

短観、悪い円安緩和、外需不安も内需補完 業績改善で仕入価格下落、内外需給は過去最高の国内優位

2023/12/15 (金)

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+12 と 3 期連続での改善となり、昨年 3 月以来のプラス幅を回復してきた。自動車の改善やインバウンド(訪日外国人客)復調などが牽引したが、「業況改善で仕入価格は下落」という円安マイナス面の緩和や、外需の不透明感に対しての内需の底堅さというプラス面が注目される。内外需の関係では需給判断(需要超過-供給超過)の「国内-海外」格差で過去最高の国内優位となっており、脱デフレや過度な海外依存の脆弱修正が示唆されている。

良い円安と悪い円安目安、業況-仕入価格底入れ

「自動車業界は受注見込みが多く、関連の産業用ロボットも引き合いがある。2024 年はスマホ関連設備の受注が見込まれる」(電気計測器製造)、「電気自動車(EV)関連の受注が多く忙しくしている」(ゴム製品製造)、「当面、再エネルギー関連は好景気と予想」(電気通信工事)、「首都圏の再開発、TSMC を中心とした半導体工場建設など、建設案件が多くなっている」(電気機械器具卸売)――。

帝国データバンクによる最新 11 月の全国・景気動向調査では、このような前向きな業況判断が見られている。一方で物価高・コスト高の逆風や中国を始めとした外需の下振れ懸念などは残り、「業界・地域で二極化傾向が鮮明」(同)になっているという。

その中で日銀による最新 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+12 となった(前回は+9)。3 月の+1 をボトムに 3 期連続の改善となり、昨年 3 月以来のプラス幅を回復している。

業況判断の前年比は+5 と 2 期連続でプラスとなり、昨年 6 月以降の前年比マイナスからプラス基調へと回帰してきた。同業況判断は日経平均株価と相関性が高く、業況判断の前年比プラス局面では高確率で日経平均の四半期中・高値は前年水準を上回っている。

過去は最低でも、前年同期比で+3000 円幅から+6000 円幅は株高となる相関パターンが繰り返されてきた。現在も 12 月 12 日時点で前年同期比は+5351 円幅の上昇となっており、来年前半に向けてもこうした値幅での相場循環が担保されやすい。

12 月の短観で注目されるのは、「円安の相対プラス面の表出」と「悪い円安のマイナス面緩和」という点だ。10-12 月の前後では円安が再加速されたが、製造業の業況判断は連動で改善となっている。その一方で改めて輸入物価上昇などによる採算悪化が懸

念されたものの、大企業・製造業の仕入価格判断(上昇-下落)は+43 と、直近最高である昨年 12 月の+66 から下落となった。

昨年比での資源エネルギー価格下落などが大きい。円安再開でも 2021 年 9 月以来の水準へと落ち着きつつある。結果、「業況判断-仕入価格判断」の格差は-31 となり、昨年 12 月と今年 3 月の-59 をボトムにマイナス幅が縮小となってきた。2019 年 9 月の 0 以降は「業況<仕入価格」による業況の相対抑制と採算悪化が目立ってきたが、底入れ機運が見られつつある。

過去に同格差は、円安局面における「良い円安と悪い円安の判断目安」となってきた。その点で最新 12 月における業況の劣勢歯止めは、為替のプラス影響とマイナス影響に敏感な日経平均株価にとり、相対プラスの底上げ要因となりやすい。

売上高、国内優位で海外下振れリスクをカバー

12 月の短観では外需に不安が高まるなかで、内需の底堅さという耐性バッファの増強が見られている。大企業・製造業の製商品・サービス需給判断(需要超過-供給超過)では、国内が-9 に対し、海外は-12 となっている。僅かながらも需給悪化方向の下振れ幅は国内のほうが小さく、「国内-海外」の格差は+3 の国内優位となってきた。

統計のある 1997 年以降では、最高水準の日本優位幅となっている。日本株市場では、相対的に内需の影響度が大きい TOPIX のプラス要因となりやすい。国内での脱デフレなどによる打たれ強さが示されるのと同時に、過度な外需依存の脆弱性も改善されている。直近の外需の下振れについては、中国など新興国の減速や高成長終焉といった影響も無視できない。

