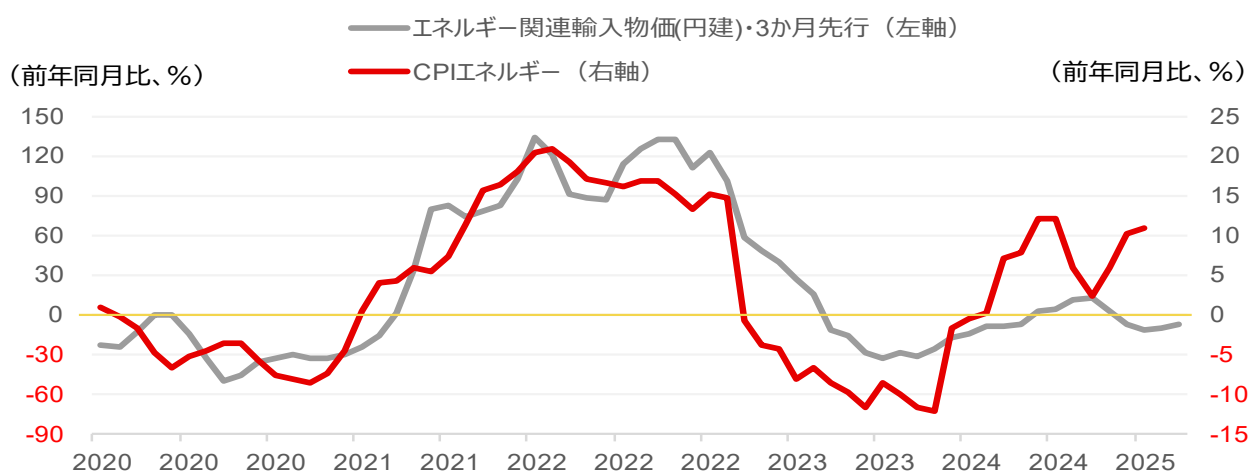


出所：総務省、日本銀行より三菱UFJ信託銀行作成

また、エネルギー価格については、電力・ガスの補助金制度（2024年10月に終了、2025年1月に再開）の影響が一時的要因として左右するも、3か月程度先行する傾向のあるエネルギー関連輸入物価指数（円建て）の横ばい推移を勘案すると、当面落ち着いた動きが見込まれます〔図表 6-2〕。

いずれにしても、足もとの物価を押し上げている食料品とエネルギー価格については、為替変動を含む輸入物価の動向から直接影響を受けたり、その動向への対応の遅れ等に起因して間接的に影響をされたりするため、短期的な見通しに加え、中長期的な視点での世界的なインフレ環境の変化にも目配せする必要があります。

〔図表 6-2〕 エネルギー価格：CPI と輸入物価（3か月先行）の推移



出所：総務省、日本銀行より三菱UFJ信託銀行作成

（2）分断による世界のインフレ環境の変化

① 自由民主主義の後退

ところで、中長期的な観点からスウェーデンにある V-Dem 研究所が発表している「世界全体の自由民主主義指数」の推移をみると、既にリーマンショック直後の 2010 年にピークアウトしており、ここから世界の分断が始まっていたことが示唆されています〔図表 7-1〕。

そのような環境下、2020 年のパンデミックや 22 年のロシア・ウクライナ戦争勃発が、世界の分断に拍車を掛け、2023 年には独裁的国家と民主的国家、各々に住む人口は 7 対 3 の割合まで偏りが生じています〔図表 7-2〕。

この分断が、グローバル規模でのサプライチェーンの混乱、さらには資源価格や穀物価格の高騰を招いて今日に至っています。

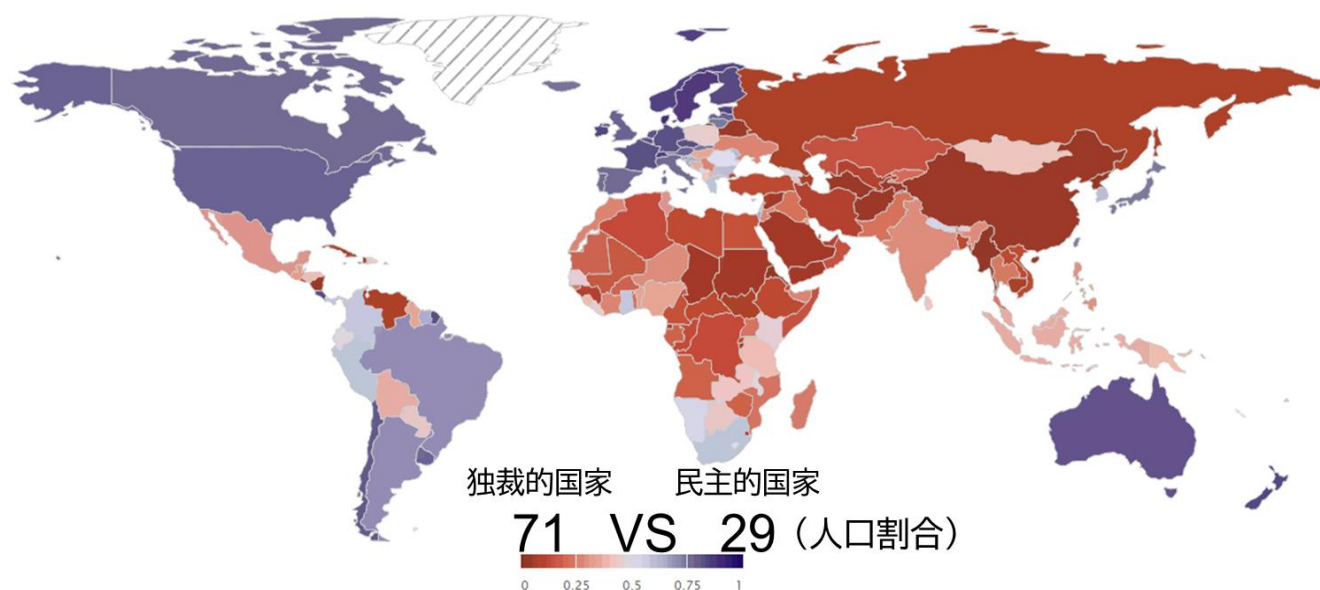
〔図表 7-1〕 世界全体の自由民主主義指数の推移

(ポイント)



※ 自由民主主義指数：行政の抑圧と均衡、市民の自由の尊重、法の支配、立法府と司法の独立性など、自由や民主主義を測る複数の側面から計算され、0と1の間で決定し、0に近いほど民主的な傾向が弱いことを示しています。

〔図表 7-2〕 世界各国の自由民主主義指数の分布（2023 年）



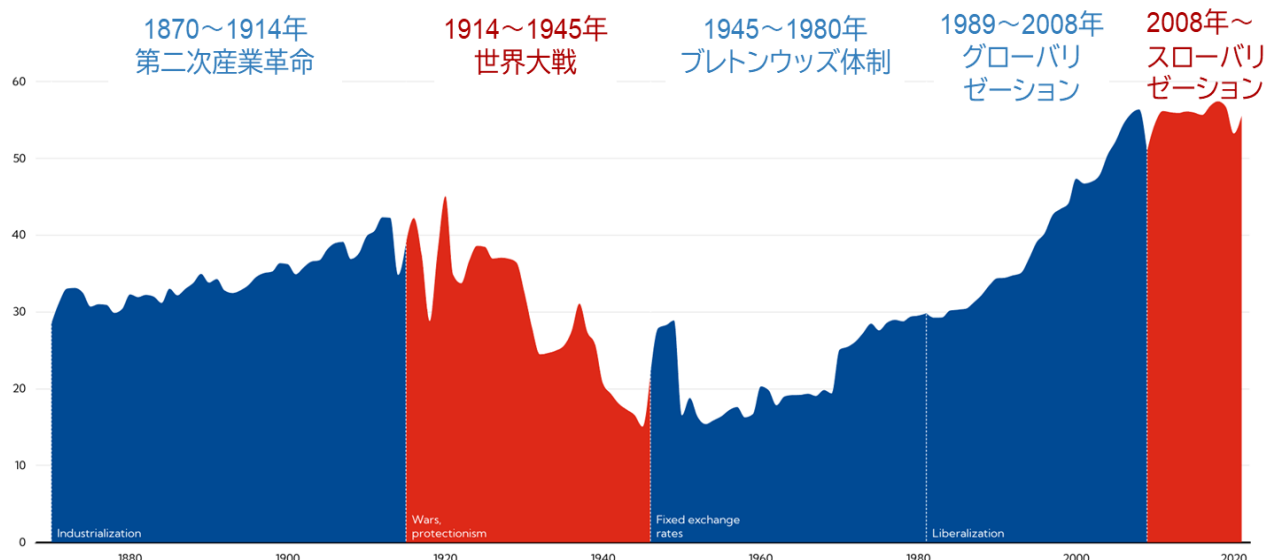
出所：V-Dem 研究所より三菱UFJ信託銀行作成

② 分断によるコスト負担の増加

同様に、歴史的な視点から貿易の開放度について眺めてみると、「グローバリゼーション時代」からその減速を意味する「スローバリゼーション時代」への転換も、すでに 2008 年前後から始まっていたことが示唆されています〔図表 8〕。

いうなれば、人・物・金の行き来が従来ほど自由ではなくなることで、その分コストが掛かり、物価が下がりにくいといった環境変化の潮流を、パンデミックとロシア・ウクライナ戦争が決定的にしたといえます。

〔図表 8〕 貿易開放度の歴史的推移（1870～2021 年）：輸出と輸入の合計金額の GDP 比率



出所：PIIE, Jorda-Schularick-Taylor Macrohistory Database, Penn World Data (10.0), World Bank, and IMF staff calculations より
三菱UFJ信託銀行作成

実際、市場の分断を図る尺度として、一次産品（農産物、エネルギー、鉱物）に関する貿易制限の件数をみると、ロシア・ウクライナ戦争が始まった2022年に急増し、前年の2倍以上に達しています。背景としては、世界の全生産量のうち三大生産国に集中する割合が高く、各一次産品供給の大半を数か国が独占している「生産の集中」といった事情が挙げられます〔図表 9-1、9-2〕。

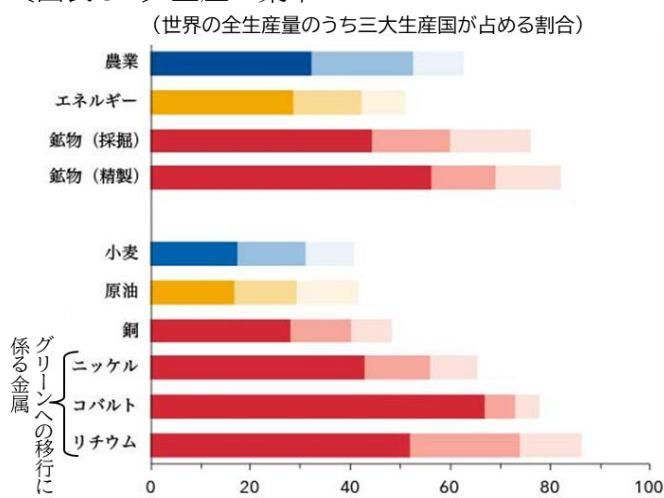
特に、その独占国が前述の独裁的国家に属する場合は、どうしても供給や価格の不確実性が高まらざるを得ません。皮肉なことに、先進国がグリーンエネルギーへの移行を推進すればするほど、それに必要な「ニッケル（生産1位ロシア）、コバルト（同1位コンゴ民主共和国）、リチウム（同3位中国）」といった鉱物資源の供給が一段と不安定化してしまう構図となっています。

