

物価急落と実質金利上昇に歯止め兆候

サービス価格や失業率改善、GoTo 停止・資源高・財政支出も

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2020/12/28

日本の物価急落と実質金利（名目金利－インフレ率）の上昇に歯止め兆候が見られ始めた。コロナ感染増や携帯電話料金の引き下げなどにより、物価下落圧力は根強いが、消費税を除いた企業向けサービス価格の底入れや失業率の改善など、物価下げ止まり材料も散見されつつある。宿泊・飲食などの物価を押し下げてきた GoTo 事業の一時停止や、資源相場上昇、追加政府支出の大幅増額、米金利とドルの「前年比」下げ幅縮小、菅政権と労組・連合による春闘に向けた賃上げ間接共闘なども、物価下落の制御要因として注目される。

サービス価格「消費税除く」底入れ、CPI に先行

「菅義偉首相は携帯電話料金の引き下げ圧力などで物価下落を促しているが、一方ではコロナ経済打撃の深刻さや内閣支持率の急低下もあり、悪い物価下落とデフレ逆戻りにも警戒感を強めている」――。

ある内閣府の経済財政担当者はこのような指摘を行う。

実際、24 日に菅首相が内外情勢調査会で行った講演では、「政府は来年度予算 106 兆円を決め、事業規模 74 兆円の追加経済対策と合わせて、まずは経済の回復に全力を尽くす」と強調した。一方で意欲を示してきた地銀再編については、「政府が強制的にやることではない。ただ環境はつくったということだ」とトーンダウンし、急進的な整理淘汰に伴うデフレ圧力にも配慮を示している。

その前に菅首相は 4 日の経済財政諮問会議で、「政府は大規模な追加経済対策を打ち出すが、（経済界には）デフレへの後戻りを何としても避けるため、賃上げの流れを継続していただきたい」と表明した。24 日には西村康稔経済再生相が経団連の会合に出席し、来春の春闘交渉について「経済の好循環を進めるため、賃上げの継続を改めてお願いしたい」と圧力をかけている。

それでも足元の日本では物価急落が続く、24 日には東京都区部の最新 12 月コア CPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）が前年比－0.9%と、前月の－0.7%から下げ幅を拡大させた。5 カ月連続の低下で、2010 年 9 月以来という 10 年ぶりの大幅マイナスとなっている。

一方でコア CPI と相関性のある日銀の企業向けサービス価格指数では、11 月に消費税を除いたベースで前年比－0.4850%と、前月の－0.4854%から僅かながらも上昇した。5 月の－1.36%をボトムとして、6 カ月連続でマイナス幅を縮小させている。

サービス業界は感染再増加などの打撃が大きいが、

物価上昇に寄与している部門として、コロナ打撃でのデジタル特需を受けた移動電気通信、ネット関連、サーバ運営などがある。その他、船舶の供給逼迫などを受けた外航貨物輸送船、宅配特需を受けた道路貨物輸送なども価格が上昇となってきた。設備投資関連でも、通信機器リース、電子計算機・関連機器リース、自動車リースなどで物価の下げ止まりが観測されている。

前回の国内での物価急落時である 2015 年以降に、同サービス価格は 2016 年 8 月の前年比＋0.1%で先行底入れとなった。東京都区部のコア CPI は、その 4 カ月後である同年 12 月の－0.6%で遅行底入れとなっている。リーマン・ショック後でいえば、サービス価格が 2012 年 4 月に先行してプラス化となる場面があった。コア CPI はそこから 14 カ月後にプラス転換となっている。その意味で今回もサービス価格の先行底入れは、コア CPI の「底入れ前兆シグナル」として注目されやすい。

日本では 4 月以降、コロナ打撃による物価の急落が、実質金利（名目金利－インフレ率）の上昇要因となってきた。それが米国株比での日本株の出遅れや、ドル安・円高の一因となっている。その意味で先行き物価の下げ止まりは実質金利の上昇に歯止めをかけ、日本株の一段高のエンジン役となるほか、過度な円高の抑制要因となる可能性を秘めている。

前年比で米金利低下とドル安一服、CPI 下落緩和

物価の為替要因でいえば、来年のドル/円は「前年同月比」でのドル下落率（円上昇率）の漸進的な縮小が見込まれる。日本での前年比での物価下落圧力を緩和させるものだ。

今年は米 10 年債金利が、前年比で 3 月に 0.31%（前年比－2.02%）、7 月に 0.52%（－1.42%）などと急低下した。それが前年比でのドル安（円高）の圧力となり、日本のコア CPI を前年比で押し下げる一因となっている。しかし、米国では FRB がマイナス金利政策を否定しており、来年の米 10 年債金利は低位横這いや小幅な上昇が見込まれる。結果、来年は前年比での米金利低下やドル安の度合いが抑制され、日本のコア CPI も前年比での下げ幅縮小が担保されやすい。

