

# みずほレポート

2017年10月6日

## 賃金はなぜ上がらないのか

—高齢化に伴う需給変化に対応した制度改革が必要

- ◆バブル期を超える人手不足が生じているにもかかわらず、賃金上昇率は極めて鈍い。こうしたフィリップスカーブの下方シフトは、今や日本だけでなく、米独などでもみられる世界共通の課題
- ◆賃金上昇率の低下要因を、①労働分配率、②労働生産性、③長期インフレ期待に分解すると、③長期インフレ期待の低下の影響が最も大きく、①労働分配率も長期的に押し下げ寄与。②労働生産性は1990年代から大幅に低下したが、近年やや持ち直し
- ◆①労働分配率の低下は、株主分配の重視姿勢の裏返し。特に、日本は株主への分配率が米独に比べて低いため、今後も労働分配率の抑制要因に。労働分配率の引き上げを見込みにくい中では、②労働生産性と③長期インフレ期待の引き上げが賃金上昇のカギ
- ◆②労働生産性の上昇率を高めるためには、一部の先端企業が主導している第4次産業革命などの成果を、他の企業へスピルオーバーさせていくことが重要。そのためには、教育改革による人材育成の強化や産業の新陳代謝を促す政策などが求められる
- ◆③長期インフレ期待の引き上げは、金融政策だけでは困難。高齢化に伴う需給変化に対応した賃金・価格設定が可能となるような雇用制度、社会保障制度の見直しが不可欠

---

経済調査部主任エコノミスト 徳田秀信  
03-3591-1298 [hidenobu.tokuda@mizuho-ri.co.jp](mailto:hidenobu.tokuda@mizuho-ri.co.jp)  
経済調査部エコノミスト 佐藤高  
03-3591-1294 [takashi.sato@mizuho-ri.co.jp](mailto:takashi.sato@mizuho-ri.co.jp)  
経済調査部 坂本明日香  
03-3591-1435 [asuka.sakamoto@mizuho-ri.co.jp](mailto:asuka.sakamoto@mizuho-ri.co.jp)  
経済調査部 田村優衣  
03-3591-1416 [yui.tamura@mizuho-ri.co.jp](mailto:yui.tamura@mizuho-ri.co.jp)

---

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実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内容は予告なしに変更されることもあります。

---

## 目 次

---

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 1. 賃金の国際比較～世界的なフィリップスカーブの下方シフトとその背景   | 1  |
| (1) フィリップス曲線～賃金は世界的に上がりにくい構造に         | 1  |
| (2) 賃金の要因分解～長期インフレ期待の低迷が最大の問題         | 2  |
| 2. ①労働分配率～長期的な低下傾向は避けられず              | 5  |
| (1) 所得分配の内訳～日本では株主配分増が不可避             | 5  |
| (2) 労働分配率低下の背景～技術革新、グローバル化、制度要因が下押し   | 6  |
| 3. ②労働生産性～引き上げのカギは先端企業からのスピルオーバー向上    | 9  |
| (1) 労働生産性の推移～日米独とも低下傾向                | 9  |
| (2) 世界的な生産性低下の背景～供給側の「長期停滞論」を巡って論争に   | 9  |
| 4. ③長期インフレ期待～金融政策だけで改善は困難             | 13 |
| (1) 「長期インフレ期待」の低下に対する処方箋の欠如           | 13 |
| (2) 複合的要因が補完し合って低インフレが「ノルム」化          | 16 |
| 5. 今後の展望と課題～高齢化に伴う需給変化に対応できる社会制度改革が必要 | 20 |

## 1. 賃金の国際比較～世界的なフィリップスカーブの下方シフトとその背景

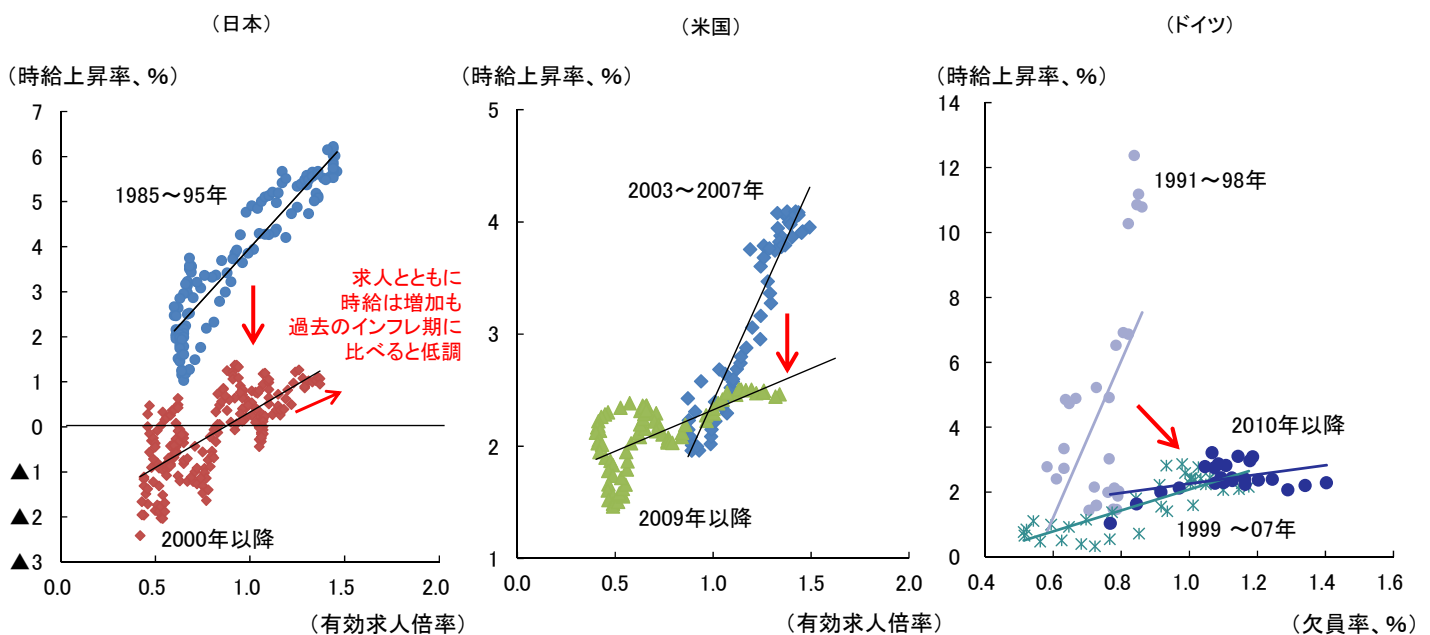
「バブル期を超えるほどの人手不足が生じているにも関わらず、賃金や物価に過熱感がみられないのはなぜか」という問いが、経済の構造変化の影響や金融緩和の限界といったマクロ経済政策上の重要課題と密接に関連して、議論されている。通常のエconomic原理からすれば、人手不足が強まれば、労働者を確保するために企業は賃金を引き上げるはずである。さらに、企業が賃金上昇分を製品・サービスの販売価格に転嫁し、家計がそれを受け入れることで物価も上昇すると考えられる<sup>1</sup>。しかし、これまでのところ、人手不足の強さに比べて賃金や物価の上昇は緩やかなペースにとどまっており、その原因と対応策を巡って、様々な見解・評価が示されている。

本稿では、賃金や物価の伸びを抑える様々な要因について、国際比較を通じて整理し、重要な要因の特定とそれに基づく現在の政策の評価や今後の政策対応を考察する。

### (1) フィリップス曲線～賃金は世界的に上がりにくい構造に

まず初めに、過去に比べて、人手不足が強まっても賃金が上がりにくくなっていることを、有効求人倍率型フィリップス曲線から確認しよう(図表1)。有効求人倍率型フィリップス曲線とは、人手不足の代表的な指標である有効求人倍率と賃金上昇率との関係を描いたものである。通常のエconomic曲線は、失業率と賃金上昇率の関係を示すものだが、本稿ではより直接的に企業の手不足を示

図表1 有効求人倍率型フィリップス曲線(日米独)



(注) 日本: 時給は総労働者の現金給与総額/総労働時間(30人以上)前年比の12カ月移動平均。有効求人倍率から時給へは9カ月程度のラグを設定(ラグ次数はもっとも相関の高い値を設定)。  
 米国: 時間当たり賃金は生産・被管理労働者。前年比上昇率の後方12カ月移動平均を基準として、2003-2007は12カ月ラグ、2009-直近は24カ月のラグをプロット。有効求人倍率はみずほ総合研究所の試算値で当月値(ラグ、リードなし)をプロット。  
 ドイツ: 時給は、諸手当を除く基本給ベース、欠員率に対して4四半期遅行。  
 (資料) 日本厚生労働省、米国労働省、ドイツ連銀より、みずほ総合研究所作成

<sup>1</sup> 賃金上昇に見合った分の物価上昇については、家計が受け入れることができる。

す指標として、失業率の代わりに有効求人倍率を用いている<sup>2</sup>。

日本の結果をみると、フィリップス曲線（以下では、有効求人倍率型フィリップス曲線のことを、単に「フィリップス曲線」と表記する）は、デフレが深刻化した2000年前後を境に大きく下方にシフトし、傾きもフラット化した（図表1左）。フィリップス曲線の下方シフトは、賃金の上昇圧力が、人手不足の程度に関係なく全体的に弱まったことを意味している。また、同曲線のフラット化は、人手不足が強まっても、賃金の上昇圧力が以前ほど高まらなくなったことを示している。

国際的にみると、米独<sup>3</sup>についても、日本と同様にフィリップス曲線の下方シフトやフラット化といった傾向がみてとれる（図表1中・右）。ただし、変化のタイミングは日本と異なり、米国では2008～2009年の金融危機を境に、下方シフトとフラット化が生じている。ドイツでは、「欧州の病人」と呼ばれ始めた1990年代末頃から下方シフトとフラット化が生じ、さらに、世界的な金融危機や欧州債務危機を経験した2010年前後に一段のフラット化が起きている。

賃金が上がりにくいという議論は、日本では2000年代の景気回復期から指摘されていたことだが、2000年代後半の世界的な金融危機などを経て、日本だけの問題ではなく、先進国共通の課題という認識が広がっている。

## （２）賃金の要因分解～長期インフレ期待の低迷が最大の問題

次に、日米独でなぜ賃金上昇圧力が弱まったのかを調べるために、各国の賃金変化率を①労働分配率、②労働生産性、③長期インフレ期待という3要因に分解し、各要因がそれぞれの程度賃金上昇率の低下に影響したかを確認する。なお、賃金変化率をこれら3要因に分解できることは、次式から確かめることができる。

$$\begin{aligned}
 \text{時間当たり名目賃金} &= \frac{\text{名目雇用者報酬}}{\text{雇用者数} \times \text{1人当り労働時間}} \\
 &= \frac{\text{労働分配率} \times \text{名目GDP}}{\text{雇用者数} \times \text{1人当り労働時間}} \\
 &= \text{労働分配率} \times \frac{\text{実質GDP} \times \text{GDPデフレーター}}{\text{雇用者数} \times \text{1人当り労働時間}} \\
 &= \text{労働分配率} \times \text{労働生産性} \times \text{GDPデフレーター} \\
 \Rightarrow \text{時間当たり名目賃金の変化率} \\
 &= \text{①労働分配率の変化率} + \text{②労働生産性の変化率} + \underbrace{\text{GDPデフレーターの変化率}}_{\text{長期平均を③長期インフレ期待とみなす}}
 \end{aligned}$$

<sup>2</sup> 有効求人倍率ではなく、失業率を用いる場合には、構造的失業率（または自然失業率やインフレ非加速的失業率）の変化を調整すれば、本稿と同様の結論になる。

