

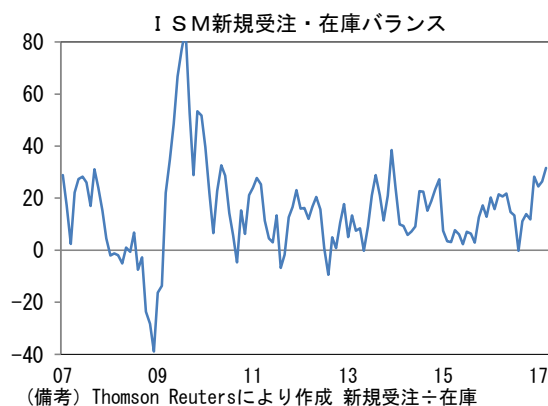
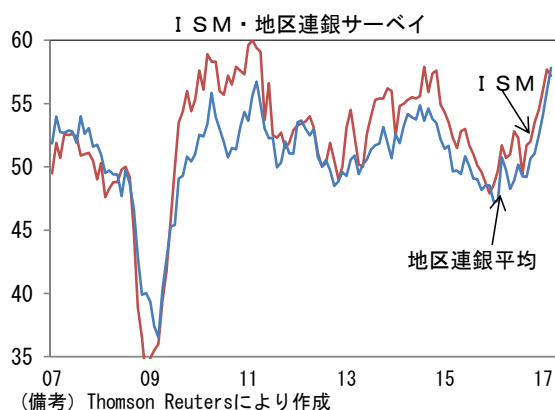
日銀は満足 ～販売価格判断は上向き～

2017年4月4日（火）

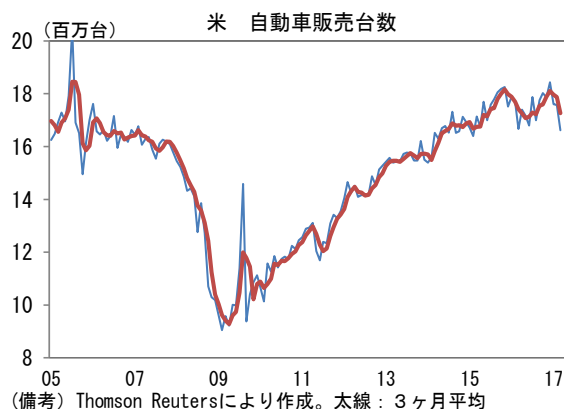
第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

【海外経済指標他】

- ・ 3月ISM製造業景況指数は57.2と市場予想に一致して2月から0.5pt軟化。地区連銀サーベイはISM製造業指数が60近傍まで伸びることを示唆していたが、それに反する結果となった。内訳は生産（62.9→57.6）が高水準から低下したほか、新規受注（65.1→64.5）も僅かに軟化、反対に雇用（54.2→58.9）は改善した。その他では入荷遅延（54.8→55.9）が押し上げに寄与した一方、在庫（51.5→49.0）が下押しに寄与。昨年9月から始まったヘッドラインの改善は一服する格好となったが、先行指標の新規受注・在庫バランスの改善が続いていることに鑑みると、暫くは強い増産モメンタムが維持されそうだ。



- ・ 3月米新車販売台数（年換算）は1662万台と前月比▲5.5%と急減。12月の1843万台をピークに1Qは大幅に減少し、3ヶ月平均でも明確に下向きのカーブを描いている。前年比の伸びは3ヶ月連続でマイナス圏に突入した。タイプ別では、ライトトラックが底堅さを維持する反面、普通車の落ち込みが顕著。数年前から販売を支えていたリース車両が、中古市場で豊富に出回っていることが新車販売を抑制しているとの指摘がある。

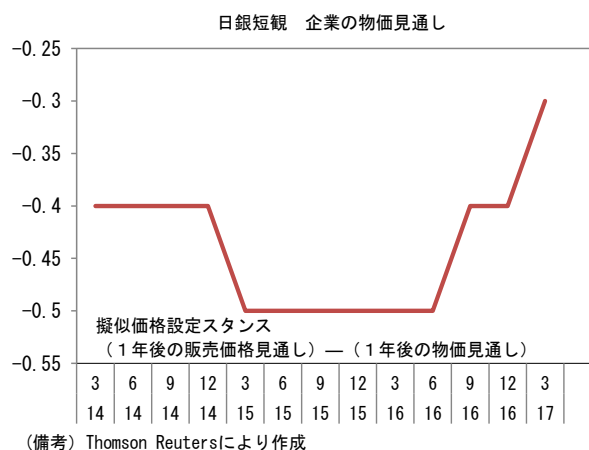
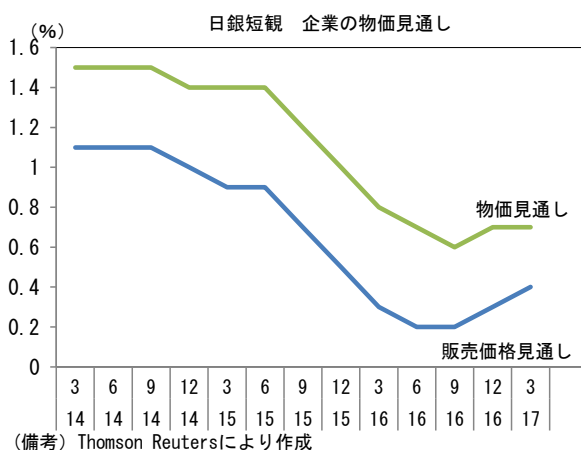


