

企業物価下げ止まり兆候、配当減に歯止め

機械・輸送用機器・ハイテクなどに耐性、内部留保も残存

2020/6/12

企業の採算性や売上収入、配当原資に直結する日銀・企業物価指数は、5月に前年比-4.1%と4カ月連続で下落した。2016年7月以来のマイナス幅拡大となっており、コロナ打撃の深刻さもあって企業の収益環境は下振れ警戒が続く。一方で前月比では下げ渋りとなってきたほか、業種別では機械、輸送用機器、情報通信、ハイテクで下落幅が抑制されるなど、逆風への耐性増強も見られている。危機前からの内部留保積み上げや低利の資金繰り支援策などで資金余裕がある企業も残存しており、配当減の歯止めや配当維持・増加が注目される。

日本企業の手元資金と配当余力、世界的に貴重

「日本の上場企業は良くも悪くもながら、コロナ危機の前段階から手元キャッシュ（現預金）の内部留保を大きく積み上げてきた。その後のコロナ打撃でも一定の資金余裕が残存している企業は、世界の企業全体を見渡しても貴重な配当維持や配当増加（増配）の期待感が残るため、グローバル投資の中で押し目買いの物色対象となりやすい」――。

米国系のマクロ型ヘッジファンド幹部はこのような指摘を行う。

すでに3月前後からのコロナ・ショック以降、日本株市場では金融経済危機に打たれ強い「低債務のキャッシュリッチ企業」が逆張り物色の対象となってきた。同時に内外の企業で当座の減配や配当見送りが懸念される中、国内で潤沢な内部留保などを有する企業のうち、最新の決算発表で配当維持や増配を打ち出した商社、製薬、メガバンク、鉄道などの企業株は、現在も押し目買いの投資対象として注目されている。

その中で日本企業の採算性や売上収入、配当原資などに直結する日銀の国内企業物価指数は、消費税を除いたベースで5月に前年比-4.1%となった（4月は-3.8%）。4カ月連続でマイナス幅が拡大し、2016年7月の-4.2%以来という下落幅となっている。引き続き日本の上場企業全般としては、収益悪化や配当の減少・見送りのリスクが警戒される。

ただし、前月比では-0.4%となり、3月の-0.9%、4月の-1.5%から下落モメンタムが鈍化してきた。内外での経済活動再開や感染減少、世界景気の先行指標である原油相場の反発などもあり、日本の企業物価は急低下の一服と下げ止まりの兆候も見られている。

日本に先行して感染減と生産再開となっている中国では、最新5月のPPI（生産者物価指数）で「非鉄金属」が前年比+2.6%と、過去2カ月の+2.1%

から上昇に転じた。昨年9月の+5.7%をピークとした急低下が底入れに移行しつつある。「一般機械」も2カ月連続で-0.1%という下げ渋りとなってきた。中国に遅行して経済活動が再開されてきた日本についても、追従での企業関連物価の底入れが注目されやすい。

米国の先行指標でいえば、長期スパンでの成長やインフレ動向が反映される米30年債金利が、3月をボトムに急低下一服と緩やかな下限切り上がりへと移行してきた。月間最低金利の比較による前年同月比の変化幅は6月10日時点で-1.1%となり、3月の-2.1%をボトムとした「景気最悪期の通過」が示唆されている。過去実績としてWTI原油先物相場や米30年債金利の前年比底入れは、日本の企業物価の底入れ反転と明確な相関性を有してきた。

日本企業の配当急減の一服と先行き復調を示唆する形で、「TOPIX配当込み株価指数」は反発へと転じている。3月16日は1887と2016年11月以来の安値を更新したが、そこから底入れ反発となってきた。

TOPIX 配当込み株価指数、重要下限を回復

6月8日には2519に上昇し、2月25日以来の高値を回復している。月足テクニカルでは日銀による異次元緩和とスタート後（2013年4月）からの重要下限ライン、一目均衡表の上限2388を上抜け回復している。先行き雲上限などでの下値固めと、今年度下期以降や来年度以降の配当復調を先取りしていく下限の切り上がり軌道入りが注視されそうだ。

