

交易条件に底入れ兆候、企業収益「陰の極」

円安・資源高一服、米輸送株÷原油は下落歯止め

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/8/17 (水)

日銀の最新7月企業物価指数では、企業の価格転嫁力や採算性、収益率に関係する交易条件（輸出物価－輸入物価）が大幅な悪化となったが、底入れ兆候も見られ始めた。企業収益に1年から1年半前後の先行性があり、企業収益や日本株の「陰の極」通過が後押しされやすい。足元では輸入物価を押し上げてきた円安・資源高が一服となってきたほか、WTI原油先物は前年比での大幅プラスが剥落に向かいつつある。日本の交易条件と相関性がある米輸送株と原油先物の相対比較では、輸送株の劣勢に歯止めが掛かってきた。

原油先物、前年比の大幅プラスが剥落へ

「4－6月期の実質GNI（国民総所得）成長率は、前期比－0.1%（年率－0.6%）と2四半期連続のマイナスとなった。海外からの実質純所得はプラス寄与（寄与度0.2%）となった一方、交易利得がマイナス寄与（寄与度－0.8%）となった」――。

内閣府では最新4－6月のGDPに関して、このような解説を行っている。内閣府によるとGDP（国内総生産）に加えて、海外支店等の所得を含めた海外の投資収益のほか、交易条件の変化を含めたのがGNIとなっている。

このうち貿易の有利・不利を示す交易条件は、商品価格の変動がもたらす影響を価格面からとらえた指標だ。それに対し、所得面からとらえたのが交易利得となっている。4－6月の実質GNIでは交易利得が－0.8%のマイナス寄与度となったが、改めて国内外での商品相場高騰による打撃の深刻さが示されている。－0.8%とは、2007年10－12月以来という記録的なマイナス幅だ。1994年以降の現行統計では最低水準となっている。

日銀による最新7月の企業物価指数でも、交易条件を示す輸出物価－輸入物価の「前年比」格差（円ベース）は－29.0%の大幅悪化となった。輸出物価は＋19.1%と一定程度の価格転嫁が見られているものの、輸入物価が＋48.0%と高止まりしている。

それでも同格差は昨年11月から－29.0%となっており、前月6月も－28.5%とマイナス幅自体は下げ渋りから底這い化へと移行し始めた。輸出物価－輸入物価の「前月比」格差では7月が－1.7%となり、4月の－4.8%をボトムに底入れ機運にある（6月は－2.3%）。

しかも足元では、輸入物価を押し上げてきた円安と原油高のペースが一服となってきた。WTI原油先物の円換算では月間高値の前年同月比で、8月は15日時点で＋60.9%となっている。昨年10月の＋

120.7%や今年5月の＋108.1%を高騰のピークとして、プラス幅は縮小へと転じてきた。先行き時間差を経て円ベースによる輸入物価の天井ピークとプラス幅の縮小、連動する形での交易条件の改善が担保されやすい。

WTI原油先物はドル換算でも、8月からは1バレル＝86ドル前後まで下落となっている。昨年は10月から74－85ドルに切り上がっており、先行き原油は「前年比での大幅プラス」が剥落に向かっていく。これまた日本の輸入物価の前年比上昇一服と交易条件の改善につながりやすい。

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。その記録的な悪化を経た底入れは、先行き企業の価格転嫁力や採算性（マージン）、収益率の悪化歯止めへと伝播。タイムラグを経て、企業収益と株価の底上げへと遅行波及していく。過去実績として交易条件は、内閣府の全産業・営業利益前年比に1年から1年半の先行実績を有してきた。

円建て原油の騰勢一服、交易条件と株価にプラス

最近の交易条件悪化でいえば、2018年10月の－9.0%で底入れとなる場面があった。日経平均株価は2カ月後となる同年12月で底入れに移行。その前後が「買い場」となる形で、13カ月後にかけて株高トレンドが形成されている。

その前では交易条件が悪化局面のあと、2013年12月の－5.1%で底入れした。日経平均はそこから2015年の18－20カ月後にかけて、株高ラリーに移行している。過去実績として交易条件が底入れしたあと、日経平均は月間高値の前年同月比・変化幅で、最低でも前年比＋4000円幅から＋6000円幅は上昇するパターンが繰り返されてきた。ちょうど現在は今年2月からの前年比マイナスが底入れし、8月からは前年比プラス圏に浮上するという上昇モメンタムが点火されつつある。

