

2024年2月28日 全10頁

# 実質賃金の継続的な引き上げには何が必要か？

人手不足を好機と捉えて投資拡大と生産性上昇を目指せ

経済調査部 シニアエコノミスト 末吉 孝行  
シニアエコノミスト 神田 慶司  
エコノミスト 岸川 和馬  
研究員 石川 清香  
研究員 島本 高志

## [要約]

- 労働者数の潜在的な増加余地を表す「余剰労働力」は30万人程度まで減少しており、人手不足は長期化する見通しだ。賃金上昇圧力が高いままで推移することが予想される。一方、賃上げは資本の割安感を高めると考えられ、名目時給1%の上昇は設備投資を0.4%促進すると推計される。
- 日本企業は米国企業に比べて対外直接投資が多い一方、人的資本投資は少ない。人的資本投資を増やすことで労働生産性を効率的に引き上げることもできるだろう。また、正規雇用への転換によって非正規雇用比率が5%pt低下すれば、潜在GDPは1.6%増加すると試算される。
- 名目賃金の上昇が投資拡大と労働生産性向上につながる好循環を生み出すことで、実質賃金が持続的に上昇することが重要である。実質賃金の引き上げを通じて所得見通しが改善し、勤労者世帯の平均消費性向がコロナ禍前の水準まで上昇すれば、個人消費は7~10兆円程度押し上げられる。

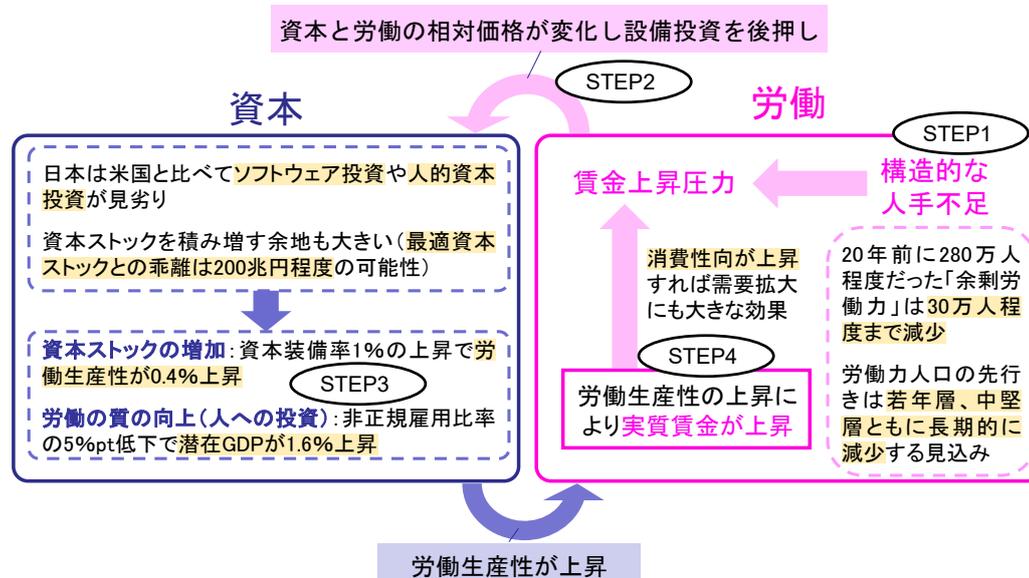
## はじめに

国内では賃上げの機運と設備投資意欲の高まりが見られる。2023年春闘における賃上げ率は30年ぶりの高水準となったが、2024年春闘では4%台に乗せる可能性がある。2023年度の設備投資も名目額では過去最大の100兆円程度となる見込みだ。岸田文雄首相は2024年1月30日の施政方針演説で「三十年間続いたコストカット経済から脱却し、社会課題解決に新たな官民連携で取り組むことで、賃上げと投資がけん引する『新しい資本主義』を実現」と述べた<sup>1</sup>。

今回の賃金上昇と投資拡大の動きは一時的なものではなく、中長期的に持続する可能性がある。図表1は両者が互いに影響し合う状況を示したものだ。現在、人手不足から名目賃金に上昇圧力が生じているが（同図表の「STEP1」）、賃上げにより労働コストが資本コスト対比で割高になると資本が選好されやすくなり、企業は設備投資に積極的になると考えられる<sup>2</sup>（STEP2）。資本ストック（企業の生産設備などの総量）が増加して資本装備率が上昇すれば、労働生産性の向上につながる（STEP3）。その結果実質賃金が上昇すれば、消費拡大や名目賃金の更なる上昇をもたらすだろう（STEP4）。資本の相対価格が更に低下し、再び設備投資が促される。

