

交易条件は改善軌道に、収益と株価下支え

改善ピークまで株高の寿命余地、円安・コスト高は尚早

2025/11/17 (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、改善軌道が示された。輸出物価－輸入物価の前年比格差では、トレンドを示す12カ月（1年）移動平均が6月から改善の上向き基調を明確化させている。日本株市場では企業収益の支援効果などを通じ、改善の天井ピークまでは日経平均株価などの株高局面に寿命余地が残されている。円安再燃等による輸入物価上昇とコスト高は、現状段階で尚早となっている。

為替は前年と同水準で原燃料下落、輸入物価抑制

「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」――。

過去に内閣府では、このような分析を示している。日銀の最新10月企業物価指数では、その交易条件の改善軌道が確認された。中長期のトレンドとして、日本企業の収益や日本株の底上げが支援されやすい。過去実績として交易条件がトレンドとして改善基調を保っている限り、日経平均株価の月間高値や全産業の営業利益は、時間差ケースを含めて「前年同月比プラス」の基調が高確率で担保されてきた。

現状の輸出物価は米国を始めとした世界経済の過激な悪化抑制や円安効果等で安定化する一方、輸入物価は前年比マイナスに下落している。4月以降は円安基調が再燃となっているが、ドル/円はまだ前年同時期比で同水準にとどまっているほか、原油などの資源や素原材料価格は前年比で下落となっており、現状段階の前年比では円安と輸入物価上昇によるコスト高が尚早となっている。

11月以降の日本企業による決算発表でも、「原燃料価格の下落で交易条件が改善」（東ソー）、「ペトロ・ラービグ（サウジアラビアの石油化学事業）や合成樹脂などで交易条件が改善」（住友化学）といった説明が見られていた。

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。

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+3.9%となった（輸出物価+2.4%、輸入物価-1.5%）。前月の+3.5%から改善となっている。米関税等による

単月の振れ幅を均した12カ月（1年）移動平均ベースでは、10月が+3.6%となった。5月の+2.5%を直近最低に底入れとなり、トレンドの基調を示す方向角度は6月から上向き化へと転じている。

現在は36カ月（3年）移動平均でも、上向きの基調が示されている。過去、日本株市場での日経平均株価との関係では、交易条件での12カ月や36カ月移動平均といった基調トレンドの上向き化が維持されている限り、株高トレンドは維持延命される実績が見られてきた。現在は12カ月平均が上向き転換したばかりの初期段階でもあり、日経平均は価格調整による短期株安や、日柄調整によるレンジ横這い化を経ながらも、来年に向けて株高トレンドの寿命余地が支援されやすい。

価格は工業製品下落で食品上振れ、利上げ制約

最近の日経平均の上昇局面は、2024年7月で一旦の天井高値形成と下落相場に移行する場面があった。当時の交易条件は12カ月平均の方向角度が、「3カ月前」となる同年4月から下向き転換になるという警鐘サインが先行点灯している。

その前の日経平均の上昇局面は、2021年9月で天井高値が形成された。当時の交易条件は36カ月平均が、「5カ月前」の同年4月から先行で下向き転換となっている。さらに以前でも2018年10月の株高天井ピーク時は、交易条件の12カ月平均が「4カ月前」から下向きに転換。2010年4月の株高天井時は、「3カ月前」から交易条件の36カ月平均が下向きに先行変調となっている。

過去、現在のように日経平均が史上最高値を更新したあと、天井形成からの反落はバブル期である1980年代後半に観測された。当時は1989年12月時が天井高値となっている。同時期の交易条件は12カ月平均で、「8カ月前」となる同年4月から下向き転換になるという先行サインの実績が見られている。

現在の場合、今年の10月時点で交易条件は12カ月平均、36カ月平均ともに、方向角度の上向きモメンタムを維持させたままだ。まだ株高天井接近の警鐘シグナルは見られていない。

現在の日本の物価動向については、10月に高市新政権が発足して以降、高市早苗首相が目標に掲げる「経済成長・需要増加・賃上げ等によるディマンドプル主導の適度な物価上昇」への移行策が焦点になっている。

