

企業物価が底入れ、収益と配当の修復担保

企業の現預金は過去最高、収益増で配当還元余力

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2021/2/15 (月)

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、消費税を除いたベースで1月に前年比-1.6%となった(12月-2.0%)。2018年8月の+3.1%を最高とした長期下落を経て、昨年5月の-4.2%で底入れを明確化させつつある。改めて企業収益の回復を支援するもので、来年度以降にかけての株式配当の反動増加を担保していく。日本企業はコロナ警戒や日銀の超緩和策などで現預金が過去最高となっており、収益修復とワクチン期待などによるリスク忌避の後退は、配当還元の持続的な積み増しにつながる。

配当込み株指数、年前半安値で年後半上昇も

「日本企業では雇用慣行・働き方・事業ポートフォリオの改革や、デジタル活用の必要性が強く意識され、日本型システムの変革が進み始めている。例えば、雇用の流動化、ジョブ型雇用への移行、成果に応じた賃金体系への転換などの動きが広がりつつある」、「企業の枠を超えた再編や統合、買収と売却、業務提携なども進みつつあり、付加価値の創出と事業の成長によって、生産性の向上を実現する事業ポートフォリオ改革が進むと期待される」――。

日立製作所の元副社長である日銀の中村豊明審議委員は10日、今後の日本経済の課題として「経済環境の変化と構造改革の必要性」を挙げながら、このように企業の変革機運を評価した。こうした企業努力もあり、1月後半以降の日本企業による決算発表では、中村氏の出身である日立を始めとして逆風下での打たれ強さが目立っている。

その中で企業の採算性(マージン)や売上収入、配当原資に直結する日銀・国内企業物価指数は、消費税を除いたベースで1月に前年比-1.6%となった(昨年12月の-2.0%から改善)。昨年5月の-4.2%を最悪ボトムとして、2018年8月の+3.1%を直近最高とした長期下落からの底入れを明確化させつつある。

企業物価は企業による価格転嫁の進捗度合いが反映されるもので、過去には企業の収益率や売上高などと密接な相関性を有してきた。企業の配当原資の余裕度とも直結するもので、足元の企業物価の底入れは来年度以降にかけての収益改善と株式配当の反動増加を担保していく。当面の日本株市場では3月の決算期末にかけて、高配当の実績株や配当回復の余力株などを中心として、配当権利取りに向けた「株安局面では買い」という押し目買いが支援されやすい。

TOPIX 配当込み株指数の月別・年間推移では、2013

年のアベノミクス相場や企業統治改革(=株主還元強化)進展以降、1-3月が年間安値の仕込み場となり、年後半にかけて上昇する季節パターンが目立ってきた。

最近の月末値ベースでは、昨年はコロナ打撃もあって3月が年間安値となり、12月が年間高値となっている。2019年は1月安値で4月にかけて上昇、再下落を経て12月が高値となっている。2018年は3月安値で9月高値、2017年は1月安値で12月高値、2016年は2月安値で12月高値、2015年は1月安値で7月高値――といった月別アノマリーが見られている。

企業物価の底入れと配当の増加は、財務省・内閣府の「法人企業統計」でも明確な相関性が確認されている。最近では企業物価指数の年末12月末ベースで、2016年12月の前年比-1.2%という低下から、2017年12月には+3.0%へと底入れ反転となる場面があった。同時期の全規模全産業による配当金は、年度末の合計ベースで2016年度末の前年比-2.1兆円から、2017年度末には+3.2兆円への反動増加が連動観測されている。

企業物価、「海外勢向け配当支払い」と相関性

企業物価の底入れと株式配当の増加については、海外勢への配当を示す経常収支・第一次所得収支の「証券投資収益・株式に係る配当金・支払(居住者から非居住者へ)」でも、明確な相関性が実証されている。

前回の企業物価の長期下落は、2016年5月の前年比-4.6%で底入れ反転となった。当時の所得収支での「海外向け配当金の支払」は、前年同月比で翌2017年1月から遅行でプラス回復に移行している。その後、1年後となる2017年5月には+778億円、6月に+471億円とプラス幅を遅行増額させていた。同年6月の支払額自体は1.45兆円と、2015年6月以来の高水準を記録している。

