

サービス価格「企業物価比」出遅れ、緩和継続

36年で最大の下振れ幅、悪い円安より内需・賃金対処重要

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/5/30 (月)

日銀の企業向けサービス価格は企業物価の上昇に大きく出遅れており、「物価2%の安定推移」を阻害する要因として改めて日銀による金融緩和継続を後押しさせる。最新4月はサービス価格－企業物価の前年比格差が－8.3%となり、36年来で最大の下振れ乖離幅となった。サービス価格の伸び悩みは悪い円安と物価上昇の広範波及が尚早であることを示すほか、サービス価格は国内の内需・需給ギャップ・賃金との相関性が高く、当座の日銀は資源高・円安対応よりも、国内の経済問題に対処した緩和持続の重要性が示唆されている。

サービス価格は内需・需給ギャップ・賃金と相関

「5月の政府・月例経済報告では政策方針で、前月までの『日銀には適切な金融政策運営を行い、2%の物価安定目標を実現することを期待する』という表現を修正し、『持続的・安定的に実現することを期待』と付け加えた。これは消費者物価が2%を一時的に超える状況にあるなか、明確に、安定して、持続的に続くような状況を作っていかななくてはいけない、ということを示した」――。

山際大志郎経済再生相は25日、このような説明を行っている。現在は悪い物価上昇や悪い円安が政治問題化しているが、改めて政府・日銀による物価2%目標のアコード（協定）堅持を確認させるものとなった。

日銀の緩和持続を後押しさせるのが、資源高などによる企業物価の上昇に対してのサービス価格の出遅れだ。サービス価格は国内の内需・需給ギャップ・賃金との相関性が高く、日本ではこうした分野での脆弱性が持続している。同時にサービス価格の伸び悩みは、悪い円安と悪い物価上昇の複合経路による広範波及が尚早であることを示唆するものだ。当座の日銀は資源高・円安対応よりも、内需・需給ギャップ・賃金の低迷問題に対処した緩和持続のほうが重要性を増している。

日銀の黒田東彦総裁も27日、国会で「賃金が上昇しなければ、物価も持続的・安定的に上がることはない」としながら、改めて緩和策を粘り強く続ける意向を示した。日銀が緩和を長期化させる中での適度な物価上昇（デフレ脱却、インフレ期待修復）は、実質金利の押し下げとあいまって日本の株式市場や不動産といったリスク資産を底流部分で下支えしていく。年初以降の激震相場でも、東証の業種別指数では倉庫・運輸関連や不動産のほか、REIT（不動産投信）指数などに相対的な打たれ強さが見られている。

日銀の企業物価指数は最新4月に資源高などもあり、前年比+10.0%と前月の+9.7%から一段と上昇している。それに対して企業向けサービス価格指数は、同じ4月に+1.7%と伸び率が限られた。携帯電話料金の引き下げといった特殊要因は続いているものの、内需、需給ギャップ、賃金面での脆弱性や、根強いコロナ感染問題などが影響している。

結果、「サービス価格－企業物価」の前年比格差は、4月に－8.3%というサービス価格の下振れとなった。2月の－8.7%以降は、3カ月連続で大幅な下方乖離が持続している。同じ基準統計のある1986年以降の過去30年来で、最大幅のサービス価格劣勢となってきた。

サービス価格については黒田総裁が13日、「賃金がいっしょに上昇していけば、労働コストの割合が高いサービス価格についても上昇圧力が強まり、物価の上昇にも広がりが出てくる」と指摘。そのうえで「賃金の上昇は、家計の値上げ許容度の改善に繋がる」、「値上げが受け容れやすくなれば、物価上昇の持続性も増していく」、「企業にとっては販売価格の上昇を通じた収益の押し上げ要因となり、さらなる賃上げの原資を生み出す」という好循環入りの経路を説明していた。

黒田氏来年・再来年の物価に慎重、緩和修正多難

そうした好循環の起点となるサービス価格と賃金の伸び悩み状況は、日銀による緩和継続の理由となりやすい。

過去には1980年代後半のバブル前後に、内需拡大や賃金改善もあってサービス価格は上昇となった。当時の「サービス価格－企業物価」の前年比格差は、1988年の+0.7%から1990年には+3.1%へとサービス価格優位のプラス幅拡大となっている。同期間には良くも悪くもながら、連動する形でコアCPIも+0.2%から+3.1%へ上昇した。こうした「持続的・安定的な物価上昇」を踏まえたうえで、当時の日銀は後手対応や引き締め幅・ペースの行き過ぎ問題がありながらも、継続的な利上げを実施している。

