

短観で中堅・中小健闘、中小型株支援

大企業製造業と中小非製造業、91年以来の格差縮小

2019/4/5

3月の日銀短観は大幅悪化となったが、中堅・中小企業は相対的に健闘した。先行き世界減速や貿易摩擦の遅行打撃が警戒されるものの、業況判断では大企業・製造業と中小企業・非製造業が双方ともにプラス局面での比較で、実に1991年以来となる格差縮小となっている。国内での需給ギャップ改善や日銀・超低金利の長期化とカネ余り、労働市場改善と訪日外国人消費の安定軌道入り、改元や消費税増税の派生需要、人手不足や後継者難による企業の淘汰再編などもあって、中小型株の支援材料となりやすい。

カネ余りと超低金利、中小型株と中小企業を支援

「(海外経済の減速懸念から先行き不透明感が広がっているが) 小売りや建設など内需は力強い。国内景気の大きな減速は防げるだろう」――。

信託協会の池谷幹男会長(三菱UFJ信託銀行社長)は2日の就任記者会見で、大企業製造業の景況感が大幅に悪化した日銀短観に関し、このような見解を示している。実際に全国363商工会議所が各地域の企業にヒアリングしている商工会議所LOBO(早期景気観測調査、日本商工会議所)によると、最新3月の業況DIは昨年12月以降の悪化に歯止めが掛かった。

地方を含めた現場の声としては、「建設業は都市部の再開発や五輪関連を中心とした堅調な民間工事に加え、公共工事に動きが見られている」、「卸売業は堅調な建設業の関連商品が牽引」、「小売業は好調なインバウンド(訪日外国人)需要や春物商材の需要増の恩恵を受けている」、「サービス業は、春の観光シーズン到来で稼働率が上がった宿泊・飲食業に加え、改元や消費税増税対応でソフトウェア業の受注が増加している」――といった回答が寄せられている。

その中で最新3月の日銀短観・業況判断では、中小企業・非製造業が+12と前回の+11から改善した。一方で大企業・製造業は、前回の+19から+12へと大幅な悪化となっている。過去に双方ともにプラス化という局面で、同じ水準へと格差が縮小したのは実に1991年12月以来となっている。1990年代以降の「大企業・製造業は外需で企業収益を稼ぎ、反対に中小企業・非製造業は大企業による正規社員と賃金の削減や海外移転を含めた複合デフレの余波により、内需衰退に連動沈没となる」という格差拡大に歯止めが掛かってきた。

中小企業・非製造業の業種別でも、大企業全般の大幅減速を横目に、建設が前回の+19から+22に改善している。その他、物品賃貸が+27から+30、通

信が+29から+34、情報サービスが+31から+35と堅調な業況を堅持させた。小売は前回の-10から-4へと、マイナス幅を縮小させている。

日本株市場でも大企業・製造業が世界減速や貿易摩擦懸念などの打撃を受けるなか、内需系は優良成長株の中小型株を中心に底堅く推移している。3日時点の年来リターンでは、大型株のTOPIX・LARGE70が+7.67%に対し、大型株以外では東証マザーズ指数が+13.18%、JASDAQが+12.38%、東証2部株価指数が+10.84%、TOPIX・MID400が+8.85%などとなり、大型株をアウト・パフォーマンスしている。

年初からの大型株に関しては、内外の金利低下を受けた銀行株の低迷も重石になっている。反対に中小型株のほうは、内外の緩和環境再燃による「カネ余り」の受け皿となってきた。同時に国内では日銀・超低金利政策の長期化が、中堅・中小企業に対して逆風バッファのクッションとなっている。

実際、3月短観の資金繰り判断(楽であるー厳しい)によると、中小企業・製造業は+10となり、2017年6月以降の+10から+12という高止まりが2年にわたって堅持された。過去にはバブル期で1988年12月から1989年12月まで、約1年にわたって+10から+12という高水準が続いている。現在は当時を上回る超緩和環境の長期化となってきた。

中小の販売価格底堅さ、円高・デフレ後退支援

金融機関の貸出態度判断(緩いー厳しい)についても、中堅・中小企業向けは1990年代以降では最高水準のプラス水準(緩さ)が、2014-2015年から長期定着している。あくまで現状段階では、日銀の超低金利による金融機関・貸出への副作用打撃は限定的だ。