その前における企業物価の長期下落は、2012年6月の-2.1%で底入れとなっている。当時は同年後半からのアベノミクス相場始動より前段階での底入れ反転であったが、タイムラグを経る形で翌年度4月以降から配当支払金の遅行増加と、連動する形で株高モメンタムが増長されている。

その意味で今回についても、企業物価の昨年5月の-5.2%での底入れと反転は、来年度4月以降の配当増加と株高持続が支援されやすい。

しかも現在の日本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。危機対応やリスク忌避、日銀の超金融緩和策などを受けた万一の資金調達の厚め確保などによるものだ。現在も一定の資金余裕が残存している企業は、「世界的な借金と債務の膨張」の中にあって、希少かつ貴重な配当維持や配当増加（増配）の期待感が残存している。昨年以降の危機対応による日本企業の借入れについては、日銀の資金供給支援策や超低金利などにより、金利分の返済負担は大きく軽減されている。

日銀の資金循環によると、民間非金融法人企業の現金・預金（現預金）は、昨年7-9月末時点で309兆円と過去最高を更新してきた。前年比では+38兆円、+14.3%もの急増となっており、今後は反動的な取り崩し活用が焦点となる。

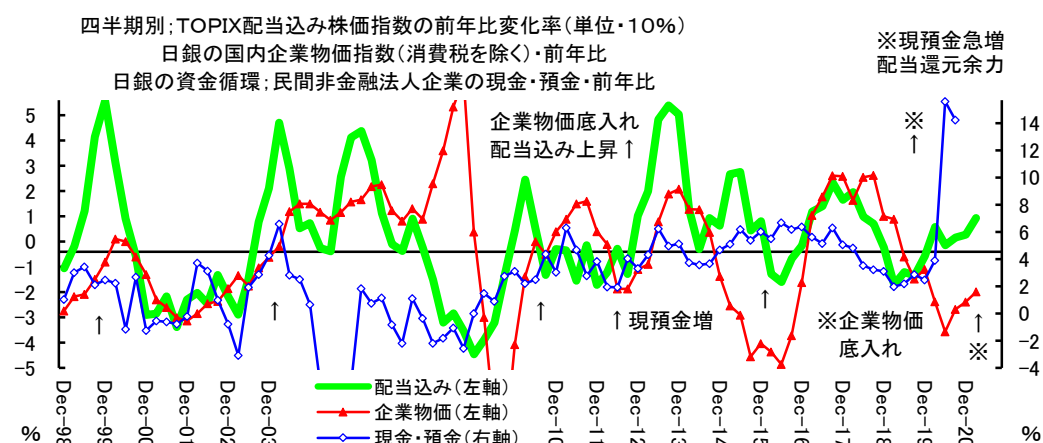
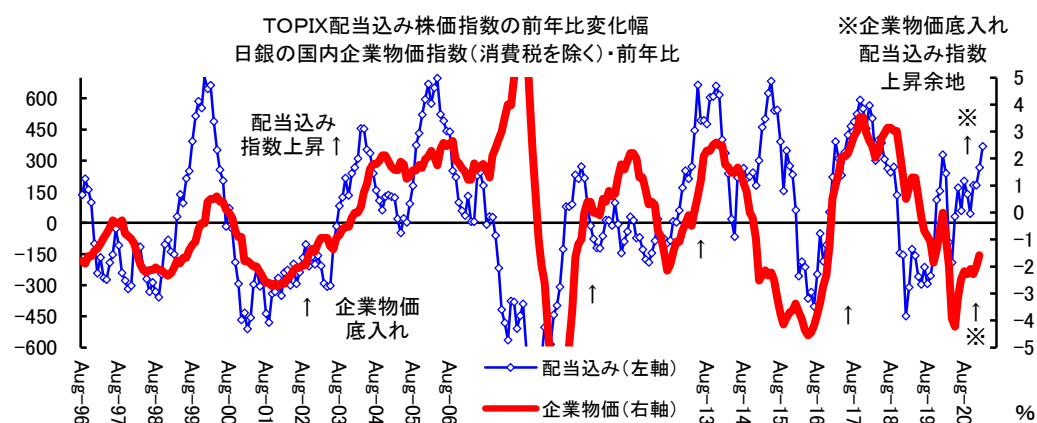
前回の世界減速局面では、企業の現預金が2016年6月末に前年比+6.7%というピークまで滞留増加となった。その後は世界景気の回復と連動して現預金への退蔵は鈍化し、余剰マネーが設備投資や企業買収、雇用・賃金などへ前向き活用され始めたほか、株式配当や自社株買いへの取り崩しが進展した。現預金の前年比は2018年9月末にかけて+3.2%へ

