

交易条件悪化も輸出物価上昇が下支え

外需に抵抗力、内需打撃や時間差の採算悪化は懸念

2021/7/14 (水)

日銀の企業物価指数では資源輸入価格の急上昇を受けて、企業の採算性や収益に関係する交易条件が大幅悪化となってきた（輸出物価÷輸入物価）。一方で世界景気の回復や輸出産品の高付加価値化などで輸出物価も上昇しており、外需系企業は収益面で抵抗力が増強されている。資源素材系の企業にもプラスとなるが、内需系企業は素原材料価格の上昇と国内でのコロナ打撃による価格転嫁の障害、価格転嫁の場合の一段の内需悪化が懸念材料となる。同時に交易条件の悪化は、先行き時間差を経た日本企業全体の収益や株価への悪影響が注視される。

企業の付加価値や利潤、輸出デフレーターが影響

「2008年のリーマン・ショックのあと、日本ではデフレと円高加速などで賃金や利潤といった企業の生み出す名目付加価値が圧縮され、物価下落が『付加価値デフレ』として日本経済の成長力を蝕んだ」、「付加価値の値段とも言うべきGDPデフレーター（物価指標）の変化を所得面から（累積）寄与度分解すると、2008年以降は輸入デフレーターと輸出デフレーターの変動、特に輸出デフレーターの下落が大きく影響している」、「付加価値デフレと企業利潤の圧迫は、主として交易条件の悪化によって生じていることが示唆される」――。

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。そのうえで「産業政策的な観点でいえば、デフレを脱却するためには、輸出物価を高くできる、つまり高くても売れるように産業転換をしていかなければならない」といった問題提起を行っていた。

同分析では為替相場や資源価格、輸入価格の各変動に対して、業種別・財別での為替転嫁率や価格転嫁率の高さも検証している。その結果として、「海外現地法人売上高比率、海外現地生産比率、労働生産性が、それぞれが高いほど転嫁率が高い傾向が見られる」と総括している。

その後2012年以降には良くも悪くもながら、日本企業は生き残りの自助努力策として、海外の売上高比率や現地生産比率を大きく上昇させてきた（国内は空洞化）。国内に残された部門は輸出産品に関し、高付加価値化・高希少性・高採算性という選択と集中を強化させている。あくまでミクロの品目別では、労働生産性が強化されている。同時進行で2013年以降は黒田日銀による異次元緩和などで超円高が是正され、為替相場の基本的な安定化が約8年にわたって長期定着してきた。

こうした複合変化もあり、昨年からの未曾有のコロナ危機にあっても、過去のような「輸出デフレーターの下落が大きく影響する付加価値デフレと企業利潤の圧迫」という泥沼化は回避されている。最新6月の日銀・企業物価指数では輸出物価が円ベースで前年比+11.3%となり、前月の+11.1%を含めて7カ月連続での上昇となった。昨年5月の-6.5%をボトムとして、2013年9月以来、7年半ぶりの大幅プラスになっている。

もちろん、現在は原油などの資源素材価格が上昇しており、輸入物価の円ベースも前年比で+28.0%もの大幅上昇となった（前月は+25.9%）。こちらは1980年9月以来、実に40年ぶりの大幅プラスになっている。輸出物価を上回る輸入物価の急上昇という交易条件（輸出物価÷輸入物価）の悪化は、日本企業の採算性や利益率、収益の悪化要因として先行き懸念される。

交易悪化でも輸出物価上昇時は株高、遅行で打撃

ただし、2012年時の内閣府の分析にもあるように、過去に日本企業の付加価値や利潤を圧迫させたのは、「特に輸出デフレーター（輸出物価）の下落」となっていた。現在は反対に輸出物価が上昇改善となっており、外需依存度や輸出依存度の高い企業の収益や株価には下支え要因となる。

6月の企業物価指数（消費税を除く）の業種別では、こうした輸出物価の打たれ強さのほか、素原材料価格の上昇の恩恵を受ける形で底上げされているセクターも少なくない。価格転嫁の進捗や売上高収入の増加、資源素材高の直接恩恵、株式配当や自社株買いの財務余裕増加などに期待をつなぐ企業として、日本株市場では関連株が下支えされやすい。

具体的に6月に前年比でプラス化やマイナス脱却となっていた上昇業種としては、非鉄金属の+37.6%、化学製品の+9.6%、鉄鋼の+9.3%、窯業・土石製品の+1.1%、生産用機械の+0.8%、業務用機械の+0.6%、繊維製品の+0.5%、パルプ・紙の0.0%――などがあつた。

