

# 日本経済の成長に向けた課題

2024.1.30

日本総合研究所

翁百合

---

## 新しい資本主義とは何か？

- 2000年代に入ってからの国際的な議論：企業経営者は、社会的課題を解決しながら、企業価値を向上させていくことが求められる（環境問題、格差など）  
ブラックロックCEO リーフィンク氏、全米ビジネスラウンドテーブル等
- 未来世代や従業員、地域社会といった多様なステークホルダーへの目線の重要性  
→ 日本にとっても重要。  
成長戦略としてはグリーン投資、無形資産投資（人への投資を含む）など  
インパクト投資などの重要性も増す

## 日本の現状認識：課題に照らして目指すべき資本主義とは？

- 日本経済の課題：30年間の低成長…昭和的な社会慣習や社会保険制度などが多く残る

(年功序列の企業人事、「男性正社員＋専業主婦」が標準家族モデルの年金制度)

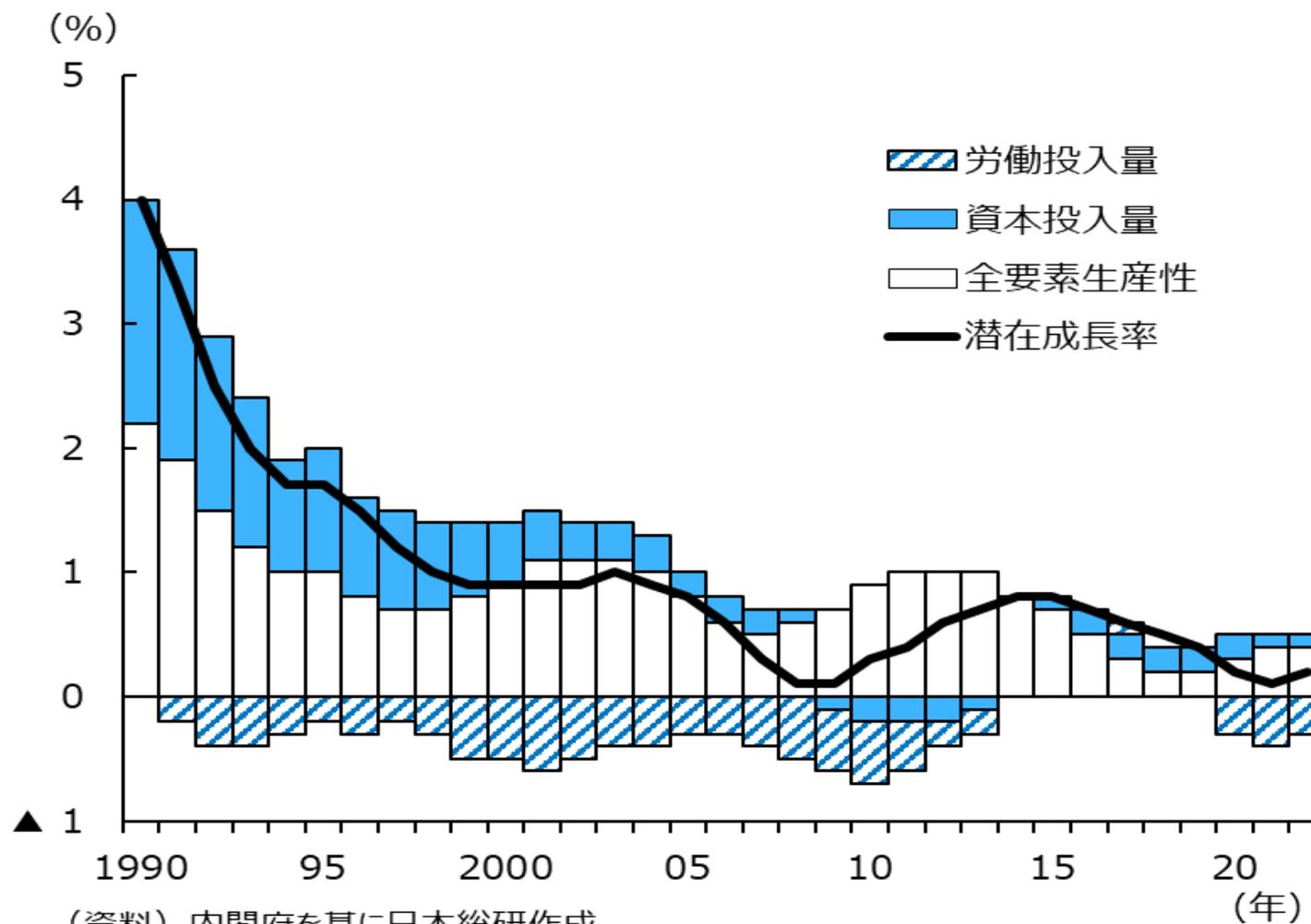
⇒より多様な人々が活躍し画期的イノベーション、生産性向上が起こる日本へ。

日本の抱える課題も解決する方向で資本市場が機能する必要

- 日本に足りなかった人への投資：生産性が長年横這いで、賃金は上昇せず、国際的競争力にも影響。

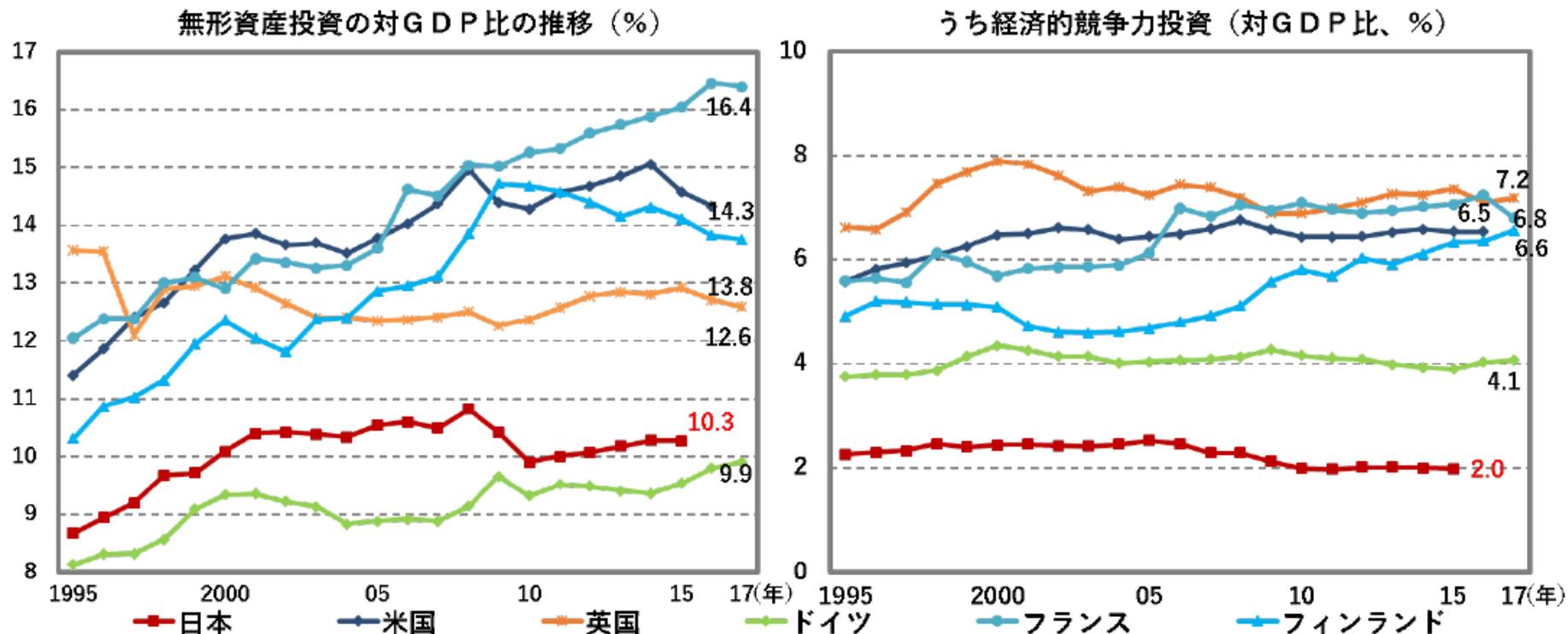
男女賃金格差の大きさ、非正規社員の問題、年収の壁…

## 日本の潜在成長率推移



## 無形資産投資の国際比較：人への投資が低い

無形資産投資とは、知識・技術や人的資本などの「見えない資産」への投資。革新的資産投資（研究開発投資等）、情報化資産投資（ソフトウェア投資等）、経済的競争力投資（人材投資、経営組織改革投資等）\*に大別される。

