

日銀の企業向けサービス価格指数は最新9月分の業種別で、需要の鈍化や不足感の示唆分野がある。リース、貨物、不動産賃貸、土木建築などで見られ、供給・人手制約や各種コスト高、金利上昇が需要・投資を抑え込む局地リスクが注視される。過去にはコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）に先行実績のある業種も含まれており、コストプッシュ発（供給・人手不足や円安・輸入物価上昇）の物価上昇警戒は続く一方で、高市早苗新首相が目標に掲げるダイヤモンドプル（需要主導）の適度な良い物価上昇には多難さがある。

供給減持続の一方で需要減警戒、首相は需要重視

「IMFの基準では、日本経済がインフレになったと考えていいかもしれないが、コストプッシュ型インフレという状態のまま放置して、これでデフレではなくなったと安心するのは早い」、「賃金上昇が主導して需要が増え、緩やかに物価が上昇していくダイヤモンドプル（需要主導）型のインフレへの移行が重要だ」――。

高市早苗新首相は10月4日に自民党総裁選で勝利して以降、このような政策目標を掲げている。

その中で需要面での価格動向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月が前年比+3.0%となった。7月の+2.6%や8月の+2.7%から上昇となり、4カ月ぶりの高い伸び率となっている。改めて人件費や物流費など各種コストの上昇について、サービス価格に転嫁する動きが確認されている。

一方で業種別では、需要の鈍化や不足感示唆の分野が散見されている。具体的にはリース、貨物、不動産賃貸、土木建築などで、人口減や高齢化などによる構造的な需要減のほか、供給・人手制約や各種コスト高、金利上昇が需要と投資を抑え込む局地リスクは注視される。過去にはコアCPIに先行実績のある業種も含まれており、「ダイヤモンドプル型の適度な良い物価上昇」は多難さが示唆されている。

具体的にリースは前年比+1.5%で、前月の+1.8%から伸び縮小となった。直近最高である昨年4月の+5.3%からは大幅な下落で、2021年12月以来、45カ月ぶりの低水準となっている。内訳では商業・サービス業用機械設備リースや、電子計算機関連リースなどで価格の下落が目立っている。レンタルも+2.1%と、2023年11月の+3.8%を最高ピークとして勢いが減速。それぞれ製品不足や供給不足と同時に、需要の鈍化が示唆されている。

貨物では陸上貨物輸送が前年比+2.7%で、前月の+2.8%や直近最高である2月の+3.4%から低下と

なってきた。同業種はコロナ反動や2024年問題等での働き方改革、ガソリン等の輸送費高騰を受け、価格上昇が続いてきたが、価格下落に転じている。

その他、不動産・事務所賃貸の名古屋圏が+2.4%（直近最高は5月の+2.9%）、ホテル賃貸が+3.4%（昨年11月の+19.2%、インバウンド過熱一服等）、普通倉庫が+0.6%（昨年8月の+1.9%）、土木建設サービスが+4.5%（2024年7月の+10.8%）などとなり、それぞれ大幅な価格上昇からの下落が目立ち始めた。

一方で日銀はコストプッシュ主導の物価高でも期待インフレを押し上げる可能性があるほか、一段の円安・輸入物価上昇の抑止を含めて、利上げは継続させる構えだ。それでも高市首相は「物価高の抑制と同時に、物価を上回る賃金と経済成長」を目指しているほか、10月28日には城内実経済財政相が「財政・金融政策による高圧経済」の方針を示した。日銀も需要と成長には配慮の必要があり、先行き利上げ幅自体には制約がある。

日銀利上げに先行の2年債、上昇鈍化で円高抑制

日銀の政策金利に連動性や先行性のある日本の2年債金利は、当座の12月を含めた追加利上げの織り込み進展や、今後の利上げ余地の制約などが示唆される形で、上昇ペースが鈍化してきた。

2年債金利の月間最高ペースでの前年比は、10月が27日時点で+0.50%となっている。9月の+0.54%や直近最高である3月の+0.68%などに比べると、上昇の幅と勢いが減退しつつある。先行きの利上げ余地の狭まりや、利上げ終盤入りを示すものだ。

為替相場のドル/円は長期実績として、日銀利上げの先行指標でもある2年債金利が前年比で上昇ピークを通過する前後から、円高・ドル安圧力の減退や、円安・ドル高方向への移行が観測されてきた。その点、現在も今年3月に2年債金利の前年比が+0.68%と最高ピークを付けた直後、4月にドル/円は139円台で当座の円高値とドル安値を形成している（ドルは一旦の底入れ）。