何より現在のような資源価格と輸出物価の同時上昇は、世界景気の循環回復が反映されたものだ。過去実績として外需依存度が高い日経平均株価に限ると、世界景気の回復局面では「資源高などによる輸入物価の上昇打撃」よりも、「輸出物価上昇に伴う採算や収益の改善」のほうが初期反応としてプラス要因になっている。

例えば現在と同じように輸出入の両物価が前年比マイナス圏から脱し、輸入物価の上振れ幅が大きか

った局面として2017年3月以降がある。同月は輸出物価が前年比+4.0%に対し、輸入物価は+12.1%であったが、日経平均株価は月間高値ベースで同月の高値から、19カ月後となる2018年10月の高値まで19カ月間、+4780円幅の上昇幅が観測されている。

それ以前に輸出物価が長期マイナスを経て、現在のように前年比プラス転換となったのは2012年11月以降であった。当時は原油などの資源高も加速し、輸入物価は翌2013年に前年比+10%から+19%の大幅上昇となっている。しかし、日経平均は交易条件の悪化よりも、輸出物価の上昇のほうが株高へと寄与。その後は2015年6-8月まで、株高トレンドが維持延命された実績を有している。

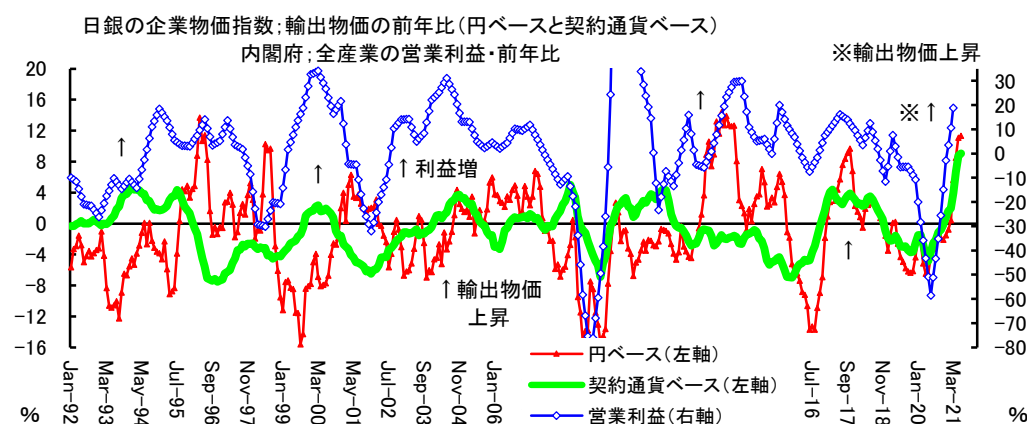
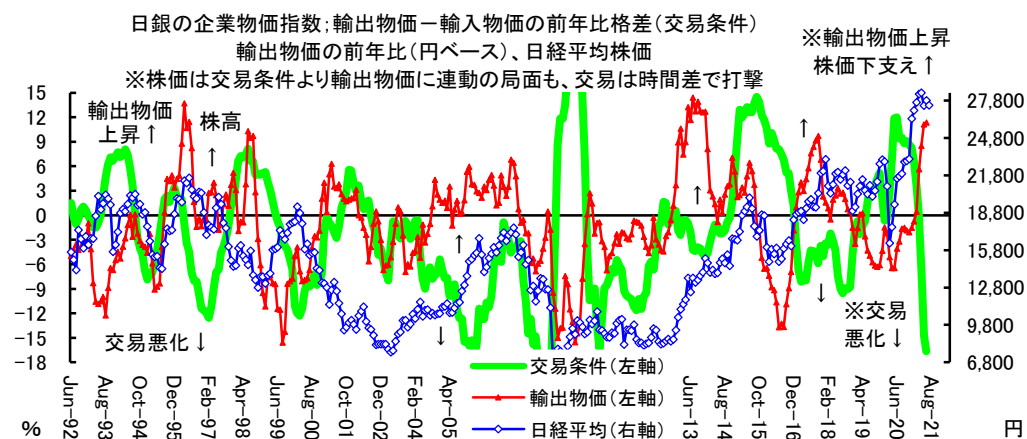
しかも輸入物価の急上昇というマイナス材料に関しては、過去との違いを含めて1) 日本企業の海外生産が拡大している（米国などの資源産出国での生産は、日本国内比で資源調達やエネルギーのコストが抑制）、2) 輸入物価上昇の場合、在庫保有や国内での価格交渉の時間などもあり、本格的な採算悪化までにはタイムラグがある、3) 国内の設備・工場では省エネルギー・環境重視対応が増強されてきた、4) 日本国内の拠点では国内向け・輸出向けを含めて、資源を大量消費する重工大型産業の相対的な影響

