

# 第2章

成長型経済の実現に向けた課題

## 第2章 成長型経済の実現に向けた課題

第1章でも見た通り、2025 年半ば～後半の日本経済は、米国の通商政策により米国向け自動車輸出や自動車産業の収益等が下押しされるなどの影響がみられたものの、内需の柱である個人消費は3四半期連続で前期比プラスとなるなど、景気の緩やかな回復が続いている。一方、食料品を中心とする物価上昇に賃金上昇が追い付かず、潜在成長率は伸び悩むなど、「成長型経済」への移行は道半ばとなっている。

こうした観点から、政府は、2025年11月21日に「強い経済」を実現する総合経済対策」を策定し、「危機管理投資」と「成長投資」を進め、「暮らしの安全・安心」を確保するとともに、雇用と所得を増やし、潜在成長率を引き上げることを目指した政策に取り組んでいる。まずは足元の物価高対策を最優先で実施し、企業が継続的かつ安定的に賃上げできる環境を整える。あわせて、生産性の向上を通じた「強い経済」の実現に向け、17 の戦略分野を中心に官民が連携して投資を進めること、科学技術力・イノベーションを興せる人材を育成することなど、成長型経済の実現に向けた政策方針を示している。

第2章では、成長型経済の実現に向けた課題として、以下3点を取り上げる。第1節では、物価上昇が家計に与える影響が世帯属性（人数、年齢、所得階層等）ごとに異なることを属性ごとの消費バスケットを詳細に分析することで明らかにし、近年の物価上昇や政策対応がどのような世帯にどのように強く影響したかを検討する。第2節では、賃上げの広がりやその特徴について分析するとともに、人的資本向上の重要な基盤となる人的投資、自己啓発の現状と課題について検討する。第3節では、我が国企業の行動の変遷について、金融構造のレンズを通して俯瞰したうえで、企業が力強く成長するための手段としてM&Aについて論じる。

### 第1節 物価上昇が家計に与える影響と属性ごとの違い

#### 1. 家計の消費構造の違い

第1章第2節でも見た通り、消費者物価上昇率は、2024 年夏以降、米を中心とした食料品価格の上昇を主因として再度上昇幅を拡大した後、2025 年後半は前年比3%前後で推移している。

消費者物価指数は、582 品目に及ぶ各財・サービスの価格を、家計の消費構造に沿った構成割合で加重平均したものである。その品目別構成割合（加重平均に用いるウェイト）は全家計の平均から算出されていることから、総合やコアといったマクロの消費者物価上昇率は平均的な家計が直面する物価上昇率として定義されることとなる。一方、家計の消費構造は、家計の属性ごとに異なることが知られている。例えば、消費支出に占める食料品の比率、い

いわゆる「エンゲル係数」は、所得が相対的に低い家計ほど高くなる（消費支出に占める食料品の割合が高い）ことが知られている。また、同様に、物価上昇の度合いも財・サービスによって異なる。例えば、2024年の消費者物価（総合）は、前年比+2.7%であったが、このうち「10大費目ベース」では、「食料」の前年比は4.3%（うち「生鮮食品」が7.0%）、「教養娯楽」の前年比は5.4%だったのに対し、「教育」は（高校授業料無償化による押下げ効果もあって）前年比マイナス0.4%、「住居」は前年比0.7%となるなど、大きなバラつきがみられる。

この場合、低所得者ほど、価格上昇率の高い「食料」が消費バスケットに占めるウェイトが相対的に高いため、加重平均した物価上昇率も高くなると考えられる。言い換えれば、近年の食料品を中心とする物価上昇は、低所得者ほど負担感が大きくなっていることが示唆される。

そこで、本節では、まず、品目ごとに足元の物価上昇率のばらつきが大きいことを様々な区分で確認する。次に、家計調査の属性別の消費バスケットのデータに基づき、属性による家計の消費構造の違いを確認する。前述のようなエンゲル係数の違いといった一般に知られているものに加え、教育費や住居費といった要素の違いについても分析する。

さらに、こうして得られた消費バスケットを用いて、各属性の家計が直面する物価上昇率（以下「直面物価上昇率」という。）を計算する。最後に、こうした属性ごとの直面物価上昇率と、実感物価上昇率（後述するアンケート調査の、「日ごろ欲購入する品物の価格が1年間でどのくらい変化したか」という回答に基づく物価上昇率）、予想物価上昇率の違いを議論する。

### （2020年代以降、「食料」、特に「生鮮食品」の上昇が顕著）

消費者物価指数を構成する品目別の物価上昇率を確認したものが第2-1-1図（1）である。まず、いわゆる「10大費目」ベースで、2019年の上昇率と2024年の上昇率を比較すると、2019年は光熱・水道が+2.3%、家具・家事用品が+2.2%となる一方、食料は+0.4%にとどまっていた。それに対して、2024年は、食料が+4.3%と、上昇率が大幅に高まっていることが分かる。また、2014年から2019年の5年間と、2019年から2024年の5年間の上昇率を比較すると（第2-1-1図（2））、2014年からの5年間では、食料が+7.6%だったのに対し、2019年からの5年間では+19.4%と、こちらでみても大幅に伸びを高めていることが分かる<sup>1</sup>。また、5年間の消費者物価（総合）上昇への寄与度を簡易的に計算すると（第2-1-1図（3））、いずれの期間でも「食料」の寄与が高いが、2014年からの

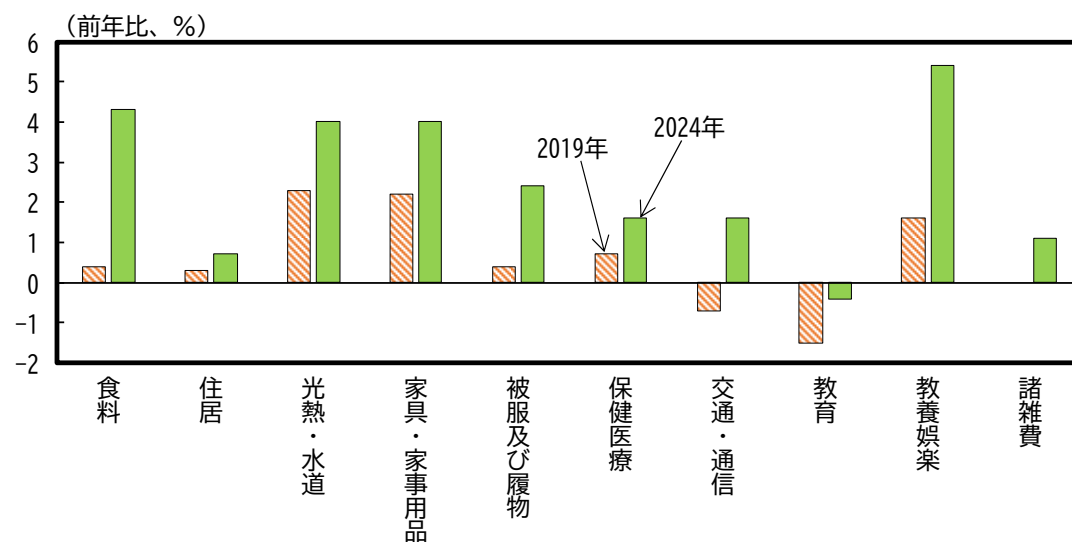
---

<sup>1</sup> なお、2019年からの5年間で最も伸び率が高いのは「家具・家事用品」であり、特に2023年にかけて、「家事用消耗品」や「室内装備品」といった財価格が大きく上昇したことが影響している。

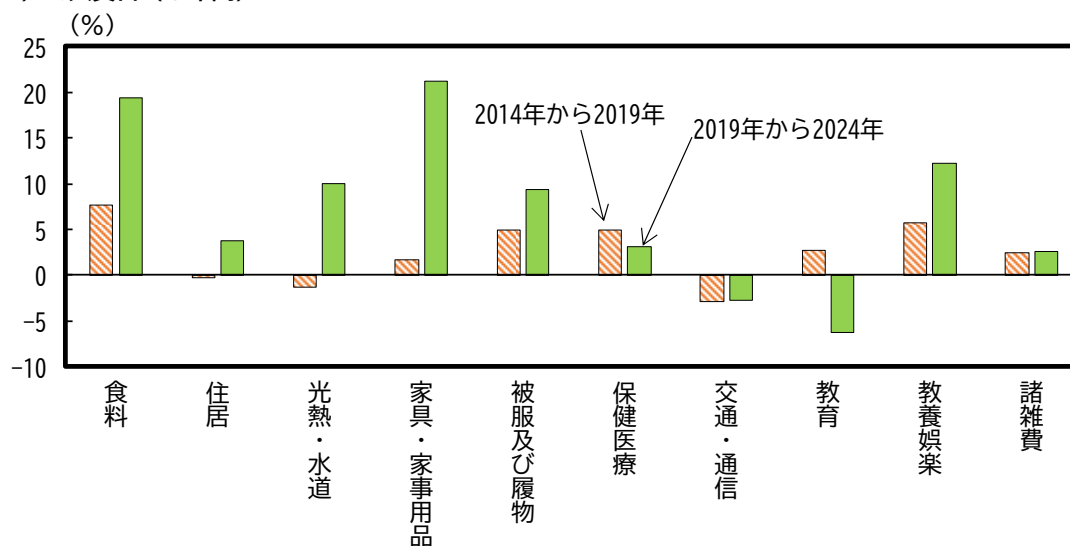
5年間では+2%ポイント程度となっているのに対し、2019年からの5年間では+5%ポイント程度となっている。

## 第2-1-1図 費目別の物価上昇率

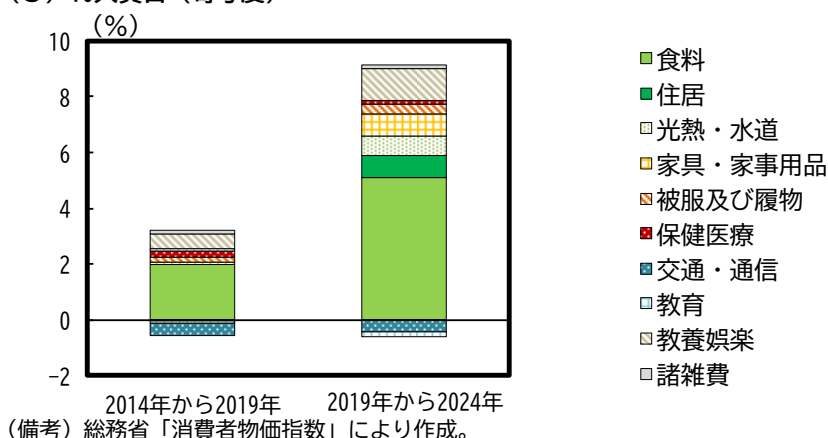
### (1) 10大費目



### (2) 10大費目 (5年間)



### (3) 10大費目（寄与度）



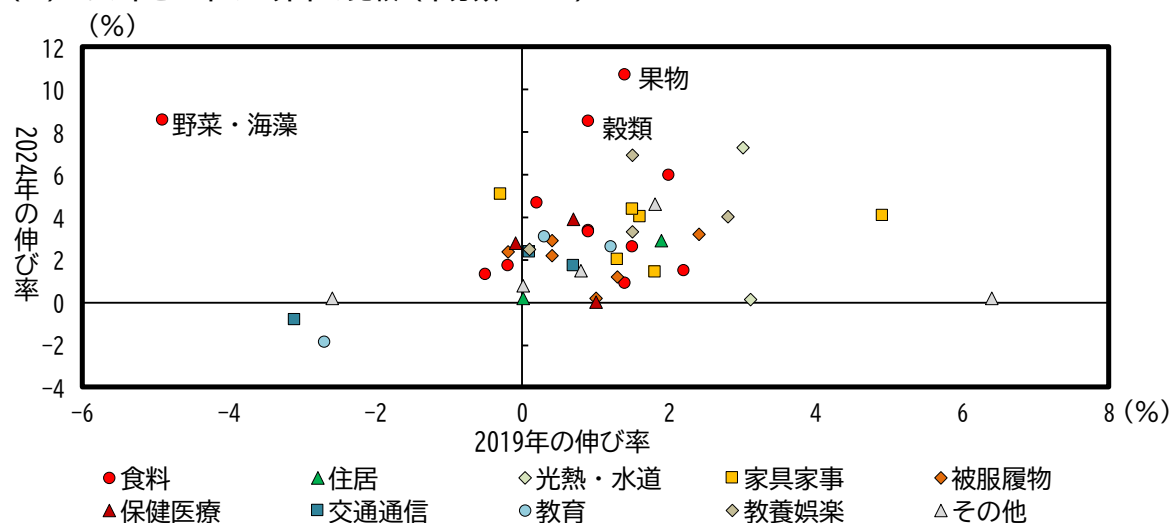
次に、もう少し細かい品目ベースで状況を確認する。まず、中分類ベース<sup>2</sup>で、2019 年の物価上昇率と 2024 年の上昇率を比較したものが第 2-1-2 図（1）である。これを見ると、食料の上昇率が全体的に高まっている中で、特に穀類、野菜・海藻、果物の上昇率が高くなっていることが分かる。また、品目ごとの上昇率の分布を確認すると（第 2-1-2 図（2））、全体的に上昇率が高まっているものの、最もウェイトが高いのは 0～+1% である点については変わらない（ただし、そのウェイトは 4,000（1 万分比。以下同様）程度から 3,000 程度に低下）。一方で、食料を中心に、上昇率の高い品目は増えており、特に 10% 以上上昇した品目のウェイトは、2019 年には 11 だったのに対し、2024 年には 520 となっている。物価が 10% 以上上昇した品目のうち、6 割程度を食料が占めている<sup>3</sup>。

<sup>2</sup> 厳密には、中分類には①と②があり、②の方がより細かい。中分類①では食料が細分化されていないため、ここでは中分類②を用いている。以下、特に断りがない場合は、中分類は中分類②を指す。

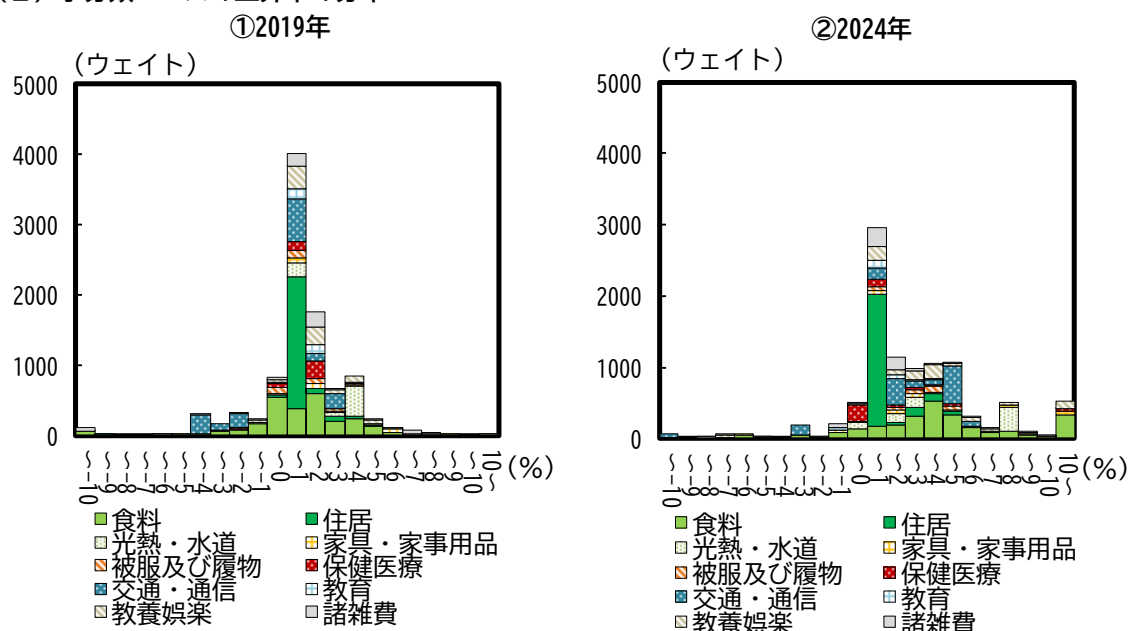
<sup>3</sup> 例えば、うるち米 A（ウェイト 23・伸び率 25.8%）、うるち米 B（ウェイト 39・伸び率 28.8%）、キャベツ（ウェイト 10・伸び率 26.2%）等。

## 第2-1-2図 品目ベースでみた物価上昇率の変化

### (1) 2019年と24年の上昇率の比較（中分類ベース）



### (2) 小分類ベースの上昇率の分布



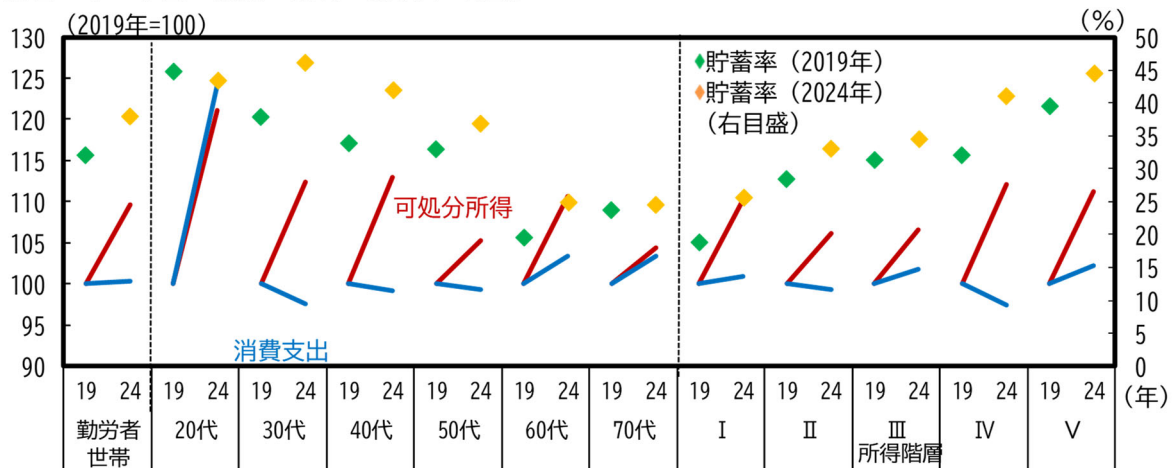
(備考) 総務省「消費者物価指数」により作成。原数値。(2)のウェイトは、2020年基準におけるウェイト。2020年基準で追加されたいくつかの項目(シリアル、味付け肉等、ウェイトベースで2%程度)は2019年の上昇率がないため、①と②のウェイトの合計は一致しない。

### (貯蓄率は、ほぼすべての世帯類型で 2019 年から 2024 年にかけて上昇)

このように、食料品を中心とした物価上昇が続く中で、賃金や可処分所得も上昇し始めているものの、消費の伸びは賃金や可処分所得の伸びを下回っており、結果的に貯蓄率が多くの上昇している。第2-1-3図は、勤労者世帯の各世帯類型(年齢・収入)について、分母である可処分所得と、分子である消費支出の推移、及び貯蓄率の推移を示したものである。2019年との比較でみると、まず、可処分所得はすべての世帯類型で上昇している

一方で、消費支出については減少している世帯類型もみられる。さらに、貯蓄率については<sup>4</sup>、ほぼすべての世帯類型で上昇しており、所得の増加ほど消費が増えていないことが分かる。

第2-1-3図 消費・所得・貯蓄率の推移



（備考）1. 総務省「家計調査」により作成。

2. 2024年の所得分位は、年間収入が第Ⅰ分位は509万円以下、第Ⅱ分位は～645万円、第Ⅲ分位は～794万円、第Ⅳ分位は～1005万円、第Ⅴ分位は1005万円以上、2019年の所得分位は、年間収入が第Ⅰ分位は462万円以下、第Ⅱ分位は～600万円、第Ⅲ分位は～749万円、第Ⅳ分位は～944万円、第Ⅴ分位は944万円以上となっている。

### （年齢階層別にみると、高齢世帯ほど食料支出の比率が高い）

次に、総務省「家計調査」をもとに、様々な属性の消費バスケットがどのような構造になっているかを確認する。まず、家計全体の4割弱を占める「2人以上勤労者世帯」について、年齢階層別に消費構造をみる（第2-1-4図（1）、（2））。全世帯平均では、「食料」が27.1%と最も多く、次いで「その他の消費支出<sup>5</sup>」17.4%、「交通・通信」15.4%などとなっている。世帯主の年齢階層別にみると、29歳以下の世帯では、「住居」が15.3%と、全世帯平均を10%ポイント近く上回る値となっている一方、「食料」は23.9%と、全世帯平均を4%ポイント程度下回る結果となっている。背景には、世帯人数の違いと持ち家比率があると考えられる。すなわち、世帯主が29歳以下の世帯では、世帯人員の平均が2.94人と、世帯平均（3.23人）よりも低い。世帯主が29歳以下の2人以上世帯は、夫婦のみの世帯、または夫婦とこども1人の世帯が相対的に多いと考えられ、世帯人数の少なさが「食料」支出の少なさに直結していると考えられる（後述）。一方、「住居」については、世帯主が29歳以下の世帯では持ち家率が29.9%と、全世帯平均（82.5%）よりも低くなっており、家賃を支払い賃貸住宅に住んでいる世帯の割合が高いと考えられる。「家計調査」上、家賃は消費

<sup>4</sup> 貯蓄率は1から、消費支出と可処分所得の比率を引いて算出。

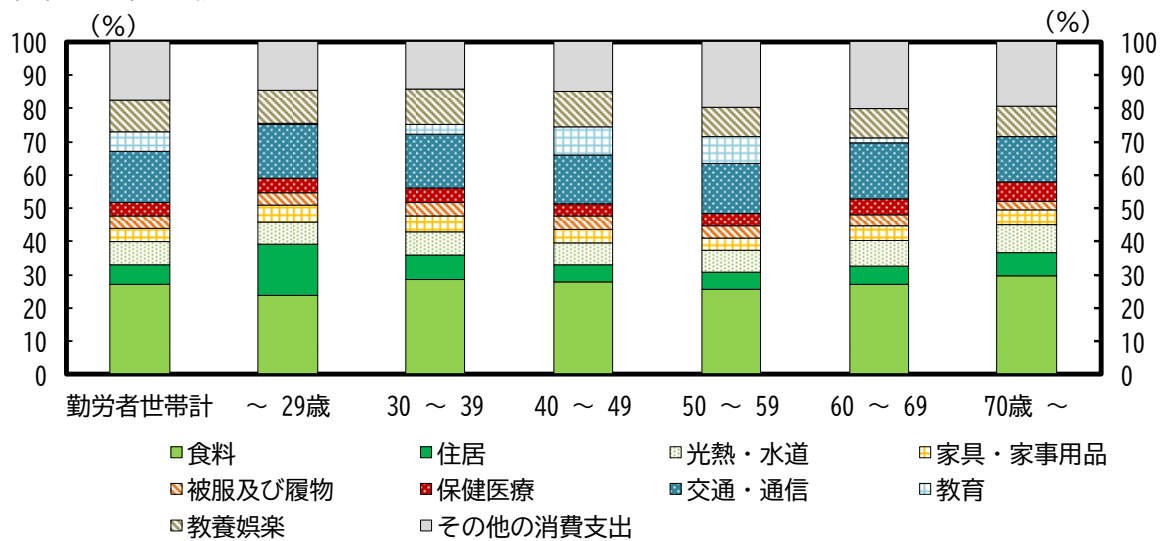
<sup>5</sup> 「その他の消費支出」には、理髪料等の理美容サービス、かばんなどの身の回り用品、小遣い等が含まれる。

支出に計上される一方で、住宅ローンの返済は「土地家屋借金返済」という消費支出外の項目に計上されることから、このような違いが生じているものと思われる。

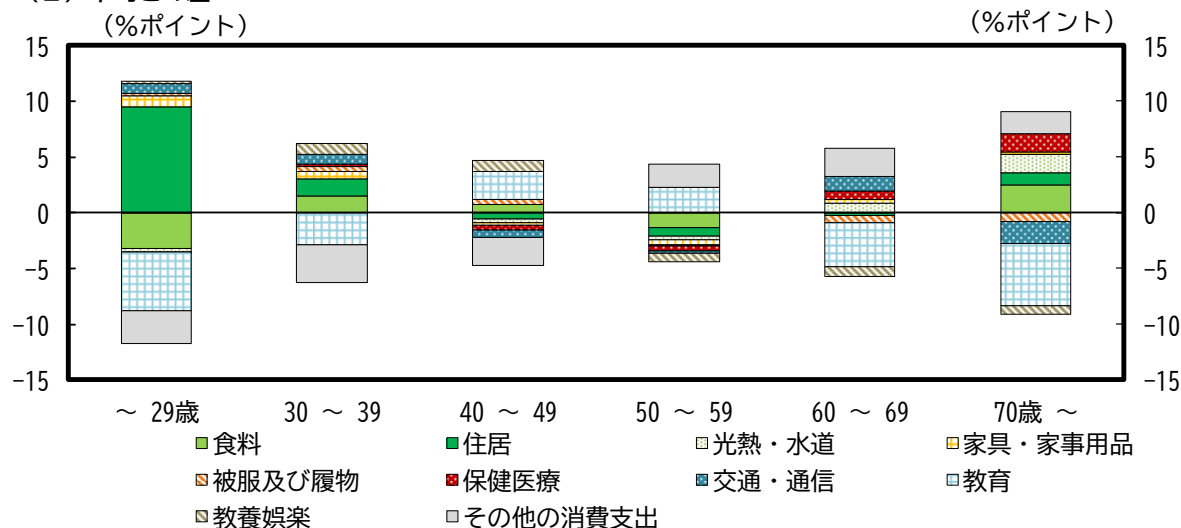
このほか、「教育」については、40代、50代で相対的に高い傾向にあるが、これは、子どもが高校や大学で教育を受ける年齢になり相対的に学費等がかかるのが、多くの場合40代～50代であること<sup>6</sup>も影響していると考えられる。

第2-1-4図 2人以上勤労者世帯の消費動向（年齢階層別）

(1) 2024年の比較



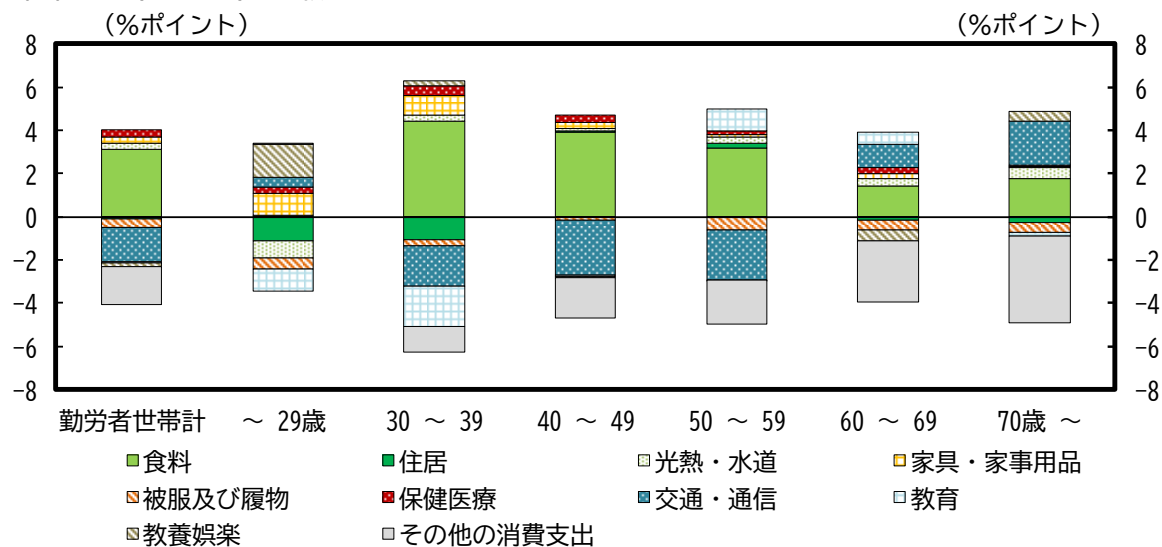
(2) 平均との差



<sup>6</sup> 厚生労働省「人口動態統計」によると、第1子出生時の母の平均年齢は、2005年に29.7歳、2024年に31.0歳となっている。主として教育費（授業料等）がかかるようになるのが高校（15歳）からだと仮定すると、単純計算で母親の年齢が40代半ばからとなり、40代～50代で教育費がかかる姿とおおむね一致する。



### (3) 2024年と2019年の比較



また、2024年について、2019年との比較<sup>7</sup>でみると（第2－1－4図（3））、「食料」の比率について、30代～50代の世帯で大きく上昇しており、それに対し20代や60代以上の世帯ではそれほど大きくは上昇していない。特に、30代、40代の世帯で上昇幅が大きくなっているが、この点は、30代、40代が子育て世代であることと関係していると考えられる。実際、世帯における18歳未満の世帯員数の平均を見ると、30代が1.60人、40代が1.47人であるのに対し、20代は0.90人、50代は0.49人となっている。また、世帯人員も、30代が3.62人、40代が3.67人であるのに対し、20代は2.94人、50代は3.10人となっている<sup>8</sup>。このような世帯構成の違いが「食料」の比率の推移の違いに影響を与えていると考えられる。

### (所得階層別にみると、低所得世帯ほど食料支出の割合が高い)

次に、同様の比較を所得階層別に行ったのが第2－1－5図（1）、（2）である。食料の比率に着目すると、相対的に所得の低い世帯ほど、食料の消費に占める比率が高いことが分かる（最も所得の低い第1分位で30.3%に対し、第5分位では24.4%）。また、水道・光熱についても、相対的に所得の低い世帯ほど消費に占める比率が高くなっている。食料や水道・光熱費については、所得水準や消費総額に関係なく、一定量の消費が必要となることから、所得が相対的に低い家計ほど、消費に占めるこれらの支出の割合が高くなるものと考え

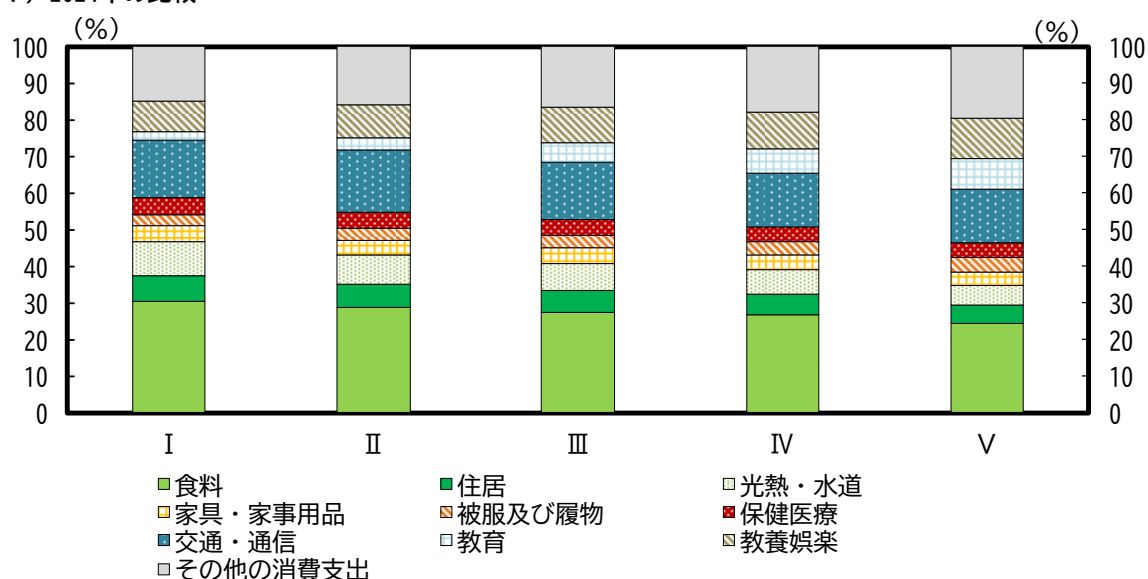
<sup>7</sup> コロナ禍前の代表として2019年を取り上げている。なお、2019年に家計調査において調査に使用する家計簿の改正が行われており、2018年以前とはデータが連続しない部分がある。

<sup>8</sup> 世帯主が50代になると、子どもが成人したり、就職や就学等で家を出たりする例が増えることから、世帯人員、18歳未満人員共に減少に転じるものと考えられる。

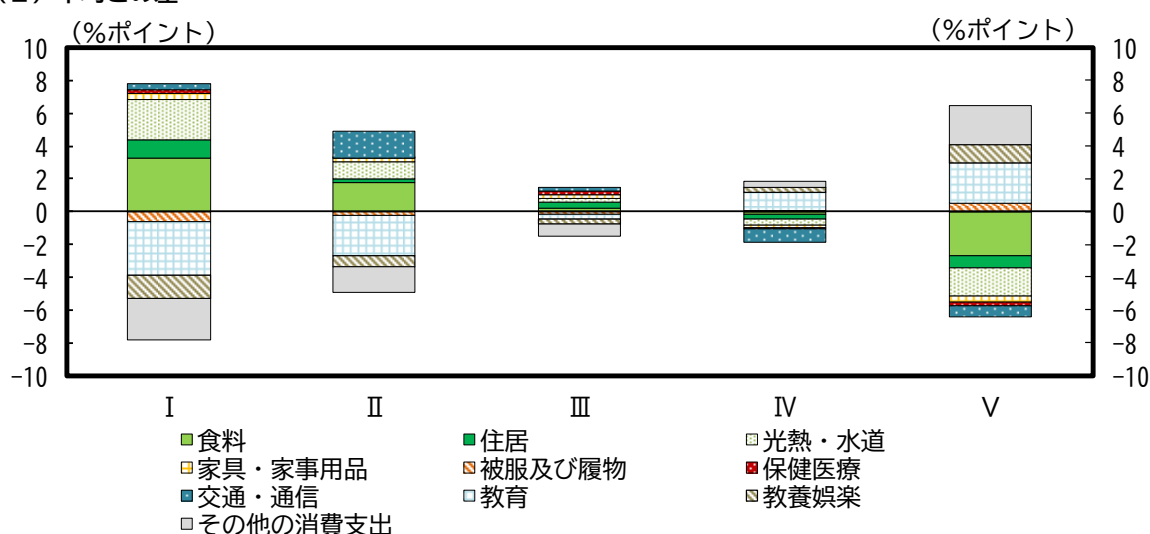
られる。一方、相対的に所得が高い世帯では、その他の消費支出に加え、教育の占める割合が高くなっている。この点について、年齢や経験年数に伴って賃金が上昇する賃金体系が多いと、年齢が高いほど所得が高くなりやすく、また、先述の通り教育費のピークは40代～50代に到来することから、所得が相対的に高い家計には、教育費のピークとなる世代が多いという関係が影響している可能性があるが、同じ年齢層の子どもにかかる教育費について所得別に比較しても、所得が高いほど教育費が大きくなるという傾向は変わらない（付図2-1）。

第2-1-5図 2人以上勤労者世帯の消費動向（年収階層別）

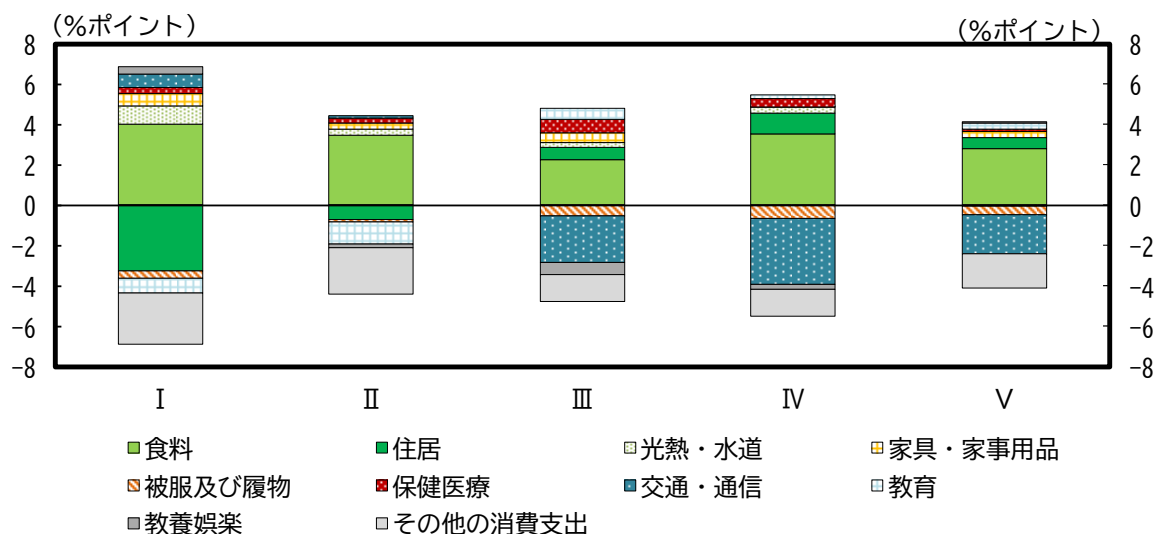
(1) 2024年の比較



(2) 平均との差



### (3) 2024年と2019年の比較



また、同様に 2019 年から 2024 年への変化幅で見ると（第 2－1－5 図（3））、いずれの世帯でも「食料」の占める割合が上昇しているが、その中でも、第 1 分位の家計の上昇幅が 4 %ポイント程度と、第 5 分位の家計の上昇幅（3 %ポイント程度）よりも大きいことが分かる。その分、特に第 1 分位の家計では住居費の減少幅が大きくなっている<sup>9</sup>。

### （食料支出と教育費は子どもの有無による差が大きい、その差は教育費の方が顕著）

次に、子どもの有無による違いを確認する（第 2－1－6 図（1）、（2））。家計調査では、「夫婦のみの世帯」「夫婦と未婚の子 1 人の世帯」「夫婦と未婚の子 2 人の世帯」について、同様の各種データを取ることが可能である。そこで、これらの 3 つの世帯類型について同様に確認すると、子どもの数が多いほど、支出に占める食料の割合が高くなっている。住居費等の固定費は世帯人員と必ずしも比例しないのに対し、食費は世帯人員にある程度比例する。特に、10 代のいわゆる「食べ盛り」の子どもがいる世帯などは食事量も多くなることから<sup>10</sup>、食費は他の支出よりも増えやすい傾向にあると考えられる。

くわえて、教育費の割合が異なり、こちらの方が食費の違いよりも大きい。具体的には、夫婦のみの世帯は 0 %、夫婦と未婚の子 1 人世帯では 7.8 %、夫婦と未婚の子 2 人世帯では 11.3 %となっている。食費の差は夫婦のみの世帯と未婚の子 2 人がいる世帯で約 3 %ポイン

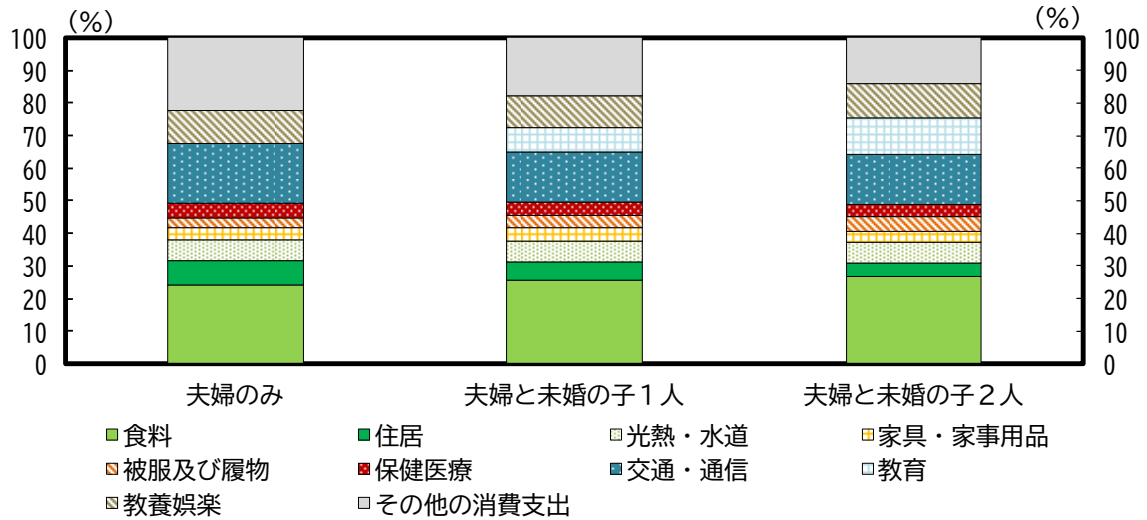
<sup>9</sup> なお、所得の多い世帯での「交通・通信」の減少が目立つが、振れの大きい自動車購入費のぶれが影響している可能性が考えられる。

<sup>10</sup> 厚生労働省「日本人の食事摂取基準（2025 年版）」によれば、推定必要エネルギーが最も高くなるのは男性で 15～17 歳、女性で 12～14 歳とされている。

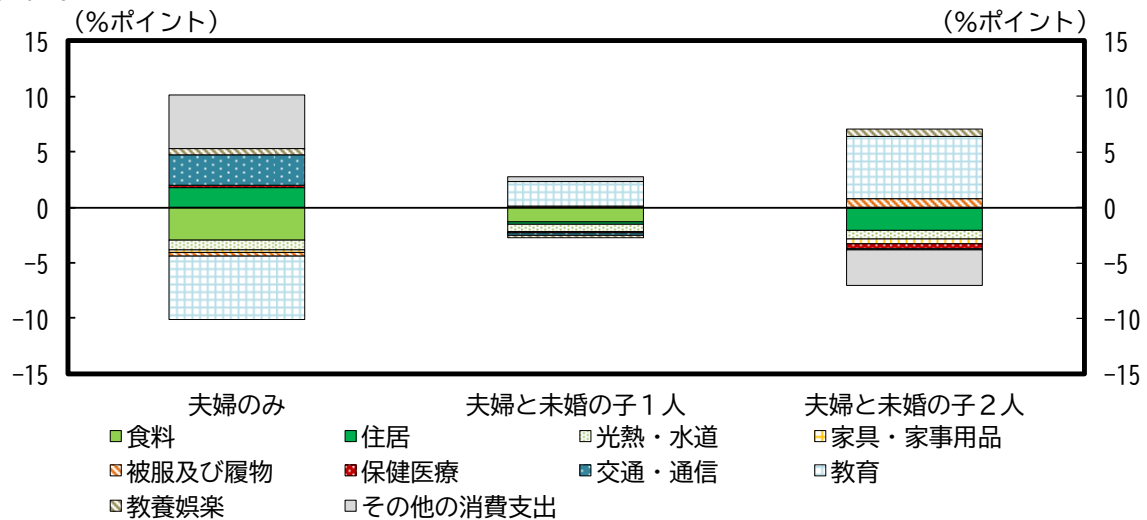
トであり、教育費の方が違いに影響を与えていることが分かる。また、2024 年を 2019 年との比較でみると、子育て世帯の方が食料品支出シェアの増加幅が大きいことが分かる。教育費については、いずれの世帯もあまり変わっていない（第 2－1－6 図（3））。

第 2－1－6 図 2人以上勤労者世帯の消費動向（子の有無別）

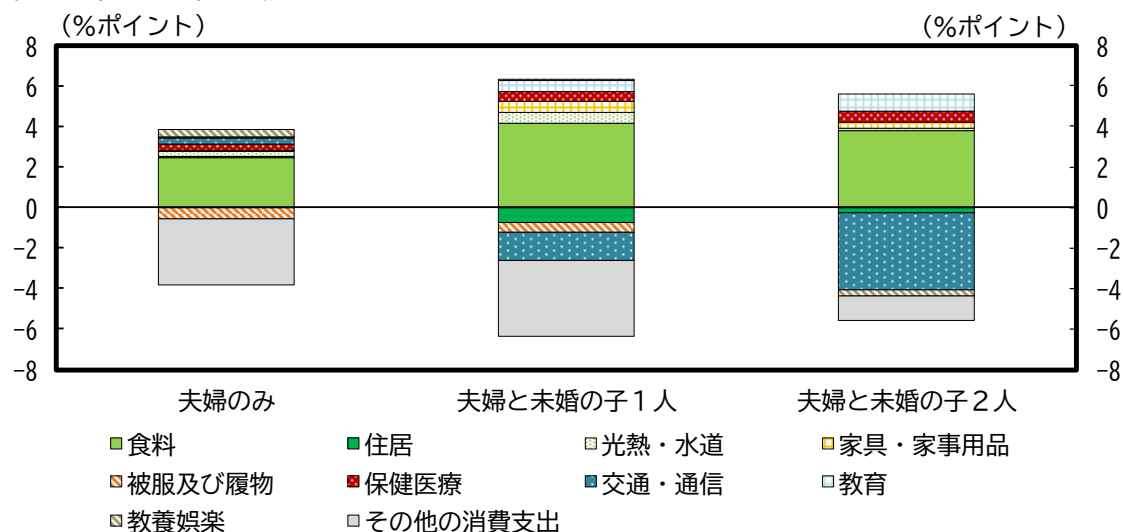
（1）2024年の比較



（2）平均との差



### (3) 2024年と2019年の比較



(備考) 総務省「家計調査」により作成。

### (引退後の世帯の方が食料支出の割合は高いが、足元で差が縮小)

最後に、勤労者世帯と無職世帯で比較してみよう(第2-1-7図)。2人以上勤労者世帯、2人以上無職世帯、単身無職世帯で消費構成を比較すると、食料支出については、2019年、2024年共に、2人以上無職世帯、単身無職世帯、2人以上勤労者世帯の順に割合が高くなっている。2人以上無職世帯の方が単身無職世帯よりも食料支出割合が高くなるのは、単身世帯ほど住居費や光熱・水道費のような固定費負担が相対的に重くなる(規模の経済が働かない)ためと考えられる。

また、2人以上勤労者世帯の場合は、2024年も変わらず食費の割合は最も低いものの、2019年から2024年にかけての上昇幅で見ると、上記3類型の中で最も大きい。近年の食料品を中心とする物価上昇によって、エンゲル係数が上昇したことがうかがえる。

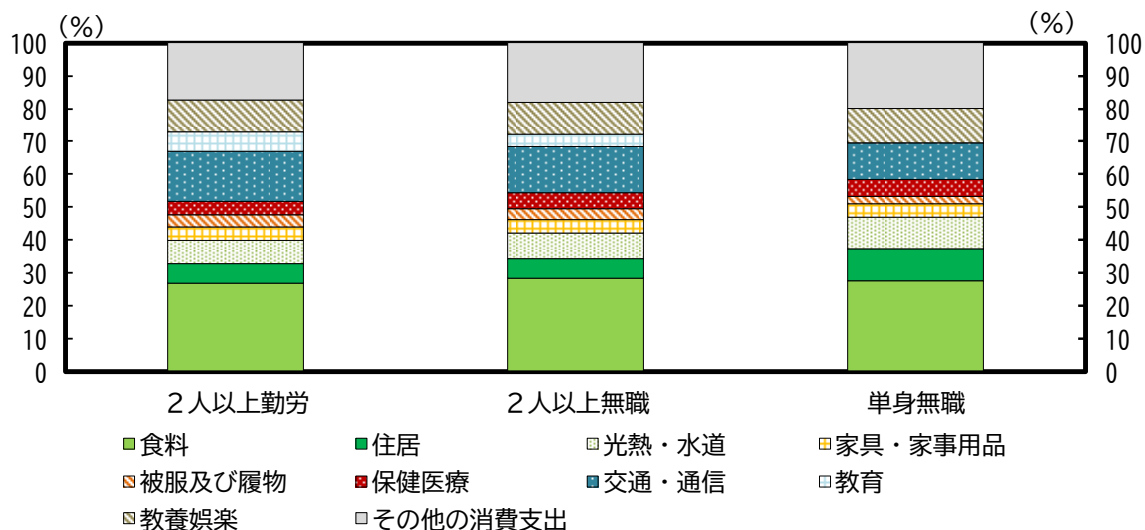
無職世帯は、単身世帯を含め多くが引退後の年金受給世代であると考えられることから<sup>11</sup>、両者の違いを現役世代と引退世代の消費構造の違いと捉えれば、引退後の世帯は、もともと食費の支出割合が高くなる傾向がある中で、食料品価格の上昇の影響を更に受けていたことになる。ただし、食費の支出割合、すなわちエンゲル係数の上昇幅(%ポイント)は無職世帯よりも勤労者世帯の方が大幅である。これは、この間の賃金上昇もあって、勤労・現役世帯の方が消費総額が増加する中で食費以外の消費支出の伸びを相対的に抑制しやすかった一方、賃金上昇の恩恵を受けにくい無職・引退世代については、消費における固定費的要素も大きく、食費以外の支出を節約しにくかったこと、もしくは、現役世帯は、もともとの食費の割合は相対的に小さいものの、足元食料品価格が上昇する中で、引退後の世帯と比べて相

