

### 交易条件改善、追随「株高効果」顕在化

42年ぶり悪化から修復余地、企業の利益や配当支援

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

[info@j-pulse.co.jp](mailto:info@j-pulse.co.jp)

2023/5/17 (水)

輸出企業などの利幅や採算性を示し、原材料の輸入コストと輸出価格の格差を示す交易条件は昨夏で底入れしたが、日本株市場では今年4月から追随での「株高効果」が顕在化し始めた。先行き時間差を経て、企業利益や株式配当などの底上げを担保するものだ。交易条件は円ベースの「輸出物価－輸入物価」前年比格差などで算出されるが、昨年は大幅な資源高と円安などで約42年ぶりの低水準に悪化しており、当面は前年比での資源高・円安・外需悪化の抑制もあって、リバウンド修復のエネルギーが注目される。

#### 交易条件の改善、経常利益の増加を担保

「企業の収益力（稼ぐ力）を表す売上高経常利益率は、固定費を売上高で除した売上高固定費比率と、変動費を売上高で除した売上高変動費比率に分解することができる」、「売上高経常利益率を高めるためには、売上高固定費比率、または売上高変動費比率を下げる必要がある」、「このうち売上高変動費比率を下げるには、交易条件の改善、生産性の向上、商品・サービスの高付加価値化が必要となる」――。

企業専門の信用調査会社・帝国データバンクでは、こうした前提のもとで「交易条件で見る企業収益力の規模間格差」といった財務分析を行っている。

日本では2021年以降、素原材料などの輸入価格高騰のほか、円安の加速などもあり、交易条件は大幅な悪化となってきた。交易条件の悪化は売上高変動費比率のほか、輸出企業などの利幅や採算性、価格転嫁に逆風へと作用。同条件は輸出物価指数－輸入物価指数の前年比格差（円ベース）などで算出されるが、日銀統計では昨年7月に－29.6%となり、1980年以来、約42年の大幅悪化となっている。

しかし、その後は資源高や円安の抑制、供給・輸送制約の緩和などで、輸入物価は下落に転じてきた。輸出物価のほうは関係する外需に関し、中国などでのコロナ正常化、欧州での資源エネルギー危機懸念の緩和、米国での雇用の打たれ強さなどもあり、過度な需要減と物価下落が制御されている。

その中で最新4月に交易条件は＋4.7%となり、2021年1月以来、約27カ月ぶりのプラス幅に改善となってきた。こうした交易条件の昨夏での底入れと足元のプラス回復が一因となる形で、日本株は今年4月から追随の「株高効果」が顕在化している。当座の交易条件は「谷深ければ山高し」の形で、記録的な悪化からのリバウンド修復エネルギーが注目されやすい。

交易条件については過去に内閣府も、「輸入物価の

下落は交易条件の改善につながり、より少ない輸入代金でこれまでと同じ量を輸入することができるため、海外から国内への所得の流入（交易利得）が増加する」、「交易条件の改善は、経常利益を拡大させる」といった分析を示してきた。

過去の交易条件では現在と同じような長期マイナスのあと、2014年12月から＋5.1%へと回復する場面があった。当時の財務省・法人企業統計では、全産業（金融・保険業を除く）の経常利益が約半年後となる2015年4－6月に前年比＋23.8%と追随改善になっている。同期間中に日経平均株価は、月間高値ベースで前年比でのプラス幅を拡大。2015年5月には前年比＋5911円幅までの上昇が連動観測されている。

その前ではリーマン・ショックのあと、交易条件は長期マイナスを経て2008年12月に＋8.6%とプラス圏に浮上した。経常利益は約1年後となる2009年10－12月に、前年比＋102.2%という大幅な反動改善が追随観測されている。

#### 米国比で改善、日経平均「NYダウ水準」追随焦点

さらに前では交易条件が2001年9月にプラス回復となり、経常利益は約1年後となる2022年7－9月に前年比＋20.5%という連動相関性が見られていた。こうした過去実績もあり、直近4月での交易条件のプラス回復は、先行き半年から1年後にかけての経常利益の追随増加と、付随した株価の上昇、企業の剰余金増加などによる株式配当の底上げなどが担保されやすい。

しかも現在の場合、米国との相対比較でも日本の交易条件は優位が目立ち始めた。米国株との相対比較で、日本株の優位持続を支援するものだ。

米国は最新4月に輸出物価が前年比－5.9%と、2020年5月以来の大幅マイナスとなっている。FRB利上げによる物価押し下げ効果のほか、米国の主要輸出産品である石油・ガス・農産物などの価格高騰一服、供給・輸送制約や品不足の緩和、ドル高余波などが下落要因になっている。

