

外需悪化や円高リスクに「過去比」耐性増強

景気調査、内需関連が製造業や米景況指数に上振れ

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2024/9/11 (水)

日本の景気と株価は米国などの外需悪化や円高などがリスク要因として警戒されているが、過去比では耐性が増強されてきた。最新8月の内閣府・景気ウォッチャー調査では、景気の現状判断で内需の家計関連（小売、飲食、サービスなど）が製造業を上回ったほか、同じ8月の米国ISM製造業景況指数の伸び悩みに対しても逆行改善となっている。2023年以降はこうした日本の内需の上振れが目立ち始めており、過去20年超に及んだ国内のデフレ、賃金低迷、内需脆弱性、外需減速に対する打たれ弱さなどの改善が示唆されつつある。

日米の製造業比、20年超に及ぶ内需下振れが変化

「賃上げに続く10月からの最低賃金の引き上げは消費にプラス」、「為替は円高に振れ始めているものの、インバウンド（訪日外国人客）客数はいまだに伸びている」、「各業種で企業側は収益確保に向けた価格転嫁が一定程度は続く一方、従業員側は賃上げ、夏の賞与増、定額減税、電力・ガス料金の負担軽減策があり、消費者マインドは改善の期待」、「旅行サービス関連では単価の動き、宿泊代や交通費の価格高騰にも客が慣れてきたので、業者側は前年よりも利益が出ている」、――。

内閣府の景気ウォッチャー調査では、最新8月分でこのような前向きな企業回答が散見されている。

その他、内需関連では、「20代前半で40年以上の長期住宅ローンを組んで住宅を取得する人が増えるなど、金利上昇前の駆け込み需要が見込まれる」、「円安は正により、輸入関連の仕入価格や商品価格が低下していく」、「国内での設備投資は、半導体や再生可能エネルギーなどで当面期待できる」といった声が見られていた。

現在の日本の景気や株価については、米国などの外需悪化や一段の円高・ドル安リスクが悪材料として警戒されている。その中でこうした内需の打たれ強さは、国内の景気や内需関連株を中心とした日本株の下支え要因として注目されやすい。

最新8月の景気ウォッチャー調査では景気の現状判断「方向性」DI（良い－悪い）で、家計動向関連（小売、飲食、サービスなど）が49.0となり、前月の47.2を含めて3カ月連続での改善となった。5月の44.9を直近最低として、抵抗力の増強が示されている。

それに対して企業動向関連の製造業は46.1と、6月の47.0、7月の46.8から3カ月連続での悪化となってきた。自動車不正問題や米中などの外需悪化懸念、円安と円高の双方のマイナス面などが重石にな

っている。

結果、「家計関連－製造業」の格差は、+2.9という家計の上振れ優位となった（前月は+0.4）。地震影響などによる今年1月の-1.8という下振れ劣勢をボトムとして、昨年8月以来の優位幅となっている。同じ8月には米国でISM製造業景況指数が47.2となり、予想を下回る伸び悩みとなった。結果、「日本の家計関連－米ISM指数」の格差も、8月は+1.8という日本の家計の上振れとなっている。

こうした日本の「家計－製造業」や「日本の家計－米ISM」という格差については、景気ウォッチャー調査の統計が始まった2002年以降、約20年超に及んで長期トレンドとして日本の家計の下振れマイナスが目立ってきた。背景としては日本国内のデフレ、賃金低迷、内需脆弱性のほか、米国を始めとした外需の減速に対する打たれ強さ、連動する形での円高・ドル安進行などへの脆弱性が影響している。

しかし、2023年以降は日本の家計の上振れ優位が目立ち始めた。日本での脱デフレや賃上げ、将来不安の緩和と期待成長率の修復、インバウンドの増加定着などによる内需の耐性増強が示唆されている。

実質賃金が改善基調、1年後にかけて株価底上げ

景気ウォッチャー調査における景気の現状判断「水準」DIでは、8月に「家計関連の飲食－製造業」の格差が+4.3という飲食の上振れとなった。2002年以降は長期にわたって飲食の下振れマイナスが常態化してきたが、コロナ危機後の反動を除くと、過去最高水準の「飲食上振れ」という内需優位への構造変化が見られている。

内需の「過去比」耐性増強を示す形で、名目賃金から物価変動の影響を除いた実質賃金は7月に前年比+0.4%となった（厚生労働省「毎月勤労統計」）。6月に+1.1%と27カ月ぶりのプラス転換となって以降、伸び縮小ながらもプラス基調を維持させている。