<sup>11</sup> 世帯主年齢の平均は、2人以上勤労者世帯が50.4歳、2人以上無職世帯が75.4歳である。

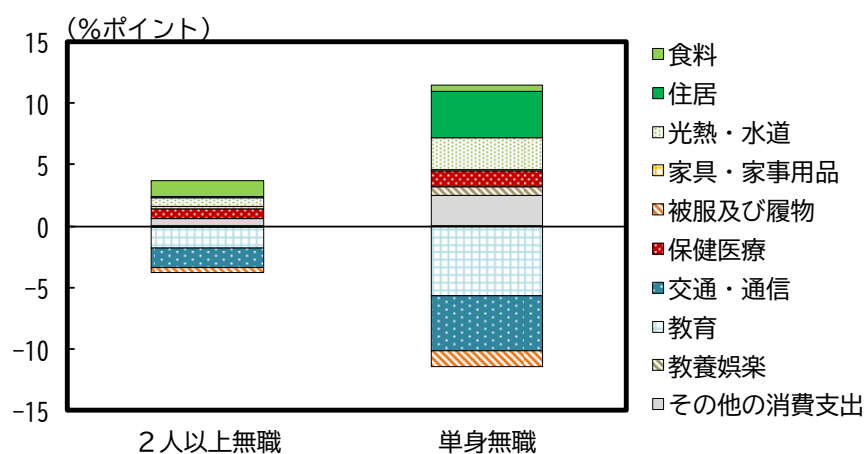
対的に食費を節約する行動をとる時間的余裕がなく、結果的に食料品価格上昇の影響を大きく受けた可能性が考えられる。

第2-1-7図 現役世帯と引退後世帯の消費動向の違い

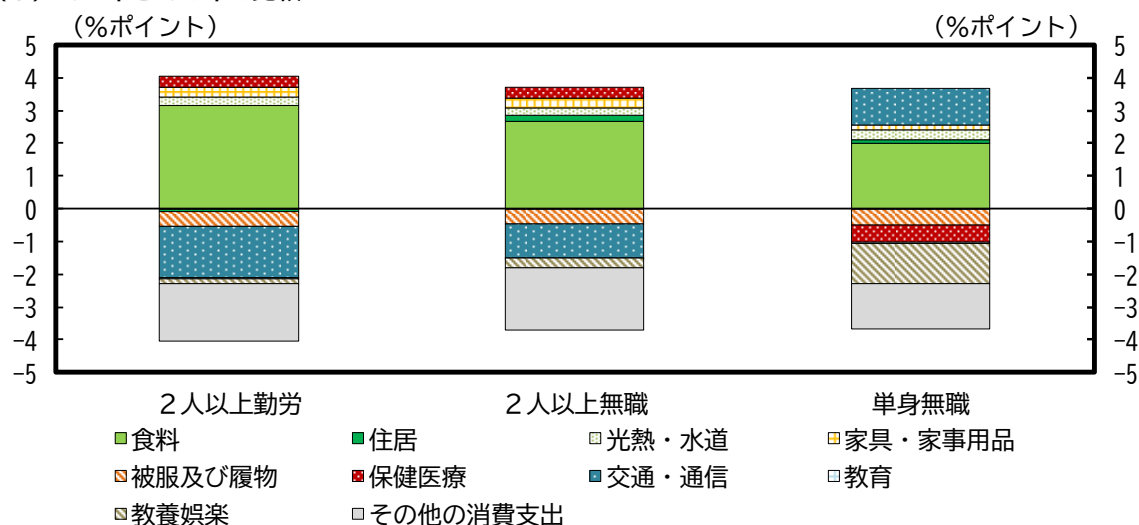
(1) 2024年の比較



(2) 平均との差



### (3) 2024年と2019年の比較



### (相対的に所得が低い世帯や高齢者世帯、子育て世帯を中心に食料のウェイトが高い)

まとめると、2019年、2024年共に、相対的に所得が低い世帯や、高齢者世帯、子育て世帯においては、消費支出に占める「食料」のウェイトが高い傾向にある。また、2019年から2024年にかけて、食料品価格の上昇によって、「食料」が占めるウェイトは全ての世帯で増加したが、特に所得別にみると、所得が低い世帯ほど、ウェイトの増加幅も大きい傾向にあった。また、子どもがいる世帯は子どもがいない世帯に比べてウェイトの増加幅が大きかった。

「食料」は、価格がどんなに上がっても最低限必要な消費量があるなど、基本的に価格弾力性の低い財であることから、価格上昇局面でも消費量があまり減らず、また基本的には世帯人数に応じて必要消費量も増えることから、結果として価格上昇局面において消費に占めるウェイトが高くなりやすい。その分は、消費に回せる金額が一定であるとすれば、そのほかの特に価格弾力性が高い財を減らすことで対応する、すなわち「節約」して対応することになる。第1章でも論じた通り、予想物価上昇率と消費者マインドの間には、特に足元で負の相関がみられるが、こうした「節約」行動が消費者マインドを低下させる要因のひとつになっていると思われる<sup>12</sup>。

<sup>12</sup> あるいは、節約行動をとらなければならない状態にあることそれ自体がマインドの低下として統計に表れているとも解釈できる。



## コラム2-1 家計調査の「数量」でみる家計の購買行動

消費者物価指数で調査されている価格は、ある代表的な銘柄、例えば米（「うるち米A」）ならば単一銘柄米のコシヒカリの価格である。一方、実際に販売されている米は、ブレンド米やコシヒカリ以外の単一原料米等も多い。そのため、例えばコシヒカリの価格が急上昇した一方、備蓄米を含めブレンド米の価格がそれほど上がらないような場合、消費者物価指数はコシヒカリの価格高騰を受けて急上昇するが、実際に家計が購入する米の価格はそれほど変わっていないかもしれない。

ここで、家計調査では、食料品をはじめとした品目について、「購入数量」（例えば米なら「キログラム」）と「購入単価」を記録していることから、同じ米であっても、単価の安いものを買う、あるいは、販売価格の安い店で購入するといった購買行動の変化をとらえることができる。例えば、消費者物価指数で米（うるち米A）の価格が5%上昇したとすると、これは、コシヒカリの米の価格が5%上昇したことを意味する。一方で、例えば家計調査上では、今まで買っていた銘柄ではなく5%安い別の銘柄を購入する、特売日を選んで5%安く購入する、販売価格の安い店に向かう、といった行動の結果、購入数量、購入単価共に変化しない、ということもあり得る。逆に言えば、家計調査上の「購入単価」と、消費者物価指数上の「価格」の動きの違いが、消費者の購買行動の変化をとらえているとも考えられる。

そこで、米と、肉類で最も消費額が多く部位や銘柄の変更などで単価が調整可能な豚肉を例にとって、名目の消費額の変化を、物価要因、数量要因、購入品目変更要因に分けて分析してみよう。

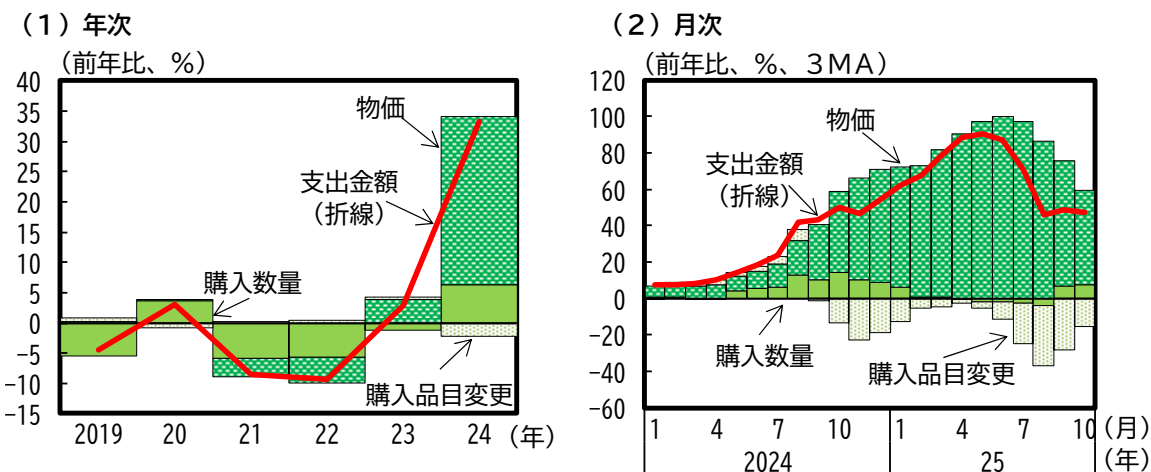
まず、米について確認しよう（コラム2-1-1図）。2019年からの変化をみると、米の購入額は、多少の数量や米価の変動こそあれ、ほぼ横ばい程度で2023年まで推移している。一方、2024年に入ると、米価の大幅な上昇に伴い、支出額は前年比+30%台前半にまで上昇した。このうち、物価要因が28%ポイント、数量要因が6%ポイント程度押し上げ、購入品目変更要因は2%ポイント程度押し下げている。特に、購入品目変更要因については、2019年～2023年ではほとんどみられなかった要素であり、米価上昇により購買行動が変化した可能性が示唆される。

そこで、足元2025年10月までの動向を月次で確認すると、まず、米価の上昇が特に大きくなった2024年夏ごろから、物価要因が徐々に拡大を始めているが、2024年後半は、数量要因による押し上げもみられる。これは、インバウンド需要の増加や米の流通不足等から米価が今後も上昇すると予想した消費者や外食・中食等の事業者が、米が入手できるときに多めに購入するようになった可能性が考えられる。一方、購入品目変更要因については、2つの山がみられる。1つは、2024年末から2025年頭頃であり、もう1つは2025年6月以降である。1つ目の山については、米価が上昇する中で、ブレンド米等の単価の安い米<sup>13</sup>を買うようになった層や、インターネット通販等で安価な米を探した層等が一定数みられたものと考えられる。2つ目の2025年6月以降の山については、随意契約による政府備蓄米の販売が始まったのがちょうど同年6月上旬であり、消費者が、より購入しやすい価格の政府備蓄米を購入するようになったことを反映していると思われる。

<sup>13</sup> 米国産のコメの輸入が始まったのもこの時期である。



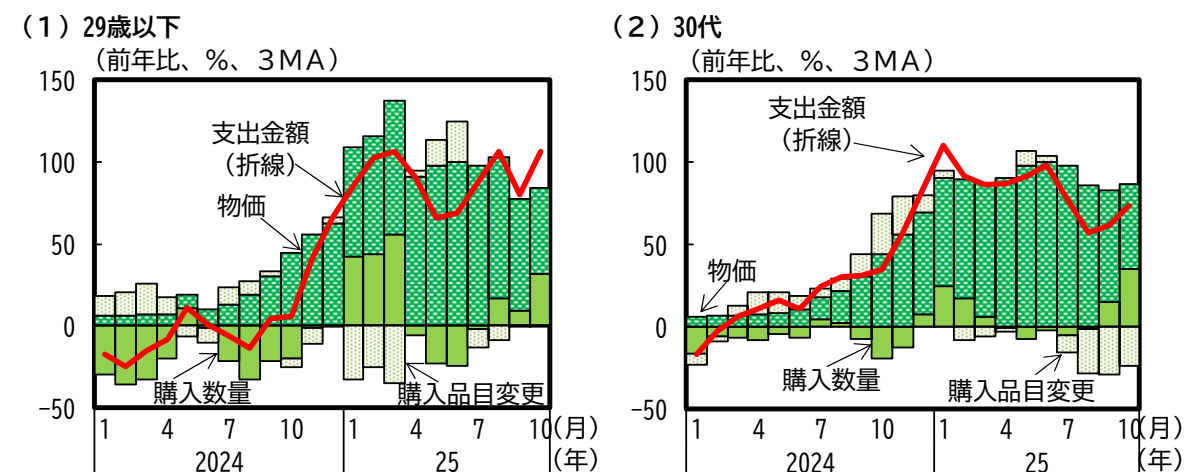
コラム2-1-1図 米の購買行動



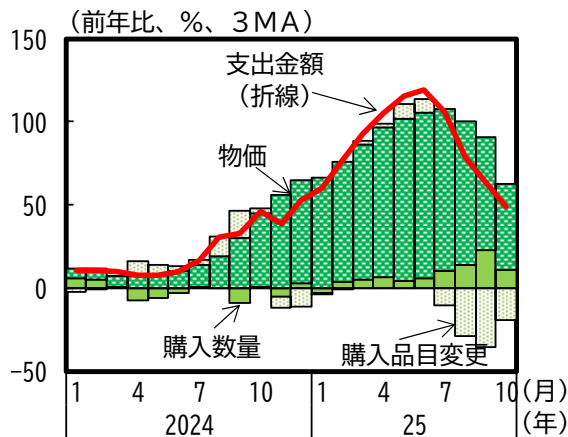
(備考) 1. 総務省「家計調査」、「消費者物価指数」により作成。  
 2. 二人以上世帯。△支出金額÷△購入数量+△購入単価=△購入数量+(△物価+△購入品目変更)として分解。△購入品目変更は、購入単価の変化率から物価指数の変化率を差し引いた残差。

それでは、この備蓄米の購入行動はどういった層で特にみられるのだろうか(コラム2-1-2図)。この点を確認するため、年齢階層別にコメの購入価格を同じ3つの要素に分解すると、2025年6月以降、全体的に購入品目変更要因による押下げが大きくなっているが、特に年齢の高い層でその傾向が強くみられる。また、2024年末~2025年頭は、高齢層に加えて29歳以下の層で購入品目変更要因による押下げが大きくなっている。先述の通り、インターネットや全国チェーンのドラッグストア等、若年層の行動範囲と親和性のある、より安価に米を売っている場所を探すという行動がとられた可能性がある。一方、30~40代の子育ての中心世代では、2025年6月以降の備蓄米販売時期以前ではほとんど購入品目変更要因寄与がみられず、2024年後半~2025年前半の米価上昇の影響を大きく受けていた可能性が示唆される。

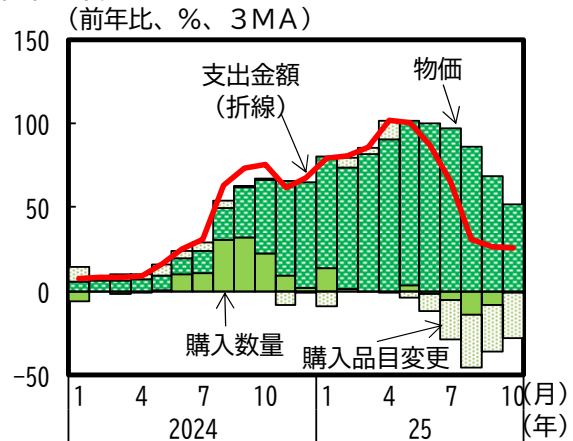
コラム2-1-2図 米の購買行動(年齢別)



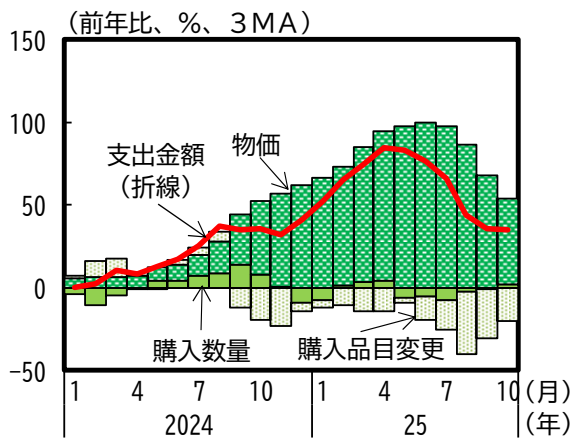
(3) 40代



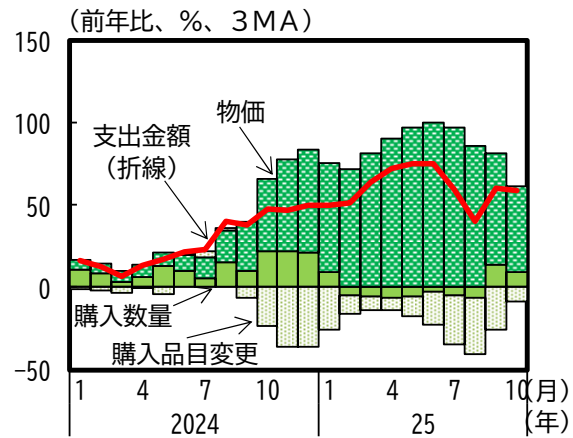
(4) 50代



(5) 60代



(6) 70歳以上



(備考) 1. 総務省「家計調査」、「消費者物価指数」により作成。

2. 二人以上世帯。△支出金額＝△購入数量＋△購入単価＝△購入数量＋（△物価＋△購入品目変更）として分解。△購入品目変更は、購入単価の変化率から物価指数の変化率を差し引いた残差。

一方、代表的な肉類として豚肉の動向を確認すると（コラム2-1-3図）、2019年以降、物価が押上げに、数量が押下げに寄与<sup>14</sup>する傾向が一貫して続いているが、購入品目変更要因についても、期間を通じて一定の押し下げ寄与がみられることが分かる。また、購入金額の増加率に対する寄与度という観点でも、例えば2024年は購入金額が＋1％程度のところ、物価寄与が＋5％ポイント程度であるのに対し、数量寄与がマイナス1％ポイント程度、購入品目変更要因についてはマイナス3％ポイント程度となっており、購入品目変更要因が購入金額全体の変化率に与える影響が相対的に大きいことが分かる。

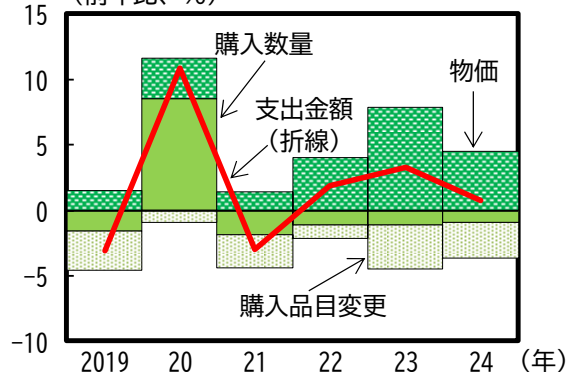
言い換えれば、豚肉の物価上昇に対しては、少なくとも足元までは、部位や銘柄を変更して単価の低い肉を購入するなどの行動変化により、影響を一定程度和らげることができていた。これに対し、米の購入についてはそうした行動変化の選択肢が乏しく、米価上昇の影響を家計がより大きく受ける結果となっていた、という違いがあったと考えられる。

<sup>14</sup> 2020年の数量の増加は、コロナ禍で外食等ができず、家で料理をする機会が増えたことによるものと考えられる。

### コラム2-1-3図 豚肉の購買行動

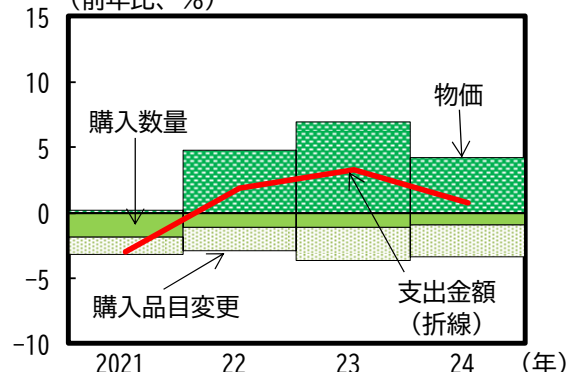
#### (1) 国産品

(前年比、%)



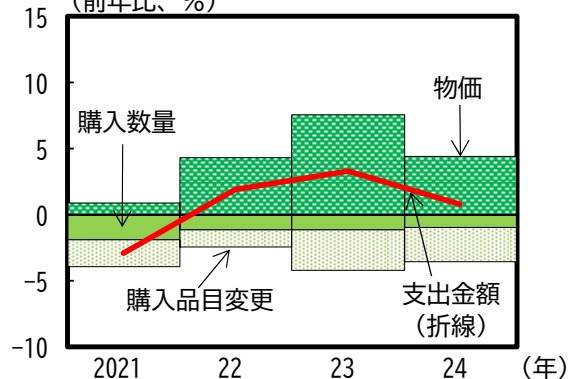
#### (2) 輸入品

(前年比、%)



#### (3) 国産品+輸入品

(前年比、%)



- (備考) 1. 総務省「家計調査」、「消費者物価指数」により作成。
2. 二人以上世帯。△支出金額＝△購入数量＋△購入単価＝△購入数量＋（△物価＋△購入品目変更）として分解。△購入品目変更は、購入単価の変化率から物価指数の変化率を差し引いた残差。支出金額及び購入数量は同一の値とした上で、物価をそれぞれ国産品、輸入品に分けて算出。国産品＋輸入品の物価は、国産品と輸入品のウェイトを加重平均して算出。

## 2. 購買行動の違いと物価上昇

本小節では、購買行動の違いによって家計が直面する物価上昇は異なること、直面する物価上昇の違いが消費に与える影響等について分析する。

### (消費者物価上昇率の計算に用いるウェイトは平均的家計の消費バスケット)

冒頭に述べたように、物価動向の代表的系列として参照される「消費者物価指数」は、各財の価格動向を、一定のウェイトを用いて加重平均したものである。当然、加重平均で用いるウェイトが変われば、加重平均された系列も変わってくると想定される。それでは、どのようなウェイトを用いるのが妥当なのか。「消費者物価指数」は、「世帯の消費生活に及ぼす物価の変動を測定する」ことを目的に、家計の消費支出を対象として、現行の2020年基準では、「家計調査」における2019年と2020年の1か月当たり・1世帯当たりの品目別支出

金額（2人以上世帯）をベース<sup>15</sup>に算出している。言い換えれば、ある平均的な家計がある年と同じ消費構造（数量、比率）を継続する場合に、昨年と比較してどのくらい多くの金額を支払う必要があるか、というのが、物価指数、物価上昇率の考え方であると言える。

しかしながら、注意すべき点は、そのウェイトはあくまで「2人以上世帯」の「平均的」な家計の消費バスケットである点である。前小節で見たように、同じ2人以上世帯であっても、世帯主の年齢次第では食料品のウェイトが大きく異なったり、2人以上勤労者世帯であっても、所得階層次第で食料品のウェイトが大きく異なったりする。その場合、維持されるべき「消費構造」が異なるのだから、物価指数も異なるはずである<sup>16</sup>。

もう一つ重要な視点として、直面している物価上昇の違いが、物価上昇に対する認識の違いにも影響を与え、その結果、予想物価上昇率の違いを生み出すという点がある。すなわち、適応的期待形成の下では、過去の経験をもとに将来の予想が形成されるが、この際、過去の経験が異なれば<sup>17</sup>、将来の予想も当然変わってくると考えられている。この「過去の経験」は、時間軸の違いだけでなく、同時点であっても、購買行動の違いにより異なった経験となり得る。例えば、食料品の価格だけが急上昇した場合、食費の割合が高い家計は、低い家計と比べて、物価上昇率が高まったと感じる度合いが強くなると考えるのは自然である。

総務省が公表している作成方法に基づいて、家計調査の消費額をウェイトにとり、消費者物価指数の品目別の値を加重平均すると、公表されている消費者物価指数がほぼ再現される<sup>18</sup>（付図2-2）。そこで、ウェイトとして用いる消費バスケットのパターンを、各世帯タイプの消費パターンに変更して計算することで、世帯類型が直面する消費者物価上昇率を計算・比較することができるはずである。総務省「消費者物価指数年報」においては、2人以上世帯の年齢別と所得階層別の消費者物価指数（上昇率）は公表されている。もっとも、世帯属性間の差が何によってもたらされているかについては、内訳を別途、観察し、分析することが必要である。また、「消費者物価指数年報」の数値は、ウェイトを2020年の数値で固定したいわゆる「固定基準」である。物価が上昇し、特に相対価格が変化する局面では、一般的には、より価格が上昇した財の消費量を減らす（その財のウェイトが低下する）ことから、ある年で固定したウェイトを用いた物価指数（ラスパイレス指数）には、一般に上方バ

<sup>15</sup> 「家計調査」の消費支出額をベースにしつつ、仕送り品等の一部品目の除外や、「家計調査」と1対1対応しない品目の組み換え、「家計調査」では計上されない「帰属家賃」の系列の補完といった処理を行っている。詳細は、総務省が公表している「2020年基準 消費者物価指数の解説」を参照。

<sup>16</sup> 欧米では、家計の消費構造の違いが経験する物価上昇率に影響を与えるという論点の研究が多くみられる。その走りの一つである Hobijn and Lagakos(2005)は、ガソリン価格の動向が特に物価上昇率の認識の違いに影響することを指摘している。また、最近の研究として、Caisl et al.(2023)は、燃料に加えて食料価格の上昇により、低所得者の直面物価上昇率が高いことを指摘している。

<sup>17</sup> 代表的なものとして、米国では、1980年前後の物価上昇率の高い時期を経験したかどうかで、予想物価上昇率の水準が変わることなどが指摘されている。

<sup>18</sup> 一部ズレが残るのは、中分類ベースで作成していることによる違いや、係数の丸めの問題等があると考えられる。

イアスがかかることが知られている。この点を和らげるため、本小節では、消費者物価指数の作成方法に倣って、様々な世帯属性の消費者物価指数を、ウェイトを毎年アップデートしたうえで試算し、その違いが何によってもたらされているかを分析していく<sup>19</sup>。

### （現役世代よりも年金生活世代の方が物価上昇の影響を大きく受ける）

まず、先述の通り、消費者物価指数におけるウェイトは「二人以上世帯」であったことから、それを「二人以上勤労者世帯」と「二人以上無職世帯」に分ける。おおむね、前者は現役世帯、後者は引退後の、年金を受給して生活している世帯に対応する<sup>20</sup>。両者を比較してみると（第2-1-8図（1））、基本的に、「二人以上勤労者世帯」よりも「二人以上無職世帯」の方が直面物価上昇率が高いことが分かる。ただし、2023 年前後は一時的に差が縮小している。結果的に、2020 年からの5年程度で、両世帯の直面する物価上昇率は3%程度の差が出ている。さらに、差が生じたのは主に2022 年と2025 年であることもわかり、この2年は、両者の上昇率の差が1%ポイント程度となっている。言い換えれば、同じ額の所得を得ていたとしても、実質所得には1%の差がついていることになる。

それでは、何が原因で差が生じており、何が原因で差が縮小しているのか。この点を確認するために、各属性について直面物価上昇率の寄与度を計算し、平均（ここでは「二人以上世帯」）の物価上昇率における寄与度との差を計算したものが第2-1-8図（2）である。結果をみると、まず、「二人以上勤労者世帯」では「食料」の寄与度が下方に出ている、すなわち、平均よりも直面物価上昇率を押し下げる方向に働いているのに対し、「二人以上無職世帯」では寄与度が上方に出ている、すなわち、平均よりも直面物価上昇率を押し上げる方向に働いていることが分かる。この背景としては、前掲第2-1-7図で見たように、勤労者世帯よりも無職世帯の方が消費に占める食料の割合が高いことがあると考えられる。一方、2023 年前後に両属性で直面物価上昇率の差が縮小した背景としては、光熱・水道費がある。光熱・水道費については、こちらも無職世帯の方が消費に占める割合が高くなっているが、この時期は、2023 年2月以降に導入された電気料金補助制度が始まったタイミングとおおむね一致しており、当該時期は光熱・水道費が前年比マイナスになっている。そのため、光熱・水道費の割合の高い無職世帯の直面物価上昇率の方が大きく押し下げられる（シェアの高いものがより大きくマイナスに寄与する）ことになったと考えられる。

さらに、2025 年に入ると、「教育」が寄与度分解に現れてくることも特徴的である。子育て世帯の多くは勤労者世帯であると考えられることから、2025 年4月の高校の実質無償化

<sup>19</sup> 実際、Strasser et al. (2023) は、2010 年代の世帯間の物価上昇率の違いについて、ラスパイレース型の物価指数は所得階層で上昇率に違いが残るが、代替を考慮したパーシェ型の物価指数では上昇率の違いがほぼ解消されることを指摘している。

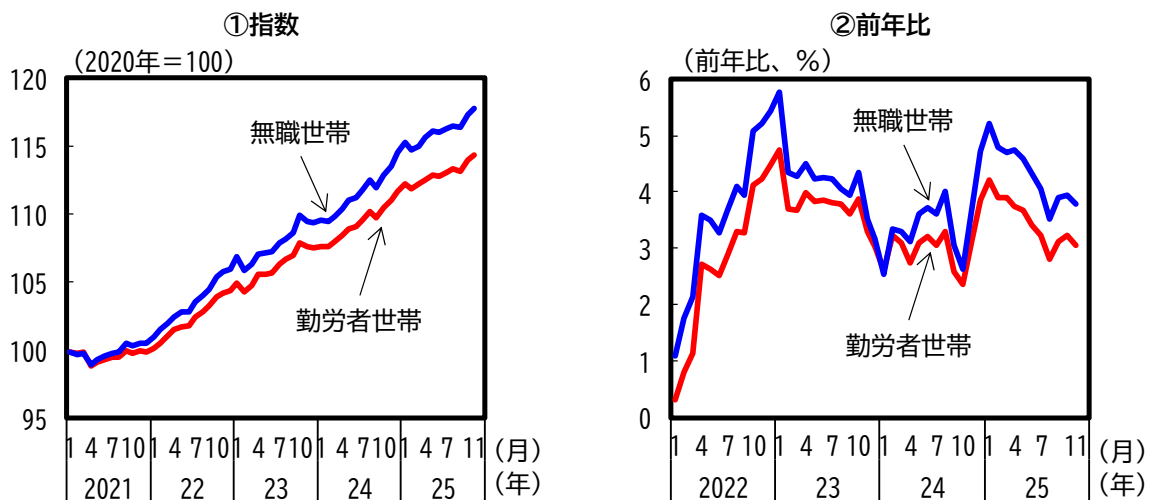
<sup>20</sup> 世帯主年齢の平均は、二人以上勤労者世帯が 50.4 歳、二人以上無職世帯が 75.4 歳である。

の影響<sup>21</sup>は、勤労者世帯に多く影響したものと考えられる。寄与度ベースでは、勤労者世帯の直面物価上昇率を平均世帯比で 0.1%ポイント程度押し下げ一方、無職世帯の直面物価上昇率を平均世帯比で 0.2～0.3%ポイント程度押し上げており、合わせて 0.3～0.4%ポイント程度の差の原因となっていたと考えられる。

総合すると、同じ二人以上世帯であっても、勤労者世帯、言い換えれば現役世帯と、無職世帯、言い換えれば老後の世帯では、実際に直面している物価上昇率が異なっていたと考えられる。特に、老後の世帯では食料や光熱・水道費といった、生活必需品が消費に占めるシェアが高い。こういった財・サービスの価格上昇率が高い時期には、老後の世帯の方が、直面物価上昇率が高くなっていた。また、こういった財は価格弾力性が低い、すなわち、価格が多少上がっても、基本的な生活のために必要な財が多くを占めていることから、消費量を大きく減らすことができず、より物価上昇の影響が強くなっている可能性も考えられよう。さらに、高校無償化といった短期的には特定の世代に受益が集中する価格引下げは、マクロで見た物価上昇率では把握できない、家計ごとに異なる直面物価上昇率を生む点にも留意する必要がある。

## 第2-1-8図 現役世帯と老後世帯の直面物価上昇率の比較

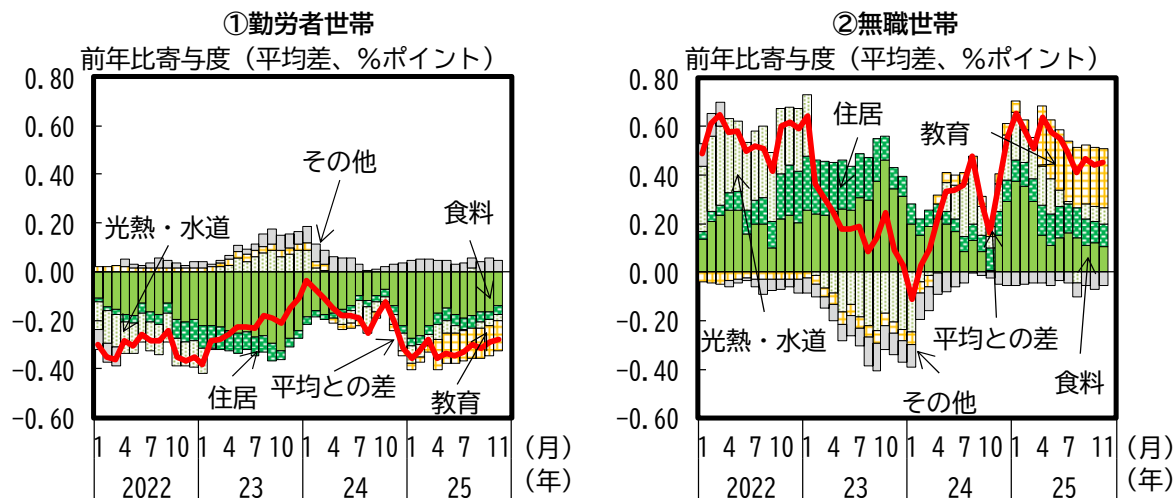
### (1) 直面物価水準と上昇率



<sup>21</sup> なお、マクロで見たCPI総合への影響は、「令和8年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度（令和7年12月24日閣議了解、令和8年1月23日閣議決定）」によれば、2025年度全体で0.2%ポイント、2026年度で0.3%ポイント程度（給食無償化の影響を含む）と推計されている。



## (2) 直面物価上昇率の平均差の要因分解



（備考）総務省「家計調査」、「消費者物価指数」により作成。持家の帰属家賃を除く。

### （低所得層ほど直面物価上昇率が高い）

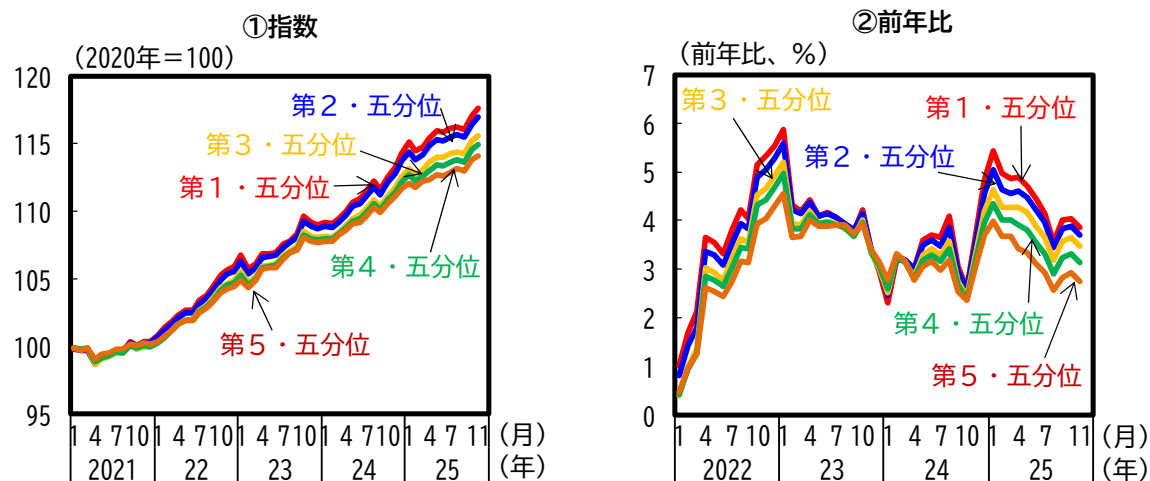
次に、所得階層別に直面物価上昇率を比較したものが第2-1-9図（1）である。これを見ると、全体的に所得階層が低い層ほど直面物価上昇率が高い傾向にあることが分かる。特に、第1分位と第2分位は高く、第3～第5分位の間の差はあまりみられない。こちらも、2021年からの5年間で、直面物価上昇率が最も高い第1分位と最も低い第5分位の間で、3%程度の差が生じていることが分かる。

また、同様に要因について確認すると（第2-1-9図（2））、第3・第4分位は平均とほぼ同じような動きをしているのに対し、第1・第2分位は、無職世帯と同様に、食料品価格の上昇の影響を大きく受けていることが分かる。2023年1月<sup>22</sup>から光熱費の補助が始まり、その恩恵を受けている点も同様である。一方、第5分位については、食料品価格上昇の影響を相対的に受けていない、という点では、勤労者世帯と無職世帯の比較で言えば、勤労者世帯に近い特性を持っていると言える。一方、「教育」については、特に第5分位の世帯が高等学校等就学支援金の所得制限の一部が事実上撤廃された恩恵を受けている（低下幅が大きくなる）点も特徴的である。具体的には、第5分位の世帯の「教育」は2025年4月以降0.2%ポイント程度押下げに寄与しているのに対し、第1・第2分位では0.2%ポイント程度の押上げに寄与しており、トータルでは0.4%ポイント程度の差を生んでいる。この背景には、前小節で見た通り、高所得世帯ほど、教育にける金額が高くなる傾向にあることがあると考えられる。

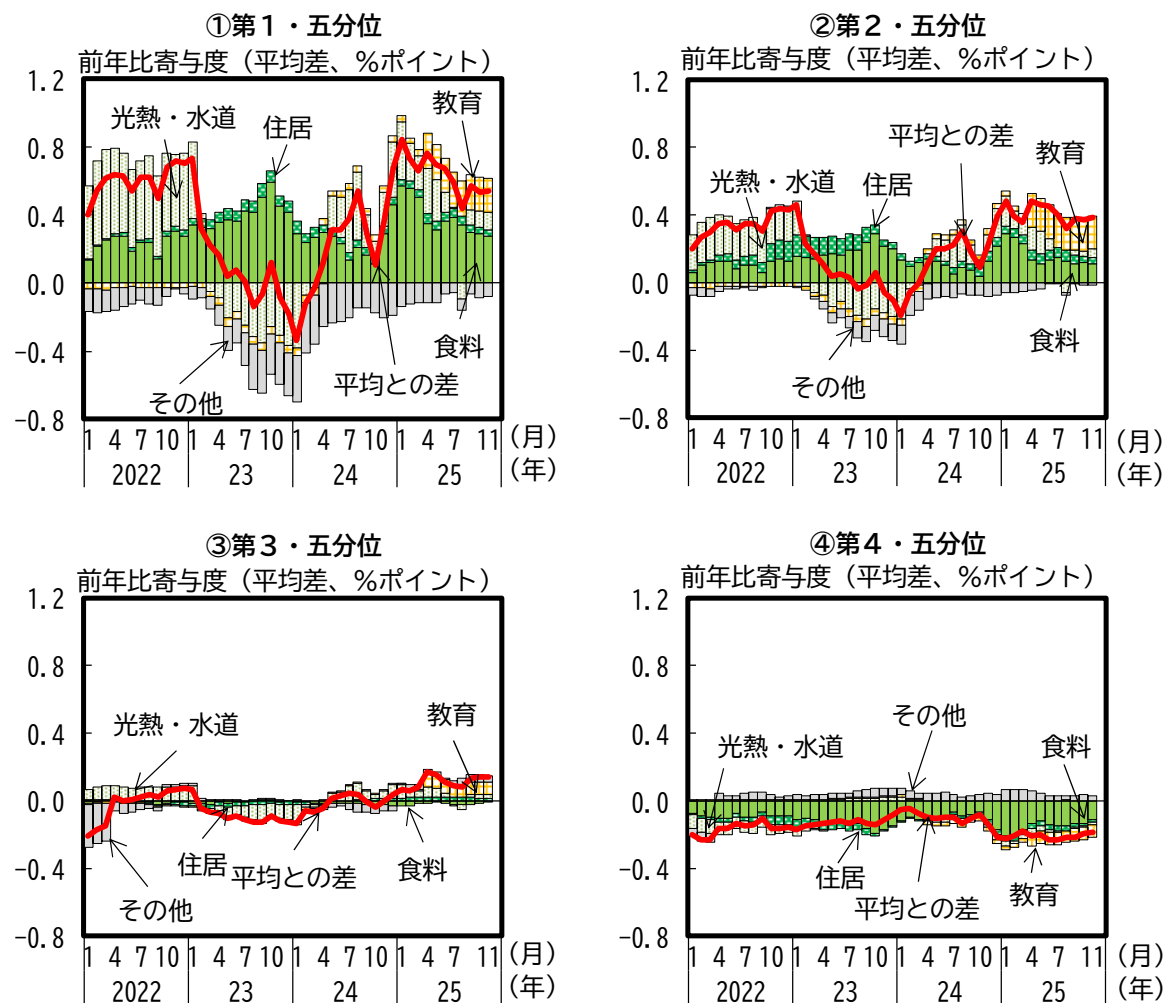
<sup>22</sup> なお、CPI統計上は、電気・ガス料金については「電気やガスを使用した月」ではなく「光熱費として請求される月」の指数に反映されるため、23年2月から押下げ効果が発現する。

## 第2-1-9図 所得階層別の直面物価上昇率の比較

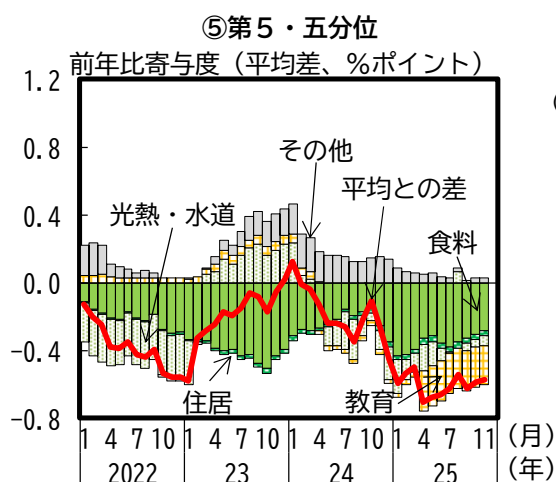
### (1) 直面物価水準と上昇率



### (2) 直面物価上昇率の平均差の要因分解







### （高齢層ほど直面物価上昇率が高い）

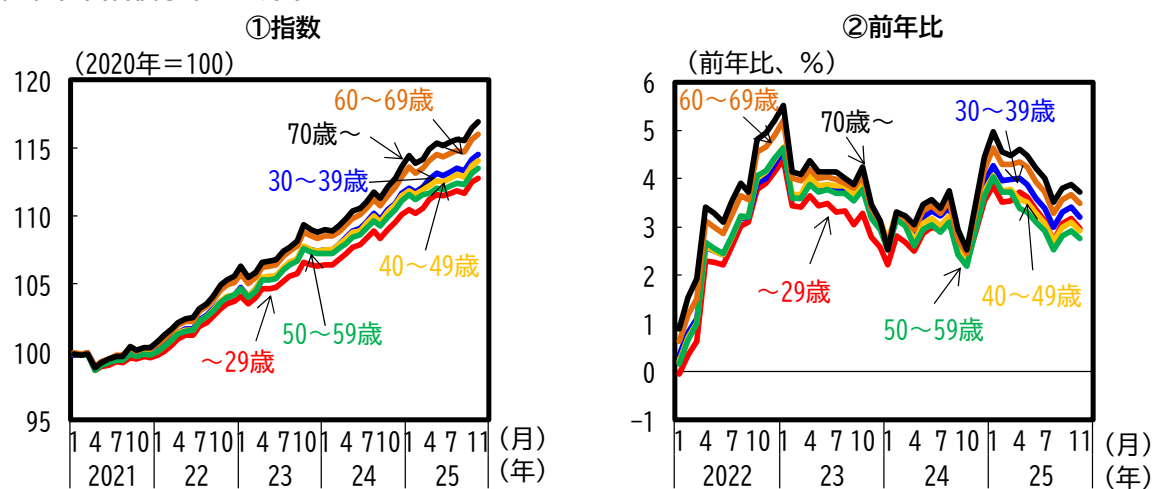
次に、年齢別に直面物価上昇率が異なるかを見てみよう。第2-1-10 図（1）は、20代から60代までの10歳刻みで、直面物価上昇率の水準がどのように異なるかを比較したものである。結果をみると、大きく分けて、20代、30～50代、60代以上、の3つのグループに分けることができる。20代は、基本的に全ての期間で直面物価上昇率が相対的に低い。60代～70代、特に70代は相対的に高く、30～50代はその中間であり、同グループ内ではほとんど差がみられない。20代と70代では、4%ポイント程度の差が生じている。

先に見た通り、年齢階層別では、高齢層ほど家計消費に占める食料品の比率が高かった。そのため、食料品価格が上昇する局面においては、高齢層ほど直面物価上昇率が高くなる傾向にあると言える。実際、どのような財の物価上昇率が直面物価上昇率の差に影響しているかを確認すると（第2-1-10 図（2））、特に60代以上では、食料の寄与が平均家計以上となっており、食料品の価格上昇が直面物価上昇率を押し上げていることが分かる。一方、40代、50代では、足元の直面物価上昇率が他の世代と比べてやや低くなっているが、これは教育費の押下げによるものである<sup>23</sup>。それ以外の世代では、消費に占める教育費の割合が相対的に低いことから、直面物価上昇率を相対的に押し上げる効果が働いていることが分かる。

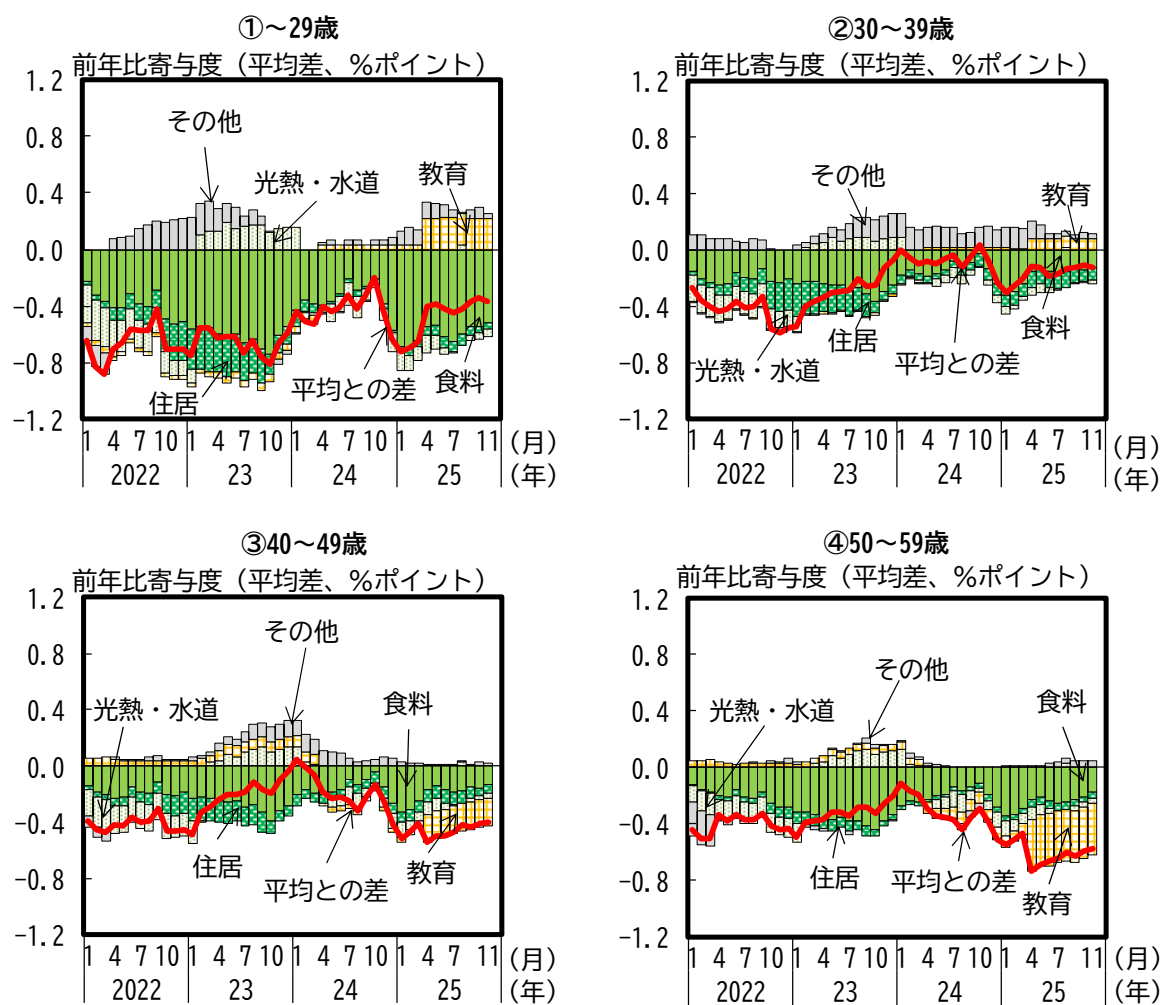
<sup>23</sup> 世帯における18歳未満人口が多いのは30代～40代であるが、高校無償化の影響は、子どもが15歳になってから発現することから、40代～50代の、ある程度子どもが大きくなっているであろう世代に大きく影響しているものと考えられる。実際、この世代が受けている恩恵は0.4%ポイント程度（押下げ幅）と、他の属性別のケースよりも大きい。

