

サービス価格、好悪はらみ先行き上昇鈍化へ 供給逼迫・コスト高の緩和と需要減・金利上昇打撃にらむ

2024/8/30 (金)

サービス価格は先行き「好悪両材料」をはらみつつ、上昇鈍化が想定される。コロナ危機以降の供給・人手不足の是正や、こうした逼迫の緩和と円安修正等によるコスト高の抑制はプラス材料となる一方、コロナ後の内需急回復の反動や海外減速による需要減、日銀の緩和修正と金利上昇の打撃、超円安・企業収益急増・賃上げ還元の勢い鈍化などはマイナス材料になる。それでも日銀の物価 2%安定化努力の継続などで前年比の物価プラスと脱デフレ方向は支援され、内需関連株を中心に前年比プラス成績が維持・定着となりやすい。

「前年比プラス」は継続も、前年比の株高支援

「国内の景気は、コロナ禍からの回復のスピードが徐々に減速してきている」、「(それでも)メインシナリオは、消費が腰折れしないとの見方でいいのでは」、「物価は世界的なエネルギー価格・食料価格上昇の影響もあり、目標を上回る 3%程度の上昇率となってきたが、徐々に落ち着き、来年度・再来年度は物価目標に沿った 2%程度になると見込む」、「過去の輸入物価の上昇を起点とするコストプッシュ圧力が減衰する一方、賃金と物価の好循環による緩やかで持続的な力が働き始めている」――。

日銀の氷見野良三副総裁は 8 月 28 日、講演でこのような見解を示している。

その中で日銀が物価判断で重要視しているサービス価格は、最新 7 月の日銀・企業向けサービス価格指数で前年比+2.8%の上昇となった。前月の+3.1%から上げ幅が縮小となり、昨年 11 月の+2.8%以降は+2.3%から+3.1%のレンジで上げ渋りとなっている。先行きは「好悪両材料」をはらみつつ、上昇ペースの鈍化が注目されやすい。

プラスの好材料としては、コロナ危機以降の供給不足、生産・輸送・サービス提供の制約、人手不足などの各是正や、こうした逼迫の緩和と円安修正等によるコスト高の抑制がある。先行きサービス価格が下落しても、「過去の輸入物価の上昇を起点とするコストプッシュ圧力の減衰」(氷見野氏)といった悪い物価高の是正側面が注視されそう。サービス価格の一定下落は、関連企業の収益と株価にマイナスなる一方、それ以外の企業や家計には「コスト高の抑制」という支援材料になる。

すでに足元では円安と資源高の一服により、WTI 原油先物の円換算は 8 月に前年比-3.6%のマイナスとなってきた(27 日時点、月間高値の比較)。6 月の+26.9%から下落となり、昨年 11 月以来の下落幅に価格が押し下げられている。過去実績として、

日本の内需関連株にはプラスとなりやすい。

一方、サービス価格の先行き上昇ペース鈍化に関し、「マイナスの悪材料」として懸念されるのは、氷見野氏も指摘しているコロナ後の内需急回復(リベンジ消費やインバウンド復活)の反動のほか、米中など海外減速が加わる形での内外の需要減退がある。さらには日銀の緩和修正と金利上昇の引き締め打撃や、これまでの超円安・企業収益急増・賃上げ還元の勢い鈍化などは、国内の景気や日本株に悪材料となる部分がある。

それでもサービス価格は日銀による物価 2%安定化努力の継続などにより、前年比の物価プラス基調と脱デフレ自体は維持されていく。日本の物価には「賃金と物価の好循環による緩やかで持続的な力が働き始めている」(氷見野氏)という構造変革も見られ、日本株は内需関連株を中心として、株高ペースは鈍化ながらも「緩やかなで持続的」な下限切り上がり軌道がサポートされる。

過去の長期実績として、内需の強弱や需給ギャップの動向が反映される企業向けサービス価格や、同価格が影響するコア CPI(生鮮食品を除く消費者物価指数)で前年比のプラスが維持されている限り、日本株市場で内需の影響度が大きい TOPIX は前年同月比でプラス成績が支援されてきた(月末値の比較)。

機械リース・派遣・事務所賃貸は下落、好悪両面

TOPIX の月末値ベースでの前年同月比プラス基調に関しては、現状段階で月末日に TOPIX に投資した場合、その後に株価の上下動があっても、「1 年後の月末日」にはプラスのリターンが得られる確率を高めていく。

日本の過去デフレ時には物価マイナス化で実質の GDP 成長がプラス化(成長>物価、低成長でも物価が下落)となる局面があっても、名目 GDP はマイナス化が頻発となっている。前年比での名目マイナス成長の場合、前年比での名目の企業収益を押し下げ、名目の株価にもマイナスの圧力が働いてきた。

