

2024年5月27日 全11頁

「物価上昇を上回る賃上げ」がもたらす消費への効果は？

実質賃金1%の上昇で、サービスを中心に消費を0.5%押し上げ

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 久後 翔太郎
エコノミスト 山口 茜
研究員 島本 高志

[要約]

- GDPの半分程度を占める消費が伸び悩んでおり、その背景にはインフレと労働分配率低下による実質賃金の減少がある。
- 他方、企業が物価上昇を賃金へ転嫁する程度（パススルー率）は0.94程度に高まっており、足元の労働分配率も長期平均の50%近傍まで低下した。実質賃金の水準はすでに底打ちした可能性もある。
- 実質賃金が1%増加すれば消費は0.5%増加すると試算されるが、足元の株高の影響を加味すれば消費は0.9%程度増加する可能性もあろう。所得弾性値は耐久財消費が0.8、サービス消費が1.1程度で、これらを中心に消費の伸びが期待される。

GDPの半分程度を占める個人消費の回復が遅れている。2024年1-3月期の家計最終消費支出（除く持ち家の帰属家賃、実質ベース、年率換算値）は、新型コロナウイルス感染拡大（コロナ禍）前のピークである2019年を3%程度下回る。2024年1-3月期は自動車の大幅減産という特殊要因があったとはいえ、個人消費の半分以上を占めるサービス消費や、3割近くを占める非耐久財消費でも、それぞれピーク時に1~3%程度届いていない。

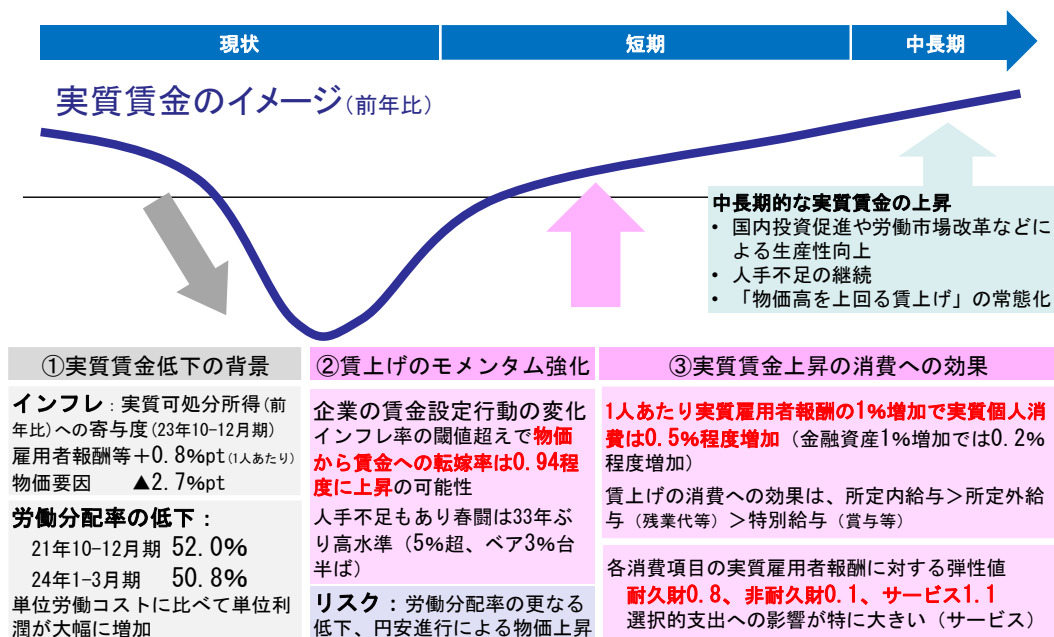
消費低迷の背景は実質賃金の低下だ。名目賃金は上昇しているものの、物価の影響を除いた実質賃金¹は2024年3月に24カ月連続で前年比マイナスを記録した。このような状況を政府も懸念しており、岸田文雄首相は2024年4月の経済財政諮問会議において「今年、物価上昇を上回る所得を必ず実現する、そして、来年以降に、物価上昇を上回る賃上げを必ず定着させる」と述べるなど²、さまざまな場面で実質賃金の上昇を目指すことを表明している。

¹ 厚生労働省「毎月勤労統計調査」の現金給与総額（帰属家賃を除く消費者物価指数で実質化）。

² [首相官邸ウェブサイト](#)（2024年4月2日）。

本稿では実質賃金の動向と、実際に実質賃金が上昇した場合の消費への影響を分析する。図表 1 はその分析結果の概要を示したものだ。足元の実質賃金低下の背景には物価上昇と労働分配率の低下があるが (①)、企業の賃金設定行動は変化しており、賃上げのモメンタムは強まっている。春闘の状況等も踏まえると実質賃金は今夏に上昇する見通しだ (②)。その際、実質賃金が 1% 増加すると、個人消費は 0.5% 程度増加すると試算される (③)。

