

輸出物価が底入れ、収益回復「持続性」支援 契約通貨ベース、海外の需要や輸出製品の競争力反映

2020/12/14

日銀の11月輸出物価指数では為替影響が中立であり、海外の需要や国内輸出品の価格競争力が反映される「契約通貨ベース」で底入れが明確化されてきた。世界景気の循環回復軌道入りを示唆するもので、日本の企業収益ではコロナ減益のテクニカル反動を超えた回復の持続性が支援されやすい。世界的な感染再増加でも、金属製品、はん用・生産用・業務用機器、輸送用機器などは輸出価格面で耐性が增強されている。過去は輸出物価の前年比プラス回復後、最短でも1年前後の株高ラリーが持続延命されてきた。

前年比プラス目前、過去は1年超の株高持続

「日本株は11月から急上昇してきたが、海外勢では短期売買型のヘッジファンドやCTA（商品投資顧問）などによるモメンタム便乗の投資が目立ってきた。すでに先行きの5割増益は織り込みが進捗しつつあり、一旦は海外短期筋などによる戻り売り増加や買い上げペースの鈍化も注視される」――。

ある米国系の投資ファンド幹部は、このような指摘を行う。

日本株については公的年金を運用するGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が、株高を受けた保有・日本株資産の時価ベース上振れを受けて、基準比率25%に合わせるための削り取り売りが取り沙汰されている。海外の年金といった長期運用系からは、「日本の年金が母国の日本株を売りに回っているのに、なぜ外国の年金が長期投資で日本株を買わなければいけないのか、といった慎重論も聞かれる」（同）という。

その中で日本企業の収益率や採算性（マージン）、売上高収入などに関係する日銀の企業物価指数

（2015年平均＝100）では、最新11月に輸出物価指数の契約通貨ベースが前年比－0.2%となった。前月の－0.8%を含めて、6カ月連続でマイナス幅を縮小させている。2017年3月の＋4.4%を直近最高とした長期低下を経て、今年5月の－4.9%で底入れを固めつつある。

契約通貨ベースの輸出物価は為替影響が中立であり、海外での需要や価格動向、国内輸出品の価格競争力が反映されやすい。日本企業の収益にも関係し、内閣府の全産業・営業利益などと明確な相関性を有してきた。

ちょうど世界のGDP統計などに半年程度の先行性を有するOECD景気先行指数は、加盟国総計ベースで同じ11月に99.1と7カ月連続での上昇となっている（前月は99.0）。過去最低水準となった4月の92.8

をボトムとして、循環回復の軌道入りを明確化させている。輸出物価の同時底入れは先行き日本企業の収益について、コロナ打撃に伴う大幅減益のテクニカル・リバウンドを超えた回復の「循環的な持続性」を支援するものだ。

11月に輸出物価の前年比は－0.2%とプラス目前となったが、過去実績としてプラス回復後には最短でも1年超の株高ラリーが高確率で繰り返されてきた。前回のプラス回復は2016年11月以降であったが、日経平均株価は月間高値ベースで同月のあと23カ月間、＋5965円幅までの上昇が観測されている。リーマン・ショック前では2006年7月のプラス回復のあと、11カ月間、＋2587円幅までの株高ケースがあった。1999年10月以降の場合、期間は6カ月間でも＋2605円幅の上昇が見られている。

今回の場合、こうした要因を含めた複合的な改善余地を織り込み、日経平均は月間高値ベースで12月に「2カ月前比＋3169円」もの急激上昇となっている（11日時点）。今後の株高余地には、慎重論も指摘され始めた。

一方で過去の「2カ月前比＋3000円超え」という急上昇には、2013年5月の＋3292円という例がある。当時も「業績改善の過剰織り込み」や「割高懸念とスピード違反」などが警戒された。しかし、当時の日経平均の月間高値は、その後も急上昇の余熱モメンタムが慣性的に継続。2013年5月の高値から、25カ月後、＋5010円幅の株高が維持延命されている。

2カ月前比3千円高、過去は慣性的に株高持続

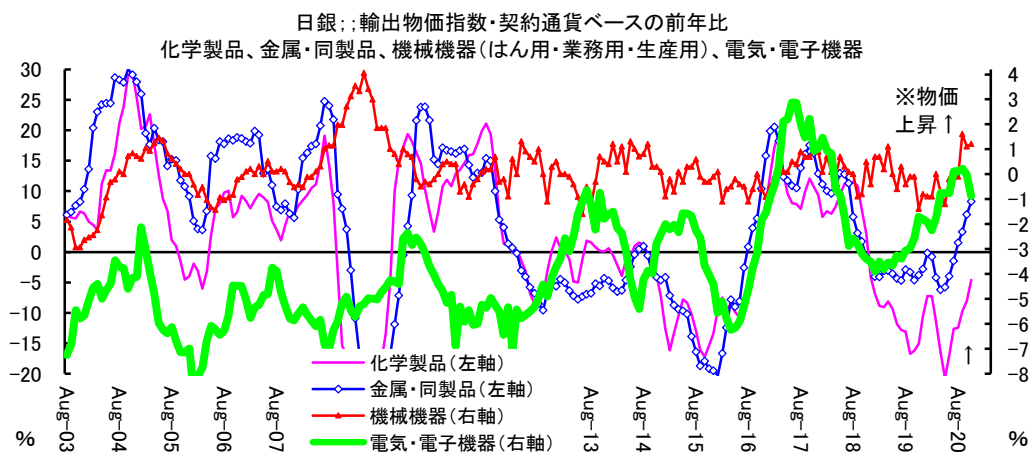
その前では1993年4月に、「2カ月前比＋3500円高」という急上昇があった。当時も調整下落を経ながら、その後は14カ月後、＋654円幅までの株高トレンドが慣性的に維持されている。バブル創生期には、1987年4月に「2カ月前比＋3659円」の急上昇を記録した。当時はその短期急騰が良くも悪くも「大相場の序奏シグナル」となる形で、その後は32カ月間、＋1万4701円幅までのバブル相場が形成されている。