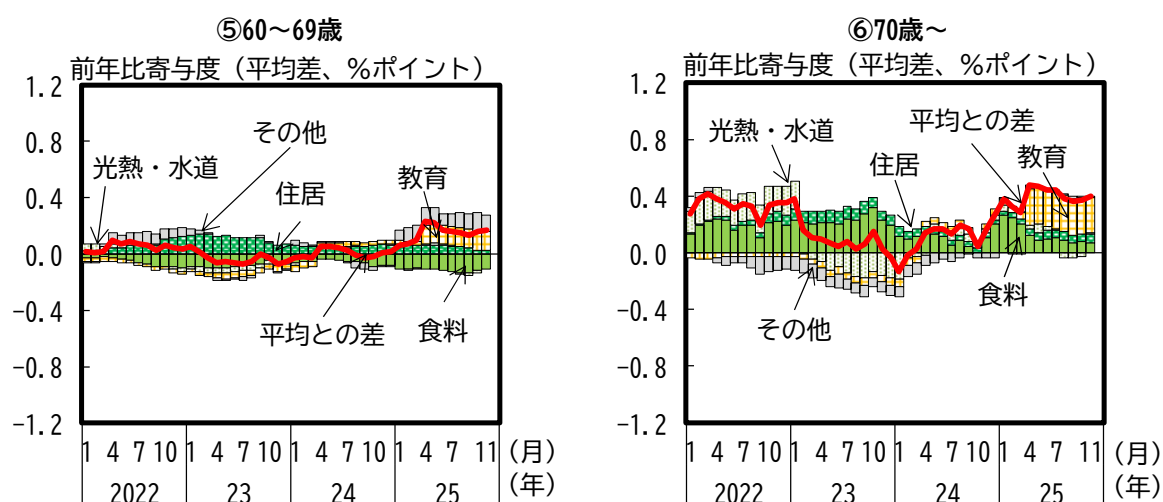
## 第2-1-10図 年齢階層別の直面物価上昇率の比較

### (1) 直面物価水準と上昇率



### (2) 直面物価上昇率の平均差の要因分解





(備考) 総務省「家計調査」、「消費者物価指数」により作成。持家の帰属家賃を除く。

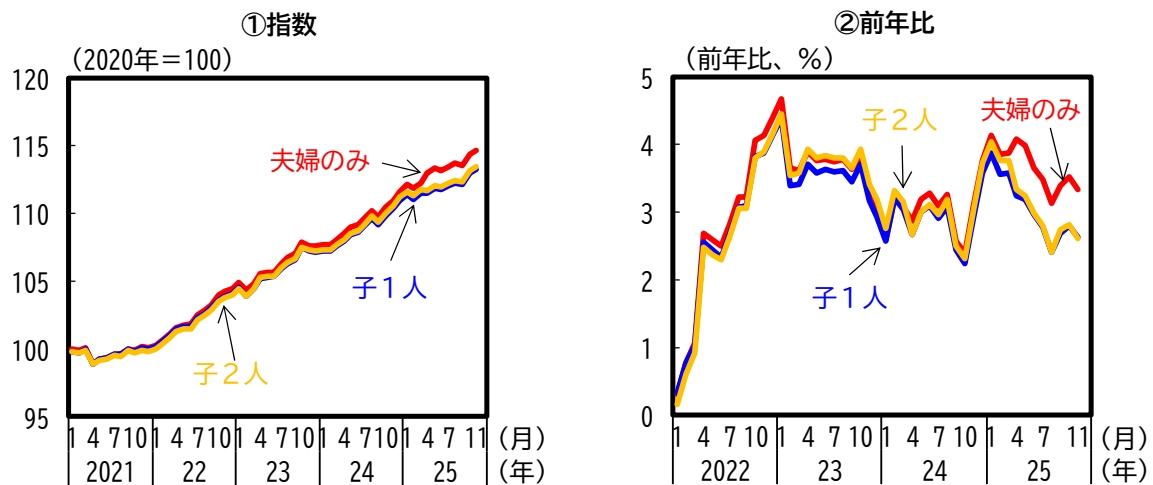
### (教育費支援によって子どもがいる世帯の直面物価上昇率は低下)

次に、子どもがいる世帯といない世帯で比較したものが第2-1-11 図である。これを見ると、二人以上勤労者世帯について、夫婦のみの世帯、子ども1人世帯、子ども2人世帯、いずれも 2024 年まではほぼ同程度で推移している。実際、2024 年までの差は1%未満となり、他の類型における差と比べると、小さくなっている。一方、2025 年については、夫婦のみの世帯と、子どもがいる世帯の間の直面物価上昇率にやや乖離が出ていることも分かる。この原因について、前年比の寄与度の差分を同様にとると、「食料」については、先述の通りもともと消費に占めるシェアにそれほど差がないこともあって、大きな違いにはなっていないことが分かる<sup>24</sup>。一方で、ここまで見てきた通り、教育無償化の影響もあり、「教育」による寄与度の違いが生まれている。特に、子どもが高校や大学で教育を受ける年齢になっている 40～50 代の世帯に加え、比較的所得が高く、教育費を多くかけている世帯もその恩恵を受け、直面物価上昇率が低くなっていることが分かる。

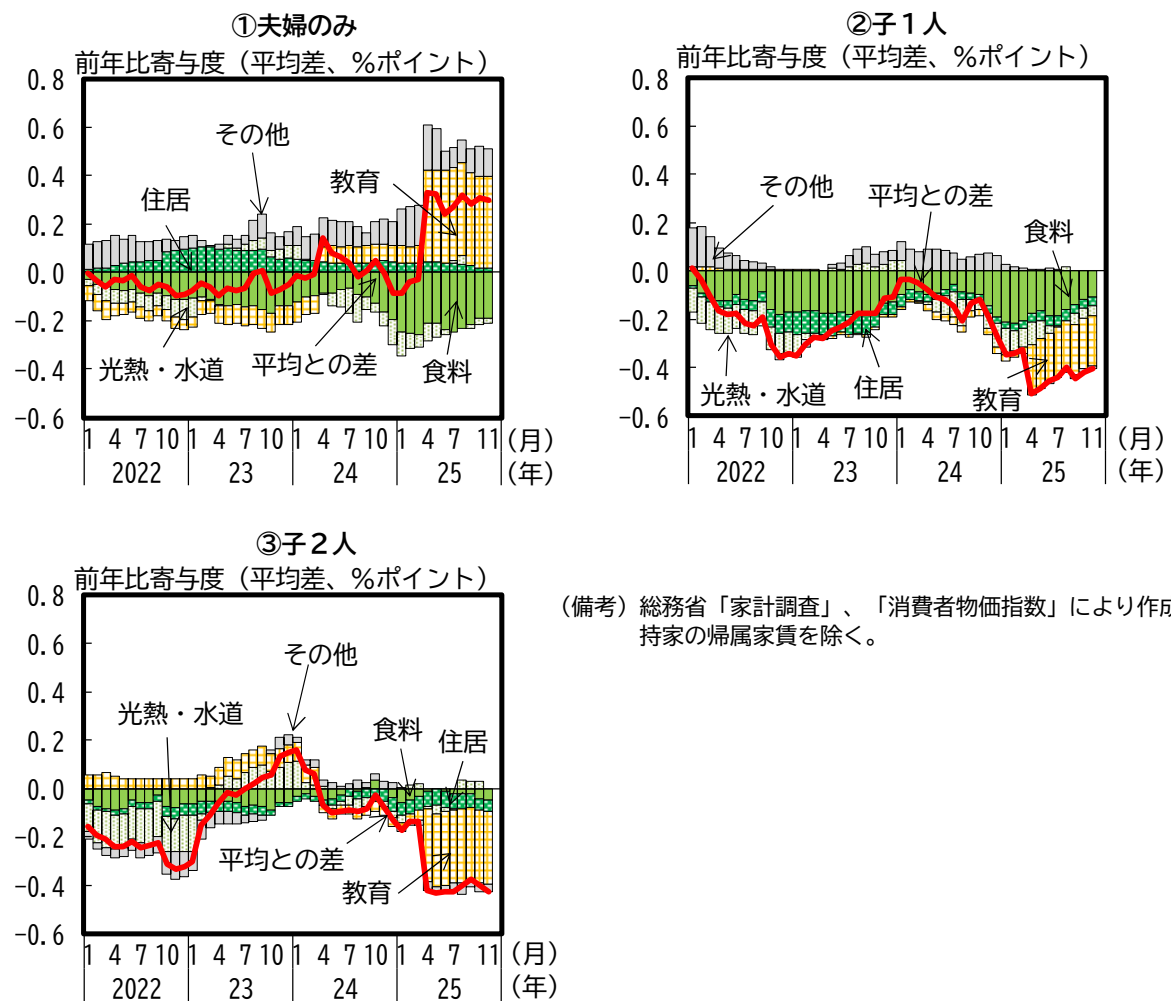
<sup>24</sup> なお、ここで挙げた全ての世帯で「食料」の寄与が下方に出ているが、これは、「夫婦のみの世帯」「夫婦と未婚の子1人の世帯」「夫婦と未婚の子2人の世帯」は、「2人以上世帯」の部分集合（他に、子が3人以上いる世帯がある）であり、これら3類型を平均しても、2人以上世帯にならないからである。

## 第2-1-11図 子の有無別の直面物価上昇率の比較

### (1) 直面物価水準と上昇率



### (2) 直面物価上昇率の平均差の要因分解



## コラム2-2 所得格差と必需品価格上昇のミクロモデル

ここまで、2020年代に入ってから物価上昇が、消費構造が異なる様々な属性の家計にどのような影響を与えてきたかを考察してきた。分析によると、所得が相対的に低い家計や子育て中の家計の負担が相対的に重いこと、所得の低い家計が、食料やエネルギー（電気・ガス）の価格上昇に強く影響を受けていることが確認された。

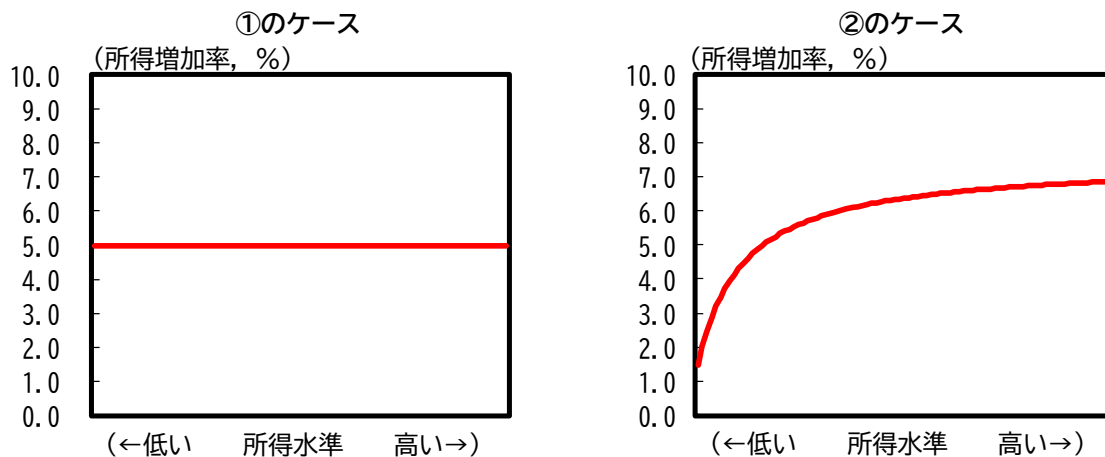
このコラムでは、やや見方を変えて、物価上昇が異質な家計に異なる負担を与える様子を、ミクロ経済学的な消費者モデルを用いて理論的に描写することを考える（モデルの数学的な詳細は付注2-1参照）。消費者が所得（予算）の範囲内で2つの財を消費するモデルを考え、片方の財は必需財で、必ず一定量を消費しなければならないという制約を組み込む<sup>25</sup>。この必需財は、ここでは食料品を想定しており、どのような状況下でも一定量の食事をしなければならないという意味で、このモデルと整合的である。このモデルを用いて、「物価上昇によって効用（モデルにおける生活水準や満足度に相当）が減少しないようにするためには、所得がどれだけ上昇する必要があるか」を以下の3つのケースについてシミュレーションしたものがコラム2-2図（1）である。

- ① すべての財価格が5%上昇するケース
- ② 必需品でない財の価格が10%上昇するケース
- ③ 必需品の価格が10%上昇するケース

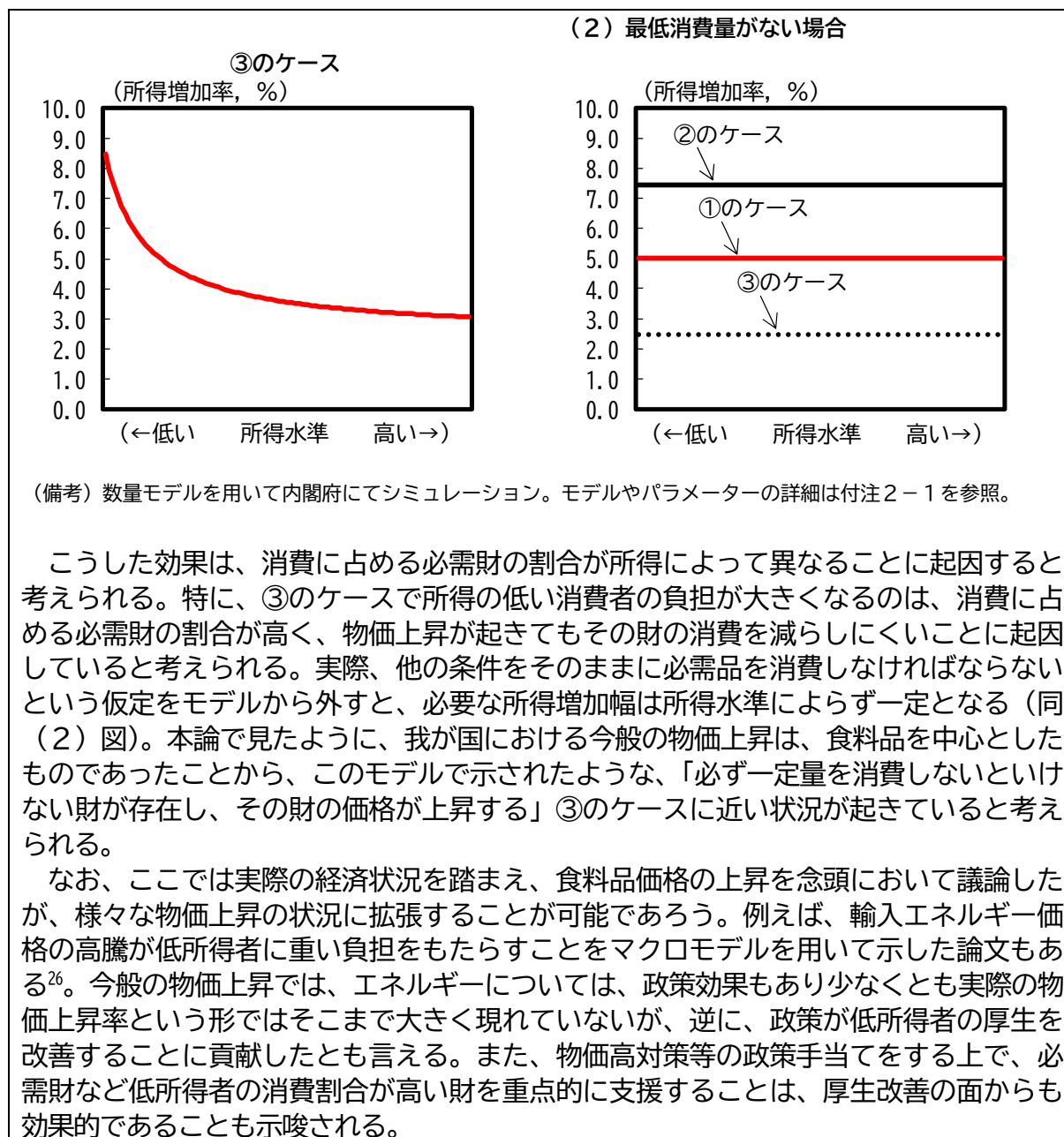
これをみると、①のケースでは、負担は家計所得によらず均一である。必需財価格が横ばいの②のケースでは、所得の低い層の負担は相対的に軽くなる。一方、必需品の値上がりが多い③のケースでは、逆に所得の低い層の負担が相対的に重くなっている。

コラム2-2図 財価格が不均一に上昇しても厚生を維持するために必要な所得の増加率

（1）最低消費量が決められている場合



<sup>25</sup> 一般に「ストーン・ギアリー型効用関数」と呼ばれるタイプの効用関数である。例えば、塩路（2010）は、需要の所得弾力性が財ごとに異なる状況をモデル化するために、この形の効用関数を用いている。



### （直面物価上昇率の違いを加味した実質所得の伸びは、足元で世帯類型間の差が拡大）

この観点から、実質所得の伸びについても評価を試みる。すなわち、実質所得上昇率は、名目所得上昇率から物価上昇率を引いたものであり、「購買力」の変化を示すものでもある。なぜ物価上昇率を差し引くと購買力の変化になるかと言えば、物価上昇率とは、同じ財を購入するために必要な金額の変化でもあるからである。しかし、これまで見てきた通り、世帯類型ごとに消費の構造は異なっており、直面する物価上昇率も同じ理由で異なる。そのため、

<sup>26</sup> Bobasu et al. (2025)等。



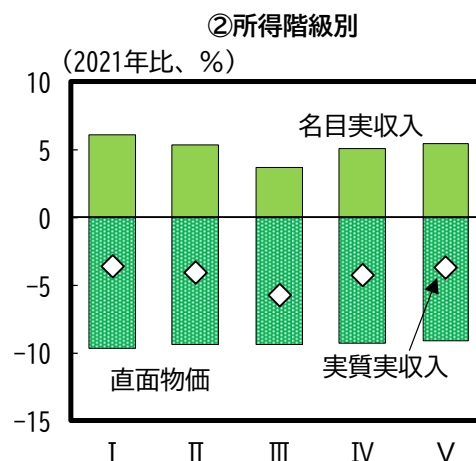
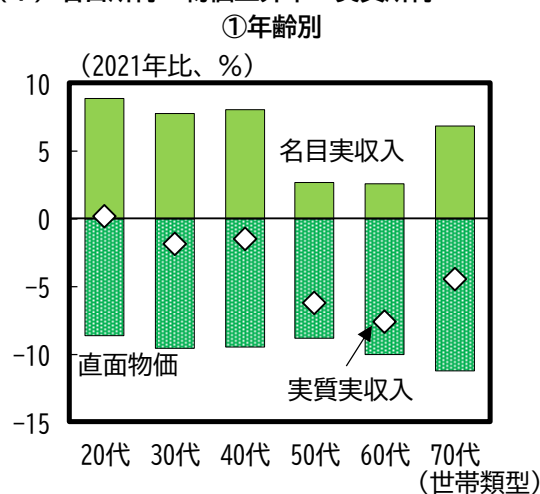
実質所得の動向を評価する上では、各世帯の直面する物価上昇率を使って評価することで、より正確な評価が可能になると考えられる。

そこで、「家計調査」における実収入と可処分所得について、年齢階層別と所得階層別に、まず名目所得（実収入）の伸び率と、各世帯が直面している物価上昇率を用いて実質化した実質所得の伸び率を比較すると（第2-1-12図）、2021年から2024年の3年間で、名目所得はいずれの世帯類型でも増加している一方、高齢世帯ほど、また低所得者世帯ほど直面物価上昇率が高いことから、実質所得の増加率にも違いが生じていることが分かる。一般に実質所得を評価するときは平均の消費者物価を用いることから、それで評価した場合との差分を確認すると、例えば20代では、平均の物価上昇率で評価した場合には実質所得がマイナスだが、直面物価上昇率を用いた場合は実質所得がプラスになっている。先述の通り、直面物価上昇率は実際に購入しているものの価格変化を見たものであるため、実感としては、実質所得がプラスになっている（従来通りのバスケットの消費を続けるために必要な金額の増え方よりも、所得の増え方の方が大きい）ものと考えられる。一方で、高齢層では、例えば60代では直面物価で評価した場合と平均物価で評価した場合で実質所得が1%程度異なる（直面物価で評価した場合の方がマイナス幅が大きい）など、購買力の低下がより大きくになっている。

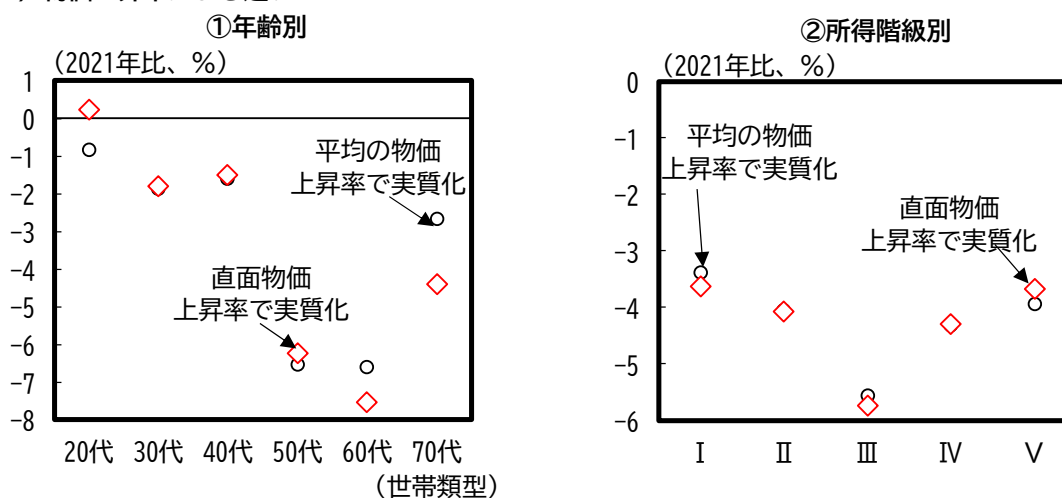
所得階層別にも同様に分析することができるが、こちらは年齢階層ほどの差は生じていない。ただ、第1所得分位は直面物価で評価すると0.3%ポイントほど実質所得のマイナス幅が拡大する一方、第5所得分位は同様に評価すると0.3%ポイントほど実質所得のマイナス幅が縮小しており、実質所得で見た差が生じていることは見て取れる。

第2-1-12図 直面物価上昇率で実質化した実質所得の伸び

(1) 名目所得・物価上昇率・実質所得



## (2) 物価上昇率による違い



### (直面物価上昇率が高い家計ほど、実感物価上昇率、予想物価上昇率共に高い傾向)

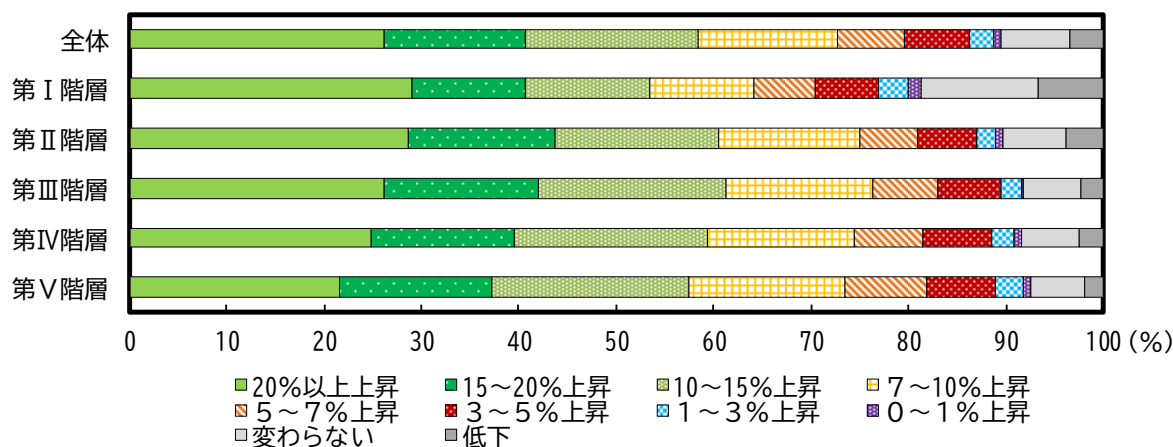
最後に、こうした直面物価上昇率が実感物価上昇率や予想物価上昇率に与える影響について確認しよう。内閣府(2025)では、独自のアンケート調査を用いて、実感物価上昇率と予想物価上昇率の間に高い相関があること、高齢の家計ほど適応的期待形成(足元の物価動向に予想物価上昇率が影響されること)の性質が強く、かつ予想物価上昇率も高い傾向にあること等を示した。ここでは、同じアンケートを別の切り口から集計することで、今回の分析結果と合わせて解釈したい。

まず、直面物価上昇率と実感物価上昇率の関係を見るため、所得階層別の実感物価上昇率(2025年3月時点)を確認する(第2-1-13図)。先述の通り、所得階層別にみると、食品が消費に占めるシェアの違い等を主因に、所得階層の低い家計ほど、直面物価上昇率が高い傾向にあった。実感物価上昇率についてみると、所得階層の低い家計ほど、実感物価上昇率が20%以上と答える人が多いことが分かる。あわせてみれば、全体として、所得階層の低い家計ほど直面物価上昇率が高く、また実感物価上昇率が高いことが分かる。

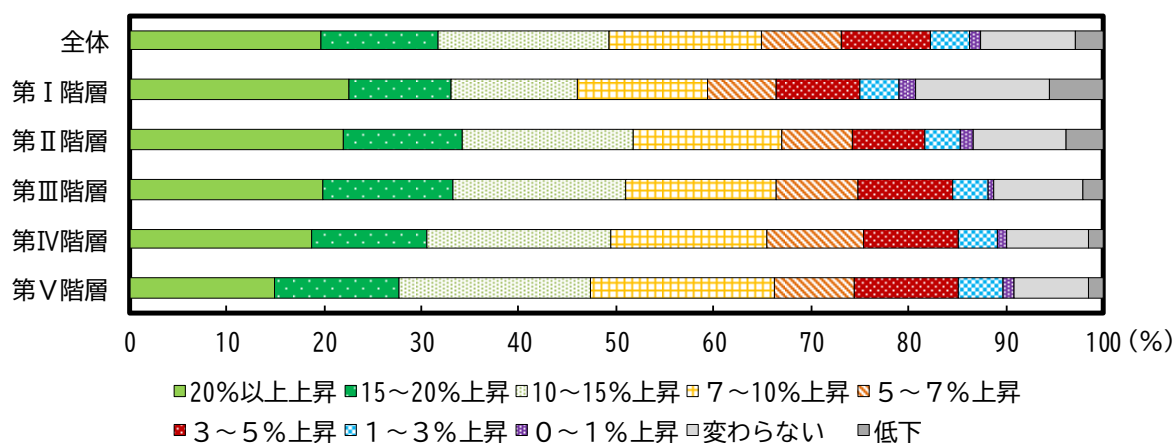


## 第2-1-13図 所得階層別の実感物価と予想物価

### (1) 実感物価



### (2) 予想物価 (1年後)

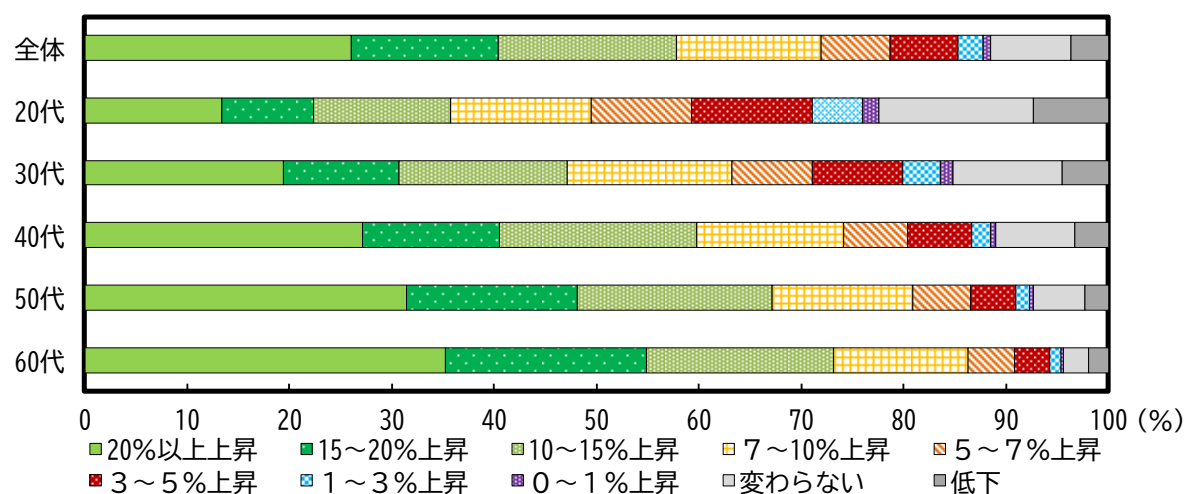


(備考) 1. 内閣府「家計の消費・貯蓄行動に関する調査」により作成。調査日は2025年3月18日～24日。調査の詳細は、内閣府(2025)の付注2-2を参照。

2. 所得階層は、当該調査における昨年(2024年)の手取り所得について、上位5%・下位5%を除いたサンプルを5等分しているため、「家計調査」における所得階層とは一致しない。所得階層は以下のとおり。  
第Ⅰ階層=0~199万円、第Ⅱ階層=200~300万円、第Ⅲ階層=301~480万円、第Ⅳ階層=481~650万円、第Ⅴ階層=651万円以上

次に、同様に所得階層ではなく、年齢で実感物価の比較をとると(第2-1-14図)、年齢が上がるほど、体感物価上昇率も上昇する傾向がみられる。例えば、20代で「20%以上」の物価上昇を体感しているのは10%強であるが、60代になると40%弱になる。先に見た通り、直面物価上昇率は、60~70代が最も高く、30代~50代がその次、20代が最も低い傾向があったが、その関係は実感物価上昇率とも整合的である。これだけで、これらの間に厳密な因果関係が成立しているとは言えないものの、少なくとも相応の相関関係があると言えるだろう。

第2-1-14図 年齢階層別の実感物価上昇率の分布



(備考) 内閣府「家計の消費・貯蓄行動に関する調査」により作成。調査日は2025年3月18日～24日。調査の詳細は、内閣府(2025)の付注2-2を参照。

### (食料や光熱費等の高頻度で購入する財と予想物価上昇率の連動が高い)

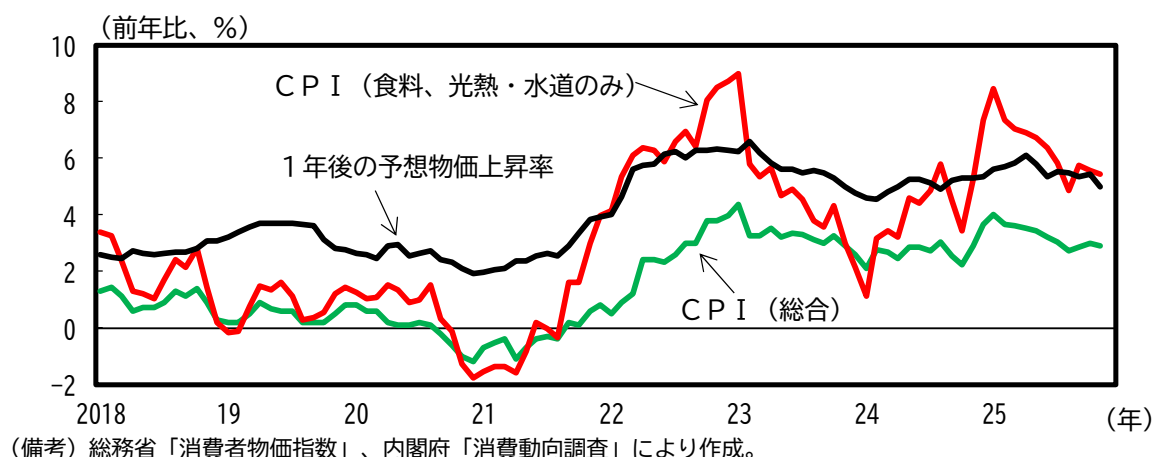
直面物価上昇率とはやや視点が異なるが、予想物価上昇率と足元の消費者物価上昇率(総合)の水準の乖離も、直面物価上昇率の概念を用いて説明がつく可能性がある。予想物価上昇率は、消費動向調査に基づいて計算すると、足元では6%程度となっている。足元の物価上昇率が高まっているとはいえ、消費者物価(総合)の前年比は3%前後となっており、最も高かった時でも4%程度であるから、5%以上の物価上昇を予想し続けることは、「過去の経験に影響されて予想を立てる」という適応的期待形成の観点からも説明が難しい。

この点について、いくつかの先行研究は、特に食料や光熱費(電気代、ガソリン代等)が実感物価上昇率に大きく影響することを指摘している<sup>27)</sup>。そこで、食料と水道・光熱費の上昇率を、両者の消費額の比率で加重平均した系列(以降「直面物価上昇率(食料・水道・光熱費のみ)」という。)と、消費動向調査から計算した予想物価上昇率を比較すると(第2-1-15図)、2021年以降、直面物価上昇率(食料・水道・光熱費)が消費者物価上昇率(総合)を上回り始める中で、予想物価上昇率も同時に上昇を始めていることが分かる。予想物価上昇率は2022年頃に6%に到達するが、直面物価上昇率(食料・水道・光熱費のみ)も2022年以降、最大で9%前後にまで到達しており、近い水準感となっていることが分かる。実際、消費動向調査の予想物価上昇率は「あなたの世帯で日ごろよく購入する品物の価格について、1年後どの程度になると思いますか。」という質問文になっている。何を「日ごろ

<sup>27)</sup>Kikuchi and Nakazono(2023)は、日本のデータを用いて、予想物価上昇率は食料品価格に影響を受けやすいことを指摘している。また、食料品等の物価動向が与える影響が大きい理由については、D'Acunzio et al.(2021)は、予想物価上昇率に与える影響の大きさは各財の購入額ではなく購入頻度に依存することを指摘している。

よく購入する品物」と判断するかは家計によって当然異なるが、例えば、高校授業料や自動車、家電よりは、食料品や光熱費の方が「日ごろよく購入する品物<sup>28</sup>」であると言えるだろう。そのため、設問の性質上も、こうした財の価格動向に、より影響を受けているものと推察される。

第2-1-15図 食料・光熱・水道のみのCPIと予想物価上昇率



(消費者マインドや景況感の向上のためには、家計の負担感を軽減することが重要)

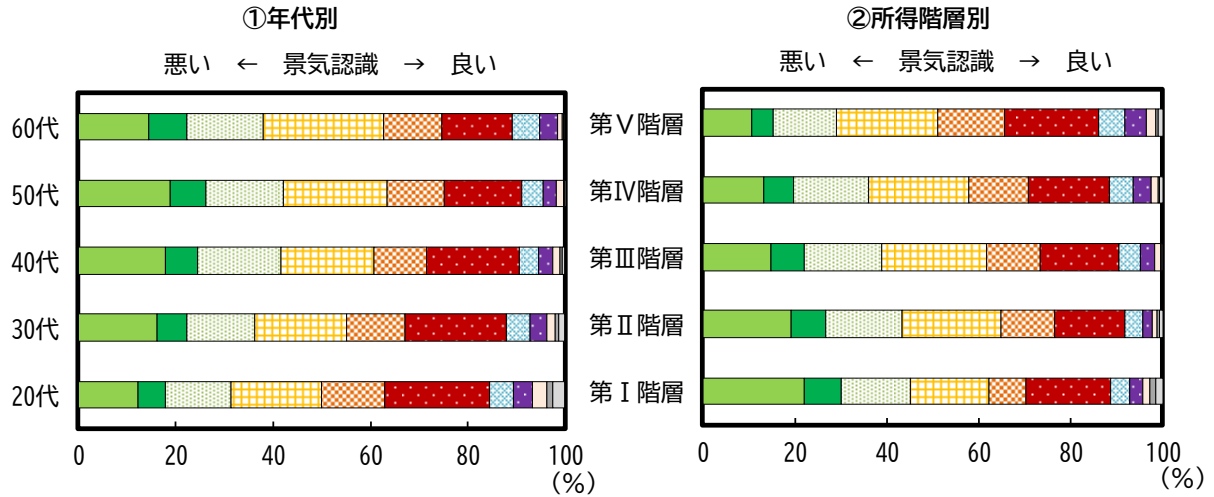
また、同じアンケートから景気認識(2025年3月時点)について確認すると、直面物価上昇率の低い属性(若年層、年収の高い層)ほど、景気認識について肯定的に答える人が多い傾向もある(第2-1-16図(1))。特に、所得階層別の景気認識を見ると、低所得層ほど特に景気が悪いと認識する傾向がより鮮明に出ているが、直面物価上昇率の違いもその要因の一つであると考えられる。また、同様に年齢階層別及び所得階層別に、公的統計で消費者マインド(消費動向調査の消費者態度指数)を比較すると、所得が低い世帯ほど、また年齢の高い世代ほど消費者マインドが低い傾向が見て取れる(第2-1-16図(2))。

令和7年度経済財政白書では、物価上昇が続く中で、実感物価上昇率、予想物価上昇率が共に高いほど、景気を否定的に認識する傾向があることを示しており、直面物価上昇率の高まりは、実感物価上昇率や予想物価上昇率の高まりを通じて、景況感を下押しする可能性がある。物価上昇率をマクロ指標として捉えるだけでなく、消費構造の違いにより世帯ごとに直面する物価上昇率が異なることを認識したうえで、執行段階にある新たな電気ガス料金支援も含め、総合的な物価高対策によって家計の負担を軽減していくことが、景気回復の実感を広げ、消費者マインドを向上させるためにも重要と言えるだろう。

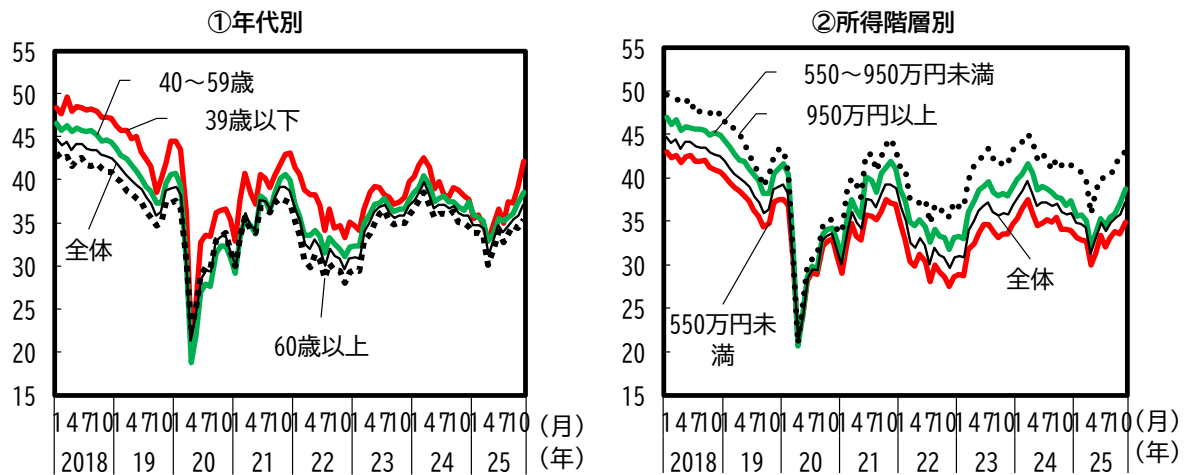
<sup>28</sup> 水道光熱費については、例えば自動引き落とし等で支払っている場合「購入している」という意識が薄い可能性はある。

## 第2-1-16図 年代別・所得階層別の景気認識と消費者マインド

### (1) 景気認識(11段階評価)



### (2) 消費者マインド



(備考) 1. 内閣府「家計の消費・貯蓄行動に関する調査」、「消費動向調査」により作成。

2. (1) ①②の調査日は2025年3月18日~24日。調査の詳細は、内閣府(2025)の付注2-2を参照。所得階層は、当該調査における昨年(2024年)の手取り所得について、上位5%・下位5%を除いたサンプルを5等分しているため、「家計調査」における所得階層とは一致しない。所得階層は以下のとおり。第Ⅰ階層=0~199万円、第Ⅱ階層=200~300万円、第Ⅲ階層=301~480万円、第Ⅳ階層=481~650万円、第Ⅴ階層=651万円以上

3. (2) ①②は二人以上の世帯、原数値。世帯シェアは、39歳以下: 8.5%、40~59歳未満: 35.7%、60歳以上: 55.8%、550万円未満: 56.6%、550~950万円未満: 29.5%、950万円以上: 13.9%(2025年11月調査、二人以上の世帯に占める割合)。

## 第2節 賃金の持続的増加に向けた課題

第1章第2節でも見た通り、賃上げの動きは着実に定着しつつある。また、内閣府（2025）で確認したように、賃金上昇率には産業や年齢等によるばらつきはあるものの、マクロ的にみれば、企業規模や賃金水準で見て特定の層の賃金上昇率が大きく遅れているといった傾向はみられない。そうした観点からも、賃上げの動きは着実に広がりつつあると言える。一方で、一人当たり名目賃金は2024年以降概ね前年比2%台の安定的なプラスを続けるものの、同時期の消費者物価上昇率は生鮮食品や米など食料品価格の上昇を主因に総合指数で概ね前年比3%前後と賃金上昇率を上回って推移しており、実質賃金は減少傾向が続いている。内閣府政策統括官（経済財政分析担当）（2025）や内閣府（2025）では、賃上げの持続性は様々な形で、以前よりは高まっていることを指摘した。昨今の人手不足感が高い状況においては、人材確保の上でも賃金上昇が続くのは自然な流れであると言える一方、労働市場のメカニズムについての経済学的な視点からは、労働需給が競争市場で均衡した状態においては、労働の限界生産性と賃金水準は等しくなるとされており、その場合、賃金上昇率は、労働生産性の上昇率に等しくなる。現実には、労働市場には制度や慣習など様々な摩擦があるため、完全競争での均衡が実現するものではないが、長い目でみた賃金の動向を考察する上での参照点として、均衡状態における賃金水準がどのような経路を辿るかをみていくことには一定の意味がある。

これは、言い換えれば、賃金の動向を、長期的な要素である労働生産性等の要素と、生産性以外の景気循環的な要素に分けて考えることを意味する。長期的な均衡パスでは、賃金水準は基本的に労働生産性に沿った動きをすると想定される一方で、短中期的には、均衡水準の周辺を、様々な要因の影響を受けて、時に振れを見せながら推移していくと想定される。本レポートでは、この2つの観点を重視して、賃金の現状と今後を分析する。前半では、賃上げの広がり等の状況について、ビッグデータ等の分布情報を用いて議論する。後半では、我が国労働生産性の現状と課題について、人的資本という概念を用いて分析を行う<sup>29</sup>。人的資本は、業務の中で蓄積される（いわゆる「企業特殊資本」）ほか、OJTやOff-JT<sup>30</sup>といった企業による訓練（以下「企業訓練」という。）、業務を離れて行う自己啓発など、様々な形で蓄積されると理解される<sup>31</sup>。こうした自己啓発の状況と、人的資本蓄積が賃金に結び付いているかについて検討する。

<sup>29</sup> 労働生産性は資本蓄積にも影響を受けるが、資本蓄積については第3節で詳しく分析する。

<sup>30</sup> 一般に、OJT（On the Job Training）は、企業の事業活動に監督者の下で参加させ経験を積ませること、Off-JT（Off the Job Training）は、企業の事業活動とは離れて、企業主催の訓練機会を提供することを指す。厚生労働省の「人材開発支援助成金」のパンフレットでは、具体例として、パソコンの操作訓練の場合、「顧客への礼状の作成はOJT」「操作習得用の練習文書の作成はOff-JT」という例が挙げられている。

<sup>31</sup> もちろん、小中・高等学校や大学教育等でも蓄積される。

## 1. 賃金の分布と賃金上昇率の広がり

内閣府（2025）では、賃上げの動きは、2024年以降、若年者に限らず中高年層にも広がりを見せていること、中小企業と大企業の賃金水準の差や賃金水準が高い労働者と低い労働者の差は、この15年程度で全体的に縮小傾向がみられたこと、一方で、新卒初任給のばらつきが拡大していることや、公的部門の影響が強く市場メカニズムが働きにくい、医療福祉や建設等の部門では、人手不足にもかかわらず賃上げに遅れがみられることを見てきた。

ただし、これらの検証は、基本的に、厚生労働省「毎月勤労統計調査」や「賃金構造基本統計調査」の集計値を用いて行ってきた。一方で、集計値の場合、例えばある属性の中で、半分は賃金が全く伸びず、残りの半分は賃金が大きく伸びていた場合、その属性の賃金上昇率は、賃金が大きく伸びた労働者の賃金上昇率の半分程度となるが、その属性の労働者で、その上昇率を経験した者は一人もいない、ということがありうる。このように、集計値と分布には大きな差が生じることがある。

そこで本節では、まず、様々な個票データを用いて、賃金の分布がどのように変化したかを検証する。具体的には、「賃金構造基本統計調査」の個票データや、給与に関するビッグデータ<sup>32</sup>を用いて、賃金の分布や賃金上昇率の分布がどのように変化したか、また、労働者の属性によってそれらに違いがあるかを確認する。

### （賃金分布は全体的に上昇し、低所得者の賃金も上昇）

まず、第2-2-1図（1）は、「賃金構造基本統計調査」の個票データを用いて、2018年と2024年の月給ベース（所定内給与）の賃金分布<sup>33</sup>を描いたものである。分布を見ると、2018年、2024年共に、正規分布よりも右裾が厚い分布となっている<sup>34</sup>。一方、2018年から2024年の推移を見ると、賃金水準の分布は全体的に、分布の形を概ね保ちながら右にシフトしていることが分かる。言い換えれば、賃金上昇に大きなばらつきはみられず、所得の高い労働者の賃金上昇も、所得の低い労働者の賃金の底上げも同時に行われていたことが分かる。実際、2018年から2024年にかけて、平均賃金上昇率はプラス11.6%に対し、中央値の賃金上昇率はプラス12.2%と、むしろ、相対的に所得の低い労働者の賃金の底上げが比較的大きかったことがうかがえる。