日本の交易条件と相関性が高いデータとして、「米NYダウ輸送株指数－WTI原油先物」の前年比格差がある。NYダウ輸送株指数とは、米国を代表する鉄道、トラック、物流、航空など輸送関連20銘柄が含まれるものだ。原油相場のレベルに対し、経済環境の強弱が示されるバロメーターとなっている。

月間高値の前年比で、輸送株は8月が15日時点で前年比＋2.0%とプラス圏に浮上してきた。5月からは前年比マイナスに沈んできたが、米国内でのリベンジ消費や貯蓄バッパー、資源高と金利上昇の一服、経済正常化の広がりなどもあり、6月の－8.1%

をボトムに底入れとなっている。

一方で原油は15日時点で前年比+33.4%となり、昨年10月の+104.8%や今年3月の+92.0%を最高としてプラス幅を縮小させてきた。

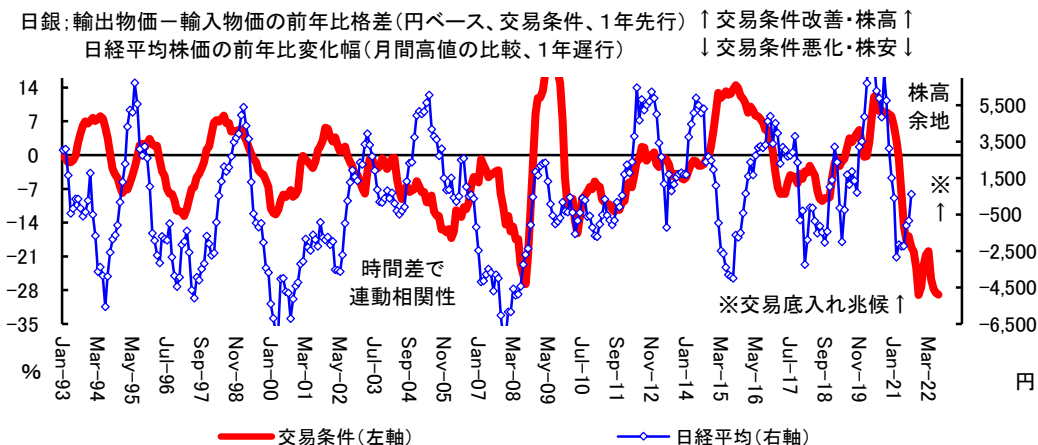
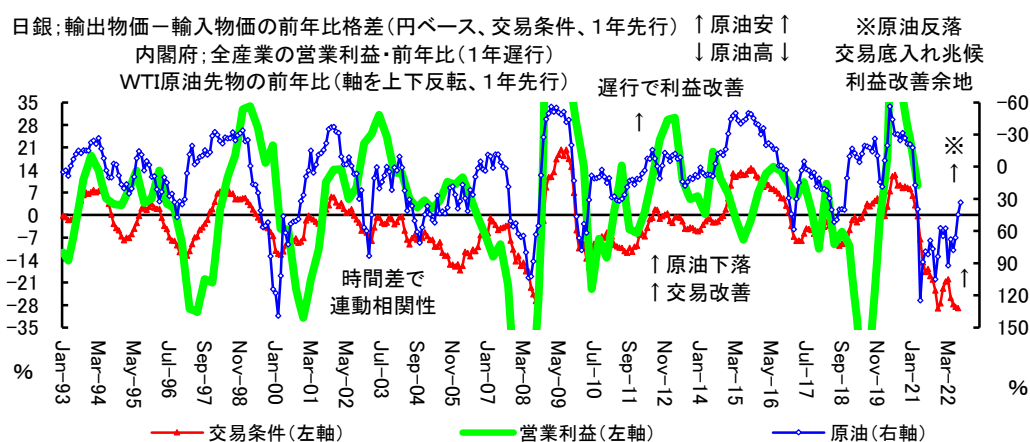
結果、輸送株－原油の前年比格差は、8月15日時点で－31.4%の輸送株下振れとなった。輸送株の劣勢は続いているものの、今年3月の－78.7%や5月の－81.5%を大底として底入れ機運が見られている。同格差の1年スパンのトレンドを示す12カ月移動平均では、方向角度が輸送株優位方向を示す上向き化へと転換している。過去実績として、日本の交易条件は連動する形で底入れ改善支援されている。

