

国内では企業収益に先行する交易条件（貿易の有利・不利を示す指数、輸出物価－輸入物価）や、企業の採算性（マージン）に底入れ機運が見られ始めた。最新1月の日銀・国内企業物価指数（2015年＝100）は前年比プラス幅が2017年1月以来の低さに低迷する一方、原油急落などによる素原材料価格の下落が採算環境を改善させている。世界減速や資源下落でも最終財の国内品価格は下げ渋りとなっており、過去の「海外減速・輸出減・国内デフレ・円高圧力」の負の連鎖メカニズムは水際遮断されている。

交易条件が下げ止まり、企業収益に遅行波及へ

「日本は今年のG20議長国として、『世界的な高齢化と人口減少』を優先協議テーマとして提示している。米トランプ政権による一国繁栄主義や貿易戦争、英国のEU離脱といった世界分断化にあって、少なくとも各国の経済成長や金融資産市場の安定化に関しては、歩み寄り協調へと向かわせる錦の御旗となり得る」――。

G20に關与する日本の金融通貨当局幹部はこのような指摘を行う。今後は日本だけでなく、中国や米国など世界各国で少子高齢化は深刻化していく。そうした高齢化時代には軍事戦争を断固回避させるだけでなく、各国の社会保障政策（年金運用や、長生きに対応した金融運用サービスの拡充）のために、各国の金融資産市場（株式、国債、為替、住宅・不動産など）の安定化や経済成長は重要さを増すことになる。従来の雇用・所得対策などとは別の観点で、「各国の高齢化問題対策としての経済・金融面での国際協調」は対立回避の説得材料となりやすい。

すでに麻生太郎財務相は1月17日、G20財務相・中銀総裁代理会議の関連シンポジウムで挨拶を行い、「先進国、新興国を問わず、G20各国にとって高齢化が重要な政策課題」との見方を示した。高齢化は「経済成長や財政、金融など様々な側面を通してマクロ経済に影響を与える」とし、例えば先進国は労働供給縮小で成長力が低下する中で、「社会保障システム（年金運用や老後資産運用を含む）の持続可能性の確保が課題」と指摘した。

そのうえで日本は「高齢化社会の先頭ランナー」とであると述べ、「我々の経験をG20各国で共有することで、各国の状況に適応できる解決策が見つかるかもしれない」と協調を呼びかけている。

一方、足元の日本経済では世界減速や貿易摩擦などの逆風下にあって、交易条件や企業物価の採算面では打たれ強さが見られている。日銀の1月企業物価指数によると、仕入コストをどれだけ製品価格に

転換できたかを示す交易条件指数（輸出物価－輸入物価の円ベース前年比格差）は、－1.7%となった。前月の－4.6%からマイナス幅縮小の改善となっている。2015年9月の＋14.5%をピークとした悪化下落傾向が、昨年8月の－9.6%で底入れを明確化させてきた。

最新1月の場合、輸出物価は前年比－3.3%と低迷しているものの、輸入物価が原油急落を受けて－1.6%へと急低下してきた。2017－2018年にかけての＋10%前後という大幅な上昇傾向から、2016年12月以来のマイナス下落となっている。結果として後ろ向きながらも、交易条件が改善へと転じてきた。

交易条件は日本企業の競争力に直結するほか、企業収益に1年から1年半の先行性を有してきた。その意味で交易条件の昨年8月での底入れ明確化は、今年の年央に向けた企業収益の底入れに期待をつなぐ。株価は企業収益を先取りする先行指標であるため、足元での日本株の底固めと下限切り上がりを後押しさせるものだ。

世界減速や資源急落でも国内品価格が下げ渋り

企業物価の「需要段階別・用途別指数」前年比でも、「素原材料」は1月に＋0.6%となり、昨年8月の＋22.0%をピークに急低下となっている。2016年11月以来の低水準となってきた。一方で「中間財」はプラス幅縮小ながらも＋0.9%となり、「中間財－素原材料」の前年比格差は＋0.3%と採算が改善している（前月は－4.2%）。やはり2016年11月以来のプラス回復となってきた。「最終財」は－1.2%とマイナスが続いているものの、「最終財－素原材料」の前年比格差は－1.8%と前月の－8.0%から大幅改善となっている。

