

企業物価、上昇一服も最終財・国内品耐性

2018/12/14

企業採算を下支え、耐久消費財は 92 年以来の改善

企業の価格転嫁動向や採算性に関する日銀・企業物価指数は、最新 11 月に前年比+2.3%と 7-10 月の+3.0%から低下した。2016 年 4 月の-4.6%をボトムとした上昇基調が頭打ちとなっており、企業の売上収入や収益率の減速が警戒されやすい。ただし、国内外の景気減速下にあつて、「最終財の国内品」は価格下げ渋りの耐性が強化されている。雇用や需給ギャップの改善などによる国内での脱デフレと価格転嫁の進展持続が示唆されており、資源下落とあいまって内需関連企業の採算性が下支えされる。

財務省元高官「来年もドル/円はレンジ安定か」

「為替相場のドル/円は来年にかけても過度なドル安・円高リスクは抑制され、今年を中心レンジである 108-114 円を中心とした安定推移が維持出来るのではないか」――。

先ごろワシントンで米財務省幹部などと懇談してきた日本の財務省元高官はこのような見通しを示す。

もちろん、来年 1 月からは日米貿易交渉の本格化が波乱要因となっていく。トランプ米大統領は「当初の大統領選公約の有言実行と、二国間の米貿易赤字削減を最重視する基本姿勢に変わりはない」(日銀の元国際局担当)とあつて、日本に対しても相応の圧力が警戒されそう。とくに日本の対米貿易黒字は 76%を自動車占めており、「自動車の輸出数量規制などは現実リスクとしてあり得る」(前出の財務省元高官)。

しかし米国でトランプ政権が発足した 2017 年以降、おりにふれて日米の貿易摩擦が警戒されながら、ドル/円は 2 年近く 105-115 円前後のレンジが長期安定化してきた。これから自動車輸出の数量規制が現実化してくると短期的にはドル安・円高材料となり得る反面、中長期的には 1) 経常収支の日本黒字減と米国の赤字減、2) 日本企業による米国現地生産の拡充に向けた対米投資の再増加、3) 日米貿易摩擦懸念の一旦のアク抜け――などもあつて、ドル高・円安要因となる可能性を秘めている。

一方で来年にかけては、米国減速と米 FRB の利上げ停止がドル安・円高リスクとして警戒されている。しかし、このまま米国が減速となれば「対米輸出の削減圧力を受ける日本には二重打撃となり、日本では消費税増税とあいまって、米国以上に景気の悪化が深刻化してしまう」(同)。日銀には緩和継続や緩和強化の圧力が掛かることもあり、過度なドル売り・円買いは制御される。

かつては 2007-2008 年以降や 2016 年などで、日本の景気悪化や日銀緩和でも「リスク回避の円高」

が加速される場面があつた。来年はその再現リスクが残るものの、こうした過去円高に比べると現在は潜在的な円高圧力が減退している。

具体的には、1) 日本の貿易収支は黒字急減や赤字化の傾向にある(海外現地生産定着、外国企業買収も持続)、2) 投機的な円ショート・ポジション(売り持ち)が大きくは積み上がっていない(2007 年や 2015 年は記録的な高水準に膨張)、3) 米国での 2%以上の短期金利が安全逃避の受け皿になる(米利下げは尚早)、4) 来年は米欧の中銀による量的緩和縮小と日銀の量的緩和持続の乖離が一段と拡大していく、5) 米国の監視強化により、中国や韓国などは意図的な通貨安誘導に縛りが掛かっている――といった円高抑制への環境が整備されている。

同時に日本では労働市場の良好さと需給ギャップ改善、脱デフレなどもあつて、内外経済の減速でもデフレ不安・リスク忌避の高まりと円高の負の連鎖が遮断されてきた。

日銀による最新 11 月の国内企業物価指数は前年比+2.3%となり、23 カ月連続でのプラス化が維持されている。7-10 月の+3.0%からは伸び率が鈍化してきたが、需要段階別・用途別指数では最終財・耐久消費財の「国内品」が前年比-0.6%となり、前月と同水準で下げ渋りとなった。8 月の-1.9%をボトムにマイナス幅が縮小し、消費税増税要因を除くと 1992 年以來のマイナス幅縮小となっている。

