

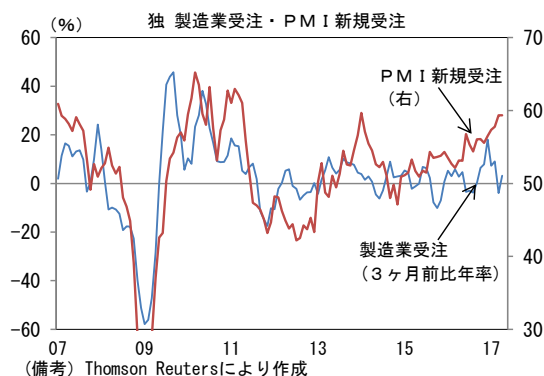
Serviceがサービス ～価格転嫁進まないで収益圧迫～

2017年6月8日（木）

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

【海外経済指標他】

- ・4月独製造業受注は前月比▲2.1%と市場予想（▲0.3%）を下回り、3ヶ月ぶりに減少。もともと、3ヶ月前比年率の伸びは+3.2%へと反発し、PMI新規受注との乖離は幾分縮小した。

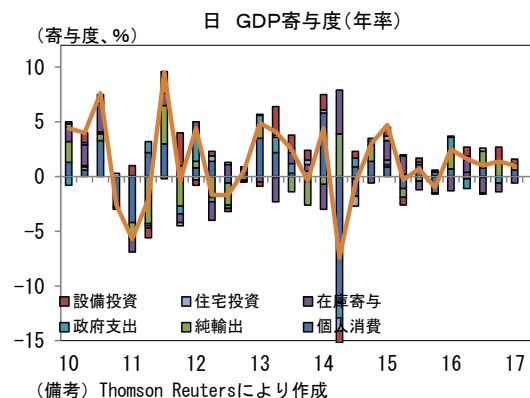


【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株市場は続伸。コミー前FBI長官の議会証言の草稿が公開されたものの、その内容が新味に乏しく不安心理が後退。WTI原油は45.72ドル（▲2.47ドル）で引け。想定外の原油在庫増加が嫌気された。
- ・前日のG10通貨は豪GDP統計の結果を受けてAUDが買われ、それにNZDが追随。その反面、原油価格下落を受けてNOK、CADが軟調。USD/JPYは一時109前半まで水準を切り下げたが、その後は110近傍へと反発。
- ・前日の米10年金利2.2173%（+2.8bp）引け。株式市場が堅調に推移するなか、水準訂正の米債売り。欧州債市場（10年）はドイツ（0.269%、+1.7bp）、フランス（0.694%、+2.5bp）、イタリア（2.300%、+4.4bp）が揃って金利上昇。ECB理事会を目前に控え総じて軟調だった。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株はUSD/JPY上昇が好感されるなか、米国株上昇に追随（10：30）。
- ・実質GDP成長率（2次速報値）は前期比年率+1.0%へと市場予想（+2.4%）に反して速報値の+2.2%から大幅に下方修正された。個人消費（前期比年率+1.4%→+1.1%）、住宅投資（+3.0%→+1.1%）が下方修正されたほか、在庫寄与度（速報値+0.4%pt、改定値▲0.6%pt）が大幅に下方修正され、最も下落に寄与した。一方、設備投資（前期比年率+0.9%→+2.2%）は速報値から上方修正され、10-12月の+7.9%となった後、2四半期連続で増加。この結果、実際の成長率から在庫寄与度を差し引いた最終需要は前期比年率+1.8%と、速報値から0.2%pt上方修正された。



< #粘着的なサービス物価 #マージン悪化を懸念 >

- ・人手不足解消に伴う人件費増加がサービス価格に転嫁され、企業段階ではサービス価格が上昇傾向にあるにもかかわらず、消費者物価では4月にサービス物価の前年比上昇率が遂に0%となり、消費者段階におけるサービス業の価格転嫁がなお厳しいことが浮き彫りとなった（※帰属家賃を除いたベースでも0%）。現状は企業がコスト増を消費者の代わりに負担するという、日本語英語の意味するところのサービス（無料）に近い状態にある。今後は労働需給が一段と逼迫する下で消費者段階にも価格転嫁の流れが波及してくるとみているが、その程度は緩慢なものになる可能性がある。
- ・このことは日本企業の収益を圧迫する可能性があり要注意だろう。ROEをデュボン分解した場合、日本企業の収益力の弱さは、米国企業に比べて売上高利益率が低いことにその主因があると指摘されているが、日米のサービス物価上昇率の差は、売上高利益率の格差を上手く説明しているように思える。日米のサービス物価を比較すると米国が2%超の領域で安定しているのに対して、日本のそれは0%近傍で粘着的となっている。これは日本が先進国で①最も長期にわたるデフレを経験したこと、②恒常的にROEが低いことを同時に説明しているだろう。なお、消費者段階のサービス物価の下押し寄与度上位に携帯電話通信費、公共サービスなど、景気循環以外の影響を受ける一過性のものが多く含まれており弱さが誇張されている可能性は否定できない。とはいえ、こうした「一過性」「特殊要因」が連続的に観察されるのが、日本の物価の特徴でもあるため「除く〇〇でみれば問題ない」という議論は慎むべきだろう。いずれにせよサービス物価がプラス圏を回復し、上昇基調に回帰するか注視したい。

