

短観、業績悪化の最悪期入りならむ

同友会調査では減益底入れ、設備投資は打たれ強さ

2019/3/29

4月1日に公表される3月の日銀短観は、大企業・製造業の業況判断DIが+13前後と見込まれ、前回の+19から大幅悪化が警戒される。3月末の回答期限にかけて改めて世界減速や円高などの不安が高まっており、底入れ確認は難しそうだ。それでも相関性の高い経済同友会の「景気定点観測アンケート調査」では、経常利益の下振れ圧力に底打ち予想が見られている。同調査では設備投資が打たれ強さを維持しているほか、過去には短観が大幅悪化となったあとにアク抜けとなるパターンも観測されてきた。

短観の前回比大幅マイナス、過去はアク抜け実績

「27日に成立の2019年度予算案では、消費税率10%増税を大前提として、キャッシュレス決済時のポイント還元や、プレミアム付き商品券発行など2兆280億円の景気対策費が盛り込まれている。財務省としては、もはや消費増税の先送りは受け入れ難い。財務省は6-7月に幹部人事が控えていることもあり、消費増税の強行突破に向けて、何でもありの景気下支え策や市場安定化策を追加準備しているだろう」――。

ある官邸周辺筋はこのような指摘を行う。実際に円高と株安が加速された25日、財務省で為替政策などを担う浅川雅嗣財務官は、即座に日銀、金融庁の各幹部と国際金融資本市場に関する情報交換会を開催している。7月には参院選、場合によっては衆参ダブル選も取り沙汰されるなか、「10月にかけて、国策として経済危機管理の警戒モードが増強される」（同）可能性があるという。

その中で公表される3月の日銀短観については、改めて「景気悪化の中での消費増税」という、政策ミスマッチへの疑念を高める下振れが警戒されそう。大企業・製造業の業況判断DIは+13前後と見込まれ、前回の+19から-6前後の急低下が想定される。2017年3月の+12以来という低水準となるほか、前回比-6という下落幅は2016年3月の-6以来の大きさとなるものだ。

この2016年3月といえば、現在と同じように前年2015年から世界減速懸念が高まった時期と符号する。しかし、当時は3月短観の大幅悪化のあと、日経平均株価は6月にかけての底入れと底固めに移行。短観悪化が「当座の悪材料消化」と「アク抜け」となる形で、株高トレンドへと転換している。その前では2012年12月に、前回比-9という大幅悪化があった。当時はアベノミクス相場の始動と重なる形で、やはり日経平均は底入れ反転となっている。

リーマン・ショック前でも、2005年3月に-8と

いう大幅悪化があった。当時の日経平均も、5月にかけての底入れと底固めを経て、上昇モメンタムが点火された経緯がある。その意味で今年3月の短観悪化についても、回答企業と市場関係者の双方にとって「一旦の悪材料の受け入れ・織り込み」となるアク抜けが注視されそう。

3月短観の先行指標として注目されるのが、経済同友会による「景気定点観測アンケート調査」である。経常利益の項目は財務省の法人企業統計とも相関性を有しているが、最新3月調査では「経常利益指数」の1-3月見込みが+7.3と前期の+15.2から減速する一方、4-6月予想は+8.1と底入れが見込まれている。昨年3月の+22.3を直近最高とした減益圧力に、一旦の歯止めが示唆されている。この経常利益指数は回答での「増益」を+1、「横這い」を0、「減益」を-1とし、それぞれの比率を掛け合わせて合計したものだ。

また、回答に占める「減益」の割合は、昨年10-12月の24.3%から今年1-3月は29.4%に急増の悪化となったあと、4-6月は23.3%と減少が見込まれている。製造業に限ると、「増益」回答が10-12月の50.9%から1-3月は27.3%という半減ショックとなったが、4-6月は42.6%と増加転換の予想となった。

設備投資の目的、前向きな「新規事業投資」復調

同調査では設備投資の打たれ強さも示されている。2018年度の設備投資は「前年度比で増額」回答が54.6%となり、前回12月の49.0%から増加した。昨年3月時の52.3%も上回っており、リーマン・ショック以前の高水準を堅持させている。

