

基礎研 レポート

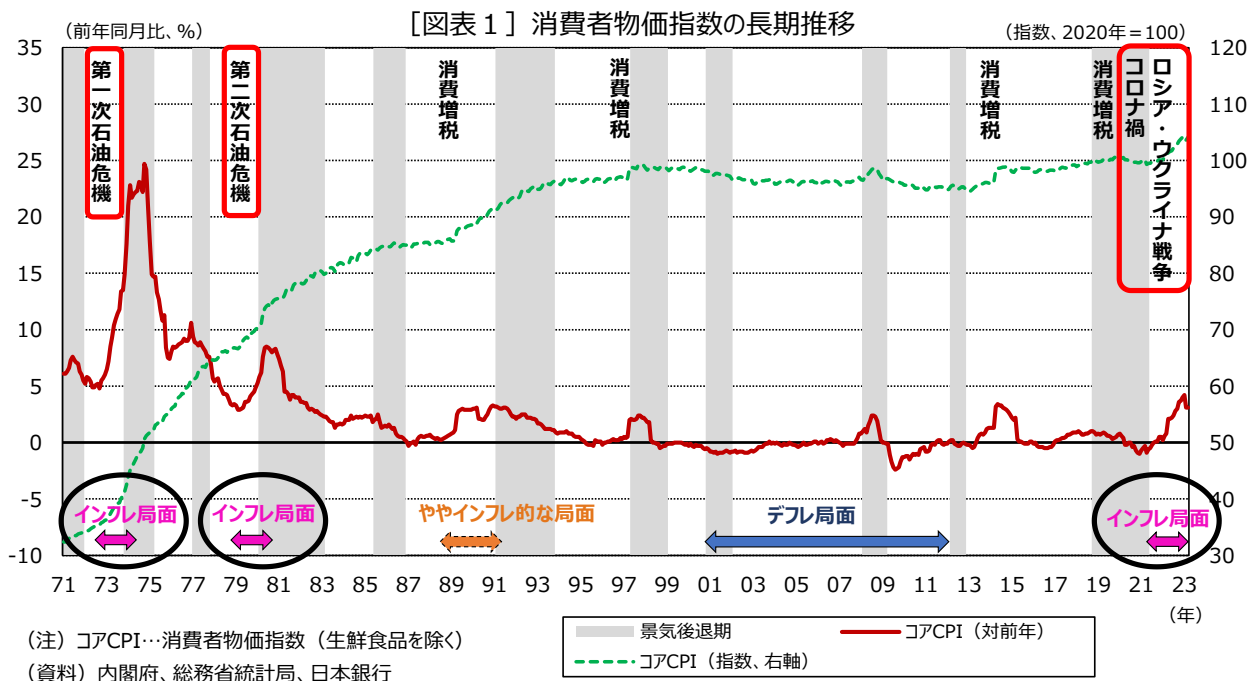
インフレ時代の企業経営① 業績推移で振り返る、企業のインフレ対策

総合政策研究部 准主任研究員 鈴木 智也
(03)3512-1790 tsuzuki@nli-research.co.jp

1—はじめに

直近 2023 年 6 月の消費者物価指数（除く生鮮食品、以下コアCPI）は前年比+3.3%と、日銀の物価安定目標 2%を上回る状態が続く。日本経済は 2013 年以降、物価が継続的に下落する「デフレ」から「デフレでない状態」に移行したとされるが、現在は中長期的に物価が上昇する「インフレ」局面に移行する途上にあるとの見方が出始めている。

仮に、現在のインフレが「一時的」でないとすれば、企業内部でコストを吸収し続ける「耐える経営」は、もはや持続的でなくなる。企業としては、物価が上がることを前提に増分のコストを価格に転嫁し、新たな価値を顧客に訴求していくことが必要になる。ただ、過去のインフレ局面は 30 年以上の昔であり、その記憶は薄れている。そこで本稿では、2 部構成の第 1 部として、[図表 1] に示す 3 つの過去と現在のインフレ局面における企業行動を振り返り、そこで得られる過去の教訓や経験を、今次局面にどのように活かして行けるかを考察する。



