

短観の減益見通し、上方修正や来年度反動も 業況判断上振れ、予測比の安定、稼働力改善等の耐久力も

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2025/7/4 (金)

6月の日銀短観は米関税懸念等により、経常利益の年度計画が減益見通しとなったが、年度末に向けた上方修正や来年度の反動増益といった改善余地が注目される。業況判断のほうも底堅さが示され、慎重な経常利益比で上振れとなったが、こうした乖離時にはその後に経常利益が上方修正されてきた。さらに業況判断は前回3月の予測値と同水準で、企業マインドの下振れ打撃は限られているほか、企業の稼働力や収益力を示す売上高経常利益率は過去最高水準の改善基調が維持されるなど、耐久力の強化も見られている。

業況判断が利益比で上振れ、過去は利益上方修正

「(米関税影響については、6月の日銀短観がしつかりした内容になったこともあり) 企業の受け止め方として、悲観論が減っていることは確かだ」、「一方で予断を許さない状態が続いており、その中で金融政策をどうするかは、よく見ていかなければいけない」――。

日銀の新審議委員に就任した増一行・元三菱商事常務は7月1日、就任会見でこのような見解を示した。1日公表の日銀短観では、地方の支店調査でも「関税影響は今のところ限定的」といった説明が見られている。

それでも関税の直接影響が大きい大企業・製造業では、経常利益の年度計画が前年比-8.4%となり、前回3月時の+0.2%から大幅な下方修正となっている。3月から6月の下振れ幅は-8.6%で、コロナ危機のあった2020年6月以来の大きさとなっている。

一方で6月段階での大幅な下方修正は、関税等の悪材料や下振れリスクを一気に織り込んだともいえる。もともと日本企業は年度の前半段階で控えめな見通しが示され、年度末3月に向けて上方修正されるパターンが目立ってきた。その意味で今後は来年3月に向けた上方修正や、来年度の反動的な増益といった改善余地が焦点になる。連動する形で日本株市場では製造業の関連株や、製造業の影響度が大きい日経平均株価について、現状の株価水準比での来年度に向けた「株価の先高余地」が注目されそうだ。

こうした先高余地に期待をつなぐのが、6月短観での業況判断DI(良い-悪い)の底堅さとなっている。大企業・製造業では+13となり、前回の+12から2期ぶりに改善となった。2023年3月の+1が直近最低となる形で、関税懸念等でも昨年6月以降の+12から+14でのレンジ安定化を堅持させている。

6月は「業況判断-経常利益計画・前年比」の差

し引き格差が、+21.4という業況判断の大幅上振れとなった。過去実績としてこうした乖離時は、その後、業況判断の底堅さに収れんされる形で、経常利益が上方修正されるパターンが目立っている。連動で日経平均も、底上げや上昇となる実績が見られてきた。

最近では昨年6月に+21.8という、業況判断の上振れ乖離があった。結果論ながらも経常利益は6月時の見通し-8.8%から、年度末実績である今年3月時には+6.0%へ上方修正されていた。同期間中に日経平均は昨年6月の安値3万7950円から、昨年12月の高値4万0398円にかけて、+6.5%の株高が連動観測されている。

その前に同格差は2018年6月に+29.6という業況判断の上振れがあった。当時の日経平均は、10月にかけて株高モメンタムが持続。2016年12月には+28.9という業況判断の上振れがあり、日経平均は1年後である2017年12月にかけて+26%超の株高が連動観測されていた。

前回予測を現状判断が上回る、下振れ打撃抑制

今回の最新6月短観の場合、業況判断の現状判断は+13となったが、前回3月時の「3カ月先予測」+12から小幅な上振れになっている。3月調査の以降には関税ショックの激化や円高などの悪材料が続出したが、少なくとも大企業・製造業に限ると下振れ打撃は限られ、「事前想定範囲内」や「未然のリスク管理強化」、「混乱覚悟への備え進展」が示唆されている。

過去実績として業況判断の「現状判断-前回の3カ月先予測」変化幅(修正幅)で現在のように下方修正が限られている局面では、日経平均が底堅さや上昇基調が観測されてきた。企業による動揺の抑制や、業績下方修正の下振れ度合いの制御などが影響している。

