

配当支える企業物価 9年ぶり伸び率

金属・輸送機器・電機などに改善波及、円高抵抗力も

2018/1/17

日本株の来年度に向けた配当増加要因として、企業物価の上昇定着が注目されよう。日銀の12月企業物価指数（2015年平均＝100）は前年比＋3.1%と12カ月連続でプラス化となったほか、2017年の平均は＋2.4%となり、消費税増税を除くと9年ぶりの高い伸び率となった。資源素材価格の先行上昇を受けて金属製品がプラス幅を拡大させているほか、輸送用機器、電気機器なども緩やかながら価格転嫁が運行波及している。11月以降は前年比ドル高・円安効果が剥落してきたが、現状は円高抵抗力も見られている。

ドルベース TOPIX や日経平均、過去最高値が視界

「日経平均先物などで短期売買を仕掛ける海外のモメンタム系ファンドなどは、シンプルにドルベースの日本株チャートを重要視する傾向にある」――。

かねてから米国のヘッジファンド幹部はこのような指摘を行ってきた。今年の年明け以降はまさにドル安・円高にもかかわらず、円高による海外勢から見たドルベースでの日本株底上げが一つの好材料となる形で日本株は打たれ強さを保っている。

ドルベースの日経平均株価は16日に216ドル前後まで上昇し、改めて1990年以来の高値を更新してきた。テクニカルなフィボナッチ分析では、1989年のバブル最高値からその後の最安値の61.8%戻し・193ドル前後を大きく突破、76.4%戻しの233ドル前後が次なるターゲットになっている。すでにドル建てTOPIXは先行して76.4%戻し水準の上抜け攻防に直面しており、あくまでドルベースでのテクニカルでは日経平均、TOPIXともに「バブル最高値までの全値（100%）戻し」が非現実的ではなくなってきた。

その中で日銀の12月企業物価指数は12月に前年比＋3.1%となり、11月の＋3.6%から鈍化したものの12カ月連続でプラス軌道を維持している。2017年の年間平均は前年比＋2.4%となり、消費税増税のあった2014年を除くと2008年の＋4.5%以来の高い伸び率となった。しかし、2008年の場合、WTI原油相場が1バレル＝32ドルから147ドル方向まで暴騰したことが影響している。その意味で原油安定下での平時比較では2006年の＋2.2%を上回り、1988年以降では最も高い伸び率となっている。

企業物価の上昇は個別業種による価格転嫁の進捗を示し、関連企業の採算性（マージン）や売上収入の改善を通じて、企業収益や株主配当原資、賃金還元の下支え要因となっていく。1990年代以降の過去実績では、現在のように企業物価の前年比プラス化

が1年前後の定着となった局面では、1年から1年半のタイムラグを経て実質賃金の前年比底上げへと連鎖波及してきた。同時進行で「翌年度」の配当還元が積み増しされ、TOPIX配当込み株価指数は半年から1年後の時間差を経て上昇モメンタムが運行堅持されてきた実績を有している。

12月の業種別では、先行改善してきた資源素材関連を中心に上昇一服が目立っている。それでも金属製品は前年比＋2.9%（前月は＋2.4%）と2014年9月以来のプラス幅に上昇してきたほか、輸送用機器は＋0.2%（＋0.1%）となり、2016年1月以降の長期マイナスから運行脱却している。グローバルな物価下落圧力が続いてきた電気機器についても、12月は－0.5%（－0.9%）と4カ月連続でマイナス幅を縮小させてきた。2016年11月の－3.6%をボトムとした底入れ反転の軌道を固めるなど、資源素材分野以外でも緩やかな価格転嫁の広がりが見られている。

シリコンウエハ価格は9%の上昇維持、変動尚早

一方、現在は世界経済の成長を先行牽引してきた電子部品・デバイスについて、過剰供給や一旦の需要ピークアウトが警戒され始めた。しかし、内訳ではシリコンウエハが前年比＋9.3%となり、3カ月連続で同水準の高い伸び率を保っている。依然として、2007年6月の＋10.9%以来の高水準を維持させたまま。過去には2000年前後のITバブル崩壊や2007年の株価反落局面を含めて、国内企業物価指数でのシリコンウエハ価格が不安定化したあと、米フィラデルフィア半導体株指数（SOXX）が調整下落に転じる相関パターンが観測されてきた。あくまで現状段階では、本格的なハイテク株バブルの天井警戒シグナルは観測されていない。

