

短観、年度末に向けた減益歯止め焦点

同友会調査では減益鈍化、リスク材料への対応進捗

2019/9/27

10月1日に公表される9月の日銀短観は、大企業・製造業の業況判断DIが+2前後と見込まれ、前回の+7から3期連続悪化が警戒される。貿易摩擦や消費税増税、円高圧力、日韓悪化、訪日外国人客（インバウンド）減少、五輪特需ピークアウトといった悪材料が覆っており、底入れ遅延への懸念が強い。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、経常利益の下振れペースが鈍化してくるなど、リスク材料への対応進捗と来春・年度末にかけての減益歯止めも示唆されている。

業況判断前年比、6月や9月で最悪ボトム季節性

「米トランプ政権は過去の日米貿易摩擦時のような日本潰し、円高・デフレ圧力などによる日本の成長封じ込めを意図しているわけではない。米国による中国向け輸出の減少などを補完する大事な輸出相手国として、日本の経済成長には一定の留意もなされている」――。

ある官邸関係筋はこう指摘しながら、「覇権を賭けた米中対立と日米通商交渉は別次元」と解説する。

実際に安倍晋三首相は23日、国連総会出席と日米首脳会談などのため米NYへと出発する前に、「トランプ大統領とは日米貿易交渉について、日米双方に『ウィンウィン』となる合意を目指す」と決意を示した。続く24日の麻生太郎副総理兼財務相とペンス米副大統領の会談では、終了後に「日米間の貿易合意は日米両国の一層の繁栄につながるとともに、公正かつ互恵的な経済関係のモデルになる」という声明が、米ホワイトハウスのほうから打ち出されている。

それでも現状は「米国の一国繁栄強化による日本への互惠恩恵」よりも、「貿易摩擦の弊害や米国の中国潰しなどによる日本打撃」のほうが強く懸念されている。10月1日予定の9月日銀短観でも、大企業・製造業の業況判断DIは前回の+7から+2前後、場合によっては-2方向への悪化リスクをはらむ。想定為替レートは前回6月が1ドル=109.35円であったが、現状の実勢106-107円方向への修正が間に合っているか否かにも不透明感が強い。

その中で9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（8月27日-9月5日実施）。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9月調査では「経常利益指数」の7-9月見込みが+6.4となり、前期の0.0から小幅改善となった。昨年3月の+22.3を直近最高とした減益

加速に、一旦のペース鈍化が示唆されている。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」企業の割合は、昨年10-12月の24.3%から今年4-6月には31.1%への急増の悪化となってきた。しかし、7-9月は29.4%、10-12月は26.7%と減少が予測されている。日本企業による各種リスク材料への対応進捗が示唆されているほか、来年3月の年度末決算に向けた減益圧力のピークアウト（最悪期通過）に期待感をつなぐものだ。

しかも短観の業況判断では季節パターンとして、現在のような循環悪化局面の際、6月短観や9月短観で「前年比での最悪ボトム」をつける傾向が目立ってきた。これは3月の年度初め計画以降、実際の年度入り進捗とともに早め早めの下修正が入り、6月から9月にかけて当座の悪材料に対する織り込みが進展することなどがある。日本企業の四半期決算発表でも、4-6月期などの早い段階で発射台の低め修正が相次ぐなど、前年度時点や年度初め時点からの大幅な下方修正例が見られてきた。

実際に前回の世界減速時では、2016年「6月短観」の前年比-9で大底をつけた。日経平均株価も同月で底入れ反発に転じた実績を有している。

世界情勢に関係なく実施・上積み of 事業計画も

その前の減速局面では震災打撃による不規則性もあったが、2011年「6月」の前年比-10で1番底、2012年3月で2番底を形成した。リーマン・ショック前では2005年「9月」の-7で底入れとなり、日経平均は同月から翌年4月まで騰勢モメンタムが加速された実績を有している。

1980年代以降の業況判断・前年比では計9回の前年比マイナス局面のうち、6回までが6月短観か9月短観で最悪ボトムが記録されてきた。例外は2001年のITバブル崩壊後、2009年のリーマン・ショック後といった激震時に限られている。いずれも業況判断の前年比底入れは、日経平均の底入れ反発と密接な相関性を有している。