実質賃金の前年比はトレンドを示す12カ月移動平均でも、昨年12月を最低ボトムとしてマイナス幅縮小とプラス化の方向にトレンドが好転してきた。日本株との関係では長期実績として、現状のような実質賃金の改善トレンド入りは1年後にかけて株価の底上げにつながっている。製造業の影響度が大きい日経平均株価についても、実質賃金の改善による内需の下支えやリスク回避の抑制、外需や為替の変動に対する「内需バッファの増強」などで株価が下支えされてきた。

例えばコロナ危機前でいえば、実質賃金の前年比

が2016年1月からプラス定着となる局面があった。日経平均株価は月末値ベースで、11カ月後となる同年12月から前年同月比プラス成績に浮上。そこから2018年9月まで、約22カ月に及んで前年比プラスの株高が持続となっている。

こうした過去実績もあり、足元の実質賃金の改善トレンド入りについては、1年後にかけての日経平均の底上げ支援材料として注視される。今年の現状段階での月末日に日経平均へ投資した場合、1年後の月末日時に「前年比プラス成績（リターン）」が確保される買い場環境を支援していく。

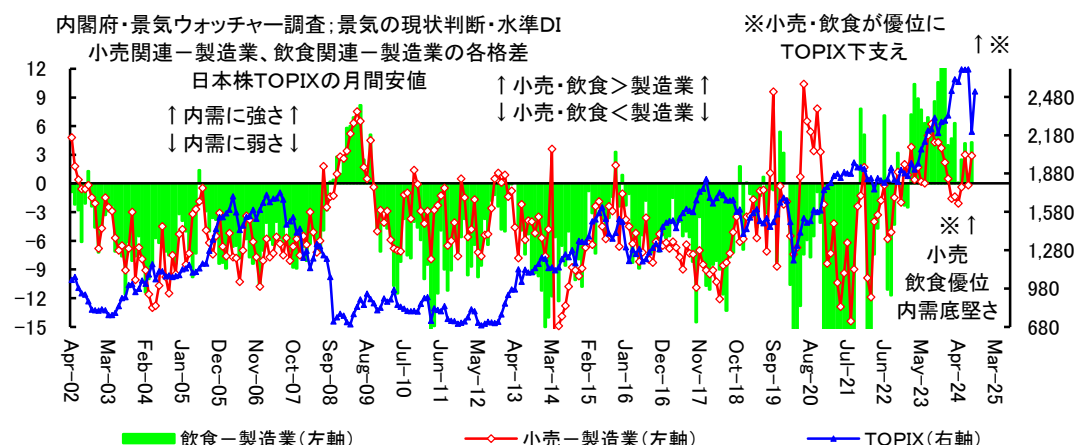
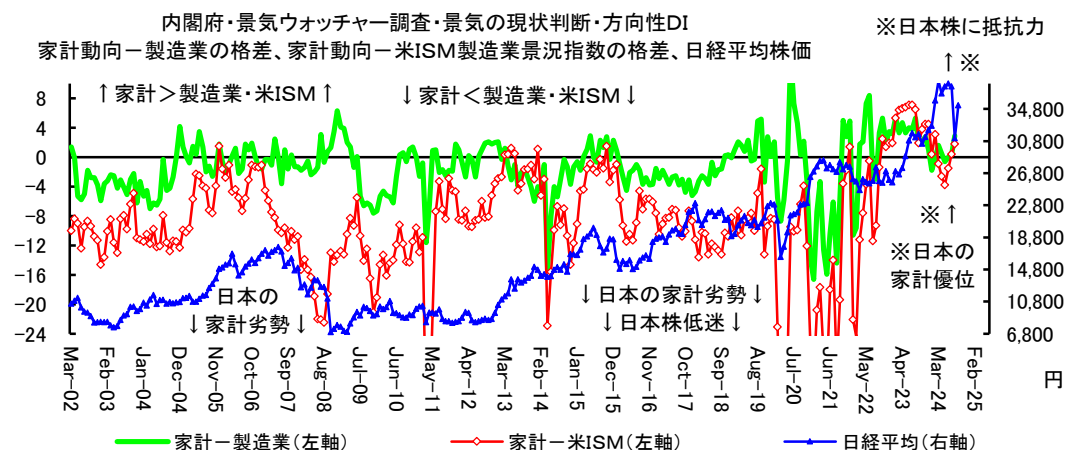
日本経済に関しては先行き米国などの外需悪化や円高・ドル安といったリスクに対して、景気循環面で底入れ改善という耐性の増強が見られつつある。この点も日経平均やTOPIXといった日本株に関して、現状からの下落余地の狭まりや下値固め、その後の下限切り上がりが支援されやすい。

