

交易条件修復、企業の利益や配当にプラス

約1年ぶりに悪化基調歯止め、現状は輸入物価抑制

2024/11/18 (月)

日銀の最新10月企業物価指数では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」について、約1年ぶりに悪化基調に歯止めが掛かってきた。貿易での稼ぎやすさや企業の採算性、収益率などに関係するが、先行き企業の利益や株式配当の財務余力などにプラスとなりやすい。現状は円安再燃でも、原油等の下落で輸入物価は抑制されている。コロナ危機以降における交易条件の急悪化と反動改善といった振幅は落ち着きつつあり、企業収益の安定化や日本株の安定化につながりやすい。

円安でも原油下落、円建て原油は前年比マイナス

「交易条件の悪化は、国内で生じた付加価値の海外への漏出をもたらす」、「交易条件の悪化は、実質純輸出を減少させる（輸入価格＞輸出価格による国内生産環境の悪化など）」、「交易条件の悪化は、資本に比した労働（消費者）への分配を低下させるとともに、消費者から購買力を奪う」――。

財務省の財務総合政策研究所では昨年にかけて「生産性・所得・付加価値に関する研究会」を開催したが、ゲストスピーカーの一人である齊藤誠・名古屋大学教授からは、このような分析検証が示されている。

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。貿易での稼ぎやすさや企業の収益率、採算性、価格転嫁の必要圧力の強弱などが示され、輸出物価と輸入物価の格差などで算出される。

過去には内閣府から、「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、企業の経常利益を拡大させる」といった分析も見られている。

日銀による最新10月の企業物価指数では、その交易条件が改善となった。具体的に円ベースでの「輸出物価指数－輸入物価指数」前年比格差（交易条件）は、10月に+3.1%のプラスとなっている。前月の+1.5%や直近最低である7月の-0.4%から上昇となり、昨年9月の+17.3%を直近最高とした下落基調が約1年ぶりに底入れ修復となってきた。

7-9月にかけての円安是正や原油などの商品相場下落を受けて、10月は円ベースの輸入物価が前年比-2.2%に下落してきたことなどが大きい。反対に円安のプラス・サイドの効果などにより、輸出物価は+1.0%と下支えされている。

足元では円安が再燃となっており、先行き輸入物価が再上昇となる可能性もあるが、原油相場は現在も抑制されている状況だ。WTI原油先物の円換算は11月13日時点で前年同月比-6.1%の下落で、月末値ベースでは今年6月の+28.6%や、直近最高である2022年5月の+102.5%などから大幅な下振れとなっている。円安・資源高が限られており、当座の交易条件の改善継続を支援していく。

過去実績として交易条件の改善は、高確率で日本企業の利益増加につながってきた。連動する形で、企業の株式配当の財務余力改善と配当の増額、日本株の株価底上げ要因となる。

10月には企業の価格転嫁動向を示し、企業の売上収入額や配当原資などに関する企業物価指数も、前年比+3.4%と3%超えを維持させた。9月の+3.1%や8月の+2.6%から上昇となり、今年1月の+0.2%をボトムに下げ渋りを維持させている。こちらも日本株の底上げや配当増加を支援する。

最近の交易条件は2020年のコロナ危機やウクライナ戦争以降、世界的な商品相場の高騰や物価上昇、その反動修正、為替相場での円急落と反動円高などもあり、激しい振幅が繰り返されてきた。大幅悪化でいえば2022年6月の-29.7%、その反動改善では2023年9月に+17.3%という変動幅の大きさに見舞われている。しかし直近10月は+3.1%と落ち着きつつあり、企業収益の安定化や日本株の安定化につながりやすい。

交易条件改善は株式配当増に、貯蓄から投資支援

最近の交易条件は2021年から2022年にかけて、円安・資源高などによる輸入物価の急上昇もあり、交易条件は-20%から-30%前後の大幅悪化が続いた。そこから2023年4月に+5.5%とプラス基調に好転となり、2023年9月には+17.3%に反動改善となる場面が見られている。同時期の前後で内閣府・景気動向指数での全産業・営業利益は、前年比で+8.8%から+21.6%に連動改善となっていた。

その前後では時間差を含めて、株式配当の増加も連動観測されている。配当の増減状況で参考になる「TOPIX配当込み株価指数－TOPIX総合指数」前年同月比の成績格差は、2022年9月の+2.4%から2023年6月には+3.4%とプラス幅が拡大となり、配当込み指数の上振れと配当の増加が示唆されている。