過去、日本の成長低迷やデフレが長期化した 1998 年から 2011 年にかけては、同格差が-30 から-50 となる日本劣勢の大幅な下振れ局面が繰り返されてきた。日本の相対劣勢が、日本企業による外需依存度を高めるといふ、負の連鎖となっていた経緯がある。現状はそうした内外格差に歯止めが掛かってきた。

最新 12 月の短観における年度計画によると、全規模・全産業の「連結売上高」は海外部門が前年度比+1.1%と低迷している。それに対して国内部門は+4.7%であり、売上高計画でも国内のほうが上回っている。日本企業の来年 3 月末に向けた決算では、海外要因による下方修正リスクをカバーしていく。

それでも来年に向けた短観の業況判断については、

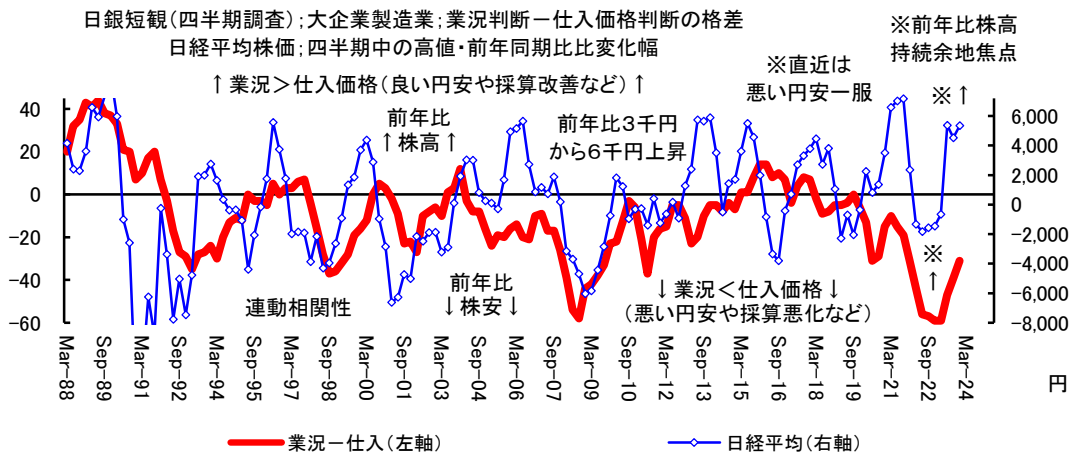
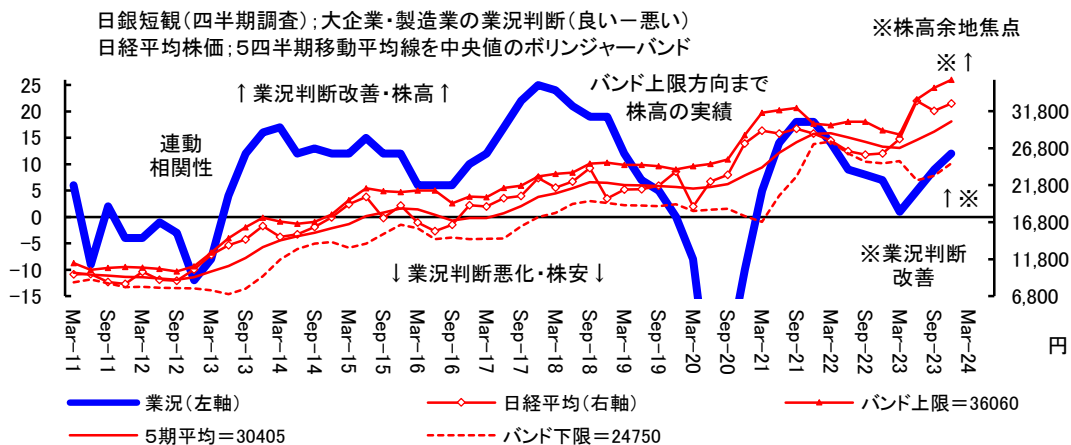
海外要因を中心に不透明材料が山積している。そうした下振れリスクを払拭させるのが、米FRBによる利上げ様子見の長期化や利下げ転換、日本企業の採算や収益率に影響してくる円安・資源高の前年比・緩和と仕入価格の下落方向だ。

