

企業物価の伸び率、米中比で逆転優位に

2019/3/18

世界減速下で初、為替安定・デフレ阻止・円高抑止の連鎖

企業の採算性や売上収入に関係する日銀・企業物価指数は、2月に前年比+0.8%と26カ月連続で前年比プラスを堅持させた。資源下落や内外経済の減速などにより、マイナス転落の正念場に直面してきたが、米国と中国の生産者物価指数（PPI）に対しては伸び率が逆転優位となっている。1990年代以降の世界減速では初めてであり、過去の世界減速時では稀有なドル高・人民元高・円安や国内の需給ギャップ改善などがデフレ打撃を緩和し、海外比での物価下落歯止めが円高を抑止する好連鎖の回転軌道に入りつつある。

米中は通貨高・物価抑制・通貨高に、立場逆転

「(1990年代以降は)他の主要国がグローバル・スタンダードに基づいて毎年2%程度の物価上昇を実現する一方、日本ではデフレ状況が継続していたため、趨勢的に円高が進行してきた。物価上昇率の内外格差を反映する購買力平価が安定化すれば、対ドルの為替相場もその周辺で推移する。今後、2%の物価上昇率が実現すれば、少なくとも内外価格差に起因する円高進行リスクは小さくなる」――。

日銀の黒田東彦総裁はこれまで、「無理に物価2%目標を掲げる必要はない」といった批判に対し、このような政策意義を強調してきた。現在も2%目標には程遠く、「黒田緩和は行き詰まりで、副作用のほうが大きい」といった見直し論が強まっているほか、最近では麻生太郎財務相も柔軟化を提言している。

それでも好悪両面はありながら異次元緩和は6年を迎え、底流部分で堆積してきた緩和効果がジワリと「内外価格差に起因する円高リスク」に歯止めを掛け始めた。最新2月に日銀の企業物価指数は、消費税を除いたベースで前年比+0.8%となっている。2017年1月以来の低水準となってきたが、1月の+0.6%からは反転上昇する逆風耐性を示した。

一方で米国では同じ2月に生産者物価指数（PPI）の完成品が、前年比+0.4%にとどまった。中国のPPIも2月は+0.1%と低迷し、こちらは2016年8月以来のマイナス目前へと低下している。結果、「日本－米国」と「日本－中国」の前年比格差は、いずれも3カ月連続で日本が逆転優勢となってきた。各国で細目の内訳定義は異なるとはいえ、いずれも食品・エネルギーを含めた総合での企業・生産者物価指数だ（PPI）。1990年代以降の同じ統計比較として、現在のような世界減速下で、日本のPPI伸び率が米国と中国を同時に上回ったのは初めての現象である。

過去の世界減速局面では、日本で輸出急減と企業収益崩落、雇用と賃金の削減、物価下落と実質金利

の上昇、リスク忌避（期待インフレ萎縮）とデフレ圧力による円高加速――といった負の連鎖ループに見舞われてきた。同時進行で他国比での物価下落が、内外価格差から派生する円高を後押しさせてきた経緯がある（他国比での相対インフレは通貨安、相対デフレは通貨高）。

しかし現在はドルの底堅さと中国政府による人民元の安定化転換、日銀の緩和努力、日本の貿易赤字化などもあり、円高の圧力が制御されている。世界減速でも為替安定化が日本でのデフレ圧力を阻止し、それが円高抑止や緩やかな円安に跳ね返るという、ポジティブな連鎖軌道ループに入り込み始めた。1990年代では前例のない構造変化である。反対に米国や中国では、通貨高が物価の下押し圧力へと作用。物価低迷が実質金利の押し上げとあいまって通貨高を持続助長させるという、「日本との立場逆転」による低インフレの共振連鎖軌道へと、はまり込みつつある。

もちろん、日本での構造改革はミクロの企業物価でも散見され、世界減速に対する打たれ強さが増強されてきた。世界の景気変動に左右されない高付加価値化や選択と集中、コスト管理の厳格化、国内での需給ギャップ改善などもあり、価格転嫁の進捗や採算性（マージン）改善が維持されている業種も少なくない。

年度末3月のドル高、年末ドル高の高確率実績

2月の逆風下にあって、企業物価の前年比が前月から上昇・維持した業種としては、窯業・土石製品の+3.0%（1月+3.0%）、繊維の+2.0%（1月+2.0%）、生産用機械の+1.5%（1月+1.1%）、はん用機械の+0.8%（+0.3%）――などがある。現在は世界的にハイテク不況が懸念されているが、電子部品・デバイス工業は-0.1%と前月の-0.5%から改善し、昨年12月の-0.8%をボトムとした一旦の底入れ攻防に直面してきた。

