

交易条件、大幅悪化から底入れ攻防

18 カ月ぶり改善、企業収益や株価の底固めに寄与

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/1/17 (月)

日銀の企業物価指数では、最新の昨年 12 月に交易条件（輸出物価指数－輸入物価指数の前年比格差）が 18 カ月ぶりの改善となった。依然として不透明感は強いものの、コロナ経済打撃の段階的なショック軽減化のほか、資源高影響による先行き需要抑制、米 FRB など各国危機対応の見直しに伴う需要抑制などもあり、輸出環境の悪化と素原材料を始めとした輸入価格の高騰は「最悪期の通過」が見込まれる。各種物価に先行性のある中間財価格には高騰ピークの予兆もあり、日本企業の収益や株価の底固めに寄与していく。

物価先行の中間財価格、高騰ピークの予兆

「(米 FRB が金融緩和の見直しに向かう中でも) IMF では引き続き米国の堅調な成長を予想している。供給の混乱が収まり、財政引き締めによって需要が圧迫されるのに応じて、インフレは今年後半にかけて減速する可能性が高い」、「しかし、FRB による引き締めは、脆弱な新興国にとってより深刻な影響となる」、「すでに新興国などの間では債務増大とインフレ上昇に対処するため、金融政策の調整を開始し、財政支援の縮小を準備している国もある」――。

IMF の戦略政策審査局は 10 日、FRB による緩和見直しの影響に関し、このような警告と分析を行っている。

足元では世界的に新変異株を含めたコロナ感染が再激化しており、供給制約の長期化とインフレの高止まり、それに対処する FRB など各国中銀による金融引き締めの行き過ぎなど、先行き混乱リスクは残存したままだ。

一方で FRB の現状分析に沿えば米国では今年、供給混乱の一段落や金融・財政引き締め（コロナ危機対応の縮小）による需要抑制が見込まれる。「供給修復と需要鈍化」により、資源高などの各種物価高騰は沈静化が期待できる。新興国などでの FRB 引き締め打撃や、金融・財政政策の危機対応縮小についても、需要鈍化を通じた資源高の制御につながるものだ。さらに昨年以降の資源高影響が、時間差を経て今後の世界的な需要にブレーキを掛けていく。

その中でも米国経済は、「引き続き堅調な成長が予想される」(IMF) という。供給混乱の修復余地もまた、潜在的な米国経済の下支え要因となるものだ。同時に足元の年初以降は世界的なコロナ感染の再激化にあって、新興国の株価や通貨は底堅さを示すなど、コロナ要因による経済打撃は段階的に軽減化されつつある。こうした状況はあくまでも現状段階での良い所取りながら、日本の交易条件（輸出物価指

数－輸入物価指数の前年比格差）にとって、「輸出環境の改善と輸入物価の抑制」というプラス効果をもたらす。

すでに最新昨年 12 月の日銀・企業物価指数では、「中間財」が 6 カ月前比で+6.6%となり、6 月の+8.9%をピークに 5 カ月連続で頭打ちが示された。中間財は川下の素原材料価格の上昇を受けた価格転嫁の広がり、川上の生産・消費などの需要動向の双方を敏感に反映することで、各種物価指数に先行性を有している。12 月は前年比でも 13 カ月ぶりにプラス幅が縮小へと減速しており、「悪い物価高騰モメンタム」の先行きピーク予兆として注目されやすい。

過去実績としても IMF が指摘するような「米国による金融・財政政策の引き締め転換」の前後からは、原油などの資源相場は上昇ピークとあってきた。日本の企業物価でも、素原材料価格や中間財価格は頭打ちが連動観測されている。今回は現状、FRB による 3 月からの利上げ開始が見込まれ始めた。

原油「前年比」鈍化は有力、交易条件の大底支援

交易条件の関連では、円ベースの輸入物価指数が 12 月に前年比+41.9%と、前月の+45.2%から騰勢が一段落となっている。輸出物価指数も+13.2%と前月の+15.2%からは低下しているが、2013 年以来となる 8 カ月連続での+10%超えを堅持したままだ。外部環境の底堅さや、日本の輸出品の価格抵抗力強化が示唆されている。

