

短観、逆風下で「先行き改善業種」散見

繊維、通信、紙、輸送機械、非鉄、食品、小売など

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/12/21 (水)

12月の日銀短観では大企業製造業の業況判断が+7に対し、3カ月先(来年3月)予測は+6と-1の低下となった。3期ぶりの先行き悪化見通しであり、予測の水準も2021年6月以来の低さと来年に向けた世界景気悪化などの逆風が示された。その中で予測「逆行」上振れの耐性増強業種には、繊維、通信、紙・パルプ、輸送用機械(自動車、造船・重機等)、非鉄金属、食料品、小売などがある。また、仕入価格高騰との見合いで販売価格への転嫁進捗業種には、鉄鋼、非鉄金属、食料品、化学、紙・パルプなどがある。

業況判断の3カ月先改善、関連株の底上げ材料に

「製造業では半導体等の部品供給不足や、円安による資材価格の高騰の影響が継続しているものの、企業における設備投資の需要は堅調であり、機械関連・金属関連を中心に売上・採算が改善した」、「建設業ではマンション等の住宅建設の受注が増加しており、売上・採算が改善した。また、手持ち工事が順調に進捗している」、「サービス業では、インバウンド需要の増加や全国旅行支援による客足の改善に伴い、飲食業・宿泊業を中心に売上・採算が改善した」――。

日本商工会議所による最新11月の早期景気観測調査では、全国の企業からこのような前向きな業況判断が散見されている。

それでも最新12月の日銀短観では大企業製造業の業況判断(良い-悪い)が+7に対し、3カ月先予測(来年3月)は+6と現状比-1の低下となっている。3期ぶりの先行き悪化見通しとなったほか、予測の水準も2021年6月の+4以来という低さであり、来年に向けた世界景気悪化などの先行き逆風懸念が示されている。

そうした視界不良のなか、業種別では非製造業を含めて3月予測で耐性増強のセクターが少なくない。短観での「予測-現状判断」変化幅は日本株市場で海外短期筋などの先読み投資で参考にされやすく、3月に向けた個別物色の材料として注目されそうだ。

具体的には繊維の12月比+9(12月-3から3月+6)、通信の+7(+14から+21)、紙・パルプの+7(-22から-15)、造船・重機等の+4(-12から-8)、自動車の+3(-14から-11)、非鉄金属の+3(+6から+9)、食料品の+2(-8から-6)、小売の+1(+8から+9)――などが観測されている。

最近の日本株は12月から再下落となり、TOPIX総合の月初来成績は19日時点で-2%に沈んできた。その中でも業種別株価指数では、短観「予測」上振

れ業種のうち、繊維、パルプ・紙、小売、非鉄金属、食料品などについて、逆行のプラス成績や相対的なマイナス幅の抑制が示されている。

足元の日本企業の収益については、日銀の緩和修正などもあって円高・ドル安が輸出産業や海外生産拡大企業の悪材料になってきた。ただし、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=130.04円となっており、まだ大幅な為替差損が懸念される段階にはなっていない。素原材料などを輸入する企業については、商品相場の下落とあいまって、一定の円高が輸入コスト押し下げのプラス要因となる。

しかも今年度決算の今年4月以降については、4-9月の年度上期に実勢ドル/円レートが134.13円前後での推移となった(ワールドレート日中終値の平均)。上期に今年度決算の「想定比ドル高差益」の貯金が確保されている。今後、年度下期の10月から来年3月にかけては、平均で実勢126円以下のドル安・円高とならない限り、年度上期と下期の実勢平均で12月短観の年度通期想定130.04円は維持できるバッファーが付与されている(収益下方修正リスクの抑制)。

企業「稼ぐ力」売上高経常利益率、12月では最高

一方、12月の日銀短観では、改めて素原材料価格の高騰と円安などによるコスト高の問題が持続した。日本では企業による川下の消費者物価への価格転嫁に制約があり、企業にとっては採算悪化や収益率低下の要因となっている。12月短観で大企業製造業の全体では仕入価格判断(上昇-下落)が+66と1980年以来、約42年ぶりの大幅プラスが維持された。それに対し販売価格判断は+41となり、統計開始の1974年以降では最高となったものの、仕入価格には追いつけない採算の悪化が続いている。

