

2024. 7. 18

為替介入の意図と実質賃金の道筋

～25年の所得環境を見据え、「第一の力第2ラウンド」阻止をめざす～



経済調査部 エコノミスト

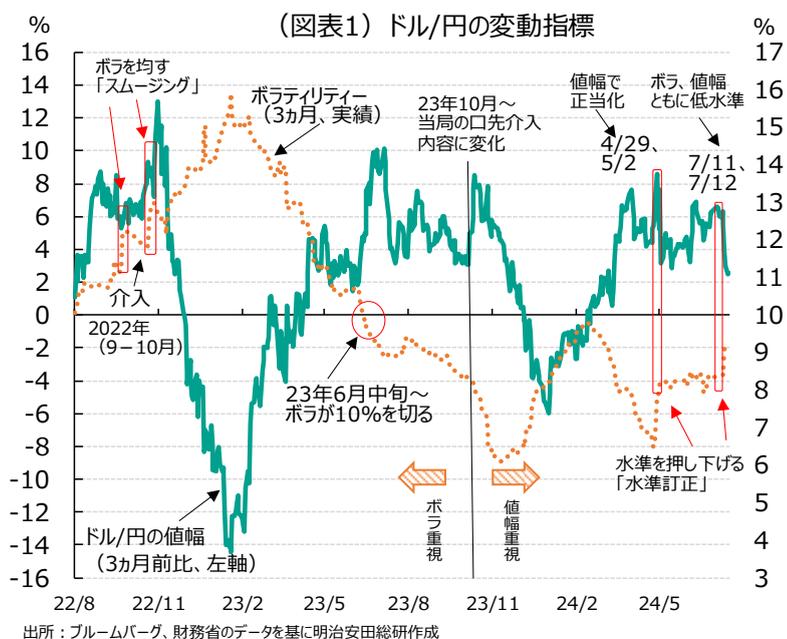
吉川 裕也

ポイント

- 7月11-12日の円買い介入の動機は、輸入物価上昇による実質賃金の目減りを食い止めることにある。家計の生活実感が世界金融危機以来の低水準に沈むなか、デフレ経済完全脱却に向けた気概が示された
- 1ドル170円台での推移となると、2025年上期の実質賃金のプラス幅が消滅する可能性が浮上する。160円台前半にて水準訂正の意図を明確にし、月末の日銀会合後の円安リスクに対して先手を打った恰好
- 5月までに約50%の企業が賃金を改定。改定率が7割に迫る6月分の所定内給与は3%台の伸びになるとみる。9月以降実質賃金のプラス転換が見込まれるなか、好循環定着に向けて日本経済は正念場に入る

1. 過度な円安は国民生活に悪影響、介入の動機は水準訂正か

財務省は7月11-12日に計5.5兆円規模の円買い介入に踏み切った模様である。正式には月末発表の為替平衡操作実施状況を待たねばならないが、日銀発表の当座預金予想と短資会社予想のズレから、為替介入が実施された可能性は高い。「過度な変動は許容できない」というのが口先介入時の本邦当局の常套文句であるが、ボラティリティと値幅の両面からみて、過去の介入時よりも変動度合いは低水準である（図表1）。手法としては、ドル安に乗じて追い打ちをかける「水準訂正」であり、2024年5月の円買い介入と同じである。止まらない円安の勢いを削ぐために行なった2022年9-10月の円買い介入とは趣を異にし、160円台前半を明確な防衛ラインとみなして、なりふり構わず円安進行を止めるという強い姿勢が示された恰好である。筆者は7月1日発行のレポート『為替介入の経済学～過度な変動と実体経済保護の観点から、165円が重要な一線に～』にて、円安が輸入物価上昇を通して消費者物価指数（CPI）を押し上げることで実質賃金が目減りする、いわゆる「悪い円安」に当局の「水準訂正」の意図を求めた



