

輸出物価底入れ、円高と収益悪化の連鎖遮断

昨年から円高抵抗力を確認、日本株「長期投資」安心付与

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2021/2/24 (水)

日銀の1月企業物価指数では、企業の収益や為替影響に関係する円ベースの輸出物価指数(2015年平均=100)で底入れが明確化されてきた。指数の水準では10カ月と120カ月(10年)の両移動平均でトレンドを示す方向角度が上向き化へと転じており、短期と長期で円高に対しての価格抵抗力や競争力の増強が示唆されている。すでに日本株は昨年からの未曾有のドル安材料続出や円高圧力でも株高基調を保ち、「円高耐性強化の構造変化」が確認されており、過去比で日本株の長期投資に安心感を付与させていく。

10カ月と10年の移動平均上向き、円高に耐性

「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してしまう。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、国内では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2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。その後はアベノミクスなどでも根深いデフレ圧力が続いているが、日本企業の体質面では企業統治(コーポレート・ガバナンス)改革や、世界競争の熾烈化と国内市場縮小などへの危機バネ努力もあり、円高抵抗力が増強されてきた。

最新1月の日銀・企業物価指数(2015年平均=100)では、輸出物価指数の円ベースが前年比-1.0%と、前月の-1.4%から下げ幅を縮小させている。1月にかけては内外での感染再拡大や、1ドル=102円方向のドル安・円高といった逆風に見舞われたが、昨年4-5月の-6.5%を最悪ボトムとした底入れを明確化させつつある。

すでに日本株は昨年からの未曾有のドル安材料続出や円高圧力でも株高基調を保ち、「円高耐性強化の構造変化」が実証されてきた。内外での過剰流動性相場が影響したとはいえ、一方で日本企業は海外・最適地生産と地産地消の定着、輸出産品の高付加価値・高希少性分野への絞り込み、低採算部門の撤退と高採算部門への特化――といった企業努力を進捗させている。為替変動に左右されない収益構造の基盤強化と稼ぐ力の増強は、過去比で日本株の「長期

投資」に安心感を付与させていく。

過去の1990年代以降は内閣府の分析を見るまでもなく、円高が企業による円建て輸出価格の引き下げを促し、それが複合デフレを誘発。デフレ圧力が円高を一段と助長させるという、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要因)。そうした負の共振スパイラルは遮断されつつある。

しかも円ベースの輸出物価指数は、指数の水準ベースで1月から10カ月、120カ月(10年)の両移動平均で方向角度が上向き化へと転換してきた。短期と長期の両トレンドとして、円高に対しての価格引き下げ圧力の歯止めや価格競争力の増強が示唆されている。

短期の10カ月移動平均でいえば前回の長期下向き化のあと、2016年12月から上向き化へと基調転換となっていた。当時のドル/円は連動してドル安・円高と輸出物価下落、収益悪化の負の連鎖に歯止めが掛かり、翌2017年は年間を通して107-114円前後でドルが底堅さを維持させている。当時の円高・デフレ緩和は、日経平均株価の押し上げへと寄与。2017年は月間の高値ベースで、1月の1万9615円から12月の2万2994円まで、+3378円幅の株高ラリーが形成された実績を有している。

利益に先行の交易条件は改善維持、株高寿命支援

それ以前でも円ベース輸出物価指数の10カ月移動平均が、下向きから上向き転換が持続定着した局面では、2012年10月以降、2005年7月以降、2001年1月以降、1997年9月以降、1995年8月以降など、極めて高い確率でドル/円はドル下げ止まりやドル反発へと基調が転換してきた。背景としては輸出物価の上昇転換は、裏表で米国など世界経済の循環回復が反映されることもある。

長期スパンでの「円高と収益悪化の負の連鎖遮断」でいえば、ドル/円は昨年以降のドル安・円高圧力でもドルの下値は120カ月(10年)移動平均線(今年2月時点では103.58円前後に位置)、180カ月(15年)移動平均線(103.15円前後)といった長期重要ライン前後で上抜け維持されてきた。構造的なドル安・円高の余地狭まりが示唆されている(長期スパンでのドルの下限切り上がり)。