それでも「販売価格-仕入価格」の格差は-25となり(9月は-29)、今年3月の-34が販売下振れの最低ボトムとなる形で採算悪化に歯止めが掛かってきた。過去実績に沿えば日本株でも「最悪期の通過」につながり、タイムラグのケースを含めて日経平均株価などの底入れと底固めにつながりやすい。

例えば前回「販売-仕入」での販売下振れと大幅マイナスは、2018年6月の-25で底入れとなっていた。当時の日経平均は同年10月まで上昇となり、10-12月にかけて調整下落があったものの、翌2019年は株高や株価の高止まりが持続。月間高値は2018年6月の2万3011円から、2019年12月には2万4091円と+1079円幅の切り上がり実績が見られている。

また12月短観のうち、仕入価格の大幅上昇との見合いで、販売価格を一定程度は引き上げ出来ている価格転嫁業種として鉄鋼があった（販売が+39－仕入が+34＝+5）。その他、他業種に比べると販売価格の下振れ乖離が抑制されている採算「相対優位」業種には、非製造業を含めて非鉄金属の－2（販売－仕入の格差）、小売の－5、卸売の－7、電気・ガスの－11、食料品の－12、化学の－13、情報サービスの－15、紙・パルプの－18 などがある（全産業は－25）。

ちょうど日本株 TOPIX の業種別株価指数では、12月以降の月初来成績で鉄鋼、パルプ・紙、小売、食料品、非鉄金属、卸売、電気・ガスなどについて、プラス成績やマイナス幅抑制という打たれ強さが示されている。

その他、12月の日銀短観は先行き不安感が示されたが、企業の「稼ぐ力」を示す売上高経常利益率は逆風抵抗力の増強に期待をつなぐものとなった。12月は世界景気の悪化懸念や各種コスト高騰などでも、9月比で上方修正されている。大企業製造業ベースでは+10.20%と9月の9.56%から上方修正され（+0.64%）、12月短観としては1974年以降で最高となっている。