図表 1 : 本稿の概要



(出所) 各種資料より大和総研作成

以下では、上述したそれぞれのポイントに焦点を当てて、より詳しく見ていく。

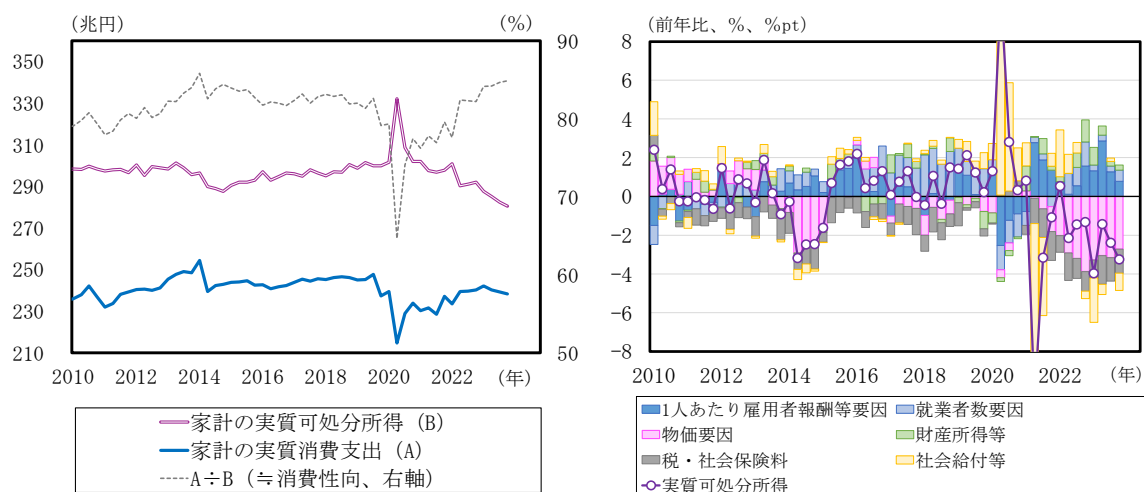
1. 実質賃金の動向

これまでの賃上げは物価上昇を下回り、実質可処分所得の減少が継続

このところ個人消費は低迷しているものの、家計の可処分所得に占める消費支出(帰属家賃を除く)の比率(≒消費性向)を見ると、コロナ禍前の水準を回復している。消費不振の背景には実質可処分所得の減少がある(図表 2 左)。

2022 年以降、特に「物価要因」の実質可処分所得(前年比)に対するマイナスの寄与度が大きくなっている。一方、「1人あたり雇業者報酬等要因」(≒名目賃金)は所得を押し上げているものの、「物価要因」の影響を相殺するには力不足の状況が続いている(図表 2 右)。

図表 2：家計の実質可処分所得と実質消費支出（左）、実質可処分所得の要因分解（右）



(注 1) 左図の実質消費支出は帰属家賃を除くベース。

(注 2) 右図の「1人あたり雇用者報酬等要因」は、「雇用者報酬」と個人事業主等の「営業余剰・混合所得」を合算したものから「就業者数要因」を除いて算出。

(注 3) 右図の「財産所得等」には「年金受給権の変動調整(受取)」が、「社会給付等」には「その他の経常移転」が、それぞれ含まれる。

(出所) 内閣府、総務省より大和総研作成

労働分配率が下げ止まり単位利潤と単位労働コストがそろって増加する状況になるか

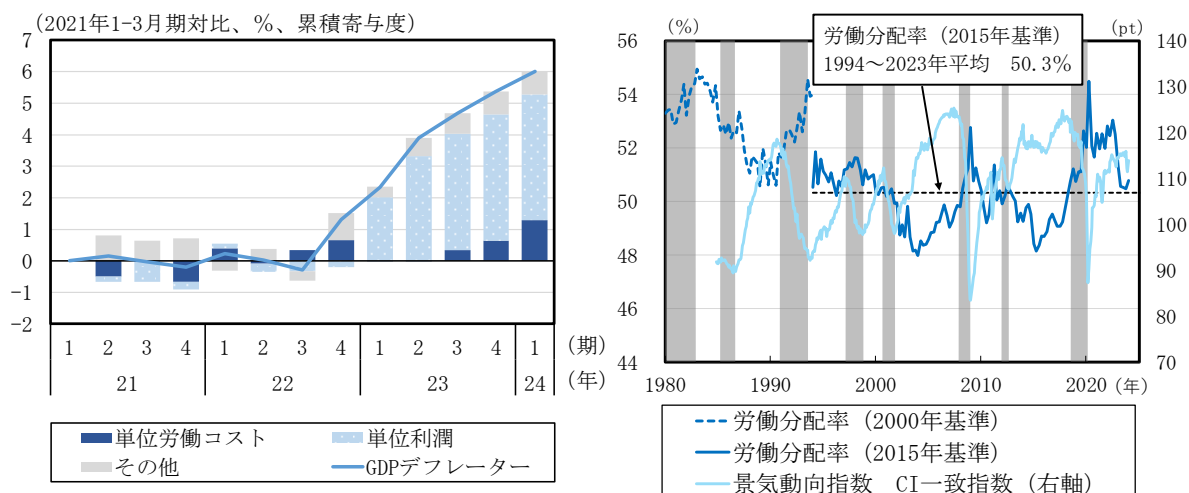
企業の販売価格が上昇し、それによって増加した名目の付加価値額が従業員に適切に分配されれば、物価上昇と同程度の賃金上昇も期待できる。だが 2023 年以降の状況はそうっていない。