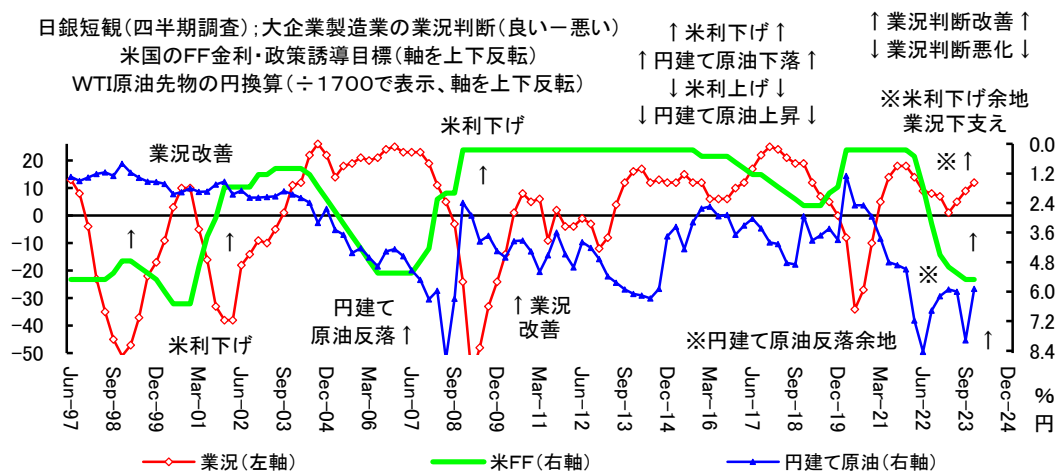
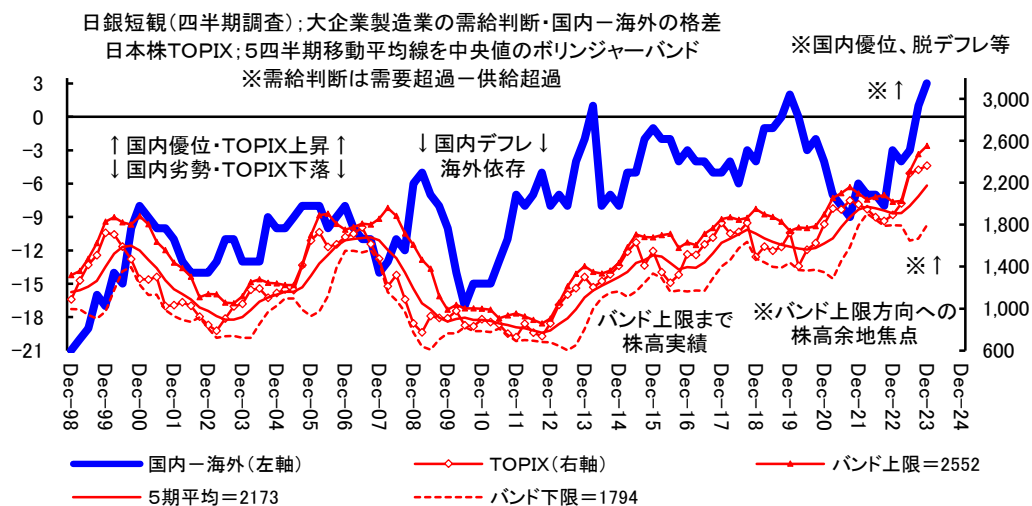
例えば過去FRBによる2004年からの利上げ局面の場合、2006年6月が最後の利上げとなって様子見へと移行した。当時の日本の短観で大企業・製造業の業況判断は、同月の+21のあと、2007年9月まで+23から+25での高止まりが維持されている。利下げ転換は2007年9月であったが、同月の業況判断も+23と高い水準にあった。

また、円安・資源高と仕入価格の問題でいえば、

WTI 原油先物の円換算（円建て原油）は四半期末の期末値ベースで、今年10-12月は前年比-4.9%の下落になっている（12月12日時点）。最近の原油相場は、米欧などでの利上げ効果による景気減速懸念や、FRBによる早期利下げの不透明感などが下落材料となってきた。その中で円建て原油は2021年1-3月の前年比+196.5%という急騰から、大幅な反落となっている。

過去、円建て原油が大幅高から反落となった局面で、短観の業況判断は2013-2014年に+4から+15、2009-2010年に-24から+8、2005-2006年に+14から+25といった逆方向での改善が観測されてきた。





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。