

需給ギャップ底入れ、復旧まで緩和で改善担保 プラス化まで株高余地、複合制約で企業のスリム化は進捗

2022/7/8 (金)

日本では需給ギャップが底入れとなる一方、日銀は需給ギャップのプラス安定化まで金融緩和の継続を確約しており、先行き改善が担保される。改善ペースの緩慢さは懸念されるものの、1980年代以降はギャップのプラス化まで日本株は上値余地が残されてきた。引き続き日本企業は世界の経済悪化や高インフレといったリスクが重石となるが、供給・輸送などの複合制約や品不足、各種コスト高騰などを受けて、無駄や余剰の削減と効率化、スリム化は進捗しており、生産量あたりの利益などは改善している。

産出量ギャップ、IMF 予測では 23 年に向け改善

「需給ギャップのマイナスが 2 年以上続く中、需要を押し上げる持続的な賃金上昇を実現していくためには、現在の金融緩和を継続し、経済をしっかりと下支えすることが適当」、「わが国の負の需給ギャップを解消し、所得と雇用を増加させるには、政府の財政政策等とも連携しながら、経済を温めて高圧経済の実現を目指すことが必要」――。

日銀による最新 6 月の政策会合では、主な意見としてこのような見解が示された。日銀の黒田東彦総裁も 6 月の国会答弁に至るまで、「強力な金融緩和を粘り強く続けることで、需給ギャップを改善させていく」と繰り返し強調している。

その中で日銀は 7 月 5 日、日本経済の潜在的な供給力と実際の需要の差である需給ギャップが、今年 1-3 月に -1.21% になったという試算を示した。供給が需要を上回るマイナスは 8 四半期の連続となっている。一方で前期の -1.47% からはマイナス幅を縮小させており、2020 年 4-6 月の -4.22% が最低ボトムとなる形で底入れは固まりつつある。

今後について日銀は、需給ギャップのプラス安定化まで超緩和策を継続させると確約している。ギャップ改善の緩慢さや一進一退のリスクは懸念されるものの、先行きギャップの改善自体は担保されるものだ。日経平均株価は 1980 年代以降の過去実績として、ギャップのプラス化まで株高余地が残存となってきた。その意味で当座の日経平均は一段の下押し余地と下値固めを見定めながらも、中長期スパンでの株高余地の残存が意識されやすい。

今後の需給ギャップに関し、日銀は 4 月の展望レポートで「先行き（円安・輸入物価上昇など）交易条件の悪化等による景気下押しの影響を受けつつも、2022 年度後半頃には明確なプラスに転じ、その後はプラス幅の緩やかな拡大が続くと予想される」という見通しを示している。ギャップの改善余地は、日経平均の上昇余地に直結するものだ。

IMF による最新の世界経済見通しでも、広義の需給ギャップを示す産出量ギャップ (Output gap) 対潜在 GDP 比は、日本が 2021 年見込みの -2.64% から、2022 年は -1.68% と +0.96% 幅の改善が予測されている。来々 2023 年は -0.39% (2022 年予測比 +1.29%) と、一段の改善見込みとなってきた。

1980 年以降の過去実績として、IMF ギャップ統計での「前年比プラス改善」は極めて高い確率で日経平均株価の前年比上昇が連動観測されている (年間高値の比較)。今年は 1-6 月に複合打撃に見舞われており、年後半の挽回には制約がある。それでも来々に向けての時間軸では、直近高値である昨年 2021 年 9 月の 3 万 0795 円方向への接近や上抜けの可能性は非現実的でない。

最近の日銀試算による需給ギャップの悪化ケースでは、2015 年 10-12 月の -0.63% で底入れとなっていた (現在は 2020 年 4-6 月の -4.22% が大底)。当時の日経平均は 6 カ月後となる 2016 年 6 月で底入れを形成。その後、需給ギャップは 2016 年 10-12 月からプラス浮上となったが、日経平均は月間高値ベースで同年 6 月の高値 1 万 7145 円から、12 月には 1 万 9592 円と +2446 円幅の上昇幅が観測されている。

潜在成長率は低調ながら底入れ、底流で円安要因

現在と同じような米 FRB の利上げ開始の「逆風年」でいえば、2014 年に FRB は 6 月から利上げを開始した。日本の需給ギャップは、その 2004 年 4-6 月に -1.07% へと悪化している。その後、需給ギャップは現在と同じような底入れを経て、2005 年 10-12 月からプラス改善となった。日経平均は同期間中である 2004 年 6 月から 2005 年 12 月の 19 カ月間で、月間高値ベースでは +4557 円幅の株高実績が見られている。

