

実質金利低下余地、日本株の出遅れ修正支援 物価プラス修復へ、感染再増加でも期待インフレ低下抑制

(株) ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2021/9/6 (月)

日本では緩やかながらも物価が修復上昇となっており、実質金利（名目金利－インフレ率）の低下余地が日本株の出遅れ修正を支援しやすい。8月からの感染再増加でも、期待インフレを示すブレイク・オープン・インフレ率（BEI）は下げ渋りとなっているほか、3日の菅義偉首相による辞任表明を受け、10－11月の衆院総選挙にかけては「人心一新による何でもありの景気対策期待」が期待インフレを下支えしていく。物価面では根強い資源高や供給制約、品不足のほか、雇用復調と繰延消費の余力などが前年比プラス回復を後押しさせる。

選挙対策期待や中国「規制嫌気」日本シフトも

「日本では3日に菅義偉首相が退任を表明したが、それだけ10－11月の衆院総選挙では自民党大敗への危機感が高まっていることの裏返しでもある。これから誰が次期総理（自民党総裁）となっても、日本株市場では衆院総選挙にかけて、『何でもありのバラ撒き財政支出』を含めた景気対策期待が、株高を持続させる可能性がある」――。

ある米国系ヘッジファンドの幹部はこのような指摘を行う。ただでさえ日本株は過去最高値推移の続く米国株などに大きく出遅れており、相対比較での割安感や出遅れ感が残されている。

それ以外でも、日本株については1)中国当局による同国ITデジタル企業などへの規制強化を受けて、世界的に成長余地の残されたハイテク関連株では『中国株離れと日本株シフト』が進みやすい、2)日本はワクチン接種などのコロナ対策が対米英欧比で遅れてきた分だけ、挽回の伸びしろ余地がある、3)金融政策では米FRBに続いてECB（欧州中銀）なども量的緩和縮小の地ならしに移行しつつあるなか、日銀は「縮小の周回遅れ」と「緩和長期化」への相対安心感が高まっている――といったプラス材料が指摘され始めた。

ちょうど日経平均株価は、週足テクニカルで今年2月以降の調整下落の一服が示唆されつつある。8月以降の株安でも、52週移動平均線（9月3日時点で2万7453円前後）や週足・一目均衡表の先行スパン・雲上限（2万8001円前後）といった重要下値抵抗ラインでの到達で下げ止まりとなってきた。

中長期のトレンド方向を示す両ラインの方向角度は、上向き化を保ったままだ。今後は上下動を経ながらも、各ラインなどを下値メドとした下限切り上がりの軌道回帰が注目されやすい。月足テクニカルでも、12カ月移動平均線（2万7802円）でのサポートと、12カ月線の方向角度の上向き化が見られてい

る。

これから日本株の出遅れ修正を支援するのが、日本における物価の修復上昇と、それに伴う実質金利（名目金利－インフレ率）低下の余地残存だ。物価面では根強い資源高や供給制約、品不足のほか、昨年比での経済制限抑制や雇用復調、繰延消費の点火余力などが前年比プラス軌道への回帰を後押しさせていく。雇用でいえば日本の失業率は、最新7月に前年比で低下という改善基調に転じている。昨年1月以来となる前年比マイナスの改善であり、過去はタイムラグを経て物価指標の底上げへ連動波及してきた。

日本の債券市場では予想物価指標であり、期待インフレを示すブレイク・オープン・インフレ率（BEI）が、8月からの感染再増加や緊急事態宣言の再拡大、内外の景気減速懸念という中で下げ渋りとなっている。今後は衆院総選挙に向けて、菅政権への不満・不安の後退と、短期的な新政権への期待感、選挙対策としての景気対策やコロナ対策の強化期待などが、期待インフレの修復上昇、結果としての実質金利低下を後押しさせる。

需給ギャップ改善余地、改善ピークまで株高持続

最近の国内BEIはブルームバーグの算出ベースで、10年物が6月30日の0.336%を直近最高として急低下に転換した。7月21日には0.072%にまで切り下がり、今年1月以来の低水準となっている。しかし、そこからは底入れ上昇へと転換。8月16日以降は0.168%から0.192%前後をレンジとした横這い化が維持されている。

より短期のBEIは、短期的なインフレ見通しの改善を示唆する形で先行上昇となってきた。7年物は9月1日に7月2日以来の高水準を回復したほか、5年物も感染急増前の8月3日以来の水準へと緩やかに上昇しつつある。

