

短観、予測底堅さや採算改善の業種散見

繊維、金属、電機、自動車、非鉄、機械など

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2023/12/20 (水)

最新 12 月の日銀短観では大企業・製造業の業況判断が+12 に対し、3 カ月先予測は+8 と-4 の低下となった。2022 年 3 月以来のマイナス幅となっており、先行き米国を始めとした各国での利上げ影響や減速懸念などが見通しを慎重にさせている。そうした中で予測に打たれ強さが見られる業種に、繊維、金属製品、電気機械などがある。さらに採算性を示す「販売価格-仕入価格」の格差でマイナス幅が縮小となっている改善業種には、自動車、非鉄金属、機械などがあつた。日本株市場での個別物色の対象として注目されやすい。

大企業・製造業予測下振れ、全体株伸び悩み警戒

「日本はインフレから恩恵を受けている、世界で数少ない先進国株式市場の一つ」、「今年何度も東京を訪れ、日本がようやくデフレから脱却しつつあるとの見方を強めた」、「賃金と物価の上昇を相殺することができるよう、生産性を高めるのに重要な設備投資が加速していることはプラス」、「上場企業の企業改革のモメンタムを評価」――。

米投資会社 KKR のバランスシート投資部門幹部は 18 日、このような点を指摘しながら「日本株は上昇へ」という見通しを示した(ブルームバーグが紹介)。

一方で最新 12 月の日銀短観では大企業・製造業の業況判断が+12 に対し、3 カ月先予測は+8 と-4 の低下となっている。2022 年 3 月以来のマイナス幅となっており、過去実績では 3 カ月後にかけての日本株の伸び悩みを警戒させるものとなっている。

背景としては、根強いコスト高や物価高による収益・景気の打撃懸念、米国を始めとした海外各国での利上げ影響と減速警戒、中国経済の低迷持続リスク、先行き円高の可能性、各地での地政学リスクなどが重石になっている。

一方で個別業種では、現状判断比で予測に打たれ強さが示されているセクターも散見された。採算性を示す「販売価格-仕入価格」の格差では、採算の大幅悪化に歯止めが掛かっている業種も見られている。日本株市場では 3 カ月後にかけて、個別物色の対象として注目されやすい。

業況判断の予測で底堅さが示された業種には、繊維(現状+3 で予測+18、変化幅+15)、金属製品(現状ゼロで予測もゼロ。9 月の-17 からは改善方向)、電気機械(現状+4 で予測も+4。9 月の-2 からは改善方向)などがある。

また、短観の「販売価格判断-仕入価格判断」格差については 2021 年以降、仕入価格の高騰に対しての販売価格の伸び悩みという採算の大幅悪化が続い

てきた(販売価格<仕入価格、格差はマイナス)。その中であつて最新 12 月の短観では、販売劣勢が一服というマイナス幅縮小の業種が見られている。

具体的には自動車(9 月の-26 から 12 月は-11、変化幅+15)、非鉄金属(-13 から-1、変化幅+12)、はん用機械(-19 から-9、変化幅+10)、金属製品(-11 から-8、変化幅+3)、生産用機械(-24 から-22、変化幅+2)などが観測されていた

こうした業種には「景気敏感セクター」も含まれているが、先行き国内外で不透明材料が多いなか、来年に向けて日本株を底上げさせていくのが循環的な景気の底入れ兆候だ。

景気循環の判断で長期実績のある内閣府の景気動向指数によると、先行性のある CI 先行指数は直近 10 月が 108.7 となった。9 月の 109.3 からは低下しているが、今年 1 月の 108.0 を直近ボトムとして底固めの軌道を固めつつある。トレンドを示す 9 カ月移動平均では 3 カ月連続で上向き化となり、2022 年 1 月以降の下向きという循環悪化トレンドに歯止めが掛かってきた。

売上高経常利益率は過去最高、株価「割高」抑制

同じく DI 先行指数は 10 月に 50.5 となり、こちらは 5 カ月連続での上昇となった。6 月からは 12 カ月移動平均が上向き化となり、現在も維持させるという循環回復方向のトレンドが明確化されつつある。過去実績に沿えば、日経平均株価は最低でも 1 年から 1 年半の株高トレンドが高確率で観測されてきた。

12 月の日銀短観では、企業の「稼ぐ力」を示す売上高経常利益率も改善傾向が維持されている。売上高に対して経常利益が占める割合を示すもので、金融収支の良し悪しや資金調達力の違いなど、財務体質も含めた総合的な収益性が反映されるものだ。

