

交易条件、再悪化歯止めで日本株底上げ

輸入物価 19 カ月ぶり下落幅、減益幅の下振れを制御

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2025/6/13 (金)

日銀の最新5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、2023年以降の再悪化に歯止めが掛かっている（輸出物価＞輸入物価）。貿易での稼ぎやすさや企業の採算性、収益率などが示されるが、改めて2021年以降の急激な円安や各種輸入価格高騰などによる大幅悪化の底入れが明確になってきた。今年度の日本企業の収益は減益が予想されているが、減益幅の下振れリスクの制御につながり、日本株の底固めと底上げを後押しさせる。

交易条件の基調好転、日経平均前年比プラス支援

「日本の交易条件は長期にわたって悪化傾向にあったが、（円安・資源高・輸入物価上昇といった影響のほか）資源等を高く輸入し、製品・サービスの高付加価値化が不十分という問題もあった」、「日本が『高く輸入』し、『安く輸出』するようになっていることの表れでもある」、「交易条件の改善に向けては、高付加価値産業の輸出先確保や海外のイノベーションの取り込みといった通商政策も重要」――。

経済産業省では今月6月、「通商戦略2025」の取りまとめに向けて、政策課題の一つにこのようなテーマを掲げている。

懸案である実質賃金の向上との関係では、物価高＞賃上げ不足の改善につながる労働生産性の上昇と同時に、「交易条件の改善が必要」と指摘。表面的に円安・輸入物価上昇を抑える小手先対応だけでなく、「交易条件の改善の観点から、日本が国内に保持すべき高付加価値機能の海外流出を避けつつ、海外のイノベーションを取り込む、あるいは自律性の確保の観点から、特定の国・地域に過度に依存する構造に陥らないようサプライチェーン（供給網）の多元化を進める、といった形で海外直接投資が進むことが重要」といった構造改革を訴えている。

こうした改革による交易条件の改善には時間を要するが、足元では昨年比での円高と資源安、輸入物価の下落などにより、2023年以降の交易条件の再悪化には歯止めが掛かってきた（輸出物価＞輸入物価）。5月の円ベースによる輸入物価指数は前年比－10.3%の大幅マイナスで（4月は－7.3%）、2023年10月の－11.8%以来、19カ月ぶりの下落幅となっている。

改めて2021年以降の急激な円安や各種輸入価格高騰などによる大幅な下振れが、底入れ明確化させてきた。今年度の日本企業の収益は減益が予想されているが、減益幅の下振れリスクの制御につながる

もので、日本株の底固めと底上げにつながりやすい。

具体的に日銀の最新5月企業物価指数では、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）が＋3.9%という輸出物価の優位となった。3月の＋2.5%、4月の＋3.0%などから改善となり、2023年9月の＋17.3%を直近最高とした再悪化が、昨年7月の－0.4%を直近ボトムに底入れを明確化させつつある。

同格差のトレンドでも10カ月、30カ月といった移動平均について、方向角度が改善基調を示す上向き化へと転換してきた。過去実績に沿えば、日経平均株価の下値切り上がり軌道が支援されやすい。日経平均の月末値ベースでは、来年に向けての「前年同月比プラス化」を支援するものだ。現状の月末時点で日経平均に投資した場合、1年後の同月の月末値が前年比プラス成績になる確率が高いという、買い場環境を醸成させていく。

交易条件、円高・デフレ等での長期悪化が底入れ

例えば最近では交易条件の10カ月移動平均の方向角度が、悪化の下向き局面を経て2022年9月からプラス基調に好転した。日経平均の月末値は、1年後となる2023年9月に前年同月の月末比＋5920円幅の上昇となっている。

その前でいえば2019年1月から上向き局面が見られたが、日経平均の月末値は1年後の2020年1月に前年同月比＋2431円幅のプラス化を記録。その他、過去には2014年4月からの上向き転換のあと、1年後に＋5215円幅の株価上昇となり、2012年1月のあとは1年後に＋2336円幅、2008年10月時はリーマン・ショック直撃でも、1年後に＋1457円幅といった1年前比での株高実績が見られてきた。

