

短観、業種別では「販売－仕入価格」採算改善

紙、非鉄金属、繊維、自動車、金属製品、鉄鋼など

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2020/12/18

12月の日銀短観では業種別で、企業の採算性を示す価格判断（上昇－下落）の「販売－仕入」価格格差について改善が散見された。紙・パルプ、非鉄金属、繊維、自動車、金属製品、鉄鋼などであり、根強い内外コロナ打撃や円高圧力の中であって、先行き収益率や関連株の逆風抵抗力が支援されやすい。3カ月先の株価見通し判断で参考になる業況判断の「3カ月先予測－現状」格差についても、紙・パルプや機械、自動車、非鉄金属、鉄鋼、金属製品などで先行き予測優位の右肩上がりが見られている。

予測－現状格差、予測改善業種は先行き株高余地

日銀短観と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」（会員経営者など 218 名が回答）によると、最新 12 月調査で「経常利益が来年 1－3 月期予想で増益となる」という回答は 25.9% となった。10－12 月期見込みの 23.5% から増加し、4－6 月の 12.1% をボトムとして増益企業の減少に歯止めが掛かっている。

あくまで予想とはいえ、25.9% とはコロナ打撃前となる昨年 10－12 月期と同じ水準だ。こうした前向きな企業経営者の比率増加は、来年 1－3 月期決算以降の収益見通しについて改善企業を増加させていく。しかも 12 月調査では来年 2021 年 6 月末のドル/円予想について、「1 ドル＝100－105 円」という回答率が 57.1% と最多になった。来年 6 月末にかけての「100－105 円定着」が織り込まれながら、増益予想企業が増加していることは、改めて日本企業の逆風耐性増強が示唆されている。

一方で同じ 12 月の日銀短観では、大企業製造業の業況判断が－10 となった。6 月の－34、9 月の－27 から底入れを固めつつあるが、3 カ月先の来年 3 月予測は－8 と小幅改善にとどまっている。内外でのコロナ感染再増加やワクチン普及の不透明感などもあり、回復ペースの鈍さを懸念させるものとなった。

その中でも企業の採算性（マージン）や価格転嫁力などの参考になる販売価格判断（上昇－下落）と仕入価格判断の格差では、先行き改善となってきた業種が少なくない。先行き関連企業の収益率や株価の逆風抵抗力を支援していくものだ。

具体的には大企業製造業の業種別で「販売価格判断－仕入価格判断」の格差が、12 月に紙・パルプで＋11、非鉄金属でゼロ、繊維で－3、自動車が－8 などと、プラス回復やマイナス幅縮小が見られている。金属製品も－10 と前回の－11 から改善したほか、鉄鋼は－33 と前回の－35 で底入れを固めつつある。こうした採算性の改善は、関連企業の財務余裕度合い

を先行き修復させていく。コロナ打撃が陰の極を通過していくと、雇用・賃金や設備投資、株式配当や自社株買いなどへの資金余力にプラス効果が表出されてくる。

採算改善業種については業況判断の「3 カ月先予測－現状」格差でも、予測優位の右肩上がり見通しが目立っている。来年 3 月にかけての企業収益の上方修正や、下方修正の歯止めを示唆する先行シグナルとなるものだ。この格差は 3 カ月先の株価見通しの参考となるもので、関連株については来年 1－3 月にかけて「今年 10－12 月の高値からの上伸余地」が支援されやすい。

12 月短観・業況判断（大企業製造業）の同格差では、予測の上振れ幅が大きい業種として、紙・パルプの＋23（現状－23→予測 0）、生産用機械の＋15（－21→－6）、業務用機械の＋7（－15→－8）、自動車の＋7（－13→－6）、はん用機械の＋4（0→＋4）、非鉄金属の＋3（－9→－6）、鉄鋼の＋3（－25→－22）、金属製品の＋2（－13→－11）——などが観測されている。

例えば自動車では過去に同格差が悪化したあと、2016 年 9 月に＋5 という改善ケースがあった。当時の東証の輸送用機器指数は四半期中の高値比較で、直後の 2016 年 10－12 月に前期比＋15.3% の上昇が観測されている。非鉄金属の同格差は、2019 年 12 月に＋15 という悪化からの改善ケースがあった。同時期の 10－12 月期に東証の非鉄金属指数は、前期比＋11.3% の株高実績が見られている。

業況判断の前年比改善、経常利益や株価と関係

短観の業況判断は 12 月に回復ペースの鈍さが示されたものの、トレンドを示す前年比では改善基調が明確化されてきた。12 月は前年比－10 となり（前回は－32）、6 月の－41 で最悪期の通過が示されている。