2—外生ショックに起因するインフレ局面

1970年以降の半世紀、日本においてインフレ局面を迎えたのは、(1) 第4次中東戦争が勃発した1970年代前半、(2) イラン・イラク戦争が勃発した1970年代後半、(3) ロシア・ウクライナ戦争が勃発した2020年代前半が該当する。ここでは、それぞれの時代背景を簡単に振り返ることとしたい。

1 | 1970年代前半 ～ 第4次中東戦争 と第一次石油危機～

1970年代前半は、世界経済が転機を迎えた時代である。1971年8月にニクソン米国大統領が、ドルと金の兌換停止を一方的に宣言し、戦後の世界経済の発展と安定を支えた「ブレトン・ウッズ体制」が崩壊した。いわゆる「ニクソン・ショック」である。これにより、固定相場制を取る各国は、変動相場制への移行を余儀なくされ、金の裏付けをなくしたドルは弱含み、各国は自国通貨を大量供給してドルの買い支えに動くことになる。その結果、市中には過剰流動性が生まれることになった。

一方、国内では、1972年に田中角栄氏が総理大臣に就任し、目玉政策の「日本列島改造論」が動き始める。国会で次々と成立する大型予算を背景に、高速道路や新幹線などの公共投資が加速し、列島改造に乗じた土地投機が起きるなど、景気には過熱感が見られるようになっていた。

その最中、1973年に起きたのが「第4次中東戦争」である。この戦争は、アラブ諸国とイスラエルとの間に勃発した戦争であったが、その影響は原油高騰を伴う経済混乱（第1次石油危機）として、日本を含む諸外国に拡大した。

当時の日本は、国内エネルギーの8割近くを輸入原油に頼っていた。中東産油国がイスラエル寄りとなされた国々との石油取引を制限し、輸出価格を大幅に引き上げると、国民の間で石油製品の供給停止への不安が高まり、スーパーなどの店頭から、洗剤や砂糖、トイレットペーパーなどの生活必需品が消えた。このときのコアCPI上昇率は、1974年10月のピーク時には、前年同月比+24.7%に達している。

2 | 1970年代後半 ～ イラン・イラク戦争 と第二次石油危機～

1970年代後半は、第1次石油危機から回復し、経済が回復軌道に戻り始めた頃である。前回の危機では、政策転換の遅れが物価の高騰を招いたとの反省があったことから、物価上昇への警戒感が一段と強く、財政金融政策は慎重に運営され、景気過熱や過剰流動性は抑制的にコントロールされていた。

そうした中、再度の原油価格の高騰を招いたのが、当時世界第3位の産油国イランで起きた民衆革命である。イラン革命と呼ばれたこの革命により、同国の石油生産は一時的にストップし、輸出が大きく減少した。石油生産自体は1979年に再開されたものの、同年11月の米国大使館占拠事件で経済制裁が発動されると、同国の石油輸出は再び制限される。さらに、1980年に入ると宗教対立や資源対立を背景に「イラン・イラク戦争」が勃発し、イラクからの原油輸出も縮小。OPEC諸国も原油価格を引き上げたことで、原油価格は12ドル台から42ドル台まで上昇した。

日本では円安進行もあって、前回危機時に比べ、経常収支が大きく悪化したが、物価上昇は比較的抑制されて、コアCPIは1980年6月のピーク時でも前年同月比+8.5%の上昇率に留まった。

3 | 2020年代前半 ～ ロシア・ウクライナ戦争 と原油高騰 ～

2020年代前半は、コロナ禍の混乱から立ち直る前にロシアによるウクライナ侵攻という外生ショックに襲われた。2019年末頃に拡大したコロナ禍では、需給バランスの崩れやサプライチェーンの混乱に伴う物流費の高騰などの影響が及んでいる。また、各国政府のコロナ支援策は、家計に過剰貯蓄を生み、市中の過剰流動性につながっている。