〔図表 9-1〕 市場の分断化



出所：グローバル・トレード・アラート・データベース（報告ラグ調整）、IMF職員の試算。
注：計算上、貿易自由化の介入を除く。

〔図表 9-2〕 生産の集中

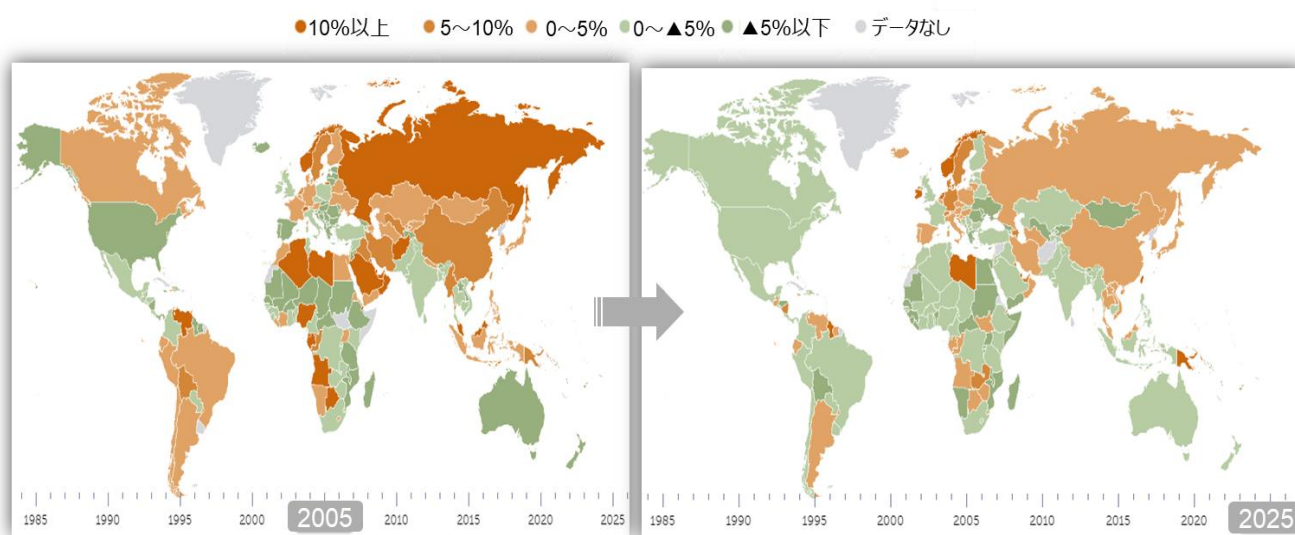


出所：英国地質調査所、国連食糧農業機関、国際エネルギー機関（IEA）、米国地質調査所、IMF職員の試算。
注：エネルギーは、石炭、天然ガス及び原油を指す。新型コロナウイルス感染拡大の影響による差分を除くため、本グラフには2019年時点のデータを使用。本グラフは、各一次産品生産の平均値を表示。

出所：IMF BLOG より三菱UFJ信託銀行作成

このような市場の分断や一次産品供給国の独占・寡占化が進むことで、一次産品を持つ国と持たざる国との格差が広がり、世界各国の経常収支の対 GDP 比率について 2025 年と 20 年前の 2005 年を比較すると、経常収支の黒字が一部の国・地域に集中している傾向が確認できます〔図表 10〕。

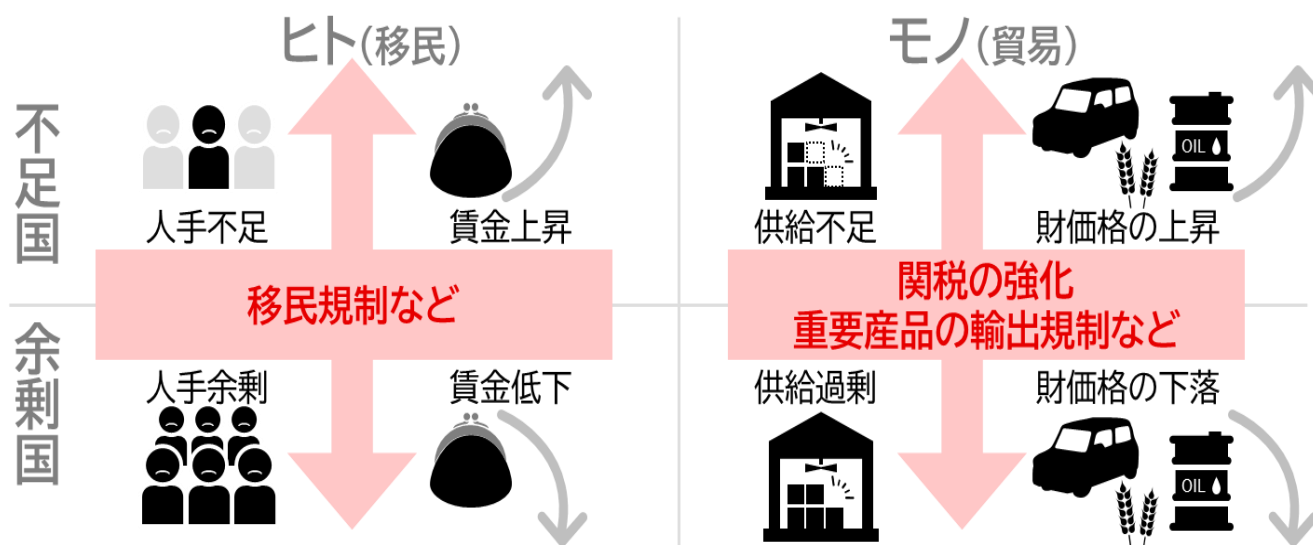
〔図表 10〕 各国の経常収支の GDP 比率（2005 年と 2025 年との比較）



出所：IMF DataMapper より三菱UFJ 信託銀行作成

移民規制やパンデミック等により「ヒト」の移動が滞ったり、働く職場環境に対する選別嗜好が強まったり、また、米中摩擦に代表されるように、関税の強化等により「モノ」の移動が滞ったり、同盟国間でしか行き来しなくなったりと、さまざまなコストが物価に反映することを考慮しなければならない時代となりました〔図表 11〕。

〔図表 11〕 分断等による物価変動への影響



出所：三菱UFJ 信託銀行作成

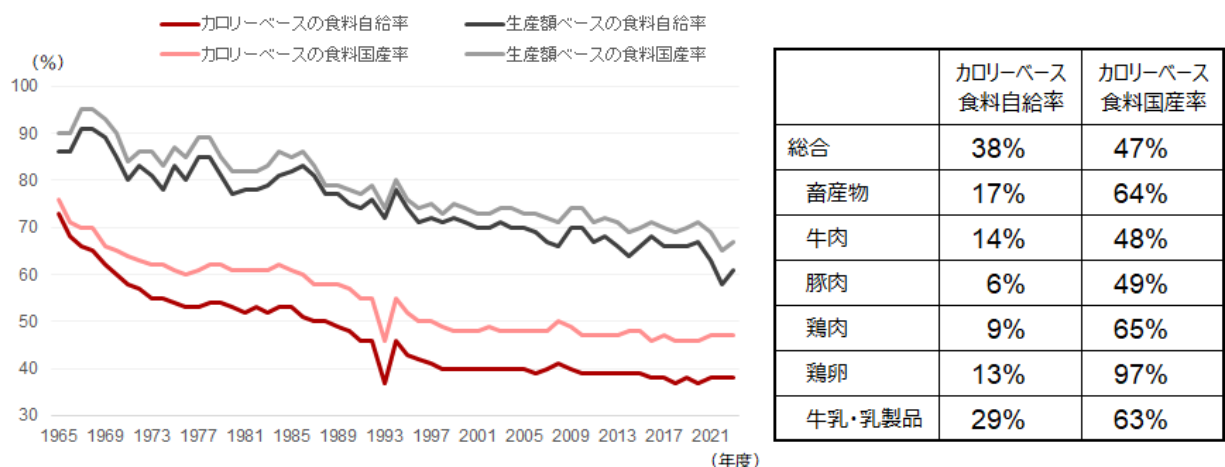
③ インフレ環境の変化に対する中長期的対策

食料自給率は、国内の食料供給に対する国内生産の割合を示す指標で、分子を国内生産（食料安全保障の観点から輸入飼料による畜産物の生産分を除外）、分母を国内消費仕向として計算されますが、熱量で換算するカロリーベースと金額で換算する生産額ベースがあります。さらに、飼料が国産か輸入かに拘わらず「国内生産」に含めて、各々計算する食料国産率の4つの指標があります〔図表12〕。

ここでは、物価動向への影響度の観点から「生産額ベースの食料国産率」をみると、1960年代後半の90%台半ばをピークとして、米の消費が減少する一方で、畜産物や油脂類の消費が増大する等の食生活の変化により長期的な低下傾向を辿ったあと、2011年度以降は横ばいとなりましたが、2022年度に65%まで低下し、翌年度は67%となりました。

安全保障の観点も踏まえ、まずはロシア・ウクライナ戦争以前の水準を回復した上で、中長期的な国産（自給）率向上と他国との食料・製品の輸出入での協力関係構築による安定的且つ多様な供給確保とのバランスを図った取組みが重要になっています。

