

みずほマーケット・トピック(2024年3月13日)

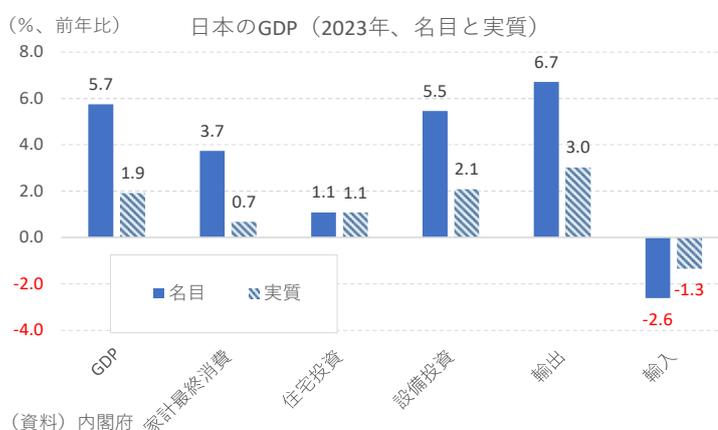
## 春闘と円高リスク～「異例の賃上げムード」というリスク～

日本経済の現状を踏まえれば、賃金・物価の好循環が発生している状況とは言えないが、マイナス金利という異質の金融政策運営が正当化されるような状況とも言えず。3月か4月かという時期の議論は「大事の前の小事」である。巷説では「春闘が注目」と言われるものの、これはマイナス金利解除に関わるから注目というわけではなく、その先の「二の矢」、「三の矢」までを見越した上で注目と考えるべき。端的に「連続利上げが行われるかどうか」を判断するための春闘であり、そのような展開に至る可能性がないわけではない。現状、春闘に関する市場予想は3.85%。この時点で30年ぶりの高い水準となった去年の3.6%を上回っており、事実として「異例の賃上げムード」はある。これを理由に日銀がマイナス金利解除後の「連続利上げ」に関心を寄せる可能性は無いとは言えない。しかし、デフレからインフレへの切り替わりが緒に就き始めたばかりであることは日銀も意識するところであり、政治的にも連続利上げの難易度は高い。

### ～実際のところ、個人消費は厳しい情勢～

昨日行われた参議院財政金融委員会で、植田日銀総裁は来週18～19日会合について「今週、追加的なデータや情報が入ってくると思う。総合的に判断、点検し、適切な判断を下していきたい」と述べた。無論、今週入ってくる追加的なデータや情報とは本日から15日にかけて順次上がってくる大企業の春季労使交渉(以下春闘)の仕上がりを目指している。このほか植田総裁は「一部の統計に弱めの動きがみられるが、緩やかに回復している」と述べ、個人消費の弱さに言及したが、これは賃上げによってカバーされてくるとの基本認識も口にしている。実際のところ、直近データである10～12月期の個人消費は前期比▲0.3%と3期連続のマイナスであり、植田総裁の指す「弱めの動き」は危うい情勢にある。結局、日銀の景気認識は春闘次第と言わざるを得ない。

片や、10～12月期は設備投資が前期比▲0.1%から同+2.0%へ3期ぶりの増勢に復帰したことで「国内投資に勢いが出てきた」(植田総裁)という評価も可能になってはいるが、個人消費がここまで失速する中、利上げの判断は間違いなく議論を呼ぶだろう。通年の仕上がりを見ても、個人消費(≒家計最終消費)についてはGDP成長率の名実格差が非常に大きくなっており、



