

米企業の便乗値上げ、鎮圧には一段の痛みも

価格転嫁・利益増・賃金増・消費耐性「遮断」警戒

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2023/6/28 (水)

米国では企業によるインフレを口実とした便乗値上げがグリードフレーション（Greedflation＝強欲インフレ）と呼ばれるなど、根強いインフレ上昇圧力が続いているが、その鎮圧には一段の痛みが警戒される。これまでは各種コスト高を受けた企業が価格転嫁を進め、企業利益を一定維持。それが雇用と賃金の増加につながり、消費の物価高に対する耐性を増強させている。しかし、FRBの引き締め継続はこうした連鎖の遮断につながる可能性もあり、需要・消費減と企業の価格転嫁限界、利益悪化と株安の試練は注視される。

米財務長官「利上げ終了には消費減の代価」

「プロと個人の投資家を対象に実施した最新調査によると、2020年にコロナが始まって以来、欧米企業はインフレを口実にコスト増加分の以上に値上げを行い、『グリードフレーション』をもたらしてきたとの回答者が計288人のうち約90%が認識」、「企業利益主導のインフレに対し、ほぼ5人に4人は金融引き締め策が適切な方法だと回答」、「残り約4分の1は別意見で、便乗値上げした企業に対する法人税率引き上げや、独占禁止法の強化などの代替策を挙げた」――。

ブルームバーグは6月12日、こうした市場関係者向け調査の最新結果を紹介している。

米国での根強いインフレ上昇圧力には複合要因があるが、FRBによる利上げ継続でも米国株が底堅さを示している現状は、企業による価格転嫁の進捗と利益の一定増加を示すものだ。企業の利益増加は人手不足とあいまって、雇用増と賃上げ還元に波及。雇用・賃金の増加はコロナ危機以降の貯蓄急増との二重効果により、個人消費の物価高に対する耐性を増強させている。

しかしこうした連鎖には臨界点があり、いずれ悪いインフレやスタグフレーション（不況下の物価高）が本格化するリスクは消えていない。そのためにFRBは現在も引き締め継続姿勢を保っているが、任務達成のゴールに関してイエレン米財務長官は22日、「個人消費の減速が、インフレ抑制を目指す利上げキャンペーン終了に必要な代価になるかもしれない」という見解を示した。

こうした「代価」を含め、グリードフレーションを始めとした複合要因によるインフレ上昇の鎮圧には、一段の痛みが警戒されそうだ。先行き物価の下げ渋りが続き、FRBが現状想定に残り2回という利上げを実施すれば、さすがに需要や消費は息切れが警戒される。コロナ後に急増した貯蓄も、消費下支

えのバッファー効果は「残り4-5カ月程度」（米金融機関幹部）といった指摘もある。

ちなみに米ウォールストリート・ジャーナル紙の指摘によると、「2020年から2022年にかけて米国企業が価格を引き上げた金額の3分の1は企業利益の増加につながり、半分程度は賃上げにつながっていた」という。今後、需要や消費が減退してくると、企業による価格転嫁は限界を迎え、企業の利益悪化と米国株の下落といった試練が警戒される。

前回2015年以降の利上げ局面と米株の関係でいえば、企業利益への打撃波及もあり、米株S&P500は月間安値の前年比が2018年12月に-9.9%と、約2年半ぶりのマイナス下落となっていた。結果論ながらも、FRBの利上げは同月が最後となっている。株安と裏表の企業利益悪化のサインが、賃金上昇圧力の緩和とインフレ抑制の見通しを高める格好となっていた。

インフレーションは利益増、利益減・株安まで利上げ

2004年以降の利上げ局面でいえば、米株S&P500の前年比は2006年6月に+2.6%と2カ月前の+12.7%から下落し、約3年ぶりのマイナス目前という株安になっていた。当時の利上げも同月が最後となり、その後は様子見持続と15カ月後には利下げ転換となっている。

その他、1980年代以降の長期実績として、S&P500の前年比がマイナス圏に下落する前後で、FRBの利上げ休止や利下げ転換が観測されてきた。過去には利上げ副作用としての金融不安と株安に対処するという、市場配慮の利下げケースも見られている。

その点、現在のS&P500月間安値は、6月26日時点で前年比+14.7%の株高となってきた。2022年5月以降のマイナス反落を経て、2カ月連続でのプラス回復となっている。裏表での企業による価格転嫁の進捗と利益の増加、雇用・賃金増の持続などが示唆されている。過去実績に沿えばS&P500が前年比マイナス方向に再下落してくるまで、FRBの利上げ継続や利下げ遅延が意識されやすい。別の見方をすると、米株が再下落してくるまで、FRBの引き締め姿勢が続く可能英がある。