2022年2月に始まった「ロシア・ウクライナ戦争」では、世界第2位の産油国であるロシアと世界有数の穀物輸出国の間であるウクライナが紛争当事国となったため、世界的な一次産品の価格高騰を招いている。需給バランスが崩れた石油市場では、価格が一時120ドル台後半まで高騰した。

日本でも輸入価格の高騰が生産コストの押し上げにつながり、直近ピーク時の2023年1月のコアCPI上昇率は、前年同月比+4.2%まで上昇している。

上記を整理すると、日本におけるインフレ局面は、産油国を巻き込む戦争が起きて原油価格が高騰し、それがエネルギーを海外に依存する日本に波及することで、インフレが加速してきたことが分かる。これら予期しないインフレに対して、これまで企業はどのように対処してきたのか。

以下では、各インフレ局面における企業の経常利益についてマクロデータを用いて分析し、インフレの加速が企業業績にもたした影響と、そのとき企業が取った行動について検証する。

3—インフレ局面に見られる企業行動の違い

ここでは、各インフレ局面における企業の経常利益の前年比伸び率を、交易条件要因、売上高数量要因、人件費、金融費用、その他要因の5つに要因分解¹した [図表2]。法人企業統計調査で記録される経常利益は、日本における営利法人等の企業活動の結果であり、その要因を分析することで、各局面における企業行動の特徴を捉えることができる。

各要因の変動（棒グラフ）は、経常利益の増減に対する寄与度であり、経常利益の前年比伸び率を何ポイント押し上げたか（または、押し下げたか）を示している。ゼロより上にある場合は、経常利益の押し上げ要因として作用したことを示し、ゼロより下にある場合は、経常利益の押し下げ要因として作用したことを意味する。

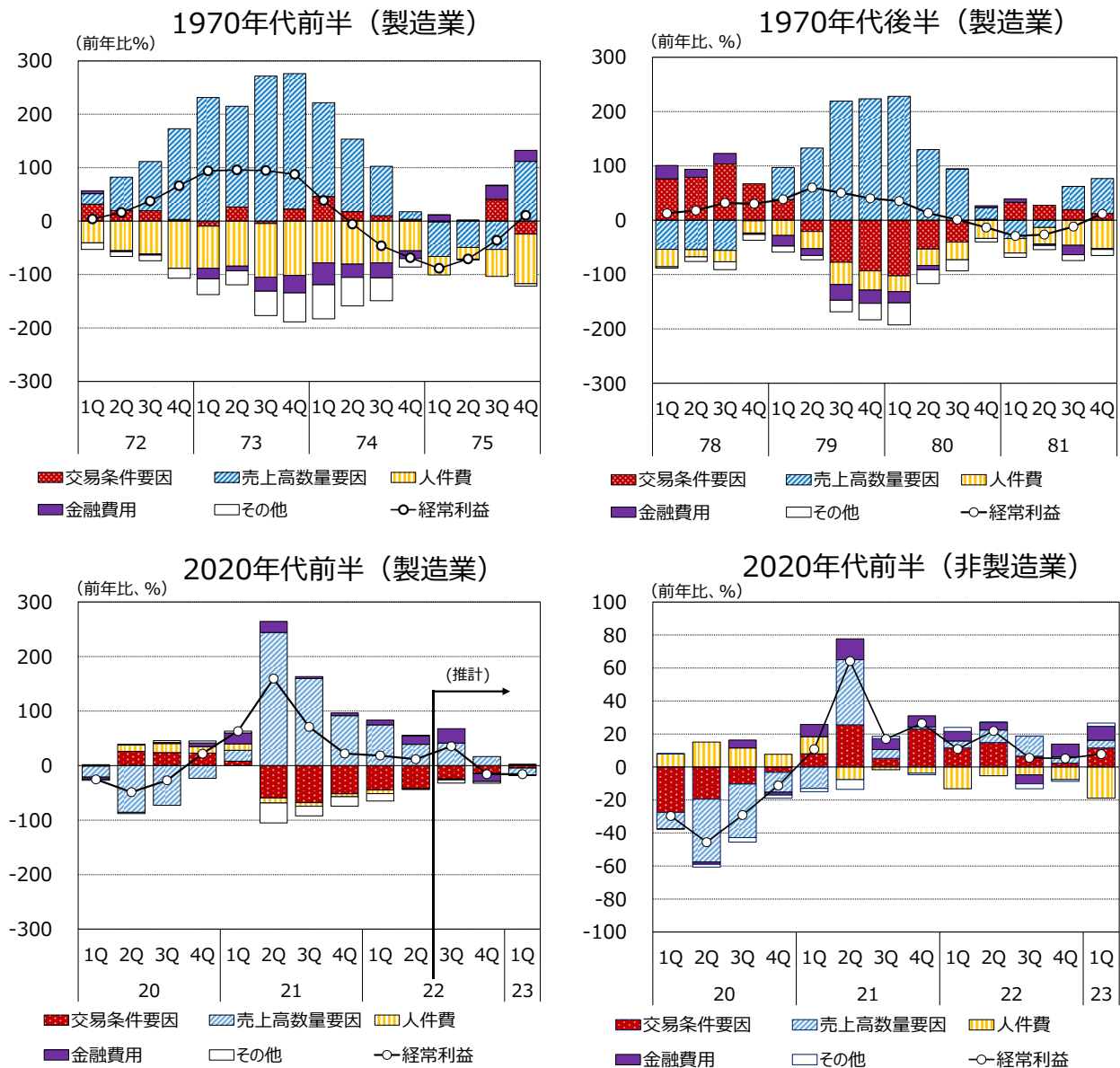
5つある要因のうち、特に本稿で注目されるのが、交易条件要因と売上高数量要因の2つである。このうち、交易条件要因については、企業行動と市場動向が反映される項目となる。国際商品市況が上昇して、企業の投入コストが増えれば、投入物価は上昇する。しかし、企業がそれを補う価格転嫁をすると、産出物価が上昇して交易条件要因は改善し、棒グラフはゼロより上に現れることになる。逆に、企業が十分に価格転嫁することができなければ、棒グラフはゼロより下に現れて、経常利益を押し下げることになる。交易条件要因は、輸入インフレ等による資材高騰への企業対応の巧拙が現れる項目と言える。なお、交易条件要因の改善するのは、産出物価の伸び率が「投入物価の伸び率×投入

