

製品価格、生産・輸出「数量」比で上振れ定着 利益率の改善に持続性、価格転嫁や高付加価値化など

国内では製品価格が生産量比や輸出数量比で上振れ定着となりつつあり、企業の利益率改善と関連株上昇の持続性を支援する。日銀・企業物価指数の工業製品と、生産の量も反映される経済産業省・鉱工業生産指数の水準比較は年初以降、約 38 年ぶりの「製品価格の上振れ幅」が持続となっている。数量見合いでの価格上昇は、価格転嫁や内外市場における高付加価値化、希少性と必需品化の進展などを示唆するものだ。一定程度の賃上げの持続余地と、海外情勢の不透明さに対する耐性増強につながっていく。

製品価格－生産指数、38 年ぶりの価格上振れ幅

「国内ではバブル期以降、日本企業は低コスト化・数量増加の取組を続けてきた。この結果、中小企業などは発注側による売上原価低減の動きの中で、低迷を余儀なくされてきた」、「今後は低コスト化・数量増加以上に、単価の引き上げも必要」、「持続的な賃上げの原資確保に向けては、価格転嫁の促進、そのための製品の優位性向上が重要」――。

中小企業庁では好循環入りという政権課題に向けて、改めてこのような目標を掲げている。石破茂首相も 10 月以降の国会演説では、「一人一人の生産性を上げ、付加価値を上げ、所得を上げ、物価上昇を上回る賃金の増加を実現させる」、「高付加価値のモノとサービスを、グローバル市場において、適正な価格で売ることのできる経済を実現させる」といった決意を表明している。

一方で石破首相が「日本経済はコストカット型の対応を続けてきた失われた 30 年を乗り越え、あと道半ば」と指摘しているように、「低コスト化・数量増加」という流れには歯止めが掛かってきた。

国内では製品価格（物価、コスト）が、生産量比や輸出数量比で上振れとなる環境が定着しつつある。日本企業の利益率改善と関連株の上昇について、持続性を支援していくものだ。数量見合いでの価格上昇は、価格転嫁の継続や、製造製品の高付加価値化と希少性の強化、こうした方向への製造製品の選択と集中、内外の景気変動に対して値崩れしない必需品化への努力強化などが示唆されている。

来年以降に向けては、一定程度の賃上げ余地や、米国での保護主義と欧州・中国経済の低迷といった海外情勢の不透明さに対し、耐性の増強につながっていく。

日銀による最新 11 月の国内企業物価指数（2020 年平均＝100、消費税を除く）では工業製品の物価（価格）が 122.6 となり、前回最高である 1985 年時の

121 を上回ってきた。直近最低はコロナ危機時である 2020 年 4 月の 99.0 で、そこから＋24%もの大幅上昇となっている。

かたや経済産業省の鉱工業生産では、生産指数の伸び悩みが続いている（2020 年＝100）。10 月は 104.3 で、直近最高である 2022 年 8 月の 107.8 や、コロナ前の最高である 2017 年 12 月の 116.9 を大きく下回った状態だ。中国や欧州などの世界減速や中国発の過剰生産、米国の政治不透明感、国外生産の拡大・定着などが重石となっている。

結果、同じ 2020 年＝100 ベースでの「工業製品価格－生産指数」の指数格差は、10 月時点で＋18.3 という製品価格の上振れ優位となっている。最新 11 月は生産指数を予測で試算すると＋20.6 となり、年初以降は＋20 前後での推移が持続となっている。同格差はコロナ直後である 2021 年 4 月の－5.6 という価格の下振れをボトムに、価格上振れのプラス軌道へと移行。今年の年初以降は 1986 年以来、約 38 年ぶりの「製品価格の上振れ幅」が定着となってきた。

過去実績として同格差は、日経平均株価と明確な相関性を有している。その点で約 38 年ぶりの構造変化の流れは、来年にかけて株高余地の残存を支援していく。

輸出数量見合いで輸出価格上振れ、前年比株高に

前年同月比では 11 月に工業製品価格が＋2.2%、生産指数が予測ベースで－1.7%となっている。価格指数－生産指数の前年比格差についても、＋3.9%という価格の上振れ優位となっている。