輸入物価も－4.8%と下落したが、交易条件を示す「輸出－輸入」物価格差は－1.1%と、3月の－0.4%からマイナス幅を拡大させた。昨年6月の＋7.9%が直近最高となる形で、2020年8月以来の低水準に悪化している。

かたや日本の交易条件は、同じ4月に＋4.7%とプラス改善となった。結果「日本－米国」の格差は＋5.8%の日本優位となっている。2021年2月以来となる日本優位のプラス化となってきた。最近では

2020年から2021年にかけて日本の優位局面があり、日経平均は3万0795円と約31年ぶりの株高が進行している。その前では2014-2016年にかけて、日本優位があった。当時の日経平均は2万0952円までの上昇と、約15年ぶりの高値を更新している。

日経平均は日本におけるバブル崩壊の後遺症や複合デフレ、長期交易条件の悪化が是正されてきた2012年のアベノミクス開始以降、時間差を経ながらも数字レベルの水準で米株 NY ダウに追随するパターンに移行している（単位の円やドルを除外した数値比較）。しかし、コロナ危機後は米国での政策総動員のほか、ITデジタル株・資源と食糧自給などの米日格差等により、日経平均はNYダウの数値水準から大幅な出遅れとなっている。

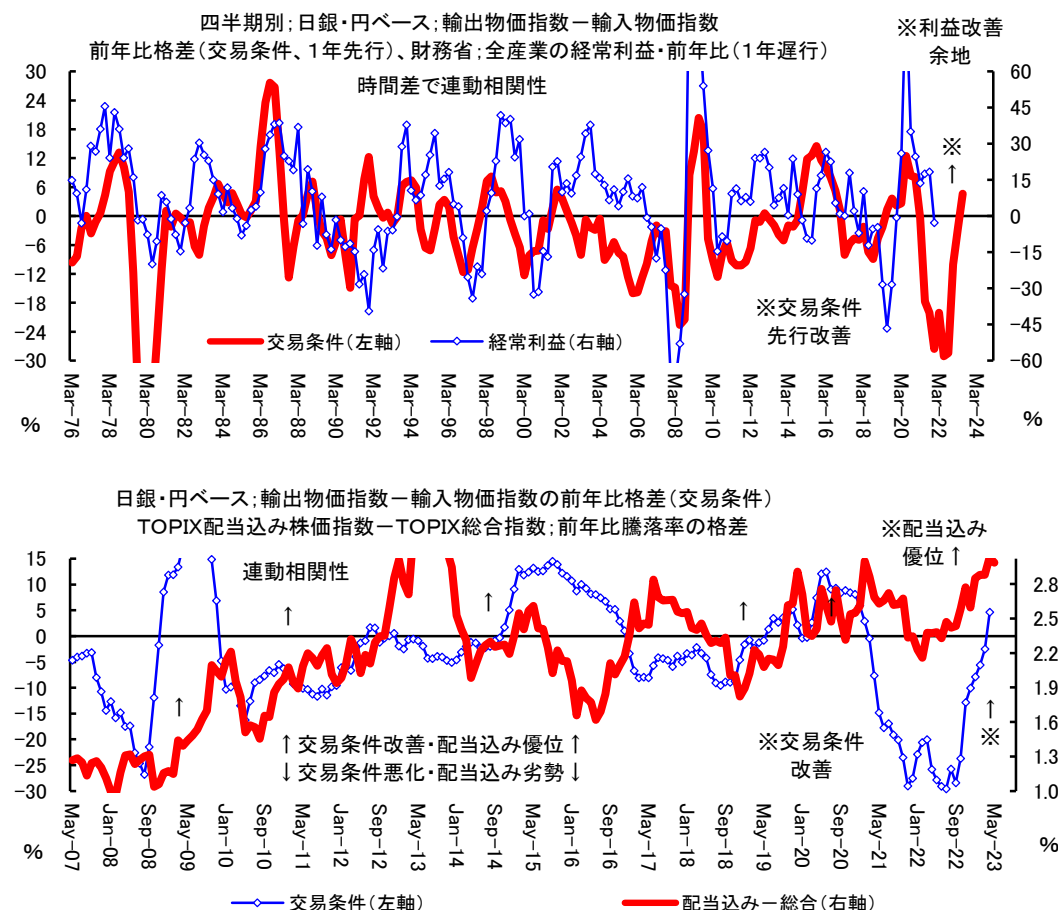
しかし、現在は交易条件で、日本が優位となってきた。さらに米国での利上げ強化と財政出動抑制、逆方向となる日本の金融緩和と積極財政の持続、米国株のITデジタル・バブル恩恵一服などにより、日経平均に追随上昇の余地が芽生えつつある。先行き年単位の時間をかけながらも、日経平均がNYダウの直近高値である3万6952水準（2022年1月）の方向を目指す可能性は無視できない。