<sup>32</sup> 給与計算代行サービスを行う株式会社パイロールが保有する匿名化された給与支払いデータ。

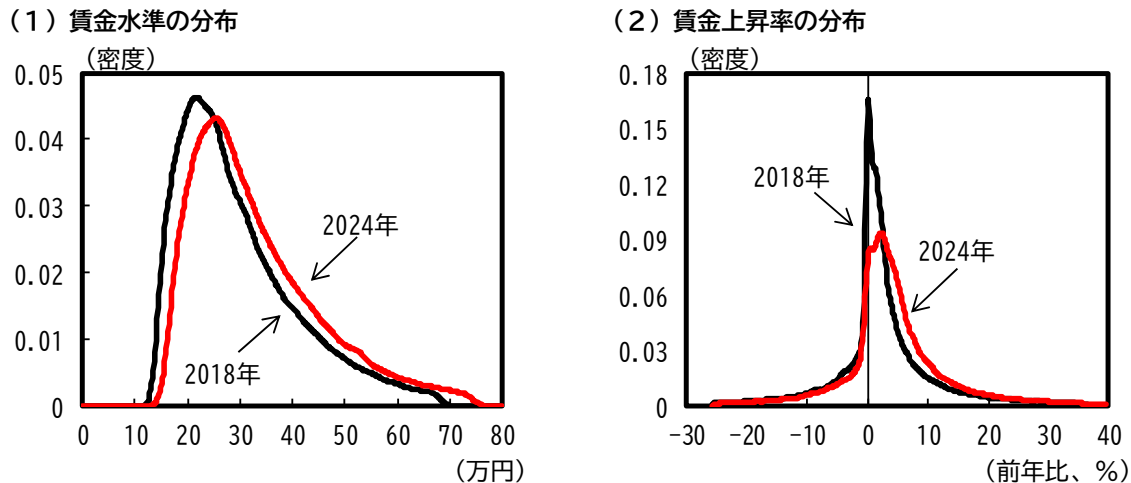
<sup>33</sup> 本小節のサンプルは、「賃金構造基本統計調査」のすべてのサンプルではなく、神林（2011）の手法を用いて、連続する2年について同一労働者を調査していると思われるサンプルだけを抽出した「疑似パネル」のデータセットにおけるサンプルとなっている。そのため、「賃金構造基本統計調査」全体のサンプルとは分布や平均値等が異なる可能性がある。疑似パネルについては、内閣府（2025）の付注2-6（及び神林（2011））を参照。

<sup>34</sup> この図に限らず、賃金水準と上昇率の密度の軸の水準感が異なっているが、賃金水準は水準自体のばらつきが大きく、取り得る値の範囲も広いいため、分布の密度は低くなりやすい一方、賃金上昇率は比較的狭い範囲に集中するため密度が高くなる点に留意する必要がある。



また、賃金上昇率で見ても（第2-2-1図（2））、2018年は賃金上昇率が0%近傍に集中していたのに対し、2024年は、0%近傍の労働者が減り、プラスの労働者が増える、という分布になっている。全体として、プラスの賃金上昇率を中心とした、より尖度の低い正規分布に近い形の分布に変化していると言える。

第2-2-1図 賃金水準と上昇率の分布



（備考）1. 厚生労働省「賃金構造基本統計調査」の調査票情報により作成。  
2. 神林（2011）を参考に、連続する2か年における同一事業所の同一人物と推測される被用者を接続することにより、民営のフルタイム労働者の疑似パネルデータを作成。個票データを用いてカーネル密度推定を行い、分布を推定。

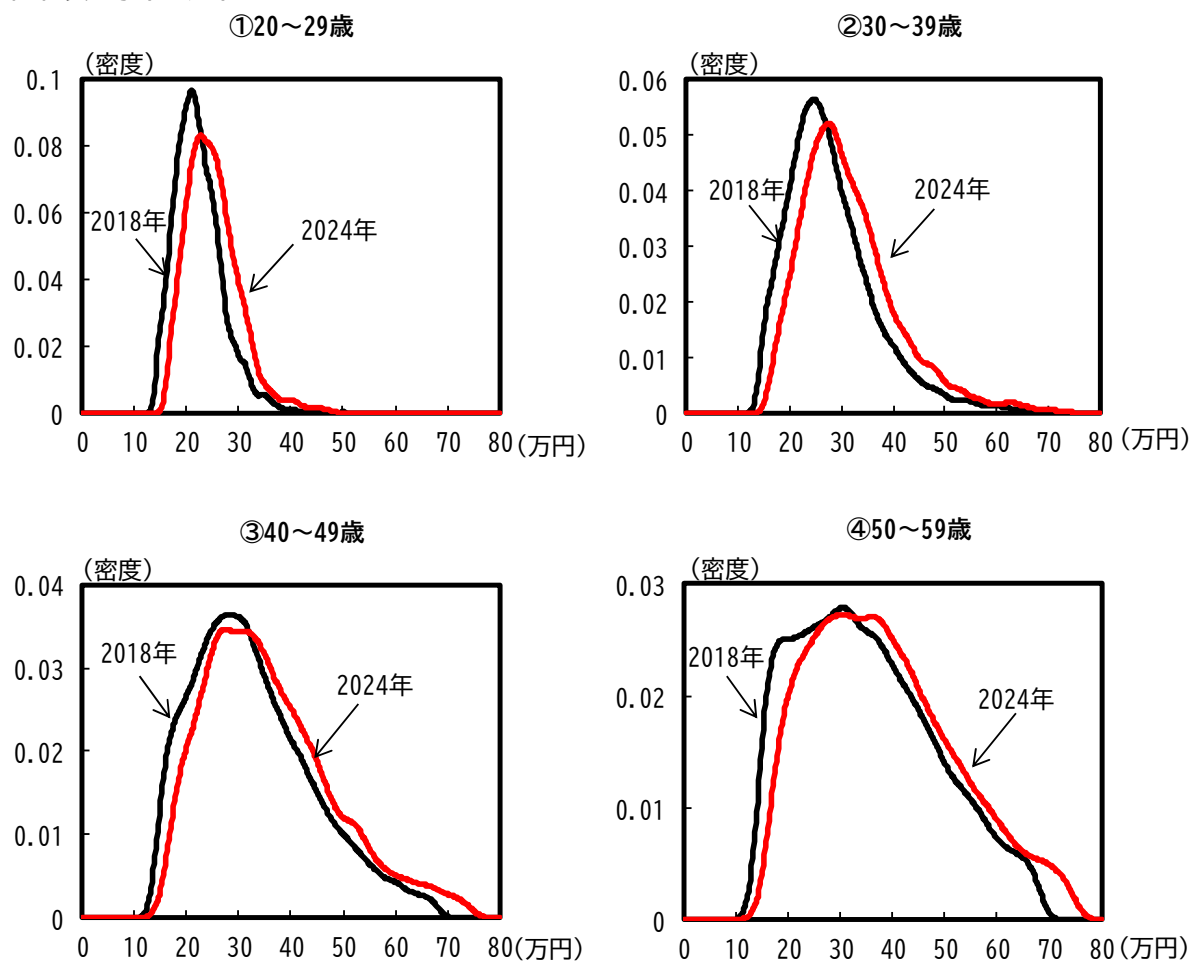
### （中高年や中小企業では、賃金水準や上昇率のばらつきが拡大）

次に、様々な属性別に同様の分布の違いを確認していく。まず、年齢別にみると（第2-2-2図（1）、（2））、2018年、2024年共に、年齢が上がるごとに分布の幅が広がり、特に右側、すなわち高所得層が厚くなっていく傾向は全年代で共通であり、また、2018年から2024年にかけて全体的に分布が右にシフトしている（賃金が増えている）ことも分かる<sup>35</sup>。一方、特に賃金上昇率を見ると、20代、30代の若年層の分布は、全体的として明確に右にシフトしているのに対し、40代以上の賃金上昇率の分布は、0%近傍の最頻値への集中こそ低下したものの、若年層と比べると明確な右シフトはみられず、右側の裾が厚くなる程度も小さい。その結果、平均としての賃上げ率は中高年層の方が低くなる、ということが分かる。

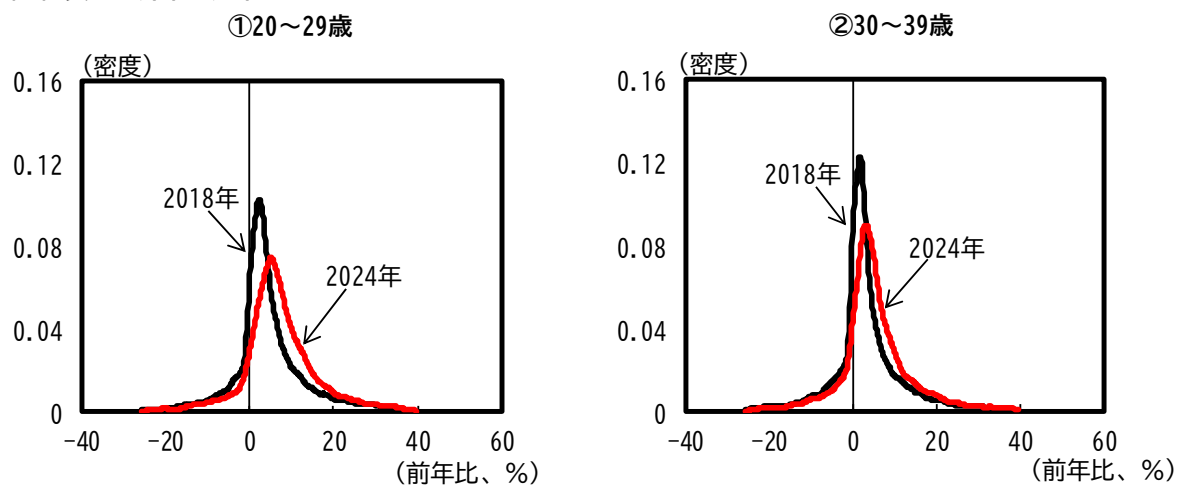
<sup>35</sup> 勤続年数で見ても同様の傾向がみられる。

## 第2-2-2図 年齢別賃金水準と上昇率の分布

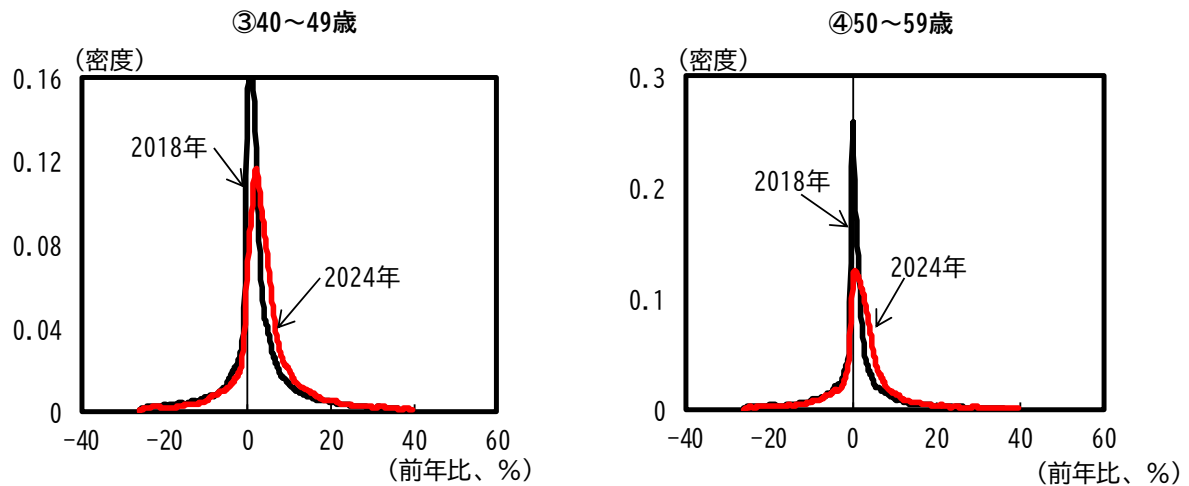
### (1) 賃金水準の分布



### (2) 賃金上昇率の分布



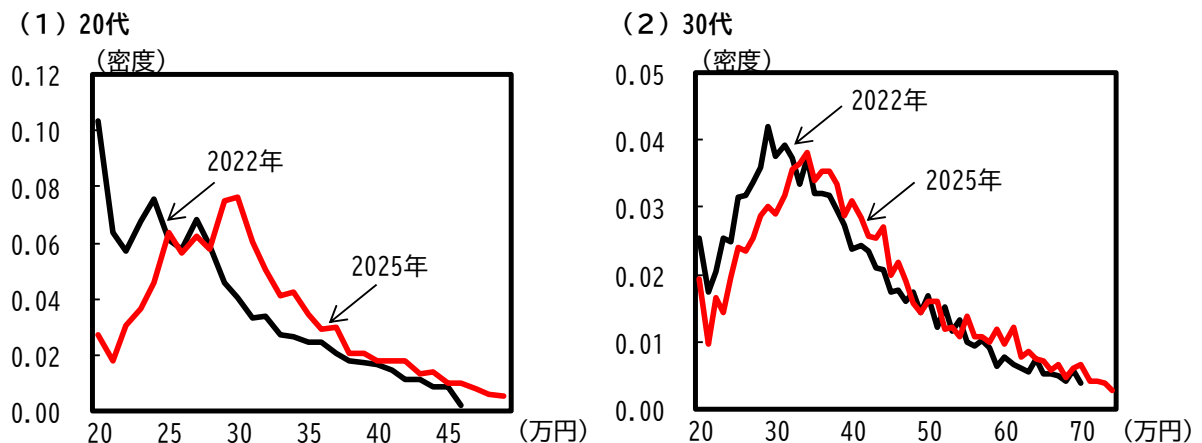




- (備考) 1. 厚生労働省「賃金構造基本統計調査」の調査票情報により作成。  
 2. 神林(2011)を参考に、連続する2か年における同一事業所の同一人物と推測される被用者を接続することにより、民営のフルタイム労働者の疑似パネルデータを作成。個票データを用いてカーネル密度推定を行い、分布を推定。

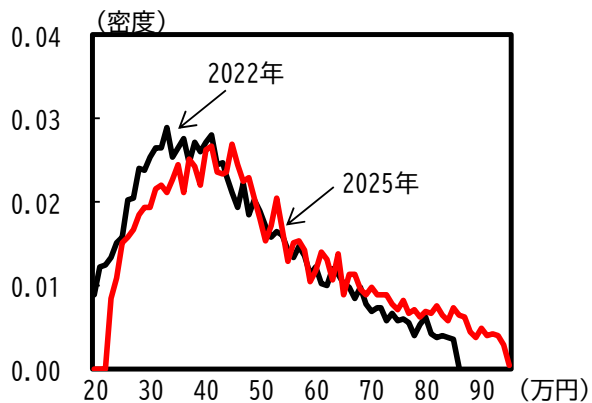
この点について、足元までの状況を確認するため、株式会社ペイロールが保有する「給与計算代行サービス」<sup>36</sup>のデータを用いて、20代~50代までの10歳刻みで、2025年までの直近の賃金分布を確認すると(第2-2-3図(1)~(4))、同様に、20代、30代では賃金水準が全体的に右にシフトしているのに対し、40代、50代と年齢が上がるにつれて、シフト幅が小さく、また、全体のシフトではなく、右裾(高賃金層)が厚くなる傾向が見える。

### 第2-2-3図 給与代行計算サービスにおける賃金分布

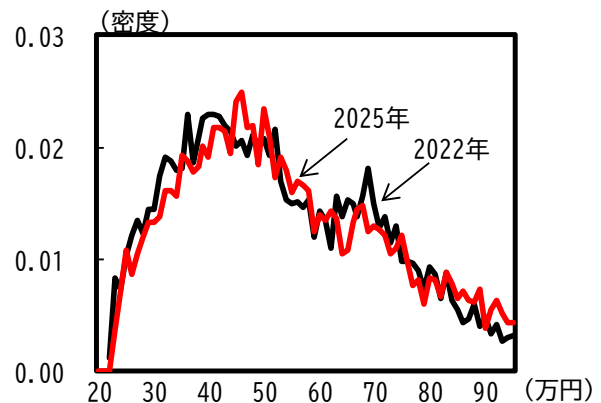


<sup>36</sup> データの詳細は、第1章第2節のコラム1-3を参照。

(3) 40代



(4) 50代

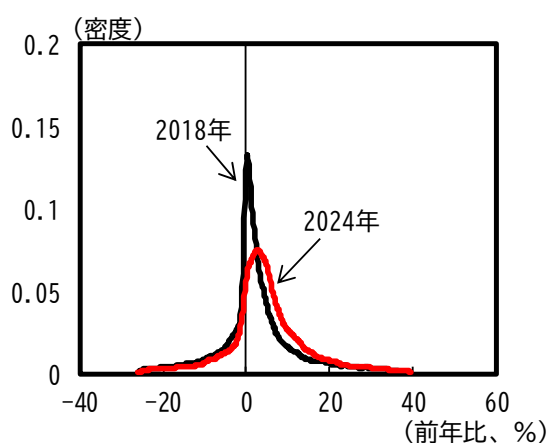


(備考) 株式会社ペイロールの保有する給与計算代行サービスデータにより作成。各年の9月時点の「月給者」の「きまって支給する給与」のデータ。上位・下位5%は外れ値とみなし除外している。

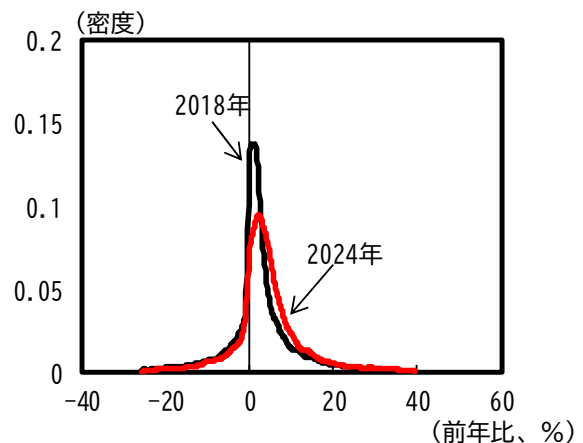
また、内閣府（2025）では、中小企業の賃上げについて、賃上げができる企業とできない企業に二極化している可能性を、アンケート調査をもとに指摘したが、実際に企業規模別に賃上げ率の分布の変化を見ると、大企業は分布全体が右にシフトするような形になっているのに対し、中規模、小規模の企業は、賃上げ率の低い層は低いままである一方で、分布の右側が厚くなる傾向がみられる。すなわち、中高年の労働者の場合と同様で、賃上げ率があまり変わらない層が一定数いる一方で、賃上げ率が高くなった層も一定数いる、という二極化の傾向が、実際の分布からも見て取れることになる（第2-2-4図（1）～（3））。

第2-2-4図 企業規模別賃金上昇率の分布

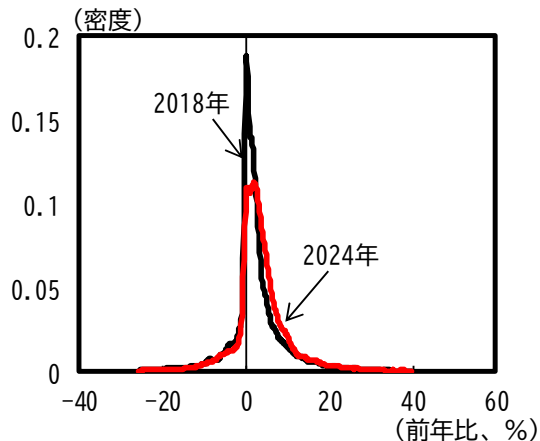
(1) 大企業



(2) 中規模企業



### (3) 小規模企業



- (備考) 1. 厚生労働省「賃金構造基本統計調査」の調査票情報により作成。
2. 神林(2011)を参考に、連続する2か年における同一事業所の同一人物と推測される被用者を接続することにより、民営のフルタイム労働者の疑似パネルデータを作成。個票データを用いてカーネル密度推定を行い、分布を推定。
3. 労働者数が1000人以上を大企業、100～999人を中規模企業、5～99人を小規模企業としている。

### (賃金動向には、産業ごとにパターンがある)

次に、産業別の賃金分布について比較する。ここでは、内閣府(2025)で、「(相対的に)人手不足なのに賃金が上がっていない」とされた「医療・福祉」「建設」「情報通信」と、「(相対的に)人手不足ではないのに賃金が上がっている」とされた「金融・保険」「卸売・小売」について、賃金分布を確認しよう(第2-2-5図(1)～(5))。まず、「医療・福祉」については、全体として分布が右にシフトしているものの、分布の右側(高賃金層)については、2018年から2024年でほぼ変化がないことが分かる。すなわち、「医療・福祉」では、医師や介護士、看護師、事務職員といった様々な職種があり、保険制度によって公定価格が定められる中で、比較的賃金の低い労働者に対して賃上げを集中させていた可能性が示唆される。結果として、平均値で見た賃上げ率が低い水準にとどまっていたと考えられる。

一方、「建設」については、賃金分布の山が二つに分かれてきたとみられる。最頻値の値は2018年から2024年でほぼ変化がないのに対し、2024年は分布全体の高さが低くなることに加え、より賃金が高いところにもう一つの山ができています。建設業では、高技能の労働者など需要の高い労働者の賃上げが進んだ一方で、それ以外の労働者の賃金が据え置かれ、結果として全体の賃金上昇率が低い水準にとどまっていた可能性がある。最後に、「情報通信」については、高所得層の割合が相対的に高い中で、全体的に賃金分布の右シフトが小さかったと考えられる。

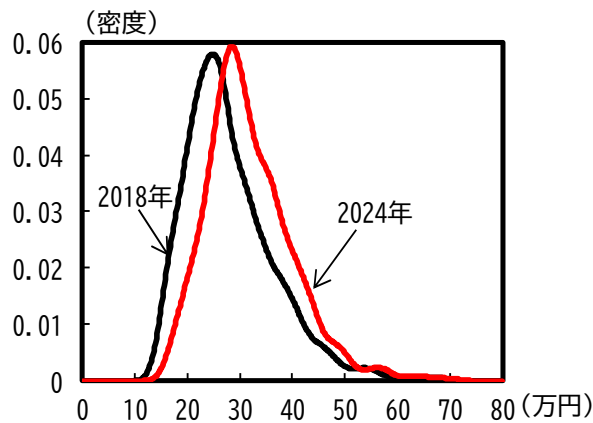
また、「人手不足ではないのに賃金が上がっている」産業については、まず「金融・保険」については、全体的に賃金分布が右にシフトする中で、賃金水準の高い労働者の賃上げも進んでいた(右裾)ことが分かる。また、「卸売・小売」については、こちらも全体的に賃金分布が右にシフトする中で、賃金水準の低い労働者の賃金水準の底上げが進んだことがうかがえる。

賃金分布をつづさに見ることで、「人手不足なのに賃金が上がっていない」とされた「医療・福祉」や「建設」においても、両業種とも公定価格の影響を受けるという共通点はある

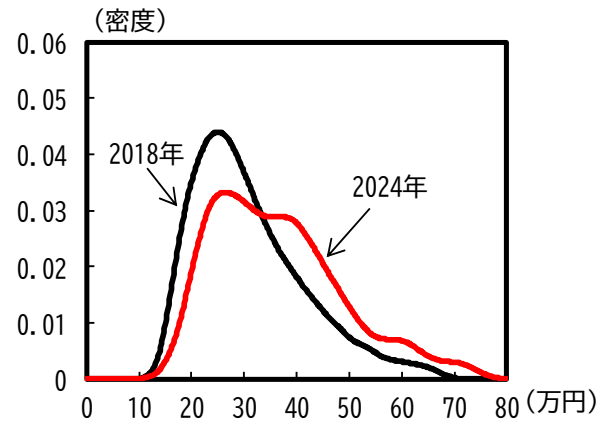
ものの、賃金のボトルネックは業種により異なる可能性が示唆された。賃金動向を分析する際には、平均や分位点等の集計値データだけでなく、個票等のミクロデータを用いた分布情報を活用することが今後も重要になってくると言える。

#### 第2-2-5図 産業別賃金水準の分布

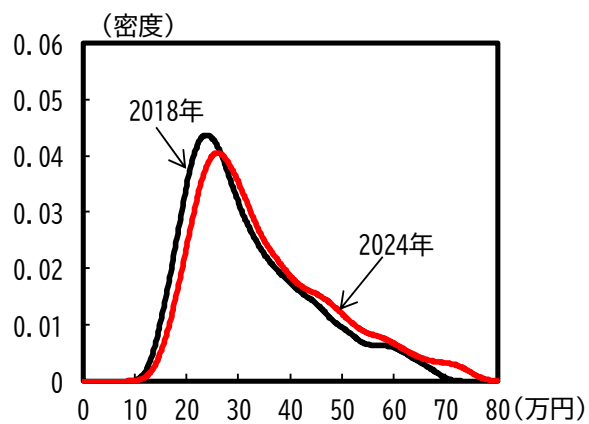
(1) 医療・福祉



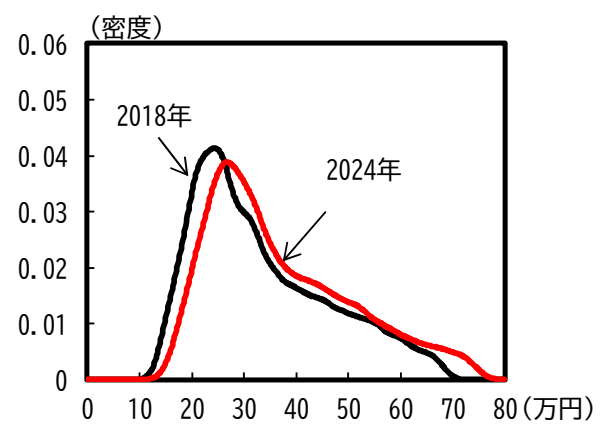
(2) 建設業



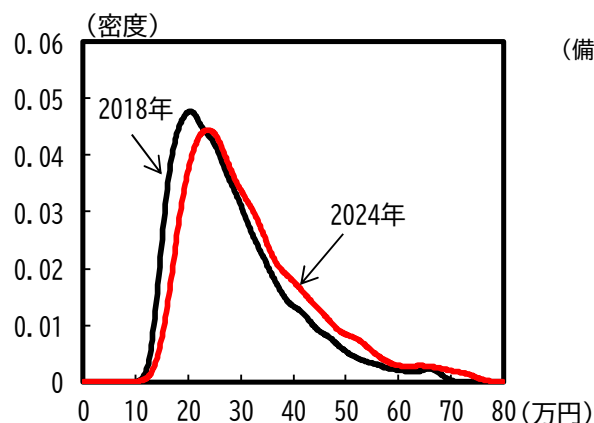
(3) 情報通信業



(4) 金融・保険業



## (5) 卸売・小売業



- (備考) 1. 厚生労働省「賃金構造基本統計調査」の調査票情報により作成。
2. 神林(2011)を参考に、連続する2か年における同一事業所の同一人物と推測される被用者を接続することにより、民営のフルタイム労働者の疑似パネルデータを作成。個票データを用いてカーネル密度推定を行い、分布を推定。

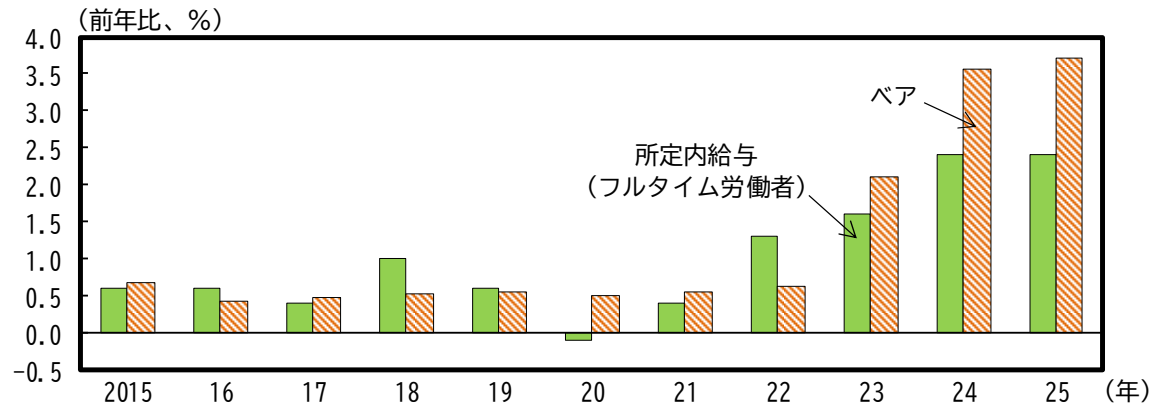
### コラム2-3 労働組合の存在は賃上げ率に影響を与えているのか

2025年の春季労使交渉の賃上げ率は、定期昇給を含めたベースで5.25%、ベースアップのみで3.70%と、33年ぶりの高さとなった2024年を更に上回る水準となった。一方で、「毎月勤労統計調査」におけるフルタイム労働者の所定内給与の前年比伸び率は、10月でも2.6%にとどまっており、ベースアップの3.70%を大きく下回る状況になっている(コラム2-3-1図)。特に、ベアが大きく上昇を始めた2023年以降の2024年・2025年のベア率は、所定内給与の伸び率を大きく上回っている。もちろん、連合に加盟する労働組合を集計対象としている連合集計と、労働組合のない事業所も対象とする「毎月勤労統計調査」のカバレッジの違いが要因として考えられるが、ここでは別の視点から議論してみたい。

「毎月勤労統計調査」におけるフルタイム労働者の所定内給与の前年比伸び率は、「2024年に調査された事業所のフルタイム労働者の所定内給与の平均」から「2025年に調査された事業所のフルタイム労働者の所定内給与の平均」への変化率であり、その変化率には両年のサンプルに含まれる労働者の構成の変化も反映される点には留意が必要<sup>37</sup>である。

<sup>37</sup> 実際、「毎月勤労統計調査」では、毎年1月に30人以上規模の事業所のサンプル入替えが行われ、入れ替え前後の旧サンプルと新サンプルの両方のデータを収集することで、サンプル入替えの影響で前年比伸び率がどのくらい変わるかを試算している。2025年のサンプル入替えでは、現金給与総額ベースで、-2,541円(-0.9%)の差が生じていると試算されている。

コラム２－３－１図 春季労使交渉ベアとフルタイム労働者の所定内給与の伸び

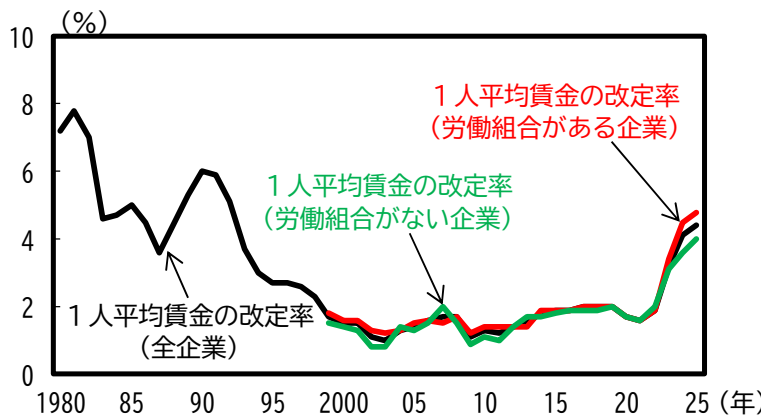


また、連合集計のベア率は各労働組合の集計値であることを踏まえ、労働組合の有無による賃金上昇率への影響の違いによって、連合ベア率が「毎月勤労統計調査」の所定内給与の伸び率よりも高くなる可能性も指摘できる。労働組合が、賃金上昇率にどの程度、影響を与えるかについては、少なくとも日本では、必ずしも定まった評価は得られてないとされる<sup>38</sup>。ただ、少なくとも足元の賃金上昇率について、厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」をもとにこの点を確認すると（コラム２－３－２図（１）、（２））、労働組合がある企業とない企業の一人当たり平均賃金の改定率は、2025年では労働組合がある企業で4.8%、ない企業で4.0%、2024年もほぼ同程度と、2年連続で相応の差が生じていることが分かる。逆に、2023年以前ではその傾向は明確ではなく、労働組合がある企業の方が賃金上昇率が低い年もあるなど、先行研究が示す通り、必ずしもその傾向は明らかではない。ただ、少なくとも、労働組合がある企業の方がこの2年程度の賃上げ率が高い傾向にあり、また「毎月勤労統計調査」では労働組合がない中小企業等がサンプルに多く含まれることから、結果として平均賃金上昇率が、連合が公表した春季労使交渉のベースアップ率よりも低い水準にとどまる一因となっている可能性はある。

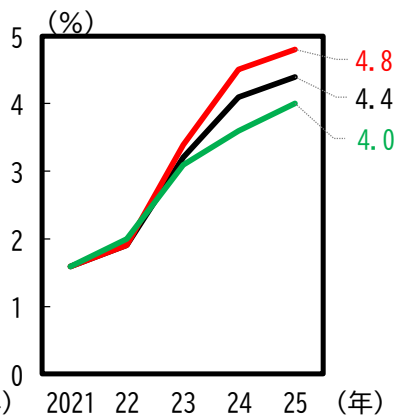
<sup>38</sup> 労働組合と賃金の関係については、効果があるとするものとなしとするものが混在しており、特に日本の場合、労働組合の組織率と企業規模の相関が大きく、また、企業規模が大きいほど賃金上昇率が高い傾向にあることから、重回帰分析を行った場合、労働組合の存在が賃金を押し上げる効果が、企業規模による効果に吸収され見えづらくなっている可能性が指摘されている（鈴木（2020））。同論文では、Blinder-Oaxaca 分解の手法を用いて、組合加入者の属性のコントロールと組合効果の測定を同時に行っており、因果関係とは必ずしも言えないが、結果的に労働組合がある企業の方が賃金水準が高くなることを指摘している。

コラム2-3-2図 賃金改定率の推移

(1) 長期推移



(2) 直近5年間

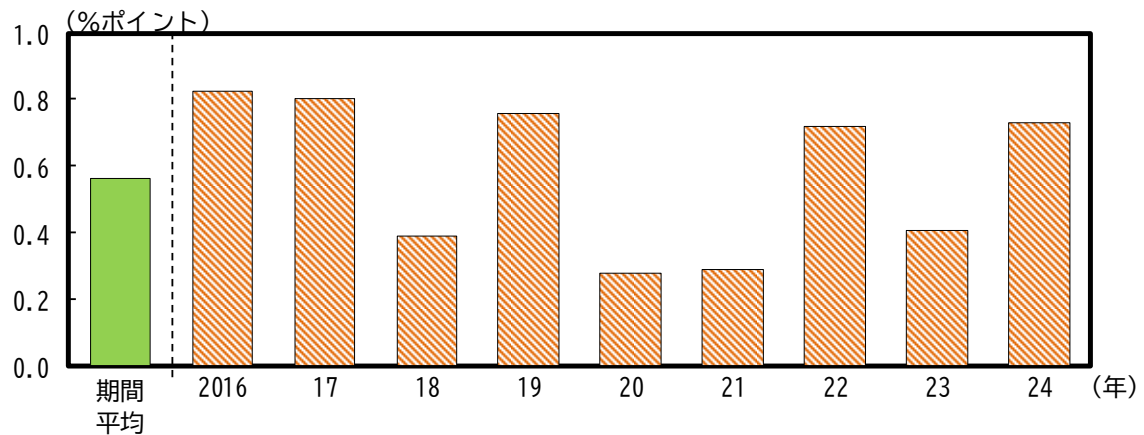


(備考) 厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」により作成。

それでは、労働組合を結成すれば、賃金上昇率は高まる（因果関係）ののだろうか。そもそも労働組合が賃金上昇率を押し上げるメカニズムとしては、労働者側のバーゲニングパワー（賃金交渉力）が高まることにより、企業からより高い賃金を引き出すことと考えられる。一方、一部の先行研究が指摘する通り、労働組合の結成率と企業規模の相関が大きく（企業規模が大きいほど労働組合の結成率が高い）、さらに、企業規模が大きいほど賃金水準や賃金上昇率が高い傾向にある場合は、労働組合の有無による賃金への影響は見せかけのものであるとも考えられる。そこで、因果関係をより明確に特定するため、傾向スコアを用いた推計方法により、労働組合がある企業に勤める労働者と、労働組合がない企業に勤める労働者の賃金上昇率を比較すると、労働組合のある企業に所属していた労働者は、労働組合のない企業に所属していた労働者と比べると、0.6%ポイント程度賃金上昇率が高かったと試算される（コラム2-3-3図）。また、年毎の効果の大きさを、労働組合ダミーと年ダミーの交差項を入れたモデルで分析すると、2024年は、2023年と比べると労働組合による賃金押し上げ効果が大きかったことがうかがえる。このことが、2024年の所定内給与上昇率（労働組合がない企業もある企業も合わせた平均）と春季労使交渉のベア率の乖離が拡大した要因の一つである可能性がある。



コラム 2-3-3 図 労働組合の有無による賃金上昇率の違い



(備考) リクルートワークス研究所「全国就業実態パネル調査」個票データにより作成。2015～24年の状況に関する調査の個票を使用している。推計の詳細は、付注 2-2 を参照。

マクロ経済統計は、特に月次ではデータの制約もあり、平均値等の代表的な集計値で公表される。一方、ここまで見てきたように、賃金分布や、様々な属性をコントロールした場合の賃金上昇の違いを把握することは現状を正確に理解し、政策につなげていくためにも有益な情報をもたらす。マクロ統計とミクロデータを車の両輪として広く様々なデータを確認していくことが重要である。

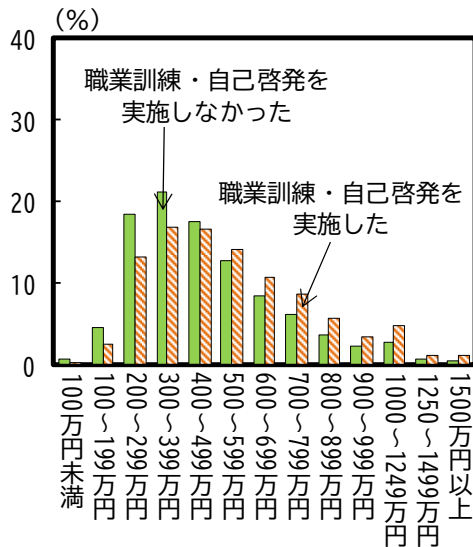
## 2. 人的資本の蓄積と生産性向上に向けて

本節では、賃金分布、賃金上昇分布が様々な属性ごとにどのように変化してきたかについて論じたが、そもそも賃金分布、賃金上昇率の分布はどのように決まっているのだろうか。同じような属性の中でも賃金水準や上昇率が異なるのはなぜか、という点について考える必要がある。例えば、総務省「就業構造基本調査」を用いて、自己啓発の実施と賃金の関係を見ると、2017 年、2022 年共に、何らかの能力開発を行った労働者ほど、賃金水準が高くなっていることが分かる（第 2-2-6 図（1）～（4））<sup>39</sup>。

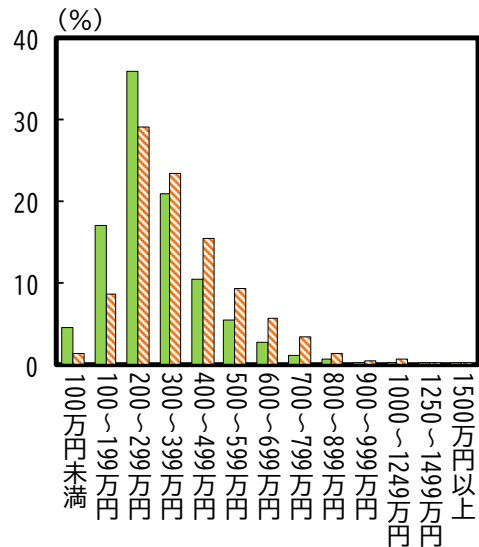
<sup>39</sup> 図は正規労働者のみを示しているが、非正規労働者でも同様の傾向がある。

## 第2-2-6図 職業訓練・自己啓発の実施有無別にみた年収分布

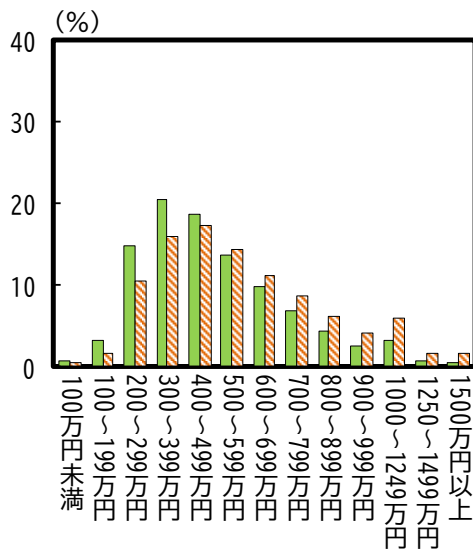
(1) 男性 2017年



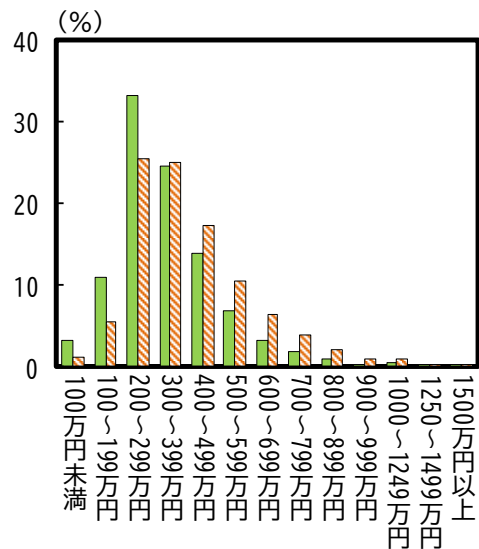
(2) 女性 2017年



(3) 男性 2022年



(4) 女性 2022年



(備考) 総務省「就業構造基本調査」により作成。

ただし、「就業構造基本調査」では、あくまで「能力開発を行った労働者の賃金が高い傾向にある」ということをとらえられているにすぎず、「能力開発が賃金を引き上げる（生産性を高める）」ことまで意味するものではない点に留意する必要がある。本節後半では、人的資本の蓄積を促進し、労働生産性を向上させるための課題について議論する。

### （労働生産性は上昇傾向にはあるが、主要国よりは低水準）

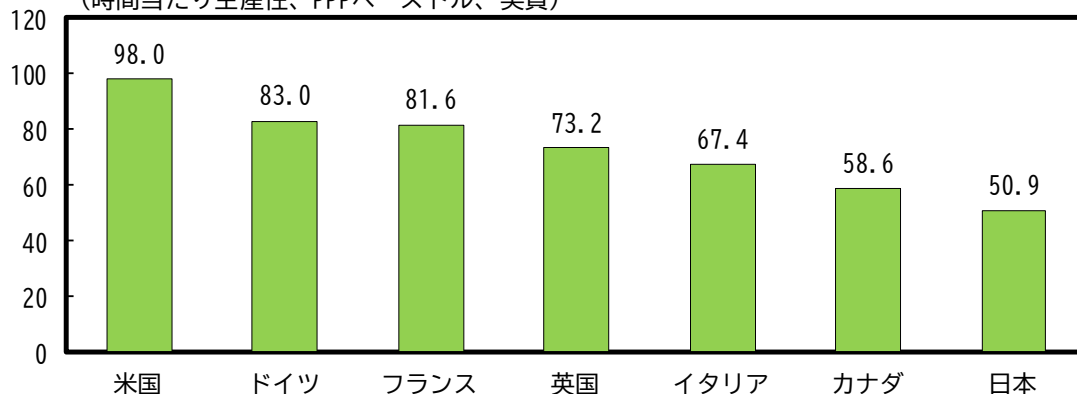
まず、日本の労働生産性は現在どのような状況になっているのかを確認しよう。まず、日本の時間当たり実質労働生産性について、購買力平価（PPP）ベースで比較したものが第2-2-7図である。これを見ると、日本の労働生産性はG7の中で最も低い水準にとどまっていることが分かる。具体的に水準を比較すると、6位のカナダよりも15%弱低く、1位の米国の半分程度であることが分かる。また、OECD諸国全体に比較対象をとっても、中位かやや下に位置する。

また、自国通貨建ての実質ベースで、1990年からの労働生産性の伸びを比較すると、フランスやイタリアよりは高い一方、米国や英国に比べると低い伸びとなっている。

第2-2-7図 労働生産性の国際比較

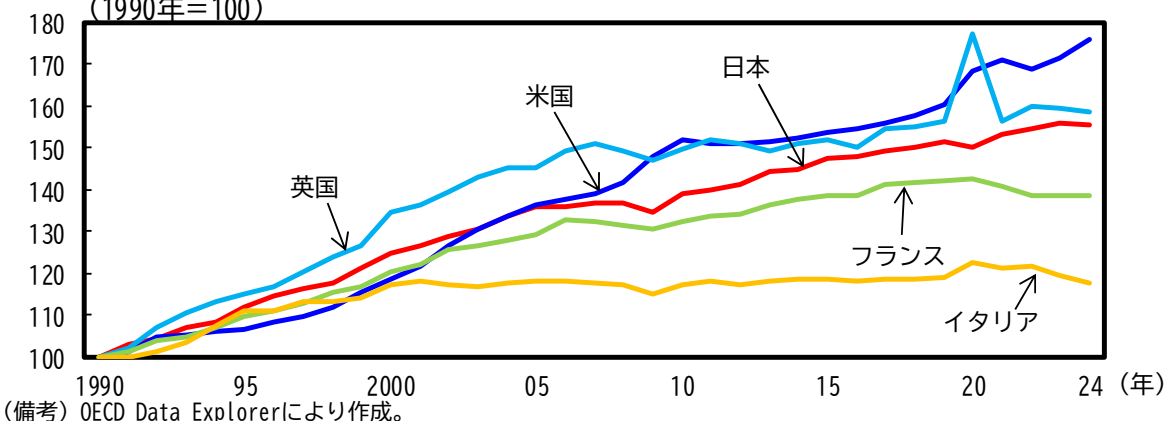
#### （1）G7諸国の比較（2024年）

（時間当たり生産性、PPPベースドル、実質）



#### （2）時系列での比較

（1990年=100）

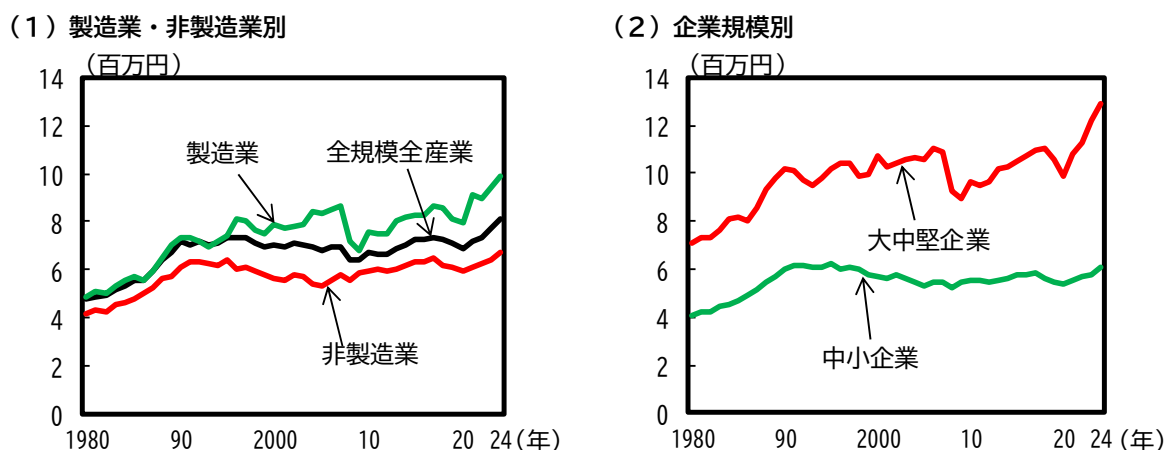


### （大企業、中小企業間の労働生産性の差は拡大傾向）

次に、企業規模別の動向をみるために、「法人企業統計」をもとに、労働者一人当たりの労働生産性を確認すると（第2-2-8図（1）、（2））、1990年代にかけて上昇した後、

