

# 輸出物価底入れ、収益の最悪期通過支援

高付加価値化や供給抑制で耐性、交易条件 4 年ぶり高位

株式会社ジャパネコノミックスパルス  
Japan Economic Pulse Co., Ltd.  
info@j-pulse.co.jp

2020/9/14

日銀の企業物価では世界経済の伸び悩みや円高圧力の中であって、円ベースでの輸出物価が底入れを固めつつある。企業収益の最悪期通過を後押しさせるものだ。日本企業の高付加価値化努力や、内外でのコロナ打撃に伴う供給制約、中国など新興国での過剰供給は正などもあり、日本の輸出物価は逆風への耐性が增強されている。輸出物価下げ止まりの一方、原油上げ渋りなどで輸入物価は前年比マイナスが続いており、企業の価格転嫁力や採算性、収益率に先行する交易条件（輸出物価－輸入物価）は 4 年ぶりの高水準に改善してきた。

### 世界減速・円高・輸出物価下落・デフレは抑止

「為替レートが増価した場合（円高進行）、円建ての輸出価格を引き下げなければ、外貨建ての当該財価格は上昇する。グローバルで一定の市場シェアを維持しようとする場合や、価格競争が激しい場合であれば、円建て輸出価格の引き下げは個別企業の行動として合理的なのかもしれない。しかし、輸出価格の引き下げは結果として人件費を含む投入コストの削減（リストラ）圧力へとつながり、マクロ的な有効需要の弱さやデフレを引き起こす遠因となりかねない」――。

内閣府は第二次安倍政権が発足した直後の 2012 年 12 月、当時の「デフレ脱却」という最優先課題に関してこのような分析を行っている。そこから約 8 年が経過したが、コロナ打撃と世界急減速もあって、改めて日本企業は円高圧力や世界でのシェア維持熾烈化に見舞われている。

しかし、最新 8 月の日銀・企業物価指数では、輸出物価指数の円ベースが前年比－1.5%と前月の－3.2%から下げ幅を縮小させた。世界回復ペースの鈍さや根強い円高圧力が続きながらも、4－5 月の－6.5%をボトムに底入れを固めつつある。マイナス幅は早くも、コロナ打撃直前である今年 1 月の－1.4%以来の水準へと修復が進んできた。

過去の世界減速と円高圧力の局面では、チャイナ・ショックなどを受けた 2016 年 5 月から 9 月にかけて－10%から－14%、リーマン・ショック後である 2008 年 11 月から 2009 年 9 月に－11%から－16%、日本のデフレ入り初期段階である 1999 年 1 月から 9 月に－11%から－16%といった、大幅マイナスの圧力が持続定着されてきた。

それが日本企業の収益悪化と競争力低下をもたらし、「人件費を含む投入コスト削減圧力」（内閣府）へと波及。雇用や賃金の削減が家計環境の悪化につながり、企業は一段の値下げ競争による安売り消耗

戦へと向かわざるを得なかった。そして企業の体力消耗が一段のリストラを招く悪循環を生み、複合デフレと円高の負の共振スパイラルが繰り返し激化されてきた経緯がある。

その点、今年 8 月時点における円ベース輸出物価指数の前年比－1.5%という下げ渋りは、現状からの企業収益悪化と株安、デフレ・円高の歯止め要因となっていく。同指数は内閣府の全産業・営業利益などと明確な相関性を有しており、外需系企業を中心に企業収益の「最悪期通過」を後押しさせるものだ。

しかも同指数の前年比については、長期トレンドを示す 12 カ月移動平均や 20 カ月移動平均が、方向角度の上向き化へと転じ始めた（物価上昇方向）。1970 年代以降の長期実績として、両ラインの同時上向き化は持続的な輸出物価の上昇トレンド転換と、日本株やドルの底入れ（円高一服）が同時支援されている。いずれもタイムラグを経て、その後は日本の株高とドル下げ渋り、もしくはドル底上げ軌道入りが高確率で観測されてきた。

### 輸出物価底入れ、過去はドルの下げ渋りや反発に

例えばドル/円との関係でいえば、前回の 12 カ月移動平均の上向き転換は 2016 年 12 月から観測された。当時のドル/円は、その直前である同年 6－9 月の 98－100 円前後でドルが底入れとなっている。2016 年 12 月以降については、2 年後となる 2018 年 12 月にかけて 107－115 円を中心としたレンジ横這い化が長期定着した。

