

最終財—素原材料の価格差は改善維持

企業の採算性を下支え、企業物価自体は踊り場鈍化

2018/4/13

日銀の企業物価指数は3月に前年比+2.1%と2月の+2.6%から伸び悩み、4カ月連続でプラス幅が縮小した。2016年6月以降の上昇基調から踊り場鈍化となっており、企業収益の拡大や株高の勢いも足踏み化が意識されやすい。ただし、円高による輸入価格抑制や国内での需給ギャップ改善などによる緩やかな価格転嫁進捗もあって、需要段階別・用途別価格指数では「最終財—素原材料」の前年比格差が採算改善の縮小を維持している。円高や外需不透明感に対して、企業の採算性に耐性バッファを付与させる。

企業物価の採算性、利益に1-1年半の先行性

「3月の日銀短観で最もポジティブな側面としては、非常に控え目な利益見通しが挙げられる」——。

大手米国系ファンドのアジア担当幹部は、このような分析を行う。3月短観では全産業ベースの2017年度の経常利益が前年度比+7.1%であったのに対し、2018年度計画は-1.5%に抑えられている。これは売上高見通しが非常に控え目であることなどが主な理由だ。しかし、日本の上場企業の売上高と世界GDP成長率との高い相関性を踏まえると、「余りに慎重すぎる見方であり、向こう数四半期は予想利益の上方修正が相次ぐ」（同）期待感が残るという。

当座は4月後半からの決算発表を見極める必要があるが、すでに日本株市場では打診的に「過度な業績悪化の織り込み銘柄に対する見直し買い」が個別テーマとなってきた。例えば日経平均株価の個別・年初来成績でマイナス幅の大きいワースト銘柄のうち、11日までの5日間で上昇率の大きいリバウンド銘柄（過去1年ではプラスの銘柄）としては、三井金属鉱業、住友化学、豊田通商、太平洋セメント、オクマ、JFE、京セラ、クボタ、三菱ケミカル、NTTデータ——などが散見されている。

過去1年間で下落率の大きいワースト銘柄では、直近1カ月でユニチカ、明治、DeNA、東洋製罐、日立造船、太平洋金属などの反発率が目立っている。

その中で日本企業の収益率や採算性（マージン）と相関性のある日銀の企業物価指数（2015年平均=100、消費税除く）は、最新3月に前年比+2.1%となった（2月は+2.6%）。昨年11月の+3.5%をピークとして4カ月連続でプラス幅が縮小しており、2016年5月の-4.6%をボトムとした改善モメンタムが鈍化している。今年度は11月の米国・中間選挙まで貿易戦争や円高、地政学リスクなどの不透明材料が覆いかぶさることもあり、企業収益の拡大や株高の勢いも足踏み化が警戒されやすい。

ただし、ドル/円は昨年11月前後から前年比ドル安・円高が続く中であって、企業物価での採算性は打たれ強さが見られている。需要段階別・用途別価格指数では「最終財の国内品」が前年比+0.6%となり（前月は+0.9%）、15カ月連続でプラス化を維持させた。国内での需給ギャップ改善や緩やかな価格転嫁の進捗などもあって、1992年以来の長期プラス基調を保っている。

一方、川上の「素原材料」については国内品と輸入品の合計で、前年比+5.7%となった。資源相場と世界経済の底堅さなどでプラス傾向が続いているが、伸び率自体は2017年3月の+30.2%から縮小傾向にある。昨秋以降は円高・ドル安が、素原材料の価格を抑制し始めた。結果、「最終財・国内品—素原材料合計」の前年比格差は-5.1%となり（前月は-8.4%）、2017年3月の-30.0%をボトムとした改善の縮小傾向を維持している。

こうした価格差は、国内生産での採算性を示す交易条件（輸出物価の前年比-輸入物価の前年比）とも密接な相関性を持つ。その交易条件は1980年代以降の過去実績として、企業利益に1年から1年半の先行性を有してきた。今後の先行きでいえば昨年3月をボトムとした採算性の改善は、1年が経過した足元の4月から9月にかけて企業利益の過度な下振れを食い止める累積効果が無視できない。

