



日本株月次レポート | 2025年11月

人手不足なのになぜ実質賃金があがらないのか



中塚 浩二
株式、日本CIO

2017年「人手不足なのになぜ賃金があがらないのか」というタイトルの書籍(注1)が話題をあつめました。20人以上の経済学者、日銀、政府機関の研究者らの実証分析を一冊にまとめたものです。8年前の問題意識は、実質賃金ではなく、名目賃金にありました。

同書では、賃金が上がらない背景として次のような分析が紹介されています。

- 価格競争とコスト抑制の圧力が強かった
 - 業績回復は内部留保に優先され従業員への還元が後回しにされた
 - 賃金交渉力が弱い非正規社員が増加した
 - 年功序列など日本特有の雇用慣行
- などがあげられ、賃金制度・企業行動・社会文化などの要因が絡み合って賃金が上がらない現象が生じているとの分析が中心でした。

物価が上昇している現在から振り返ると、当時はまだデフレだったからではないかとも考えられますが、同書のなかでは、デフレだから賃金があがらない、という言及はありません。編者は序章で、構造的要因（労働分配率が下がったから、労働生産性が低下したから）という言葉であいまいにせず、実態を明らかにしたかったと述べています。このことから、机上の分析でデフレが原因だと単純に結論づけるのを避けたものと理解します。

現在、名目賃金は急速に上昇しています。しかし同時に消費者物価も上昇しているため、賃金上昇率から物価上昇率を差し引いた実質賃金はマイナスという状態が続いています。特に食品価格の上昇率が高いため家計の物価上昇の負担感は重く、「インフレのデフレ効果」（物価上昇に必要な消費水準が低下してしまうこと。（注2））という現象も留意すべきと考えます。

当社が企業調査で経営陣と面談すると、競争は熾烈でも同業他社も値上げしているため調達コスト上昇を価格転嫁しやすくなった、内部留保は株主還元や投資、また賃上げにも振り向けている、など事業環境や経営判断の変化が感じられます。また、労働需給は女性や高齢者の労働参加率は上昇し、外国人労働者も多くみかけるようになりましたが、それでも人手不足の状況はかわらず（注3）、経営者の多くは賃金を上げないと優秀な人材を採用したり離職を防ぐことは難しいと認識しているようです。

人手不足なのになぜ実質賃金があがらないのか、というテーマの研究は経済学者の学術的分析を待ちたいと思います。当社のボトムアップの企業分析活動からは、経営者の考え方はインフレ対応型にシフトしつつありますが、物価上昇のスピードにおいつかず、実質賃金がマイナスの状態が続いていると解釈しています。もしこのタイムラグのみが要因（注4）であるとするれば、いずれは物価上昇が低下し、賃上げが継続することで、実質賃金がプラスに転換していくと考えられます。

高市早苗新総理は、コストプッシュ型からダイヤモンド型のインフレへの転換との目標を掲げています。賃上げと需要の強い経済環境であれば「インフレのデフレ効果」は起こりにくいと考えます。そのためには政府の経済政策と同時に企業の考え方の変化も必要と感じます。

当社含め長期投資を行う機関投資家が行うエンゲージメント活動は、資本コストの認識とそれを上回る収益率の拡大のための施策を議論するものです。賃金を引き上げることは人件費（固定費）の上昇となりますが、それを人的投資とらえ優秀な人材を確保し将来の業績成長につなげる経営戦略が機能することで、日本経済の課題のひとつである労働生産性が改善し、株式市場もさらに活性化していくと期待します。

注1) 慶応大学出版会、玄田有史編、(2017)『人手不足なのになぜ賃金があがらないのか』

注2) 日本経済新聞社、黒田晃生著、(1998)『金融政策の話』

注3) 日銀短観(概要) - 2025年9月 - P6 雇用人員判断 <https://www.boj.or.jp/statistics/tk/gaiyo/2021/tka2509.pdf>

注4) <参考> 講談社、渡辺努著、(2022)『物価とは何か』

【ご留意事項】

- ・ 本資料は、アリアンツ・グローバル・インベスターズまたはグループ会社（以下、当社）が作成したものです。
- ・ 特定の金融商品等の推奨や勧誘を行うものではありません。
- ・ 内容には正確を期していますが、当社がその正確性・完全性を保証するものではありません。
- ・ 本資料に記載されている個別の有価証券、銘柄、企業名等については、あくまでも参考として申し述べたものであり、特定の金融商品等の売買を推奨するものではありません。
- ・ 過去の運用実績やシミュレーション結果は、将来の運用成果等を保証するものではありません。
- ・ 本資料には将来の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における当社の見解または信頼できると判断した情報に基づくものであり、将来の動向や運用成果等を保証するものではありません。
- ・ 本資料に記載されている内容・見解は、特に記載のない場合は本資料作成時点のものであり、既に変更されている場合があります。また、予告なく変更される場合があります。
- ・ 投資にはリスクが伴います。投資対象資産の価格変動等により投資元本を割り込む場合があります。
- ・ 最終的な投資の意思決定は、商品説明資料等をよくお読みの上、お客様ご自身の判断と責任において行ってください。
- ・ 本資料の一部または全部について、当社の事前の承諾なく、使用、複製、転用、配布及び第三者に開示する等の行為はご遠慮ください。
- ・ 当社が提案する戦略および運用スキームは、グループ会社全体の運用機能を統合したものであるため、お客様の意向その他のお客様の情報をグループ会社と共有する場合があります。
- ・ 本資料に記載されている運用戦略の一部は、実際にお客様にご提供するにあたり相当程度の時間を要する場合があります。

対価とリスクについて

1. 対価の概要について

当社の提供する投資顧問契約および投資一任契約に係るサービスに対する報酬は、最終的にお客様との個別協議に基づき決定いたします。これらの報酬につきましては、契約締結前交付書面等でご確認ください。投資一任契約に係る報酬以外に有価証券等の売買委託手数料、信託事務の諸費用、投資対象資産が外国で保管される場合はその費用、その他の投資一任契約に伴う投資の実行・ポートフォリオの維持のため発生する費用はお客様の負担となりますが、これらはお客様が資産の保管をご契約されている機関(信託銀行等)を通じてご負担頂くことになり、当社にお支払い頂くものではありません。これらの報酬その他の対価の合計額については、お客様が資産の保管をご契約されている機関（信託銀行等）が決定するものであるため、また、契約資産額・保有期間・運用状況等により異なりますので、表示することはできません。

2. リスクの概要について

投資顧問契約に基づき助言する資産又は投資一任契約に基づき投資を行う資産の種類は、お客様と協議の上決定させていただきますが、対象とする金融商品及び金融派生商品（デリバティブ取引等）は、金利、通貨の価格、発行体の業績・財務状況等の変動、経済・政治情勢の影響を受けます。従って、投資顧問契約又は投資一任契約の対象とさせて頂くお客様の資産において、元本欠損を生じるおそれがあります。ご契約の際は、事前に必ず契約締結前交付書面等をご覧ください。

アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社金融商品取引業者 関東財務局長 (金商) 第424 号 一般社団法人日本投資顧問業協会に加入
一般社団法人投資信託協会に加入
一般社団法人第二種金融商品取引業協会に加入