



少子高齢化に伴う労働力不足がもたらすインフレの可能性 —恒常的な物価高が及ぼす企業経営への影響—

2022/11

三井物産戦略研究所
産業情報部産業調査室
大西勝

Summary

- 2019年時の国連の人口推計では、中国の人口減少は2032年からとされていたが、直近の同推計ではそれが10年前倒しされ2022年からとされるなど、少子高齢化は中国でも顕在化しつつある。
- このような人口動態が、労働力の希少化や、生産はせず消費のみ行う高齢者の医療費支出などを通じて物価の上押し圧力となるとの見方が、一部の経済学者から示され注目を集めている。
- 米国では、賃金上昇を上回る物価上昇傾向もあり、労組の結成事例が増えているが、これも労働力不足がもたらしている面がある。企業経営に影響を及ぼし得るこのような潮流に対して、企業側も、人材を単なるコストではなく、資本の一部として捉え、戦略的かつ包括的な資本政策に結び付ける必要がある。

コロナ禍を受けた世界的な金融緩和は、未曾有の過剰流動性をもたらし、大規模なインフレを引き起こす一つのきっかけとなった。さらに宇露情勢の影響なども加わり拍車のかかった物価上昇は、いまだ騰勢が衰えていない。しかし、各国中央銀行の金融政策は、総じて緩和から引き締めへ転じており、宇露情勢も結末は不明ながら一時的事象と考えると、インフレ圧力は遠くない未来に軽減することが見込まれる。

これはあくまで短期的な要因に基づいた動向だが、今後、物価が長期にわたり上昇圧力を受けるという考え方が、チャールズ・グッドハート¹など一部の経済学者によって示され注目を集めている。その背景にあるのが、世界的な少子高齢化だ。本稿では、一般的には物価の抑制要因とされる少子高齢化が、なぜ上昇圧力になると考えられているのかを検証し、それが現実化した場合の企業への影響を考察する。

1. 人口動態の変化

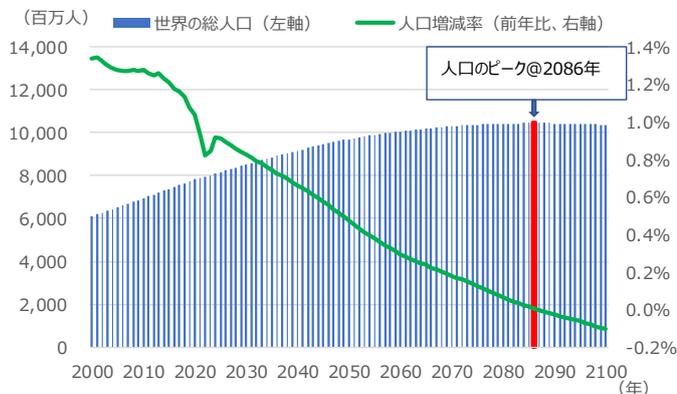
2022年7月に公表された国連の人口推計によると、世界人口の増加率は2020年に初めて1%を割り込み、2022年には0.82%にまで低下する見込みとなるなど、そのペースが減速している（図表1）。世界人口は2086年に104.31億人でピークに達する見通しで、2100年に109億人でピークとみていた前回（2019年）の推計から大幅に修正された。

特に中国では、前回推計では2032年からとしていた人口減少が、今回の推計で10年も前倒しされ、2022年に前年比で6,000人の減少に転じる見通しとされた。同国の人口は、2050年に13億1,200万人、2100年に

¹『人口大逆転』チャールズ・グッドハート、マノジ・プラダン著（日本経済新聞出版）など

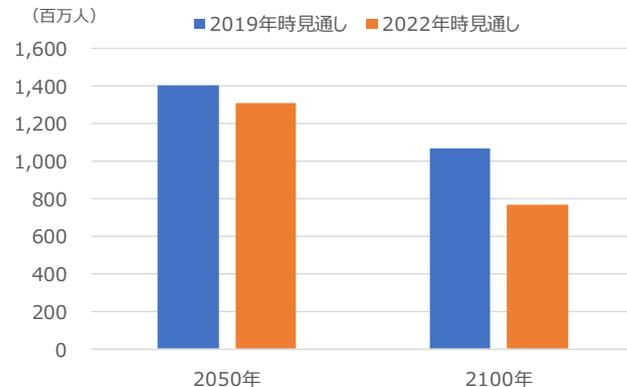
は7億6,600万人に減少する見込みとなり、前回推計に比べ、それぞれ9,000万人、3億人の下振れとなる(図表2)。

