

Market Flash

発表日: 2018 年 10 月 1 日 (月)

5つに絞った 日銀短観

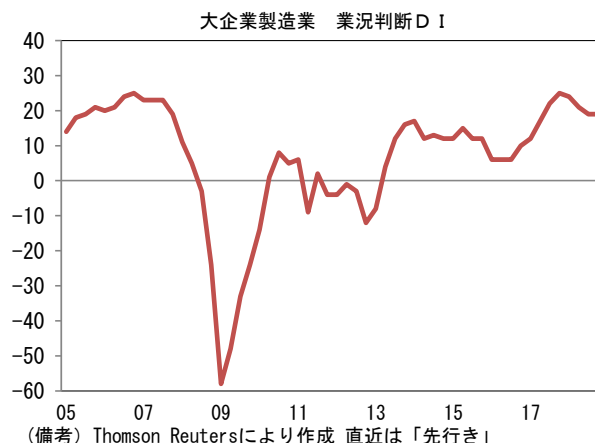
～価格転嫁の広がりが見えてきた QQEの副作用はまだ観察されず～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部

主任エコノミスト 藤代 宏一 (TEL: 03-5221-4523)

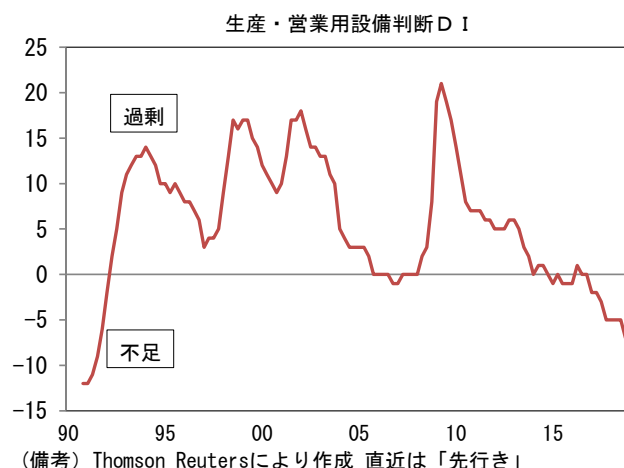
①大企業製造業の業況判断D I が高水準維持

大企業製造業の業況判断D I は「最近」+19 へと 6 月調査から 2pt 低下。3 回調査連続の低下だが、水準は高く、かつ 17 年 12 月調査まで 5 回調査連続で改善してきた経緯を踏まえれば、さほど悲観する必要はない。日銀短観は非常にメジャーな指標ゆえ、その悪化自体が人々に景気減速を意識させるため注意が必要だが、調査回答締め切り後に米国との通商交渉において一部前向きな進展がみられるなどの朗報もある。企業マインドが一方向的に悪化する可能性は低いだろう。業種別では自動車 (+15 → +16)、はん用機械 (+44 → +48)、電気機械 (+20 → +21) が改善した一方、生産用機械 (+53 → +48)、業務用機械 (+21 → +18) が高水準からやや低下。資本財セクターが高水準を維持しており、国内外の設備投資意欲の強さが窺える。