機械は業務用減速も生産用・はん用は底堅さ

この国内品・前年比は 2011 年 12 月の-7.6%という過去最低をボトムに、マイナス幅の縮小トレンドを維持させている。連動する形で日経平均は下値切り上げのトレンドが支援されてきた。国内品の値下げ消耗戦によるデフレ・スパイラルの反転改善や、国内での需給ギャップ改善などによる企業の価格転嫁進捗が示唆されている。輸入品を含めた最終財・耐久消費財の総計では、業種別で業務用機器が+2.5%、繊維製品が+0.1%とプラス化を維持させた。

11 月の企業物価指数の個別業種では資源素材高の遅行影響だけでなく、「業界の景気の良さ」や「自社商品のブランド・競争力が強く、価格決定権が自社にある」ことなどによる価格転嫁力の耐性強化セクターが少なくない。

具体的には窯業・土石製品が前年比+2.5%(10 月は+2.5%)とプラス化を保ったほか、プラスチック製品が+2.3%(+1.9%)、パルプ・紙が+2.0%(+1.4%)、繊維製品が+1.4%(+1.2%)などと採算の改善基調を維持させている。現在は中国減速

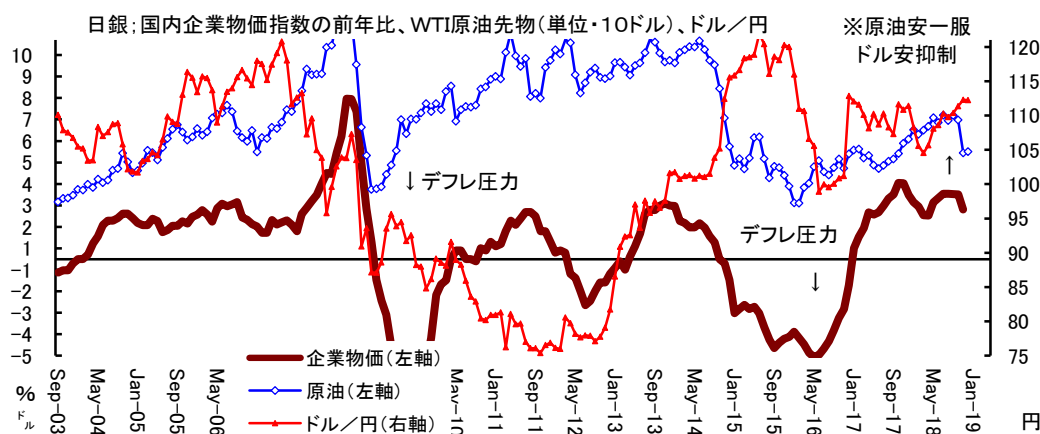
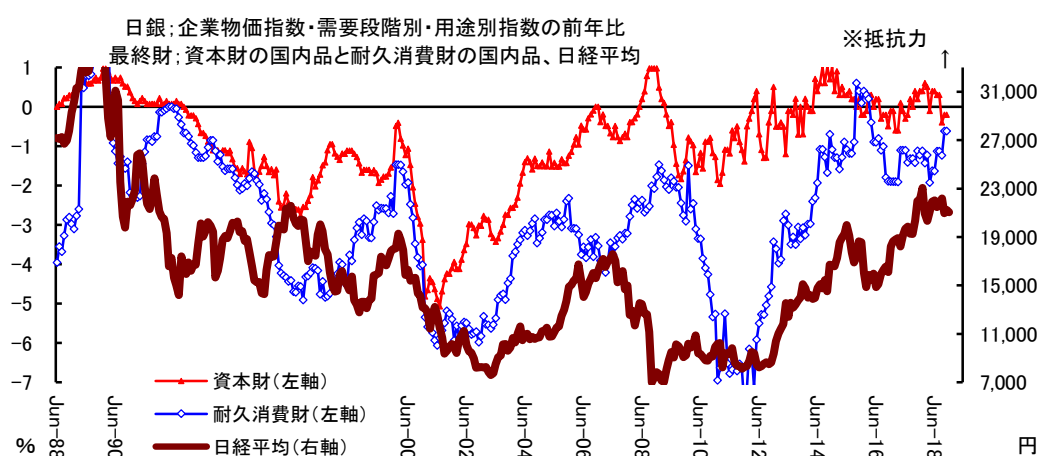
やハイテク特需剥落などで需要急減が懸念されている機械に関しても、業務用機器が-1.2% (-0.5%)と落ち込んできたのに対し、はん用機器が+0.8% (+0.3%)、生産用機器が+0.4% (-0.1%)などと粘り腰の価格改善を保っている。

