

企業物価、採算「大幅悪化」底入れ兆候

素原材料高との格差、20 カ月ぶり悪化歯止め

2022/2/16 (水)

日銀の企業物価は素原材料の高騰と価格転嫁の制約などで採算の大幅悪化が続いてきたが、底入れ兆候が見られつつある。最新1月は資源高のペース一服と緩やかな価格転嫁の進捗もあり、「中間財－素原材料」や「最終財－素原材料」の価格差が、約20カ月ぶりに悪化歯止めとなってきた。足元では原油などが再上昇となっており、再悪化リスクは残るが、日銀は企業の価格転嫁サポートと金利上昇による賃上げ障害の除去に向けて金利上昇の抑止策を強化させるなど、「高圧経済政策」への覚悟も見られつつある。

価格転嫁と賃上げ、日銀は指し値オペ等で高圧も

「原材料コスト上昇の販売価格転嫁の進み方には不確実性があり、価格転嫁が十分進まなければ、企業業績が下押しされ、賃金と未来への投資が抑制される悪循環に陥りかねない。一方、物価上昇に対する企業のセンチメントはこのところ高まっており、川上から川下に向かって値上げが広がりつつあるので、価格転嫁が想定以上に進む可能性もある」――。

日立製作所の元副社長でもある日銀の中村豊明審議委員は9日、改めて価格転嫁の重要性を指摘した。そのうえで、価格設定行動の積極化は「日本経済の新たな成長軌道へのシフトと物価安定目標の実現に関わる重要な要素」、「持続的な賃金上昇と新たな経済成長につながる鍵」と強調している。

現在は根強いコロナ打撃やウクライナ発の地政学リスクなどで、不透明感が根強い。その中で中村氏は好循環につながる可能性材料として、1) デジタル化と気候変動対応の多大な需要と投資の余地、2) 新変異株などで再遅延されているペントアップ（繰り延べ）需要の表出、3) （世界的なインフレなどによる）予想インフレ率の上昇と企業の貯蓄マインド変調、4) 超高齢化の加速と構造的な人手不足の定着に伴う企業側の「社員待遇改善」人集め努力――などを挙げている。

同時に中村氏は当座の日銀の政策対応として、「賃金が上がる前に金利を上げる（金利が上昇する）ことは、賃上げの原資を金利で食ってしまい、その分、賃上げができなくなる」点への留意姿勢を示した。その後に日銀は10日、国債金利の上昇を抑制するため、10年債を対象に「指し値オペ」の実施を打ち出している。企業の価格転嫁サポートと岸田政権との協調による良い賃上げに向けて、日銀版「高圧経済政策」への覚悟も示唆され始めた。

今後はコロナ打撃の緩和とウクライナ発の地政学リスク一服が、内需回復と供給の修復、資源高の抑

制につながる「採算改善の好スパイラル余地」も注目されやすい。

その中で最新1月の日銀・企業物価指数では、需要段階別・用途別指数で「素原材料」が前年比＋56.6%の上昇となり、改めて1980年以来、約41年ぶりの大幅プラスが維持された。それでもペース自体は昨年11月の＋76.8%をピークとして、12月の＋69.0%に続き、2カ月連続で高騰の勢いが鈍化している。

一方で「中間財」は＋15.3%と大幅出遅れながら、漸進的に価格転嫁が進捗しつつある。結果、採算を示す「中間財－素原材料」の前年比格差は－41.3%と、前月の－53.4%からは改善した。昨年11月の－60.6%を最悪ボトムとして、2カ月連続でマイナス幅を縮小させている。2カ月連続での悪化歯止めは、2020年5月以来、20カ月ぶりとなるものだ。

また、「最終財」は1月に＋4.2%となった。こちらも素原材料の高騰に対しての価格転嫁の緩慢さは深刻ながら、「最終財－素原材料」の前年比格差は2カ月連続で悪化に歯止めが掛かっている。具体的には1月が－52.4%で、11月の－72.3%をボトムに打撃緩和となっている。

先行き不透明感は強いものの、過去実績としてこうした採算の大幅悪化からの底入れ局面は、日経平均株価の「最悪期通過」前後と符号してきた。

雇用賃金削減・内需悪化・価格転嫁困難は是正

最近では「最終財－素原材料」の前年比格差が、2017年3月の－30.6%という大幅マイナスで底入れとなっている。日経平均株価は同月の安値1万8909円から底上げへと移行。その後は19カ月後となる2018年10月の月間高値2万4448円まで、＋5538円幅の株高トレンドが形成されている。