資本財や耐久消費財の国内品、物価改善を維持

日本では依然として川下部分の物価伸び悩みが続いているが、3月に「最終財・資本財の国内品」は前年比+0.6%と8カ月連続でプラスを維持させた（前月は+0.7%）。同じく「最終財・耐久消費財の国内品」は-0.7%と前月の-0.8%からマイナス幅が縮小し、2017年3月の-1.9%をボトムとした改善傾向を維持させている。こうした最終財の国内品価格は企業の営業利益と密接な相関性を有しており、当座の複合リスクに対する営業利益の耐性強化材料として注目されよう。

円高を含めた複合リスクに対する抵抗力は、企業物価指数の個別セクターでも散見されている。3月は総平均の前年比が4カ月連続で低下したが、逆行的に前年比プラスや横這いを2カ月以上堅持させている業種として、化学製品の+2.4%（前月は+2.1%）、生産用機器の+1.4%（+1.4%）、繊維の+1.3%（+1.2%）、はん用機器の+0.8%（+0.3%）、窯業・土石の+0.7%（+0.6%）、プラスチック製品の+0.6%（+0.4%）、輸送用機器の+0.2%（+0.2%）——などが君臨している。電気機器も-0.6%

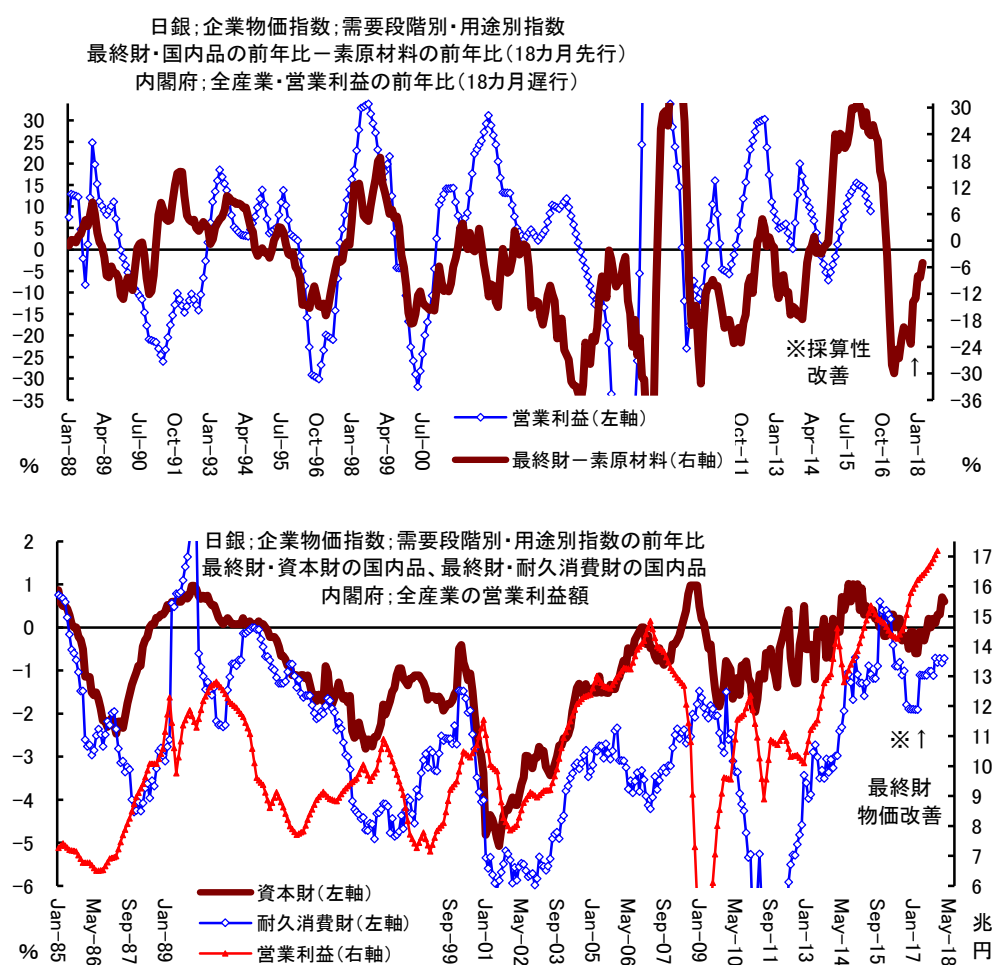
と前月の-0.7%からは改善し、2009年以來となるプラス化の定着が焦点になってきた。

