

外需先行、「契約通貨」輸出物価に底入れ兆候 為替中立で海外の需要反映、海外での価格転嫁も関係

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2023/1/18 (水)

日銀による昨年 12 月の輸出物価指数では、為替影響が中立で海外の需要が反映される「契約通貨ベース」に底入れ兆候が見られ始めた。過去は世界景気に先行実績があり、現在の資源高騰一服を始めとした世界的なインフレ上昇鈍化のほか、各国中銀の利上げ後半入り期待、中国などでのコロナ規制解除と経済正常化の広がりなどもあって、世界景気悪化の先行き緩和が注目される。日本企業による海外での価格転嫁進捗というプラス面が示される一方、海外での価格転嫁の継続・浸透は世界的な物価高止まりの定着リスクとして注視される。

輸出物価、世界景気減速や株安との連動下落一服

「輸出物価指数は、海外市場における財の価格・需給動向や、為替変動等を受けた国内企業の価格設定行動を反映している。そのうち円ベースは為替変動の影響を大きく受ける一方、契約通貨ベースは為替変動を除くことができるため、国内企業の海外における短期の価格設定行動の変化を把握することができる」――。

日銀は企業物価統計での輸出物価に関し、このような解説を行っている。契約通貨ベースでの輸出物価については、経済産業省から「輸出先の海外需要サイドからみた場合の製品価格」、「海外現地での日本製品の仕入価格」といった意味付けがなされてきた。

実際に過去実績として契約通貨ベースの輸出物価は、海外の景気や需要動向と密接な相関性を有している。現在は世界景気の悪化が根強く警戒されているが、最新の昨年 12 月分は前年比+1.3%となり、前月の+0.9%から上昇となった。2021 年 11 月の+8.1%を直近最高とした長期下落を経て、底入れ兆候が見られつつある。

2021 年 11 月といえば、世界の景気や株価がコロナ危機からの急回復を経て天井のピーク前後をつけた時期と符号する。同時期からの輸出物価の下落と足元での底入れ機運は、世界景気の減退と需要悪化の「先行き歯止め」を示唆する先行シグナルとして注目されそうだ。

過去実績として契約通貨ベースでの輸出物価の底入れは日本株との関係で、外需依存度の高い銘柄が多く、世界景気に先行性のある日経平均株価について、底入れや下値余地の狭まりを連動支援してきた。

今回の場合、現状の日経平均は日銀の緩和修正思惑と日本での金利急上昇、為替円高などが悪材料となっている。それでも世界的な国際優良株が中心の「TOPIX コア 30」は、相対的に底堅く推移。年初来

では+3%前後の上昇となっている。長期スパンでも、2012 年のアベノミクス相場開始以降における重要な下値抵抗線、36 カ月移動平均や月足・一目均衡表の基準線などでサポートされ、下値切り上がりの軌道が示唆されている。

世界景気に関しては 16 日の欧州市場で天然ガス標準価格が急落となり、2021 年 9 月以来の安値を更新してきた。年初来では、-27%の大幅下落となっている。昨年は対ロシア制裁の強化とロシア産資源の購入制限などにより、欧州では資源エネルギーの不足と価格高騰、連動した景気の悪化が懸念されてきた。しかし足元では、事前警戒の反動が進展。欧州での暖冬のほか、他国からの代替確保の進捗、中国による前倒し資源確保の行き過ぎと在庫抱え込み、余剰分の欧州振り向けなどで、欧州でのガス価格は急落となっている。

欧州では資源エネルギー危機の一旦の回避もあって、過度な景気悪化懸念が緩和されてきた。ドイツ株 DAX 指数は 16 日時点で年初来+8.7%の上昇となり、昨年 2 月以来の高値を回復している。フランスやイタリアなどの主要株価指数も、約 1 年ぶりの高値に反発となってきた。

先進国株と金、同時上昇でも株価の劣勢は歯止め

欧州以外でも現在の世界は原油・ガスなど資源高騰の一服や、連動したインフレ上昇鈍化のほか、米 FRB など各国中銀の利上げ後半入り期待、中国などでのコロナ規制解除と経済正常化の広がりなどもあって、過度な世界景気の悪化リスクが緩和されてきた。