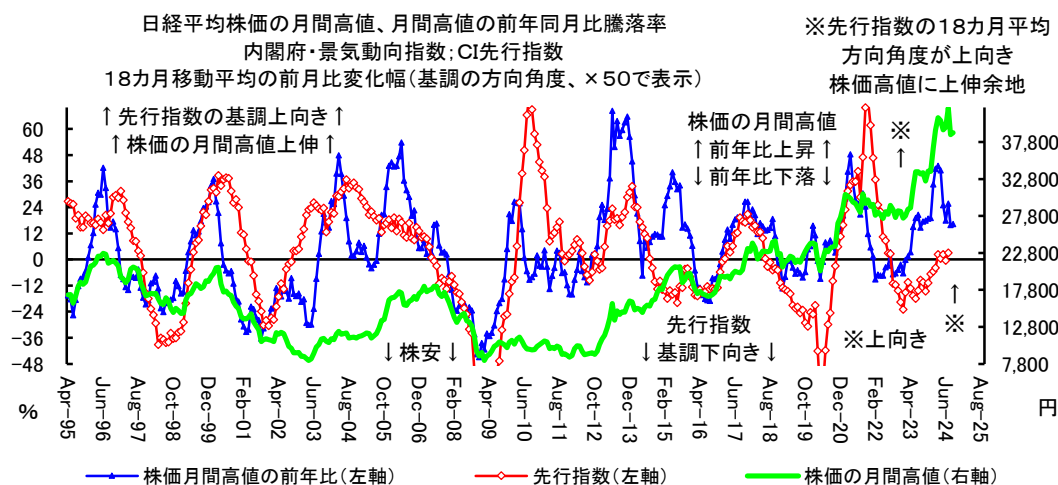
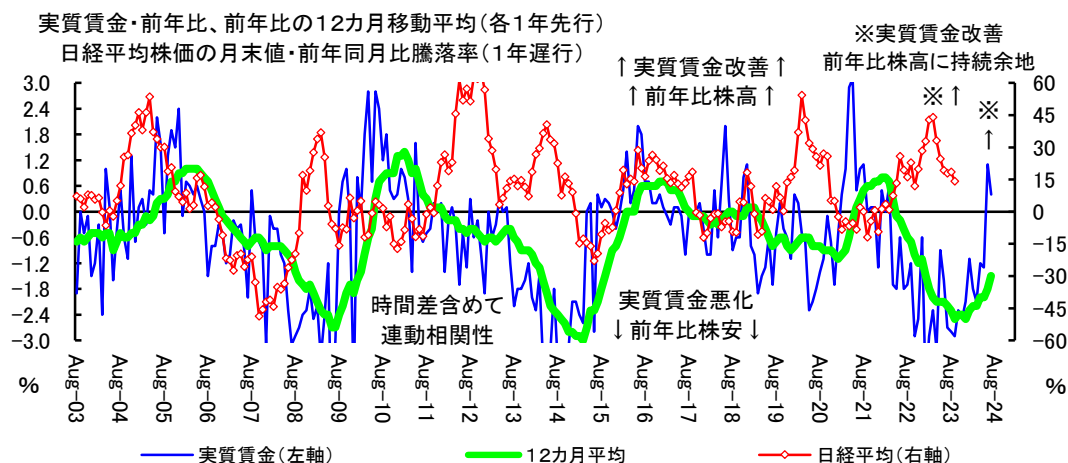
景気循環で参考になる内閣府の景気動向指数によ

ると、景気に先行する「CI先行指数」は最新7月が109.5となった。前月の109.1から小幅な改善となっている。最近では今年2-3月の111.8を最高とし、地震や自動車不正問題などで低下となったが、7月は下げ渋りとなるなど、まだ底入れからの回復軌道は維持したままだ。

CI先行指数のトレンドを示す18カ月移動平均については、今年3月から方向角度が上向き化に転換してきた。過去実績に沿えば1-2年スパンでの循環的な景気回復と、日経平均の上値切り上がり余地が支援されやすい。

例えば最近では同指数の18カ月移動平均が、2020年11月から上向き方向に転換した。日経平均の月間高値は、同月から10カ月後にかけて上値切り上がりが観測されている。月間高値の前年同月比も、連動でのプラス基調が持続となっていた（月間高値が翌年にかけて切り上がり）。





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。