¹ 要因分解とは、結果系列の時系列的な変動に対して、それに影響を与える各要因が、どのような影響を与えているかを分析する手法。

比率（投入量／産出量）」を上回る場合であり、産出物価は投入物価ほどに伸びなくても（つまり、投入物価上昇分が100%価格転嫁されなくても）、一般に交易条件要因は改善する。

他方、売上高数量要因については、財やサービスに対する需要の強さが反映される項目となる。とりわけ、世界経済の動向に敏感な製造業では、海外需要が高まることで貿易取引が活発になり、売上高数量要因が改善する（棒グラフはゼロより上に現れる）。逆に、世界経済の勢いがないと、輸出という成長ドライバーが働かないため産出量は伸びず、経常利益を押下げるが増える。売上高数量要因は、外需に対する企業の自然な反応と理解することができる。

〔図表2〕 経常利益の要因分解



（注） 製造業部門別投入・産出物価指数は、1970年代前半が1970年基準、1970年代後半および2020年代前半は2011年基準となる。また、第3次産業活動指数は、1988年1月以降のデータしか取れなかったため、非製造業の要因分解は、2020年代前半の推移のみ表示している。

（資料） 日銀「経済統計年報」「製造業部門別投入・産出物価指数」、財務省「法人企業統計」、経済産業省「第3次産業活動指数」より作成

1 | 1970年代前半

〔図表2〕をみると経常利益の各要素は、インフレ局面ごとに異なる動きをしていることが分かる。

まず、1970年代前半（製造業）の経常利益を見ると、交易条件要因の影響は小さくなっている。これは、外生ショックの初期段階から投入物価の上昇に合わせて産出物価が上昇し、企業が速やかに価格転嫁できていたことを示している。一方、売上高数量要因については、外生ショックの初期段階では、好況下での旺盛な需要を背景に経常利益の押し上げに作用しているが、その後は、インフレによる購買意欲の低下を反映し、経常利益の押し下げ要因として作用している。