物価指標でも最新8月の東京都都区部コアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）は、前年同月比で横這いのゼロとなった。依然として米欧などに比べると物価上昇ペースは鈍いものの、昨年7月以来、約1年ぶりのマイナス圏脱却となっている。今年4月の－0.9%をボトムに底入れを固めつつあり、今後は緩やかながらも反動上昇の余地が注目されやすい。

同じ8月に日本の名目10年債金利は、月間最高でも0.042%と低位安定が維持された。結果、「10年債金利－東京都都区部コアCPI前年比」という実質金利の参考値は、8月に＋0.04%となっている。今年4月の＋1.03%を直近最高として、低下トレンドを形

成しつつある。日銀による実質ゼロ金利政策は、コロナ打撃に政治不透明感などが加わっており当面は堅持への安心感が強い。

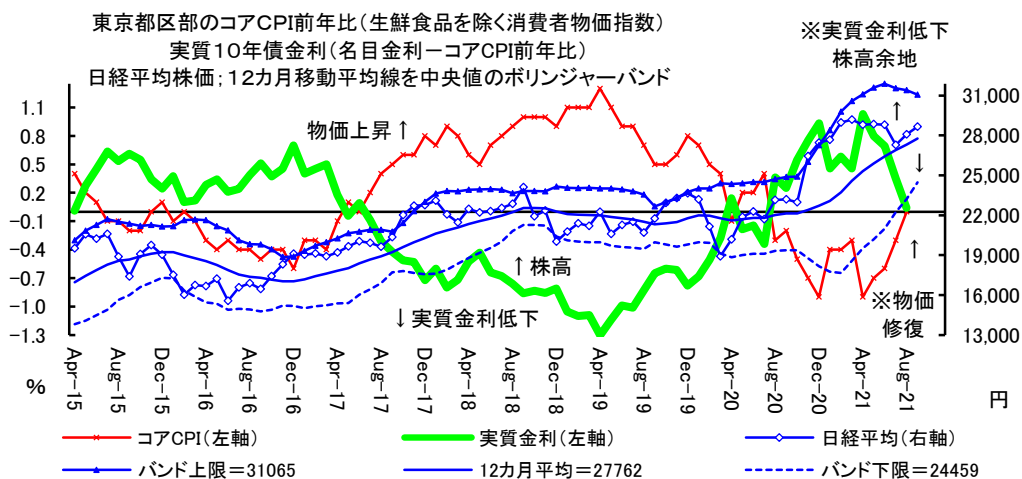
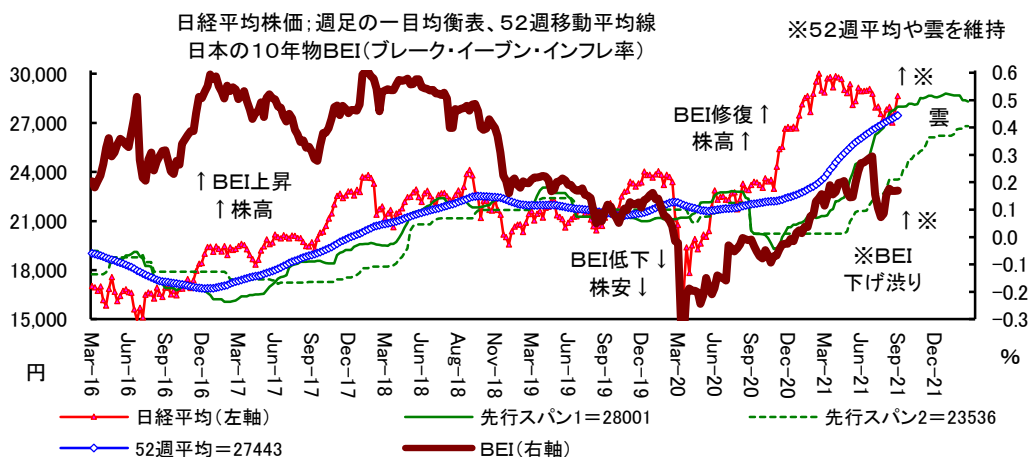
その中で当座の実質金利は、直近最低である昨年7月の-0.34%や、直近最低である2019年4月の-1.30%方向への低下余地が注目されそうだ。過去実績として名目金利が低位横這い化を保つ中でコアCPIの前年比プラス浮揚、それに伴う実質金利の低下は、連動して日経平均株価の底上げと為替相場での円安や円高抑制が連動支援されてきた。

