

そうだ目標を見直そう ～総裁人事よりも大切なこと～

2017年7月19日（水）

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

2018年4月で任期満了となる黒田日銀総裁の後任人事を巡っては、これまで黒田総裁の続投が市場関係者の間で最も有力視されてきた（たとえば、日経新聞、産経新聞、ブルームバーグ調査）。しかしながら、ここへ来てそうした予想に疑問を投げかける要人発言が相次いでいる。7月3・4日付けでブルームバーグが報じたところによると、安倍首相とパイプを持つ元日本銀行審議委員の中原伸之氏が「お辞めいただいた方がよい」、「新しい総裁を迎えた方がよい」と明言したほか、前内閣官房参与で安倍政権に経済政策を助言してきた本田悦朗氏も「人心を一新できる人物」が望ましいとして、両氏とも黒田総裁の再任に疑問を呈する考えを示した。本田氏は2017年1月27日付けのブルームバーグ報道で「基本的には黒田総裁の路線を継承してくれる人」としたうえで、再任も「一つのやり方」、「本当にお元気そうで英語も自由自在。非常に立派な方。年齢的には問題ない」と言及した経緯があるので、ここへ来て風向きが変わった印象だ。

7月3日付けブルームバーグ 中原氏
・長くやっていると情性に陥り斬新なアイデアが湧きにくくなる
・お辞めいただいた方がよい
・（次の5年の任気のうちに）必ず異次元緩和の出口の話が出てくるので、その用意ができる人でないといけない
・来年は新しい総裁を迎えた方がよい
・マネタリーベースは欧米と遜色ない500兆円に近づいており、異次元緩和をこれ以上続けることと、2%の物価目標達成との間にどのような関係があるのか
・（物価上昇率とマネタリーベースの関係は）インフレ期待に働き掛ける以外は、まだ理論的に証明されていない
・（政府との間で新たなアコードを策定する際に）ゼロから見直したほうがよい
・2%物価目標達成のために、なぜETF購入が必要なのか分からない
・（ETF購入からの出口について日銀が保有する株式を）企業が買い取らなければ市場で売る、それが嫌であれば自社株をお引き取りくださいと言えよ

7月4日付けブルームバーグ 本田氏
・消費増税をきっかけにデフレ脱却へ向けた勢いが失われている
・レジームチェンジをきちんと再構築できる清新さと、人心を一新できる人間的魅力や誠実さが要る
・増税を主張するような人は適切ではない
・日銀は現在の金融政策の枠組みを維持すべき
・金融政策には限界がある
・金融と財政が「車の両輪として相乗効果を発揮することが大原則」
・国債発行量を急激に減らすのは引き締めだとして、「財政赤字がほぼ一定になるぐらいの運用をしてほしい」
・政策でデフレを脱却しようという偉大な挑戦をやっている。成功させ、万が一デフレになった場合でも政策で脱却できるというモデル、いわばアベ・モデルを世界に示したい

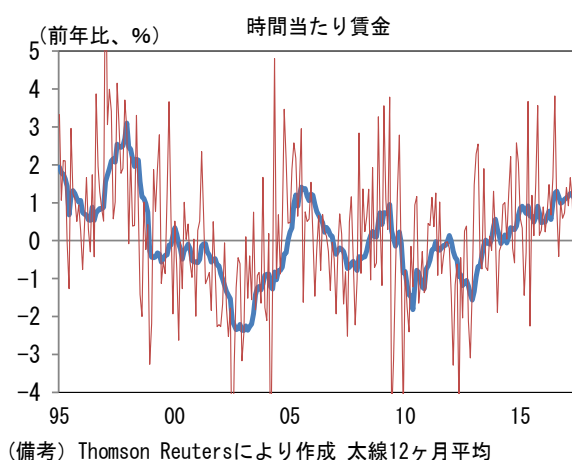
ここで注目すべきは、総裁人事の行方も去ることながら、経済政策のレジームチェンジの可能性。興味深いことに中原氏は「新たなアコード」について言及し「ゼロから見直した方が良い」としている。これが日銀の2%目標の変更を指しているかは不明だが、同氏は、物価目標に変更を加えない限り2年はおろか10年間にわたって政策目標が未達になる可能性が高いことについて問題意識を抱えていると思われる。2013年1月22日に政府と日銀が締結した現行アコードは、2013年4月の新総裁就任を見据えて策定され、日本銀行の責務が2%の物価目標（それまでは目途）であることが明確化されたものが、5年が経過するこのタイミングでそれが見直される可能性はあるだろう。