その意味で今回も前回6月短観や最新9月短観での「前年比底入れ」形成、連動する形での収益見通しの「前年比下振れの一段落」が注目されそうだ。1990年代以降は短観の業況判断が底入れしたあと、日経平均は月間最高の比較で、最低でも前年比+4000円から+6000円は上昇する循環パターンが繰り返されている。

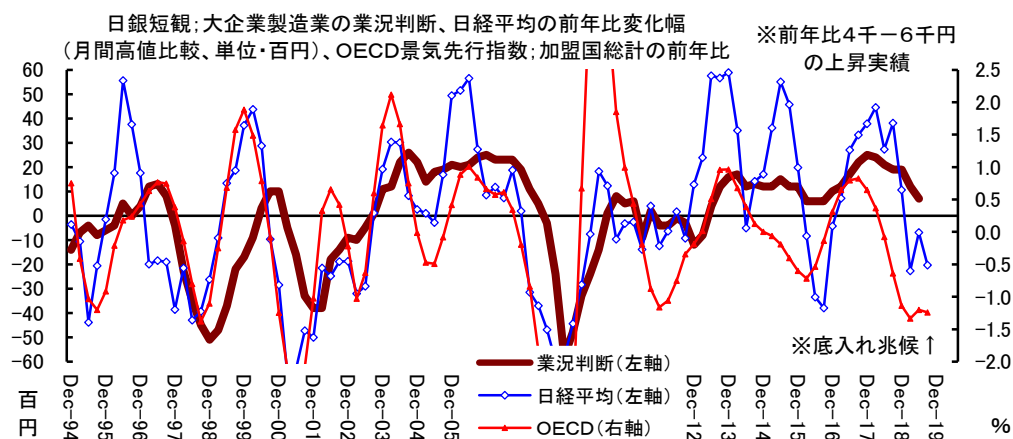
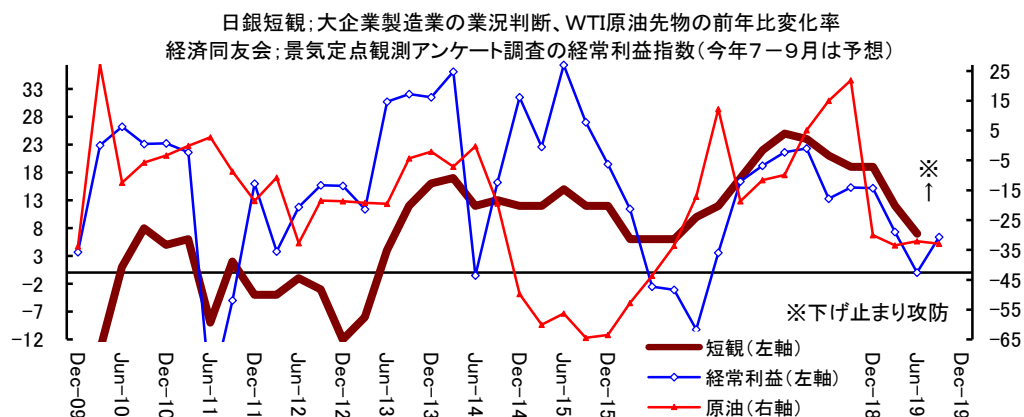
しかも今回の場合、複合リスクに対しての耐性をアシストするのが国内での需給ギャップ改善だ。人手不足のほか、国内での設備投資絞り込みと新規投資の慎重姿勢などもあり、日銀推計による需給ギャップは最新 7-9 月に+1.30%となった。前期の+1.98%からは低下しているが、四半期（1 年）平均では 2008 年前半や 1992 年以來のプラス幅が維持されている。過去に業況判断の大幅低下が定着した 2016 年や 2011-2012 年、2008-2009 年、2001-2003 年、1998 年などは、いずれも前提として「需給ギャップのマイナス定着」という脆弱な国内環境があった。

