

短観、9月や12月にかけての株高余地示唆

予測改善、予測比の上方修正定着、採算下振れ緩和

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2024/7/3 (水)

最新 6 月の日銀短観では、先行指標で 9 月や 12 月にかけての株高余地が示唆されている。大企業・製造業の業況判断（良い－悪い）によると、先行きの株価に影響する 3 カ月先予測は実績比でプラスの先高となった。企業収益の当初見通し比・修正状況を示す「実績－前回予測」の格差も 5 期連続の上方修正と安定化し、複合的な悪材料に対する耐性増強が示唆されている。引き続き円安と悪いコスト高は重石となるが、1 月以降の円安再加速でも、当初見通し比での採算悪化の下振れ度合いは緩和されてきた。

実績－前回予測、悪材料続出でも上方修正で安定

「6 月初旬に実施した 6 月と 7 月における製造工業の生産予測調査によると、6 月は前月比－4.8%の低下に対し、7 月は＋3.6%の回復が見込まれる」、「7 月の生産計画は半導体・フラットパネルディスプレイ製造装置や洗剤・化粧品に加えて、電子部品・デバイス工業が集積回路の生産で上昇を見込むなど、全体としては上昇の見通し」、「6 月の生産計画における予測修正率は 39 か月連続で下方修正となっているものの、低下幅は縮小傾向にある」――。

経済産業省では最新の鉱工業生産に関連して、このような予測分析を行っている。先行きの改善見通しについては、年初からの地震影響や一部自動車メーカーによる操業停止の一服のほか、世界的な IT デジタル関連の需要の根強さや、円安のプラス面、米国景気の打たれ強さ、中国景気の下振れ緩和、世界各国での利上げ終了と利下げ期待などが影響している。

その中で日銀による最新 6 月の日銀短観でも、大企業・製造業の業況判断（良い－悪い）では実績が＋13 に対し、3 カ月先（9 月）予測は＋14 と＋1 の上方向となった。企業による先行きの前向き見通しを示すもので、大企業・製造業の業況影響が大きい日経平均株価も先高余地が支援されやすい。

6 月の予測は前回予測の＋10 から＋4 幅の上昇となり、1 年ぶりのプラス幅となった。さらに企業収益の当初見通し比・修正状況を示す「実績－前回予測」の格差も、6 月は＋3 の上方修正となっている（3 月時の 3 カ月先予測は＋10 で、6 月の実績は＋13 と上振れ）。同格差は昨年 6 月以降、5 期連続で＋2 から＋3 前後での上振れが定着。安定化が示されている。昨年 6 月以降には国内外で複合的な悪材料が続発しているが、その中でも「下方修正の度合いは限定的」という耐性の増強が示されている。

過去実績として、こうした 3 つの格差での同時ブ

ラス化は、3 カ月後、6 カ月後にかけての日経平均の先高を支援しやすい。最近では昨年の 6 月短観で同時観測されていたが、日経平均は四半期末の期末値ベースで、12 月末が 6 月末比で＋275 円という株高実績が見られている。

今年の場合、6 月末の終値は 3 万 9583 円となっていた。先行き上下動を経ながらも、9 月末や 12 月末にかけては同レベルを上回る株高余地が注目される。同時に目先は 3 万 9583 円に近い方向への株安や、下抜け場面で日経平均に投資した場合、9 月末や 12 月末にはその投資レベル比で上振れのプラス収益が得られる可能性は無視できない。

今後の日本株の下押しリスクとしては、一つに円安持続と輸入物価発の悪いコスト高がある。しかし、短観でいえば前回 3 月時にドル/円は 146－151 円前後で推移していたのに対し、今回の 6 月調査時には 154－161 円前後と大幅なドル高・円安が進展している。その中で業況判断は 3 月の＋11 から 6 月は＋13 に改善したほか、9 月予測も＋14 と先高の企業判断だ。あくまで現状段階では部分的ながらも、「円安の差し引きプラス効果」が示唆されている。

売上高経常利益率は過去最高、悪材料に抵抗力

円安のマイナス影響の参考になる「採算の判断」についても、大企業・製造業の販売価格判断（上昇－下落）は、6 月の現状が＋29 となり、前回 3 月時の 3 カ月先予測である＋24 からは＋5 の上振れとなった。当初見通し比で、価格転嫁の進捗と採算改善が示されている。