筆者は7月14日付レポートで金融政策のレジームチェンジに言及した。そこでは2%の物価目標に加えて賃金ターゲットが政策目標に追加される可能性を指摘。賃金を政策目標に追加すれば、①政策目標として国民および政治サイドの共感を得易いという利点があるほか、②そのどちらかの指標の何れかの尺度が政策目標に届く可能性が高まるため、金融政策の自由度が増すというメリットがある。

①については「物価」と「賃金」が長期的に強い連動性を持つことが実証的に明らかになっている。そのため、どちらを政策目標にしても本質的には違いはないのだが、消費者の立場に立てば「物価」よりも「賃金」を上げる政策が好ましいのは言うまでもない。為政者の立場でも「物価のための金融政策」よりは「賃金のための金融政策」とした方が有益だろう。日銀としては賃金を目標に追加することで大規模金融緩和が正当化されるという効果もある。

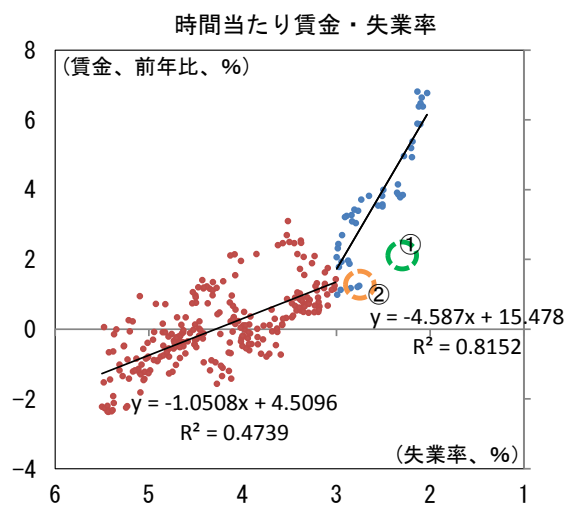
②については、まず目標設定を議論する必要があるが、賃金上昇率の目標として「3%」という基準が考えられる。3%の根拠は2%の物価上昇率に1%程度の生産性向上を加算して実質賃金で1%の上昇を確保するというもの。野心的な数値ではあるものの、こうした目標は政治的にも国民（消費者・労働者）の感情的にも受け入れられ易いだろう。その他では、現実的な数値として「2%」や「2%超」とすることも考えられるが、これでは実質賃金上昇率の0%を容認することになってしまいマイナスの影響が懸念される。

ここで現実に目を向けると毎月勤労統計のヘッドラインである「一人当たり賃金」は前年比0%台半ばでもたつており、3%はおろか2%超でもかなり高い目標にみえる。「一人当たり賃金」は足もとでこそ雇用ミックスの改善を映じて伸びを高めているものの、3%は明らかに非現実的である。そこで注目すべきは普段さほど重視されていない「時間当たり賃金」。この尺度でみた賃金上昇率は、足もとで既に1%超の軌道にあり、「一人当たり賃金」とはガラリと印象が変わる。



「一人当たり賃金」ではなく「時間当たり賃金」で賃金動向を測ることに違和感を覚えるかもしれないが、[「平成26年度経済財政白書」\(内閣府\)](#)では、(自らの意思で)短時間労働を選択する労働者の存在によって「一人当たり賃金」が下押ししている状況下では、そうした影響が除去される「時間当たり賃金」の方が適切という指摘がなされている(※内閣府経済財政白書が「時間当たり賃金」を重視するのは平成26年度に限ったことではない)。よって、必ずしも日銀にとって“都合のよい”解釈ではない。またFEDも(BLS雇用統計の)平均時給を重視していることを踏まえると、日銀がそれに倣って「時間当たり賃金」を政策目標に採用する自体にさほど違和感はない。

今後、労働市場が一段と逼迫していくなかで「時間当たり賃金」が2%を超える蓋然性はそれなりに高い。実際、失業率が3%以下の領域に突入すると、賃金は加速度的に上昇する傾向が観察されており、この関係が再現されるならば、失業率2%台前半の時に4~5%の賃金上昇率が達成されることになる。もちろん現状の日本経済に照らし合わせると4~5%の賃金上昇は非現実的と言え、図中の傾向線を大幅に下振れる可能性が濃厚だろう。しかしながら、それでも図中の①の領域まで上昇する可能性は十分にあるだろう(現在は②の領域に位置)。さすがに3%までは距離があるとはいえ、消費者物価の前年比上昇率2%を安定的に持続させるよりはハードルが低く、実現可能性が高い政策目標と言えるだろう。2018年4月の新総裁発足(黒田総裁続投含む)を控え、政策目標が見直されるか注目したい。



(備考) Thomson Reutersにより作成 傾向線は3%で区別 時間当たり賃金 1992年以降