が、介入は過度な変動との説明が成立する 165 円まで待つのではないかとみていた。この点、当局の行動はやや早かったという印象を受けているが、現在の水準に対して強い警戒感がある証左とも捉えることができる。神田財務官は 12 日、「投機によって円安になり輸入物価が上がってしまい、普通に生きてる人たち、国民の生活が脅かされるとしたら由々しきこと、問題である」との認識を示している。ここまで明確に当局者が円安の弊害に言及するのは珍しい。輸入物価上昇の影響を評価することは、為替介入の背景を明らかにするにとどまらず、今後の実質賃金の動向や賃金と物価の好循環の先行きを占ううえで重要な取組みである。

2. 春闘反映ペースは昨年並み、9 月に実質賃金はプラス転換へ

まず、年内の賃金、物価動向を確認する。2024 年春闘では、平均賃上げ率が 5.10%、ベアが 3.56%となった（7 月 3 日公表の最終集計）。厚労省発表の『賃金引き上げ等の実態に関する調査（令和 5 年）』で示された「改定後の賃金の

（図表 2）改定後の賃金の初回支給時期別企業割合（2023 年）と 2024 年の給与・物価シミュレーション
（予想）

	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	25年上期
初回支給月 (2023年実績、%)	21.0	29.4	17.5	12.8	7.1	2.4	0.9	0.7	0.4	—
当月までに (4月以降累積、%)	21.0	50.4	67.9	80.7	87.7	90.1	91.0	91.7	92.1	—
所定内給与	2.10	2.70	3.10	3.28	3.38	3.42	3.43	3.44	3.45	3.50
消費者物価	2.80	3.30	3.40	3.50	3.40	2.70	2.70	2.80	2.90	2.60
実質賃金	▲1.10	▲1.00	▲0.50	▲0.42	▲0.22	0.52	0.53	0.44	0.35	0.70

出所：厚労省「賃金引き上げ等の実態に関する調査（令和5年）」、毎月勤労統計より明治安田総研作成、予想は明治安田総研。所定内給与は共通事業所ベース（一般労働者、5人以上の事業所）、前年同期比。消費者物価は持家の帰属家賃を除く、前年同期比。実質賃金は現金給与総額－消費者物価

初回支給時期別企業割合」を基に、ベア 3.56%が実際に賃金に反映されていく道筋を予想すると、図表 2 のとおりとなる。実質賃金算出に用いられる消費者物価指数（帰属家賃を除く総合）はコア CPI よりも幾分高めに出る傾向があること、ならびに、現金給与総額の伸びは所定内給与の伸びよりも▲0.2%pt 程度下振れる傾向（共通事業所ベース）があることを考慮している。7 月 8 日発表の 5 月毎月勤労統計では、賃金動向の基調をみるうえで重要な一般労働者の所定内給与が前年比+2.7%と高い伸びをみせており、前年同様に 50%の企業が賃金改定を実施したと仮定した理論値（2023 年ベア：2.12%×0.5+3.56%×0.5=2.84%）と近いため、今年も前年並みの反映ペースとみてよさそうだ。6 月には 7 割近い企業の賃金が改定済みとなり、所定内給与の伸びは同+3%台に乗せる可能性がある。7 月には約 80%の企業が春闘の結果を反映させ、所定内給与は同+3.3%程度まで上昇するとみるが、電気・ガス激変緩和措置が完全に終了した 6 月検針分の料金が反映される 7 月の物価統計は上振れが想定されるため、実質賃金のプラス転換は見込めない。9 月になると、約 90%の企業が春闘の結果を反映させ、所定内給与は同+3.4%程度まで伸び率を高めるとみられる。一方、酷暑乗り切り緊急支援により 8～10 月利用分の電気・ガス料金が再び押し下げられるため、9～11 月にかけては物価の伸びが低下し、実質賃金はプラス圏に浮上すると考えられる。2025 年上期（1～6 月）には実質賃金のプラス幅が 0%台後半まで拡大し、消費が持ち直す展開も期待できるが、2024 年下期（7～12 月）の期中平均レートが 4～6 月（155 円）と同程度であることが前提となる。円安は輸入物価上昇を通じて約半年後の消費者物価に影響するため、2024 年下期に過度な円安が進行する場合、2025 年上期の実質賃金が大きく目減りし、賃金と物価の好循環が停滞する可能性がある。この点が本邦当局の懸念する点であり、5 月と 7 月の円買い介入の主因と考える。

