

内需株、物価低温から適温への伸びシロ

需給ギャップ改善、物価修復、実質金利低下の好循環

2017/12/29

世界的にゴルディロックス（Goldilocks、適温）相場の持続性が焦点になっているが、日本は根深い低温物価が続いてきただけに、内需株を中心に「適温物価」までの株高余地がある。需給ギャップが反映される企業向けサービス価格指数は11月に53カ月連続で前年比プラスを維持したほか、11月の消費者物価指数（CPI）は生鮮食品を除くコアで32カ月ぶりの高い伸び率を回復してきた。日銀による長期金利の抑制策堅持とあいまって、需給ギャップ改善と物価修復、実質金利押し下げの好循環ループが形成されつつある。

実質金利マイナス、90年代以降では初の継続性

「東京の不動産価格は回復に向かっているが、バブル期の1990年に付けた水準を依然として40%から50%下回っている。現在も不動産デベロッパーによる積極姿勢は続いているほか、新たな起業家層の台頭や容易な借入れ、アジアをはじめとする海外の買い手の増加を受けて需要は根強い。（局地的ながらも）住宅価格が史上最高値を更新するのもそう遠い先ではないだろう」――。

日本株に強気な外国人投資家からは、都心部の不動産に関しても前向きな見通しが聞かれる。

ちょうど日銀による最新11月の企業向けサービス価格指数（2010年平均＝100）では、「不動産賃貸」が前年比+1.64%となり、4月の+1.96%以来の伸び率を回復してきた。5月から10月にかけての+1.43%前後での伸び悩みを経て、改めて底堅さが示されている。不動産価格の上昇持続は株高と合わせた資産効果とあいまって、期待インフレにはプラスとなりやすい。日本では懸案の賃金についても、来年2月前後の春闘に向けて3%の賃上げ期待が高まってきた。

すでにサービス価格指数では「労働者派遣サービス」が11月に前年比+1.88%となり、前月の+2.16%に続く高い伸び率を保っている。2014年前後や1997年前後の消費税増税要因を除くと、1993年以来となる+2%前後でのプラス定着となってきた。引き続き正規社員の増加や日本企業全体の賃上げへの波及ペースは鈍いものの、所得環境の底上げには期待をつなぐものとなっている。

現在は世界的に適度な経済成長の一方での「デフレでもインフレでもない適温ゴルディロックス」という物価環境が広がっている。しかし、日本ではコアCPIの前年比が昨年まで前年比マイナスに落ち込み、今年も1月から7月まで+0.1%から+0.5%前後で低迷する「低温物価」のデフレ圧力が続いて

きた。その意味で日本株市場では内需関連株を中心に、これまでの低温物価とデフレ懸念から、適温物価へ完全定着していくまでの株高余地が残されている。

東証の業種別株価指数では年初来リターンとして、TOPIX平均を下回っている低迷セクターの中に、電気・ガス、不動産、証券・商品先物取引、銀行、陸運、その他金融、保険、医薬品――といった内需関連が目立っている。来年にかけてこうした内需株は、デフレ完全脱却をテーマとした出遅れ修正余地が注目されよう。

最新11月のコアCPIは前年比+0.9%となり（前月は+0.8%）、2015年3月以来32カ月ぶりの高い伸び率を回復してきた。それでも日銀の物価目標である+2%には程遠く、日銀による来年2018年度見通しの+1.4%までは伸びシロが残されたままだ。

しかも11月の国債市場では日銀による長期金利抑制策の堅持もあって、10年債金利が月間最高でも0.07%にとどまった。結果、「名目金利－物価変動率」で算出される実質10年債金利は、単純試算で－0.83%以下に押し下げられている。すでに2月から10カ月超の実質マイナス金利が定着してきたが、2014年前後の消費税増税要因を除くと、90年代以降では初めての超緩和環境の継続となってきた。現在は不動産価格上昇や株高などで期待インフレが修復されており、実質金利のマイナス定着は日本企業による設備投資や人材投資といった将来投資の背中を押していく。

需給ギャップがプラス、過去はドル安・円高制御

現在は人手不足などによる雇用増加と緩やかな賃金上昇を受けて、企業サイドは漸進的に価格転嫁を進捗させている。12月の日銀短観では大企業製造業の販売価格判断DI（上昇－下落）が+1となり（前回はゼロ）、実に2008年9月以来9年ぶりのプラス回復となってきた。過去には期待インフレと密接な相関性を有しており、これまでの期待インフレ低下と物価下落、円高圧力の負の連鎖に歯止めをかけていく。