現在と同じような大幅な採算悪化局面では、1980年2月に同格差が－64.3%で底入れとなった。日経平均は、同月の安値6739円から下げ渋りと底練りに移行。その後は18カ月後となる1981年8月の高値8019円まで、＋1279円幅の株高基調が点火されている。

その他、同格差の最悪ボトムと株価の関係としては、2008年8月の－51.3%（日経平均は2カ月後の10月に6994円で、バブル後と当時の底値を形成）、2006年2月の－35.9%（日経平均は12カ月後まで上昇持続）といった連動相関性が観測されている。

日銀の1月・企業物価指数によると、業種別では資源素材以外でも漸進的な価格転嫁の進捗が散見され始めた。具体的には前年比で、金属製品が＋5.4%、

プラスチック製品が+3.7%、電子部品・デバイスが+2.9%、繊維製品が+2.3%、輸送用機器が+1.8%などとなっている。

一方、企業物価指数の総平均は消費税を除いたベースで、1月に前年比+8.7%となった。昨年11月の+9.2%に続き、1986年以降では最高水準の大幅プラスになっている。あくまで素原材料価格の高騰影響が大きい、直接的に価格転嫁がしやすい資源素材業界を中心として、企業の売上収入増加と財務余裕、株式配当の上乗せ原資となる側面もある。

過去実績として企業物価が資源高要因で上昇した局面でも、企業物価とTOPIX配当込み株価指数（月間高値比較）の前年同月比は明確な相関性を有してきた。例えばWTI原油先物が1バレル=85-112ドル前後に上昇した2013年の場合、企業物価は前年比で+2.6%方向に上昇している。連動する形でTOPIX配当込み株価指数も、前年比で+65%方向の上昇が観測されていた。

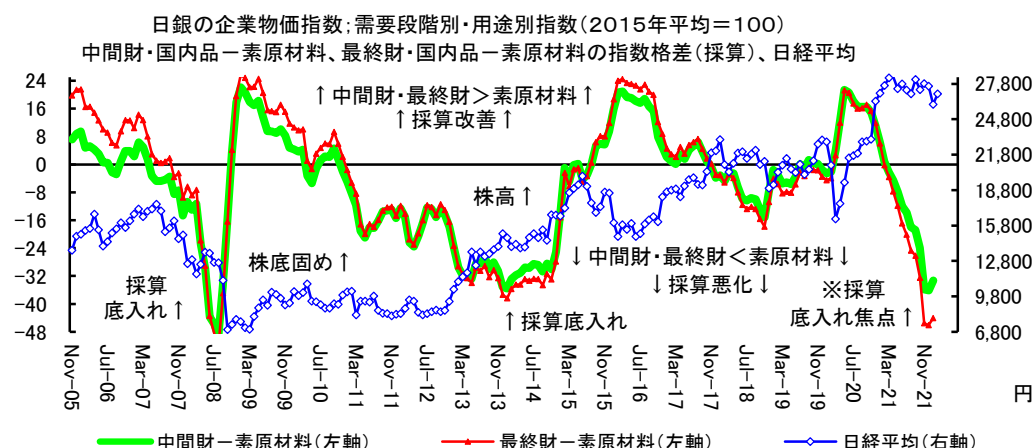
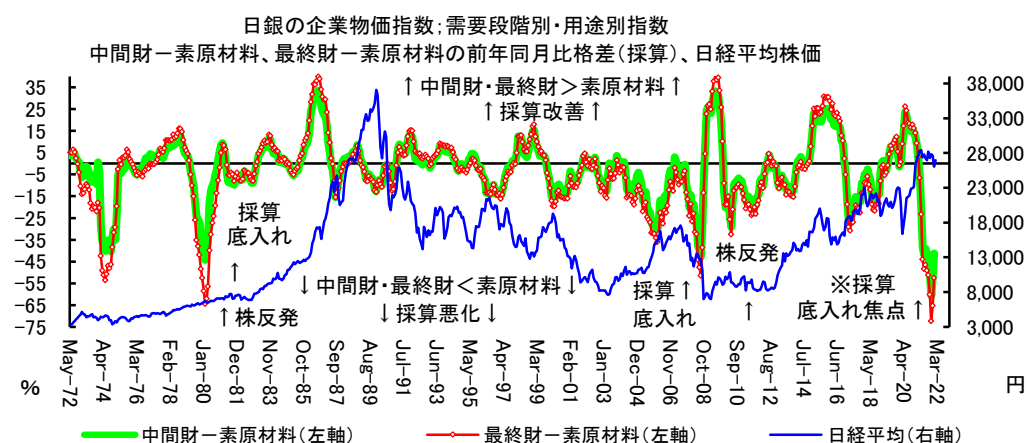
原油が42ドルから76ドル超えへ+83%の大幅上昇となった2017-2018年も、配当込み指数は前年比+30%方向への連動上昇が見られている。今回につ

