

日本の鉱工業生産は伸び悩んでいるが、生産の水準・量との見合いで生産者価格は上昇しており、企業の生産効率性や利益率は改善が維持されている。同じ2020年＝100を基準とした「工業製品価格指数÷生産（量）指数」の相対倍率は約36年ぶりの価格優位となっており、日経平均株価の33年ぶり高値を正当化させる。一方で同倍率の前年比は鈍化しており、相関性の高いCPI（消費者物価指数）の伸びを抑えるほか、日本企業の利益率改善は「人件費抑制」の効果も大きく、今後の持続的な賃上げとの並存には不透明感がある。

生産単位あたりの利益増、バブル時とは違い

「日本企業は売上高（総額）伸び悩むのに対し、利益は相対的に増加させてきており、この傾向は最近になるにつれて強まっている」、「企業の経常利益改善幅の要因を分析すると、人件費・減価償却費・その他固定費といった項目の下押し寄与が影響している」、「企業経営の合理化の中で進められた固定費削減が、企業収益の改善に大きな役割を果たしてきたことがわかる」――。

内閣府では2021―22年度の経済財政白書で、このような検証を行っている。アベノミクスが始まった2012年前後からの企業収益改善と株高には前向きな改革努力がある一方で、日銀元幹部などからも、海外成長の取り込みや、「国内での人件費抑制が影響した」といった指摘がなされている。

こうした過去のリストラ効果もあり、日本では生産の水準・量との見合いで生産価格の上昇が維持されている。生産単位あたりの利益増加につながるもので、生産効率性や利益率、採算の改善に寄与するものだ。日経平均株価の33年ぶりという高値水準を正当化させる。

経済産業省による最新5月の鉱工業生産では生産指数（2020年＝100）が103.8となり、前月の105.5や直近最高である昨年8月の107.8から伸びが鈍化した。ちなみに生産指数とは「価格の変動を除いた量的変動を示す数量指数」（同）となっている。

それに対して日銀の企業物価指数（同じく2020年＝100）では、5月に工業製品が117.7となった。前月の117.8からはやや鈍化しているが、依然として1985年以来の高水準が維持されている。結果、「工業製品物価指数÷鉱工業生産指数」の相対倍率は、5月に1.13となっている。直近最低である2021年1月の0.95から上昇傾向が続く、生産の指数・量との見合いでの価格の上振れが維持されている。

日経平均がバブル時の高値3万8957円をつけた

1989年12月の場合、同倍率は0.97と大きく下方乖離していた。それから比べると現状の株価はバブルの過大評価が抑制されているほか、先行き利益率の改善などに即した株高余地の残存が注目されやすい。

日経平均の先行き上値メドで注目されるのが、米株NYダウの直近高値3万6952（2022年1月）といった水準だ。2008年のリーマン・ショック以降はNYダウが高値を更新したあと、時間差を経ながらも日経平均は同じ数値水準を後追いで更新するパターンが続いている（ドルと円の単位は違い）。

日米株の連動性の背景としては、日本企業による米国での現地生産・販売の拡大（現地企業化）や、ハイテク・航空機分野などでの日本企業による米国企業製品の部品・素材などの供給増加、日米の経済・安保同盟深化、日本の対米国比「デフレや過度な通貨高」是正、日本企業による米企業追随の企業統治（株式価値・株主重視）改革進展――といった要因がある。

人件費削減で収益や利益率改善、賃上げは負担増

一方、「工業製品物価指数÷鉱工業生産指数」の相対倍率は、日本企業による価格転嫁の度合いも示すもので、コアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）と密接な相関性を有している。直近5月に相対倍率の前年比は+1.4%となり、昨年5月の+13.0%や今年1月の+10.8%を上昇ピークとして伸びが鈍化してきた。先行きタイムラグを経て、コアCPIの前年比抑制につながる可能性がある。改めて日銀の緩和修正を後ズレさせる要因として注視されそうだ。

日銀は4月の展望レポートで物価見通しについて、2022年度の+3.0から2023年度に+1.8%へと落ちたあと、2024年度に+2.0%に再上昇するという予測を行っている。植田和男総裁も直近発言で、年後半については物価下落の見通しを変えていない。