その点、今後の物価プラス定着と脱デフレの正常化ケースでは、名目 GDP の前年比プラスが定着し、名目の企業収益や株価を前年比で押し上げる環境が定着となりやすい。物価が前年比プラス定着となる世界では、各種の経済活動に係る価格が上昇。名目で成長が金額ベースでカサ上げされ、名目で企業収益や株価にもプラスの効果をもたらしていく。

米国では FRB が 1990 年代以降、インフレの防止・退治と同時に、日本の長期デフレを教訓として「デ

フレ断固阻止」の政策対応を強化させる局面が見られてきた。結果、米国の代表的な株価指数・S&P500は月末値ベースで、前年比での物価プラス基調に連動した前年比プラス成績が基本トレンドとして長期定着となっている。

最近の前年比マイナス成績の株安局面は、2022年4月からの12カ月間（コロナ危機後の特殊なインフレ上振れとFRB利上げ加速など）、2015年8月からの10カ月間（チャイナ・ショックなど）、2008年1月からの21カ月間（サブプライム危機とリーマン・ショック）などがあつた。

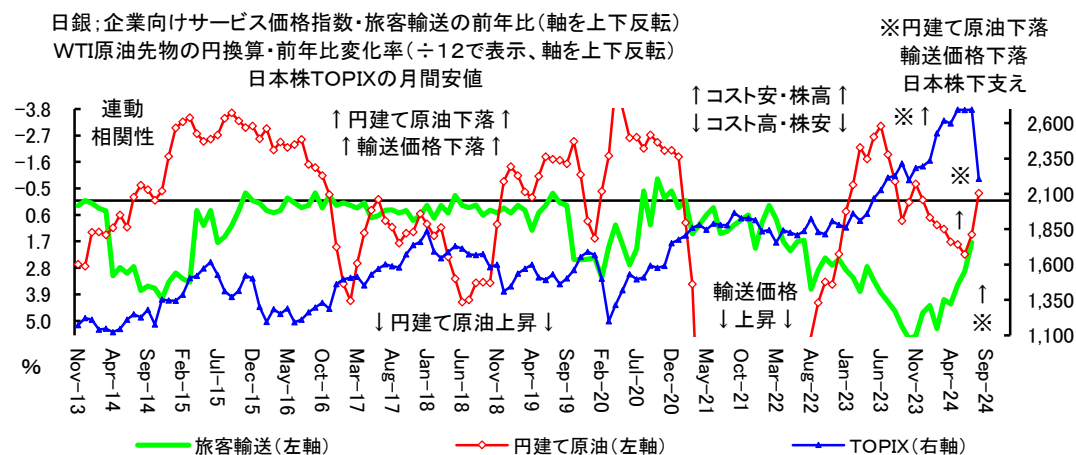
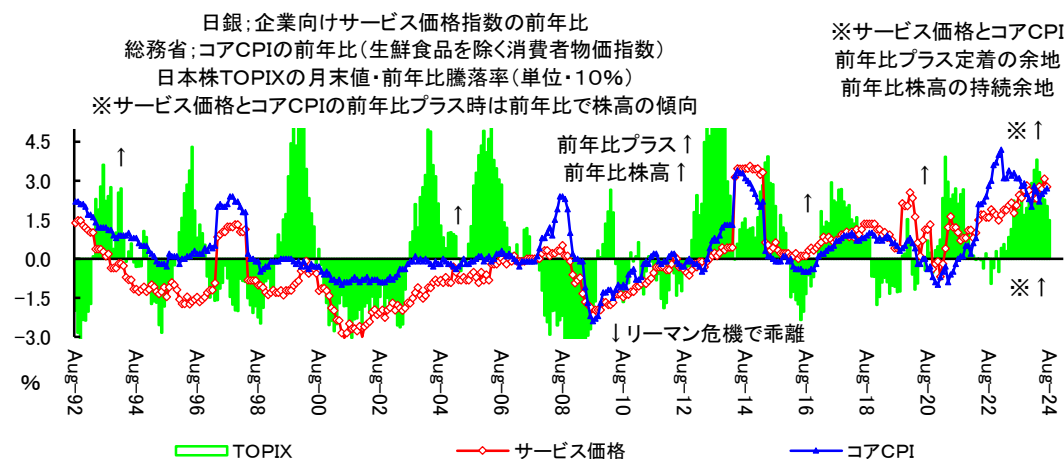
いずれも市場混乱の有事などで一定期間の前年比マイナス局面があつても、その後は前年比プラス成績の基本トレンドに回帰となっている。日本株市場もバブル崩壊後の長期低迷とは異なり、今後は一定期間の前年比マイナス局面があつたとしても、基本的には前年比プラスの基調という長期トレンド入り注目されやすい。

