

内需株が反落、「好循環」に当座の正念場

消費の値上げ疲れ・企業の価格転嫁鈍化・賃上げ抑制注視

2023/10/30 (月)

国内では内需株が反落となっており、適度な物価上昇と持続的な賃上げという「好循環入り」は当座の正念場を迎えている。コロナ反動が息切れとなる中で、消費の値上げ疲れと買い控え、それに対応した企業の価格転嫁鈍化、来年度以降の賃上げ抑制といった影響が注視される。最新9月の百貨店売上高では、前年比で食料品が14カ月ぶり、子供服が4カ月ぶりのマイナスといった値上げ影響も見られ始めた。一方で政府・日銀による好循環入り努力の継続を踏まえると、内需株の下落は押し目買い好機となる側面もある。

百貨店売上の食料品、14カ月ぶりマイナス

「足元では（安価な）ディスカウントストアやプライベートブランド（PB）に消費者が移行する低価格志向が強まるなど、消費者の『値上げ疲れ』、『買い控え』が表面化してきた。こうしたなか、限定的ながら一部PB製品で値下げが実施されるほか、NB品（PB以外）でも缶生ビールを中心に約800品目が値下げされるなど、値上げが中心だった2022年以降の価格戦略に比べると異なる部分が出てきた」――。

帝国データバンクでは10月の食品主要195社・価格改定動向調査を踏まえて、このような分析を行っている。企業サイドの食品メーカーでは「値上げ後に売れ行きが伸び悩むケースがあるほか、原材料価格の一服感、値上げ浸透による収益改善なども加わり、値上げ機運は年初に比べて足踏み局面に突入してきた」（同）という。

おりしも物価問題に詳しい渡辺努・東京大学大学院教授は10月27日、「（CPI＝消費者物価指数の先行指標である）CPIナウは8月最終週がピークとなり、そこから下がってきている」と指摘。そのうえで「今後、心配なのは、インフレ率がぐんぐん下がって、消費も弱くなること」といった懸念を示していた（テレビ東京）。

足元の消費者の値上げ疲れと消費縮小、食品会社による値上げ後の売れ行き伸び悩み、こうした流れからの先行き「物価は下落しても消費は衰弱化」というリスクは、岸田政権と日銀が力を入れる「好循環入り」の阻害要因となるものだ。最近では9月の百貨店売上高がインバウンド（訪日外国人客）復活などで底堅さを維持したが、商品別の前年比では食料品が14カ月ぶり、子供服が4カ月ぶりのマイナスに転じている。

ただでさえ、国内消費は昨年以降の値上げ逆風を緩和させてきた「コロナ打撃の反動需要」が息切れとなりつつある。そこに値上げ疲れの消費減が重な

ると、企業による価格転嫁の鈍化と増益幅の縮小、来年度以降の賃上げ還元の抑制といった影響が注視される。

その中で日本株市場では、内需関連株が反落となってきた。あくまでも米国株の金利上昇打撃や、米国など海外投資家による債券損失拡大と損失穴埋めの現金化、リスクテイク余力の減退といった余波の影響が大きい。それでも日本での物価上昇や資源高、消費圧迫などの影響は無視できず、東証・業種別株価指数の10月以降・月初来成績では、27日時点で陸運業が－4.4%、サービス業が－4.1%、不動産業が－3.2%、小売業が－1.0%などと、内需関連株はマイナス化となっている。

内需株、長期スパンでは押し目買い好機にも

当座は全体株の地合い悪化もあって、内需株の調整下落余地が注目されやすい。一方で現在は岸田政権・日銀ともに、適度な良い物価上昇と持続的な賃上げという「好循環入り」に全力の政策対応を講じている。こうした政策努力の継続余地を踏まえると、現状の内需株の下落は長期スパンで押し目買いの好機となる側面もある。