反対に過去に同変化幅は、2022年9月と12月に連続の-2、2019年3月に-3、2015年9月に-4といった下方修正の局面があった。いずれも日経平均は時間差ケースを含めて、株安進展が観測されている。

過去に同格差での現状判断の上振れ局面のほか、経常利益計画の前年比マイナスが上方修正されていく局面では、日経平均が四半期の期末値ベースで、前期比、前年比ともにプラスとなるパターンが目立ってきた。その点、直近4-6月期における日経平均の期末値は、4万0487円となっている。先行き前期比では足元7-9月の期末である9月末値、前年比で

は来年4-6月期の6月末値について、4万0487円を上回っていく確率論が支援されやすい。

その他、現在は米関税等の不透明材料が覆う中でも、日本企業の稼ぐ力や収益力を示す「売上高経常利益率」は過去最高水準を維持している。複合的な悪材料に対しての企業収益の打たれ強さを示すもので、これまた逆風環境下での日経平均の下支え要因となる。

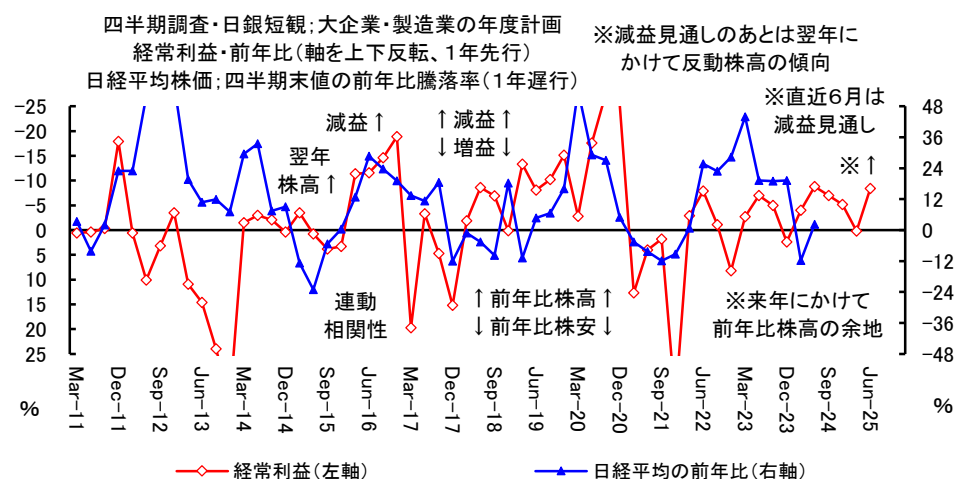
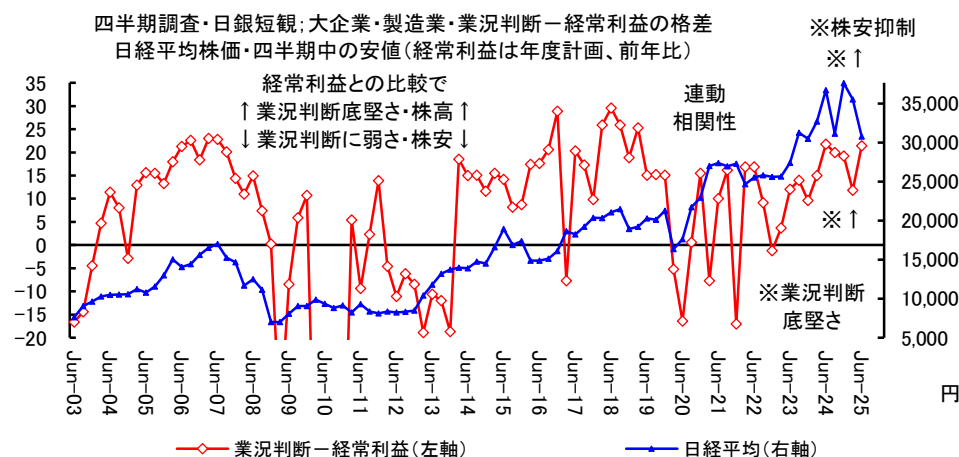
最新6月の日銀短観では大企業・製造業の年度計画で、売上高経常利益率が10.66%となった。6月短観としては昨年6月の10.23%や2023年6月の9.59%を上回り、過去最高を更新している。