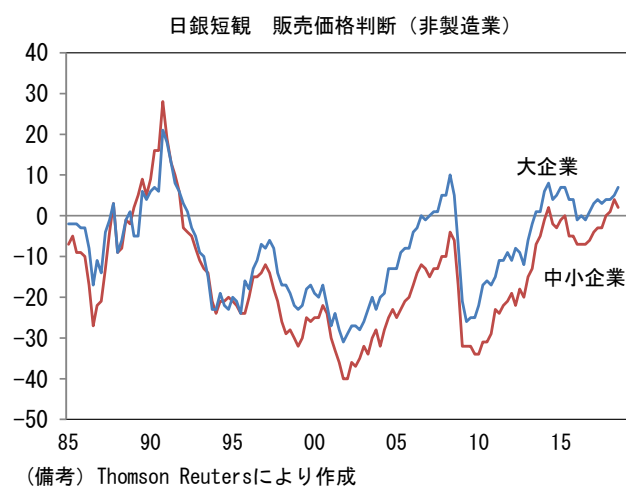
②設備の不足感が残り、設備投資計画も強い。

設備投資を占ううえで注目される生産・営業用設備判断D I (全規模全産業) は▲5 と 4 回調査連続で同じ水準であった。2016 年央に小幅ながら過剰に転じたものの、その後は 7 回調査連続でマイナス圏にあり、設備の不足感が窺われる。また雇用人員判断D I (全規模全産業) に目を向けると、「最近」が▲33、「先行き」が▲37 へと一段と不足超に傾いている。そうした不足感に符号するように大企業全産業の設備投資計画は前年比+13.4%と極めて強い伸びが示されている。このことは生産性の上昇を通じて、賃金上昇の源泉となることが期待される。生産性の伸びが冴えないなかでの労働需給逼迫は、経営陣からみれば単なるコスト上昇でしかないが、設備投資 によって効率性が改善すれば、既存雇用者に対する還元が期待できる。



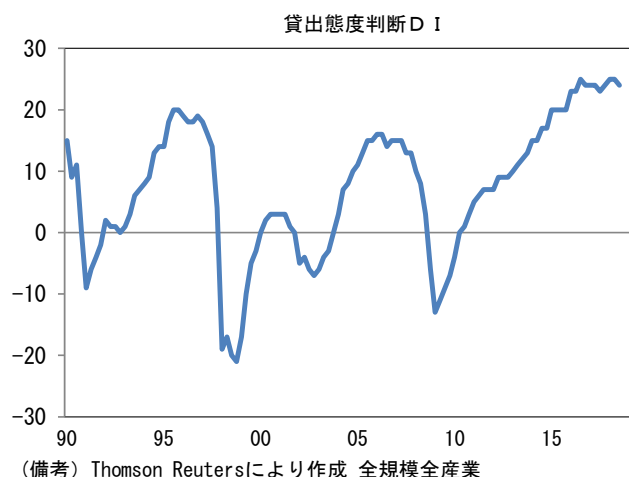
③非製造業の販売価格判断D I が上昇傾向

価格転嫁の進展度合いを推し量るうえで筆者が注目している中小企業・非製造業の販売価格判断D I は+2と3回調査連続でプラス圏推移。この指標は1990年代前半以降、永らくマイナス圏にあり、かつ大企業との格差が常に存在したが、最近は大企業とのギャップ解消を伴いつつプラス圏まで水準を切り上げている。価格交渉力が弱く、値上げに慎重な傾向がある中小非製造業は、足もとで労働コスト上昇に直面しており、それを価格転嫁すべく値上げに踏み切っているのだろう。消費者物価でみたインフレ率はなお鈍いものの、内生的インフレ圧力が高まっている可能性が高い。



④貸出態度判断D I は悪化せず

YCCが長期化する下で金融機関収益が圧迫され、金融仲介機能が損傷するという「副作用」が懸念されているが、このような副作用を計測するには貸し手である金融機関にヒアリングするよりも借り手である事業会社側の回答で判断するのが有益であろう。貸出態度判断D I（全規模全産業）は+24となお緩やかな状況にあり、このことは利鞘縮小に直面しても金融機関が貸出審査基準を厳格化させていないことを意味している。資金繰り判断D Iを見ても、企業の資金調達には依然として余裕があり、副作用が实体经济に伝播している様子は窺えない。



⑤想定レートの変更に含意なし

過去の当レポートでも触れたとおり日銀短観では「想定為替レート」が注目を浴びるが、筆者はそこに大きな意味があるとは思っていない。実勢レートとの乖離が業績予想の修正に関係することは事実だが、短観で示される想定レートは単に実勢レートを後追いしたものに過ぎないことから、そこに「予想」という未来に対する含意はない。この乖離が大きい時などは、しばしば「企業は想定外の円高に直面している」、「楽観的に円安を見込んでいる」といった説明が散見されるが、それが本当の意味での“驚き”や“楽観”を意味しているとは考えにくい。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所調査研究本部経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。