

日銀重視のサービス価格、株価には現状適温 脱デフレ方向も物価 2%定着は尚早、需給ギャップと関連

2023/9/29 (金)

日銀が物価判断で重要視しているサービス価格は最新 8 月が前年比 +2.1%と、昨年 9 月以来のプラス幅に上昇となった。需給ギャップと相関性があり、6 月の +1.5%をボトムに再上昇となっていることで脱デフレの方向にある。一方で燃料価格が影響する国際運輸を除くと上げ渋りとなっているほか、12 カ月移動平均は鈍化してくるなど、持続的・安定的な物価 2%目標の実現には不十分さも消えていない。日本株にとってはデフレ改善の一方で日銀の緩和修正は尚早という、「適温」環境が示唆されている。

需給ギャップ修復、プラスピークまで株高に寿命

「日本の物価上昇率を米欧と比較すると、物価上昇率が相対的に低めで推移してきたことに加えて、サービス価格が物価上昇率の押し上げに相応に寄与する米欧と異なり、(円安・素原材料高などによる)輸入物価の上昇を起点としたコストプッシュ要因による財価格の上昇が中心」――。

日銀の高田創審議委員は直近 9 月の講演でも、こうした物価判断を維持している。

高田氏は「足もとの消費者物価上昇率のうち、サービスの寄与度は依然として小さい」と指摘。消費者物価上昇率のうち、エネルギーと食品を除いた財とサービスの寄与度に占めるサービスの寄与度の比率(サービス比率)を試算すると、「米国 96%、ユーロ圏 66%に対し、日本は 44%といぜん低水準」という試算を示している。

サービス価格は需給ギャップと相関性が高く、賃上げと価格転嫁の好循環入りを判断する目安にもなるものだ。日銀の植田和男総裁は 9 月 22 日、政策会合後の会見で、「サービス価格は非常に注目して見ている」、「持続的・安定的に物価 2%が達成されるというケースでは、サービス価格もそれ相応の上昇を続けなければならない」と説明していた。

その中で日銀の企業向けサービス価格指数は、最新 8 月が前年比 +2.1%となった(7 月は +1.7%)。6 月の +1.5%をボトムに再上昇となり、昨年 9 月以来のプラス幅となっている。底流部分での需給ギャップ改善と脱デフレ方向を示唆するもので、日本株にはプラスの材料となりやすい。

現在の国内需給ギャップは、コロナ打撃を受けた大幅マイナスから修復の途中にある。過去に需給ギャップが大幅マイナスとなったあとには、政府・日銀によるギャップ改善の政策努力とデフレの修繕などもあり、プラス回復から天井ピークに達するまで日本株は連動で上昇トレンドが維持延命されてきた。

その点、現在は内閣府による GDP(需給)ギャッ

プの試算が、9 月 19 日の 4-6 月期修正値時点で +0.1%となっている。2019 年 7-9 月期以来のプラス回復となってきたが、まだ直近最高である 2018 年 4-6 月の +1.7%や 2007 年 4-6 月期の +1.8%などには届いていない。今後は政府・日銀による物価 2%目標の達成に向けた政策対応や政策配慮などが想定され、ギャップのプラス幅拡大余地と連動した日本株の上昇寿命が注目されそうだ。

過去に GDP ギャップのマイナス悪化を経たプラス局面としては、2016-2019 年、2013-2015 年、2005-2008 年、1996 年、1987-1992 年といったケースがあった。この期間内の前半を中心として、プラス回復前後から改善の天井ピークにかけては、日本株の TOPIX や日経平均株価などは株高トレンドが連動形成されている。

日米株、物価 2%超えから定着まで株高持続

TOPIX の四半期中・高値でいえば、各局面で最低でも前年比 +20%から +30%超の循環的な上昇パターンが繰り返されてきた。現在も足元の 7-9 月には +22%の上昇となっており、来年にかけては前年比株高に持続余地が残されている。

一方で直近 8 月の企業向けサービス価格指数は、原油などの燃料価格再上昇の影響を受ける国際運輸を除くと、前年比 +2.2%で前月と同水準での上げ渋りとなった。5 月の +2.3%を直近最高として、小幅な低下に転じている。国際運輸を含めた総平均でも、トレンドを示す 12 カ月移動平均では 8 月に +1.8%となり、3-5 月の +1.9%が直近天井となる形で上昇ペースが鈍化している。

業種別では内需動向や賃金との相関性が高いリースや技術サービス(建築設計、測量、地質調査など)、労働者派遣サービスなどについて、昨年からの上昇ペースに息切れが見られ始めている。