〔図表 12〕 食料総合自給率・国産率の推移と主な食料の自給率・国産率（2023 年度）



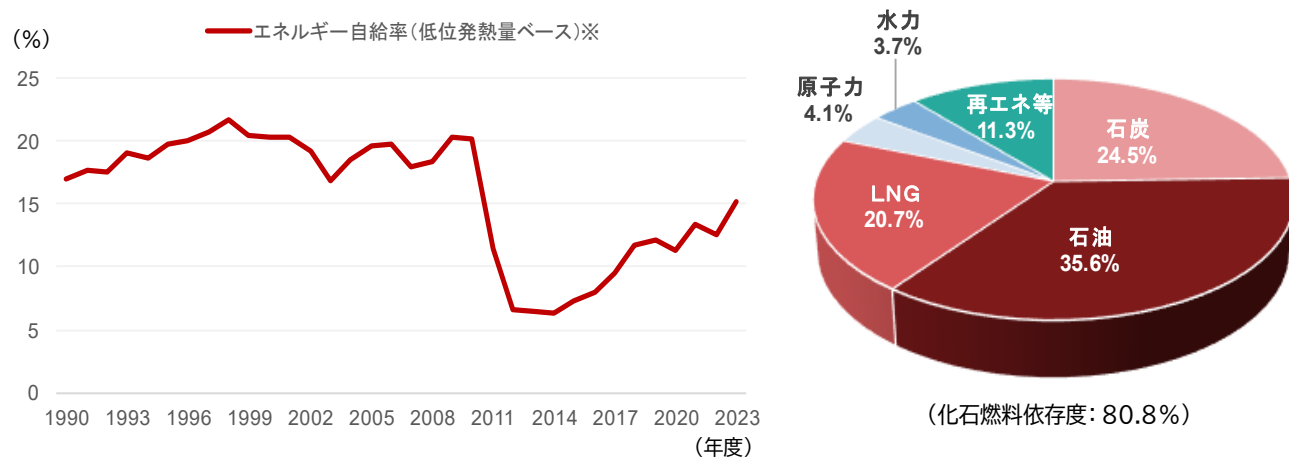
出所：農林水産省より三菱UFJ信託銀行作成

また、エネルギー自給率（低位発熱量ベース）についても、2023年度で15.2%とかなりの低水準となり、食料国産（自給）率以上に厳しい状況となっています。2014年度に6.3%と最低水準を記録したあと、徐々に回復傾向を辿っていますが、未だ2011年の東日本大震災以前の20%超の水準を回復するまでには至っていません〔図表13〕。

化石燃料依存度が2023年度で80.8%と引き続き高く、東日本大震災前の2010年度との比較では、原子力依存度が11.2%から4.1%に低下しているのが自給率の低迷に影響しています。

2025年2月に閣議決定された第7次エネルギー基本計画では、2040年度を目途に、原子力依存度を2割程度、自給率を3~4割程度まで引き上げる見通しを掲げていますが、安全保障の観点に加え、原子力発電所の稼働有無により発生している電力料金の地域間格差等を踏まえ、まずは大震災前の水準を早急に回復し、現実的な対応から速やかに着手していくことが期待されています。

〔図表 13〕 エネルギー自給率と一次エネルギー供給構成（2023 年度）



※ International Energy Agency (IEA)が公表する自給率と考え方を整合させて計算した自給率
出所：経済産業省 資源エネルギー庁より三菱UFJ信託銀行作成

5.賃金上昇の持続性

(1) 賃金上昇率と労働生産性との関係

実質賃金（時間当たり）は、

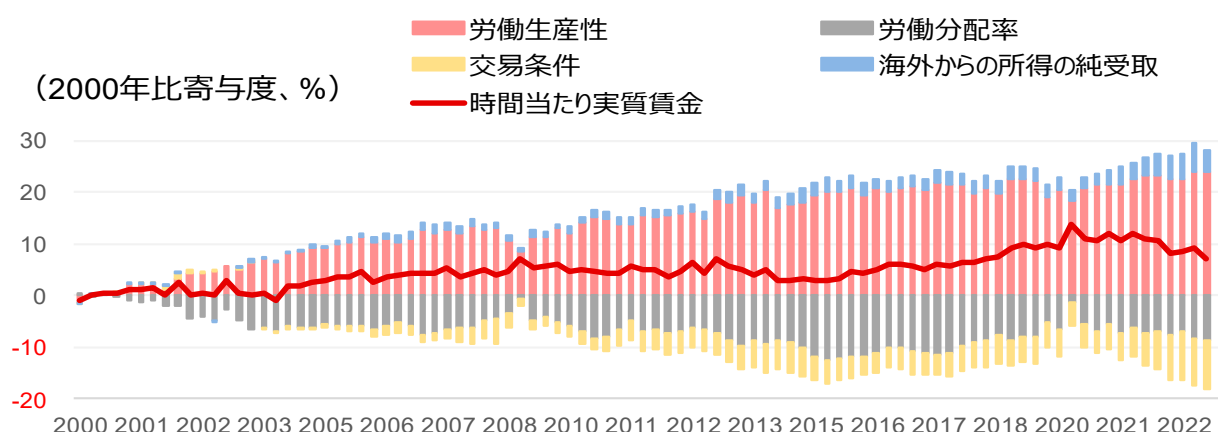
- ・労働生産性：従業員一人当たりの付加価値額
- ・労働分配率：企業で生産された付加価値全体のうち、労働者への還元割合
- ・交易条件：輸出価格を輸入価格で割った相対価格で、輸出財座価格 1 単位当たり何単位の輸入財価格を購入できるかを測ったもの
- ・海外からの所得の純受取：海外からの雇用者報酬、投資収益などの財産所得・企業所得の受取

に要因分解されますが、2000 年対比での寄与度の推移をみると、マイナス要因：「労働分配率」「交易条件」、プラス要因：「労働生産性」「海外からの所得の純受取」、に明確に分類できます〔図表 14-1〕。

マイナス面では、「労働分配率」要因は、企業収益の回復傾向 2021 年以降緩やかに下押し幅を拡大する傾向、「交易条件」要因は、2021 年後半以降エネルギー・食料品を中心とした輸入物価の上昇を背景に悪化している傾向、がみられます。前述した食料国産（自給）率やエネルギー自給率の引き上げについては、この交易条件の悪化に歯止めを掛ける意味合いからも要請されているといえます。

プラス面では、「海外からの所得の純受取」要因は、2021 年以降緩やかに寄与を拡大している傾向、「労働生産性」要因は、2000 年から 2017 年後半にかけての改善傾向とその後の改善ペースの鈍化、2022 年後半からの持ち直し傾向、がみられます。つまり、現状でも「労働生産性」は、実質賃金の上昇に対して緩やかながらもプラスに寄与しています。

〔図表 14-1〕 実質賃金の累積寄与度分解



※ 総務省「労働力調査（基本集計）」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」、内閣府「国民経済計算」により作成。

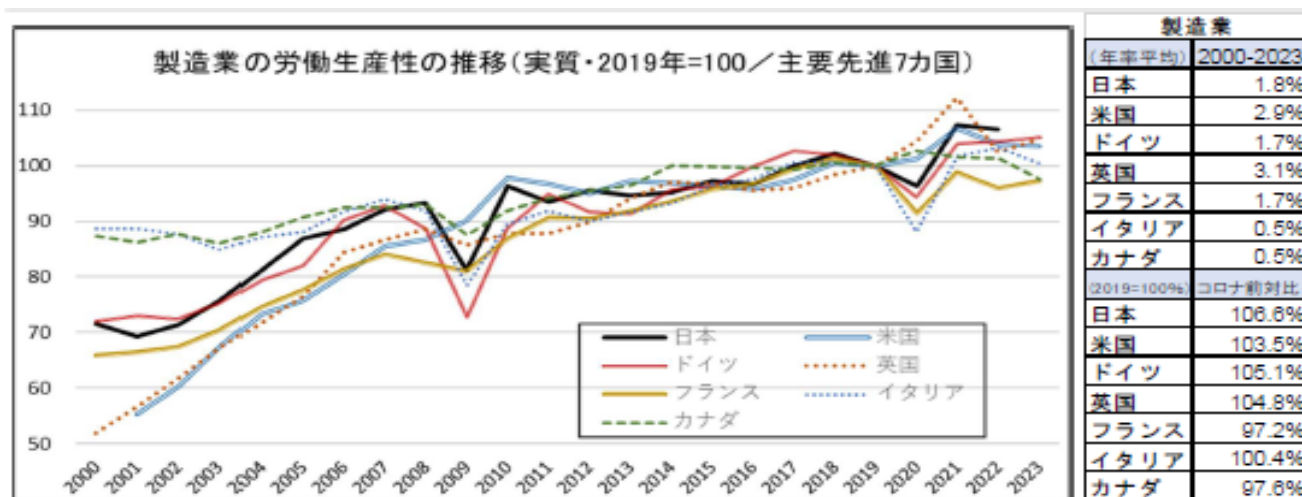
実質賃金、労働生産性はマンアワーベース。実質賃金=名目雇用者報酬/家計最終消費支出デフレーター(帰属家賃除く)/雇用者数/労働時間。

出所：内閣府より三菱UFJ信託銀行作成

さらに、製造業の労働生産性について国際比較すると、まず 2000 年以降の長期的な推移では、労働生産性上昇率が最も高いのは英国（+3.1%）で、米国（+2.9%）、日本（+1.8%）、フランス（+1.7%）、ドイツ（+1.7%）と続いています〔図表 14-2〕。

次に、2023 年（日本のみ 2022 年）とパンデミック前水準との比較では、日本（2019 年対比 106.6%）が最も改善しており、ドイツ（同 105.1%）、英国（同 104.8%）、米国（同 103.5%）と続いています。つまり、日本の労働生産性については、国際比較においても健闘している状況が窺えます。

〔図表 14-2〕 製造業の労働生産性（年率平均）の国際比較



※本章の各国産業別データは、OECD Data Explorer「Annual employment by economic activity」「Annual GDP and components」をもとにしているが、米国のみデータが利用できなかったため、米国経済分析局(BEA)のデータを利用している。米国のデータは産業分類が異なるため、極力 ISIC に照らして再分類を行っているが、厳密には一致していないことに留意されたい。※データの制約により、米国は 2001~2023 年、日本は 2000~2022 年を計測範囲としている。

出所：公益社団法人 日本生産性本部「労働生産性の国際比較 2024」より

（２）潜在成長率からの視点

次いで、実質賃金の上昇の裏付けとなる潜在成長率について、その構成要素である「TFP（全要素生産性）」（労働や資本といった量的な生産要素の増加以外の質的な成長要因で、技術革新や生産の効率化を示す指標）、「資本ストック」（ある時点で企業等が抱えている設備の量）、「就業者数」、「労働時間」に分解して推移をみると、その特徴が明らかになります〔図表 15-1〕。

まず、「TFP（全要素生産性）」については、2017 年から 2020 年前半にかけての低迷期を除き、生産年齢人口の減少に伴う労働投入量（就業者数×労働時間）の減少に直面する中、プラスの寄与を続けており、その役割が果たされています。