同時に最新の日本指標では、失業率が最新 11 月に 2.9%と前月の 3.1%から低下の改善となっている。5 カ月ぶりの改善であり、10 月の 3.1%で当座の最悪期通過が示唆され始めた。前年比の変化幅も昨年 11 月の－0.3%からの上昇悪化のあと、8 月から 11 月は＋0.7%前後で上げ渋りに移行し、失業率上昇の

ピークアウトが見られている。

同じ11月指標では有効求人倍率も1.06倍となり、2カ月連続で上昇改善となった。こちらも2019年4月の1.63倍を最高とした急低下傾向が、9月の1.03倍で底入れ機運が見られつつある。過去実績として失業率の前年比上昇悪化からの低下や、有効倍率の急低下からの底入れは、コアCPIの前年比底入れと明確な相関性が見られてきた。

目先の国内物価については、政府によるGoToトラベル、GoToイートなどの一時停止も下落の歯止め要因となりやすい。日銀の黒田総裁は24日の講演で物価に関し、以下のような見通しを示している。

「全国のコアCPI前年比はマイナスで推移しているが、既往の原油下落や、GoTo事業による宿泊料の割引といった一時的な要因が寄与している。感染による需要減が物価上昇を抑制しているとはいえ、一時的な押し下げ要因を除けばCPIの前年比は小幅プラスで推移している。今後、一時的な押し下げ要因が剥落し、経済が改善していくもとの、徐々に上昇率を高めていく」（黒田氏）。

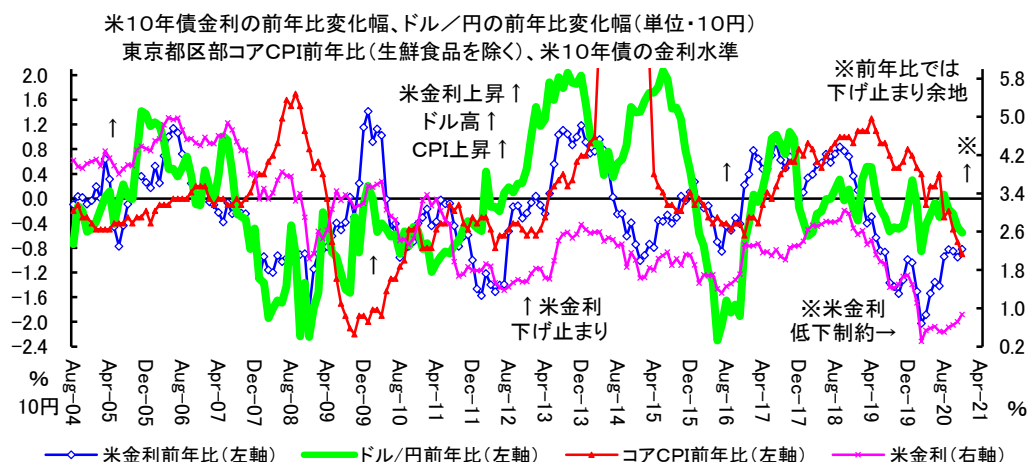
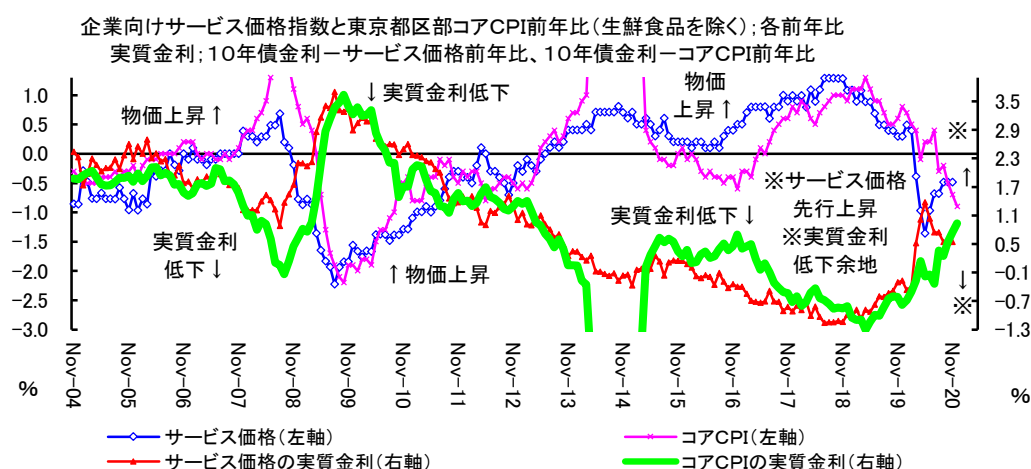
このうち原油を含めた資源相場は、アジアなどからの世界景気回復やワクチン期待などにより、足元で上昇となってきた。WTI原油先物の月間高値ベースでは、すでに前年同月比で4月の-56.3%をボトムに底入れ上昇となっている。12月は24日時点で-20.9%と3月以来のマイナス幅へと縮小しており、