人手不足は人口動態に起因する構造的なものであるため、名目賃金の上昇は今後も続くと思われる。そこで重要なのは、投資拡大と労働生産性向上につながる好循環を生み出し、実質賃金を持続的に引き上げることができるかどうかだろう。以下ではそのメカニズムについて分析するとともに、好循環がもたらす設備投資や労働生産性、消費への効果を考える。

図表1：人手不足下の日本経済が目指すべき「投資と実質賃金の好循環」



(出所) 各種資料より大和総研作成

<sup>1</sup> 首相官邸「[第二百十三回国会における岸田内閣総理大臣施政方針演説](#)」(2024年1月30日)

<sup>2</sup> 労働投入量の減少率より実質賃金の上昇率が絶対値で大きいことを前提としている。なお、人口動態推計等に基づく、労働投入量は2023～28年度にかけて年率▲0.3%で推移する見込みである(大和総研の中期モデルによる)。一方、実質賃金の上昇率は年率+0.6%(2018～22年度。(内閣府統計より大和総研作成))。

## 1. 構造的な人手不足の背景

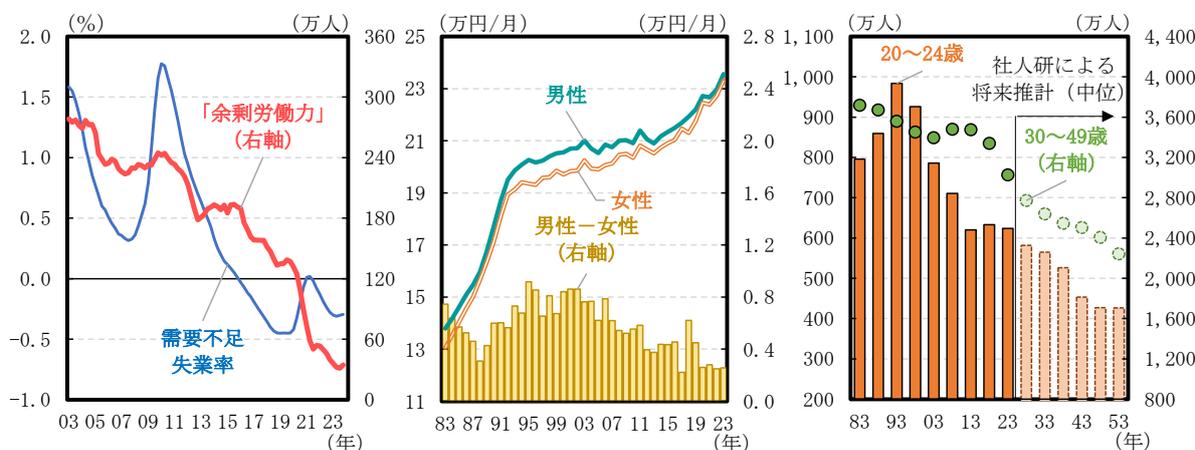
「余剰労働力」は過去 20 年間で 250 万人ほど減少し、若年層では賃金上昇圧力が顕著

初めに労働市場の状況を見てみよう。2010 年代以降、人口減少下にもかかわらず、高齢者や女性の労働参加が続いたため就業者数は増加した。その結果、2003 年に 280 万人程度だった「余剰労働力<sup>3</sup>」（労働者数の潜在的な増加余地）は、2023 年には 30 万人程度まで減少したと推計される（**図表 2 左**）。足元の需要不足失業率（需要が回復すれば解消される失業率）はマイナス圏にあり、労働需給はひっ迫しているといえる。それにもかかわらず、新たな労働供給の余地は小さい。

このような状況の中、企業は労働力確保のために賃上げを迫られている。とりわけ人口の少ない若年労働者では賃金上昇が顕著だ。新規学卒者（大学）の初任給は 2010 年代半ばから上昇基調が強まったが、近年はその動きが加速している<sup>4</sup>（**図表 2 中央**）。

20～24 歳人口は、この 10 年ほどは 600 万人台前半で安定していたが、国立社会保障・人口問題研究所の出生中位（死亡中位）推計によると、2020 年代後半から 2040 年代にかけて減少ペースが加速する見込みだ（**図表 2 右**）。さらに、30～40 代の働き盛りの人口減も継続するだろう。労働需給のひっ迫と賃金上昇は人口動態を背景とした構造的なものであり、今後も継続することが予想される。

