みずほマーケット・トピック（2014 年 10 月 2 日）

# 短観 9 月調査に見る円安コストの陰

昨日公表された日銀短観 9 月調査は業況判断 DI に関し、ヘッドラインとなる大企業・製造業の現状については相応に良好な結果が示された。だが、調査期間においてドル/円、日経平均株価共に大きく上昇したことを踏まえれば、最も恩恵を浴するだろう大企業・製造業のマインドが加速したことは不思議ではない。むしろ、大企業・製造業の輸出売上計画が下方修正され、非製造業（特に中小企業）の業況が悪化している点などを見るにつけ、円安の意義を改めて考えさせられる内容も含まれていたように思う。特に、小売、宿泊・サービス、卸売、運輸・郵便といった消費の中流から下流に位置する業種において、はっきりとした悪化が確認されていることは留意しておきたい。そのほか、仕入価格 DI や販売価格 DI、そして今朝方発表された企業物価見通しなどを見る限り、日本企業を取り巻く交易条件の厳しい状況はやはり気にせざるを得ない。

## ～大企業・製造業でも弱まりつつある円安メリット～

既に報じられているように、昨日公表された日銀短観 9 月調査は業況判断 DI に関し（表）、ヘッドラインとなる大企業・製造業の現状については+13 と市場予想の+10 を上回ったものの、先行きについても+13 で止まっており、改善傾向が頭打ちになることが示された。

| | | 2014年6月調査 | | 2014年9月調査 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 現状（①） | 先行き | 現状（②） | 変化幅（②-①） | 先行き（③） | 変化幅（③-②） |
| 大企業 | 全産業 | 16 | 17 | 13 | -3 | 14 | 1 |
| | 製造業 | 12 | 15 | 13 | 1 | 13 | 0 |
| | 非製造業 | 19 | 19 | 13 | -6 | 14 | 1 |
| 中堅企業 | 全産業 | 9 | 8 | 6 | -3 | 6 | 0 |
| | 製造業 | 8 | 8 | 5 | -3 | 5 | 0 |
| | 非製造業 | 10 | 8 | 7 | -3 | 7 | 0 |
| 中小企業 | 全産業 | 2 | 2 | 0 | -2 | -1 | -1 |
| | 製造業 | 1 | 3 | -1 | -2 | 0 | 1 |
| | 非製造業 | 2 | 0 | 0 | -2 | -1 | -1 |

（資料）日本銀行

調査期間が 8 月 27 日から 9 月 30 日で、この間にドル/円相場が 104 円付近から 110 円付近へ急騰し、日経平均株価も 15500 円付近から 16000 円付近まで上昇したことを踏まえれば、最も恩恵を浴すると思われた大企業・製造業のマインドが加速したことは不思議ではない（むしろそうでなければ不味い）。問題は、これだけ円相場に先安観が強い状況下、大企業・製造業ですらマインド改善の頭打ちが見込まれているという事実だろう。

大企業・製造業に関し、業種別を見ると、円安の恩恵を最も受けると思われる自動車が 6 月調査の+13 から+20 に改善しているものの、先行きは+15 まで悪化する見通しとなっている。また、紙・パルプが+3 から▲4 へ大企業・製造業では唯一、現状がマイナスとなっており、先行きに関しても▲7 とさらに悪化する結果となっている。紙・パルプの悪化は円安によるコスト増を受けたものと推測される。なお、中小企業・製造業は現状が▲1、先行きが±0 と僅かに改善する見通しとなっているが

既に現状がマイナス化している中、あまり慰めにはならない。業種別に見ると、ここでも自動車の現状が+23 から先行きが+11 と▲12 ポイントも悪化する見込みとなっており、中小企業・製造業の中で最も見通しに段差が生じる結果となっている。

ちなみに売上高計画において、大企業・製造業を見ると、国内向けが前年度比で 1.3%(修正率▲0.1%)、輸出向けが 1.0%(修正率▲0.4%)となっている。これほどの円安・株高を受けても製造業の国内及び輸出売上高が増えない、というのはそれなりに重いが含意が込められているように感じる。過去1か月強の円安相場は 2012 年 11 月以降のアベノミクス相場の中でも最も強烈なペースで進行したが、そうした動きが無条件に良い評価を受けているわけではないことを上述の結果は示しているように思われる。

