

交易条件、4年半ぶり高水準に改善

資源安・為替安定・輸出物価耐性、採算や株価下支え

2020/7/13

日銀の企業物価指数では、最新6月に交易条件（輸出物価指数－輸入物価指数の前年比格差）が約4年半ぶりの高水準に改善してきた。円ベースでは輸出物価が過度な円高の抑制や輸出品の高付加価値化などで下落幅が限られる一方、輸入物価は資源素材価格の下落で押し下げられており、コロナ打撃下での数少ないプラス材料となっている。先行き企業の採算性や収益率などの下支え要因となり、年後半にかけての国内外での緩やかな需要回復期待とあいまって、日本株の底固めや底上げが支援されやすい。

交易条件、営業利益や業況判断に先行性

「コロナ影響下でも、サーバー用CPU向けのロジック半導体の受注は堅調だ。5G通信やテレワークの普及につれて、受注がさらに拡大することを見込んでいる」（名古屋・電子部品・デバイス）、「ハードディスクに使用されるアルミ製品の需要は、データセンター向けの堅調さに支えられて好調を維持。先行きもデジタル化が世界的に加速するもと、高水準の輸出が続く」（下関・非鉄金属）、「中国の自動車市場は販売が持ち直したことで在庫調整が進展しており、対中輸出は回復基調にある」（名古屋・輸送用機械）――。

日銀は9日、全国支店長会議を開催したが、コロナ打撃などによる悲観論が目立つ中で、輸出に関してはこうした前向き判断も報告されている。

今後の回復メドに関しては、「世界的にテレワークが普及する中で通信機器やデータセンター向けは好調。半導体需要が全体として回復するのは、今年度下期入り後になる」（前橋・電気機械）、「世界的な自動車生産は夏頃から回復見込みで、7月以降、生産水準を徐々に高める方針」（熊本・輸送用機械）――といった見通しが示されていた。

しかし、足元では国内外で感染が再増加しているほか、国内では大雨被害が深刻化しており、ドル安・円高の潜在リスクとあいまって、日本企業を取り巻く環境は先行き不透明感が強い。その中で数少ないプラス材料となるのが、企業の収益率に係る交易条件（輸出物価指数－輸入物価指数の前年比格差）の改善だ。

交易条件は1980年代以降、内閣府による全産業・営業利益の前年比や日銀短観の大企業製造・業況判断に対して、1年から1年半の先行性が明確に確認されている。今回も企業収益や日本株の最悪ボトム通過と先行き改善の先行シグナルとして無視できない。

日銀の最新6月・企業物価指数（2015年平均＝100）

によると、円ベースで輸出物価指数は前年比－4.1%となり、4月の－6.6%や5月の－6.5%からマイナス幅を縮小させた。コロナ打撃の激化にあって、為替安定化や日本の輸出品の高付加価値化、価格抵抗力の増強などもあって、過去の経済危機比では下落打撃が抑制されている。

品目別では輸出物価の契約通貨ベースで、6月にタービンが前年比＋11.4%、記録メディアが＋9.5%、工業計器が＋3.7%、点火プラグが＋3.6%、光学機器・機械用レンズが＋2.7%、モス型メモリ集積回路が＋2.6%、はん用内燃機関が＋2.4%、ころ軸受が＋2.3%、包装・荷造機械が＋2.1%などとなり、逆風抵抗力の強化品目が見られている。

一方で輸入物価指数は、前年比で－15.6%の大幅下落となった。原油などの資源素材価格の下落もあり、5月の－18.0%に続く大幅マイナスとなっている。結果、交易条件を示す「輸出物価－輸入物価の前年比格差」は、＋11.5%となった。1月の－0.5%をボトムに改善基調へと転じ、5月の＋11.6%に続いて2015年12月の＋11.7%以来、実に約4年半ぶりの高水準となっている。

交易条件、悪い上昇でも遅行株高の実績

交易条件とは単純に、原材料価格の上昇による支払い増加分を、どれだけ輸出価格に転嫁できたかを反映するものだ。その上昇改善は先行き企業の価格転嫁や採算性（マージン）、収益率にプラス効果を与え、タイムラグを経て企業収益や株価の押し上げへと遅行波及していく。

もちろん、現在は資源下落の影響が大きく、しかも資源下落は世界景気的大幅悪化が反映されたものとあって、必ずしも良い交易条件の上昇とは言えない。しかし、前回の＋11%超えとなった2015年12月についても、チャイナ・ショックや世界減速などによる悪い資源下落の影響が大きかった。当時はその前段階の2015年9月に＋14.5%まで上昇していたが、結果論として「約9カ月後」の2016年6月で日経平均株価は前年からの株安が遅行で底入れ反転となっている。