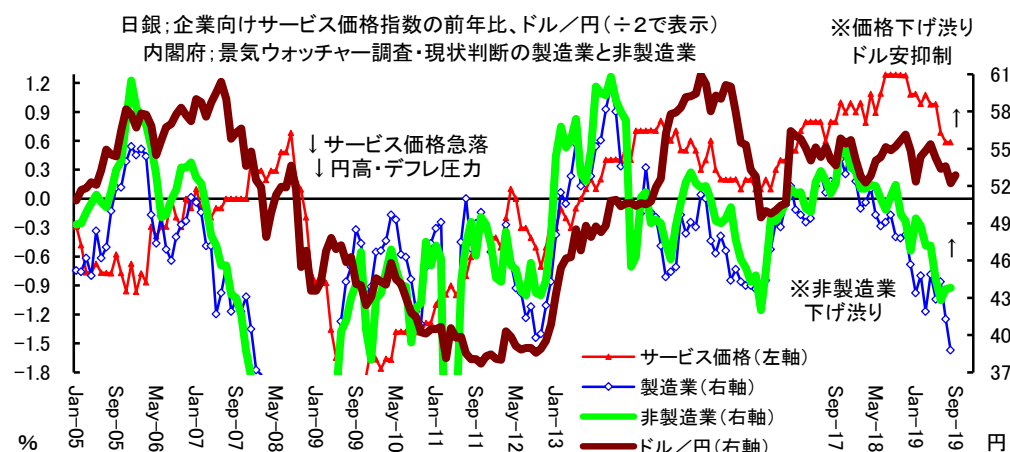
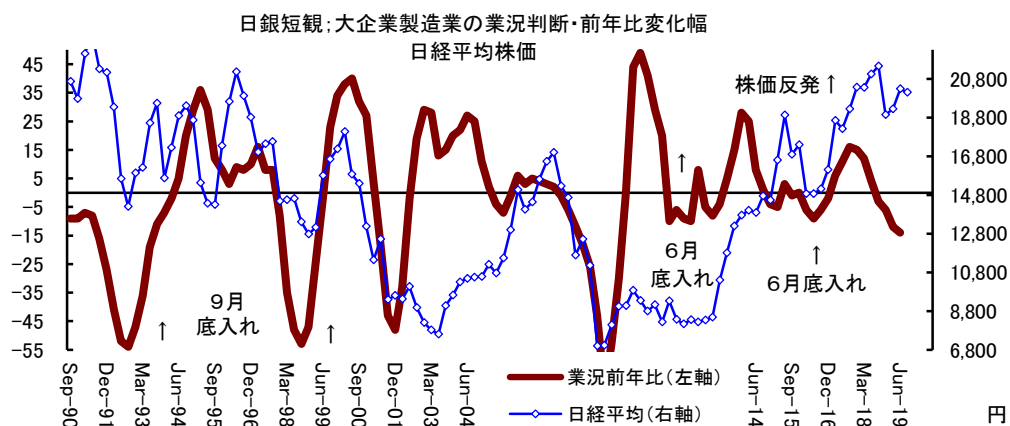
その点、現在は需給ギャップと相関性が高い日銀の企業向けサービス価格指数が、最新 8 月でも前年比+0.6%となり、75 カ月連続でのプラス化が維持された。円高・デフレ懸念下で前月と同水準で下げ渋りとなっているほか、前月比では 1-6 月のマイナス基調からプラス回復となる打たれ強さが示されている。

加えて現在の日本企業は、「過去最高の内部留保」

と「過去最低への実質マイナス金利低下」という逆風バッファが増強されている。内部留保でいえば、日銀・資金循環の民間非金融法人企業ベースでの現金・預金が 4-6 月期末に 266 兆円となった。リーマン・ショック直前の 173 兆円、IT バブル崩壊時の 178 兆円などからは+100 兆円近い急増となっており、企業サイドの過度な狼狽不安やリスク恐怖症を抑制させる安定剤となっている。

結果、同友会アンケートでの「不透明感が一層増した世界情勢について」という調査では、「昨今の世界情勢に関係なく、従来計画通り（もしくは上積みで）実施する」事業質問に対して、国内外の不動産開発投資、省力化と省人化の設備投資、セーフティ・AI・5G などの新規事業投資、中国以外のアジア拠点での設備能力増強、国内ヘルスケア関連の設備投資（高齢化ニーズ対応など）、製品開発のスピード・効率向上のためのテクノロジーセンター建設、高度 IT 人材の採用強化、IFRS16（新リース基準）対応によるリース資産のオンバランス化と、資産の自社保有——といった前向きな計画回答が寄せられている。





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。