2000年代にかけて、振れを伴いながらもおおむね横ばい傾向で推移した。その後、2010年代に入り、再び上昇傾向に転じ、2020年以降は、大企業、製造業を中心に上向きで推移している。大中堅企業と中小企業間の労働生産性については、もともと1980年時点で1.5倍以上の差があったが、2020年代以降、大中堅企業では大幅な上昇がみられたのに対し、中小企業ではほぼ横ばいで推移したこともあって、2024年時点では差は2倍程度となるなど、大中堅企業と中小企業の差が拡大している<sup>40</sup>。

## 第2-2-8図 国内企業の労働生産性の推移



(備考) 1. 財務省「法人企業統計調査」により作成。

2. 金融業・保険業を除くベース。労働生産性の定義は、(人件費+支払利息等+動産・不動産賃借料+租税公課+営業純益)÷従業員数。人件費は、2006年度までは役員給与+従業員給与(従業員賞与を含む)+福利厚生費、2007年度以降は役員給与+役員賞与+従業員給与+従業員賞与+福利厚生費。大中堅企業は資本金1億円以上、中小企業は資本金1000万円～1億円の企業を指す。

### (労働者のスキル開発に対する意欲は米国等より低い)

労働生産性を規定する大きな要素の一つは、労働者自身のスキルである。この観点から、日米の労働者及び採用担当者を対象として行われた「労働者のスキルに関する日米調査」<sup>41</sup>の結果を見ると、まず、職場で「仕事に関連するスキル」の重要性が高まってきていると感じるか、について、「そう思う」と「ややそう思う」を合わせた労働者の回答割合は、日本では56.2%に対し、米国では82.5%と、大きく差がついている。特に、「そう思う」と答えた労働者は、日本では18.6%であるのに対し、米国では51.3%と差が大きい(第2-2-9図(1))。

<sup>40</sup> ここでは「法人企業統計」から従業員一人当たりの名目付加価値額を労働生産性としているため、労働時間当たり実質付加価値額(GDP)で表す前述のOECD統計とは異なり、特に1990年代～2000年代における日本の労働生産性が停滞した姿になっている。この時期は短時間勤務の多い非正規雇用の増加による総労働時間の減少もあり、時間当たりの労働生産性は一人当たり労働生産性に比べ低下していなかった点に留意する必要がある。

<sup>41</sup> Indeed Japan 株式会社「労働者のスキルに関する日米調査」(2025年)参照。

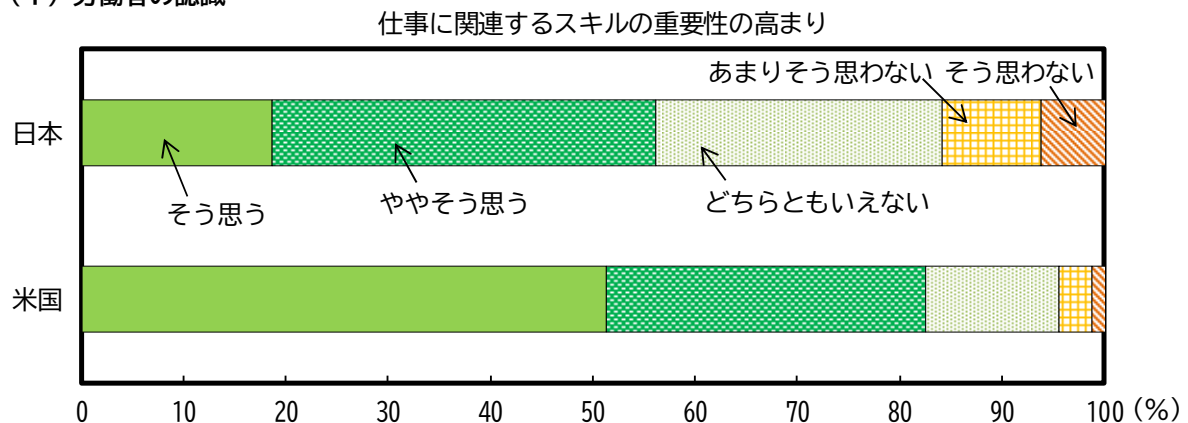
また、同様に、採用担当者に採用・評価・昇進等の基準において「仕事に関連するスキル」のウェイトが上がっていると思うかを尋ねた結果を見ると、「上がっている」「やや上がっている」の割合は、日本では 48.3%、米国では 80.6%と、こちらも大きく差がついている（第2-2-9図（2））。

さらに、労働者に「今後習得したい・高めたいスキル」、採用担当者に「今後、従業員に習得してほしい・高めてほしいスキル」を聴取した際の回答のうち、「今後、スキルを習得したい・高めたいとは思わない」と答えた労働者、あるいは「今後、スキルを習得してほしい、高めてほしいとは思わない」と答えた採用担当者の割合は、日本ではそれぞれ3割弱、1割強なのに対し、米国では 3.7%、0.5%と、こちらも大きな差がついている（第2-2-9図（3））。

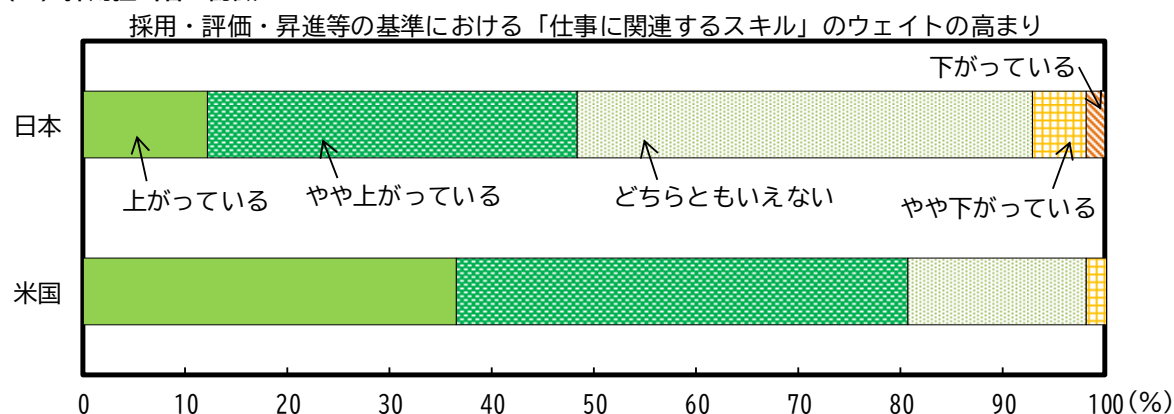
このように、日本では、労働者、採用担当者共に、スキルが仕事において重要であると考える傾向が相対的に弱いことが考えられる。雇用が、最終的に企業のニーズに合致する労働者を雇用するという形で行われるのであれば、この傾向は「どちらに原因がある」ということではなく、「企業が労働者に対してそれほどスキルを求めない」から「労働者がスキルを向上させようとせず」、その結果として「企業が労働者に対して更にスキルを求めなくなる」という悪循環になっている面もあると言えよう。

第2-2-9図 スキルの重要性についての認識

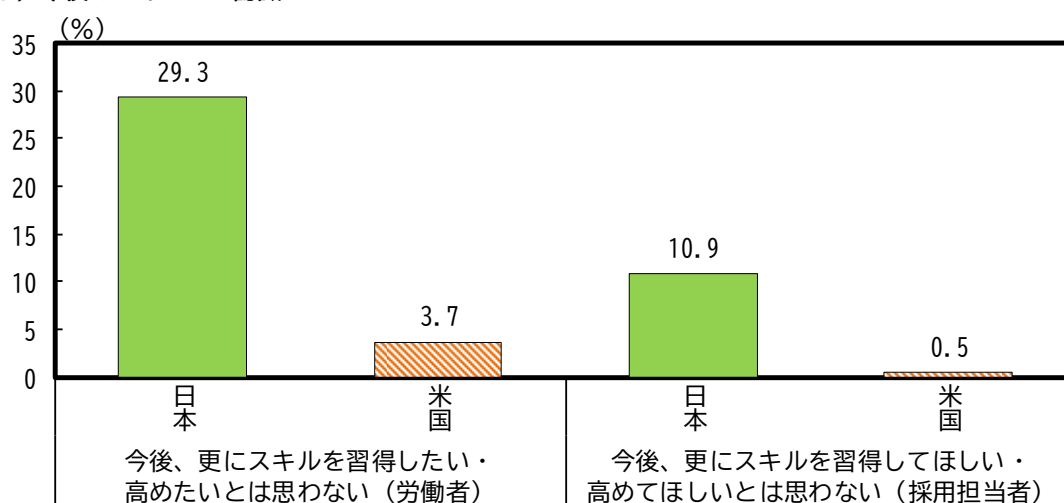
（1）労働者の認識



## (2) 採用担当者の認識



## (3) 今後のスキルへの認識



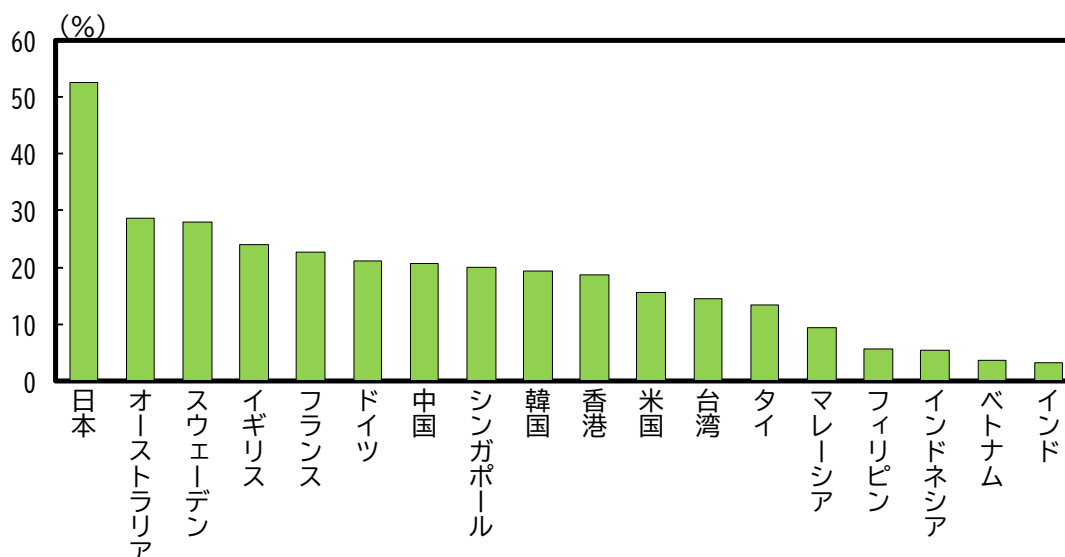
(備考) Indeed「労働者のスキルに関する日米調査」により作成。

また、2022 年に世界の主要都市で行われた「グローバル就業実態・成長意識調査」<sup>42</sup>では、日本や米国を含む 18 か国の回答を比較することができる。これを確認すると（第2-2-10 図）、自己啓発について「特に何も行っていない」と答えた労働者の割合は、日本は 52.6%と、全体平均（18.0%）を大きく上回り、調査対象国の中で最も高い。また、「現在は自己投資をしておらず、今後も自己投資をする予定はない」と答えた人の割合を見ても、全体平均の 11.6%に対し、日本は 42.0%と顕著に高いことが見て取れる。国際的にみても、日本の労働者は総じて自己投資に消極的であることがうかがわれる。

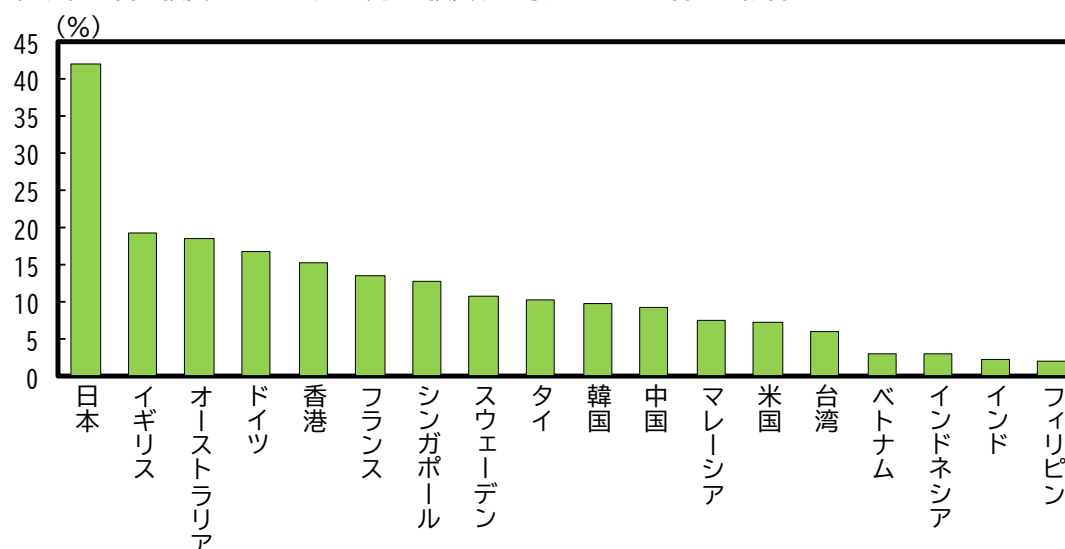
<sup>42</sup> パーソル総合研究所「グローバル就業実態・成長意識調査」（2022 年）参照。

## 第2-2-10図 能力開発の状況についての国際比較

### (1) 社外の学習、自己啓発を「何も行っていない」割合



### (2) 現在は自己投資しておらず、今後も投資する予定はないと答えた割合



(備考) 株式会社パーソル「グローバル就業実態・成長意識調査(2022年)」により作成。

### (読解力や数学力、問題解決力等は高い)

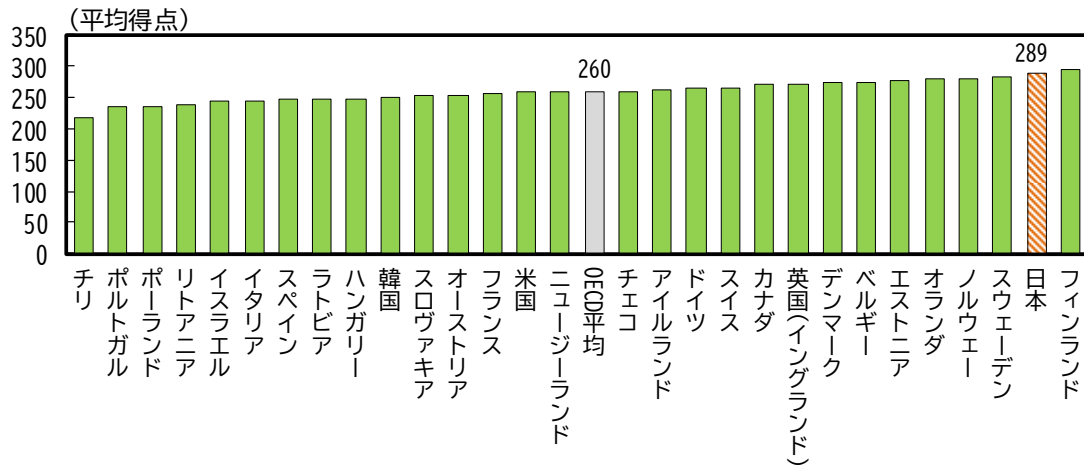
一方、そもそも日本の成人の読解力や数学力、問題解決力等は、世界的にみても非常に高いことが知られている。OECD(経済協力開発機構)が定期的に行っている、PIAAC(Program for the International Assessment of Adult Competencies、国際成人力調査)では、「読解力」「数的思考力」「状況の変化に応じた問題解決力」の3分野について調査が行われている。結果を見ると(第2-2-11 図(1)～(3))、日本は読解力、数的思考力、



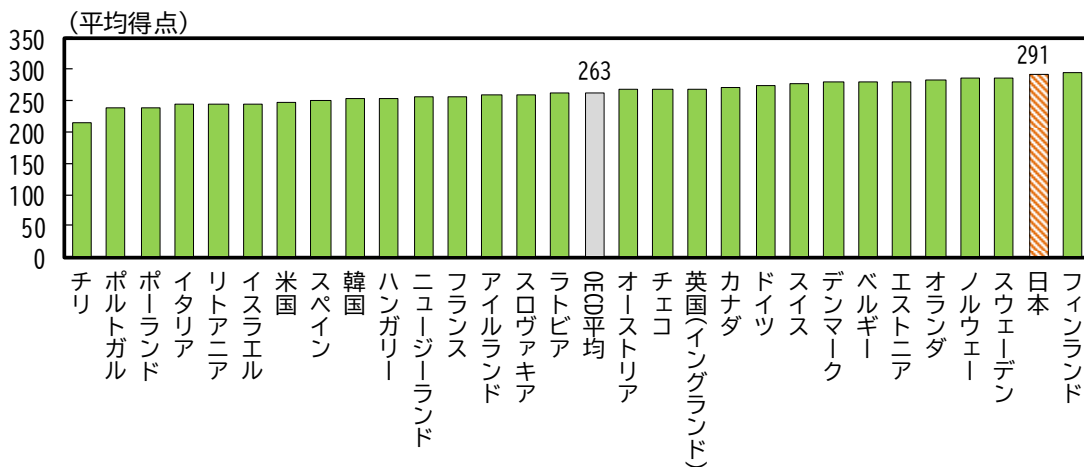
状況の変化に応じた問題解決力でフィンランドに次ぐ2位となっており、世界的にみても高水準であることが分かる<sup>43</sup>。この人的能力の高さが必ずしも労働生産性の高さに結びついていないことが、我が国の課題である。

第2-2-11図 OECD国際成人力調査（PIAAC）の結果概要

(1) 読解力

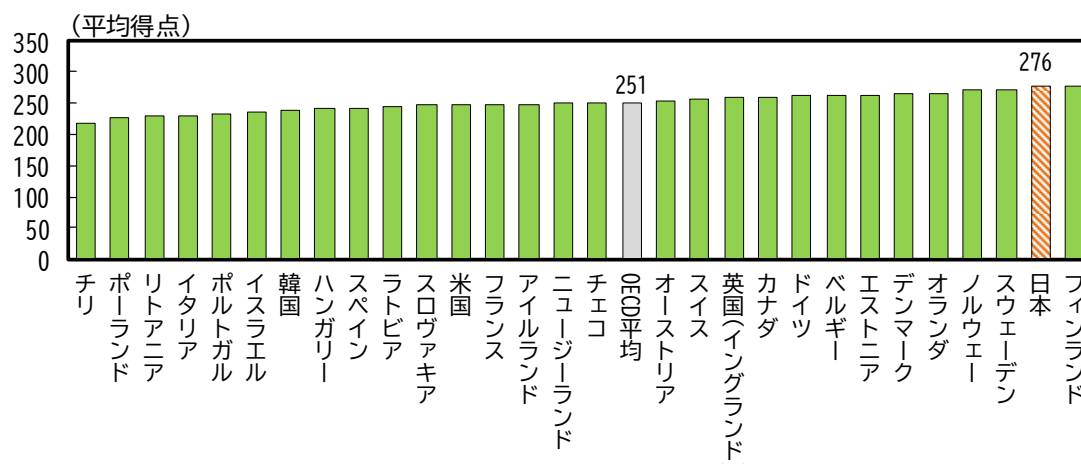


(2) 数的思考力



<sup>43</sup> 成人ではなく、15歳時点の生徒・児童の学力を測る「PISA」調査も定期的に行われている。最新の2022年の調査では、日本は数学、科学で男子、女子共に1位（2位はいずれも韓国）となるなど、こちらも高い成績を収めている。

### (3) 状況の変化に応じた問題解決能力



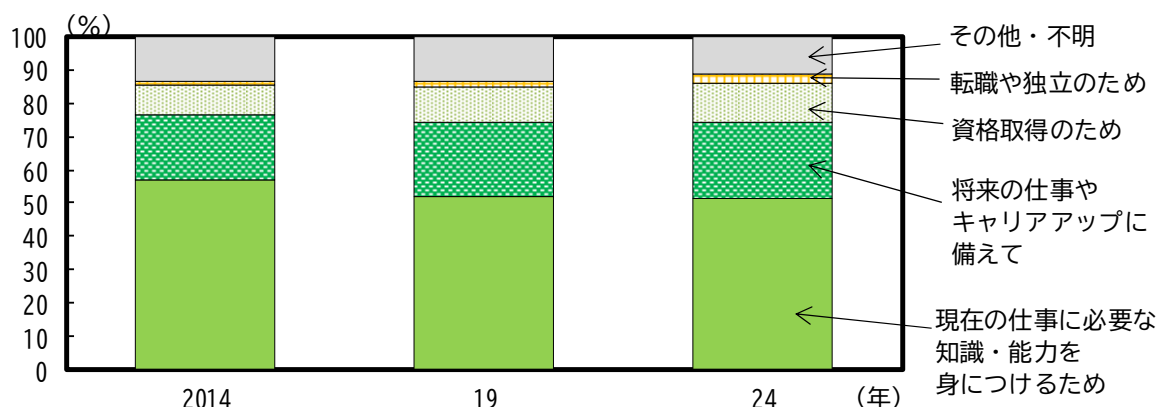
- (備考) 1. OECD “Do Adults Have the Skills They Need to Thrive in a Changing World? Survey of Adult Skills 2023” により作成。  
 2. 調査対象は各国の16歳から65歳の成人で、調査期間は2022年9月～2023年8月。各分野の満点は500点。

### (自己啓発に当たって将来を見据えた動機が増加傾向)

ここからは、日本の状況に絞って、自己啓発の実施状況を整理していく。まず自己啓発を行う動機について、単一回答で聴取した結果<sup>44</sup>を見ると(第2-2-12 図)、2014年から2024年にかけて、一貫して「現在の仕事に必要な知識・能力を身に付けるため」とする回答が5割前後と多いが、徐々に減少傾向にあることも分かる。それに対して、「将来の仕事やキャリアアップに備えて」や「資格取得のため」といった、将来の仕事を考えた動機を挙げる人が増加傾向にある。さらに、絶対数は大きくないものの、「転職や独立のため」という動機の比率も一定の増加を見せている。

<sup>44</sup> 厚生労働省「能力開発基本調査」。

第2-2-12図 自己啓発を行った理由



(備考) 1. 厚生労働省「能力開発基本調査」により作成。

2. 単一回答。「その他」には、「昇進・昇格に備えて」、「配置転換・出向に備えて」、「海外勤務に備えて」、「退職後に備えるため」といった選択肢が含まれる。

### (Off-JT、自己啓発共に、若年、男性、正社員、大企業で活発)

次に、Off-JTと自己啓発について、実施割合を年齢、性別、就業形態、企業規模などで比較したのが第2-2-13図である。まず、Off-JTの実施割合については、全労働者の平均が37.0%であるのに対し<sup>45</sup>、正社員は44.6%、正社員以外は18.4%と、倍以上の差がついていることが分かる。また、男女別にみると、男性が43.9%、女性が28.8%と、正社員と正社員以外の差ほどではないが、男性の方が女性よりも実施割合が高いことが分かる<sup>46</sup>。年齢階級別にみると、20代は44.3%であるのに対し、年齢が上がるごとに実施割合が低下し、60歳以上では22.1%と、約半分程度になる。この点については、若年層の方が、現在の自己投資による恩恵を将来にわたって長期間受けることができ、実質的な自己投資の価値が、若年層の方が高くなることも関係していると考えられる。また、企業規模別に正社員の受講率の差<sup>47</sup>をみると、30~49人の企業は30.3%であるのに対し、1,000人以上規模の企業では50.2%となっており、こちらも差がついている。Off-JTは、例えば一定期間、通常の業務から離れて、あるいは通常の業務に費やす時間を短縮して受講する場合も考えられるが、企業規模が大きいほど、そのような際に代替要員を確保しやすいなどの理由で、Off-JTを実施しやすい面もあると考えられる。

あわせて、自己啓発の実施率を見ると、基本的に正社員、男性、若年層、規模が大きい企業の方が実施率が高いという傾向は同様である<sup>48</sup>。大中堅企業ほど生産性が高く、伸びが高いという先述の点も含めて、人的資本蓄積と生産性向上には相関関係がみられている。

<sup>45</sup> なお、実施時間の統計を取ることもできるが、基本的に同様の傾向である。

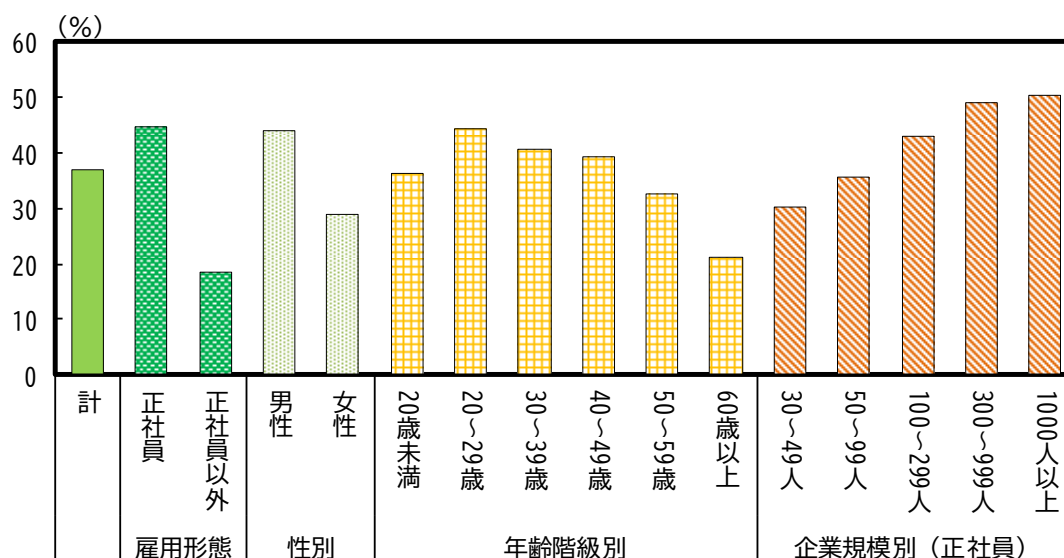
<sup>46</sup> 女性の方が正社員以外の雇用形態で働いているケースが多いことも影響していると考えられる。

<sup>47</sup> 正社員以外では、30~49人の企業でやや実施率が低い、それ以上の企業ではほぼ同等である。

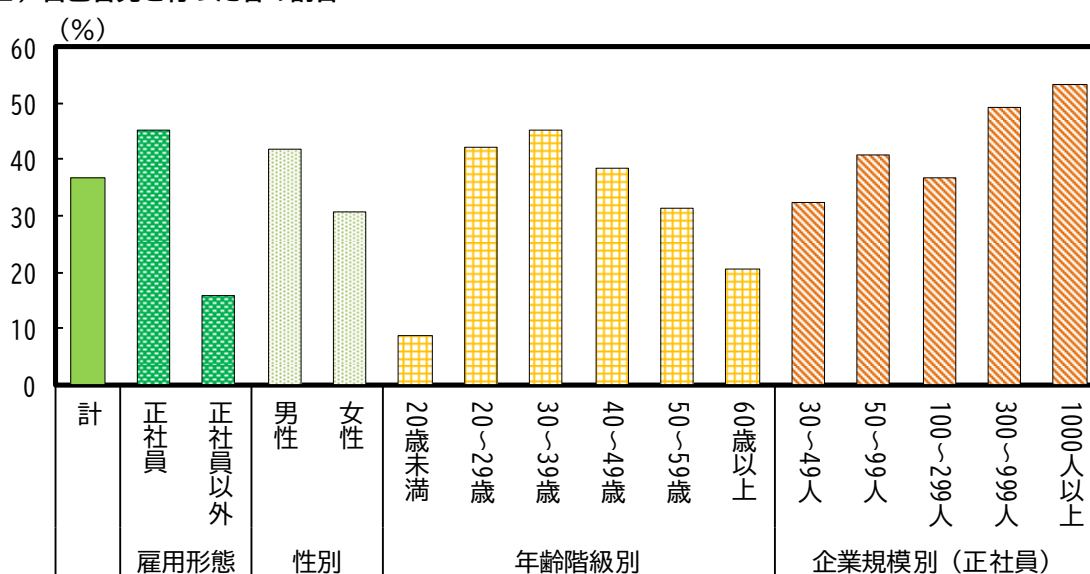
<sup>48</sup> 企業規模の影響はやや小さめとなっている。

第2-2-13図 属性別の能力開発実施状況（2024年）

（1）O f f－J Tを受講した者の割合



（2）自己啓発を行った者の割合



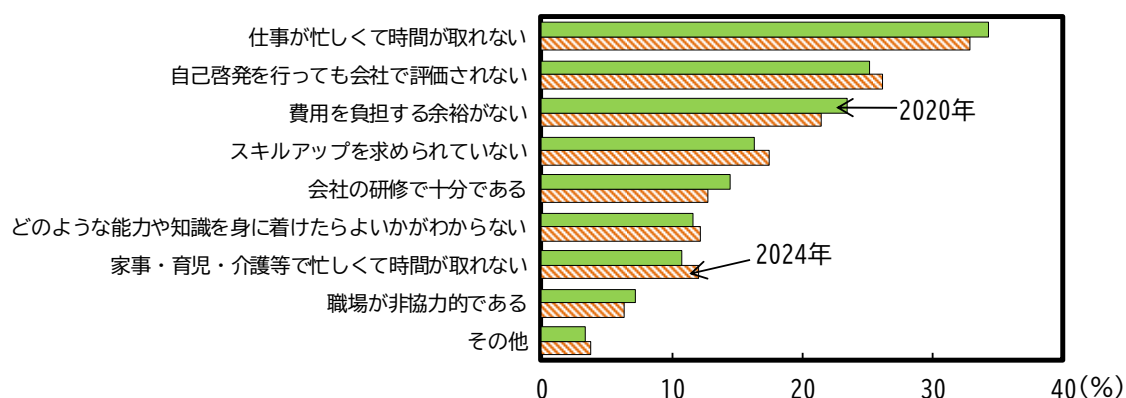
（備考）厚生労働省「能力開発基本調査」により作成。

（時間がないことや会社で評価されないことを理由に自己啓発が行われない）

O J TやO f f－J Tは、基本的に企業が主体となって提供する能力開発である。一方、自己啓発は個人が主体的に実施の是非やその内容を主体的に判断して実施する能力開発である。自己啓発を行わない人は行わない、あるいは行いたくても行えないそれぞれの理由があるはずである。そこで、労働政策研究・研修機構（J I L P T）が行った「人材育成と能力開発の現状と課題に関する調査」をみると（第2-2-14図）、「自己啓発を行わない理由」

（複数回答）について、最も多かったのは「仕事が忙しくて時間が取れない」（32.8%）<sup>49</sup>であり、次に「自己啓発を行っても会社で評価されない」（26.1%）、「費用を負担する余裕がない」（21.5%）、「スキルアップを求められていない」（17.5%）が続いている。大別すれば、「（時間及び費用面での）余裕がなくてできない」又は、「（会社から）求められていないので実施しない」に分けることができる。また、2024年を2020年と比べると、「余裕がなくてできない」と考えられる回答は減少傾向にある<sup>50</sup>一方、「求められていないから実施しない」と考えられる回答は若干の増加傾向にある。待遇面からの自己啓発の動機が高まっていない様子が見て取れる。

## 第2-2-14図 自己啓発を行わない理由



（備考）労働政策研究・研修機構（JILPT）「人材育成と能力開発の現状と課題に関する調査」により作成。

## （実際に自己啓発の阻害理由になっているのは、時間よりも金銭的余裕）

次に、どのような人が自己啓発を行っているか、またそれが賃金に反映されているかを、リクルートワークス研究所のパネルデータを用いて分析する。まず、イベントスタディ型の差の差（DID）分析により、OJTやOff-JTといった企業訓練の実施が労働者個人の自己啓発活動の実施確率を高めるかを確認すると、企業訓練の実施は、初年の自己啓発実施確率を14.8%ポイント程度引き上げる効果がみられ、その翌年でも有意に正の効果が確

<sup>49</sup> なお、厚生労働省「能力開発基本調査」にも「自己啓発を行う上での問題点」という項目があり、こちらは「仕事が忙しくて自己啓発の余裕がない」が正社員で55.9%、正社員以外で35.3%と、JILPTの調査よりもはっきりと比率が高い。水準の差が生じる理由は明らかではないが、厚生労働省調査が「自己啓発を行う上での問題点」を尋ねており、自己啓発を行った人も含むのに対し、JILPTの調査は「自己啓発を行わない理由」を尋ねており、自己啓発を行った人はサンプルから外れていることが考えられる。自己啓発を行った人のうち一定数は、時間がない中でも様々な目的のために自己啓発を行っていると考えられる。この「時間の余裕がないことは実際には自己啓発の障害に必ずしもなっていない可能性がある」という点については、また後程触れる。

<sup>50</sup> 「家事・育児・介護等で忙しくて時間が取れない」は増加している。

認された<sup>51</sup>。また、2年後以降には、企業訓練を受けた群と受けていない群の間に再び有意な差がみられなくなるものの、その後追加的に訓練を受けることで自己啓発を実施する確率が高まることもわかった（第2-2-15図（1））<sup>52</sup>。

そこで、継続的な企業訓練の実施が自己啓発活動の実施に与える効果について詳細にみると、2回目、3回目と訓練を重ねるごとに、自己啓発実施の誘因効果は逡増していく傾向が確認された（第2-2-15図（2））。これらの分析結果は、OJTやOff-JTといった企業訓練の実施は、労働者、この場合はその企業の従業員の更なる自己啓発のインセンティブを高める可能性を示唆している。労働者の自己啓発を促すためにも企業訓練の実施は有効であり、また複数年にわたって継続的に実施すると更に効果的であることが示唆される。

また、先述の通り、自己啓発を行わない理由として多いのは「仕事が忙しくて時間が取れない」や「費用を負担する余裕がない」といった回答であることから、こうした要素が自己啓発実施率に与える影響について確認すると、まず、金銭的余裕の変数として年収を推計式に含めると、年収が高まると有意に自己啓発実施率が高まることが分かる<sup>53</sup>。金銭面での余裕が自己啓発の実施率を高めている可能性がうかがえる。一方、労働時間の長さや家族の有無といった、いわば「忙しさ」に影響するような要素が、自己啓発の実施率に影響しないという結果となった。先述の通り、「仕事が忙しくて時間が取れない」は、自己啓発を行わない理由で最も多くの人々が挙げたものではあるが、実際には、労働時間の長さは全体としてみれば自己啓発実施率に影響しておらず<sup>54</sup>、家族や子どもの有無も同様に統計的に有意でない。実際の行動が選好を表しているのだとすれば、総じて、時間的な余裕のなさよりも、金銭的余裕のなさや、自己啓発が金銭面で報われないこと等の方が、自己啓発を阻害する要因になっていると考えられる。

---

<sup>51</sup> なお、初回企業訓練の実施年の3年前、2年前の係数が統計的に有意でないことから、のちに企業訓練を受ける群と受けない群の間で、企業訓練を受ける前の時点においては自己啓発を実施する確率に有意な差が無いことが確認できる。

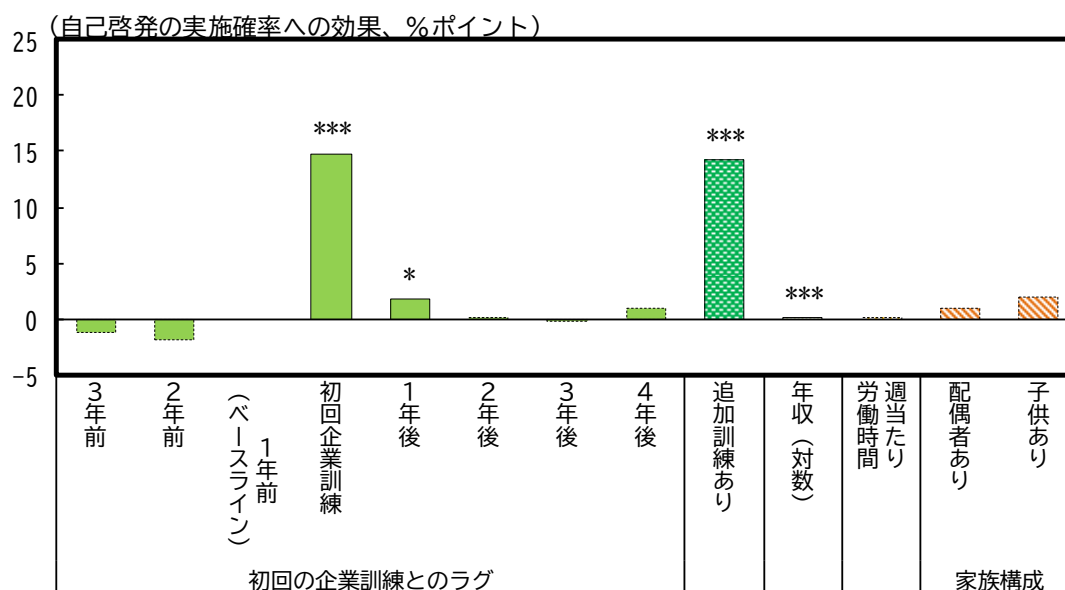
<sup>52</sup> 類似の結果として、労働政策研究・研修機構（2025）は、企業からの自己啓発支援制度が自己啓発実施率を高める効果があることを指摘している。ただし、同研究は、自己啓発時間自体は個人のキャリア意識、特に独立・転職志向等が影響することも指摘している。

<sup>53</sup> ただし、規模感としてはそれほど大きくない（年収1%上昇に対して実施率の上昇は0.02%）点には留意が必要。

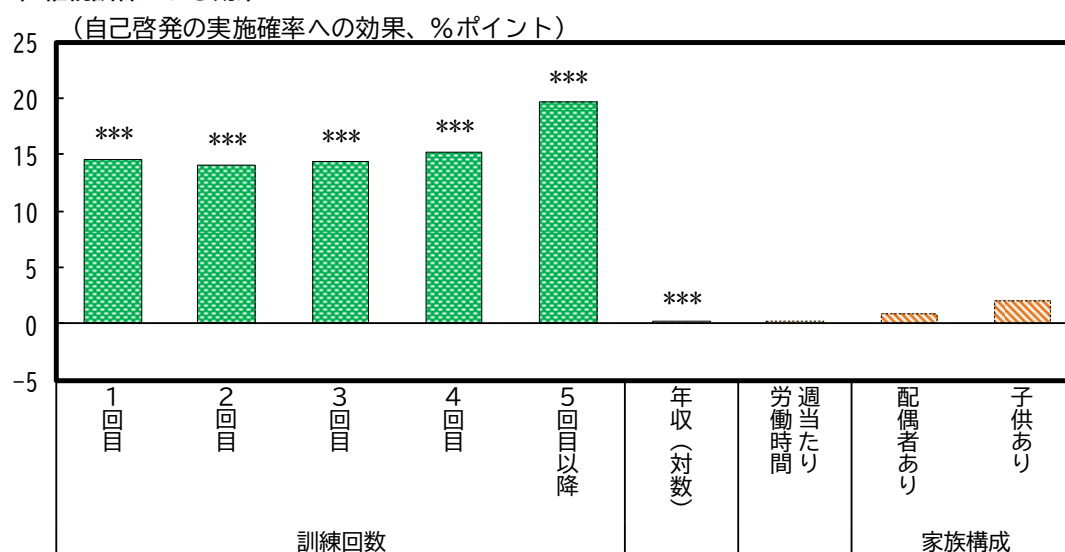
<sup>54</sup> 黒田・山本（2019）は、2017～2018年の働き方改革の進展期に、「残業規制の厳しさ（働き方改革の進捗度の代理変数、転じて、労働時間の短さの代理変数とも解釈できる）」が自己啓発時間を増やす効果は40歳以上の層でしかみられないことを指摘しており、本分析の結果と整合的である。

第2-2-15図 企業訓練が自己啓発に与える影響

(1) 企業訓練が自己啓発に与える影響



(2) 継続訓練による効果



(備考) 1. リクルートワークス研究所「全国就業実態パネル調査」により作成。

2. \*\*\*, \*は、それぞれ1%、10%水準で統計的に有意であることを示す。詳細は付注2-3を参照。

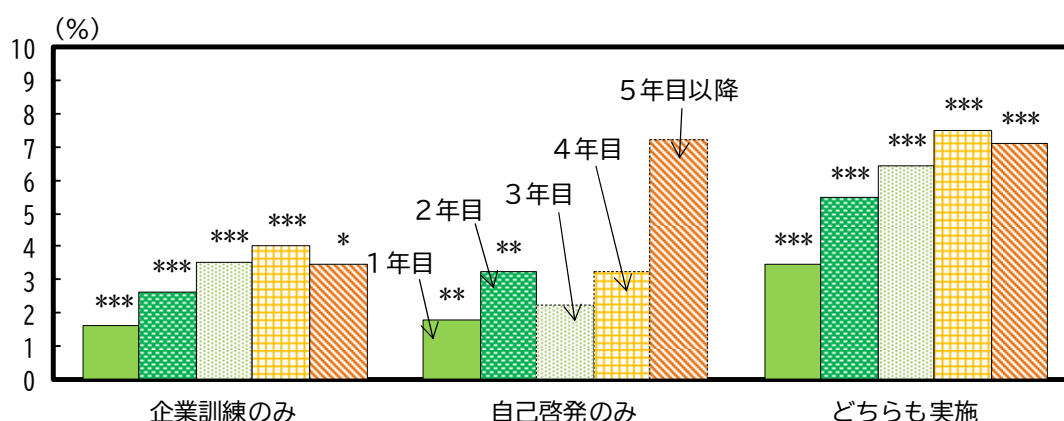
(自己啓発が賃金に与える効果は、Off-JTに比べて限定的)

そこで、自己啓発やOff-JTといった人的資本を蓄積するための取組が実際に賃金に反映されているかどうかを、同様の枠組みを用いて分析したのが、第2-2-16図である。まず、企業が提供する訓練機会は、5年後を除いて、賃金を有意に上昇させることが分かる。



一方で、自己啓発については、3年目以降は、賃金に与える影響は限定的となっている<sup>55</sup>。また、どちらも実施した労働者の賃金上昇幅は、どちらかを実施した労働者よりも大きく、持続的であることがうかがえる。

第2-2-16図 企業訓練と自己啓発の実施が賃金に与える効果



(備考) 1. リクルートワークス研究所「全国就業実態パネル調査」により作成。  
2. 効果について、いずれも、何も実施しなかった場合との比較。\*\*\*、\*\*、\*は、それぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。詳細は付注2-4を参照。

この違いについてはいくつかの仮説が考えられるが、まず、個人の動機による自己啓発は必ずしもその企業で働く上での生産性を高める効果を持つとは限らない可能性がある。この点は、企業特殊人的資本の議論とも関係する。企業特殊人的資本とは、特定の企業内でのみ通用する技能のことであり、特に長期雇用・年功序列型の雇用システムの下では、企業特殊人的資本が果たす役割が高かったと考えられている。企業が提供する訓練機会であれば、少なくともその企業内における生産性を高める内容になると考えられる。また、企業としては一般的な人的資本の蓄積を社費で支援したとしても、そのスキルを身に付けた労働者は他の企業に転職してしまう可能性があり、その場合は訓練費用を回収できない可能性が高い。このため、企業訓練による人的資本蓄積は、企業特殊人的資本になることが多いと考えられている<sup>56</sup>。関連して、そもそも労働者が行う自己啓発の内容が生産性向上に寄与するものになっていない可能性が考えられる(後述)。他にも、長期雇用・年功賃金制度の下では訓練と

<sup>55</sup> 内閣府(2022)も同様の分析を行い、正社員については、自己啓発による賃金上昇効果がほぼみられなかったことを指摘している。また、内閣府政策統括官(経済財政分析担当)(2021)は、Off-JTによる賃金上昇効果は、他の種類の能力開発と比べて長期間持続する傾向にあることを指摘している。

<sup>56</sup> 古くはGary Beckerが提唱した考え方である。

### （企業が求める能力（開発）と、労働者が行う能力（開発）にずれがみられる）

先述のように、そもそも企業が求める能力開発の方向性と、労働者が行う能力開発の間にミスマッチが生じている可能性も考えられる。「能力開発基本調査」で企業が労働者に求める能力開発を見ると（第2-2-18 図（1））、「チームワーク、協調性・周囲との協働力」が6割弱を占めている。次に「職種に特有の実践的スキル」が4割弱となっており、先述の企業特殊資本を労働者に求める姿がこの結果からもうかがえる。以下、「コミュニケーション能力」、「課題解決スキル（分析・思考・想像力等）」が続く。

これに対し、労働者側の能力開発を見ると（第2-2-18 図（2））、「マネジメント能力・リーダーシップ」が最も多く、次いで「課題解決スキル（分析・思考・想像力等）」となっている。企業側が求めている「チームワーク、協調性・周囲との協働力」や「職種に特有の実践的スキル」はいずれも20%を割っており、労働者側としては優先順位が相対的に低いことが分かる。

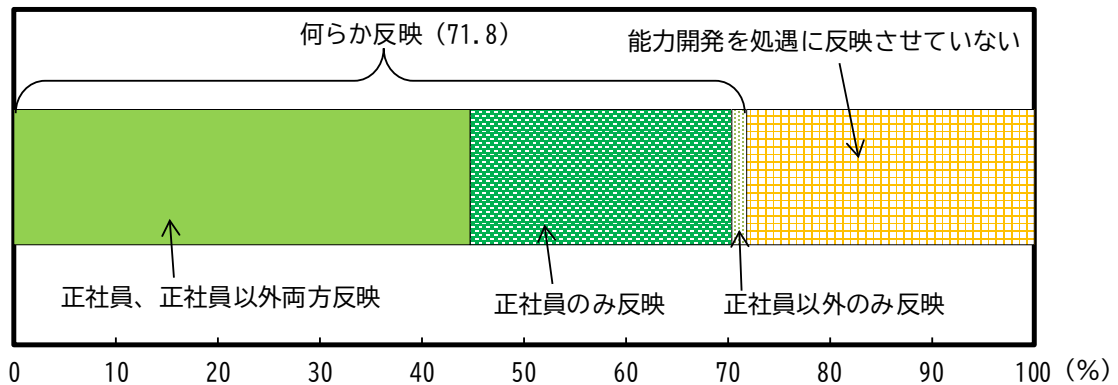
この点をもう少しわかりやすくするため、各スキルについて、労働者の回答割合と企業の回答割合の差を比較すると（第2-2-18 図（3））、先述の通り、「チームワーク、協調性・周囲との協働力」や「職種に特有の実践的スキル」については、企業側の希望が相対的に強いのに対し、「語学（外国語）力」や「高度な専門的知識・スキル」、「専門的なITの知識」といった項目では、労働者側の希望が相対的に強くなっていることが分かる。言い換えれば、例えば労働者が自己啓発で英語学習や専門的なITの知識を身に付けたとしても、そのスキルと企業が生産性向上のために求めているスキルとの間にミスマッチがあれば、結果として生産性向上に結び付かず<sup>59</sup>、賃金が持続的には上がらない、という経路が考えられる<sup>60</sup>。

<sup>59</sup> Lazear（2009）は、企業によって労働者に求めるスキルの優先順位が異なること自体が、企業特殊資本の実体なのではないかと指摘している。