**図表 2：労働需給と「余剰労働力」（左）、新卒者（大学）の初任給（中央）、年齢階級別人口（右）**



（注 1）左図の需要不足失業率（労働需要が回復すれば解消される失業率）は労働政策研究・研修機構による推計値。「余剰労働力」は、潜在労働力人口（＝就業者＋需要不足失業者＋非労働力人口のうち就業希望者）から労働力人口を差し引いたもの。潜在労働力人口は日本銀行（2017）の定義に基づく。いずれも四半期データの後方 4 四半期移動平均。

（注 2）中央図の 2023 年は 20～24 歳の大学卒の月間所定内給与額の前年比により延伸。2019 年以前の初任給は調査方法や定義が異なるため、推計方法が同じ 2019 年の再集計値をもとに遡及。右図の国立社会保障・人口問題研究所による将来推計は出生中位（死亡中位）。

（出所）厚生労働省、国立社会保障・人口問題研究所、総務省、労働政策研究・研修機構、日本銀行「経済・物価情勢の展望」（2017 年 10 月）より大和総研作成

<sup>3</sup> 潜在労働力人口（＝就業者＋需要不足失業者＋非労働力人口のうち就業希望者）から労働力人口を差し引いたものを「余剰労働力」と定義した。

<sup>4</sup> 男女間の賃金格差の縮小も見られており、女性の余剰労働力が減少していることや、女性活躍に向けた社会的な取り組みなどが背景にあると考えられる。

## 2. 賃金上昇による相対価格の低下と設備投資の増加

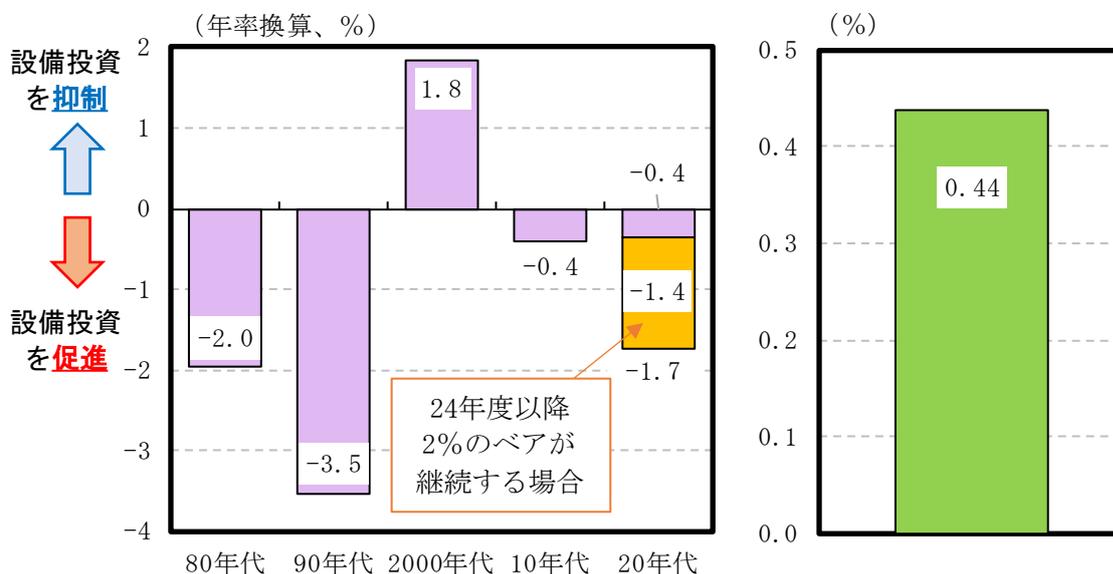
### 名目時給が1%上昇すれば設備投資を0.4%誘発

賃金上昇は生産活動における労働投入コストの増加を意味する。企業の視点に立てば、人件費の増加が収益を圧迫すると同時に、労働投入に対して機械設備などの資本の導入が割安になる（労働投入コスト対比で資本コストが低下する）。その結果、賃金上昇によって企業の投資需要が一定程度誘発される可能性がある。

