

日本経済

Point of View～エコノミストの見方～

防衛的賃上げのその先～中小企業にも価格転嫁の動き～

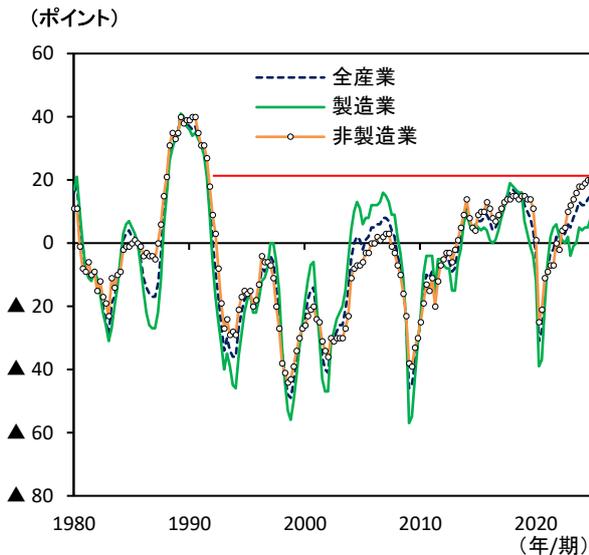
主任研究員 飯田 馨 Tel:026-224-0508 Mail:kaoru.iida@neri.or.jp

1. 業況判断 DI は相対的に非製造業が優位の傾向～バブル期以来の水準～

■ 今月1日、日本銀行より全国企業短期経済観測調査（以下、短観）が公表され、企業の業況感を示す業況判断 DI は全規模・全産業が+15 ポイントと前回 24/12 月短観から横ばいとなり、引き続き「良い」超を維持する底堅い動きとなった（図表1）。特に、全規模・非製造業は前回比+1ポイントの改善となり、バブル期以来の「良い」超水準である。長期的にみても、非製造業が製造業の「良い」超幅を大きく上回る形で業況が改善する傾向は珍しく、この背景には好調なインバウンド消費や近年の値上げの浸透といった面があるとみられる。

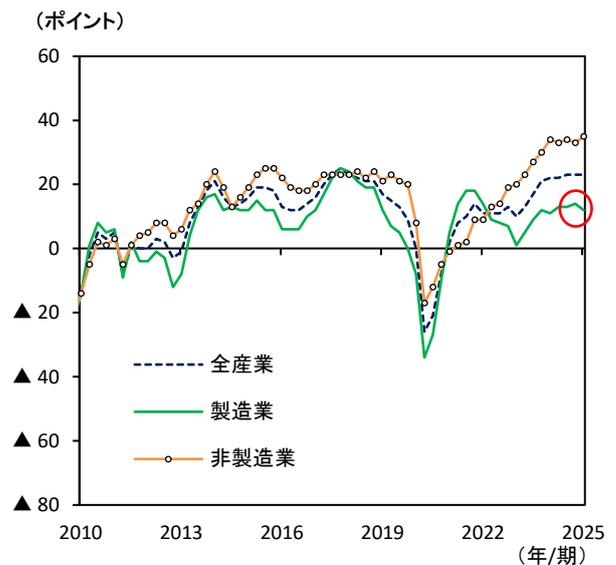
この間、日経平均株価との連動性が高い大企業・製造業は、前回比▲2ポイントの悪化となった（図表2）。3月短観はトランプ関税の影響が発表された4月よりも前に調査されたものだが、事前に予告されていた米国の関税率引き上げ（以下、トランプ関税）への警戒感が、企業マインドに影響したものとみられる。