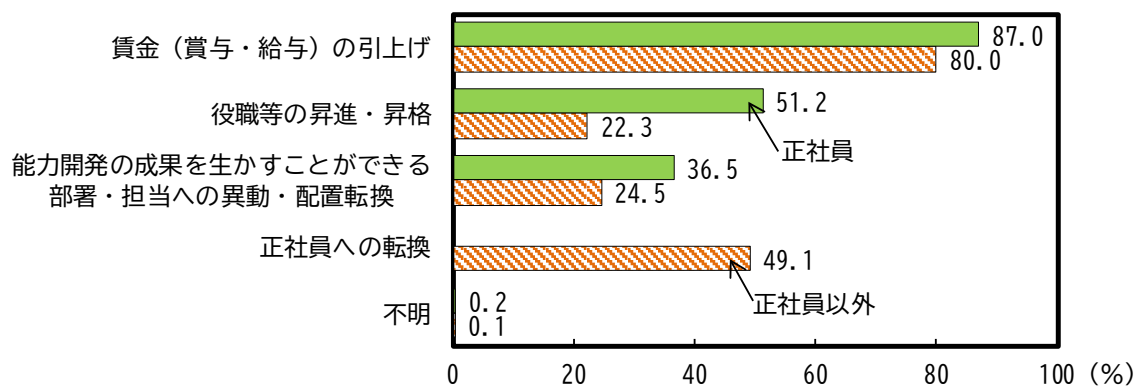
<sup>60</sup> ただし、このミスマッチ自体は必ずしも日本特有の事情ではない。先述の「労働者のスキルに関する日米調査」でも、米国の労働者が身に付けたいと思っているスキルは上から「テクノロジーリテラシー」「人工知能・ビッグデータ運用スキル」「リーダーシップ・社会に影響を与えるスキル」であるが、採用担当者が求めているスキルは上から「信頼性・細部への注意力」「回復力・柔軟性・敏捷性」「テクノロジーリテラシー」となっている。特に、「信頼性・細部への注意力」は、米国の労働者が希望するスキルの上位10位に入っておらず（「回復力・柔軟性・敏捷性」は5位）、ミスマッチが生じていることが分かる。

## 第2-2-17図 能力開発と処遇への反映状況（2024年）

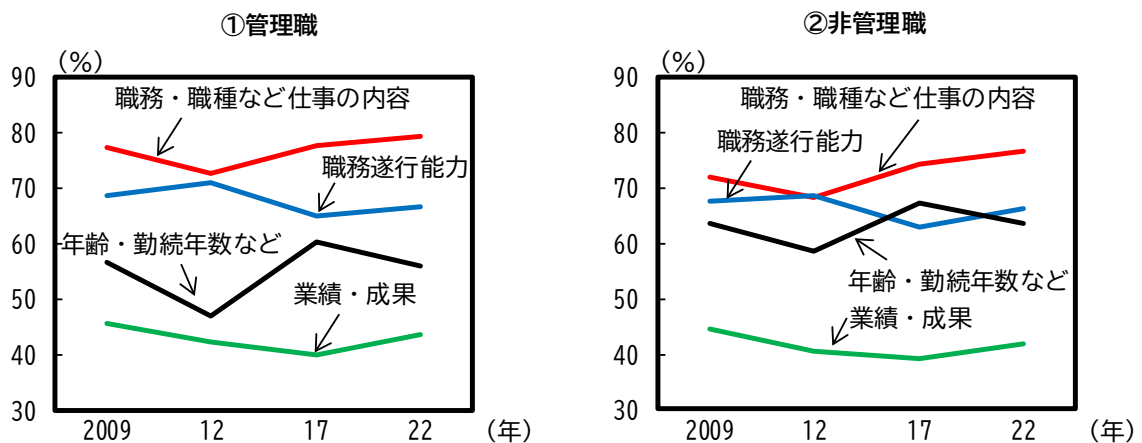
### （1）能力開発と処遇への反映状況



### （2）どのような処遇に反映しているか



### （3）基本給の決定要素



（備考）1. 厚生労働省「能力開発基本調査」、「就労条件総合調査」により作成。  
2. （2）、（3）は、複数回答。

### （企業が求める能力（開発）と、労働者が行う能力（開発）にずれがみられる）

先述のように、そもそも企業が求める能力開発の方向性と、労働者が行う能力開発の間にミスマッチが生じている可能性も考えられる。「能力開発基本調査」で企業が労働者に求める能力開発を見ると（第2-2-18 図（1））、「チームワーク、協調性・周囲との協働力」が6割弱を占めている。次に「職種に特有の実践的スキル」が4割弱となっており、先述の企業特殊資本を労働者に求める姿がこの結果からもうかがえる。以下、「コミュニケーション能力」、「課題解決スキル（分析・思考・想像力等）」が続く。

これに対し、労働者側の能力開発を見ると（第2-2-18 図（2））、「マネジメント能力・リーダーシップ」が最も多く、次いで「課題解決スキル（分析・思考・想像力等）」となっている。企業側が求めている「チームワーク、協調性・周囲との協働力」や「職種に特有の実践的スキル」はいずれも20%を割っており、労働者側としては優先順位が相対的に低いことが分かる。

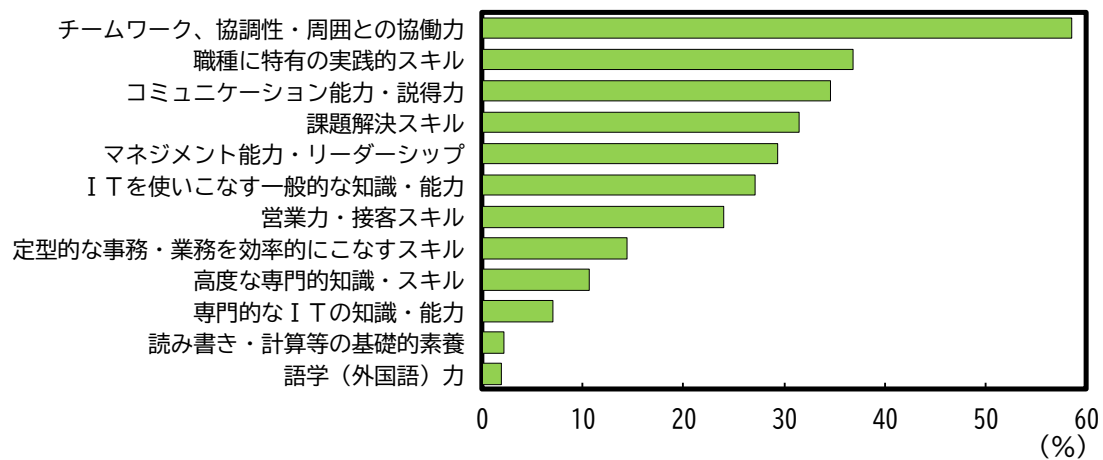
この点をもう少しわかりやすくするため、各スキルについて、労働者の回答割合と企業の回答割合の差を比較すると（第2-2-18 図（3））、先述の通り、「チームワーク、協調性・周囲との協働力」や「職種に特有の実践的スキル」については、企業側の希望が相対的に強いのに対し、「語学（外国語）力」や「高度な専門的知識・スキル」、「専門的なITの知識」といった項目では、労働者側の希望が相対的に強くなっていることが分かる。言い換えれば、例えば労働者が自己啓発で英語学習や専門的なITの知識を身に付けたとしても、そのスキルと企業が生産性向上のために求めているスキルとの間にミスマッチがあれば、結果として生産性向上に結び付かず<sup>59</sup>、賃金が持続的には上がらない、という経路が考えられる<sup>60</sup>。

<sup>59</sup> Lazear（2009）は、企業によって労働者に求めるスキルの優先順位が異なること自体が、企業特殊資本の実体なのではないかと指摘している。

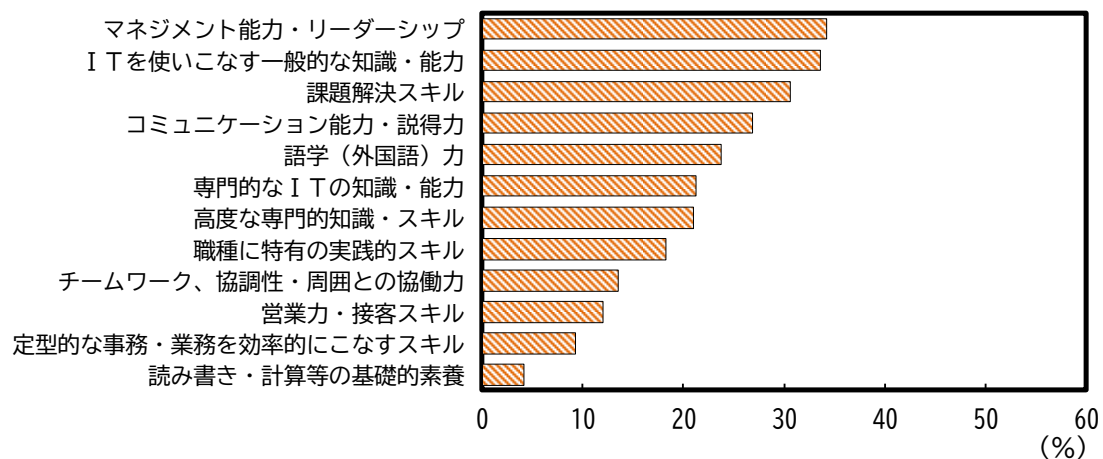
<sup>60</sup> ただし、このミスマッチ自体は必ずしも日本特有の事情ではない。先述の「労働者のスキルに関する日米調査」でも、米国の労働者が身に付けたいと思っているスキルは上から「テクノロジーリテラシー」「人工知能・ビッグデータ運用スキル」「リーダーシップ・社会に影響を与えるスキル」であるが、採用担当者が求めているスキルは上から「信頼性・細部への注意力」「回復力・柔軟性・敏捷性」「テクノロジーリテラシー」となっている。特に、「信頼性・細部への注意力」は、米国の労働者が希望するスキルの上位10位に入っておらず（「回復力・柔軟性・敏捷性」は5位）、ミスマッチが生じていることが分かる。

## 第2-2-18図 企業と労働者の求めるスキルのミスマッチ

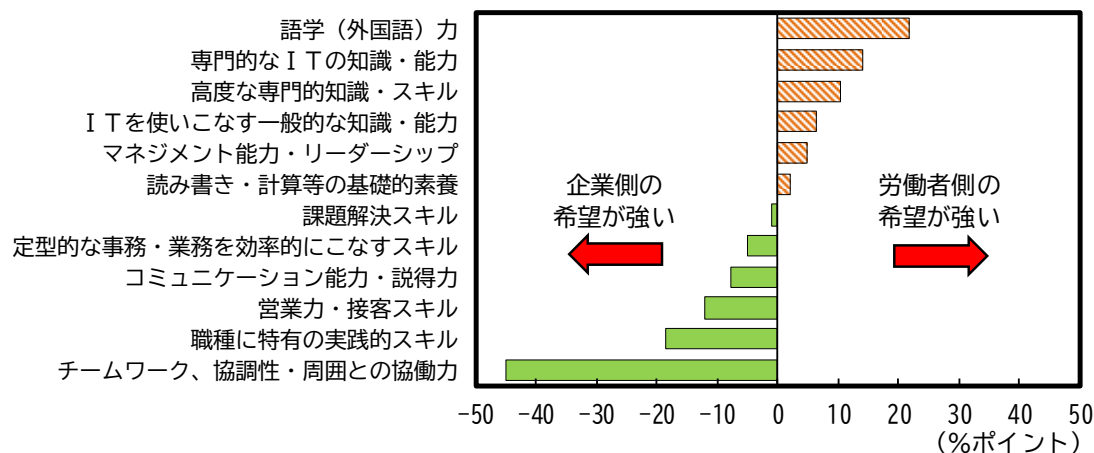
### (1) 企業が求める能力・スキル別企業割合（複数回答）



### (2) 労働者が求める能力・スキル別労働者割合（複数回答）



### (3) 企業と労働者の求めるスキルのミスマッチ



(備考) 1. 厚生労働省「能力開発基本調査」により作成。

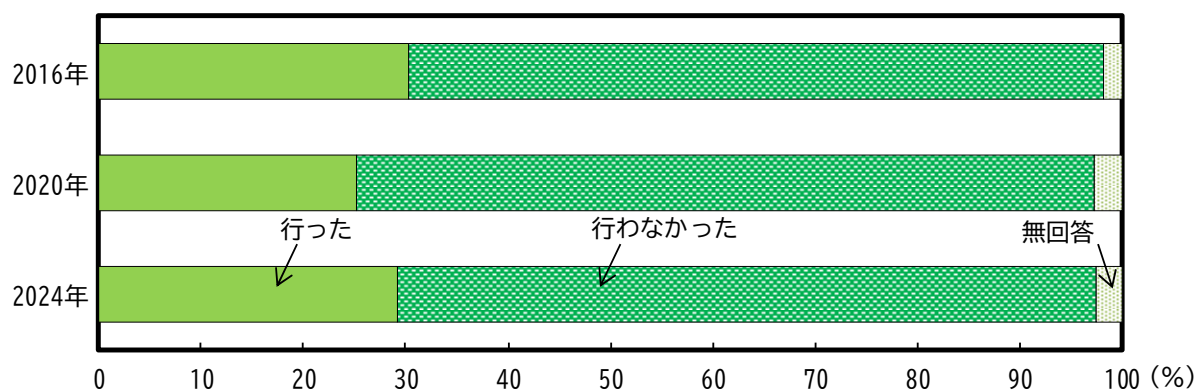
2. (1)、(2)は、選択肢から3つまで回答可能。(3)は、労働者が求める能力・スキル別労働者割合から企業側が労働者に求める能力・スキル別企業割合を差し引いて算出。

### (企業は自己啓発を支援するが、労働者は企業が協力的でなくなったと認識)

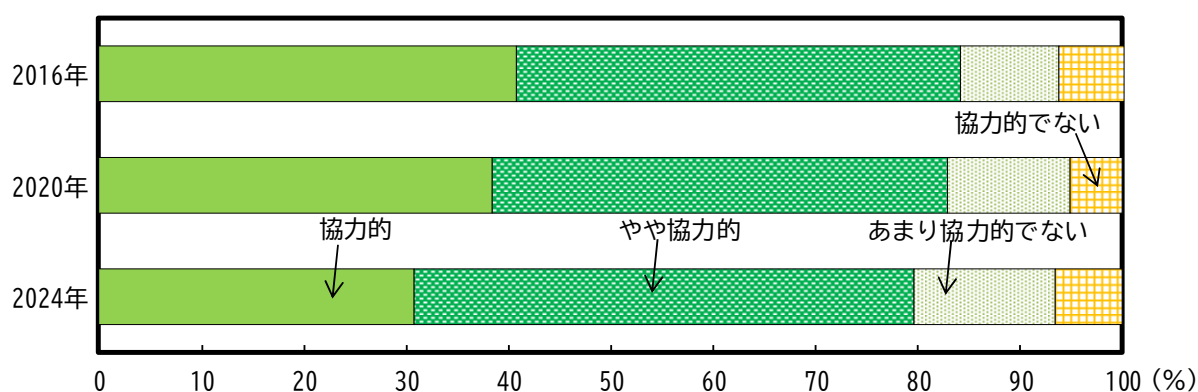
また、自己啓発に関する企業と労働者の間の認識のずれとしては、企業は変わらず労働者の自己啓発に好意的であり、支援をしているものの、労働者の側から見ると、企業は自己啓発に非協力的になったと受け止められている事実もある。労働政策研究・研修機構「人材育成と能力開発の現状と課題に関する調査」は、企業と労働者それぞれに同時期にアンケートを行っている。企業側の「従業員の自己啓発に対する支援の有無」を見ると(第2-2-19図(1))、コロナ禍であった2020年は支援を行った企業が少ないものの、2016年と2024年を見ると、「行った」と答えた企業の割合は概ね同程度である。一方、労働者側の認識を「自己啓発を行うことに対して協力的か(会社の方針)」という設問から確認すると(第2-2-19図(2))、「協力的」と答えた労働者の割合は、2016年の4割超から2024年には3割超にまで低下している。「やや協力的」と答えた割合は上がっているものの、「協力的」と「やや協力的」を合わせた割合は低下しており、全体として、労働者は、企業が非協力的になったと認識していると言える。先述の、企業側が求める能力と労働者側が身に付けたい能力の違いを考えると、企業側は、企業が求める能力を身に付けるための協力を積極的に行っている一方で、労働者側は、自分が行いたい自己啓発と企業が求める自己啓発が異なることから、企業が非協力的になっている、と認識している可能性がある。能力開発の成果を企業の生産性向上に結び付けていくためにも、労働者と企業の間で能力開発についての意思疎通を十分に行うことが求められる。

## 第2-2-19図 自己啓発支援に対する企業と労働者の認識

### (1) 自己啓発に対する支援の有無（企業の状況）



### (2) 自己啓発を行うことに対して企業が協力的か（労働者の認識）



（備考）労働政策研究・研修機構（JILPT）「人材育成と能力開発の現状と課題に関する調査」により作成。

### （企業特殊資本による労働生産性の差は最大で 30%程度）

企業特殊資本の存在は、転職をはじめとする円滑な労働移動を阻害する要因にもなりうる。すなわち、ある企業でのみ通用する能力を身に付けた労働者は、他の企業に転職しようとする、自分の人的資本を十分に発揮できず、生産性（賃金）が（少なくとも一時的には）低下してしまう。そのため、人的資本に占める企業特殊資本の割合が高い場合、労働者が転職するインセンティブが阻害される。また、企業側も、労働者が転職しないよう、企業特殊資本を中心とした能力開発を行う、というメカニズムである。そこで、この節の最後に、企業特殊資本の影響が人的資本に占める割合がどのくらい高いかについて推定する。具体的には、転職した労働者の賃金水準やそのパスがどのようになるかを、「賃金構造基本統計調査」の



個票データから「疑似パネル」<sup>61</sup>と呼ばれる手法を使って、同一労働者と疑似的にみなせる労働者のデータを抽出し、賃金水準を比較することで検討してみよう。賃金水準が生産性と等しい均衡水準にあると仮定すれば<sup>62</sup>、転職した時の賃金の変動は、その労働者の転職先の企業における生産性の変動とみなすことができる。ここで、生産性が、企業特殊資本とそれ以外の人的資本からなるとすると、転職直後は、企業特殊資本はゼロであり、それ以外の要素が変わらないとすれば、企業特殊資本の影響が大きいほど、転職直後に賃金水準が下がることになる。一方、例えば別の職場で働いた経験等を一般的に活かし、生産性を高めることができる場合は、企業特殊資本の差による影響が和らげられ、転職者の方が賃金水準が高くなることも考えられる<sup>63</sup>。

そこで、様々な属性をコントロールしたうえで、転職の有無による賃金水準の違いを、転職からの期間や職種ごとに推計する<sup>64</sup>。結果を見ると（第2-2-20 図（1））、まず、転職からの期間ごとに比較すると、転職0～2年目の賃金水準は、全ての年齢階層で、同じ年齢の、転職していない労働者よりも低くなっている<sup>65</sup>。特に45歳以上では、最大で賃金水準が30～35%程度低くなっていることが分かる。教育水準を始め、労働者の属性情報については可能な限りコントロールしていることから、この差は、企業特殊資本によるものとみなすことができる。実際、20代よりも30代、30代よりも40代の方が、この企業特殊人的資本による影響が大きくなっているが、これは、年齢が高い労働者の方が勤続年数も高く、その分企業特殊資本を身に付けていることから、転職初年の労働者との企業特殊資本の蓄積の差が大きくなるためであると考えられる。一方、転職後の勤続年数が上がるほどに、非転職者との賃金差は縮小していくことも分かる。特に、20代後半～30代前半では、勤続6～8年で賃金差が逆転している。

また、職種ごとに転職者と非転職者の賃金水準を比較すると（第2-2-20 図（2））、「管理的職業従事者」や「専門的・技術的職業従事者」では転職者の賃金水準が高くなっているのに対し、「生産工程従事者」や「事務従事者」、「運搬・清掃・包装等従事者」、「サー

<sup>61</sup> 具体的には、神林（2011）の手法に基づき、性別・学歴・年齢・勤続年数の情報を用いて、ある年と翌年の個票から、同一事業所に勤務する同一の労働者であると考えられるサンプルを抽出した。

<sup>62</sup> この仮定の下、以下本小節では、「賃金水準が高い」と「生産性が高い」は等価であるとみなし、文脈に応じて両方の表現を用いる。

<sup>63</sup> 「転職による賃金の変化」が「企業特殊資本等の喪失による生産性の変化」であると整理した例として、Audoly et al.（2022）がある。論文では、ある労働者が長期間勤務した企業を退職し新たな企業に就職した場合の賃金の低下幅のうち、50%程度が新たな就職先企業の生産性そのものが低いこと、30%程度が企業特殊資本の喪失によるものとされている。本稿は、転職者の転職先における賃金を、転職先にいる同質の非転職者と比較しているため、企業特殊資本の喪失の部分のみを抽出していると考えられる。

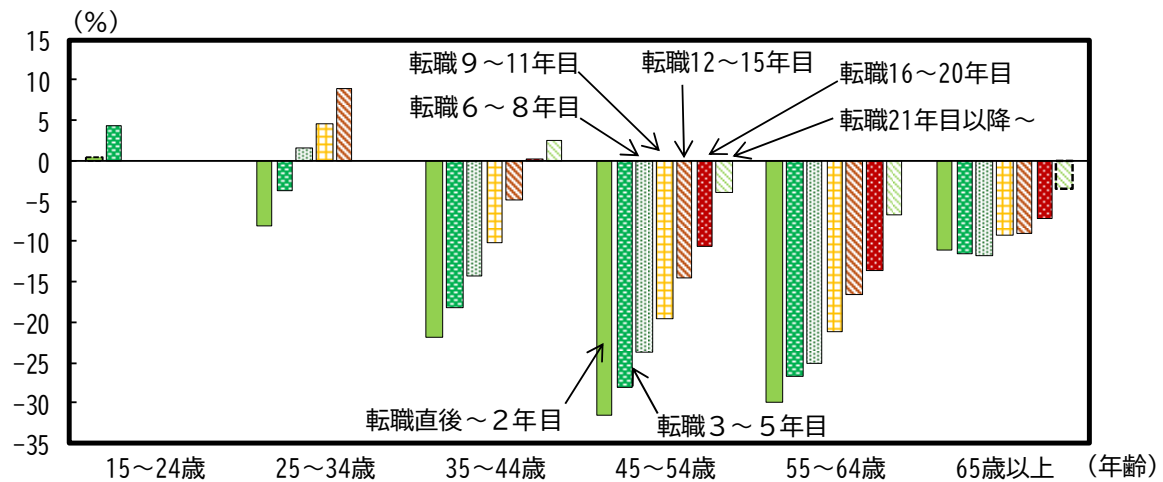
<sup>64</sup> 岩上・酒井・酒巻（2026）は、給与計算代行サービスのデータを用いて同様に転職者と非転職者の賃金水準や上昇率を分析し、年齢の高い転職者の方が非転職者との給与差が大きいことや、非転職者に給与水準が追いつくためには一定の時間が必要であることを指摘している。

<sup>65</sup> なお、本分析には事業所固定効果を含めていることから、「転職先が全体的に賃金水準の高い企業であった」という影響は取り除かれているものと考えられる。

ビス職業」では転職者の賃金水準が低くなっている。この違いは、マニュアル等に準拠するルーティン作業の割合が影響している可能性がある<sup>66</sup>。すなわち、生産工程等では、その企業特有の生産装置等の動かし方があり、勤続年数が長くなると、これが企業特殊資本として蓄積する。そのため、企業特殊資本の生産性寄与が大きく、転職者の賃金水準が低くなる傾向にあると考えられる。一方、「管理的職業従事者」や「専門的・技術的職業従事者」はマニュアル化が難しく、企業特殊資本による影響が相対的に小さいことから、転職者の賃金水準が高くなると解釈できる。

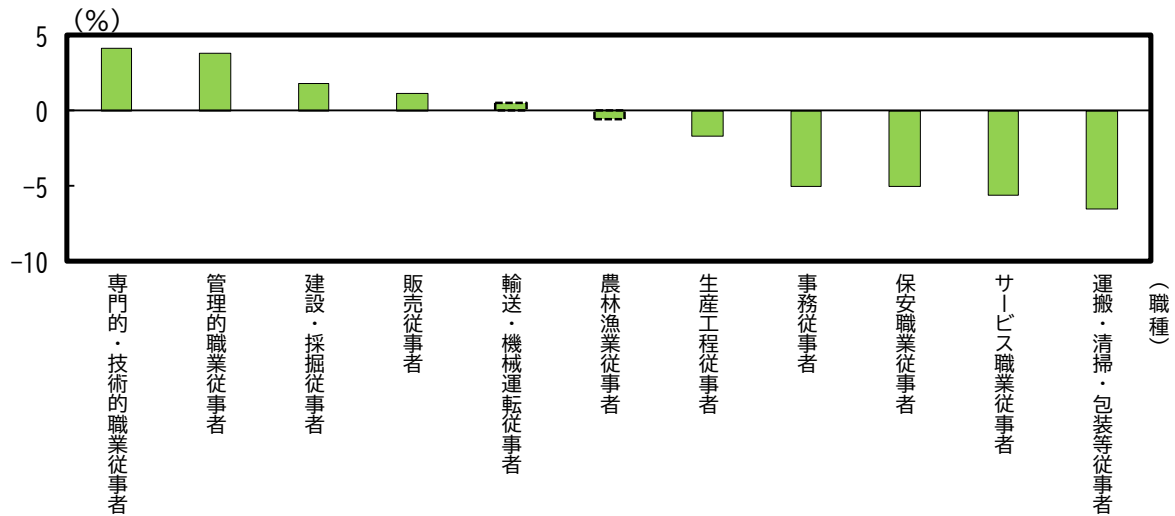
## 第2-2-20図 転職者と非転職者の賃金差

### (1) 年齢・転職時期ごとの違い



<sup>66</sup> 企業特殊資本の影響度合いが職種によって異なる、という点は、Kwon and Milgrom (2014) 等も指摘している。同論文では、セールス、建設関係職、技術サービスといった職種では、企業特殊資本の影響が強いと指摘している。

## (2) 職種ごとの違い



- (備考) 1. 厚生労働省「賃金構造基本統計調査」の調査票情報により作成。  
 2. 神林(2011)を参考に、連続する2か年における同一事業所の同一人物と推測される被用者を接続することにより、2020～2024年における民営のフルタイム労働者の疑似パネルデータを作成。(1)は全年齢を対象に、(2)は59歳までを対象に基本給の上下2.5%を除外。実線は5%水準で有意、点線は有意でないことを示す。詳細は付注2～5を参照。

このように、企業特殊資本は、人的資本の一定割合を占めていると考えられ、その結果、転職者の賃金は、特に中高年層を中心に上昇しにくいことになる。実際、転職により賃金が10%以上上がった労働者の割合は年齢が上がるごとに低下し、逆に転職により賃金が10%以上下がった割合の労働者は年齢が上がるごとに上昇しており、本分析結果とは整合的になっている。一方で、少なくとも若年層ではその影響は相対的に縮小し、職種別にみると、管理職や専門職で特に影響が小さくなっている。すなわち、こうした職種では、相対的に企業特殊資本の影響が小さいことから、転職により個人が能力を発揮しやすい職場に移ることによるプラス効果が、企業特殊資本が失われることによるマイナス効果を上回り、結果的に転職した個人や転職先の企業の生産性が向上したと考えられる。さらに、人材の流動性を高めることにより、こうした職種を中心により個人が生産性を発揮しやすい職場への移行が進み、マクロ全体でも生産性を押し上げる効果が生じる可能性も考えられる。

### 第3節 企業活動の活性化に向けて

#### 1. 企業をとりまく金融環境の構造変化

##### （力強い成長に不可欠な企業活動の活性化）

物価上昇を上回る持続的な賃上げを実現していくためには、経済の供給力である潜在成長率を向上させ、企業の「稼ぐ力」ともいえる生産性を高めていくことが不可欠である。しかし、これまでの我が国企業を総じてみれば、1990年代初頭のバブル崩壊に伴う金融面での深刻な調整や、その後のデフレを伴う国内需要の趨勢的な停滞によって、成長の源泉である物的及び人的投資の抑制を含め、コストカット型の経営志向を強める傾向にあった。このような動きを背景に、我が国全体の成長力を示す潜在成長率は、第1章第2節でみたように、1990年代以降緩やかに低下し、先進各国と比べて現在もなお低い状況にある。

長引くデフレの中では、個々の企業にとっては、債務をできるだけ圧縮しつつ内部留保を積み上げ、コストカットを重視した戦略を採ることは、合理的な行動であっただろう。しかし、一国全体でみたときには、こうした動きが、設備投資などによる能力の増強や経済全体の総需要の喚起に対して下押しに働き、生産性の向上を抑制してきたと考えられる<sup>67</sup>。重要なことは、資金フローも含めた経済全体として、需給両面から生産性を持続的に向上させる方向へ向かう、いわば成長志向の前向きな動きを広げていくことである<sup>68</sup>。さらに言えば、そのような前向きな動きを取りたいというインセンティブを持つ企業を増やしていく必要がある。

こうした問題意識を持ちつつ、本節では、まず前段で我が国全体の資金フロー構造の変遷を概観する。具体的には、我が国の経済主体のバランスシートの動向を、資金循環統計を用いた金融連関分析という手法によって考察する。この20～30年ほどの間、大企業は海外への投資を増やし、中小企業は現預金を積み増してきたとみられるが<sup>69</sup>、ここでは、こうした考察をバランスシート全体に広げることで、これまでの経済構造の変化をより多角的にみていくこととしたい。後段では、ミクロレベルでの企業活動、特にM&A（合併・買収）の動向に焦点を当て、合併が企業の生産性を向上させる効果について検証する。

##### （バブル崩壊以降、我が国企業は貯蓄主体に）

詳細な分析に入る前に、我が国企業のこれまでの動きを手短に概観しておこう。

まず、非金融法人企業（以下本項では「企業」という。）をとりまく金融環境をみていく。

<sup>67</sup> この間の企業行動と生産性については、新屋ほか（2005）、青木ほか（2024）、福永ほか（2024）を参照。また、具体例を交えた議論としては氷見野（2023）がある。

<sup>68</sup> 各種の成長促進策の効果については、浦沢ほか（2024）を参照。

<sup>69</sup> 内閣府（2025）第3章。

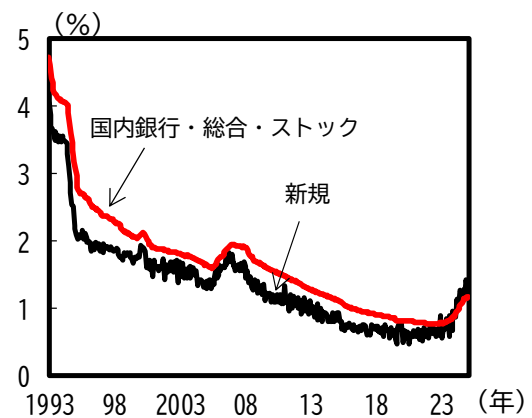
1990 年代初頭のバブル崩壊以降、政策金利が大幅に引き下げられるも、2000 年代以降、短期金利はゼロ近傍で推移している（第 2－3－1 図（1）～（3））。とりわけ、2008～2009 年の世界的な金融・経済危機の後、世界的なデフレ圧力が強まる中、大規模な非伝統的金融政策（我が国においては、例えば「包括的な金融緩和」（2010 年）、「量的・質的金融緩和」（2013 年））が導入されてからは、金融機関の貸出態度などをみても、特に緩和的な金融環境が維持されてきた<sup>70</sup>ことが分かる（第 2－3－1 図（4）、（5））。

第 2－3－1 図 金利の推移と金融機関の貸出態度

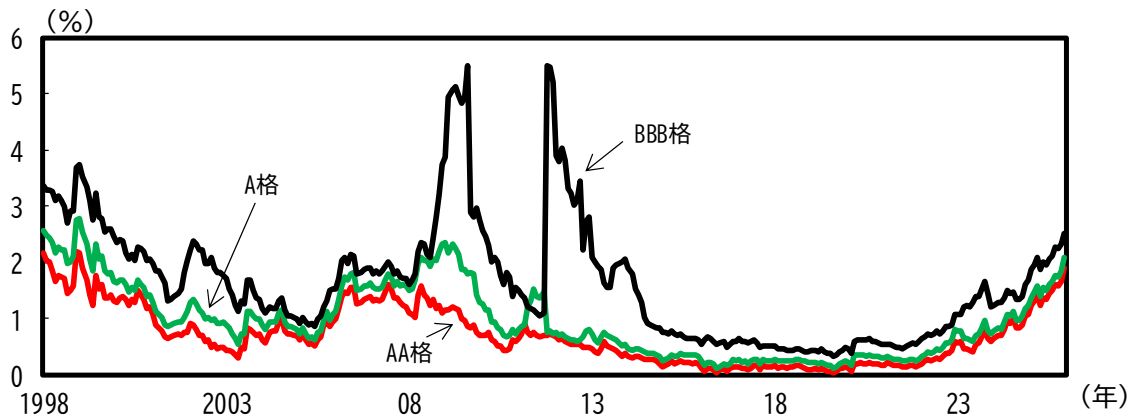
（1）長短の金利



（2）貸出約定平均金利

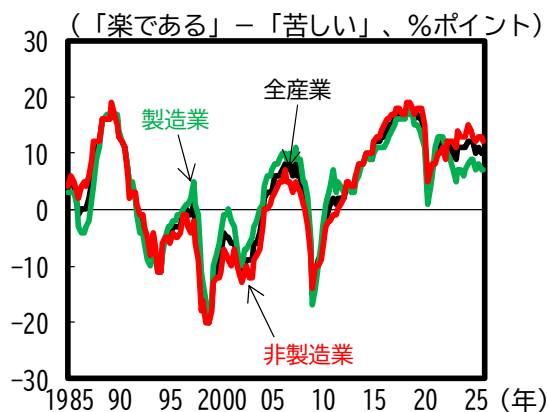


（3）社債金利

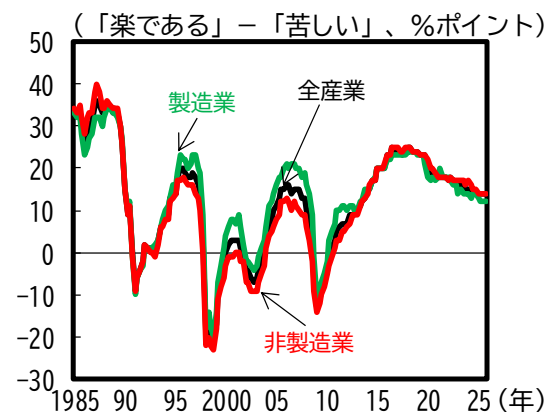


<sup>70</sup> 新型コロナウイルス感染症による影響のあった 2020 年頃についても、各種の施策のもとで、緩和的な金融環境は維持された（直野（2025）も参照）。

#### (4) 資金繰り判断D I



#### (5) 金融機関の貸出態度判断D I



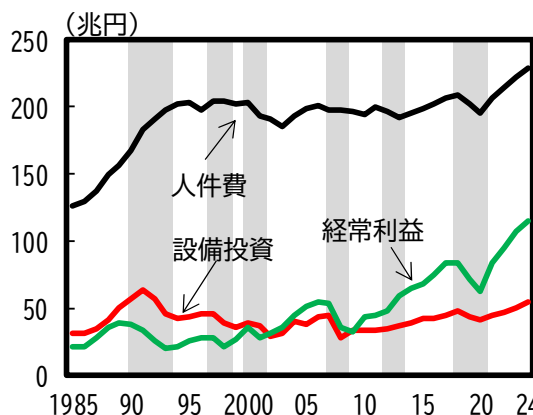
(備考) 日本銀行「コール市場関連統計」、「貸出約定平均金利の推移」、「全国企業短期経済観測調査」、Bloombergにより作成。(1)では、短期金利は無担保コールレート(オーバーナイト物)の月末金利、長期金利は日本国債10年の月末の金利を採用。(3)は月末金利を採用。

こうした点を踏まえつつ、企業の収益などの動向をみると(第2-3-2図(1))、企業の経常利益は、1990年代後半以降、リーマンショックや新型コロナウイルス感染症拡大期などの時期を除いて基本的に増加基調にあり、特に2010年代半ばには円高是正による円換算での輸出企業の収益増もあってその増勢を強め、また、コロナ禍後の2022年頃からは大幅な物価上昇とともに更に加速している。その一方で、人件費や設備投資の伸びは、収益の増加ペースと比べて緩やかなものとなっている。これは、企業の収益が、緩和的な金融環境にあっても国内の設備投資には向かわず、また、賃上げの原資としても十分に活用されてこなかった可能性を示している。その反面、利益剰余金や現預金、対外直接投資の残高は大きく増加しており(第2-3-2図(2))、収益は企業内部に蓄積<sup>71</sup>されるか、海外企業の買収も含めた海外への進出を中心に用いられてきたことがうかがえる。

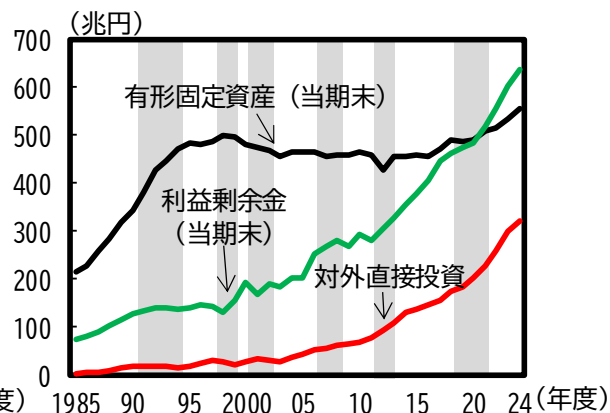
<sup>71</sup> 企業の現預金保有動機について、マクロ的な指標から概観した分析としては、日本政策投資銀行経済調査室(2024)がある。

## 第2-3-2図 企業の支出行動と保有資産

(1) 企業の収益と支出行動



(2) 企業の保有資産



(備考) 1. 財務省「年次別法人企業統計調査」、内閣府「景気基準日付」により作成。シャドー部分は景気の山から谷までの期間を示す。

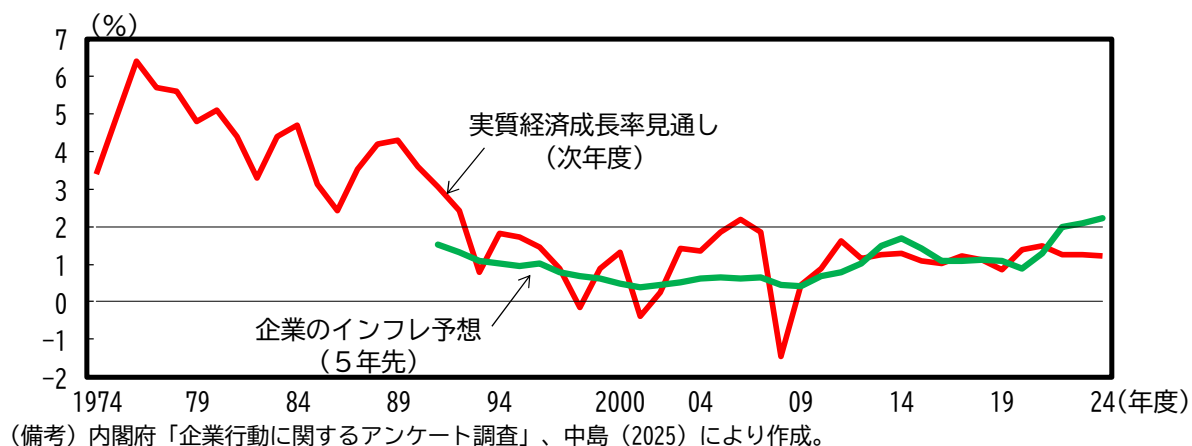
2. 人件費は従業員給与・賞与、役員給与・賞与、福利厚生費の合計。設備投資はソフトウェアを含まない。

こうしたことの背景には、物価も賃金も動かない状態が続く中で、国内経済の成長に対する期待も低下していたことがあると考えられる。すなわち、企業においては、日本経済の期待成長率は実質で年1%を大きく上回らないペースとみる認識が継続し、予想物価上昇率も、金融の不良債権問題とともに国内経済の停滞が深まった1990年代後半頃から、コストプッシュによって実際に物価が上昇した2022年頃までの間は、おおむね1%前後と相対的に低い水準で推移していた(第2-3-3図)。企業にとっては、一般に成長・拡大が十分に期待できない市場に対して投資を行うことはためられるであろう。また、物価の伸びが低ければ、内部に預金などを手厚く保持していても、その実質価値はほとんど目減りしない。これも、企業が資金を内部に保有せずに設備投資に回そうとする動機を弱めたと考えられる。くわえて、成長率・物価の伸びが十分に期待されないときには、企業は将来不況に陥った場合に賃下げが難しくなることを恐れて賃上げに慎重になる<sup>72</sup>可能性がある。このように、国内の経済成長や物価の伸びが十分に期待されない状況が続いたことは、企業の賃上げや設備投資へのスタンスを慎重化させたと考えられる。

<sup>72</sup> 内閣府(2025)第2章第2節参照。もちろん、成長率や物価はマクロでみた(名目)賃金の主要な決定要素であるから、この間の成長率・物価の伸びが実際に低かったこと自体、ここで述べたような硬直性がなかったとしても、賃金が上がらない要因となる。



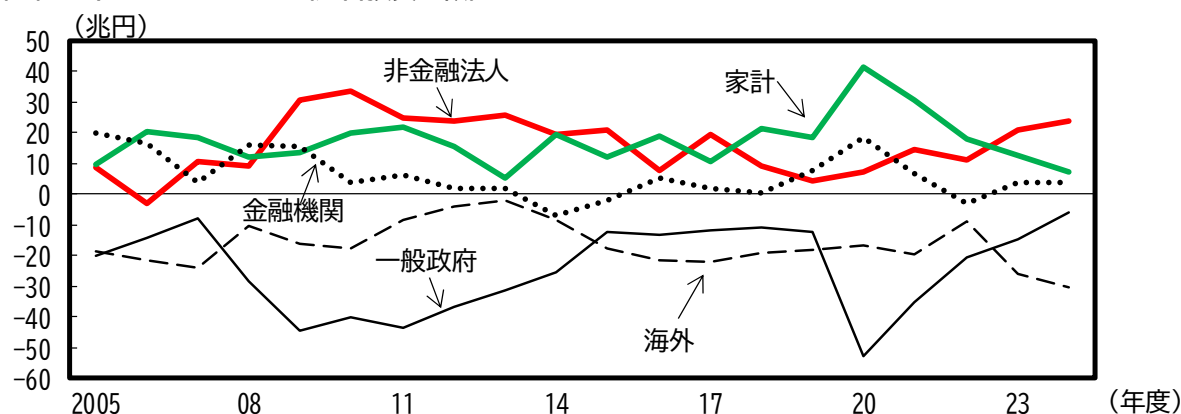
第2-3-3図 日本企業の成長期待・予想インフレ率の推移



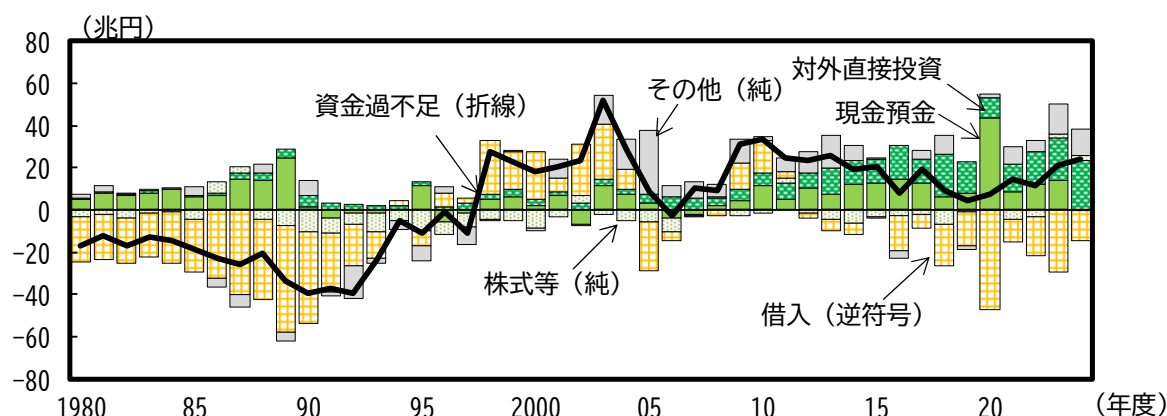
次に、我が国のISバランス（貯蓄・投資バランス）をみると、企業が大幅な貯蓄超過（資金余剰）を続ける姿となっている（第2-3-4図（1）、（2））。通常、企業は借入などによって資金を調達して事業を営むことが想定される。主要国のケースをみても、我が国のように長期にわたって企業が大幅な貯蓄超過を続ける例は見当たらない（第2-3-4図（3））。一方、我が国では一般政府が大幅な投資超過（資金不足）となっており、家計と企業の貯蓄超過が政府の資金不足（財政赤字）をファイナンスしている構図となる。なお、海外のマイナスバランスは我が国の経常収支黒字を意味するため、家計と企業を合わせた貯蓄超過額は財政赤字よりも大きく、国内全体では貯蓄超過（＝経常黒字）が維持されていることが分かる。

第2-3-4図 各国の貯蓄・投資バランス

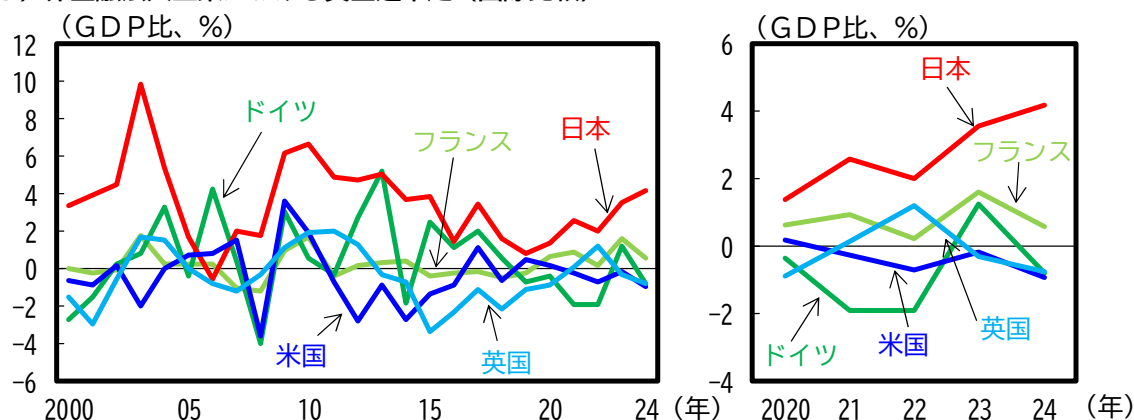
（1）日本のISバランス（貯蓄投資差額）



## (2) 日本の非金融法人企業の資金過不足とその内訳



## (3) 非金融法人企業における資金過不足（国際比較）



（備考）日本銀行「資金循環統計」、OECD Data Explorerにより作成。

## コラム2-4 企業へのアンケート調査からみた設備投資の手控え要因

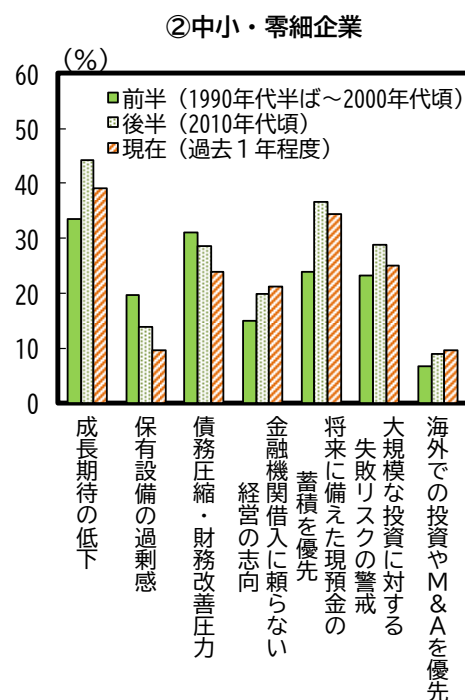
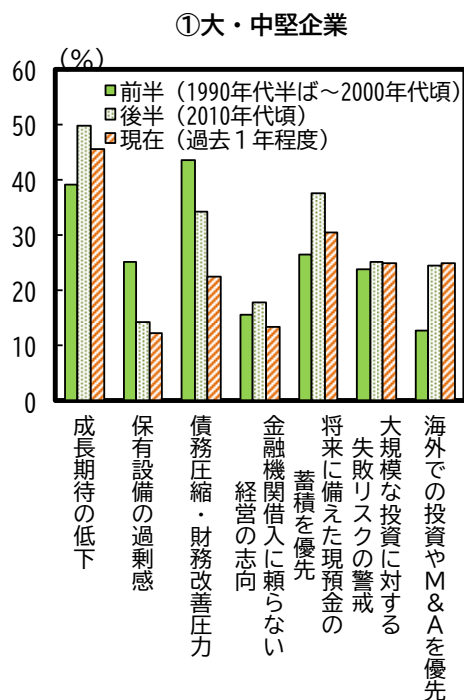
本文では、我が国経済の成長に対する期待が低位にとどまる中で、企業が設備投資等に慎重になってきた様子を概観した。このコラムでは、各種の企業に対するアンケート調査のデータを参照しながら、実際に企業がどのように意思決定を行ってきたのかをみてみよう。