ただし、6 月は仕入価格判断も再上昇で＋47 となり、3 月の＋41 から切り上がった。3 月時の予測＋41 に対して＋6 の上振れと、改めて仕入コストが上昇となっている。

それでも「6 月実績－3 カ月前予測」についての「販売価格（＋5）－仕入価格（＋6）」格差は、僅か－1 という販売価格の下振れにとどまった。2021 年には悪い円安と素原材料価格の高騰などもあり、同格差は－9 に至る販売価格の下振れと採算悪化が見られている。そこから現状は円安継続でも、採算判断の下振れ度合いは緩和されている。

その他、直近 6 月の日銀短観によると、「企業の稼ぐ力」を示す売上高経常利益率は過去最高レベルでの高止まりが維持された。日本企業は年度前半の 4 月から 6 月にかけては控えめな計画を示し、12 月の年末や翌年 3 月の年度末にかけて上方修正させる傾向にある。この点で利益率には改善の伸びしろがあり、連動する形で日経平均は 9 月末や 12 月末にかけ

て上値余地が支援されやすい。

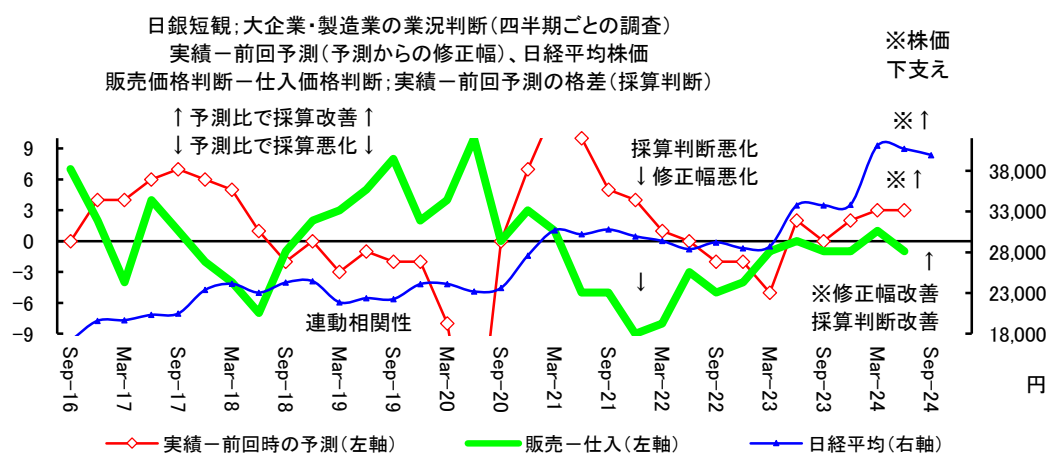
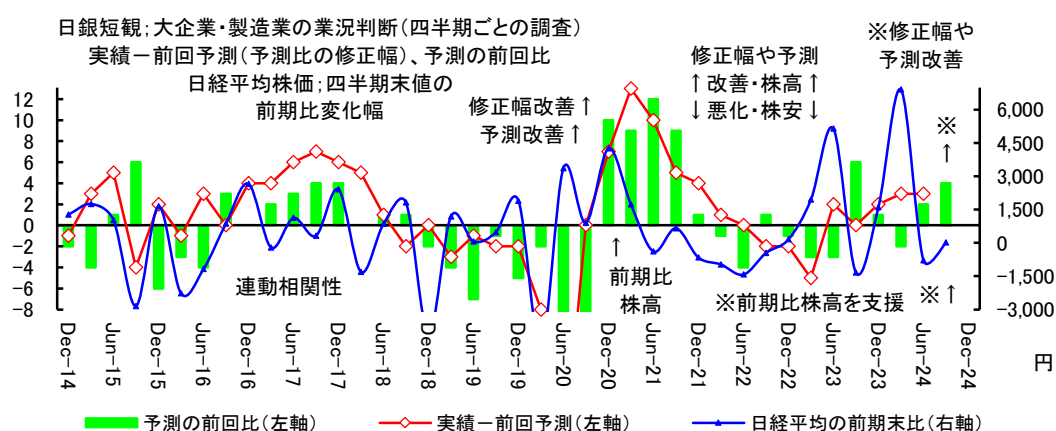
しかも売上高経常利益率の高位への改善は、複合的な悪材料に対する企業収益の下振れリスクを制御させていく。現状からの企業収益の下方修正リスクを抑制し、株価の底固めと底上げを支援するバッファー（緩衝材）となり得る。

