

国内消費に修復余力、輸入は高止まりも

内需株下支えで円高抑制、非製造業＞製造業は平時最高

2023/4/24 (月)

国内消費はコロナ打撃や物価急騰打撃などからの修復余力があるほか、内需改善は輸入を高止まりさせる。日本株市場では内需株の下支え、為替相場では円高抑制の要因となりやすい。消費は5月8日からのコロナ分類5類引き下げや、新年度からの賃上げの影響表面化、昨年度での物価急騰ペースの鈍化、インバウンド（訪日外国人客）復活の一段の広がりなどが追い風となる。製造業は外需不透明感などが重石となるなか、指標面では製造業・生産に対する非製造業・小売販売の相対優位が平時で最高となってきた。

前年比給与増と物価鈍化、前年比で内需株支援

「感染者数の減少やコロナ5類移行の発表があったことで安心感が広がっており、来店客数は増加傾向にある」（飲食）、「（コロナ抑圧の緩和もあり）衣料品や化粧品は外出需要の高まりから、持ち直しが明確化」（百貨店）、「入国制限の緩和により、欧米や東南アジア、台湾などのインバウンド客が増加」（宿泊）、「自動車販売は完成車メーカーの部品供給制約が徐々に緩和するなど、車両供給ペースが改善するもとで持ち直し」（自動車販売）――。

日銀による20日の地域経済報告（さくらリポート）では、全国各地の各業界からこのような業況判断が示されている。

国内消費に関しては、5月8日からコロナ分類がインフルエンザなどと同じ5類に引き下げられることで、一段と正常化と反動修復が後押しされやすい。さらには新年度からの賃上げの影響表面化や、昨年度での物価急騰と資源エネルギー急騰のペース鈍化、インバウンド復活の一段の広がりなどが追い風となっていく。

日本株市場では、内需関連株の下支え要因となるものだ。すでに東証TOPIX総合の業種別株価指数では、米欧発の金融不安などが打撃となった直近1カ月のリターン成績で、内需株の健闘が目立っている。上昇率の上位には、陸運業、小売業、銀行業、その他金融業、食料品、証券・商品先物、保険業、電気・ガス業などが君臨。さらには建設業、サービス業、倉庫・運輸関連業なども打たれ強さが見られている。

過去実績として「前年比での賃金上昇」や「前年比での物価上昇鈍化」となった局面では、小売・サービス関連の経済指標が前年比で底上げされてきた。その点で内需関連株についても、今年度は年度後半にかけて「前年比での株高持続余地」が注目されやすい。

内閣府の景気動向指数によると、過去には「きま

って支給する給与（製造業・名目）」が1993―1994年にかけて、前年比で+1.3%から+3.8%に増加した賃上げ局面があった。同時期にコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）は、前年比で+1.2%から+0.5%に低下している。その期間中に小売業の商業販売額は、前年比で-2.7%から+3.4%へと改善した連動実績がある。

さらに前でいえば、1987年から1988年にかけて、給与は+0.6%から+4.4%への増加となった。その期間中に商業販売額は、+2.3%から+9.4%への増加が連動観測されている。

国内消費の「コロナ危機前への正常化余力」でいえば、直近の昨年10―12月GDPでは各種価格上昇に伴う実額のカサ上げ分を調整した実質ベースで、家計最終消費支出（除く持ち家の帰属家賃）が237.7兆円となっていた。コロナ前の最高である2018年7―9月の246.6兆円を依然下回った状態にある。先行きその方向に修復していくとなれば、+3.8%、+8.9兆円の伸びシロが残されている。

内需回復、素原材料以外の輸入も増加

国内での消費回復余地は、貿易統計の面で輸入を高止まりさせる。かたや輸出は米欧経済の利上げ効果打撃や新冷戦入りなどで抑制されるため、日本の貿易赤字は継続の可能性がある。為替相場では円高抑制や円安の要因となりやすい。

ただでさえ、資源・食糧などの国際商品相場は昨年比で急騰は一服してきたものの、主要産油国による原油減産やウクライナ戦争の長期化などで、下落余地は限られた状態だ。その中で日本の消費拡大は、1) 素原材料だけでなく、モノ・サービスの輸入品も増加、2) 国内製品の生産・人手制約や値上がりが続く中で、輸入品の代替需要が増加、3) 国内製造業の海外移転定着と構造的な逆輸入品の増加傾向――などにより、輸入の高水準が持続される可能性がある。