資本と労働の相対価格の推移を年代別に確認すると、高水準の賃上げが継続していた1990年代までは相対価格が速いペースで低下していた（**図表3左**）。だが、春闘でのベースアップ（ベア）が毎年見送られ、非正規雇用者比率が急速に上昇した2000年代には相対価格が上昇に転じた。2010年代は再び低下したものの年率▲0.4%の緩やかなペースであり、2020年度から2023年末にかけても同程度の低下率にとどまった。

もともと、今後は資本と労働の相対価格の低下ペースは加速する可能性がある。2023年春闘では2%程度のベアが実現したが、2024年春闘ではこれを上回ると見込まれる。仮に2%のベアが2024年度から毎年実施されれば、2020年代の相対価格の低下率は年率▲1.4%pt程度拡大すると試算される。

図表3：資本と労働の相対価格（左）、名目時給1%の上昇による実質設備投資への影響（右）



(注1) 資本と労働の相対価格は、企業の借入コスト（支払利息等/（社債＋短期借入金＋長期借入金））と資本減耗率の和を名目時給で除した値。左図の「20年代」の数値のうちベアの影響を除く部分は、2020～22年度および2023年4～12月の平均値。

(注2) 右図の推計式は次の通り。

$$\text{実質民間企業設備/実質資本ストック（1期前）} = 0.80 * \text{期待成長率} + 0.20 * \text{資本係数の変化率（3年後方移動平均）} + 1.63 * \text{資本減耗率} - 0.44 * \text{資本と労働の相対価格の変化率} + \text{ダミー変数}$$

推計期間は1980～2019年度。ダミー変数は資本ストック調整が顕著であった期間（1993～94年度）を1とする変数と、リーマン・ショック以降（2008年度～）を1とする変数。修正済み決定係数は0.867で、説明変数は全て1%有意水準を満たす。

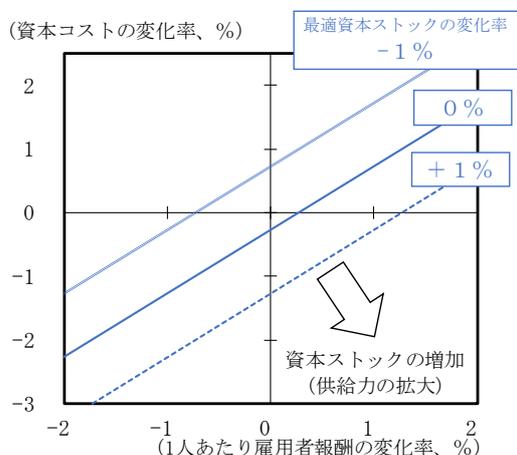
（出所）内閣府、財務省、総務省、厚生労働省より大和総研作成

賃金上昇による資本の相対価格の低下が国内企業の設備投資に与える影響を試算した結果が**図表 3 右**だ。資本コストを一定とすると、名目時給 1%の上昇によって実質設備投資は 0.44%増加する。**図表 3 左**で示したように、2%のベア継続によって資本と労働の相対価格の低下率が年率 1.4%pt 程度拡大すれば、設備投資は同 0.9%程度押し上げられることになる。高水準の賃上げの継続に加え、デジタル化 (DX) や脱炭素 (GX)、経済安全保障リスクへの対応など景気動向の影響を受けにくい投資への底堅い需要もあって、中長期的には国内向け設備投資の増加ペースが加速するとみている。

### 最適資本ストックが達成されている場合、設備投資と雇用者報酬の比率は 1:2 が適切

設備投資はどの程度まで増加するのが適切だろうか。資本ストックには、企業収益を最大化する最適水準があると考えられるが、金利や資本減耗率、投資財価格などから決まる資本コストが低下したり、1人あたり雇用者報酬から決まる労働コストなどが上昇したりすると、最適水準は上昇する (**図表 4 左**)。最適水準を達成するためには、設備投資が相応に増えなければならない。

**図表 4 : 資本コスト・雇用者報酬の変化と最適資本ストック (左)、一定の最適資本ストックの下での設備投資と雇用者報酬 (右)**



#### 最適資本ストックの変化率

=1人あたり雇用者報酬の変化率-資本コストの変化率  
+労働投入量の変化率

		実質賃金上昇率 (1人あたり雇用者報酬の変化率)				
		-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%
実質雇用者報酬 (兆円)		198	201	202	204	206
資本ストック (兆円)	700	73	80	87	94	101
	750	78	86	93	101	108
	800	83	91	99	107	115
	850	89	97	106	114	123
	900	94	103	112	121	130
	950	99	109	118	128	137
	1,000	104	114	124	134	144
1,050	110	120	131	141	152	
1,100	115	126	137	148	159	

