

短観の採算、最悪ボトムは通過の流れ

販売－仕入価格差、現状比の「来年株高」支援

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/10/5 (水)

最新9月の日銀短観では価格転嫁や採算の状況を示す「販売価格－仕入価格」の格差で、最悪ボトムの通過が示唆されている。2020年6月以降の悪化を経て約3年ぶりに2期連続改善となっており、資源上げ渋りや米FRBなど各国中銀のインフレ退治強化、世界景気減速による物価抑制効果などもあって、先行き仕入価格の下落と採算の改善余地が見込まれる。日本株市場では過去実績として、「現状水準比での来年の株高」に期待をつなぐもので、下落余地の狭まりや下値固めが支援されやすい。

販売－仕入価格差、20年以降の大幅悪化に歯止め

「世界的にインフレ上昇が株価の重石になっているが、企業収益は名目で判断されるものだ。物価上昇分が上乗せされた悪い売上増や利益増であっても、あくまで採算（マージン）や収益率の悪化度合い次第では個別企業によってプラスになる部分もある」――。

海外のヘッジファンド関係者などからは、このような指摘が聞かれる。最近ではロイター通信が9月3日、「(米国では物価上昇を受けた名目上の利益カサ上げ効果もあり)4－6月期GDPに占める企業利益の比率は12.25%と、1950年以降で最も高くなった。(各種価格上昇の上乗せにより)名目企業利益が過去最高になったのもさほど驚きではないだろうが、それでも2兆ドルの大台を突破したのは注目される」といったコラム記事を掲載している。

一方で同コラムでは、「企業利益の増加が間接的にFRBの利上げを促すのは間違いない。物価があらゆる分野で上昇し、企業利益が高水準で推移する限り、直接的にインフレの高まりにつながる」という専門家の警告も紹介している。

その中で日本の9月日銀短観では、大企業製造業の仕入価格判断(上昇－下落)が+65となった。前回の+65からは上げ渋りながら、1980年以来、約42年ぶりの高水準が維持されている。依然として悪い物価上昇と悪い円安などによるコスト高打撃が憂慮されるものとなった。

一方で販売価格判断のほうは+36と、前回の+34から上昇した。こちらも1980年以来の高水準に追随上昇となっている。結果、企業の価格転嫁や採算の状況を示す「販売価格－仕入価格」格差は、-29となった。大幅な販売価格の下振れという採算悪化は続いているものの、3月の-34を最低としてマイナス幅は縮小している(前回6月は-31)。2期連続での改善は2019年9月以来、3年ぶりとなっている。

同価格差は2020年6月の-7以降の大幅悪化を経

て、「最悪ボトムの通過」が示唆され始めた。過去実績に沿えば日経平均株価は現状が最悪環境となる形で、来年に向けては現状水準比での株高が支援されやすい。引き続き下押しリスクは残るものの、月足テクニカルでは2013年以降の長期重要下限ライン(10月4日時点)である一目均衡表の基準線2万6837円、36カ月移動平均線2万5909円、48カ月移動平均線2万4781円などの維持を含めて、下落余地の狭まりや下値固めが注目されそうだ。

今後の仕入価格については、関係するWTI原油先物、CRB商品指数(国際商品市況)とともに、6月が騰勢のピークとなる形で反落に転じている。仕入価格も6月と9月の+65で天井ピークとなる可能性が高まってきた。しかも現在は米FRBなど世界各国の中央銀行が、インフレ退治に向けて金融引き締めを強化させている。世界経済の冷却効果とあいまって、商品相場を含めた仕入関連価格の押し下げ要因となっていく。

かたや販売価格については、最新9月の東京都都区コアCPI(生鮮食品を除く消費者物価指数)が前年比+2.8%の上昇となった。消費税増税要因を除くと1992年以来、約30年半ぶりの上昇率となっている。良くも悪くもながら、企業による価格転嫁の進捗を示唆するものだ。仕入価格上昇からの運行影響もあるが、CPI上昇は短観での販売価格上昇や販売－仕入価格差での採算改善に連動寄与しやすい。

また、短観での販売価格の上昇自体は、仕入価格との差し引きでの採算悪化はあっても、名目ベースでの企業の売上高や利益額を押し上げる。利益総額の名目カサ上げは、連動して企業による株式配当の原資を増加させる。実際に短観の販売価格とTOPIX配当込み株価指数は、長期実績で明確な連動相関性を有してきた。その点で9月短観における販売価格の「42年ぶり高水準」は、あくまでも個別の採算改善企業について、株式配当の積み増し要因となり得る。

