

みずほマーケット・トピック(2015 年 6 月 3 日)

2 年ぶりの実質賃金上昇～忍び寄る交易損失～

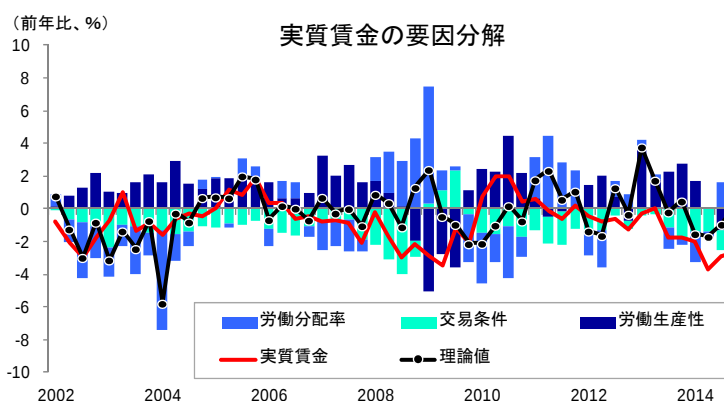
4 月毎月勤労統計調査(速報値)は、実質賃金指数が前年同月比+0.1%と 2 年ぶりの上昇を記録。消費増税のベース効果剥落や広範に拡がるベアの動き、非製造業を中心とする人手不足等が寄与した格好だが、何を置いても原油価格下落に起因する交易条件の改善が押し上げに寄与。そもそも消費税が引き上げられる以前から交易条件の悪化が「実質賃金の重石」であった経緯があり、1～3 月期はこの点に顕著な変化があった。こうした認識に立つと、4 月中旬に原油価格が底打ちし、5 月に入ってからドル/円相場が加速したことは日本経済にとってリスク以外何物でもない。当面はベアの浸透や消費増税のベース効果剥落で増勢が維持できるかもしれないが、交易条件が悪化する傍らで実質賃金の持続的改善が難しそうなことは歴史が物語っている。

～限界が近づくユーロショート～

昨日の為替相場はユーロ相場が急伸する展開で対ドルでは 1.1195、対円で 138.88 円をつけている。昨晚未明にはメルケル独首相、オランド仏首相、ドラギ ECB 総裁、ユンケル欧州委員会委員長、ラガルド IMF 専務理事らトロイカの中枢メンバーがベルリンで会合を持っており、数日中に案が示された上でギリシャとの合意に至るとの期待がユーロを押し上げた模様である。また、ユーロ圏 5 月消費者物価指数(HICP)が前年比+0.3%と 6 か月ぶりのプラス圏を確保したこともショートカバーを誘った。OECD 景気先行指数などを見ても来年にかけての景気の勢いは米国よりも欧州の方が強そうであり、足許の巨大なユーロショートポジションは徐々に限界が近づいているように感じられる。

～2 年ぶりの実質賃金上昇～

ところで昨日、厚生労働省から発表された 4 月毎月勤労統計調査(速報値)は、物価変動の影響を除いた実質賃金指数に関し、前年同月比 +0.1%と 2 年ぶりの上昇を記録した(3 月は▲2.7%のマイナス)。2014 年 4 月に導入された消費増税のベース効果が 12 か月経過して剥落したほか、広範に拡がるベアの動きや非製造業を中心とする人手不足が賃金水準を押し上げた格好である。中小企業におけるベアの動きは 5 月以降に本格化してくるとの声も多く、当面は堅調な賃金情勢が確認できそうである。図は実質賃金の推移に関し、四半期べ



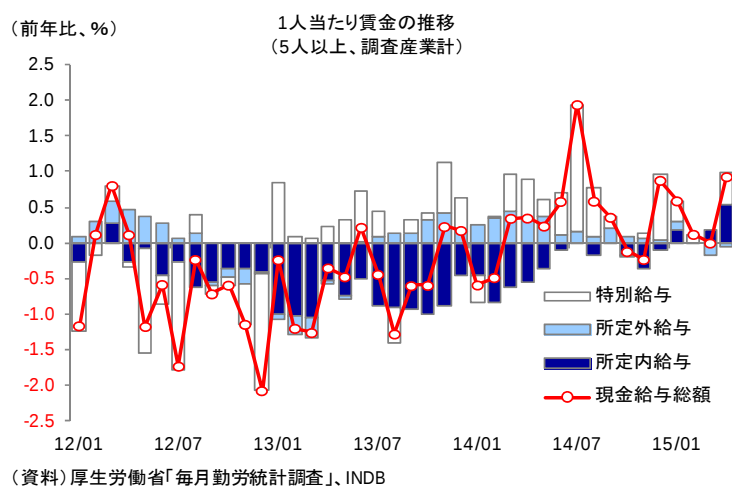
(資料)内閣府「国民経済計算」、厚生労働省「毎月勤労統計」。理論値は「名目雇用者報酬÷CPI総合」で要因分解の合計と一致。実質賃金は毎月勤労統計の定義「現金給与総額÷CPI(持家の帰属家賃を除く総合)」で算出。