実質設備投資

103~124兆円

実質雇用者報酬

201~202兆円

≒ 1 : 2

(注) 実質ベース。労働投入量の変化率は 2023~28 年度の人口動態の推計等から年率▲0.3%と想定。右図は、前年度の最適資本ストックの水準が 900~1,000 兆円程度で、かつそれが達成されており、雇用者報酬が 201 兆円であるときに、新しい最適資本ストックの水準を達成する設備投資額を示している。適切な実質設備投資と実質雇用者報酬の比率は、両者のデフレーターを同値と想定して算出。資本ストックは民間企業設備のストック。雇用者報酬は大和総研の推計値で、民間企業のみを対象とし、一般政府や公的企業等は含まない。(出所) 内閣府、国立社会保障・人口問題研究所等より大和総研作成

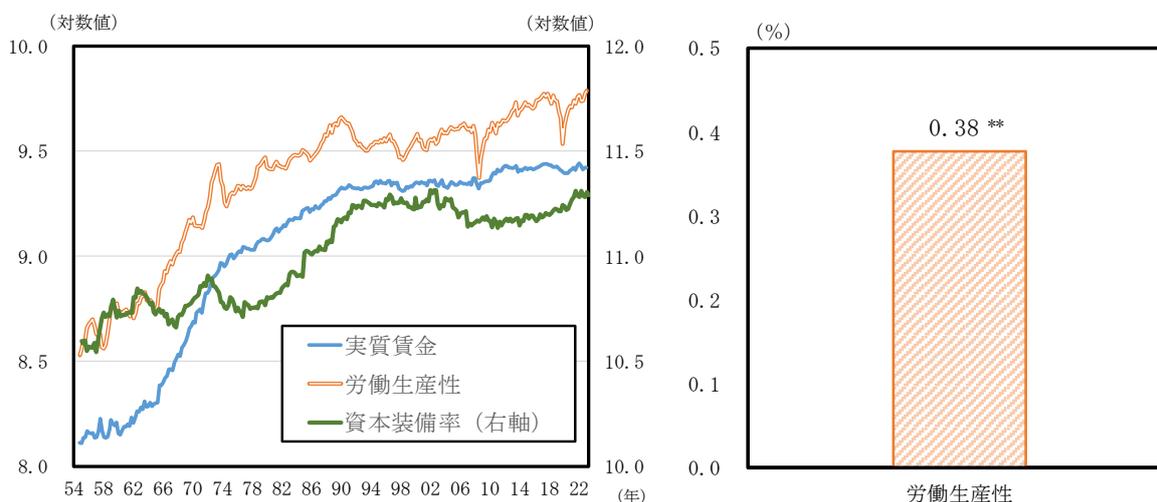
末吉・田村・岸川・石川（2023）<sup>5</sup>によると、日本の資本ストックの最適水準は900～1,000兆円程度と推計される。この状態で賃金上昇の場合、総合的な設備投資額を算出したものが**図表4右**である。実質賃金の上昇率を0～1%と想定すると、資本ストックの最適水準を達成するために必要な設備投資は103～124兆円と考えられる。このときの民間企業の実質雇用者報酬は201～202兆円程度と推計されるため、設備投資と雇用者報酬の比率はおおむね1:2となる。

ただし、実際の資本ストックは744兆円と最適水準を大幅に下回っており、実質民間企業設備投資も90兆円程度である（2022年度）。2023年度の設備投資も、実質額では2022年度と同程度にとどまる見通しだ。資本ストックの最適水準達成に向けて、今後の設備投資の加速を期待したい。

### 資本装備率1%の上昇は労働生産性を0.4%程度押し上げ

設備投資が加速すれば資本ストックが増加し、労働生産性が高まることが期待される。長期的に見ると、資本装備率（1人あたり資本ストック）と労働生産性はおおむね同様に上昇してきた（**図表5左**）。2000年以降では、資本装備率が1%上昇すると労働生産性が0.38%上昇する関係が見られた（**図表5右**）。これに基づくと、資本ストックが現状の744兆円から最適水準（900～1,000兆円）に向けて3割程度増加すれば、労働生産性は1割程度（＝3割×0.38）上昇すると試算される。