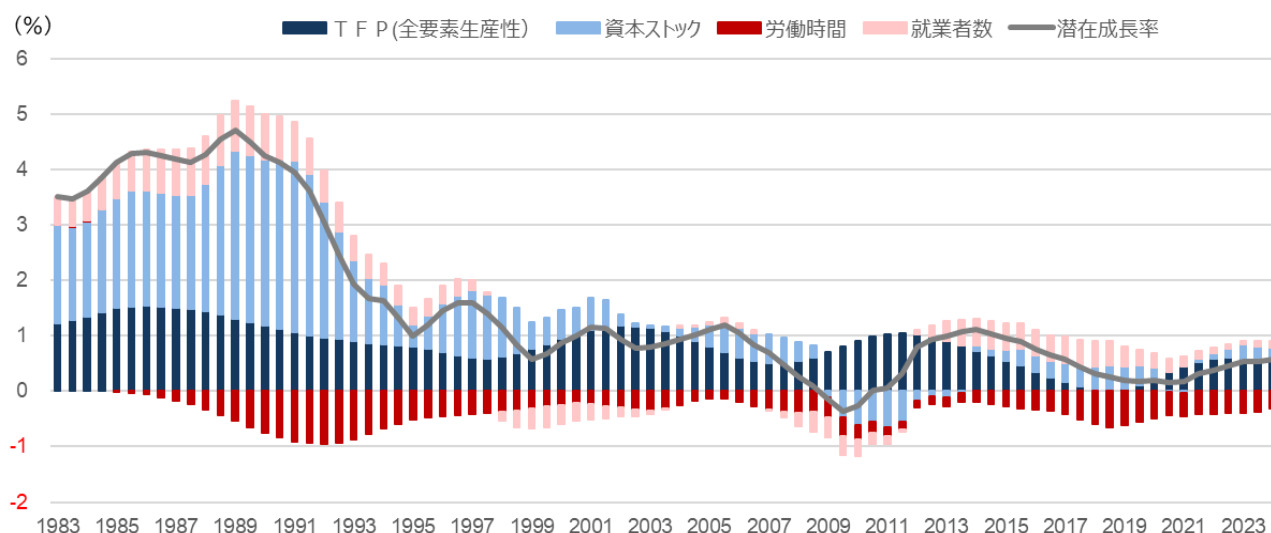
問題なのは、「資本ストック」のプラス寄与の逡減傾向と「労働時間」（労働投入量の一部）の恒常的なマイナス要因部分です。

「資本ストック」については、2000 年代以降寄与度が僅少になっており、特に 2009 年のリーマンショック以降その傾向が顕著になり、国内の設備投資の低迷によって資本ストックの設備が低迷しているために、生産活動への資本投入が増えていないことを示しています。

事実、日本企業は、リーマンショック直後の国内需要の低迷やアベノミクス以前の円高傾向という厳しい環境に対して、海外生産移転や海外事業拡大で対応しました。そうした経営事情を反映し、日本の対外直接投資残高は、2010 年代を通じて増加を続け、特に 2013 年以降急速に増加した結果、2022 年には国内での設備投資の約 7 倍まで残高が積み上がっています〔図表 15-2〕。

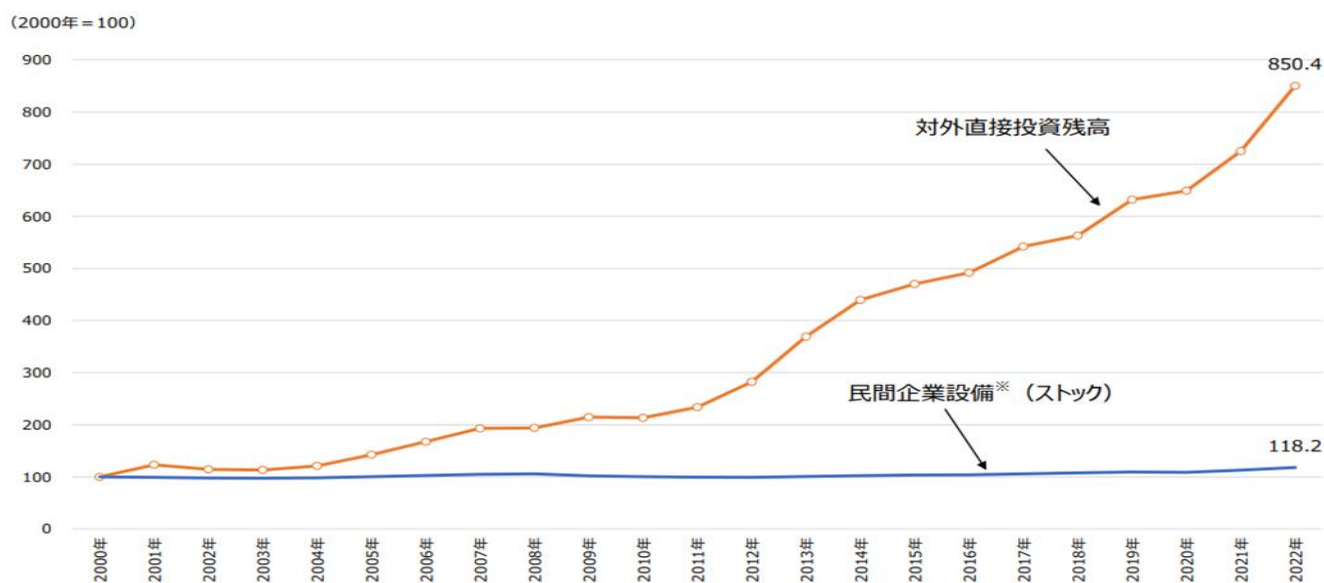
ただ、この対外直接投資残高の拡大が、本稿 2 で触れたとおり、円安効果を含めた海外からの所得増加として奏功し、名目の国民総所得の拡大に寄与しています。

〔図表 15-1〕 潜在成長率の寄与度推移（前年比）



出所：日本銀行調査統計局試算値より三菱UFJ信託銀行作成

〔図表 15-2〕 対外直接投資と民間企業設備



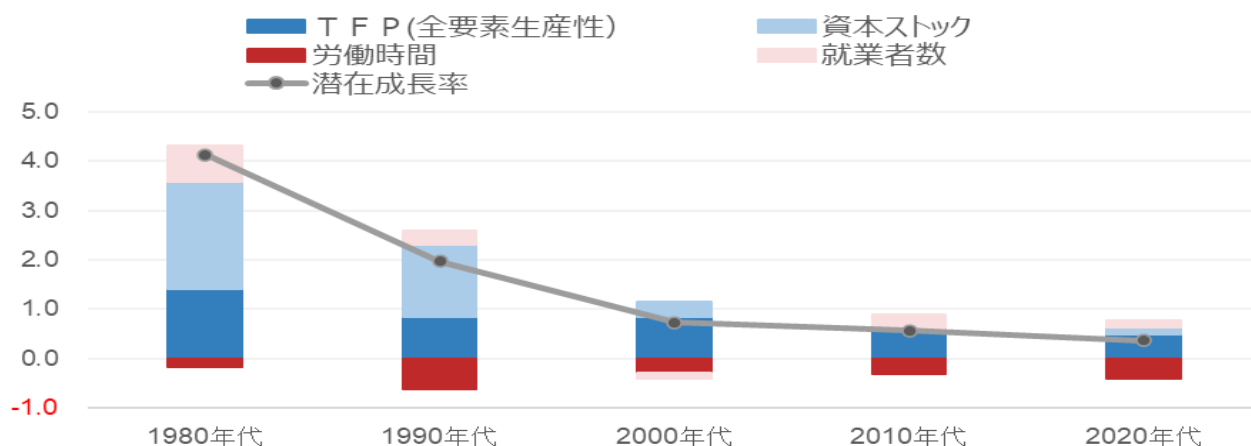
(出所) 財務省「国際収支統計」、内閣府「2022年度国民経済計算（固定資本ストックマトリックス（名目）」
 (※) 上記内閣府の統計より、民間企業設備に関連する項目を抽出の上合計したもの。

出所：財務省「国際収支から見た日本経済の課題と処方箋 第1回会合」より

(3) 労働時間の減少トレンド

もうひとつ、潜在成長率の足枷となっている「労働時間」の恒常的な減少傾向については、1980年以降を10年毎の年代別の寄与度に分解してみると、どの年代においても唯一マイナス要因となり、2000年代以降では、直近の2020年代のマイナス幅が最も大きくなっています〔図表 16-1〕。

〔図表 16-1〕 潜在成長率の寄与度分析（年率）



※ 1980年代は1983年～1989年

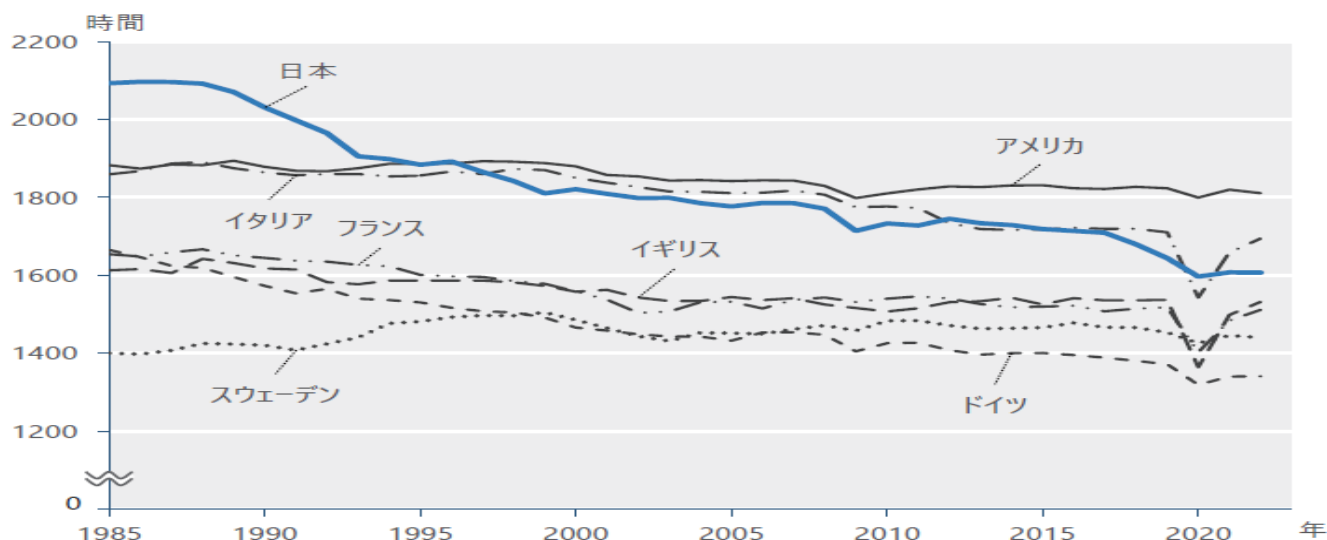
出所：日本銀行調査統計局試算値より三菱UFJ信託銀行作成

これまでの働き方改革を代表とする「労働時間」減少に関する法律の制定等を抜粋すると、以下のとおりです。

- ①1992年：「短時促進法」～『年間総労働時間を1800時間』の達成を目的とした時限立法
- ②2006年：「労働時間等の設定の改善に関する特別措置法」～正社員の年間総労働時間の引き下げ
- ③2014年：「過労死等防止対策推進法」～週労働時間60時間以上の雇用者の割合を5%以下へ
- ④2016年：「女性の活躍推進法」～女性の働き方を改革し、関連情報の見える化・活用の推進
- ⑤2017年：「働き方改革実行計画」の策定～非正規労働者の処遇改善や長時間労働の是正
- ⑥2019年：「働き方改革関連法案」～時間外労働の上限規制（原則月45時間・年360時間）の導入等
- ⑦2020年：「働き方改革関連法案」の対象を中手企業へ拡大
- ⑧2024年：「働き方改革関連法案」での残業時間の上限規制に建設事業や自動車運転業務等も対象

これらの法整備等の結果もあり、日本人の一人当たり平均年間総実労働時間（就業者）は、1985年の2093時間から2022年の1607時間へと486時間（▲23%）も減少し、国際比較においてもすでに米国やイタリアを下回る水準まで低下しています〔図表 16-2〕。