まず、企業の経営陣に対して、1990年代半ば以降の自社の活動について尋ねたアンケート（日本銀行（2024））によると、バブル崩壊後の1990年代半ば～2000年代頃にかけて、企業が設備投資を手控えていた理由は、債務圧縮・財務改善への志向や、成長期待の低下であったことが改めて確認できる（コラム2-4-1図（1））。その後、2010年代頃にさしかかると、成長期待の低下がより一層設備投資を下押しするようになったうえ、債務圧縮志向はやや弱まるものの、予備的に現預金を積み上げていく動機が強まった様子が見られる。この頃、リーマンショックや東日本大震災などといった経済ショックが立て続けに起きたこともあり、将来の不確実性への対応や財務改善への厳しいプレッシャーを受けた企業が、自衛策として予備的に現預金を貯蓄する行動様式を持つようになった可能性がある。また、帝国データバンクによる比較的規模の小さい企業へのアンケートによる

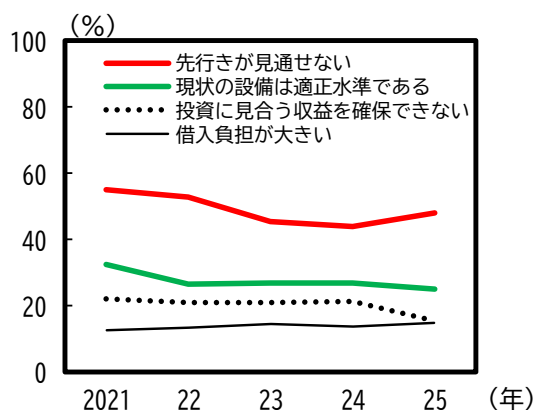
と、設備投資を予定していない理由の筆頭に一貫して挙げられているのは、設備の水準や採算性などよりも、「先行きが見通せない」という不確実性である(コラム2-4-1図(2))。このことから、我が国企業は、設備投資に当たってリスク回避的な姿勢で臨んでいることが示唆される。

コラム2-4-1図 企業が設備投資を控える理由

(1) 企業が設備投資を手控えていた理由



(2) 企業が設備投資を予定していない理由



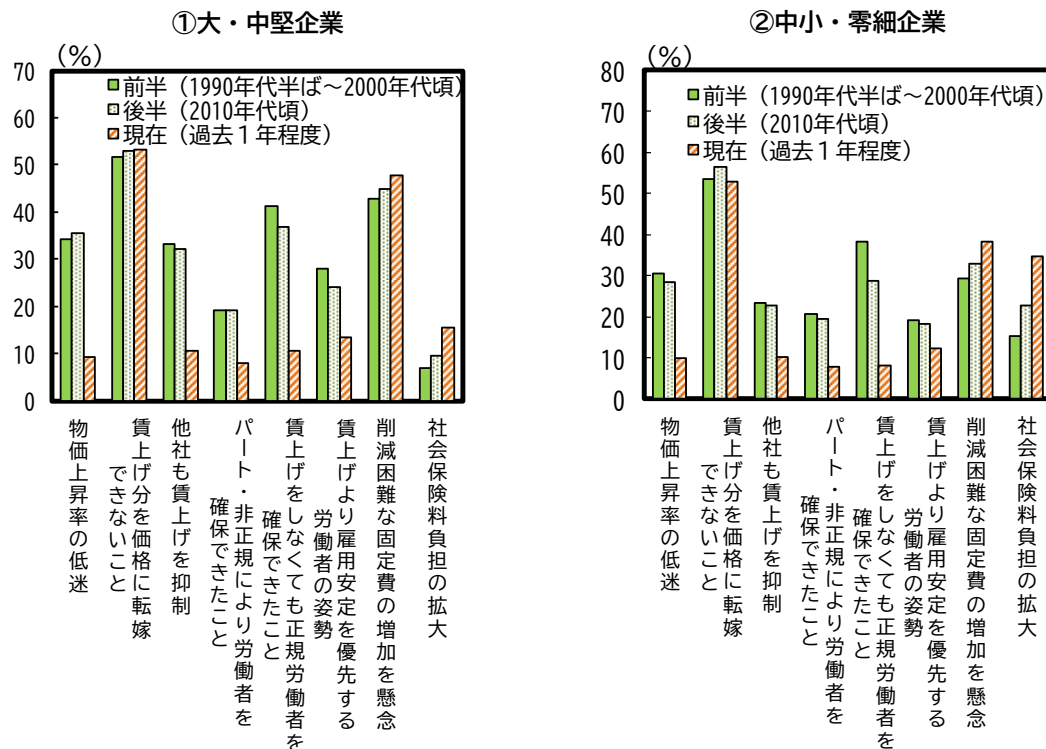
- (備考) 1. 日本銀行「地域経済報告—さくらレポート—」の「1990年代半ば以降の企業行動等に関するアンケート調査」、帝国データバンク「設備投資に関する企業の意識調査」(2021年から2025年)により作成。
2. (2)は、問い「設備投資を実施しない理由(複数回答)」に対する回答のうち、上位4項目を時系列に表示。なお、回答のうち「投資に見合う収益を確保できない」について、2025年調査からは、その項目が「投資に見合う収益を確保できない(コスト上昇は含まない)」に変更されている。

また、上述の日本銀行(2024)のアンケートによると、企業がベースアップを抑制した理由として、価格転嫁の不調や、そもそも賃上げしなくても労働者を雇うことができたという点に加え、ベースアップが固定費の増加につながる懸念が大きかったことが示されている(コラム2-4-2図(1))。これは、長らく物価上昇率がゼロ近傍で推移する中では、名目賃金をカットしにくいという下方硬直性の影響が賃上げを阻害していたことを裏

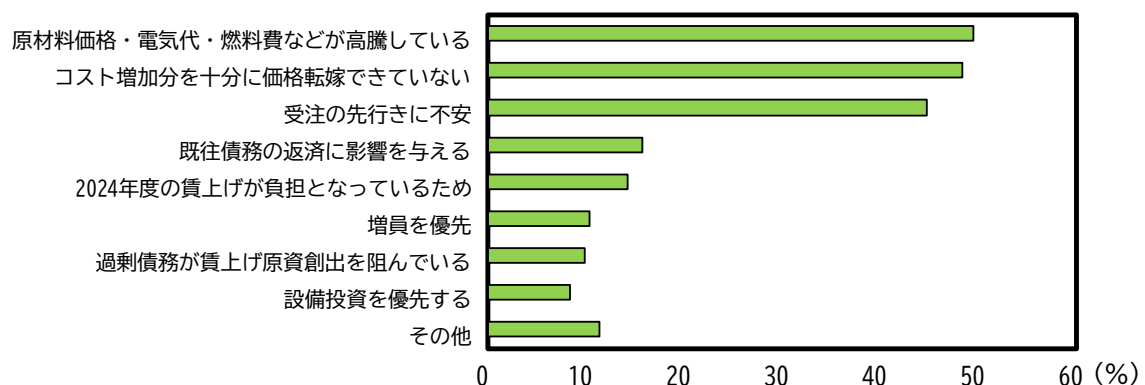
付けている。もっとも、中小企業を主な対象とした直近のアンケートでは、賃上げできない要因として最も多く挙げられているのは原材料やエネルギーなどのコスト上昇である（コラム2-4-2図（2））。物価が上昇を始めたことによって、賃金の下方硬直性の問題は現在ある程度緩和されていると考えられるが、物価上昇が続く中で賃上げ原資を確保していくことが、企業にとっての重要な課題となっている。

コラム2-4-2図 企業が賃金引き上げを控える理由

（1）企業がベースアップを抑制をした理由



（2）企業が賃上げできない理由



（備考） 1. 日本銀行「地域経済報告—さくらレポート—」の「1990年代半ば以降の企業行動等に関するアンケート調査」、東京商工リサーチの2025年2月「賃上げに関するアンケート調査」により作成。  
 2. （2）は複数回答。大企業、中小企業合わせた706社に調査。

### （金融の構造から我が国企業を観察する）

ここからは、資金循環統計を用いて分析を行う。資金循環統計は、家計・企業・金融機関といった部門（主体）ごとに、その保有する金融資産・負債をまとめたバランスシート形式の統計であり、国内の金融資産・負債がどのように分布しているかを鳥瞰するものとなっている。ここでは、資金循環統計を用いて、各部門間の資産・負債関係がどのようになっているか、すなわち、ある部門から別の部門への資金供給がどれだけあるか（逆からいえば、ある部門は別の部門からどれだけ資金を調達しているか、ということになる。このような相互関係を、From Whom to Whom（以下「FWTW<sup>73</sup>」）という）を推計し、その構造を分析する、いわゆる金融連関分析を試みる。

なお、資金循環統計では、一部の取引項目（金融資産・負債の種類）を除き、FWTW形式でデータが公表されているわけではないため、資産・負債関係を完全に把握できるわけではない。しかし、多くの取引項目については、負債の発行主体が限られていたり、資産の分布状況が特定の主体に偏っていたりするため、ある程度の精度ではFWTWの関係を推計することが可能だと考えられる<sup>74</sup>。

資金循環統計には全部で 50 の部門分類、57 の取引項目に分解されたデータがあるが、これをそのまま利用すると全体像が掴みにくいため、金融機関（中央銀行を除く）・中央銀行・一般政府・企業・家計・対家計民間非営利団体・海外の 7 部門に組み換え、統合した形で分析を行う（詳細は付注 2－6 を参照）。データは、2005 年 1－3 月期<sup>75</sup>から直近の 2025 年 7－9 月期までを用い、四半期ごとに FWTW 関係を推計した。以下では、この FWTW の形に整理したデータを用いて分析を行っていく。

### （金融機関の資金供給は拡大したが、国内が低成長となる中、資金の一部は海外へ）

まず、作成した FWTW データを用いて、我が国経済主体のバランスシートの動向を概観していこう（第 2－3－5 図）。金融機関のバランスシートをみると、この間、緩やかに拡大している。資金は主に家計から調達しているが、これは預金取扱機関が家計から預金を預かっていることによる。資産側をみると、企業への資金供給も緩やかに拡大しているが、それよりも海外や中央銀行への資金供給（多くは日銀当座預金）の伸びが大きい。これは、国内経済の成長期待が高まらない中で、我が国企業の資金需要の伸びも鈍いものとどまったこと、金融機関からみれば魅力的な資金の供給先が十分に見いだせなかったことに起因すると考えられる。

---

<sup>73</sup> Who to Whom ともいう。

<sup>74</sup> 例えば、現金は、その定義上すべて中央銀行の負債であり、その多くを家計が保有している（2025 年 9 月末のデータでは、現金 121 兆円のうち 83%（101 兆円）を家計が保有している）。したがって、現金が発行されると、かなりの割合で中央銀行と家計との間の FWTW 関係が発生することが推測される。

<sup>75</sup> 現行基準（08 SNA）に基づいた統計の始期。

こうしたことを踏まえつつ、中央銀行（日本銀行）のバランスシートをみると、2013 年以降、大規模な金融緩和が講じられるもとで規模が急拡大している。バランスシートの負債側のほとんどは、金融機関からの負債で占められている。一方、資産側をみると、一般政府への資金供給が大幅に拡大しているが、これは金融緩和において市中で大規模に国債を買入れたことによる。さらに、金融機関への資金供与も拡大しているが、これは、国債買入れと異なり、金融機関への貸出や E T F<sup>76</sup>の買入れなどを通じて、日本銀行が直接的に金融機関のバランスシートを拡大させてきたことを示している。もっとも、先にみたように、金融機関のバランスシート拡大のうち一定の割合は、海外への資金供給の拡大などに見合う格好となっていた点には留意が必要であろう。

企業のバランスシートも拡大しているが、対外直接投資や預金の積み上がりを映じて、海外や金融機関への資金供給が増加している。図中の企業の資産負債差額は、企業が保有する土地や工場などの実物資産の規模とみなすことができるが<sup>77</sup>、この増加は比較的緩やかなものにとどまっている。企業が設備投資について慎重なスタンスであったことが、金融面でみた統計からも改めて確認されたといえる。

なお、一般政府をみると、調達した資金は、企業、金融機関、海外などの幅広い主体へ供給されている。

これらを踏まえると、2005 年以降、金融機関のバランスシートは拡大しているが、それが企業への資金供給を増加させる効果は、バランスシート拡大のペースと比べると緩やかであったと考えられる。中央銀行の資金供給は、金融機関や、その先の一般政府等を通じて、企業の資金調達にもつながったものとみられるが、金融機関は海外への資金供給も拡大しているなど、資金の行き先には一定の広がりがみられると考えられる。

金融機関が海外への投資を増やした背景が、国内で成長・収益が期待できる資金供給先が十分に見当たらなかったからであるとする、その認識が国内への資金供給を下押しすることで、国内の設備投資に回る資金が少なくなり、それが低成長の継続につながり、結果として金融機関が国内に投資を行う動機を更に持ちにくくなるという、成長を抑制する悪循環が生じていた可能性が示唆される。

---

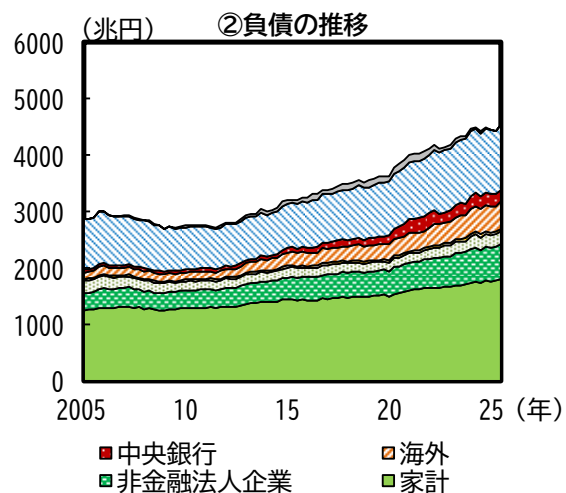
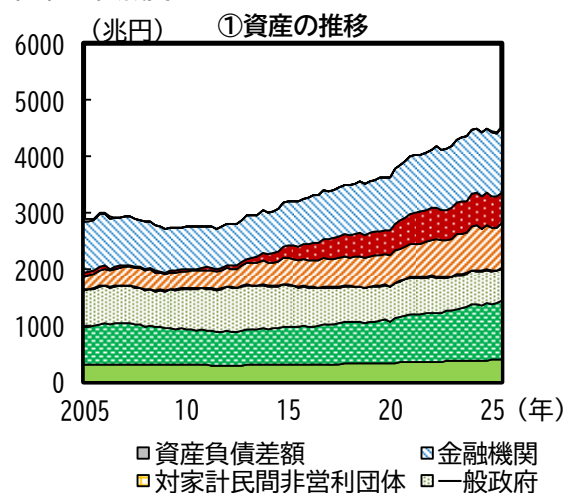
<sup>76</sup> E T F は証券投資信託の一種であり、資金循環統計では金融機関と扱われる（ただし、R E I T は民間非金融法人企業として扱われる）。

<sup>77</sup> 実物資産も含めたバランスシートは、資産と負債が一致していると考えられることによる。

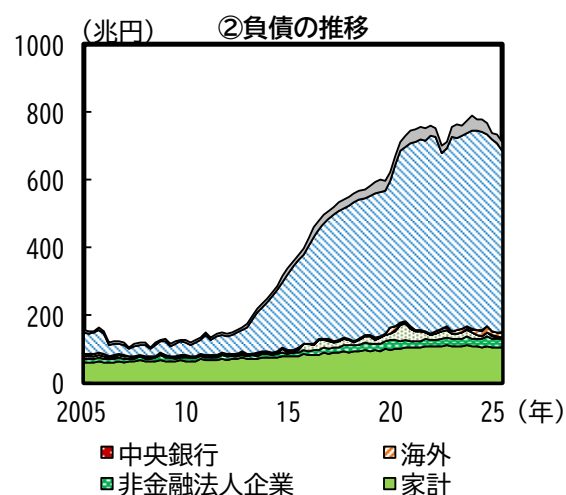
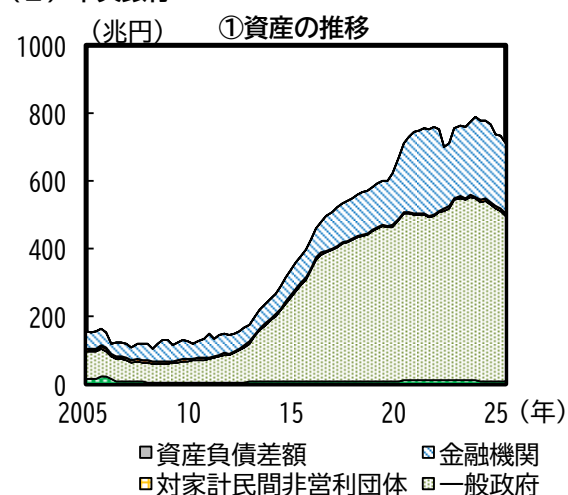


## 第2-3-5図 各主体のバランスシート

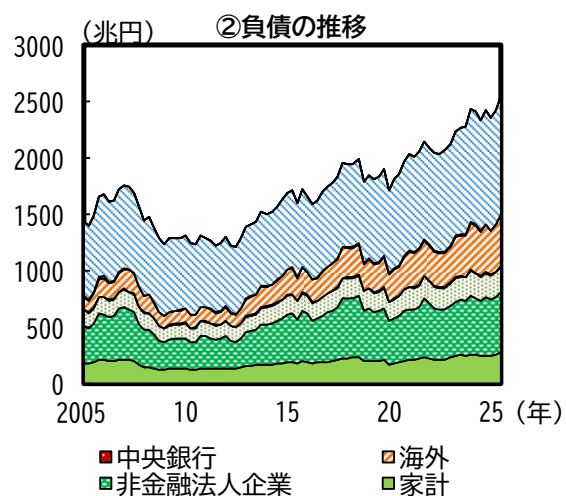
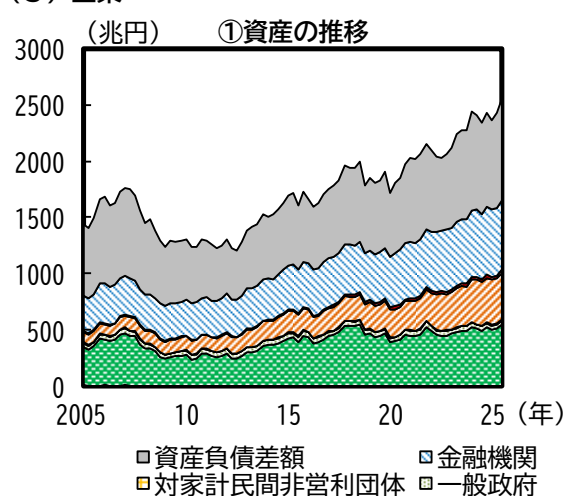
### (1) 金融機関



### (2) 中央銀行

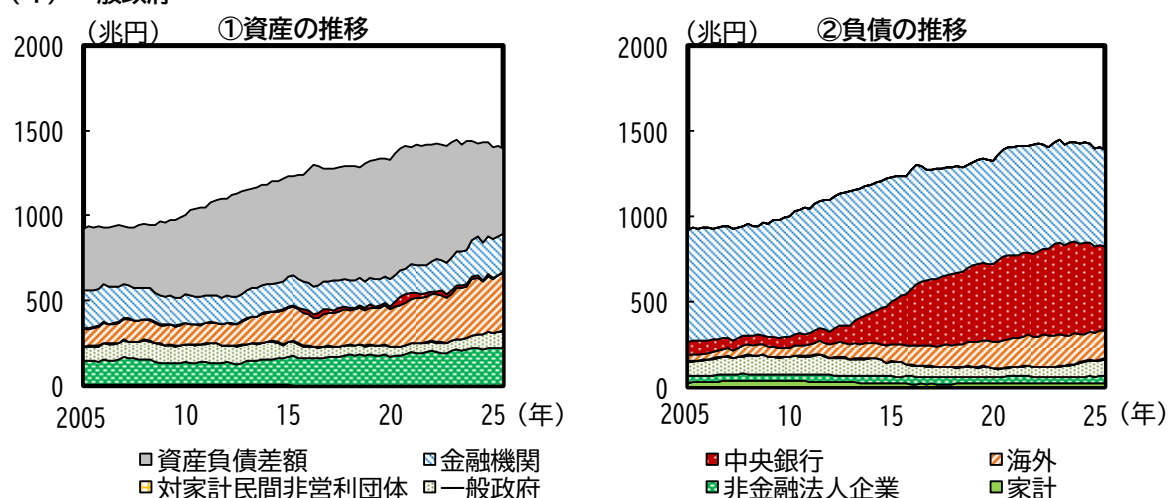


### (3) 企業





#### (4) 一般政府



（備考） 1. 日本銀行「資金循環統計」により作成。  
2. 作成方法の詳細は、付注2－6を参照。

#### （企業の資金調達の波及構造はこの20年で変化）

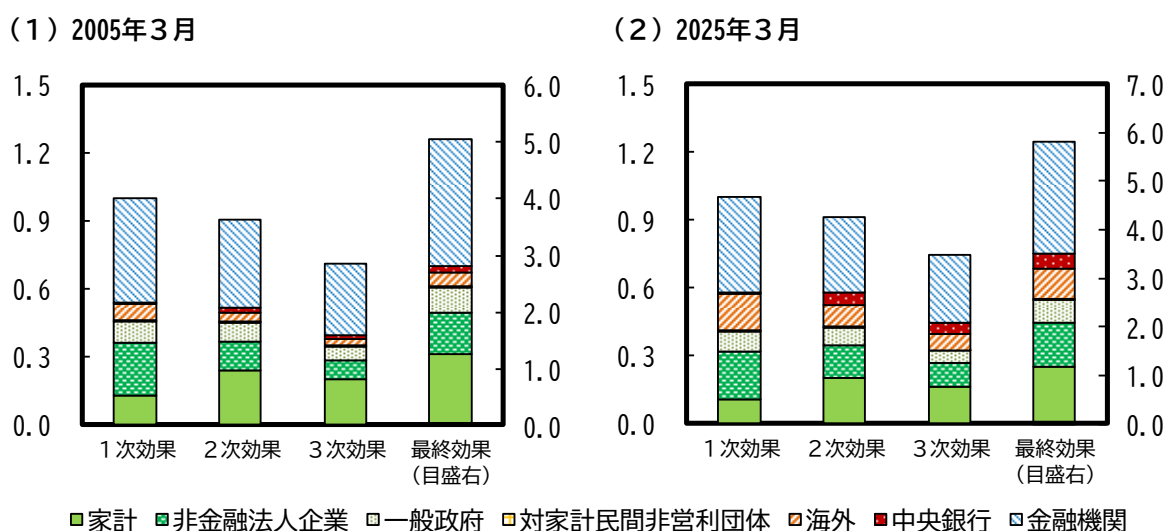
ここまで、企業や金融機関などのバランスシートの動きを鳥瞰してきた。もっとも、経済主体同士は複雑に関係し合っている。例えば、家計が銀行に預金を預け、銀行がそれを原資に企業へ貸出を行い、企業がそれを対外直接投資に使い、余った一部を銀行預金として保有しておく、というケースを考えてみよう。この場合、家計から出発した資金は、銀行を介して企業へ流れ、更にその先では海外に流れるか、再び銀行に戻ってくることになる。このような、多数の段階を介する経済主体同士の結びつきは、単に個別の主体のバランスシートを眺めているだけでは把握しにくい面がある。ここからは、金融連関分析の手法を用い、こうした重層的な関係性の観察を試みる。

まず、FWTWの関係性について、資金供給を中間財投入、資金需要を中間財需要と見立てて、産業連関表と同様のマトリックスを作成する。これにより、ある主体で資金需要が発生したとき、それがどの主体にどの程度波及していくか、産業連関分析の手法を援用して分析することができる。すなわち、産業連関分析が、観察された中間財の需要・供給の関係をもとに各種の波及効果を計算するものであるのと同じように、金融連関分析は、マトリックスにまとめられた資産・負債の関係をもとに、各主体の資金需要がもたらす影響を推量するものである。

さて、この金融連関分析によって、企業が1単位の資金需要が発生させたとき、それがどのような影響を及ぼすのか、すなわち、企業の資金需要を誰がファイナンスするか（1次効果）、その資金を誰がファイナンスするか（2次効果）、更にその先の3次効果やそれ以降の波及を累計した最終効果をみてみよう。2005年の場合、企業の資金需要の半分弱を直接ファイナンスするのは金融機関であったことが分かる（第2－3－6図）。その影響は、更に

別の金融機関や家計に波及し、最終的に資金需要の約 45%を金融機関が、約 25%を家計がまかなっている。他方、2025 年になると、1 次効果の段階から海外の資金供給の存在感が増しているほか、2 次効果以降については中央銀行の果たす役割が大きくなっている。これは、先に触れたように、中央銀行が、金融機関を介して資金供給を増大させたことが影響していると考えられる。結果として、金融機関、家計が最終的な資金需要をファイナンスする割合はそれぞれおよそ 40%、20%に低下している。

第 2－3－6 図 非金融法人企業が負債を増やした場合の波及効果



(備考) 1. 日本銀行「資金循環統計」により作成。  
2. 作成方法の詳細は付注 2－7 を参照。

### (企業は資金調達・設備投資を行う主体としてのプレゼンスを拡大できるかが課題)

各主体の金融面での関係性を更に深く観察するため、各主体の資金需要がもたらす波及効果をみていく<sup>78</sup>。まず、各主体が 1 単位の資金を需要したとき、その影響が別の主体のバランスシートをどの程度拡大するかを表形式で確認しよう (第 2－3－7 図)。たとえば、前掲第 2－3－6 図でみたように、企業が 1 単位資金を需要した場合、金融機関のバランスシートは 2.31 単位拡大する (2025 年の場合)。金融機関からの資金供給の数値は概して大きく、企業以外の主体が資金を需要した場合も、金融機関のバランスシート拡大が誘発されやすいといったことも分かる。

<sup>78</sup> 計算過程は付注 2-7 を参照。

### 第2-3-7図 各主体の資金需要による影響（2025年1-3月期）

	家計への 資金供給	企業への 資金供給	一般政府への 資金供給	対家計民間 非営利団体への 資金供給	海外への 資金供給	中央銀行への 資金供給	金融機関への 資金供給
家計からの 資金供給	1.22	1.19	1.18	0.55	1.19	1.16	1.19
企業からの 資金供給	0.12	1.90	0.68	0.37	0.95	0.59	0.63
一般政府からの 資金供給	0.06	0.45	1.40	0.19	0.56	0.29	0.31
対家計民間 非営利団体からの 資金供給	0.01	0.04	0.04	1.02	0.04	0.03	0.04
海外からの 資金供給	0.08	0.63	0.56	0.26	1.53	0.41	0.44
中央銀行からの 資金供給	0.05	0.29	0.63	0.13	0.33	1.22	0.25
金融機関からの 資金供給	0.49	2.31	2.45	1.12	2.45	2.28	2.69

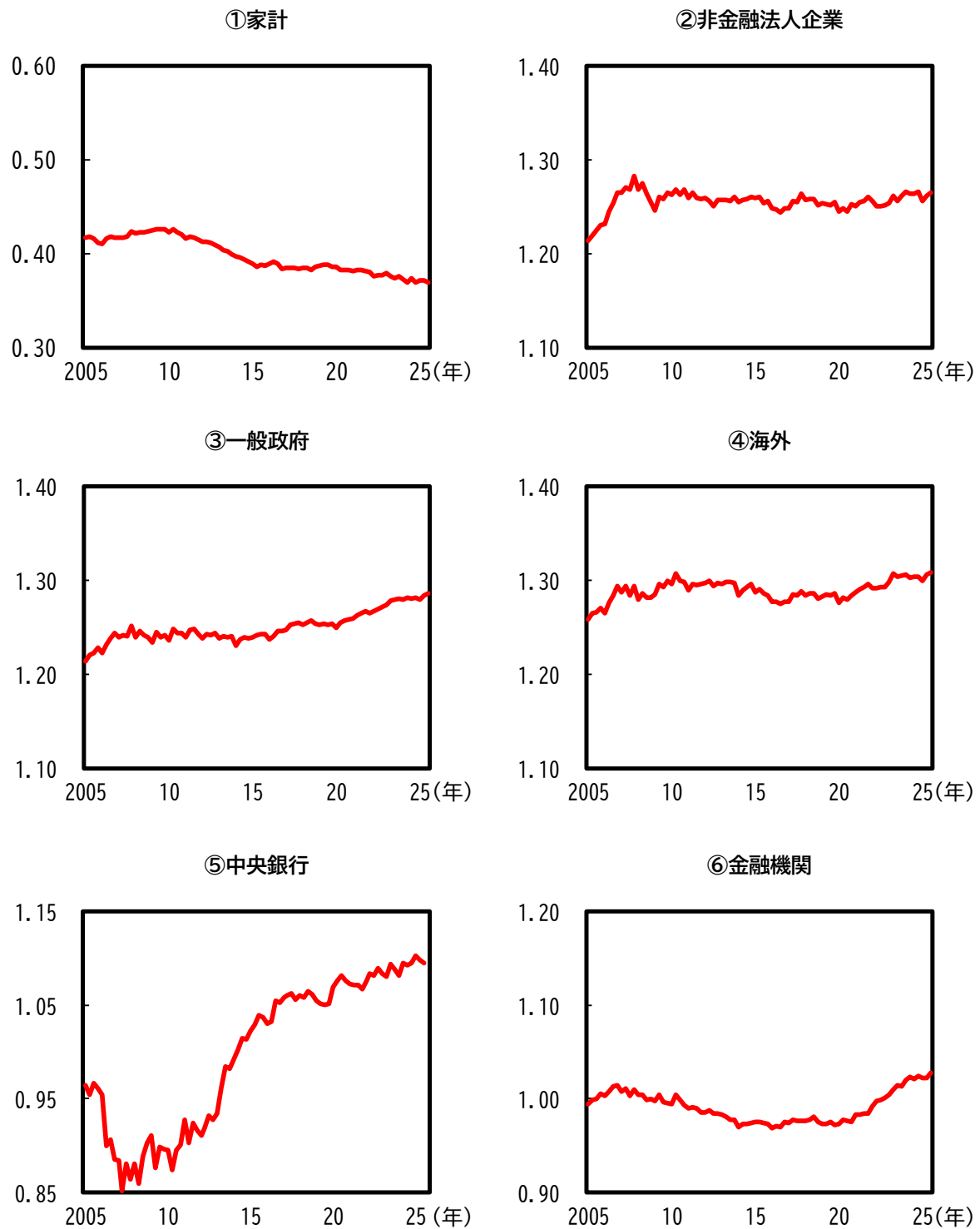
- （備考） 1. 日本銀行「資金循環統計」により作成。  
 2. 各列の主体が1単位の資金を需要したとき、各行の主体がどれだけバランスシートを拡大させるかを示している。  
 3. 作成方法の詳細は付注2-7を参照。

ここでは、各主体が発行する負債が、金融関連で表されるシステム全体のバランスシートに対してどの程度の波及効果を持つかを相対的に示す指標（影響力係数）を計算した（第2-3-8図（1））。時系列での推移をみると、企業の影響力係数は、リーマンショック前後に一時的に上昇した後、総じて横ばいの動きとなっている。海外の影響力係数も、足もとやや上昇傾向にあるものの、長い目でみれば横ばいの範囲内の動きとなっている。一方、一般政府の影響力係数は、2010年代半ば頃から緩やかに上昇している。中央銀行の影響力係数は、振れはありつつも、2013年頃から上昇している。

さらに、各主体が、システム全体のバランスシートが拡張したときにどの程度資金供与を拡大させるかを相対的に示す指標（感応度係数）もみてみよう（第2-3-8図（2））。企業の感応度係数は、リーマンショックや感染症拡大局面で一時的な低下はみられるものの、2010～18年頃を中心に上昇しており、かつてと比べて切り上がった水準にある。また、海外及び中央銀行の感応度係数は上昇している。一方、一般政府の感応度係数は低下傾向にある。家計や金融機関の感応度係数も、2010年頃をピークにして低下している。

## 第2-3-8図 負債影響力係数と負債感応度係数

### (1) 各部門が発行する負債の波及効果（負債影響力係数）

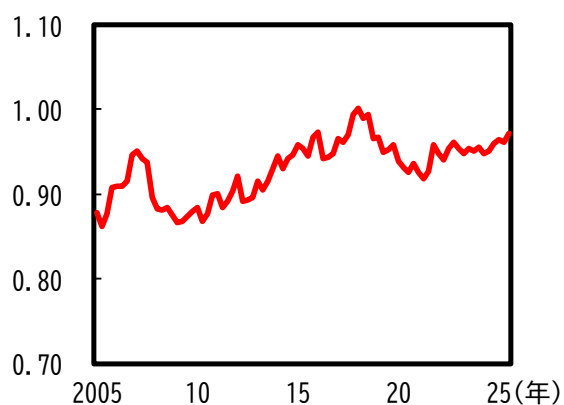


(2) システム全体の負債拡大に対応した各部門における資金供与（負債感応度係数）

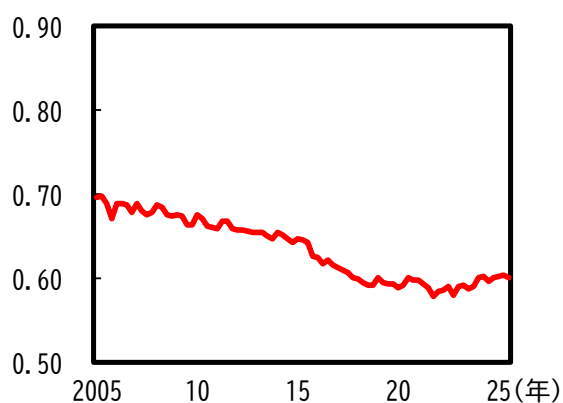
①家計



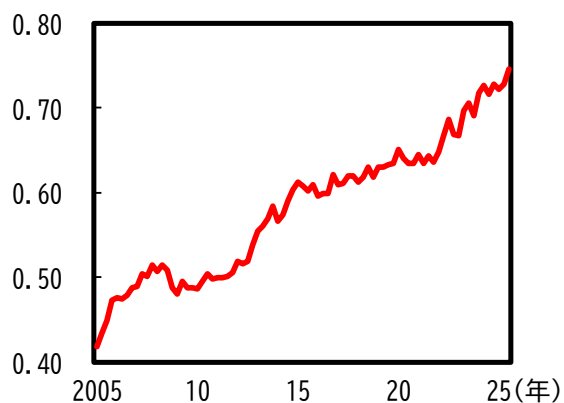
②非金融法人企業



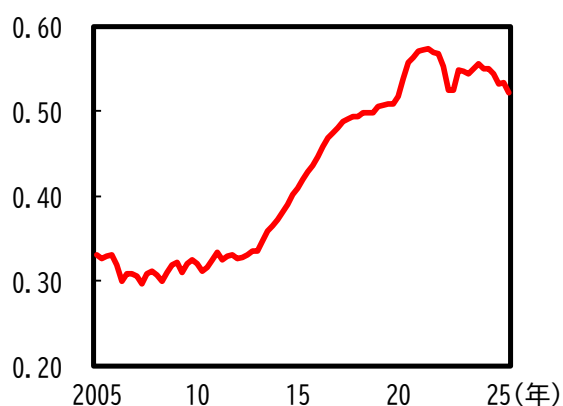
③一般政府



④海外



⑤中央銀行



⑥金融機関



（備考）日本銀行「資金循環統計」により作成。作成方法の詳細は付注２－７を参照。

これらの結果の含意は以下のようなものと考えられる。すなわち、影響力係数の推移からは、この間の経済主体のバランスシート拡大は、中央銀行や一般政府の負債発行にけん引さ

れるところが大きかったことがうかがわれる。前掲第2－3－5図でみたように、中央銀行はこの間、大胆な金融緩和を実行するもとでバランスシートを急速に拡大している。また、一般政府も、国債発行が増加していることや、貯蓄・投資バランスが投資超の状態を続けていることを踏まえると、総じて拡張的な行動をとってきたといえる。これらの政策自体が、金融連関の構造を変化させ、中央銀行や一般政府が他主体との金融的な結びつきを強めた可能性がある。特に、感応度係数からみると、中央銀行は資金の供給主体として他主体との結びつきを急速に深めている。こうした中で、企業は、影響力係数でみた資金の借手（調達側）としての立ち位置に大きな変化はないものの、感応度係数でみた資金の貸手（供給側）としてのプレゼンスを増大させている。中央銀行が金融緩和によって供給したマネーや海外からの資金流入が、資金供給源として徐々に存在感を高めている一方で、家計や金融機関の資金供給のプレゼンスは低下している。

総じてみると、我が国企業は、特にリーマンショック以降、金融システムにおいて、資金を運用する主体としての役割を強めるようになってきている。また、家計の資金供給主体としての役割は弱まってきている。もともと、前掲第2－3－4図でみたように、我が国のISバランスは、企業の貯蓄超過が大きく、近年は特に企業の貯蓄超過が家計のそれを上回るという姿となってきたが、金融連関分析の結果からは、その背景に、企業が単に貯蓄を積み上げていくだけでなく、ビジネスモデルにおいても対外直接投資など資金の運用主体という色彩を強めていることがうかがわれる。結果として、我が国経済においては、家計が将来の消費のために貯蓄した資産が、金融機関の仲介をはさみつつ、企業の投資に回っていくという姿とは異なる資金の流れの比重も高まっていったといえよう<sup>79</sup>。

なお、ここで得られた分析結果について、いくつか留意すべき点を付言しておく。産業連関分析が、観察された中間財の需要・供給の関係をもとに各種の波及効果を計算するものであるのと同じように、金融連関分析は、あくまでマトリックスにまとめられた資産・負債の関係をもとに、各主体の資金需要がもたらす影響を推量するものである。したがって、金融連関分析では、新たな資金需要が及ぼす限界的な効果は、そのとき観察される平均的なパターンと同様であるという仮定が内在する点には留意が必要である<sup>80</sup>。また、この仮定により、金融連関分析によって描写される各主体の行動について、それを駆動するメカニズムから直接説明すること（いわゆるミクロ的基礎付け）は難しい<sup>81</sup>。

<sup>79</sup> このほか、影響力係数や感応度係数でみた海外のプレゼンスの高まりは、国内主体が海外主体との経済的結びつきを強めてきたことの表れと解釈できる。

<sup>80</sup> このほか、需要が次々と後続の需要を誘発していくとの想定がおかれていること（「波及の中断」が考慮されない）、需要が波及するのにかかる時間について考察できないといった、産業連関分析と同様の注意点がある。

<sup>81</sup> この点で、金融連関分析はルーカス批判（経済主体の行動によって経済構造そのものが変化してしまう場合、観察されたデータの関係から導出したモデルの妥当性は失われてしまう、という主張。詳細は加藤（2006）を参照）を克服するものとはなっていない。

しかしながら、経済の構造変化をとらえるという観点からは、各主体の資金需要・供給のやりとりを、包括的かつ俯瞰的に観察していく意義は大きいと思われる。特に、資金を調達し、実物資産に投資することが想定される企業のビジネスモデルが、資金の運用にも広がってきた状況において、国内での実物資産、すなわち生産のための設備のストックの伸びは抑制的になる可能性も考えられる。そのため、今回のような金融面での観察も含め、企業行動を引き続き多角的にモニターしていくことが重要である。

## 2. 合併が企業の生産性を向上させる効果の検証

前項では、金融連関分析によって我が国全体の経済構造の変遷を概観したが、本項では、ミクロレベルでの企業活動、特にM&Aの動向に着目して分析を行う。

日本企業によるM&Aは、2012年以降に大きく増加し、2025年には5,115件に達した（第2-3-9図（1））。大企業へのアンケート調査（第2-3-9図（2））によれば、企業がM&Aを実施する主な目的として、「既存事業の規模やシェア拡大」、「事業分野の拡大」を挙げる企業が多い。これは、合併によって規模の経済や範囲の経済が働き、単位当たりの生産コストが低下することによる費用削減効果や、当該企業の市場支配力が高まり、製品の価格を引き上げることによって生じる増収効果を狙ったものと解釈できる。また、製造業では次いで「相手先技術の取り込み」と回答した企業の割合が高く、合併によって特定の技術や生産設備等を囲い込み、競争力を高めようとする姿勢がうかがわれる。

しかし、組織体制や企業文化、意思決定プロセスの違い等から、合併による経営統合に時間を要することも想定されるため、必ずしもこうした効果が十分に発揮されるとは限らない。実際、合併が企業の生産性に与える効果については、1980年代以降多くの研究で取り上げられてきたものの、定量的な評価は必ずしも定まっていない<sup>82</sup>。企業の生産性向上を通じた賃金上昇が我が国経済の喫緊の課題となる中で、その効果を検証することは重要な意味を持つ。そこで、ここではM&Aの中でも「合併」に焦点を当て、「経済産業省企業活動基本調査」の調査票情報を用いて、企業の合併前後の生産性指標の変化を分析する。

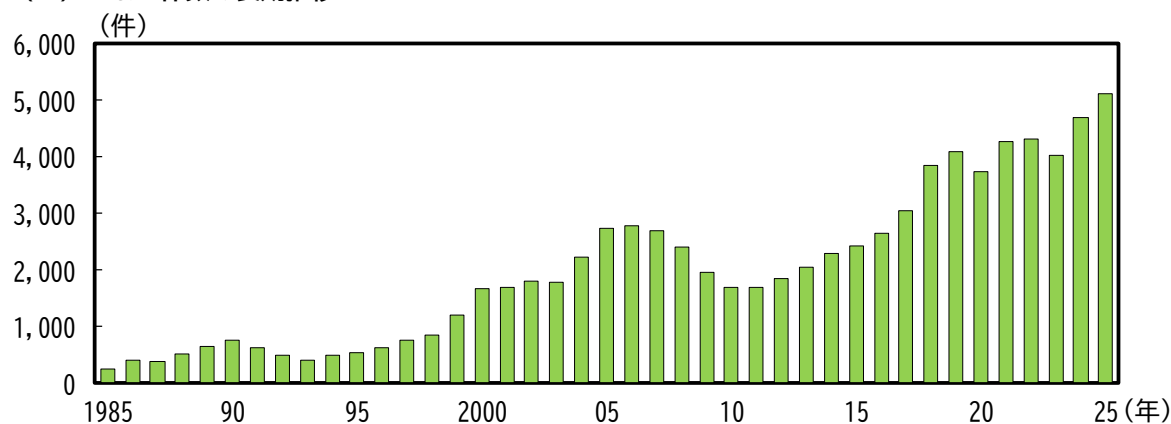
---

<sup>82</sup> 例えば、非上場企業を含む合併の効果を分析した先行研究としては、滝澤ほか（2009）がある。合併元企業の生産性は合併直後に悪化した後、改善する傾向にあることを示しているが、合併直前との比較で生産性が高まっているとの結論は得られていない。

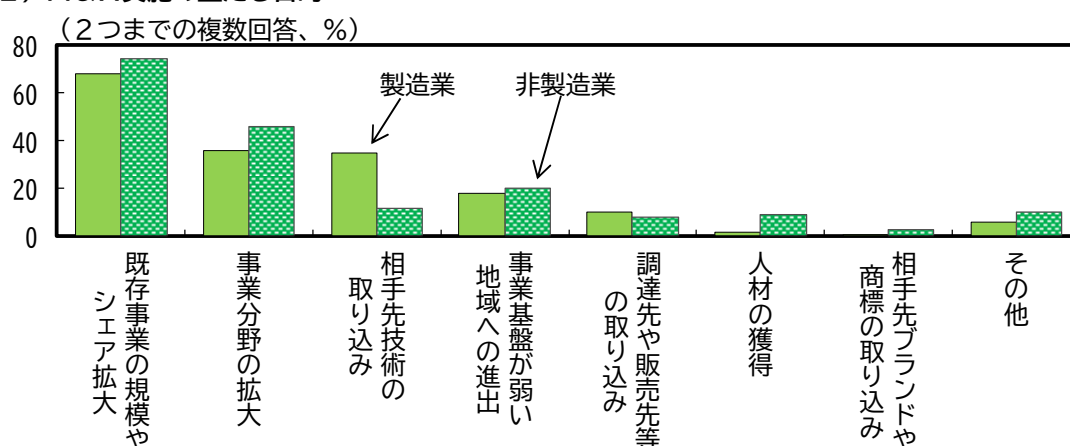


## 第2-3-9図 日本企業によるM&Aの動向

### (1) M&A件数の長期推移



### (2) M&A実施の主たる目的



- (備考) 1. (1) は、株式会社レコフデータ資料により作成。M&Aは合併、買収のほか、事業譲渡、資本参加、出資拡大を含む。日本企業が買い手または売り手となるM&Aの件数で、外国企業との取引を含む。
2. (2) は、株式会社日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査(2017年6月)」により作成。調査対象は大企業で、回答社数は製造業379社、非製造業398社。

### (合併企業数は中小企業を中心に増加傾向)

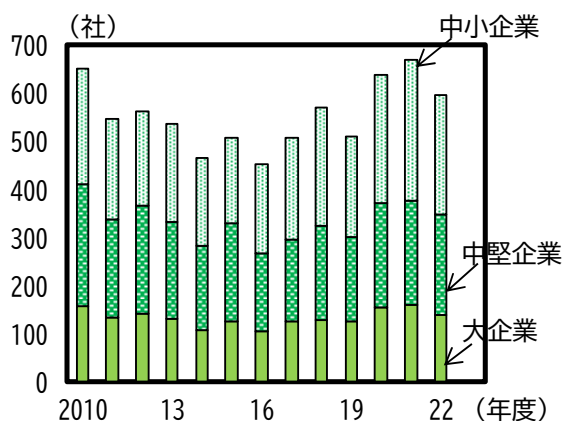
まず、データの作成方法を説明する。分析に用いたのは「経済産業省企業活動基本調査」の過去15年間(2009年度から2023年度まで)の調査票情報である。同調査では、直近の決算期間に合併等の組織再編行為を行ったか否かを調査しているため、これにより非上場企業

を含む我が国全体での企業合併の動向を確認することができる<sup>83</sup>。ここでは、2010 年度から 2022 年度まで<sup>84</sup>の間に 1 回以上合併をしたと回答した企業を「合併企業」、同期間中に合併をしたと一度も回答していない企業を「非合併企業」と定義する。なお、合併後に消滅した企業は特定できないため、ここでは合併後に存続した企業（合併元企業）を対象に分析する。