米経済分析局による企業利益（在庫評価・資本消費調整後）でいえば、直近の今年1-3月は前年比-2.8%となった。コロナ危機以降の急変動を均した2年（8四半期）移動平均では+12.6%となり、まだ2桁の高め増益基調が維持されている。企業利益は昨年以降のように米国のインフレと相関性があり、企業利益の長期トレンドは米国のCPI（消費者物価指

数の総合) 前年比と時間差を含めた相関性を有してきた。連動する形でFRBの政策金利FFもまた、似た変動実績を有している。

例えば前回2015年以降の利上げ局面の場合、企業利益・前年比の2年平均は2016年からマイナスの減益基調へと転換。2017年1-3月には-2.5%にまで悪化した。当時のCPIは、1年3カ月後となる2018年4-6月の+2.9%で上昇の天井ピークを付けている。FRBによる利上げは、そこから半年後となる同年12月が結果論としての最終利上げという連動相関性が見られていた。

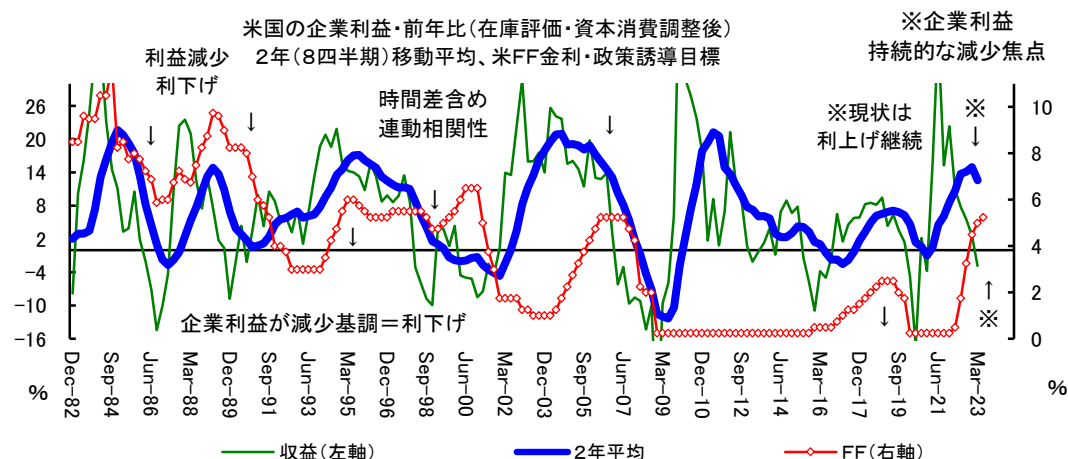
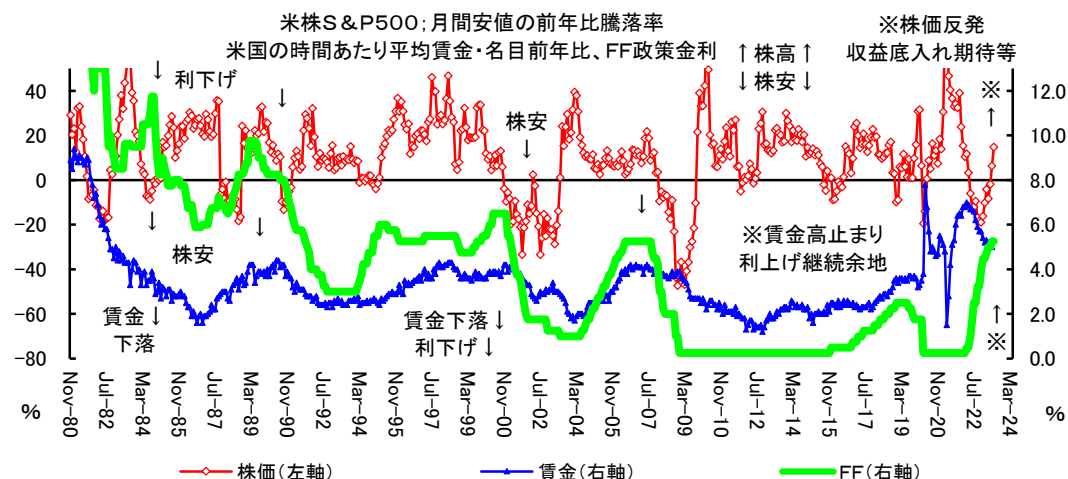
2004年以降の利上げの場合、企業利益・前年比の2年平均はタイムラグで冷却打撃を受け、2007年1-3月の+10.3%から、4-6月が+8.1%、7-9月が+5.5%という遅延悪化が観測されている。結果論ながらも、ちょうどその前後である2007年9月からFRBは利下げ転換となっていた。