そこから半年が経過した現状段階で、2年債金利の上昇幅は鈍化してきた。引き続き来年に向けて日銀の利上げが材料になる局面で円高・ドル安の進展はあっても、2年債金利の前年比はすでに上昇ペースがピークアウトしつつあり、先行き円高・ドル安余地の狭まりや、ドルの下値ライン切り上がり、ドル高余地の残存が注視される。

日銀の物価統計では、円安・輸入価格上昇という

コストプッシュ型の物価上昇に対して、国内の需要が反映されるディマンドプル影響のサービス価格は相対的な下振れが続いている。企業向けサービス価格指数－輸入物価指数（円ベース）の格差は、双方とも2020年＝100のベースで9月は－45.0のサービス価格下振れとなっている。

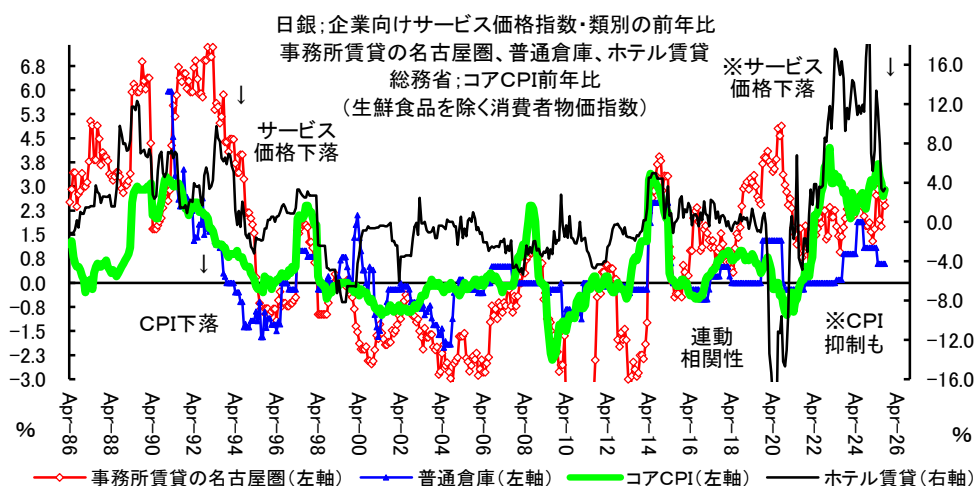
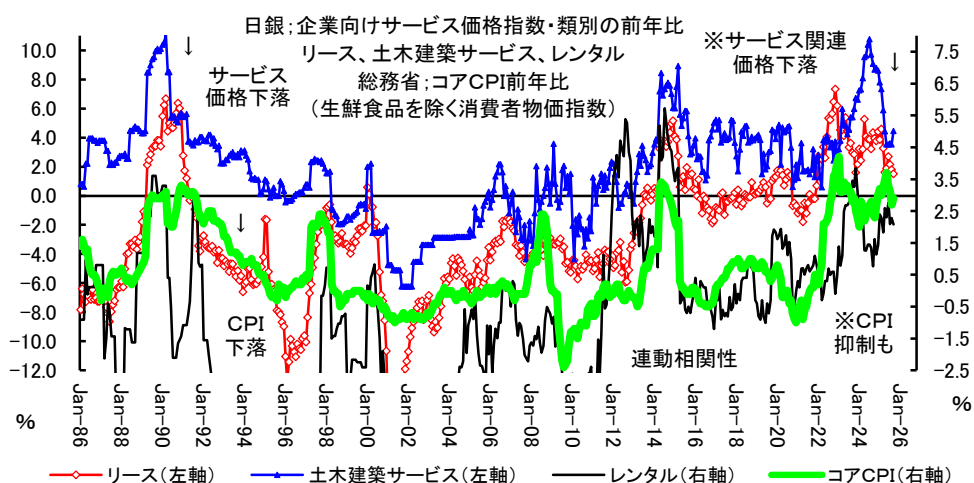
2024年7月の－64.8を最低ボトムに下振れ乖離は縮小してきたが、1986年以来、約40年ぶりの大幅なマイナス水準は持続。2020年12月の＋1.2を最後に、マイナス推移が定着している。同格差は長期実績として、実質金利と連動相関性を有してきた。現状のようなサービス価格の相対下振れは、国内での需要の弱さと名目金利の上昇抑制に作用。一方ではコストプッシュ影響の物価上昇の大きさが示され、「名目金利＜物価上昇」という構図の支援が実質金利の押し下げにつながっている。

