

好悪はらむ原油安、現状は日本株を下支え 交易条件修復や円安弊害除去、米国企業も採算改善

2017/6/23

原油相場の低迷は日本の経済や株価にとり、好悪両材料をはらんでいるが、現状では「差し引きプラス」の下支え効果が注目されよう。貿易の有利・不利や企業の採算性（マージン）を示す交易条件（産出・輸出物価÷投入・輸入物価）は、円高一服とあいまって原油などの輸入価格下落が修復に寄与しているほか、資源下落は円安に伴う悪い物価上昇の弊害を除去させている。現在の原油安は米国など世界減速懸念が一因となっている反面、米国でも仕入価格下落を通じて企業の採算は改善方向に転じてきた。

産油国の株価は堅調、現状は過剰生産が問題

WTI 原油先物は 20 日に 1 バレル＝43 ドル割れと昨年 11 月以来の安値を更新し、直近高値から－20%の下落となる「弱気相場入り」となってきた。一方で世界主要株価指数の 20 日までの 5 日間における騰落率ランキングでは、上昇率の上位にベネズエラの＋15.2%、ナイジェリアの＋3.72%、サウジアラビアの＋1.93%などが食い込んでおり、産油国の株価は底堅さを維持させたままだ。現状段階での原油安は主要産油国や米国などによる過剰生産や米国・中国などでの金融引き締め懸念が主因となっており、まだ世界経済の本格減速が警戒されるまでには至っていない。

日本の経済や株価への影響でも、現状段階では原油安による複合的なマイナス打撃が尚早となっている。原油安が加速してきた 6 月の月初来でいえば、TOPIX の業種別リターンで上昇率上位に、空運業の＋7.50%、パルプ・紙の＋6.40%、建設業の＋6.01%、倉庫・運輸の＋4.63%、水産・農林業の＋4.51%、陸運業の＋3.74%——などが健闘している（21 日時点）。いずれも資源・素材価格の下落や、資源輸入価格の下落による内需刺激効果がプラス効果となるセクターだ。

すでに日銀の国内企業物価指数（2015 年＝100）では最新 5 月に「素原材料の輸入品」が前年比＋43.6%となり、2 月の＋49.1%や 3 月の＋49.0%での頭打ちが示された。昨年後半からの前年比での原油反発やドル高・円安を受けた素原材料価格の急上昇が一服となっている。

1990 年代からの過去実績として、素原材料の輸入品価格が急上昇から低下に転じる局面では、企業の投入・仕入コスト低下と採算改善を通じて、日経平均株価は上昇トレンドが後押しされてきた。日経平均の月間高値の前年同月比較では、＋4000 円から＋6000 円の上昇パターンが繰り返されている。すでに今年 6 月は＋3100 円の上昇実績となってきたが、昨

年 6－12 月の日経平均は月間高値が 1 万 6938 円から 1 万 9592 円で推移していた。あくまで過去の相場循環実績でいえば、年後半にかけて 2 万 1000 円から 2 万 3000 円方向への上値余地はまだ非現実的ではない。

しかも資源輸入価格の下落は円高一服とあいまって、貿易の有利・不利や企業の採算性（マージン）を示す交易条件（輸出物価÷輸入物価）の改善を支援していく。日銀・製造業部門の物価指数（2011 年＝100）によると、「産出・輸出財物価の前年比－投入・輸入財物価の前年比」での交易条件指数は 4 月に－16.33%となった。2015 年 9 月の＋22.43%を直近最高とした再悪化と今年 3 月の－22.68%というボトムを経て、底入れ修復へと転換しつつある。

交易条件の修復は国内での需給ギャップ改善や人手不足などによる家計環境の底上げもあり、緩やかながらも企業による価格転換の援軍となっていく。同時に資源輸入価格の下落は、円安に伴う「悪い物価上昇」の弊害を除去させていくものだ。

企業収益力の強化、交易条件の改善は重要要素に

日本のアベノミクスでは「企業の収益力の底上げ」が大きな宿題となっているが、管轄官庁である経済産業省や中小企業庁は、「収益力を高めるためには売上高経常利益率の向上が重要であり、そのためには売上高固定費比率、または売上高変動費比率を下げることが必要である」という点を政策課題に掲げてきた。このうち売上高変動費比率を下げるには、1) 交易条件の改善（仕入価格を下げ、販売価格を上げる）、2) 生産性の向上（投入量に対する産出量の割合を高める）、3) 商品・サービスの高付加価値化を行うこと——を目標に掲げている。