1970年代前半の世界は、先進国経済の好調が重なり、揃って景気が拡大した時期である。その旺盛な需要に支えられて、企業は積極的に価格転嫁することができていたと考えられる。それと同時に、旺盛な需要は企業の産出量の増加に寄与し、賃上げによる人件費上昇分のコストも、ある程度吸収できたと思われる。実際、1970年代前半の価格転嫁率（産出物価上昇率／投入物価上昇率）を見ると、他の期間と比べて高い水準（平均72.8%²）で推移してきたことが分かる〔図表3：左〕。

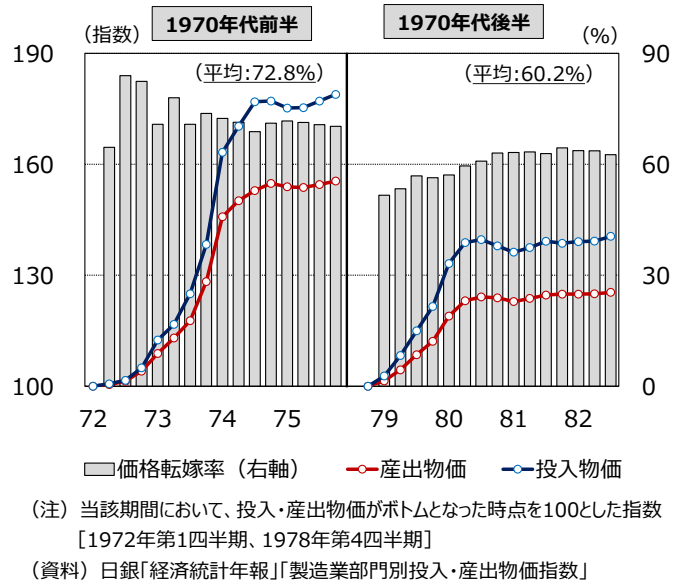
ただ、外生ショックの後半（1974-75年）になると、単発的な輸入インフレは、内生的な要因で物価が上昇する「ホーム・メイド・インフレ」に転嫁して、それ以上の価格転嫁も難しくなり、世界経済の景気減速も相まって、売上高数量要因もマイナス寄与するようになっていったと考えられる。

2 | 1970年代後半

次に、1970年代後半（製造業）をみると、交易条件要因は外生ショックの初期段階で、経常利益を押し下げる要因として作用している。これは、外生ショックの初期段階で、価格転嫁が十分に行われなかったことを示している。つまり、企業が投入コストの一部を内部吸収して、産出物価の伸び率を抑制したということである。一方、売上高数量要因は、1970年代前半と同じく、外生ショックの初期段階に経常利益を押し上げたあと、経常利益の押し下げ要因に転じている。ただ、経常利益を押し上げていた時間は、前回に比べるとかなり短い。

このような推移の違いは、1970年代後半が前回危機の反省を活かした結果として説明される³。つまり、1970年代前半の輸入インフレでは、人件費上昇分のコストなども積極的に転嫁されたことで、内生的なインフレを誘発したとの反省（学習効果）があり、価格転嫁が抑制されたということである。

〔図表3〕 価格転嫁率と投入・産出物価の推移



² 価格転嫁率は、基準時点の取り方によって若干、評価に差異が生じることを考慮する必要がある。

³ 経済企画庁「昭和55年 年次世界経済報告」（1977年8月9日）

実際、1970年代後半の価格転嫁率は、1970年代前半に比べて相対的に低く（平均60.2%）、価格転嫁が抑制されていたことを示している〔図表3：右〕。

ただ、企業の立場からすれば、1970年代後半は世界景気の同時化が見られず、日本国内の景気拡大の初期局面で力強い需要を欠いていたことも、少なからず経営判断に影響したのではないかと。つまり、1970年代後半は、前回ほど旺盛な需要が無かったことで、企業も価格転嫁を積極的に進められる環境になかったこと。世界経済が企業活動をけん引する景気拡大の力も乏しく、売上高数量要因による経常利益の押し上げも限

