

みずほマーケット・トピック(2023 年 8 月 9 日)

緩和持続を約束する実質賃金の低迷～円安の余韻～

6 月毎月勤労統計調査(毎勤統計)において実質賃金低迷が確認されたことが円売り材料視されるという場面があった。黒田体制時代から日銀は「+2%の物価目標を念頭に置いた上で名目賃金上昇率が+3%、つまり実質賃金が+1%上昇する姿が理想的」という情報発信をしてきた。その意図は植田体制にも引き継がれており、実質賃金の仕上がりが悪いほど、日銀に対する引き締め期待は萎み、円売り安心感が醸成されるという事情がある。なお、株高もあって円安の「負の側面」は昨年対比で議論されにくくなっているが、慢性化する実質賃金の低迷はどう考えても円安と無関係ではない。日銀は当面、「金融緩和やそれに伴う円安、結果としての実質賃金下落に目を瞑りながら、名目賃金がキャッチアップを座して待つ」という局面に入ることになりそう。2024 年以降の賃上げ機運が今年ほどではなく、実質賃金も低迷が続くという見方は多い。市場が安易に催促するほどマイナス金利解除の難易度は低くないと考えられる。

～円相場で注目される毎勤統計～

昨日、厚生労働省が発表した 6 月の毎月勤労統計調査(速報、従業員 5 人以上の事業所、以下毎勤統計)は 1 人あたりの実質賃金が前年同月比▲1.6%と 15 か月連続で下落した(減少幅も 5 月から拡大)。昨日の東京時間ではこれが円売り材料として受け止められたとの解説も見られている。黒田体制時代から日銀は「+2%の物価目標を念頭に置いた上で名目賃金上昇率が+3%、つまり実質賃金が+1%上昇の姿が理想的」という情報発信をしてきた経緯がある。周知の通り、そうした賃金上昇の必要性・重要性は植田体制発足以降、声明文に明記されているところでもあり、為替市場で材料視されること自体に根拠はある。実質賃金の仕上がりが悪いほど、日銀に対する引き締め期待は萎むことになり、円売り安心感が醸成される。いくら春闘が 30 年ぶりの上昇率を確保しても、実体経済の消費・投資動向に大きな影響を持つ実質賃金の仕上がりが悪ければ話は進まない。今後、毎勤統計が円相場の取引材料となる展開は念頭に置くべきものかもしれない。

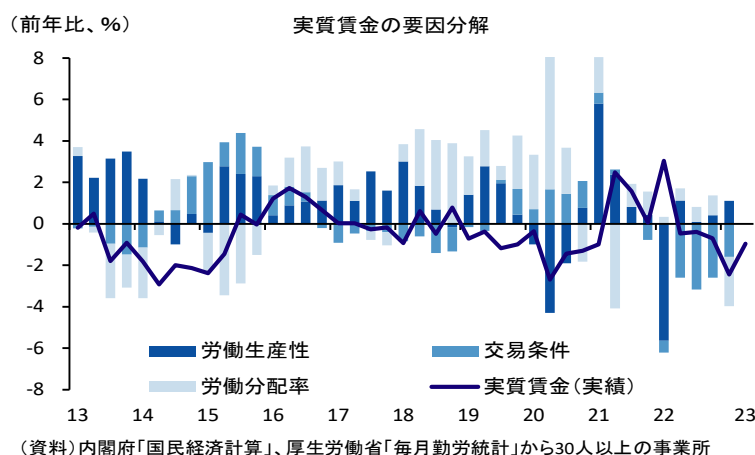
～円安の「負の側面」を表す実質賃金～

こうした実質賃金の情勢は長引く円安相場と無関係ではない。今年に入ってから「昨年の『悪い円安』論はどこへ行ったのか」という論調をしばしば目にするが、「どこにも行っていないし、問題の所在は昨年と変わっていない」というのが実情だろう。日本でも株高が進み、GDPもプラス成長が続いていることもあって、円安の「負の側面」は昨年対比で確かに議論されにくくなっているが、慢性化する実質賃金の低迷はどう考えても円安はやはり絡めて考えるべきものである。

実質賃金の変化率は、定義上、①労働生産性、②交易条件、③労働分配率の 3 つの変化率に分解できる。次頁図に示すように、昨年来、実質賃金の押し下げに寄与しているのは交易条件である。輸入物価の相対的な上昇で悪化する交易条件は円安と共に悪化する計数である。昨年は資

源高と重なったことで過去に類例のない悪化に直面したことは周知の通りだ。スポット市場で起きた円安が即座に国内物価上昇に効くわけではなく、為替予約のリーズやラグズも影響する中で、時間を置いてから実際の値上げとして現れる。1ドル152円をつけたのは昨年10月下旬でも、市井の人々が感じる物価上昇、ひいては実質賃金下落は今年に入ってから本格化しており、円安に伴う「負の側面」が消えて

