

世界デフレ緩和する需給ギャップ修復

供給減など、IMF 来年 G7 予測は 11 年ぶり改善幅

2020/10/23

世界的なデフレ圧力を緩和させる要因として、需給ギャップの修復が注目されよう。IMF の最新世界経済見通しでは、主要先進国 G7 の広義需給ギャップが来年に-2.2%となり、マイナス持続ながらも前年比の変化幅は+1.7%と 11 年ぶりのプラス幅が見込まれている。コロナ打撃や感染対策による供給の制約・圧縮などの影響が大きく、需要は回復の鈍さが続くとはいえ、過去実績として G7 需給ギャップの前年比改善は日本企業の収益や日経平均株価、米 10 年債金利などの「前年比プラス化」が支援されてきた。

前年比ギャップ改善、前年比の収益や株価を支援

「日本では物価上昇へ向けたモメンタムが失われているが、一方で物価の大幅な下落が持続するような状況にはなっていない。今回の（コロナ・ショックの）ように不可避的な経済活動の制限に起因する需要の落ち込みに際して、企業は『販売価格を引き下げても需要の拡大が見込めず、費用をカバーできなくなる』と考えるため、物価下落圧力の加速が抑制されていることが考えられる」――。

日銀の桜井真審議委員は 21 日、このように最新の物価判断を示している。過去の内外減速局面に比べればデフレ圧力は制御されているが、それでも当面は「需給ギャップがマイナスに転じており、物価は弱めの動きが続く」（同）可能性があるという。

その中で IMF の最新 10 月・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）は、主要先進国 G7 の来年が-2.2%と予測された。2 年連続のマイナス低迷ながら、今年見込みの-3.6%からは+1.4%の改善となっている。前年比のプラス幅としては 2010 年の+1.4%以来、11 年ぶりの大きさとなるものだ。

あくまでもコロナ打撃によるサプライチェーン障害などの供給制約や、感染対策としての生産制限など、供給減少の影響が大きい。世界的に設備投資は 2019 年に貿易摩擦や世界減速、2020 年にコロナ打撃や原油安などで停滞しており、「過剰設備の抑制」も需給ギャップの修復に寄与している。一方で来年の需要については今冬からの感染 2 波懸念などもあり、回復の鈍さへの警戒感が根強い。

それでも過去実績として供給減主導であれ、翌年にかけての G7 需給ギャップ前年比改善は、翌年の日本企業の収益や日経平均株価の「前年比プラス化」が高確率で支援されてきた。米国でも 10 年債金利の

「前年比上昇」につながり、ドル/円では前年比でのドル安減退やドル高につながってきた実績がある。

例えばリーマン・ショック後の場合、G7 需給ギャップは 2009 年の-5.8%から 2010 年は-4.4%と+1.4%の復調となった。来年 2021 年予測と同じ前年比のプラス幅となっていたが、日本では日銀短観の大企業・製造業による経常利益・年度計画が 2010 年末の 12 月調査で前年比+57.8%の反動改善となっている。日経平均株価は月間高値比較で、2010 年の 12 月に前年比+1847 円の上昇が記録されていた。

その前では G7 需給ギャップが 2003 年の-1.6%から、2004 年は-0.9%と前年比+0.7%幅という修復局面があった。同年 12 月の日銀短観で経常利益は+24.0%の前年比改善となり、同年 12 月に日経平均は前年同月比+819 円高という連動上昇が見られている。その 2004 年時に米 10 年債金利は前年の年間 3.1-4.7%推移から、3.6-4.9%とへと微妙にレンジが上方修正されていた。

現在の場合、すでにアジアでは米欧比での感染抑制や段階的な経済正常化、景気対策と金融緩和の効果などもあり、需給ギャップの先行改善を含めた物価上昇が散見され始めた。

過度なデフレ緩和、銀行株などの出遅れ修正支援

中国では 9 月の CPI（消費者物価指数）で中心都市・北京市が前年比+1.0%となり、前月の+0.9%を含めて 2 カ月連続でプラス幅を拡大させている。1 月の+4.5%以降、コロナ打撃で急激なデフレ圧力と物価急落に見舞われてきたが、7 月の+0.7%で底入れを固めつつある。

アジア各地でも 10 月 15 日以降の現地ニュースでは、「台湾 IC 設計大手 2 社が製品価格を値上げ」、「台湾鉄鋼最大手が、11 月の鋼材価格を 3 カ月連続で値上げ」、「フィリピンの配電最大手が 10 月の電気料金を引き上げ。電力需要の増加などで」、「ベトナム・ホーチミン市の住宅販売価格が、7-9 月に前年比+15%の上昇。供給不足などで」、「カンボジアの首都プノンペンの一戸建て住宅価格が、9 月に前年比 2 倍の上昇」、「NZ の 9 月住宅販売件数が前年比+37%の急増となり、価格も記録的な上昇」――といったデフレ後退の動きが見られている。