<sup>3</sup> 米独の有効求人倍率型フィリップス曲線は、みずほ総合研究所「2017・18年度内外経済見通し～世界経済拡大基調続くも、低インフレ・低金利の新常態」（2017年8月15日）において、米国担当の小野主席エコノミスト、欧州担当の松本主任エコノミストが作成したものである。なお、ドイツについては、有効求人倍率を算出することが困難なため、類似の指標として欠員率を用いている。

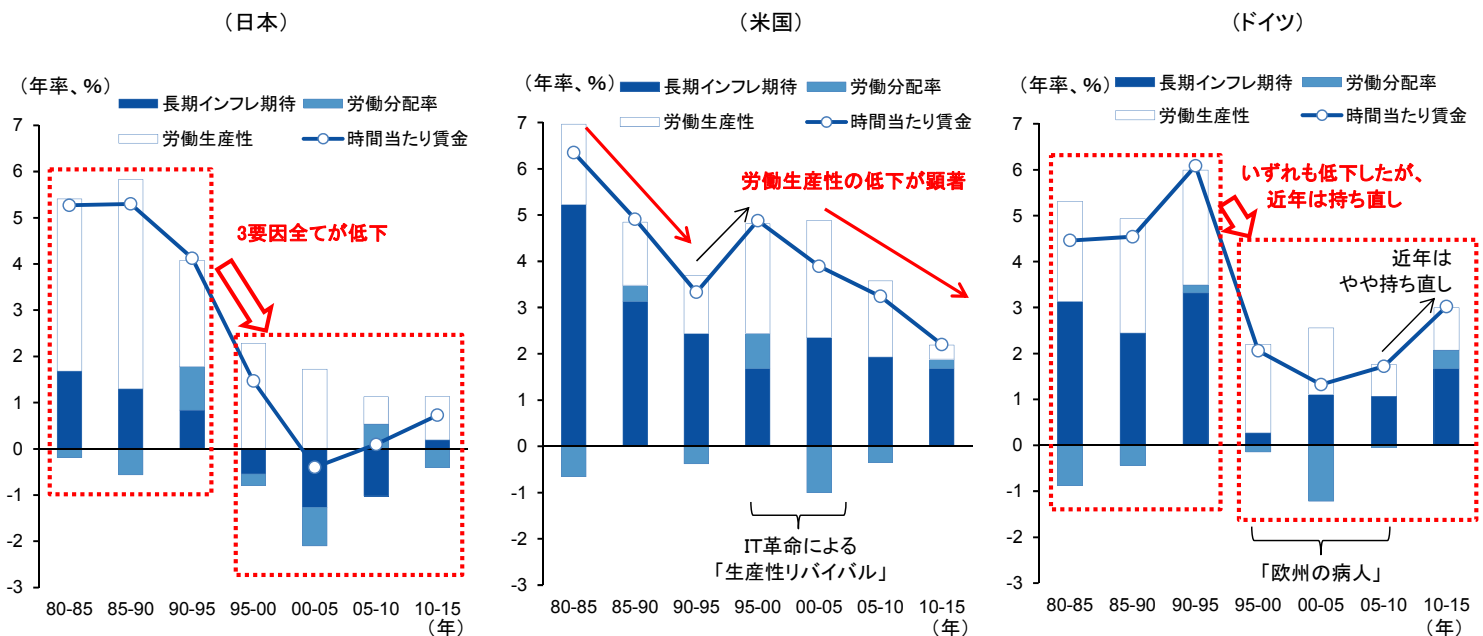
**a. 各国における時系列推移～①労働分配率、②労働生産性、③長期インフレ期待のいずれも、賃金上昇率の低下に寄与**

要因分解の結果をみると、日米独ともに3つの要因が賃金上昇率の低下に寄与している（図表2）。すなわち、賃金上昇率の低下の背景にある①労働分配率の低下、②労働生産性の伸びの鈍化、③長期インフレ期待の低下は、先進国に共通する現象といえる。中でも、①労働分配率の低下は、1980年代からの長期的な傾向として、日米独で概ね一貫してみられる現象といえる。

一方、②労働生産性上昇率の低下や③長期インフレ期待の低迷については、その時期や低下幅が国によって異なる。日本とドイツでは、1990年代後半にかけて、これら2要因の悪化が生じている。この時期は、日本では、バブル崩壊後に残された「過剰債務」、「過剰雇用」、「過剰設備」という「3つの過剰」の処理を迫られる中で、国内の金融危機が生じた時期に当たる。ドイツでは、東西ドイツ統合による財政負担や労働コスト上昇に伴う競争力の低下などから成長率が低迷し、「欧州の病人」と揶揄された時期である。ただし、②労働生産性の低下幅や③長期インフレ期待の低迷は、日本の方がドイツよりも深刻であり、特に日本の③長期インフレ期待は一時的にマイナス圏にまで低迷している。なお、ドイツでは、2010年代前半になると、ユーロ安の恩恵や労働市場改革の成果から、②労働生産性、③長期インフレ期待ともに持ち直している。

米国についてみると、②労働生産性の上昇率は、1990年代後半から2000年代前半にかけて一旦高まった。この生産性上昇は、IT革命に伴う「生産性リバイバル」と呼ばれている。しかし、その後、

**図表2 賃金の寄与度分解（日米独の時系列推移）**



(注) 1. 下記式に基づき寄与度分解。  

$$\text{時間当たり賃金} = \text{雇用者報酬} / \text{総労働時間} = (\text{雇用者報酬} / \text{名目GDP}) \times (\text{名目GDP} / \text{実質GDP}) \times (\text{実質GDP} / \text{総労働時間}) = \text{労働分配率} \times \text{GDPデフレーター} \times \text{労働生産性}$$
  
 2. 図中では5年間の長期変動率を用いているので、GDPデフレーター要因を「長期インフレ期待」(=トレンド・インフレ率)と解釈している。  
 (資料) OECD "National Accounts"より、みずほ総合研究所作成

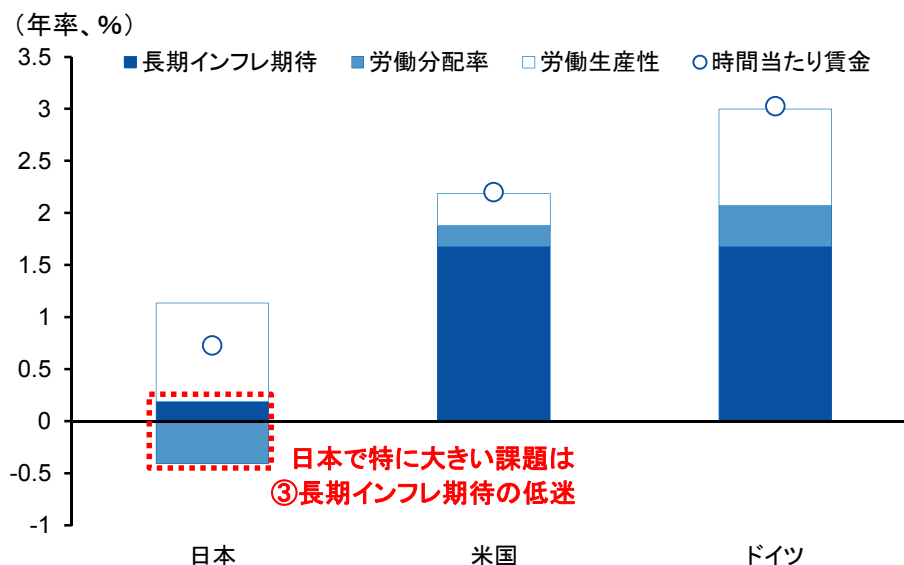
労働生産性の上昇率は再び低下しており、特に2010年代にかけて大きく落ち込んでいる。他方、③長期インフレ期待は、1990年代以降2%前後の水準で推移しているが<sup>4</sup>、最近の米国でのインフレ率の低下を踏まえると、分析の対象期間外である2016年以降に長期インフレ期待が低下した可能性はあるだろう。

各国別の時系列推移をまとめると、日米独ともに、①労働分配率の低下、②労働生産性上昇率の低迷、③長期インフレ期待の停滞のいずれもが、賃金上昇率の低下に寄与している。このうち、①労働分配率の低下は、1980年代から2010年代前半まで、日米独で一貫してみられる傾向である。一方、②労働生産性上昇率の低迷と③長期インフレ期待の停滞については、国によって影響の違いがみられる。日独では、金融危機（日本）が発生し、また「欧州の病人」（ドイツ）と呼ばれた時期である1990年代後半にかけて、この2要因の悪化が生じた（日本の悪化幅はドイツよりも大きい）。逆に、米国では、この時期にはIT革命による「生産性リバイバル」から、②労働生産性の上昇率は高まっている。米国の労働生産性上昇率が低下したのは、米国が金融危機を経た後の2010年代になってのことだ。また、米国の③長期インフレ期待は、2010年代前半までの分析期間中は、2%前後で安定的に推移している。ただし、今回の分析データには含まれていないが、2010年代後半に入って、米国の長期インフレ期待が低下している可能性は高い。

#### b. 2010年代前半における国別比較～日本は③長期インフレ期待の低迷が深刻

さらに、直近の期間である2010年代前半（2010～2015年）に焦点を絞って、3要因の寄与度を日米独で比較すると、日本の③長期インフレ期待の低さが際立つ結果となった（図表3）。②労働分配率

図表3 賃金の寄与度分解（日米独比較、2010～2015年平均）



(注) 図表2の注を参照。

(資料) OECD "National Accounts"より、みずほ総合研究所作成

<sup>4</sup> 米国の③長期インフレ期待は、1980年代から1990年代にかけて低下した。ただし、これは1980年代までの高すぎるインフレ期待を金融政策によって抑制した成功事例として評価されている。

についても、日本の低下が目を引くものの、長期インフレ期待に比べると米独との差は小さい。①労働生産性に関しては、日本はドイツ並みの上昇率となっており、米国よりも高い伸びを達成している。

以上の分析から、日本の賃金低迷要因を他国と比較して整理すると、日本では、③長期インフレ期待の低迷が最も深刻といえる。また、インフレ期待ほどではないが、①労働分配率の低下が続いている点も賃金の抑制に働いている。他方、②労働生産性については、長期的にみると低下しているものの、米独に比べると、高めの伸びを維持していると評価できる。

## 2. ①労働分配率～長期的な低下傾向は避けられず

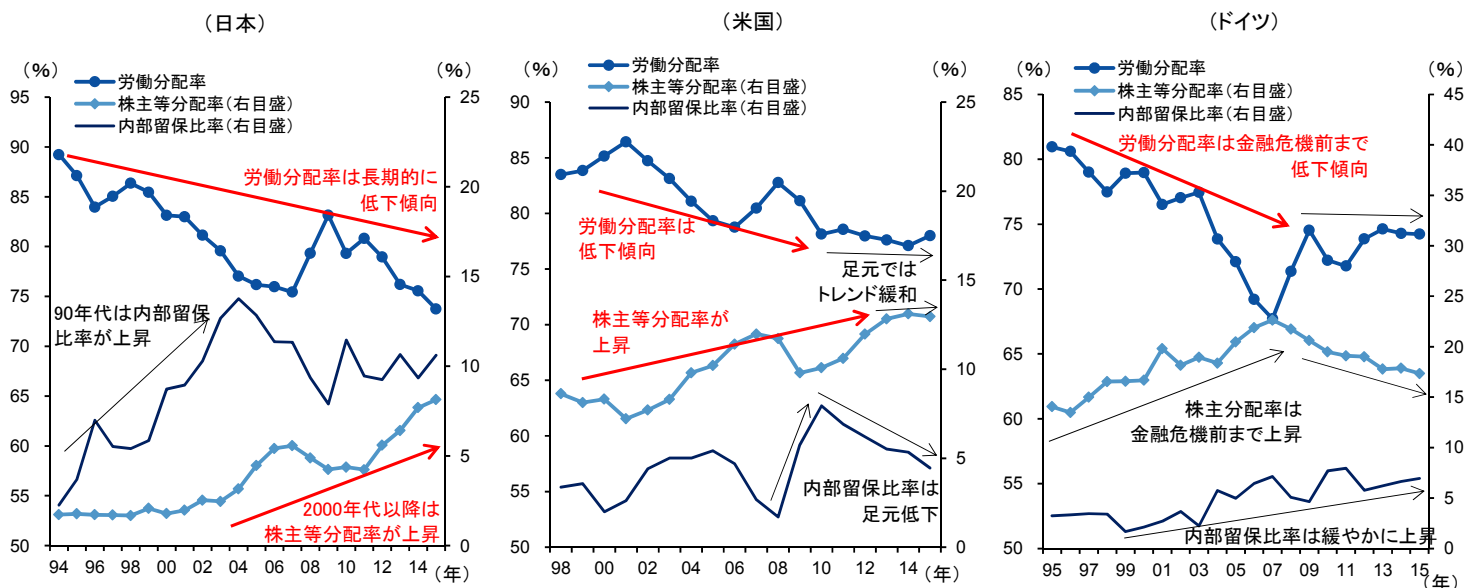
第2節以降では、第1節で分析した賃金低迷の3要因について、それぞれの変化要因を順番に確認する。なお、第1節の最後で整理したように、日本における最大の賃金低迷要因は③長期インフレ期待の停滞である。長期インフレ期待の低迷にのみ関心がある場合には、第2節（労働分配率）と第3節（労働生産性）は飛ばして、第4節をご覧ください。