結果、交易条件を示す「輸出物価－輸入物価」の前年比格差は、-28.4%と前月の-30.0%からマイナス幅縮小の改善となった。2020 年 6 月の+12.1%を直近最高とした悪化と大幅マイナスの基調が、約 18 カ月ぶりに持ち直しとなっている。

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。

過去実績として交易条件は 1980 年代以降、内閣府による全産業・営業利益の前年比や日銀短観の大企業製造・業況判断に対して、1 年から 1 年半（12 カ月から 18 カ月）の先行性が明確に確認されている。今回も企業収益や日本株の最悪ボトム通過と先行き改善の先行シグナルとして無視できない。

現在と同じような交易条件の大幅悪化としては、リーマン・ショック前後にあたる 2008 年 8 月の-26.8%があった。当時はその後の政策対応もあり、

営業利益の前年比は「15 カ月後」の 2009 年 11 月から 27 カ月ぶりのプラス回復となっている。

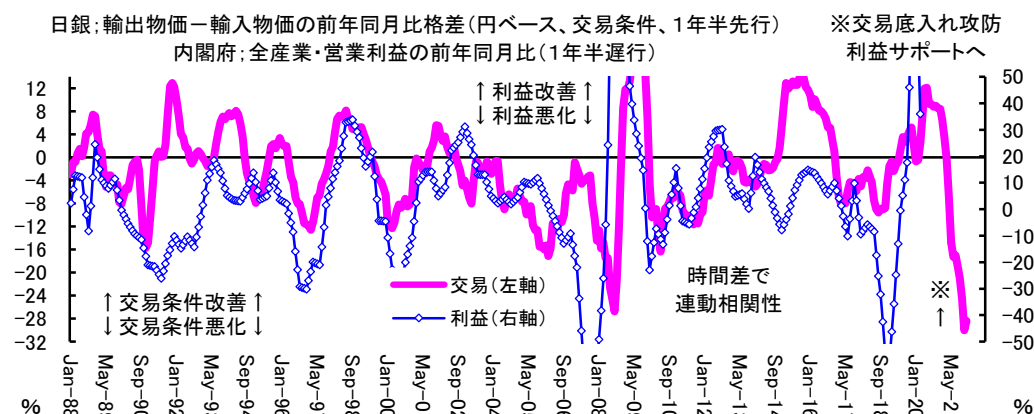
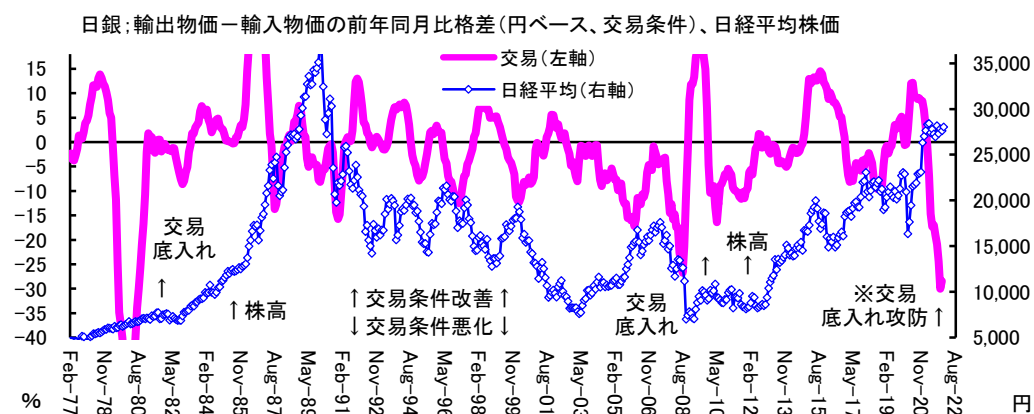
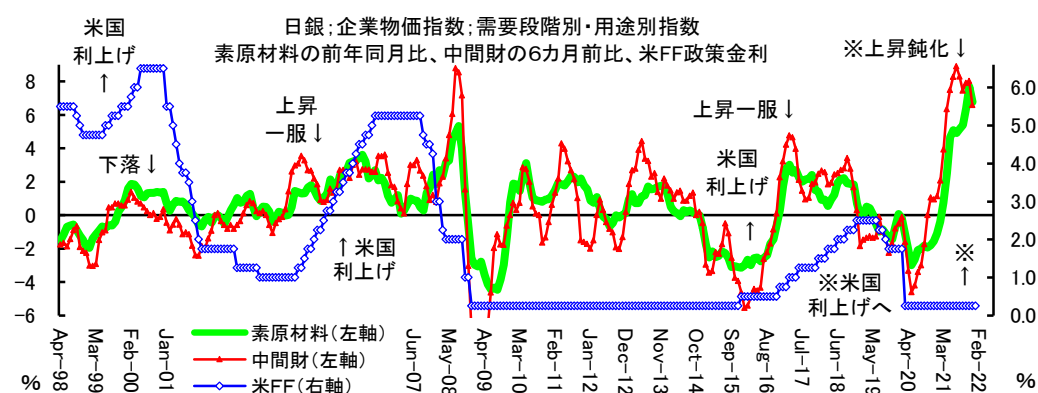
そのあとでは 2011 年 8 月に、交易条件は -11.6% までの悪化で底入れとなっていた。当時の営業利益・前年比は、「19 カ月後」となる 2013 年 3 月からプラス基調が定着した遅行実績を有している。