インフレに押されて実体経済が抑圧されている状況は認められる(図)。この状況で賃金・物価の好循環を謳い上げるのはかなり難しいというのが実情だろう。

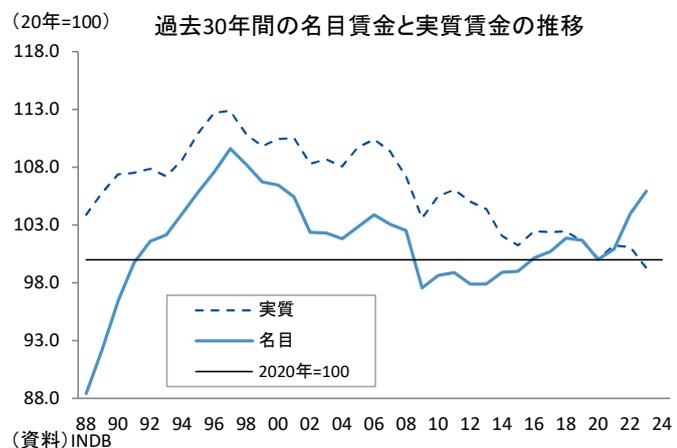
## ～「異例の賃上げムード」は連続利上げを呼ぶか～

もちろん、一般物価の上昇が始まっているのは間違いなく、マイナス金利という異質の金融政策運営が正当化されるような状況とは言えない。また、マイナス金利それ自体がリバーサルレート(緩和効果がむしろ薄れてしまうほど低い政策金利)という批判があることも踏まえれば、その解除自体はもはや悩むところではない。3月か4月かという時期の議論は「大事の前の小事」であろう。今更、春闘の結果がどうあれ4月までに「マイナス金利解除はない」と予想する市場参加者は稀有である。昨日、日経 QUICK が発表したアンケート調査(4～6日実施、回答者28名)によると、今回の会合で「4月までにマイナス金利解除」と回答した割合は9割に達している。巷説では「春闘が注目」と言われるものの、これはマイナス金利解除に関わるから注目というわけではなく、その先の「二の矢」、「三の矢」までを見越した上で注目と考えるべきである。

端的に「連続利上げが行われるかどうか」を判断するための春闘であり、先週の本欄でも議論したように、そのような展開に至る可能性がないわけではない。現状、春闘に関する市場予想の中心は3.85%(定昇1.7%、ベア2.15%、日経センター調査)前後となりそうだが、この時点で30年ぶりの高い水準となった去年の3.6%を上回っている。事実として「異例の賃上げムード」があるのは確かであるため、これを理由として日銀がマイナス金利解除後、+25bp ずつの利上げに関心を寄せる可能性は無いとは言えない。それが2024年に迫った最大の円高リスクと考えられる。

## ～実質賃金は上がり続けるのか～

実際のところ、各種予測を見る限り、2024年は「名目賃金は伸びる一方、インフレは鈍化」が期待できる年である。インフレに関して言えば、2024年度後半には消費者物価指数(CPI)が生鮮食品・エネルギー除くコアベースで+2%を割り込んでくる展開が視野に入る。一方、春闘に関しては4%を超える予想もあり、「年度後半の実質賃金プラス転化」は非現実的な想定とは言えない。これまで名目賃金に劣後してきた実質賃金がいよいよフォローし始めたかのような構図に至るならば、連続利上げも理屈は立つ。しかし、この想定には2つの問題点がある。1つは2024年度前半は実質賃金マイナスが続くこと、もう1つは2025年度以降の名目賃金上昇は確約されていないこと、だ。



前者に関しては、既に論じた通りで、昨年来の日本経済ではインフレに成長が食われるような構図が常態化している。実質賃金に関し、2024年度後半のプラス転化が視野に入るとしても、少なくとも2024年度前半はマイナスが続くだろう。このような状況下、マイナス金利解除を決定しつつ連続利上げを示唆できるのだろうか。年内に政府・与党が解散総選挙に踏み切る可能性まで取りざたされていることを思えば、そのハードルはかなり高いと言わざるを得ない。

後者に関しても懸念は尽きない。理論が示す通り、個人消費の増勢は一時所得ではなく、定期

的に得られる恒常所得に依存する。春闘に象徴される名目賃金上昇が一時的な CPI の高まりに合わせた動きだったとすれば、名目賃金の増勢は 2025 年度以降、途切れてしまう恐れがある。例えば、1 月展望レポートによれば、2025 年度の CPI は+1.8%だ。これに合わせた名目賃金の設定が行われるようになれば、2023 年・2024 年対比で段差を伴った名目賃金の伸び率になる可能性はある。2024 年度後半の実質賃金プラス転化は 2025 年度以降の同じ動きを約束しない。