3. 170 円台での推移となると、2025 年上期の実質賃金のプラス幅が消滅する可能性

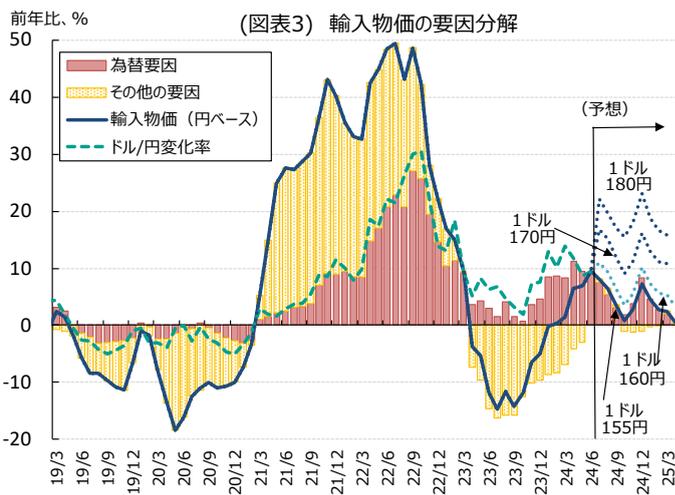
ここで、円安による物価と賃金への影響を検証する。まず、円安は輸入物価上昇を通して約半年後の消費者物価指数（CPI）の財価格に影響する。輸入物価は為替要因とその他の要因（商品価格など）に分解でき、為替要因はドル/円の変化率と連動している（図表 3）。よって、為替要因以外を一定とおいたうえで、円安進行度に応じた輸入物価の動きを抽出し、CPI（財）への影響を計測することができる。

①CPI (財) = 0.09 × (輸入物価、6 ヶ月前) + 1.97
 (決定係数: 0.72、期間: 2020年1月～2024年5月)

②CPI (財) = 0.05 × (輸入物価、6 ヶ月前) + 0.76
 (決定係数: 0.37、期間: 2016年1月～2019年12月)

CPI (財) が CPI 全体に占めるウェイトは約 50%なので、CPI (財) の上昇率の半分が CPI の伸びへの寄与度となる。直近 4 年間をみると、輸入物価の 10%の上昇は CPI を 0.45 %pt 押し上げてきた (①、 $0.09 \times 10 \times 0.5$)。コロナ前 (②) では、0.25%pt の押し上げ効果だったため、輸入物価の価格転嫁率は高まっている。よって、為替の変動が消費者物価に影響を及ぼしやすくなっているとみなせる。

2024 年下期 (7-12 月) の円安が反映されるのは 2025 年上期 (1-6 月) である。CPI 押し上げ効果 (対ベースライン: 4-6 月期中平均 155 円) は 1 ドル 160 円で 0.1%pt、170 円で 0.4%pt、180 円で 0.6%pt と試算できる (図表 4)。円安が進むと実質賃金が目減りし、170 円台での推移となると、実質賃金のプラス幅が消滅する可能性が浮上する。従って、過度な円安は引き続き日本経済にとって大きなリスク要因である。170 円は実体経済への悪影響という観点から容認できない水準とみられ、160 円台前半で水準訂正を目的とした大規模な介入が続くと予想される。