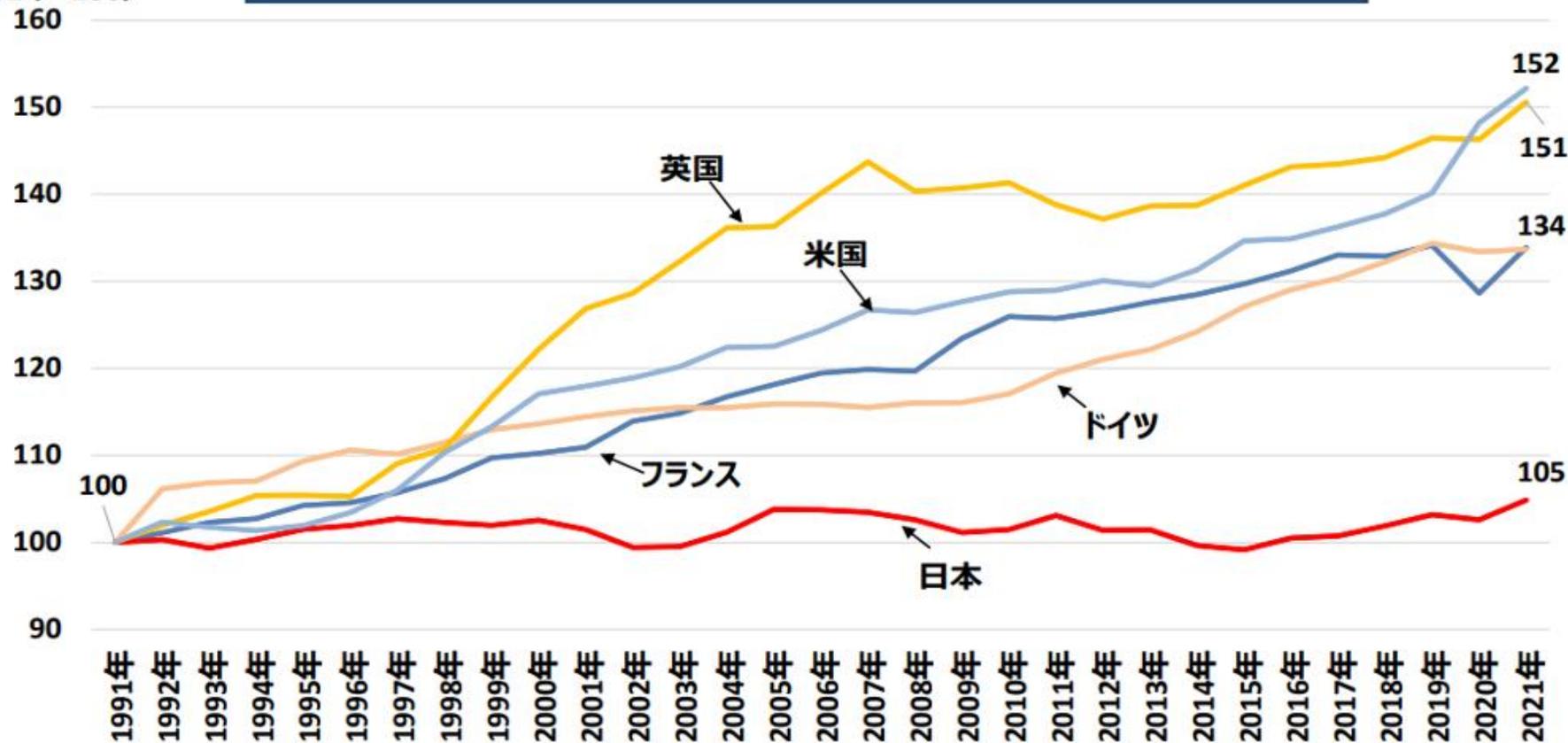


(備考) 日本のデータはJIP2018プロジェクトの一環として宮川学習院大学教授・外木立正大学准教授・滝澤東洋大学教授（当時の肩書）で作成。日本以外のデータはINTAN-Investにより作成。日本以外のデータは不動産・公務・教育・医療・家内工業を除いた数値。国民経済計算における民間企業設備投資では、\*の無形資産のうち、研究開発、コンピューターソフトウェア、鉱物探査・評価、娯楽作品原本が対象。

# 1990年代以降の日本の実質賃金の伸び率

1人当たり  
実質賃金  
(1991年=100)

1人当たり実質賃金の伸び率の国際比較 (1991年=100)

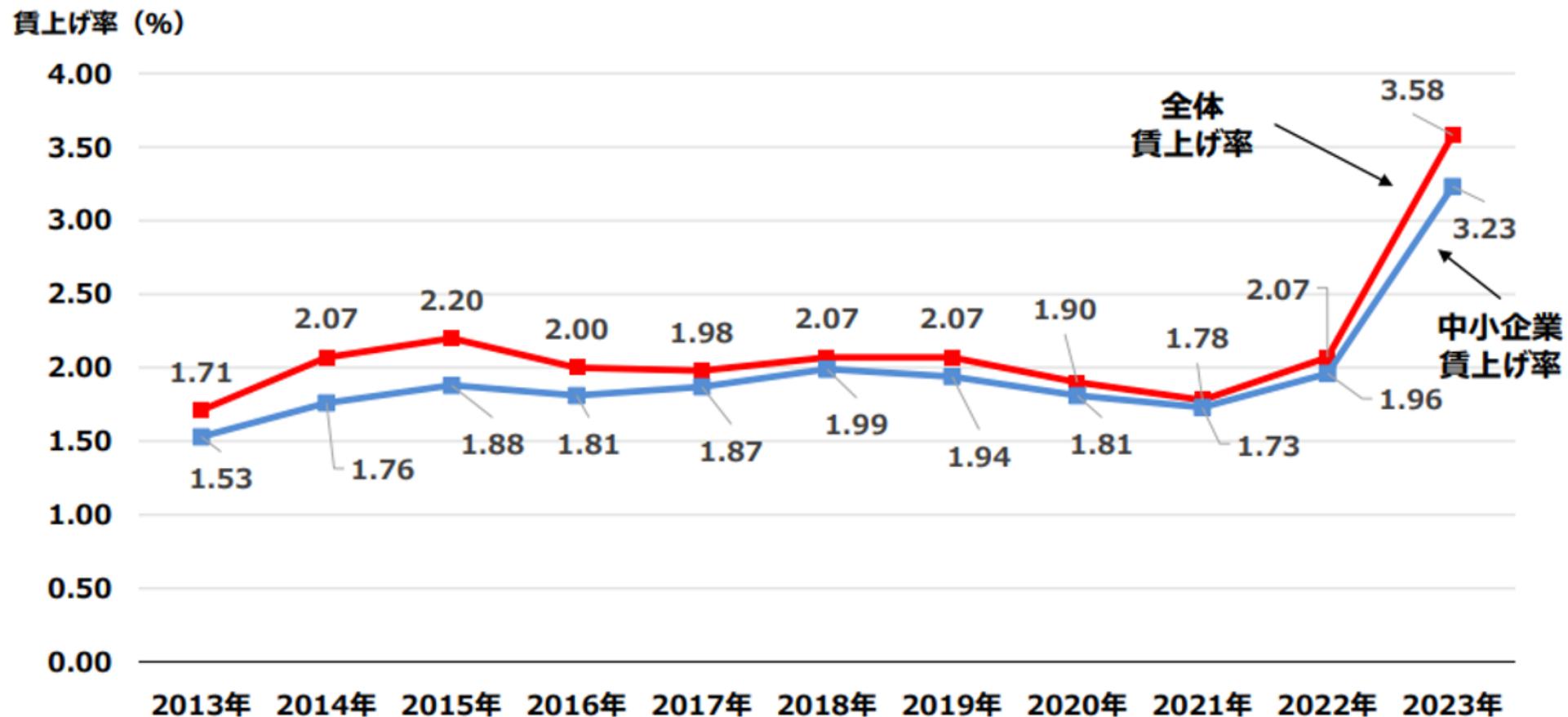


(注) 2021年の米国ドル (購買力平価ベース) により実質化した値。国民経済計算における「賃金・俸給」を雇用者数で割った上で、雇用者の平均週労働時間に対するフルタイム雇用者の平均週労働時間の割合を乗じて計算された数値。

(出所) OECD.Statを基に作成。

# 23年の賃上げをいかに持続させるか

連合の調査による賃上げ率推移（全体・中小企業別）



## 内外の賃金格差は大きくなるばかり：年功序列賃金では対応できず

### 職種別の内外賃金差

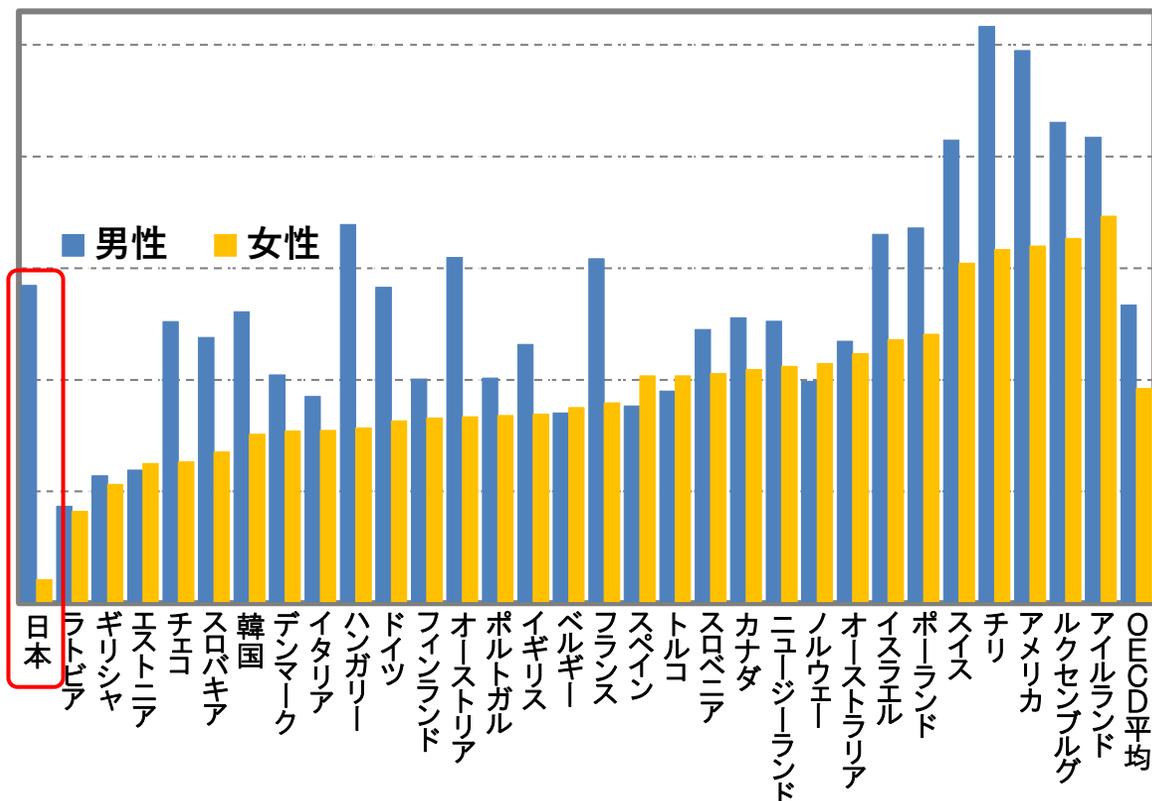
	全職種合計	経営/ 企画	総務	財務経理	人事	IT	クリエイティブ デザイン	データ アナリティクス	技術研究	プロジェクト マネジメント	営業/マー ケティング	生産
日本企業	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
外資系企業 (日本)	114	122	107	118	116	119	110	127	112	129	121	100
シンガポール	165	174	165	170	163	172	163	178	167	180	173	171
ドイツ	157	156	148	157	151	155	133	150	156	163	166	154
米国	152	156	134	141	142	163	140	164	156	171	154	133
韓国	128	133	130	130	129	129	129	150	126	136	132	121
フランス	121	136	115	122	120	124	119	120	114	131	125	107
カナダ	120	120	105	116	114	122	111	118	127	128	121	109
イタリア	116	110	112	116	113	113	112	105	107	121	123	103
英国	112	120	106	114	108	114	103	116	108	111	118	95
中国(北京)	108	125	96	103	107	115	119	133	102	136	113	79