図表1 世界の総人口の見通し



出所：国連「World Population Prospectus」(2022) から三井物産戦略研究所作成

図表2 中国の人口の見通しの変化



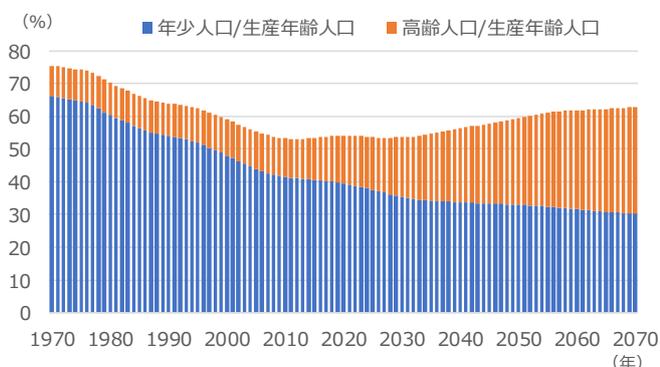
出所：国連「World Population Prospectus」(2019, 2022) から三井物産戦略研究所作成

2. 少子高齢化がもたらす恒常的なインフレ圧力

このような動向が、世界的なインフレ圧力となる可能性が指摘されている。少子高齢化は、生産活動は行わず消費活動のみ行う財・サービスの純消費者である被扶養者(従属人口)が、ディスインフレ的な作用をもたらす労働者(生産年齢人口²)に比して相対的に増加することを意味する。特に高齢層は、モノの消費は限られるが、医療・介護関連の支出は多額だ。その多くは直接的には公的部門が負うものの、実質的には高齢層の消費であるため、同層の比率の上昇(図表3)はインフレ圧力となる、とグッドハートらはみている。

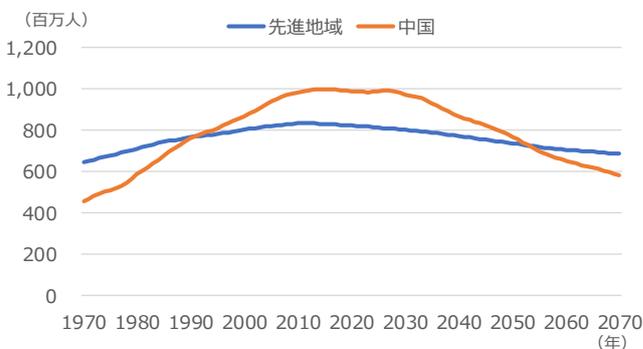
これまでは、その圧力を労働者の生産活動に伴う物価抑制作用で相殺してきた。特に中国による労働力の大量供給が、好況下でも物価の上昇圧力を世界的に抑制していた。しかし、中国が少子高齢化に転じることで労働力が希少化し(図表4)、物価の上押し要因に変わること、世界の物価基調がデフレからインフレになるとグッドハートらは指摘している。

図表3 年齢構成別の従属人口比率の推移



注：年少人口=0~14歳、生産年齢人口=15~64歳、高齢人口=65歳～
出所：国連「World Population Prospectus」(2022) から三井物産戦略研究所作成

