

交易条件プラス改善、2-3割増益を担保

1年前後の先行実績、増益率と株価上昇率には連動性

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2023/6/14 (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、前年比格差でプラス圏に改善してきた。約 29 カ月ぶりのプラス幅を回復してきたが、企業の経常利益には 1 年前後の先行性を有しているほか、交易条件がプラス基調に転じたあとは、経常利益の前年比が最低でも +20% から +30% は増益となる収益支援効果が見られている。企業の増益は株式価値の向上に直結するため、前年比の増益率は日経平均株価の前年比成績と連動相関性を有している。

日銀総裁「内外の需要回復で企業収益は増加へ」

「足元で日本経済は持ち直しているが、現在、景気を牽引しているのはペントアップ需要だ（コロナ抑圧からの反動）。今年度の半ば頃までは、そうした需要などを主因とする緩やかな回復が続くとみられ、その後の景気改善の主役は『所得から支出への好循環』という、より持続的なものへと移っていく」――。

日銀の植田和男総裁は 5 月後半、講演でこのような景気見通しを示した。企業サイドに関しては、「資源高の影響が減衰し、海外経済も再び持ち直していくと予想され、企業収益の改善と設備投資の増加が見込まれる」と指摘。こうした内外の需要回復が、「賃金や企業収益のさらなる増加につながる」という好循環に期待感を寄せている。

その中で企業の利益率や採算性、価格転嫁の度合いを示す交易条件は、改善モメンタムが明確化されてきた。日銀による輸出物価指数－輸入物価指数の前年比格差(円ベース)は最新 5 月が +7.4% となり、2020 年 12 月以来、約 29 カ月ぶりのプラス幅を回復している。

2021 年以降は原材料などの輸入価格高騰や円安加速などもあり、交易条件は記録的な悪化に見舞われてきた。昨年 7 月には -29.6% と、1980 年以来、約 42 年の大幅マイナスになっている。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、輸入物価は反落に転じている。

かたや輸出物価は関係する外需に関し、米国での雇用・内需の打たれ強さや、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回避などにより、需要減速と輸出物価の下振れに歯止めが掛かっている。為替相場のドル/円は現状、過度な円安の一服による輸入物価の前年比下落と、企業の想定レート比での円安方向維持や輸出物価面での競争力支援という「適温」水準にある。

交易条件については過去に内閣府が、「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。

実際に交易条件が底入れからプラス回復してきたあとは、1 年前後のタイムラグを経て企業利益が改善となる支援効果が確認されている。例えば交易条件が現在と同じように長期マイナスが続いたあと、2014 年 12 月からは +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。

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% とプラス圏に改善した。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連動観測されている。

交易条件改善ピークで株価も頭打ち、現状は初期

さらに前では交易条件が 2001 年 9 月にプラス回復となったが、経常利益は約 1 年後となる 2002 年 7-9 月に前年比 +20.5% という時間差効果が見られていた。こうした高確率での連動実績もあり、直近 5 月での交易条件のプラス回復は、先行き 1 年前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を担保していく。

過去の景気循環に沿えば交易条件が悪化からプラス回復となったあと、四半期別・経常利益の前年比は最低でも +20% から +30% は増益になっている。

例えばコロナ打撃からの回復初期である 2021 年 1-3 月は +26.0% となっていたほか、2017 年の最高が 1-3 月の +26.6%、2015 年の最高が 4-6 月の +23.8%、2013 年の最高が +26.6% などとなってきた。前年比での増益は、前年比での株式価値の向上へと作用。過去実績として前年比の増益率は、日経平均株価の前年比成績と密接な相関性を有している。

今回は年後半から来年にかけて経常利益が +20% から +30% の増益が具現化されると、日経平均の月間高値も前年比 +20% から +30% の上乗せ余地が残されている。すでに足元でも日経平均の月間高値は、4 月の前年比 +3.3% から 5 月は +14.9%、6 月は +16% 超えへとプラス幅を拡大させてきた。

先行き日経平均の高値メドで参考になる昨年の月間高値は、昨年 6 月から 12 月にかけて 2 万 7000 円

から2万9000円で推移していた。12月にかけては前年比+20%で3万4000円から3万5000円超え、+30%で3万6000円から3万7000円超え方向という可能性は非現実的でない。