図表 3 左は GDP デフレーターを分配面から要因分解したものだ。GDP デフレーターの上昇によって単位利潤は増加したが、単位労働コストはほとんど増えていない。これは、企業が単価を上げて売上を伸ばしたものの、その分が賃金上昇に結び付かず、大部分が企業の収益となったことを示唆する。その結果、値上げが行われても賃金上昇につながらず、実質賃金は低下が続いた³。

この状況を指して「グリードフレーション(強欲インフレ)」と批判する見方もある。だが、コロナ禍で企業は売上減に見舞われつつも雇用維持に努め、そのために労働分配率が一時的に高まった。2023 年以降の状況については、経済活動の正常化が進み売上が回復するに従い、付加価値額の利潤への配分が本来の水準に回帰したと解釈するほうが妥当だろう。実際、単位利潤の増加は、コロナ禍終盤の 2022 年 10-12 月期に 52% 台であった労働分配率が長期平均の 50% 近傍に回帰する過程で見られた(**図表 3 右**)。

³ 2023 年の春闘では 30 年ぶりの高賃上げ率が話題になったが、独立行政法人労働政策研究・研修機構(2024)によると、大卒では若年層や 60 歳以上を中心に賃金が増加した一方で、35~54 歳の賃金はおおむね横ばいだった。

図表 3 : GDP デフレーターへの寄与度分解 (左)、労働分配率と景気動向指数 (CI 一致指数) (右)



(注 1) 左図は次の関係を基に算出。

$$\text{GDP デフレーター} = \text{名目 GDP} / \text{実質 GDP} = (\text{雇用者報酬} + \text{営業余剰} \cdot \text{混合所得} + \text{間接税} \cdot \text{補助金}) / \text{実質 GDP}$$

$$\text{GDP} = \text{単位労働コスト} + \text{単位利潤} + \text{その他}$$

なお、ここでの「営業余剰・混合所得」には「固定資本減耗」も含まれる。数値は季節調整値。

(注 2) 左図の2023年4-6月期以降における「単位利潤」と「その他」は一定の前提に基づく大和総研による推計値。ただし、両者の合計は内閣府に基づく。

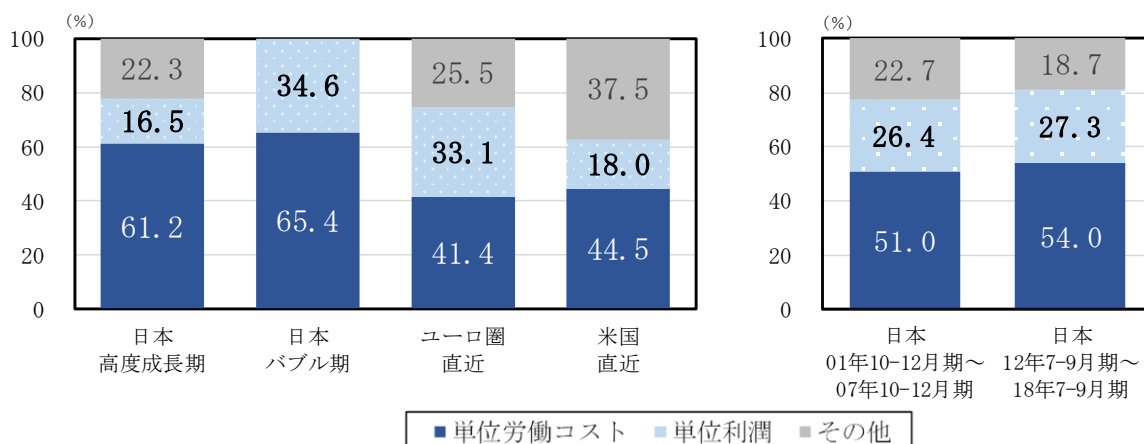
(注 3) 右図の労働分配率は雇用者報酬/名目GDPで算出（季節調整値）。網掛けは景気後退期。

(出所) 内閣府より大和総研作成

2024年1-3月期の労働分配率は、50.8%とすでに長期平均（1994～2023年）に近いところまで戻っている。労働分配率は景気循環と逆相関となる傾向にあり、今後も力強い景気拡大が続けば分配率はさらに低下するかもしれない。だが労働分配率が下がり続けることは想定しづらい。深刻化する人手不足や物価情勢などを考慮して積極的に賃上げを行う企業は増加傾向にあり、労働分配率はいずれ下げ止まると考えられる。

