

実質賃金低迷、賃上げと再値下げ「時間勝負」

物価 2%を上回る賃上げ環境には時間、日銀に重石

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2023/9/20 (水)

日本では物価高に賃金上昇が追いつかない実質賃金の低迷が続いているが、賃上げ強化と消費打撃対応による再値下げの時間勝負となってきた。現状の消費はコロナ反動などが下支えとなっているが、剥落後には物価高が本格影響を及ぼす。日銀内部からは「物価 2%目標の達成には、実質賃金を加味して 3%以上の持続的な賃上げが必要」といった声もあるが、時間を要するため、その前に再値下げの可能性は無視できない。日銀によるマイナス金利解除といった「異次元緩和からの普通の緩和への修正」を超えた緩和出口に重石となる。

実質賃金低迷による消費打撃と再値下げ懸念

「日本ではようやく賃金が上がりつつあるものの、物価上昇の方が上回っているため、実質賃金は減っている。この状況が続くと、また無理して値下げ、そのために賃金も上がらないというこれまでの悪循環に逆戻りしかねない」――。

経済官庁出身の野党幹部は 14 日、岸田改造内閣が検討し始めた新たな経済対策に関連して、このような問題提起を行っている。そのうえで「デフレ完全脱却には賃金上昇率が物価上昇率を上回る状況の定着が不可避であり、それまで可処分所得を底上げするような政策対応が急務」と指摘。具体的には「(物価高対応等での) 補助金ではなく、減税のほうが好ましい」と訴えている。

日本では物価変動の影響を除いた実質賃金が、直近 7 月に 16 カ月連続で前年を下回った。前年比では -2.5%となり、6 月の -1.6%からマイナス幅を再拡大させている。春闘の好影響などを受けた名目賃金の上昇が、物価上昇に帳消しにされている。

日銀による「賃金の上昇を伴う 2%の物価目標」という好循環の実現でも、実質賃金は重要な鍵を握るものだ。日銀内部では野口旭審議委員が今年 6 月、2%の物価目標も踏まえて、「3%か、それを上回る賃上げがなければ、実質賃金が 1%を上回る経済には至らない」と指摘。日銀の政策判断としては「今年 1 年の賃上げだけでは不十分で、来年の春闘などを見極めていく必要」といった見解を示している。

一方で現実問題として「3%の持続的な賃上げ」は前途多難だ。それまでに実質賃金の低迷と物価高が消費を減退させ、企業サイドは野党幹部が指摘するような、「また無理して値下げ、そのために賃金も上がらない」という負の連鎖への回帰リスクは無視できない。その意味で実質賃金の低迷問題は、「企業による一段の賃上げ努力」と「値下げ対応への逆戻り」の時間勝負となってきた。

すでにコンビニ大手のローソンは 9 月 12 日から当面の間、おにぎりとおにぎり弁当の定番 6 品を 4%から最大 20%値下げすると発表した。同社では「長らく続く物価上昇に対する節約意識の高まりへの対応」と説明している。

日銀については現在、マイナス金利政策の解除が焦点となっている。しかし、あくまでも「異次元緩和から普通の緩和」へのシフトにとどまり、現状の実質賃金 -2.5%という状況を踏まえると、それ以上の緩和出口や金融政策の中立化、引き締め転換には長期の時間を要する。

足元の日本株市場では物価高の継続と実質賃金の低迷などもあり、小売株の相対的な上昇ペースが鈍化し始めた。東証・小売業指数は 1999 年以来の高値こそ維持しているものの、9 月 15 日時点での月間高値は前年比 +17.9%となり、TOPIX 総合の +22.7%を下回ってきた。昨年 7 月以来の相対劣勢となっている。

小売株劣勢で不動産株優位、金利上昇限界示唆も

昨年从小売株はコロナ反動や小売業の価格転嫁、賃上げなどで急上昇してきたが、全体株比での相対優位に陰りが見られ始めた。中国との関係悪化やインバウンド消費への打撃懸念のほか、光熱費を含めた物価再上昇などが微妙な重石となりつつある。

消費統計では内閣府の「消費者態度指数」が直近 7 月に 37.1 となり、前月の 36.2 を含めて 5 カ月連続の上昇となった。しかし、脱コロナや賃上げといった好材料でも 2021 年 5 月以来の高水準にとどまっており、コロナ打撃前である 2018-19 年の 40 から 44 といった水準を大きく下回っている。