現状の場合、日経平均は5月末の月末値が3万7965円で、約3万8000円となっている。1年後となる来年5月末に向けては、単純に前年比＋2000円幅で4万円方向、＋3000円幅で4万1000円方向、＋5000円幅で4万3000円方向に向かう株価の先高余地は無視できない。

ちなみに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。

過去に内閣府では「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」といった分析を示している。

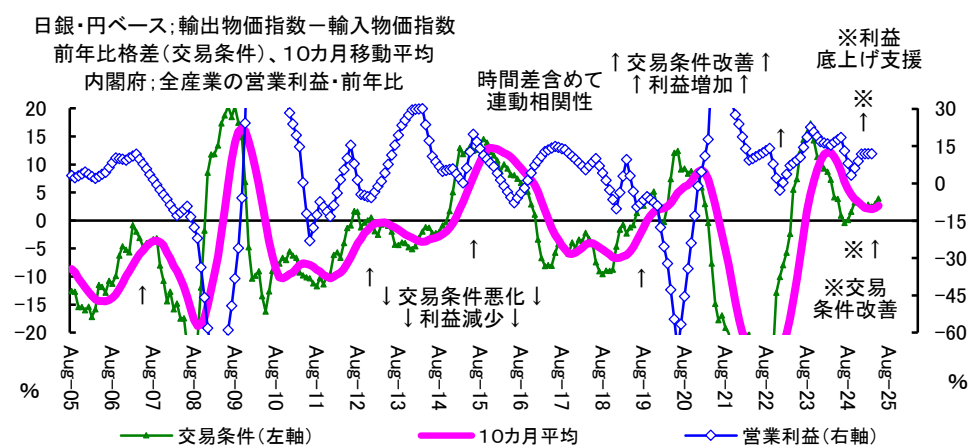
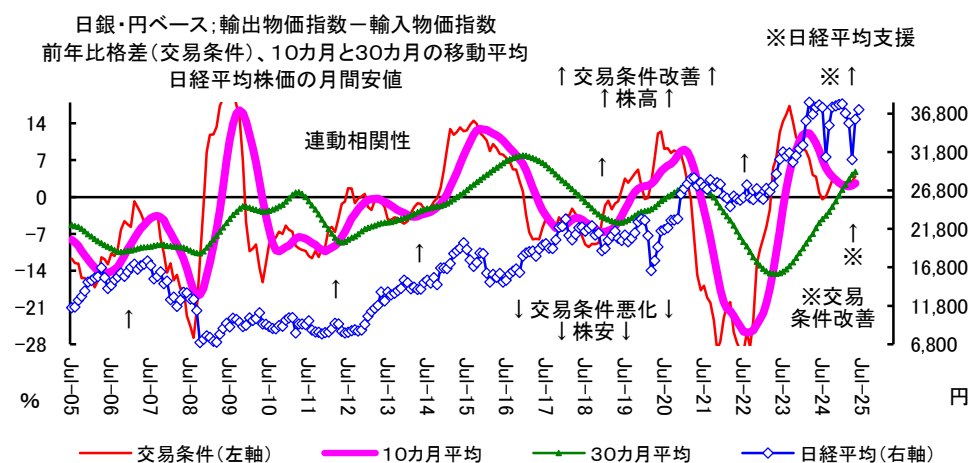
足元の日本の交易条件はデフレ脱却の流れもあり、超長期スパンでも1990年代からの悪化トレンドに歯止めが掛かってきた。1990年代からは円高とデフレ等の負の連鎖が深刻化し、輸出物価の下落や輸出企業の競争力低下、採算悪化に見舞われてきた。同時に中国を始めとした新興国等による輸出価格の切り下げ余波、それに伴う日本の輸出産品の付加価値悪化などが続き、円高、デフレ、交易条件悪化、株安といった負のスパイラルが長期定着となってきた経緯がある。