〔図表 16-2〕 一人当たり平均年間総実労働時間（就業者）

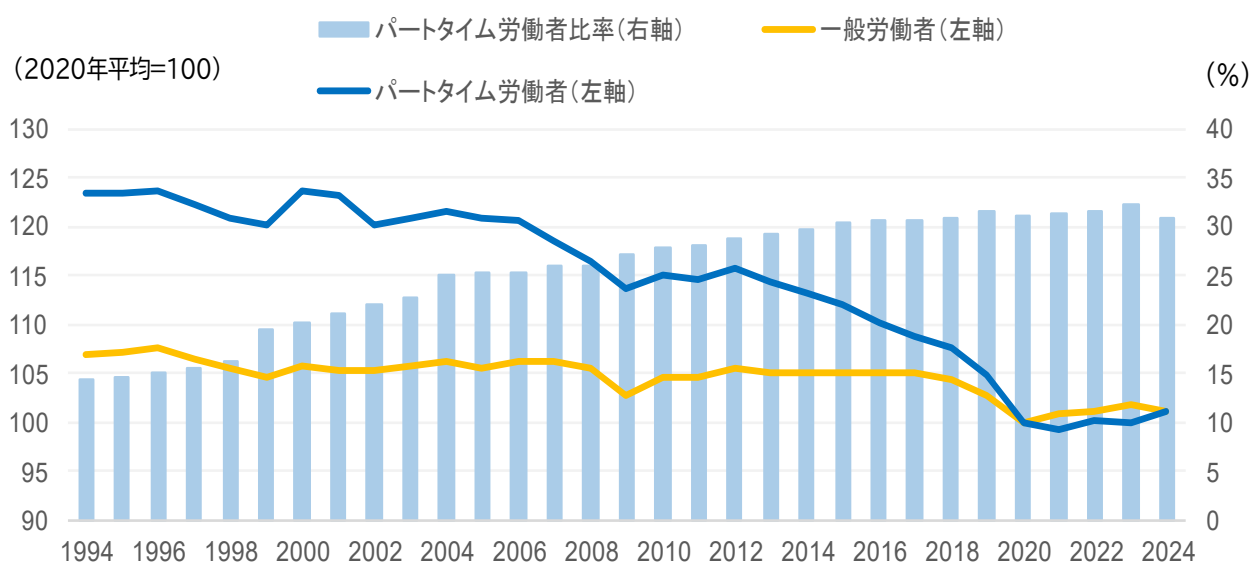


出所：独立行政法人 労働政策研究・研修機構「データブック国際労働比較 2024」より

この労働時間の減少について、年間総実労働時間を就業形態別にみると、過去 30 年で一般労働者は▲5.7%の減少に留まっているのに対し、パートタイム労働者は▲18.8%もの減少となり、2020 年代に至るまで趨勢的に減少傾向を辿っています。

この間、パートタイム労働者の比率が、14.4%から 30.9%と 2 倍以上に高まったことを勘案すると、パートタイム労働者の時短分をパートタイム労働者間でシェアしてきたことになります。したがって、日本の労働時間減少傾向の一部は、他国対比でも特異なパートタイム労働者への依存度の高まりに起因しているといえます〔図表 16-3〕。

〔図表16-3〕 就業形態別年間総実労働時間及びパートタイム労働者比率の推移



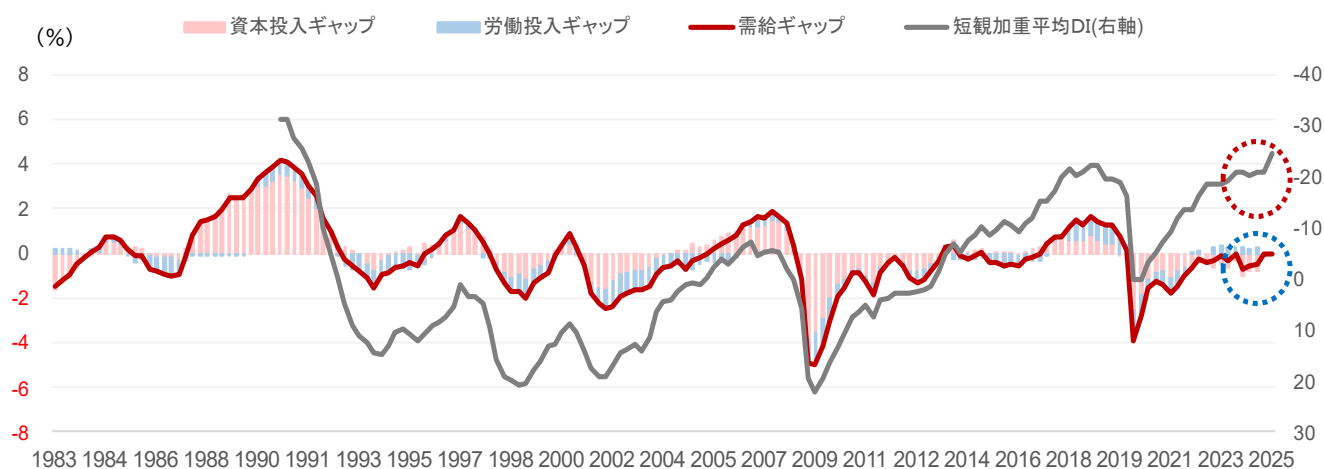
出所：厚生労働省より三菱UFJ信託銀行作成

(4) 需給ギャップ

日本経済の需要と供給のバランスをみると、未だ需要不足の状況であり、ディマンドプル型のインフレ環境にはないことが読み取れますが、一方で日銀短観ベースの加重平均 DI では、すでに 1991 年の水準まで需給が逼迫している状況が示されています〔図表 17-1〕。

両者の乖離が顕著になっている中で利上げ姿勢を強めている日銀は、後者の動向を重視しつつあるともいえます。

〔図表 17-1〕 日本経済の需給ギャップと日銀短観の加重平均 DI（全産業規模）の推移

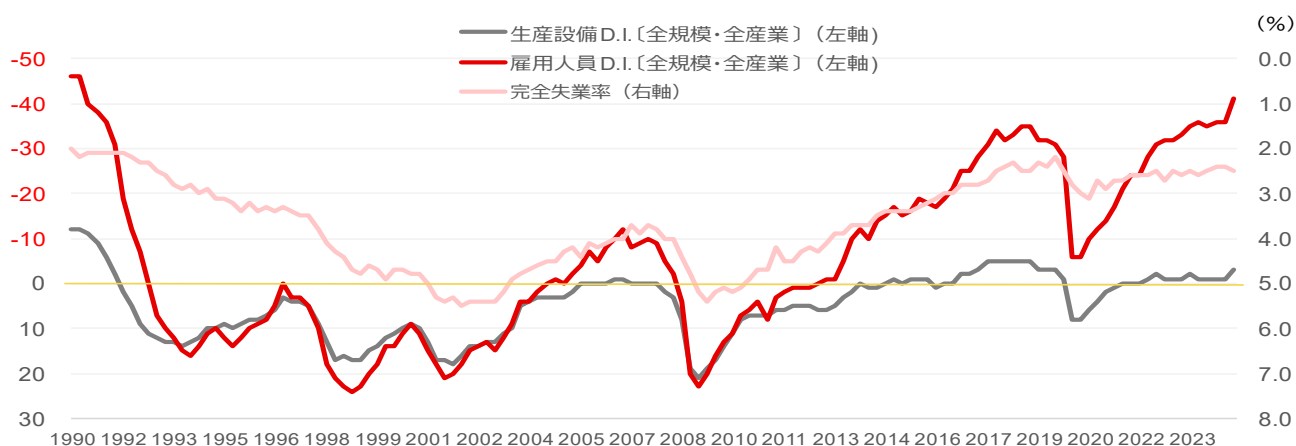


※ 日銀短観加重平均 DI：生産・営業用設備判断 DI と雇用人員判断 DI を資本・労働分配率で加重平均して算出

出所：日本銀行調査統計局試算値等より三菱UFJ信託銀行作成

両者の乖離は、日銀短観の雇用人員判断 DI での不足感、つまり人手不足に伴う労働需給の逼迫に起因していますが、完全失業率では、2025 年 1 月時点で 2.5%と 1990 年代の最低水準の 2.0%と比較すると、そこまで逼迫している訳でもなく、本稿 4. (2) ②でも触れた 2020 年のパンデミック等による働く職場に対する選別嗜好の強まりに伴う労働需給のミスマッチも影響しているのではないのでしょうか〔図表 17-2〕。

〔図表 17-2〕 生産設備判断・雇用人員判断（日銀短観）と完全失業率の推移



出所：日本銀行、総務省より三菱UFJ信託銀行作成

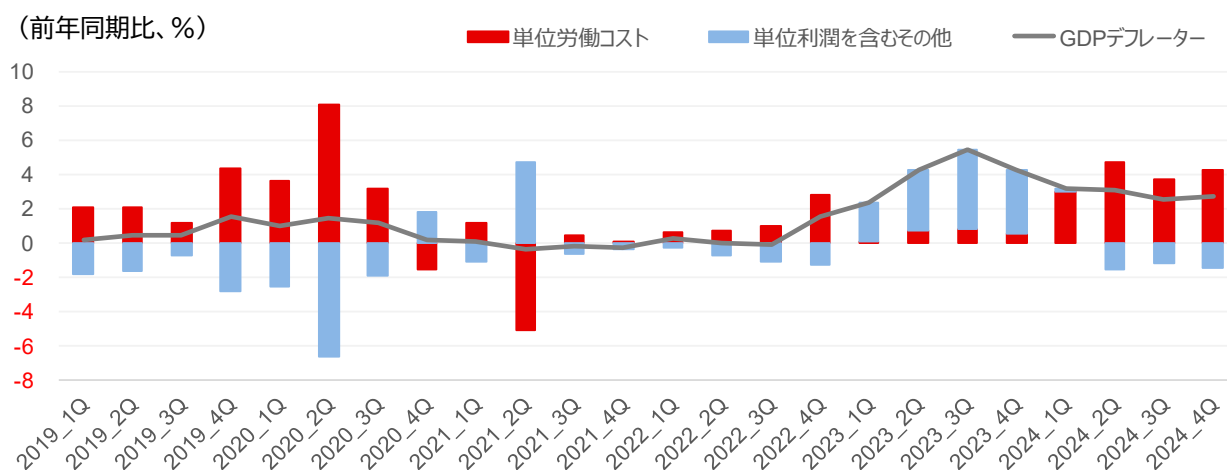
(5) 人手不足の功罪

① 価格転嫁

GDPデフレーターは、名目GDPを実質GDPで割ることによって算出され、国内要因による物価動向を反映するという意味でホームメイド・インフレを表す指標といえますが、この動きは「単位労働コスト」と「単位利潤を含むその他」に要因分解できます。

その動きをみると、2023年中はGDPデフレーターの上昇率が高まる中で、「単位利潤を含むその他」が主たる要因でしたが、2024年以降は春闘による賃上げ効果もあって「単位労働コスト」が支配的な要因となり、ホームメイド・インフレに賃金要因が反映されてきている傾向が確認できます〔図表18-1〕。