図表5：資本装備率と労働生産性・実質賃金（左）、労働生産性と資本装備率の弾性値（右）



(注) 実質賃金＝（人件費／従業員数）／GDP デフレーター、労働生産性＝（（人件費＋営業利益＋減価償却費）／GDP デフレーター）／従業員数、資本装備率＝（有形固定資産／GDP デフレーター）／従業員数。右図は、資本装備率が1%上昇したときの労働生産性の上昇率。推計期間は2000年1-3月期～2023年7-9月期。  
\*\*は5%有意。弾性値は法人企業統計を用いて推計しているが、SNAにおける資本分配率も0.4程度であるため、資本装備率の上昇が労働生産性に与える影響は両者の間で大きくは変わらないと考えられる。

(出所) 財務省、内閣府より大和総研作成

<sup>5</sup> 末吉孝行・田村統久・岸川和馬・石川清香「資本ストックの『量』『質』『偏在』の改善と省人化投資で供給力強化を」（大和総研レポート、2023年11月28日）を参照。なお、同レポートでは最適資本ストックを960兆円程度と推計しているが、ここではやや幅を持って見ている。

最適水準の達成には資本ストックを現状から 150～250 兆円程度積み増す必要があるため、短期間で労働生産性を大幅に引き上げることは難しい。だが、仮に毎年 120 兆円程度の実質設備投資が継続されれば、5 年後には資本ストックが 850 兆円程度まで増加するとみられる<sup>6</sup>（現状から 14%増加）。これにより労働生産性を 5%程度（ $=14\% \times 0.38$ ）上昇させることが可能だ。

## 日本では米国に比べ余剰資金や対外直接投資が多い一方、人的資本投資で見劣り

資本ストックの増加は労働生産性の向上をもたらす一方、その効果は投資の内容や業種にも左右される。末吉・田村・岸川・石川（2023）の分析によると、製造業では情報通信機器などの有形資産、非製造業ではソフトウェアや経済的競争能力（人的資本やブランド力など）といった無形資産への投資の費用対効果が高い一方、付加価値額の増加に寄与しにくい投資もある。

従って、資本ストックが最適水準に達しても、非効率な投資で積み上げられたものであれば労働生産性の向上につながりにくく、実質賃金の引き上げも限定的となるだろう。そこで以下では、国内企業の資金フローから日本の資本ストック形成の特徴を明らかにする。

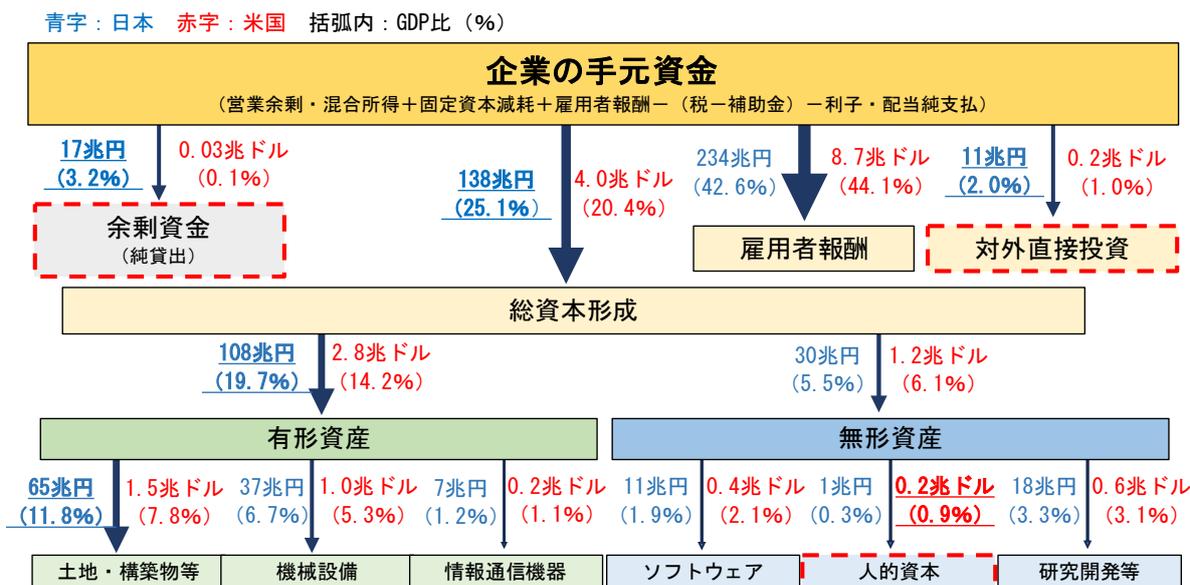
日米における企業の手元資金の使途をフローチャートで示したものが**図表 6**である。各項目の GDP 比を両国で比較すると、日本では雇用者報酬の割合がやや小さい一方で総資本形成や対外直接投資に多くの資金が充てられている。とりわけ赤い破線で囲んだ対外直接投資は米国のその約 2 倍に上る。日本経済が外需主導型であることに加え、国内市場の収益性や成長性が米国など海外主要国に見劣りすることなどを背景に、資本が国外へと振り向けられやすかったと考えられる。