(注) 2023年1月時点の世界の職種別総現金報酬水準(専門職シニア7-10年目)について、各国の各職種平均の現地通貨の賃金を2021年の購買力平価ドル(OECD)を用いて実質化し、日本企業の各職種の賃金を100とし、各国の各職種の賃金を日本の数値との比率で示したもの。

(出所) マーサー社資料を基に作成。

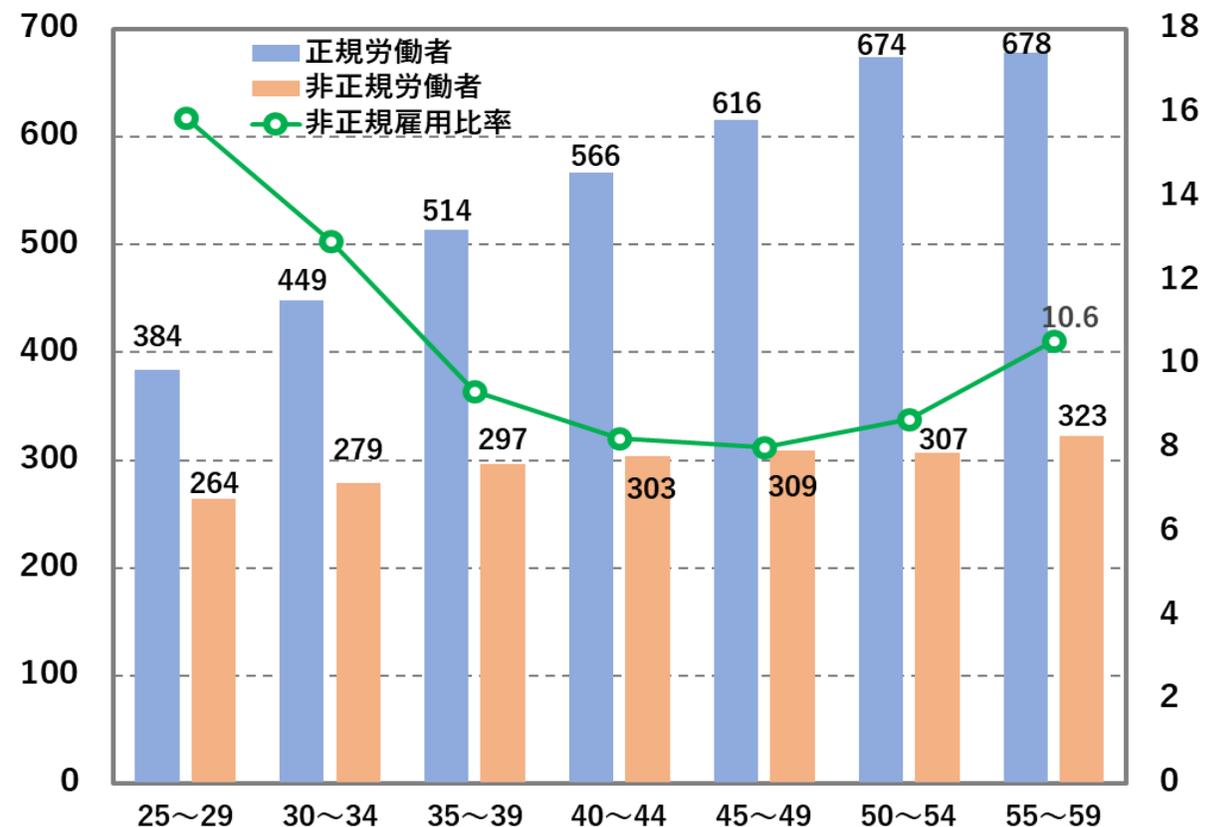
## 2つの賃金格差

### 高等教育の経済的リターンの男女差



(注) OECD「PISA2018 (Volume II) :Where All Student Can Succeed」により作成。高等教育は大学・大学院・高等専門学校・短期大学を含む。高等教育の経済的リターンは、高等教育の便益（生涯所得の増加分）から高等教育の費用（受講費用及び機会費用）を控除して算出（将来の便益と費用は、2パーセントの割引率で現在価値に換算。）。

### 男性の雇用形態別年収（2020年）



(注) 厚生労働省「令和2年賃金構造基本統計調査」により作成。年収は所定内給与額の1.2倍と年間賞与その他特別給与額の合計。正規労働者は「正社員・正職員計」、非正規労働者は「正社員・正職員以外計」。非正規雇用比率とは、正規労働者と非正規労働者の合計に占める後者の割合。

## 新しい資本主義実行計画2023：2022実行計画のさらなる具体化

### 2022

- 人への投資、賃上げの実現
- スタートアップ、社会的起業
- 科学技術（AI、量子技術、再生医療、バイオものづくり（合成生物学）等）への投資
- DX、GXへの投資

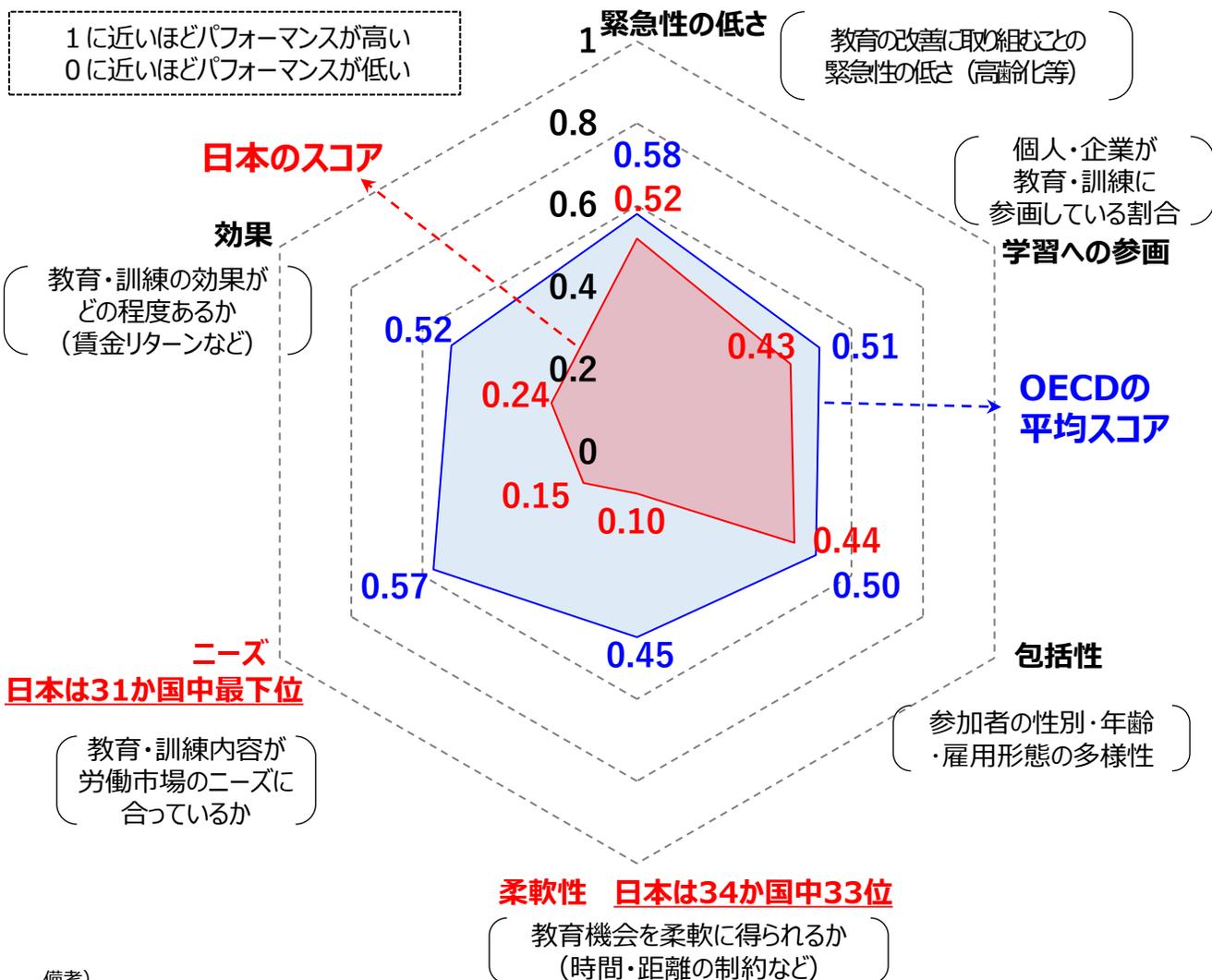


### 2023（人的投資や所得増加にかかわる項目）

- 労働市場の三位一体改革（リスキング教育、ジョブ型雇用、円滑な労働移動）
- スタートアップ支援5か年計画
- 資産所得倍増計画
- 女性活躍推進（プライム企業女性管理職比率目標）
- 国内投資促進・・・

