

「消費者物価以外」に注目 ～歪んでいても非常に強い所定内給与～

2018年5月15日（火）

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】

- ・欧米で主要経済指標の公表はなかった。

【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

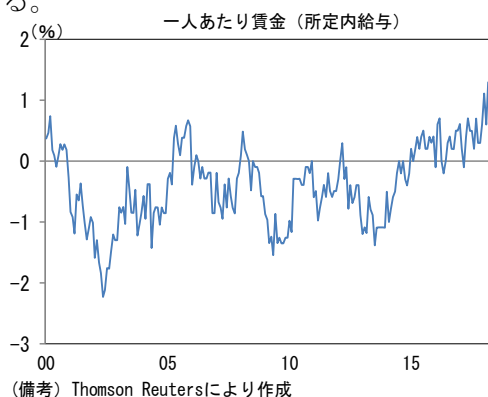
- ・前日の米国株は8日続伸。マクロ面で材料に乏しいなか、トランプ大統領がツイッターで中国の通信機器大手に課した制裁を解除する方向で習金平国家主席と取り組んでいる、と言及したことが好感された。WT I 原油は70.96^{ドル}（+0.26^{ドル}）で引け。
- ・前日のG10 通貨は米長期金利が上昇するなかでUSDの強さが目立った。後述の仏中銀総裁発言を受けて欧州通貨が買われる場面があったものの、米国時間午後になるとUSDは主要通貨に全般に対して買い優勢となった。USD/JPYは109前半から109後半へと水準を切り上げ、EUR/USDは1.19前半へと水準を切り下げた。
- ・前日の米10年金利は3.002%（+3.3bp）で引け。欧州時間にビルロワドガロー仏中銀総裁が「量的緩和終了から『相当期間』金利を据え置くとしているガイダンスについて、数四半期を指しているものであり数年ではない」、「利上げ開始時期について、ECBが新たなガイダンスを示す可能性がある」と発言したことがタカ派的と捉えられてか欧州債金利が上昇。米国固有の材料に乏しいなか、米国債金利も追随した。欧州債市場（10年）はドイツ（0.611%、+5.2bp）、フランス、イタリア、スペインが金利上昇。対独スプレッドは概ね横ばい。イタリアでは、同盟と五つ星運動による連立政権樹立が間近に迫っているが、五つ星運動のディ・マイオ党首は連立協議延長を求めており、最終合意まで2 - 3日ほど時間を要する見込み。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は米国株上昇に追随して小高く寄り付いた後、上げ幅縮小。前日終値付近でもみ合い（9:30）。

<#毎月勤労統計 #ノイズ混じり #とはいえ高い伸び #日銀に与える影響 #金融政策>

- ・3月毎月勤労統計によると現金給与総額は前年比+2.1%と、2003年6月以来の高水準となった。振れの大きい特別給与（≒ボーナス）が+12.8%と著しく伸びて全体を押し上げたほか、所定外給与が+1.8%へと大幅に加速、最重要項目の所定内給与は+1.3%と1997年以来の高い伸びを記録した。所定内給与は一般労働者に限定しても+1.1%と非常に強く、1 - 3月の平均伸び率は+1.0%に到達。これは2017年の年間伸び率（+0.3%）から大幅な加速である。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

- ・ただし、こうした毎月勤労統計の目覚しい強さは1月のサンプル変更によって誇張されている可能性が高い。サンプル要因が混入しない旧系列（共通事業所ベース）は現金給与総額が+0.9%、所定内給与が+0.8%と新系列との間に断層が生じている。したがって1月以降の大幅な加速は割り引いて評価する必要があるだろう。
- ・こうしたノイズ混じりの毎月勤労統計について、以下の3つの視点は日銀の金融政策に影響を及ぼし得るため注意が必要だろう。①旧系列でも所定内給与が加速基調にあること、②（そもそも新系列の強さがサンプル要因でなく実力である可能性も含めて）日銀が毎月勤労統計の強さをサンプル要因として割り引いて取り扱うとは限らないこと、③春闘が反映される4月以降は更なる加速が期待されること。
- ・このようにノイズ混じりとはいえ、賃金指標が日銀をサポートする反面、物価指標は弱い。既発表の4月東京都区部CPIをみる限り、価格改定が集中する4月も値上げは「不発」に終わった可能性が高く、全国CPIは4月に減速が見込まれている。
- ・日銀が最重要視する消費者物価が望ましい動きとならない状況下、日銀としてはインフレの基調がしっかりと上向いていることを強調したいのが本音だろう。4月会合の「主な意見」では、日銀短観の販売価格判断DIの上昇や5年連続のベア等、消費者物価では観察することのできないインフレ圧力を引き合いに物価の上向き基調が強調されていたが、今後は（ノイズ混じりを承知のうえで）賃金指標の強さにフォーカスする可能性があるだろう。このような「消費者物価以外の強さ」は出口戦略に着手する根拠の一つにも成り得るため注視する必要がある。