

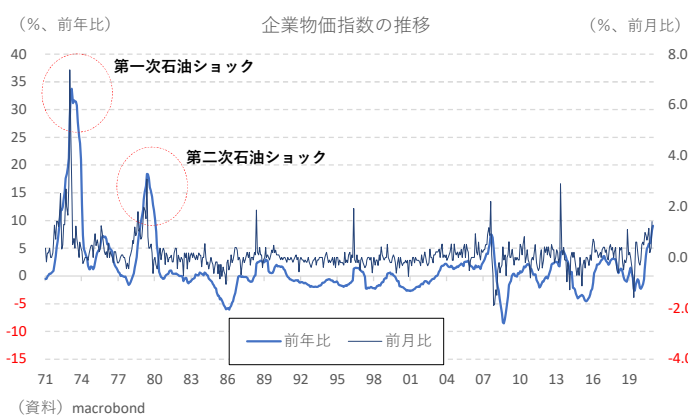
みずほマーケット・トピック(2021 年 12 月 13 日)

41 年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～

本邦 11 月国内企業物価指数(PPI)は約 41 年ぶりの大きさを記録。商品価格の騰勢がインフレを押し上げる姿は全世界的な話でもあり、今更特筆する必要はない。だが、日本の場合、そこへ円安の効果が重なることは注意。円ベース輸入物価指数の加速は「商品高」と「円安」の影響をよく表している。また、需要段階別・用途別に見ると、「生産段階のコスト」と「販売段階のコスト」の乖離が非常に大きくなっていることが気がかり。それは価格転嫁できずに収益を食い潰している企業部門の現状を示唆するものである。象徴的には PPI と CPI の乖離を見れば良く分かる。足許では CPI への波及が殆ど確認できない状況で PPI が伸びており、その分、企業部門の負担感が増している。これが長期化すれば、企業収益の圧迫を通じて株価に影響も。CPI の停滞は内需回復の遅れを反映していると考えるのが自然。この点、コロナ対策を経済正常化に優先させる現政権の方針を踏まえれば、企業部門がコスト負担を強いられる状況が続くそう。

～約 41 年ぶりの上昇がピークになるか～

日銀が先週 10 日発表した本邦 11 月国内企業物価指数(PPI、速報値)は前年同月比+9.0%上昇とオイルショックの余波を引きずっていた 1980 年 12 月以来、約 41 年ぶりの大きさを記録している。これは市場予想の中心(同+8.5%)を超えるものである。やはり約 40 年ぶりの大きな上昇として話題になった 10 月分も+8.0%から+8.2%へ加速していることを踏まえれば、さらに力強さを認めることができるだろう。前



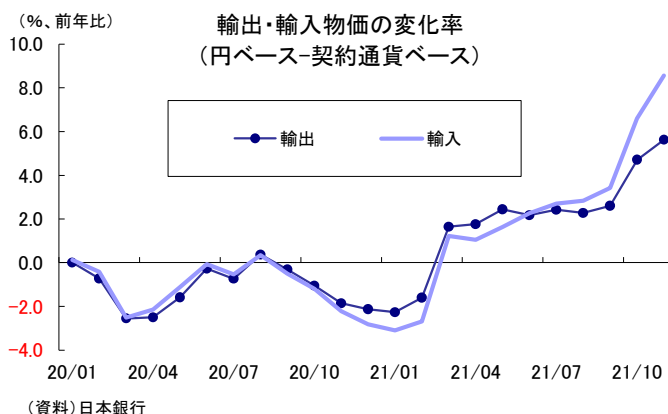
月比では+0.6%上昇であり、このうち+0.17 ポイントが石油・石炭製品(例えばガソリン、軽油、液化石油ガス)、+0.10 ポイントが電力・都市ガス・水道、+0.09 ポイントが鉄鋼である。基本的には商品価格の騰勢がヘッドラインを引き上げている状況は変わらず、それ自体は全世界的な話でもあるため、敢えて特筆する必要は感じられない。むしろ 12 月入り後、オミクロン変異株に因んだ需要減退観測も手伝って資源高も一服しており、PPI のピークが 10～12 月期になるかどうかに着目したい。