内閣府の分析によれば、日本企業は過去 30 年間で収益力を大きく高めた一方、経常利益と設備投資との関係性は 1980～90 年代から大きく変化し、利益に比べ投資が抑制されるようになったという<sup>7</sup>。コストカットや製造業を中心とした海外子会社からの配当増加を主因に企業の収益力は向上した一方、同時期の設備投資は比較的抑制的だった。**図表 6**に示したような積極的な対外直接投資と企業部門での「カネ余り」が発生し、日本企業の余剰資金に相当する純貸出は GDP 比で米国のその 30 倍程度に上る。

<sup>6</sup> 資本ストックには、毎年一定割合（資本減耗率は 2022 年度で 11.7%）で減耗が発生する。例えば、前年の資本ストックが 744 兆円である場合、設備投資が行われなければ翌年の資本ストックは 87 兆円程度（ $=744 \times 11.7\%$ ）減少する。そのため、資本ストックを増加させるには減耗分以上の設備投資が必要となる。

<sup>7</sup> 内閣府「[日本経済レポート（2023 年度）—コロナ禍を乗り越え、経済の新たなステージへ—](#)」（2024 年 2 月 13 日）

図表 6 : 企業の資金フローの日米比較



(注) 一般政府部門を除く名目ベースの数値 (2015~19年平均)。

(出所) 内閣府、JIP データベース、BEA、セントルイス連邦準備銀行、EUKLEMS、Haver Analytics より大和総研作成

他方で総資本形成の内訳を見ると、日本の無形資産投資の GDP 比は米国のそれを下回る。このうち、日米間で水準が最も大きく異なるのが人的資本投資だ。2015~19年における日本のそれは 0.3%と、米国の 0.9%や経済構造に近いドイツの 1.5%のほか、スウェーデンの 0.7%などにも大きく見劣りしており、相対的に投資が手薄といえる。国内では人手不足を背景に労働生産性の向上が急務となっていることもあり、人的資本投資の強化によって資本ストックの効率化を図る余地は大きいと考えられる。

### 3. 正規雇用化の進展と所得見通しの改善で期待される経済効果

#### 非正規雇用比率が 5%pt 低下すれば潜在 GDP を 1.6%押し上げ

労働供給の減少が長期的に見込まれる中、従業員 1 人ひとりの生産能力を高めることが企業にとって一段と重要になる。一般的に、業務を通じた人材育成 (OJT) や研修などの人的資本投資は長期雇用を前提とする正規雇用者を中心に施される。非正規から正規への転換が進めば、「労働の質」の改善を通じた生産性向上が期待できる。

雇用者数に占める非正規の比率 (以下、非正規雇用比率) は、直近のピークであった 2019 年の 38.3%から 2021 年には 36.7%に低下した。2023 年にかけては 37.1%へとやや上昇したが、同一労働同一賃金の実現に向けて不合理な待遇差の解消が進む中で、中長期的には正規化の流れが継続するだろう。とりわけ女性の非正規雇用比率は 2018~23 年で一貫して低下した (56.1%から 53.2%へ 2.9%pt 低下)。

正規と非正規の賃金格差が生産性格差に比例すると想定した上で、仮に非正規雇用比率が毎年1%ptずつ低下すると、「労働の質」の改善によって潜在GDPが年間0.1%、5年間では0.6%押し上げられると試算される。加えて、正規は非正規よりも平均労働時間が長いことを考慮すれば、「労働の質」の改善と総労働時間の増加の両面から潜在GDPを5年間で1.6%押し上げる。