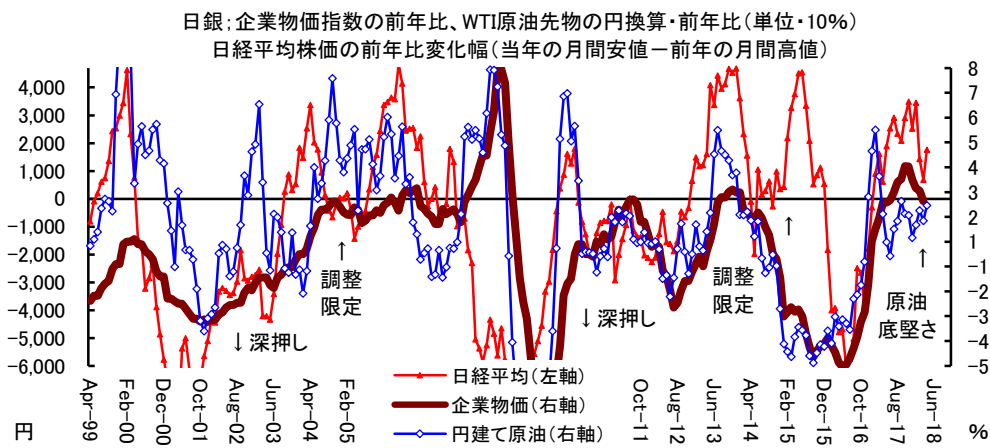
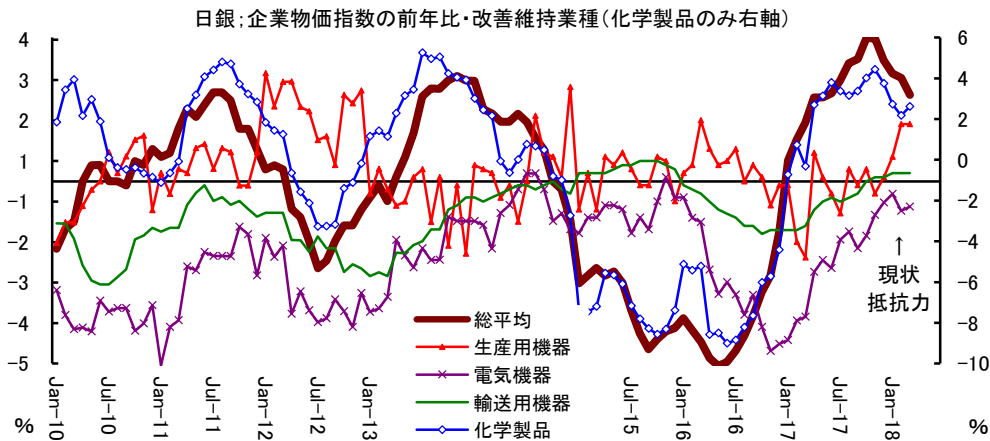
現状からの企業物価指数の過度な下振れを抑制させるのが、円建て原油相場の反発だ。ドル/円でのドル安・円高が一服となる一方、原油相場はシリア緊張や産油国の減産持続、夏季に向けた資源需要などで底堅さを維持させている。結果、WTI原油先物の円換算は4月に月間高値比較で前年比+19.7%となり、3月の+13.5%から上げ幅を拡大させてきた。昨年12月の+6.6%をボトムとして、緩やかな上昇基調に転じている。

円建て原油の上昇は輸入価格の押し上げを通じて、企業の採算性や交易条件の悪化要因となるものだ。その一方、過去実績として円建て原油の上昇は、日本の輸入増加や日本の物価押し上げの効果をもたらし、円高・デフレの共振連鎖を食い止めてきた。同

時に原油安定化は世界経済の需要の底堅さや過度なリスク回避の抑制と裏表となり、日本では企業物価の底上げと日経平均株価の下限切り上げに寄与してきた実績を有している。

実際、日経平均株価の「当月の月間安値-前年の月間高値」の前年比では、円建て原油の上昇局面で前年比プラスが維持されたり、前年比マイナスの値幅抑制や期間の短期化という相関関係が観測されてきた。今年の場合、昨年の日経平均・月間高値は4月1万9289円、5月1万9998円のあと、6月から9月にかけて2万0100円から2万0400円での推移となっている。過去実績に沿えば円建て原油が底堅さを維持している限り、こうした「昨年の月間高値水準」が当座の日経平均の下値メドとして意識されそうだ。





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。