その中で企業の価格転嫁の進捗度合いや採算性(マージン)を示す販売価格判断(上昇ー下落)では、中小企業・非製造業が+3となり、前回の+2から上昇となった。大企業・製造業は前回の+6から+1へと下落しており、これまた異例の逆転現象となっている。

中小企業の販売価格は1992年以降、長期マイナス傾向が常態化してきた。現在のような世界減速局面では、大企業の輸出打撃が国内でデフレ圧力を強め、中小企業の販売価格は-30から-40へと崩落するパターンが繰り返されている。

販売価格の急落が企業の採算悪化などを通じて、正規社員や賃金の削減へと波及。家計の疲弊が企業に安売り消耗戦を促し、それが企業の体力低下と雇用・賃金の一段の犠牲に跳ね返るという負のデフ

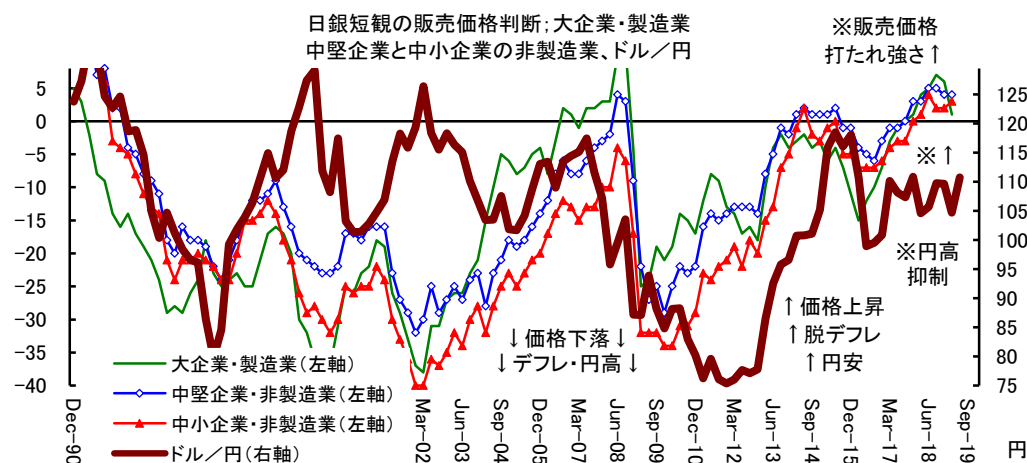
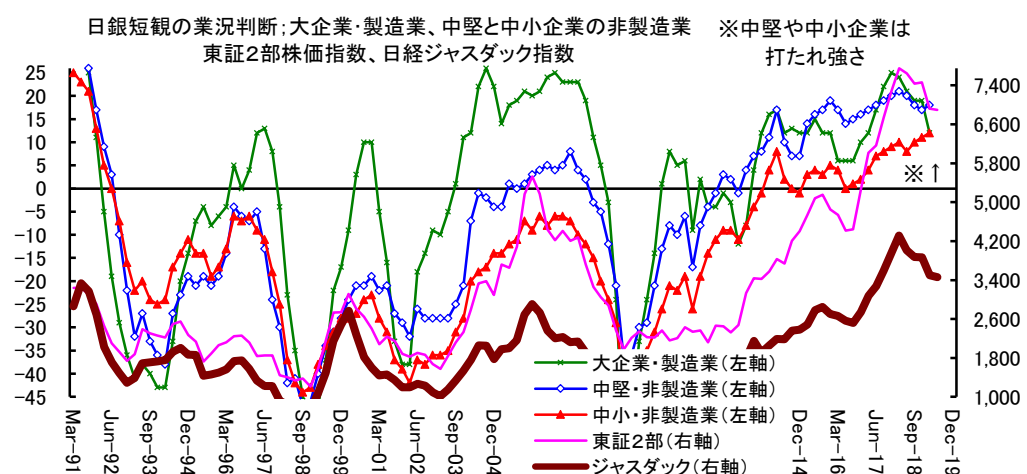
レ・スパイラルが再三再四にわたって観測されてきた。しかし、現在は中小企業のほうが業況判断や販売価格判断で打たれ強くなっており、「海外減速による国内打撃のショック軽減」や「円高・デフレの共振連鎖阻止」、「デフレ臆病症の治癒緩和」へとつながりやすい。