（図表 1）業況判断 DI（全規模）



（資料）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

（図表 2）業況判断 DI（大企業）



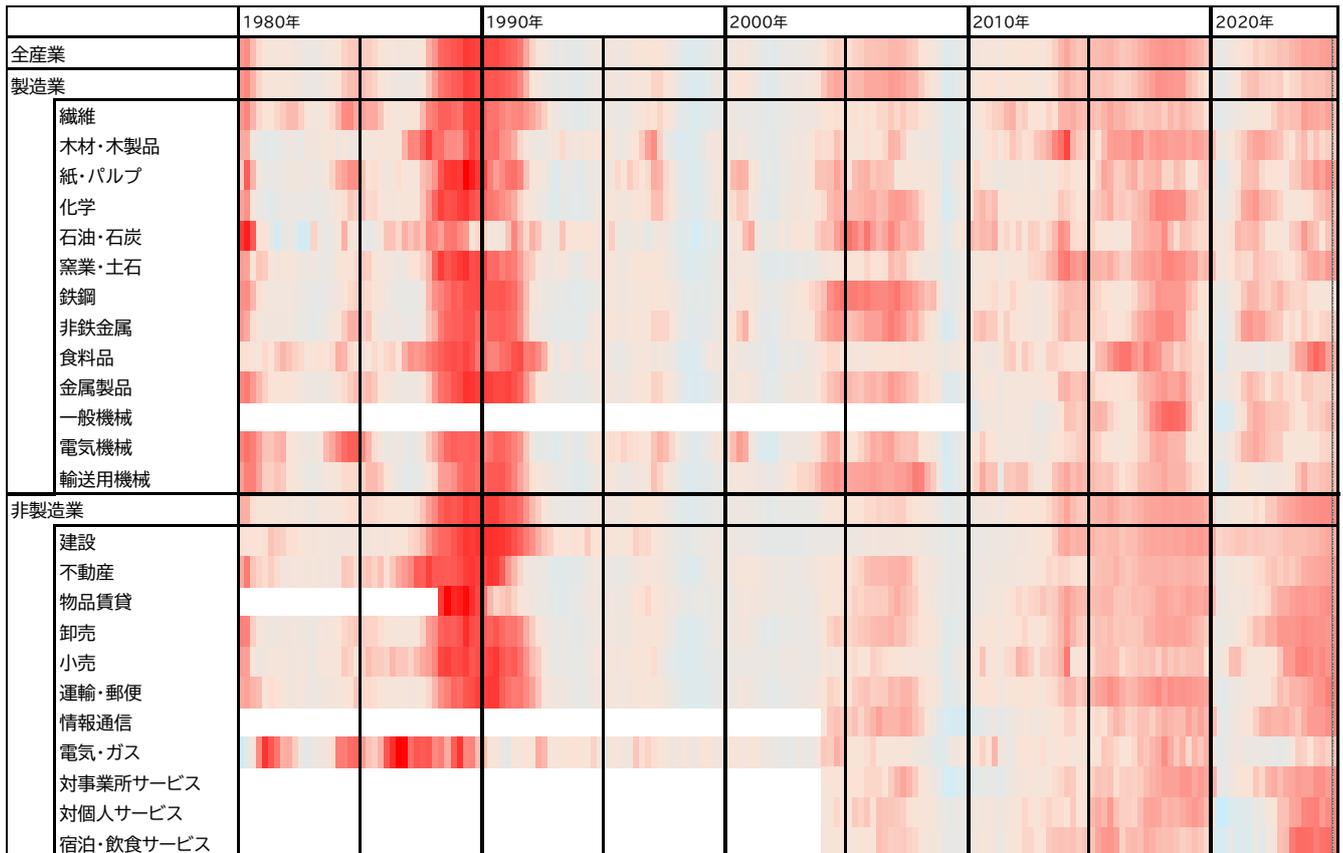
（資料）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

■ こうした中、図表3で業種別の業況ヒートマップ¹をみても、今次の回復局面は非製造業がけん引していることが分かる。また、製造業の中でも、食料品や紙・パルプといった内需系業種の業況感が高めの水準にあり、国内非製造業の堅調が内需系製造業にも波及している。

先々を見通す上では、トランプ関税の影響により、当面は財輸出の回復が見込みにくい状況であることを踏まえると、製造業は停滞感が続くと思われるものの、非製造業を中心に内需系（注：インバウンド消費は厳密に言えば内需ではないが）が底堅い点は、当面の安心材料になるのではないかとみられる。

¹ 25/1月の日銀の展望レポート「(BOX4) 労働需給と賃金について」の図表 B4-1：労働需給ヒートマップを参考に筆者作成。

(図表 3) 業況判断 DI のヒートマップ(全規模)