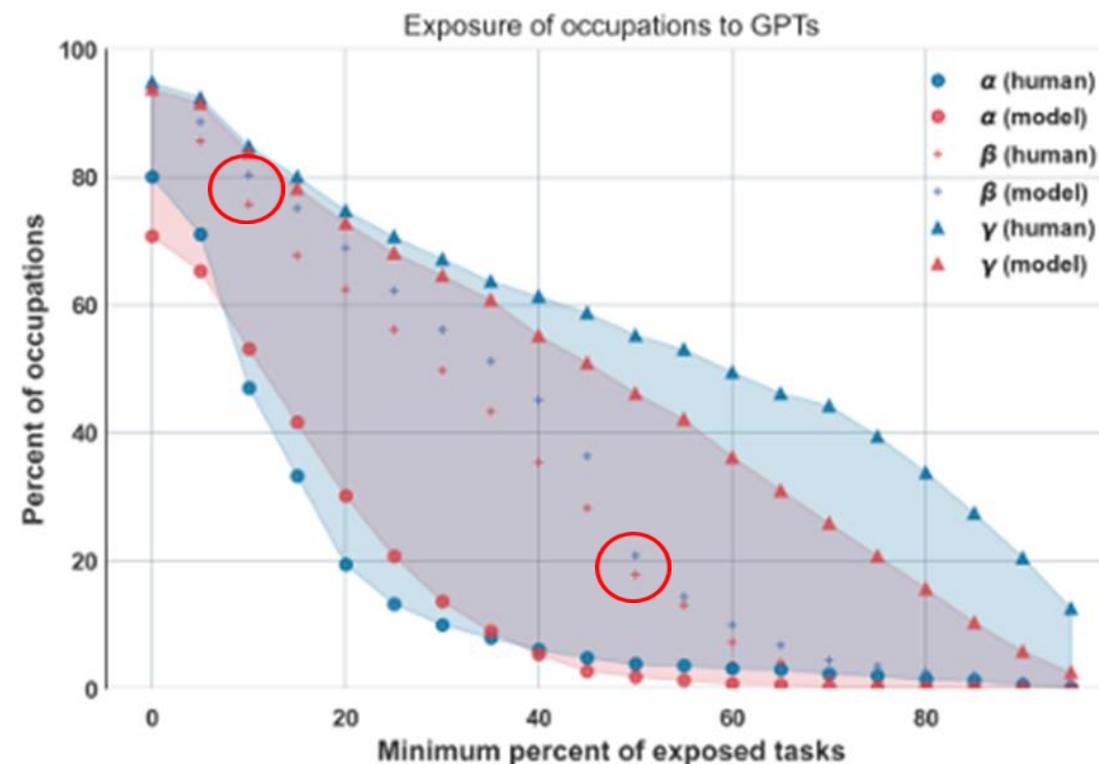
# 求められるリスキング・リカレント教育の充実

## リカレント教育の評価 (OECD Dashboard)



## ChatGPTが雇用に与える影響

8割の労働者が仕事の1割の影響を受け、  
2割の労働者が仕事の半分の影響を受けるとの研究も  
教育、経験、OJTの必要な職種ほど影響大。。。



(出所) Open AI・ペンシルバニア大学(2023)“GPTs are GPTs: an Early look at the labor market impact potential of large language models”

(注) 赤丸は筆者が上書きしたもの。

備考) OECD「Dashboard on priorities for adult learning」、OECD (2019)「Future-Ready Adult Learning Systems」により作成。

## 生成AIは企業の人的資本投資にも大きな影響

### 生成AIが得意な仕事例

- 文章の要約、翻訳、添削、チャットボットなど  
(議事録、お客様対応、ソースコード作成、プレゼン資料作成) ⇒生産性向上、精度向上
- 高い専門性が必要な作業をアシスト  
(ソリューションの提案、広告の企画立案、アイデア出し、大量データ分析) ⇒高付加価値化

ホワイトカラーの基本的業務は、AIで置き換わる可能性？

### AI時代の人間のリスキングとは

- 生成AIを使いこなす力。便利なアシスタントツールとして使う。人間次第でAIの出力の質は向上し、生産性も上がる一方、AIで人間も進化。
- 生成AIが苦手な能力の向上 (創造性？判断力&意思決定能力？現場での対応力？)
- 技術革新で生まれる新たな仕事に必要な能力 (今までもホワイトカラーの仕事は代替されても、ソフトウェア・アプリ開発など新たな仕事が生まれてきた)。AI開発、ビッグデータ、サイバーセキュリティ等？

## メンバーシップ型雇用とジョブ型雇用

	メンバーシップ型雇用	ジョブ型人事（職務給）
基本的な考え方	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 人の出入りは原則無い</li> <li>➤ 結果の公平性</li> <li>➤ 会社と従業員の関係：保護者と被保護者</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 人の出入りがある（内部労働市場と外部労働市場がシームレスに接続）</li> <li>➤ 機会の公平性</li> <li>➤ 会社と従業員の関係：パートナーの関係</li> </ul>
人事制度	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 等級：職能</li> <li>➤ 報酬：年功、内部貢献</li> <li>➤ 人事権：昇給賞与は中央管理</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 等級：役割×職種</li> <li>➤ 報酬：職務別市場価値</li> <li>➤ 人事権：昇給賞与は各部門</li> </ul>
人事マネジメント	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 採用：新卒一括中心</li> <li>➤ 異動：会社主導</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 採用：職務別採用中心</li> <li>➤ 異動：社内公募（ポスティング制度）の機会</li> </ul>
人事運営	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 要員計画：既存-定年+新卒</li> <li>➤ ジョブ定義：必要なし</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 要員計画：ビジネスベース</li> <li>➤ ジョブ定義：必要</li> </ul>
キャリア形成	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ キャリア形成は会社主導 <ul style="list-style-type: none"> <li>• 与えられた仕事を頑張る。</li> <li>• キャリアは分からないが、雇用は保障</li> <li>• 将来に向けたリスクリ・スキルアップが生きるかどうかは、人事異動次第</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ キャリア形成は、個人の意思尊重 <ul style="list-style-type: none"> <li>• 希望するキャリア実現を目的に、実績を上げる</li> <li>• 社内公募・転職を活用し、従業員が望むキャリアを選択</li> <li>• 自らリスクリ・スキルアップする強い動機</li> </ul> </li> </ul>
特徴	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 自律的にキャリア形成が構造的に発生しにくい</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 自律的なキャリア形成が構造的に促されやすい</li> </ul>

（出所）マーサー社資料も参考にして作成。

## 人への投資はなぜ企業の成長に結びつくのか

- 人手不足への対応で人材への投資や時代に合った人材戦略は、経営の死活問題に。これからは、転職も多くなり、ますます「人が企業を選ぶ」時代に。
- 今後不可欠なデジタル分野の人材だけでなく、能力があり、成長志向のある人を惹きつけるには、人事の在り方、退職金の考え方、企業年金の考え方も変えていく必要。
- ジョブ型雇用とのハイブリッド採用の検討は不可欠。海外との競争を考えれば、特定分野の必要な人材の獲得を考え、自社にあったかたちで検討・導入する必要。
- 男女がともに家庭生活との両立を可能にし、成長を実感することができる働き方や職場環境、人材投資を考える必要。女性の潜在能力発揮は今後の経営のカギ。

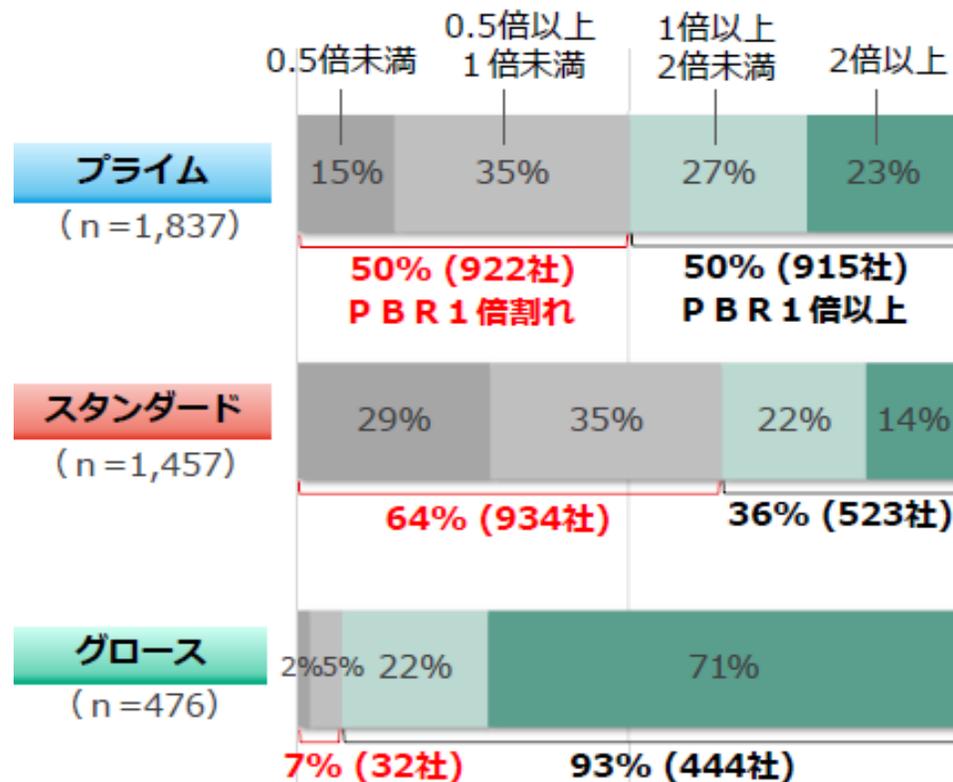
## 今後の企業の人的資本投資の基本的な方向性

- 無形資産投資の重要性：企業価値を向上させ、社会的課題の解決に結びつける。資本コストを上回る資本収益率を長期的に実現することは前提。
- 人件費を人への投資と捉え直す。
- 人手不足と急速な技術変化を考えれば、一人ひとりの能力向上と学び直しは必要不可欠。
- ワークエンゲイジメント（働き甲斐）、報酬体系、働き方、多様性、健康経営などの実態を把握、長期的な企業価値（ビジネスモデル）との関係を分析し、取締役会で議論する。
- これらをデータを踏まえて「見える化」し、統合報告書などで開示。価値創造の考え方について、投資家やステークホルダーと対話していく。