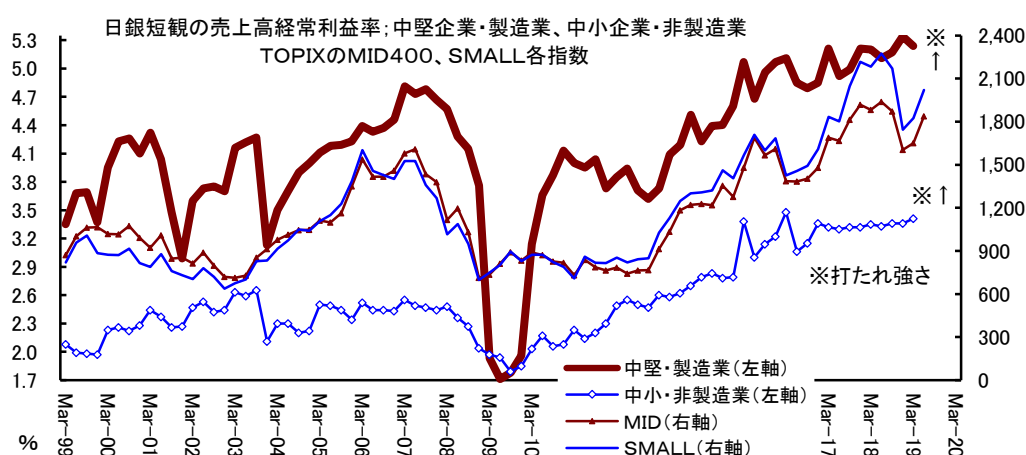
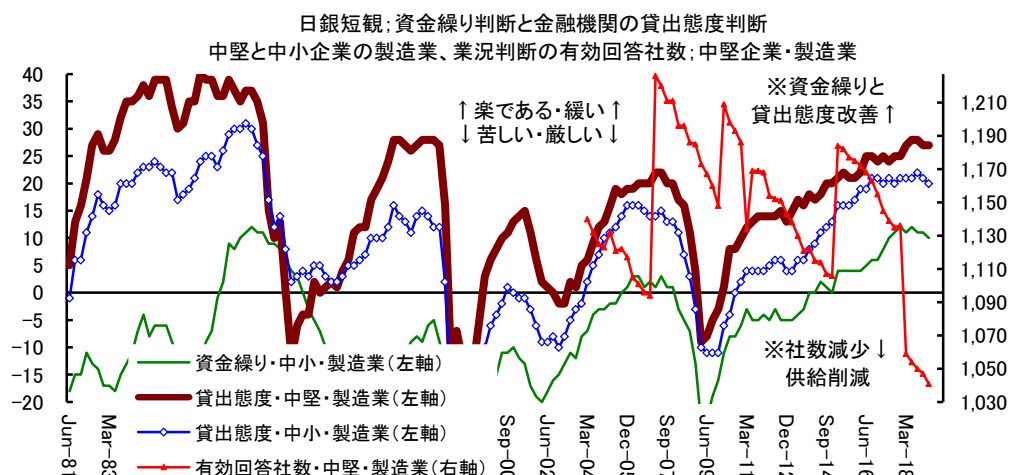
中堅・中小企業の耐性強化に関しては、国内での需給ギャップ改善や日銀・超低金利の長期化、労働市場改善による消費サービス分野の底上げ、インバウンド消費の安定軌道入り、改元や消費税増税の派生需要、人手不足・後継者難・空洞化などによる企業の淘汰再編（低競争企業の整理を含めた過剰供給の削減）——などが影響している。当座は消費税増税に向けた景気対策や、駆け込み需要なども下支え要因となっていく。

ちなみに企業調査会社の東京商工リサーチが発表

した 2018 年の「人手不足」関連倒産は、前年比＋22.0%増の 387 件と、13 年の調査開始以来で最多を更新した。そのうち「後継者難」型は 278 件（前年比 11.6%増）となっている。日銀による短観・業況判断の有効回答社数でも、中堅企業・製造業は直近最高である 2007 年の 1226 社から今年 3 月は 1041 社となり、－185 社の減少となっている。

こうした好悪両面をはらんだ供給削減のほか、人手不足もあって国内では需給ギャップの改善軌道が維持されている。海外減速による国内へのデフレ波及を制御させるものだ。日銀は 3 日、2018 年 10－12 月の需給ギャップが＋2.23%になったとの試算を明らかにしている。7－9 月の＋1.26%から需要超過幅が拡大し、実に 1992 年 4－6 月（＋2.39%）以来、26 年半ぶりの大きなプラス幅となった。





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。