こうした過去実績に沿えば、現在の日本の需給ギャップの大幅マイナスから底入れ局面は、中長期スパンでの日経平均の「逆風の最悪局面と中長期スパンでの買い場」として注目されやすい。

今後の需給ギャップでいえば、最新 6 月の日銀短観では相関性の高い生産・営業用設備 (過剰-不足) が、大企業・全産業ベースでプラスマイナス・ゼロとなった。2020 年 6 月と 9 月の +10 を過剰ピークとして、設備余剰の解消と均衡化が進んでいる。

同じく需給ギャップと相関性の高い雇用人員 (過剰-不足) は -16 となり、2020 年 9 月の -2 を直近最少として不足超過方向へとマイナスが拡大してきた。設備のゼロと雇用の -16 という組み合わせは、

コロナ危機前となる2019年12月（ゼロと-21）以来の均衡化回帰となるものだ。

その2019年10-12月に需給ギャップは、+1.07%のプラスとなっている。現在についても、日銀が4月展望レポートで示した「2022年度後半頃には明確なプラスに転じ、その後はプラス幅の緩やかな拡大が続く」可能性が注目されやすい。

もちろん、引き続き日本企業は世界の経済悪化や高インフレといったリスクが重石となる。一方で2020年以降はコロナ打撃やウクライナ戦争などにより、供給・輸送などの複合制約や品不足、各種コスト高騰などを受けて、日本企業による無駄や余剰の削減と効率化、不採算事業の見直し、スリム化が進捗してきた。最新6月短観での余剰設備の抑制と雇用の不足超過は、そうしたスリム化も反映されている。

結果、最近では鉱工業生産での生産指数は低迷しながら、全産業ベースでの営業利益は「生産見合いの上振れ」という、効率化の改善が進展してきた。企業の利益率や収益率は底上げされている。

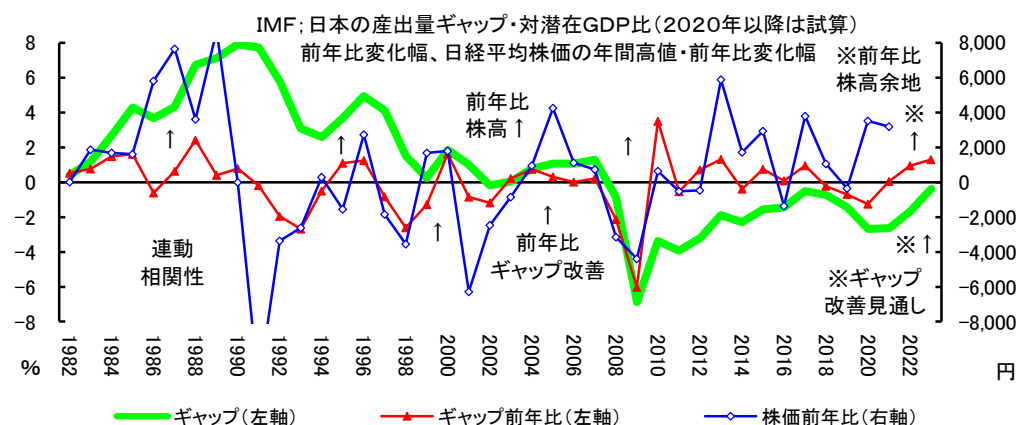
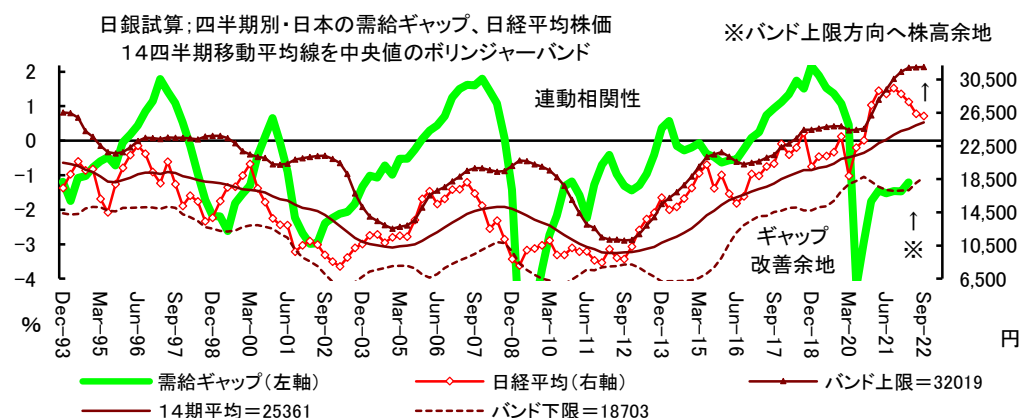
一方、日銀の最新需給ギャップ試算では、潜在成長率が2021年度下期（昨年10月から今年3月）に