なくなったわけでは全くない。「昨年の『悪い円安』論はどこへいったのか」という疑問に敢えて答えるとすれば、それは単に報道する側や多くの市場参加者が「見ようとしなくなった」だけだろう。毎勤統計は定期的に、その「負の側面」を思い起こさせる契機になるように思える。



～マイナス金利解除には高いハードル～

日銀自身がそう述べているように、実質賃金が上昇しない以上、緩和路線は持続される筋合いにある。しかし、緩和路線を持続することが円安の背景になり、実質賃金を押し下げているという事情もある。一方、円安や資源高による物価上昇の機運があるからこそ春闘で30年ぶりの上昇率が確保されたのも事実だろう。総合すれば、当面は「金融緩和やそれに伴う円安、結果としての実質賃金下落に目を瞑りながら、名目賃金がキャッチアップを座して待つ」という局面が想定される。今年の春闘の仕上がりはそうした理想シナリオの兆しというのが日銀の基本認識である。

しかし、今年の春闘は+4%台のCPIを参考に展開されたという経緯がある。これが半分の+2%台になる2024年の春闘は必然的に熱量が下がってくることが予見される。みずほリサーチ&テクノロジーズ(RT)の予測によれば、2024年の春闘賃上げ率は+3.2%（ベースアップ分1.4%）、2025年を+2.8%（ベースアップ分1.0%）と近年の日本としては高い伸びを維持できそうであるものの、鈍化傾向が示されている。もちろん、CPIも下がってくるので実質賃金が一方的に下がるわけではないが、実質賃金に関しても「2023年後半に概ね前年比ゼロ%近傍となるが、2024年に入ると政府による物価高対策の縮小・終了に伴う反動により物価上昇率が再び高まることを受けて小幅なマイナスに転じる」とみずほRTは予測する。程度の差こそあれ、「いつも通りの日本」に戻っていくというのは多くの市場参加者が想像するシナリオと一致するのではないか。

先般のイールドカーブ・コントロール(YCC)柔軟化を受けて、「次の一手」としてのマイナス金利解除に大きな注目が集まるものの、これを可能にする実質賃金上昇は見通せる将来において期待できそうにない。それとも今年がそうであったように、来年以降も大方の予想を覆すような春闘の仕上がりが出てくるのか。2024年中のマイナス金利解除を合理的に予想するとすればそのようなシナリオに賭けるしかないのだろう。人手不足が極まる中、絶対に無いとは言えないシナリオではあるが、あくまでリスクシナリオの範疇に入る展開である。

