

米実質賃金プラス維持、物価下落で再上昇も 賃金は遅行指標で下落遅れ、日本低迷でドル高・円安支援

米国では「賃金－物価」の実質賃金が前年比プラス化を維持しているが、先行き物価下落で再上昇の可能性はある。物価下落の場合、FRB の利上げ効果や米国景気の減速によるもので賃金も下落となるが、賃金は遅行指標であるうえ、構造的な人手不足などもあって、期間限定ながらも「賃金下げ渋り＞物価下落」という局面が想定される。かたや日本の実質賃金は改善でも低迷が続いており、為替相場ではドル高・円安の持続を底流支援するほか、「円安＝物価高止まり＝実質賃金抑制＝円安」という連鎖を継続させる。

日本は実質賃金低迷＝円安＝物価高＝実質抑制

「米国の消費者の間では支出に対する慎重姿勢が強まっているものの、支出はなお続いている。(その一因として) 実質賃金を巡る状況は改善している」(NY 連銀のウィリアムズ総裁)、「賃金の伸びは、最終的に 2% のインフレ目標と整合的と思われる水準に比べてまだかなり堅調」(ミネアポリス連銀のカシユカリ総裁)――。

5 月以降、米 FRB の幹部からはこのような見解が示されてきた。米国の実質賃金に関してはイエレン米財務長官も 4 月末、「賃金の上昇ペースが物価上昇率を上回っているため、米国民の生活は全般的に良好」と指摘。それでも「家計のコスト押し下げに向け、さらなる取り組みが必要」と述べている。

その中で最新 5 月の米実質賃金では、実質の平均時給が前年比 +0.8% となった。今年 1 月の +1.2% を直近最高として伸び率は鈍化してきたが、4 月の +0.5% や 3 月の +0.6% からは再上昇となっている。米国では FRB による大幅利上げと金利高止まりの維持による引き締め局面が続いているが、+0.8% とはコロナ危機前の「平時」である 2019 年 12 月の +0.6% を上回る底堅い状況だ。

しかも今後の米国では一段の物価下落が見込まれ、「賃金－物価」の実質賃金には再上昇の余地がある。為替相場のドル/円では長期実績として、米国での実質賃金上昇はドル高支援の一因となってきた。背景としては、1) 米国の消費などの内需がサポートされる、2) FRB による利上げ継続や利下げ遅延・小幅化のインフレ要因となる、3) 米国の実質金利が連動で上昇となりやすい(名目金利－物価変動率で算出。名目賃金＞物価は名目金利＞物価に作用)――といった影響がある。今後も基本的なドル高トレンドを維持延命させる要因として注目されやすい。

かたや日本では実質賃金が改善してきたが、前年比ではマイナスの低迷が続いたままだ。直近 4 月分

では前年比 -0.7% となり、3 月の -2.1% からは上昇しているものの、新年度明けからの賃上げでも 25 カ月連続でのマイナスが持続となった。

実質賃金の米国・日本対比では、ドル高・円安の基調が維持される。その他の複合要因を含めた円の安値水準持続は、日本での輸入物価を始めとした物価の高止まりや下げ渋りに作用。それが「賃金上昇鈍化＜物価は高止まり」などによる日本の実質賃金抑制につながり、円安要因へと跳ね返る連鎖構図を維持させていく。

もちろん、これから米国で物価が一段と下落する場合、FRB の利上げ効果や米景気の減速によるもので、米国の名目賃金にも下落の圧力が掛かる。しかし、賃金は遅行指標であるほか、現在の米国では高齢化や反グローバル化などで構造的な人手不足に直面してきた。期間限定ながらも、「賃金下げ渋り＞物価下落」による実質賃金の下支え局面が想定される。

ドル安、物価 3% や 2% 割れから一定期間のあと

米国の賃金統計で長期データのある「時間あたり平均賃金・名目前年比」と CPI 前年比(消費者物価指数の総合)の比較による実質賃金の前年比(賃金－CPI)でいえば、最近では 2022 年 6 月の -2.4% を直近最低として、昨年の 2023 年 6 月に +2.0%、今年 1 月には +1.6% へと上昇する場面があった。同期間中にドル/円は調整ドル安の局面を挟みながらも、128 円から 151 円超え方向にドル高が連動進展となっている。

過去には米国の CPI が 2018 年 7 月の +2.9% を最高として低下となり、翌 2019 年 2 月にかけて +1.5% へ切り下がった。物価下落に連動して、実質賃金は押し上げへと作用。同期間中には -0.1% から +2.0% の上昇となっている。その期間の前後でドル/円は、109 円から 114 円超え方向へのドル高局面があった。