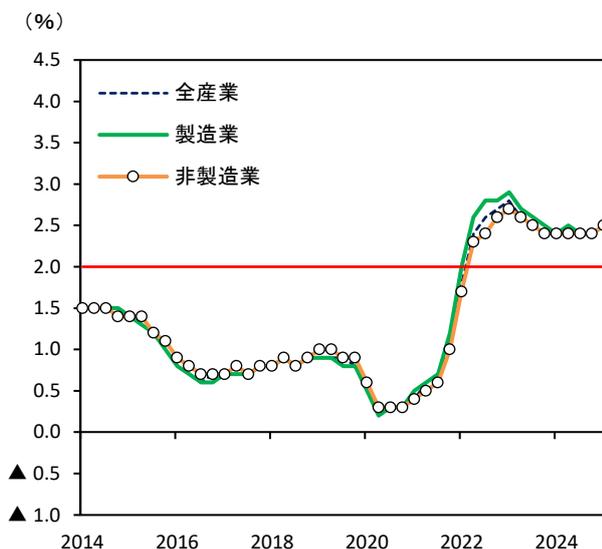


(注)直近は25/3月調査回。ヒートマップは、調査期間中の平均と標準偏差を用いて基準化。赤ほど「良い」超幅が拡大していることを示す。

2. 物価見通しは2%台後半に定着、短期の販売価格見通しは再加速

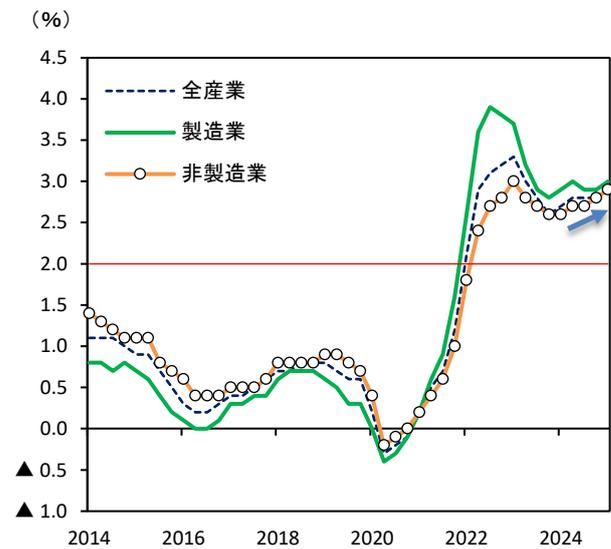
- 企業の1年後の物価見通しは、全産業で前年比+2.5%となっており、直近2年程度は概ね横ばいで定着してきている(図表4)。また、グラフは未掲載であるが、3年後(同+2.4%)、5年後(同+2.3%)と、各期間のインフレ予想が概ね+2.5%程度まで上昇している。
- 一方、1年後の販売価格の見通しは、全産業で前年比+2.9%と、22/6月短観(同+2.9%)以来の水準まで再加速しており、ここきて価格転嫁の動きが再び加速している様子がみとれる(図表5)。

(図表 4) 企業の物価見通し(1年後・全規模)



(資料)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」 (年/期)

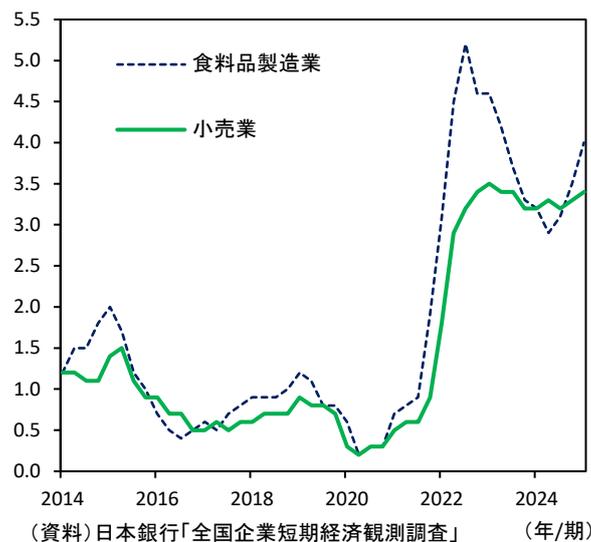
(図表 5) 販売価格見通し(1年後)



(資料)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」 (年/期)

