

価格転嫁、機械・電機・輸送機器などは継続

日銀企業物価、輸入物価抑制で部分的に良い円安

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2024/2/16 (金)

日銀の企業物価では最新1月時点で、機械、電気機器、輸送用機器などで一定の価格転嫁継続が確認された。過度な資源高の一面などで輸入物価は抑制されており、現状段階では部分的に良い円安と米国など一部外需の底堅さがこうした業種の収益と株価の下支え要因となりやすい。現在は日本企業の値下げ・デフレ体質の変化などにより、輸入物価の下落でも工業製品価格の連動下落は限られていることで、企業の粗利益（マージン）維持などが賃上げの持続性につながる予兆もある。

輸入物価下落でも製品価格プラス維持、採算改善

「(米国の1月CPI＝消費者物価指数は市場予想を上回ったものの) 2022年半ばのピークからは3分の2下がった」、「しかし、コスト低下に向けて、まだやるべきことがある」、「企業は処方薬の価格引き下げなどに取り組むだけでなく、商品の容器を小さくしたり、中身を少なくしたりする隠れ値上げ（ステルス値上げ）などを行わないようにすべき」――。

米国のバイデン大統領は13日、最新の米CPIに関連してこのような見解を示した。米国での物価高と企業の関係でいえば、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）として批判されており、現在もその名残りは物価下げ渋りの一因として注視されている。

一方で日本企業のうち、米国で現地生産・現地販売を拡大させているメーカーからすると、良い物価高・悪い物価高の問題は別にして、米国での物価下げ渋りは海外部門の粗利益（マージン）確保や採算の改善維持などにつながる。米国など海外での物価下げ渋りは「国際価格との見合い」で、日本からの輸出物価や日本国内での工業製品価格についても、直接的・間接的に価格下落の抑制と企業収益の下支え要因となりやすい。

その中で日銀の企業物価指数は、最新1月に前年比+0.2%となった。2022年12月の+10.6%を直近最高として低下が続き、2021年2月以来、35カ月ぶりの低水準となっている。資源を始めとした輸入物価高騰の反動下落や、政府による電力・ガス・水道などの価格抑制策など影響している。

一方で内訳のうち、こうした要因の限られる「工業製品価格」は全体で+2.8%となった。直近最高である+9.3%からは下落してきたが、12月の+2.6%から再上昇するなど一定の価格転嫁は維持されている。業種別でも企業サイドが価格決定権と価格競争力を強め、価格転嫁を継続させている業種が少なく

ない。部分的には良い円安のプラス効果があるほか、米国など一部外需の底堅さもあって、関連企業の収益や株価を下支えする要因となる。

具体的には生産用機器の+5.3%（前月は+4.9%）、電気機器の+4.4%（+4.0%）、業務用機器の+3.8%（+3.8%）、輸送用機器の+2.2%（+2.0%）などでプラス幅が目立っている。

日銀によると、1月の企業物価・前月比で上昇方向への寄与度が大きかった品目としては、監視制御装置、開閉器、電動機、業務用エアコン、バルブ、圧縮機・送風機、航空機部品などがあつた。海外での需要増加や、希少性・必需性等での優位性が示される輸出物価での同品目としては、掘さく機、フラットパネルディスプレイ製造装置、農業用トラクタ、駆動・伝導・操縦装置部品、自動車用内燃機関、シャーシ・車体構成部品などが挙げられている。

1月には円ベースでの輸入物価指数が、前年比-0.2%の下落となった。2021-22年にかけての急激なペースでの資源高や円安の反動もあり、昨年4月以降は10カ月連続でのマイナスとなっている。それに対して「工業製品価格」は、1月も+2.8%と2021年以降のプラス基調を堅持させた。こうした逆行乖離の継続は、バブル崩壊直後である1991年以来の現象となっている。

交易条件3年平均は日経平均と相関、現状改善

日本企業は現状、「輸入物価（仕入価格）マイナスの中での製品価格プラス」という一定の粗利益（マージン）と利益を確保させている状態だ。1990年代以降に見られてきた「輸入物価下落に連動した値下げ」といった値下げ志向とデフレ体質が変化しつつあり、現在の春闘での賃上げに続いて、来年度以降の持続的な賃上げにつながる予兆がある。

1990年代以降の日本ではバブル崩壊後の成長低迷やデフレ圧力、こうした逆風に対しての企業の値下げでの対処もあり、輸入物価の下落時には連動して工業製品の価格も下落となってきた。それが企業の値下げ対応のための賃金引き下げにつながり、一段の内需悪化と国内でのCPI（消費者物価）下落、企業の収益圧迫といった負のデフレ連鎖が長期化した経緯がある。