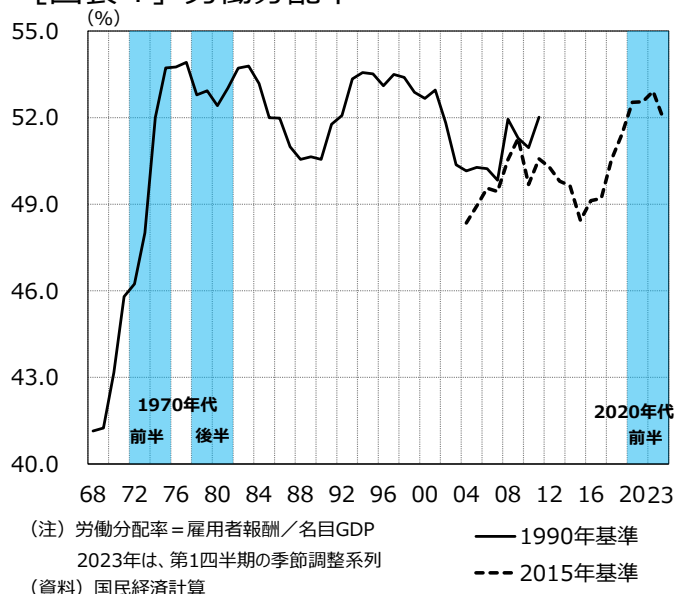
定的になったこと。また、このような状況の下では、労使も賃上げに対して慎重なスタンスを堅持することになり、1970年代前半ほどには経常利益を下押しする作用を及ぼさず、労働分配率（付加価値に占める人件費）も、比較的安定して推移したということである〔図表4〕。

他方で、1970年代後半には、前回危機時に見られなかったマクロの構造変化もあった。すなわち、素材型産業から加工組立型産業への産業転換である。第1次石油危機以降、省エネ技術の開発や導入が進んだこともあって、世界でも最高水準のエネルギー消費効率を実現するに至った。さらに、企業は製造工程の見直しによる歩留まり改善やコスト低減を図る一方で、当時最先端のエレクトロニクスに先行的に投資し、高品質かつ省エネという時代にあった商品を開発し、競争力を高めることに成功している⁴。

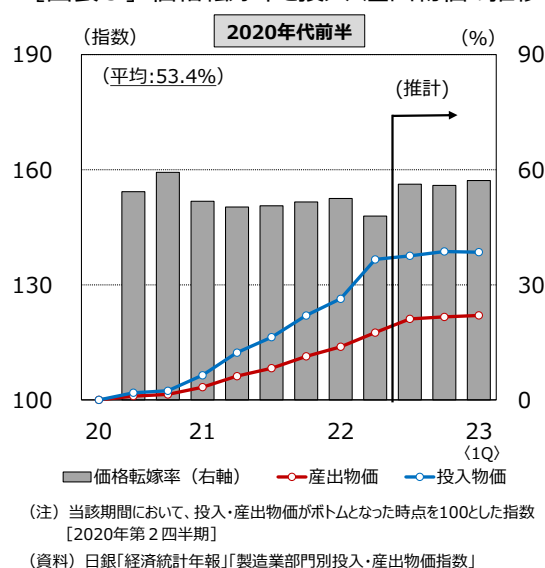
3 | 2020年代前半

最後に、2020年代前半の今次局面をみると、製造業では、交易条件要因と売上高数量要因は、逆相関になっていることが分かる。これは、1970年代後半と基本的に同じ構図であり、企業が投入コストの一部を内部吸収する一方で、世界経済の回復が売上高数量要因の伸びをけん引したと理解することができる。ただ、この時点では、人件費は過去に見られたような増加を見せておらず、経常利益を下げざる要因にはなっていない。実際、今次局面の価格転嫁率は、過去に比べても低く（平均53.4%）抑制されている〔図表5〕。

