

# インフレ・人手不足下の日本経済： 問われる新時代への適応力

講師 野村證券株式会社 経済調査部 チーフエコノミスト  
森田 京平 氏

## はじめに

日本経済は、インフレと人手不足という困難な状況に直面しています。人手不足について言えば、決して景気が強いから生じているのではなく、より構造的な問題なのです。こういう国は、過去に遡ってみても、他国に参考事例はありません。

このような難しい環境の中で、日本経済は新時代にどう適応すればよいのでしょうか。それを考えるためには、日本独自の方法を編み出すことが必要になります。

## 1. インフレについて

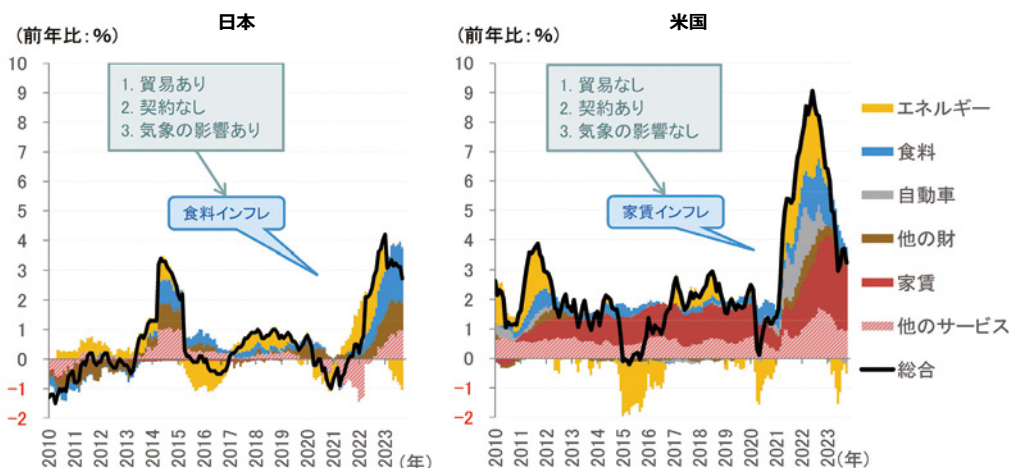
足もとのインフレの状況を日米で比較してみましょう【図表1】。一般にインフレを分析する際の着目点は、①インフレのスピード、②インフレの持続性・粘着性、③インフレの品目分布です。スピードについては、日本の消費者物価上昇率は、前年

比3%前後。直近では米国も3%前後です。したがって、スピードは日米で類似しています。

次に品目分布をみてみましょう。日本については、「食料」による寄与が最も大きく、次いで「他の（家賃を除く）サービス」となっています。これに対して米国では、「家賃」の寄与が最も大きく、次いで「他のサービス」となっています。日本は「食料インフレ」、米国は「家賃インフレ」と名付けることができます。

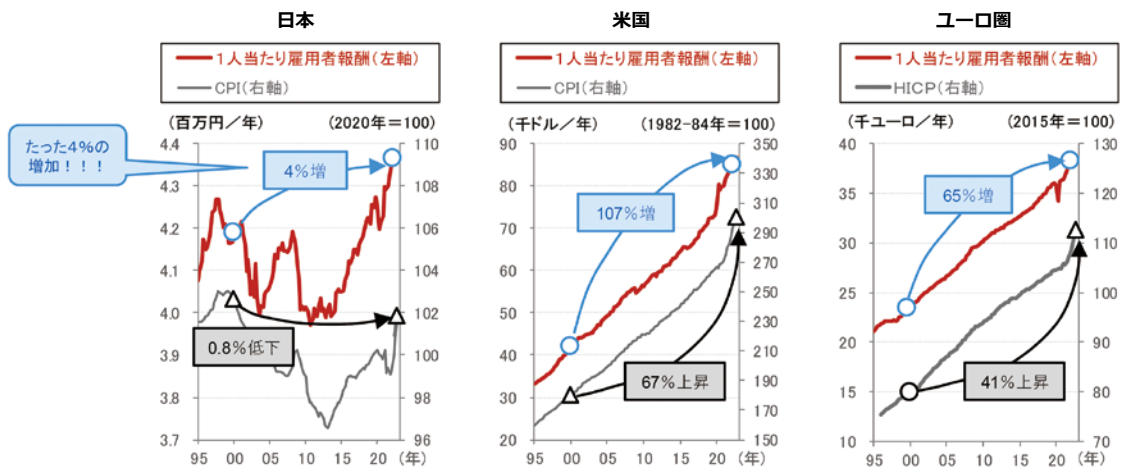
ここで着目したいのは、食料の多くを輸入に頼っている日本では、今回のインフレの原因が海外要因だということです。したがって為替レートの影響も受けることになります。それに対して、家賃は米国内の取引ですから、原因は米国の国内経済にあり、為替レートの影響は強くありません。このように、足もとのインフレは、日本と米国では全く違った性格のものなのです。