# 東証上場企業のPBRの現状

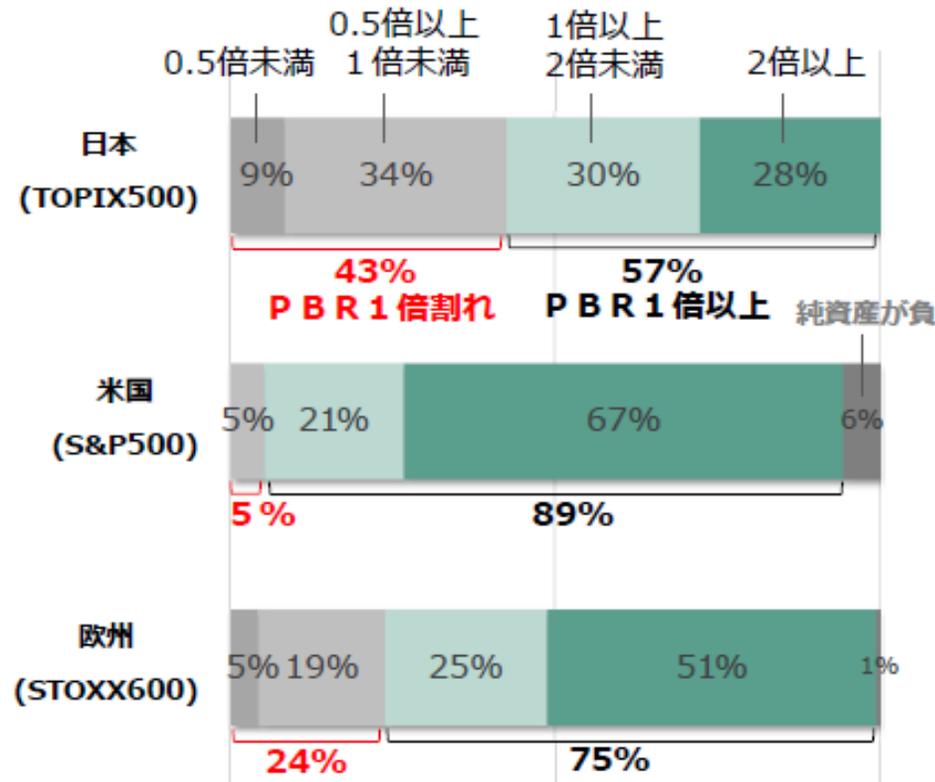
- PBR 1倍割れがプライム市場の50% (922社)、スタンダード市場の64% (934社)
- 主要株価指数の構成企業のうちPBR 1倍割れの企業の割合は、米国 (S&P500) 5%、欧州 (STOXX600) 24%に対して、日本 (TOPIX500) は43%

### 市場区別のPBRの分布



注：QUICKから取得したデータを東証で加工、2022年7月1日時点(外国会社を除く)

### PBRの海外比較 (主要企業)



注：Bloombergから取得したデータを東証で加工、データが得られる企業のみ抽出、2022年7月1日時点

## 人的資本への投資は、資本コストと株価を意識した経営に直結

- ROIC（投下資本収益率）を上げていくために考慮すべきBS上の最適資本構成の在り方（調達・運用の両サイドから）
- 余剰現預金の多さ、政策保有株式
- 事業ポートフォリオとビジネスモデル
- 経営資源（人的資本等の無形資産）の投資をいかに増やし、その最適な配分をどうすべきか（ROIC経営：KPIを活用した確かな経営戦略）
- 株価が上がらない理由を考え、サステナビリティも意識し、知財創出などイノベーションをいかに実現し、付加価値に結実していくか、エクイティストーリーは？



重要となる情報開示と対話

## (参考) 資本コストや株価を意識した経営へ (東証の要請)

### 背景

- 従来より、コーポレートガバナンス・コードでは、企業が投資者をはじめとするステークホルダーの期待に応え、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するためには、資本コスト・資本収益性を十分に意識した経営資源の配分が重要という観点から、資本コストを意識した経営（原則5-2）について示されています。
- 一方で、現状では、プライム市場の約半数、スタンダード市場の約6割の上場会社がROE 8%未満、PBR 1倍割れと、資本収益性や成長性といった観点で課題がある状況であり、市場区分見直しに関するフォローアップ会議では、こうした現状を踏まえ、今後の各社の企業価値向上の実現に向けて、経営者の資本コストや株価に対する意識改革が必要との指摘がなされています。
- 本資料は、こうした現状や議論等を踏まえ、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて重要と考えられる対応をまとめたものであり、上場会社の皆様に積極的な実施をお願いするものです。

## 趣旨

- 本対応を実施していただく趣旨は、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するため、単に損益計算書上の売上や利益水準を意識するだけでなく、バランスシートをベースとする資本コストや資本収益性を意識した経営を実践していただくことです。
- 具体的には、取締役会が定める経営の基本方針に基づき、経営層が主体となり、資本コストや資本収益性を十分に意識したうえで、持続的な成長の実現に向けた知財・無形資産創出につながる研究開発投資・人的資本への投資や設備投資、事業ポートフォリオの見直し等の取組みを推進することで、経営資源の適切な配分を実現していくことが期待されます。
  - ※ 資本収益性の向上に向けて、バランスシートが効果的に価値創造に寄与する内容となっているかを分析した結果、自社株買いや増配が有効な手段と考えられる場合もありますが、自社株買いや増配のみの対応や一過性の対応を期待するものではありません。継続して資本コストを上回る資本収益性を達成し、持続的な成長を果たすための抜本的な取組みを期待するものです。
- また、これらの取組みを進めるにあたっては、企業が独自の方法により、その方針や目標、具体的な内容を投資者にわかりやすく示し、投資者からの評価を得ながら、開示をベースとした投資者との積極的な対話を通じて、取組みをブラッシュアップしていくことが期待されます。

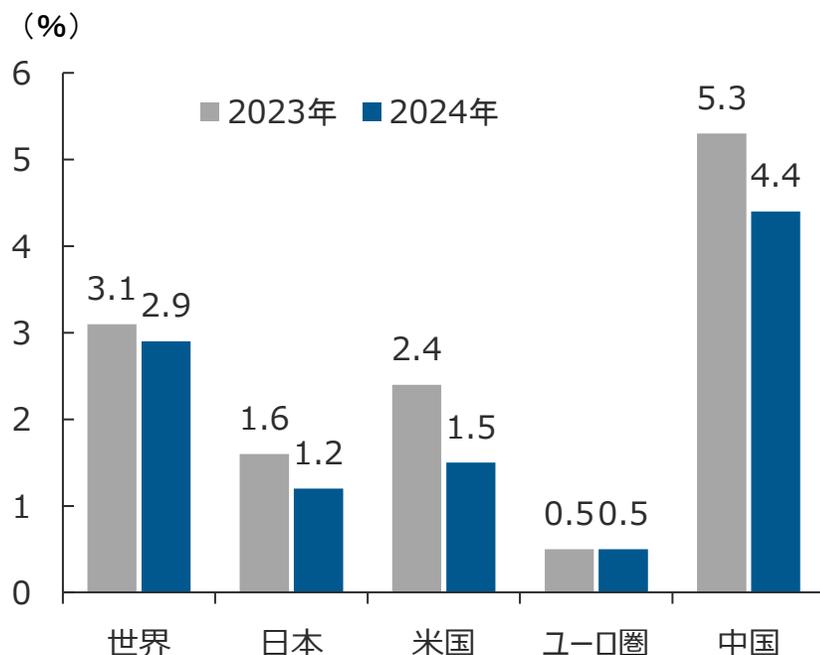
## 企業を取り巻く大きな環境変化：経済政策との関連も踏まえて

- 人手不足、地政学リスク拡大、GX、DX、に伴う国内投資意欲の高まり。産業政策も変化。
- 資産所得倍増計画・・・国民が豊かになるには、企業のみならず投資家の役割も重要に。
- 歳出圧力の強まり：歳出改革（ワイズスペンディング）と財源。
- 社会保障制度改革（待ったなしの少子化対応、医療提供体制改革、若い人たちの将来不安の軽減が必要）。
- 需給ギャップの解消、マクロ経済政策運営（円安、インフレ、金利動向等）。

# 世界経済は今年どうなるか？

- 世界の経済成長率は2024年に3%弱と幾分減速。先進国のインフレ率は軒並み2~3%に低下。世界経済はソフトランディングを果たすとみている。
- 今後、金融引き締め効果が強まることで需要が下押しされる一方、部材や労働力などの供給制約は徐々に解消する方向。