12 月は大企業・製造業の年度計画が 10.45%となり、前回 9 月の 9.78%や前年 12 月の 10.20%から上昇となった。統計がある 1974 年以降の 12 月短観では最高で、12 月短観での直近最低である 2012 年の 3.93%からは 2.7 倍もの改善となっている。

個別企業による企業統治(コーポレート・ガバナンス)改革などもあり、資本効率の改善、コスト高に対しての合理化努力、高利益率・高付加価値の重視、不採算部門からの撤退等が影響している。

同利益率は日本株とも相関性が高いが、単純に利益率見合いでの株価の割高さ・割安さを示す「日本株 TOPIX・四半期中の高値÷売上高経常利益率」は、12 月短観時(10-12 月)で 230.1 となっている(数字が小さいほど割安、12 月 18 日時点)。6 月の 241.1

や9月の249.3などから低下となり、直近最高である2021年9月の339.2からは大幅な切り下がりとなってきた。あくまで売上高経常利益率との見合いでは、株価の割高さや株高過熱が抑制されている。

最近では同倍率が今年3月の216から9月に249へ切り上がるという、「利益率見合いでの株価のキャッチアップ上昇」があった。同期間にTOPIXの高値は、+17.7%の上昇となっている。その前では同倍率が2019年6月の219から12月に247への上昇となった。その期間にTOPIXの高値は、+6.9%の上昇となっていた。

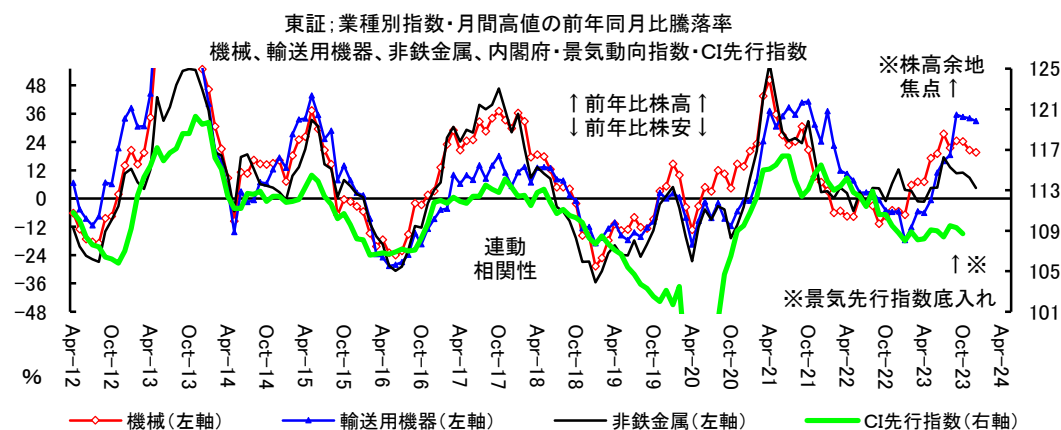
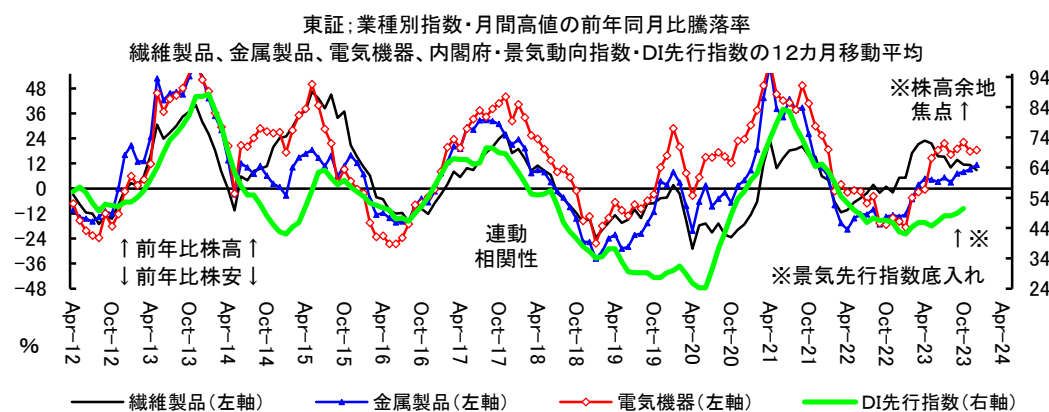
その点で今回の場合、12月時の同倍率230.1からの上振れ余力が、先行き売上高経常利益率の高さに追従する形での株高余力として注目されやすい。