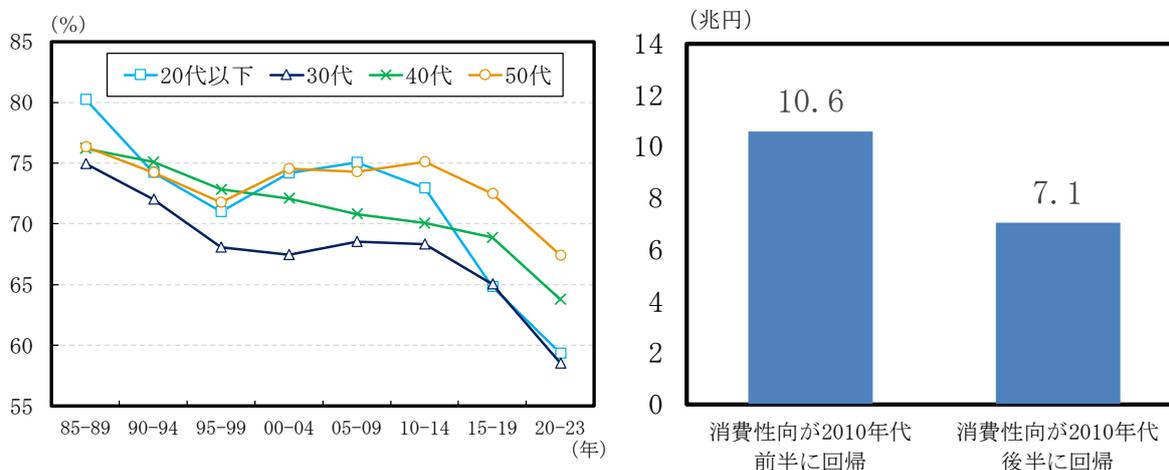
### 勤労者の平均消費性向が2010年代前半の水準に戻れば消費を10兆円以上押し上げ

資本装備率の上昇や「労働の質」の改善は、労働生産性を高めて実質賃金の上昇につながる。賃金上昇が継続すると将来の所得見通しが改善し、予備的貯蓄の必要性が薄まり平均消費性向が上昇することで、消費が押し上げられる可能性もあろう。

もっとも、平均消費性向はさまざまな要因で変化する。賃金上昇のみの影響を定量的に抽出することは困難であるため、ここでは平均消費性向が過去の水準まで回復するケースを考えよう。

**図表7左**は勤労者世帯の平均消費性向を世帯主の年齢別に示したものだ。どの年齢層でも平均消費性向は中長期的に低下傾向にあり、特に2020～23年の落ち込みが大きい。この平均消費性向が、新型コロナウイルス感染拡大前の水準（2010～14年または2015～19年）にまで回復する場合、7.1～10.6兆円の消費押し上げ効果があると試算される（**図表7右**）。

**図表7：勤労者世帯の平均消費性向（左）、消費性向上昇による個人消費の押し上げ効果（右）**



(注) 右図は実質ベース。推計式の詳細は「第219回日本経済予測（改訂版）」（2023年12月8日）、「第202回日本経済予測（改訂版）」（2019年9月9日）を参照。

(出所) 総務省、内閣府より大和総研作成

労働に対する資本の相対価格の低下は企業に設備投資を促すが、日本の資本ストックの問題を解決するにはそれだけでは力不足だ。更なる生産性向上のためには、政府も設備投資促進策を打っていくべきだろう。この点、2023年12月に政府が取りまとめた「国内投資促進パッケージ」は評価できる。200を超える国内投資促進策の中には、DX投資や人的資本投資に対する支援を含む、投資促進のための措置が多数盛り込まれている。

人手不足をきっかけとした賃上げ・投資増・生産性向上という好循環は、1960～70年代の日本でも観察された<sup>8</sup>。もちろん、内需が大きく拡大していた当時と現在の日本を同列に論じることはできない。当時は労働力も増加しており、資本装備率の上昇に向けた設備投資の勢いもその分強かった。だが、人手不足と賃金上昇に直面した企業が省力化投資を増加させるなど現状と重なる点も少なくない。今後の日本経済においても同様の好循環が発生し、内需主導の経済成長につながるかどうか注目される。

<sup>8</sup> 例えば、経済企画庁『昭和46年年次経済報告—内外均衡達成への道—』（1971年7月30日）第2部第3章、須合智広・西崎健司（2002）「[わが国における労働分配率についての一考察](#)」日本銀行金融研究所、金融研究、第21巻別冊第1号、pp.125-170などを参照。