世界の実質GDP成長率の予測



(資料) IMFをもとに日本総研作成

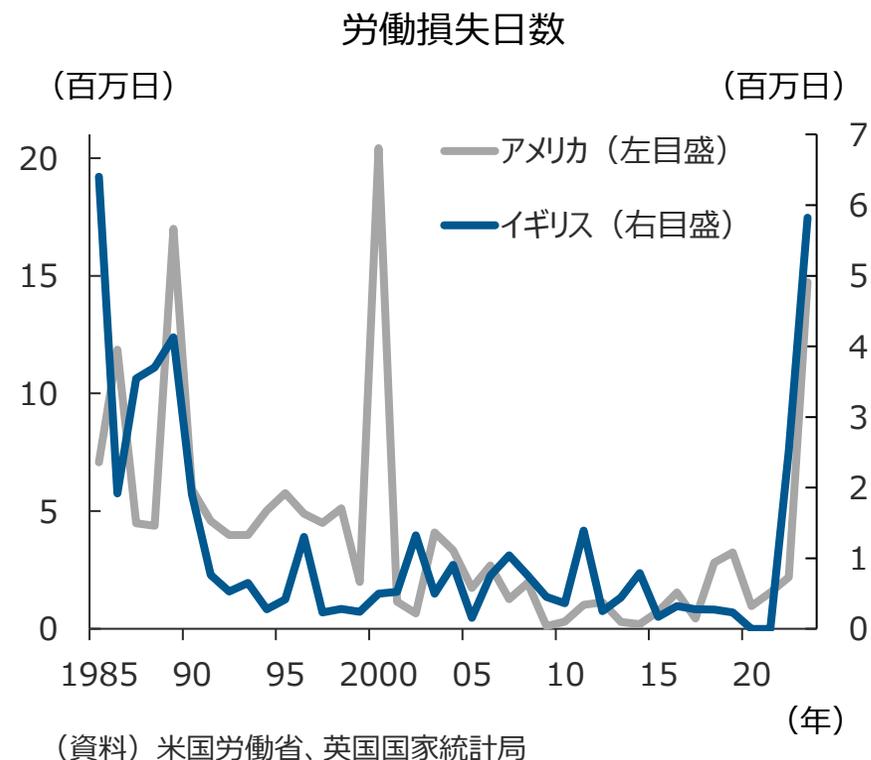
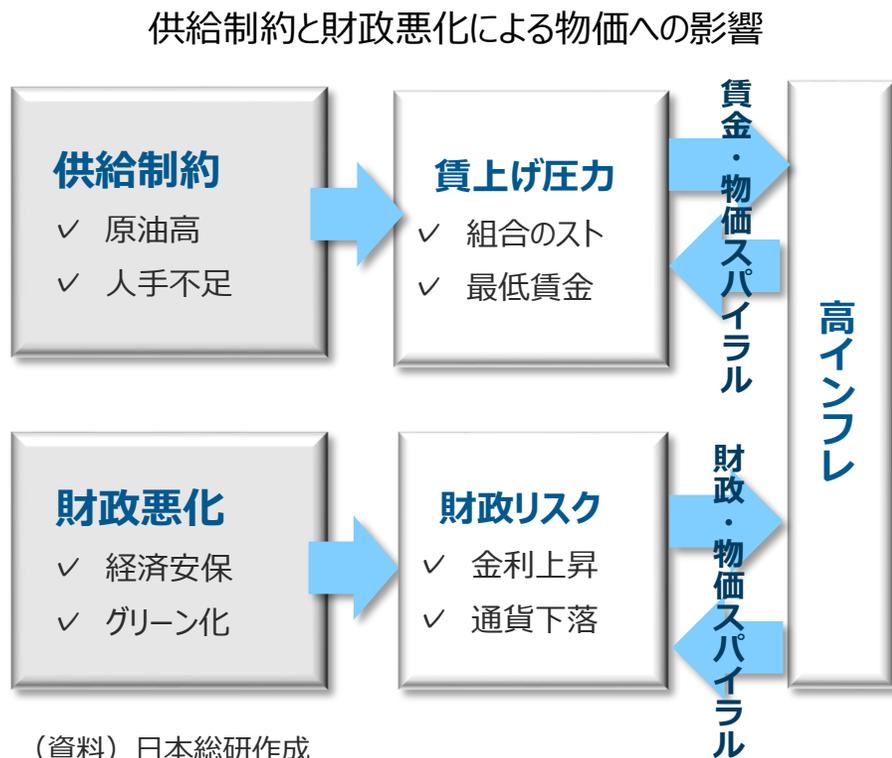
各国のインフレ率見通し (前年比、%)

国	2022年 (実)	2023年 (予)	2024年 (予)
米国	8.0	4.1	<b>2.4</b>
ユーロ圏	8.4	5.6	<b>2.6</b>
英国	9.1	7.7	<b>3.6</b>
日本	3.0	2.9	<b>2.5</b>

(資料) 日本総研  
 (注) 日本とインドは年度。

# 米欧経済のリスクはインフレの再燃

- 供給制約や財政悪化で、「賃金・物価スパイラル」や「財政・物価スパイラル」が生じ、高インフレが長期化するリスク。
- 米欧では、組合の賃上げ要求などを通じて賃金・物価が相乗的に上昇する恐れ。米国・英国では1980年代並みにストライキが広がり。



# 米国リスク：トランプ氏再選によるリスクは随所に

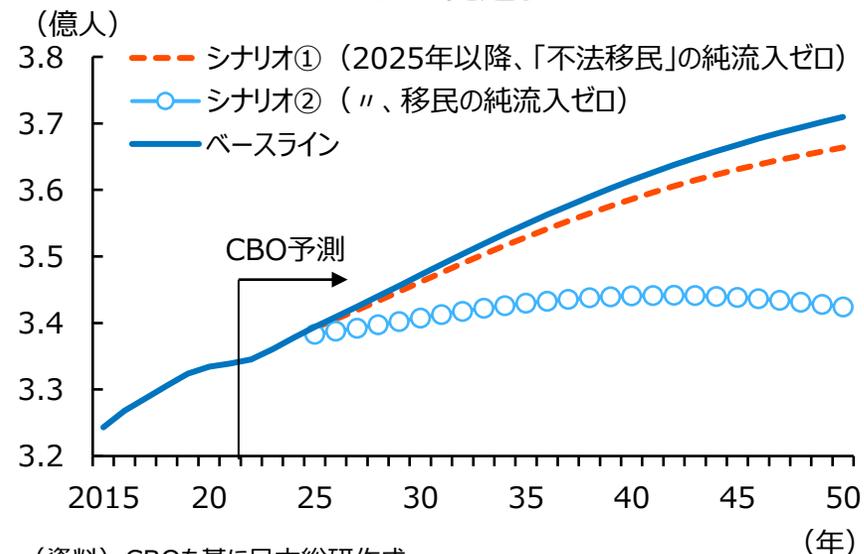
- 両氏の対決となった場合、トランプ氏勝利を示唆する世論調査も。同氏の再選は、財政赤字の拡大による負の金利上昇や対中関税の再引き上げなどのリスク。
- さらに、移民規制が強化された場合、米国の人口増加ペースは下振れ。供給の天井低下で、高インフレ・低成長の構造に陥るリスクも。

トランプ氏が掲げる主な政策

項目	概要
財政	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 減税(所得税・法人税)</li> <li>■ 社会・福祉予算の縮減</li> </ul>
	(1期目実績) <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 減税雇用法(TCJA): 2017年12月成立 最高法人税率を35%⇒21%に引き下げ</li> </ul>
中国	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 単独主義的な対中規制強化</li> <li>■ 対中関税の引き上げ</li> </ul>
	(1期目実績) <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 1~4弾対中関税を実施(最大25%へ引き上げ)</li> </ul>
移民	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ メキシコとの国境管理強化</li> <li>■ 不法移民取り締まり強化</li> </ul>
	(1期目実績) <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 永住権、難民申請の厳格化など移民規制強化</li> </ul>