一方で日本株市場に関しては、円高・ドル安の圧力が懸念材料となってきている。今年度の3月最終決算や来年度の決算については、下振れリスクが警戒されつつある。しかし、すでにドル/円は昨年4～5月以降の前年比ドル高・円安効果が11月から剥落してきたが、12月段階で企業物価や輸出物価への影響はまだ限定的となっている。逆に資源高の中での前年比円高は輸入インフレを抑制しており、12月の円ベース輸入物価指数は前年比＋7.1%と11月の＋10.3%から低下。10月の＋15.4%がピークとなる形で、昨年1月以来の低水準に抑え込まれている。

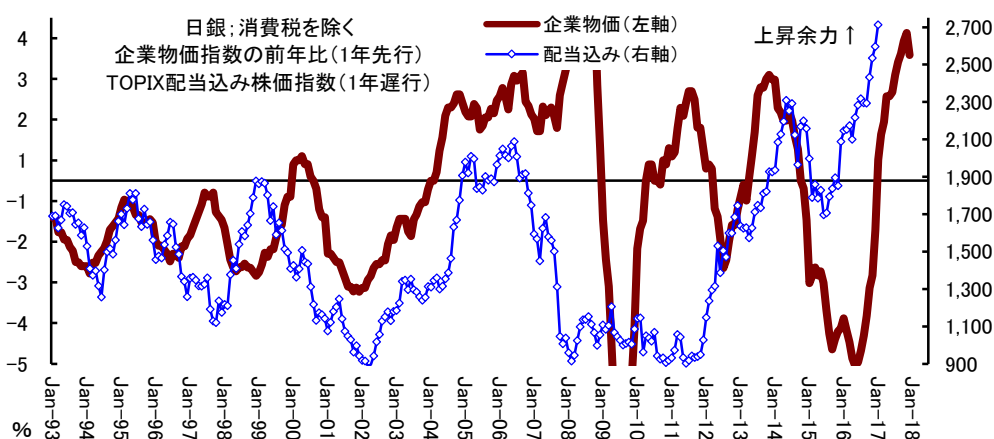
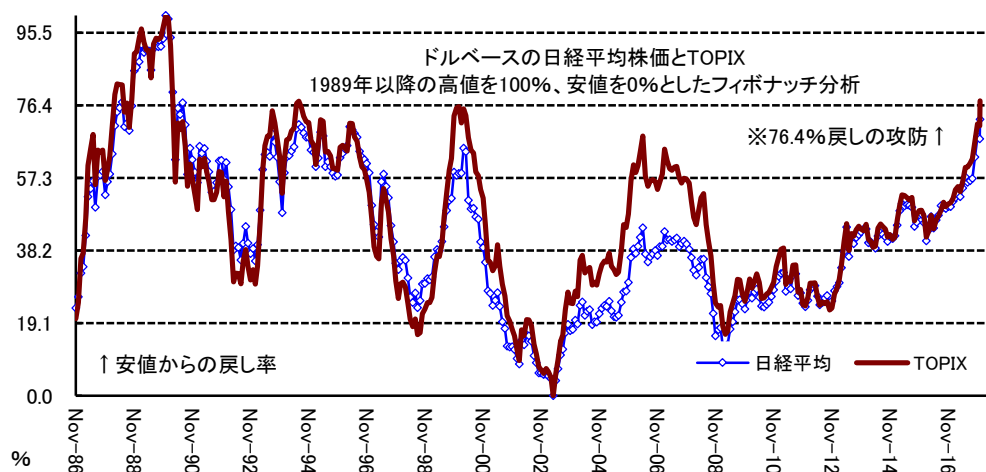
また、日銀の12月短観での大企業・製造業の想定為替レートは、年度下期が1ドル＝109.66円と今少し余裕が残されている。しかも10月以降の年度下期