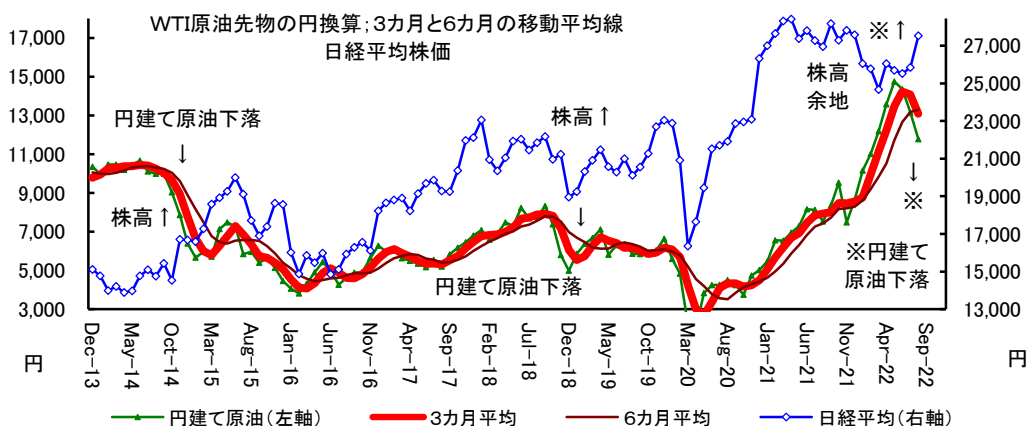
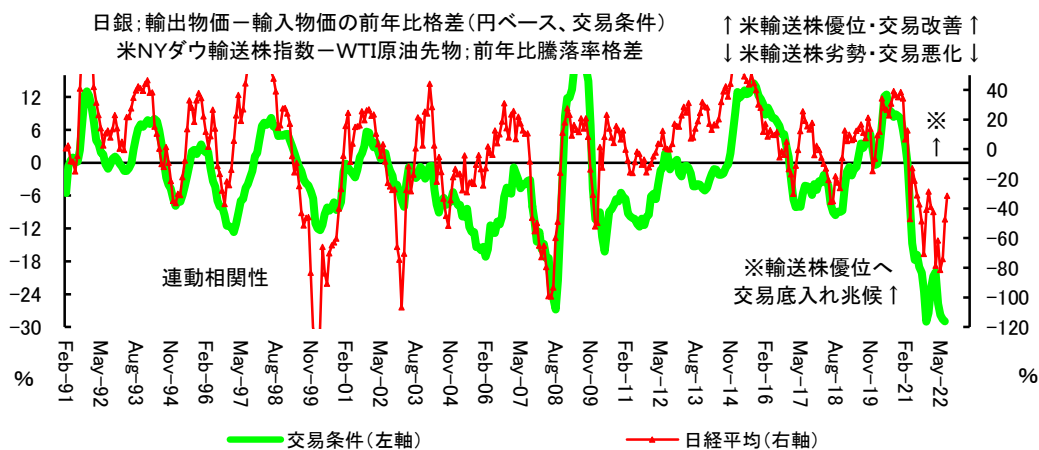
日本で輸入物価の上昇と交易条件の悪化を促してきた円安・原油高でいえば、WTI原油先物の円換算は6月までの高騰を経て反落となってきた。足元の8月からは3カ月と6カ月移動平均線の下抜け、3

カ月移動平均線の下向き化という当座の下落基調への転換が示唆されている。

最近では2019年8月から観測された同時現象だが、当時の日経平均は交易条件の改善効果もあり、5カ月後まで上昇基調が維持された。その前では2018年11月から観測され、日経平均は翌12月での底入れを経て上昇トレンドがサポートされている。

なお、原油相場は世界経済の減速懸念や、米FRBを始めとした各国中銀の利上げなどが打撃となっている。前週末からは世界最大の原油輸出業者サウジアラムコが増産の用意があると表明したこと、一時停止していた米メキシコ湾の石油プラットフォームで生産が再開されたこと、イラン核合意再建に向けEUが提示した最終案について、歩み寄りの可能性が報じられたこと、中国の経済指標が悪化したこと――などが原油安の材料になってきた。





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。