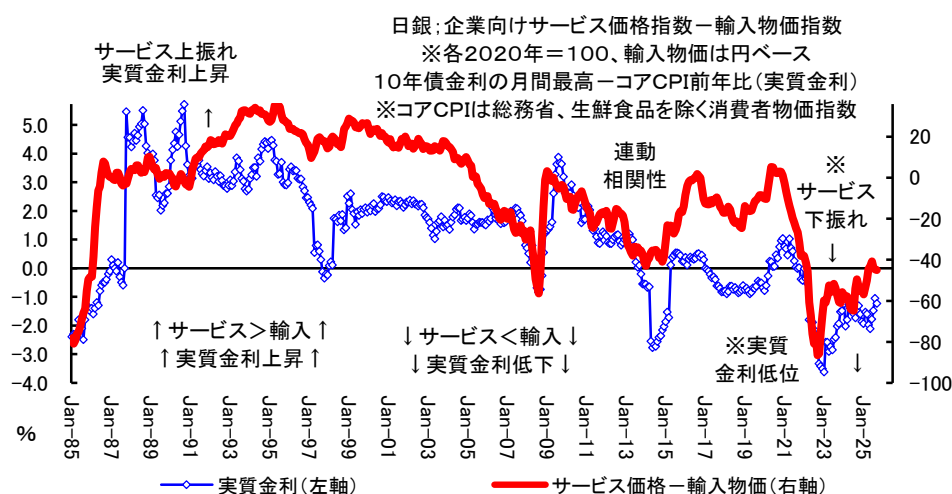
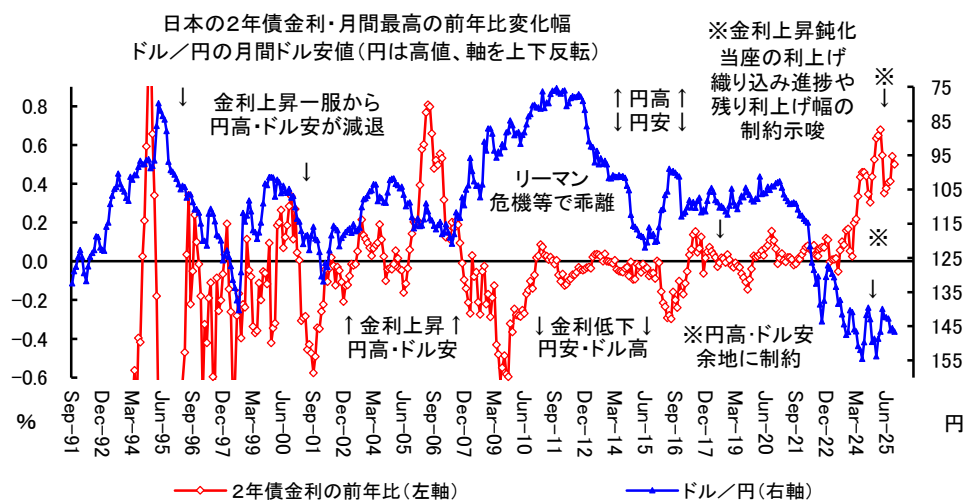
現状の「サービス価格－輸入物価」によるサービ

スの大幅下振れは、日銀の政策以外で実質金利の低位状態を正当化させるものだ。金融市場では底流部分で、日本株の上昇と円安の基調をサポートしている。

また、現在の日本では高市新政権となっても、政府・日銀による物価2%目標のアコード（共同声明）が維持されたままだ。過去、日本のコアCPI（生鮮食品を除く消費者指数）が前年比＋2%から＋2.5%前後で「程良い安定化」が示された期間として、1991－1992年の前後があった。当時のサービス価格－輸入物価は、＋15から＋20前後で推移しており、サービス価格の上振れと国内需要の底堅さが示されている。

今回もコアCPIが＋2%前後で安定化していくためには、円安・輸入物価上昇の抑制と同時進行で、需要増とサービス価格の上昇が不可欠となる。





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。