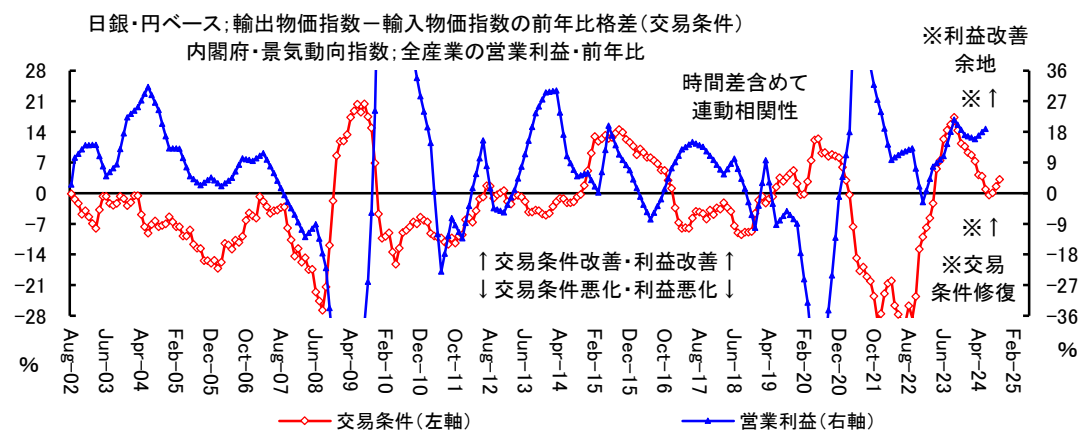
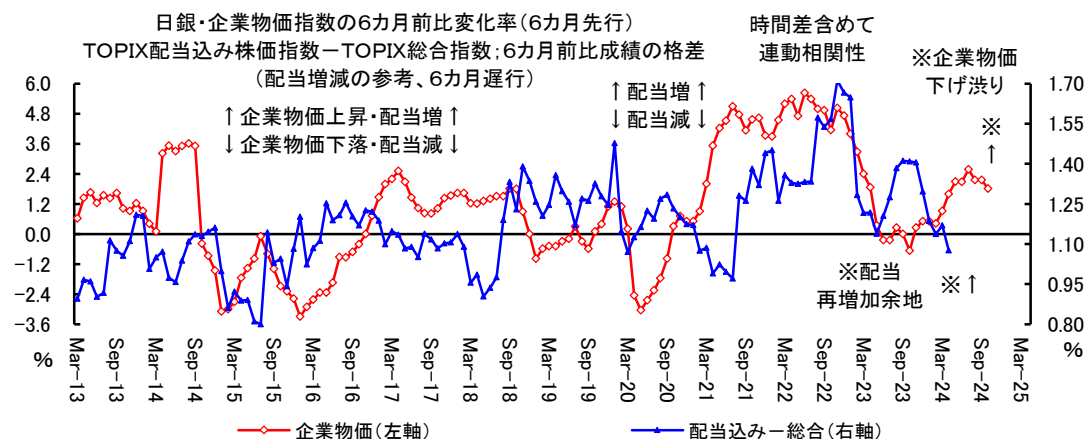
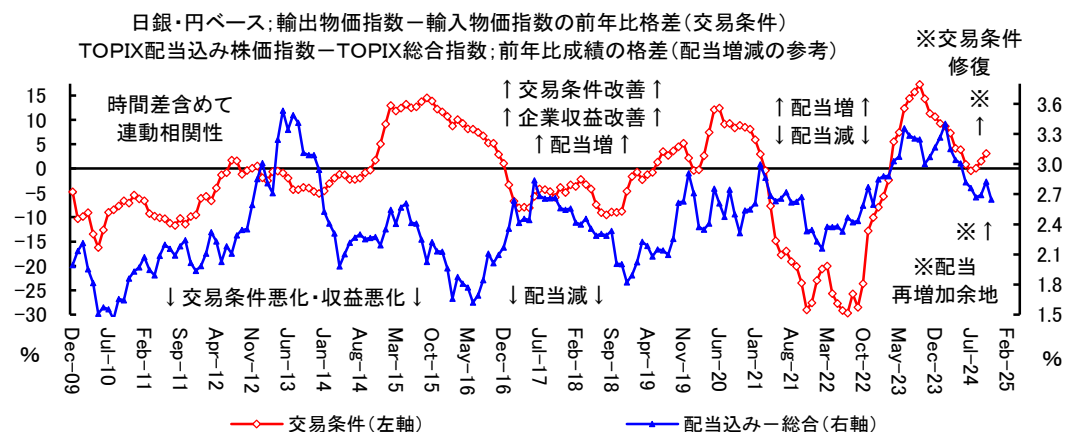
その他、過去に交易条件が大幅なマイナス悪化からプラス改善の基調に転じた2019年6月以降に、同成績格差は+2.1%から、約1年後には+2.8%という配当の増加が示唆されていた。また、2014年11

月以降における交易条件のプラス改善ケースでは、営業利益の前年比が同月の+5.6%から翌年には+20%方向に改善するという連動実績が見られている。

数字面での株式配当の増減度合いで参考になるのが、海外投資家向けの配当支払だ。国際収支の第一次所得収支・投資収益・証券投資収益「配当金の非居住者向け支払」でいえば、直近9月は12カ月間の累計が+6.73兆円になっている。日本企業によるコーポレートガバナンス（企業統治改革）や株主重視への変革、企業収益の改善基調もあり、昨年9月時の5.81兆円からは+16%の増加、7年前である2017

年の9月時+3.65兆円からは1.8倍もの大幅増となっている。

今年9月時の12カ月間累計は、前年比増減額で+0.92兆円という増加だ。過去実績として現在のような交易条件の悪化歯止め時には、時間差ケースを含めて配当支払の前年比が増額となりやすい。国内外での日本株の長期投資家にとり、配当収入にプラスとなるほか、配当増を受けた投資余力の改善につながる。国内個人による「貯蓄から投資」の広がりを含めて、日本株の配当増加が再着目される形で内外からの新規投資も注目されそうだ。





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。