一方で日銀がゼロ金利政策の解除を決めた2000年8月の場合、同格差は－1.2%というサービス価格の下振れ状態にあった。そうした内需・需給ギャップ・賃金の脆弱さの中での引き締めは、その前後でのITバブル崩壊もあって、拙速解除の批判と早期の緩和回帰につながっている。

その点、現在は同格差が－8.3%と一段の下振れ状態にある。日銀からすると過去教訓のほか、政策の優先順位として「資源高・円安などによる悪いイン

フレ」よりも、「物価高や構造的な賃金低迷などによる内需の脆弱性」に配慮した緩和継続の重要性が高まっている。

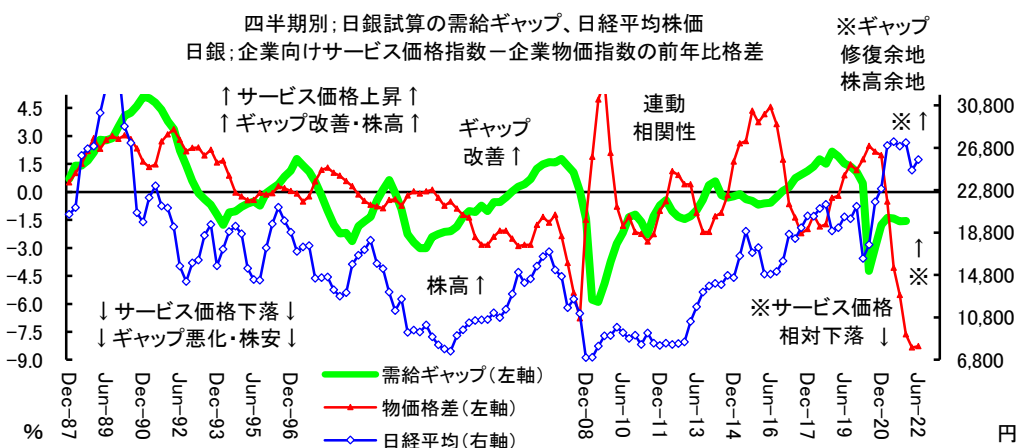
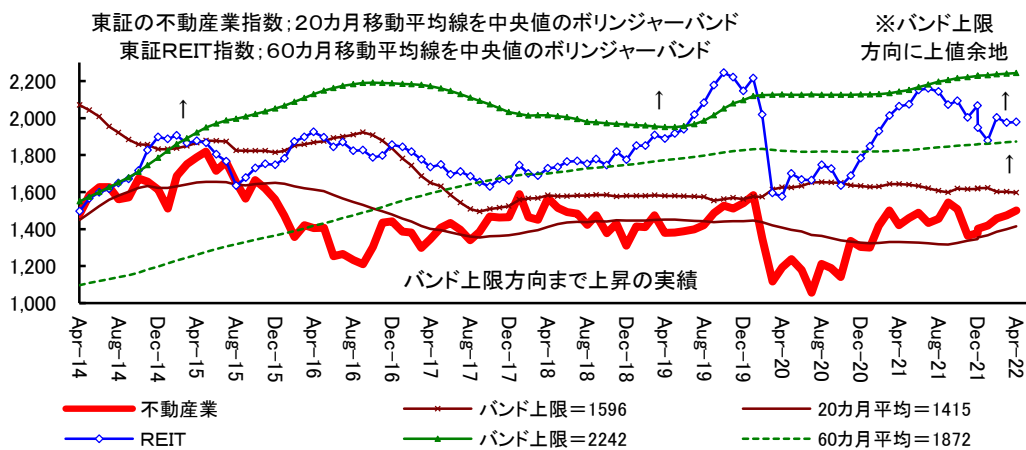
サービス価格と相関性が高い国内需給ギャップは、日銀試算ベースで昨年 10-12 月が-1.55%となっていた。2018 年 10-12 月の+2.17%を直近最高として、2020 年 4-6 月以降は 7 四半期連続でのマイナス低迷となっている。