反対に 9 月以降の日本株市場では、不動産株が上昇ペースを加速させている。日銀緩和修正観測と裏表の脱デフレとマイルドなインフレ期待のほか、インフレに弱い国債からの微妙な資金シフト、金利上昇前の駆け込み需要増思惑などが支援材料になっている。

東証の「小売業指数÷不動産業指数」相対倍率は、2021 年 8 月以降の小売株優位が一服となってきた。同時期以降の物価上昇と小売業の価格転嫁などによる小売株の相対優位が鈍化となり、反対に物価高持続などによる小売株の相対劣勢が着目されつつある。

先行きの日銀緩和修正と金利上昇リスクは、不動産株にもマイナスとなるものだ。しかし 1980 年代以降の過去実績として、現在のような物価上昇と金利上昇の局面で「小売株劣勢・不動産株優位」となる場合、物価高による小売業(=国内消費)のマイナ

ス打撃と金利上昇の限界なども意識され、不動産株が相対優位となるパターンが観測されてきた。

過去には不動産株の相対優位のあと、日本の10年債金利は低下に転じている。今回についても小売業の価格転嫁などによる相対優位の限界と、物価高による消費打撃、先行き小売業の値上げ制約や値下げ圧力、こうした要因による金利上昇の制約——などを示唆する前兆シグナルとして注目されそうだ。

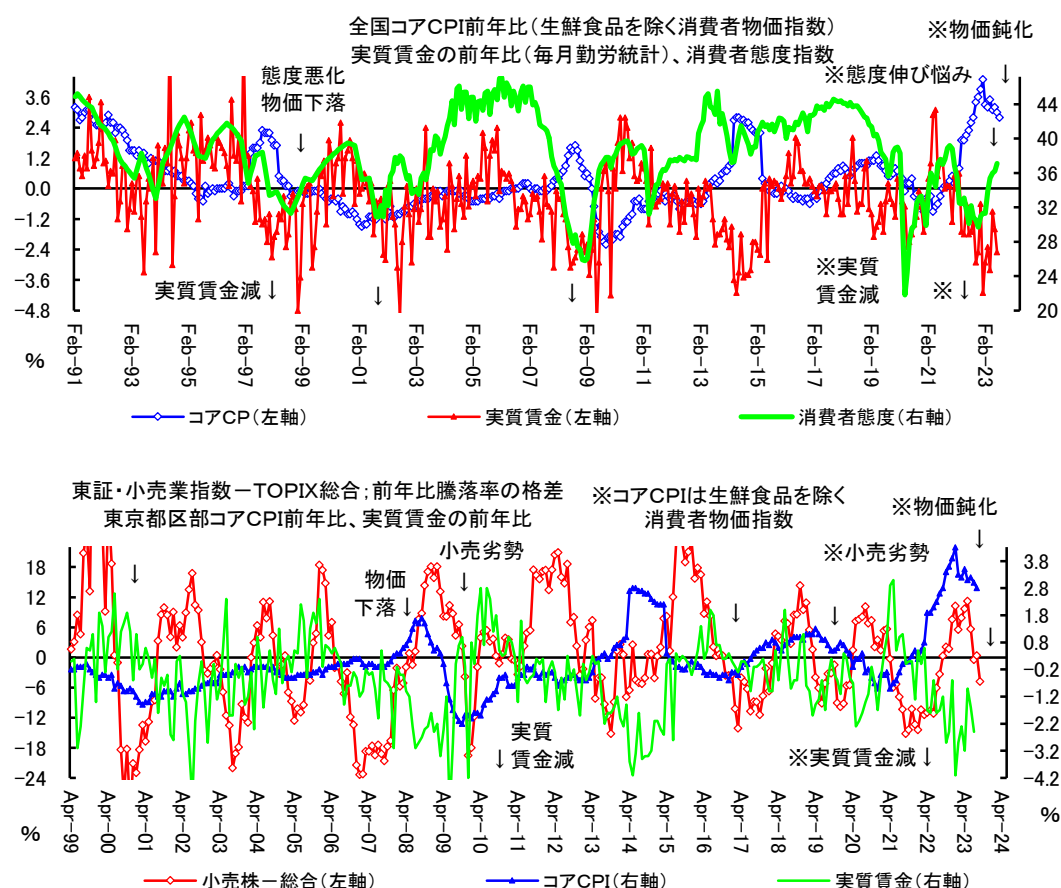
国内消費は現状、コロナ打撃からの反動が下支え要因となっているが、先行きリバウンドは剥落していく。その段階から物価高が消費に本格打撃をもたらす可能性がある。同時に日本では過去の高度成長期を含めた良い物価上昇時と異なり、1) 賃上げが波及しない年金生活者の増加、2) 企業の海外移転と国内で持続的な賃上げを牽引する成長産業の減少、3) 地方経済の衰退と都市部との格差拡大——といった構造問題を抱えている。