設備投資の目的に関しては、「維持・補修・更新など」という後ろ向きな回答が48.2%最高になった。それでも前向きな成長戦略を示す「新規事業投資」が25.0%となり、昨年3月の18.2%からは増加となっている。2017年3月の15.9%も大きく上回っており、前年までの連続増益や手元キャッシュの累増、超低金利の長期化など受けて、慎重ながらも将来成長につながる新規事業投資が復調してきた。

設備投資の底堅さについては、日銀による長期金利の低位安定努力と実質金利のマイナス定着も無視できない。日本のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）は、最新2月に前年比+0.7%となった。一方で10年債金利は3月に-0.094%まで低下する場面があり、「名目金利-インフレ率」で算出される実質金利は-0.8%となっている。昨年以降は-0.7%から-1.0%前後での低下基調が続いているが、

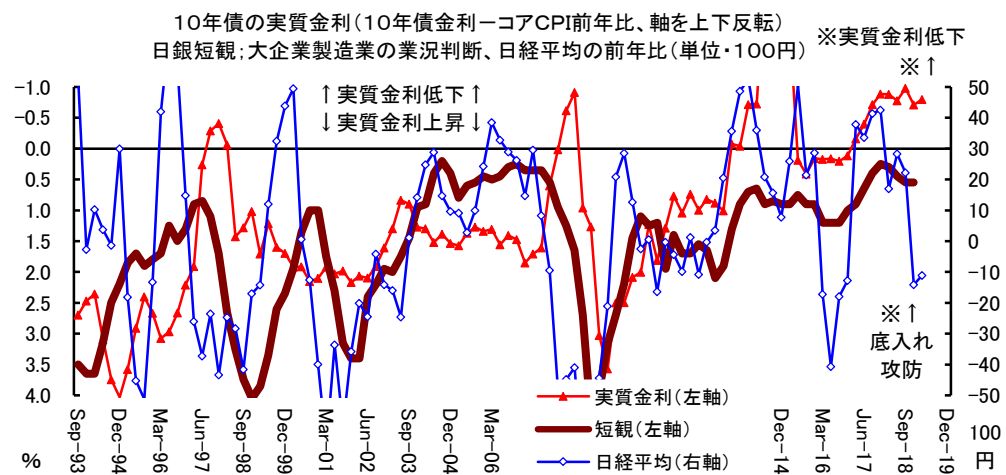
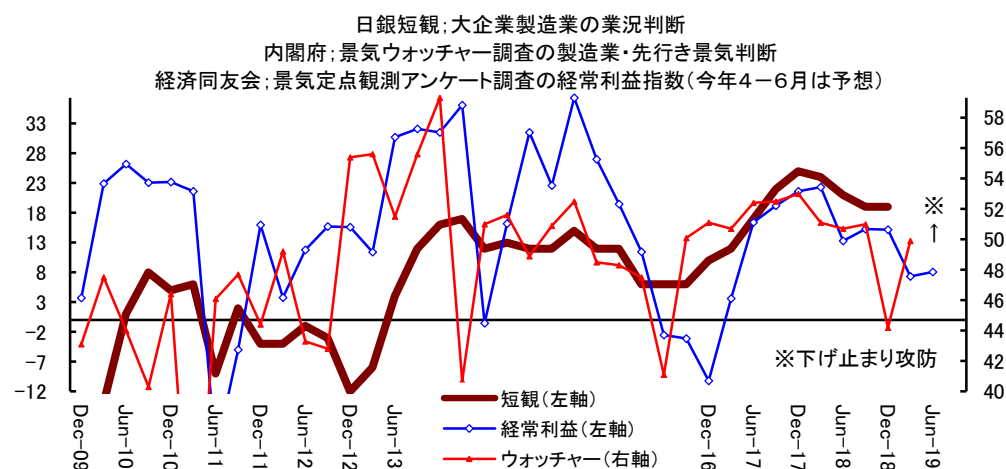
消費税増税による物価の押し上げがあった 2014 年
以来のマイナス定着となってきた。過去実績として、
短観の設備投資計画や業況判断の下支え要因となり
やすい。