世界的な「供給圧縮」要因による需給ギャップの修復でいえば、米エネルギーサービス会社ベーカー・ヒューズによる米国内の石油・天然ガス掘削リグ稼働数が、最新 10 月 16 日週に 282 基となった。前週の 269 基や過去最低となった 8 月 14 日週の 244 基からは小幅に増加してきたが、昨年末の 805 基と

の比較では 35%水準にまで供給調整が進捗している。

米国内外での資源需要減退に対応した稼働削減だが、過去実績としてこうした資源関連の生産調整が進捗すると、米国やG7の需給ギャップは改善へと連動波及してきた。すでに現在は前年末比で、-523基もの急減となっている。リーマン・ショック後の2009年も年末時点で-543基と同水準の大幅減となったあと、米国やG7の需給ギャップは底入れと改善に向かっている。

米国内の生産設備状況でいえば、鉱工業生産の設備稼働率が最新9月に71.5%となった。前月の72.0%からは低下となっているが、4月の64.2%を直近ボトムとして底入れは固めつつある。過去実績として70-75%を下回る稼働率低下は「余剰設備の増加」となり、需給ギャップの悪化を後押しさせる一因となってきた。

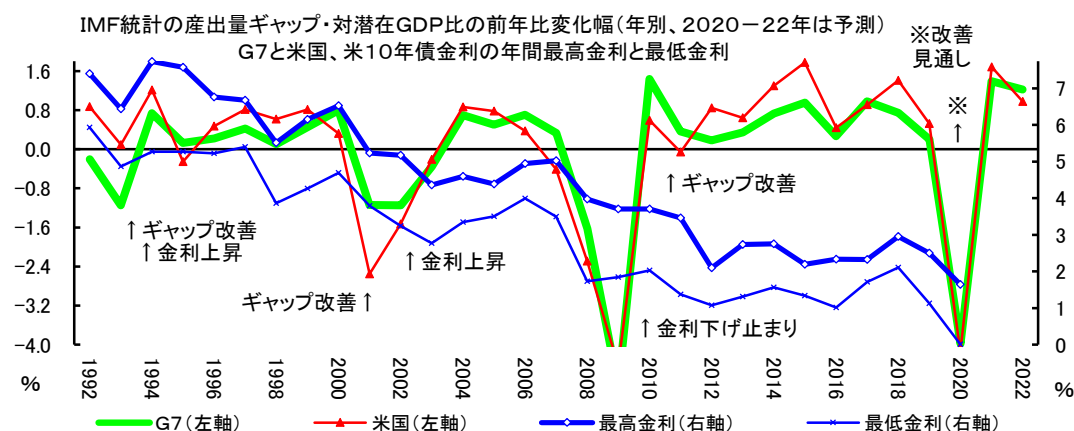
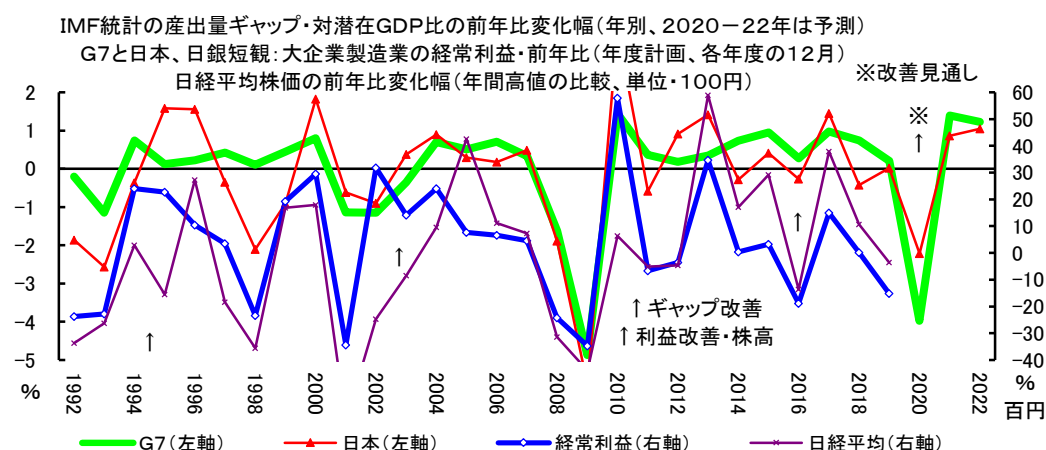
しかし、現在のような稼働率急低下を経たうえでの反動上昇局面は、余剰設備の調整進捗や新規設備投資の抑制などによる「需給バランスの最悪期通過」が示唆されている。米国内外でのデフレ圧力緩和にもつながるもので、現在の米10年債金利の下限切り上がりは連動関係した基調変化として注目されそう

