

### サービス価格「天井」通過、CPIも低下余地

サービス価格は先行で2%割れ、脆弱な内需反映

2023/2/27 (月)

国内では内需や需給ギャップが反映される企業向けサービス価格が、先行して上昇の天井ピークを通過しつつある。最新1月は前年比+1.6%と4カ月連続で2%割れに低下しており、相関性の高いコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）も遅行での追従低下が見込まれる。すでに原油先物は約2年ぶりに前年比マイナスに反落してきたほか、為替ドル/円は4月からは前年比・円安の物価高効果が剥落していく。4月以降は賃上げが予想されるが、米国などと異なり、日本では春闘や年度替わり要因での賃上げ改定後は翌年度まで横這い化しやすい。

#### サービス価格、運輸・不動産・リースなどが下落

「現在の消費者物価上昇は、需要の強さによるものではない」、「消費者物価は、来年度（4月以降）の半ばにかけて2%を下回る」、「2月のデータから、インフレ率は大幅に下がる」、「まだまだ物価上昇は続くが、インフレ率は1月がピーク」――。

次期日銀総裁候補である植田和男氏は2月24日、国会での所信聴取と質疑でこのような物価見通しを示した。基本的にはこれまで黒田東彦現総裁を始め、日銀が説明してきた予測とほぼ合致するものだ。

植田氏は同じ経済学者であり、ノーベル経済学賞を受賞した米国のバーナンキ元FRB議長と同様、「判断は常にデータとその分析に基づくものになる」と見なされている。その点で植田氏自身が「物価は来年度半ばにかけて2%を下回る」と見なしている以上、来年度半ばにあたる今年9月から10月にかけての日銀新体制は「現状維持の様子見」を続ける可能性がある。あくまでデータ面でいえば、緩和と修正や緩和と出口、その準備に向けた地ならしなどは尚早だ。

日本では「需要の強さ」を含めた内需や需給ギャップが反映される日銀・企業向けサービス価格指数が、最新1月に前年比+1.6%となった。前月の+1.5%からは小幅に上昇したが、昨年6月の+2.1%を直近最高として、上昇の天井ピーク通過が示唆されつつある。改めて潜在成長率の低下や少子高齢化と人口減、賃金上昇の遅れなどによる内需の脆弱性を示唆するものだ。

業種別では昨年まで物価上昇を牽引してきた「運輸・郵便」が+2.0%となり、昨年6月の+5.3%を最高とした低下転換が明確化している。国内の需要動向やインフレ期待、将来の成長期待などが反映される「不動産」も1月は+1.4%と、昨年5月の+2.0%をピークに勢いが息切れとなってきた。

その他、携帯電話料金の引き下げ余波などが続く「情報・通信」は、前年比-0.3%とマイナス圏で低

迷。設備投資の需要などが影響する「リース・レンタル」は+4.1%となり、やはり昨年11月の+5.5%を上昇ピークとして下落基調に転換し始めている。

同じ1月指標では総務省によるコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）が、前年比+4.2%の大幅プラスとなった。前月の+4.0%から上昇し、12カ月連続でプラス幅の拡大が続いている。第2次石油危機さなかの1981年9月以来、41年4カ月ぶりの高水準が続いたままだ。しかし、サービス価格は昨年6月で上昇ピークをつけており、CPIも遅行追従する形で「インフレ率は1月がピーク」（植田氏）となる可能性は無視できない。

1月に「コアCPI-企業向けサービス価格指数」の前年比格差は、+2.6%幅のコアCPI上振れとなってきた。前月の+2.5%幅から一段と上昇し、比較可能な統計がある1986年以降の約37年間では、過去最大の大幅な上振れ乖離となっている。

#### コアCPI>サービス価格の乖離、乖離修正の余地

依然として日銀が一過性で見なしているコスト・プッシュ（円安・資源高など）余波等により、CPIは上振れとなっている状態だ。一方で過去実績に沿えば、日銀や植田氏が重視する需要要因（デMANDプル）反映のサービス価格に対し、コアCPIが上振れ乖離となった場合、タイムラグを経てコアCPIはサービス価格の水準へと収れん低下となる乖離修正が繰り返されてきた。

そもそもコアCPIとサービス価格は、前年比の水準を含めて歴史的に相関性が高い。「コアCPI-サービス価格」の前年比格差は最新1月に+2.6%の乖離となっているが、1986年以降の約37年平均では+0.3%幅、直近20年間の平均では+0.1%幅というコアCPI上振れにとどまっており、基本的には近似した推移となってきた。