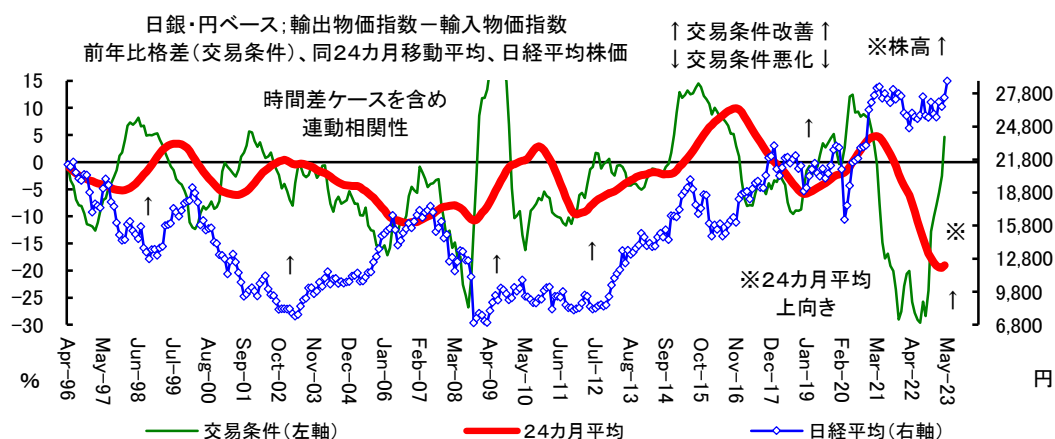
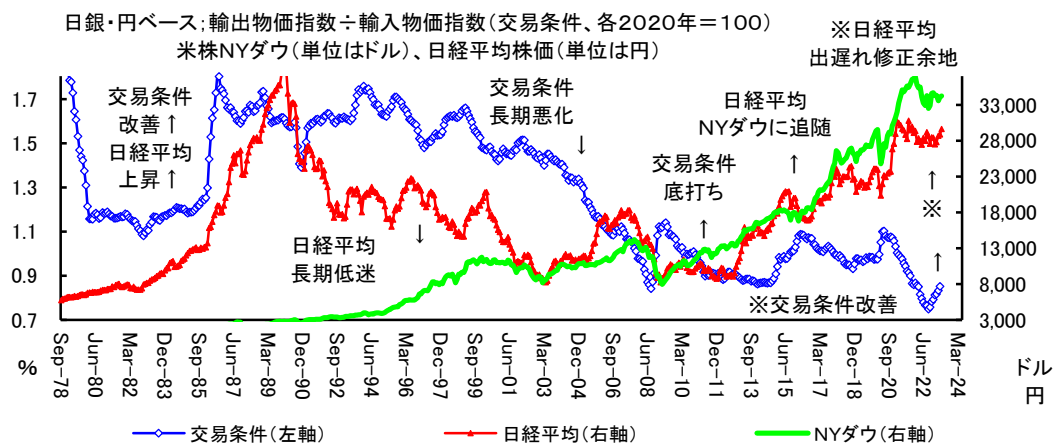
なお、日本の交易条件は最新4月に2年スパンのトレンドを示す24カ月移動平均が、上向き化へと転換してきた。2021年3月以来の上向き回帰であり、循環要因もあって改善モメンタムが盤石化されつつある。日経平均についても、上昇トレンド入りの基盤固めを支援するものだ。

今回は2019年1月から、交易条件の24カ月平均は上向き化へと転換した。ちょうど日経平均は前月の2018年12月で底値を形成。その後は約13カ月間の株高トレンドが連動形成されている。月間高値の前年比は、+3223円幅までの上昇が観測されている。

その前では2014年9月から上向き化が始まった。日経平均は複合要因もあって同時上昇となり、約10カ月後まで株高トレンドが形成されている。月間高値の前年比は、+5911円幅までの上昇という連動実績が見られていた。

こうした過去の相場循環によると、交易条件の底入れから改善の局面では、日経平均株価が月間高値ベースで最低でも前年同月比+3000円幅から+6000円幅は上昇となるパターンが繰り返されている。





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。