

物価、販売<仕入乖離持続、実質金利低位に 販売価格は需要・金利に関係<仕入価格はコストプッシュ影響

2025/12/22 (月)

12月の日銀短観では企業の価格判断（上昇－下落）に関して、販売価格の仕入価格に対する大幅な下振れが持続となった（販売<仕入）。双方とも大幅プラスながら、販売価格の相対低位は需要の今一步が示唆され、需要面で日銀の政策金利や長期金利の上昇度合いを抑える要因となる。それに対して仕入価格は約45年ぶりの高水準が続き、こちらは円安・輸入物価上昇や供給・人手不足等でのコストプッシュ影響の根強さが示されている。「金利<物価」による実質金利の低位継続と、基本的な円安・株高基調の持続が支援されやすい。

販売価格<仕入価格、金利<物価の実質金利低位

日銀の最新12月短観の価格判断（上昇－下落）では、全規模・全産業ベースで販売価格が+27となった。2020年6月の-8を直近最低として、価格転嫁の進捗や脱デフレの流れが示されている。それでも直近最高である2022年12月の+32からは、上昇超過の勢いが鈍化してきた。

一方で仕入価格は+50となり、前回の+49から3期ぶりの再上昇となっている。こちらも直近最高である2022年12月の+64からは伸び鈍化となっているが、1980年以来、約45年ぶりの高水準は維持されたままだ。

双方とも大幅なプラスながら、企業の採算性や価格転嫁の進捗度、良い物価上昇の程度で参考になる「販売価格－仕入価格」の格差は、-23という販売の大幅下振れとなっている。過去2回の-22から再低下してきたほか、2021年以降は双方プラス局面での過去最低となる-20から-30前後での販売劣勢が続いている。

販売価格の相対低位は、高市早苗首相が目標とする「ダイヤモンドプル（需要主導）の適度な良い物価上昇」などとの関係でいえば、需要の今一步を示唆するものだ。日本では直近7-9月のGDPに関して、各種経済活動での価格上昇によるかさ上げ効果を差し引いた実質ベースで、6四半期ぶりのマイナス成長にもなっている。需要が今一步という現状は、名目金利の面で日銀の政策金利や長期10年債金利等の上昇度合いを抑える要因となる。

それに対して仕入価格の大幅プラス持続は、円安・輸入物価上昇や供給・人手不足、各種素原材料や燃料価格の高止まり等による「コストプッシュ影響」の物価高の根強さが示されている。結果、販売価格の仕入価格に対する大幅な下振れの持続は、「販売価格<仕入価格」という構図を通じて、「金利<コストプッシュ主導の物価高」を底流で支援。実質金

利の低位継続につながる要因となる。

実際、過去に販売価格判断と10年債金利、仕入価格判断とコアCPI前年比（生鮮食品を除く消費者物価指数）は密接な相関性を有してきた。連動の形で「販売価格－仕入価格」格差と「名目金利－物価変動率」による実質金利は一定の相関性を有している。

現状の日本市場では日本の実質金利低位が円安と株高の要因となっており、当座は持続余地が支援されやすい。先行きについても12月短観での3カ月先予測では、「販売価格－仕入価格」前年比変化幅の格差が+1となり、前回9月予測時の+1と同水準での販売の伸び低位となっている。6月予測時の+4や2023年時の予測である+7や+9に比べると、販売が再劣勢となっており、過去実績に沿えば来年1-3月にかけて円安と株高の基本的な基調がサポートされやすい。

仕入価格上昇＝円安、販売価格上昇＝株高

短観の価格判断と為替ドル/円との関係でいえば、2021年前後からは仕入価格の大幅上昇と連動して円安・ドル高が進展となってきた。背景としては、金利比での物価上昇（金利<物価）による実質金利の低下のほか、仕入価格上昇に連動した輸入価格上昇（＝輸入金額増加と貿易収支の悪化）などが影響している。

さらに現在も続く仕入価格の高止まりは、インフレによる円の価値下落につながっている。一つの仕入品の購入に必要な円の金額が大きくなっており、裏表で品物（モノ）の対価としての円の価値目減りと円安が定着している構図だ。

2021年前後からは仕入価格ほどではないにしても、販売価格の過去比上昇が日経平均株価の上昇に寄与している。実質金利低下や円安効果のほか、企業による価格転嫁の進捗と採算・収益の改善、物価上昇に連動した企業収益や株価の価額かさ上げ効果、インフレによる株式を始めとしたリスク資産の価値向上（現預金や国債は価値目減り）などが影響している。