一方で国民はコメなどの食料品価格を中心として、コストプッシュ主導（供給制約・人手不足・円安等）でも、物価上昇自体の打撃と不満が継続。日銀はコ

ストブッシュ主導の物価上昇でも、期待インフレ率の押し上げや物価観のノルム(人々の考え方や規範)への影響等を警戒し、利上げ姿勢を緩めていない。

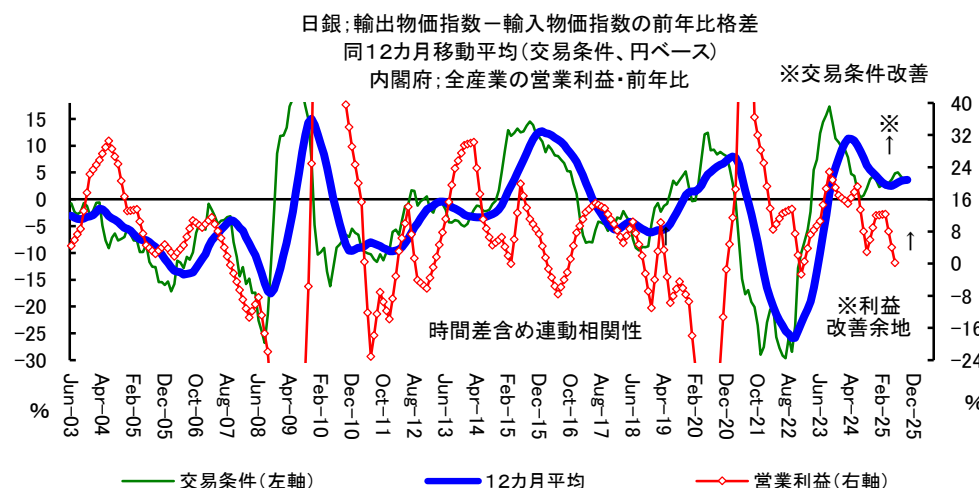
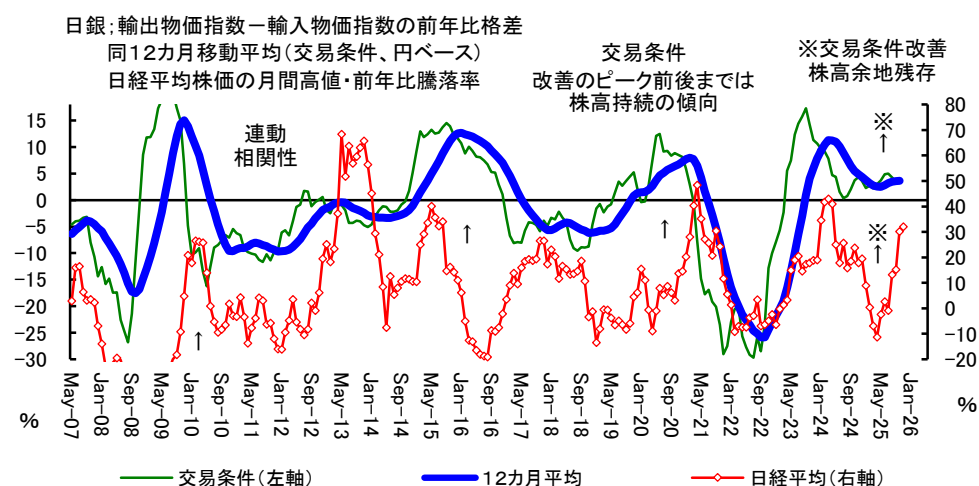
その中で最新10月の日銀・企業物価指数では、内訳で需要の脆弱性と、供給要因による物価上昇が再確認された。大類別では需要の強弱も反映される「工業製品」が、前年比+1.4%となった。前月の+1.5%や直近最高である昨年5月の+3.4%から下落となり、2021年3月以来、4年半ぶりの低水準に切り下がっている。