日本ではコストプッシュ要因ではない、賃金上昇と内需増強が主導する持続的・安定的な物価 2%目標の実現には、まだ不十分さが残されている。当座の日銀については、来年 2 月以降の春闘による賃上げ状況の見極めなどを含めた「様子見」が意識されやすい。日銀の緩和修正にはまだ時間を要することで、これまた日本株にはプラスの要因となる。

過去の日米株は長期実績として、中央銀行が「物価 2%目標」を導入する前段階から、物価 2%割れの悪い物価下落(デフレやディスインフレ)から、物価 2%を大きく超えていく悪い物価上昇(インフレ)の前段階までという端境期に、株価は上昇トレンドが形成されてきた。

米国の最近でいえばCPI 前年比（消費者物価指数の総合）が、コロナ打撃後の大幅な下振れを経て、2021年3月の+2.6%から物価が2%の回復となった。米国株 TOPIX の月間高値は、同月が+27.3%、翌4月が+42.8%と上昇モメンタムが加速。米FRBが「悪い物価上昇」への警戒などを強め始めた翌年2022年1月まで、株高トレンドが形成されている。

日本でもコアCPI 前年比（生鮮食品を除く消費者物価指数）が、消費税増税要因などで2014年4月以降に+3%超えの場面があった。当時は増税対応の政策強化もあり、TOPIXや日経平均株価は翌年6-8月まで株高トレンドが形成されている。過去の日本では消費税要因とは関係のない1984年から1985年にかけて、コアCPIが+2%超えで定着する場面が見られていた。同期間にTOPIXの月間高値は、+32%超の切り上がりが連動観測されている。今回も物価2%超えの定着前後まで、株高余地が支援されやすい。