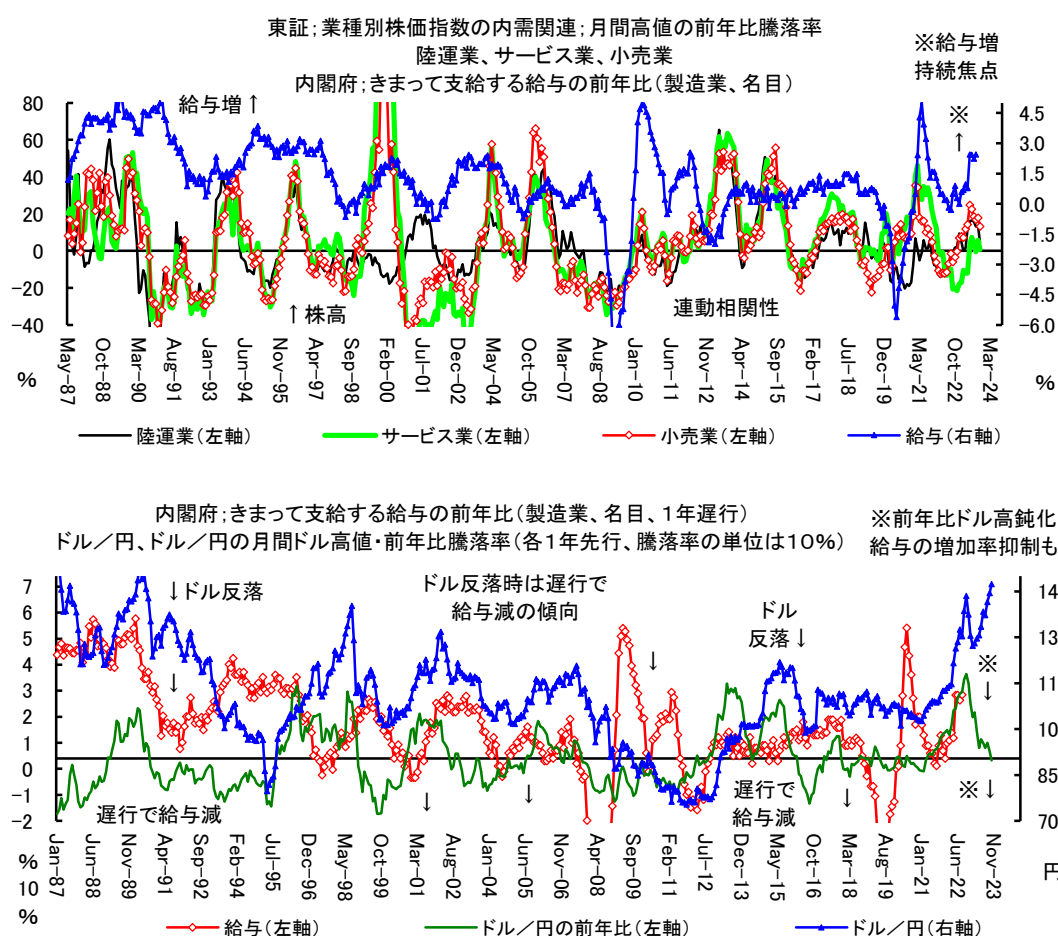
7－8月以降は円安・ドル高と原油などの資源高が再進展となっており、改めて「悪い円安と物価高」への懸念が高まってきた。その一方で現在は内需減速と、来年度以降の賃上げ幅抑制といったリスクが覆っている。