### (1) 所得分配の内訳～日本では株主配分増が不可避

#### a. 各国における時系列推移～労働分配率は長期的に低下傾向

労働分配率の低下の背景を探る第一歩として、「国民所得」の分配の全体像を把握しよう（図表4）。国民全体の所得の総額である「国民所得」は、雇用者報酬として労働者に分配されるほか、配当などの形で株主に分配され、内部留保などとして企業にも分配される。国民所得のうち労働者に分配され

図表4 労働分配率と株主・内部留保への分配の時系列推移（日米独）



(注) 1. 各分配率は個人企業を除くベース。定義は以下の通り。

労働分配率＝雇用者報酬/(雇用者報酬＋法人企業所得)、株主等分配率＝(法人企業の分配所得(支払)＋海外直接投資に関する再投資収益(支払))/(雇用者報酬＋法人企業所得)、

内部留保比率＝法人企業の純可処分所得/(雇用者報酬＋法人企業所得)。

2. 図示したもののほかに、直接税・その他移転比率があるため、図示した分配率の合計は100%にならない。なお、直接税・その他移転比率の水準は低く、長期トレンドもほぼ横ばいである。

(資料) OECD "National Accounts"より、みずほ総合研究所作成



た割合が労働分配率だが、労働分配率の変動要因を分析するためには、それと表裏一体の関係にある株主や企業への分配がどのように変化したかを確認することが、有益であるといえる<sup>5</sup>。

所得分配の変化をみると、労働分配率は、第1節で確認した通り、各国とも長期的に低下傾向となっている（ただし、米独では、2000年代後半の金融危機後から低下ペースが鈍化するか、横ばいとなっている）。その背後にある動きをみると、日本では1990年代を通して、企業への分配割合（内部留保比率）が上昇した。これは、バブル崩壊によって、債務・設備・雇用の「3つの過剰」を背負った企業が、労働への分配を減らすとともに、債務を削減する原資として内部留保を増やしたためと考えられる。2000年代以降になると、「3つの過剰」への対応が一段落することで内部留保比率の上昇には歯止めがかかったが、コーポレートガバナンス（特に、企業経営に対する株主によるコントロール）に関する意識が高まる中で、配当などによる株主への分配比率が上昇した。

米国やドイツにおいても、労働分配率低下の背後には、株主等分配率の上昇がある。米国・ドイツにおける株主等分配率は2000年代を通して上昇した。ただし、2000年代後半の金融危機以降になると、株主等分配率の上昇ペースが鈍化（米国）または低下（ドイツ）に転じており、株主重視の経営に対する見直しが生じた可能性がある。また、内部留保比率に関しては、米国は金融危機後に急上昇したが、その後は景気回復とともに低下している。ドイツの内部留保比率は緩やかな上昇傾向にあるが、その水準は日本に比べると低く抑えられている。

## **b. 2010年代前半における国別比較～日本の株主等分配率はまだ米独より低い**

次に、直近の分析期間である2010年代前半（2010～2015年）に焦点を絞って、分配率（株主等分配率と内部留保比率）の水準を日米独で比較すると、日本の株主等分配率は米独よりも低い結果となった<sup>6</sup>（図表5）。一方、日本の内部留保比率は、米独に比べて2倍程度の高水準にある。

日本の株主等分配率の水準が米独に比べて依然低いことからすると、今後も株主等分配率の上昇は避けられないだろう。これは、日本の労働分配率の低下要因として働くものである。ただし、日本は内部留保比率が米独よりも高いため、これを引き下げることで、労働分配率の低下を緩和することは可能だろう。

### **（2）労働分配率低下の背景～技術革新、グローバル化、制度要因が下押し**

（1）では、㉞世界的に株主還元を重視する流れの中で、労働分配率は低下傾向にあるものの、米独では金融危機を経て、株主還元姿勢が若干緩和していること、㉟日本の株主等分配率は米独に比べて低いこと、今後とも上昇が見込まれること、㊱日本は内部留保比率を抑えることで、当面の労働分配

<sup>5</sup> 以下では、厳密には「国民所得」の分配ではなく、「国民所得」から「個人企業の所得」を除いた所得（以下、「個人企業を除く国民所得」）の分配を分析した。「個人企業の所得」を除かずに「国民所得」の分配を分析すると、日本のように構造的要因によって農家などの「個人企業の所得」が減少トレンドにある国では、企業への分配が押し下げられ、労働者への分配が押し上げられるためである（IMF（2017）も同様の問題を指摘している）。

なお、「個人企業を除く国民所得」は「雇用者報酬」と「法人企業所得」（法人企業の分配所得、海外直接投資に関する再投資収益支払前）の合計として計算した。ここで、「法人企業所得」は、営業余剰（純）に財産所得の受取を加え、利子、その他の投資所得、賃貸料の支払を控除したものである（図表4の脚注も参照）。

<sup>6</sup> なお、米独の株主等分配率を比較すると、米国の方がドイツよりも低い。この要因としては、米国では配当以外に自社株買いによる株主還元が活発だが、本稿の株主等分配率には自社株買いによる株主還元が含まれていないことが考えられる。

率の低下を緩和する余地が他国よりも大きいことを確認した。

ただし、⑦による労働分配率の低下の緩和は、長期的に持続可能なものではない。日本と米独との間の内部留保比率の差は4~5%Ptであり、この差を超えて日本が内部留保比率を引き下げることが難しいためだ。そうだとすると、長期的には、世界的な労働分配率低下の趨勢が、米独でみられるように金融危機後の株主重視姿勢の見直しなどから止まるのか、それとも、他の要因によって再び加速するのかを見極めることが重要になってくるだろう。

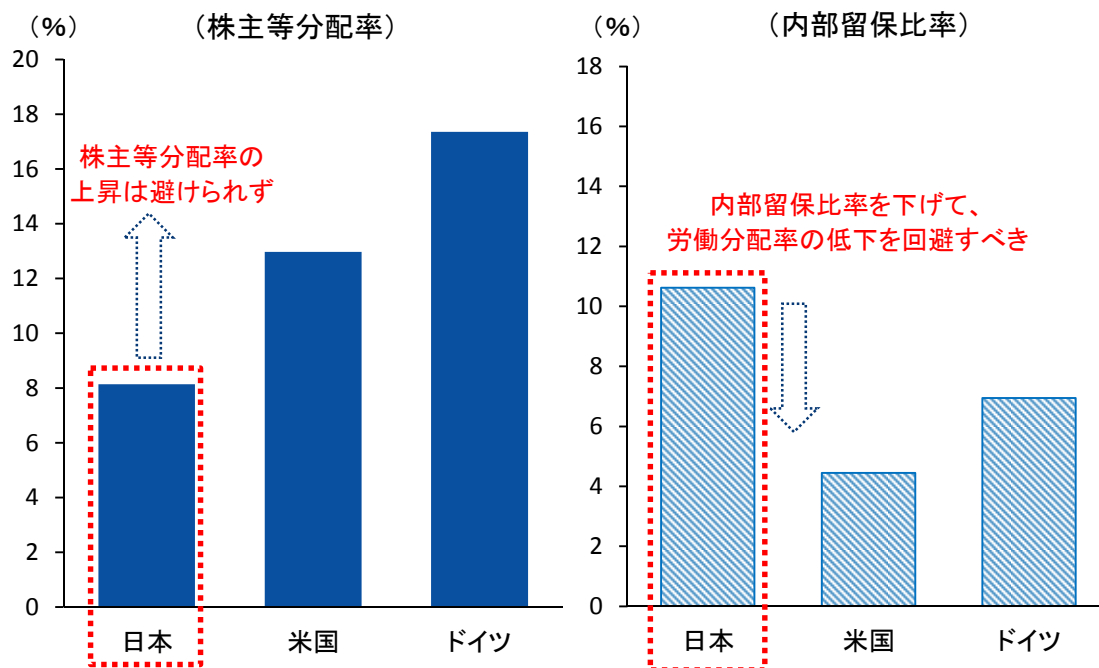
では、世界的な労働分配率の低下をもたらす要因にはどのようなものがあり、それらの要因は今後どのように変化するだろうか。図表6は、先行研究などで分析された労働分配率の低下要因を整理したものである。このうち、古くから指摘されてきたのは、技術革新に伴う資本の労働代替やグローバル化による国際分業、ガバナンス変化などの要因だ。特に、IMF（2017）は、資本による労働代替（技術革新に伴う投資財の相対価格低下）が、先進国の労働分配率低下の約半分を説明すると分析している。また、新興国については、国際分業に伴う資本集約型産業の拡大が、労働分配率低下の主因と指摘している。これら古くからの要因の中でも、資本による労働代替などの技術革新に関するものは、今後もAIやIoTによる第4次産業革命が進展する中で、引き続き労働分配率の低下要因になると考えられる。

さらに、「一人勝ち」の市場構造化や「ギグエコノミー」<sup>7</sup>の進展、R&Dの不確実性への対応などの要因が、労働分配率の新たな低下要因として台頭しつつある（詳細は図表6参照）。以上を総合すると、先述のように金融危機後の株主重視姿勢の見直しは労働分配率を上げる方向に働いているものの、技術革新に伴う資本への分配増がそれを上回ることで、今後も労働分配率の低下が続く可能性は高いと考えられる。

---

<sup>7</sup> 「ギグ」とは、もともとはジャズなどの演奏者が一度限りで行う演奏のことを指し、転じて日雇いなど雇用期間の短い単発の仕事を意味して使われるようになった（田村（2017）を参照）。

図表5 労働分配率と株主・内部留保への分配（日米独比較、2015年）



(注) 図表4の注を参照。

(資料) OECD "National Accounts"より、みずほ総合研究所作成

図表6 世界的な労働分配率の低下要因

| 技術革新に関連する要因         |  |
|---------------------|--|
| 資本による労働の代替          | <ul style="list-style-type: none"> <li>・単純業務の機械化など</li> <li>・IMFによれば先進国の労働分配率低下の半分を説明</li> </ul> |
| 「一人勝ち」の市場構造の進展      | 産業集積やエコシステム構築を主導した一部企業への付加価値の集中により、資本への分配が増加   |
| ギグエコノミーの進展          | インターネットを通じて単発の仕事を受注する労働者が増加することで、労働者の交渉力が低下(労働法制による保護を受けにくく、労働組合も結成されにくい)                        |
| R&Dに備えた自己資本増強       | R&Dの重要性向上が、その不確実性に対応するための内部留保の蓄積を促進  |
| グローバル化に関連する要因       |  |
| 国際分業に伴う資本集約型産業の拡大   | IMFによれば新興国の労働分配率低下の主因  |
| グローバル化による労働者の交渉力低下  |  |
| 制度的要因               |  |
| ガバナンス変化による労働者の交渉力低下 | 株主重視、労働組合の組織率低下といったコーポレートガバナンスの変化によって、労働者の交渉力が低下   |
| 独禁法の不確実性に備えた自己資本増強  | ソフトウェア分野での独禁法に関する不確実性が内部留保の蓄積を促進   |