その前では 12 カ月移動平均が、2012 年 10 月から上向き化となった。当時はアベノミクス相場の始動と重なり、ドル/円は同月のドル安値 77 円前後からドル高モメンタムが点火されている。さらにリーマン・ショック前でいえば、2004 年 9 月から 12 カ月移動平均線が上向き化へと転じた。当時は慣性的なドル安の圧力が続いたが、3－4 カ月後となる 2004 年 12 月から 2005 年 1 月でドルが底入れ上昇へと移行する相関実績が見られている。

一方で最新 8 月に「輸入物価指数」のほうは、円ベースの前年比で－10.9%の大幅下落となった。原油などの資源素材価格の上げ渋りなどにより、5 月の－18.2%を直近最大の下落幅としてマイナス基調が続いている。結果、交易条件を示す「輸出物価－輸入物価の前年比格差」は、＋9.4%となった。1 月の－0.5%をボトムに改善基調へと転じ、5－6 月の＋11.8%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力や採算性（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運行波及していく。過去には1年から1年半のタイムラグを経て、内閣府・全産業の営業利益は前年比で改善モメンタムが明確化される連動性が繰り返されてきた。

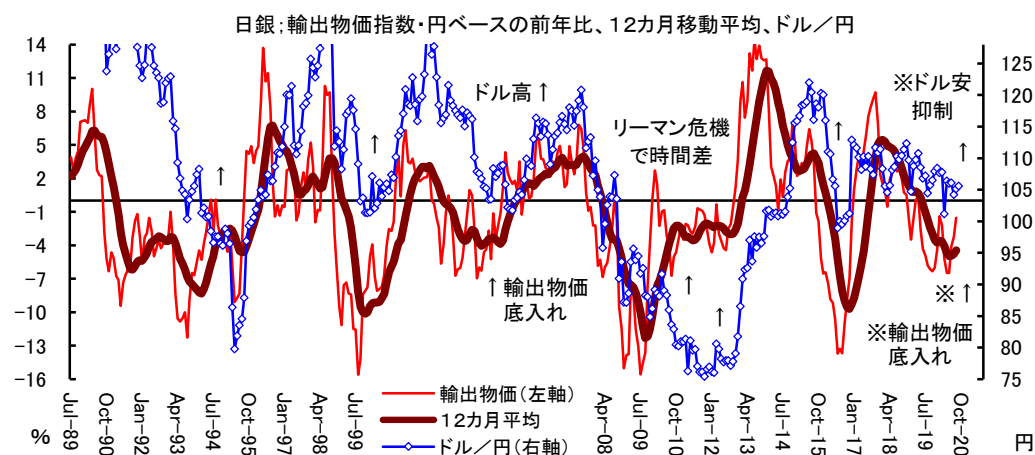
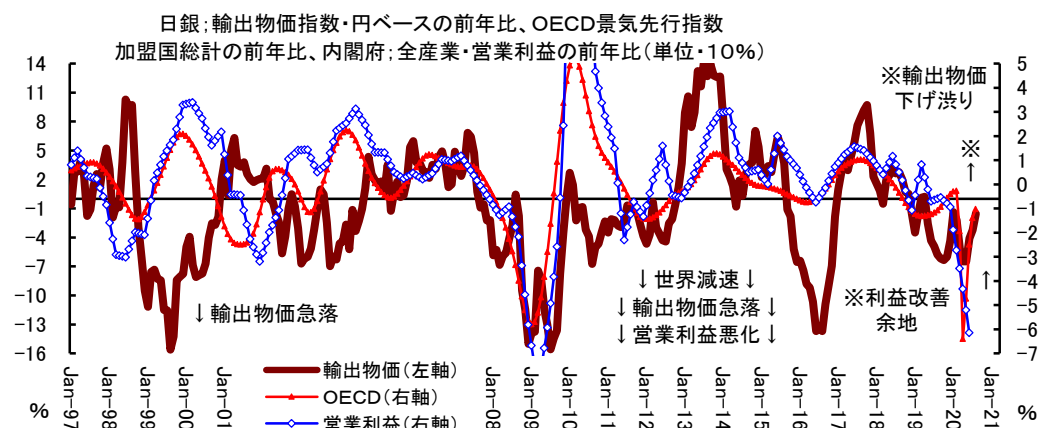
交易条件改善をもたらしている輸出物価の耐性増強については、過度な円高の抑制のほか、1) 日本企業による輸出産品の「高付加価値化」努力、2) 海外移転の拡大に対し、国内生産で残した輸出産品の「希少性と高採算性」絞り込み、3) こうした高付加価値化と高採算性が中心であるハイテク・自動生産分野などのコロナ特需、4) 世界各国での迅速かつ大規模な経済対策発動——といった要因がある。