その日銀では植田総裁や審議委員などから、今後の緩和修正に関して「来春の春闘での連続賃上げ」を重視する意見が目立っている。一方で今春の春闘での約30年ぶりとなる大幅賃上げを演出したのは、日本の大企業を中心とした経常利益や利益率の大幅改善となっていた。

その点に関して内閣府では2021―2022年度の経済白書段階ながらも、「企業の経常利益改善幅の要因を分析すると、人件費・減価償却費・その他固定費といった項目の下押し寄与が影響」、「企業経営の合理化の中で進められた固定費削減が、企業収益の改善に大きな役割」という分析を行っている。

これまで「賃金を含めた人件費の削減」で利益を

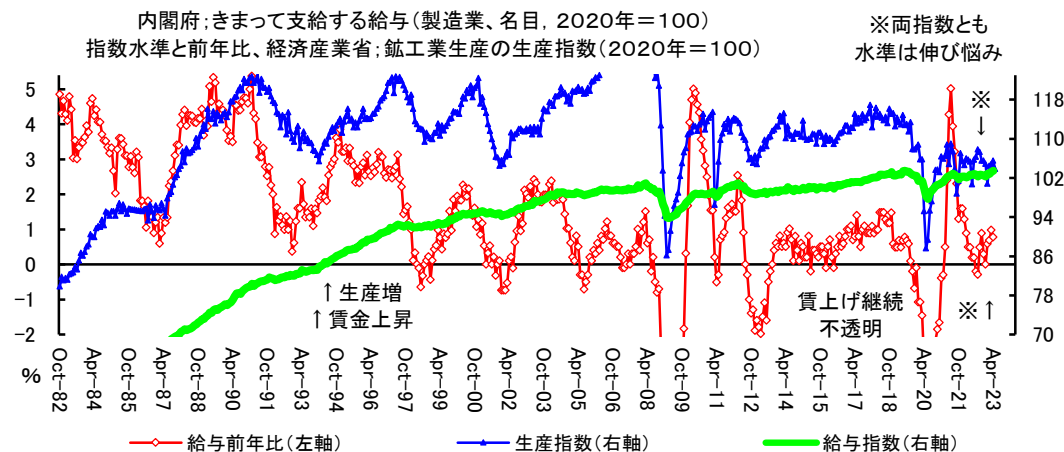
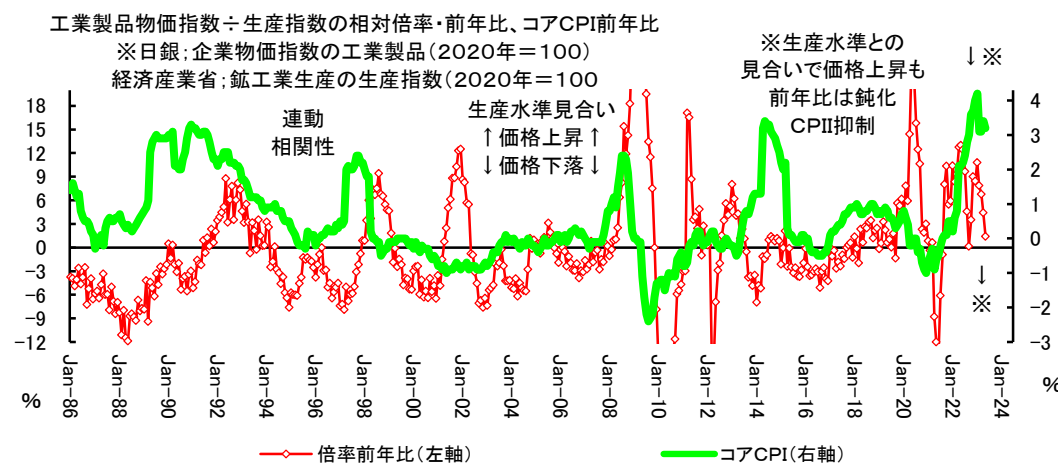
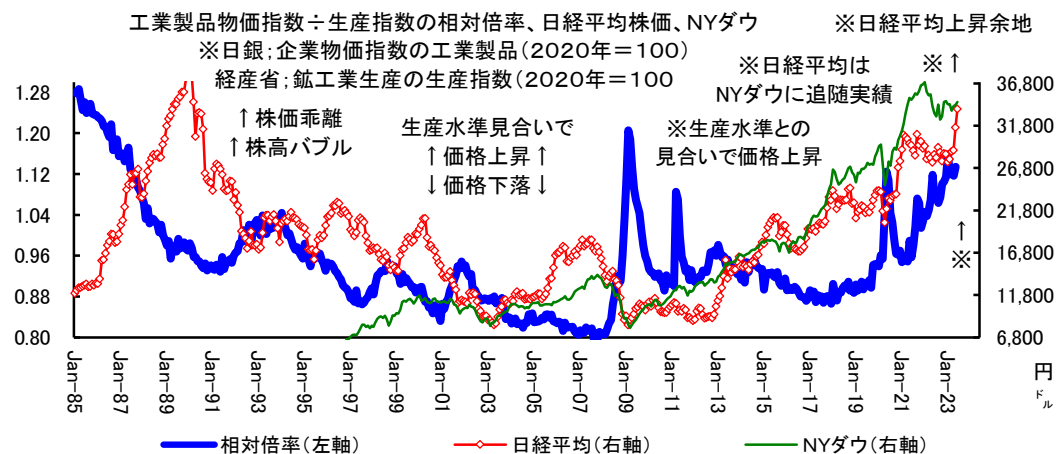
拡大させてきた日本企業が、今後は持続的に賃金を上げながら経常利益や利益率の改善基調が維持できるのか。先行き不透明感もくすぶっている。