**～非製造業ははっきりと悪化～**

なお、円安・株高が必ずしも良い結果をもたらしていない状況は非製造業を見ると更に鮮明である。大企業・非製造業は現状について+13、先行きについて+14 と低空飛行ながらも改善が続く見通しとなっているが、6 月調査で先行き(＝9 月)見通しが+19 であったことを踏まえると、過去 3 か月の状況悪化は想定以上のものであったことが読み取れる。消費増税や急な円安進行に伴う実質賃金の急落は、内需を原動力とする非製造業に大きな影響を与えたものと思われる。

大企業・非製造業に関し、業種別に見ると、電気・ガスの現状が▲13 から▲10 と3ポイント改善したものの依然大きなマイナスとなっている。この点は円安コストがはっきりと現れたものだろう。但し、先行きは±0 とマイナスが解消される見込みとなっている。なお、小売でも現状が+1 から▲1 とマイナス圏に転落しているが、先行きは+11 と大幅改善が見込まれている。両業種共に足許がマイナスに転落した後、プラスへ復帰するパスが描かれているが、これは実質賃金の急落に伴う需要減退に関し、ある程度の反動を見込んだ(期待した)結果だろう。このほか、卸売業も6月調査の+11 から現状が+4 と▲7 ポイント悪化した後、先行きは3ポイント改善の+7 が見込まれているが、これも実質賃金の上下動を想定した動きかと思われる。

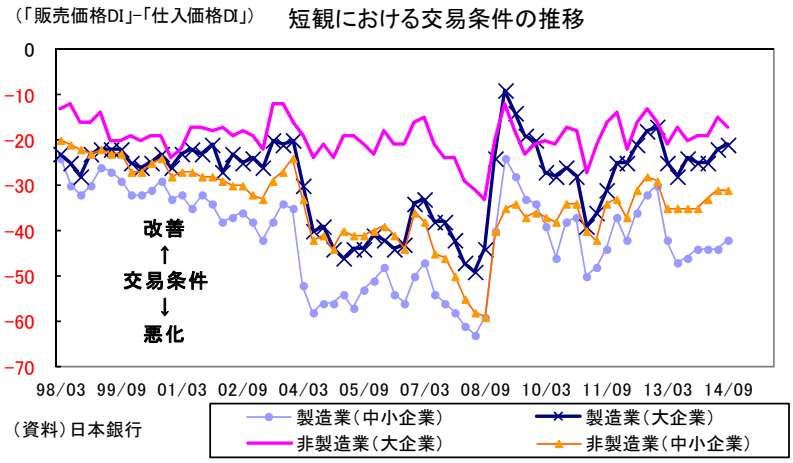
なお、非製造業の冴えない状況は中小企業になるとさらに明確で、現状については±0、先行きについては▲1 と悪化が見込まれている。業種別に見ると、小売の現状が▲25 から▲24 と1ポイント改善しているものの、6 月調査で先行き(＝9 月)見通しが▲16 だったことを思えば、かなり想定外の悪化を強いられたことが読み取れる。なお、ホテル業などを含む宿泊・飲食サービスが現状について▲10、先行きについて▲9 とマイナスが続く見込みとなっている。そのほか現状がマイナスとなった業種としては卸売(▲4)や運輸・郵便(▲5)などが見られた。

なお、短観回答企業において、中小企業の割合は製造業で 46%(1909 社÷4162 社)であるのに対し、非製造業では 54%(3352 社÷6207 社)とやや高めであり、上述したような中小企業・非製造業の極端な業況悪化は今後日本経済において無視できない要因になってくるはずである。少なくとも小売、宿泊・サービス、卸売、運輸・郵便といった消費の中流から下流に位置する業種において、中小企業ではっきりとした悪化が確認されていることは円安・株高が実体経済の改善に殆ど繋がっていないことを示唆している。

