

OECD の物価下げ渋り、適温回帰支援

1 年ぶり下落歯止め、投資抑制で需給ギャップも改善へ

株式会社ジャパネコノミックスパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2019/12/6

OECD（経済協力開発機構）による加盟先進国の CPI（消費者物価指数）前年比は、1 年ぶりに下落歯止めとなってきた。グローバルなデフレ懸念の緩和につながるもので、適温経済への回帰が支援されやすい。今年は世界的に設備投資や生産が抑制されたことなどもあり、IMF の見通しでは先進国 G7 総計の広義需給ギャップが来年に 13 年ぶりのプラス幅が見込まれている。マイルドなインフレ環境は低成長・低インフレによる金利上昇の抑制とあいまって、株価や不動産といった資産価格の下支え要因となる。

デフレ緩和でマイルドインフレ、リスク資産支援

「（政府・与党による事業規模 26 兆円、財政措置 13.2 兆円という大型経済対策は）五輪特需剥落までを見据えた景気下支えの意味があるほか、安倍晋三首相・自民党総裁の任期が 2021 年 9 月に迫るなか、政権レガシー（政治的遺産）として、脱デフレと経済再生だけは一定のメドをつけたいという政治的な覚悟も込められている」――。

ある内閣官房の関係者はこのような解説を行う。実際に安倍首相は 11 月 20 日、在職日数が第 1 次内閣を含めた通算で憲政史上 1 位となったことを踏まえ、残り任期について「デフレからの脱却、少子高齢化への挑戦、戦後外交の総決算、その先には憲法改正もある」と抱負を語り、第一課題に脱デフレを掲げている。

しかも安倍首相は 2018 年 9 月、自民党総裁選で日銀の異次元緩和について、「ずっとやっていいとは全く思っていない。任期のうちにやり遂げたい（＝やり終えたい）」と明言した。2021 年 9 月の自身任期までに、日銀の出口戦略を側面サポートしていくことを実質公約している。その意味で今回の大型対策は、「日銀の出口戦略を支援するための最後の日銀への長期金利抑制頼み」としても注目されそうだ。

その中で足元では世界的なデフレ圧力の緩和が、日本の「デフレ逆戻り回帰」を阻止させる援軍となってきた。OECD による加盟国総計の CPI（消費者物価指数）は、最新 10 月に前年比 +1.6% となり、前月と同水準で踏みとどまっている。2018 年 10 月の +3.1% を最高とした下落基調から、下げ渋りへと移行している。現在は WTI 原油相場が月間の安値比較で 11 月に前年比 +9.4%、12 月は 3 日時点で +30.7% となり、やはり昨年 10 月以来のプラス回帰となっている。OECD の CPI についても、先行き底入れが支援されやすい。

しかも前回の世界減速時には、2015 年に同 CPI

が +0.5% へと大きく落ち込んだ。また、リーマン・ショック前の最低水準でいえば、2006 年や 2004 年時の +1.7% という実績がある。それからすると今年 10 月の +1.6% という伸び率は、貿易摩擦や中国の高成長終焉、欧州など先進国での長期低成長入りといった複合打撃に見舞われながらも、過度な世界デフレの抑制を示唆するものだ。

過度なデフレ・リスクの緩和とマイルドなインフレ環境は、低成長・低インフレによる金利上昇の抑制とあいまって、世界的に株価や不動産といった資産価格の下支え要因となりやすい。

MSCI 先進国株指数（ドルベース）の不動産業指数でいえば、過去に WTI 原油相場が前年比マイナスからプラス転換した初期局面で、2017 年に前年比 +11%、2016 年に +14%、2013 年に +24% といった上昇実績を有している。いずれもその後に原油の一段高と米長期金利の上昇が加速過熱された段階から、反動反落に転じるパターンが繰り返されてきた。

また、MSCI 先進国株の総合指数自体も、OECD 加盟国総計の CPI 前年比と明確な相関性を有している。前回の長期 CPI 下落は 2016 年 3 月で底入れとなったが、MSCI 指数も連動して底入れ反発へと移行。月間の高値比較では、22 カ月後の 2018 年 1 月まで +36% の上昇ラリーが形成されている。その前に CPI が 2013 年 4 月に底入れしたあとは、25 カ月間で +23% の株高、2009 年 6 月以降は 23 カ月間で +39% の株高トレンドが連動観測されている。

G7 の広義需給ギャップが改善、ドル/円と相関性

世界的なデフレ圧力の緩衝材としては、先進国を始めたとした需給ギャップの改善がある。各国ともに需要の減少は続く一方、高齢化や内需サービス業の拡大などによる人手不足で雇用は底堅さを保っているほか、貿易摩擦や世界減速などで設備投資と生産活動は手控えられている。結果、あくまで過去の減速比では、需要不足と過剰供給のミスマッチが深刻化していない。