過去実績として財務省・内閣府による法人企業統計の経常利益とは、前年比で明確な相関性が維持されてきた。今回も業況判断の前年比改善入りは、来年 1－3 月期や来年度 4 月以降の「前年比の経常利益プラス基調入り」が担保される。日経平均株価も、連動した前年比プラスのトレンドが維持延命されやすい。

前回の業況判断、経常利益の前年比悪化は、2016 年 6 月で底入れとなった。その後は連動して同時改善となったが、日経平均株価は四半期中の高値比較で、上昇ピークが 2018 年に前年比＋4461 円幅となっている。その前の前年比株高のピークは、2015 年

に+5510 円、2013 年に+5887 円、2006 年に+5651 円、2000 年に+4373 円、1996 年に+5561 円——といった上昇幅が相場循環として繰り返されてきた。最低でも前年比+4000 円から+6000 円幅の上昇パターン実績が目立っている。

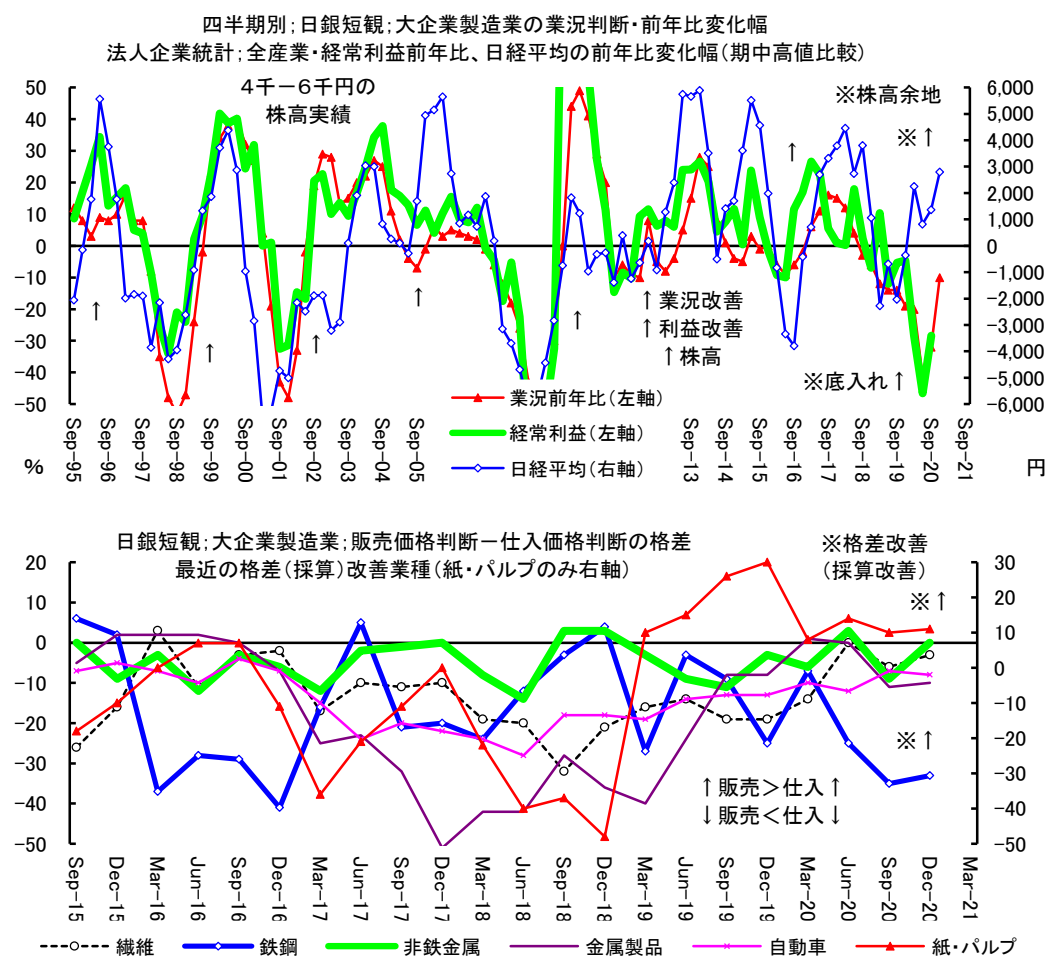
ひるがえって現在の場合、来年以降の「前年比株高余地」の目安として参考になる今年の高値は、1-10 月が 2 万円から 2 万 4000 円、11-12 月が 2 万 6000 円超えとなっている。すでに足元の今年 10-12 月は、16 日時点で前年比+2803 円の上昇幅となってきた。来年にかけて最低+4000 円幅としても、2 万 8000 円から 3 万円方向を試す可能性は非現実的でない。

