

短観、悲観修正の余地が株高余力に 慢心や過剰設備が制御、下方修正より上方修正へ

株式会社ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2019/12/16

12月の日銀短観は大企業・製造業の業況判断DI（良い－悪い）がゼロとなり、前回9月の+5から悪化した。4期連続の悪化で、アベノミクス開始時となる2013年3月以来の低さとなっている。引き続き慎重論は根強いものの、企業の慢心や無駄な過剰投資・設備が抑制されている分だけ、反発力は蓄積されつつある。同じ景況感指数である米ISM製造業指数との相对比较でも短観の落ち込みは大きく、今後は業況判断や収益見通しの「下方修正よりも上方修正」という基調変化が株高余力として注目されよう。

設備判断の余剰が膨らまず、過去減速比では異例

「（為替相場のドル/円は安定推移が続いているが）長い目で見ると為替レートは日米両国の物価情勢に影響されるため、だいぶ似通ってきたことも背景にあると思う」――。

日銀の雨宮正佳副総裁は12日、このように指摘しながら、日本経済に関しては先行き下振れリスクに留意しつつも、「緩やかながら拡大基調を続ける」という見通しを示している。

日本の物価情勢に関しては、最新12月の日銀短観で大企業・製造業の「販売価格判断DI」（上昇－下落）が－6となった。前回の－4から下落となり、2016年12月以来の低水準に回帰している。消費増税の打撃や賃金伸び悩み、少子高齢化、IT・自動化（省人化）影響などもあり、根深い物価の下落圧力が示された。それでも前回の世界減速時である2016年の－15や、アベノミクス開始時である2012年の－18、デフレ15年における2002年や1998年の－38などに比べると、過度なデフレ圧力は緩和されてきた。

一方で米国ではNY連銀製造業景況指数の「販売価格」が、最新11月に+6.2となった。米国でも構造的な物価下落が波及しており、日本化懸念もあって直近最高である2月の+22.9から大幅低下となっている。結果、「短観－NY連銀指数」の販売価格格差は－12.2となっており、9月の－13.2や昨年3月の－18.4などから日本の劣勢が後退している。

過去に同格差は「日本一人デフレ」が強まった2011年に－32.8、2004年に－30.5、2001年に－31.1といった大幅な日本の下振れ局面があった。当時は日本の相対的な物価下落が円高を促し、円高が一段の物価下落を促す負の共振連鎖パターンが繰り返されている。その点で現在は昨年からの世界減速や貿易摩擦懸念などでも、物価の日本の下げ渋りと米国の上げ渋りという「似通った方向の動き」もあって、ドル/円の安定化が支援されている。

為替安定化は、足元の米中貿易摩擦や英国のEU離脱問題といった不透明感の一服とあいまって、短観・業況判断の低迷のような過剰悲観の修正を促していく。日本企業の過剰悲観はリスク忌避やアニマル・スピリッツ萎縮といったマイナス要因となっている反面、「慢心の制御」となって無駄な過剰投資や過剰設備の歯止め要因となっている。今後の供給調整の重石が軽くなっている分だけ、このまま不安心理が軽減されていくと企業活動の反発力が大きくなりやすい。

実際に大企業・製造業の生産用設備判断（過剰－不足）は9月に+2となり、6月の－1や9月の+2から余剰の拡大には至っていない。過去の世界減速時には2009年に+39、2003年に+33、1994年に+32といった大幅な設備余剰とダブつき化に見舞われた。それがデフレ圧力や円高・株安、生産回復の遅れ、雇用・賃金の削減などを深化させている。

ひるがえって現在は余剰設備が抑制されている分だけ、来年以降の設備投資の残存余力を支援していく。同時に「設備あたりの企業利益」の悪化が制御されることで、企業の収益率や一株当たりの価値の下支え要因となる。

短観－米ISMの前年比格差、日本の過剰悲観示唆

日本の鉱工業生産では、依然として在庫の積み上がり重石となっている。最新10月に在庫指数

（2015年＝100）は104.2となり、6月の104.7に続いて、リーマン・ショック直後である2008年12月以来の高水準が続いている。生産面の在庫が大きく増加しながら、国内製造業の設備で余剰感が広がらないのは過去に例のない乖離現象となっている。生産拠点の海外移転による空洞化というマイナス面の一方、製造業設備の世界減速耐久力や、選択と集中による筋肉質化、高付加価値化などが示唆されている。

12月短観・業況判断の過剰悲観は、同じ景況感指標である米国ISM製造業景況感指数との相对比较でも示されている。ISMの前年比変化率は、最新11月に－10.7となった。それに対して短観は－19となっている。結果、「短観業況判断－ISM景況指数」の前年比格差は、－8.3の日本劣勢となっている。9月の－2.3から日本の下振れが拡大し、2016年6月（－9.2）以来という大幅マイナスとなってきた。