企業物価の「需要段階別・用途別指数」前年比でも、世界減速に対する抵抗力増強が示されている。最新2月の場合、最終財の内訳詳細では「資本財の国内品」が+0.2%と、1月の+0.1%から上昇となった。過去の世界減速では、2016年から2017年、2009-2014年などでマイナス基調が定着。デフレ・円高が泥沼化した2001-2003年に至っては、-3%から-5%の大幅マイナスに沈んでいる。ひるがえって現在は国内での雇用・賃金改善や需給ギャップのプラス定着、五輪などのインフラ需要、海外移転の拡大などによる輸出の振幅抑制、輸出製品の海外景

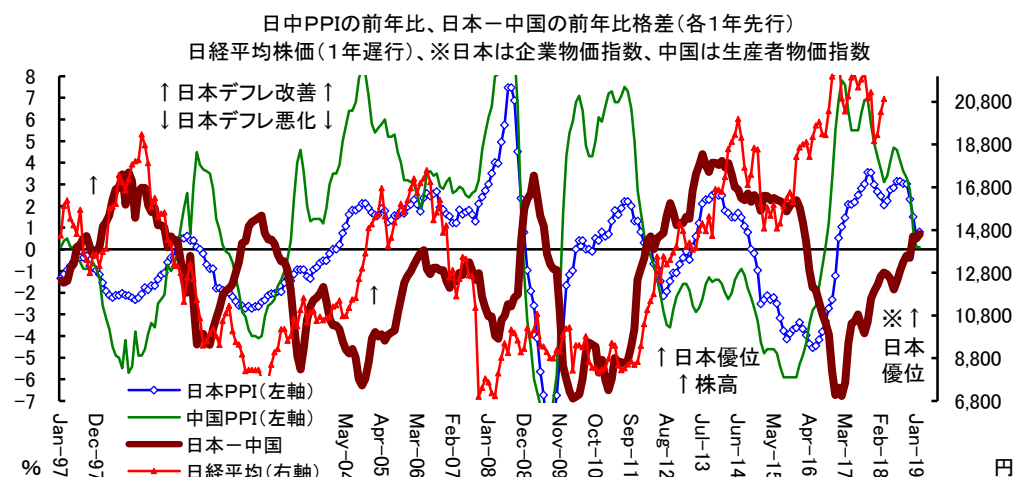
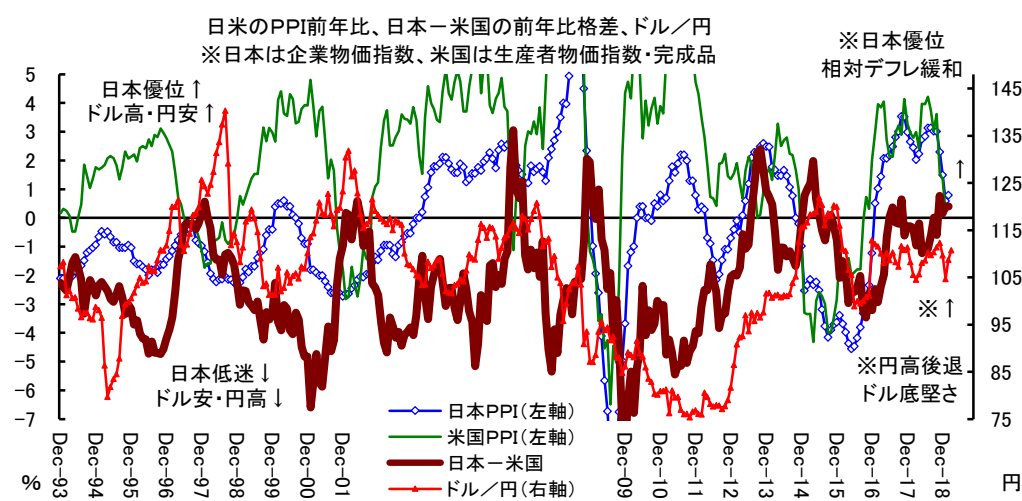
気に左右されない高付加価値化などもあって、世界減速の国内デフレ波及制御と国内品価格の打たれ強さ、連動する形でのデフレ・円高の水際阻止が強化されている。

