

短観、価格転嫁鈍化、販売価格は前年比低下 CPI 鈍化示唆、業況判断は伸び悩みで好循環「円安頼み」も

(株) ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2024/4/3 (水)

3 月の日銀短観では企業による価格転嫁が鈍化したほか、販売価格は前年比でマイナスとなっており、CPI（消費者物価指数）は前年比の先行き伸び鈍化が示唆されている。大企業・製造業の業況判断も伸び悩み、直近の鉱工業生産の下振れとあいまって、企業の収益増と賃上げ等の好循環は「円安頼み」の懸念が示された。一方で業況判断には改善余地があるほか、デフレ完全脱却と好循環の定着に対する不透明要素の残存は、政府による増税等の財政引き締めや、日銀による早いペースでの連続利上げを慎重化させる。

販売－仕入価格、価格転嫁示す格差縮小が一服

「（日銀による 3 月のマイナス金利解除は）日銀が『景気の良さが確認できたから利上げ』と正当化しているようなものだが、それを支持している政府サイドの財務省を含めて、国民経済よりも『自分達の都合や思い込み』を優先し始めていないか、注意を要する」――。

安倍政権時代に内閣官房参与と経済ブレーンを務めた藤井聡・京都大学大学院教授は、自身の SNS などでもこのような趣旨の批判を行っている。

日銀の緩和修正はあくまでも異常緩和から普通緩和への移行ながら、直後の 3 月日銀短観では大企業・製造業の業況判断（良い－悪い）が伸び悩んだ。3 月は+11 と前回の+13 から低下し、昨年 3 月の+1 をボトムとした改善軌道が一服となっている。水準自体も直近最高である 2021 年時の+18 や 2017 年時の+25 などを大きく下回るレベルだ。日銀による 17 年ぶりの利上げに対して、企業の業況は勢いに欠けるものとなっている。

国内経済の力不足については 4 月 1 日付けで全国銀行協会の会長に就任した福留朗裕・三井住友銀行頭取が日銀による今後の政策金利引き上げに関し、「しばらくは緩和的な状態が続く」、「今後 1 年間に、あったとしても 0.25% 程度まで」、「政策金利が 0.5% に行くほど、日本の潜在成長率はまだ強くない」といった見解を示していた（1 日、ブルームバーグ）。

さらに日銀出身で物価研究が専門の渡辺努東大大学院教授は、賃金と物価の好循環の見極めに重要なサービス価格について「特殊要因を除けば鈍化傾向にある」、「賃金の伸びが鈍い地方を中心に、サービス消費を控える動きが出ている」などと指摘。日銀が次の利上げに動けるのは「早くても 10 月」と述べている（同）。

一方で先行き短観の業況判断には改善余地がある

ほか、デフレ完全脱却と好循環定着に対する不透明要素の残存は、政府による増税等の財政引き締めや、日銀による早いペースの連続利上げを慎重化させる。日本市場では、基本的な円安・株高トレンドの持続が支援されやすい。

3 月の短観は一部自動車メーカーの操業停止や地震被害も影響したが、企業による価格転嫁は鈍化となってきた。大企業・全産業による価格判断（上昇－下落）では「販売価格－仕入価格」の格差が 3 月は－17 という販売価格の下振れになった。最近では 2022 年 6 月の－29 がボトムとなり、仕入価格の急騰に対して販売価格も追従で上昇。価格転嫁の進捗を示す形で、昨年 12 月には－15 にまでマイナス幅が縮小した。しかし 3 月は－17 と再下落となり、価格転嫁の勢い一服が示されている。

しかも昨年 6 月以降は－15 から－17 前後での足踏みが続いている。同格差は全国のコア CPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）前年比と相関性を有しており、物価の先行き鈍化が示唆されている。

やはりコア CPI と相関性が高い販売価格判断では、全規模・全産業ベースでの前年同期比が－6 の低下となった。前回 12 月の－6 に続き、2020 年 9 月以来の大幅マイナスとなっている。同時期のコア CPI は前年比－0.3% というマイナスになっており、先行き販売価格判断の前年比マイナスに追従したコア CPI 前年比の下振れ余地が注視されそうだ。

販売価格の前年比マイナス化、連動で CPI 下落

現在の販売価格判断は前年比で、2022－23 年にかけての+15 から+24 という大幅上昇から反動低下となっている。過去には 1990 年の前年比+16 から 1993 年には－14 方向に反動低下となったが、同期間にコア CPI の前年比は+3.3% から+0.8% へと連動で下落となっていた。