IMF の世界経済見通しによると、広義の需給ギャップを示す産出量ギャップ・対潜在 GDP 比 (Output gap in percent of potential GDP ; Percent of potential GDP、2018 年以降は推計) は、先進 7 カ国 (G7) 合計で 2020 年は +0.94% となっている。2019 年見込みの +0.84% から上昇となり、2009 年の -4.56% をボトムとした正常化軌道が継続。2007 年の +1.90% 以来、実に 13 年ぶりのプラス幅拡大という公算となっている。

G7 の広義需給ギャップでのプラス改善は、過去

実績としてリスク回避時のショックが和らぎ、円高が抑制されてきた。同時に世界的なデフレ圧力の日本波及が緩和されるため、日本でのデフレ・円高圧力が限られてきた実績を有している。

例えば今年のギャップ見込みは+0.84%であり、前年 2018 年の+0.76%から+0.08%の僅かな上昇となっている。ドル/円の年間ドル安値は 12 月 4 日時点で 104.45 円前後で、昨年安値の 104.56 円前後と同水準で踏みとどまっている。2017 年の G7 ギャップは前年比+0.75%の大幅改善となったが、ドル円の年間安値は 107.32 円前後となり、2016 年の 98.92 円前後からドルが大きく切り上がった。

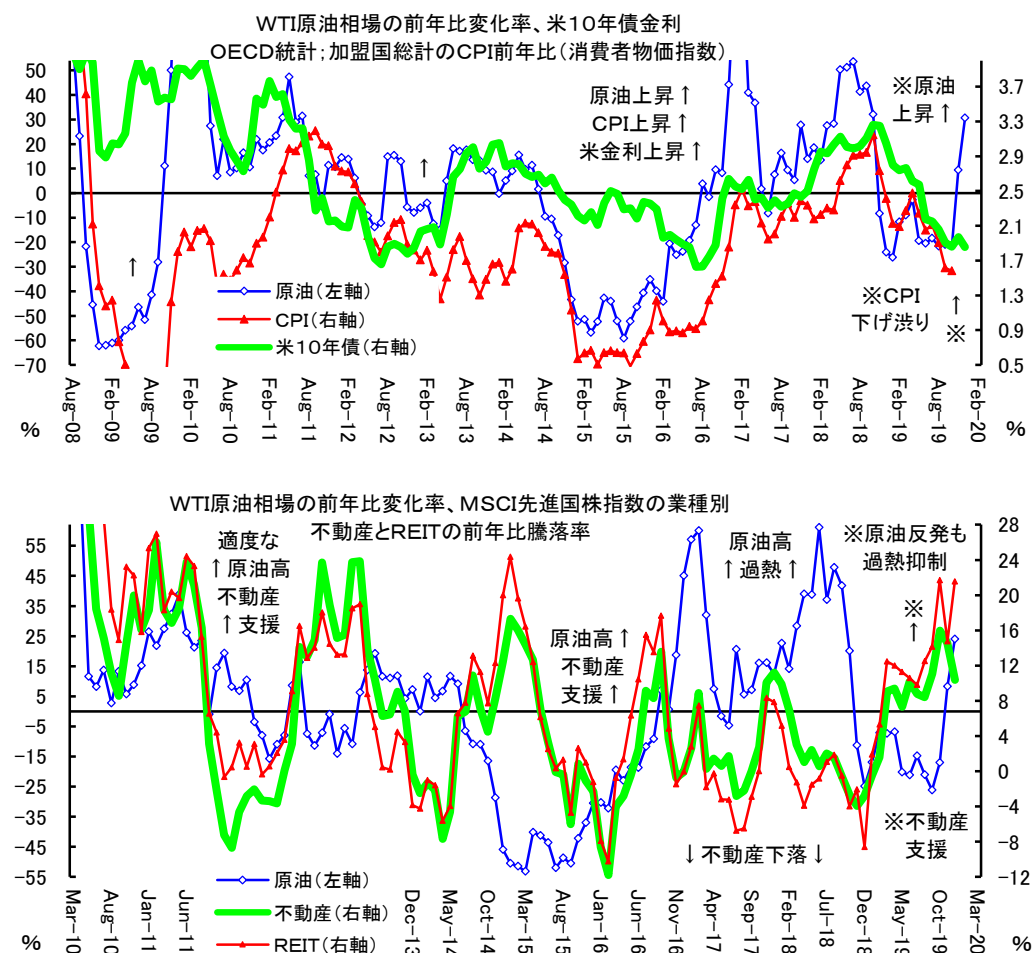
その意味で来年のギャップ予測は前年比+0.1%という小幅上昇の 0.94%となっており、今年と同様のドル安値 104 円前後で踏みとどまったり、緩やかなドルの下限切り上がりが想定される。