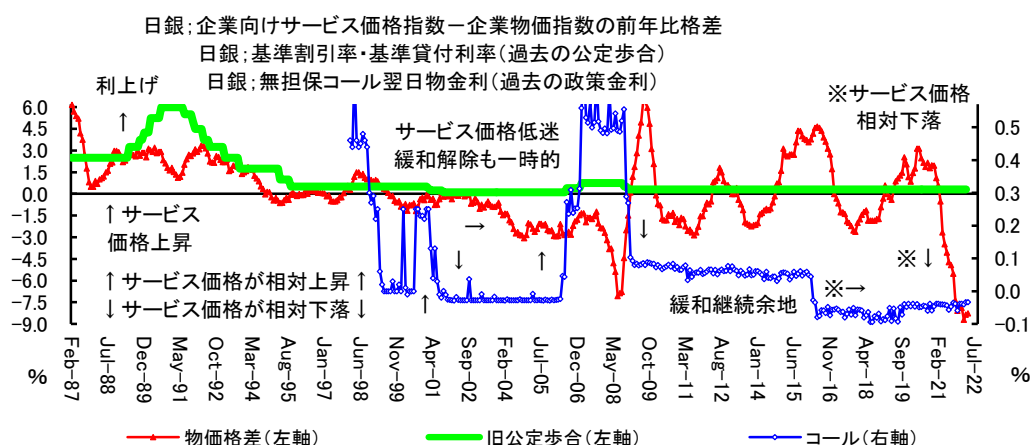
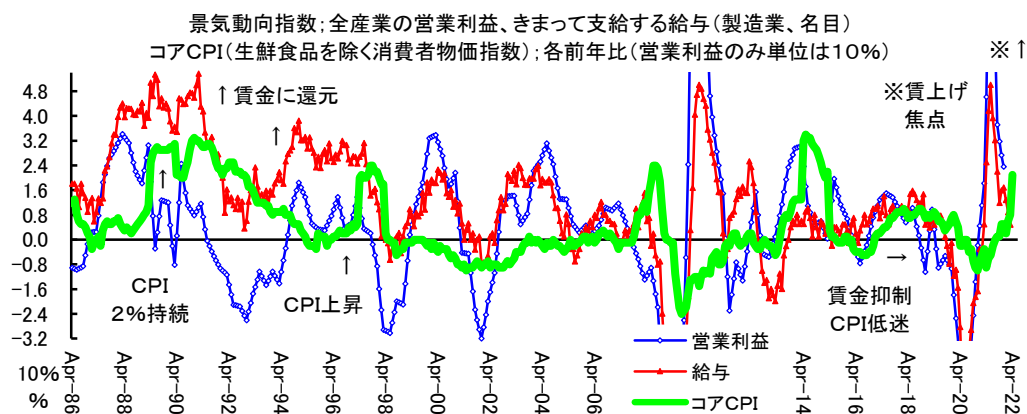
過去実績として需給ギャップがマイナス悪化となったあと、底入れからプラス回復に向かう前後にかけては、脱デフレ期待などもあって株高とリスク選好などによる円安のモメンタムが形成されてきた。最近では需給ギャップが 2014-2016 年のマイナス転落を経て、2016 年 10-12 月からプラス回復となっている。当時の日経平均株価は、その前段階となる 2016 年 6 月で底入れに移行。需給ギャップのプラス回復局面で、月間の高値比較では 2016 年 6 月から 2018 年 10 月にかけて、27 カ月間、+7140 円幅の

株高トレンドが形成されている。

一方で日銀の黒田東彦総裁は 26 日、国会で「金融市場の安定を確保しながら、適切に出口戦略をやっていくのは可能だ」と発言し、先行き微妙な緩和修正の思惑を呼んだ。しかし、黒田氏は同日に「物価 2%が来年・再来年続く状況ではない」、27 日には「(来年にかけては)エネルギー価格の上昇寄与が剥落し、コア CPI (生鮮食品を除く消費者物価指数)の上昇率は縮小に向かう」と慎重な見解を示している。

黒田総裁の任期は来年 4 月だが、こうした来年・再来年の物価慎重見通しは、来年にかけての日銀の緩和見直しの多難さを示唆するものだ。ただでさえ来年については、米国経済の FRB 引き締め加速の累積効果に伴う景気減速や、欧州の年内でのロシア産石油の輸入禁止とその後の景気悪化(資源調達難や資源調達コスト上昇)などが警戒されている。





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。