日本の実質金利については現状、日銀が12月19日に利上げを行うなど、実質金利の低位修正を強化させつつある。それでも19日に日銀の植田和男総裁は「利上げでも実質金利は大幅なマイナスが続き、緩和的な金融環境が維持される」と説明していた。

同時に足元の実質金利低位については、物価上昇に対しての日銀の利上げ遅れだけでなく、底流部分で「日本の潜在成長率の低迷」が反映された鏡写しでもある。今後はともかく、これまで日銀は「潜在

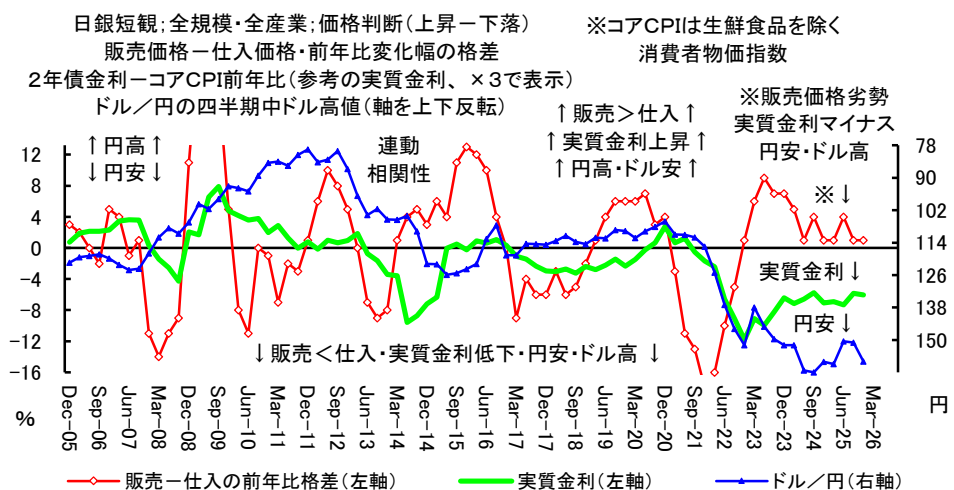
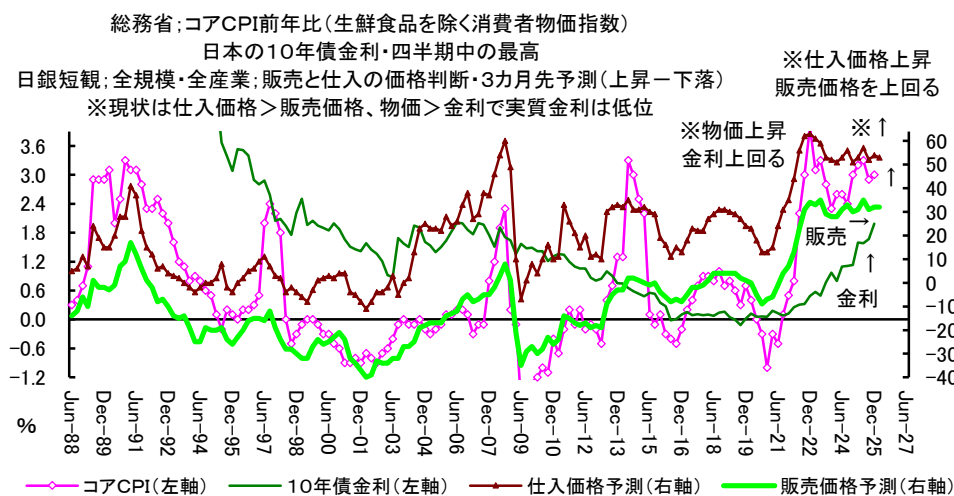
成長率の低位」を勘案して、あえて実質金利の低位を演出・静観してきた可能性もある。