経常利益は6月や3月から改善、年度末上振れも

企業の採算も関係する経常利益でいえば、9月の短観では大企業製造業の年度計画が前年度比-1.1%となった。6月の-7.9%や3月の-2.9%からは上方修正され、年度前半の慎重な見通しからは悪材料の織り込み進捗が示唆されている。

過去実績として9月短観での経常利益が6月や3月を上回った場合、年度末の翌年3月実績は「年度上期時点での悪材料への対応進展」などもあって、9月実績を上回るパターンが目立ってきた。今回も来

年3月にかけては、上方修正の余地が注目されやすい。

また、9月の日銀短観は先行き不透明感が示されたが、企業の「稼ぐ力」を示す売上高経常利益率は耐性増強と先行きの修復余力に期待をつなぐものとなっている。

大企業・製造業による売上高経常利益率の年度計画は9.56%となり、前回6月の9.03%から上方修正された。昨年9月の7.84%を上回っているほか、1984年以降では過去最高水準となっている。あくまでも企業のコスト削減、スリム化などの影響が大きく、根強い人件費（賃金）抑制や、ベビーブーマー世代の退職と人手不足などによる人的支出の減少、コロナ影響や各種コスト高騰、供給・輸送・人手制約による設備投資の抑制と無駄な事業の撤退、豊富な現預金による借入削減など、後ろ向きな要因が大きい。

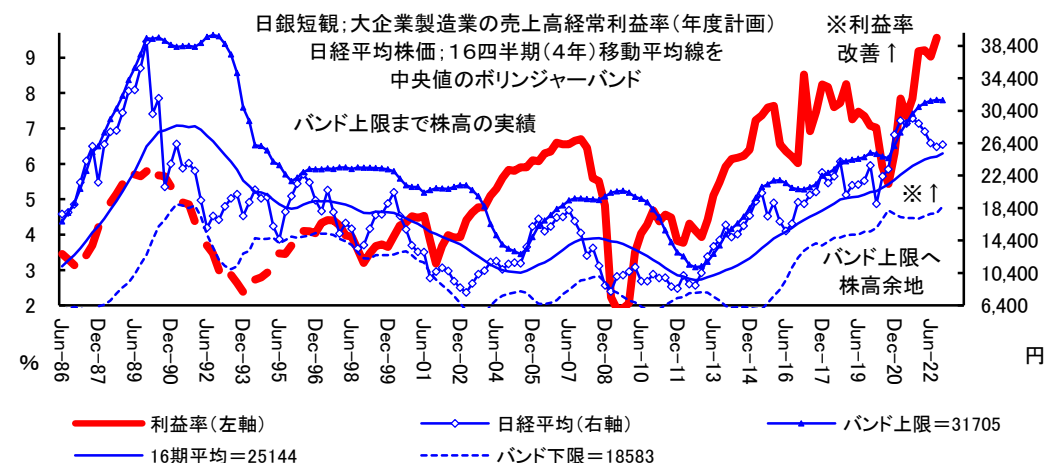
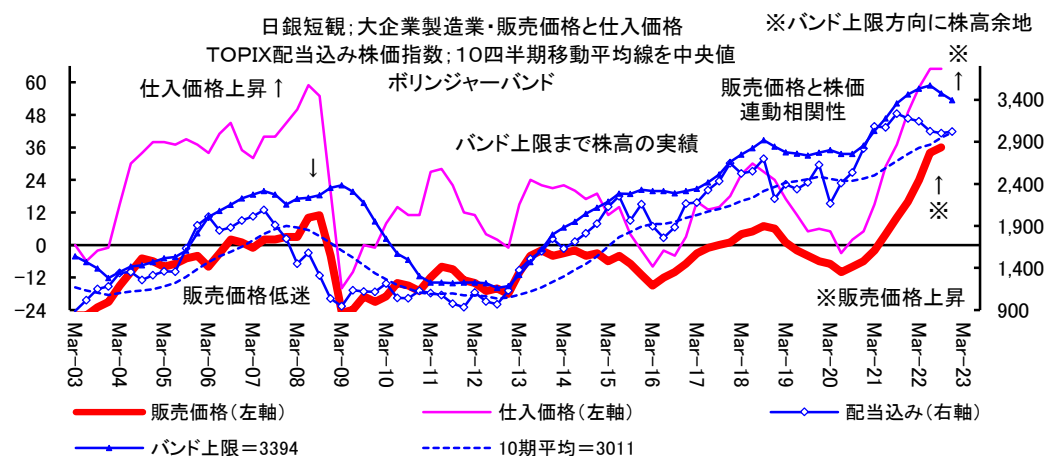
それでも短観の売上高経常利益率は、予想一株あたり利益（EPS）や株式配当などと相関性が高い。これまでにTOPIX配当込み株価指数や日経高配当50指数などと明確な連動性を有してきた。その意味で9月時点での高水準維持は、来年度にかけての株式配当や自社株などの押し上げ要因として注目される。