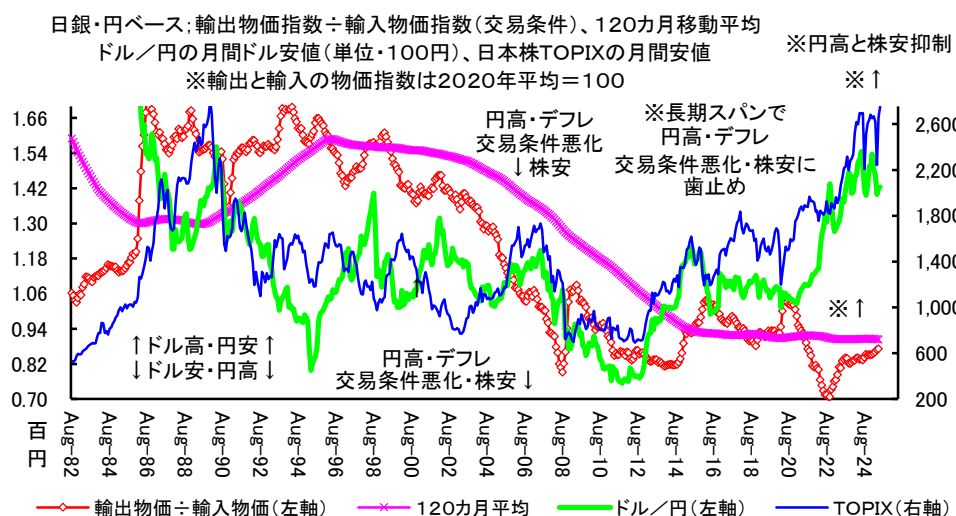
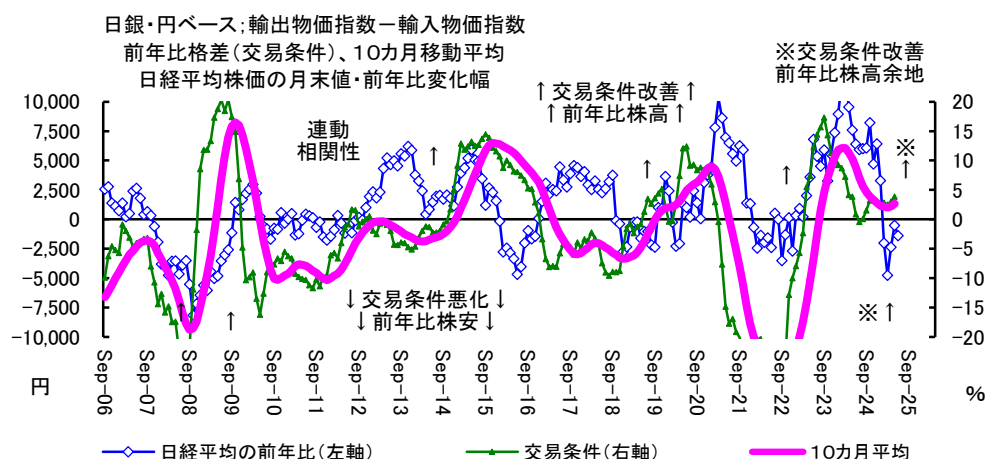
しかし、2012年のアベノミクスなど以降は、そうした負の連鎖が一服。交易条件の下げ止まりと企業収益の改善、株価上昇、リスク選好や脱デフレ等による円安、あるいは交易条件の改善と株安・円高の抑制といった基調トレンドに変革となっている。

日銀の企業物価指数（2020年平均＝100）では、円ベースでの「輸出物価指数÷輸入物価指数」相対倍率による交易条件が最新5月に0.872となっている。直近最低である昨年7月の0.834からは、底上げの改善方向となっている。

デフレが深刻化する直前である1999年3月の1.610を最高ピークとした長期崩落の基調が、2022年9月の0.698（半減以下の－56%）を最低ボトムに底入れへと移行している。120カ月（10年）移動平均でいえば、1996年前後からの長期下向き基調が、2018年前後からは横這いから微妙な上向きにトレンド転換となってきた。

長期スパンでの交易条件の悪化歯止めと、過去比での株安・円高の抑制、日経平均とドル/円でドルの「長期スパンでの取引レンジ上方修正」を底流でサポートする構造変革要因として注目される。





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。