昨年にドル/円は151円超えへとドル高・円安が加速されたが、貿易収支面ではネット赤字の拡大と同時に、輸入企業などによるドル買い手当てを累増させる輸入の急増が影響した。暦年の年間輸入額は2020年の68.0兆円から2022年には118.2兆円となり、+50兆円、+174%もの急増となっている。

過去に日銀の審議委員からは、「輸入の増加と貿易赤字の拡大」によるドル高・円安の影響について、1) 日本の貿易取引では、ドル建て比率が輸出の5割に対し、輸入は7割と高くなっている、2) その結果、輸出入のネットで必要なドル資金を円の売却で調達

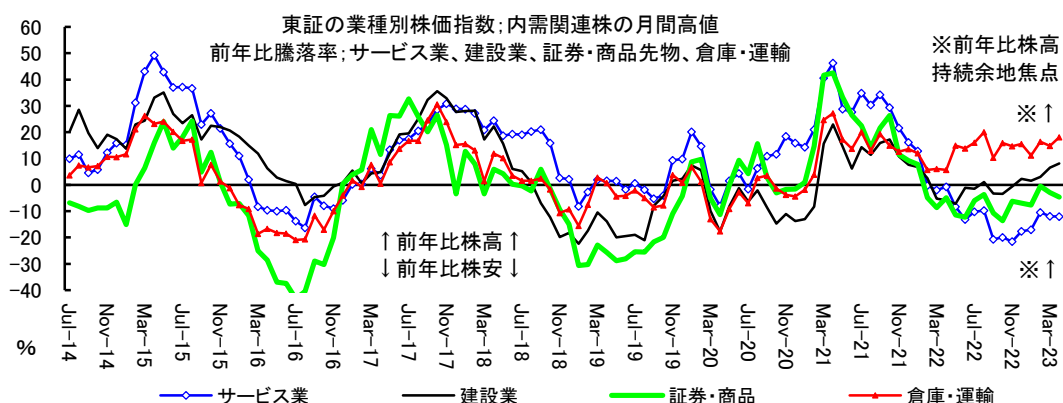
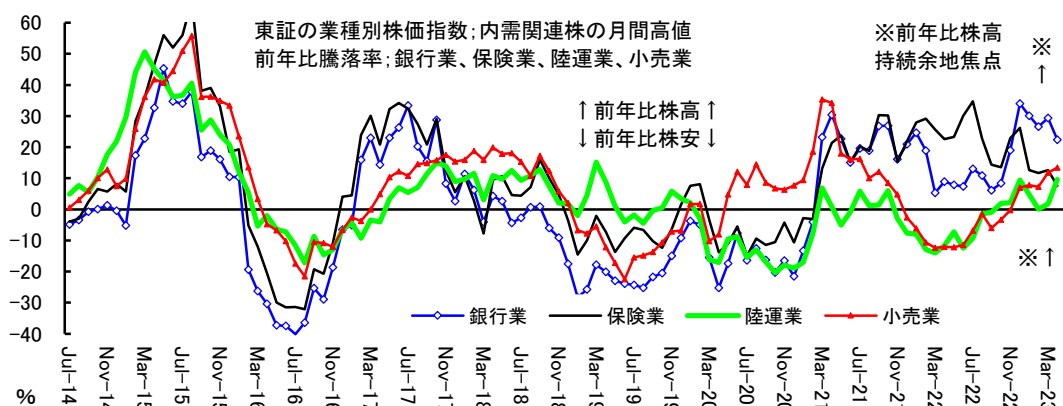
する金額が多くなっている、3) 日本の輸出は中国を含めたアジア向け、アジアの現地法人向けの比率が高くなっているが、日本企業のアジア向け輸出でドル建ては5割と低く、円建ては4割と高い（輸出増加でもドル売り・円買いの必要額が減少）——といった分析がなされていた。