図表4 先進地域と中国における生産年齢人口の推移

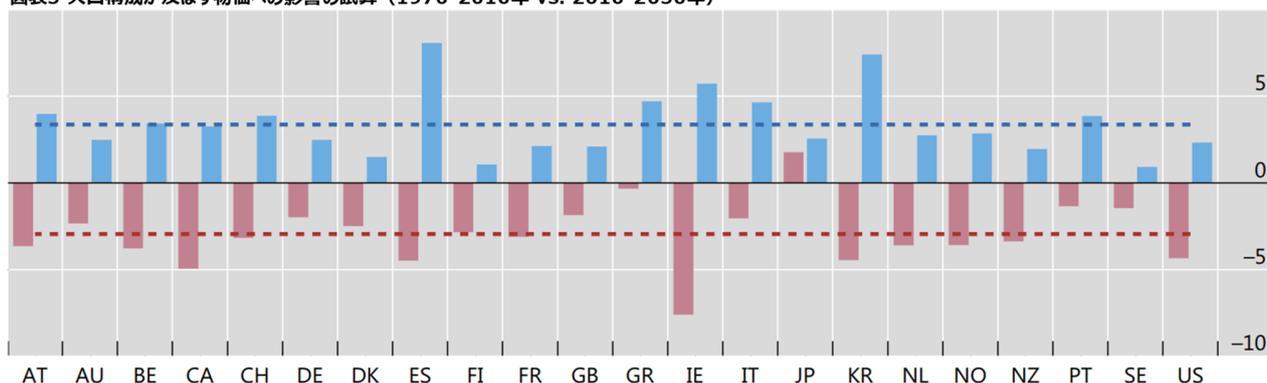


注：生産年齢人口=15~64歳、「先進地域」は国連定義のMore Developed Regions
出所：国連「World Population Prospectus」(2022) から三井物産戦略研究所作成

² 生産活動に従事し得る年齢層を指す。

これに関連した見方は、国際決済銀行のレポートでも示されている。同レポートでは、主要先進国のインフレ率と人口年齢構成の関係を包括的に分析した結果として、人口構成が、1970-2010年の40年間では約3%の物価の下押し圧力となっていたが、少子高齢化が顕在化する2010年-2050年の40年間では約3%の上押し圧力に変わると試算している（図表5）。

図表5 人口構成が及ぼす物価への影響の試算（1970-2010年 vs. 2010-2050年）



■ 1970-2010 ■ 2010-2050
 AT：オーストリア、AU：豪、BE：ベルギー、CA：加、CH：スイス、DE：独、DK：デンマーク、ES：西、FI：フィンランド、FR：仏、GB：英、GR：ギリシャ、IE：アイルランド、IT：伊、JP：日、KR：韓、NL：蘭、NO：ノルウェー、NZ：ニュージーランド、PT：ポルトガル、SE：スウェーデン、US：米

注：点線はそれぞれの色の期（1970-2010年、2010-2050年）の22カ国平均

出所：国際決済銀行 https://www.bancaditalia.it/publicazioni/altri-atti-seminari/2018/20180910_paper_Takats.pdf（2022年11月1日アクセス）

3. 「少子高齢化によるインフレ」論への懐疑とグッドハートの見解

3-1. 少子高齢化先進国の日本でなぜデフレが続いたか

少子高齢化がインフレ圧力になるのであれば、日本は以前からインフレ下にあるはずだが、実際は長期にわたりデフレが続いた。それに関してグッドハートらは、中国が労働力を世界に供給してきたことの影響が製造業を中心に日本にも及び、物価に抑制圧力がかかったと指摘している。また、硬直的な終身雇用制度や、1990年以降の企業のバランスシート調整³などは日本固有のものであるため、日本が経験した物価動向は、今後日本と同様の人口動態となる見込みの他国への示唆とはならない、と述べている。

3-2. AI、自動化などにより労働力不足の改善効果は見込めるか

労働力減少への対策として考えられるAIや自動化は、労働の補完手段であり代替手段ではない。製造業では一定の効果が認められるものの、サービス化された経済では、それらが果たし得る役割には限界がある、というのがグッドハートの見方だ。AIや自動化の効果がより発揮されるのは、経済が発展途上にあり製造業が経済の中心の新興国だ。しかし、それらの多くでは少子高齢化の問題は抱えておらず、AIや自動化の需要は大きくないため、世界全体で見るとその労働力不足を補う効果は限られることになる。