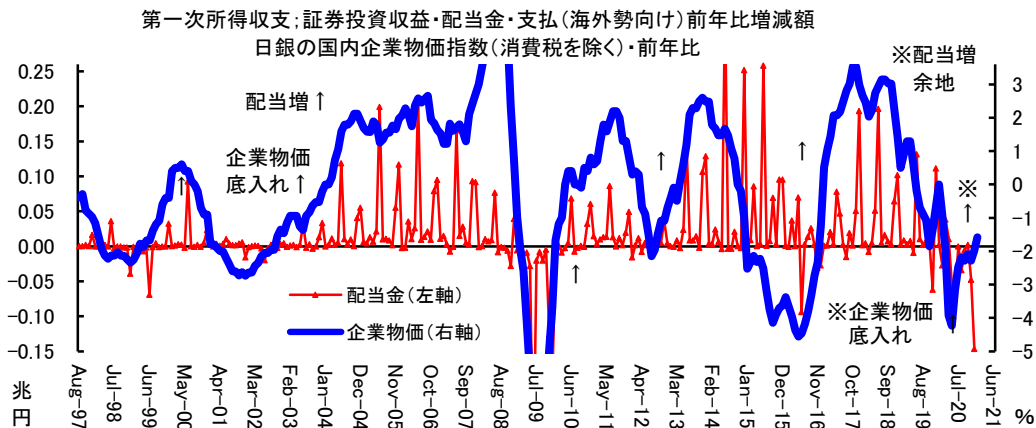
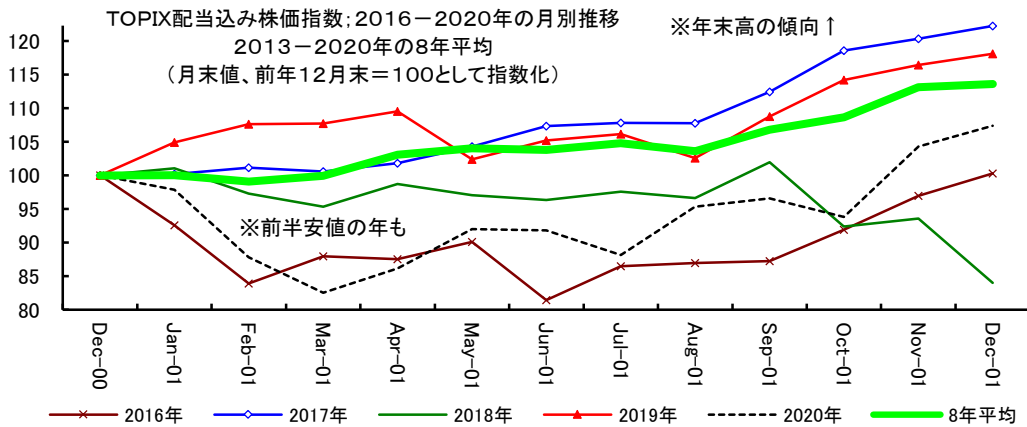
縮小したが、逆相関の形で日経平均株価を始めとした日本株は上昇ラリーが延命持続されている。

当時は同時進行で、企業物価も底入れ上昇となっていた。結果、企業収益の回復と配当原資の増加、リスク忌避後退がそれぞれ共振連鎖となり、株式配当の持続的な積み上げと株価の底上げが同時観測されている。

過去的好連鎖局面では、各局面ともに「TOPIX配当込み株価指数」は連動上昇となってきた実績がある。同指数の月間高値比較による前年比変化幅では、上昇局面でのピークが2017年10月に+591、2015年5月に+682、2013年5月に+664、2006年4月に+697、2004年3月に+453、1999年12月に+702——といった上昇幅が観測されてきた。前年比で「+500から+700前後」の上昇パターンが繰り返されている。

現在の場合、2月12日時点で前年比は+367という状況だ。引き続き4月の新年度入り以降にかけて、前年比で+100から+300前後の上乗せ余力の残存が注目されやすい。





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。