また、長期デフレ時代には輸入物価上昇などの採算悪化に対しても、日本企業は正規雇用者の削減や賃金引き下げなどで防衛策を講じてきた。それに対して現状は、輸入物価下落でも製品価格はプラス維持、企業の採算は改善で賃上げの余資を確保、という好循環の方向性となっている。

その他、1月の企業物価では輸出企業などの利幅や採算性を示し、原材料の輸入コストと輸出価格の格差を示す交易条件について、改善のピーク通過が示唆されつつある。ただし長期実績として交易条件は、企業の利益や株価に対して1年から1年半の先行ケースが見られてきた。現状は昨年9月が改善ピークとなっており、まだ利益や株価については今年9月から来年3月前後にかけて「慣性的な遅行のプラス効果」残余地が注目されやすい。

交易条件を示す日銀の輸出物価指数－輸入物価指数の前年比格差（円ベース）は、最新1月が+9.1%となった。2022年7月の-29.7%を最悪ボトムに改善となってきたが、昨年9月の+17.2%で天井ピークが示唆され始めている。

一方で長期トレンドや景気循環の判断で参考になる36カ月（3年）移動平均ベースでは、直近1月が-9.7%となった。昨年6月の-10.6%を最低ボトムに改善トレンド入りとなっているが、まだプラス圏への浮上といった天井ピークまでには回復の余力が残されている。

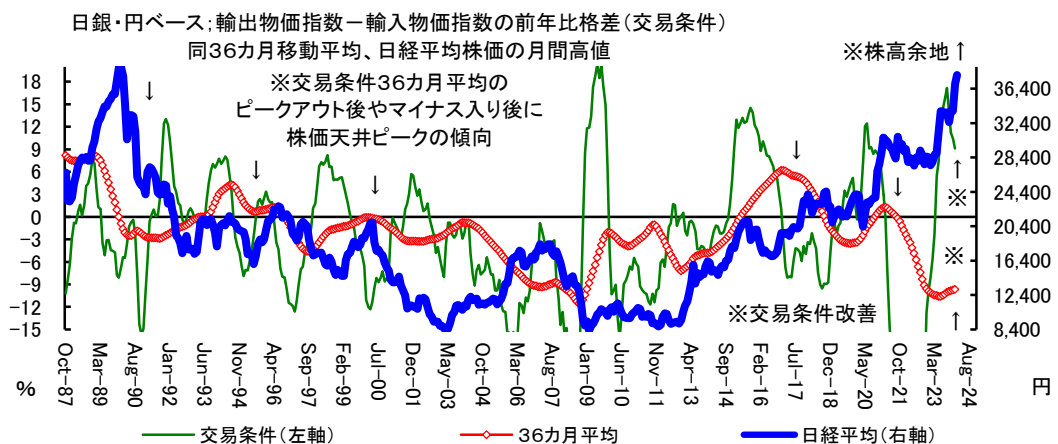
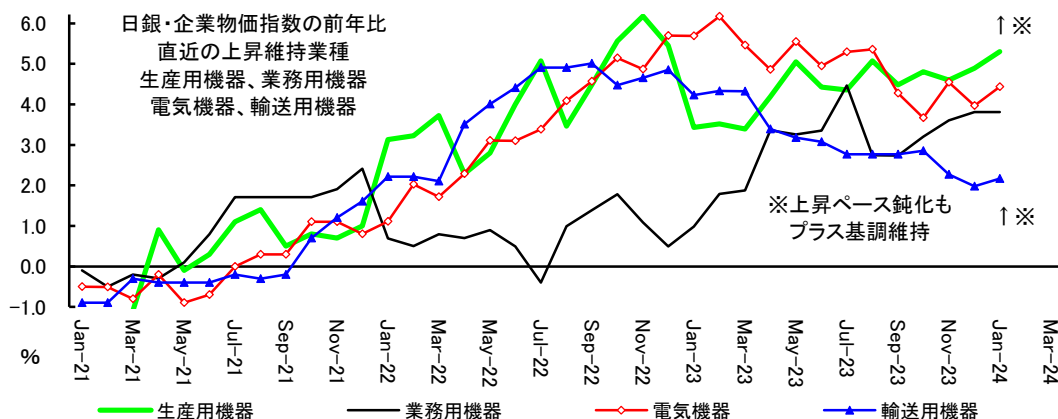
昨年6月といえば、ちょうど日経平均株価の「上昇1波」が連動で観測された時期だ。過去にも3年移動平均での交易条件は、日経平均の長期トレンド