足元のドル/円は、2016年から昨年6月にかけて重要な下値抵抗線となってきた240カ月(20年)移動平均線(106.42円前後)の上抜け回帰攻防に直面している。こうした長期移動平均線から大きくドル安・円高方向に乖離しない長期スパンでのドル/円の

安定化は、これまた日本企業の収益の長期安定化に対する信頼感と、日本株の長期投資への安心感の向上につながっていく。

1月の企業物価指数では輸出物価の底入れもあり、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）が改善基調を維持した。

具体的に交易条件を示す「輸出物価－輸入物価の前年比格差」は、+7.2%となっている。昨年1月の－0.5%をボトムに改善基調へと転じ、5－6月には+11.8%と約4年半ぶりの高水準を記録していた。その後も+7%から+9%での高止まりが続き、12カ月移動平均では上昇トレンドを保っている。こうした先行改善の流れは、昨年11月から今年2月に至る日本株上昇の先導役となってきた。

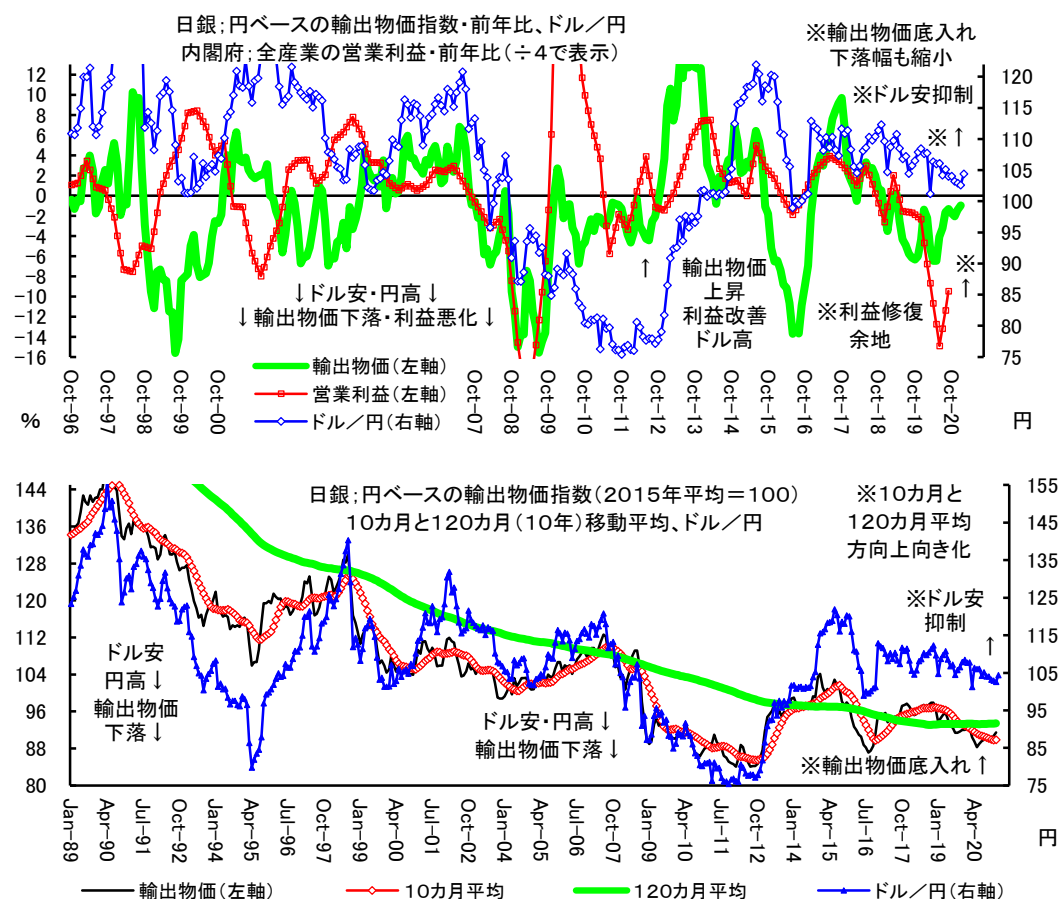
実際に交易条件の改善は、過去に1年から1年半のタイムラグを経て内閣府・全産業の営業利益が前年比プラス改善となってきた。連動する形で日経平均株価は、上昇トレンドが同時形成されている。過去には交易条件の12カ月移動平均が下向きの下落基調に転換するまで、遅行的な株高は維持延命されている。その点、現在は今年1月段階で交易条件の12カ月移動平均は上向き化を堅持しており、少なく