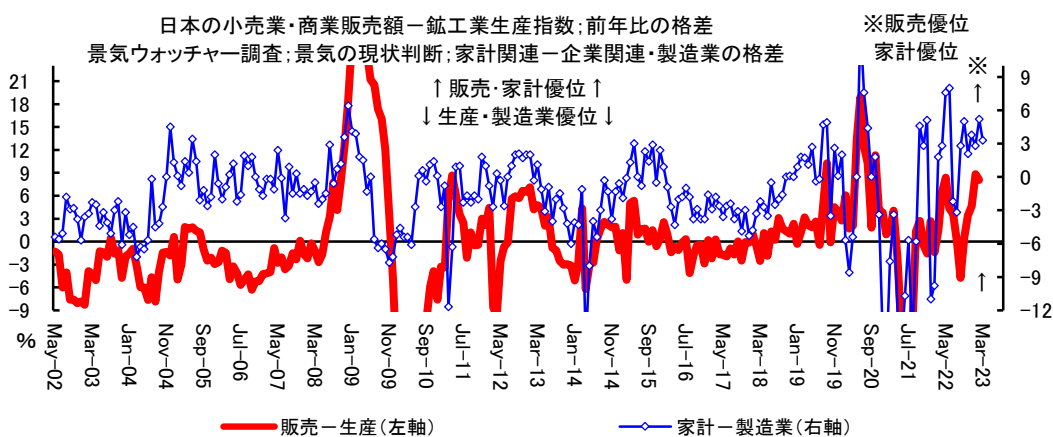
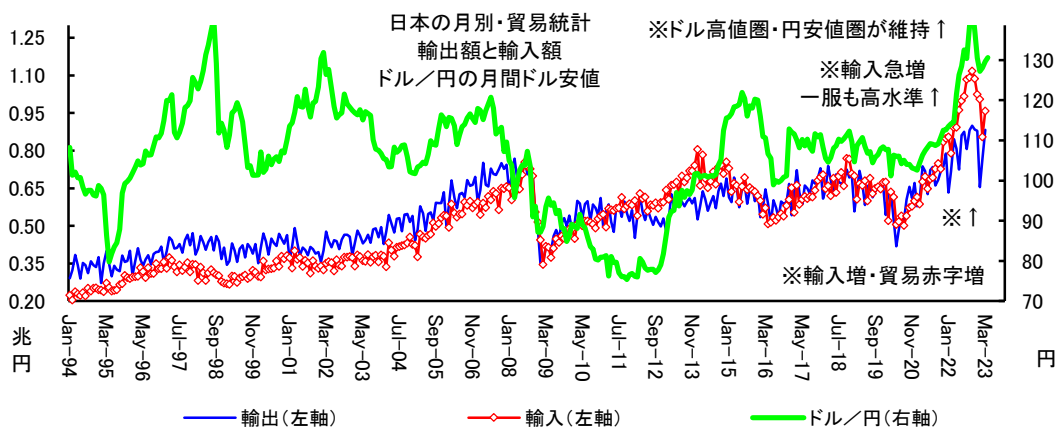
しかも現在の場合、輸出は米欧経済が利上げ効果などで冷却される可能性があり、先行き不透明感が強い。すでに昨年から外需の不透明感もあり、日本の経済指標面では製造業・生産に対する非製造業・小売販売の相対優位が過去の平時で最高となってきた。日本株市場では、内需関連株の相対的な優位性や世界経済の複合リスクに対する耐久力が支援されやすい。

例えば最新3月の日銀短観では、大企業製造業の業況判断（良い－悪い）が製造業で+1 となった。それに対して非製造業は+20 と高く、「非製造業－

製造業」の格差は+19 という非製造業の優位となっている。過去のコロナ、リーマン各ショック前後といった特殊な製造業の下振れを除くと、1992 年以来という非製造業の優位幅となってきた。

内閣府の景気ウォッチャー調査でも、景気の現状判断では「家計動向関連－企業関連動向・製造業」という格差で、2 月が+5.2、3 月が+3.3 という家計優位となっている。2021 年 1 月の－16.8. という家計劣勢のボトムから、立場が逆転してきた。内閣府の景気動向指数では「小売業・商業販売額－鉱工業生産指数」の前年比格差で、1 月が+8.8%、2 月が+8.1%という小売業の優位となっている。こちらも2021年6月の－22.0%という小売業の劣勢ボトムから、小売業が優位幅を拡大させてきた。いずれもコロナ、リーマン各ショック前後を除くと、最高幅の家計優位、小売業優位となっている。





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。