

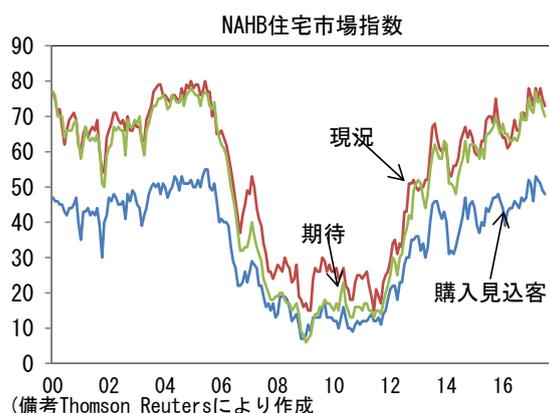
人気のない物価目標はやめて賃金目標を ～総裁任期満了を見据えた予習～

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

【海外経済指標他】

- ・7月米NAHB住宅市場指数は64と下方修正された6月の値から2pt低下。依然として住宅市場の活況を示す領域にあるものの、3月をピークに7ptも低下しており、足もとで住宅市場が軟化しつつあることを示唆している。これは最近の住宅関連指標の減速と整合的。



【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は横ばい。NYダウは小幅下落もNASDAQは堅調、S&P500は小幅ながら反発。WTI原油は46.40ドル（+0.38ドル）で引け。
- ・前日のG10通貨はAUDとEURの強さが目立った一方、GBPが小幅ながら下落。米長期金利が低下するなかでJPYは買われ、USD/JPYは112近傍まで水準を切り下げた。AUDの強さはRBA議事要旨で豪経済に対する楽観的な見方が示されたこと、GBPの弱さは英CPIの予想比下振れが背景。
- ・前日の米10年金利は2.259%（▲5.5bp）で引け。欧州市場が株安、金利低下となった流れに追隨して米国市場も金利低下の展開。欧州債市場（10年）はドイツ（0.554%、▲2.7bp）が金利低下となりフランス、イタリア、スペインが追隨。対独スプレッドはフランス、イタリア、スペインでタイトニング。英国ではCPIの予想比下振れをきっかけに英国債ラリー。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は米国株が横ばいで動意に乏しいなか、前日終値付近でもみ合い（11:00）。

< #政策目標変更の可能性を探る #時間当たり賃金に注目 >

- ・明日は日銀金融政策決定会合の結果が発表されるが、市場関係者のほぼ全員が金融政策の「現状維持」を予想しており、無風通過となる公算が大きい。18日当レポートで指摘したとおり、展望レポートの見通しは、2017-18年度の成長率見通しが引き上げられ、物価見通しに下方修正が加えられると予想されるが、それ以外に目立った変化はみられないと思われる。

- ・筆者は [7月14日付当レポート](#) 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。これは政策目標として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%超」とすることも考えられる。
- ・とはいえ、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である。一方、さほど注目されていない「時間当たり賃金」は、足もとで既に1%超の軌道にあり、随分と印象が変わる。時間当たり賃金で賃金インフレの動向を測ることは「[平成26年度経済財政白書](#)」(内閣府)で指摘されているとおり、(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」の方が適切という考え方に立つと、何も日銀にとって“都合のよい”解釈ではない(※内閣府経済財政白書が「時間当たり賃金」を重視しているのは平成26年度に限ったことではない)。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%程度に近づくことの蓋然性はそれなりに高い。それでも高い目標であることに変わりはないが、物価目標2%よりは達成が容易だろう。
- ・2018年4月の新総裁発足(黒田総裁続投含む)を控え、政策目標の見直し機運が高まるかに注目したい。