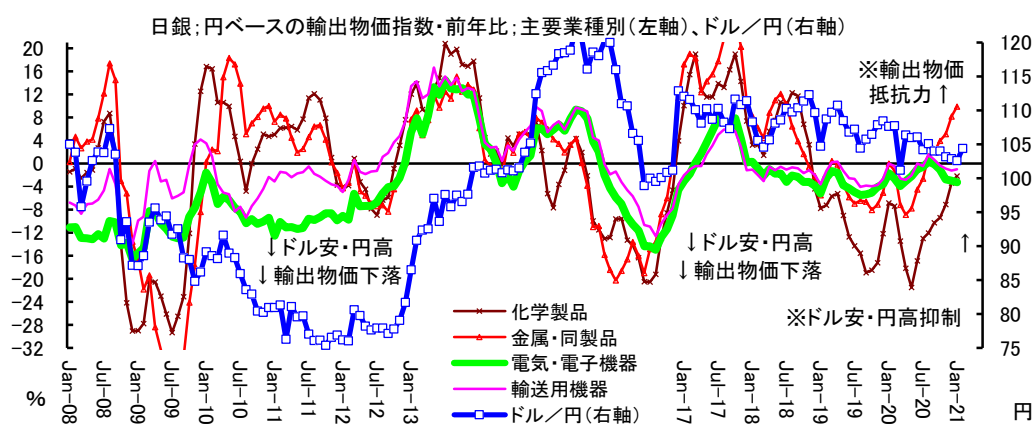
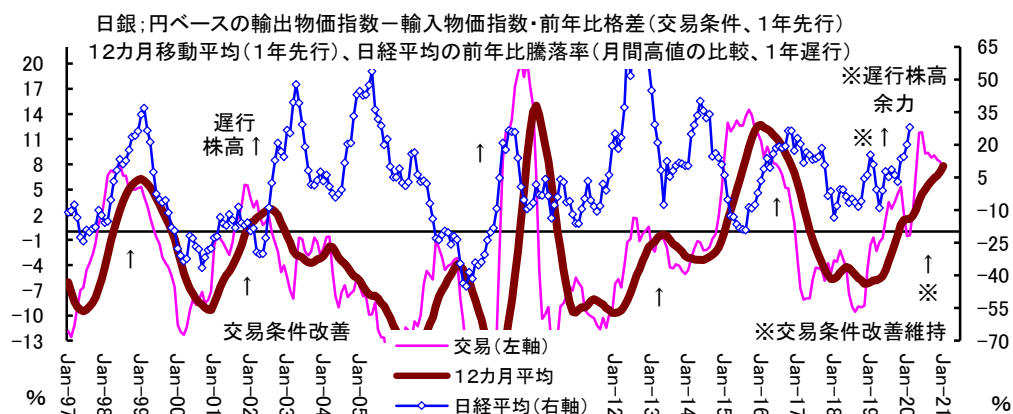
とも約1年後となる年末までは、遅行的な営業利益の改善と株高基調の寿命が担保されやすい。

単純に交易条件とは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遅行波及していく。

業種別では1月の輸出物価指数・円ベースで、金属・同製品が+9.9%とコロナ打撃の継続下にあって2018年6月以来の大幅を記録した。自動車などが含まれる輸送用機器は－1.0%と前月の－1.2%からマイナス幅が縮小し、昨年4月の－2.8%をボトムに底入れを固めつつある。前回の世界減速と円高進展時である2016年には－12%超の大幅下落となっており、円高抵抗力の増強が示された。

その他の業種でも、化学製品が2016年時の－20%に対して今年1月は－2.2%、はん用・生産用・業務用機器は－8%に対して－0.5%、電気・電子機器は－15%に対して－3.2%などとなり、それぞれ輸出物価の下落幅縮小と収益の打たれ強さが示唆されている。





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。