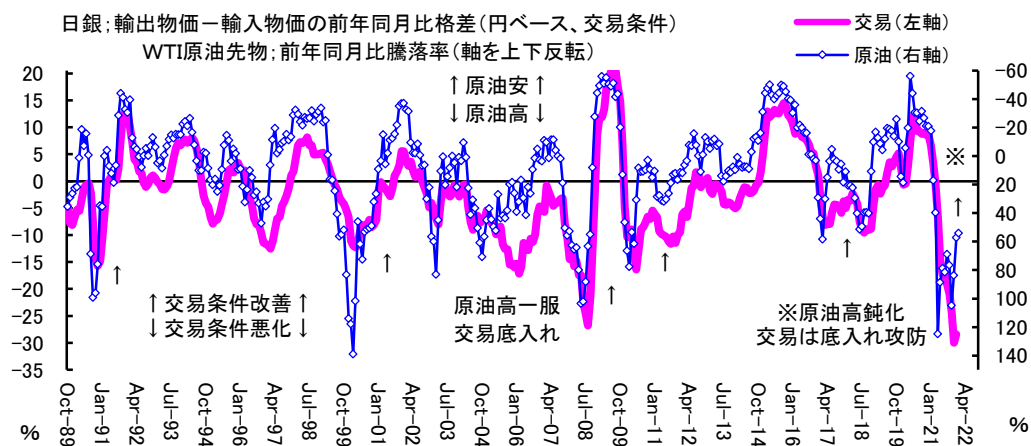
今回の交易条件については先行き、原油など資源相場の前年同月比プラス幅鈍化が、輸入物価の天井ピークと交易条件の大底形成を担保していく。WTI 原油先物は昨年後半から再上昇となっているが、月間高値の前年同月比では 1 月 13 日時点で +54.1% となり、12 月の +57.1% からプラス幅が縮小してきた。昨年 4 月の +124.8% や 10 月の +104.8% が直近最高となる形で、高騰モメンタムはピークアウトしつつある。

過去実績として原油先物の前年比天井ピークは、

日銀・企業物価指数での素原材料価格や輸入物価の天井ピーク、ひいては交易条件の大底ボトムと明確な相関性を有している。日経平均株価でいえば現状からの下げ余地縮小や下限ラインの切り上がり、下値固めと押し目買いの流れが支援されやすい。

現在の WTI 原油先物は 1 月 13 日段階で月間最高が 1 バレル = 83 ドルだが、前年同月比の基準となる昨年の月間高値は 6 月から 74 ドルに切り上がり、10 月には 85 ドルまで上昇していた。一方で今年は年後半にかけて、IMF が指摘するような米国での供給修復、財政・金融政策の引き締めによる需要鈍化、新興国などでの FRB 引き締め打撃と財政・金融政策の引き締め（危機対応の縮小）に伴う需要抑制が見込まれる。先行き 6 月から年後半にかけては、原油など各種価格の「前年同月比」プラス幅縮小と下落転換が有力視される。





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。