

「5%賃上げ」後の賃上げ余力 労働分配率の先行きについて考える

調査部 経済調査チーム
主席エコノミスト

河田 皓史
080-2074-8973

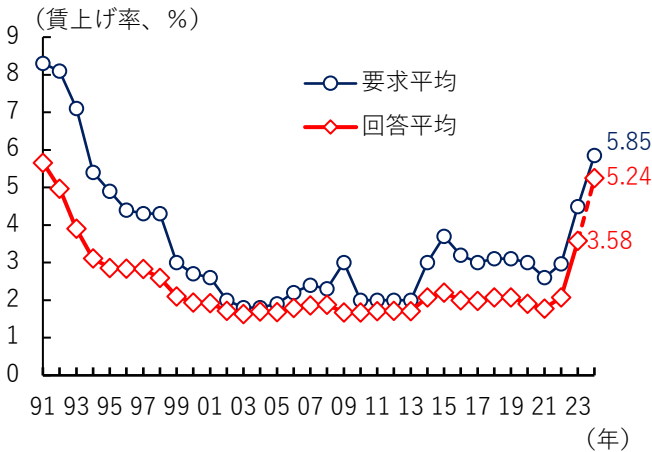
hiroshi.kawata@mizuho-rt.co.jp

- 2024年の賃上げ率は予想以上の強い結果となった。今後は物価やインフレ予想の動向に焦点が移ると見込まれるが、その先には「2025年の賃上げ率」がどうなるかという論点も控えている
- 企業の「賃上げ余力」を占う上では労働分配率をみるのが有益。価格転嫁や生産性向上が順調に進むことを仮定しても「5%賃上げ」は継続困難で、2025年の賃上げ率は減速する可能性が高い
- 賃上げ余力としての労働分配率の先行きを占う上では、①4月以降の物価と②2024年度の企業収益を併せ見ることが重要となる

1. 事前予想を大幅に上回った賃上げ率。2025年以降の「持続可能性」が次の論点

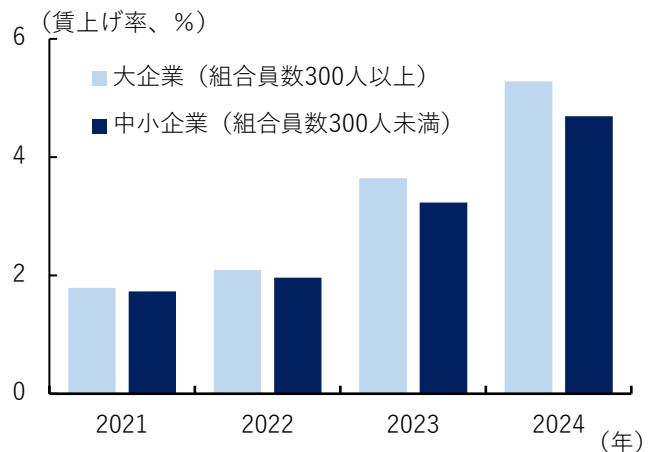
本年の春闘賃上げ率は驚くほど強い結果となった。連合による第3回集計値(4月4日公表)によると、定昇込み賃上げ率は+5.24%と前年同時期(+3.70%)を大幅に上回っており、連合構成組合の要求水準(5.85%)に近い結果となっている(図表1)。大企業と中小企業の格差は収益動向を反映して大きくなったが、それでも中小企業(組合員数300人未満)の賃上げ率は+4.69%と前年同時期(+3.42%)を明確に上回っており、裾野の広がりという点でも予想以上であった(図表2)。連合の集計値は、7月の最終集計にかけて中小企業の集計が進む中で少しずつ下方改定されていくとみられるが、それでも「前年を大幅に上回る賃上げ率」という大局的なイメージは崩れないだろう(だからこそ、日銀も

図表1 春闘賃上げ率(連合の集計値)



(注) 回答の2024年は第3回集計、それ以外は最終集計
(出所) 連合より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表2 企業規模別の賃上げ率



(注) 2024年は第3回集計、それ以外は最終集計
(出所) 連合より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