³ 1980年代のバブル経済の時期に、資産・負債を両建てで増加させた企業が、バブル崩壊で低下した資産価格に対して、過大な負債を調整していく過程を企業にとっての「バランスシート調整」と呼ぶ。この調整を終わらせるまでの間は、企業が投資を抑制するため、経済全体にマイナスの影響を及ぼす。）

3-3. インド、アフリカが中国に変わる労働力供給源となる可能性はあるか

インドの人口は、2023年に中国を抜き、中国に変わる労働力の供給拠点となることが期待されている。しかし、同国は行政資本が脆弱で、政党間および州政府と連邦政府間の協調的な政治運営が困難なため、一つの目標に向かって邁進する中国型経済発展の実現のハードルは高いとグッドハートは指摘する。

また、アフリカはインドの人口が2063年に17億人弱でピークを迎えた後も人口増が見込まれるが、各国の経済が小規模で投資効率が悪いいため、資本の蓄積が遅く、産業育成や雇用拡大が進みにくい可能性がある。このため、アフリカ諸国の人口増加に伴う人件費抑制効果は限定的となるとグッドハートはみている。

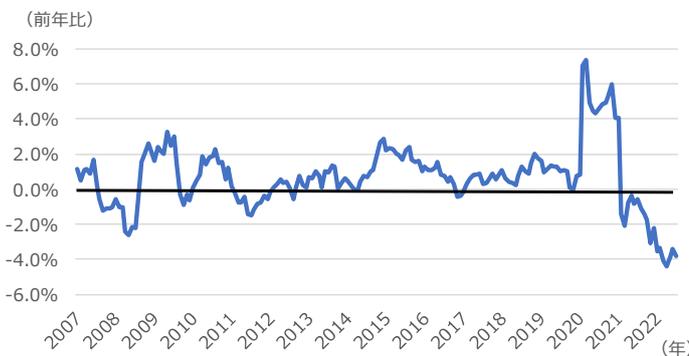
4. 少子高齢化がインフレ圧力となることの企業にとっての意味

少子高齢化が恒常的なインフレ圧力となるということは、企業にとってどのような意味を持ち、何が必要になるのだろうか。大きく労働者側と経営者側の観点からその影響、対応について考察した。

4-1. 労働者側：労働組合の結成

一般的に労働力不足は賃金の上昇をもたらすが、現状、賃金は物価の上昇幅に比べ抑制的で、例えば米国ではすでに1年以上、実質賃金の伸び率がマイナスの状況が続いている（図表6）。要因としては物価上昇が急だったことが大きいですが、世界全体で見ると労働力が潤沢に供給されてきたため資本家に対する労働者の交渉力が低下したことも関係していよう。それは、労働組合密度⁴が多く多くの国で漸減傾向となったことにも表れている（図表7）。しかし、特にサービスセクターでは、労働力不足の顕在化とともに労働者の交渉力が強まり、労組が結成されるケースも出てきている。代表的な例がアマゾンやスターバックスだ。このような事例は、まだ労働力の移動に制約のあるサービスセクターが主だが、労働力の希少化に伴い、今後、多くのセクターで労組の結成が進むと、物価の上昇圧力を一層高める要因となろう。このことは、資本家と労働者の力関係の転換という点からも、非常に重要な動きといえる。