同時進行で需給ギャップと相関性の高い企業向けサービス価格指数は、11月に前年比+0.8%と53カ月連続でプラス傾向を維持させた（前月は+0.7%）。すでに日銀試算による需給ギャップでは2016年10－12月から3期連続でプラス回復のデフレ後退となっており、今年4－6月は+1.22%へとプラス幅を拡大させている。過去に需給ギャップは2006年1－3月に長期マイナスからプラス定着となったが、連動

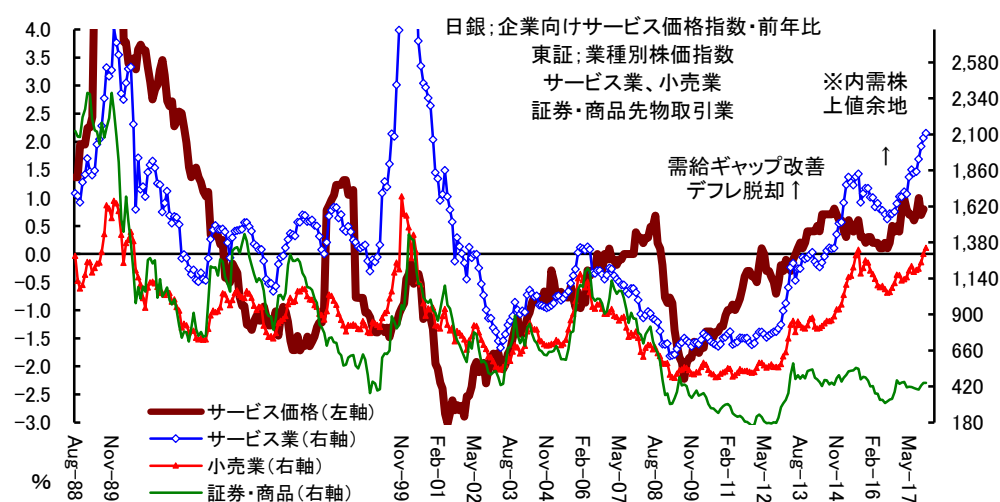
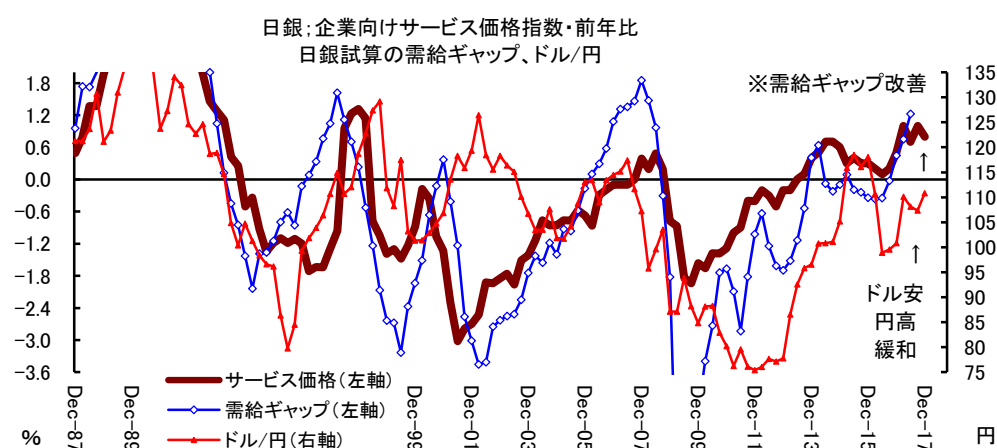
する形で為替相場でのドル/円は 109 円前後から 2007 年の 124 円方向までドル高・円安が後押しされている（デフレは通貨高、インフレは通貨安の各要因）。