## ～短観に見る交易条件～

なお、本欄では円安に伴う交易条件の悪化と如何に向き合うかが今後の日本経済が直面する課題と考えているが、販売価格 DI と仕入価格 DI から見る交易条件の状況はやはり芳しいものではない。例えば 10 月に入り、身の回り品の値上げが報じられるケースが多く、この点、非製造業におけるコスト増がしっかりと販売価格に転嫁されているかのようなイメージが抱かれるが、調査結果を見る限り、コストに照らして満足な価格転嫁は進んでいないように見受けられる。

例えば、大企業・非製造業における仕入価格 DI(「上昇」-「下落」)は+21 と 6 月調査の+23 から▲2 ポイント低下しているが、販売価格 DI(「上昇」-「下落」)も+4 と 6 月調査の+8 から▲4 ポイント低下している。この結果、交易条件(販売価格 DI-仕入価格 DI)は▲15 から▲17 へ悪化している。なお、こうした状況は中小企業・非製造業でさらに顕著になり仕入価格 DI が+33 から+29 へと▲4 ポイント低下しているものの、販売価格 DI が+2 から▲2 へ 2 四半期ぶりの「下落」超に転じており、結果として交易条件は▲31 と 6 月調査から横這いとなっている。実質賃金の下落が需要減退を惹き起す中にあって、不本意な値下げを強いられた可能性を推測する。なお、交易条件を巡る厳しさは大企業・製造業及び中小企業・製造業でも同じでそれぞれ▲21、▲42 と大きなマイナスが続いている。図示されるように、今のところ、円安に伴う交易条件の悪化は、少なくとも短観ベースでは、SNA(国民経済計算)ベースで示されるほど酷い状況という訳ではない(図)。しかし、財界要人から相次いで牽制発言が出ている現状から更に円安が進んだ場合、短観ベースの交易条件がどのように推移してくるかは注目したいところではある。



(資料)日本銀行

なお、昨日に続いて今朝方発表された短観では企業の販売価格見通しが公表されているが、1 年後については現在比 1.1%上昇(6 月調査:1.1%上昇)、3 年後については 1.8%上昇(6 月調査:1.9%上昇)、5 年後については 2.1%上昇(6 月調査:2.3%上昇)となっており、3 年後以降の販売価格がやや弱気化している。片や、消費者物価見通しに関しては、1 年後については現在比 1.5%上昇、3 年後については 1.6%上昇、5 年後については 1.7%上昇と全て 6 月調査から横這いとなっている。消費者物価が賃金を含む企業の投入価格(≒仕入価格)だと仮定すると、将来的な販売価格は下がり、仕入価格は堅調推移することが見通されているように思えてくる。

以　上

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌　大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようにお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html