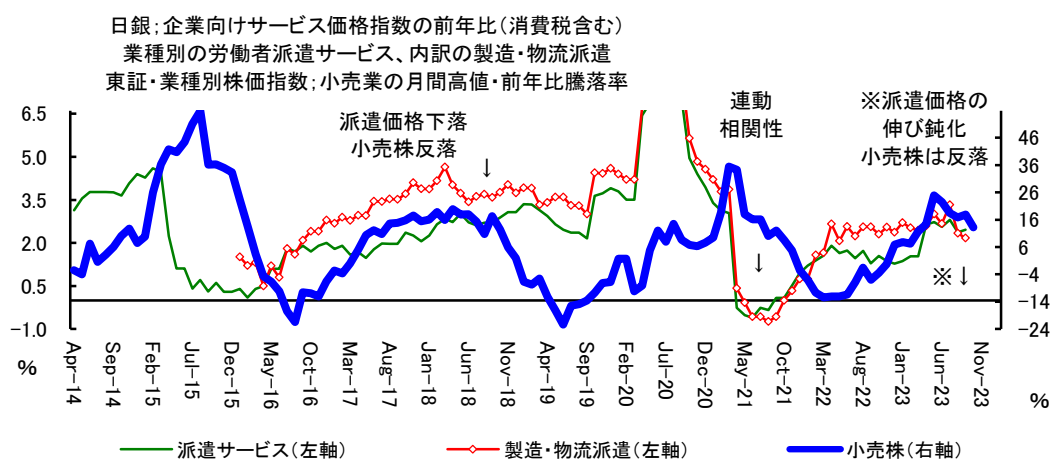
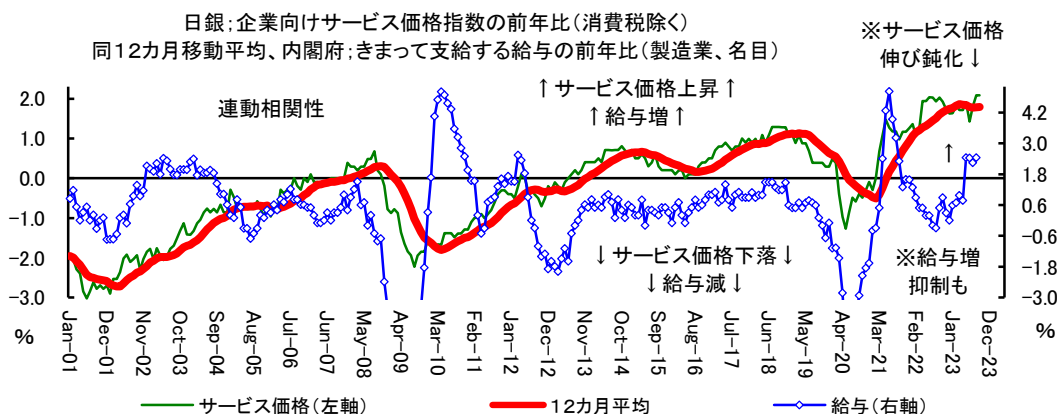
今年度の30年ぶりという高水準の賃上げ率については、良くも悪くも昨年度の32年ぶり1ドル＝150円超えといったドル高・円安と、円安効果による企業収益の大幅改善が貢献している。その点で政府・日銀は来年度以降の持続的な賃上げを目標としている以上、当座はドル高・円安のスピード制御策は想定されても、ドル安・円高方向へのトレンド転換や市場センチメントの転換につながるような政策対応の強化は想定されない。同時に市場発の前年比ドル安・円高への転換リスクに対しても、過度な円高の抑制に向けた政策目配りが意識される。

日本では1980年代以降の長期実績として、前年比でドル安・円高が進展した年には、同年度の企業収益が前年比で下振れへと作用。翌年度の春闘などでの賃上げ改定では、前年比での賃上げが抑制されたり、前年比で賃金がマイナスとなる連動相関パターンが観測されてきた。その点で政府・日銀の為替対応としては、好循環入りが定着してくるまで、前年比でのドル安・円高の大幅な進展リスクには細心の目配り対応が想定される。

一方で日銀が基調的な物価判断で重要視しており、国内の需要の強弱度合いや需給ギャップなどが反映される日銀の企業向けサービス価格指数は、最新9月に前年比+2.1%となっている（消費税を除く）。コアCPIを下回っているほか、8月の+2.1%と同水

サービス価格の業種別では、賃金と相関性のある「労働者派遣サービス」が9月に前年比+2.5%となり、6月の+2.8%をピークに伸び鈍化してきた。内訳では製造業の収益や賃金と相関性がある「製造・物流派遣」が+2.2%と、6月の+3.3%から大きく低下。来年度の賃上げ幅抑制を示唆する先行指標として注目される。





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。