〔図表4〕 労働分配率



〔図表5〕 価格転嫁率と投入・産出物価の推移



⁴ 経済企画庁「昭和52年 年次世界経済報告」（1977年8月9日）

他方、非製造業では、交易条件要因と売上高数量要因は、ともに経常利益を押し上げに作用している。非製造業については、1970年代の第3次産業活動指数のデータが取得できないため、過去と比較することはできないが、今次局面はコロナ禍を強く反映したものだと言える。つまり、Withコロナへ社会が移行する中、サービス需要が回復して売上高数量要因が改善し、その勢いを借りて低く留め置かれたサービス価格が上昇を始め、交易条件要因の改善につながっているというものである。なお、サービス価格の大部分を占める人件費は、コロナ禍で崩れた労働需給面のバランスを取り戻せておらず、人手不足が深刻化して経常利益を押し下げている。

また、今次局面の特徴として、金融費用が経常利益の押し上げに作用していることが挙げられる。これは、コロナ禍で導入された無利子・無担保のコロナ融資（いわゆるゼロゼロ融資）などの金融支援策が、企業の業績を下支えする効果を発揮してきたことを示唆している。

4—おわりに

上記より得られる教訓は2つある。1つは、外生ショックからのインフレ加速という現象は同じでも、それが生じた世界経済の好不況の違いにより、日本企業の経営行動は変わるということ。そして、もう1つは、厳しい環境に置かれたときこそ、企業体質の強化や成長分野への投資が、企業の持続性や成長力を高めるうえで不可欠だということである。

1つ目の外部環境による企業行動の違いについては、1970代前半・後半を見ることで理解される。1970代前半のインフレは、デマンドプル・インフレにコストプッシュ・インフレが重なって起きたインフレだったと言える。もともと、世界経済が同時拡大して、旺盛な需要がある中で起きた外生ショックであり、強烈なインフレ下でも企業は、売上高数量の増加を期待することができた。そのため、投入コスト増分を産出コストに価格転嫁することが容易で、賃上げにも応じる余地があったと理解される。ただ、1970代前半は政策的な対応の遅れもあって、価格転嫁がホーム・メイド・インフレを誘発し、金融当局の強力な引き締めを招き、企業業績が大きく落ち込むことになったと言える。

一方、1970年代後半は、内外経済が緩やかに拡大する中で起きたコストプッシュ・インフレだったと言える。社会的には以前の経験で学習効果があったとは言え、そもそも世界的に旺盛な需要が無い中では、企業は売上高数量の増加を期待できず、価格転嫁を積極的に進めにくい状況にあったと言える。そこで企業は、投入コストの増分の一部を吸収し、コスト削減で利益を確保したと理解される。企業としては、厳しい対応を迫られたと言えるが、その反面、マクロ的には外生インフレの国内への波及を限定し、経済への悪影響（企業業績の悪化）を小さく留めることに成功したと言える。

1970年代前半の経緯をまとめれば、外部環境の違いが企業行動を分けることになり、その後に辿るマクロ反応も異なるということだろう。

2つ目の企業体質の強化や成長分野への投資の不可欠性については、1970年代後半の経緯から言うことができる。1970年代後半は、一部のコストを内部吸収し、投入コストの増分を引き受ける一方、製造工程を見直すことでコスト効率を改善し、省エネ技術に磨きをかけて、消費者ニーズに応じた商品の開発につなげた。そして、最先端技術であるエレクトロニクスに投資を続け、生産性の高い領域に人員をシフトしたことで、競争力ある産業基盤を確立することができたと言える。

1970年代後半の経緯をまとめれば、外部環境に期待できない時こそ、企業自らの意思でビジネス構造を改革し、製品の高付加価値化を進めることが重要だということだろう。高付加価値化で価格引き上げへの納得感を高め、より収益率の高いビジネスモデルを形成して行く。そのためには、成長分野に投資し続けることが必要だということである。