〔図表 18-1〕 GDP デフレーターの要因分解

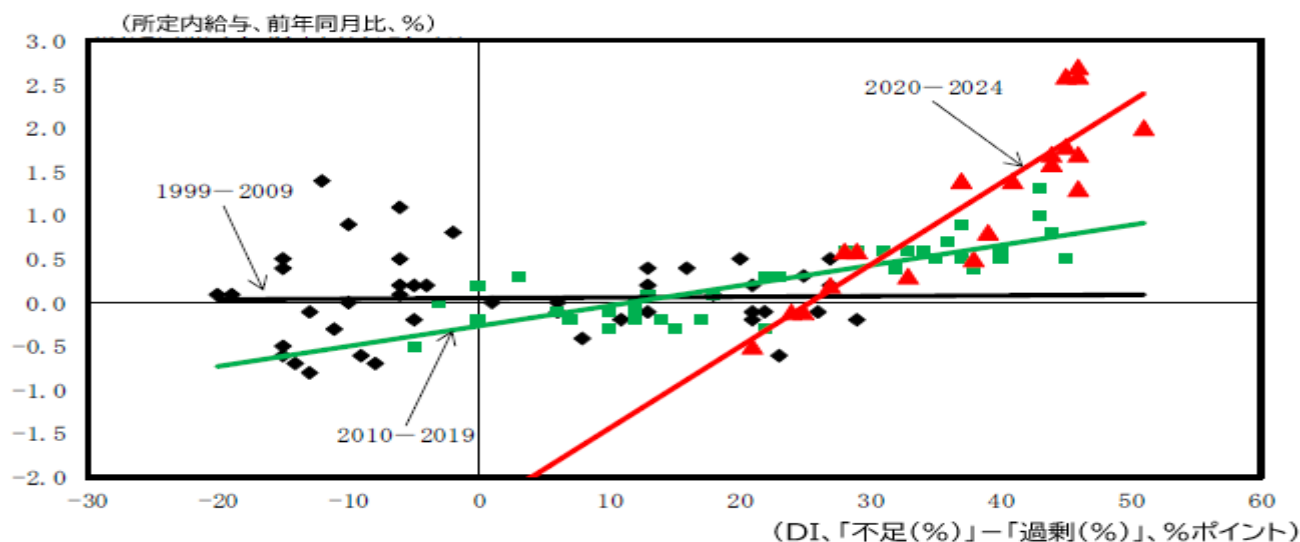


※ GDPデフレーターは、名目GDP／実質GDPであり、恒等式上、 $(\text{名目雇用者報酬} / \text{実質GDP}) + ((\text{営業余剰} \cdot \text{混合所得} + \text{固定資本減耗} + \text{間接税等}) / \text{実質GDP})$ と表される。このうち第1項が単位労働コスト要因であり、第2項がその他要因となる（実質GDP－単位当たりの営業余剰・混合所得、固定資本減耗、生産・輸入品に課される税等で説明されるGDPデフレーターの動向）。

出所：内閣府より三菱UFJ信託銀行作成

また、縦軸に「フルタイム労働者の所定内給与の上昇率」、横軸に「正社員の人手不足感」をとった賃金版フィリップスカーブをみると、パンデミック以降の近年（2020～2024年）については、その傾きがよりステイプ化、すなわち、人手不足感と賃金上昇率の関係が強まっており、従来のような賃金の上方硬直性の影響が薄れている可能性が指摘されています〔図表18-2〕。

〔図表 18-2〕賃金上昇率と人手不足感の関係（フルタイム労働者）



(備考) 1. 厚生労働省「労働経済動向調査」、「毎月勤労統計調査」により作成。
 2. 2008 年以降は「正社員等」、2007 年以前は現行の「正社員等」への定義変更前の「常用」を使用。
 3. 2024 年 10-12 月期は速報値。

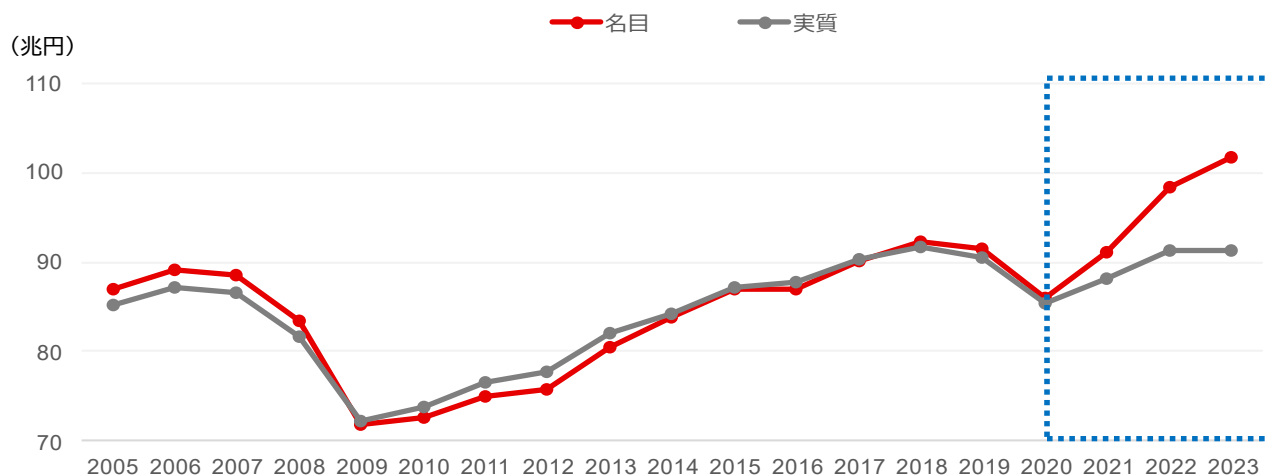
出所：内閣府「2024 年度日本経済レポート」（2025 年 2 月）より

② 設備投資動向への足枷

人手不足に伴う労働需給の逼迫の一方で、日銀短観の生産設備 DI ではそれほど需給逼迫を示していないため〔図表 17-2〕、これまで対外直接投資に偏重してきた分、国内の設備投資を増やして生産性の向上や潜在成長率の上昇に繋げればよい、との見解も想定されますが、その設備投資動向にも影響が及ぶほど人手不足の事態は深刻度を増しています。

まず、GDP 統計の民間設備投資の推移をみると、2020 年のパンデミック以降名目ベースでは、人件費や資材価格の高騰もあって顕著に伸びていますが、実質ベースでは伸び悩んでおり、価格は上昇しても数量が伴っていない内容となっています〔図表 19-1〕。

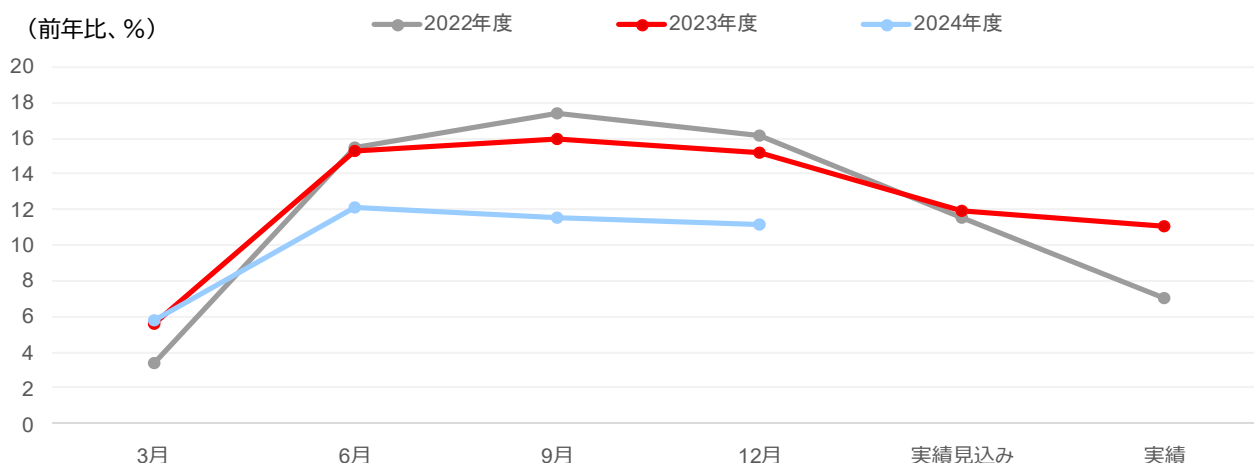
〔図表 19-1〕名目と実質の民間設備投資の推移（GDP 統計）



出所：内閣府より三菱UFJ信託銀行作成

また、日銀短観の企業の設備投資計画においても、年度前半の6月や9月の計画値に対して、後半の9月、10月に下方修正し、さらに実績見込みや実績がそれをも下回る傾向が続いています〔図表 19-2〕。

〔図表 19-2〕 企業の設備投資計画（日銀短観）



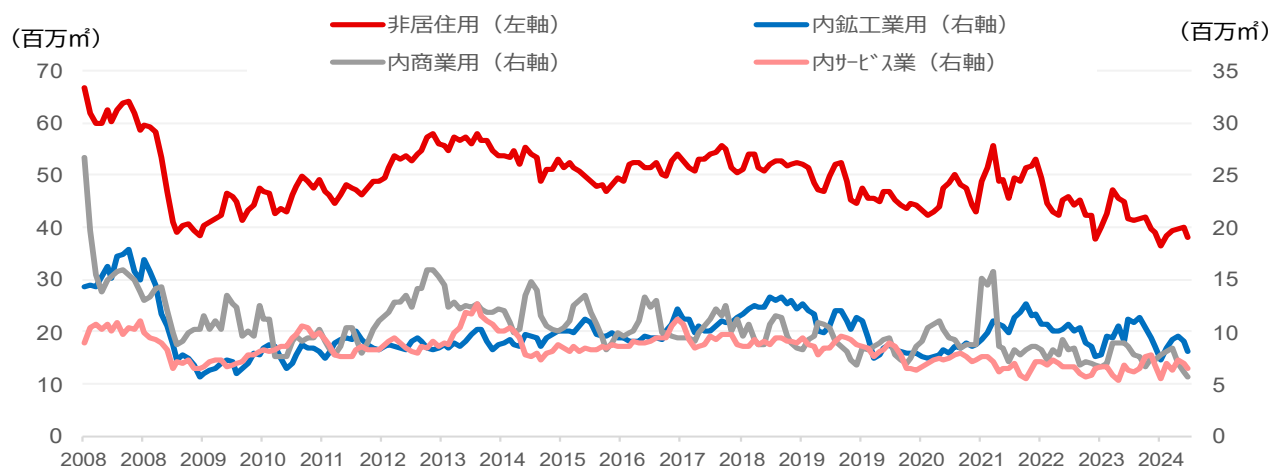
※ ソフトウェアを含む設備投資額（除く土地投資額）、全規模・全産業ベース

出所：日本銀行より三菱UFJ信託銀行作成

これは、民間設備投資全体の4分の1を占める建築投資の動向に原因があるようで、主要用途別着工建築物床面積の推移をみると、非居住者用全体では、2009年のリーマンショック時の40百万㎡を下回る水準まで低下しています。