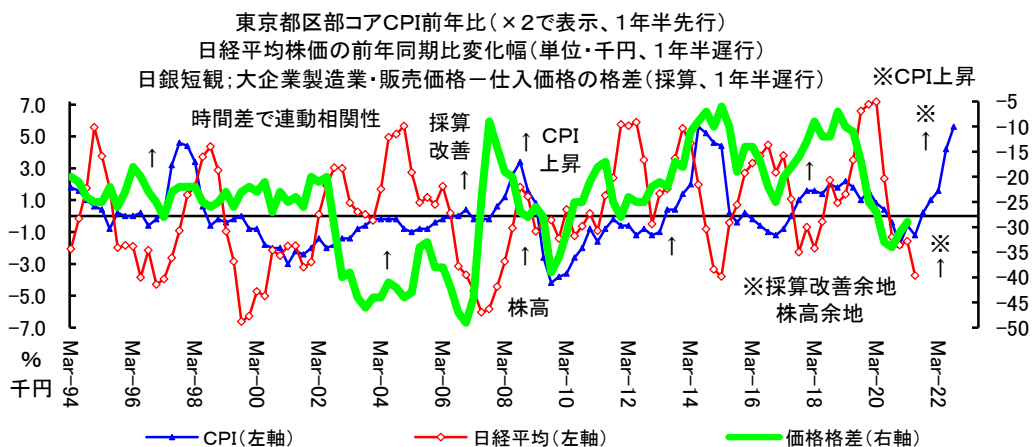
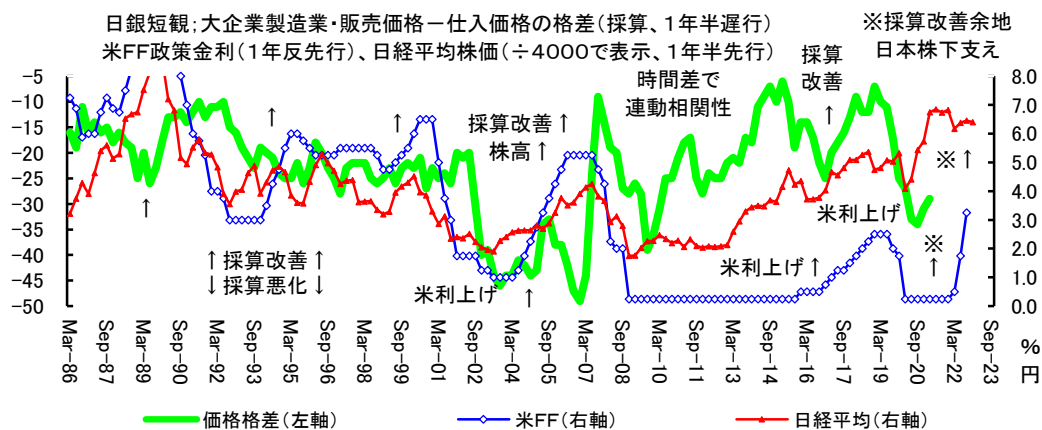
財務省の財務総合政策研究所では、最近の同利益率に関して以下のような解説を行っている。

「売上高経常利益率とは、売上高に対する経常利益の割合を言い、企業の収益性を計る尺度だ。経常利益は企業本来の営業活動から得た営業利益に、財務活動における損益を加味したものであるため、この比率が高い場合、資産の売却損益などを除いた、通常の経営活動における企業の収益力が高いと考えられる」――。

日本企業はアベノミクス以降のコーポレート・ガバナンス（企業統治）改革などもあり、営業利益との比較で経常利益が増加してきた。背景としては企業による選択と集中や国際分業化、生産・調達コスト低減などの「稼ぐ力」向上努力のほか、「借入金利の大幅低下や、借入依存比率の低下（自己資本比率の上昇）に伴う支払い利息の減少」（同）などが影響しているという。

その他、9月短観の業種別で「販売価格－仕入価格」格差は、個別で改善業種も散見されていた。具体的には製造業全体が－29に対し、鉄鋼の＋5、化学の－13、食料品の－21、繊維の－23などだ。前回6月比では、生産用機械が6月の－42から9月は－36（変化幅＋6）、電気機械が－38から－37（＋1）などと改善し、採算悪化の底入れと最悪期通過が示唆されている。





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。