

短観、逆風下で「収益力」は高水準維持

年度初めの売上高経常利益率が過去最高、耐性増強

2023/4/5 (水)

3 月の日銀短観は業況判断が悪化した、企業の「収益力や稼ぐ力」を示す売上高経常利益率は高水準が維持された。大企業製造業の新年度計画は 9.57% となり、過去 26 年の年度初めでは最高となっている。あくまでも不採算事業からの撤退や人件費・借入抑制といった合理化努力が大きいものの、逆風下での耐性増強が示されているほか、日経平均株価の 1990 年以来という高値圏の維持を正当化させるものとなっている。販売価格－仕入価格の大幅な採算悪化も、2 年ぶりに悪化歯止めとなってきた。

日経平均の割高さや下値リスクの抑制要因にも

「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。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」――。

財務省の財務総合政策研究所では、このような解説を行っている。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不採算事業の撤退を含めた選択と集中や、海外移転などの国際分業化、生産・調達コスト低減などの採算改善努力がある。同時に賃金の抑制や非正規社員の増加といった人件費削減策のほか、「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。

あくまで合理化要因が大きいものの、それでも短観の売上高経常利益率については、これまで「企業の収益力や稼ぐ力を示すもの」、「上場企業の業績予想をする上で有用」、「売上原価や販売費を効率化できているか否かの判断材料」といった意味付けがなされてきた。

その中で最新 3 月の日銀短観では大企業製造業の売上高経常利益率が、新年度 2023 年度の計画ベースで 9.57% となっている。昨年 3 月短観での 9.21% を上回り、調査開始 1997 年度以降の過去 26 年比では年度初めとして最高となってきた。

新年度の日本企業については、各種コストの高止まり懸念のほか、米国を始めとした各国での利上げ効果等による景気悪化懸念、ウクライナ戦争の長期化、新冷戦入りと反グローバル化、米欧発の金融不安といった懸念材料に見舞われている。その中で「収益力」の高水準維持は、逆風に対する耐性増強の材

料となりやすい。

日経平均株価は昨年以降、上値の重さが続き、現在も下振れ警戒感がくすぶっている。それでも株価水準でいえば、昨年以降の悪材料続出でも、1990 年以来の高値レベルが維持された状態だ。現状の株価水準を正当化させ、割高さや下値リスクを抑制させる一因として、「過去最高水準の売上高経常利益率」は無視できない。

しかも日本企業の特長として、年度初めは控えめな計画を示す傾向にある。過去実績に沿うと、年度末（来年 3 月）にかけて上方修正されやすい。来年 3 月に向けて、利益率の伸びしろと株高余地に期待をつなぐものとなっている。昨年度も年度中に悪材料が続出したが、同利益率の計画は年度初めの 9.21% から、年度末見込み（今年 3 月時）は 9.96% と +0.75% の上方修正となっていた。

ちなみに過去バブル期の場合、日経平均は 1989 年 12 月に 3 万 8957 円という高値を記録したが、同年 12 月短観での売上高経常利益率は 5.79% となっていた。現状の 9.57% 比で半分に近い水準であり、当時は「利益率見合いでの株価の割高さ」が、その後のバブル調整と大幅株安につながっている。

販売価格－仕入価格、大幅な採算悪化に歯止め

リーマン・ショック前についても、2008 年 6 月短観で同利益率は 5.59% にとどまっていた。当時はこうした利益率の面での脆弱性が、金融危機による波及打撃の大きさと日経平均の大幅値崩れの一因となっている。

売上高経常利益率と日経平均との関係でいえば、今年 3 月短観で同利益率が 9.57% となり、前年 3 月時の 9.21% や昨年度の半期にあたる昨年 9 月時の 9.56% を上回っている。過去実績として年度初め計画で前年の 3 月や 9 月を上回っている場合、企業による「前年度比での自信の高まりと一定の裏付け」が示され、日経平均は前年比で上昇となるパターンが目立ってきた。

具体的には新年度中の 12 月末にかけて、暦年ベースでの年間高値と年間安値が前年水準を上回っている。2000 年以降の 13 回のうち、10 回という高確率で観測されてきた。例外の 3 回についても日経平均の年度末終値（3 月末値）は、前年 3 月末を上回るプラス成績が残されている。

