

### 短観「経常利益」改善余力、株高余地に

6月時-7%、採算改善や想定比円安などで底上げ

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

[info@j-pulse.co.jp](mailto:info@j-pulse.co.jp)

2023/7/5 (水)

6月の日銀短観では大企業・製造業の経常利益が今年度の計画ベースで前年比-7.0%となっており、上方修正の余力が株高余地として注目される。利益を圧迫してきた仕入価格の急上昇は鈍化する一方、販売価格は高止まりを保っており、「販売-仕入」の採算は前年比で改善となってきた。先行き利益の前年比改善につながりやすい。想定ドル/円レートは131.63円と実勢比で大幅な為替差益が確保されているほか、ドル高基調の局面では想定レートの前後がドルの下値メドとなりやすく、大幅な為替差損は抑制される可能性がある。

#### 経常利益の上方修正、3月にかけて株高支援

「企業収益は、総じてみれば緩やかに改善している」、「前回の『改善しているが、そのテンポは緩やかになっている』からは上方修正」、「生産は輸送機械などを中心に、持ち直しの兆しが見られる」――。

内閣府では最新6月の月例経済報告で、このような景況判断を示している。

そうした中で最新6月の日銀短観では、大企業・製造業の経常利益が今年度・計画ベースで前年比-7.0%となった。3月短観時の-2.7%から切り下がり、6月短観では昨年の-7.9%に続くマイナスとなっている。現状段階では、内閣府判断ほどの上方修正が見られていない。

一方で日本企業の特性として、年度初めの計画では控えめな利益見通しが示されやすい。今年度についても6月時点で見通しの発射台が低い分だけ、来年3月の年度末に向けた上方修正の伸びしろと、連動した日本株の上値余地が注目されそうだ。

昨年度の経常利益計画は6月時の-7.9%から、年度末3月（今年3月）実績で+11.7%へと上方修正された。同期間中に日経平均株価は上げ渋りが続いたが、それでも月間高値比較では昨年6月との比較で今年3月は+345円幅の株高実績が見られている。

同じように経常利益が年度途中でのマイナス見通しから年度末実績がプラスとなった2017年度の場合、日経平均は2017年6月から年度末2018年1月にかけて+3811円幅の株高が形成されている。2014年度の場合も、2014年6月から2015年3月にかけて、+4335円幅の株高が観測されていた。

今年度についても、経常利益は年度末3月にかけて「プラス方向への改善余力」を秘めている。日経平均の月間高値は今年6月時3万3772円との比較で、来年1-3月に向けて上振れの先高が高確率で担保されやすい。

現在の日経平均は前のめりで上昇しており、先行

きの好材料織り込み進捗や割高過熱なども警戒され始めた。しかし、過去の株高局面で天井ピークから反落に転じたのは、短観の業況判断や業況判断の前年比が先行して天井ピークを形成したあとになっている。その点、現在の業況判断は前回の3月短観で悪化基調の歯止めと底入れが示されたばかりで、改善の初期段階だ。まだ業況判断の回復余地に即した株高余地が残されている。

今年度の場合、企業利益の上方修正を後押しさせるのが、採算（マージン）の改善と一定の価格転嫁継続だ。2021年以降は素原材料などの各種価格高騰と円安などが仕入価格を押し上げてきたが、6月短観では大企業・製造業の仕入価格判断（上昇-下落）が+52となった。1980年以来、約43年ぶりの高水準となった昨年12月の+65からは下落へと転じている。

かたや企業による価格転嫁の度合いを示す販売価格判断は+34となった。こちらも昨年12月の+41からは鈍化してきたが、1970年代以降では最高水準を維持させている。結果、採算を示す「販売価格-仕入価格」の格差は-18と、昨年3月の-34をボトムに改善となっている（販売価格の劣勢幅縮小）。

#### 短観想定レート前後、ドルの下値メド実績

過去実績として同格差の底入れから改善トレンドへの移行局面では、同時進行で日経平均の上昇トレンド入りが連動観測されてきた。例えばリーマン・ショック後の場合、2011年3月に-39へ悪化したあと、2012年9月に-18と現在と同水準に改善している。その後はアベノミクス始動といった好材料も重なり、約3年後まで株高トレンドが形成されていた。

今回の場合、「販売価格-仕入価格」格差といった採算について、改善トレンド入りの確度を高めるのが、円建ての資源価格や輸入物価の反落基調だ。2021年以降の資源高・円安による円建て価格の急上昇を経て、昨年5-6月を天井ピークとして急反落に転じている。