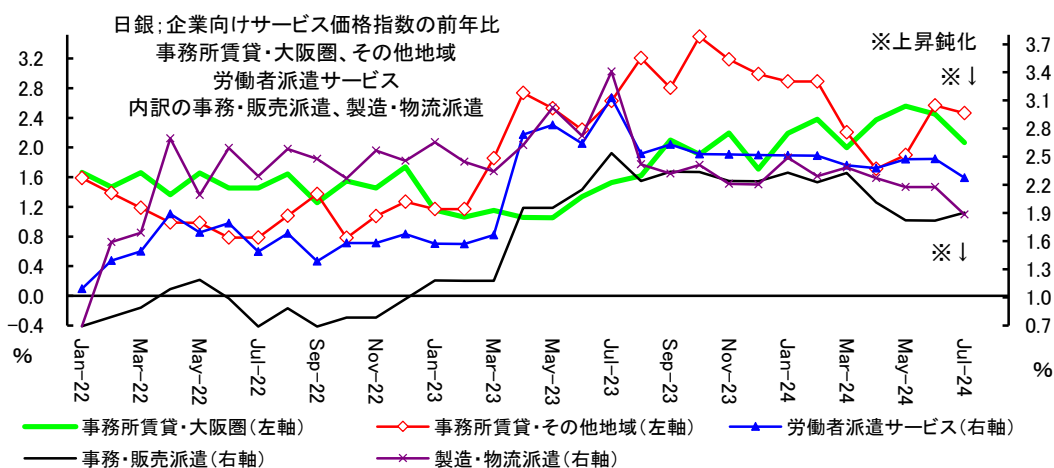
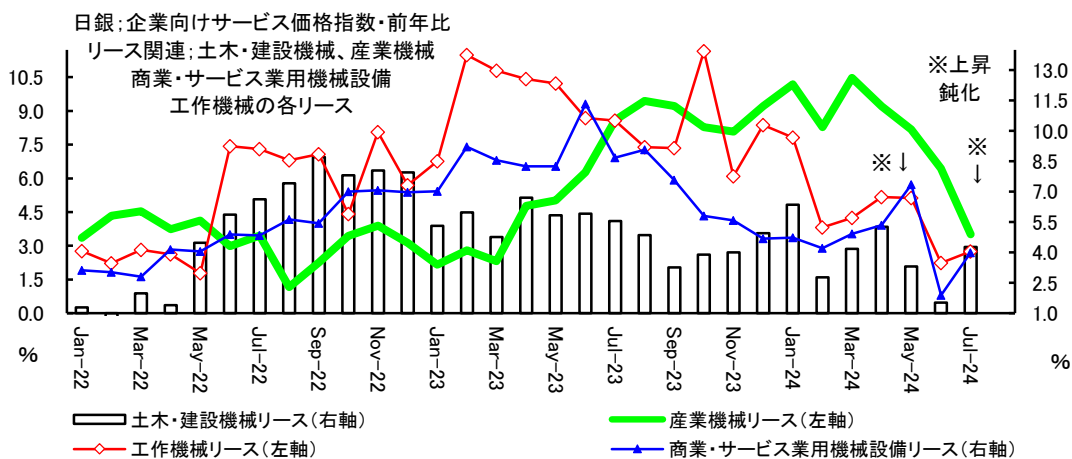
最新7月の日銀・企業向けサービス価格では、先行き上昇ペース鈍化を示唆する先行シグナルが個別業種で見られている。関連する企業の株価には、マイナスの要因となるものだ。

一方で日本の経済全体や全体株にとっての「プラスの好材料」としては、コロナ危機以降の供給不足、生産・輸送・サービス提供の制約、人手不足などの各是正や、こうした逼迫の緩和と円安修正等によるコスト高の抑制を示す価格下落業種が見られている。具体的には旅客輸送の+1.7%（直近最高は昨年10月の+5.7%）、産業機械リースの+3.5%（今年3月は+10.5%）、工作機械リースの+2.7%（昨年10月は+11.7%）、労働者派遣サービスのうちの事務・販売派遣+1.9%（昨年7月は+2.5%）、製造・物流派遣の+1.9%（昨年7月は+3.4%）などがある。

サービス価格での下落業種には、内需減速や日銀の緩和修正と金利上昇の打撃が警戒される「マイナスの悪材料」も示唆されている。各種リースや労働者派遣の価格下落はこれらの要因も警戒されるほか、事務所賃貸・大阪圏の+2.1%（今年5月は+2.6%）、事務所賃貸・その他地域の+2.5%（昨年10月は+3.5%）などの価格が減速となってきた。

このうち労働者派遣の価格下落は、円安修正と内外需の減速懸念もあり、これまでの「超円安・企業収益急増・賃上げ還元」について、先行き勢い減速を示す先行指標として注視されそうだ。





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、複製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。