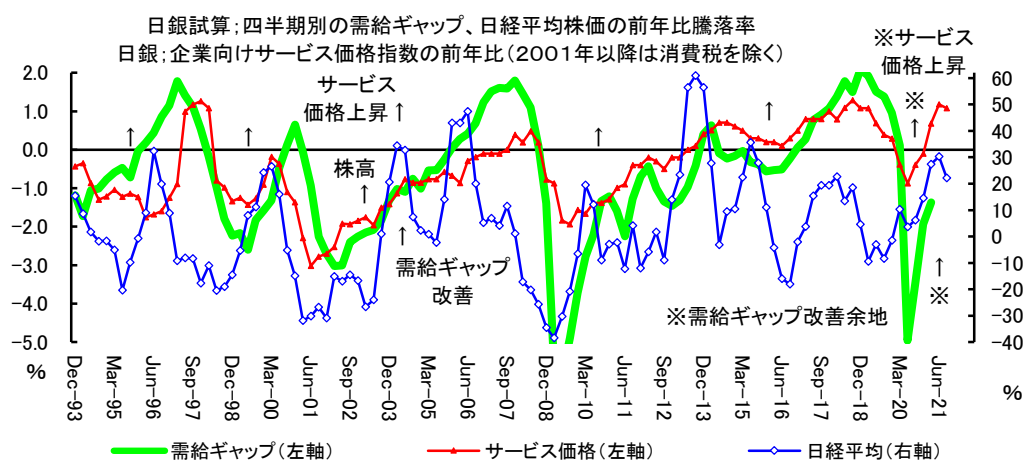
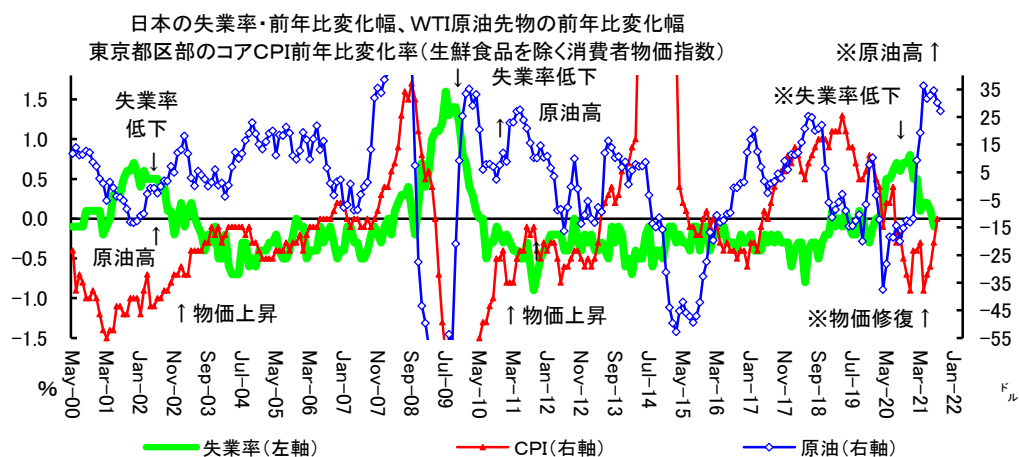
日銀による最新の物価判断では、9月1日に若田部昌澄副総裁が「携帯電話料金の大幅引き下げやエネルギー価格の大きな振幅といった一時的要因を除くと、小幅プラスで推移」という見解を示した。続いて2日には片岡剛士審議委員が、「国際商品市況の上昇や感染症の収束に伴うペントアップ需要が、一時的に物価を押し上げる可能性がある」、「需給ギャップや予想インフレ率を通じた物価の下押し圧力は和

らぎつつある」と指摘している。

このうち物価に影響する需給ギャップに関しては、相関性の高い日銀の企業向けサービス価格指数（消費税を除く）が、最新7月に前年比+1.1%となった。5月の+1.5%からはプラス幅が縮小しているが、4月以降は2019年1月以来の「4カ月連続+1%超え」と先行で安定回復している。現在はWTI原油相場やCRB商品指数などの資源相場も前年比大幅プラスの基調が続いており、需給ギャップもタイムラグを経たプラス回復が後押しされやすい。

過去に日銀試算の需給ギャップが悪化歯止めから改善に移行したあとは、日本株の中でも内需影響度の大きいTOPIXは連動上昇が観測されてきた。四半期中のTOPIX高値比較・前年比でいえば、過去の需給ギャップ改善ピーク時に向けて、2018年に+332ポイント、2015年に+412、2013年に+450、2006年に+581、2004年に+318、1999年に+555といった上昇幅の実績が見られている。





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。