今後のサービス価格については、1月時の前年比+1.6%から低下や横這い化が見込まれる。結果、コアCPIは格差+0.3%幅への乖離修正で前年比+1.9%、+0.1%幅への修正で前年比+1.7%方向への遅行低下余地が十分にあり得る。まさに植田氏による「消費者物価は、来年度半ばにかけて2%を下回る」というシナリオに即したものだ。

4月以降の新年度から物価が再下落するとなれば、日本の国債市場での長期債金利についても過度な上昇圧力（債券価格は下落）が緩和されていく。日本株市場では物価下落による内需の下支え効果や企業の採算改善などに加え、金利上昇の抑制は内需株のサポート要因となる。同時に円金利上昇と、過度な

円高圧力のリスクも制御。債券安（金利上昇）・株安・円高という、負の連鎖リスクは軽減される可能性がある。

すでにコア CPI と関連実績のある企業向けサービス価格指数は、1月に前年比+1.6%となり、昨年6月の+2.1%を上昇ピークとして低下基調に転じている。過去実績に沿えば10年債金利の月間最高についても、前年同月比で上昇幅が抑制される関連パターンが見られてきた。

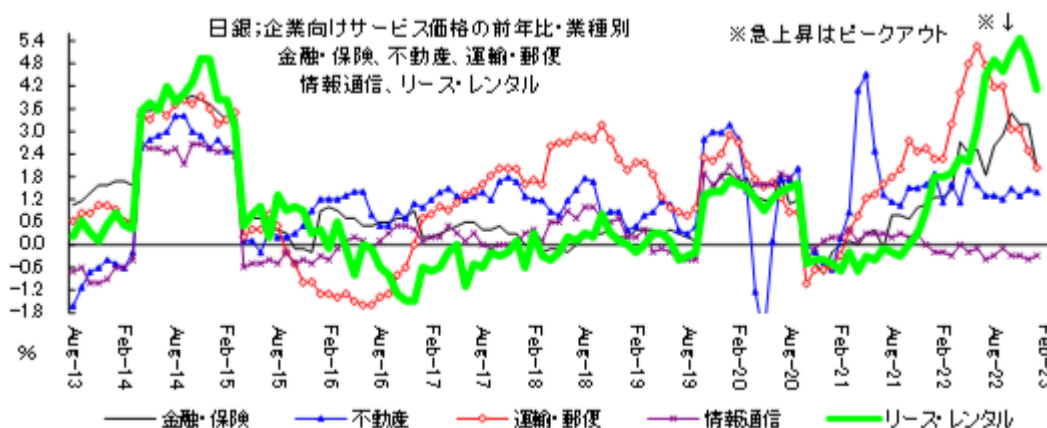
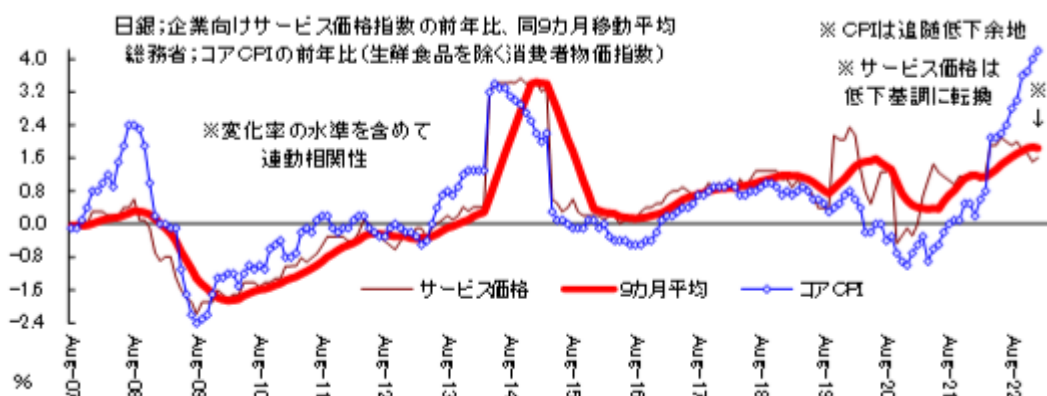
もちろん日本の国債市場では現在もなお、先行きの日銀緩和修正や米国債金利の上昇余地などを見据えた金利上昇圧力が続いている。それでも10年債金利の月間最高については、前年同月比の変化幅が昨年12月の+0.41%幅から今年1月が+0.39%幅、2月は22日時点で+0.29%幅となり、金利上昇の度合いや値幅は縮減傾向にある。