しかも現在の国内企業物価指数は過去の経済危機時と異なり、個別で逆風耐性が増強されている業種が少なくない。具体的には、はん用機器の前年比+0.4%（4月は-0.3%）、輸送用機器の+0.2%（+0.3%）、生産用機器の-0.1%（0.0%）、業務用機器の-0.2%（-0.4%）、電子部品・デバイスの-0.6%（-0.5%）、電気機器の-1.0%（-1.5%）、情報通信機器の-1.7%（-2.0%）――といったセクターだ。すでに日本株市場では、こうした業種に関連した東証の精密機器指数、情報通信業指数、機械株指数などが先行反発と戻り高値の余地模索に移行している。

ちなみに2008年9月のリーマン・ショックのあと、電子部品・デバイスは10月が-4.0%、11月が-3.6%となり、2011年にかけて-4%から-6%の大幅マイナスが定着していた。情報通信機器も2008年10月に-6.8%となるなど、経済危機と同時進行で物価の急落に見舞われている。

その点、現在はテレワークや巣ごもり消費などの

特需があるとはいえ、ハイテクや情報通信のみならず、企業物価指数の安定化を保っている機械、輸送用機器などでは、経済危機に伴う物価下落圧力（＝企業収益悪化やデフレの圧力）の耐性が增強されている。選択と集中による過剰生産の抑制や、グローバルな需給バランスの改善、高付加価値と希少性の重視などによる値崩れ圧力の制御努力、IT・IoT・AIの活用普及などによる生産・在庫管理の高度化と即応化といった構造変化などが影響している。

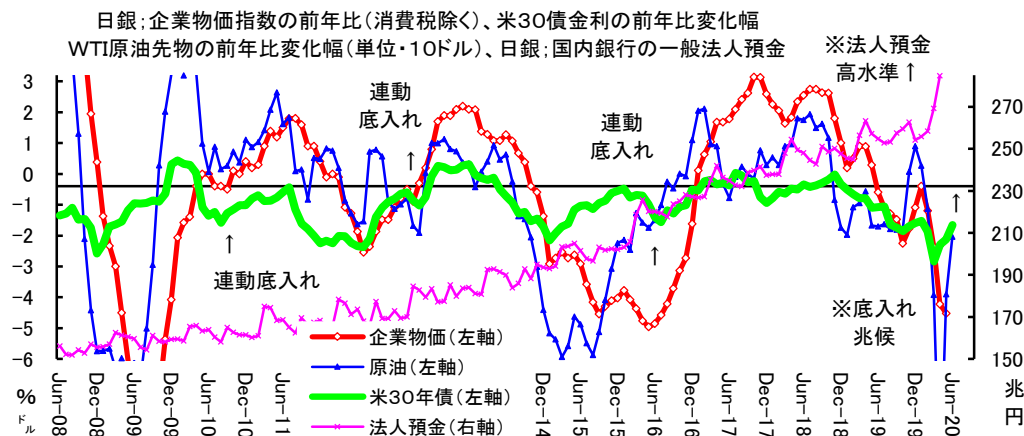
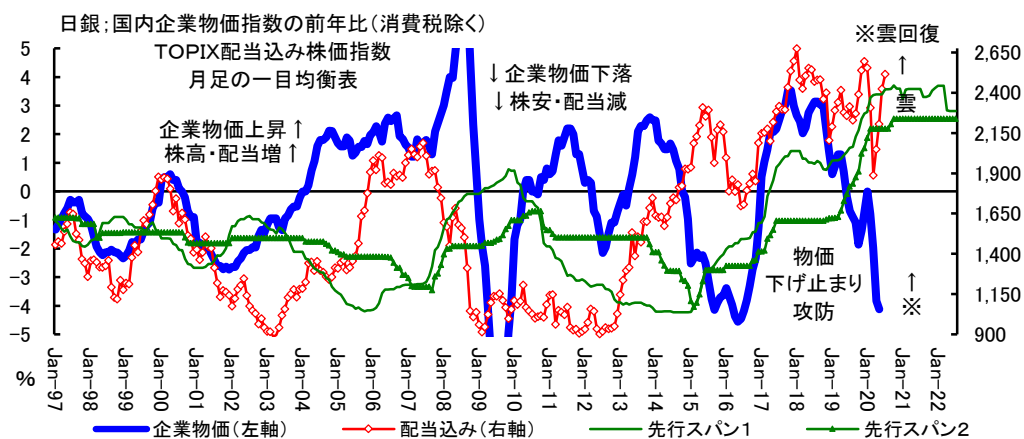
一方、外国人投資家などから「世界的な危機局面での逆行配当余力」が着目されている日本企業の現預金については、日銀の「国内銀行・銀行勘定・一般法人預金」が4月に前年比+8.1%となった。3月の+5.0%から増加し、2017年2月以来の高い伸び率となっている。