また、近年では非居住者用全体や商業用が2021年12月をピークとして低下傾向を辿っていることから、人手不足以外に2022年2月のロシア・ウクライナ戦争による資材価格の高騰の影響も推察されます〔図表 19-3〕。

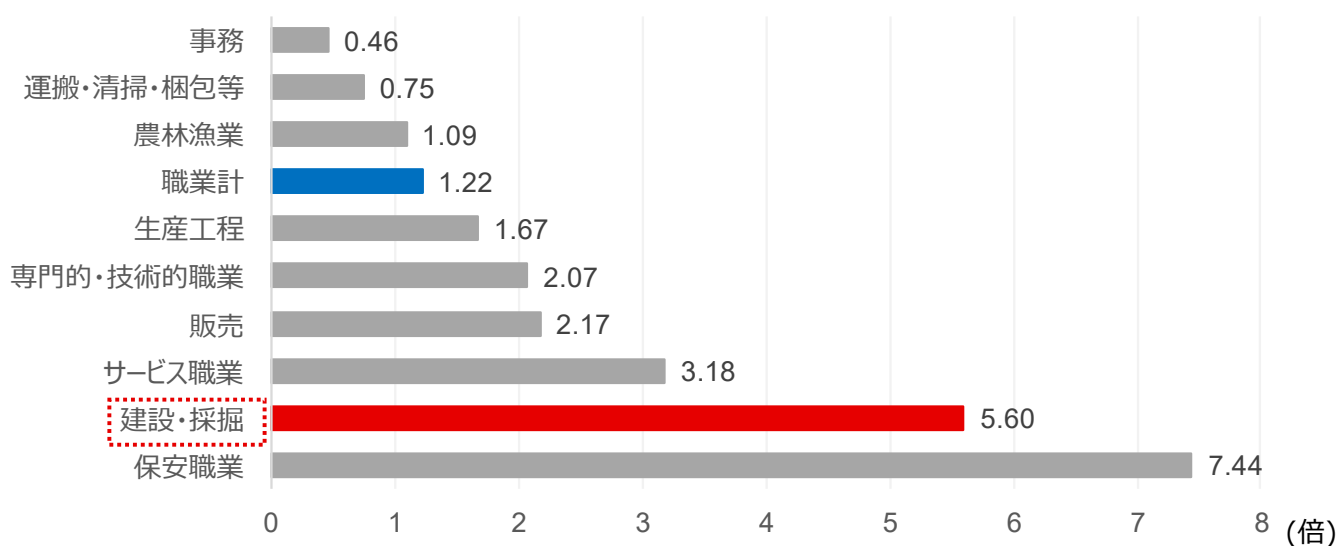
〔図表 19-3〕 主要用途別着工建築物床面積の推移（月次・季節調整の年率換算値）



出所：国土交通省より三菱UFJ信託銀行作成

加えて、建設等従事者の有効求人倍率（ハローワークを通じた有効求人数÷有効求職者数×100）をみると、2024年12月で5.6倍（ $112,295 \div 20,067 \times 100$ ）と、全体平均の1.22倍の4.6倍まで人手不足が極まっています。なお、最も有効求職者が多い事務従事者は、0.46倍（ $207,889 \div 450,430 \times 100$ ）と全体平均の半分以上に留まり、ここでも日本全体の労働需給の逼迫というよりもミスマッチの影響が大きいことが示唆されています〔図表 19-4〕。

〔図表 19-4〕 職業従事者別有効求人倍率〔常用（パートを含む）、2024年12月〕



出所：総務省より三菱UFJ信託銀行作成

6. 好循環に向けた条件

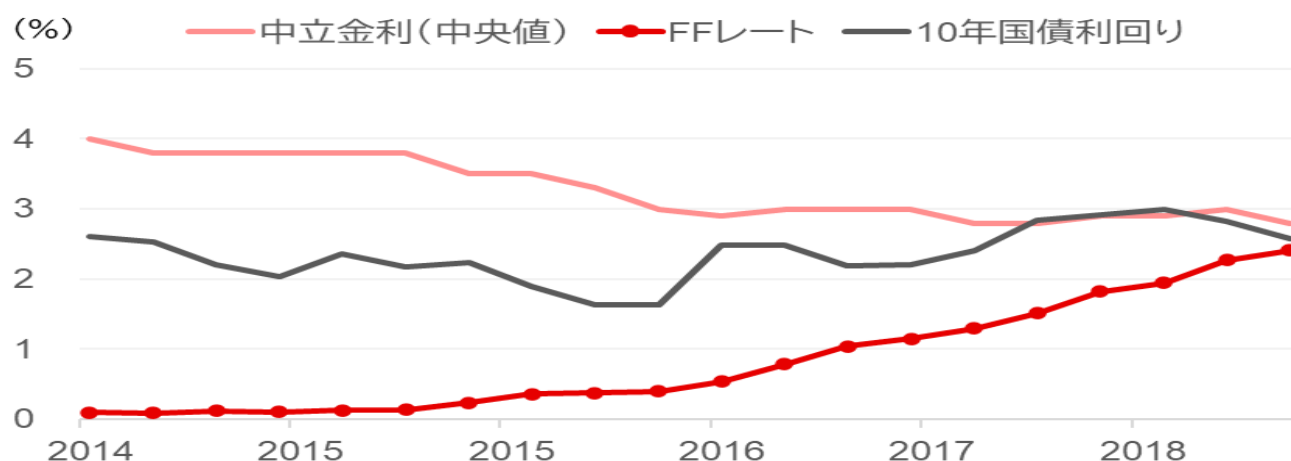
(1) 金融政策

現在の日本の物価環境、つまり食料品やエネルギー等の輸入物価の上昇を中心としたコストプッシュ型のインフレの一方で、基調的な物価は落ち着きを示し、一部人手不足による賃金上昇が価格転嫁されつつある中で、参考となるのが米国の金融政策、特に 2014 年から 18 年まで先行して実施したゼロ金利政策からの脱却局面です。

当時の FRB イエレン議長は、高圧経済政策、つまり企業や家計の高めの需要を長期間刺激し、多少のインフレ圧力を許容する政策を推進、在任期間の 2014 年 2 月から 18 年 2 月までの 4 年間を掛けて、ゼロ金利から辛抱強くゆっくりと「中立金利」※に向けて FF レートを引き上げました〔図表 20-1〕。

※ 景気を刺激も冷やしもしない、中立的な政策金利水準のこと。中央銀行が、物価の安定を通じて経済成長を促すよう、政策金利を決定するうえで重視するもので、政策金利が中立金利よりも高ければ、金融引き締めの、政策金利が中立金利よりも低ければ、金融緩和的とされています。

〔図表 20-1〕

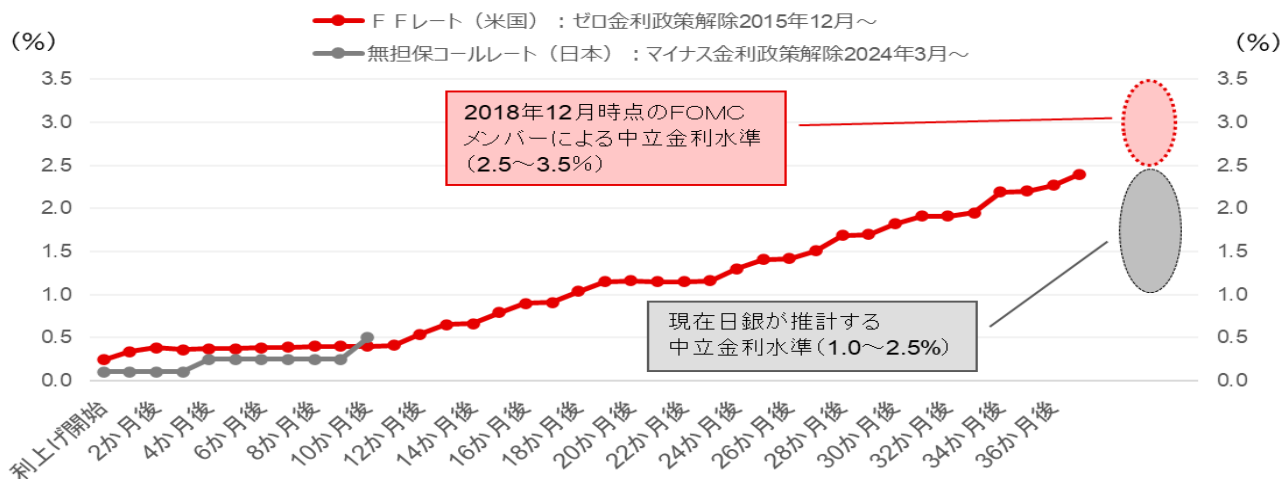


出所：FRED（セントルイス連邦銀行）より三菱UFJ信託銀行作成

一方日銀でも、利上げが行われた 2024 年 7 月の金融政策決定会合にて、歴史上初めて「中立金利」について議論が開始され、植田総裁の発言等によるとその水準についてはかなり幅が広がっていますが、1%から 2.5%程度と想定されています。

今般の日銀のマイナス金利政策解除における利上げペースについて、上記の米国のゼロ金利政策解除時と比較すると、ややペースが早めとなっていますが、景気を刺激も冷やしもしない「中立金利」についての議論をより深めつつ、ダイヤモンドプル型とはいえないインフレ特性に対する慎重な対応が期待されます〔図表 20-2〕。

〔図表 20-2〕 日米の政策金利（初回の利上げ時期から）の推移



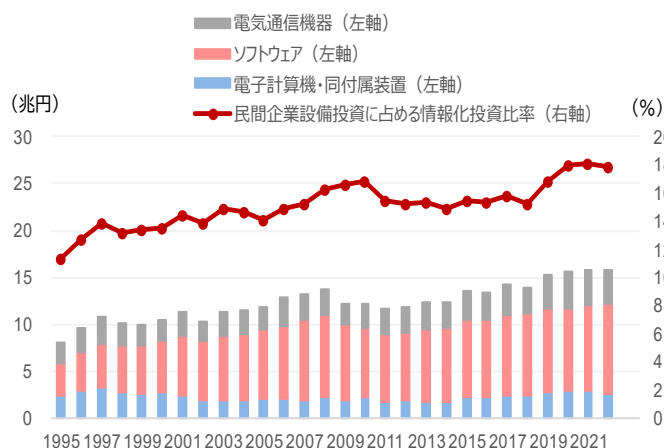
出所：FRED（セントルイス連邦銀行）、QUICK より三菱UFJ信託銀行作成

（2）設備投資内での選別化

本稿5.（5）③で触れたように、建設等従事者の人手不足の影響が建設投資を中心に国内の設備投資動向にも及んでいることから、企業としてはこれまでどおり対外直接投資を交えながら、国内ではソフトウェアを中心とした情報化投資等に重点を置かざるをえません。民間企業設備投資に占める情報化投資比率は17.9%（2022年）で、情報化投資は一定の地位を占めており、その種類別では、ソフトウェア（受託開発及びパッケージソフト）が全体の6割近くを占めています〔図表21-1〕。