(資料) みずほ総合研究所作成

### 3. ②労働生産性～引き上げのカギは先端企業からのスピルオーバー向上

#### (1) 労働生産性の推移～日米独とも低下傾向

労働生産性が低下した理由を探るために、まず、労働生産性の伸び率を全要素生産性と資本装備率（ICT資本と非ICT資本）に要因分解する。全体的な結果をみると、日米独ともにいずれの要素の押し上げ効果も、長期的に低下している（図表7）。

各国別の推移を確認すると、日本では、1980年代までは、全要素生産性と非ICTの資本装備率の寄与度が極めて高かった。これは、当時の日本が欧米の先進国へのキャッチアップの段階にあったことを反映していると考えられる<sup>8</sup>。しかし、1990年代に入ると、バブル崩壊などの影響で、全要素生産性の伸びは大幅に低下した。1990年代の時点では、非ICTの資本装備率の寄与度はそれほど下がらず、労働生産性の下支えとなったが、これは逆に「設備過剰」問題を長引かせる要因にもなった。2000年代に入ると、国内金融危機を経て非ICTの資本装備率も低下したため、労働生産性の伸びは年率1%を割り込んだ。2010年代になって、全要素生産性の伸びはやや持ち直しているが、1980年代までの水準と比べると依然低調である。また、米独についても、先述した米国の「生産性リバイバル」の時期を除けば、全要素生産性と資本装備率（ICT資本と非ICT資本）のいずれも低下傾向にある。

以上のように、労働生産性上昇率の時系列推移では、全要素生産性と資本装備率の両者の伸びが低下している。ただし、今後の対応性として、全要素生産性と資本装備率の双方を引き上げることが望ましいとは限らない。特に、資本装備率については、水準が過剰になると資本効率の低下を招くという問題がある。そこで、2011年時点の労働生産性とその構成要因の水準を、米国との間の相対的な差として示したのが図表8だ。日本の労働生産性の水準は米国を下回っているが、主因は全要素生産性の低さであり、資本装備率は米国よりも高いことが分かる。見方を変えれば、日本では資本装備率が米国に比べて高すぎることで資本効率の低下を招き、全要素生産性を押し下げている可能性もあろう。

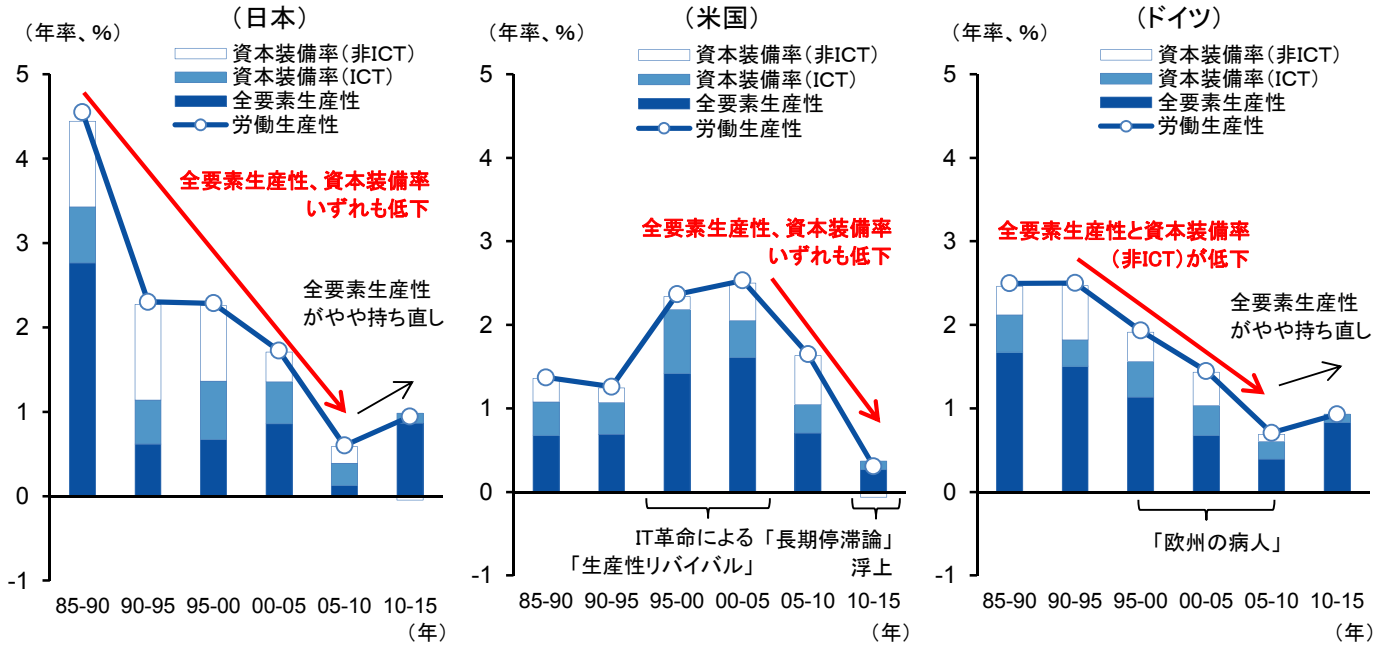
#### (2) 世界的な生産性低下の背景～供給側の「長期停滞論」を巡って論争に

本節（1）の分析から、日本では、資本装備率よりも全要素生産性の上昇ペースの鈍化の方が、大きな問題であることが分かった。それでは、全要素生産性の伸びが落ちているのは、どのような原因によるものであり、どのような対応が考えられるであろうか。

全要素生産性上昇率の低迷に関する議論は、マクロ経済の供給要因に関する議論、需要要因に関する議論、計測に関する議論の3つに分けることができる（図表9）。供給要因に関する議論は、第4次産業革命の影響に関して、悲観論（Gordon（2012））と楽観論（Brynjolfsson and McAfee（2011）、Mokyr（2014））の対立が生じており、さらに最近では折衷的な見解（Andrews et al.（2016））も主張されている。議論の中身をみると、悲観的な立場では、AIを中心とした第4次産業革命の効果は、蒸気機関やエンジン・電力などをベースに自動車や飛行機、様々な家庭用・産業用電気機械が発明された第1・2次産業革命の影響に比べると、限定的だと主張されている（Gordon（2012））、図表10

<sup>8</sup> 1980年代の日本は、主要産業である自動車が米国などの海外市場でのシェアを拡大し、半導体が最新技術を取り入れながら発展した時期に当る。そのため、これらの産業を中心に日米貿易摩擦も発生した。

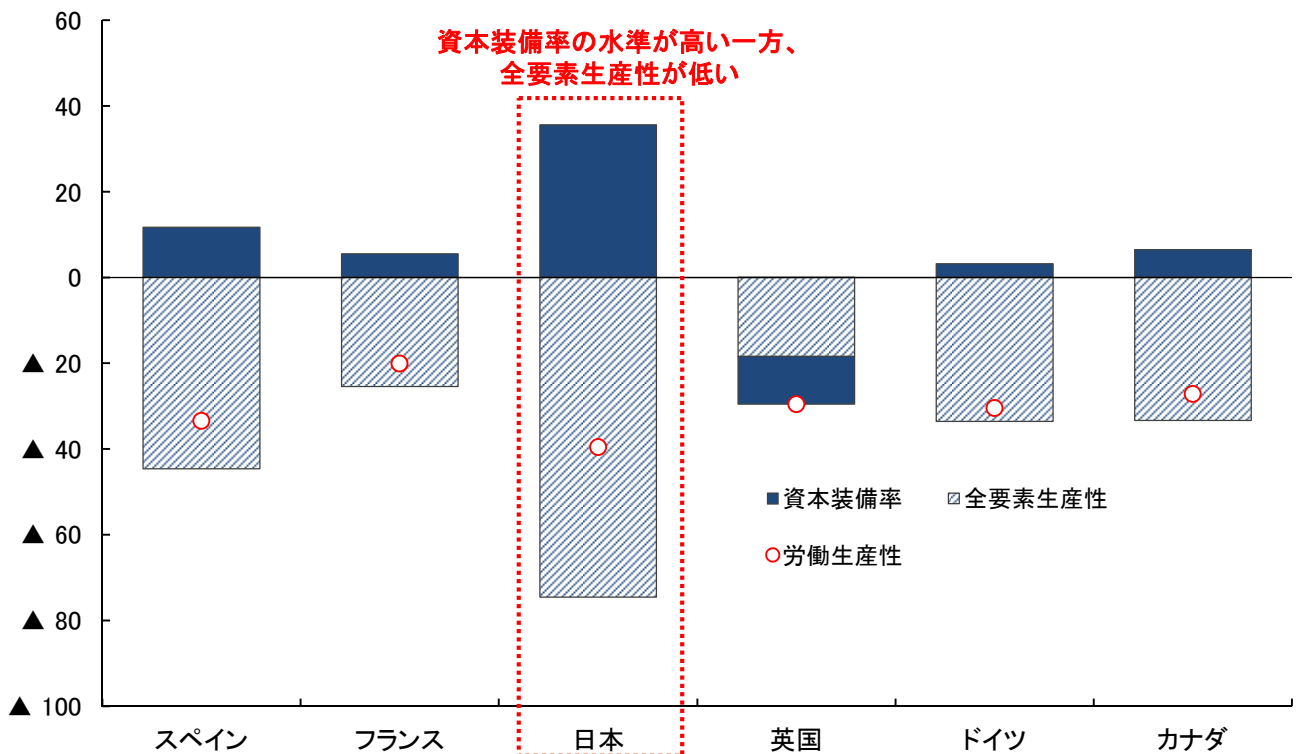
図表7 労働生産性の寄与度分解の時系列推移（日米独）



(資料) OECD より、みずほ総合研究所作成

図表8 労働生産性の水準（対米国比）の寄与度分解（主要先進国）

(労働生産性の対米国比率、%)



(注) Johansson et al. (2013) による一人当たりGDPの水準に関する寄与度分解を、労働生産性に修正して図示。

(資料) Johansson et al. (2013) より、みずほ総合研究所作成

も参照)。例えば、近年注目を集めるロボットや3Dプリンタなどについては、1960年代から使われ始めた製造技術の延長線上のものに過ぎず<sup>9</sup>、劇的な生産性改善効果は期待しがたいと評価されている。ビッグデータやAIについても、レコメンデーション・エンジンなどのマーケティング目的での使用は、市場の奪い合いに過ぎない「ゼロサム・ゲーム」であり、マクロの生産性上昇にはつながりにくいとされる。ビッグデータやAIは、マーケティング以外にも、法的証拠収集<sup>10</sup>や医療画像診断、金融情報処理などに用いられているが、これらについても、全くの新しい動きではないため、生産性の押し上げ効果は限定的と主張されている。他方で、楽観的な議論では、第4次産業革命における技術の本質は、①ビジネス活動のリアルタイムでの計測の改善、②新規事業などの試行錯誤の高速化・低廉化、③アイデア共有の広範囲化・容易化、④高速・正確なイノベーションの複製（＝スケールアップ）であり、これらの要素がうまく組み合わさることで、劇的な生産性改善効果が生じると主張されている<sup>11</sup>（Brynjolfsson and McAfee（2011））。こうした楽観論からは、近年の生産性上昇率の低下は、これまでのモノ・ベースの生産過程からアイデア・ベースの生産過程への移行に伴う一時的な現象にすぎないと評価される。