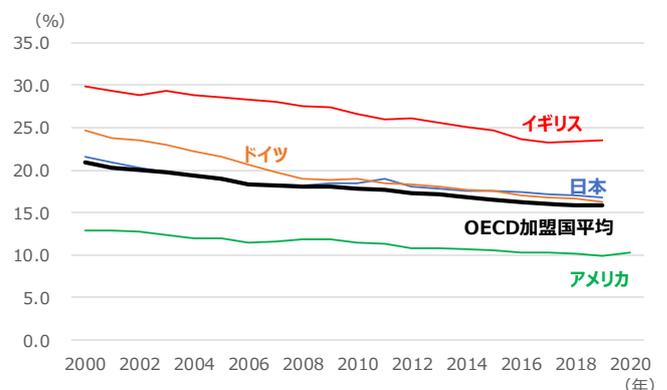
図表6 米国の実質賃金の推移



注：非農業部門の週当たり賃金ベース

出所：米労働統計局から三井物産戦略研究所作成

図表7 主要国の労働組合密度の推移



出所：OECDから三井物産戦略研究所作成

⁴ 組合化された労働者の割合。

4-2. 経営者側

① 人的資本経営への注力

このような状況下では、企業は、人材を単にコストと考えるのではなく、資本の一部として捉えることが求められるようになり、これまで以上に戦略的な人事採用や人材配置が必要となろう。加えて、人材を全て内部で賄うことが難しくなることが見込まれ、外部に依存する必要性も高まることから、包括的な資本政策が不可欠となる。日本では、経済産業省の「持続的な企業価値の向上と人的資本に関する研究会」が2020年9月に取りまとめた報告書⁵の続編として、「人的資本経営の実現に向けた検討会」の報告書⁶が2022年5月に公表された。その実践事例として挙げられている化学メーカーの旭化成では、「経営戦略の実現に必要な人財ポートフォリオの構築のために、採用すべき人財の質と量を、事業軸と機能軸の両面から、毎年全社的に洗い出し」、また「採用や育成で確保できない人財は、M&Aを通じた人財獲得や、コーポレートベンチャーキャピタルや少額投資を通じた企業とのコネクション強化で対応している」としている。

② 最適資本構成に関する投資家との理解の深化

人的資本経営が重視されるようになったとしても、企業の所有者が株主であることに変わりはない。相対的な重要度は下がるとしても、現在の資本主義下では、経営指標としてROEなどが重視されることも変わらないであろう。そのようななか、資本と労働の関係が変化し、企業収益の還元先の比重が、投資家から労働者にシフトすることは、利益率の悪化を通じたROEの低下要因となる。また、インフレに伴い金利も上昇すると、債務を抱える企業の金利負担も大きくなる。企業としては、これらのコストの増加を上回るような売上高の拡大への尽力が求められるが、今後の人口動態が経済成長の減速を伴うものになると、社会全体でそれを望むことは難しくなる。このため、利益率以外のROEの構成要素である資産回転率や資本構成に関する検討が、今まで以上に重要となろう。特に、最適資本構成に関しては大きな変化が必要となる可能性があり、投資家と会話を重ね、相互理解を深化させることが求められる。それらの変化が、すぐに従来同様の水準で投資家に還元されるような効果をもたらすことは容易ではないため、これまで以上に説得力を持った対話が必要となろう。

5. おわりに

人口動態予測のブレが比較的小さいといわれるのは、それが急変するものではなく、増加から減少といったトレンドの大きな転換は、一旦起きると再転換されにくいからであろう。このため、高齢化によりインフレ圧力が高まるとすると、それは徐々に、また長期にわたるものとなると考えられ、企業経営に及ぼす影響も、足元での急速なインフレの時とは異なるだろう。

⁵ 通称「人材版伊藤レポート」

⁶ 通称「人材版伊藤レポート2.0」

『21世紀の資本』の著者の仏経済学者トマ・ピケティは、18世紀までさかのぼったデータを基に、資本収益率は年5%程度であった一方、経済成長率は年1~2%程度しかなかったと指摘した。これは、投資で得る富が、労働で得る富よりも大きいことを意味し、これまでの資本家と労働者の関係性を端的に示すものだ。グッドハートらによる、少子高齢化がインフレ圧力につながるとの考察は、いまだ経済学の主流の考え方ではない。しかし、大規模なインフレが簡単に起こり得ることを目の当たりにした今、人口動態の物価への影響と、それにより起こり得る資本家と労働者の関係性の大きな変化に対して、企業が備えておくことの意義は高まっている。

当レポートに掲載されているあらゆる内容は無断転載・複製を禁じます。当レポートは信頼できると思われる情報ソースから入手した情報・データに基づき作成していますが、当社はその正確性、完全性、信頼性等を保証するものではありません。当レポートは執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社及び三井物産グループの統一した見解を示すものではありません。また、当レポートのご利用により、直接的あるいは間接的な不利益・損害が発生したとしても、当社及び三井物産グループは一切責任を負いません。レポートに掲載された内容は予告なしに変更することがあります。