3月時点でマイナス金利解除に踏み切れたのである)。

こうした高水準の賃上げは、家計の所得環境を好転させることに加えて、消費者マインドの改善という経路も通じて個人消費を下支えする効果を持つと想定される。したがって、これまで弱い動きが続いてきた個人消費についても、春先以降は浮揚感が出てくることが見込まれ、全体として個人消費を中心とする国内民需は1~3月期をボトムに持ち直していく可能性が高くなった。

先行きの日銀の利上げペース(あるいはターミナルレート)を占う上では、河田(2024a)で指摘した通り、インフレ予想が重要な変数になると筆者は考えているが、来年(2025年)の賃上げがどうなるかも1つの注目ポイントになるだろう。2025年の賃上げの前提となる、2024年度の景気・物価を見通すと、インフレ率(コアCPI)は、エネルギーがプラス寄与に転じることから引き続き2%をはっきりと上回る伸び率での推移が見込まれるほか、人手不足感も高止まりする可能性が高く、景気が急激に悪化するような外発的事象が起きない限り、全体として「賃上げ圧力」は高水準のまま推移するはずである。そうした中、ポイントは企業の「賃上げ余力」がどうなるかだろう。「賃上げ余力」を表す指標としては、人件費を付加価値額(営業利益+減価償却費+人件費)で割った「労働分配率」が一般的である¹。

今回実現しつつある高水準の賃上げは、直接的に人件費の増加要因となるため、少なくとも短期的には労働分配率の上昇要因となる。営業利益の増強により付加価値額を人件費以上に増やすことができなければ、こうした労働分配率の上昇は、そのまま2025年以降の賃上げ余力が縮小することを意味する。すなわち、「今回の賃上げで直接的に労働分配率がどの程度上昇するか」という「一次効果」と、「賃上げによるコスト増加の価格転嫁ならびに生産性向上で労働分配率がどの程度低下するか」という「二次効果」の綱引きで、賃上げ余力が決まることになる。以降では、この点について企業収益データを用いて検討する。

2. 「5%賃上げ」を2025年以降も継続することは困難

まず、「一次効果」(=賃上げによる人件費増加分)のみを勘案した労働分配率(法人企業統計、全産業全規模ベース)をみてみよう²。仮に、大幅な売上高の増加や付加価値率の向上を伴わずに「5%賃上げ」が来年以降も続くとすれば、2026年度にかけて労働分配率は大幅に上昇する格好となる(図表3)。出発点となる2023年度の労働分配率が歴史的な低水準であるため、2024年度の分配率はそれほど高くない³ものの、2024年と同じペースでの賃上げが続けば、2025年度以降はかなり高い水準となる。景気後退期も含めればこうした水準は珍しくないが、近年の景気拡張期でここまで上昇したことはない。企業規模別にみると、大企業の水準はそれほど高くないが、中小企業はコロナ・ショックが直撃した2020年度を上回る水準まで上昇する形となり、5%賃上げを継続するハードルはかなり高いように見える(図表4)。

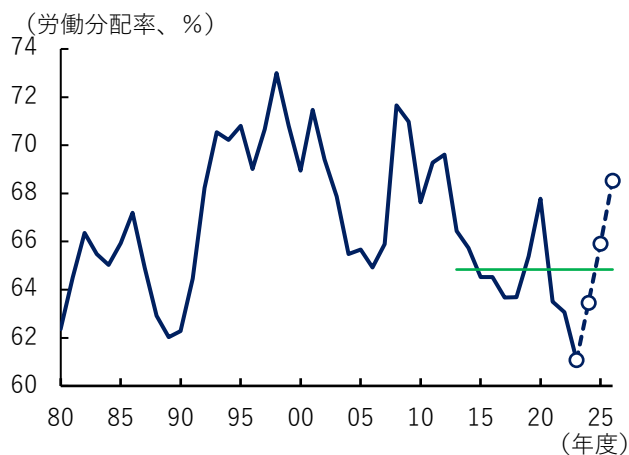
次に、「二次効果」まで勘案した労働分配率をみてみよう。①価格転嫁と②生産性向上のそれぞれについて代替的なシナリオを想定し、労働分配率の先行きをシミュレーションする。まず、①価格転嫁が進む場合である。具体的には、一次効果のみを考えた場合と比べ、GDPデフレーター伸び率が+1%pt上振れる程度にマークアップ率(投入価格に対する産出価格の比率)が高くなることを想定する。この場合、収益性改善により労働分配率の上昇ペースは相応に鈍化するが、それでも2025年度には2013