一方で2016年の場合、6月の－9.2という対米国比での相対劣勢が、短観や日本株の陰の極となった。その後の日本株は過剰悲観（＝割安感や売られ過ぎ感）の反動修正が入る形で、株高トレンドに移行している。今回についても12月短観の下振れは、対米

国株比での日本株の出遅れ修正軌道入りと、来年にかけての寿命余力が注目されよう。

その前でも2012年、2005年、2001年、1998－1999年などで、同格差のマイナス幅が拡大したあと、日本株は悲観修正で底入れ反発に移行してきた。いずれも循環的な株高に移行すると、日経平均株価は月間高値の比較で最低でも前年比＋4000円から＋6000円が上昇するパターンが繰り返されている。

しかも今回は内需についても日本政府が5日、総事業規模26兆円、国と地方の支出や財政投融资を合わせた財政措置で13.2兆円という大型経済対策を正式決定した。このうち国と地法政府が直接支出する9.4兆円が「真水」という指摘もある。

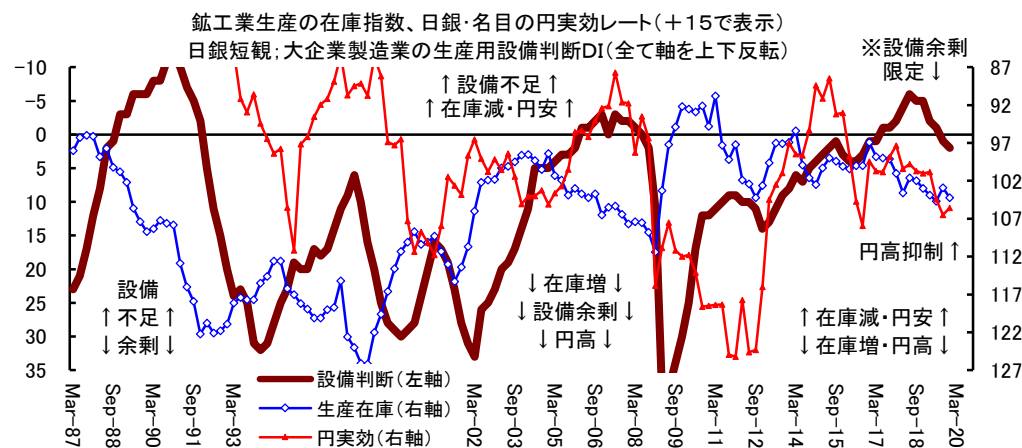
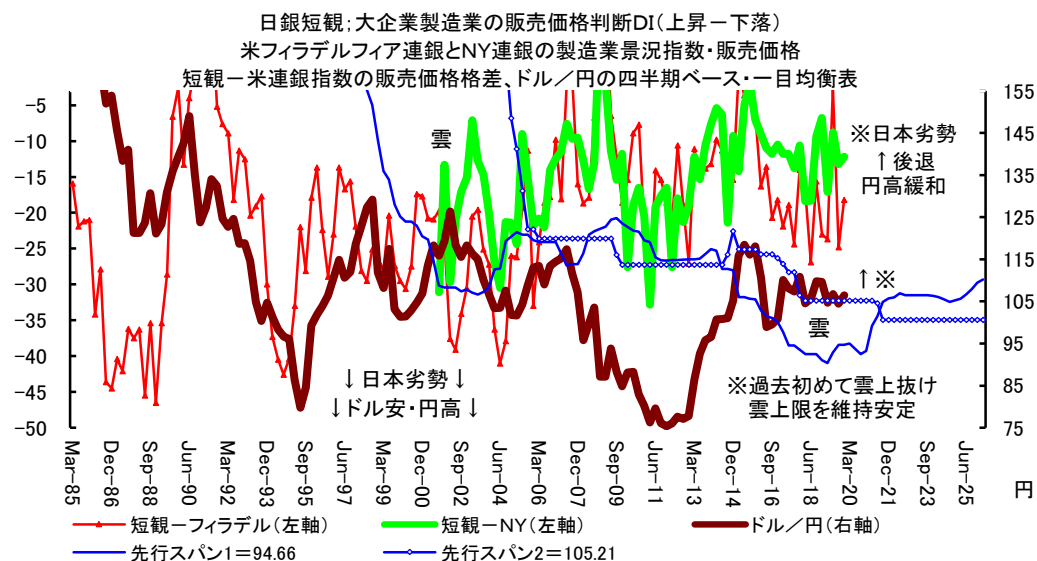
名目GDP統計の内訳で公共・公的事業が含まれる「公的固定資本形成」は、前回の大幅増ケースとして2013年7－9月の前年比＋12.6%や10－12月の＋14.6%という例があった。同時期の短観・業況判断は2013年6月の＋4から9月が＋12、12月が＋16と連動改善となっている。