楽観論と悲観論の対立に対して、精緻な実証分析を基に折衷的な主張を展開しているのがAndrews et al.（2016）である。彼らは世界の企業財務データを用いることで、技術的なフロンティアに位置する先端企業の生産性上昇率は減速していないが、そこから他の企業への波及効果が減少していることを実証した。すなわち、一部の先端企業に関する限り楽観論に近い立場だが、第4次産業革命の技術的特徴がもたらす「一人勝ちの市場構造」化や暗黙知の重要性向上によって、技術のスピルオーバーが従来よりも妨げられ、マクロレベルでの生産性上昇率の低迷につながっているとしている。

以上の供給要因に関する議論を踏まえると、日本が生産性上昇率を高めるためには、『未来投資戦略2017』に盛り込まれた「レギュラトリー・サンドボックス」<sup>12</sup>のような先端企業のイノベーションを促進する政策に加えて、産業の新陳代謝を促すための参入規制改革や「ゾンビ企業」保護策の見直しによって、先端企業以外へのスピルオーバーを促すことも引き続き重要であるといえるだろう。また、本稿では詳しくは触れないが、需要要因に関わる問題である投資不足（Summers（2014、2016））や統計の計測問題（Ahmad and Schreyer（2016）など）の改善も重要な課題である。ただし、投資不足への対応策として、Summers（2014、2016）は、財政出動（特に米国や新興国のインフラ投資）といった需要を直接的に押し上げる政策だけでなく、投資を呼び込むための規制緩和や税制改革などの構造的な政策も訴えている点は注目に値するだろう。

<sup>9</sup> 産業用ロボットは、1961年にGM（General Motors）によって初めて導入された（Gordon（2012））。

<sup>10</sup> 米国では「ディスカバリー」と呼ばれる証拠開示手続きのために膨大な負担が生じているが、例えば、テキスト処理（自然言語処理）技術の発展によって、証拠となる可能性の高い電子メールを自動的に抽出することで、全ての電子メールを弁護士が確認する必要性がなくなっているとされる。

<sup>11</sup> 例えば、①ビジネス活動の計測は②積極的な試行錯誤および③知識共有と組み合わせることでその真価を発揮し、②積極的な試行錯誤は成功した場合に④迅速なスケールアップが可能となることで飛躍的に価値が高まると言われる。

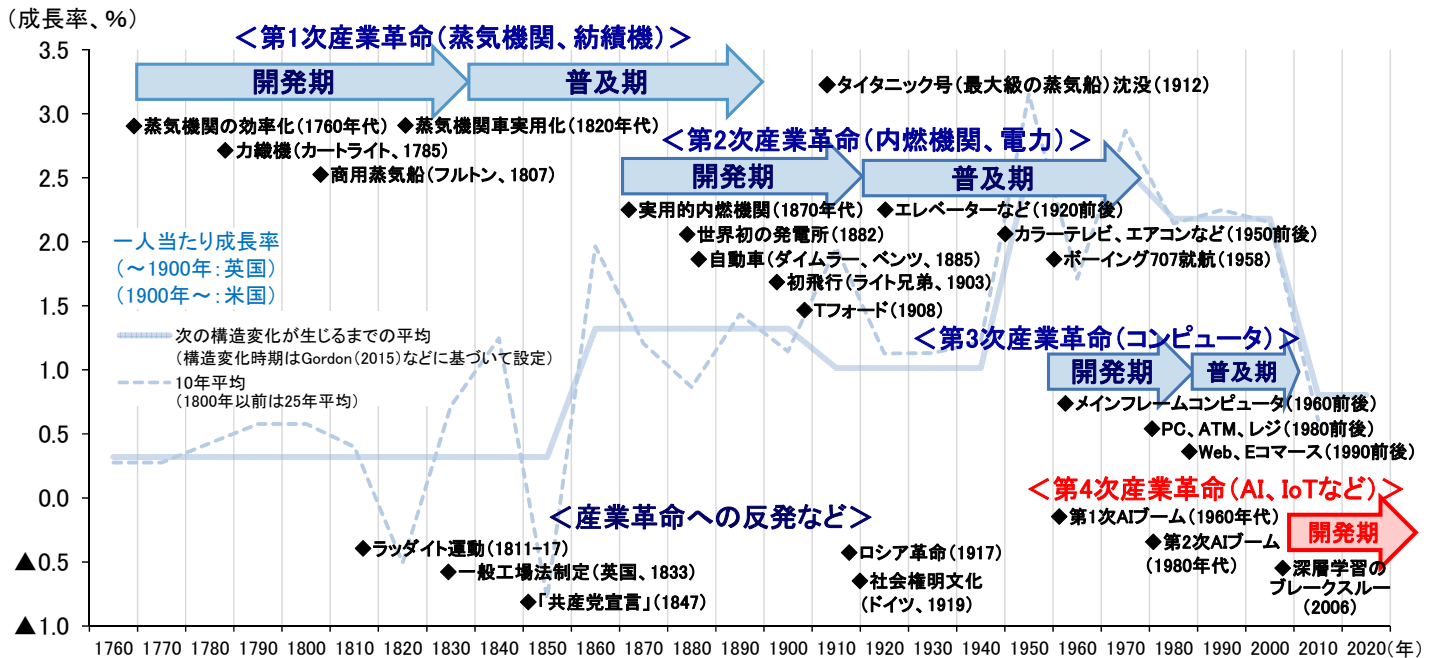
<sup>12</sup> 規制上の実験を行うことができる「子供の砂場」のような場を意味しており、「参加者や期間を限定して、実証内容とリスクを説明した上での参加の同意を前提に、試行錯誤によるビジネスモデルの発展を促す」（『未来投資戦略2017』）制度である。

図表9 世界的な生産性低下の背景（仮説）

|        | 要因                     | 代表的な文献  | 内容  |
|--------|------------------------|---|---|
| 供給側要因  | 【悲観論】<br>(供給側の)長期停滞論   | Gordon(2012)                                  | 第3次・第4次産業革命は第1次・第2次産業革命に比べてインパクトが小さく、今後も生産性は低空飛行が続く                                 |
|        | 【折衷論】<br>生産性向上の波及効果の減少 | Andrews et al.(2016)                          | 先端企業の実業性上昇ペースは低下していないものの、新技術の活用に関する暗黙知の重要性向上や、規制緩和の減速によって、先端企業から他の企業への生産性向上の波及効果が減少 |
|        | 【楽観論】<br>産業革命の効果発現ラグ   | Brynjolfsson and McAfee(2011)、<br>Mokyr(2014) | 新技術が生産性・成長力向上に結び付くにはラグがあり、今後徐々に生産性が向上していく   |
| 需要側要因  | (需要側の)長期停滞論            | Summers(2014、2016)                            | 需要不足による投資減速が生産性向上圧力を弱体化   |
| 計測手法要因 | IT関連の財・サービスの計測問題       | Ahmad and Schreyer(2016)                      | 新たな経済活動(新産業・副業)やフリー製品の捕捉が不十分なことが、計測される生産性を押し下げ                                      |

(資料)みずほ総合研究所作成

図表10 産業革命の歴史と一人当たり成長率（英米）の長期推移



(注)成長率は一人当たりGDP成長率(1900年まで英国、その後は米国。出所はMaddison Project)。開発期や普及期はGordon(2015)などを参考に作成。  
 (資料) Gordon(2015)“Secular Stagnation on the Supply Side”、The Maddison-Project (<http://www.ggdc.net/maddison/maddison-project/home.htm>, 2013 version)、みずほ銀行産業調査部資料などより、みずほ総合研究所作成

## 4. ③長期インフレ期待～金融政策だけで改善は困難

### (1) 「長期インフレ期待」の低下に対する処方箋の欠如

第1節で確認したように、日本の賃金上昇率（およびインフレ率）が低下した最大の理由は、長期インフレ期待の低迷である。ただし、第1節での分析（図表2・3）では、インフレ率の実績値の長期トレンドを長期インフレ期待の代理変数として用いたため、本節ではまず、実際に調査された長期インフレ期待の動きを確認しておこう。

日米独について、調査時期から5～10年先のインフレ率に関する専門家の予測を示したのが図表11である<sup>13</sup>。日本の長期インフレ期待は、1990年代初頭には2%を超える水準にあったが、バブル崩壊後の1990年代を通して徐々に低下し、2000年代初頭には0%近傍まで落ち込んだ。その後は、2000年代半ばにかけて持ち直したが、それでも1%をやや上回る水準にとどまっている。米独についても、長期インフレ期待は低下傾向にある。ただし、その水準は日本よりも高く、米国では2%を上回っており、ドイツでも2%近傍にある。長期インフレ期待の低下は特に日本において深刻な問題であることが、改めて確認できるだろう。

長期インフレ期待の低下が厄介なのは、それに対する妥当な処方箋が経済学から提供されていない点にある。例えば、主流派のマクロ経済理論である「ニューケインジアン」モデル（数式的な特徴に着目して、DSGE (Dynamic Stochastic General Equilibrium) モデルとも呼ばれる）では、長期インフレ期待（＝定常インフレ率<sup>14</sup>）は、通常中央銀行が設定するインフレ目標と一致するとされる<sup>15</sup>。しかし、バブル崩壊後の日本や金融危機後の欧米での経験からは、インフレ目標の設定だけで長期インフレ期待を引き上げることは難しいことが明らかである<sup>16</sup>。長期インフレ期待の低迷に苦しむ現状に対して、マクロ経済学の主流派は妥当な政策方針を示せていないと言わざるを得ない<sup>17</sup>。

<sup>13</sup> Consensus Economics 社が、エコノミストの経済予測値を集計して発表している” Consensus Forecasts”において、半年に1度のペースで5～10年先の長期予測が調査されている。

<sup>14</sup> DSGE モデルにおいて、定常インフレ率とは、価格設定の粘着性に由来する経済的摩擦が消え去った長期において実現するインフレ率のことである（このとき、経済は新古典派的な均衡にあり、効率的な資源配分を実現している（価格体系が、いわゆる「見えざる手」として効率的な資源配分を導くシグナルとなる）。逆に、価格設定の粘着性に由来する経済的摩擦が存在する場合は、経済は非効率的な均衡にあり、短期的にこのような均衡が生じるのが「ニューケインジアン」モデルの特徴である。経済ができるだけ新古典派的な均衡に近づくように金融政策を運営するのが「ニューケインジアン」の金融政策に対する考え方であり、そのような金融政策ルールの一つとして「テイラールール」がある）。定常インフレ率の期待値を長期インフレ期待とすると、定常インフレ率の定義より両者は一致する。

<sup>15</sup> 厳密には、「中央銀行が、（テイラールールなどの）モデルの定常状態解を得られるような妥当な政策に従っている」（Heinrichs (2014)、Amano et al. (2006) など）という条件の下で、長期インフレ期待（＝定常インフレ率）とインフレ目標が一致する。なお、標準的な DSGE モデルでは、長期インフレ期待（＝定常インフレ率）はゼロと設定されている。長期インフレ期待（＝定常インフレ率）をゼロ以外の値に設定すると、ニューケインジアン・フィリップスカーブなど一部の数式が標準的なモデルよりも複雑になる。