一般的な物価上昇局面において、単位労働コストに分配される分はどの程度だろうか。過去の日本や最近の米欧の物価上昇局面では、GDPデフレーターの変化のうち単位労働コストの寄与率は40～60%程度であった。2000年代以降の日本の景気拡大期も50%程度だ（図表4）。今次局面の日本も最終的に同程度に収束するのであれば、いずれ労働分配率は下げ止まり、単位労働コストも単位利潤と歩調をそろえて上昇していくだろう。

図表 4 : GDP デフレーターからの分配面からみた寄与率（前年比+2%時期の3年間の累積寄与率、左、2000年代以降の日本の景気拡大期における累積寄与率、右）



(注1) 左図の日本高度成長期は1963年4-6月期（基準）～1966年1-3月期、日本バブル期は1989年1-3月期～1991年10-12月期、ユーロ圏直近は2021年1-3月期～2023年10-12月期、米国直近は2021年4-6月期～2024年1-3月期。右図はそれぞれ第14循環と第16循環の拡張期の直前の時期を基準とした。

(注2) 算出式については図表3の脚注を参照。

(注3) 日本高度成長期の「単位利潤」は「混合所得」を含まない。

(注4) 日本バブル期の「その他」のGDPデフレーターへの寄与度はマイナスであるため図表から除いている。

(注5) 日本01年10-12月期～07年10-12月期では、GDPデフレーターは低下しており、各項目の寄与度はいずれもマイナスである。

(出所) 内閣府、BEA、Eurostat、Haver Analyticsより大和総研作成

コアCPIが前年比+1.5%を上回る状況ではインフレ率が賃金を一段と押し上げ

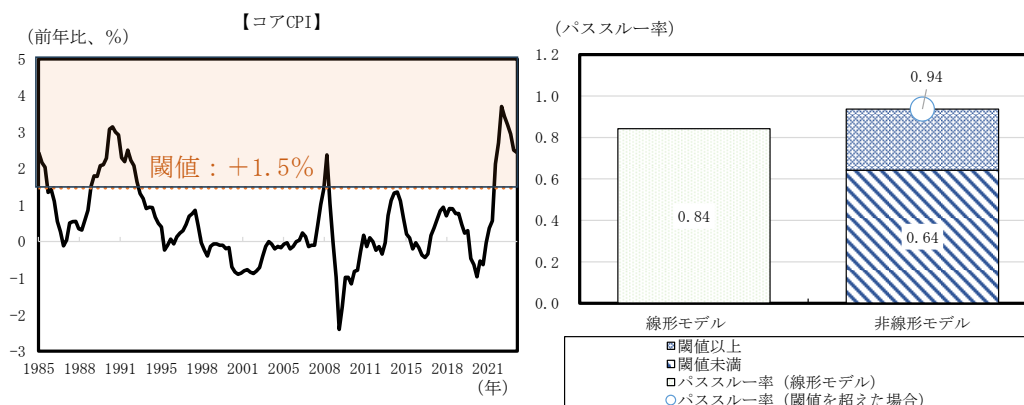
足元でのインフレの高進や労働需給のひっ迫が名目賃金に与える影響を試算した結果が図表5である⁴。この分析では、説明変数（生鮮食品を除く総合ベースの消費者物価指数（コアCPI）、失業率ギャップ、労働生産性）がある水準（閾値）を上回ると（失業率ギャップの場合は下回ると）、名目賃金への影響度合い（パススルー率）が変化することを想定している。

コアCPI上昇率の閾値は+1.5%近傍と推計される（図表5左の点線）。実際のコアCPI上昇率がこの水準よりも高い場合には、コアCPI上昇率が1%pt上昇すると名目賃金を0.94%pt上昇させる（同右の「パススルー率（閾値を超えた場合）」）。一方、実際のコアCPI上昇率が閾値より低いと名目賃金を0.64%pt上昇させるにとどまる（同右の「閾値未滿」）。

当社の見通しでは、コアCPI上昇率は見通し期間を通して閾値である1.5%を上回る見込みだ。物価上昇が名目賃金上昇率を押し上げる度合いが高まる状況が続くとみている。

⁴ 閾値の設定や変数のラグの次数の設定方法などは、佐々木・山本・中島（2023）を参考にした。

図表 5：非線形性を考慮した名目賃金関数の推計結果



(注1) 被説明変数の名目賃金は「きまって支給する給与」を労働時間で除した値。推計期間は1985年1-3月期～2022年10-12月期。標準偏差の0.5～2.0倍の範囲内で0.1刻みのグリッドサーチにより各説明変数の最適な閾値を設定。各変数のラグは1期から4期までの範囲でAICにより最適な次数を設定。「パススルー率」はコアCPI上昇率の1%ptの変化により名目賃金上昇率が何%pt変化するのかわす値。

(注2) 左図の点線はコアCPI上昇率の閾値。赤い領域に入るとパススルー率が高くなる。

(注3) 閾値の設定や変数のラグ次数の設定方法などは、佐々木貴俊・山本弘樹・中島上智(2023)「消費者物価への非線形なコストパススルー：閾値モデルによるアプローチ」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.23-J-5、2023年5月22日、を参考にした。