図表1：日米の消費者物価指数



出所：総務省、米労働省労働統計局（BLS）より野村作成

図表 2：日米欧の 1 人当たり雇用者報酬と物価



出所：内閣府、総務省、米経済分析局（BEA）、米労働統計局（BLS）、欧州連合統計局（Eurostat）より野村作成

次に、長期的な視点で、賃金と物価の状況を振り返ってみましょう【図表 2】。直近 2022 年の水準を 2000 年と比較すると、米国では、1 人当たり雇用者報酬—すなわち給料は、約 2 倍になりました。この間の消費者物価の上昇率は 67% です。また、ユーロ圏でも、同期間に給料は 65% 増、物価は 41% の上昇となっています。

これに対して日本は、同期間に給料はたったの 4% しか増えておらず、物価は 0.8% の低下となっています。こういう経済の状況は、米欧諸国からみれば極めて奇異に映ります。経済にショックが起きればすぐに壊れてしまいます。機械に例えれば、潤滑油が入っていない状態ということです。

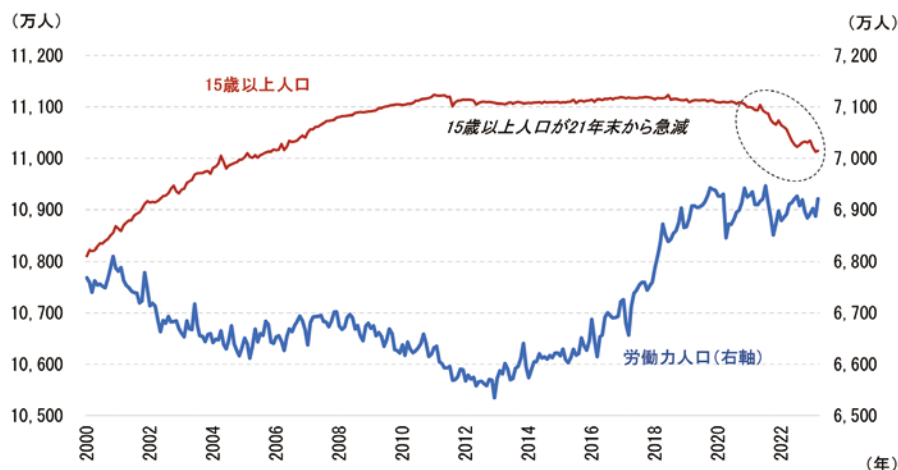
賃金・物価は同時に上昇するのが良いのか、横

這いで動かないのが良いのかという議論は、立場によって微妙ではありますが、私は、ショックへの耐性という意味も込めて、米欧諸国のような賃金と物価が同時に上がる、つまり機械にちゃんと潤滑油が入っている状態が望ましいと考えています。