現在の原油安は米国経済の減速懸念が一因となっているが、その米国でも資源下落が企業に交易条件の改善と採算性の好転をもたらしている。最新 6 月分の地区連銀製造業景況指数では、NY 連銀指数での「仕入価格」が 20.0 となり（5 月は 20.9）、4 月の 32.8 をピークに低下する一方、「販売価格」は 10.8 と前月の 4.5 から上昇した。

フィラデルフィア連銀指数でも「仕入価格」は 23.6 となり（5 月は 24.2）、3 月の 40.7 から急低下となってきた。それに対して「販売価格」は 20.6 となり（5 月は 15.3）、3 月以来の高水準を回復させている。過去実績として米連銀指数における「販売価格－仕入価格」のプラス幅拡大局面は、米国の経済や企業収益の過度な減速抑制につながり、ドル/円ではドル高につながる相関パターンが観測されて

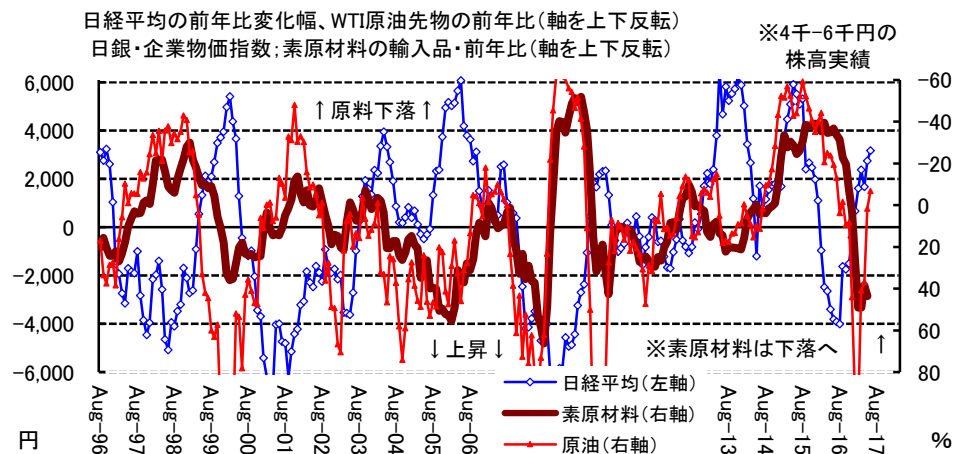
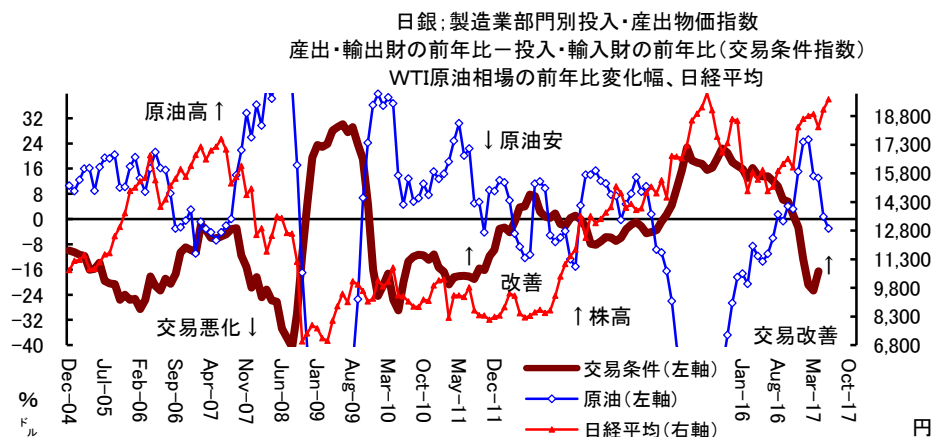
きた。