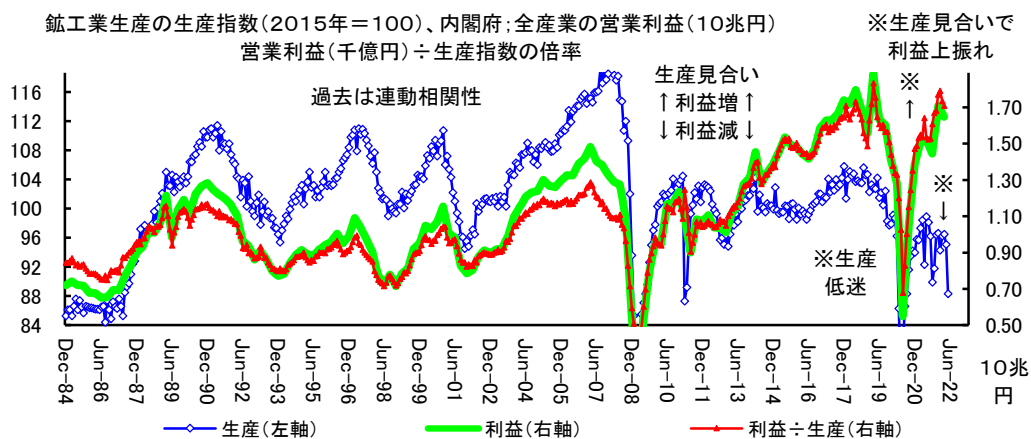
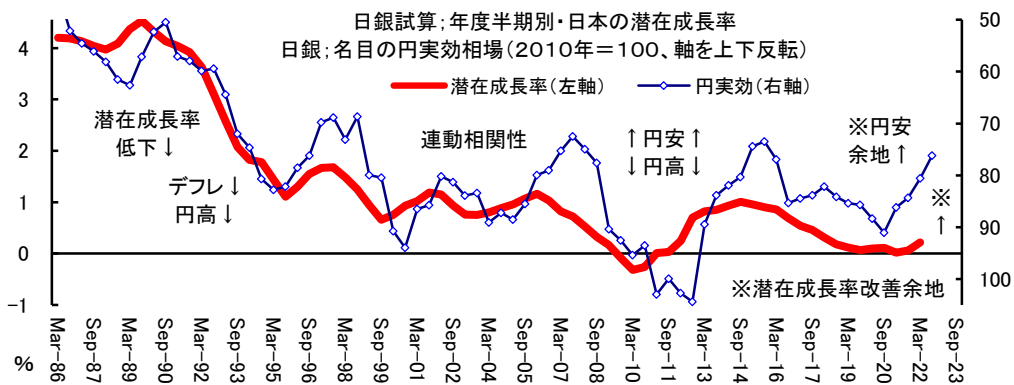
+0.22%となった。前期の+0.06%から上昇し、2020年度下期の+0.02%を大底とした底入れを固めつつある。引き続き水準は低調で改善ペースも緩慢ながら、経済活動の正常化などもあって、コロナ危機前である+0.3%から+0.5%方向程度の復旧余力は残されている。

潜在成長率は1980年代以降の長期実績として、底入れから改善に向かう局面では為替相場でドル高・円安や実効相場（円の総合力）での円安が連動観測されてきた。

潜在成長率の低下歯止めと底入れは、デフレ・円高の圧力は正（デフレは通貨高、インフレは通貨安の要因）、期待インフレの修復と実質金利の押し下げ（名目金利-期待インフレ率）、企業や個人のリスク忌避緩和（対外証券投資や外国企業買収などのリスクテイク支援、本国回帰の円転は抑制、リスク回避の円高減退）、デフレ環境の修復による日銀金融緩和の実際的な効果発揮——などを通じて、円高圧力の緩和や円安トレンドが支援される傾向にある。

その点で現在の円安は悪い円安を内包しつつも、長期デフレや潜在成長率低下の底入れといった構造変化が反映されている部分も無視できない。





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。