

企業物価「素原材料の急騰」一服、採算支援

日本株出遅れ一因緩和、米株比「直近最低の劣勢」修正余地

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2021/8/13 (金)

日銀の企業物価指数では、素原材料価格の急騰が一服となってきた。日本は資源輸入国であるほか、コロナ要因や構造要因によるCPI（消費者物価指数）の低迷と価格転嫁の難しさにより、素原材料高は企業の採算悪化を通じて「対米国株比などでの日本株出遅れ」の一因となってきた。今後は採算悪化の歯止めが米国の金利低下一服やドル安・円高圧力の後退、日銀の相対緩和優位などと重なる形で、日本株の漸進的な出遅れ修正を支援する。足元で日経平均株価とNYダウの相対格差や倍率は、直近最低の日本株劣勢となってきた。

個別の日本株や企業価値、一部海外勢は割安判断

「海外勢は日本株への関心を失っているわけではなく、個別企業によっては割安と見なしている投資家も少なくない。当座は日本国内でのコロナ感染急増や経済制限の再強化、政治リスクの高まり、中国の政策・景気不透明感などがマクロ面での重石となるが、ミクロ面では政府・与党による『経済安全保障（安保）一括法案』の内容などを見極めつつ、海外勢から割安な日本企業への株式投資や直接投資（企業本体や事業部門の買収）が漸増していく可能性がある」――。

長く日本株をウォッチしてきた在米国のヘッジファンド幹部は、このような指摘を行う。

このうち経済安保法案については時事通信が7月28日、「政府は安全保障上重要な産業や技術への監督を強化するため、来年の通常国会で一括法案の提出を目指す」、「一括法は外資による重要企業への1%以上の出資を事前審査する外為法を基盤とする方向」、「放送や通信、銀行などの特定業種に関し、外資の出資やシステム整備を経済安保の視点で監督できる仕組みを整える」――などと伝えている。

一方で日本企業のミクロの個別収益に関しては、これまで採算を悪化させてきた素原材料価格の急騰が一服となってきた。日銀の企業物価指数によると、最新7月に需要段階別・用途別指数で「素原材料」が前年比+48.0%となっている。依然として高い伸び率ながら、6月の+50.2%で一旦の高騰ピークが示唆されつつある。

現在の米国物価指標で重要視されている「前月比」でいえば、国内の素原材料価格は7月に前月比+2.5%となり、昨年11月の+1.8%以来という小幅プラスに落ち着き始めた。今年2月の+6.9%や6月の+4.5%がピークとなる形で、急上昇のモメンタムは鈍化しつつある。

それに対して日本企業の加工・産出品価格や価格

転嫁の度合いを示す中間財や最終財は、プラス回復の基調を維持させたまま。米国など海外での経済活動再開や政策効果などもあり、7月に中間財は前年比+9.7%と前月の+9.1%を含めて5カ月連続でプラス幅を拡大させた。2008年8月以来、実に約13年ぶりの高い伸び率となっている。

その他、7月は最終財の資本財が+1.5%（前月は+1.2%、今年2月までは22カ月連続マイナス）、最終財の耐久消費財が+0.5%（前月は+0.3%、今年5月までは42カ月連続マイナス）とプラス修復が定着してきた。

素原材料の高騰に比べるとプラス幅は限られているものの、いずれも昨年から急加速されてきた「各価格－素原材料価格」前年比格差（＝採算）の大幅マイナスには歯止めが掛かっている。漸進的ながらも価格転嫁の進捗を示すもので、過去実績に沿えば企業の営業利益や日経平均株価の底入れ反転が支援されやすい。ミクロの企業収益でも、採算悪化の最悪ボトム通過と先行き採算修復の伸びシロ余地を踏まえると、日本株市場では前出ヘッジファンド幹部が指摘する「個別厳選での割安物色」が投資テーマとなり得る。

日経平均の水準、大幅遅延でもNYダウ追随実績

素原材料価格の高騰は世界的な現象とはいえ、これまで日本株にとっては米国株など他国株比での出遅れの一因となってきた。理由としては、1) 日本の資源輸入比率の高さ、2) 日本のコロナ要因と構造要因によるCPI（消費者物価指数）低迷と、企業による価格転嫁の難しさ、3) 米国の「前年比ドル高」に対しての日本の「前年比円安」による輸入物価の一段の上乗せ圧力――などが相対的な悪材料となってきた経緯がある。

その意味で日本企業の採算悪化歯止めは、あくまで部分的な材料に過ぎないとはいえ、日本株の出遅れ修正を支援する。たださえ8月6日以降は米雇用統計の改善などもあり、米国の長期金利低下一服やドル安・円高圧力の緩和、米FRBの先行き金融緩和見直し観測に対しての日銀の緩和長期化（相対緩和優位）などが、対米国株比での日本株の出遅れ材料を減少させ始めている。