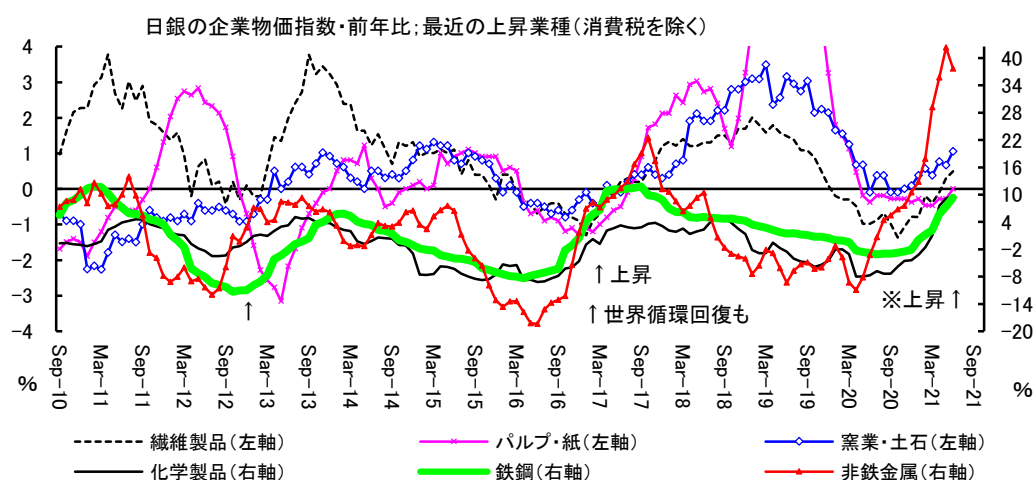
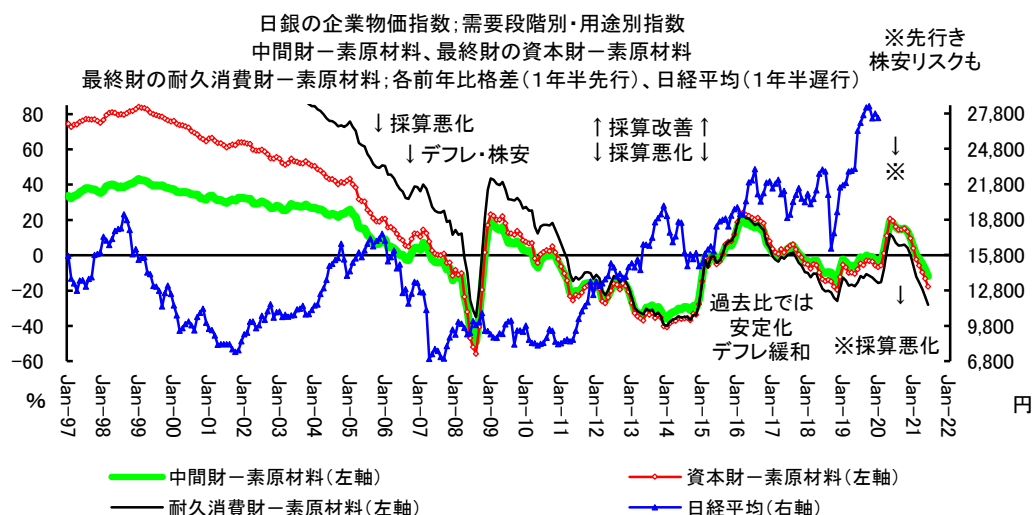
力（対GDP比シェアなど）が低下傾向にある——といった打撃緩和の材料もある。

一方で資源素材を含めた輸入物価の急上昇は、国内での中間財や最終財などに関係する内需系企業には打撃が大きくなる。ただでさえ国内ではコロナ打撃の長期化と経済疲弊により、価格転嫁には障害がある。それでも価格転嫁を進めた場合、今度は一段の内需落ち込みという返り血リスクが懸念されている。

同時に交易条件の悪化については、過去実績として1年から1年半のタイムラグで日本企業の収益や日経平均株価に悪影響を及ぼしてきた。そもそも素原材料価格の上昇は時間差を経て世界景気を減速させるほか、素原材料価格の上昇などによるインフレは世界各国の中銀による金融緩和の見直しや引き締めにつながりやすい。こうした循環要因も、時間差での遅行打撃につながっていく。

過去比では交易条件悪化と円高・デフレの負の連鎖は抑制されているが、それでも足元の交易条件の悪化は先行きの収益改善ペース鈍化と、日経平均の上昇ペース鈍化からの戻り売り圧力漸増の要因として注視されそうだ。





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。