しかも最新1月の場合、最終財の内訳詳細では「資本財の国内品」が＋0.1%となり、5カ月ぶりのプラス転換となってきた。同じく「耐久消費財の国内品」は－0.3%と、昨年8月の－1.9%をボトムとして上昇傾向にある。過去の世界減速や資源急落では、連動する形での輸出急減やデフレ圧力がこうした国内品価格を押し下げ、デフレと円高の負の共振スパイラルに入り込むパターンが繰り返されてきた（デフレは通貨高、インフレは通貨安の各要因）。

実際、「耐久消費財の国内品」は過去の世界減速と円高局面で、2011年から2012年に－6%から－7%、2000年から2001年には－5%から－6%方向に崩落するという、デフレ圧力が観測されてきた。

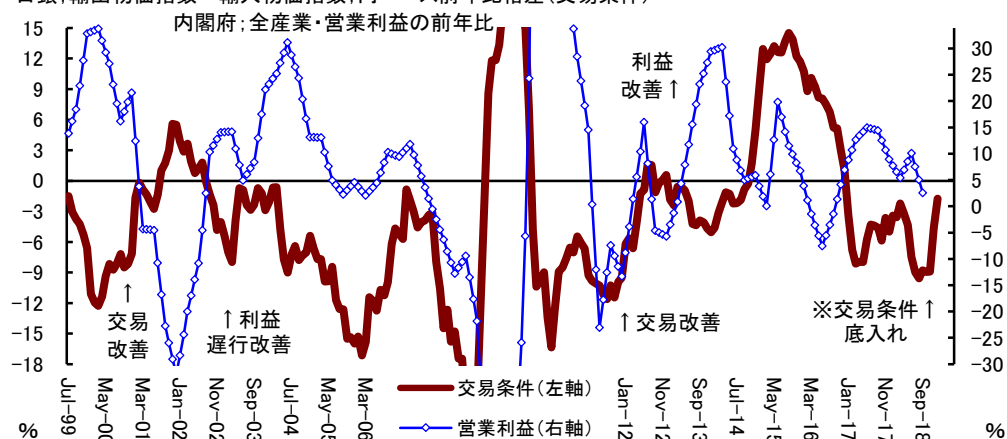
ひるがえって現在は国内での雇用・賃金改善や需給ギャップのプラス定着、海外移転の拡大などによ

る輸出の振幅抑制、輸出産品の海外景気に左右されない高付加価値化などもあって、世界減速の国内デフレ波及制御と国内品価格の打たれ強さ、連動する形でデフレ・円高の水際阻止が確認されている。

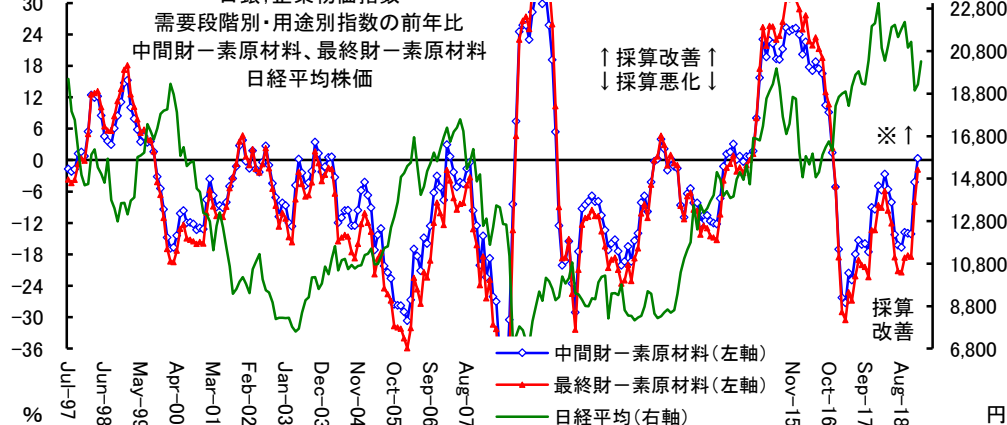
世界減速に対しての「高付加価値化」や「価格転嫁の持続力」といった耐性強化は、企業物価の個別業種でも確認されている。1月の総平均は前年比+0.6%と2017年1月以来の低さに落ち込む一方、個別ではパルプ・紙が+4.2%（前月+3.4%）、窯業・土石が+2.9%（+2.9%）、金属製品が+2.5%（+2.6%）、プラスチック製品が+2.4%（+2.5%）、繊維が+2.2%（+1.6%）などと底堅さを保った。