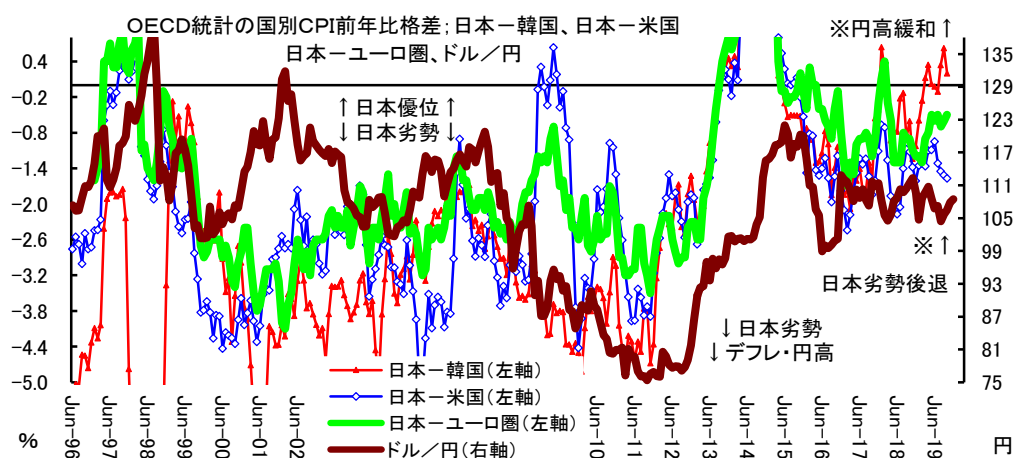
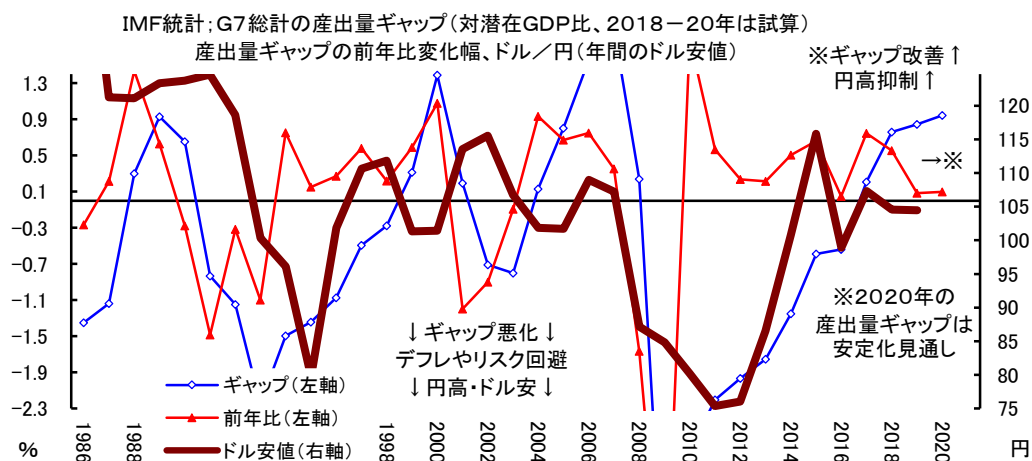
OECD の国別 CPI 前年比でも、日本の対世界比「物価下振れ」という内外価格差から派生する円高圧力が是正されてきた（他国比での相対デフレは通貨高、相対インフレは通貨安の要因）。10 月に日本は前年比+0.2%と低迷したが、隣国の韓国は横這い

のゼロ%とさらなる低迷が示されている。結果、CPI 前年比の「日本－韓国」格差は、+0.2%の日本優位となっている。今年 3 月からは日本優位が目立っており、世界減速下でも対韓国ウォンを始めとした対アジア通貨での円高抑制要因となっている。

ちなみに「日本－韓国」の CPI 格差は、2010 年に-4.8%、2004 年に-5.0%、2001 年に-6.0%といった大幅な日本の下振れ局面があった。それが他国との物価格差から派生する日本での相対デフレ圧力となり、デフレが円高を一段と促す負の共振スパイラルが激化されてきた実績を有している。

10 月の CPI 前年比では「日本－ユーロ圏」の格差も-0.5%となり、2 月の-1.3%をボトムに日本の劣勢が改善されてきた。こちらも 2012 年以前には、-2%から-3%の日本下振れが長期定着。1999 年前後からの「デフレ 15 年」の一因となってきた実績がある。現在は日本以外の各国に高齢化・低成長・低インフレ・低金利という「日本化」が伝播されており、他国比での相対デフレによる日本での円独歩高圧力は減退してきた。





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、複写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。