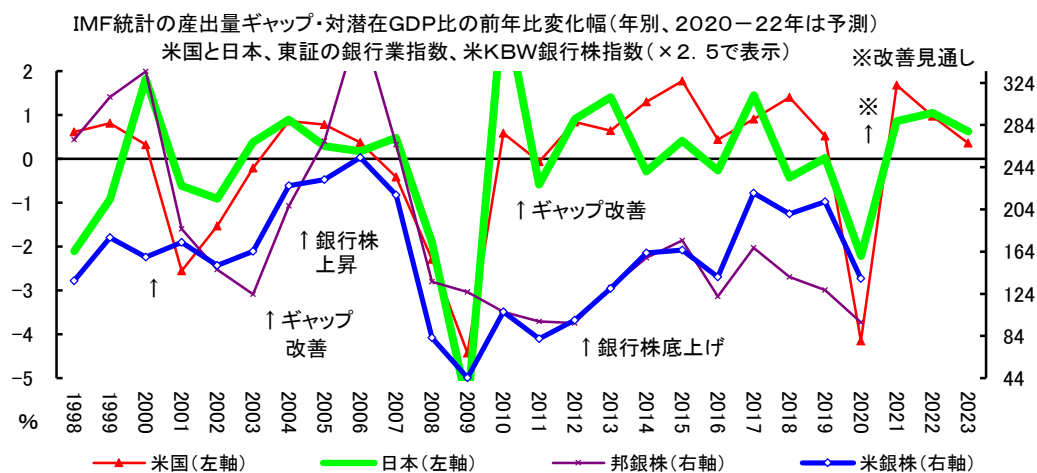
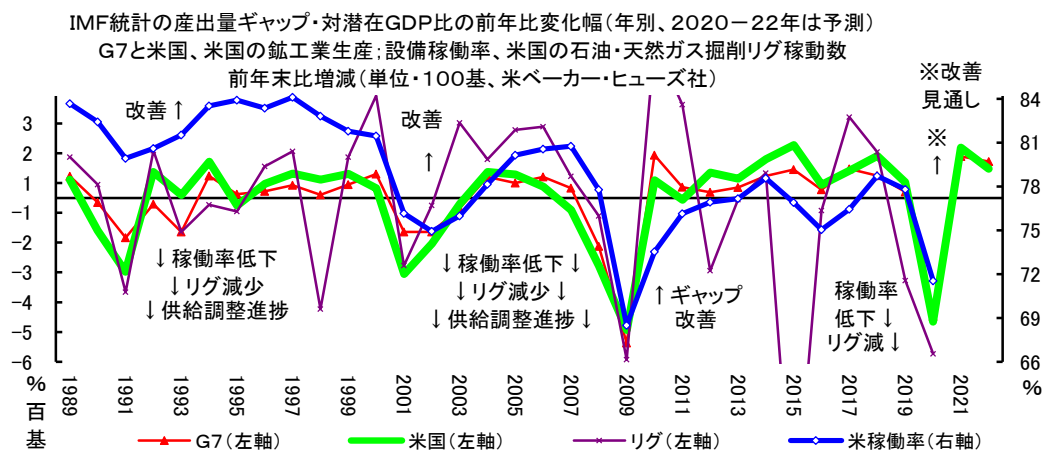
だ。

米国やG7での需給ギャップ修復は、デフレ後退と金利低下の一面という両面で、日米での銀行株など「デフレ逆風セクター」の出遅れ修正を支援していく。

もちろん、日米ともコロナ打撃の根深さや超低金利の長期化などにより、銀行株の上値余地は限定的だ。それでも米国の代表的銀行株指数であるKBW銀行株指数は10月以降、決算発表での個別悪材料などに見舞われながら、20日時点での月初来成績が+7.1%と打たれ強さを増している。NYダウの+1.9%やS&P500の+2.4%を上回る形で、出遅れ修正が進展してきた。

同指数の週足テクニカルでは、13週と26週移動平均線の上抜け定着と、両ラインの方向角度の上向き化という下限切り上がり軌道に移行しつつある。週足の一目均衡表チャートでは、重要節目ラインである雲下限の上抜け攻防へと直面してきた。上下動を経ながらも上抜け定着できると今年3月以来となり、底固めの流れを一段と支援。FRBによる早期緩和強化観測の後退や米債金利の緩やかな上昇もあり、日本の銀行株にも底上げ波及の追従効果が注目されやすい。





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。