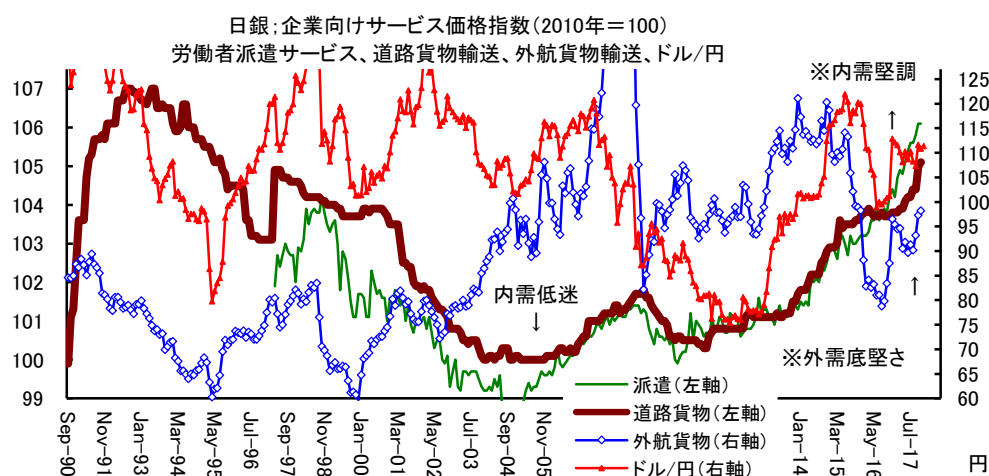
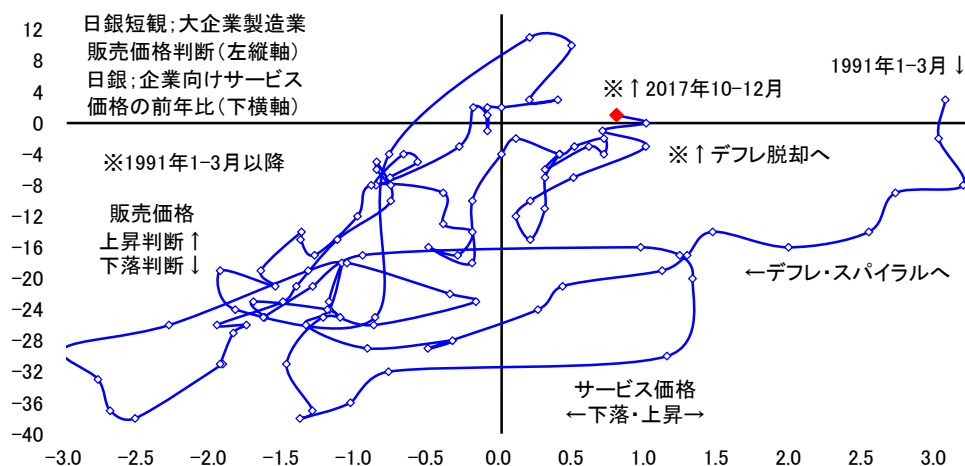
その前でいえば需給ギャップは 1996 年 1-3 月以降にプラス定着となったが、ドル/円は 101 円前後から 1998 年の 148 円方向までドル高・円安がオーバーシュートされた。1980 年代の過去実績として国内の需給ギャップがプラス化となっている間はドル高・円安のパターンが目立っており、来年にかけては最低限でも「前年比でのドル安・円高リスク」を阻止するマクロ経済環境が整備されている。

世界的にも IMF は来年の先進国と G7 の広義需給ギャップを「11 年ぶりのプラス回復」と予測している。日本では深刻な人手不足や企業による設備投資への慎重姿勢などもあり、来年にかけて雇用・設備の不足超過による需給ギャップのタイト化が持続する可能性が高い。

11 月の企業向けサービス価格指数でも、外需の需要が反映される「海上貨物輸送」が前年比 +4.02% となり、前月の 5.26% に続く高い伸び率を記録した。同時に内需の影響を受ける「道路貨物輸送」は前年比 +1.36% となり（前月は +1.26%）、関連業界の価格引き上げなどもあって 2015 年 5 月以来の上昇率となっている。1990 年代以降の回復局面で見られてきた過度な外需依存は是正されてきた。

ちなみに期待インフレと相関性のある日銀短観の価格判断 DI と、需給ギャップが反映される企業向けサービス価格指数の前年比については、相互の相関関係を示す循環分布図が 1991 年以降、互いにマイナスがマイナスを呼び合う負のデフレ・スパイラルが何回転も繰り返されてきた。しかし、サービス価格は 2013 年 6 月からプラス定着が固まるなか、遅行波及する形で販売価格判断もプラス局面に移行するというデフレ脱却と前向きな好循環ループへの共振関係に移行しつつある。





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、複製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。