## 2. 人手不足について

日本が人口減少時代に突入したことで、長年にわたって、日本経済における人手不足の問題が取り沙汰されています。潜在的な労働力プールである 15 歳以上人口の推移をみると、2010 年頃から頭打ちとなりましたが、この間、労働力人口は、女性と高齢者の労働参加率の上昇によって急ピッチで増加していました【図表 3】。このことから、

図表 3：労働力人口と 15 歳以上人口の推移



出所：総務省資料より野村作成



### 講師 プロフィール

野村證券株式会社のチーフエコノミストとして、日本経済を中心に主要国・地域のマクロ経済分析を担当。特に金融政策の分析に強みを持ち、同分野で博士論文を執筆、2018年に九州大学より博士号（経済学）を取得。1994年の野村総合研究所入社以来、一貫してマクロ経済の分析・予測を担当。パークレイズ証券およびクレディ・アグリコル証券にて計14年、チーフエコノミストを務めた後、2022年、野村證券に入社、現在に至る。

- 1994年4月 株式会社野村総合研究所 エコノミスト
- 2001年4月 野村総合研究所ヨーロッパ（英国）エコノミスト
- 2004年4月 野村證券株式会社 経済調査部 シニアエコノミスト
- 2008年4月 パークレイズ証券株式会社 チーフエコノミスト
- 2017年4月 クレディ・アグリコル証券会社 チーフエコノミスト
- 2022年7月 野村證券株式会社 経済調査部マネージングディレクター／チーフエコノミスト

企業も国民も、人手不足の問題はたいしたことはない、何とかなんと油断してしまったのです。

しかしながら、2年前頃から環境は激変しています。15歳以上人口は、21年末以降、横這いから急速な減少に転じました。また、労働者人口も、女性・高齢者の労働参加率が頭打ちとなったことで、急増から横這いに転じています。つまり、人手不足問題は、最近になって急激に深刻化しているのです。長年言われてきた人手不足の問題は、実は非常に新しいテーマなのだということです。

### 3. 共鳴する5つの目覚まし時計

さて、日本はこれからどうなるのでしょうか。私は、5つの目覚まし時計が同時に鳴り出し、日

本が目覚めることを期待しています【図表4】。

5つの目覚まし時計のうち、1. 2021年以降の15歳以上人口の急減、2. 女性・高齢者を中心とする新たな労働供給余地の低下、3. 事業承継プレッシャーの拡大は、人口動態—すなわち少子高齢化、人口減少という構造変化を源流とする、いわば痛みの問題です。4. PBR1倍割れ企業に対する東京証券取引所による改善策の要請、5. 新しいNISAの導入や持ち合いの解消を通じた企業のモニタリング主体（個人を中心とした投資家層）の拡大は、市場—とりわけ株式市場からの圧力を源流とするものです。

これら5つの目覚まし時計が同時に鳴り響く中、今、目覚めなければ、その後のコストが大きくなるという危機感・切迫感をもって、直面する課題に前向きに取り組んでいく必要があります。日本経済が30年の眠りから覚めるチャンスが来ているのです。