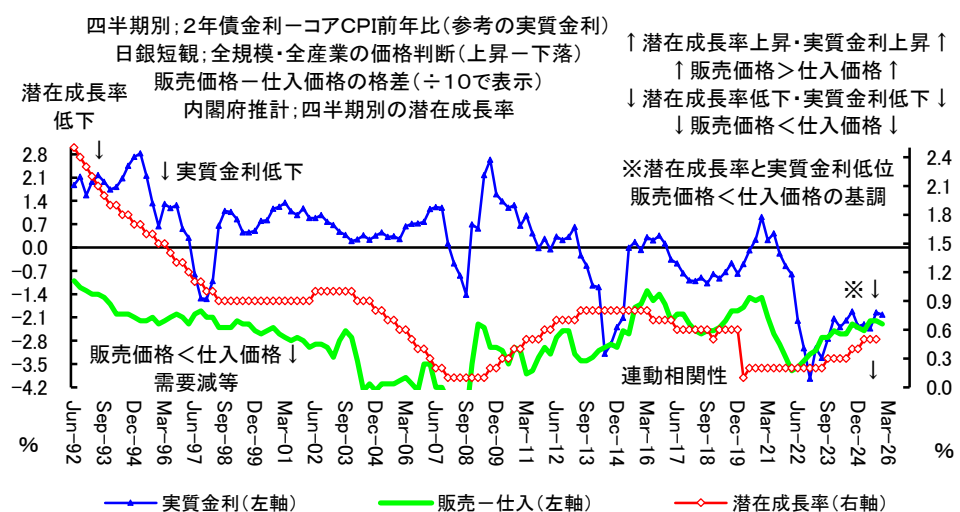
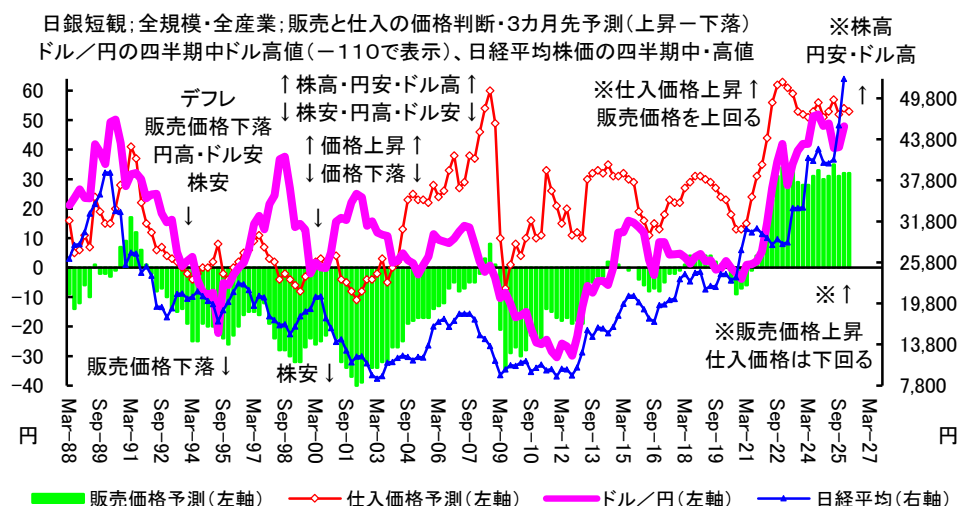
過去に日銀の企画局では「いくつかの仮定のもとで、実質金利は潜在成長率で近似する」、「経済分析の実務では、潜在成長率を自然利子率の近似値とみなすことが多い」、「潜在成長率が高まるほど、また正の需要ショックが大きいほど自然利子率が高くなる」といった分析レポートを取りまとめていた。

最近では財務省の「国の債務管理に関する研究会」で、民間の専門家メンバーから「潜在成長率は自然利子率の目安の一つとされ、日米ともに自然利子率と潜在成長率は似た動き」、「最近の10年実質金利は自然利子率と概ね一致」といった分析が示されている。

現状の日本の潜在成長率は、内閣府の推計で最新の今年7-9月が+0.5%となっている。2020年1-3月の+0.1%を最低ボトムとして改善してきたが、現在もなおコロナ前である2019年時の+0.6%を下回っている。過去比では2013-15年時の+0.8%、2002-03年時の+1.0%や、バブル崩壊直後である1991年時の+3%超を大きく下回ったままだ。

その点で現状の実質金利低位は、潜在成長率の低位が反映されている部分も無視できない。これから日銀が過度に「実質金利の低位修正」を重要視し、利上げペースの加速や利上げ幅を加速させると、潜在成長率の再悪化と需要の一段の下振れにつながるリスクもある。





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。