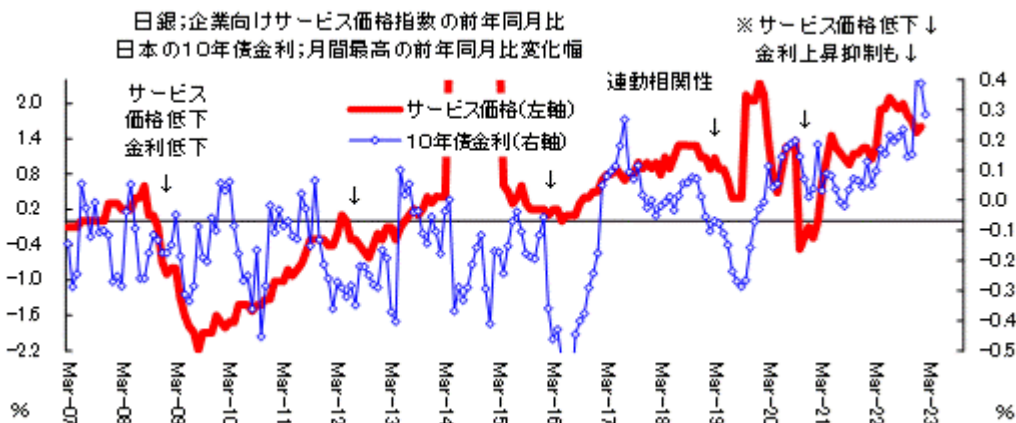
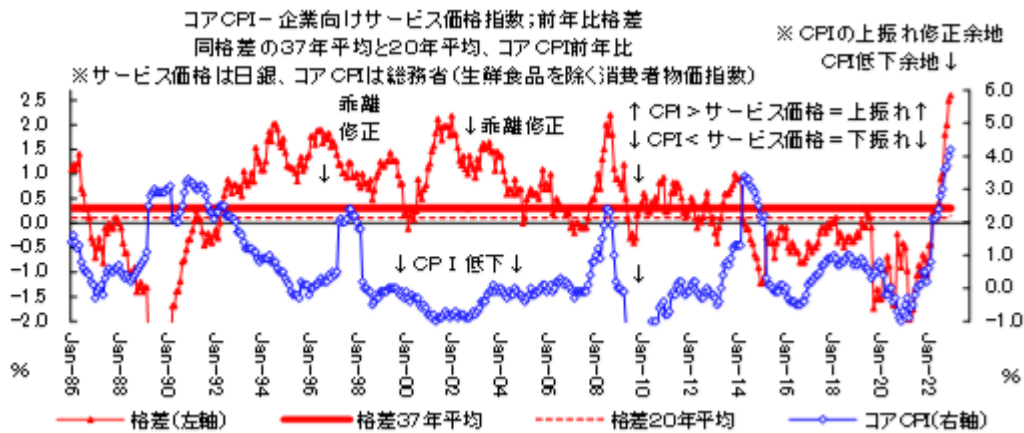
一方で日本では4月以降、賃金の上昇が物価押し上げや日銀緩和修正の要因として注目されている。しかし日本の賃金体系として、春闘での労使交渉や企業による新年度計画で年度替わりに賃上げ改定がなされたあとは、翌年度まで横這い化が続く傾向にある。米国など海外のように経済状況や労働市場の需給動向に応じ、機動的に賃金が増減する柔軟性は乏しい。

その意味で4月以降の物価統計では前年比での賃金上昇が押し上げ要因となっても、その後に前年比でのプラス効果は横這い化していく。資源下落や円安一服、国内外の需要減速などによる物価下落圧力に対し、「前月比」での賃金上昇モメンタムには制約があることで、物価の上昇ペースは鈍化していく可能性がある。

日本の物価環境でいえば、すでに WTI 原油先物は昨年3月の1バレル=130ドル超えや6月の123ドル超えを高騰ピークとして、下落転換となっている。直近2月は72-80ドル前後のレンジであり、すでに1月からは約2年ぶりとなる前年比マイナスへと反落してきた。

為替相場のドル/円についても、昨年10月の151円超えでドル高・円安が一旦のピークアウトになっている。2月は1ドル=128-135円前後での推移となっているが、昨年は4月が121-131円前後、6月が128-137円前後というレンジになっていた。その意味で現状前後のレンジ横這い化が続くと、4月以降は「前年比ドル高・円安」という輸入物価の押し上げ効果が剥落。原油など資源相場の前年比マイナスなどとあいまって、日本の物価は「前年比プラス幅縮小」という低下基調入りが担保されやすい。





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。