～「円安」と「資源高」を可視化する円ベース輸入物価～

しかし、日本の場合、資源高に円安の効果が重なる。この点、注目される輸入物価指数の上昇率はドルを筆頭とする契約通貨ベースでは前年比+35.7%とこれも相応に大きい、円ベースでは+44.3%と一段と大きい。資源を海外から購入するにあたって円という通貨の購買力劣化が露骨に

表れていると言える。それゆえに円ベース輸入物価は契約通貨ベース輸入物価以上に(円安の分)大きな上昇を見せる状況にある。企業物価統計の中でも「商品高」と「円安」の影響が最も可視化できるのが円ベース輸入物価指数である。

片や、アベノミクス下で確認された事実ではあるが、日本の輸出企業は円安になっても外貨建ての輸出物価を引き下げてボリューム(量)を稼ぐのではなく、外貨建て販売価格を据え置くことで円安による為替差益を享受しようという傾向がある。例えば日銀の黒田体制発足と共にアベノミクスが本格始動したと考えられる 2013 年の 1 年間でドル/円相場は約+20%上昇した。この間、円ベース輸出物価の前年比は月平均で+11.6%上昇している。だが、契約通貨ベース輸出物価の前年比は月平均して▲1.7%しか下落していない。大きな円安をもってしても外貨建て販売価格を引き下げるという経営判断には至らず、だから日本の輸出数量が増えなかったと言われることは多い。今回も円安により円ベース輸出物価は上昇しているが契約通貨ベース輸出物価が相応に下落しているわけではない。上図は輸出数量を増やさず、海外への支払いばかり増える円安の実情が良く表れているように思う。



～圧迫され、耐え忍ぶ企業部門～

こうして日本経済は海外からインフレを輸入するような状況にあるが、需要段階別・用途別に PPI の動きを見ると「そのインフレを誰が負担しているか」という構造が良く分かる。需要段階別・用途別に見ると、「生産段階のコスト」と「販売段階のコスト」の乖離が非常に大きくなっていることが分かる。それは価格転嫁できずに収益を食い潰している企業部門の現状を示唆するものである。例えば「生産段階のコスト」として素原材料は前年比+74.6% (前月比+8.6%) と急騰し、中間財も前年比+15.7% (前月比+1.0%) と相応に大きな伸びを示すが、最終財は前年比+4.6% (前月比+0.4%) と穏当な伸びに収まっている。最終財の中でも、消費者物価指数 (CPI) と関連の強い最終消費財 (国内品) に至っては前年比+2.7% (前月比+0.2%) とさらに伸びが抑制され、しかも 10 月 (前年比+2.3%、前月比+0.7%) から減速している。家計部門にインフレ圧力は及んでいない。

こうした事実は象徴的には PPI と CPI の乖離を見れば良く分かる(図)。例えば、CPI の最新分である 10 月分に関して言えば、PPI の前年比+8.3% に対し、CPI は同+0.1% でその差は 8.2% ポイントもある。これはオイルショックの影響が色濃く出ていた 1980 年 7 月以来の大きさだが、当時は CPI も同+7.4% と大きく上昇しており、その時点の過去 3 年平均



(1977 年 1 月～1979 年 12 月)の 5.4%と比べても際立って高いものだった。今回は CPI への波及が殆ど確認できない状況で PPI が伸びており、その分、企業部門の負担感が増している様子が窺える。これが長期化すれば、企業収益の下押しを通じて株価への影響も不安視されるだろう。