■ このほか、業種別にみると、この間、消費者物価への上昇寄与が大きい食料品も、引き続き価格上昇が落ち着く気配は無さそうだ。すなわち、小売業と食料品製造業の1年後の販売価格見通しをみると、先行性がある食料品製造業の販売価格見通しが足もと反転上昇しており、今後、消費者物価への波及が見込まれる。当研究所において、県内の食料品製造企業にヒアリングをする中では、コメなどの原材料の値上がりによる製造コストの上昇を指摘する声が聞かれており、そうしたコメントと整合的である。

(図表6) 販売価格見通し(1年後・食料品製造業および小売業)
(%)



3. 中小企業を中心に価格転嫁の機運が更に強まるか？

■ こうした販売価格に対する企業の見方は同一なのか。そこで、販売価格の設定スタンスを測るため、図表7では非製造業²における販売価格の見通しと物価見通しの差分³を比較した。企業規模別にみると、中小企業を中心に消費者物価見通しを上回る販売価格設定見通しとなっていることが窺われるほか、大企業、中堅企業でもこのところ価格設定スタンスが消費者物価に比べ拡大方向に変化してきている。

また、中小企業を業種別にみると、建設業や卸・小売業、宿泊・飲食サービスといった業種で、非製造業全体を上回る伸び率となっており、人手不足を背景とした防衛的賃上げ⁴によるコストの増加を受けて、企業が価格転嫁せざるを得ない状況がみてとれる。

■ しかしながら、近年の物価高等により個人消費が停滞しているため、まだ値上げに慎重な業種もみられている。例えば、図表8の通り、対個人向けサービスでは、販売価格見通しと物価見通しの差がゼロ近傍で一進一退となっている。これは、日銀が基調的な物価として重視する消費者物価指数の一般サービス物価⁵が、前年比+2%を下回る水準で推移していることも整合的である(図表9)。

—— 図表9のうち、好調なインバウンド消費などを背景に価格が上昇している「宿泊料」や「外食」のほか、特殊要因で一時的に上振れた「外国パック旅行費」を除いた、「その他」がより基調的な物価動向を反

² 製造業は輸出入物価に影響される面が強いため、非製造業に限定した経緯。

³ 短観の調査票では、販売価格見通しは5%pt刻みの回答の平均である一方、消費者物価は1%pt刻みの回答となっている点には留意が必要である。なお、販売価格判断DIから仕入価格判断DIを控除する疑似交易条件は、あくまで企業数の視点で価格転嫁の拡がり把握する指標である。

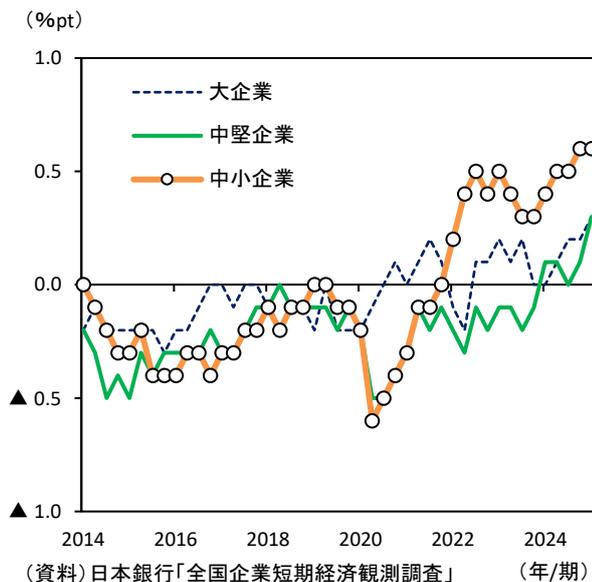
⁴ 人材確保など業績以外の要因でやむを得ず賃上げすること。

⁵ 日銀レビュー「消費者物価における最近の企業のサービス価格設定行動」(2024年8月)では、「消費者物価におけるサービス価格は、産出価格に占める人件費の比率が高いという特徴を持ち、今後、賃金・物価の相互関連の強まりを通じて、消費者物価の基調的な上昇率が高まっていくための重要なファクターとなる」と指摘。