## 4. 最近における3つの変化

最近に至って、30年の眠りから覚める新たな流れも徐々に現れてきました。次の3つの変化が重要と考えています。

### (1)賃金の上昇

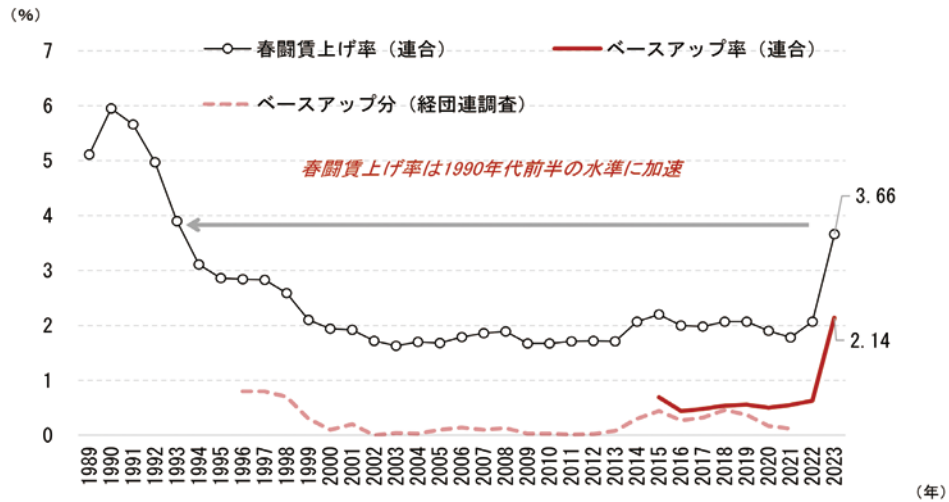
第1は賃金の上昇です。2023年の春闘賃上げ率（定期昇給を含む）は3.6%と、1990年代前半

図表4：5つの目覚まし時計

| 2つの構造変化の源流                   | 5つの目覚まし時計                                     |
|------------------------------|---|
| 人口動態<br>1. (少子高齢化)<br>(人口減少) | 1. 2021年以降の15歳以上人口の急減                         |
|                              | 2. 女性、高齢者を中心とする新たな労働供給余地の低下                   |
|                              | 3. 事業承継のプレッシャー拡大                              |
| 2. 市場からの圧力                   | 4. PBR<1倍の企業に対する東京証券取引所による改善策の要請              |
|                              | 5. 新しいNISAの導入や持ち合いの解消を通じた企業のモニタリング主体(投資家層)の拡大 |

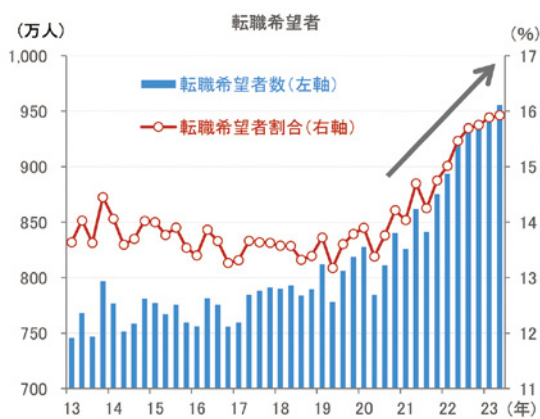
出所：野村作成

図表 5：賃上げ率の時系列推移

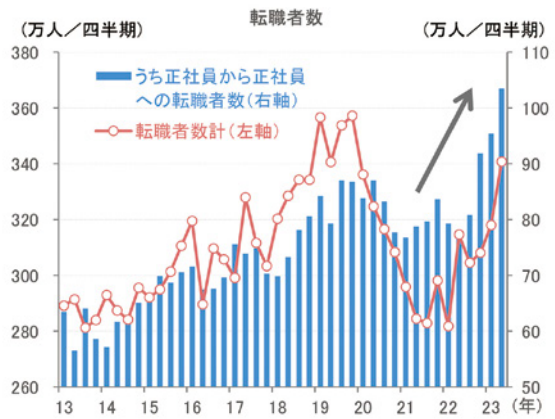


出所：日本労働組合総連合会、日本経済団体連合会資料より野村作成

図表 6：転職希望者数および転職者数の推移



出所：総務省資料より野村作成



出所：総務省資料より野村作成

以来、約 30 年ぶりの水準に高まりました【図表 5】。「失われた 30 年」ではみられなかった、明らかに異質な変化が見られます。

### (2)労働市場の流動性向上

第 2 は、長く待たれていた労働市場の流動性向上です。転職希望者は 1,000 万人に迫っており、日本の雇用者の 6 人に 1 人が転職を希望するようになりました【図表 6】。また、実際の転職者数をもても、正社員から正社員への転職者数は四半期ごとに 100 万人の規模に達しています。