(資料) 各種報道などを基に日本総研作成

人口の見通し



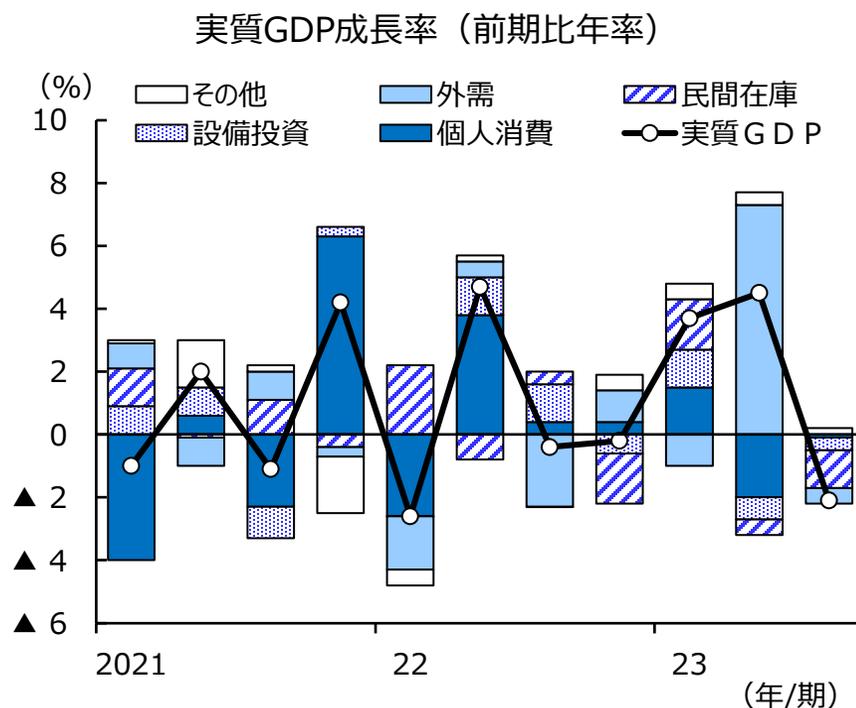
(資料) CBOを基に日本総研作成

(注1) CBOの人口見通し(ベースライン)から移民の純流入見通しを控除して日本総研が試算。移民の出産や死亡によって生ずる人口変動は考慮せず。

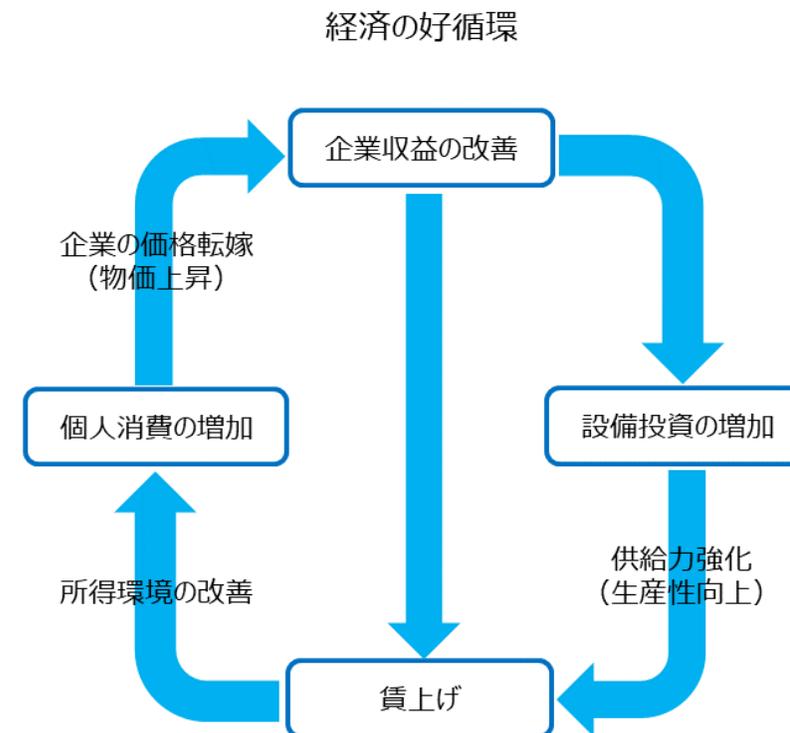
(注2) 「不法移民」は、違法入国者と合法で入国後、滞在許可が失効した者の合計と定義(幼少期に親に連れられて入国した者も含む)。

# 日本経済の現状：景気は緩やかに回復も、一部で足踏み

- 景気は緩やかに回復しているものの、一部で足踏み。7～9月期の実質GDPはマイナス成長。在庫変動の影響が大きいものの、内需が力強さを欠く状況。
- 今後は経済の好循環は定着に向かう見通し。好調な企業収益が物価高を上回る賃上げや設備投資拡大などの前向きな支出につながり、個人消費が増加していくと想定。

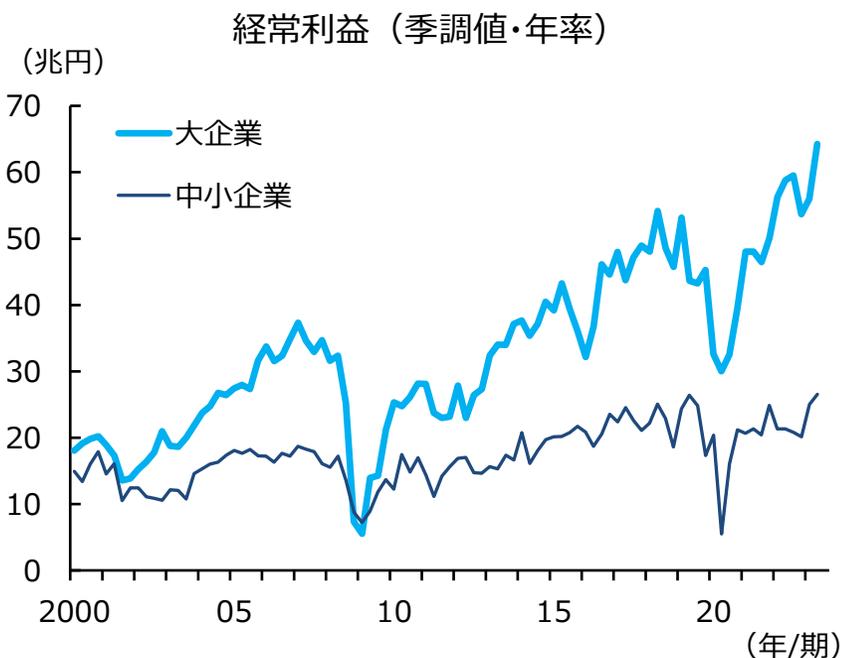


(資料) 内閣府を基に日本総研作成

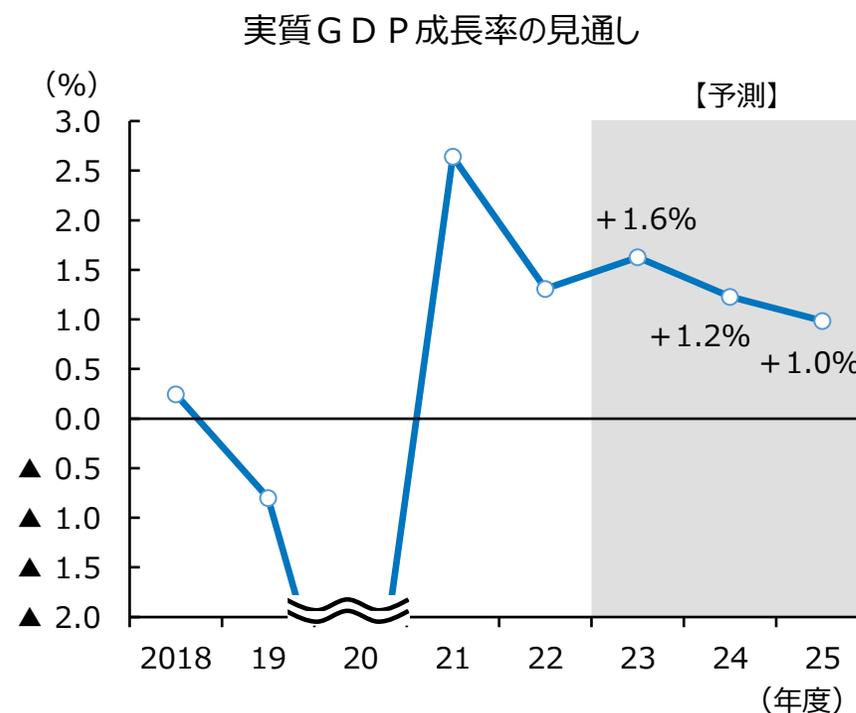


# GDP：先行きは緩やかに回復

- 先行きの景気は緩やかに回復する見通し。好調な企業収益を起点に内需が増加に転じる見込み。実質GDP成長率は2023年に+1.6%、24年に+1.2%、25年に+1.0%と予想。
- 潜在成長率は、足元のゼロ%台半ばから、労働生産性の向上に伴い2025年度にかけて1%程度へ上昇すると想定。リスクは海外インフレの長期化と日本の人手不足深刻化。



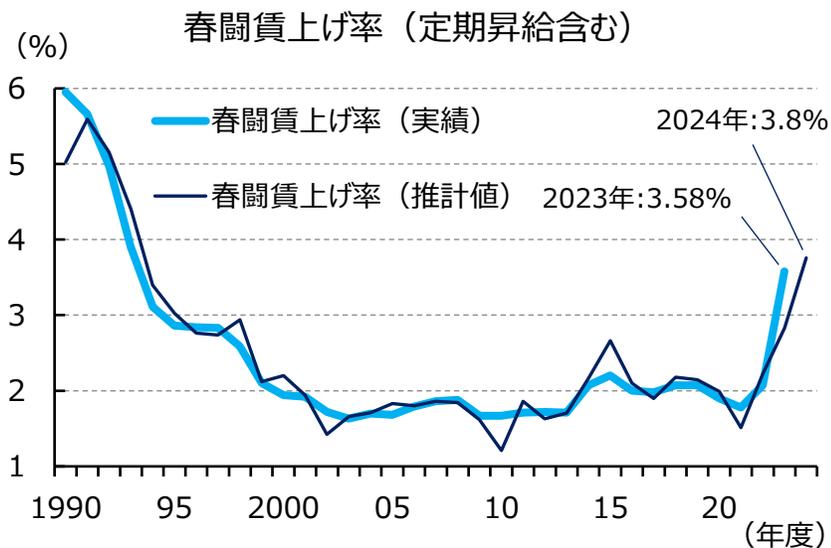
（資料）財務省を基に日本総研作成  
（注）中小企業は資本金1,000万円以上1億円未満、大企業は資本金10億円以上。季節調整は日本総研が実施。



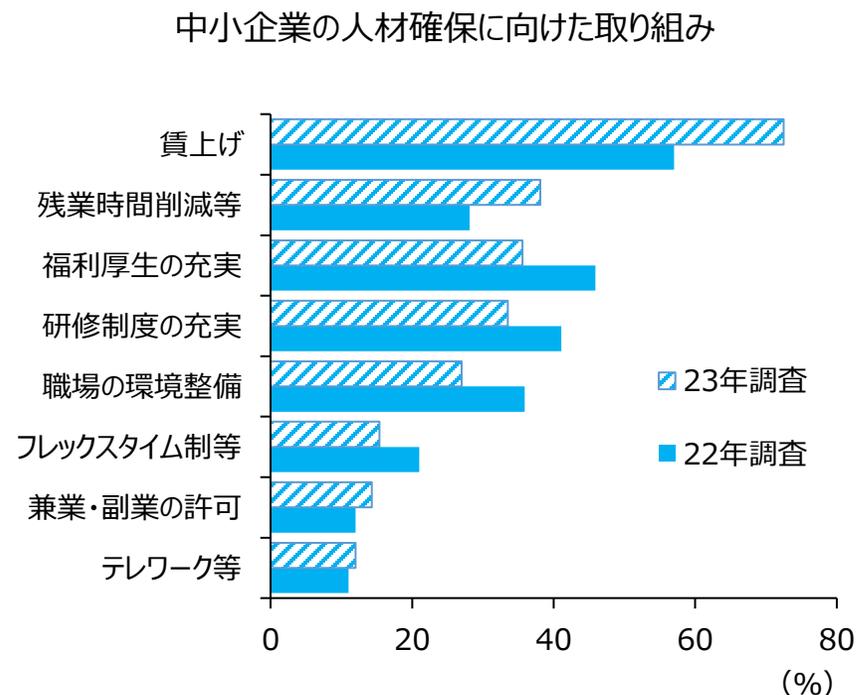
（資料）内閣府などを基に日本総研作成

# 家計：今年の春闘賃上げ率は昨年を上回ると予想

- 正社員の賃金は上昇が続く見込み。24年の春闘で妥結される賃上げ率は23年を上回ると予想。好調な企業収益や物価上昇、人手不足感の強まりが背景。
- 中小企業でも今年よりも賃上げの動きが広がる見通し。企業収益が改善しているほか、人材確保のために賃上げを選択する企業も増加。