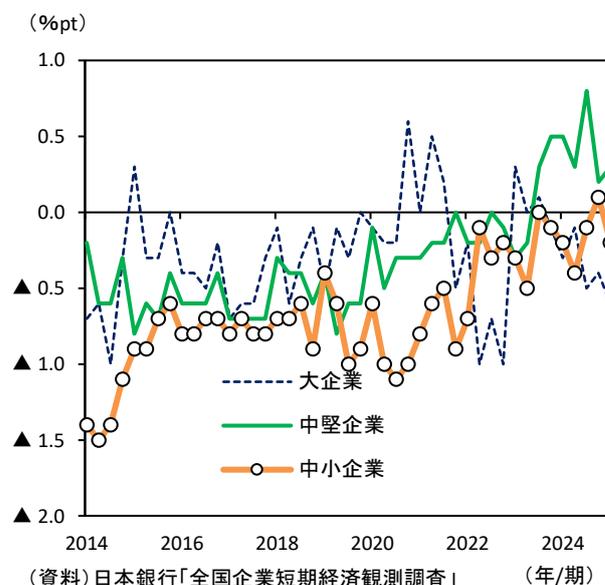
映しているとみられるが、昨年以降、上昇寄与はほとんど高まっていない。こうした点を踏まえて、植田総裁は「基調的な物価上昇率については、(中略)なお2%を下回っているという認識に変わりはありません」(3月MPM後の記者会見)とコメントしている面もあるだろう。

■ 以上から、3月短観も概して追加利上げを後押しする内容であったと評価するが、もはや次回の利上げの焦点は、米国をはじめとする世界経済の動向次第の様相を呈している。トランプ関税や金融資本市場の混乱など世界経済の不確実性が高くなる中、日銀は5月会合で利上げを行う確率は大幅に低下したとみており、当面は現状の政策のまま、様子見スタンスを維持せざるを得ないのではないか。

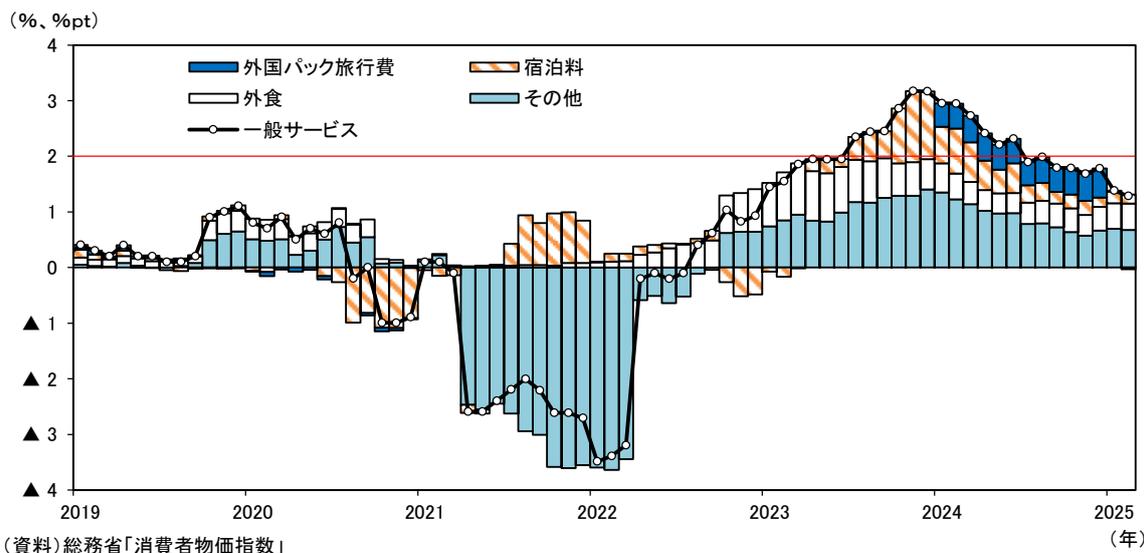
(図表 7) 販売価格見通しと物価見通しの差
(1年後・非製造業・企業規模別)



(図表 8) 販売価格見通しと物価見通しの差
(1年後・対個人向けサービス)



(図表 9) 一般サービス物価の推移



以上

【Disclaimer】

本資料は、情報提供を目的として作成したもので、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく書類ではありません。当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当研究所は責任を負いません。当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。当資料は執筆者が信ずるに足ると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。当資料の内容に関する一切の権利は当研究所にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。本資料で示された意見は執筆者に属し、必ずしも当研究所およびグループ会社の見解を示すものではありません。