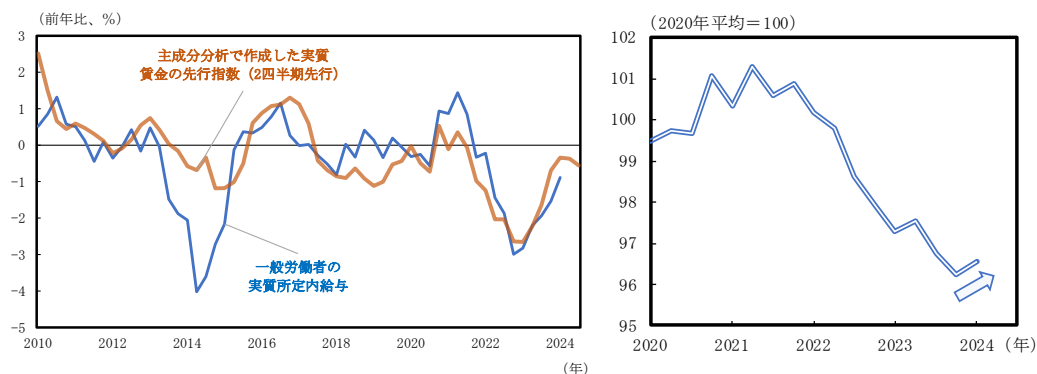
(出所) 総務省、厚生労働省、日本銀行より大和総研作成

先行きの実質賃金は上昇する可能性

労働分配率が横ばいとなり、物価上昇がおおむね賃金に反映される状況では、実質賃金は下げ止まる可能性が高い。足元では、実質賃金(前年比)のマイナス幅の縮小が続いており(図表6左)、実質賃金は水準で見るとすでに底を打った可能性もある(図表6右)。

春闘の結果が今年後半にかけて名目賃金に反映され、またインフレが鈍化するに従って、実質賃金は2024年7-9月期に前年比でプラスに転じていくことが予想される。その後は、実質賃金の伸び率は労働生産性上昇率並み(前年比+1%程度)で推移するだろう。

図表 6：実質賃金とその先行指数(左)、一般労働者の実質所定内給与(右)



(注1) 左図の「主成分分析で作成した実質賃金の先行指数」は、新規求人倍率や雇用人員判断DI(先行き)などの雇用・賃金関連の先行指標から抽出した第一主成分と、企業物価指数などCPIの先行指標から抽出した第一主成分から算出。

(注2) 右図は季節調整値。

(出所) 内閣府、総務省、厚生労働省、経済産業省、日本銀行より大和総研作成

なお、当社が作成した主成分分析によって実質賃金に 2 四半期先行する性格を持つ指数（**図表 6 左**）は、実質賃金の動きをおおむね捉えている（2012～14 年は円安・資源高・消費増税の影響で乖離）。この先行指数は足元でやや弱含んでいるが⁵、大きく低下するような状況ではない。これに 2024 年の春闘の結果を加味すると、前年比でプラス転換する時期は近いと判断される。

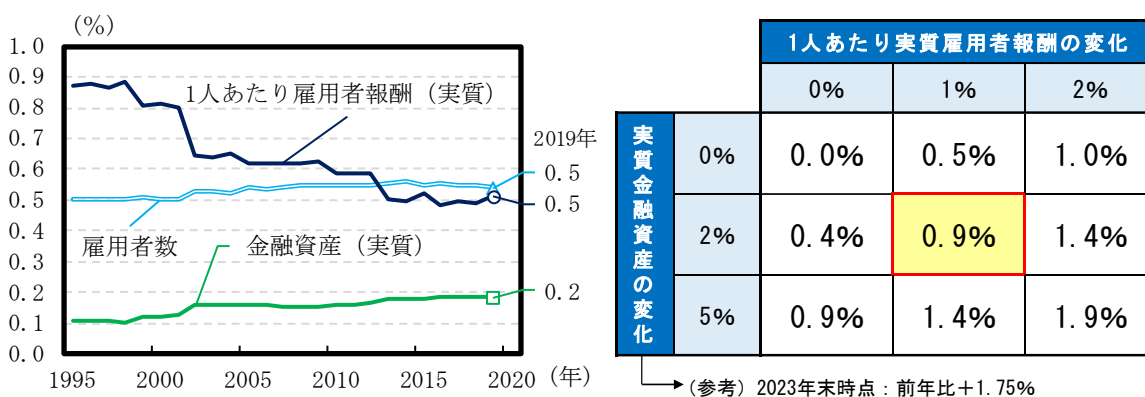
2. 実質賃金上昇の消費への効果

実質賃金 1%増と実質金融資産 2%増で消費を 1%弱押し上げ

これまで賃金の見通しについて触れてきたが、実際に消費へはどのように波及していくのだろうか。以下では、賃金と消費の関係を多面的に見ていく。

さまざまな要素の変化によって個人消費がどの程度影響を受けるかを試算したものが**図表 7 左**である。各パラメーターが消費に与える影響は構造変化などにより一定ではないとの考えから、推計には時変パラメーターを使用した。コロナ禍前の 2019 年時点の推計値に基づく、実質個人消費の弾性値は、1 人あたり実質雇用者報酬が 0.5、雇用者数が 0.5、実質家計金融資産が 0.2 である。