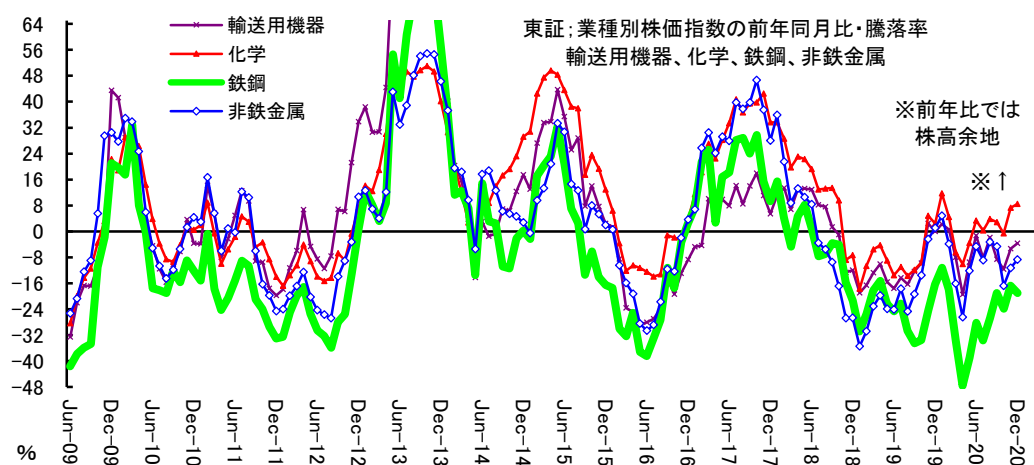
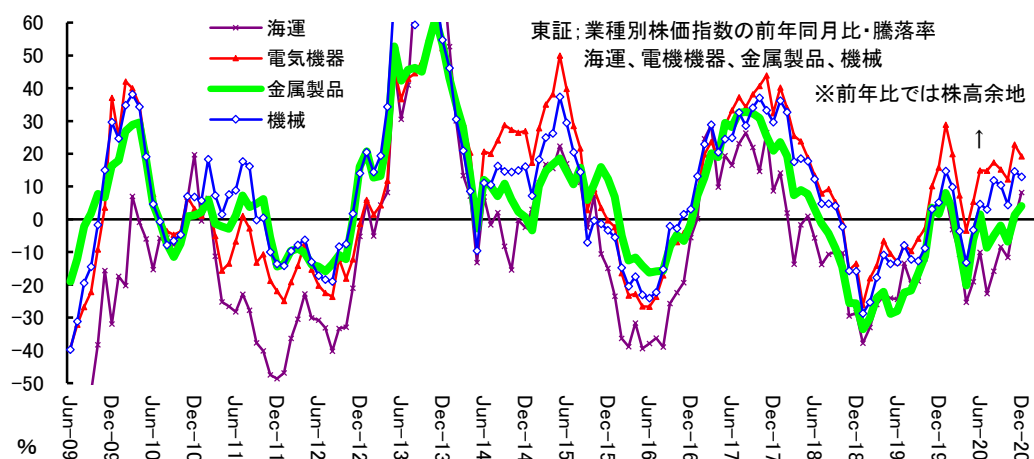
11月の輸出物価・契約通貨ベースでは、世界的なコロナ感染再増加でも輸出の価格面で耐性を強化させている業種が少なくない。世界景気の変動にかかわらず、海外から「必需品」として安定需要や将来需要のある希少性、高品質、高付加価値の製商品を強化させてきたセクターだ。

具体的には11月に前年比プラスとなった業種として、金属・同製品の＋8.3%（前月＋6.1%）、はん用・生産用・業務用機器の＋1.2%（＋1.1%）、輸送

11 日時点でいえば、海運業は前年同月比+8.2%となっている。12 月からようやく前年比プラス回復となったばかりで、過去の前年比株高のピークとしては 2017 年の+28.6%、2015 年の+22.3%、2006 年の+47.8%といった例があった。金属製品は+4.0%であり、こちらも 11 月からプラス回復してき

その他、日米などでの環境規制強化のあおりで「過去の世界回復比での上値抑制」が警戒されている業種でも、11日時点では鉄鋼が前年比-19.1%、非鉄金属が-8.7%、輸送用機器が-3.7%などとマイナス推移が続いている。コロナ打撃からのテクニカルなリバウンド反発余地だけでも残されており、来年以降にかけては前年比プラス超え方向への上昇余地残存が注視されそうだ。





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。