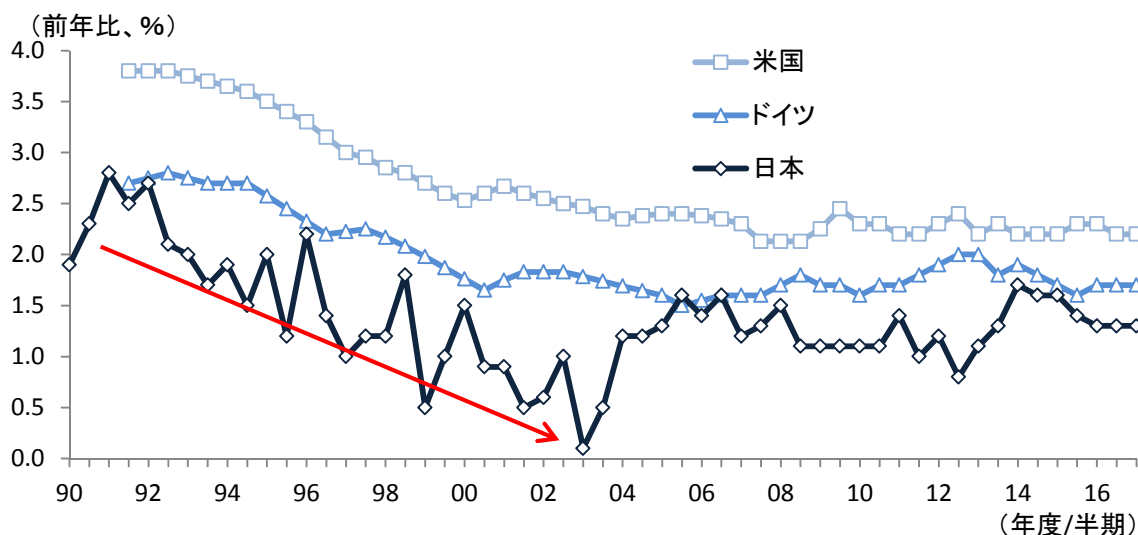
<sup>16</sup> 例えば、Yellen (2015) は、インフレ目標の設定のみで長期インフレ期待を引き上げることは困難であると認めている（“long-run inflation expectations become anchored at a particular level only after a central bank succeeds in keeping actual inflation near some target level for many years. For that reason, I am somewhat skeptical about the actual effectiveness of any monetary policy that relies primarily on the central bank’s theoretical ability to influence the public’s inflation expectations directly by simply announcing that it will pursue a different inflation goal in the future”）。

<sup>17</sup> 例えば、Cogley and Sbordone (2008) や Clark and Davig (2008) では、インフレ率の決定要因として長期インフレ期待の重要性を指摘しているが、長期インフレ期待がどのように形成されるかは明確にされていない。



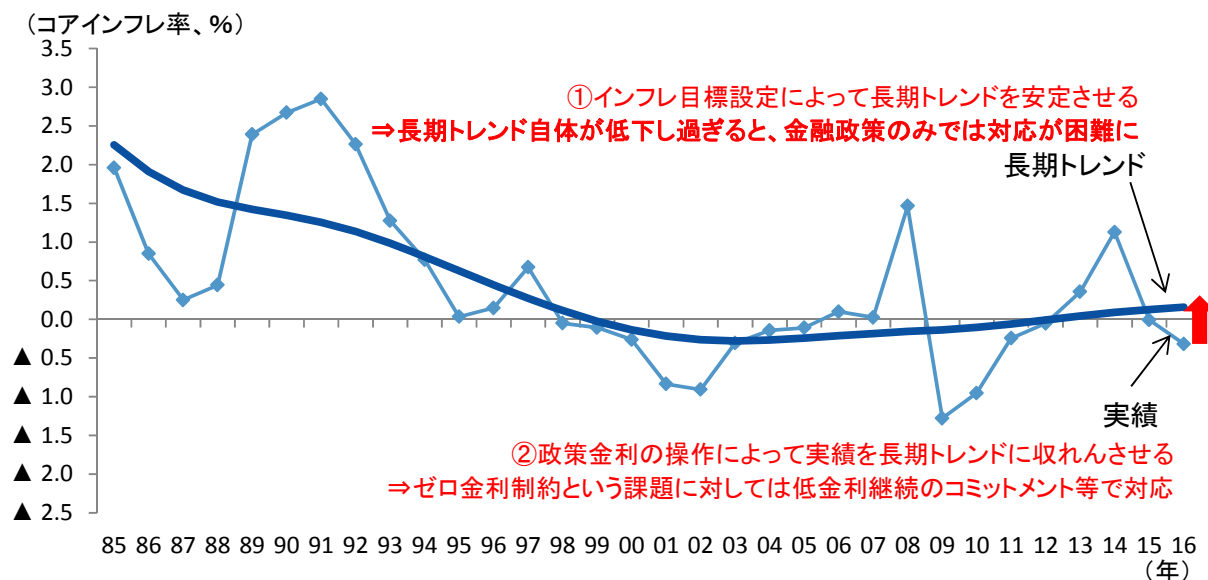
なお、マクロ経済学の主流派が長期インフレ期待の低下に対して無力なのは、2000年代の「グレートモデレーション」の時期における欧米での成功の裏返しでもある。典型的な「ニューケインジアン」の政策枠組みは、インフレ目標の設定によって長期インフレ期待を安定させながら、インフレ率の長期インフレ期待からの短期的な乖離に対しては、政策金利の調整によって対応するというものである<sup>18</sup>（図表12）。長期インフレ期待が2%前後で安定していた「グレートモデレーション」の時期は、

図表11 長期インフレ期待の推移（日米独）



(注) 民間エコノミストの中長期(6~10年先) 予測値平均。半年度ベースのデータ。  
 (資料) Consensus Economics Inc. “Consensus Forecasts”より、みずほ総合研究所作成

図表12 「ニューケインジアン」の金融政策枠組みと課題



(注) 図中の長期トレンドは便宜的にHPフィルターによって抽出。  
 (資料) 総務省「消費者物価指数」より、みずほ総合研究所作成

<sup>18</sup> Yellen (2015) などを参照。

インフレ率が長期インフレ期待からかい離した場合の政策金利の微調整に関心を集中させれば十分だった。しかし、金融危機後に長期インフレ期待自体が低下すると、そうした新しい状況への対応策がほとんど準備されていない状況となってしまった。

主流派と異なる立場からは、長期インフレ期待の低下への処方箋を考えるために、様々な議論が展開されている。その代表例がSummers (2014、2016) の「長期停滞論」だ(図表13)。Summers (2014) は、「今では、所与のトレンド周辺への安定化に向けた微調整に関心が寄せられるのではなく、長期停滞を回避することに関心が集中している<sup>19)</sup>」と述べた上で、長期的なインフレのトレンドを引き上げるために、インフラ投資などの財政出動、投資を呼び込むための規制緩和など、需要を喚起する政策の必要性を訴えている。また、2016年のジャクソンホール講演(Sims (2016))で注目されたFTPL(物価水準の財政理論)も、長期のインフレ動向を説明する理論の1つといえる。FTPLについては財政出動の提言のみが強調されているが、モデルの前提を修正することで潜在成長率の重要性なども示されており、日本の長期的な低インフレを説明する理論として注目される(木村他(2011)など)。さらに、BISのエコノミストからは、グローバル化や技術進歩などの「リアルファクター」が企業や労働者の価格決定力を弱めているといった新たな見解も示されている(Borio (2017))。

図表13 「長期的」な低インフレを説明する各種理論

| 理論            | 提唱者                              | 内容  | 備考                        |
|---------------|----------------------------------|---|---------------------------|
| 長期停滞論         | Summers (2014)                   | <u>格差拡大等による需要不足(貯蓄過剰)が長期的な低インフレの一因</u>        |                           |
| (参考)供給側の長期停滞論 | Gordon (2012)                    | 生産性低迷の原因は、これまでの産業革命(特に、第2次)による生産性上昇率押し上げ効果の終焉 | これだけでは、低インフレを説明できないとの指摘あり |
| 物価水準の財政理論     | Sims (2016) など                   | <u>財政健全化の計画が低インフレの原因</u> 。処方箋として財政拡張を提案       |                           |
|               | 木村他(2011)                        | <u>潜在成長率の低下を組み合わせることで、日本の長期的な低インフレを説明</u>     | 処方箋は、一義的に定まるわけではない        |
|               | Andrade and Berriel (2016)       | <u>財政拡張は、むしろスタグフレーションになる恐れを指摘</u>             |                           |
| インフレ率の財政理論    | Ljungqvist and Sargent (2012) など | 財政政策のスタンスも、インフレ率の重要な決定要因                      |                           |
| (参考)貨幣数量説     |                                  | マネタリーベースが増えれば、物価も上昇する                         |                           |

(資料) みずほ総合研究所作成

<sup>19)</sup> 原文は次の通り。“Now, instead of being concerned with minor adjustments to stabilize about a given trend, concern is focused on avoiding secular stagnation.”

## (2) 複合的要因が補完し合って低インフレが「ノルム」化

以上の議論からは、日本の長期インフレ期待を引き上げるためには、金融緩和だけでは不十分なことが示唆される。では、長期インフレ期待を引き上げるためにどのような改革が必要だろうか。以下、日本における長期インフレ期待の低迷の根強さを賃上げ率の分布から確認した上で、その背景にある日本の構造的要因と必要な改革の方向性を議論する。

### a. 低インフレに伴って低賃上げがノルム化

長年続いた低インフレによって、賃上げを行わないことが「ノルム（社会規範）」として日本企業に根深く染みついてしまっている。図表14は、賃上げ率の分布の変遷を示したものである。まず、低インフレが定着する以前の期間、つまり2000年以前の分布に着目すると、バブル崩壊後の期間を含めてもおおむね全ての企業がある程度の賃上げ率を保っていたことが分かる。この期間は、多少景気が悪化しても賃上げを行うことがノルムであったと考えられる。しかし、徐々に賃上げ率の分布は下方にシフトしていき、低インフレが定着した2000年以降は一貫して賃上げ率の分布が低位にとどまっている。賃上げを行わず、その代わり物価も引き上げない期間が長らく続き、これが企業・家計のノルムとして定着してしまったのだ。「アベノミクス」後の景気回復局面でもこのノルムに明確な変化は表れていない。

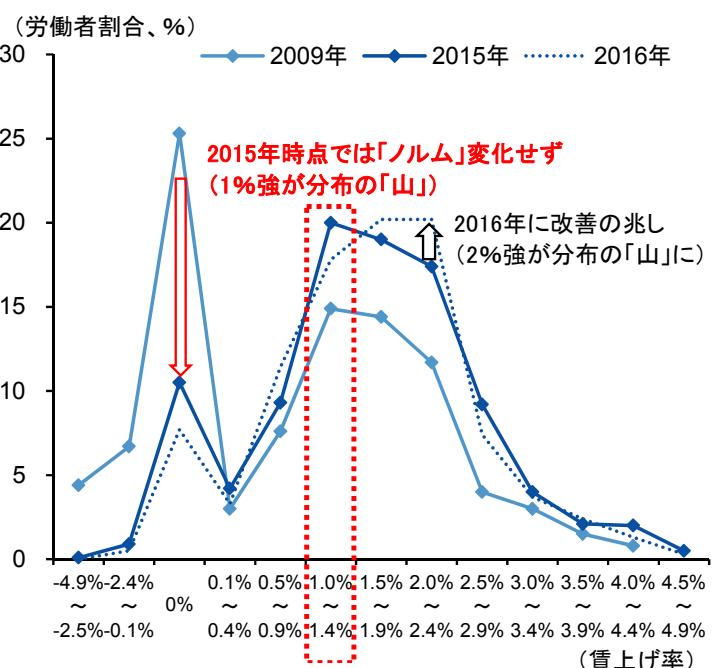
一方で、リーマン・ショック後など大きく景気が落ち込んだ年であっても、賃下げを行う企業は少なかった。この特性は「賃金の下方硬直性」とよばれ、企業が景気悪化時でも労働者のモチベーションダウンを防ぐために賃下げを回避する傾向にあることを示している。しかし、このことが賃上げを