しかも日本のコア CPI については、2022 年以降の物価上昇を後押しさせた為替ドル/円の「前年比」ドル高・円安の値幅が縮小している。この点も物価抑制の要因となりやすい。

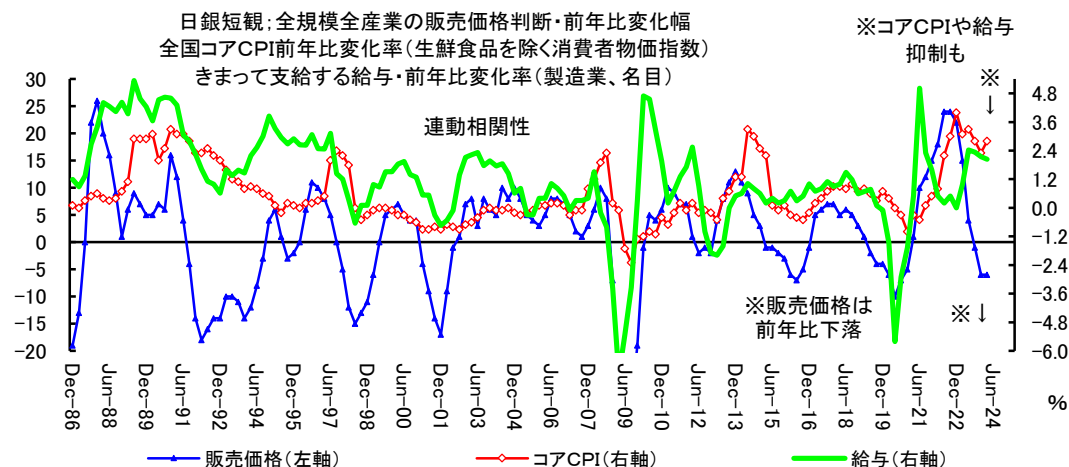
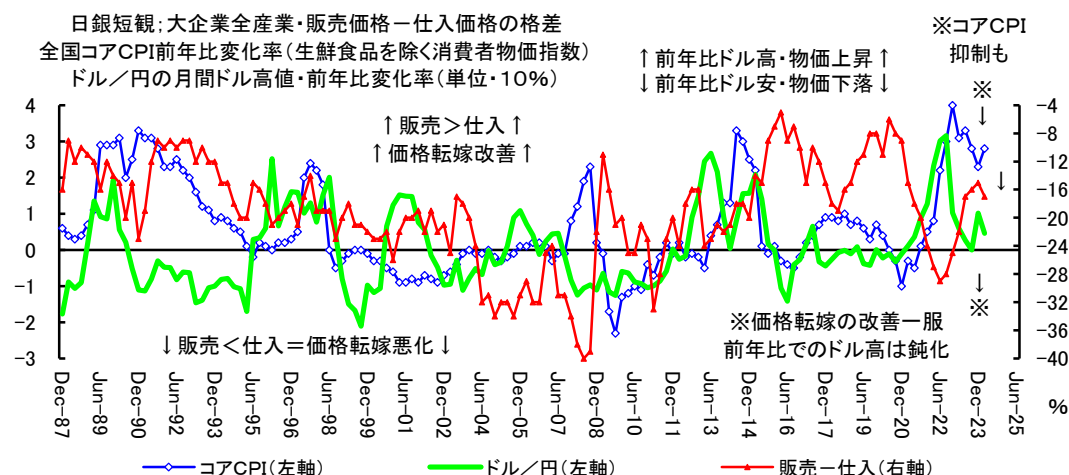
2020 年の 1 ドル＝101 円前後を起点としたドル高トレンドでは、「前年比ドル上昇幅の拡大」が輸入物価などの前年比上昇を後押しさせた。しかし、昨年から 1 ドル＝130－150 円前後でのドル高値圏での高原化となってきた。現在もドル高値推移が続いているとはいえ、月間ドル高値の前年同月比は今年 3 月が+10.2% となり、2022 年時の+20% から+35% などに比べるとプラス幅が縮小している。コア CPI でも、前年比のプラス幅縮小要因となっていく。