出所: 日銀のデータを基に明治安田総研作成。予想は明治安田総研、為替以外の要因が2024年1-6月平均で一定と仮定

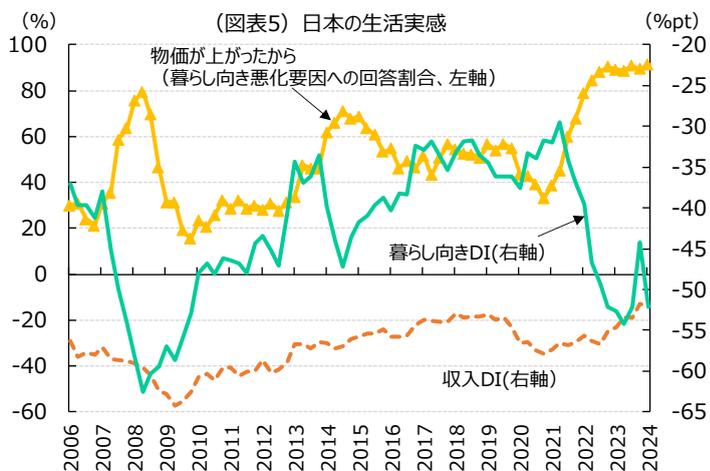
(図表4) 2024年下期の円安が2025年上期に与える影響

	為替 (1ドル =円)	輸入物価	財CPI	CPI	CPI押し上げ効果	実質賃金
25年上期 (24年下期 の円安効果)	155	4.8	2.4	2.6	ベースライン	0.7
	160	7.7	2.7	2.7	0.1	0.6
	165	10.7	2.9	2.9	0.3	0.4
	170	13.4	3.2	3.0	0.4	0.3
	180	19.1	3.7	3.2	0.6	0.0
	190	24.8	4.2	3.5	0.9	▲0.2

出所: フルームバーグのデータを基に明治安田総研推計、輸入物価は6ヶ月前、CPIは持家の帰属家賃を除く。輸入物価、財CPI、CPI、実質賃金は前年比伸び率 (%)
 CPI押し上げ効果は対ベースライン (%pt)

4. 家計の生活実感は世界金融危機以来の低水準、「第一の力第2ラウンド」の阻止をめざす

3 ヶ月に 1 回実施される日銀の「生活意識に関するアンケート調査」からは、足もとの国民生活の厳しさが伝わってくる。2023-24 年春闘における高めの賃上げを反映して、収入判断 DI (1 年前と比べて収入が「増えた」—「減った」) は改善傾向にあるものの、暮らし向き DI (1 年前と比べて暮らし向きの「ゆとりが出てきた」—「ゆとりがなくなってきた」) は 7 月調査で▲52.1%pt と、リーマンショック後の世界金融危機以来の低水準に沈んでいる (図表 5)。暮らし向き悪化要因への回答割合 (複数回答) では、2023 年 1 月調査以降「物価が上がったから」との回答が 9 割前後を占めており、実質賃金の目減りが生活実感を大きく低下させている。消費の回復に向けては、物価高の抑制が急務であり、特に輸入割合が高い食料とエネルギー価格が重要である。同調査における期待インフレ率 (1 年先、中央値) は、CPI (食料) と CPI (エネルギー)

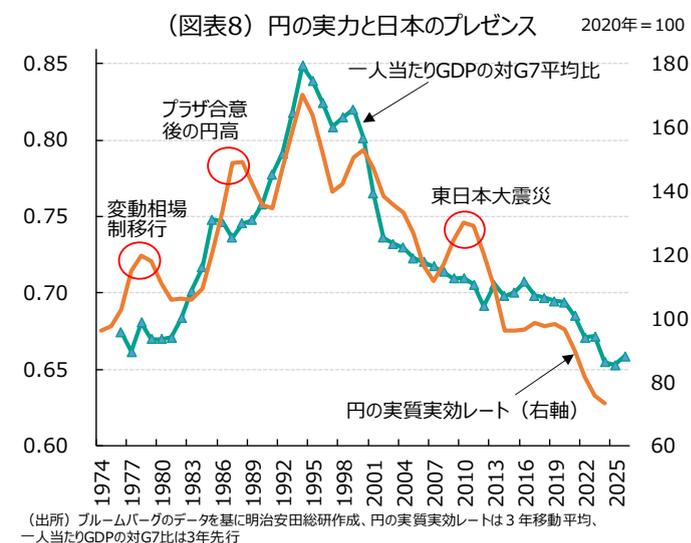
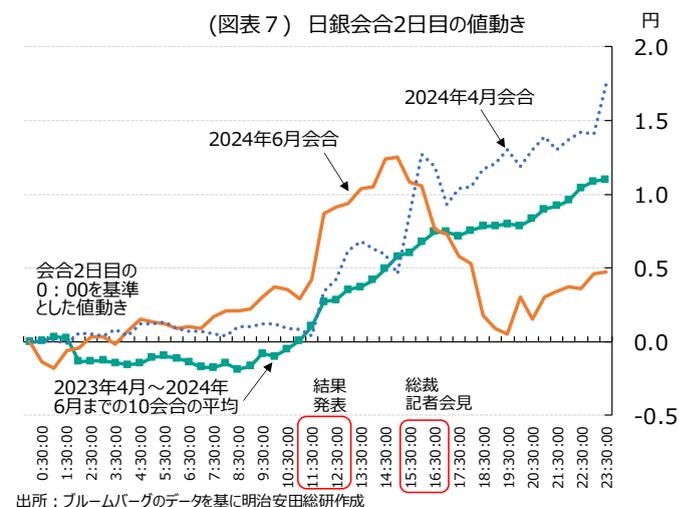
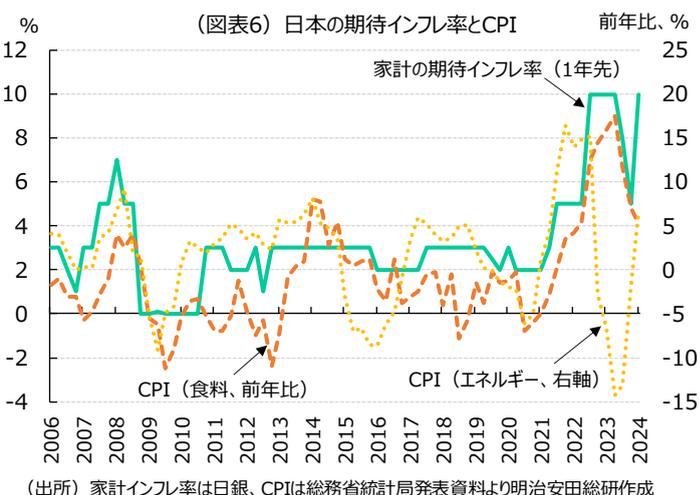