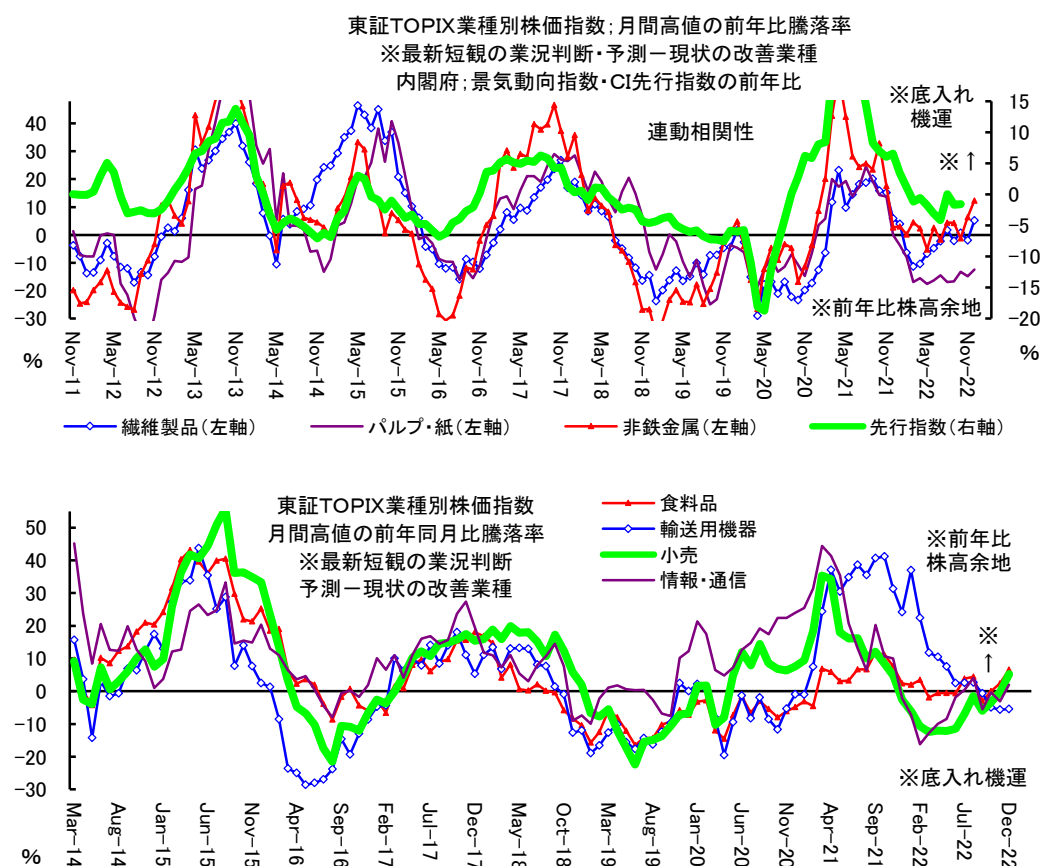
短観の売上高経常利益率は、予想一株あたり利益

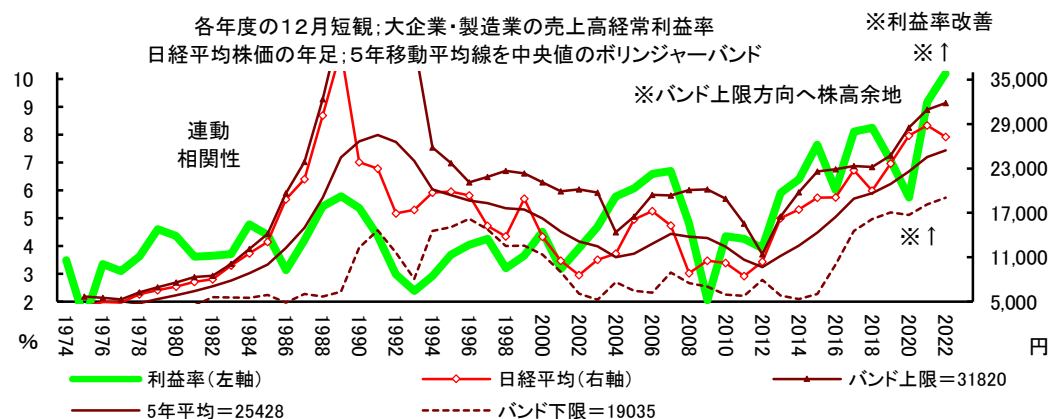
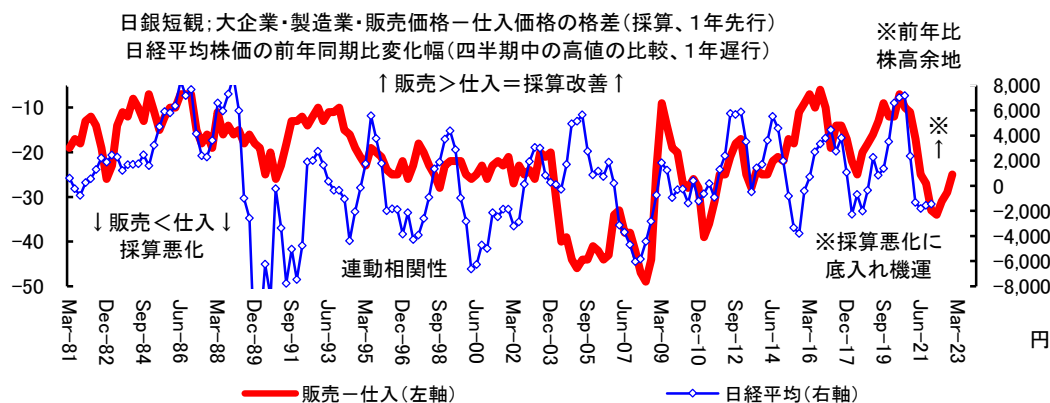
(EPS) や株式配当などと相関性が高い。これまでに「TOPIX 配当込み株価指数」や「日経高配当 50 指数」などと明確な連動性を有してきた。その意味で 12月時点での改善上昇は、来年度にかけての株価水準や株式配当などについて、回復モメンタムの後押しが注目されやすい。

ちなみに財務省の財務総合政策研究所では、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。





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。