上記の教訓は、今次局面においても活かされるべきものである。これまでの経過をみると、今次局面は1970年代後半に近いと言える。日本経済はコロナ禍からの回復途上であり、米国経済は力強いものの、欧州や中国の経済には弱さもある。少なくとも、世界が同時に景気拡張に向かう状況にはない。企業行動も価格転嫁の動きが鈍いなど、1970年代後半に近い動きとなっている。これは、日本企業がバブル崩壊以降、得意としてきた「耐える経営」の延長線上にある行動を取っていると言える。

ただ、足元では、これまでになかった動きも顕在化しつつある。それは、中長期の経済構造の変化であり、企業にとって経営コストの持続的な上昇につながる変化となる。企業はこの変化の中であって、新たな価値を創出すること、すなわち新商品を投入し、新たな市場を開拓していくこと、付加価値を実現していくことを求められている。そこで重要になるのは、企業体質を強化し、成長分野に投資を続けていくという2つ目の教訓だろう。

第2部 ([インフレ時代の企業経営 ②](#)) では、足元で顕在化しつつある構造の変化を確認し、企業の成長力や持続性を高める、企業経営の在り方について考察する。

〈補足〉 経常利益の要因分解

※要因分解は、以下の式による

π : 経常利益、 S : 売上高、 MC : 変動費、 LC : 人件費、 FC : 金融費用、 OC : その他費用、

P_0 : 産出物価、 P_i : 投入物価 として、

$$\pi = S - MC - LC - FC - OC$$

$$S = P_0 \times O \quad O : \text{産出量} (= S / P_0)$$

$$MC = P_i \times I \quad I : \text{投入量} (= MC / P_i)$$

$$\Delta \pi = \underbrace{O \left(\Delta P_0 - \frac{1}{O} \Delta P_i \right)}_{\text{交易条件要因}} + \underbrace{P_0 \Delta O - P_i \Delta I}_{\text{売上高数量要因}} - \underbrace{\Delta LC}_{\text{人件費}} - \underbrace{\Delta FC}_{\text{金融費用}} - \underbrace{\Delta OC}_{\text{その他}} - \underbrace{\Delta P_0 \Delta O + \Delta P_i \Delta I}_{\text{(交絡項)}}$$

製造業については、要因分解で用いる「製造業部門別投入・産出物価指数」の公表が、2022年4月で更新停止となっているため、それ以降の数値は、関連資料⁵をもとに「企業物価指数」「企業向けサービス価格指数」「産業連関表」より独自推計した値を使用している。

また、非製造業については、投入・産出物価指数が存在しないことから、簡易的に「売上数量（産出量）＝第3次産業活動指数」「売上価格＝売上高／第3次産業活動指数」「投入物価＝変動費／投入量」「投入量＝産出量」としたうえで、経常利益を分解した。

なお、各局面の期間設定は、1970年代前半は1972年から1975年の4年間、1970年代後半は1978年から1981年の4年間、2020年代前半は2020年から直近2023年第1四半期までとしている。

【参考文献】

- ・経済企画庁「昭和52年 年次世界経済報告」（1977年8月9日）
- ・経済企画庁「昭和54年 年次世界経済報告」（1979年8月10日）
- ・経済企画庁「昭和55年 年次世界経済報告」（1980年8月15日）
- ・浅井良夫・伊藤修・寺井順一・財務省財務総合政策研究所（編）「安定成長期の財政金融政策 ―オイル・ショックからバブルまで―」日本経済評論社（2006年3月）
- ・近藤誠・小峰隆夫（編）「バブル/デフレ期の日本経済と経済政策」第1巻『日本経済の記録―第2次石油危機への対応からバブル崩壊まで―』内閣府経済社会総合研究所（2011年3月14日）
- ・内閣府「平成24年度 年次経済財政報告 ―日本経済の復興から発展的創造へ―」（2012年7月）
- ・斎藤太郎「[マイナス成長下でも企業収益が好調を維持する理由](#)」ニッセイ基礎研究所 Weeklyエコノミスト・レター（2015年4月10日）
- ・星正彦「消費者物価指数半世紀の推移とその課題」参議院調査室「経済のプリズム第169号」（2018年6月）

⁵ 日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数（2011年基準）の解説」（2021年5月31日）