8月以降に米国株NYダウは調整下落を経ながらも、3万5000ドル超えと過去最高値を再更新してきた

（月間高値は3万5501ドル）。それに対して日経平均株価は、12日までの月間高値が2万8279円にとどまっている。ドルと円を抜きにした単純な指数水準の日米格差は、-7221幅という日経平均の下振れ

マイナスとなっている。直近最低である昨年9月の-5577幅を下回り、過去最低の日経平均の劣勢と出遅れになってきた。

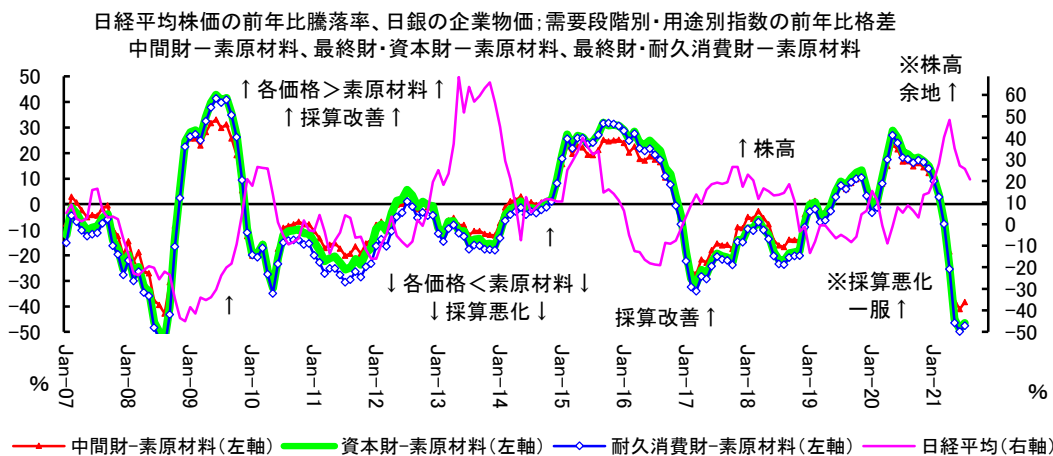
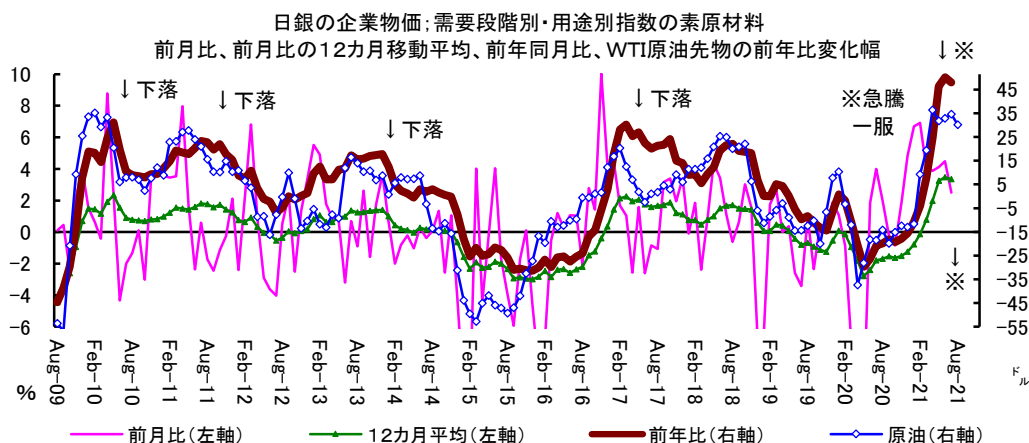
一方で昨年9月の場合、11月から日経平均の出遅れ修正が点火。今年2月にかけて、日本株の運行上昇が急加速されている。今回はコロナ感染などの不透明材料が山積しているとはいえ、先行き日経平均の出遅れ修正エネルギーが注目されやすい。足元では月間高値比較で「円建て日経平均÷ドル建てNYダウ」の相対倍率が、2019年7-8月や2011-2012年以来の低水準という日経平均劣勢（出遅れ）へと低下。「ドル建て日経平均÷ドル建てNYダウ」の相対倍率は、過去最低水準の日経平均劣勢となっている。