(出所) 日銀「生活意識に関するアンケート調査」より明治安田総研作成。暮らし向きDIは「ゆとりが出てきた」—「ゆとりがなくなってきた」、収入DIは「増えた」—「減った」

一)との相関が高く、CPI（食料）の低下を受けて4月調査で5%まで低下した後、「再生可能エネルギー賦課金」引き上げによる電気代上昇を受けてCPI（エネルギー）が上昇すると、7月調査で再度10%に戻っている（図表6）。食料、光熱費等の必需品目の価格動向は輸入物価の影響を強く受けるため、国民生活保護の観点から当局は円安是正の誘因を強めることになる。

日銀が算出している2024年1-3月の需給ギャップは▲0.66%で、2023年10-12月の▲0.03%からマイナス幅が拡大した。実質GDPベースの個人消費は前期比で4期連続のマイナスと弱く、追加利上げ回数を増やすことは難しい状況にある。これまでの金融政策決定会合では、市場の想定よりもハト派的なスタンスが示されてきた経緯があり、会合2日目のドル/円は、結果発表を境に円安となり、総裁記者会見で一段安となる傾向がある（図表7）。7月末の決定会合後も円安進行リスクは相応にありそうで、当局は先手を打ったと捉えることもできよう。

もっとも、円安はバブル崩壊以降の日本の競争力低下を反映した長期的トレンドでもある。日本の一人当たり実質GDPの対G7平均比は1990年代前半にピークアウトし、金融危機の最中にあった1998年以降急低下、歩調を合わせる形で円の実質実効レートも低下基調となっている（図表8）。足もとで、日本の一人当たり実質GDPの対G7平均比は0.65近辺であり、概ねG7諸国との生産性の差、ひいては賃金格差と整合的である。日本の相対的な経済力は1970年代半ば時点の水準に逆戻りしている。円安基調を反転させるには日本の「稼ぐ力」を底上げするための構造的な取り組みが必要である。日本経済は目下、縮小均衡のデフレ経済から成長型のインフレ経済への転換点にあり、企業の賃金設定行動が積極化、人的・物的資本への投資にも活発化の兆候がみえる。好循環定着により一人当たりGDPを押し上げることができれば、円安是正への道が見えてくる。物価から賃金への流れが確認されるなか、今後は賃金から物価への波及度合いが焦点となる。そのためには消費の底上げが不可欠であり、その最大の障害が過度な円安による輸入物価上昇、いわゆる「第一の力第2ラウンド」である。本邦当局が躍起となって円安を抑えようとしているのは、いまがデフレ経済完全脱却に向けて正念場であるとみているからであろう。