もっとも、筆者はこの点はさほど心配していない。足許の名目賃金上昇は資源価格上昇・円安という外生要因に押された部分もあるが、人手不足という人口動態要因に押された部分もある。前者が剥落しても後者は残るし、政府・与党も労働分配率の推移には目を光らせている。少なくとも「名目賃金は上がらないもの」という日本に付き纏った忌まわしい社会規範はもう終焉を迎えたと筆者は考えている。名目賃金上昇は当分、途切れないと考えておきたい。この上で実質賃金の仕上がりは資源価格や為替の動向にも左右されるわけだが、大幅なマイナスは避けられるのではないかと。

但し、今がデフレからインフレに切り替わる過渡期だとすれば、名目賃金の上昇する社会は緒に就き始めたばかりという考え方もできるし、恐らく日銀も同じように考えるのではないかと。こうした認識の下、連続利上げはやはりリスクシナリオであり、マイナス金利解除ワンショットで正常化終了がメインシナリオというのが筆者の現状の想定となる。なお、マイナス金利解除について「3 月か、4 月か」という二者択一の予想に意味があるとは思わないが、敢えて言えば、来週会合を控えて「今週中」に得られるデータに言及したということから、春闘の数字が無難に強ければ 3 月にやってしまいたいというのが日銀の胸中なのではないかと察する。