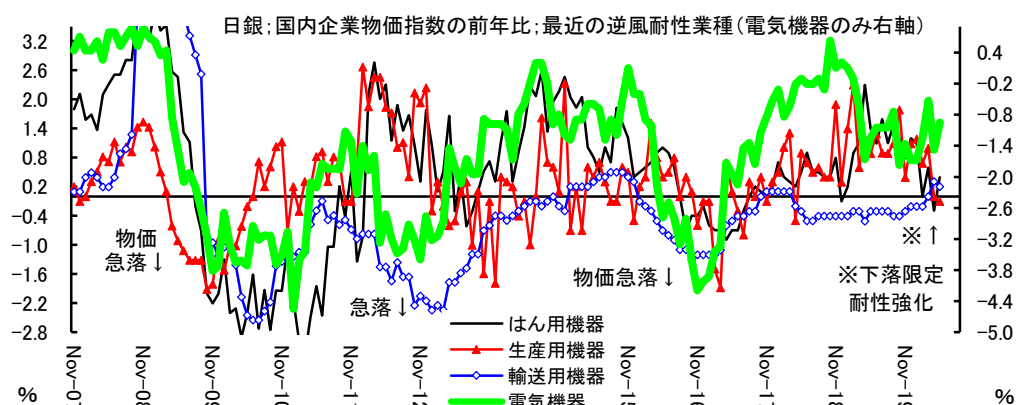
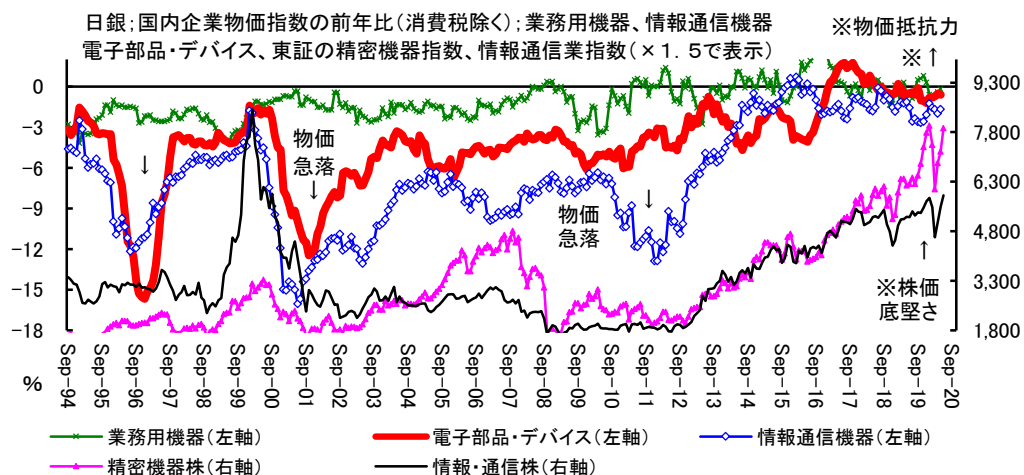
コロナ打撃対応でも預金の取り崩しは限られ、日銀と民間銀行による低利の資金繰り支援策もあって、

企業の預金は高止まりが維持されたままだ。リーマン・ショック直後である2008年10月の-0.5%や、ITバブル崩壊後である2000年10月の-8.0%といった取り崩しに比べると、資金余裕の維持が示唆されている。

日本企業による現預金への資金滞留は好悪両面あるとはいえ、過去実績として「配当原資」にはプラス要因となってきた。最近では一般法人預金が2016年7月から2017年2月にかけて、連続で+10%超えという預金積み増し局面が見られている。同期間中にTOPIXの配当込み株価指数は、月間高値の比較で+17.5%の上昇となっていた。

その前では2013年11月に、一般法人預金が前年比+8.5%の大幅増場面があった。同じく配当込み株価指数は、1年後の2014年11月にかけて+14.3%の上昇となる連動相関性が観測されている。





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。