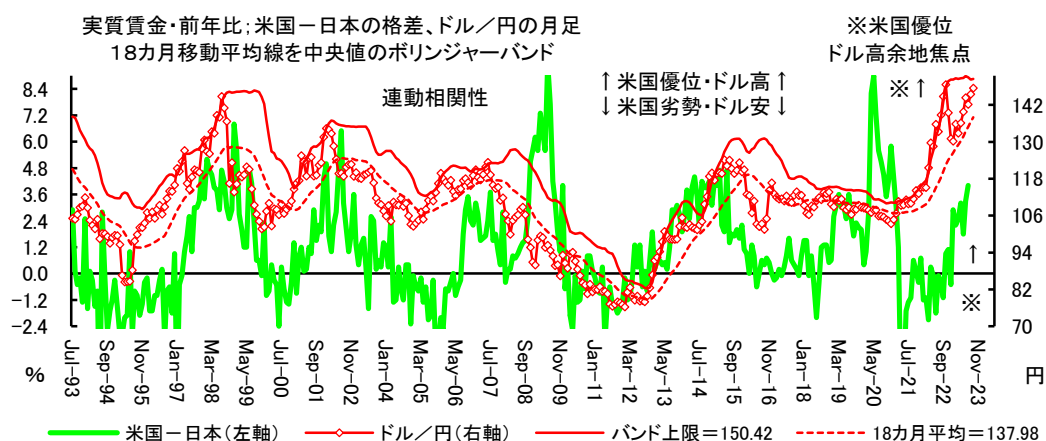
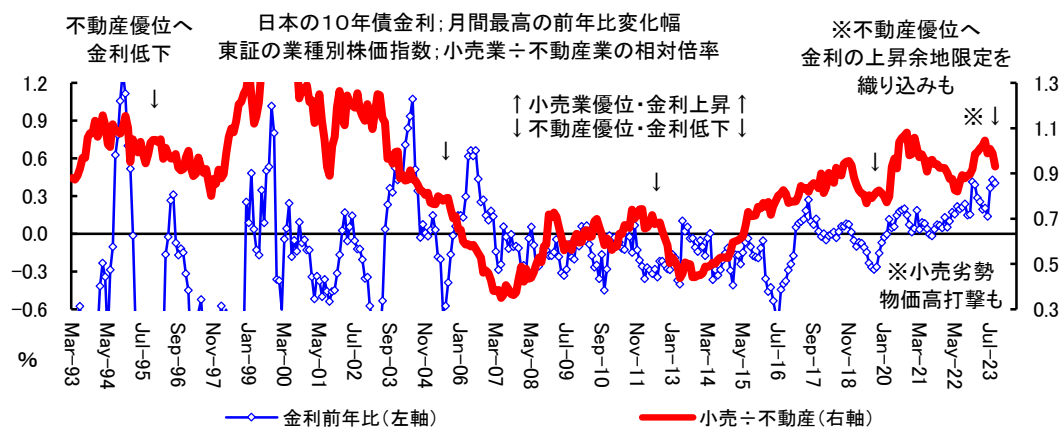
反対に米国では物価の下落に対し、賃金は人手不

足などで高止まりを維持した状態だ。賃金は遅行指標であり、先行き下落の余地があるが、現状段階で米国の実質賃金は増加となってきた。それが直近8月に米小売売上高が上振れとなる一因になるなど、米国の内需を下支えしている。

為替相場のドル/円では過去実績として、実質賃金・前年比の「米国－日本格差」と明確な相関性を有している。当座は米国優位に継続の余地があり、ドル/円ではドル高余地やドルの下落余地抑制が支援されやすい。

直近7月でいえば米国は時間あたり平均賃金の名目前年比が、前年比+4.7%となった。同月の米CPI（消費者物価指数の総合）は前年比+3.2%に抑制されており、「賃金－CPIの前年比格差」による参考の実質賃金は+1.5%のプラスとなっている。それに対して日本では、7月に平均賃金が前年比－2.5%と低迷した。米国－日本の格差は+4.0%の米国優位であり、2021年1月以来の米国優位幅となっている。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。