それでも現在の国際金融市場では根強い世界景気の悪化懸念などもあり、安全逃避資産である NY 金先物が大きく上昇している。13 日にかけては、昨年 4 月以来の高値を更新してきた。一方、同時進行で MSCI 先進国株指数（ドルベース）も上昇。米国株は依然として FRB の利上げ動向の不透明感のほか、先行きの米景気後退（リセッション）リスク、IT ハイテク企業を始めとした業績悪化懸念などが重石となっているが、MSCI 先進国株の「米国株を除く」指数は年初から+7%の上昇となり、16 日には昨年 5 月以来の高値を回復してきた。

リスク回避局面で買われやすい金先物と、リスク選好で買われる MSCI「米国株を除く」先進国株の同時上昇は、脆さを秘めた良い所取りの並存といえる。その反面、現在の同時並存については、1) FRB など各国中銀の利上げ後半入りと先行き停止や利下げの期待（金利低下は金利の付かない金にプラス。金利

低下は先進国株にプラス)、2) ドル反落の見通し(ドル反落は金にプラス。ドル反落はドルベースでの非米国株を押し上げ)、3) 安全逃避によるドルやドル資産への滞留から、国際分散を含めた他資産への資金解放——などの影響を示唆するものだ。

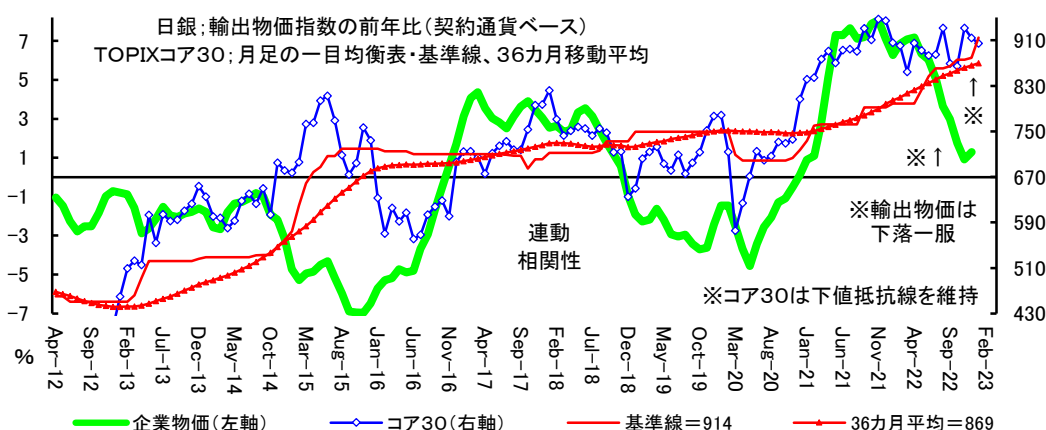
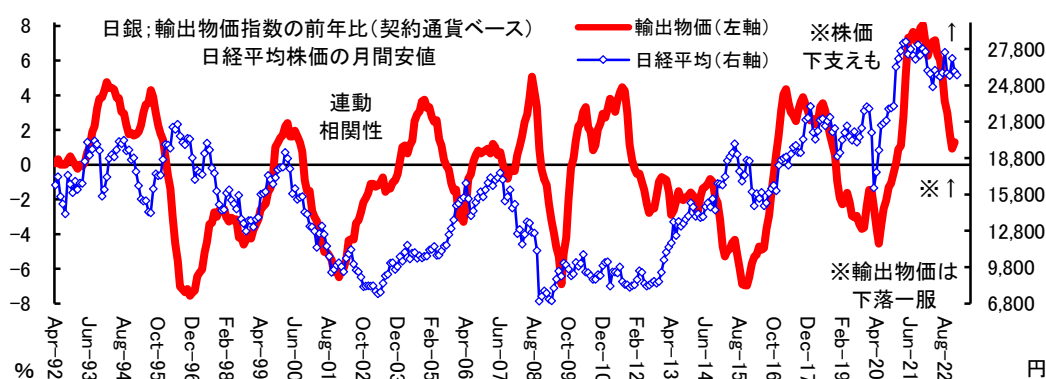
その中でMSCI「米国株を除く」先進国株指数÷NY金先物の相対倍率は、16日前後で1.10となった。月間の月末ベースでは昨年9月の1.02や12月の1.08を最低として、先進国株の劣勢に歯止めが掛かっている。2021年10月の1.32を直近最高とした先進国株優位と、その後の世界景気減速やリスク回避などによる金の相対優位(先進国株の劣勢)は一服となっている。現在のような先進国株と金先物の同時上昇の中での「微妙な先進国株優位」転換は、過去に世界景気が悪化から底入れに向かう前段階の先行サインとなってきた。