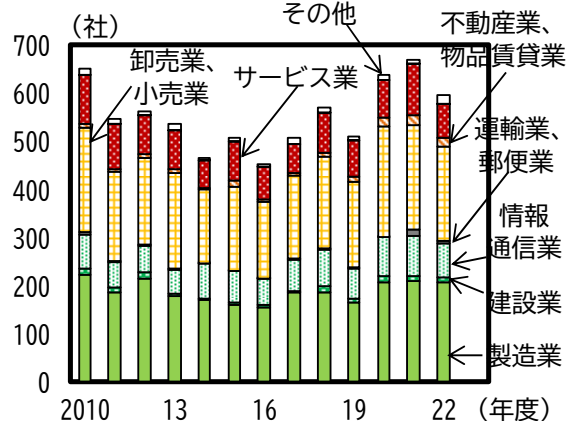
こうして集計した合併企業数の推移を規模別<sup>85</sup>にみると、2010 年代半ば頃にかけて緩やかに減少したものの、近年は中小企業を中心に増加傾向にある（第 2－3－10 図（1））。業種別にみると、製造業（2022 年度の構成比：34.7%）と卸売業・小売業（同：32.7%）の割合が高く、次いでサービス業（同：11.9%）、情報通信業（同：11.6%）の順となっているが、合併企業の業種構成については過去 10 年余りにわたって大きな変化はないことが分かる（第 2－3－10 図（2））。

第 2－3－10 図 合併企業数の動向

（1）規模別



（2）業種別



（備考） 1. 経済産業省「経済産業省企業活動基本調査」の調査票情報を独自集計し作成。

2. 同一企業が複数年度にわたって合併を行った場合を含む。一方で、同一年度に複数回の合併を行う企業が存在することも考えられるが、調査票情報からは確認できないため、すべて 1 社とみなして集計している。

<sup>83</sup> 「経済産業省企業活動基本調査」の調査対象は、従業員 50 人以上かつ資本金又は出資金 3,000 万円以上の全企業とされており、カバレッジは広いものの、従業員 50 人未満や資本金又は出資金 3,000 万円未満の企業が含まれていない点には留意する必要がある。

<sup>84</sup> 後の分析で少なくとも合併 1 年前から合併 1 年後の調査票情報が必要となるため、基準時点は 2010 年度から 2022 年度までとしている。

<sup>85</sup> ここでは、資本金 10 億円以上を大企業、資本金 1 億円以上 10 億円未満を中堅企業、資本金 1 億円未満を中小企業と定義する。なお、非合併企業については、付図 2－3 を参照。

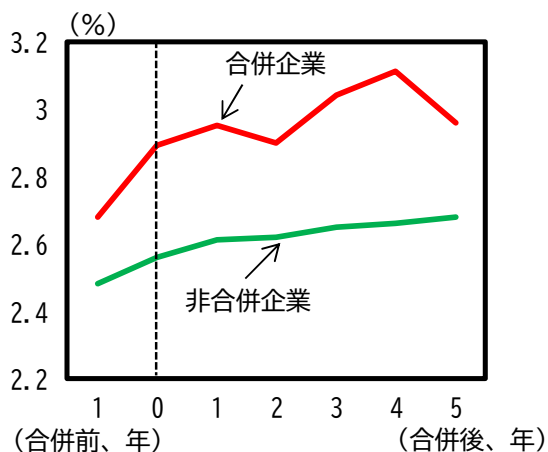
### （合併は企業の生産性を有意に高める）

次に、合併企業と非合併企業のそれぞれの企業群について、生産性指標の変化を比較する。合併企業は合併1年前から合併5年後までの生産性指標を、非合併企業は2010年度から2022年度の各年度を基準として、その1年前から5年後までの生産性指標をそれぞれ集計する<sup>86</sup>。ここでは、生産性指標として営業利益率、キャッシュフロー比率、総資産利益率（ROA：総資産に対する税引後当期純利益の比率）<sup>87</sup>、労働生産性、1人当たり賃金を用いるほか、企業の財務健全性を示す指標である純資産比率の動向も確認する<sup>88</sup>。

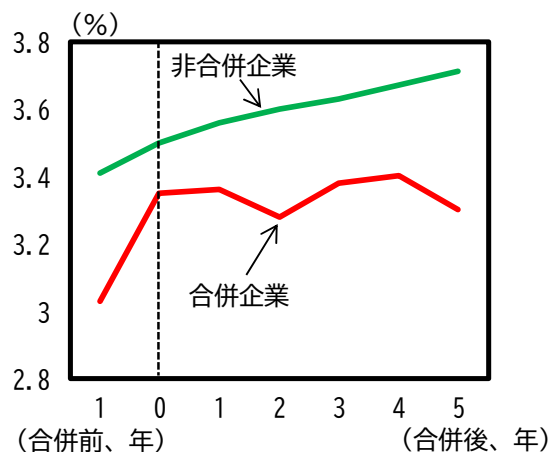
はじめに、合併企業と非合併企業で生産性指標の中央値を比較すると、合併企業と非合併企業のいずれにおいても、各指標は時間の経過とともに上昇傾向にあるが、労働生産性と1人当たり賃金については、合併企業の伸びが非合併企業の伸びを上回っており、合併による生産性上昇効果が発現していることがうかがわれる（第2-3-11図）。

第2-3-11図 合併有無別にみた生産性指標（中央値の比較）

（1）営業利益率



（2）キャッシュフロー比率

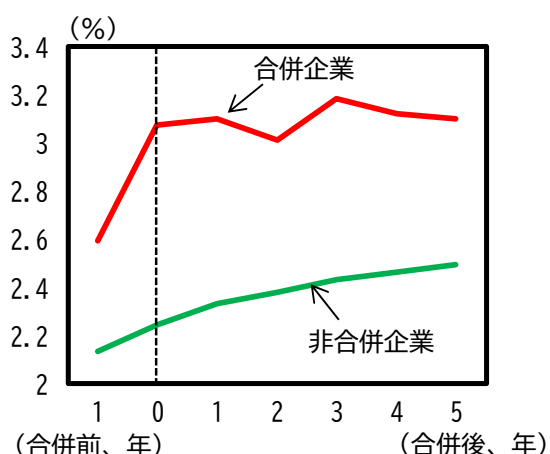


<sup>86</sup> 以降の分析では、少なくとも合併1年前から合併1年後までの連続した調査票情報が得られる企業を合併企業として集計している。具体的には、合併1年前から合併1年後までのデータがある企業、合併1年前から合併2年後までのデータがある企業、合併1年前から合併3年後までのデータがある企業、合併1年前から合併4年後までのデータがある企業、合併1年前から合併5年後までのデータがある企業が混在している。非合併企業は、2009年度から2023年度までの15年間連続で調査票情報の得られる企業を対象に集計している。対象企業の時系列ウェイト表については、付表2-4を参照。

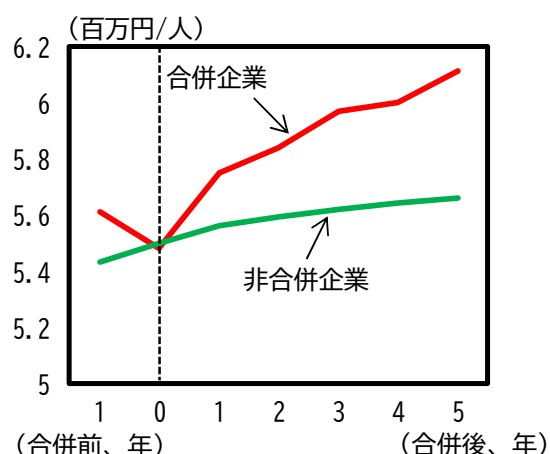
<sup>87</sup> ROAは、総資本回転率（総資産に対する売上高の比率）と当期純利益率（売上高に対する税引後当期純利益の比率）の積であり、貸借対照表の項目（総資産）の影響を受ける点が、キャッシュフロー比率や営業利益率との主な違いである。

<sup>88</sup> 既存の研究にもみられるように、使用する生産性指標によって推計結果が異なる場合があることも考慮し、本項では複数の財務指標を分析に用いることとする。

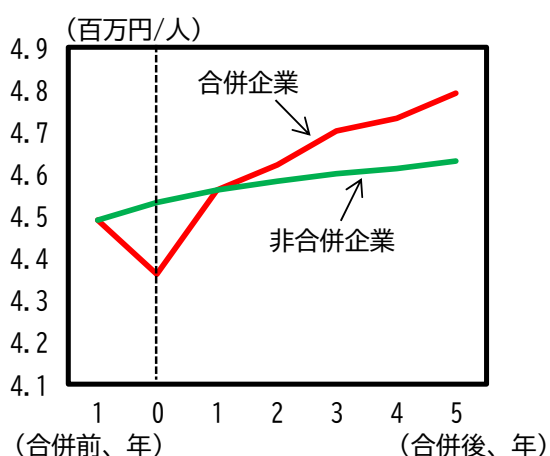
### (3) ROA



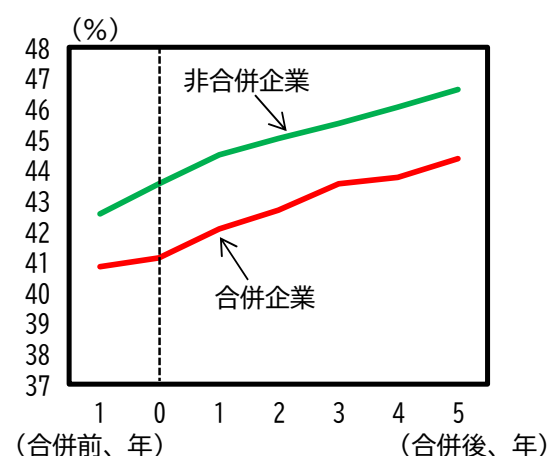
### (4) 労働生産性



### (5) 1人当たり賃金



### (6) 純資産比率



- (備考) 1. 経済産業省「経済産業省企業活動基本調査」の調査票情報を独自集計し作成。横軸の「0」は、合併企業では合併実施年度、非合併企業では2010年度から2022年度までの任意の1時点を目指す。
2. キャッシュフロー比率(%) = (税引後当期純利益 + 減価償却費 - 配当) / 売上高
3. ROA (%) = 税引後当期純利益 / 期末総資産
4. 労働生産性(百万円/人) = (営業利益 + 給与総額 + 租税公課) / 従業者数
5. 1人当たり賃金(百万円/人) = 給与総額 / 従業者数

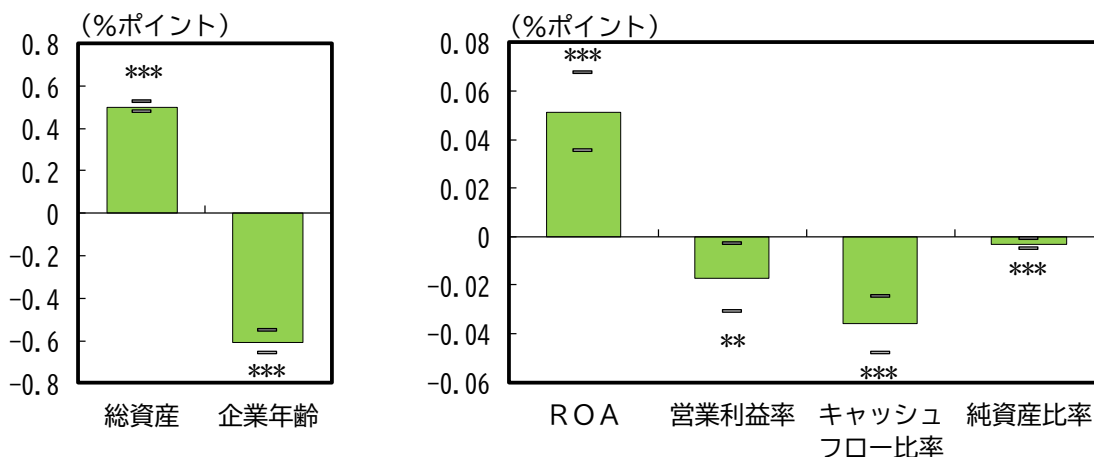
但し、これは合併企業と非合併企業の生産性指標を単純に比較したものであり、合併による効果であると断定することはできない。なぜなら、合併以外の要因、例えば、合併以前から合併企業の生産性が非合併企業よりも高く、その要因が生産性の変化に影響を与えた可能性を排除できないからである。そこで以下では、合併以外に起因する企業固有の要因を取り除くため、滝澤ほか(2009)を参考に、合併企業といくつかの指標から似た特徴を持つ非合併企業を抽出した上で、両者の生産性指標を比較する。

まず、合併を行う企業はどのような特徴を持っているのかを確認するために、合併企業であれば1、そうでなければ0のダミー変数を被説明変数とし、説明変数として、ROA、営

業利益率、キャッシュフロー比率、純資産比率のほか、総資産（対数値）、企業年齢（対数値）、年ダミー、業種ダミーを含め、企業が合併を行う予測確率を推計する<sup>89</sup>。

こうした変数からなるロジット・モデルの推計結果<sup>90</sup>（第2－3－12 図）をみると、第一に、総資産の係数はプラス、企業年齢の係数はマイナスでいずれも統計的に有意となっており、資産規模の大きい企業や相対的に若い企業が合併を行う傾向があることが分かる。第二に、ROAの係数はプラスでかつ有意となっており、経営効率の高い企業ほど合併を行う可能性が高いことを示している。一方で、キャッシュフロー比率と営業利益率の係数はマイナスで、かつ統計的に有意となっている。ROAが資産効率でみた企業の収益力を示すのに対し、キャッシュフローや営業利益は主として各期の利益フローを表していることから、これは、例えば収益力はあるが何らかの要因によって今は減益や赤字となっている企業などが、合併によって新たな成長機会を見出そうとした結果であるとの解釈が可能である。第三に、純資産比率の係数はマイナスで有意となっており、内部留保の蓄積は結果として、少なくとも企業が合併を行う誘因にはなっていないことを示唆している。

第2－3－12図 合併を行う企業の特徴



- (備考) 1. 経済産業省「経済産業省企業活動基本調査」の調査票情報を独自集計し作成。  
 2. 推計結果は、2010年度から2022年度までの間に合併を行わなかった企業（非合併企業）との比較で表している。黒線は95%信頼区間を示しており、\*\*\*は1%水準で、\*\*は5%水準でそれぞれ統計的に有意であることを示す。  
 3. 全規模全産業。総資産と企業年齢は対数値。各変数はすべて合併1年前（非合併企業については、各基準時点の1年前）の値を用いている。

<sup>89</sup> 以降の推計では、いずれかの生産性指標がサンプルの上位・下位それぞれ1%以内に該当する場合は外れ値とみなし、その企業は推計対象には含めていない。例えば、2013年度に合併をしたA社のデータが2012年度（合併1年前）から2018年度（合併5年後）まで存在したが、A社の営業利益率が2014年度のみサンプルの上位1%以内に該当したとする。この場合、A社は2012年度から2018年度の全期間で、推計の対象から外す。

<sup>90</sup> ここでは、全規模全産業の推計結果を示している。産業別や規模別の推計を含めた詳細は、付注2－8を参照。

次に、ある合併企業に対して、合併を行う予測確率が最も近い非合併企業を1社抽出する。すべての合併企業についてこの作業を繰り返し、比較対象となる非合併企業群を抽出する。その上で、合併企業群の生産性指標の変化幅から、非合併企業群の生産性指標の変化幅を差し引いたものが、合併による生産性の押し上げ効果ということになる（第2-3-13表）。

第2-3-13表 合併が企業の生産性に与える効果の計測方法

	非合併企業	合併企業	合併企業－非合併企業
合併前	A	C	C－A
合併後	B	D	D－B
合併前後の差	B－A	D－C	(D－C)－(B－A)
	時点効果	時点効果＋合併効果	合併効果

（備考）1．内閣府作成。  
2．合併企業と非合併企業の時点効果は同じであると仮定している。

このようにして推計した合併による生産性上昇効果<sup>91</sup>（第2-3-14図）をみると、全規模全産業で営業利益率、ROA、労働生産性、1人当たり賃金が有意に押し上げられたことが分かる。全規模で合併元企業の産業別にみると、製造業ではいずれの指標についても有意な変化が確認されなかった一方、非製造業では合併によってROA、労働生産性、1人当たり賃金が有意に押し上げられたとの結果が示された。製造業では、合併に伴う工場の統廃合や買収先の生産技術の取り込みにより多くの時間を要することが想定され、合併による生産性上昇効果が5年程度では発現しにくいのかもかもしれない<sup>92</sup>。また、全産業で合併元企業の規模別にみると、合併によって大企業では営業利益率と労働生産性が、中堅企業では営業利益率、ROA、労働生産性がそれぞれ有意に上昇した一方、中小企業ではいずれの指標についても有意な変化は確認されなかった<sup>93</sup>。

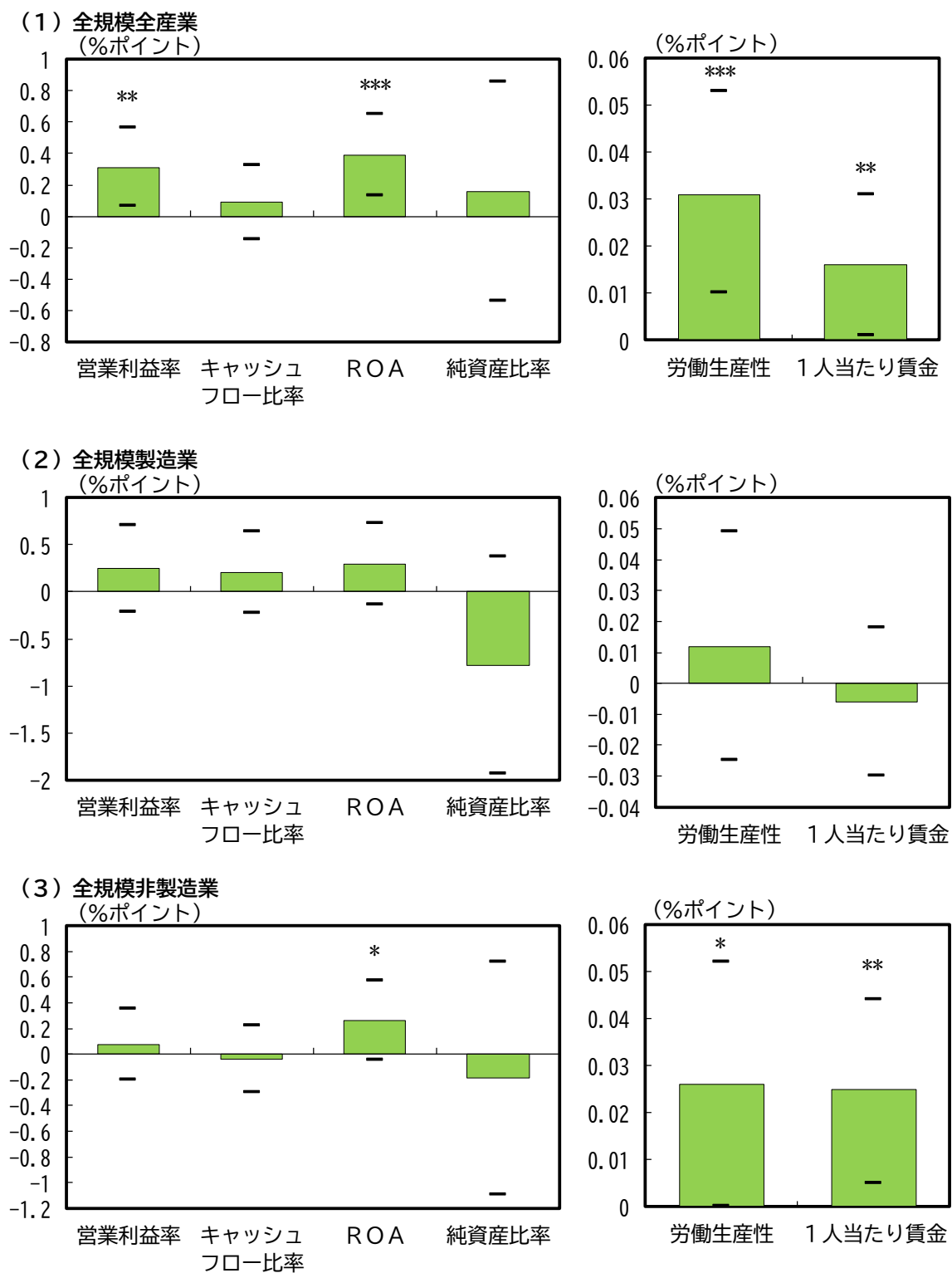
<sup>91</sup> 合併1年前と合併5年後を比較したもの。詳細は付注2-8を参照。

<sup>92</sup> 前述の通り、本項では合併元企業（買収側）の業種のみに着目しているため、合併対象企業（被買収側）は製造業とは限らず、非製造業の場合もあると考えられる。ここで詳細には論じないが、滝澤ほか（2009）が指摘するように、生産性上昇効果は同業種間の合併か、異業種間の合併かによって異なることも想定される。

<sup>93</sup> このほか、大企業では純資産比率が有意に低下している。大企業では、合併時の所要資金を銀行借入等の有利子負債で賄う場合が比較的多いとみられ、その結果、純資産比率が低下した可能性がある。

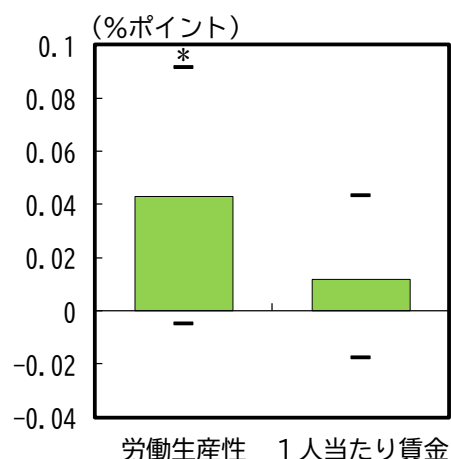
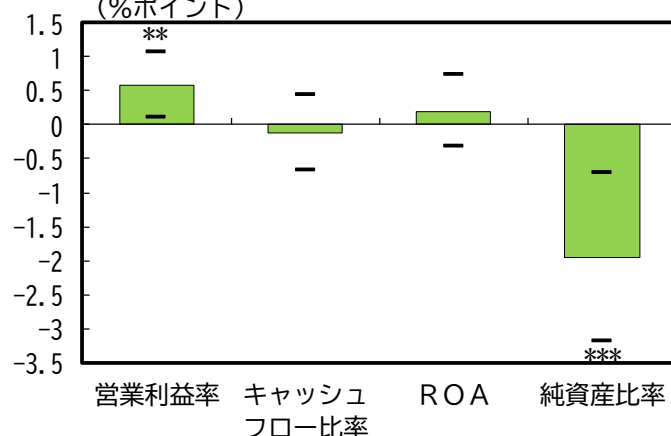


第2-3-14図 合併による生産性上昇効果

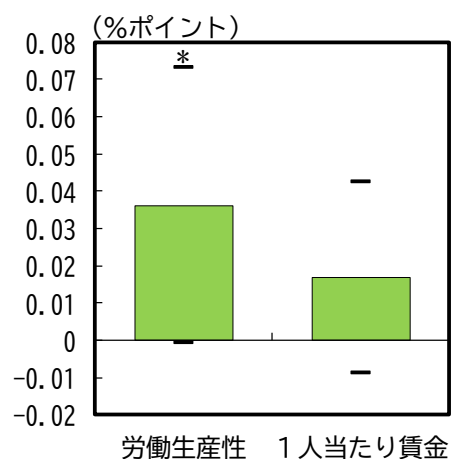
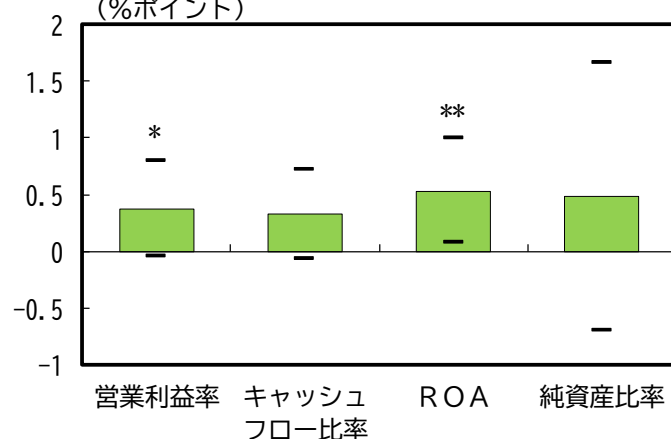




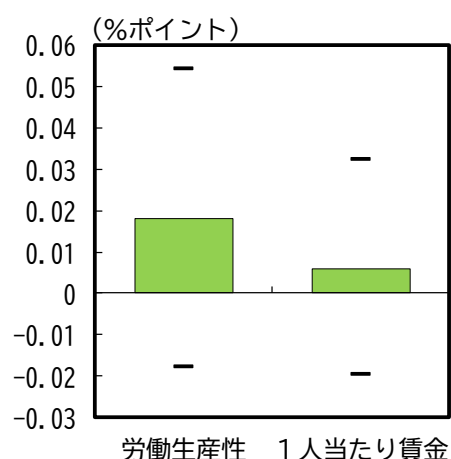
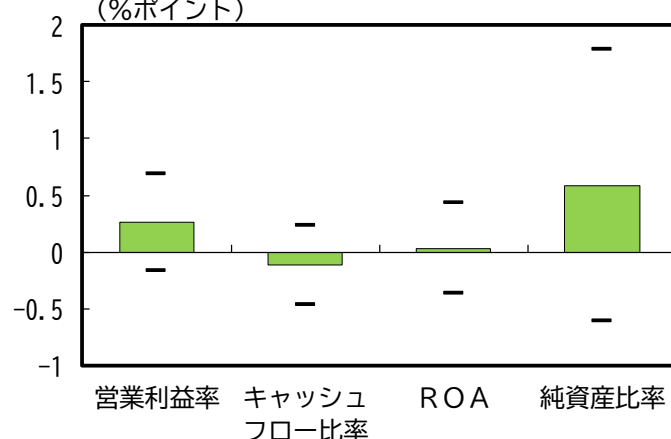
(4) 大企業全産業  
(%ポイント)



(5) 中堅企業全産業  
(%ポイント)



(6) 中小企業全産業  
(%ポイント)

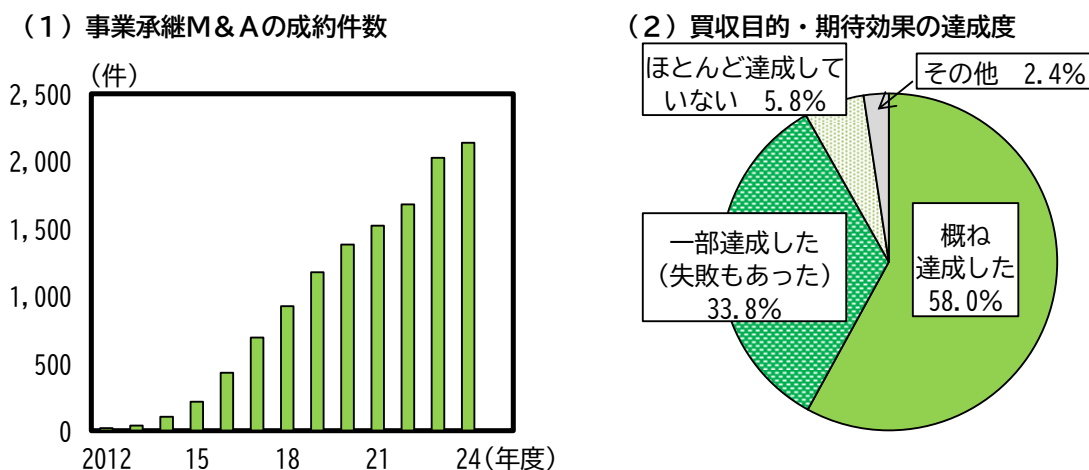


- (備考) 1. 経済産業省「経済産業省企業活動基本調査」の調査票情報を独自集計し作成。  
 2. 比較対象とする企業をコントロールした上で、合併1年前と合併5年後の各指標の差を示したもの。黒線は95%信頼区間を示しており、\*\*\*は1%水準、\*\*は5%水準、\*は10%水準でそれぞれ統計的に有意であることを示す。  
 3. 労働生産性と1人当たり賃金は対数値。

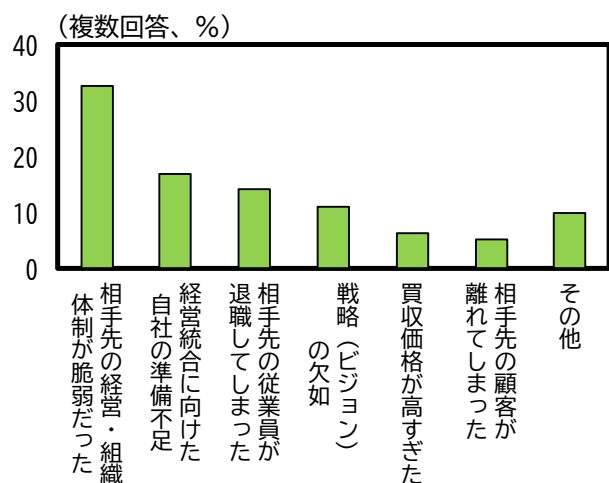
### （中小企業では、M&A実施後の統合プロセスに課題）

前掲第2-3-14 図（6）の通り、中小企業では合併により生産性が有意に改善するとの結論は得られなかったが、その背景を探るため、以下では、合併以外を含めた中小企業のM&A動向を確認する。昨今は経営者の高齢化等により事業承継のニーズが高まる中で、中小企業でもM&Aが事業承継の一つの手段として浸透してきており、事業承継にかかるM&Aの成約件数は増加が続いている（第2-3-15 図（1））。こうしたM&Aが、売上・市場シェアの拡大といった当初の目的を達成したか否かを聞き取ったアンケート調査によれば、「概ね達成した」との回答が過半を占める一方、目的を達成できなかったとする企業も約4割を占めており、その理由として「相手先の経営・組織体制が脆弱だった」との回答が3割超と最も多い（第2-3-15 図（2）、（3））。これは、相手先の企業価値や経営体制を十分に見極められないまま買収に踏み切った企業が多いことを示唆しており、当事者間に存在する情報の非対称性が、M&Aによる生産性上昇効果の発現を妨げているものとみられる。

第2-3-15図 中小企業のM&Aの動向



### (3) 買収目的・期待効果を達成できなかった理由



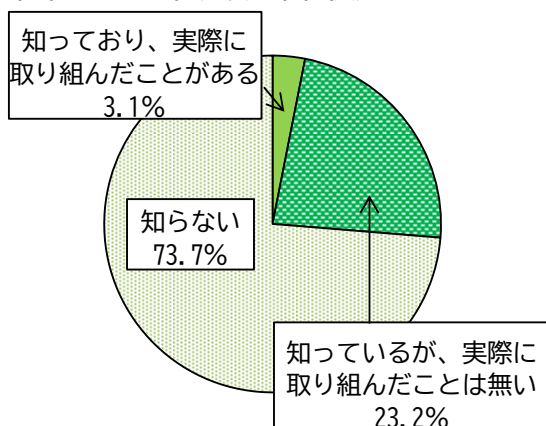
- (備考) 1. (1)は、独立行政法人中小企業基盤整備機構「令和6年度 事業承継・引継ぎ支援センターの実績について」により作成。
2. (2)、(3)は、日本商工会議所「事業承継に関する実態アンケート(2024年3月公表)」により作成。調査期間は2023年7月14日～8月10日。調査対象は各地商工会議所管内の会員企業で、回答社数は(2)が293社、(3)が191社。

また、中堅・中小企業を対象とした別のアンケート調査によれば、「M&A後の統合作業」を意味するPMI<sup>94</sup>という言葉に「知らない」と回答した企業は7割超に上ったほか、PMIという言葉に「知っており、実際に取り組んだことがある」と回答した企業は約3%に過ぎず、M&Aを行う際、PMIに「意欲的に取り組みたい」と回答した企業も約25%にとどまっている(第2-3-16図)。中小企業では、M&Aに関するノウハウの蓄積が必ずしも十分ではないと考えられるため、取引金融機関や外部の専門家等とも連携の上、こうしたPMIの取組を着実に実行していくことが求められる。

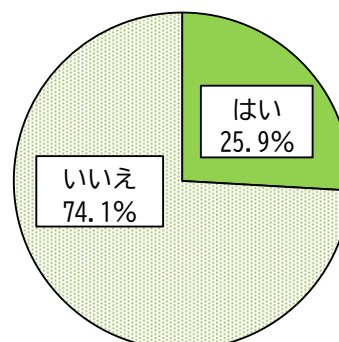
<sup>94</sup> Post Merger Integrationの略であり、M&Aの目的を実現させ、統合の効果を最大化するために必要なプロセスのことを指す。

第2-3-16図 PMI (Post Merger Integration)の認知度と取組状況

(1) PMIの認知度と取組状況



(2) 今後のM&Aで意欲的にPMIに取り組みたいか

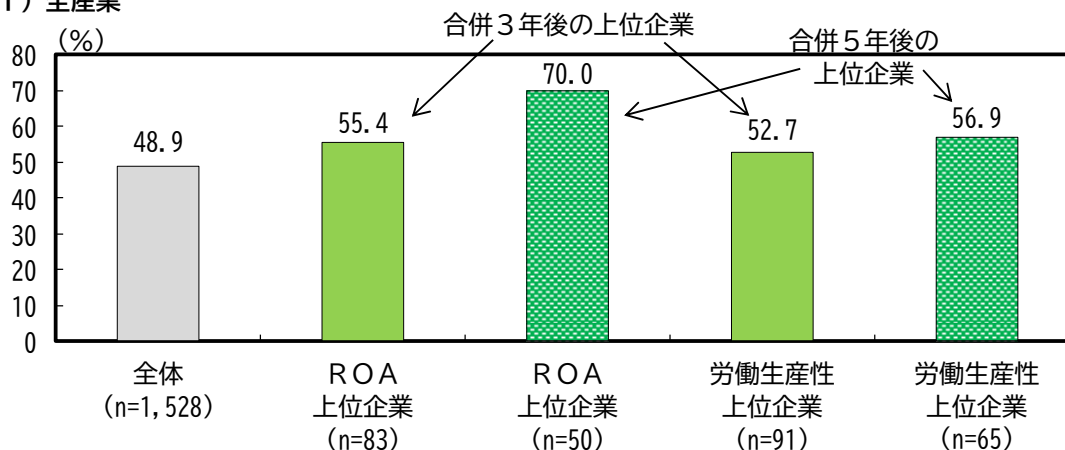


(備考) 1. 金融庁「企業アンケート調査の結果(2025年6月公表)」により作成。  
 2. 調査期間は2025年1月6日～1月31日。調査対象は地域金融機関等をメインバンクとする中堅・中小企業で、回答社数は(1)が8,166社、(2)が7,988社。

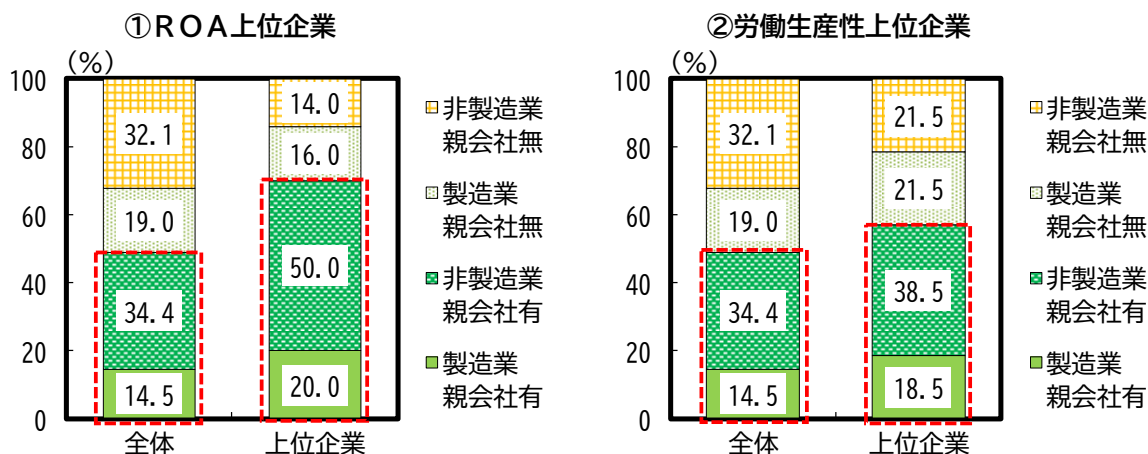
一方で、中小企業の中でも、合併により生産性を高めている企業は存在する。「経済産業省企業活動基本調査」の調査票情報を用いた本項の分析において、合併3年後と合併5年後の生産性上位企業の特徴をみると、全体の平均に比べ親会社を有する企業の割合が高いことが分かる(第2-3-17図)。親会社を有する中小企業では、合併に際して親会社の持つノウハウを有効に活用できていること、経営統合にかかるコストが比較的小さいグループ内の合併も含まれることが要因とみられる。

第2-3-17図 合併をした中小企業のうち親会社を有する企業の割合

(1) 全産業



## (2) 産業別



- (備考) 1. 経済産業省「経済産業省企業活動基本調査」の調査票情報を独自集計し作成。  
 2. 合併をした中小企業全体と、そのうち生産性上位企業に分けて、合併実施時点で親会社を有する企業とそうでない企業の割合を計算したもの。生産性上位企業は、合併1年前のROAまたは労働生産性が各業種の上位50%に含まれ、かつ、合併1年前から合併t年後(t=3, 5)のROAまたは労働生産性の伸び幅が全体の上位25%に該当する企業と定義した。(2)の産業別は、合併5年後の上位企業について示している。

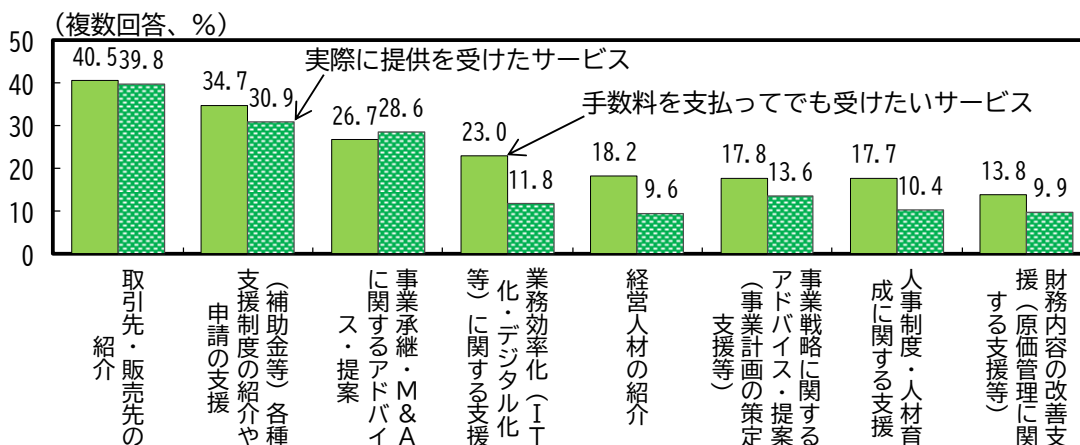
以上、本節後半では、合併が企業の生産性を向上させる効果を検証した。比較対象とする企業をコントロールして分析すると、合併は全体として企業の生産性を有意に高めることを確認した。特に、中小企業では、近年事業承継のニーズが高まる中でM&Aは増加しているが、M&Aには企業の生産性向上や賃金上昇をもたらす効果があることを踏まえると、買収相手の企業価値を適切に評価する基準の普及・確立や、M&A実施後の統合プロセスに関する知見の共有などの取組を官民が一体となって後押ししていくことが重要である。

### コラム2-5 金融機関による事業承継・M&A支援と企業の生産性

本論では、近年、事業承継に関連するM&Aが中小企業を中心に増加していることを指摘したが、以下では金融機関の取組に着目して、そうした取組が企業の生産性に与える影響を確認する。

地域金融機関等をメインバンクとする中堅・中小企業を対象に、2025年初に実施されたアンケート調査によれば、取引金融機関に期待するサービスとして、日々の事業運営に直結する「取引先・販売先の紹介」、補助金をはじめとする「各種支援制度の紹介や申請の支援」に次いで「事業承継・M&Aに関するアドバイス・提案」が挙がっており、金融機関に対する事業者側の期待の高さがうかがえる(コラム2-5-1図)。

コラム２－５－１図 取引金融機関の提供サービス

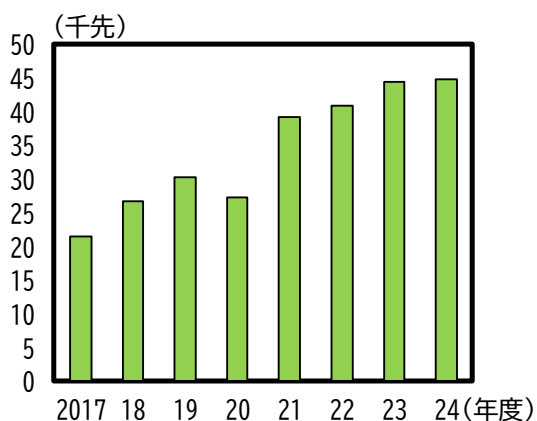


- (備考) 1. 金融庁「企業アンケート調査の結果 (2025年6月公表)」により作成。  
 2. 調査期間は2025年1月6日～1月31日。調査対象は地域金融機関等をメインバンクとする中堅・中小企業で、回答社数は「手数料を支払ってでも受けたサービス」が4,965社、「実際に提供を受けたサービス」が4,099社。「手数料を支払ってでも受けたサービス」について、上位8つの選択肢を抜粋している。

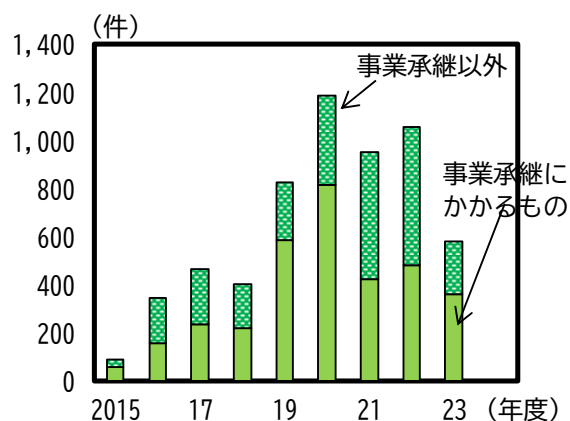
こうした事業者側のニーズを背景に、地域金融機関は事業承継やM&Aの支援を積極的に行っている。地方銀行による事業承継支援の取組実績は増加傾向にあるほか、信用金庫によるM&Aの支援実績をみると、直近の2023年度はピークを付けた2020年度の件数には及ばないものの、引き続き2018年以前を上回る水準で推移している (コラム２－５－2図)。

コラム２－５－2図 地域金融機関等による事業承継・M&A支援の実績

(1) 事業承継支援の取組実績 (地方銀行)



(2) M&A支援実績 (信用金庫)



- (備考) 1. (1) は全国地方銀行協会「地方銀行における『地域密着型金融』に関する取り組み状況」により作成。事業承継支援として、M&Aの相手先の紹介や、事業承継ファンドを通じた資金面の支援等を行っている。  
 2. (2) は全国信用金庫協会「地域密着型金融の取組状況」により作成。支援先のうち、M&Aにつなげた支援件数。

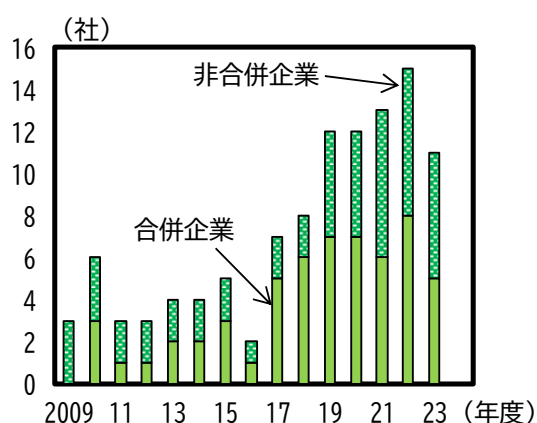


地域金融機関の果たす役割は、M&Aの仲介やアドバイザー業務にとどまらず、近年は投資専門子会社等への出資を通じて、企業の事業承継や成長支援に関与する事例が増えてきている。事業者側のニーズの高まりに加え、銀行法で定められる事業会社への出資規制等が段階的に緩和されてきた<sup>95</sup>ことも、金融機関による資金供給を促す要因となっている。地域金融機関にとっても、低金利環境が長く続き、融資以外の事業による収益確保が課題となる中で、こうした取組が新たな事業機会の創出につながっている。

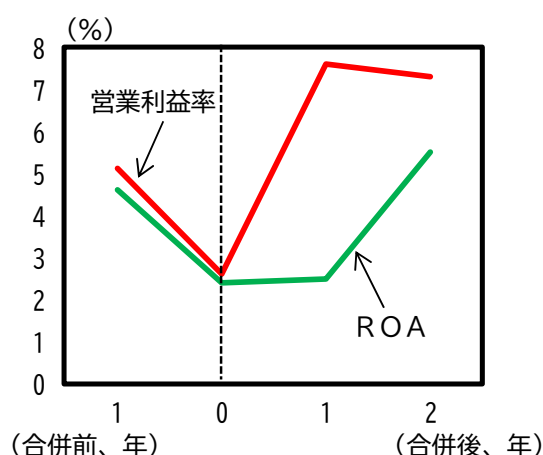
このような事業会社への出資は通常、投資事業有限責任組合等のファンド（以下「投資ファンド」という。）を介して行われる。そこで、「経済産業省企業活動基本調査」の調査票情報を集計すると、親会社に投資ファンド（地域金融機関以外が運営主体となっているものを含む。）を有する企業数は、2017年度以降、増加傾向にある<sup>96</sup>。このうち、投資ファンドのもとで合併が行われた企業では、サンプル数が少ない点には留意する必要があるものの、合併後に営業利益率とROAが共に高まっていることが分かる（コラム2-5-3図）。

コラム2-5-3図 親会社に投資ファンドを有する企業の動向

(1) 合併有無別にみた企業数



(2) 合併前後の営業利益率とROA（中央値）



(備考) 1. 経済産業省「経済産業省企業活動基本調査」の調査票情報を独自集計し作成。

2. (1) は合併企業（2010年度から2022年度までの間に1回以上合併をしたと回答した企業）と非合併企業（合併企業でない企業）それぞれについて、投資事業有限責任組合等が親会社となっている企業数を集計したもの。(2) は(1)で示した合併企業のうち、投資事業有限責任組合等のもとで合併が行われたと判断される企業について、合併前後の各指標の中央値を集計したもの。対象企業数は合併1年前から合併1年後が12社、合併2年後は11社。

<sup>95</sup> 銀行が事業会社の株式を5%超保有することは、投資専門子会社を通じた株式取得等の一部例外を除き、原則として禁止されているが（いわゆる「5%ルール」）、例外が認められる範囲は段階的に広げられてきた。例えば、2021年の銀行法改正により、地域活性化に向けた取組を後押しする観点から、①投資専門子会社が行うことのできる業務として、出資先企業に対するコンサルティング業務等が新たに追加されたほか（従前は事業会社への出資とそれに付随する業務に限定）、②地域活性化事業会社（事業の集約や再構築により地域の活性化に取り組む非上場企業）に対し、投資専門子会社を通じて100%まで出資することが可能になった（従前は50%までの出資に制限）（金融庁（2021））。

<sup>96</sup> 調査票情報からは確認できないものの、投資ファンドが少数株主となっている企業も存在すると考えられることから、株主に投資ファンドを有する企業数は、更に多いものとみられる。



以上を踏まえると、特に事業承継等のニーズのある企業に対しては、資本性資金の提供とM&Aに関するアドバイザリー支援を一体で行っていくことが、企業の生産性向上を後押しする上で効果的であると考えられる。