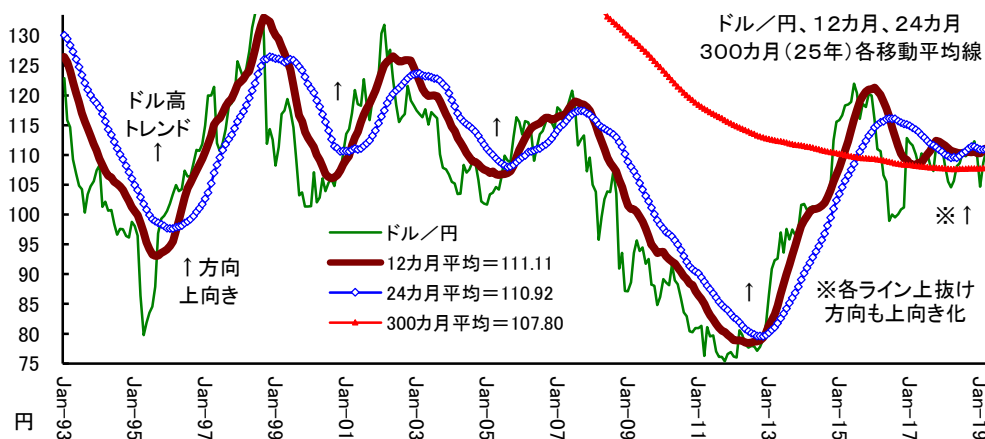
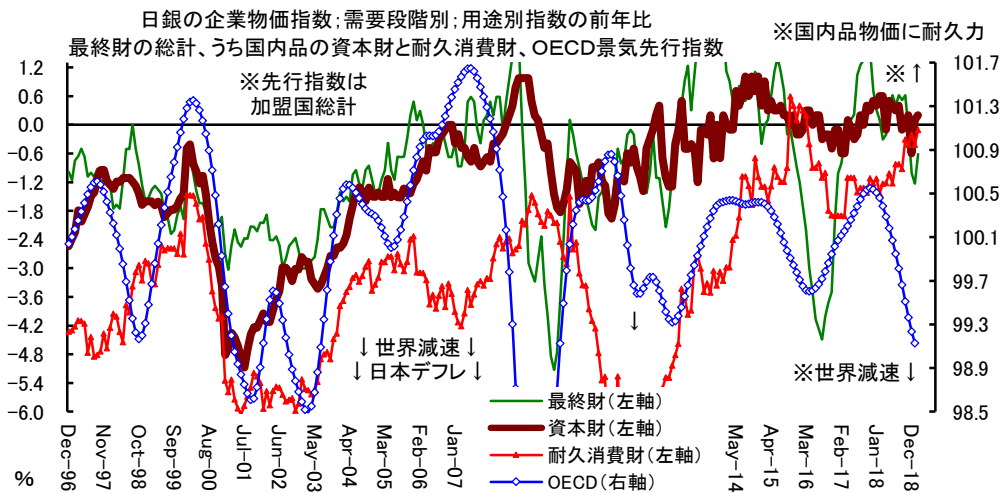
最終財のうち「耐久消費財の国内品」に関しても、2月は内外減速の中で-0.1%と1月の-0.4%から改善した。昨年2月の-1.4%をボトムに、逆行上昇となっている。今後は10月の消費税増税に向けて、駆け込み需要や増税分の物価転嫁などによる物価の上昇モメンタム拡大が注目されやすい。

物価デフレと円高の負の共振連鎖が遮断されるなか、ドル/円の月足テクニカルでは15日時点で12カ月（1年）移動平均線 111.11 円前後、24カ月（2年）移動平均線 110.92 円前後の上抜け定着を巡る重要攻防に直面してきた。しかも12カ月線と24カ月線の方向性は、揃って上向き化へと転換しつつある。

1990年代以降の過去実績として、12カ月線と24カ月線の「上抜け+上向き化の定着」局面では最短でも1-2年間のドル高トレンドが形成されている。

しかも現在は日本企業による年度末決算に向けた円転圧力が強まりやすい3月に、ドル高・円安が進展している。まだ15日時点ながら、今年のドル/円3月ドル高値は「年初来ドル高値更新」と「前年3月のドル高値比でのドル高」となってきた。季節的にドル安・円高圧力が高まりやすい3月でのこうした同時現象は、過去に2015年、2013年、2012年、2001年といった僅かな例しかない。いずれも3月期末の円安は需給円高の減退を示すサインとなり、各年の12月末レートは前年12月末比、同年3月末比でドル高に振れるという、「年末ドル高」がほぼ100%の実績で観測されている。





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。