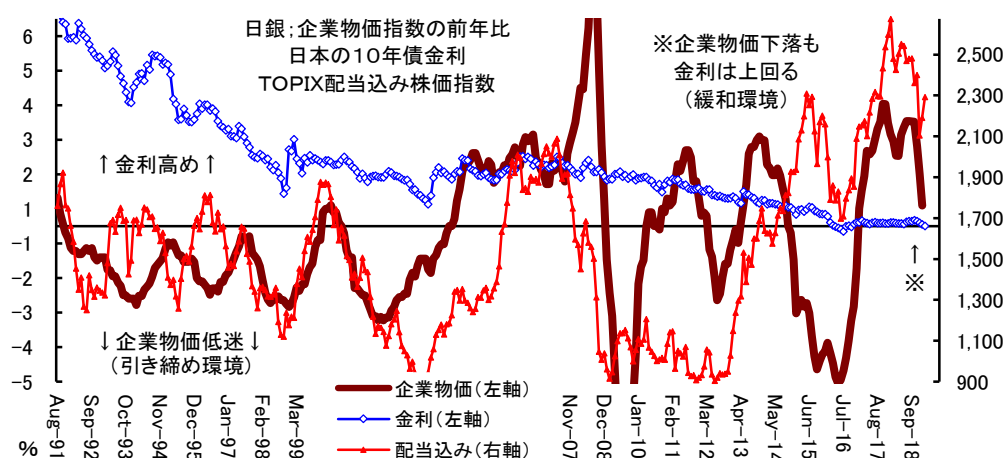
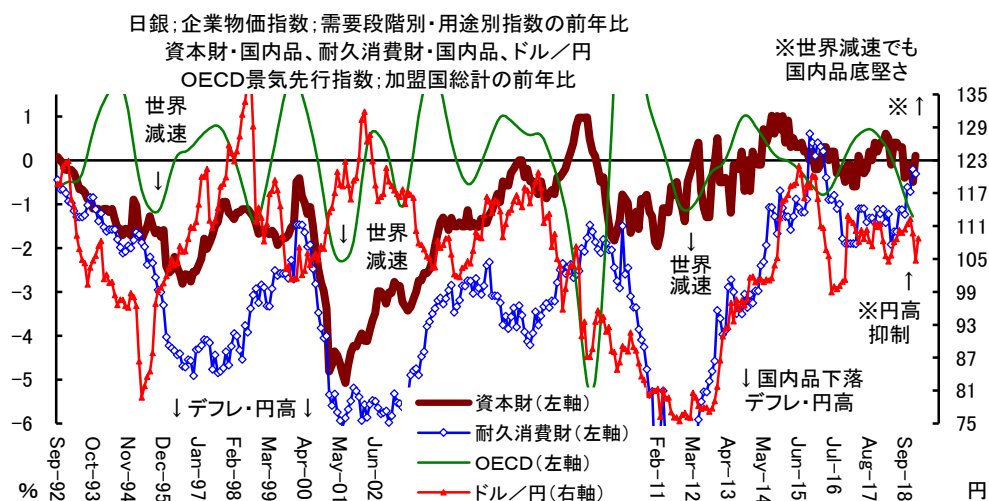
中国などの世界減速が直撃している業務用機器や電気機器についても、2カ月連続でマイナス幅を縮小させている。日本株 TOPIX の14日時点における業種別リターンによると、過去12カ月間でマイナス幅の大きいワースト業種のうち、直近1カ月間でのプラス幅が大きい出直りセクターとして、こうした業種の中の金属製品、機械、繊維、ガラス・土石製品、パルプ・紙——などが見られている。企業物価は関連企業の採算性（マージン）や売上収入、配当原資に直結するもので、個別での企業物価上昇業種に関しては日本株の物色テーマとしても注目されやすい。

日銀：輸出物価指数－輸入物価指数：円ベース前年比格差（交易条件）



日銀：企業物価指数





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。