年度以降の平均を突破し、企業経営者の目線では「人件費が増えすぎている（→抑制が必要）」という印象になるだろう（図表5の②＜青色の細線＞）。

さらに、②生産性向上が同時に進む場合をシミュレーションしてみよう。具体的には、投入量を所与としたもとで実質GDP成長率が+0.5%pt上振れる程度に生産性（投入量に対する粗産出量の比率）の伸び率が高くなることを想定する。この場合でも、2026年度には2013年度以降の平均を突破する形となる（図表5の③＜赤色の破線＞）。①・②の想定は、いずれも相当チャレンジングなものであるが、そうした前提を置いて労働分配率がこれだけ上昇してしまうということは、やはり本年の「5%賃上げ」は将来にわたって持続可能な水準ではないと考えるのが自然だろう。

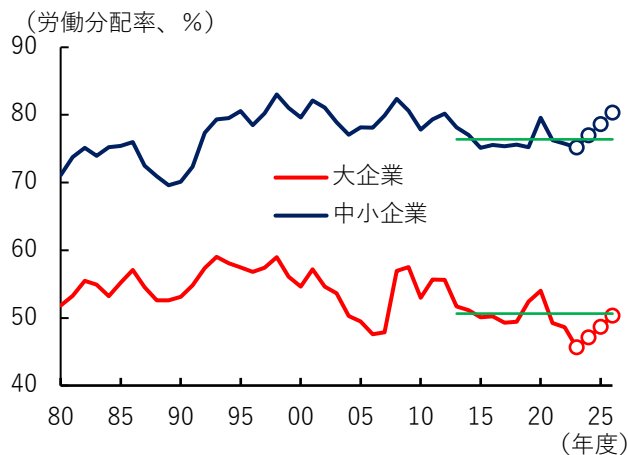
上記シミュレーションの過程で算出される営業利益の水準を図示すると、一次効果のみを勘案した①では2024年度以降に大幅減益が続く格好になるほか、価格転嫁が進む②や生産性向上が実現する③でも、①と比べて小幅ながら営業減益が続くと試算される（図表6）。「ROE8%」や「PBR1倍」などの

図表3 「一次効果」のみを勘案した労働分配率



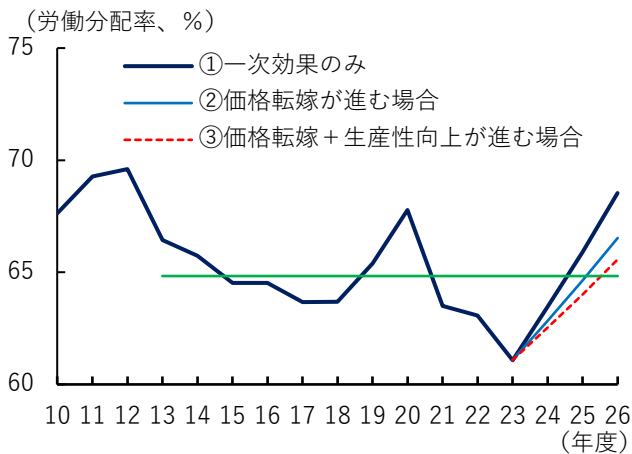
(注) 緑線は2013～2022年度の平均。2023年度は着地見込み
(出所) 財務省「法人企業統計」より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

図表4 企業規模別の労働分配率



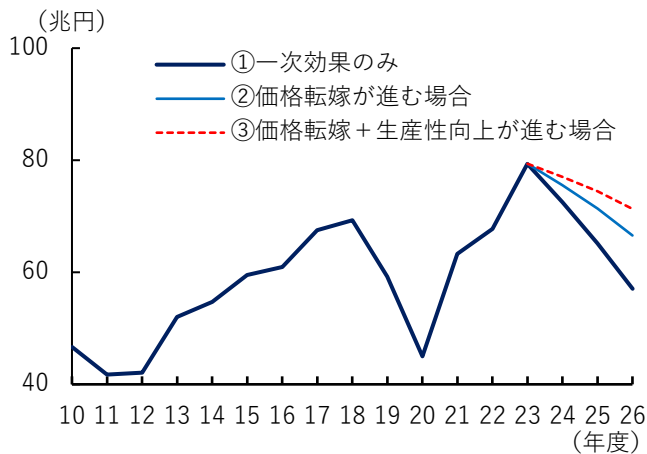
(注) 緑線は2013～2022年度の平均。2023年度は着地見込み
(出所) 財務省「法人企業統計」より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