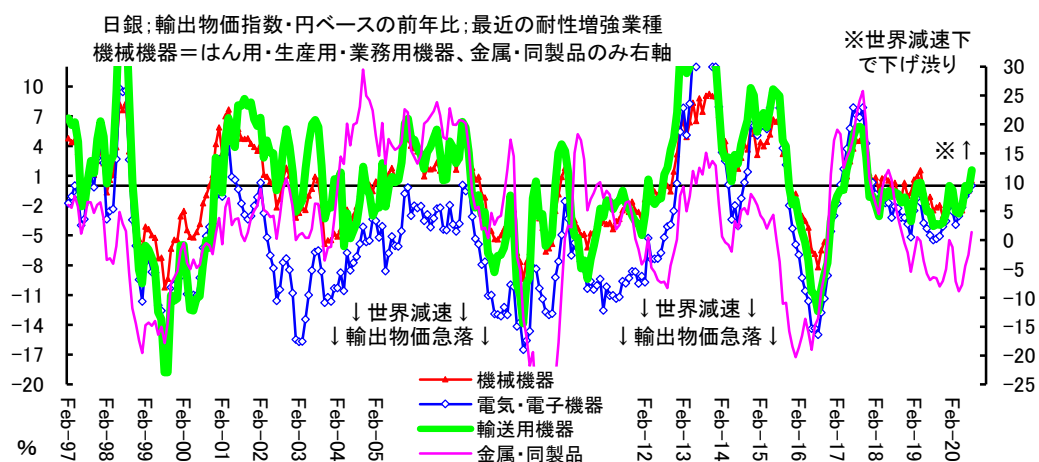
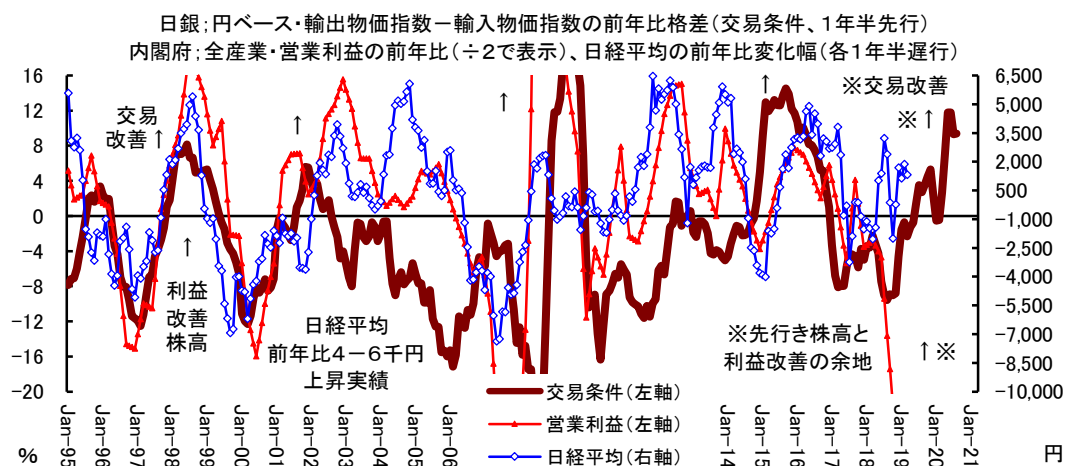
8月の輸出物価指数・円ベースでは業種別で、輸送用機器が前年比+1.6%となり、コロナ打撃下にあって2017年11月以来のプラス幅を記録した。はん用・生産用・業務用機器も+0.5%となり、2019年4月以来のプラス化を回復させている。その他、電気・

電子機器や金属・同製品もプラス化に浮上するという、逆風下での耐性増強が進展してきた。

同時に輸出物価の下げ止まりについては、過去の世界減速に比べると内外で過剰供給が抑制されていることも大きい。昨年からの貿易摩擦にコロナ打撃が加わり、内外で過剰供給・生産の抑制や、供給制約が見られている。中国などの新興国では、「過剰供給の是正」という構造改革も進捗してきた。

中国のPPI（生産者物価指数）は最新8月に前年比-2.0%となり、5月の-3.7%をボトムに下げ止まりとなっている。過去にはチャイナ・ショック時の2005年に-5.9%、リーマン・ショック後の2009年には-8.2%という大幅な物価下落の圧力が掛かっていた。中国などでの過剰供給と過剰生産を受けたデフレ圧力が、日本でも輸出物価などの深押しへと伝播されている。しかし、現在は中国など「新興国発デフレ圧力」の伝播リスクも緩和されてきた。これまたコロナ打撃という歴史的な世界景気の悪化にあって、日本での輸出物価下落歯止めと企業収益の底割れ抑制、デフレ・円高のスパイラル阻止につながっている。





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。