その点で今年度中については、歴年の年間高値が昨年の 2 万 9388 円、安値が昨年の 2 万 4681 円を上回ったり、来年 3 月の月末値が今年 3 月末の 2 万 8041 円を上回る可能性が高確率で担保されやすい。

今年3月短観の同利益率では、大企業製造業の業種別で「勝ち組」改善セクターが散見されていた。日本株市場の個別物色では、複合的な悪材料に対する抵抗力の強さが注目されやすい。具体的には業務用機械の13.95%、化学の12.97%、電気機械の12.50%、生産用機械の12.39%、はん用機械の12.10%、自動車の8.48%、鉄鋼の8.09%、窯業・土石製品の7.92%といった業種で上昇となっていた。

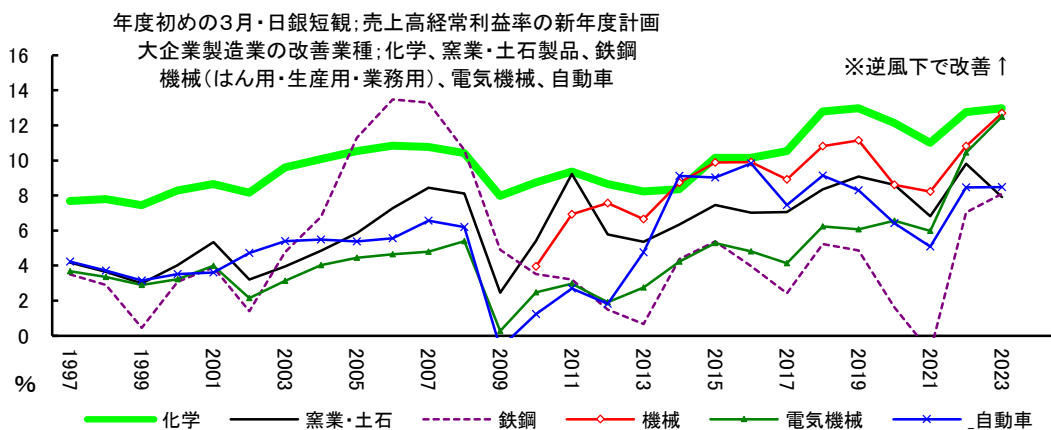
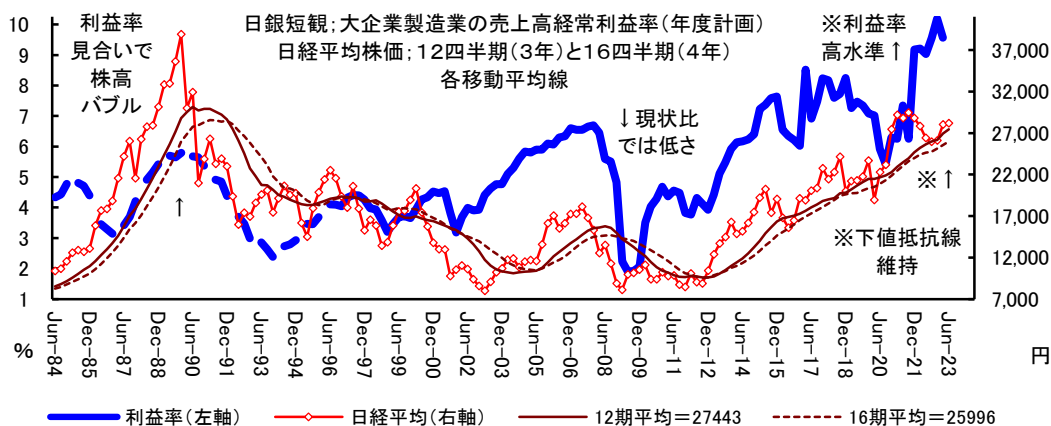
3月の短観では企業の採算性（マージン）や収益率に関係する「販売価格－仕入価格」の判断格差も、大幅なマイナスに歯止めが掛かっている。「上昇－下落」の価格判断は大企業製造業で販売価格が+37に対し、仕入価格は+60となっている。双方の格差は-23であり、販売価格の劣勢に変わりはないものの、昨年3月の-34をボトムに底入れ軌道に移行してきた。約2年ぶりに大幅な悪化傾向に歯止めが掛かっており、日経平均の下支え要因となりやすい。