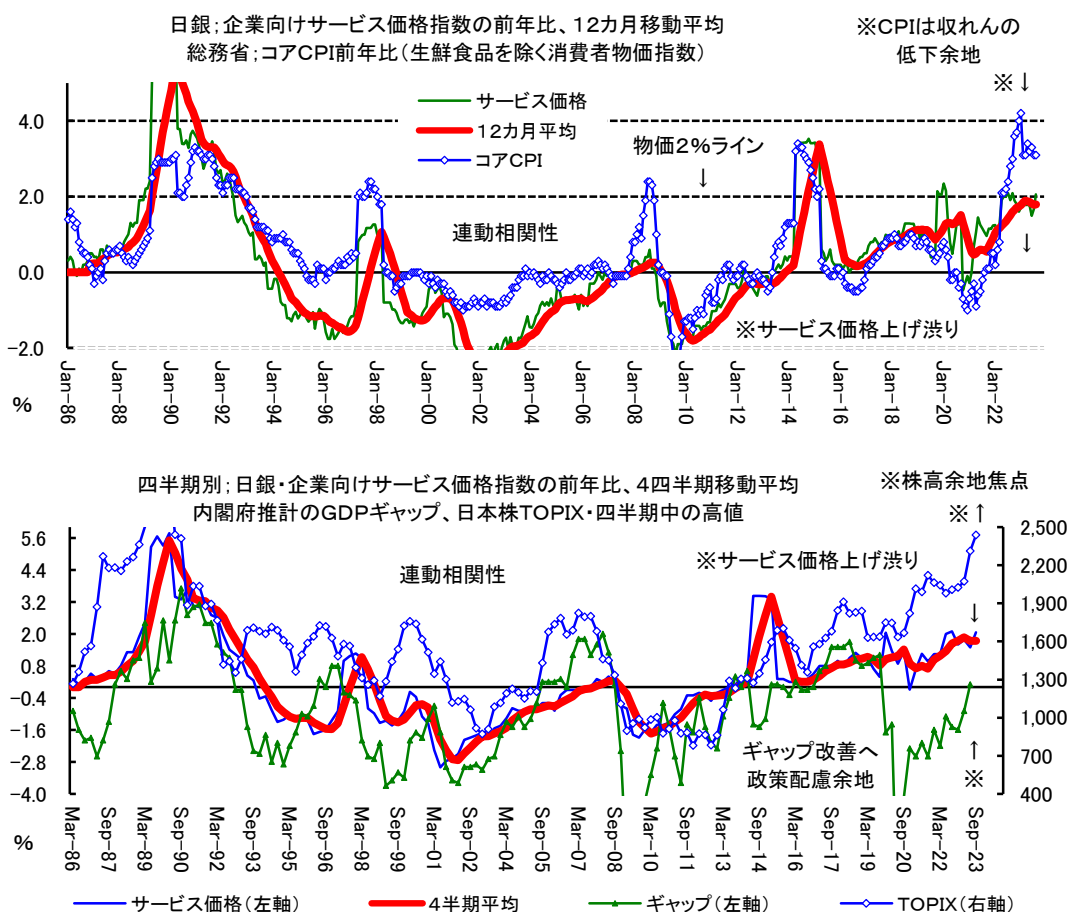
なお、岸田政権による「賃上げと適度な物価上昇

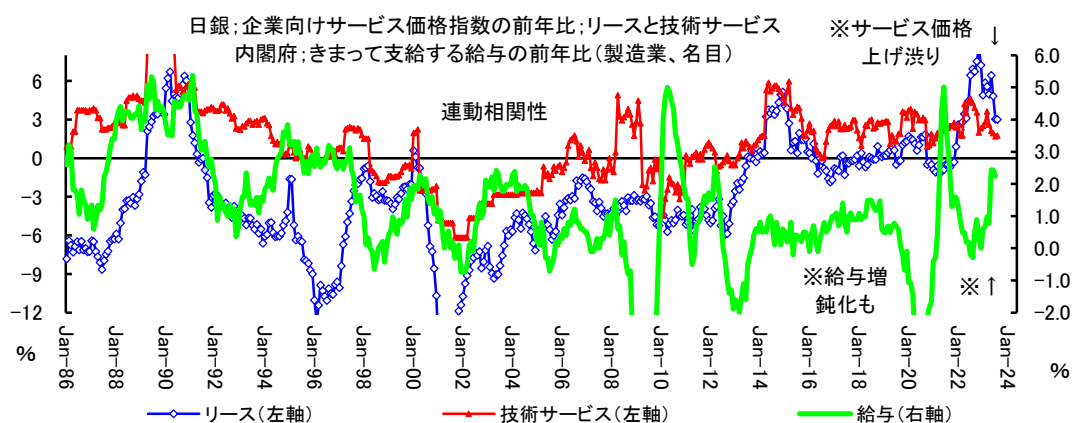
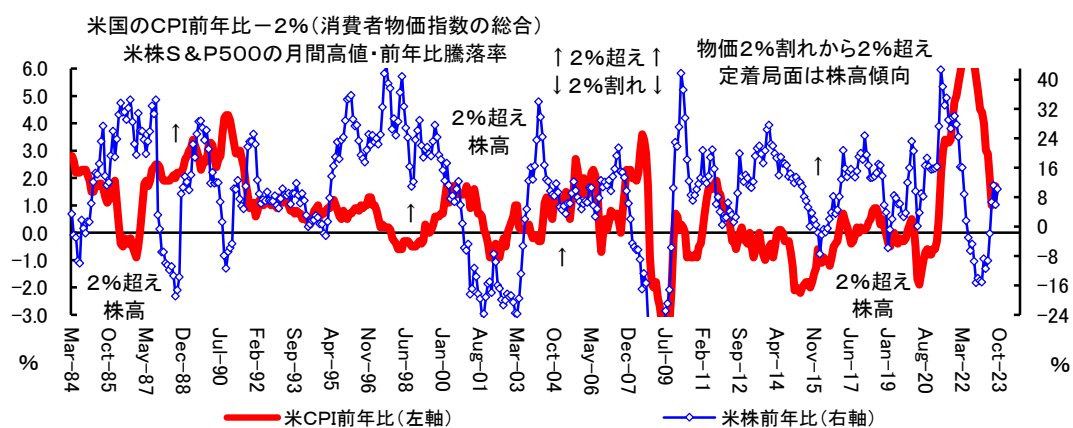
の好循環」目標が議論された9月26日の経済財政諮問会議では、民間議員から以下のような提言がなされている。

「賃金の上昇だけでは『成長と分配の好循環』は実現できず、消費の喚起が重要。しかし、若い世代は貯蓄性向が高く、少子化の要因ともなっている。将来への漠とした不安を解消するために、全世代型社会保障の構築が急務」。

「これまでは生産性あつての賃上げだったが、人手不足が加速する中でモメンタムが変わって、賃上げあつての生産性となった。今や、まずは賃上げを行い、労働力を確保した上で、彼らのモチベーションを向上させ、生産性向上に向けた動きにつなげていかなければならない」。

「国内投資の誘発が重要で、このために大胆な投資減税を行うべき。デフレ経済下では補助金が必要であったが、緩やかなインフレ下では企業が自ら行動していくことが重要」。





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。