図表5 「二次効果」まで勘案した労働分配率



(注) 緑線は2013～2022年度の平均。2023年度は着地見込み
(出所) 財務省「法人企業統計」より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

図表6 「二次効果」まで勘案した営業利益



(出所) 財務省「法人企業統計」より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

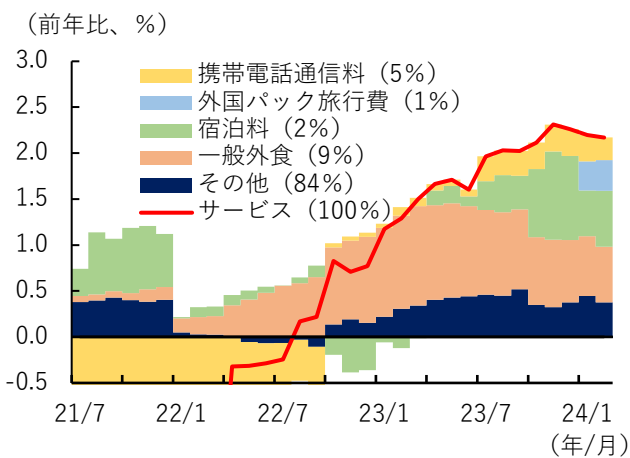
キーワードで株式市場からの収益プレッシャーを強く受けている上場企業がこうした収益パスを許容するとは考えづらく、やはり「5%賃上げ」は今年限りと考えるのが自然であろう。

3. 当面の注目ポイントは、①4月以降の物価、②2024年度の企業収益

「5%賃上げ」が持続可能でないとすれば、2025年以降の賃上げ率はどの程度に落ち着くのだろうか。これを占う上での注目ポイントは、①4月以降の物価、②2024年度の企業収益の2点である。①については、「賃金→物価」のメカニズムが十分に作動しているか、言い換えれば「労務費の価格転嫁」がどの程度進んでいるかを確認するために重要である。特に、総投入コストに占める人件費の割合が大きいサービスセクターで値上げの動きがどの程度広がるかは、来年以降の賃上げ余力を占う上で注目すべきポイントである。現状では、CPIサービス価格は前年比+2%を超えているものの、伸び率の8割程度は一部品目（宿泊料、外国パック旅行、携帯電話通信料、一般外食）によるものであり、値上げに十分な広がりが見られていないと言え（図表7）。統計作成方法上の理由もあって当面大きな上昇が見込めない家賃⁴は別にして、サービス価格の上昇にもう少し広がりが見られなければ、上記の一部品目の伸び率鈍化によってCPIサービスの伸びは緩やかに縮小してしまうだろうし、そのことは、（対個人）サービスセクターの賃上げ余力が来年に向けて十分に回復しないことを意味する。したがって、4月以降のサービス価格動向（CPI、企業向けサービス価格指数（SPPI））は非常に重要である。逆に価格上昇に広がりが見られる場合には、労働集約的なサービスセクターにおける労務費の価格転嫁スタンスが（やや非連続的に）変化した可能性が高く、相応の利益下支え効果が期待される。