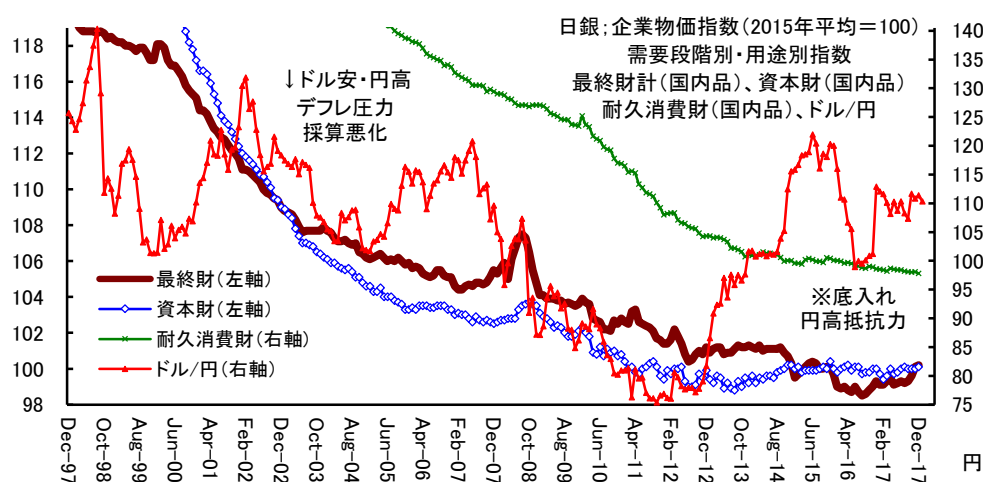
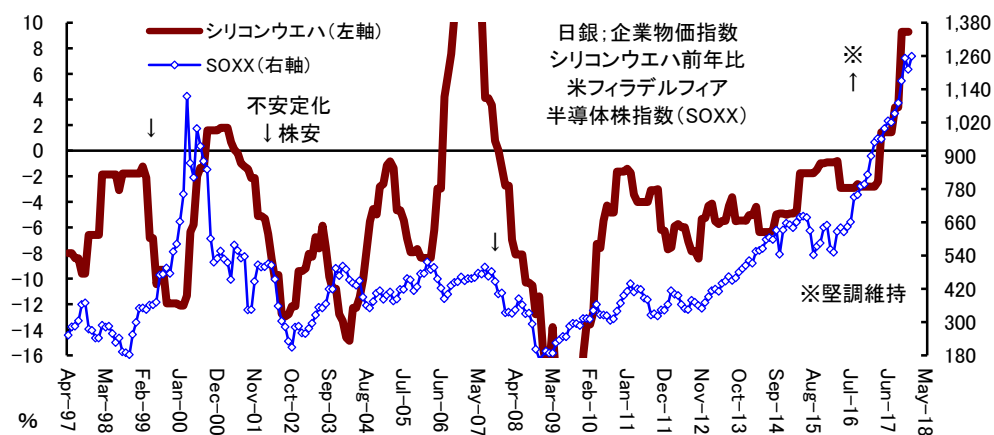
に実勢ドル/円レートは、1月16日時点での平均で約112.75円という推移実績となっている。年度下期想定からは+3円以上のノリシロ貯金が確保されており、これから3月末にかけて実勢レートの平均が106.50円前後で推移しても、単純計算で「年度下期平均での想定109.66円」は担保される。すでに年度上期は12月短観での想定110.69円に対し、昨年4-9月の実勢平均は111.05円前後と為替差益が確保された。

それでも先行き円高の遅行リスクは排除できないが、日本企業は過去比で円高抵抗力が増強されている。海外生産の定着のほか、国内での需給ギャップ改善や「世界的オンリーワン」高付加価値分野への選択と集中などが円高・デフレ圧力への耐性を強化させている。現在はユーロ/円など対ドル以外では円安・外貨高傾向にあり、実効相場ベースでは円安基調が維持されたままだ。

その中で企業物価の需要段階別・用途別指数(2015年平均=100)では、最終財、資本財の国内品が指数水準ベースで1998年を直近最高とした長期崩落から底入れ軌道を固めている。とくに資本財の国内品は1994年以降、前年比-1%から-5%方向の長期マイナス基調が常態化してきたが、2014年以降は小幅プラス化の底這いに移行してきた。2016年の1ドル=100円割れに至るドル安・円高局面でも-0.6%前後のマイナス幅にとどまり、昨年8月以降はプラス回復を維持させている。

あくまで110円割れのドル安・円高定着の回避が前提ながら、今後も日本企業による円高抵抗力の増強が円ベースでの日本株の打たれ強さを維持させるとともに、適度な円高によるドルベースでの日本株の底上げや輸入コスト抑制の効果などが、海外勢による日本株買いを支援する構造変化が注視されよう。





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。