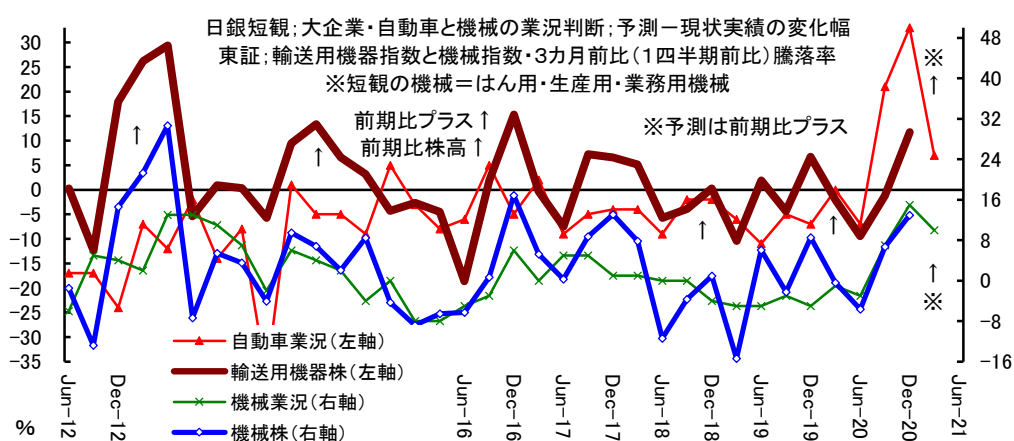
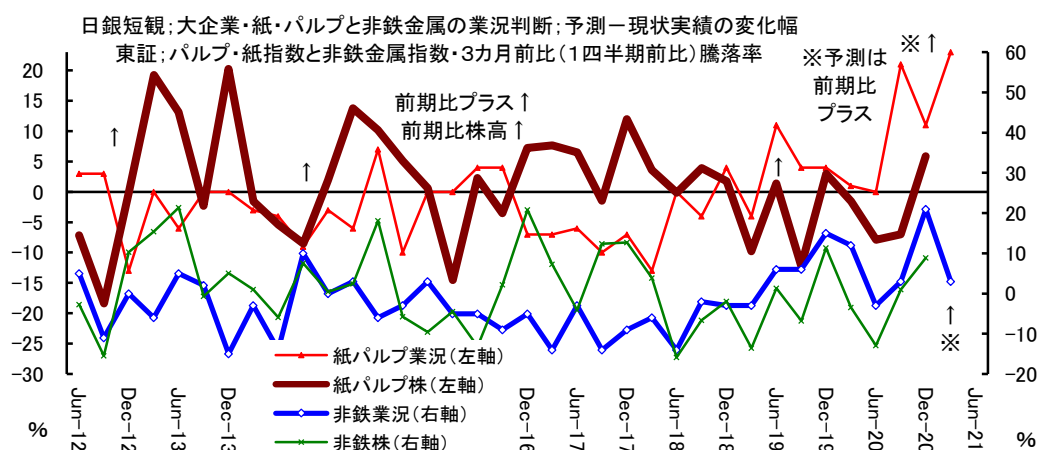
なお、経済同友会の「景気定点観測アンケート調査」では、12 月分で「コロナ禍における 2021 年の経済見通し」についても調査が行われていた。強気

の回答は全体の 21.5%にとどまったが、弱気の 16.8%は上回っている（中立が 61.7%）。

このうち「強気回答」の根拠としては、コロナ対応の進展、東京五輪開催効果、DX などデジタル関連の伸長、政府による景気刺激策、消費の回復、マインドの改善、海外の景気回復による輸出増、ウイズ/アフターコロナの動き始動、米中摩擦の緩和期待——などが挙げられている。

反対に「弱気回答」の根拠としては、コロナ収束の長期化、世界経済の停滞、消費の低迷、今年の収益減を受けた各社の設備投資減の影響、ウイズ・コロナの経済下では強気戦略が困難、米中対立の先鋭化、財政状況の悪化、東京五輪が開催できても規模が小さいものになる、雇用を創出する新規設備投資が国内外で停滞、全世界的にコロナ禍によるデフレが進行——といった懸念材料が指摘されていた。





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。