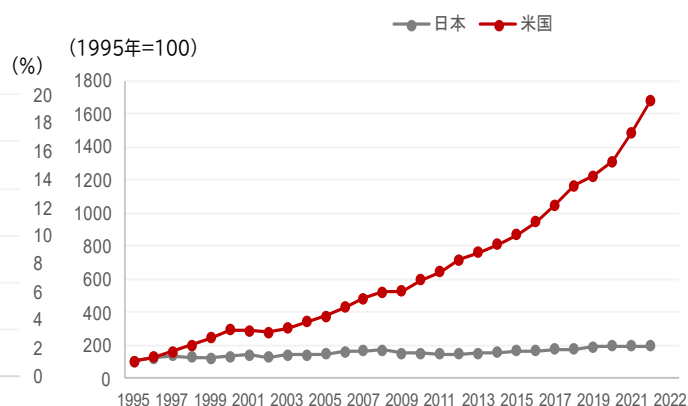
また、日米の情報化投資の推移を比較すると、米国の情報化投資は、2009年のリーマンショック時近辺に足踏みしたものの、以降は急速な拡大を見せている一方、日本の情報化投資は、リーマンショック直後の落ち込み幅は小さかったものの、以降の回復は米国と比較して緩やかなものに留まっています。今後は、生産性向上策としてのAIなどデジタル技術の活用について、省力化・合理化以上に、付加価値創造を目的として重点投資する視点も必要になっています〔図表21-2〕。

〔図表 21-1〕 情報化投資の推移



出所：総務省等より三菱UFJ信託銀行作成

〔図表 21-2〕 日米の民間情報化投資の比較



(3) 労働力供給

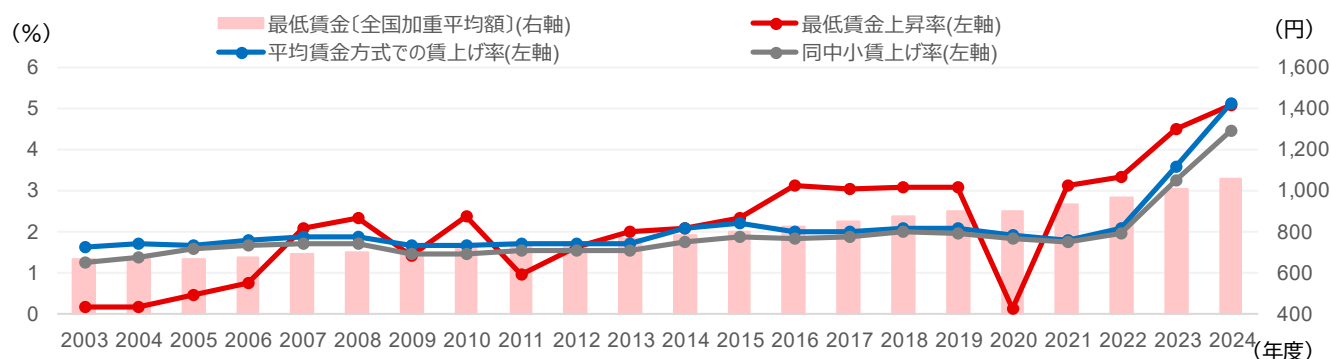
本稿 5. (3) で触れたとおり、就業者全体の労働時間の減少に歯止めを掛けるためには、パートタイム労働者の比率自体を低下させる必要がありますが、この比率は、2023 年の 32.24%から翌年の 30.86%と 2018 年以来の水準まで低下しており、この傾向を維持していくことが重要です。

また、地域別最低賃金と特定最賃（産業別最低賃金）の両面から引き上げへと取り組むことは、地域の産業の人材確保策としても有効なアプローチと考えられ、地域別最低賃金（全国加重平均額）については、2021 年以降春闘での平均賃金方式での賃上げ率以上の引き上げ実績となっており、今後もこの傾向を安定的に維持し、着実に労働時間を増やしたくなるような魅力的な水準まで待遇を改善していく必要があります〔図表 22-1〕。

その上で、2024 年時点で就業者全体の 36.8%を占める非正規雇用労働者（パートタイム労働者を含む）に対しては、できるだけ都合のいい時間に働ける職場環境作りや週休 3 日・4 日制の導入等による正社員化を支援していくことが効果的といえます。

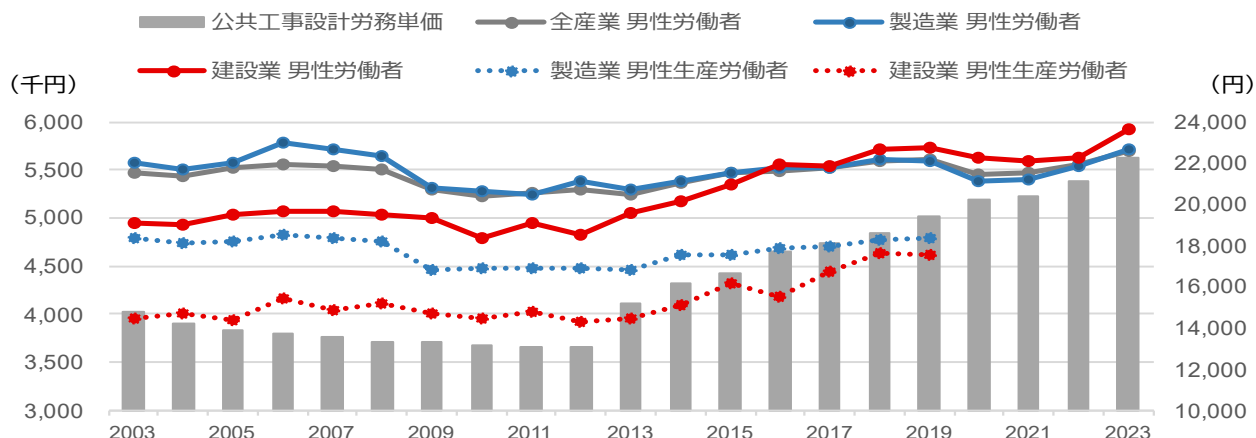
さらに、正規労働者に対しては、行き過ぎた労働時間規制等を緩和するとともに、2024 年から「時間外労働の上限規制」の対象となった建設業従事者については、徐々に他業種対比での賃金の底上げ傾向がみられますが〔図表 22-2〕、現場作業において人材派遣が認められていない業界事情もあり、賃上げの継続に加え、業務のデジタル化や月給制への移行等といった職場環境の整備も急がれます。

〔図表 22-1〕 地域別最低賃金(全国加重平均額)と賃上げ状況(春闘での最終回答結果)の推移



出所：厚生労働省、連合（日本労働組合総連合会）より三菱UFJ信託銀行作成

〔図表 22-2〕 業種別年間賃金総支給額と公共工事設計労務単価（全国全職種平均値）の推移



(注) 【労働賃金の推移】

1. 年間賃金総支給額＝決まって支給する現金給与額×12＋年間賞与その他特別給与額
2. 調査対象は、事業所規模 10 人以上の事業所に雇用される常用の男性労働者
3. 労働者とは、生産労働者及び管理・事務・技術労働者
4. 生産労働者のデータは 2020 年以降未公表

(注) 【公共工事設計労務単価の推移】

1. 金額は加重平均値にて表示。2019 年までは 2013 年度の標本数をもとにラスパイレズ式で算出し、2020 年以降は 2020 年度の標本数をもとにラスパイレズ式で算出
2. 2006 年度以前は、交通誘導警備員が A・B に分かれていないため、交通誘導警備員 A・B を足した人数で加重平均

(注) 年間賃金支給額は暦年値、公共工事設計労務単価は年度値

出所：一般社団法人 日本建設業連合会「建設業デジタルハンドブック」等より三菱UFJ 信託銀行作成

7.まとめ

本稿の冒頭にて、「デフレ脱却」と円安等の影響による「物価高を乗り越える」との矛盾した目標について触れましたが、現在の経済環境下では、言葉の定義を含めて政策対応について整理する必要性が生じています。現下必要なのは、コストプッシュ型のインフレ抑制策と経済成長の足枷となる供給制約の解消策であり、これらの条件が整って始めて、実質賃金の上昇の裏付けとなる中長期的な需要拡大が可能となるでしょう。

特に、労働力供給制約に関しては、設備投資の制約要因になりつつあるため、労働需給のミスマッチ等の解消は喫緊の課題であり、企業にとっては、円安環境下でも設備投資の国内回帰もままならず、これまでどおり対外直接投資への偏重を続けざるを得ない状況に直面しているともいえます。

今のところ、日本銀行による金利の正常化を中心とした政策対応が実施されていますが、基調的な物価動向が落ち着いている中、円安是正以外にその効果は限られています。

『賃金と物価の好循環の実現』に向けたサイクルを確たるものにするためには、上記の条件整備等に的を絞った対応が急務といえそうです。

なお、本稿における意見にかかわる部分および有り得るべき誤りは、筆者個人に帰属するものであり、所属する組織のものではないことを申し添えます。

【参考資料】

-内閣官房「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2024 年改訂版」

https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/index.html

-公益社団法人 日本生産性本部「労働生産性の国際比較 2024」

<https://www.jpc-net.jp/research/list/comparison.html>

-財務省「国際収支から見た日本経済の課題と処方箋 第 1 回会合」（2024 年 3 月 26 日）

https://www.mof.go.jp/policy/international_policy/councils/bop/outline/20240326_1.pdf

-独立行政法人 労働政策研究・研修機構「データブック 国際労働比較 2024」

<https://www.jil.go.jp/kokunai/statistics/databook/2024/index.html#ch6>

-内閣府「2024 年度日本経済レポート」（2025 年 2 月）

<https://www5.cao.go.jp/keizai3/2024/0212nk/nk24.html>

MUFG資産形成研究所について

わが国では人口減少や高齢化の進展、低金利の継続等、さまざまな環境変化が起こっています。これらの環境変化に伴い、国民の自助努力による資産形成がますます求められる時代となりました。

このような状況下、当研究所は資産形成のための手段としての投資を身近でなじみやすいものにし、長寿化に伴う資金枯渇を防ぐためにはどうすれば良いのか等、実践的かつ効果的な情報提供を中立的な立場で行うことを目的に活動しております。

MUFG資産形成研究所：www.tr.mufg.jp/shisan-ken/



MUFG資産形成研究所

現役時代から退職後の時代までを対象に、資産形成・資産運用に関する調査・研究、レポート作成など、実践的かつ効果的な情報提供を中立的な立場で行うことを目的に活動しております。



MU F G 資産形成研究所

〒100-8212

東京都千代田区丸の内 1-4-5

www.tr.mufg.jp/shisan-ken/

MU F G 資産形成研究所は、三菱UFJ 信託銀行が資産形成・資産運用に関する調査・研究等の活動を対外的に行う際の呼称です。