図表14 賃上げ率の分布（長期推移）

|      | (賃上げ率)  |      |          |          |          |          |          |          |        |  |
|------|---------|------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|--------|--|
|      | -0.1%未満 | 0%   | 0.1~0.9% | 1.0~1.9% | 2.0~2.9% | 3.0~3.9% | 4.0~4.9% | 5.0~5.9% | 6.0%以上 |  |
| 1986 | 0.0     | 0.6  | 0.6      | 1.1      | 8.8      | 12.6     | 45.9     | 22.6     | 7.7    |  |
| 1990 | 0.0     | 0.3  | 0.4      | 6.4      | 14.4     | 43.0     | 25.9     | 6.7      | 2.3    |  |
|      | 0.0     | 0.3  | 0.4      | 4.2      | 4.6      | 15.6     | 49.3     | 8.8      | 6.4    |  |
| 1995 | 0.0     | 0.3  | 0.4      | 1.0      | 3.9      | 4.2      | 14.5     | 34.5     | 21.2   |  |
|      | 0.0     | 0.5  | 0.2      | 0.6      | 0.5      | 2.7      | 6.0      | 24.4     | 47.0   |  |
| 2000 | 0.0     | 0.0  | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 7.9      | 11.8     | 35.9   |  |
|      | 0.0     | 4.0  | 1.0      | 1.0      | 3.0      | 3.0      | 39.7     | 34.9     | 15.6   |  |
| 2005 | 0.0     | 2.0  | 1.0      | 1.0      | 3.0      | 3.0      | 34.6     | 6.2      | 24.4   |  |
|      | 0.0     | 2.9  | 2.2      | 11.7     | 46.8     | 32.2     | 3.0      | 0.7      | 0.6    |  |
| 2010 | 0.0     | 4.6  | 2.2      | 10.6     | 46.9     | 33.2     | 2.6      | 0.8      | 0.2    |  |
|      | 0.0     | 7.0  | 5.2      | 16.7     | 52.7     | 16.2     | 1.5      | 0.3      | 0.3    |  |
| 2015 | 0.0     | 11.7 | 6.4      | 27.8     | 46.5     | 3.6      | 1.1      | 0.3      | 0.5    |  |
|      | 2.2     | 10.7 | 7.6      | 35.0     | 39.4     | 3.7      | 0.9      | 0.2      | 0.2    |  |

(注) 1. 全規模(100人以上規模)、全産業ベース。定期昇給を含む。  
2. 表中の値は、賃上げ率の各区分に該当する労働者の割合。  
(資料)厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」より、みずほ総合研究所作成

図表15 中小企業の賃上げ率の分布



(注) 中小企業は100~299人規模。定期昇給を含む。  
(資料)厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」より、みずほ総合研究所作成

しにくくさせている可能性がある。すなわち、一度賃上げの決断をしてしまうと、その後業績が悪化しても賃下げしづらいため、企業は賃上げに対してより慎重になる傾向にあることを意味している（賃金の上方硬直性）。低インフレ環境下で価格転嫁が容易にできず、また、将来の景気悪化を危惧して企業がなかなか賃上げに踏み切れないこともまた悪循環としてノルム化しているのである。

特に中小企業においてこのノルムは根強いとみられる。中小企業における賃上げ率の分布（図表15）の2009年から2015年への変化をみると、リーマン・ショックからの回復に伴い賃上げ率0%（定昇凍結）の企業割合は大きく低下したものの、賃上げの分布の山は1.0～1.4%で変わっていない。2016年は前年よりも人手不足がさらに進んだことで、分布の山が2.0～2.4%と上方シフトしているものの、伸びは未だ緩やかに留まっており、ノルムの根強さを表している。

#### b. 低賃上げ「ノルム」の背景～①複合的要因が補完し合って、低インフレ・低賃上げのノルムを強化

先に挙げたものを含め、日本的雇用慣行や、マクロ経済要因、制度要因など、目下で賃金が伸びない背景には様々な要因がある（図表16）。これらの複合的な要因がお互いに補完し合って、低インフレ・低賃上げのノルムを根強くしている。

図表16 日本の賃金が伸びない要因

| 日本的雇用慣行に関する要因          |  |
|------------------------|--|
| ①終身雇用制度・人材市場の流動性欠乏     | 従業員が解雇されづらい一方で、企業間移動の自由度が小さいため、人員を繋ぎ止めるための賃上げ圧力が弱い   |
| ②内部労働市場の発達             | 企業内異動による労働力の分配機能（＝内部労働市場）が発達し、労働需給の動向が賃金に反映されづらい     |
| ③非正規雇用者の増大             | 賃金水準の低いパート・アルバイトなどの非正規雇用者によって、労働需給を調整                |
| <b>④賃金の上方硬直性</b>       | 賃金を下げづらい（＝賃金の下方硬直性）ことが、賃上げに対する慎重姿勢を強めている可能性          |
| マクロ経済要因                |  |
| <b>⑤デフレ（低インフレ）マインド</b> | 長年続いたデフレにより企業が値上げに動きづらいため、賃上げすると収益が圧迫されることに          |
| ⑥氷河期世代の存在              | 30代後半～40代前半の就職氷河期世代は賃金水準が低く、前の世代と比較すると名目賃金の低下圧力に     |
| ⑦春闘での賃上げ圧力低下           | バブル崩壊後の失われた10年、リーマン・ショック、東日本大震災などを経て春闘におけるベアの圧力が弱体化  |
| 制度要因                   |  |
| ⑧診療報酬制度・介護報酬制度         | 人手不足の特に強い医療・介護において、医療サービスや介護サービスの価格が抑制               |
| ⑨税・保険料負担を意識した就業調整      | 配偶者控除や社会保険料免除のために、パートなどが労働時間を減らし年収を調整（「103・130万円の壁」） |
| グローバル化に関連する要因          |  |
| ⑩外国人労働者の増加             | 賃金水準の低い新興国などからの労働者流入により、賃金水準が低下                      |

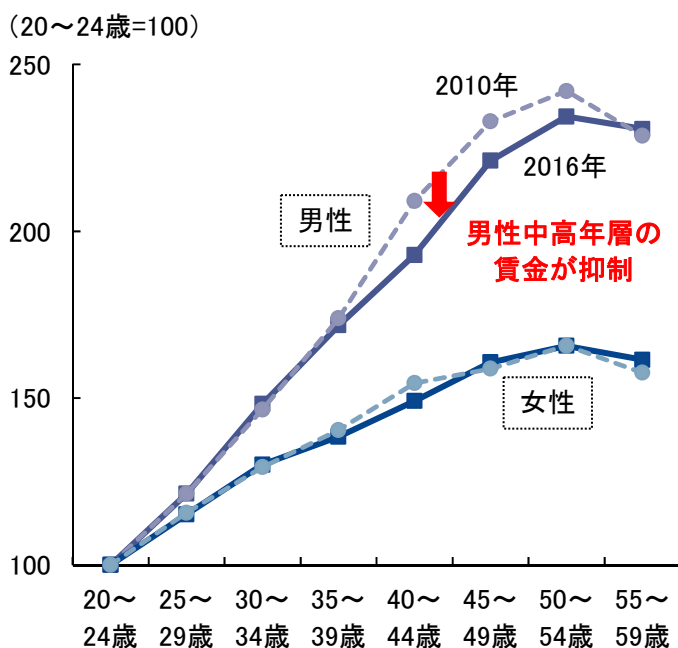
（資料）玄田有史編（2017）『人手不足なのになぜ賃金が上がらないのか』を基に、みずほ総合研究所作成

例えば、終身雇用制度・人材市場の流動性欠乏（図表16の①）により、社外から労働力を調達するのが困難であるため、社内で労働需給を調整する内部労働市場が発達した（②）。それでもなお労働力が不足している場合は非正規雇用者の増大（③）によって人員を補充するといった対応も賃金の重石となる。このとき、非正規雇用者がパート・アルバイトの場合は、税・保険料負担を意識した就業調整の要因（⑨）も重石として加わる。さらに、今後は少子高齢化による生産年齢人口の減少や、グローバル化を背景に、新興国など賃金水準が低い国からの外国人労働者の増加（⑩）も賃金の下押し圧力を強める可能性があるだろう。

### c. 低賃上げ「ノルム」の背景～②男性の働き盛りの世代の賃金上昇ペースが鈍化

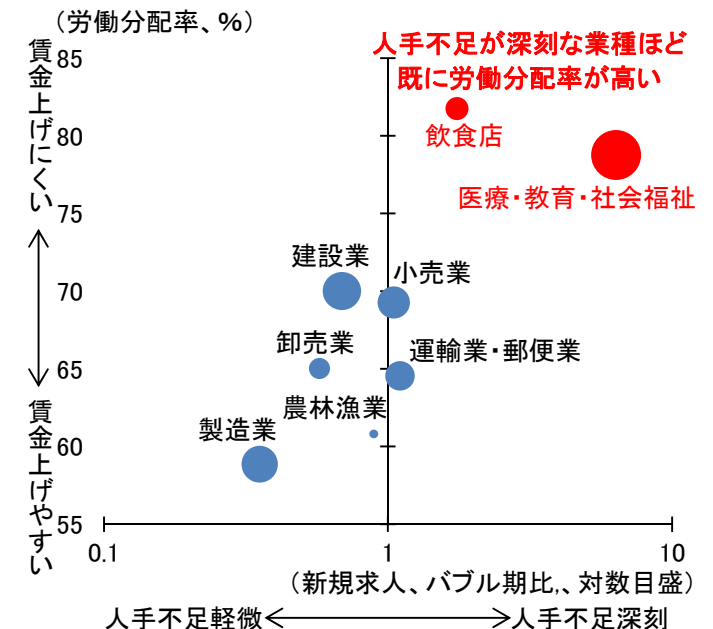
高齢化に伴う構造変化も人手不足下で賃金が伸びにくい要因である。図表17は、労働者の年齢構成の変化に伴う賃金カーブのシフトである。一般労働者について20～24歳の水準を100とした際の、年齢ごとの給与をプロットしたものである。男女ともに、20代前半から年齢が上がるにつれて賃金も上昇し、ある年代をピークに下落していくというカーブが描かれる。2006年から2016年への10年間の変化について、まず男性のカーブを見ると、賃金の上昇ペースが鈍化していることが分かる（賃金カーブのフラット化）。特に、働き盛りで最も生産性が高いと考えられている30代後半から40代前半にかけての給与の減少が著しい。これは、この世代がいわゆる就職氷河期世代でもととの給与水準が低いことに加えて、2006年4月に改正高齢者雇用安定法が施行され、65歳までの雇用延長が義務化されたことも影響しているとみられる。すなわち、高齢者の人件費を捻出するため、企業がほかの世代

図表17 男女別賃金カーブの推移



(注) 20～24歳の所定内給与を100とした指数。実線は2016年、点線は2010年の値。  
 (資料) 総務省「賃金構造基本調査」より、みずほ総合研究所作成

図表18 産業別の新規求人数（バブル期比）と労働分配率



(注) 産業分類変更による業種区分の変化をみずほ総合研究所にて調整。円の大きさは、産業全体に占める2013年～2016年の平均新規求人数の割合を表す。  
 (資料) 厚生労働省「一般職業紹介状況」、財務省「法人企業統計季報」より、みずほ総合研究所作成

の労働者の賃金上昇ペースを緩やかにすることにより、全体の人件費増大を抑制したと考えられる。女性については、賃金カーブのピークが40代前半から50代後半にシフトしており、水準も高くなっている。女性の社会進出に伴う雇用延長や待遇改善を反映した変化が見て取れる。しかし、労働者数の比率では男性の方が高いため、男性の賃金上昇鈍化が全体の賃金を下押しする圧力が大きい。また、女性の方が依然として賃金水準が低いため、女性の割合が高まると全体の賃金は下押しされる。以上をまとめると、終身雇用・年功序列賃金という従来の日本的雇用環境に加え、高齢化・女性の社会進出により、全体の賃金の伸びが緩やかなものに留まっている状況だ。