しかも日本企業は生産量との見合いでの価格上昇は維持しているものの、鉱工業生産の生産指数は5月に103.8と、同じ5月としては昨年やコロナ危機直後である2020年以来の低水準で伸び悩んだ。過去に持続的な賃金上昇やコアCPIの+2%超えが維持された1980年代の場合、生産指数は80割れから116超え方向への右肩上がりのモメンタムが長期で観測されている、

それに対して現在の日本企業は、売上高（総額）

や生産水準は伸び悩んだ状態にある。国内での「人手不足」要因以外での継続的な賃金上昇には障害も少なくない。

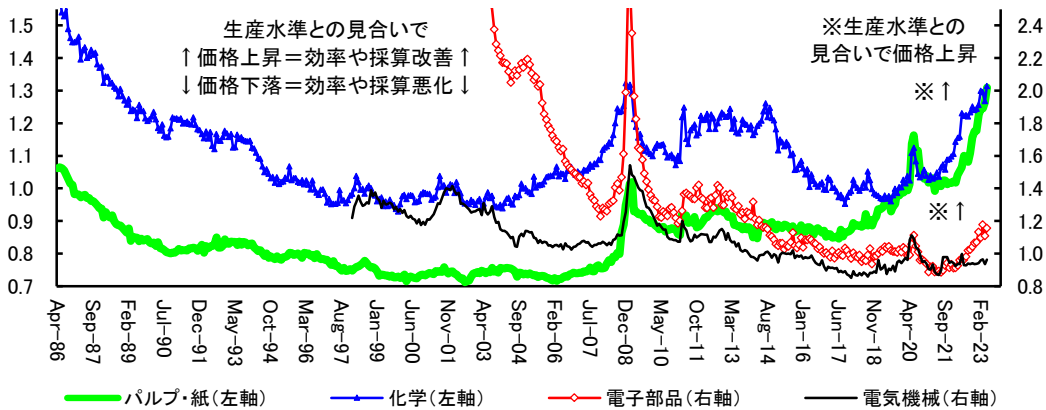
障害としては急速に進む高齢化と人口減のほか、製造業を中心とした生産拠点の国内離れと海外移転の定着、海外拠点での人件費を含めた各種コスト負担の増加圧力、1980年代までのような高成長と賃上げを牽引できる産業やイノベーションの不在、日本が得意とする重厚大型の産業の世界的な比率縮小、反対に日本で競争力や賃金の低いソフト・サービス産業の世界的な比率拡大——といった問題を抱えている。



工業製品製品物価指数÷生産指数の相対倍率;主要な改善業種

パルプ・紙、化学、電子部品・デバイス、電気機械

※日銀;企業物価指数の工業製品、経産省;鉱工業生産の生産指数(各2020年=100)



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。