ースでその構成要因別の動きを追ったものである。図中の理論値は「労働生産性(実質 GDP÷雇用者数)×交易条件(GDP デフレーター÷CPI)×労働分配率(名目賃金÷名目 GDP)」で定義される実質賃金である¹。片や、実質賃金は毎月勤労統計の定義に沿って算出した数値であり、両者の方向感は概ね一致してきた。

この図を見る限り、今年 1～3 月期までは依然実質賃金の下押しが続いているが、1～3 月期は交易条件がプラス寄与に転じていることも目をひく(同図において交易条件がプラス寄与となるのは 2009 年 7～9 月期以来である)。背景は言うまでもなく、原油価格急落の恩恵である。もちろん、過去 1 年は消費増税の影響が実質賃金の下押し²に効いていたことは間違いないが、図示されるように、そもそも消費税が引き上げられる以前から交易条件の悪化は「実質賃金の重石」と言える状況が続いてきた。4 月の実質賃金が 2 年ぶりに前年比増となった背景として消費増税のベース効果剥落が効いたことは確かにせよ、原油価格下落に根差した交易条件の改善が第一にあることは忘れてはならない。なお、毎月勤労統計は速報時点では給与水準の劣るパート比率が低く、数字が高めに出やすいため、現時点でプラス転化でも確報時点で再びマイナスに陥る可能性もある。

～所定内給与は現行統計開始以来で最大の伸び～

もちろん、実質賃金の改善全てがそうした物価面の調整に依存しているわけではない。名目ベースで見ても、現金給与総額が調査産業計で前年比 +0.9%と賞与の影響を含む昨年 12 月以来と同等の伸びを確保している。これは念願の所定内給与の伸び(同 +0.6%)にけん引されるものであり、比較可能な 2005 年 11 月以来で最大の伸び、小数点第二位で見た場合は現行統計開始以来、最大の伸びとなる



(2005 年 11 月は +0.59%だが、2015 年 4 月は +0.61%である)。大手企業の過去最高益やこれに付随するベースアップ(ベア)が寄与した格好である。もちろん、水準に回復の余地はあるものの、賃金の伸び率に関しては「戦後最長の景気回復」と呼ばれた「2002 年 1 月～2008 年 2 月」の 73 か月間では得られなかった勢いが見られていることになる。この点はアベノミクスの成果として評価され得る部分ではあろう。

だが、より重要と考えられるのは、少子高齢化の当然の帰結として日本が完全雇用到達し、雇用需給面からも賃金が押し上げられやすい局面に突入しているという事実である。完全雇用下で未曾有の金融緩和を行っているのだから、賃金が上がることは理論的にはさほど不思議ではない。

¹ GDP デフレーターは GDP を実質化するための物価ゆえ、GDP の定義に従い輸出物価の変化率は加算され、輸入物価の変化率は控除される。一方、消費者物価指数では、輸出物価は含まず輸入物価は含む(消費者は輸出品ではなく輸入品を消費するため)。結果、「GDP デフレーター÷消費者物価」は両者の差異である輸出物価と輸入物価の比(輸出物価÷輸入物価)を取ることで、交易条件の定義と一致する。円安になれば資源輸入の多い日本では当然、輸入物価主導で交易条件が悪化しやすい。詳細は本欄 2014 年 12 月 10 日号『実質賃金と交易条件そして円安の関係』をご参照下さい。