#### d. 低賃上げ「ノルム」の背景～③人手不足が深刻な業種はすでに労働分配率が高い

需給がひっ迫している業種ほど、構造的に労働分配率が高く、賃上げ余力が乏しい傾向にあることも見逃せない。図表 18 は、バブル期（1987年～1990年平均）からアベノミクス期（2013年～2016年平均）の新規求人数の伸び率（横軸）と、アベノミクス期の労働分配率（縦軸、付加価値に占める人件費の割合）を産業別にプロットしたもので、円の大きさは産業全体に占める新規求人数のシェアを表している。この図をみると、バブル期と比較して求人数が多い飲食や、医療・教育・社会福祉（介護など）は、すでに労働分配率が高い水準にあり、人件費の負担が大きいことを示している。こういった産業では、分母の付加価値を引き上げない限り、人手不足解消のための大幅な賃上げには踏み切りにくい状況だ。販売価格に転化できれば良いが、飲食や教育は参入障壁が低く、過当競争になりがちであるため、値上げは顧客離れを招く恐れがある。また、医療や社会福祉（介護など）は、診療報酬制度・介護報酬制度などによりサービス価格が抑制されており、賃金が上げづらい状況である。

#### e. 低賃上げ「ノルム」を払拭する構造改革の方向性

以上の分析から、日本で低水準の賃上げ「ノルム」が定着したのは、高齢化に伴う構造変化に日本の各種制度が対応できていないことが主因の一つであると考えられる。高齢者の人件費を捻出するため、企業が中高年層の労働者の賃金を抑えていることや、人手不足の特に強い医療・介護において、医療サービスや介護サービスの価格が抑制されている点などは、その顕著な例だ。

こうした問題に対応するためには、まず、日本型雇用システムのマイナス面を見直していく必要がある。よく主張されるように、日本的な「メンバーシップ型雇用」から海外で一般的な「ジョブ型雇用」への移行を促し<sup>20</sup>、仕事の役割に応じた給与（職務給）の割合を高めていくことが、大きな方向性であろう。この過程では、賃金カーブのピークに位置する中高年層の賃金抑制が続くことは避けられないが<sup>21</sup>、その一方で、「同一労働同一賃金」の徹底などから、非正規労働者などの賃金改善が期待される。

ただし、日本型雇用にもプラスの面がある。近年縮小しているとはいえ「新卒一括採用」によって

<sup>20</sup> 「ジョブ型雇用」とは、職務、労働時間、勤務地が原則限定された雇用形態で、欠員補充によって就職し、職務消滅が正当な解雇理由になるという特徴がある。一方、「メンバーシップ型雇用」とは、職務、労働時間、勤務地が原則無限定の雇用形態で、新卒一括採用によって入社し、社内に配転可能である限り解雇が正当とされにくいという特徴がある（濱口（2014）を参考）。

<sup>21</sup> 「年功序列賃金」によって役割に比べて高い給与を受け取っていた中高年層の賃金が、引き下げられる方向性となる。一方、重要な役割を果たしている中高年の賃金は引き上げられるべきである。日本の役職者は海外よりも給与が低いと指摘されており、人材獲得などの上で問題視されている（2017年8月27日「日本経済新聞」）。

若年層の失業率が低く抑えられている点は、英米などの欧米諸国がグローバリゼーションによる雇用喪失に苦しんでいることと比べると、日本型雇用の良さが表れていると評価できるだろう。また、「ジョブ型雇用」の問題点として、担当する職務内容が硬直化することで、技術革新によって新たに生まれるタスクに対応できなくなる点が挙げられる。今後、第4次産業革命によって人の果たす役割が急速に変化すれば、職務内容の硬直性は深刻な問題となり得るだろう。したがって、日本としては、海外で一般的な「ジョブ型雇用」を単純に取り入れるのではなく、若年層が享受している「メンバーシップ型雇用」のプラス面を残しつつ、「ジョブ型雇用」にみられる職務内容の硬直性などの欠点を克服するような方向で、雇用改革を進めなければならないだろう。

また、医療・介護などの社会保障制度の改革も求められよう。人手確保に必要な賃上げの原資を確保できるように、2～3年に1度となっている介護・診療報酬の改定について、人件費に相当する部分は、労働市場の情勢に応じて機動的に変更できるようにすべきだろう。長期的には、介護・健康保険の財政負担を抑えるために、介護・医療従事者にしわ寄せがきているという構図を是正するため、消費増税を含めて、公的介護・医療保険による負担をいかに分配するかを、真剣に考えなければならない。

## 5. 今後の展望と課題～高齢化に伴う需給変化に対応できる社会制度改革が必要

本稿では、人手不足でも賃金が上がらない理由について、名目賃金を構成する①労働分配率、②労働生産性、③長期インフレ期待のという3要因に分けて検討してきた。その結果をもとに、今後の賃金動向について展望すると、株主分配姿勢の重視は続くことが予想されるため、①労働分配率の引き上げを通じた賃金上昇は見込みがたいだろう。特に、日本では、米独に比べて株主への分配比率が依然低いと、コーポレートガバナンス改革の流れの中で、労働分配率の引き上げは困難だ。

そうだとすると、今後の賃金上昇は、②労働生産性の上昇と③長期インフレ期待の引き上げ次第といえる。このうち、②労働生産性の上昇については、一部の先端企業が主導している第4次産業革命の成果を、いかに他の企業へスピルオーバーさせていくかがカギを握るだろう。そのためには、教育改革による人材育成の強化や産業の新陳代謝を促す政策などが求められる。また、③長期インフレ期待の引き上げは、インフレ目標設定や政策金利操作などの金融政策だけでは困難であり、高齢化に伴う需給変化に対応した賃金・価格設定が可能となるような雇用制度、社会保障制度の見直しが不可欠である。

## [参考文献]

- 木村武・嶋谷毅・桜健一・西田寛彰 (2011) 「マネーと成長期待：物価の変動メカニズムを巡って」  
(日本銀行金融所『金融研究』第30巻3号、pp. 145-166)  
(<https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/kk30-3-5.pdf>)
- 玄田有史編 (2017) 『人手不足なのに賃金がなぜ上がらないのか』慶應義塾大学出版会
- 小池和男 (1994) 『日本の雇用システム—その普遍性と強み』東洋経済新報社
- 高橋伸夫 (2004) 『虚妄の成果主義—日本的年功制復活のススメ』日経BP社
- 田村優衣 (2017) 「今月のキーワード『ギグエコノミー』」 (みずほ総合研究所『みずほリサーチ』  
2017年10月号)  
(<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/research/r171001.pdf>)
- 内閣官房日本経済再生本部未来投資会議(2017)『未来投資戦略2017—Society 5.0 の実現に向けた改革—』(平成29年6月9日)  
([http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/miraitousi2017\\_t.pdf](http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/miraitousi2017_t.pdf))
- 濱口桂一郎 (2014) 「雇用改革の課題」 (2014年度第3回みずほ総研コンファレンス、平成26年7月3  
日) ([https://www.mizuho-ri.co.jp/event/conference/pdf/hamaguchi\\_140703announce.pdf](https://www.mizuho-ri.co.jp/event/conference/pdf/hamaguchi_140703announce.pdf))
- Ahmad, Nadim and Paul Schreyer (2016), “Measuring GDP in a Digitalised Economy,” *OECD Statistics Working Papers*, Jul 2016  
<http://dx.doi.org/10.1787/5j1lwqd81d09r-en>
- Amano, Robert, Steve Ambler and Nooman Rebei (2007), “The Macroeconomic Effects of Non-Zero Trend Inflation,” *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(7), 1821-1838  
<http://dx.doi.org/10.1111/j.1538-4616.2007.00088.x>
- Andrade, Moises S. and Tiago C. Berriel (2016), “Is there an Output Free Lunch for Fiscal Inflationary Policies?,” *Textos para discussão*, 650, Department of Economics PUC-Rio  
<http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/td650.pdf>
- Andrews, Dan, Chiara Criscuolo and Peter N. Gal (2016), “The Global Productivity Slowdown, Technology Divergence and Public Policy: a Firm Level Perspective,” *Brookings Hutchins Center Working Paper*, 24  
[https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/09/wp24\\_andrews-et-al\\_final.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/09/wp24_andrews-et-al_final.pdf)
- Borio, Claudio (2017) , “Through The looking glass,” At the OMFIF City Lecture, London  
<https://www.bis.org/speeches/sp170922.pdf>
- Brynjolfsson, Erik and Andrew McAfee (2011), *The Race Against the Machine: How the Digital Revolution is Accelerating Innovation, Driving Productivity, and Irreversibly Transforming Employment and the Economy*, Digital Frontier Press



- Cogley, Timothy and Argia M. Sbordone (2008), “Trend Inflation, Indexation, and Inflation Persistence in the New Keynesian Phillips Curve,” *The American Economic Review*, 98 (5) , 2101–2126  
<http://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.98.5.2101>
- Clark, Todd E. and Troy Davig (2008), “An Empirical Assessment of the Relationships among Inflation and Short- and Long-term Expectations,” *The Federal Reserve Bank of Kansas City Research Working Papers*, RWP 08–05  
<https://www.kansascityfed.org/publicat/reswkpap/pdf/rwp08-05.pdf>
- Gordon, Robert J. (2012), “Is US economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds,” *CEPR Policy Insight*, 63  
[http://cepr.org/sites/default/files/policy\\_insights/PolicyInsight63.pdf](http://cepr.org/sites/default/files/policy_insights/PolicyInsight63.pdf)
- Gordon, Robert J. (2015), “Secular Stagnation: A Supply-Side View,” *American Economic Review*, 105 (5) , 54–59  
<http://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.p20151102>
- IMF (2017), “Understanding the Downward Trend in Labor Income Shares,” *World Economic Outlook*, April 2017, 121–172  
<http://www.imf.org/~media/Files/Publications/WEO/2017/April/pdf/c3.ashx>
- Johansson, Åsa et al. (2013), “Long-term Growth Scenarios,” *OECD Economics Department Working Papers*, 1000  
<http://dx.doi.org/10.1787/5k4ddxpr2fmr-en>
- Heirinchs, Katrin (2014), “Positive Trend Inflation in the New Keynesian Model: an analysis considering different forms of state-dependent price-setting frequency and different versions of the Taylor rule,” Sudwestdeutscher Verlag Fur Hochschulschriften AG  
<http://d-nb.info/1063672031/34>
- Ljungqvist, Lars and Thomas J. Sargent (2012), *Recursive Macroeconomic Theory*, MIT press
- Mokyr, Joel (2014), “What Today’s Economic Gloomers Are Missing,” *Wall Street Journal*, Aug 8, 2014  
<http://www.wsj.com/articles/joel-mokyr-what-todays-economic-gloomers-are-missing-1407536487>
- Sims, Christopher A. (2016), “Fiscal Policy, Monetary Policy and Central Bank Independence,” Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future: A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City  
<http://simak-unwiku.ac.id/files/econsymposium-sims-paper.pdf>
- Summers, Lawrence H. (2014), “US Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound,” *Business Economics*, 49(2), 65–73

<https://doi.org/10.1057/be.2014.13>

Summers, Lawrence H. (2016), “The Age of Secular Stagnation,” *Foreign Affairs*, March/April 2016

<https://www.foreignaffairs.com/articles/united-states/2016-02-15/age-secular-stagnation>

Yellen, Janet L. (2015), “Inflation Dynamics and Monetary Policy,” At the Philip Gamble Memorial Lecture, University of Massachusetts

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20150924a.htm>

Woodford, Michael (1995), “Price-Level Determinacy without Control of a Monetary Aggregate,” *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 43, 1-46

[https://doi.org/10.1016/0167-2231\(95\)90033-0](https://doi.org/10.1016/0167-2231(95)90033-0)