リーマン・ショック直後でいえば、交易条件は2009年9月に＋20.3%へと上昇した。当時も良い上昇ではなかったが、日経平均は月間高値ベースで同月の1万0170円から「10カ月後」となる2010年4月の1万1408円まで、＋1237円幅の遅行上昇ラリーが観測されている。

その他、現在と同じように交易条件のマイナスからのプラス改善のあと、今年6月の＋11.5%に近い

+12.9%の伸び回復となった例として2015年2月がある。当時の日経平均も、6カ月後にかけて+2081円の上昇幅が形成されている。いずれも交易条件の改善に運行した収益率や採算性の改善が、底流部分で株高の一因となってきた。

実際に企業利益については、交易条件の上昇改善に運行増益の実績が見られている。例えば2013－2014年の交易条件の底入れから上昇局面では、内閣府の全産業・営業利益が2013年4－6月に前年比+11.5%の大幅増となった。その後は2014年1－3月にかけて、連続で+20%から+30%超えの大幅増益が運行表出された実績を有している。

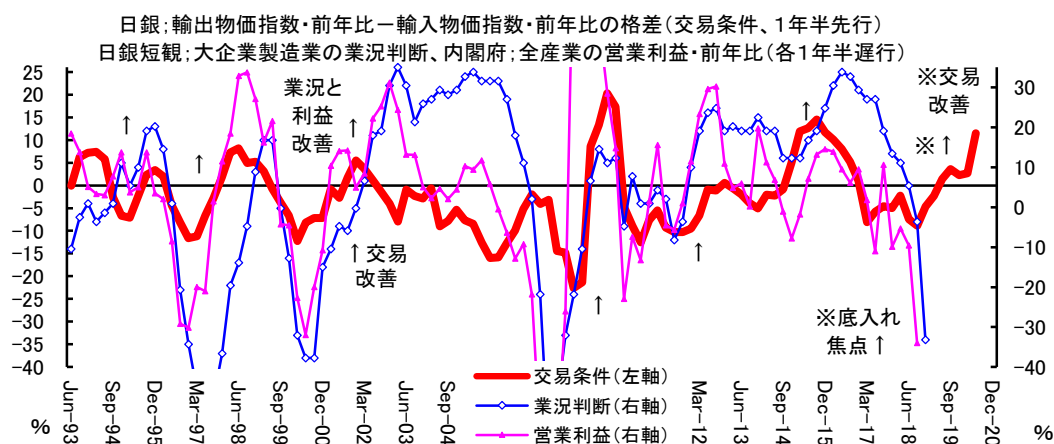
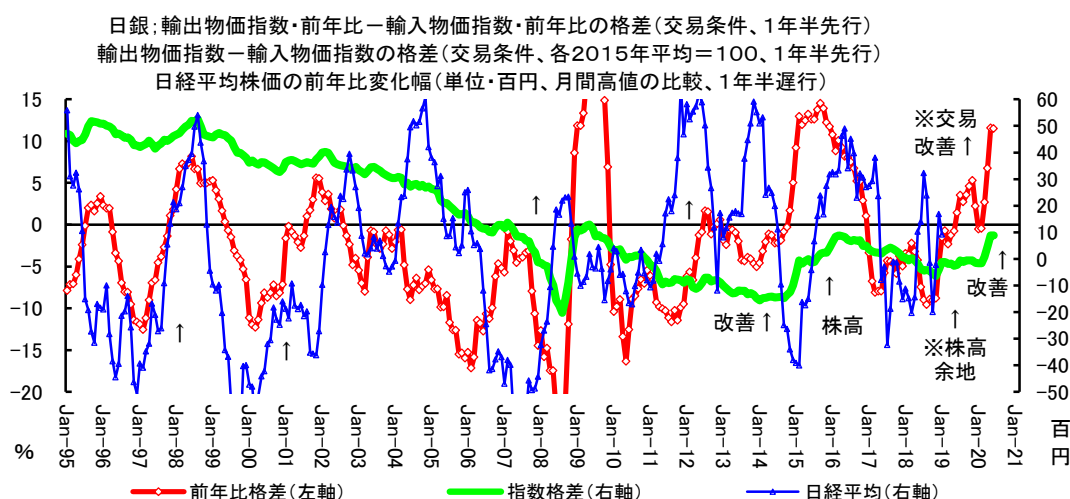
日本の輸出物価については、日本企業による国際分散体制などの円高対策強化のほか、技術やブランドに裏打ちされた価格決定力の増強と輸出産品の高付加価値化が進展してきた。輸出物価指数のうち、為替影響が中立で、海外の需要動向や日本の輸出産品の価格抵抗力が反映される「契約通貨ベース」では、業種別の前年比で6月に輸送用機器が+0.3%と逆行プラスになっている。