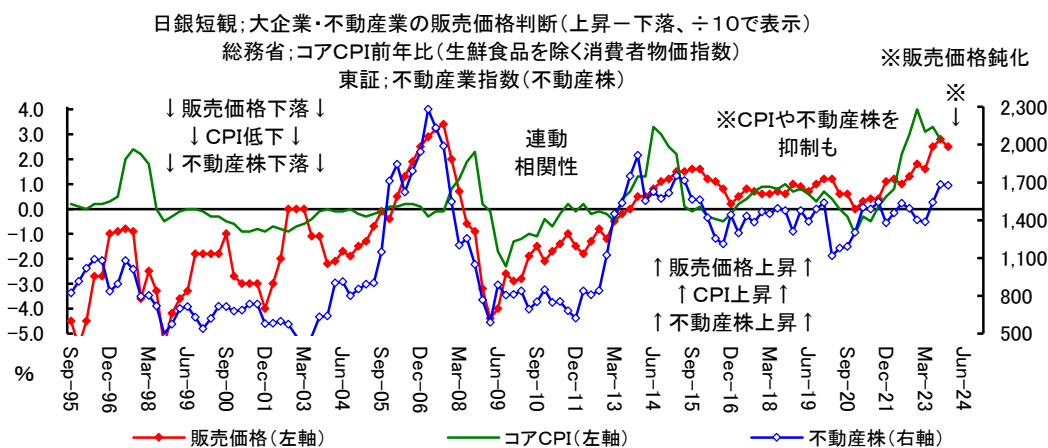
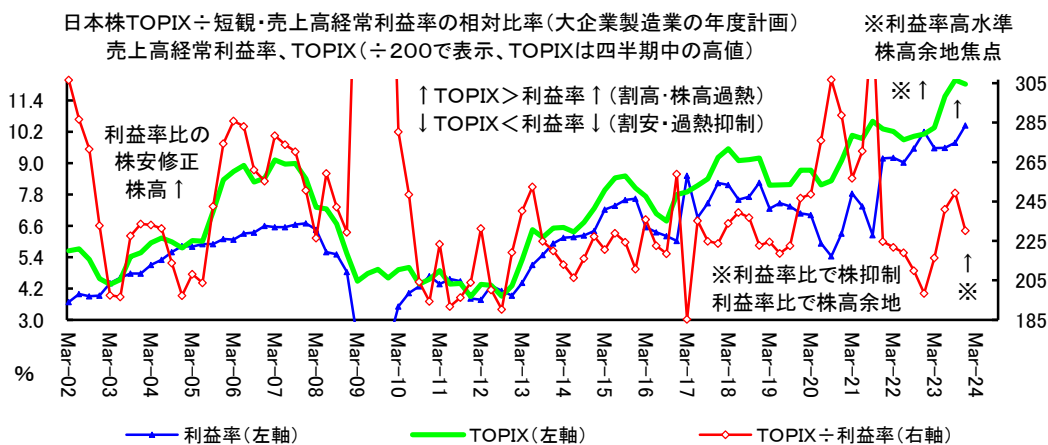
12月の短観では業種別で、不動産業が注目された。不動産業は日銀による長短金利操作（YCC）の修正による金利上昇や先行き日銀の超低金利見直し思惑のほか、中国や米国などでの不動産減速、国内での都

市部における不動産バブル懸念、大型開発の先行きピークアウト、コロナ反動の特需一服などにより、業況の鈍化や不動産価格の天井下落が注視されている。

12月に大企業・不動産業の販売価格判断（上昇→下落）は+25となり、直近最高である前回9月の+28からは下落となってきた。直近最低である2020年12月の0以降の急上昇が鈍化となっている。仕入価格判断も+39と、前回の+39から横這い、直近最高である6月の+40からは下落という一旦の天井ピークが警戒されつつある。

過去には東証の不動産業指数といった不動産株や、不動産・住宅価格も関係するコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）前年比と明確な相関性を有してきた。今後は不動産価格自体の上げ渋りや反動下落の行方のほか、双方に対する頭打ちや下方向への影響が注目されやすい。





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。