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](mailto: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/econ.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年3月12日	最近の国際収支の状況について～CFでは初月赤字～
2024年3月11日	最大の円高リスクは日銀の連続利上げ
2024年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月まで材料なし～)
2024年3月6日	世界の株価指数から見えるもの～中進国の容疑～
2024年3月5日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～実質賃金は年内4%台か～
2024年3月1日	週末版(マイナス金利解除と円相場との関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～)
2024年2月27日	ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～
2024年2月26日	日経平均株価上昇の理由～インフレの帰結～
2024年2月22日	週末版
2024年2月21日	1月貿易収支を受けて～24年も円売り優勢変わらず～
2024年2月20日	日独GDP逆転の本質～為替要因だから良いのか？～
2024年2月16日	週末版
2024年2月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年1月分)
	本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
2024年2月14日	「新時代の赤字」と原油と同質性
2024年2月13日	投信経由の対外証券投資～進む資産運用立国の未来～
2024年2月9日	週末版
2024年2月8日	仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～
2024年2月7日	PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～
2024年2月2日	週末版(ソフトランディングと賃金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～)
2024年2月1日	FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～
2024年1月29日	日本円の現在地～独歩安で始まった2024年～
2024年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「夏」がキーフレーズ～)
2024年1月24日	日銀金融政策決定会合～織り込んで円安の怖さ～
2024年1月23日	ECB政策理事会プレビュー～勝利宣言はまだ～
2024年1月22日	「家計の円売り」と「損保のレバトリ」の違い
2024年1月19日	週末版
2024年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年12月分)
	「貯蓄から逃避」で進む円の独歩安～現状整理～
2024年1月17日	「新時代の赤字」の定点観測と今後の需給イメージ
2024年1月16日	マイルド・キャピタルフライト(後編)～需給への評価～
2024年1月15日	マイルド・キャピタルフライト(前編)～家計の円売り～
2024年1月12日	週末版
2024年1月11日	ユーロ圏インフレ率の近況～再浮揚の読み方～
2024年1月10日	震災と旅行収支の関係について～2011年からの教訓～
2024年1月9日	米大統領選挙の考え方～メインシナリオを覆すか～
2024年1月5日	週末版(能登半島地震の影響について～構造変化を経て「普通の通貨」になった円～)
2024年1月4日	24年、持つべきイメージは「長期円安局面の小休止」
2023年12月22日	週末版(本邦の家計金融資産動向について～外資性資産比率は「根雪」のイメージで～)
2023年12月20日	日銀金融政策決定会合～解除時期と円相場への影響～
2023年12月18日	2024年、円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～
2023年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「利上げ」利下げ」の考え方～)
2023年12月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年11月分)
	FOMCを終えて～突然変わった節目、日銀への影響も～
2023年12月13日	最近の需給環境について～24年も脆弱性は残る～
2023年12月12日	12月日銀会合の行方～政治的観点、2000年との比較～
2023年12月11日	24年ドル/円見通し外観～「主戦場の変化」を確認する年～
2023年12月8日	週末版(円高と植田発言の読み方～チャレンジの真意～)
2023年12月7日	ECB、シュナール発言の読み方～拡大解釈を警戒～
2023年12月6日	対内直接投資の胎動と今後への展望
2023年12月4日	24年、円高シナリオの鮮度～130円割れはあれど～
2023年12月1日	週末版(ユーロ圏11月消費者物価指数の読み方～「最後の砦」となるサービス業～)
2023年11月28日	ユーロ圏経済とECB金融政策の現状と展望
2023年11月24日	週末版(貿易赤字国が迎える米利下げ～通貨高は当たり前ではない～)
2023年11月21日	円高とPPPの考え方～収斂するのか、しないのか～
2023年11月20日	過去最安値に肉薄する円の目玉実効相場(NEER)
2023年11月17日	週末版(本邦10月貿易統計を受けて～繰り返される23年と同じ言説～)
2023年11月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年10月分)
	1年ぶり2度目のGPIショックをどう評価すべきか
2023年11月14日	ユーロ/円、15年ぶりの高値をどう理解すべきか
2023年11月13日	24年は「家計の円売り」元年になるか～外貨資産の現状～
2023年11月10日	週末版(23年度上期経常収支の読み方～CFベースの黒字は10分の1に～)
2023年11月9日	「欧州の病人」は戻って来たのか？～企業の「ドイツ離れ」～
2023年11月2日	週末版
2023年10月30日	150円台定着を受けて～その背景と今後の論点整理～
2023年10月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～)
2023年10月26日	ECBプレビュー～利上げ代替としてのMRR引き上げ～
2023年10月23日	サービス収支に透ける製造業の行動変化
2023年10月20日	週末版
2023年10月19日	本邦9月貿易統計～起きるべくして起きた23年の円安～
2023年10月18日	再び直面する天然ガスリスク～ユーロ安考察～
2023年10月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年9月分)
2023年10月13日	週末版(日独GDP逆転について～「弱い円」が原因としても・・・)
2023年10月12日	カネ関連収支でも広がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が広がるデジタル関連およびカネ関連の国際取引
2023年10月10日	円安シナリオを延命させる中東リスク
2023年10月6日	週末版
2023年10月5日	「底打ち懸念」も漂う米経済～米金利上昇の考え方～
2023年10月4日	続・インフレを輸入する日本～「人手不足」の波～
2023年10月3日	ユーロ圏のインフレ情勢とECBの「次の一手」について
2023年10月2日	インフレを輸入する日本～インフレ持続性の考え方～
2023年9月29日	週末版
2023年9月26日	円安シナリオを長続きさせる貿易赤字
2023年9月25日	日銀金融政策決定会合～マイナス金利解除の行方～
2023年9月22日	週末版
2023年9月21日	FOMCを終えて～「2024こそ利下げの年」という危うさ～
2023年9月20日	23年4～6月期資金循環統計～「貯蓄から投資」の胎動～
2023年9月19日	「欧州の病人」は戻って来たのか？
2023年9月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～)
2023年9月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年8月分)
2023年9月13日	ECB政策理事会プレビュー～「見送り+α」の公算～
2023年9月12日	日銀の政策運営に関するQ&A～読売報道を受けて～
2023年9月11日	7月国際収支の読み方～為替需給変わらず～