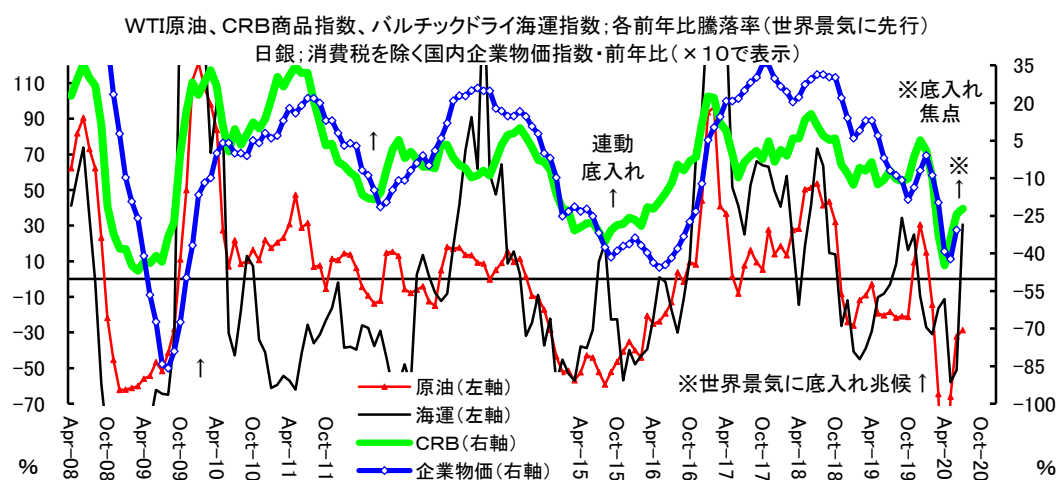
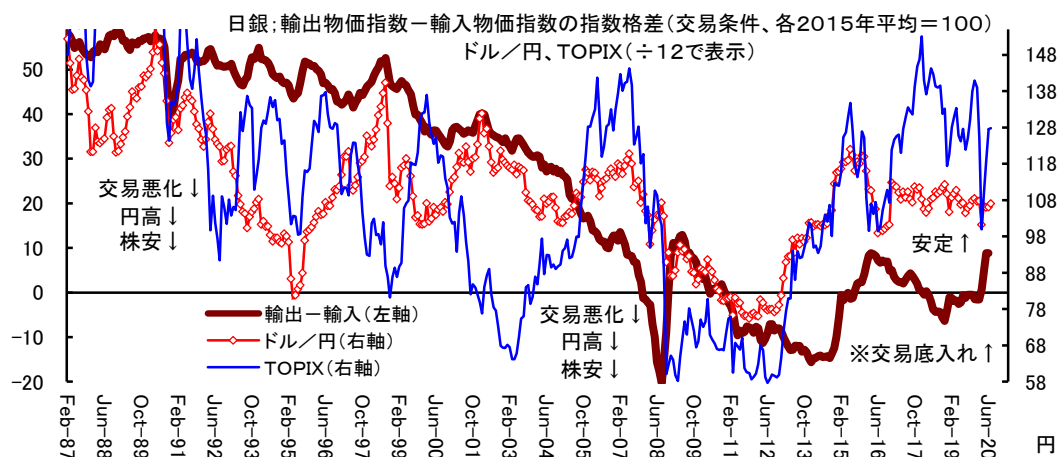
その他、はん用・生産用・業務用機器が－0.3%、

電気・電子機器が－0.8%、繊維が－3.6%、金属製品が－3.9%などとなり、マイナス幅が抑制されている。過去の2015年や2009年といった世界減速時には、－5%から－20%といった価格崩落が繰り返されてきた。

企業努力と同時に、2013年前後からは安倍政権と日銀によるデフレ脱却と円高阻止の政策努力が長期化されている。結果、「輸出物価指数－輸入物価指数（各2015年平均＝100）の指数格差」で示す交易条件は、1985年のプラザ合意・円高以降の長期下落トレンドが底入れとなっている。1986年の+64超えを最高とした長期悪化が、2014年の－15前後で下落歯止めとなっている。

昨年の米中貿易摩擦や世界減速でも下落は－2.6前後にとどまったほか、現在はコロナ打撃下でも5－6月が+8.8と底上げされている。こうした構造変革の結果として、足元ではコロナ打撃の深刻化でも、円高・株安、企業の採算と収益悪化、複合デフレ入りという、負の共振スパイラルが水際阻止されている。





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。