図表 7：消費の弾性値（左）と雇用者報酬と金融資産の変化に対する消費の変化（右）



(注 1) 推計式： $\ln(\text{実質家計最終消費支出}) = \beta_1 \times \ln(1 \text{人あたり実質雇用者報酬}) + \beta_2 \times \ln(\text{雇用者数}) + \beta_3 \times \ln(\text{実質家計金融資産}) + \text{定数項}$

推計期間は 1980～2019 年。カルマンフィルターによる時変パラメーターの推計。

左図はフィルタリング推定値。最終時点において全ての項目が 1%有意。

実質家計金融資産は家計最終消費支出（除く持ち家の帰属家賃）デフレーターで実質化したもの。

(注 2) 右図の数値は 2019 年時点の推計値に基づく。

(出所) 内閣府、総務省、日本銀行より大和総研作成

前述した通り、実質賃金は 2024 年 7-9 月期に前年比でプラスへと転換し、その後は労働生産性上昇率並み（同+1%程度）で推移するとみられる。また金融市場では株高が進む中、TOPIX は 2024 年 4 月末時点で昨年末比+16%となっている。2023 年の TOPIX は年末時点で前年比+25%

⁵ この先行指数には春闘は反映されていない。

であり、実質家計金融資産⁶は同+1.75%であった。このまま株高傾向が続けば、今年の実質家計金融資産が同+2%となることも射程圏内に入ってくる⁷。

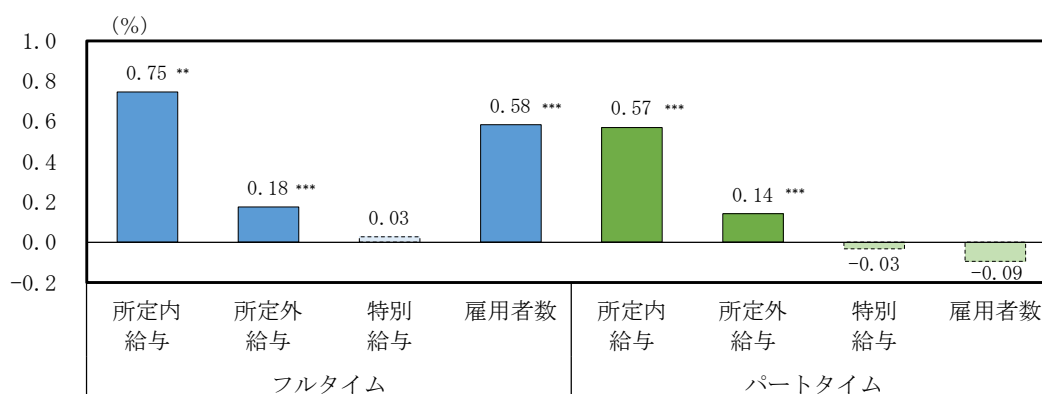
これらを踏まえ、1人あたり実質雇用者報酬が1%増加し、実質家計金融資産が2%増加したときの実質個人消費の変化を試算した（**図表7右**）。このとき、消費は0.9%程度押し上げられる。

また、上記の推計において1人あたり雇用者報酬と同程度に弾性値が高いのが雇用者数であるが、当社では先行きの雇用環境は緩やかな改善が継続するとみている。幅広い業種で人手不足が深刻化している一方、中長期的には労働供給の増加が見込みにくくなっている。そうした中で人手確保への取り組みが加速していけば、消費にもプラスに作用しよう。

正社員の所定内給与の引き上げが消費の押し上げに効果的

働き手や賃金の種類によっても消費への影響は異なる。**図表8**は、フルタイム（正社員）とパートタイムについて、それぞれ所定内給与（基本給等）、所定外給与（残業代等）、特別給与（賞与等）、雇用者数が増加したときの家計消費への影響を推計したものである。正社員の所定内給与の引き上げ、次いで正社員の雇用者増が、消費の押し上げには効果的といえる。他方で、特別給与の引き上げについては有意な結果が得られなかった。

図表8：賃金・雇用者数の1%上昇・増加に対する家計消費（除く帰属家賃）の感応度



(注1) 名目ベース。フルタイムは厚生労働省「毎月勤労統計調査」の「一般労働者」、雇用者数は雇用指数を用いた。推計期間は2003年1-3月期～2023年10-12月期。以下の定式化で推計（各項目は前年比）。