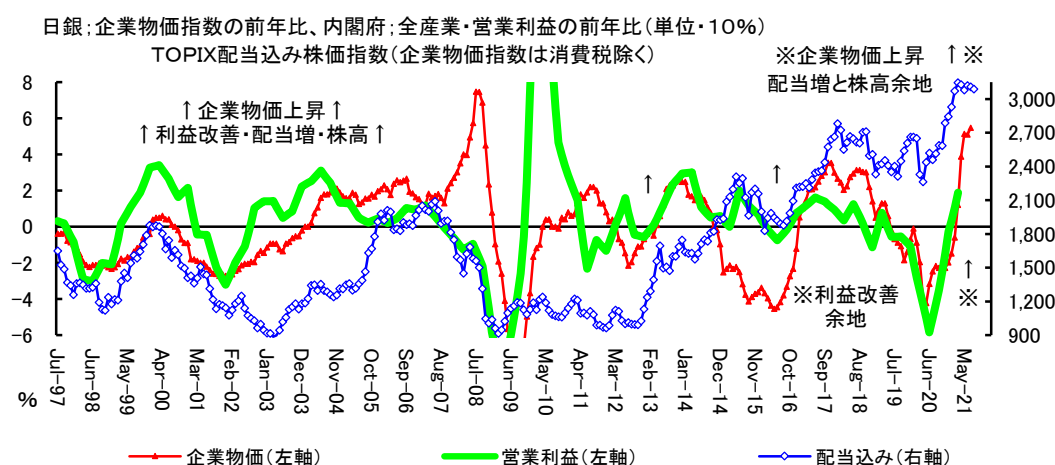
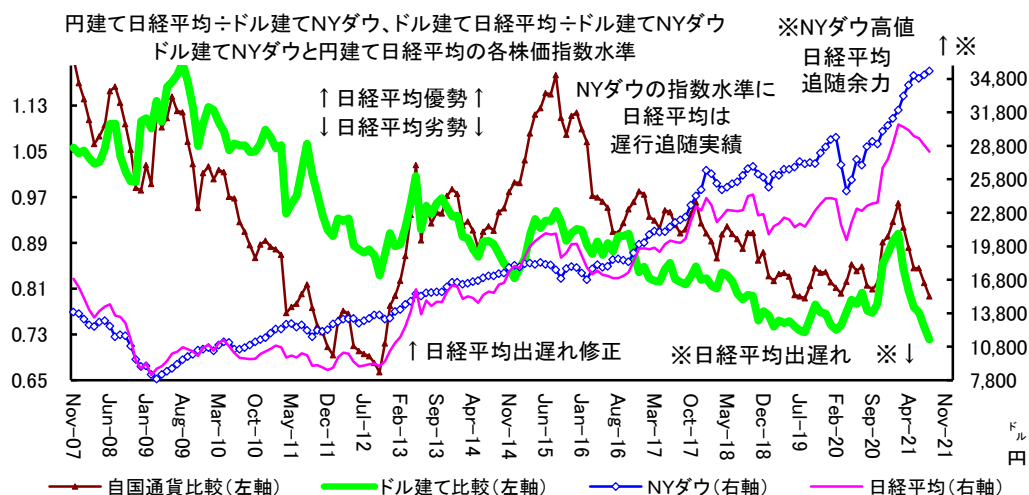
リーマン・ショック後の2009年以降は世界的な超低金利やインフレ抑制、基本的な過剰流動性とカネ余り定着、日本企業の米国を含めた海外依存度の高まりや海外生産の拡大、米国企業の部品生産を始めとした関係拡大、ドル/円の安定長期化などもあり、日経平均の指数水準は大幅な後ズレ遅延ケースを含めて、NYダウに運行追従してきた。まずドル建てのNYダウは2011年1月に1万2000（ドル）の節目超

えとなったが、日経平均は大きく遅れながらも、26カ月後の2013年3月に1万2000（円）超えを実現させている。

その後はNYダウの1万5000超えが2013年5月で、日経平均の本格1万5000超えは6カ月後の2013年11月、NYダウの2万超えが2017年1月で、日経平均の2万超えは5カ月後の2017年6月という運行追従が持続。続いてNYダウの2万5000超えが2018年1月に対し、その後は米トランプ政権発の貿易摩擦やコロナ・ショックなどで日経平均は大幅な出遅れが長期化したものの、34カ月後の2020年11月から2万5000超えを追従達成した。

そこからはNYダウの3万超えが2020年11月に対し、日経平均は3カ月後の2021年2月に3万超えを後追い実現させている。そして直近段階でのNYダウは、今年5月や7-8月に3万5000の節目超えとなってきた。2009年から約12年に及ぶ過去実績に沿えば、グローバルな超低金利や実体経済見合いでの過剰流動性（カネ余り）の維持定着などとあいまって、一定の時間差を経たあとの日経平均の3万5000（円）超えの追従余地は残されている。





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。