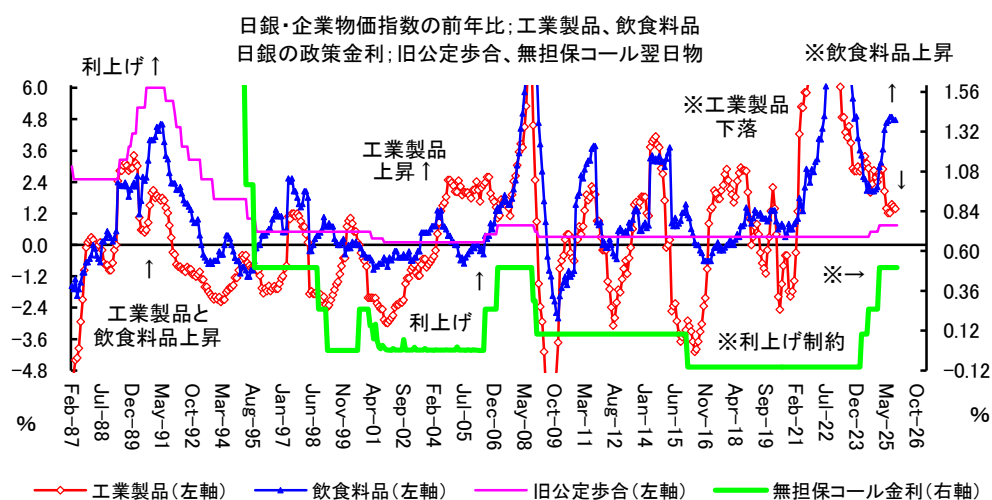
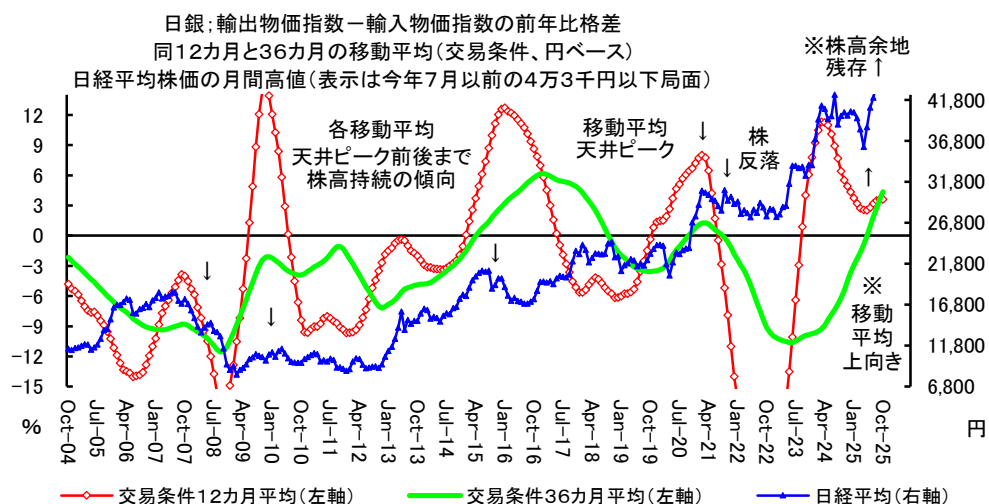
かたや供給不足などが直撃している類別の「食料品」は+4.8%、「農林水産物」は+31.4%という大幅な上昇となった。それぞれ約2年ぶりとも過去最

高水準という上振れ幅になっている。

過去1970年代以降の日銀による利上げ局面は、「工業製品」と「食料品」が同時に上昇となる場面で観測されてきた。その点、現状は類別で伸び悩みと大幅上昇の乖離が広がっており、「デマンドプールの弱さとコストプッシュの強さ」というギャップの大きさが示されている。

来年にかけて日銀による利上げの余地は残されているものの、あくまで超緩和策からの正常化や、中立金利方向への中立化の範囲にとどまる可能性がある。需要減等に配慮した慎重さが想定され、現状からの利上げ幅や利上げ回数は制約が意識される。





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。