

減る人口 増えるGDP 株価はどちらを反映するか?

経済調査部 主任エコノミスト 藤代 宏一(ふじしろ こういち)

物価指標はサービス物価を注目すべき

10月の消費者物価統計では、総合物価が前年比+0.1%、コアCPI(除く生鮮食品)が▲0.4%、コアコアCPI(除く食料・エネルギー)が+0.2%、日銀版コア(除く生鮮食品・エネルギー)が+0.3%となり、何れの尺度でも2%に程遠い状況にあることが示された。そうしたなかで筆者はサービス物価(帰属家賃を除いたベース、以下全て同じ)が前年比+0.5%とプラス圏を維持して43ヶ月連続で上昇したことに注目。デフレリスクが後退しているとの判断に自信を深めた。

内生的なインフレ

現状の日本経済は、労働需給逼迫を背景とした賃金上昇がサービス物価の押し上げに繋がっており、デフレを「物価と賃金の持続的下落」と定義とした場合、少なくともそれに該当しない状態にある。この点、サービス物価(帰属家賃を除いたベース、以下本稿においては特段の断りがない限り全て帰属家賃を除いたベースとする)はCPI全体の35%程度しかカバレッジできていないという難点はあるにせよ、インフレの趨勢を判断するうえで最も重視すべき内生的な物価上昇圧力が芽生えつつあることを示している。実際、サービス物価と賃金には強い連動性が認められる。

物価と関連の強い労働市場に目を向けると、失業率、有効求人倍率、新規求人倍率、日銀短観の雇用判断DIなど雇用関連統計が軒並み労働需給の逼迫を示す領域にあるほか、最近ではパート比率の上昇が一服し、パートを除いた有効求人倍率も節目の1倍を明確に上回るなど、労

働市場の質的改善を示すデータが散見されるようになった。こうした雇用指標の強さの一部はミスマッチによって誇張されている側面があるにせよ、本質的には労働市場の改善を意味していると考えられ、労働集約的なサービス物価の上昇を説明している。

人口減少でも名目GDPは拡大している

ところで、5年ほど前に物議を醸した議論に「デフレの根本的原因は人口動態にある」との主張があった。端的に述べると、生産年齢人口の減少によって家計支出が減少すると経済全体が需要不足に陥り、そうした下では企業が常に供給能力を削減しようとするため、経済の体温である物価が下落するというものだ。つまりところ人口減少下でデフレが長期間にわたって続くという主張であった。しかしながら、そうした主張は少なくとも現状を上手く説明できていない。上述のとおり目下の日本経済は生産年齢人口の減少が人手不足と賃金上昇圧力を生み出し、物価と賃金が互いに上昇基調にあり、実際、2013年以降の名目GDPは年率2%程度のペースで増加している。名目GDP(旧基準)の水準に目を向けると、直近値は506兆円と既往最高水準である1997年の524兆円が目前に迫っている。仮に名目GDPが1%成長(実質1%+デフレーター0%)を遂げた場合、2020年に過去最高を更新することになるので、こうした状況はデフレ脱却、内需復活を象徴する。早ければ来年には名目GDPのピーク更新が話題になるかもしれない。名目GDPと株価には一定の連動性があることからすれば、名目GDPの拡大傾向は株価の長期的上昇を意味しているだろう。