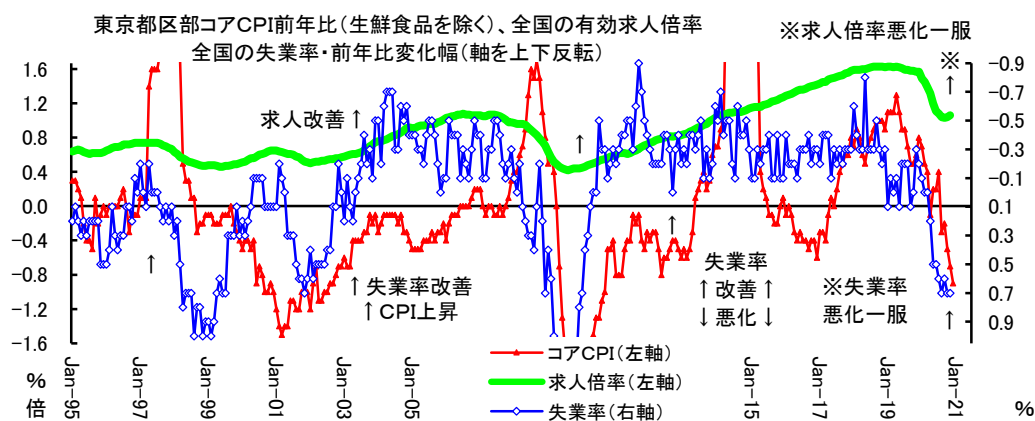
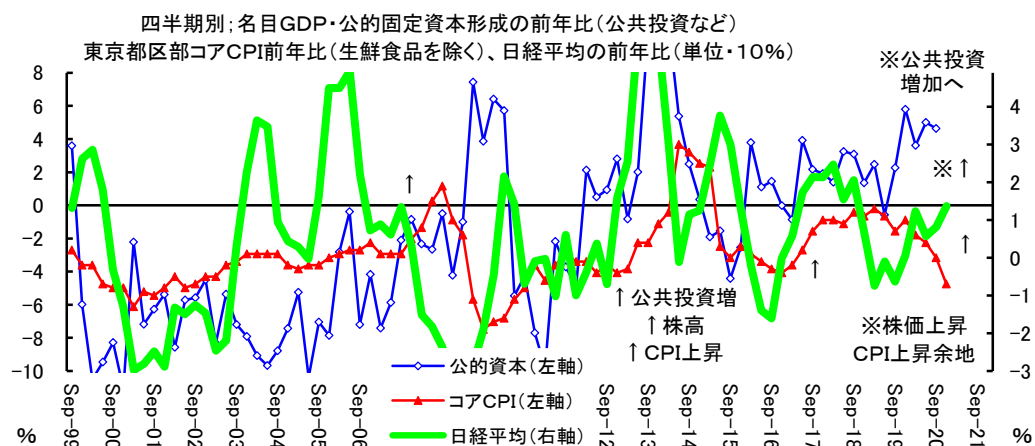
先行き国内コアCPIの底入れに波及していく。

日本の物価については「需給ギャップで約34兆円の需要不足」を穴埋めする追加経済対策も、先行き物価下落に歯止めを掛ける。財政支出40兆円、事業規模74兆円の規模となったが、過去実績として名目GDPの中で公共投資が含まれる「公的固定資本形成」の前年比が増加すると、連動してコアCPIも前年比で上昇となる相関パターンが繰り返されてきた。

例えば2013年にはアベノミクス始動による歳出増強もあり、公的固定資本形成は10-12月に前年比+15.0%もの急増となった。東京都区部のCPI前年比は、2013年4月の-0.3%をボトムとして上昇に転換。翌年2014年4月からの消費税増税に伴う物価上昇の前でも、3月には+0.5%への上昇となっている。

その他、来春の春闘と賃上げでいえば、現在の菅政権では11月に自民党の二階俊博幹事長と菅首相が相次いで労組・連合の神津里季生会長と会談するなど、連合との接近を強めている。連合は最大野党となった立憲民主党を支持しているとはいえ、立憲の左派寄り姿勢や日本共産党との接近、電機労組に打撃となる反・原発の固執などに不満を募らせている。来年は10月までに衆院選が予定されるなか、「菅政権と連合による賃上げでの間接共闘」も注目されやすい。





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。