金融市場部
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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年8月8日	23年上半期の国際収支統計を受けて～CFベースでは赤字～
2023年8月7日	マイナス金利解除の実現可能性～日銀に迫る円売りゲーム～
2023年8月4日	週末版
2023年8月2日	ユーロ圏経済の近況～経済・物価情勢はECBハト派化を示唆～
2023年7月31日	日銀会合を終えて～今後の課題は「円売りによる挑発」～
2023年7月28日	週末版（ECB政策理事会を終えて～急速に薄らいだタカ派色～）
2023年7月27日	FOMC(7月25～26日)を終えて～現状維持に備え～
2023年7月25日	日銀金融政策決定会合(7月27～28日)プレビュー
2023年7月21日	週末版（正常化が近づくインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか・・・）
2023年7月20日	23年上半期の貿易収支を受けて～構造変化を直視～
2023年7月19日	残る円安・資源高の余波～物価「変化率」だけでなく「水準」も～
2023年7月18日	ICEドルインデックスの100割れをどう読むべきか？
2023年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年6月分)
	週末版
2023年7月13日	実効ベースで見た為替相場～最強「フラン」と最弱「円」～
2023年7月12日	円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～
2023年7月11日	経常収支の正しい読み方～符号ではなくキャッシュフローを～
2023年7月10日	イノベーションボックス税制はBrain freezeの処方箋か
2023年7月7日	週末版（金利差拡大で円安が進まない背景～日本株下落とポジションの偏り～）
2023年7月6日	「投機の円売り」と「夏枯れ相場」～進むキャリー取引～
2023年7月5日	ユーロ圏6月消費者物価指数～雇用・賃金情勢の逼迫～
2023年7月3日	シミュレーション進む「ドル抜きの世界」～COFERの近況～
2023年6月30日	週末版
2023年6月29日	金融政策と通貨政策、動くのはどっちが先か
2023年6月27日	23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて
2023年6月26日	「2005～07年の円安バブル」と現在の違い
2023年6月23日	週末版
2023年6月22日	ECBは利上げ停止後に何をするつもりか
2023年6月21日	「Brain freeze(思考停止)」と研究開発サービス赤字
2023年6月20日	「2030年までに対内直接投資残高100兆円」の現実味
2023年6月19日	日本、「監視リスト」除外の読み方～国力低下の象徴～
2023年6月16日	週末版（ECB政策理事会を終えて～we're not at destination～）
2023年6月15日	FOMCを終えて～追い詰められる円高見通しと年内利下げ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年5月分)
2023年6月14日	日銀はいつ動くのか～円安抑止策としてのYCC修正可否～
2023年6月13日	家計金融資産の「開放」は何を意味するか～骨太の方針～
2023年6月12日	FRBは他国・他中銀から影響を受けるのか？
2023年6月9日	週末版
2023年6月8日	本邦4月国際収支統計を受けて～「新しい赤字」の影～
2023年6月7日	ユーロ圏のインフレ期待について～6月会合プレビュー～
2023年6月6日	「弱い円」への諦観は日本人を動かすか？
2023年6月5日	米5月雇用統計を受けて～遥か遠のく年内利下げ～
2023年6月2日	週末版（コアベースでも鈍化し始めたユーロ圏インフレ率～ハト派転化には十分と言えず～）
2023年6月1日	FRB、6月利上げ見送りの受け止め方～円高到来か？～
2023年5月30日	ユーロ圏の資金・物価情勢～資金は峠、エネルギー環境は脆弱～
2023年5月26日	週末版（32年連続世界最大の対外純資産国の意味～過去最高を記録した直接投資比率～）
2023年5月24日	構造的に薄れるPPPを見る意味～「成熟した債権国」と共に～
2023年5月23日	「世界中が欲しがらる財・サービス」は「高嶺の花」～「弱い円」の価値～
2023年5月22日	資産価格が上がっているのか、円が下がっているのか
2023年5月19日	週末版
2023年5月18日	1～3月期GDPを受けて～ベントアップ需要を阻む円安～
2023年5月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年4月分)
2023年5月16日	4月国内企業物価指数を受けて～変化率と水準の違い～
2023年5月15日	新しい外貨流出源～デジタル・コンサル・研究開発～
2023年5月12日	週末版（米連邦債務上限問題について～政府機関閉鎖は一時的な円高材料に～）
2023年5月11日	3月国際収支統計を受けて～インバウンドの功罪～
2023年5月9日	ECB政策理事会を終えて～持続する利上げ路線～
2023年5月8日	FOMCを終えて～利上げ停止でも円安持続という現実～
2023年5月2日	円相場の現在地～下がり続ける購買力、最強通貨はフランに～
2023年5月1日	植田体制初会合のレビューと円相場への影響
2023年4月28日	週末版
2023年4月26日	ユーロ/円相場、8年4か月ぶり高値の背景整理
2023年4月25日	日銀、初会合プレビュー～YCC撤廃確率は40%～
2023年4月24日	ECB政策理事会議事要旨と5月会合プレビュー
2023年4月21日	週末版（インバウンドの現状と展望～量、質ともに復調しつつあるインバウンド需要～）
2023年4月20日	本邦3月貿易収支～赤字は3か月で5兆円超え～
2023年4月18日	EU-ロシア貿易の構造変化～戦争の余波～
2023年4月17日	GFSRも重要性を訴える地経学的な思考
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年3月分)
2023年4月14日	週末版（FOMC議事要旨と米3月CPIを受けて～円安見通しへの影響はあるか？～）
2023年4月12日	変わる直接投資とスローバライゼーション(slowbalization)
2023年4月11日	植田会見、「直ちに修正することは無い」の真意
2023年4月10日	第一次所得収支の内情～戻ってくる円は半分程度か～
2023年4月7日	週末版（日銀金融政策決定会合プレビュー～初戦は様子見を予想～）
2023年4月6日	次の危機はCRE危機か？～ECBの警鐘～
2023年4月4日	日銀短観3月調査を受けて～深刻さ極まる人手不足～
2023年4月3日	ユーロ圏3月消費者物価指数(HICP)の読み方
2023年3月31日	週末版
2023年3月30日	第1四半期の総括と今後の展望～円高始まらず～
2023年3月28日	ひっ迫感が強まるユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年3月24日	週末版（囁きを潜める「安全資産としての円」～投機の円買いは縮小中～）
2023年3月23日	FOMCを終えて～年内利下げは未だリスクシナリオ～
2023年3月22日	年初来の主要通貨を概観する～変わらない円安～
2023年3月17日	退路を断ったECB～自信の誇示を優先～
	週末版
2023年3月16日	ECBは「世紀の失策」を繰り返すか～利上げの行方～
2023年3月15日	企業物価指数の現状と展望～残る円安の爪痕～
2023年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年2月分)
	先陣を切るECB～アフターSVBの金融政策動向～
2023年3月13日	SVB破綻、ドル/円相場見通しへの影響
2023年3月10日	週末版（1周年を迎えた米利上げ局面～やはり遠い円高シナリオ～）
2023年3月8日	1月国際収支統計を受けて～今後の注目点～
2023年3月7日	FRBより長引くECBの利上げ～ホルツマン発言について～