WTI原油先物の円換算でいえば、今年4-5月以降は原油相場の下げ渋りやドル高・円安の再燃などで、反落のペースが鈍化してきた。それでも前年の高騰の反動もあり、円建て原油の月間高値は前年同月比で5月が-31.6%、6月が-37.2%、足元の7月も3日時点で-31.4%となり、前年比での大幅マイナスが維持されている。

先行きタイムラグを経て、短観での販売価格-仕入価格の格差や経常利益などについて、「前年比での改善」方向への波及が見込まれる。連動する形で日

経平均についても、前年同月比での株高というトレンドの維持延命が支援されやすい。

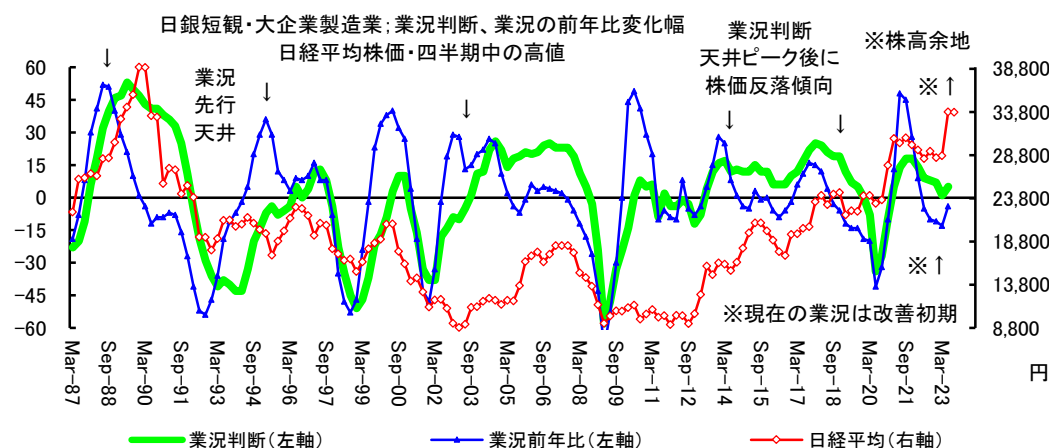
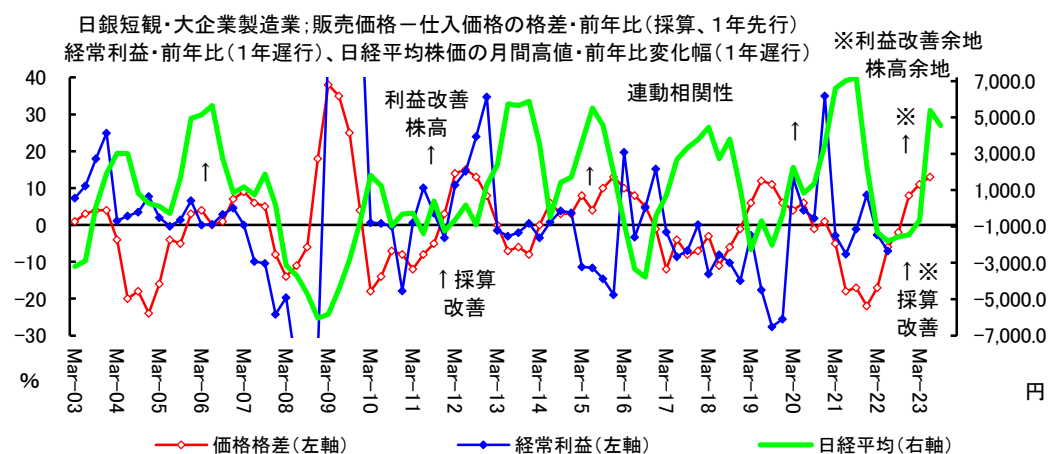
日本企業の先行き経常利益については、想定ドル/円レート比での大幅な実勢ドル高と円安が上振れ要因となり得る。昨年度の経常利益が6月短観時の-7.9%から、年度末3月には+11.7%へと上方修正されたのも、想定比での円安が一因となっている。