### (3)ソフトウェア投資の急伸

日銀短観の 2023 年度設備投資計画には、一つ





の異変がありました【図表7】。それは、2023年3月調査短観において、2023年度の中小企業の設備投資計画が前年度比プラスでスタートしたということです。企業は、業績や経済環境の強弱に関係なく、省力化やデジタル化などの投資をしなくてはならないという大きな意識の変化を見てとれます。経済産業省の資料などからも、受注ソフトウェア販売額がコロナ下で大幅に増加していることが分かります。

## 5. 今後の望ましいシナリオ

それでは、もう少し長いスパンで、日本経済はどのように変わっていく可能性があるのでしょうか。

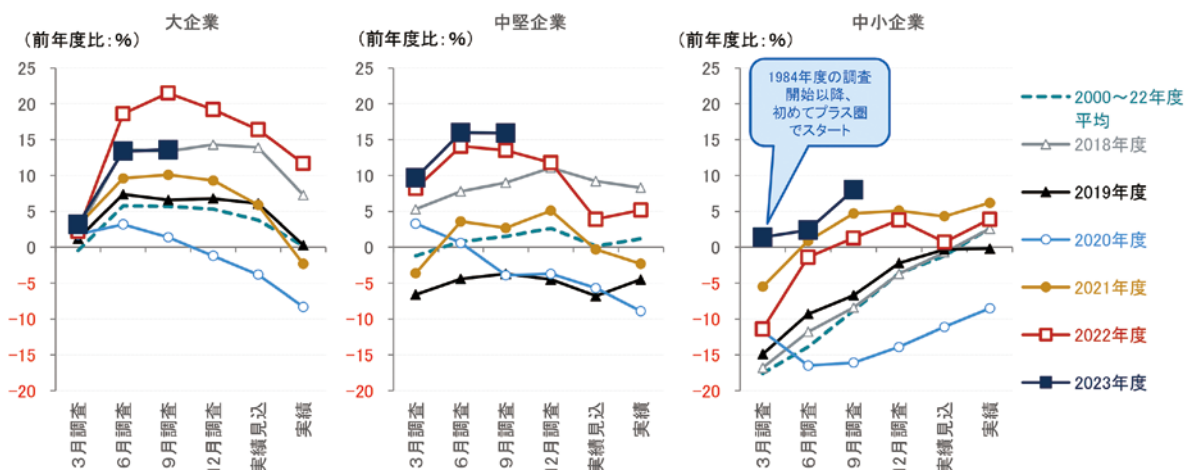
私が期待を寄せているのは、次の3点です。

### (1) 賃金・物価の好循環

「賃金と物価の好循環」というフレーズを、いちばん使っているのは日銀です。ここで注意したいのは、ただ賃金と物価がそれぞれ上昇するだけではダメだということです。大切なことは、賃金の上昇が物価の上昇に、また物価の上昇が賃金の上昇にと、双方向で互いに影響し合うこと。それが「好循環」の意味するところなのです。

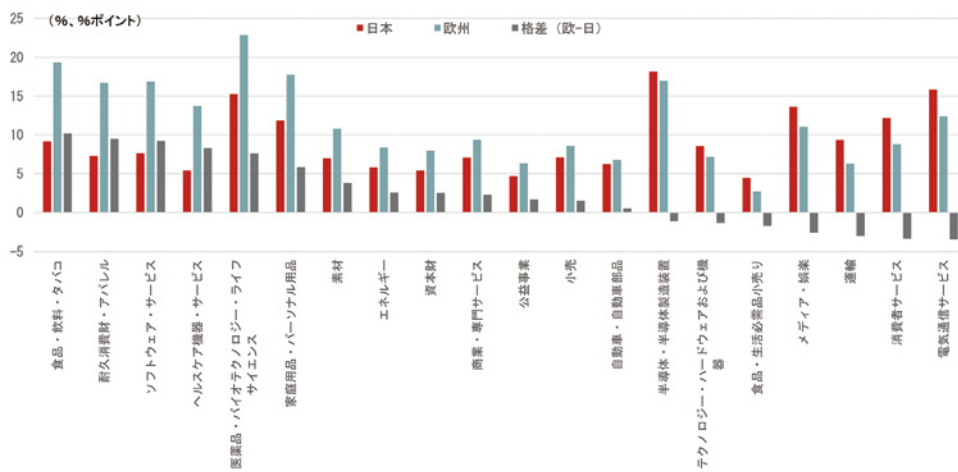
現状をみると、物価の上昇が労働分配という形で賃金の上昇につながるルートは強くなってきました。その一方で、賃金の上昇が、個人消費の増加を通じて物価の上昇をもたらすルートは、まだ太く