リーマン・ショック前でいえば、米国の CPI が 2005 年 9 月に +4.7% まで上昇したあと、低下へと転換した。そこから 2007 年 8 月には、FRB の物価目標である +2.0% にまで切り下がっている。同期間には物価下落の効果もあり、実質賃金は上昇に移行。同期間の前後でドル/円は、108 円から 124 円超え方向までドル高トレンドが形成されている。

米国の物価下落局面におけるドル高進行については、米国の実質賃金の上昇効果のほか、インフレ低下と実質賃金の改善等による米国の消費や企業活動へのプラス効果、実質金利の上昇(金利は低下や横這いでも、それ以上に物価が下落)といった影響が

ある。

それでも現在のドル/円の場合、先行き米国の物価下落とFRBの利下げ、米国債金利の低下余地などがドル安・円高の要因として注視されている。現状から来年にかけては、そうしたトレンド転換の「潮目の変わり目」が無視できない。

一方で米国の物価下落に伴うドル安方向へのトレンド転換でいえば、過去の長期実績として米国のCPI（消費者物価指数）の総合やCPIコア（食品・エネルギーを除く）の前年比が、+3%の節目やFRB物価目標である+2%を割り込んだあと、さらに時間差を経た一定期間のあとに観測されている。

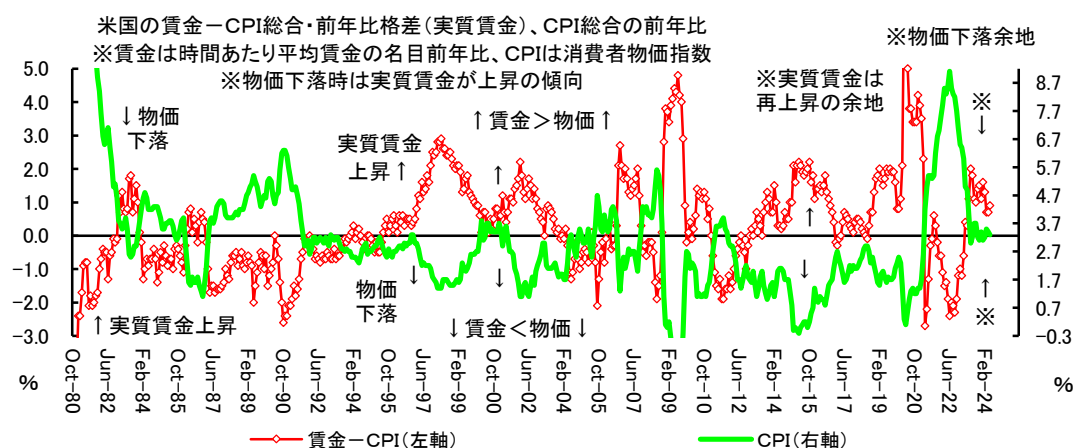
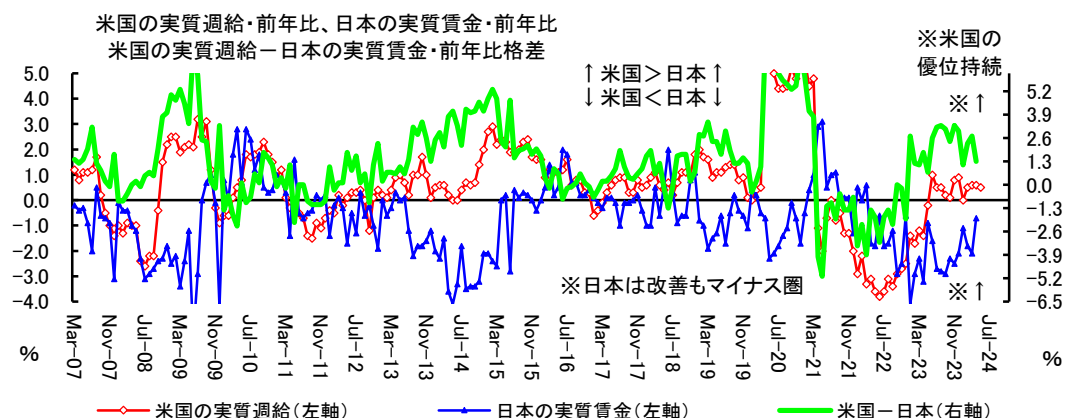
その点、直近の今年5月はCPIの総合が+3.3%、コアが+3.4%で、まだ高い水準にある。過去にはCPI総合が2006年8月に+3.8%となったあと、翌9月には+2.1%となり、+3%割れと+2%接近という急低下となった。