【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

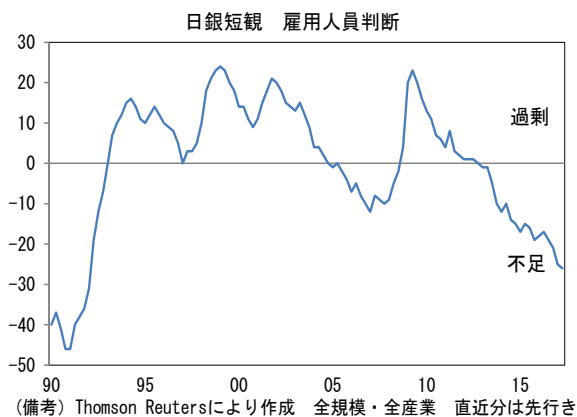
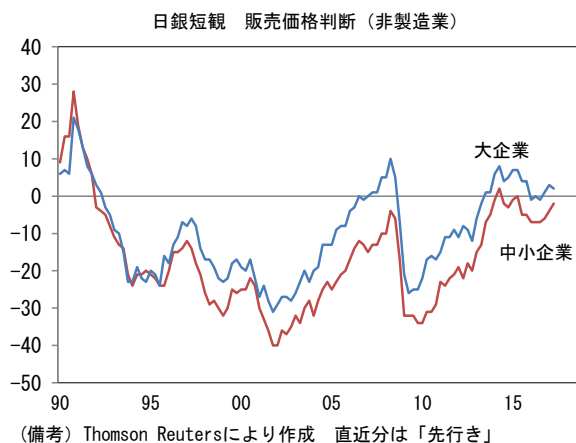
- ・前日の米国株は続落。米指標は区々もロシアの地下鉄爆破事件が嫌気されたほか、米連邦最高裁判事の承認が遅れ政策不透明感が意識された。もともと売りの勢いは限定的で主要指数は僅かな下落に留まった。WT I 原油は50.24^{F_h} (▲0.36^{F_h}) で引け。
- ・前日のG10 通貨はJPYが最強でそれに欧州通貨 (NOK、SEK、EUR、DKK) が続いた。USDは米金利低下もあってやや弱めの推移。USD/JPYは111を割れ、EUR/USDは1.06後半へと切り返した。
- ・前日の米10年金利は2.319% (▲6.8bp) で引け。米指標の改善が一服感をみせるなか、利上げ織り込み度合いの低下を伴って長期ゾーンに買いが波及。欧州債市場 (10年) はドイツ (0.277%、▲5.1bp)、フランス (0.951%、▲1.9bp)、スペイン (1.643%、▲2.4bp) が金利低下となった反面、イタリア (2.323%、+0.5bp) が小幅に金利上昇。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は米株安に追随して安くスタートしたが、USD/JPY下げ止まりを支えに下げ幅縮小 (10:30)。
- ・日銀短観 (3月調査、2日目) によると企業 (全規模・全産業) の物価見通しは1年後が前年比+0.7% (12月調査+0.7%)、3年後が+1.0% (+1.0%)、5年後が+1.1% (+1.1%) と何れも変化がみられなかった。他方、販売価格見通しは現時点との比較で1年後が+0.4% (12月調査+0.3%)、3年後が+0.9% (+0.9%)、5年後が+1.1% (+1.1%) となり、1年後のみが上方シフト。この結果、企業の価格設定スタンスを計測する際に筆者がその判断基準の一つとしている「擬似価格スタンス」は▲0.3となり、14年3月の調査開始来の最高を記録した。小数点1桁単位の荒削りな尺度とはいえ、企業の販売価格スタンスが強気に傾斜している可能性を示唆する。一般的にこの指標は企業の「物価見通し」が注目されがちで、それが (たとえば1年後) +0.7%に留まっていることを引き合いに「2%遠し」とする向きが多いが、調査開始来の3年間に原油価格が大幅に下落したことを踏まえると、ヘッドラインの数値そのものは本質を映し出していないように思われる。



- ・そこで改めて企業の価格設定スタンスを確認すると、人手不足の影響が深刻な非製造業では大企業の販売価格判断がプラス圏で推移するなか、中小企業もマイナス幅が縮小しており、徐々に価格転嫁が進んでいることを窺わせる結果となっている。非製造業を中心に企業が人手不足解消に伴う人件費上昇をサービス価格に上乗せすることで収益を確保しているのだろう。実際、近年の販売価格判断D Iは90年代後半以降で最も高い水準に位置している。このことは労働集約的な非製造業において、構造的な人件費上昇およびそれに伴う価格上昇圧力が生じていることを浮き彫りにしている。



- ・ 筆者は日銀が2017年中は金融政策の現状維持を貫き、2018年には出口に向かうと予想している。2%目標がほとんど見通せない状況下において次の一手が出口であると予想する根拠は、上述のとおり構造的な物価上昇圧力が生じていることに日銀が一定の満足度を得るとみているためだ。