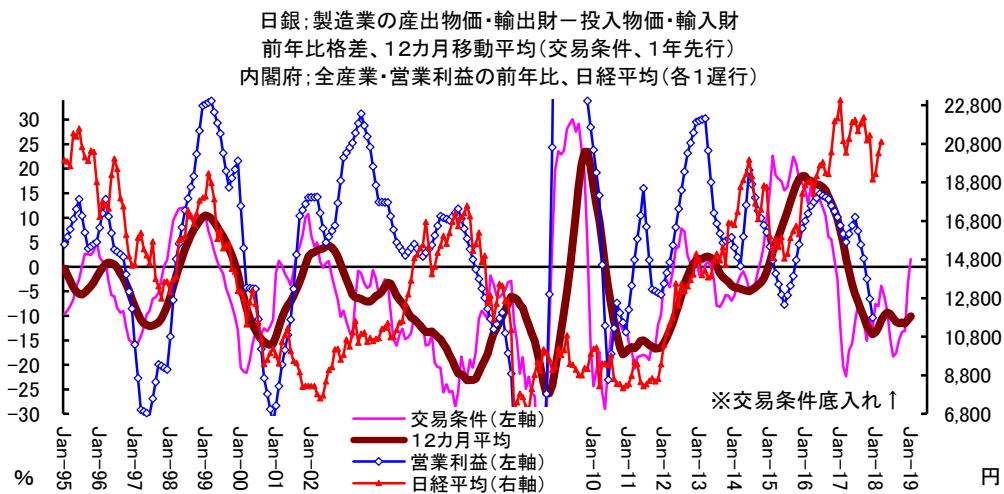
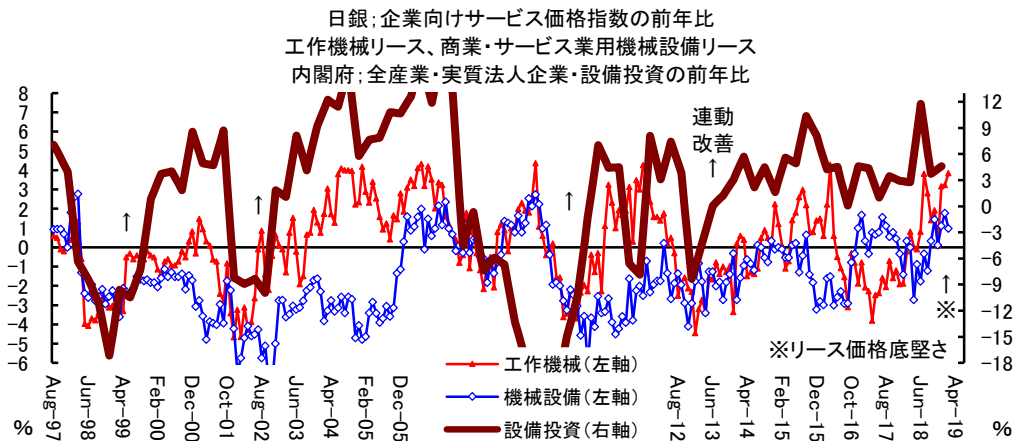
日銀による企業向けサービス価格指数でも、最新
3 月分では設備投資の先行指標となるリース関連が
上昇基調を維持させた。「工作機械リース」は前年比
+3.85%と前月の+3.24%から上昇。2011 年 11 月
以来の高い伸び率となっている。「商業・サービス業
用機械設備リース」に関しても、+0.98%と昨年 9
月以降のプラス基調を保っている。内外経済の悪化
でも根強い需要を示すもので、過去には設備投資統
計と密接な先行性と相関性を有してきた。

短観の業況判断を含めた企業業績に関しては、先
行性のある交易条件に底入れ機運が見られつつある。

国内生産での採算性や収益率に直結する交易条件で
は、日銀の製造業総合部門「産出物価・輸出財・投
入物価・輸入財」の前年比格差ベースで、1 月に+
1.56%となった（前月-3.51%）。2016 年 12 月以降
のマイナス悪化と昨年 7 月の-18.27%での底入れ
を経て、26 カ月ぶりのプラス改善となっている。

世界減速と裏表の資源・素材価格の下落が輸入調
達コストを押し下げており、好悪両面をはらんでい
るものの、12 カ月移動平均では 2016 年 2 月以降の
長期悪化トレンドが底入れに転じてきた。過去には
2014 年 7 月、2008 年 11 月、2006 年 7 月、2003 年 9
月などで観測されており、いずれも 1 年後にかけて
企業収益の改善と株高ラリーが点火・持続された実
績を有している。





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。