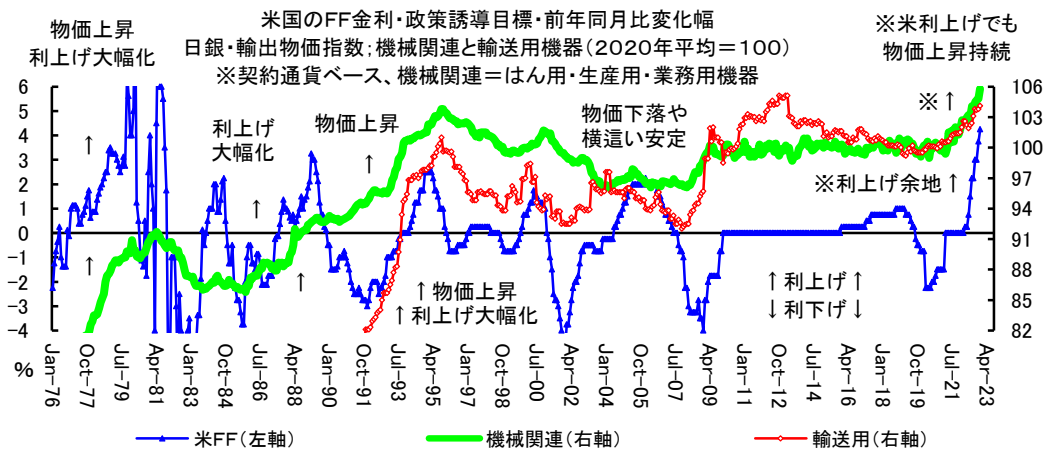
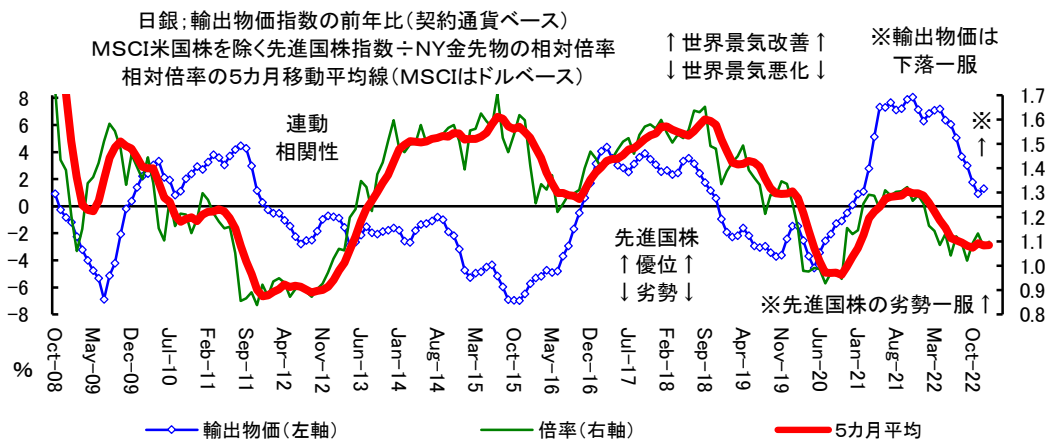
一方、日銀による契約通貨ベースでの輸出物価指数では、2021年以降の世界景気減速と全体指数の下落でも、機械関連(はん用・生産用・業務用機器)や輸送用機器は逆行上昇が堅持されている。昨年12月分では米国など世界的に物価指標が下落となって

きたが、機械関連は前年比+3.9%(11月は+3.5%)、輸送用機器は+2.6%(+2.4%)とプラス幅を拡大させたままだ。

為替影響が中立でも輸出物価(海外現地価格)が上昇するという状況は、日本企業による輸出品の高付加価値化、希少化などによる価格抵抗と価格転嫁力の増強を示すプラス面がある。その反面、過去に機械関連や輸送用機器については、1970年代や1980年代のインフレ時代に持続的に上昇する局面があった。その意味でこのまま海外現地で価格転嫁と価格上昇が継続・浸透していくと、改めて「世界的な物価高止まりの定着リスク」が警戒される。米国を始め、各国での利上げ大幅化や長期化の要因となるものだ。

構造的な物価高の定着要因としては、世界的なグローバル化の終焉と新冷戦入り(世界分断化やブロック化)、新興国生産での安価な労働力活用の一服、新興国の成熟化と賃金上昇、世界的な高齢化と人手不足、脱炭素化などによる資源エネルギー価格の下落制約などが注視される。





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。