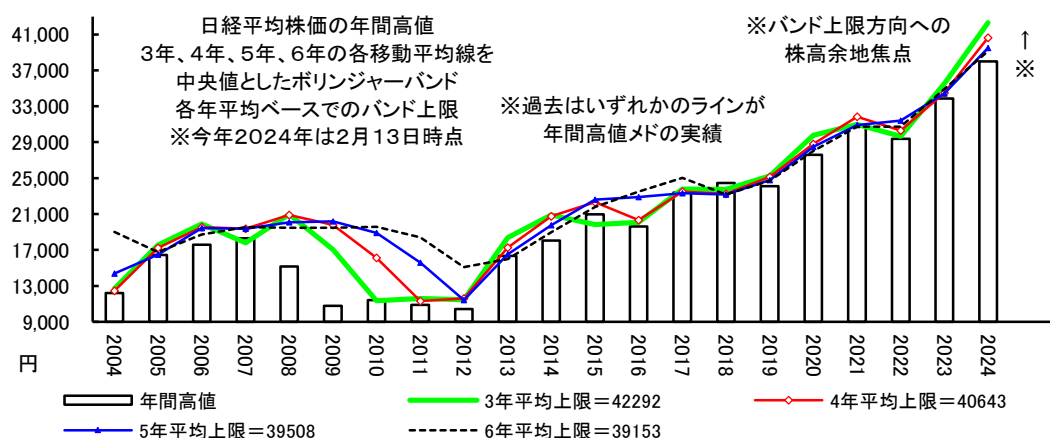
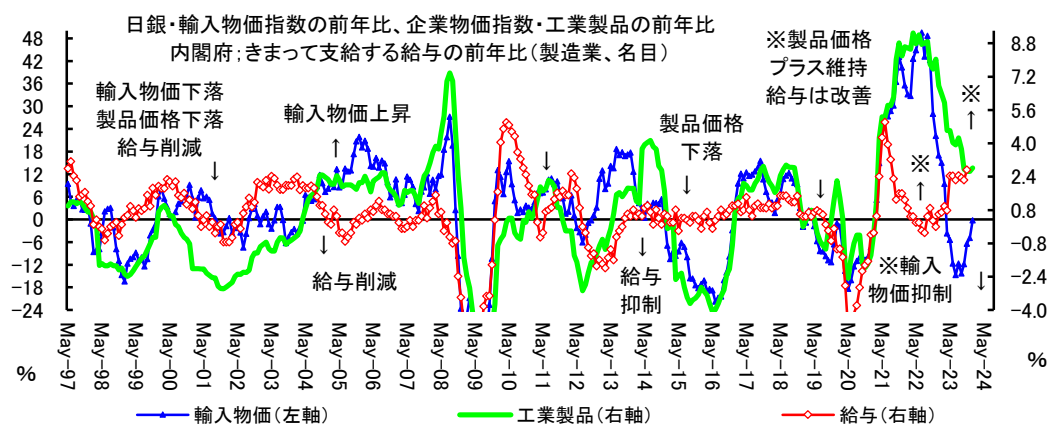
と密接な相関性を有している。例えば日経平均はコロナ危機後の反発局面のあと、2021年9月の3万円超えで一旦の天井形成と反落に転じている。交易条件の3年平均は、ちょうど同月でそれまでのプラス改善基調からマイナス圏入りへの悪化転換となっていた。

その前でも2018年10月時の株高天井と同月に、交易条件の3年平均はマイナス圏へと下落。さらに以前では1996年10月時の一旦の株高天井のほか、1989年12月時のバブル期「最高値天井ピーク」などについても、交易条件の3カ月平均はマイナス圏入りが同時観測された実績を有している。

ひるがえって現在の交易条件3カ月平均の場合、直近1月の-9.7%からプラス圏方向への改善余力と、そこから悪化転換に至るまで、株高の寿命期間が意識されやすい。

なお、交易条件については過去に内閣府が、「輸入物価の下落は交易条件の改善につながり、より少ない輸入代金でこれまでと同じ量を輸入することができるため、海外から国内への所得の流入（交易利得）が増加する」、「交易条件の改善は、経常利益を拡大させる」といった分析を示してきた。





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。