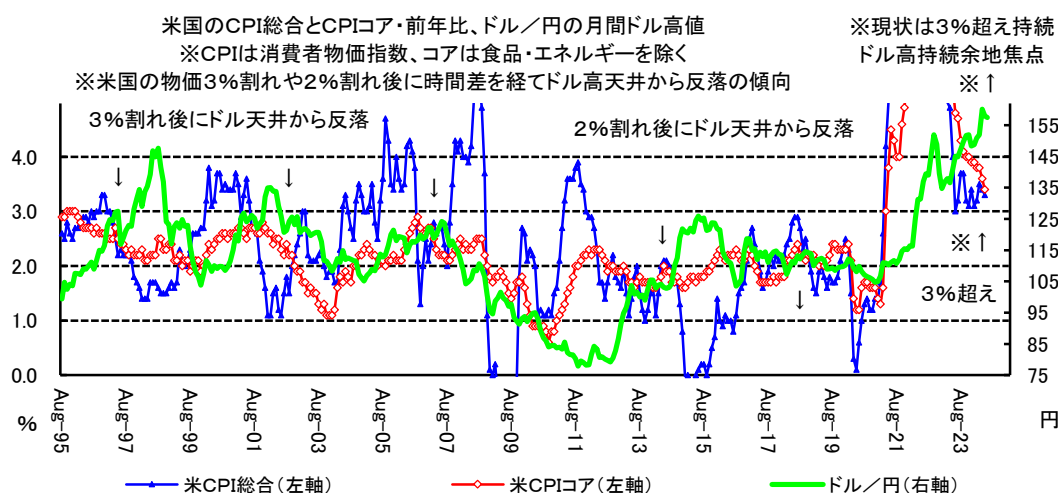
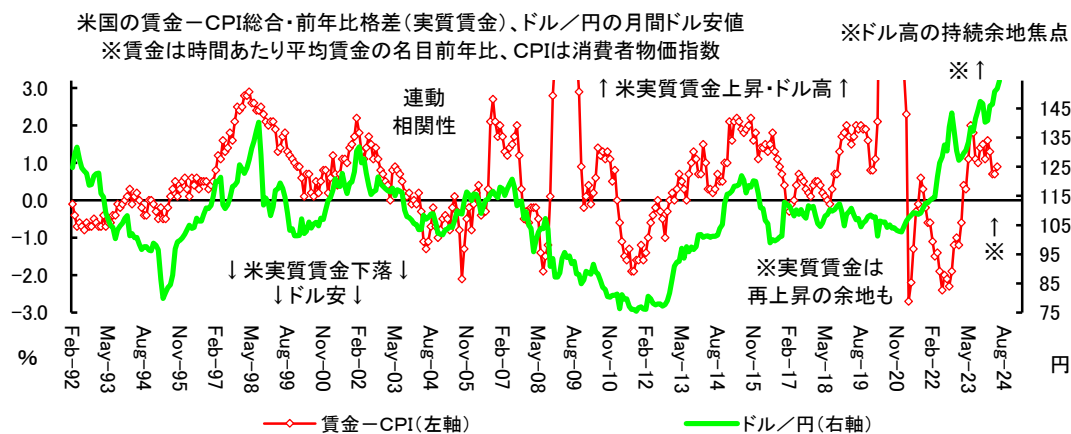
ドル/円の月間ドル高値はその9月が118円であり、翌月を1カ月目とすると、9カ月目となる翌2007年

6月の124円超えまで慣性的にドル高が維持延命されていた（+5.9円幅のドル高）。2001年6月にはCPI総合が+3.2%で、翌7月には+2.7%と+3%割れに低下となっている。ドル/円の月間ドル高値はその7月が126円であったが、当時のドル高トレンドはそのまま継続。7カ月後となる2002年2月の135円超えまで、+8.9円幅のドル高が進展した実績を有している。

その前では1997年2月にCPI総合が+3.0%で、翌3月に+2.8%と+3%割れへ低下した。ドル/円の月間ドル高値はその3月が124円であり、そこから17カ月後、1998年8月の147円超えまで、+23.2円幅のドル高継続が観測されていた。

こうした過去実績からすると、今年5月時点での「CPI+3%超え」状況は、まだ+3%割れまでドル安転換の警戒モードは尚早となっている。さらに先行き+3%を割り込んでも、過去実績に沿えば半年から1年前後は慣性的なドル高トレンドが持続となる可能性がある。





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。