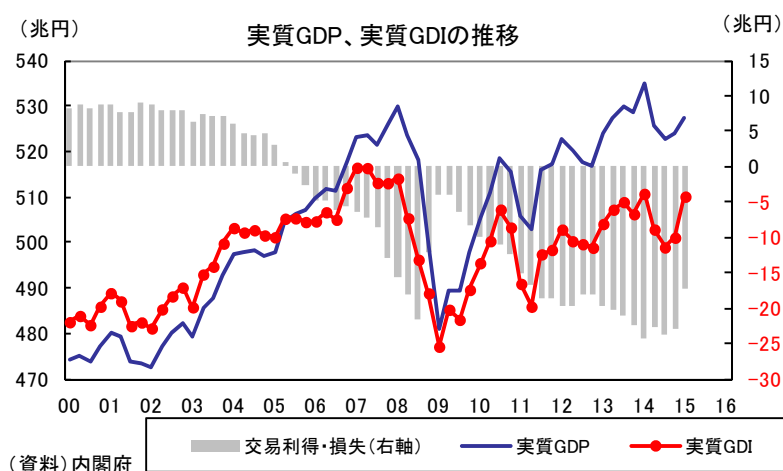
² なお、消費増税の影響は図中で言えば「GDP デフレーター÷CPI」で算出される交易条件の悪化に含まれてくる。

～再び頭をもたげる「交易損失の重石」～

今回の結果をもって今後の個人消費増加やそれに伴う需給ギャップ縮小、そして物価上昇という日銀の青写真の確度が高まったという見方もできる。だが上述したように、足許の実質賃金上昇が交易条件の改善に根差したものだとするれば、実質賃金改善の持続性には疑義が残る。もちろん、ベアの拡がりや労働分配率上昇に繋がり、実質賃金を押し上げる経路も有り得る。だが、交易条件が悪化する傍らで実質賃金の持続的改善が難しそうなことは歴史が物語っており、結局は原油や為替といった市況色の強い要因が実質賃金の趨勢を決する事実は厳然とある。こうした認識に立つと、4月中旬に原油価格が底打ちし、5月に入ってからドル/円相場が加速したことは日本経済にとってリスク以外何物でもない。1～3月期は原油が40～50ドル、ドル/円が120円弱だったのに対し4～5月は原油が50～60ドル、ドル/円はほぼ120円台定着となっており、このままいけば4～6月期の交易条件は悪化し、実質賃金の伸びは抑制されるだろう。もちろん、ベアの浸透や消費増税のベース効果剥落で増勢は維持できるかもしれないが、どうしても勢いは削がれる。

本欄では執拗に述べている論点

だが、昨年下半年に見られた景気減速は消費増税の反動に加え、円安を受けた輸入物価上昇が家計部門の購買力を削いだ影響がある。2015年1～3月期実質GDPにおける交易損失はGDP比▲3.3%（正確には▲3.25%）に収まったが、これは2011年1～3月期（▲2.97%）以来の小ささとなる。ここまで見てきたように、交易損失の拡大（＝交易条件の悪化）



は実質賃金の動きにそのまま直結する要因であり、特に2000年代半ばから足許に至るまでは実質賃金低迷の主因と言っても過言ではなかった。過去半年間の交易条件改善を受けて必然的に実質GDPと実質GDIの乖離は狭まっており、日本経済は所得面から勢いを取り戻している(図)。しかし、足許の原油底打ちと円相場下落を踏まえれば、再び交易損失の拡大を通じて実質GDIが削られる展開は懸念せざるを得ない。2年ぶりに実質賃金は上昇したものの、再び「交易損失の重石」が頭をもたげ始めていることは非常に気掛かりである。

以 上

国際為替部

チーフマーケット・エコノミスト

唐鎌 大輔 (TEL: 03-3242-7065)

daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年6月2日	ECB理事会プレビュー～「完全なる実施」の強調～
2015年6月1日	G7を終えて～ドル高、交差する三極の思惑～
2015年5月29日	週末版
2015年5月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015 年4月分)
2015年5月27日	「7年10か月ぶりの円安・ドル高」を受けて
2015年5月26日	ドル/円上昇をもたらした2つの要因～従前の想定は変わらず～
2015年5月25日	ECB理事会議事要旨(4月15～16日開催分)について
2015年5月22日	週末版(ユーロ圏に戻るリアルマネー～証券投資動向から占うユーロ相場～)
2015年5月21日	クーレ発言の真意とQEの実施状況について
2015年5月20日	本邦1～3月期GDPについて～消費&在庫が下支え～
2015年5月19日	足許のギリシャ情勢について～6月返済も危ういか～
2015年5月18日	ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退～
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理～何度目かの佳境～
2015年5月14日	ユーロ圏1～3月期GDP(一次推計値)について
2015年5月13日	本邦3月国際収支統計と円相場見通しについて
2015年5月12日	本邦の雇用・賃金情勢について～完全雇用到達後の世界～
2015年5月11日	英国総選挙と今後についての論点整理
2015年5月8日	QQEの効果検証～「金利への回帰」の布石か～
2015年5月7日	欧州委員会春季経済予測について
2015年5月1日	週末版(日銀政策決定会合を終えて～勝負の秋～)
2015年4月30日	米1～3 月期GDP 及びFOMC について
2015年4月28日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？
2015年4月27日	最近のギリシャ情勢に関する整理
2015年4月24日	週末版(日銀政策決定会合プレビューその②～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～)
2015年4月23日	日銀政策決定会合プレビュー
2015年4月22日	本邦3 月貿易統計～黒字転化をどう評価するか～
2015年4月20日	重要な論点は「いつやるか」から「何回できるか」
2015年4月17日	週末版(ECB、PSPF の残高状況に関して～「12%」から何を読み取るか？～)
2015年4月16日	ECB 理事会を終えて～与信改善を強調～
2015年4月15日	通貨政策の変節と日銀～浜田参与発言を受けて～
2015年4月14日	ECB 理事会プレビュー～早くも聞こえ始めたtapering～
2015年4月13日	米為替政策報告書について～ドル高容認の継続？～
2015年4月10日	週末版
2015年4月7日	量的・質的金融緩和(QQE)導入から2年を受けて
2015年4月6日	米3 月雇用統計～6 月利上げの芽は潰えたか～
2015年4月3日	週末版(ECB理事会議事要旨(3月5日開催分))～“prudent optimism(節度ある楽観)”の先行きは～)
2015年4月2日	日銀短観3 月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～
2015年4月1日	外貨準備構成通貨の内訳(14年12月末時点)
2015年3月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015 年2 月分)
2015年3月27日	週末版
2015年3月26日	本邦対内・対外証券投資の動向について
2015年3月25日	本邦家計部門の金融資産の現状について
2015年3月24日	円相場の基礎的需給環境の整理
2015年3月23日	ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～
2015年3月20日	週末版(第3 回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し？～)
2015年3月19日	FOMCを終えて(3月17～18日開催分)
2015年3月18日	ECB、量的緩和政策(QE)に係るQ&A
2015年3月17日	ECBの国債・政府機関債購入額(第1週目)を受けて
2015年3月16日	ユーロ相場の水準感～佳境を迎えるユーロ売り～
2015年3月13日	週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～)
2015年3月12日	日銀の追加緩和はあるのか～払拭しきれない可能性～
2015年3月11日	3月レバトリ円高説について
2015年3月10日	なぜ為替と株価の相関が低下しているのか？
2015年3月9日	ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～
2015年3月6日	週末版
2015年2月27日	週末版
2015年2月26日	為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増
2015年2月25日	イエレン議会証言を終えて～年央利上げに言質与えず～
2015年2月24日	円安シナリオをめぐる死角～リスク要因の点検～
2015年2月23日	ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～
2015年2月20日	週末版(初のECB議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～)
2015年2月19日	本邦1月貿易収支について～輸出増に過信は禁物～
2015年2月18日	当面のギリシャ情勢に関する論点整理
2015年2月17日	ユーロ圏GDPや欧州委員会冬季経済予測を受けて
2015年2月16日	本邦10～12月期GDP(1次速報値)について
2015年2月13日	週末版(米国における雇用と物価の関係～デュアルマンデートの狭間で～)
2015年2月12日	イスタンブールG20を終えて～為替と財政への含意～
2015年2月10日	最近の対外証券投資とドル/円相場の関係について
2015年2月9日	本邦2014年国際収支状況を受けて～円買い復活？～
2015年2月6日	週末版
2015年2月4日	RBA利下げと今後の豪ドル相場の水準感について
2015年2月3日	独走するドイツの経常黒字が意味するもの
2015年2月2日	ユーロ圏12 月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて～どこまでドル高に寛容か？～
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて～今後の鍵は「25%ルール」の行方～)
2015年1月22日	日銀金融政策決定会合～ハロウィン・ロジックの行方～
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー～QE、4つのタイプ～
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー～BIS統計より～
2015年1月16日	週末版(スイス国立銀行の政策決定について～日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」～)
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内対外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点))～ユーロ比率の大幅低下をどう読むか？～)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え方
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場～見通しのポイント～