(注2) 家計最終消費支出（除く帰属家賃） $= \beta_1 \times$ フルタイム労働者の定期給与 $+ \beta_2 \times$ フルタイム労働者の特別給与 $+ \beta_3 \times$ パートタイム労働者の定期給与 $+ \beta_4 \times$ パートタイム労働者の特別給与 $+ \beta_5 \times$ フルタイム労働者数 $+ \beta_6 \times$ パートタイム労働者数 $+ \text{各種ダミー}$ （リーマン・ショック、震災、消費増税、コロナ禍）

***は1%有意、**は5%有意、点線は有意水準を満たさない。

(注3) 「第216回日本経済予測（改訂版）」（2023年3月9日、大和総研レポート）、厚生労働省（2023）『令和5年版 労働経済の分析 持続的な賃上げに向けて』等を参考にした。

(出所) 内閣府、厚生労働省より大和総研作成

⁶ 日本銀行「資金循環統計」における家計金融資産を家計最終消費支出（除く持ち家の帰属家賃）デフレーターで実質化したもの。

⁷ 当社では「[第221回日本経済予測](#)」（2024年5月22日、大和総研レポート）において、民間最終消費支出デフレーターの2024年の伸び率は2023年と同程度になると予測している。

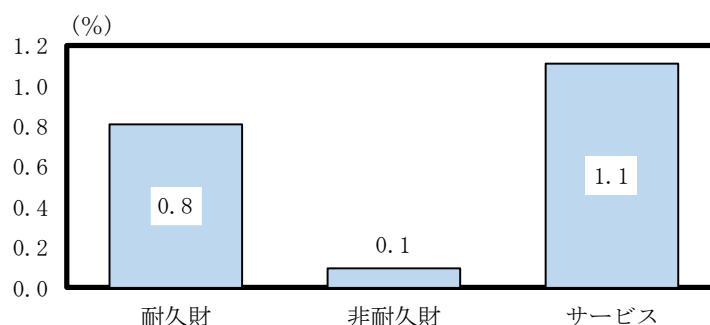
サービス消費や耐久財消費の所得弾性値が大きい

賃金が増加した際にどのような消費支出が増えるのかを確認するため、財・サービス別に消費の所得弾性値を推計した結果が**図表 9**である。実質雇用者報酬に対する弾性値は耐久財消費が0.8、非耐久財が0.1、サービス消費が1.1である。

食料など必需的な項目が多い非耐久財は消費額が比較的安定しており、所得の影響を受けにくい。他方でサービス消費や耐久財消費の所得弾性値は大きく、賃金が増加した際はこれらを中心に消費が伸びることが予想される。

ただし、この推計が消費と各項目の長期的な関係を基に算出されたものである点には留意が必要だ。近年高齢化が進展する中で、各消費支出が賃金に反応しづらくなっている可能性がある。それを踏まえたとしても、賃金が消費に波及する際の傾向を見る上では有用だろう。

図表 9：財・サービス別の所得弾性値



(注) 推計式：財・サービス別実質消費支出 = $\alpha \times$ 実質雇用者報酬 + $\beta \times$ 財・サービス別消費支出デフレーター + 定数項
推計期間は1994Q1～2024Q1。変数は対数をとった上で、HP フィルターによりトレンドを除去。非耐久財の α 、耐久財とサービスの定数項は5%有意。他の項目は全て1%有意。半耐久財については有意な結果が得られなかった。

(出所) 内閣府より大和総研作成

サービス産業を業種別にみると海外旅行などで回復余地が大きい

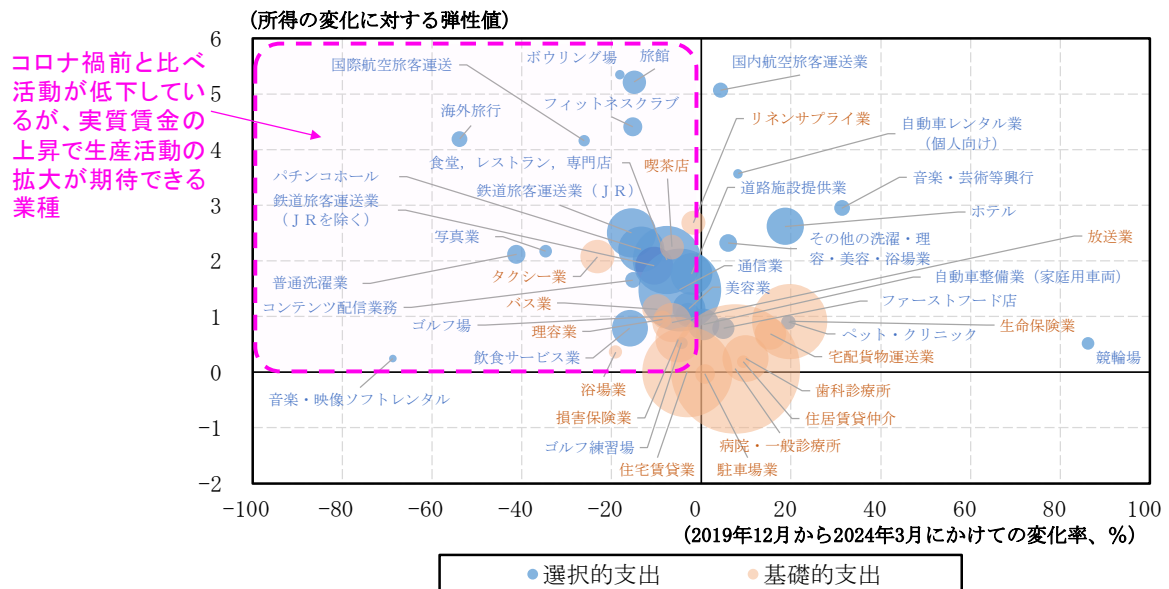
所得弾性値の大きいサービス消費であるが、前述したように依然としてコロナ禍前のピーク水準を回復していない。ここではサービス産業のどの業種で回復が遅れているかを見るとともに、実質賃金の上昇によってそれらの業種が恩恵を受けるかどうかを考えたい。