図表7：日銀短観の設備投資計画



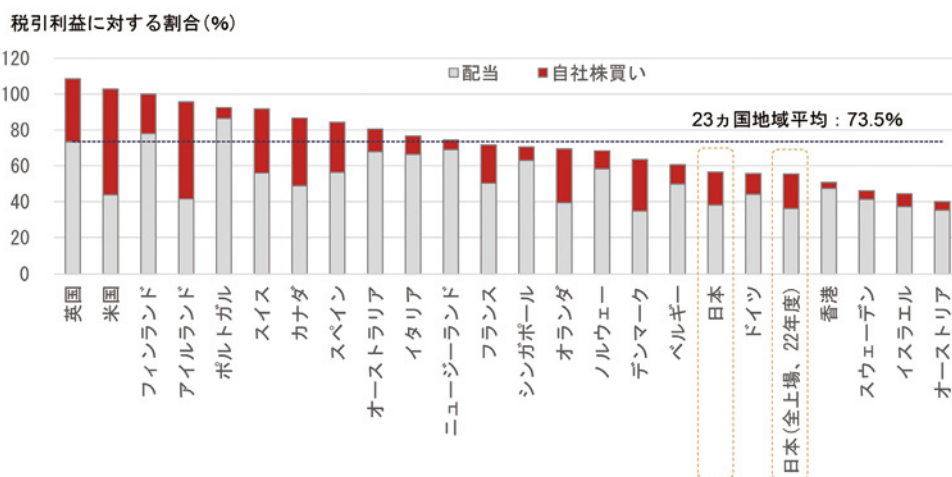
出所：日本銀行『短観（全国企業短期経済観測調査）』より野村作成

図表 8：OP マージン（売上高営業利益率）の日欧格差（2017-21 年の中央値）



出所：Bloomberg より野村作成

図表 9：総還元性向の国際比較



出所：FactSet、各社開示資料より野村作成

なっていません。こうした現状ですので、マイナス金利の撤廃を急ぐ必要はないと考えています。

## (2) 値上げカルチャーの定着と企業利益拡大

業種別の売上高営業利益率を、日本と欧州とで比較してみましょう【図表 8】。これをみると、食品・飲料・タバコ、耐久消費財・アパレル、ソフトウェア・サービスなどでは、日本の利益率は欧州と比べて低く、逆に言えば、「値上げカルチャー浸透」による追い上げ余地が大きい可能性があります。また、メディア・娯楽、運輸など、利益率が欧州より高い業種も結構ありますが、これら業種についてもデフレ脱却後はさらに上がることが期待されます。

## (3) 株主還元加速

上場企業による株主還元が積極化することも期待されます。総還元性向（（配当＋自社株買い）／純利益）を国際比較してみましょう【図表 9】。これをみると、日本は先進国平均よりも低い位置にあります。今後ますます国境のない投資行動が活発化する中で、還元率が見劣りするままでは済まなくなります。企業は、株主還元を今後加速する方向に進むことでしょう。

※文責：ぶぎん地域経済研究所

日時：2023 年 12 月 1 日（金） 15：00～16：30  
会場：武蔵野銀行本店 4 階大会議室