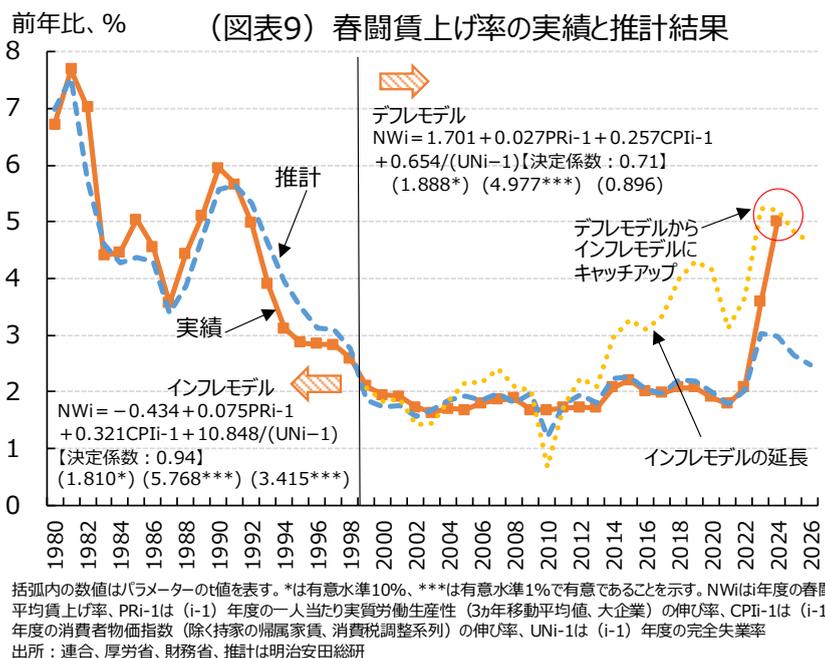
5. 好循環定着には、過度な円安の防止が必要

2025年以降の賃金動向を占うため、まず過去の春闘賃上げ率を追うと、前年度の生産性と物価の伸び、ならば

に失業率との相関が確認できる。ただ、日本で金融危機の最中にあった 1998 年を境に構造変化が生じている。すなわち、生産性、物価、雇用情勢により機動的に賃上げ率が動いていた時代（1975～1998 年、インフレモデル）から、賃下げも賃上げも行なわれにくい時代（1999 年～2023 年、デフレモデル）への移行である。これは、バブル崩壊と金融危機を経験した企業ならびに労働組合が、雇用と給与水準の維持を優先した結果、不況時（生産性が低下し、失業率が上がる局面）でも賃金が下がりにくくなった一方、好況時でも上がりにくくなった様子を示している。しかし、2023 年はデフレモデルの推計値からの明確な乖離（推計値：3.0%、実績値：3.58%）がみられ、2024 年についてはインフレモデルに完全に回帰したように見える（図表 9）。インフレモデルを適用した 2024 年の推計値は 5.2%と、5.1%となった 2024 年春闘の平均賃上げ率と概ね整合的になっている。

以上のモデル分析によれば、2022 年まではデフレ下の慣行（賃金と物価が上がらないことを前提とする行動様式）が根強かったが、2023 年から 2024 年にかけては賃金設定行動が明確に積極化しており、好循環の萌芽が確認できる。この流れを維持できれば、2025 年から 2026 年にかけても高水準の賃上げ率が期待できる。しかし、好循環が停滞すれば、再びデフレ時代に逆戻りする可能性も消えたわけではない。

このままインフレ経済を定着させるためには、賃金と物価の好循環が実現する必要があるが、過度な円安は実質賃金の目減りを通して好循環の芽を摘みかねない。日銀の性急な利上げが経済に悪影響をもたらす可能性を踏まえれば、財務省が保持する介入カードは転換期の日本経済にとって引き続き重要な意味を持つと言えるだろう。



本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください

明治安田総合研究所 エコノミスト 吉川 裕也

電話番号：03-6261-7947

e-mail：yu-kikkawa@myri.co.jp

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●発行元●株式会社明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411