図表 10は第3次産業活動指数のうち個人向けサービス（広義対個人サービス）に含まれる業種を対象に、実質可処分所得が各業種の活動指数に与える影響を推計したものだ。縦軸には実質可処分所得に対する弾性値、横軸にはコロナ禍からの回復の度合いをとった。

コロナ禍前の水準を回復した業種に比べ、回復していない業種（図表の左側に位置する業種）には、活動指数の所得弾性値が大きいものが多い。例えば「海外旅行」「国際航空旅客運送業」のような外国旅行関連や「フィットネスクラブ」「ボウリング場」などの屋内施設における娯楽関連の業種が該当し、今後の回復余地も大きいと思われる。

このような業種が提供するサービスは、総務省の「家計調査」では選択的支出（贅沢品的なもの）と分類されているものが多い。実質賃金の上昇に伴い、サービス消費の中でも選択的支出が消費を牽引することが期待される。

図表 10：実質可処分所得に対する第3次産業活動指数の業種別の弾性値



(注) 横軸は新型コロナウイルス感染拡大（コロナ禍）直前（2019年12月）からの変化。バブルの大きさは各業種のウェイトを示す。所得の変化に対する弾性値は、消費マインドの影響をコントロールした上で、第3次産業活動指数の広義対個人サービスに該当する業種ごとに実質可処分所得の影響を推計。外れ値の影響を除くため、上下10%に該当する業種は集計対象から外した。家計調査の選択的・基礎的支出に基づき、関連する産業を分類（どちらか判断しがたい業種は省略）。

(出所) 経済産業省、内閣府、総務省より大和総研作成

3. 中長期的な実質賃金上昇に向けて

最後に、中長期的な実質賃金上昇についても触れておきたい。短期的には前述したように実質賃金は上昇していく可能性が高い。他方で、人件費が嵩むと企業はその分を販売価格に転嫁するようになり、物価が上昇する。名目賃金が増えれば、同様に物価も上昇してしまうのであれば、中長期的な実質賃金の上昇は見込みづらいという見方もある。

だが中長期的にも実質賃金の上昇率は高まる可能性がある。第1に、労働市場の機能強化である。近年は転職市場が活性化しており、従来と比べて成長分野への人材の適切な資源配分が行われやすい。また労働市場の流動化は個人のリスキングも促し、労働者自身の生産性を引き上げるだろう⁸。

第2に、価格メカニズムの定着である。デフレ下では企業が新商品の価格を高く設定しづらく開発コストの回収が難しいため、技術革新が阻害されるという見方がある⁹。逆に、賃金と物

⁸ 「第218回日本経済予測（改訂版）」（2023年9月8日、大和総研レポート）などを参照。

⁹ 渡辺（2022）など。

価が緩やかに上昇する状況であれば、企業は前向きな投資を実施しやすいとされる¹⁰。国内でもそのような状況が定着すれば、技術革新や研究開発などを通じた生産性向上がより一層進むことになるだろう。

労働分配率の下げ止まりや、物価上昇の賃金への反映度合いの高まりの後も、以上で述べたような要因によって実質賃金の上昇率が高まることが重要だ。それによって日本経済に安定的な消費の拡大がもたらされることを期待したい。

【参考文献】

植田和男（2024）「【講演】賃金と物価の好循環と今後の金融政策運営 —読売国際経済懇話会における講演—」日本銀行、2024年5月8日

厚生労働省（2023）『令和5年版 労働経済の分析 —持続的な賃上げに向けて—』

佐々木貴俊・山本弘樹・中島上智（2023）「消費者物価への非線形なコストパススルー：閾値モデルによるアプローチ」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 23-J-5、2023年5月22日

独立行政法人労働政策研究・研修機構（2024）「一般労働者の賃金が2.1%増加となり、1994年以來の2%超え —厚生労働省『2023年賃金構造基本統計調査』」ビジネス・レーバー・トレンド 2024年5月号

渡辺努（2022）「最小限の金利引き上げ、一案 あるべき金融政策」日本経済新聞「経済教室」、2022年12月1日

¹⁰ 植田（2024）など。