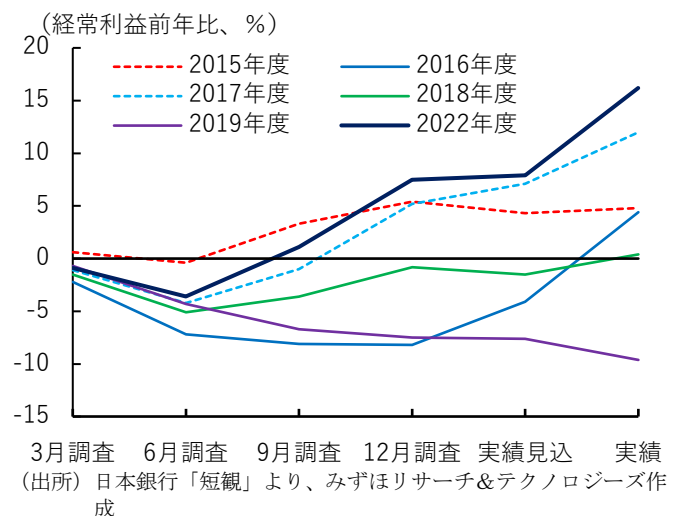
②については、価格転嫁に加えて生産性の動向も加味されるため、より包括的な指標であるといえる。ただし、収益指標は物価指標ほど速報性が高くないため、両者を併せ見ることによって来年以降の賃上げ余力を見極めていくことになるだろう。企業収益については、計画ベースの指標（日銀短観、上場企業IR資料）で大まかなイメージをつかんだ上で、実績ベースの指標である法人企業統計で進捗を確認していくという流れになる。なお、4月1日に公表された日銀短観で現時点の2024年度計画が公表されているが、経常利益（全産業全規模）は前年比▲3.0%の計画となっている。もっとも、短観の収益

図表7 CPI サービスの内訳



(注) 括弧内はサービス全体に占めるウエイト
(出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表8 短観・経常利益の修正パターン



計画は、初回調査で前年比小幅マイナスに置かれた後、実績に向けて大幅に修正されていくのが常であり、現時点の計画は参考程度にしかない(図表8)。また、現在の日銀短観では、経常利益と当期純利益が調査対象となっており、国内従業員への還元原資となる営業利益は調査されていない。この点では、9月初に公表される4~6月期の法人企業統計にも要注目である。

仮に、賃上げ見合いで人件費が増加するもとも（価格転嫁や生産性向上などにより）営業利益の増益基調が維持されるようであれば、2025年の賃上げ率は、2024年の+5%台には届かないまでも+4%台半ば前後のかなり高い伸びを確保できる可能性が高まる。逆に、営業利益の弱含みが鮮明になるようなら、2025年の賃上げ率は前年から大きめに鈍化し、+4%を割り込む可能性が意識される。どちらになるかによって、日銀の利上げペースも大きく変わりうる。無論、企業収益については、為替や海外経済など外生的な要因の影響も大きいいため、そうした要因も含めて慎重な分析が必要だが、来年以降の賃上げ率を占う上で重要な情報となることは間違いないだろう。

[参考文献]

植田和男(2023)「賃金と物価：過去・現在・そして将来—日本経済団体連合会審議員会における講演—」、2023年12月25日

河田皓史(2024a)「マイナス金利解除後の金融政策—インフレ予想が左右する日銀の利上げペース—」、みずほインサイト、2024年4月2日

河田皓史(2024b)「CPI家賃はなぜ上がりにくいのか—フロー家賃上昇の波及はごく緩やか—」、みずほインサイト、2024年3月14日

門間一夫(2024)「グリードフレーションのゆくえ—今年の賃上げの意味を考える—」、門間一夫の経済深読み、2024年3月25日

-
- ¹ 例えば、植田（2023）でも、賃上げに関する議論の中で労働分配率の低下が指摘されている。
- ² 具体的には、法人企業統計のデータを用いて次のように試算した。①人件費の伸び率は、本年の賃上げ率（連合ベースの暫定値）を踏まえて想定（全規模では2023年の伸び率+1.3%pt、大企業では同+1.4%pt、中小企業では同+1.2%pt）。2025～26年度も、同水準の賃上げ率が続くと仮定。②減価償却費は、過去3年間の平均的な伸び率で推移すると仮定。③投入・産出数量および投入・産出価格は、+1%程度のペースで増加・上昇すると仮定（→売上高と売上原価は+2%程度のペースで増加）。
- ³ 本年の賃上げは、価格転嫁の進展による予想以上のマージン拡大により企業が「儲けすぎた」分が遅れて従業員に還元されただけとの見方もできる。詳細については、門間（2024）を参照。
- ⁴ CPI家賃の上がりにくさについては、河田（2024b）を参照。

【PR】YouTube®動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！ （「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です）

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



（QRコードはデンソーウェブの登録商標です）

お問い合わせ：みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社 調査部メールマガジン事務局

(03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.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、取引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。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。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。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。