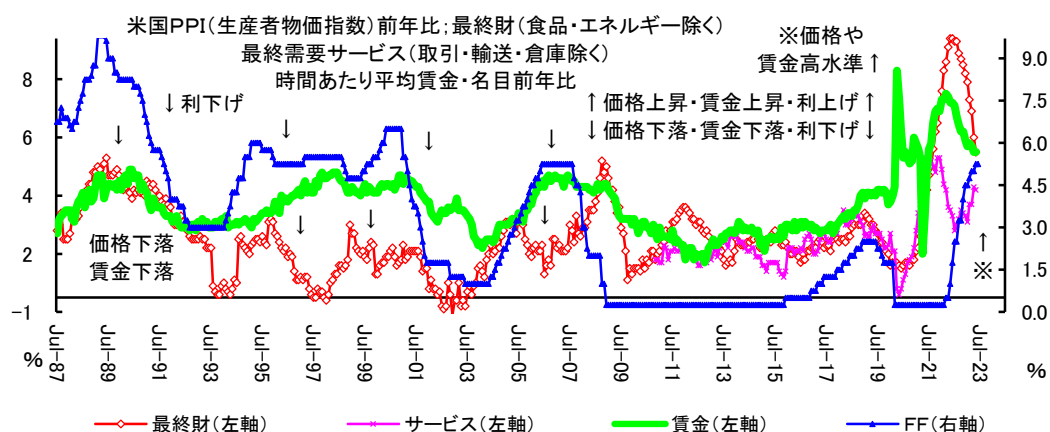
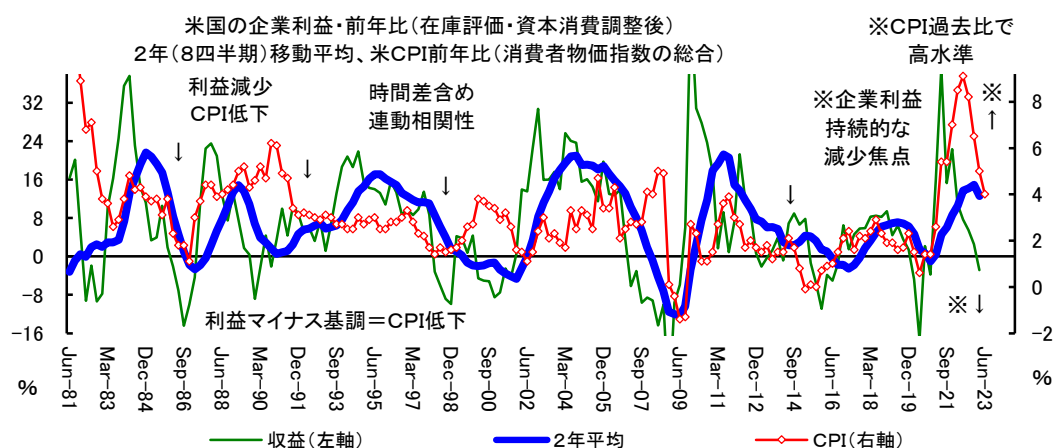
一方、現状の米国企業による価格転嫁持続と利益サポート効果を示す形で、米国のPPI(生産者物価指数)は最新5月に「最終財」が前年比+5.0%とな

った。昨年6月の+8.9%を最高として伸び率は鈍化しているが、1982年以来、約40年半ぶりの高水準が維持されている。

過去FRBが利下げ転換した2019年7月の場合、同物価は+2.2%、最終利上げとなった2018年12月は+2.6%に位置していた。高インフレ時代の1990-91年における利下げ局面でも、同物価は+3.6%から+4.0%前後で推移している。こうした過去実績に沿うと、現在の+5.0%はまだ高い水準にある。

米国の物価に関してはパウエルFRB議長が22日、議会証言で「インフレ率は全般的に低下基調にあるが、サービス分野では物価高抑制があまり進展していない」と懸念を示した。実際、最新5月のPPIでは「最終需要サービス(取引・輸送・倉庫を除く)」が、前年比+3.7%となっている。2021年12月の+4.8%を最高として今年1月には+2.6%に低下したが、根強い人手不足やコロナ反動の拡大などもあり、直近は再上昇となっている。こうしたサービス価格の再上昇も、FRBによる利上げ継続や利下げ転換の遅延につながりやすい。





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。