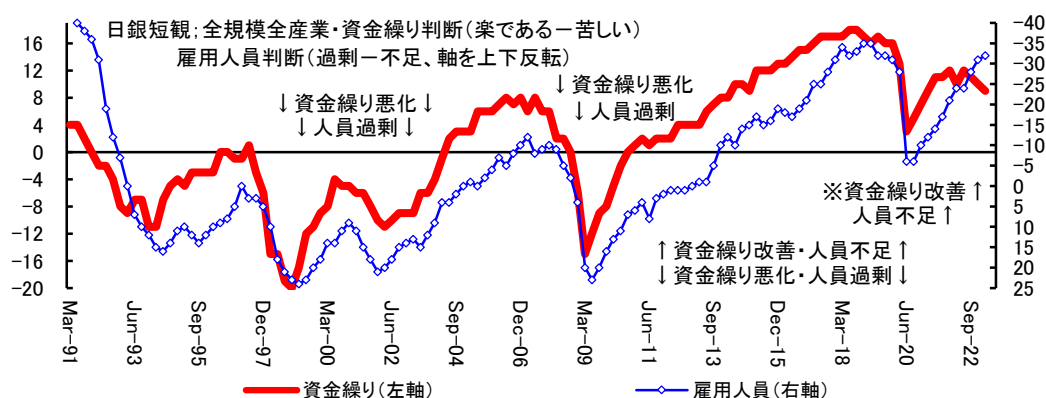
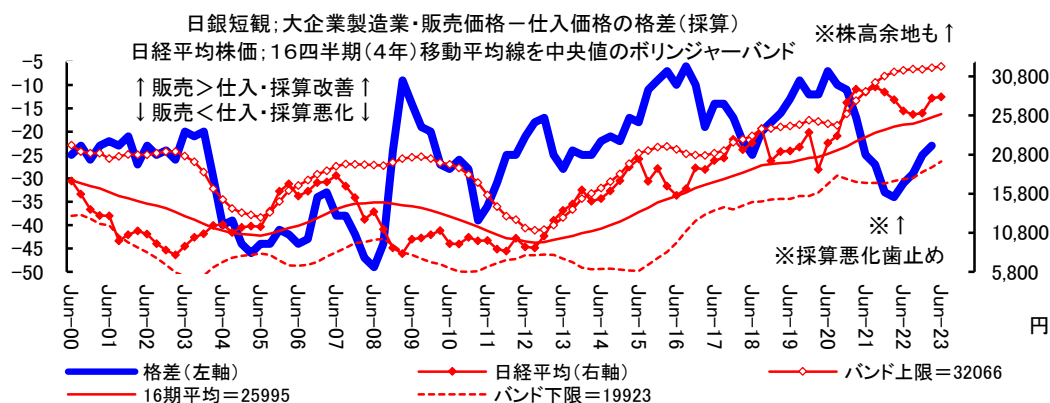
一方で足元の新年度については、米欧発の金融不安が潜在的なリスクとして残存したままだ。しかし、日本企業に関しては1990年代から2003年まで長期化した国内での不良債権問題や金融システム不安、2008年からの海外リーマン・ショック時などに比べ

ると、金融不安に対しての打たれ強さが増強されている。

例えば直近3月短観の全規模全産業ベースでは、資金繰り判断（楽である－苦しい）が+9の改善方向となった。昨年6月の+12をピークに下落してきたが、プラス圏の健全性が堅持されている。リーマン・ショック時は、前段階から+2への悪化が見られていた。1990年代以降の国内金融不安時には、マイナス圏の悪化が常態化。-10や-20への大幅下振れもあり、資金繰り環境の脆弱性が、信用収縮と景気悪化、デフレ・円高、株安などを深化させた経緯がある。

さらに現在は良くも悪くもながら、日本では人手不足の環境にある。1990年代以降はバブル崩壊の打撃や中高年層の人口の多さなどもあり、国内で余剰雇用の問題が深刻化。その中で金融不安は、企業による人員・給与削減のリストラや家計環境の悪化、将来不安の高まり、内需収縮と企業の値下げ（体力消耗）競争、デフレ・円高の深化といった負のスパイラルを招いている。その点で現在の人手不足は、米欧発の金融不安が波及しても、リストラの拡大や将来不安の高まり、値下げ競争といったデフレ連鎖は未然阻止される。





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、複製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。