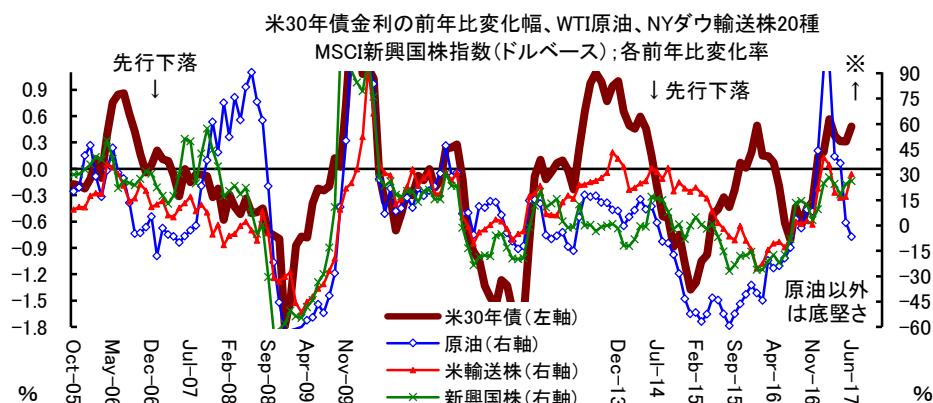
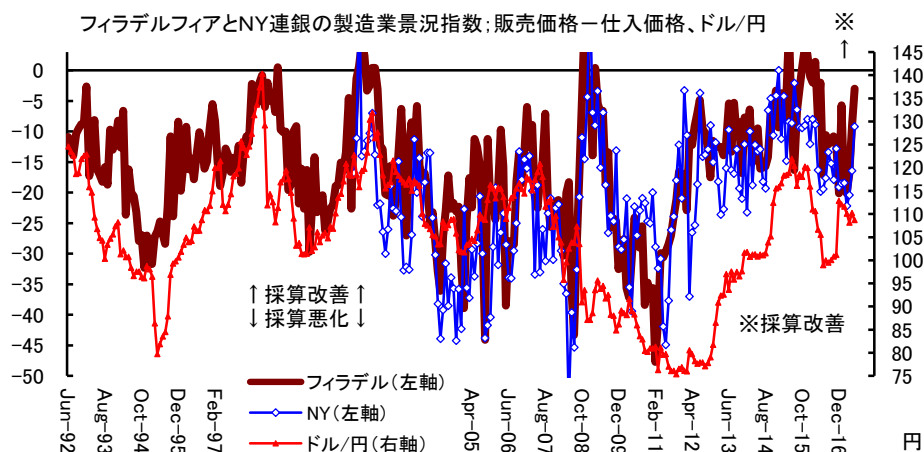
同じように原油安の中であって、新興国経済の先行指標である MSCI 新興国株指数（ドルベース）も、打たれ強さを維持させている。6 月 9 日以降は騰勢一服となってきたが、原油安の中でも 2015 年 5 月以来の高値推移からまだ崩れていない。2015 年といえは 7-8 月から中国を始めとした世界経済の減速が懸念され、当時の原油相場も 5 月の 62 ドルを天井として下落モメンタムが加速されている。当時の MSCI 新興国株指数は同年 4 月で先行した頭打ちと先行反落へと転換していたが、今年の場合、現状段階でそうした変調シグナルがまだ見られていない。

米国の経済成長やインフレ動向に先行する米 30 年債金利も、2015 年時には月間最低水準の比較ベースで 1 月時点から前年同月比 -1.37% へと先行低下する減速シグナルが点滅した。その前の 2012 年も原油相場は世界減速懸念などにより、3 月の 110 ドル

から 6 月の 77 ドルにかけて急反落する局面が見られている。当時の米 30 年債金利の前年比は、先取りする形で 2011 年 11 月に -1.04%、12 月に -1.33%、2012 年 1 月に -1.47% へとマイナス幅を拡大。やはり米国や世界の経済の減速に先行した警告シグナルが発せられた。

現在も米 30 年債金利は低下に転じているとはいえ、21 日アジア時点での前年同月比は +0.48% とプラス化を維持させままだ。4 月と 5 月の +0.31% からは逆にプラス幅を拡大させており、まだ「米国や世界経済の成長ペース鈍化」は示唆されていても、過度な減速の予兆は尚早となっている。同じように米国の内需に先行する NY ダウ輸送株 20 種は 20 日に大幅下落となったとはいえ、昨年 12 月以降の過去最高値圏で高原状態を保っている。原油相場が急落してきた 6 月の月初以降でも、+1.53% の打たれ強さを堅持させている。





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。