過去の逆風環境時に同利益率は、コロナ危機時の2020年6月が5.92%、第1次トランプ政権発足直後の2017年6月が6.92%、リーマン・ショック直前である2008年6月が5.59%などにとどまっていた。そこから現在は1.5倍や2倍近い大幅な改善となっ

ている。こうした稼ぐ力の向上は米関税等による外部環境の不透明さのなか、大企業・製造業の収益と株価の耐性を増強させていく。

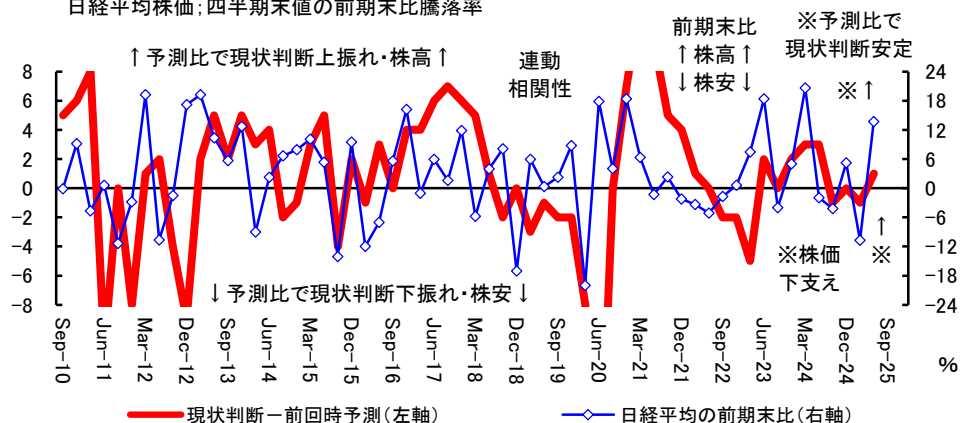
過去実績として現在のような同利益率の上昇局面では、日本株のTOPIXや日経平均に関して、月間や四半期中の安値、あるいは月末値、四半期末値の前年比が、マイナスとなっても短期で収束したり、前年水準と同レベルや前年比プラスとなるパターンが観測されている。

なお、日本企業による同利益率の改善については、経済産業省や中小企業庁などの分析として、企業のコスト削減努力や、製品・サービス単位当たりの利益（マークアップ率）改善、価格転嫁の進捗、付加価値率の向上、不採算部門の削減と高利益率部門への集中、借入金依存度の減少、支払利息の負担減少などが指摘されている。



四半期調査・日銀短観：大企業・製造業の業況判断
 現状判断－前回3カ月先予測の変化幅(修正幅)
 日経平均株価：四半期末値の前期末比騰落率

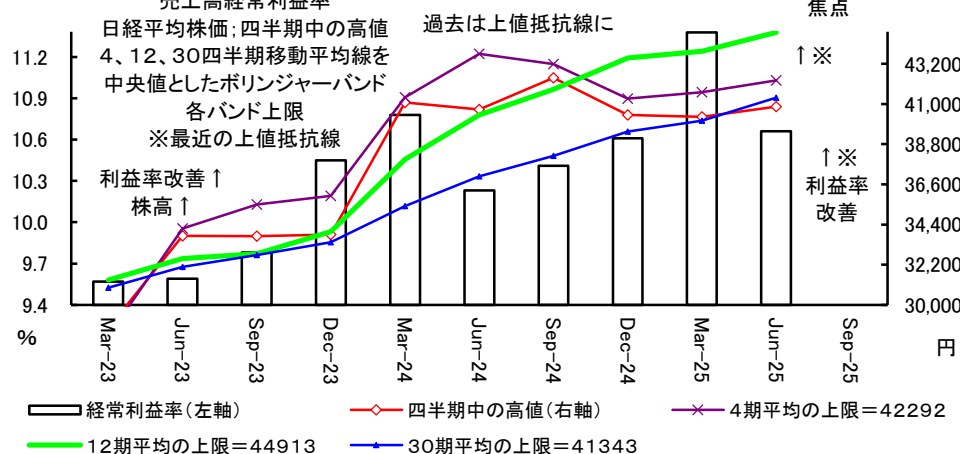
※前回時の予測比で
 下振れ抑制時は株安リスク制御



日銀短観：大企業・製造業の年度計画
 売上高経常利益率

※各ラインの数値は6月末時点

※株高余地
 焦点



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。