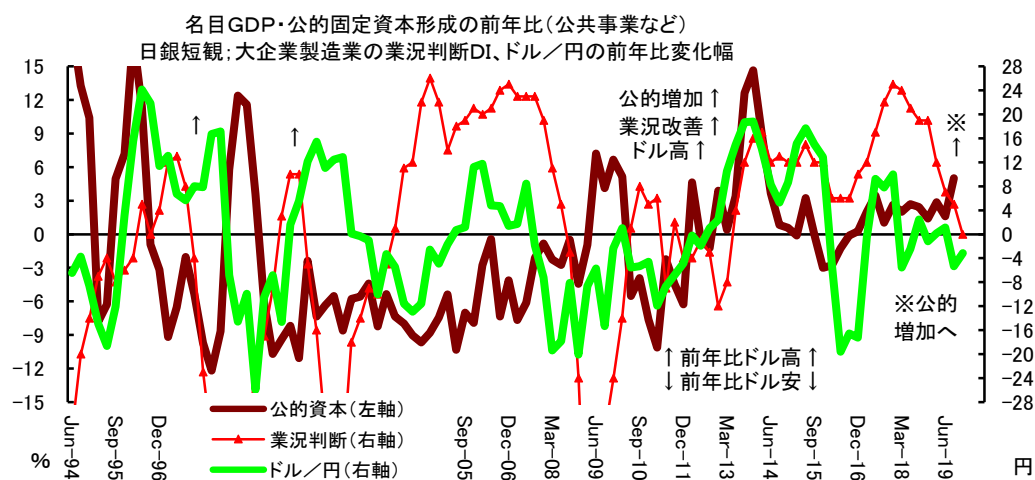
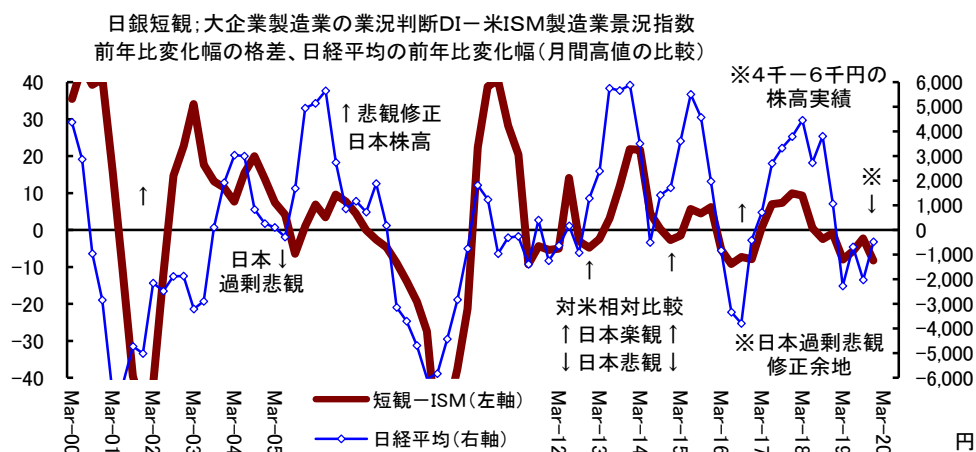
その前の公的固定資本形成の前年比拡大としては、2009年4－6月の＋7.2%、10－12月の＋6.7%が見られている。同時期の業況判断も2009年3月の－58

が大底となり、2010年9月の＋8まで連動上昇している。各局面ともに為替相場では、国内需給ギャップの改善と円高・デフレの後退、実質金利低下などによるリフレ効果、内需拡大による輸入増と貿易黒字の抑制などにより、ドル高・円安の進展や円高抑制が同時観測されている。

為替問題でいえば12月短観では大企業・製造業の想定為替レートが、年度通期で1ドル＝107.83円となった。9月の108.68円からは、ドル安・円高方向に修正されている。13日時点の109円台では為替余裕が付与されているほか、実勢レートの日中平均は今年度開始の4月1日から12月12日までに約108.61円となっている。今年度決算については、すでに想定比で一定のドル高が確保されている。

あくまで単純計算ながら、これから年度末の来年3月までの「実勢平均値」が107.05円で推移しても、年度平均では年度通期の想定107.83円は維持できる。現状からの為替差損と業績下方修正のリスクが軽減されてきたほか、3月末にかけて実勢平均が107.05円よりドル高レベルで推移すると、為替差益と業績上方修正への期待を高めることになる。





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、複製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。