| 発行年月日 | 過去6か月のタイトル |
|---|---|
| 2014年10月1日 | ECB理事会プレビュー～「量」を評価軸とする難しさ～ |
| 2014年9月29日 | ドル高を阻むもの |
| 2014年9月26日 | 週末版 |
| 2014年9月25日 | 安倍首相発言や最近の株高などについて |
| 2014年9月24日 | ドラギ総裁の欧州議会証言について～「量」の再強調～ |
| 2014年9月22日 | ケアンズG20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて |
| 2014年9月19日 | 週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)について～厳しくなる「量」の追求路線～) |
| 2014年9月18日 | FOMC(9月16～17日)を終えて |
| 2014年9月17日 | ドル/円相場の水準感に係るヒント |
| 2014年9月16日 | スコットランド独立についての論点整理 |
| 2014年9月12日 | 週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～) |
| 2014年9月10日 | 官製相場となったユーロ相場への考察 |
| 2014年9月9日 | 円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩む実質GDI～ |
| 2014年9月8日 | 本邦7月国際収支統計などについて |
| 2014年9月5日 | 週末版(ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～) |
| 2014年9月4日 | 9月レパトリの妥当性や今後の直投収益などについて |
| 2014年9月3日 | 105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～ |
| 2014年9月2日 | 再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」 |
| 2014年9月1日 | ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文？～ |
| 2014年8月29日 | 週末版 |
| 2014年8月27日 | 止まらない欧州金利の低下～財政が嫌なら介入のみ～ |
| 2014年8月26日 | ドラギ総裁の「3 本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～ |
| 2014年8月25日 | イエレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～ |
| 2014年8月22日 | 週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～) |
| 2014年8月21日 | FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～ |
| 2014年8月20日 | 本邦7月貿易収支などについて |
| 2014年8月19日 | 最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～ |
| 2014年8月18日 | ユーロショートカバーに備える地合い～3 つの契機～ |
| 2014年8月15日 | 週末版(ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～) |
| 2014年8月13日 | 本邦4～6月期GDP1次速報値などについて |
| 2014年8月12日 | 「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化 |
| 2014年8月11日 | 改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ |
| 2014年8月8日 | ECB 理事会を終えて～畳み掛けるような口先介入は焦りの表れ？～ |
| 2014年8月7日 | ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題 |
| 2014年8月6日 | ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～ |
| 2014年8月5日 | BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて |
| 2014年8月4日 | ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～ |
| 2014年8月1日 | 週末版(ユーロ圏7月消費者物価指数(HICP)などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～) |
| 2014年7月30日 | ドル建て日経平均株価から滲み出る過熱感 |
| 2014年7月28日 | ターゲット型LTRO(TLTRO)の展望とユーロ相場について |
| 2014年7月25日 | 週末版 |
| 2014年7月24日 | 本邦6月貿易収支について |
| 2014年7月23日 | 米消費者物価指数(CPI)を受けて考える為替相場 |
| 2014年7月22日 | 格差が出始めたユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～ |
| 2014年7月18日 | 週末版(「事故的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～) |
| 2014年7月17日 | 『展望レポート』中間評価などについて |
| 2014年7月15日 | 円相場は損益分岐点か？～『さくらレポート』などを受けて～ |
| 2014年7月14日 | FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため？ |
| 2014年7月11日 | 週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～) |
| 2014年7月10日 | 巨額和解金騒動から派生する決済通貨の多様化論 |
| 2014年7月8日 | 国際収支や対内対外証券投資などから得られる需給イメージ |
| 2014年7月7日 | 「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状 |
| 2014年7月4日 | 週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に苛立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～) |
| 2014年7月2日 | フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化 |
| 2014年7月1日 | ECB理事会プレビュー～QEを仄めかしつつ現状維持～ |
| 2014年6月27日 | 週末版(「動かない相場」は企業の想定通り？～プラザ合意以降で最小の月間レンジに～) |
| 2014年6月26日 | 14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～ |
| 2014年6月24日 | 強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～ |
| 2014年6月23日 | ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡？～ |
| 2014年6月20日 | 週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～) |
| 2014年6月19日 | FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時？～ |
| 2014年6月18日 | ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較 |
| 2014年6月17日 | 成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～ |
| 2014年6月16日 | 麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について |
| 2014年6月13日 | 週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響) |
| 2014年6月12日 | 今の日本は本当に人手不足か？ |
| 2014年6月11日 | 第二次ユーロフォリア？ |
| 2014年6月10日 | 進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～ |
| 2014年6月9日 | ECBにまつわる3つの「分かり難さ」 |
| 2014年6月6日 | 週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～) |
| 2014年6月4日 | ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて |
| 2014年6月2日 | ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～ |
| 2014年5月30日 | 週末版 |
| 2014年5月28日 | 2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～ |
| 2014年5月27日 | 「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～ |
| 2014年5月26日 | 労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～ |
| 2014年5月23日 | 週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～) |
| 2014年5月22日 | 日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～ |
| 2014年5月21日 | IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～ |
| 2014年5月20日 | 出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず |
| 2014年5月19日 | ドルはどうして上がらないのか？～需給面からの解説～ |
| 2014年5月16日 | 週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～) |
| 2014年5月15日 | 欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらず～ |
| 2014年5月13日 | 米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か？～ |
| 2014年5月12日 | 13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～ |
| 2014年5月9日 | 週末版(ECB理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～) |
| 2014年5月8日 | イエレンFRB議長議会証言について～利上げ観測の牽制～ |
| 2014年5月7日 | ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～ |
| 2014年5月2日 | 週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～) |
| 2014年5月1日 | 日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて |
| 2014年4月25日 | 週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～) |
| 2014年4月23日 | オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか？ |