最近では 2021 年 9 月以降、約 40 カ月にわたって価格優位のプラス基調が継続となっているが、1985 年以降では最長のプラス定着期間となってきた。前年比の格差の基調は日経平均株価の月間高値、月末値ベースでの前年比騰落率と連動相関性を有している。その点で製品価格優位のトレンド定着は、来年にかけての日経平均の前年比プラス基調を維持延命させやすい。

日銀の契約通貨ベースによる輸出物価指数と内閣府の輸出数量指数でも、同じような「数量見合いでの物価の上振れ」がトレンドとして定着しつつある。これまた来年にかけて、日経平均の前年同月比プラスの継続を支援していく。

経済産業省によると、鉱工業生産での生産指数は「ひと月当たりの生産量を基準年＝100 として指数化し、量的変動を示す数量指数」となっている。その点で生産伸び悩みに対する製品価格の上昇維持は、「生産の量・水準見合いでの利益額の増価」とい

う効率性や利益率の改善を示唆している。

こうした生産見合いでの製品価格の底堅さは、現状の株価水準を正当化させるほか、生産レベルを上回る価格（利益）の伸び率は、日本株の割高さを抑制させる。さらに先行き生産が回復した場合、生産の改善レベル見合いで利益額の上振れを伸張させることで、株高の伸びシロにも寄与することになる。

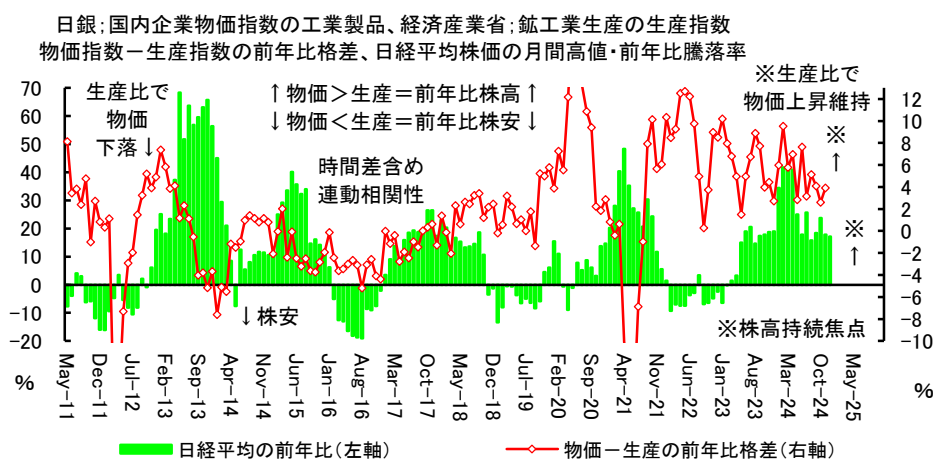
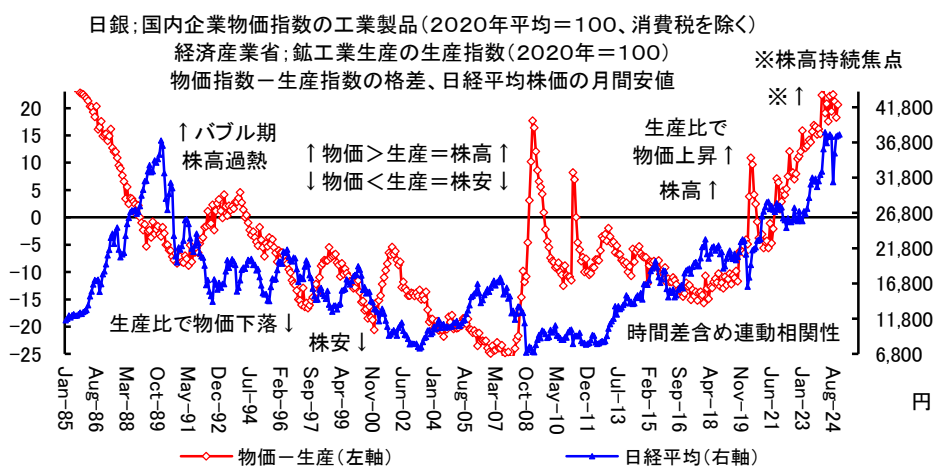
来年の日本の生産動向や株価については、米トランプ新政権での貿易相手国に対する関税引き上げや、相手国の関税報復、米国と世界経済の共倒れなどが懸念される。それでも米国では2年後の2026年に議会の中間選挙が予定されており、有権者の「反動的な政権失望」を高めないためにも、来年の米国の内需成長には政策的な目配りが想定されそうだ。