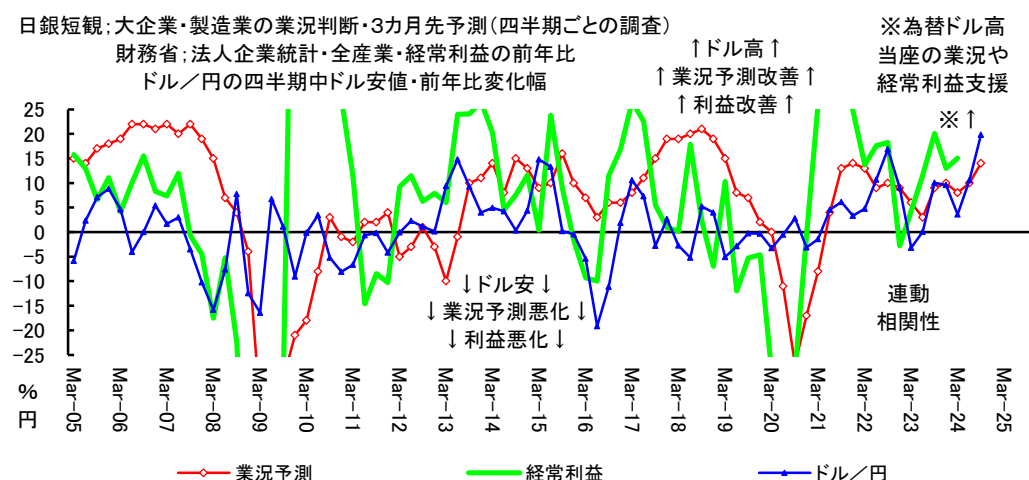
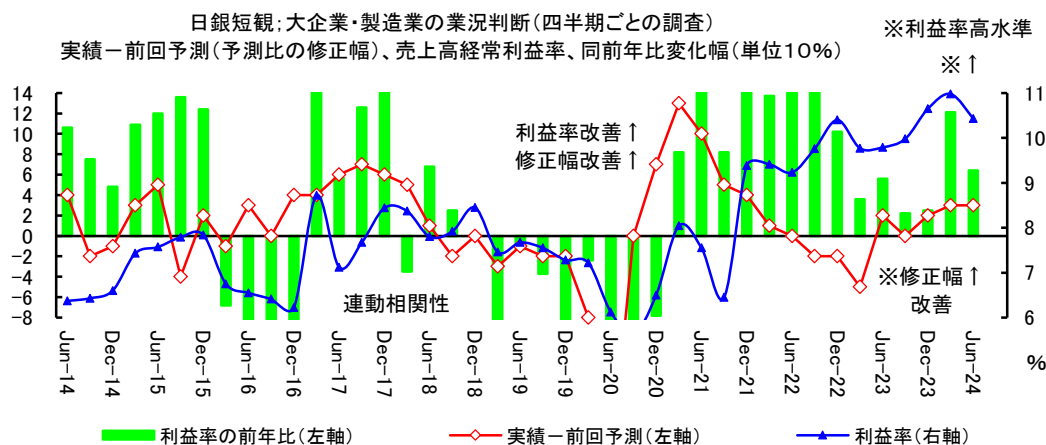
具体的に6月短観の今年度計画では、大企業・製造業ベースでの売上高経常利益率が10.23%となった。3月短観時の10.78%からは小幅鈍化となっているが、「6月短観」としては1984年の統計開始以降、最高水準となっている。

直近最低である2020年6月の5.92%からは約1.7倍、2009年6月の1.92%からは約5.4倍という高水準となってきた。過去バブル期の株高ピークとなった1989年度の場合、年度末実績が5.75%となって

いる。そこから現在は約1.7倍の大幅改善となっており、バブル期に比べると「利益率見合いでの株価の最高値更新」は正当化されるものとなっている。同時にバブル期のような反動急落のリスクは抑制されやすい。

ちなみに売上高経常利益率とは売上高に対して経常利益が占める割合を示し、利益率の水準、前年比変化幅ともに日経平均とは相関性が高い。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。日本ではここ数年、個別企業による企業統治改革などもあり、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、債務軽減などで、大幅な切り上がりとなっている。





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。