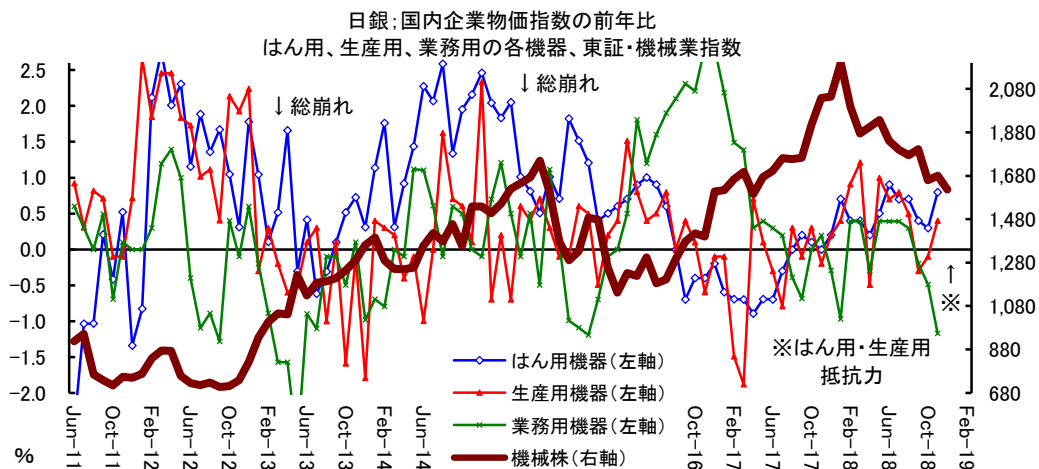
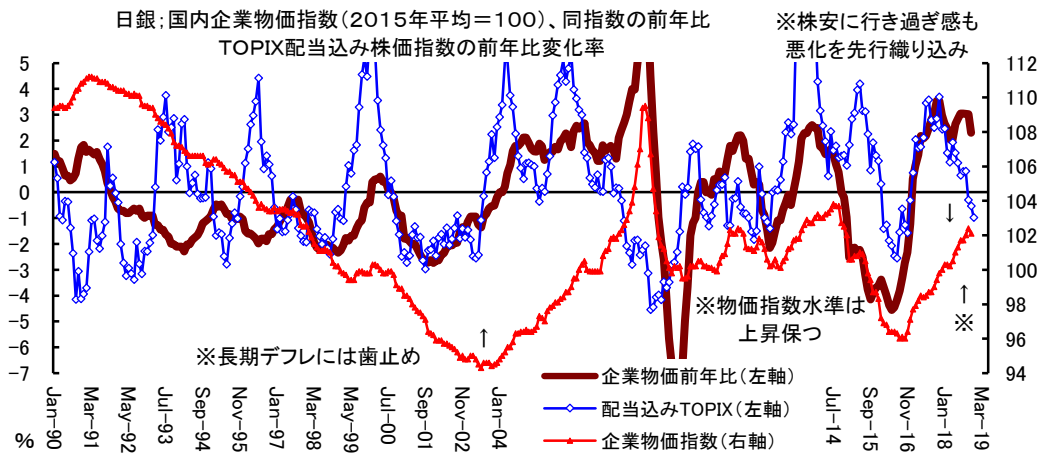
中国の設備投資機械関連では、ロボット、FA（工場の自動化）などで需要減退が警戒されているものの、「外需向けは確かに急減となってきたが、中国の内需向けは潜在需要が残存しており、高速ペースから巡航速度化への軟着陸が進展しつつある」といった見方も少なくない。企業物価指数の品目別では、はん用機器でバルブ、ポンプ、エレベータ、コンベヤなどの関連が前年比プラス化を堅持。生産用機器ではコンバイン、建設用トラクタ、印刷関連機械、包装・荷造機械、分析機器、病院用器具などが、根

強い需要を示唆する価格のプラス基調を維持させた。

一方で日銀の企業物価指数は企業によるコスト転嫁や値上げ交渉が反映されるほか、企業の採算性や売上収入、株主還元に向けた配当原資の余力と関連性を持つものだ。その意味で最新11月の前年比伸び鈍化は、今年3月末決算や来年度にかけての配当伸び悩みに警戒を抱かせる。

しかし、企業物価の前年比は7-10月の+3.0%から11月は+2.3%と小幅低下となっているのに対して、「TOPIX 配当込み株価指数」は12月に前年比-10%前後の急落となっている。過去の相関比較では過剰に減益や配当減少を織り込み過ぎており、今後は資源素材価格の急落と円高抑制による採算性の支援効果もあって、「配当込みの日本株の過度な売られ過ぎ」に対する反動修正余地が注視されそうだ。





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。