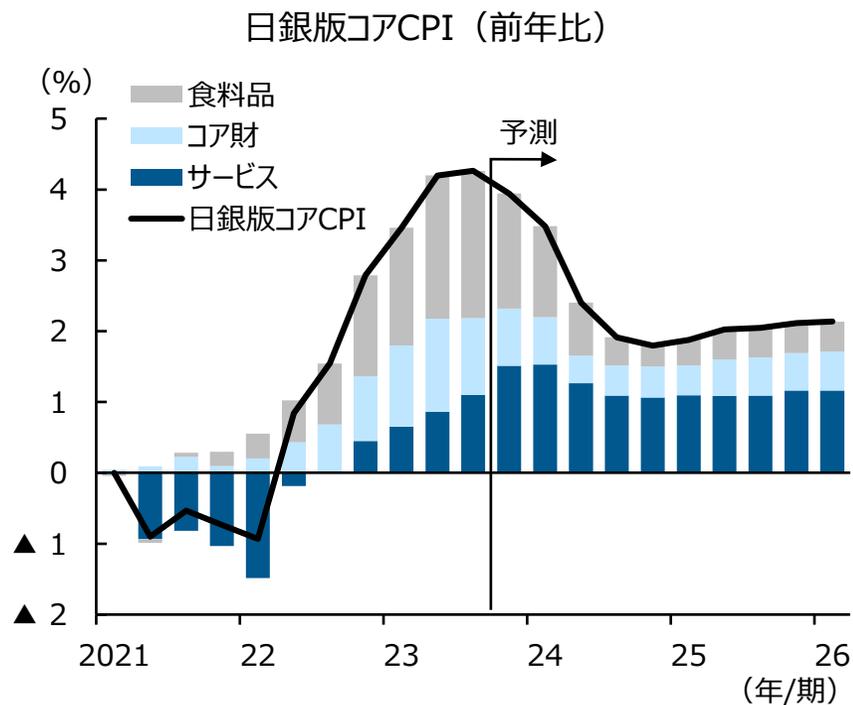
(資料) 連合、総務省、日本銀行を基に日本総研作成  
 (注) 推計式は以下の通り。賃上げ率=0.38+0.77\*賃上げ率(-1)  
 -0.01\*失業率(-1)+0.23\*コアCPI前年比(-1)  
 +0.01\*経常利益前年比(-1)。  
 推計期間は1990年度から2023年度。2024年度の賃上げ率の予測値は、失業率とコアCPIには日本総研の予測値、経常利益に日銀短観の2023年度計画を代入して算出。



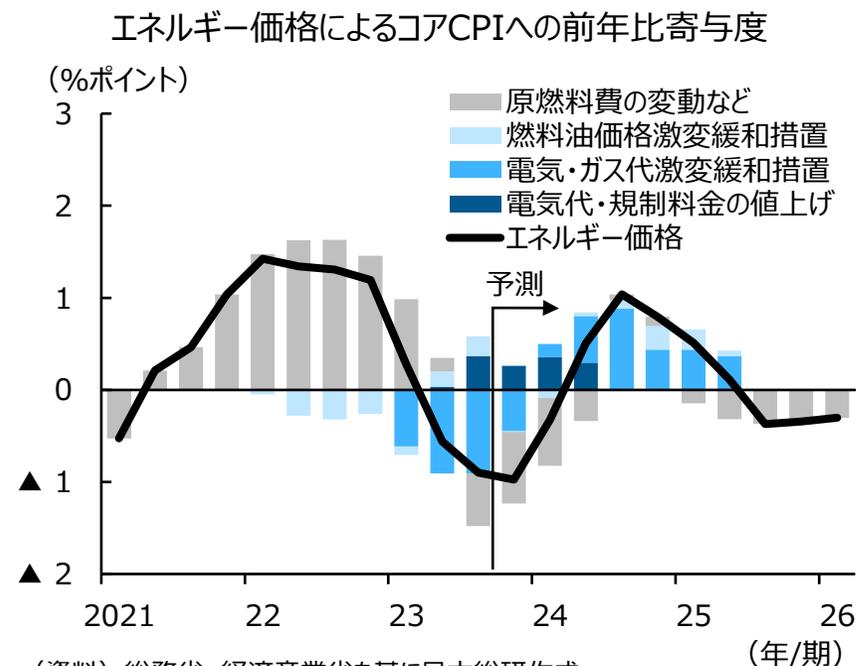
(資料) 日本商工会議所・東京商工会議所を基に日本総研作成  
 (注) 複数回答。

# 物価：日銀版コアCPIは2%程度の伸びが持続

- 賃金の上昇を伴う国内インフレが定着する見込み。エネルギーを除く日銀版コアCPIは前年比+2%程度での伸びが持続。
- コアCPI上昇率には政策的な動きも影響。政府の物価高対策の縮小・終了がエネルギー価格の押し上げに寄与。



(資料) 総務省を基に日本総研作成

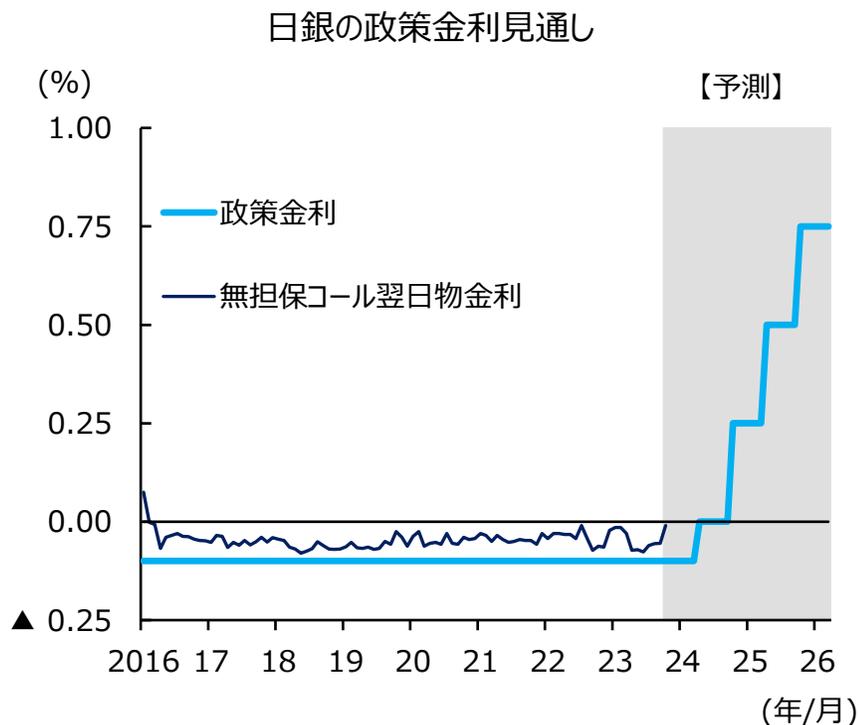


(資料) 総務省、経済産業省を基に日本総研作成

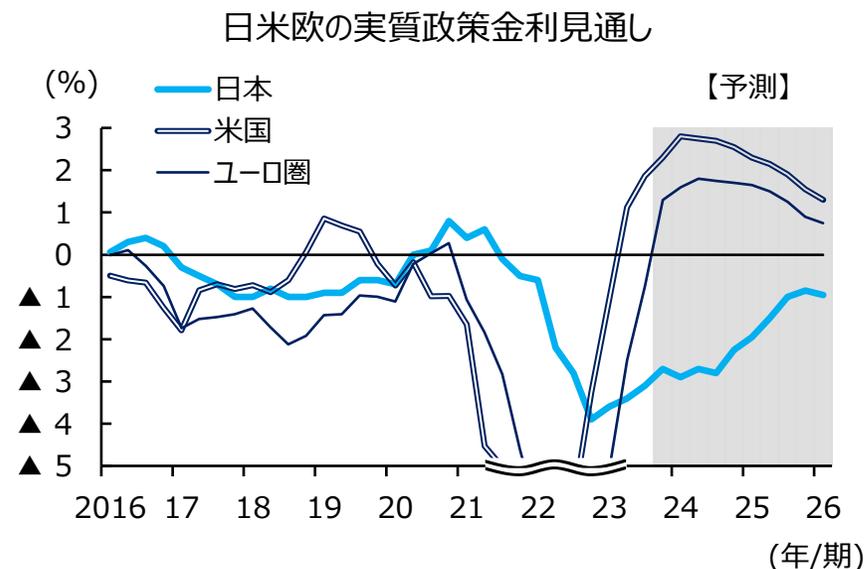
(注) 燃料油価格激変緩和措置は2024年4月に終了、電気・ガス価格激変緩和措置は5月に値引き額半減、6月に終了と想定。

# 金融：2024年春以降、金融政策の正常化を開始へ

- 日本銀行は、2024年春にマイナス金利政策を解除し、その後は半年に0.25%のペースで利上げすると予想。YCCは2024年末までの撤廃を想定。
- 当面は緩和的な金融環境が続く見込み。インフレ率を加味した実質政策金利はマイナス圏で推移する見通し。プラス圏での推移が見込まれる欧米とは対照的。



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

(注) 実質政策金利 = 政策金利 - インフレ率。政策金利は日本が日銀当座預金のうち政策金利残高に対する付利、米国がFF金利上限、ユーロ圏が主要リファイナンス金利。インフレ率は日本がCPI（生鮮を除く総合）、米国がCPI総合、ユーロ圏がHICP総合。予測は日本総研の見通し。

ご清聴ありがとうございました