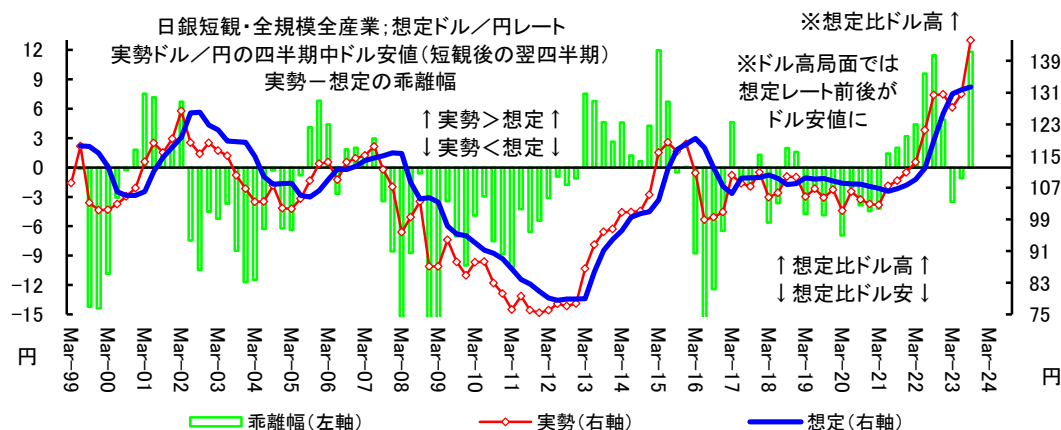
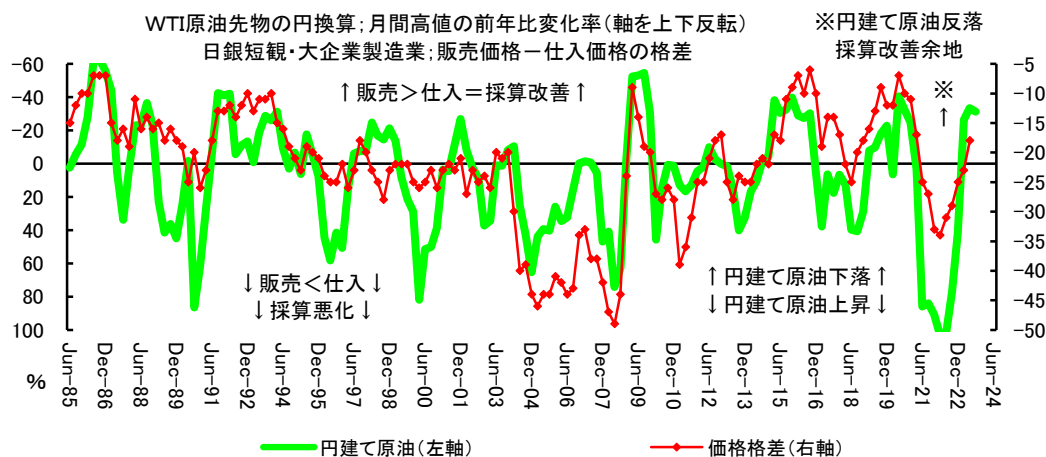
最新6月短観で大企業・製造業の想定ドル/円レートは131.63円となった。現状の実勢ドル/円は144円前後であり、+13円前後の大幅な為替差益が享受されている。

為替相場では先行き米FRBの利上げ停止などの可能性もあり、ドル安と円高の可能性も消えていない。一方で少なくとも9月の次回短観にかけては、短観想定レート前後がドルの下値メドとして注視される。現状からの想定比での大幅なドル安・円高による為替差損や、業績下方修正のリスクを制御させるものだ。

単純に為替相場のリアルな実需取引という点では、想定レート方向に向けて日本の輸入企業などによるドル買い需要の増加が想定されるドルの買い手企業によるドル買いの水準メドで参考になる想定為替レートは、6月短観で全規模・全産業ベースでも132.43円となっていた。日本では輸入総額が依然として高水準であるほか、5月以降はドル高ペースの再加速で輸入企業によるドル買い遅れが想定され、一定のドル買い需要が残されている。

短観は四半期統計だが最近では2021年の6月短観以降、全規模・全産業ベースでの短観想定ドル/円レートを翌四半期の実勢ドル/円が上抜け維持されるという「想定比での実勢ドル高」基調が続いている。過去には2013-2015年、2005-2007年、2000-2002年などで、実勢のドル安値が、前期短観での想定レートを上抜け維持したり、下回っても短期的という相関性が観測されてきた。





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。