

# Market Flash

2020年10月1日(木)

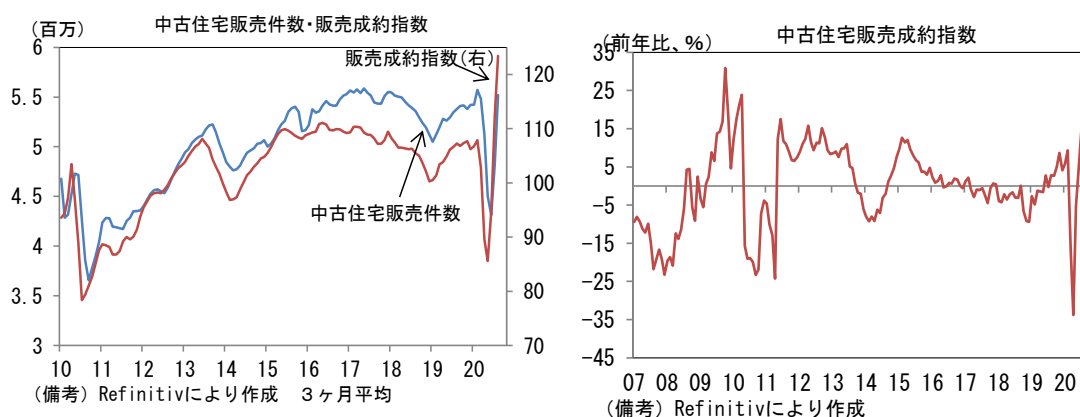
## 日銀短観 ポイントは金融仲介機能とデフレ圧力 ～貸出態度判断は安定、販売価格判断は低下～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査  
主任エコノミスト 藤代 宏一 (TEL:03-5221-4523)

- ・日経平均は先行き12ヶ月22,000程度で推移するだろう。
- ・USD/JPYは先行き12ヶ月105程度で推移するだろう。
- ・日銀は現在のYCCを長期にわたって維持するだろう。
- ・FEDはゼロ金利下で資産購入を継続するだろう。

### <#日銀短観#貸出態度#デフレ圧力>

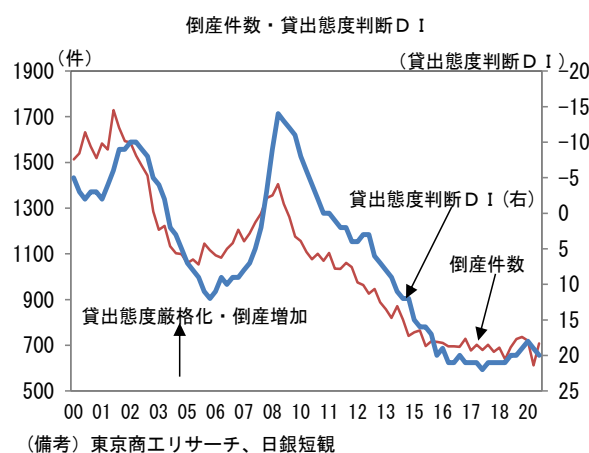
・前日の米国株は上昇。NYダウは+1.2%、S&P500は+0.8%、NASDAQは+0.7%で引け。包括的景気対策を巡る協議の合意期待から大幅に上昇するも、ムニューシン財務長官が「まだ合意には至っておらず、さらに取り組むべき仕事がある」としたことで上げ幅縮小。民主党ペロシ下院議長とムニューシン財務長官は更に協議を継続するとした。注目のテレビ討論はバイデン氏が好印象を勝ち取ったとの評価が多く、賭けサイトではバイデン氏の当選確率が上昇。VIXは26.4へと小幅に上昇。クレジット市場はIG債（投資適格）が概ね横ばい、HY債（投機的格付）が堅調。経済指標は9月ADP雇用統計が前月比+74.9万人と予想比堅調。8月中古住宅販売成約指数は前月比+8.8%と4ヶ月連続増加し、前年比では+20.5%に到達。1月の水準を21.5%上回っており、住宅市場の活況を印象付けた。大都市から郊外へと移り住む動きが強く影響しているとみられる。