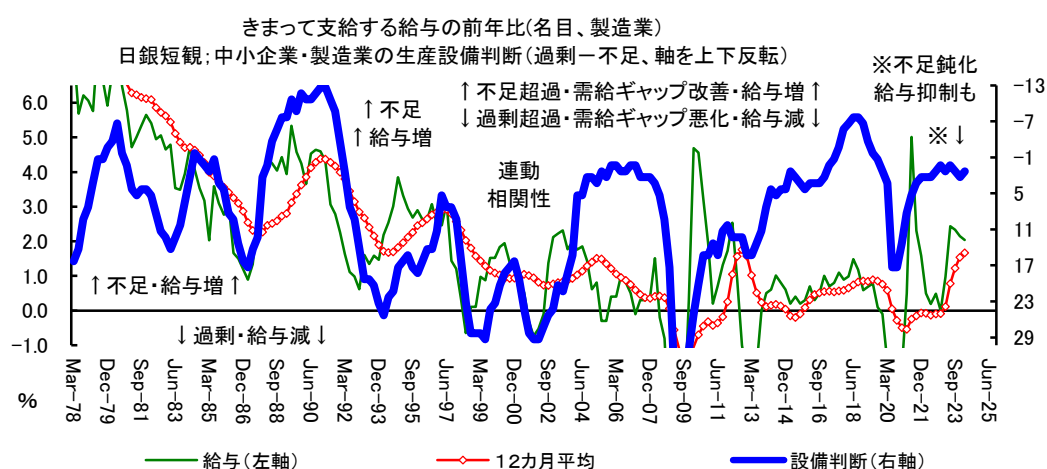
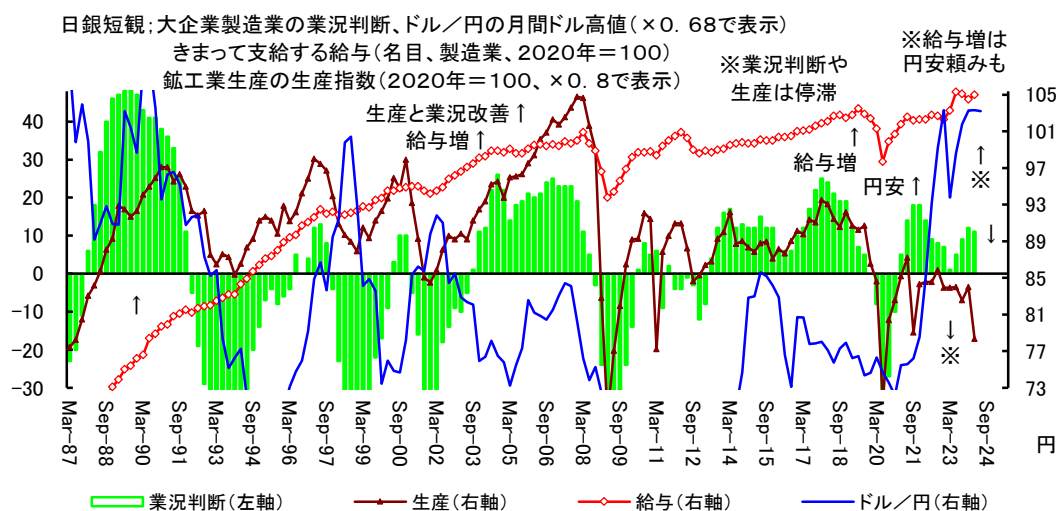
一方で現在の日本では、為替円安でも企業や経済へのプラス効果が減退している。生産拠点の海外移転や、輸出の数量から高付加価値・高採算への絞り込みなどによるものだ。結果、3月の短観で業況判断は伸び悩んだほか、最近では経済産業省の鉱工業生産が2月に2カ月連続で前月比マイナスに低迷している。その中でも日本では企業収益の改善と賃上げ還元、好循環入りの期待感が高まっているが、企業収益の増加については「円安による海外売上などの為替差益頼み」の懸念も示されている。

例えば厚生労働省の「きまって支給する給与（名目、製造業）」は直近1月が前年比+2.0%となり、賃上げ影響による2%超えのプラス化が維持された。

それに対して同月の鉱工業生産・生産指数は、1月に前年比-3.1%と低迷している。結果「賃金-生産」の前年比格差は+5.1%という賃金の上振れとなっており、賃金の+2%超え局面では1993年以来、約30年ぶりの乖離幅となってきた。

日本企業の業況判断や生産活動が伸び悩むなか、今後の来年、2年後、3年後といった持続的な賃上げと好循環の定着については「円安頼み」という脆さを秘めている。現在の財務省と日銀による円安ペースの阻止策は、対応次第で円高進展と好循環の遮断を招くジレンマがある。そうした問題を含めて、今後は改めて「円安頼みでない好循環入り」が政府・与党・日銀や企業にとっての重要課題となりそうだ。





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。