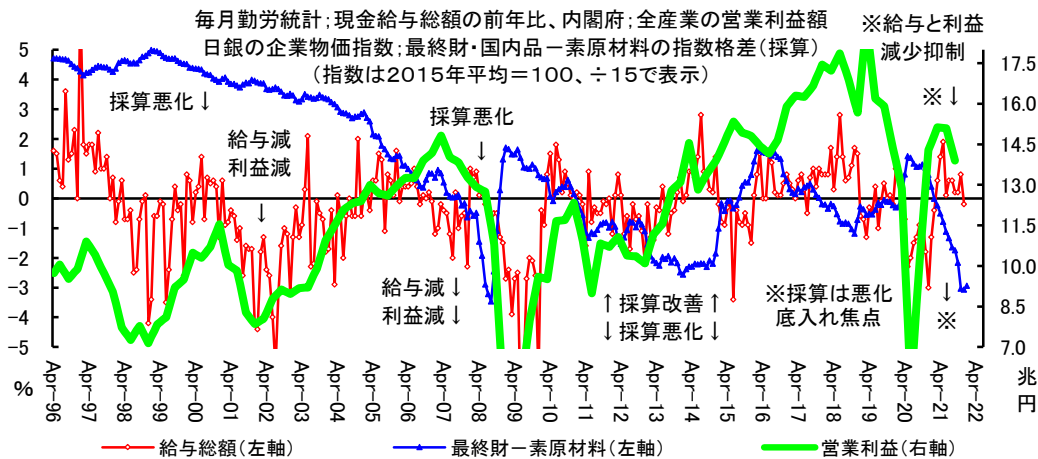
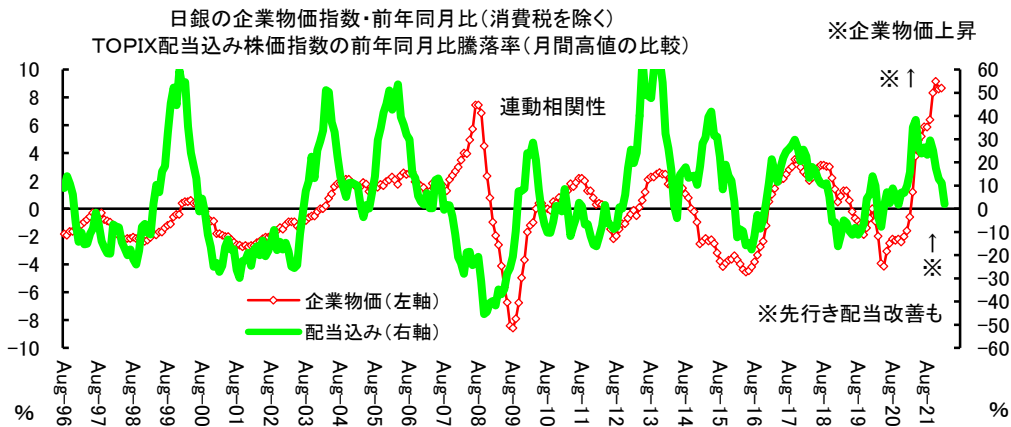
いても企業物価の上昇に遅行追随する形で、新年度4月以降に向けた株式配当の増加と配当込み指数の上昇余地が注目されやすい。

同時に現在の場合、日本企業は大幅な採算悪化となっても、1990年代以降のような正規社員や賃金の削減による採算防衛策（コストカット）は抑制されている。過去には雇用・賃金の削減が内需悪化につながり、企業は営業利益の減少と一段の雇用・賃金の削減、内需低迷による価格転嫁の困難さにつながる負のデフレ・スパイラルが繰り返されてきた。

毎月勤労統計の現金給与総額では前年同月比ベースで、1994年に-3.3%、1998年に-4.2%、2002年に-5.7%、2009年に-7.1%といった大幅な賃金削減月が観測されてきた。現在は最新の昨年12月が-0.2%と伸び悩んでいるはいるが、昨年3-11月は連続でプラスが維持されるなど、賃下げデフレ自体は抑制されている。

裏表で過度な内需悪化とデフレは回避されており、政府によるコロナ対応の経済支援策とあいまって、企業による漸進的な価格転嫁が下支えされている。





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。