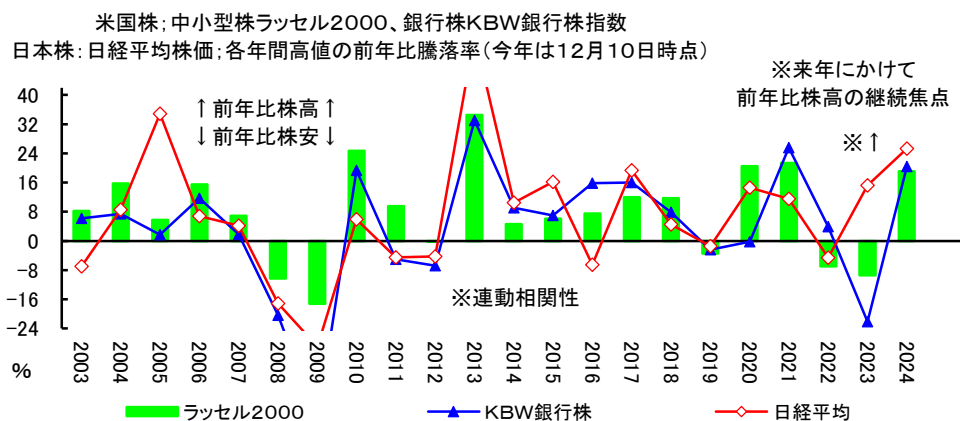
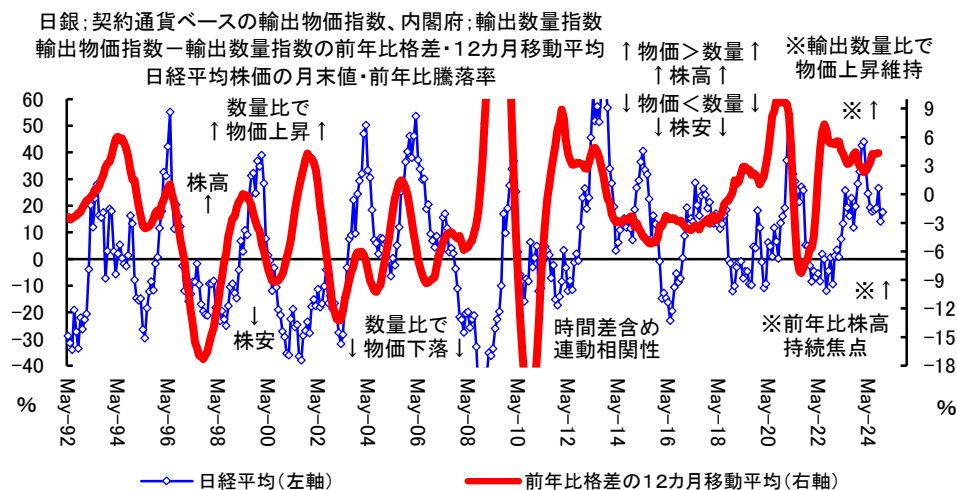
その点、来年の米国株市場については、貿易戦争や米国外経済の悪化といったリスクの影響が限られる内需株、米国の内需改善やリスク選好がプラスに

なる銀行株（金融株）などについて、上昇の実現可能性が高まりやすい。こうした分野は、新政権による減税や規制緩和といった好材料もある。

米国株市場での主要株価指数のうち、代表的な内需・中小型株指数と銀行株指数としては、ラッセル2000とKBW銀行株指数がある。両指数ともに来年については、年間高値や来年の年末値について「前年比」でプラスとなる確率が意識されやすい。

来年の日本株市場では外需依存度の大きい日経平均株価に不安感がある一方、日本の製造業は米国内での現地生産と販売、資金ファイナンスなどを拡大・定着させてきた。米国の国内経済と一体化しつつある。その中で過去20年の実績として、米国株市場でラッセル2000やKBW銀行株指数が前年比でプラスとなる場合、日経平均も高確率で年間高値、年末値ともに前年比プラスとなる連動実績が見られている。





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。