なぜ、CPI が伸びないのか。理由は 1 つではないだろうが、やはり内需回復の遅れを反映していると考えるのが自然である。過去の本欄でも議論したように、岸田政権はコロナ対策が経済正常化に優先する方針を明示しており、2021 年同様、犠牲者対比で過剰な防疫政策が 2022 年以降も続く公算が大きい。必然的に内需は盛り上がりを欠く恐れがある。かかる状況下、優れた価格競争力を有する大企業を除けば価格転嫁の難しい状況が続くと思われる。論理的に予想される展開は企業収益の減少、これに伴う雇用・賃金情勢での調整である。価格転嫁が難しいならば、生産段階でのコスト(採用減少や賃金引き下げなど)を削るしかない。残念ながら「経済社会活動の再開は決して楽観的になることはなく、慎重に状況を見極める(岸田首相)」という現在示されている現政権の方針は消費・投資意欲を喚起するものではなく、企業部門が自身の負担の下、このコストプッシュ型インフレを何とか耐え忍ぶ局面が続くそうである。

市場営業部・金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年12月10日	週末版(いきなり外交的試練に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～)
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本当の正常化プロセスは23年以降に～)
2021年12月2日	変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～
2021年11月24日	ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか？
2021年11月19日	週末版
2021年11月17日	10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)
2021年11月16日	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～)
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か？
2021年11月10日	欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～)
2021年10月28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか？
2021年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月22日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイトマン独連銀総裁の辞任報道を受けて～)
2021年10月20日	本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも？～
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分) 欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	週末版(IMF秋季世界経済見通し(WEO))を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～)
2021年10月13日	円安に触まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月11日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～
2021年10月8日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月9日開催分))～争点は「PEPPの次」へ～)
2021年10月7日	インフレ高進を考える～「目の生活」vs「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に触まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～)
2021年9月22日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～
2021年9月21日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月17日	週末版(実質実効為替相場(REER))の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～)
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分) 日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
2021年9月14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～)
2021年9月8日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
2021年9月6日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月3日	週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～)
2021年9月1日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口モード～
2021年8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の様相～
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～)
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～現実味帯びる「CDU/CSU」下野～
2021年8月24日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？
2021年8月23日	ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～
2021年8月20日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～)
2021年8月19日	迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～
2021年8月17日	本邦4～6月期GDPを受けて～完全復元は23年以降に～
2021年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年7月分) メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～
2021年8月13日	週末版(「異形の経済」が修正されるドイツ～アフター・メルケル時代へ)
2021年8月11日	世界に範を示す英国の金融政策運営
2021年8月10日	米7月雇用統計～実現に近づくウォラー想定～
2021年8月6日	週末版
2021年8月3日	「雇用の最大化」に近づく米国経済
2021年8月2日	アフターコロナを捉えた米欧の4～6月期GDP
2021年7月30日	週末版
2021年7月29日	FOMCを終えて～「著しい進展」が視野に～
2021年7月28日	1人負けが鮮明となっている日本の経済・金融情勢
2021年7月27日	「米国買い」をテーマとする金融市場の現状
2021年7月26日	ECB政策理事会を終えて～歴史的な修正～
2021年7月21日	週末版
2021年7月20日	変化の兆候を感じる円相場～需給・物価要因に変調～
2021年7月19日	気候変動オペを受けて～バランスに配慮した素案～
2021年7月16日	週末版(「ドル安見通し」の内情を探る～「需給」でドル安の真実味～)
2021年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年6月分)
2021年7月14日	米インフレ率の騰勢とノイズ化するドットチャート
2021年7月13日	気候変動対策に動き出したECB～戦略修正を受けて～
2021年7月12日	猜疑心強まる民間部門～緊急事態宣言と貯蓄～
2021年7月9日	週末版(ECB、18年ぶりの戦略修正の中身～ハト派修正であることは確か～)
2021年7月8日	米金利低下でも買われない円。理由はどこに
2021年7月6日	想定される3つのシナリオ～BIS年次報告②～
2021年7月5日	Pandexitと格差拡大～BIS年次報告～