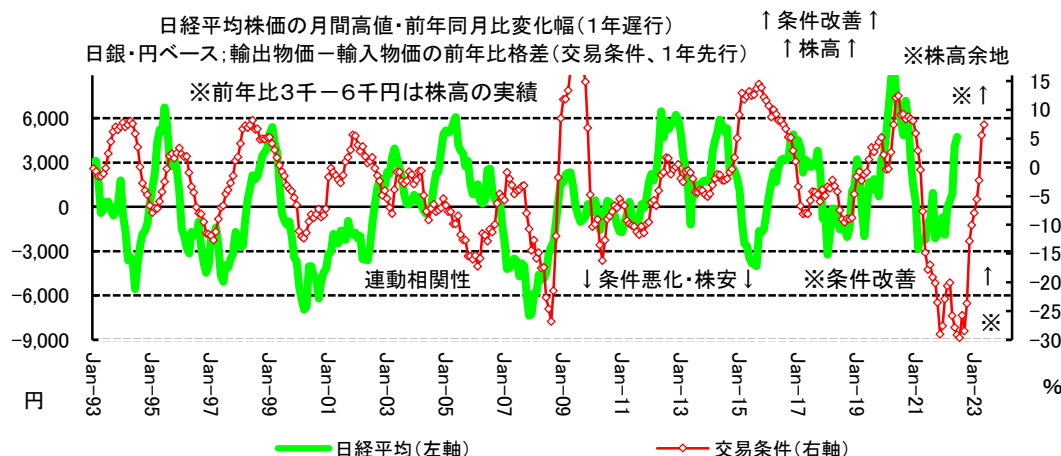
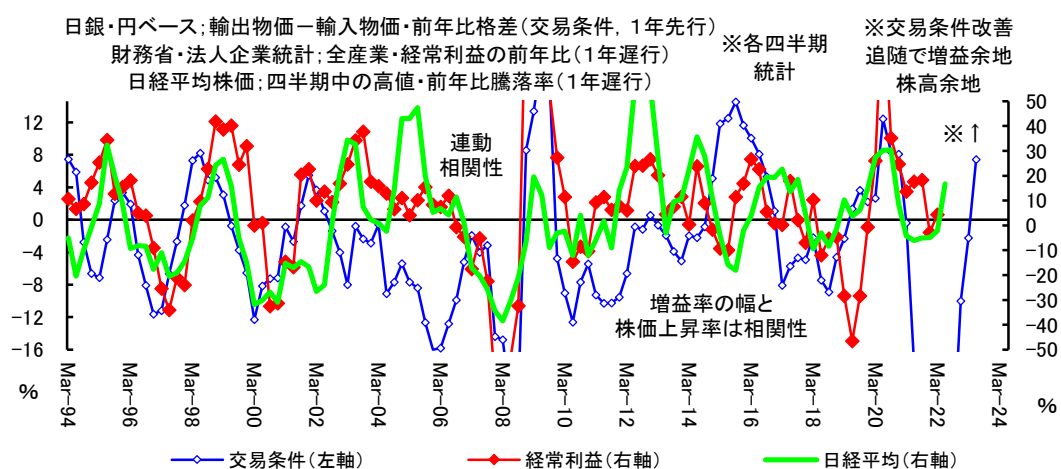
最近では2021年7-9月に経常利益・前年比+35.1%で日経平均は前年比+30.4%、同じ順番で2021年1-3月に+26.0%と+27.4%、2015年4-6月に+23.8%と+35.7%、2014年1-3月に+20.2%と+27.8%といった同水準でのプラス幅実績が見られてきた。