・米金利カーブはベア・スティープ。2年は0.127% (+0.4bp)、10年は0.684% (+3.5bp)、30年は1.455% (+4.0bp) で引け。包括的景気対策の協議進展に対する期待もあり10年は一時0.7%まで上昇。予想インフレ率(10年BEI)は1.633% (▲0.5bp) へと小幅に低下。為替(G10通貨)

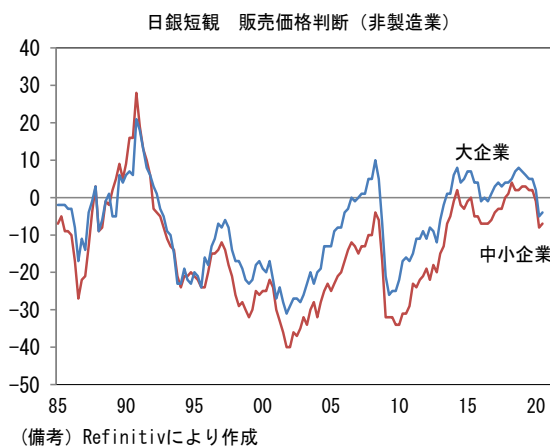
はUSDとEURが弱かった反面、JPYがやや強め。USD/JPYは105半ば、EUR/USDは1.17前半で推移。コモディティはWT I 原油が40.2ドル（+0.9ドル）へと上昇し、銅も6672.0ドル（+93.0ドル）へと上昇。金は1887.5ドル（+6.8ドル）へと低下。安全資産「金」と景気の強さを反映する「銅」の相対価格（銅/金）は上昇。

- ・**日銀短観（9月調査）**は大企業製造業の業況判断D Iは▲27と前回調査対比+7ptの改善に留まり、国内経済が正常化にほど遠いことが浮き彫りになった。挽回生産が進む自動車は前回調査対比+11pt改善したものの、D Iは▲61と依然大幅なマイナスである。鉄鋼（▲58→▲55）は僅かな改善に留まり、化学（▲19→▲19）は不変と波及効果も鈍い。はん用機械（▲26→▲16）、生産用機械（▲37→▲43）、業務用機械（▲29→▲18）の弱さは設備投資意欲の減衰を示唆しているようにみえる。
- ・大企業非製造業のD Iは▲12と前回調査対比+5pt改善した。建設（+15→+21）、小売（+2→+18）、通信（+8→+21）などがプラス圏で改善した反面、宿泊・飲食サービス（▲91→▲87）、対個人サービス（▲70→▲65）は異常な弱さから抜け出せず、対面B to C業種の苦境を浮き彫りにした。これら業種は構造的に損益分岐点が高く、利益率が低い業種ゆえ、僅かな客足の回復では業況改善に結びつかないのだろう。なお、短観の調査方法は比較時点を問わないため、企業は“黒字化”に近づかない限り業況を「良い」と回答する可能性は低い。よって前月との比較を問うPMIのような鋭角な回復にはならない。
- ・今回の短観でポジティブだったのは金融機関の貸出態度判断D I。全規模・全産業は+19と前回調査対比変わらず。規模別では大企業（+16）、中堅企業（+21）がそれぞれ不変、中小企業（+19→+20）は改善。企業側からみた金融機関の貸出態度はコロナ禍前との比較で安定している。日本政策公庫の中小企業景況調査でも同様の傾向が示されていることから判断すると、現在のところ金融仲介機能は棄損を免れていると言える。貸出態度判断D I、企業倒産件数、失業率がそれぞれ密接に連動することを踏まえると、これまでは政府・日銀の資金繰り策が効果を発揮していると言える。



- ・他方、気掛かりなのはデフレ圧力の増大である。非製造業の販売価格判断D Iは前回調査で下方屈折した後、戻りが鈍い。コロナ禍前の傾向として、コストに占める人件費の割合が高い非製造

業、特に人手不足の深刻な中小企業では、人手不足に伴う人件費増加が販売価格上昇に繋がる構図があったが、現在はその逆である。大幅な需給ギャップの下でデフレ圧力が高まっていると判断せざるを得ない。



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。見直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。