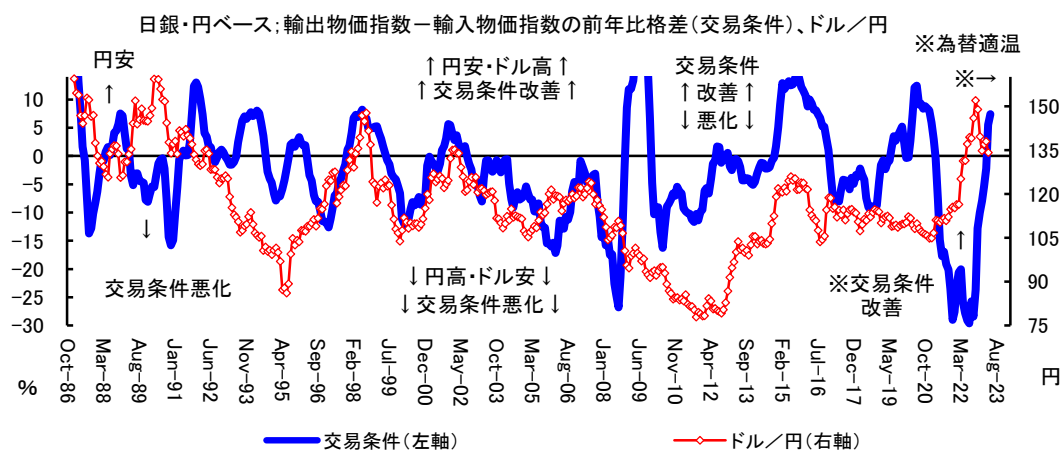
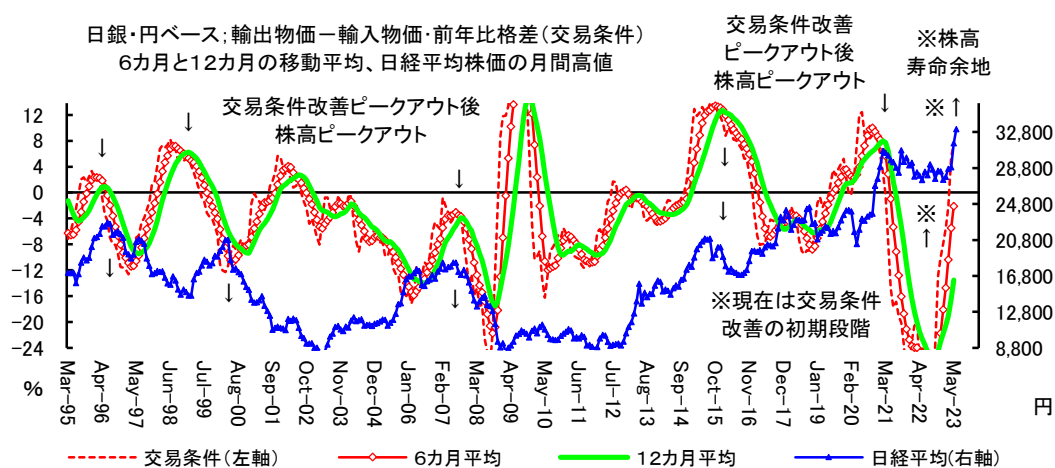
しかも交易条件と日経平均との関係では、交易条件がトレンドを示す6カ月、12カ月移動平均などで天井ピークをつけたあと、日経平均も天井ピークから反落に転じている。その点、現在は交易条件が4月からプラス回復してきたばかりだ。まだ回復トレンドの初期段階に過ぎず、日経平均はスピード調整

や価格調整を経ながらも、株高トレンドの残存余地が注目されやすい。

なお、最新5月の日銀・企業物価指数は前年比+5.1%となり、前月の+5.9%を含めて5カ月連続での下落となっている。昨年12月には+10.6%にまで跳ね上がり、1980年以来、約42年ぶりの高水準となったが落ち着きを示しつつある。企業の収益にとっては、コスト高や採算悪化の悪材料を後退させる。

しかも企業物価が大幅上昇一服ながら+5%前後のプラス化を維持し、同時進行で交易条件が改善しているケースでは、業種によって「素原材料価格の上昇打撃は緩和の一方で、一定の価格転嫁は維持」という採算面でのプラス環境をもたらす。5月に前年比でのプラス幅拡大を保っている「慣性的な価格転嫁の維持業種」としては、飲食料品、はん用機器、生産用機器、電気機器、情報通信機器などがあつた。





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。