

みずほマーケット・トピック(2015年4月2日)

日銀短観3月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～

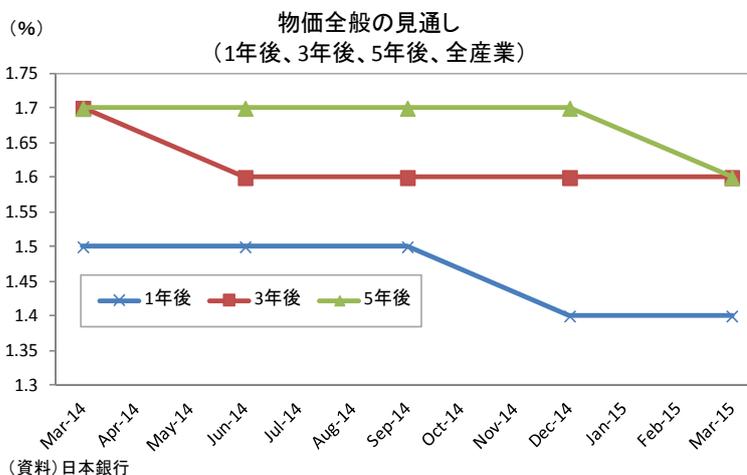
昨日、本日と公表された日銀短観3月調査を受けて抱く印象は、目先の景況感だけでなく、今後の日本経済を読み解く上でのキーワードが「需要不足」から「供給不足(もしくは供給制約)」に移りつつあるという可能性。本日公表された企業の物価観は、総じて前回から大きな変化は見られていないものの、そもそも過去3か月間で消費者物価指数(CPI)が順当に低下した割には、インフレ期待はアンカーされている。こうしたムードは期待に働きかける政策が奏功した結果とも考えられるが、昨年来議論されているように、そもそも少子高齢化に伴う人口減によって労働供給が絞られ、完全雇用状態に達している中で「来るべき時が来た」という解釈も重要。要するに、国内で利用可能な資源が希薄になる中であって、好むと好まざるとに拘わらず物価は上がるということである。4月日銀会合は雇用・賃金情勢に賭ける格好で現状維持の公算。

～米指標悪化もドル/円底堅く～

昨日の為替相場は米3月ISM製造業景気指数、米3月ADP雇用統計と重要な計数が軒並み市場予想を割り込み、ドルが手放されやすい地合いとなったが、ドル/円相場に関しては堅調を維持し、NYダウ平均の一時的な大幅下落を前にしても結局119.42円までしか下落していない。本日日本経済新聞一面でも本邦大手金融機関による対外証券投資の加速を示唆するニュースが報じられていたが、少なくとも年内はこうしたフローが円安相場を支えるというのが筆者の見立てである(但し、2016年以降はこうしたフローの退潮が相場に与える影響を注視する局面に入る)。

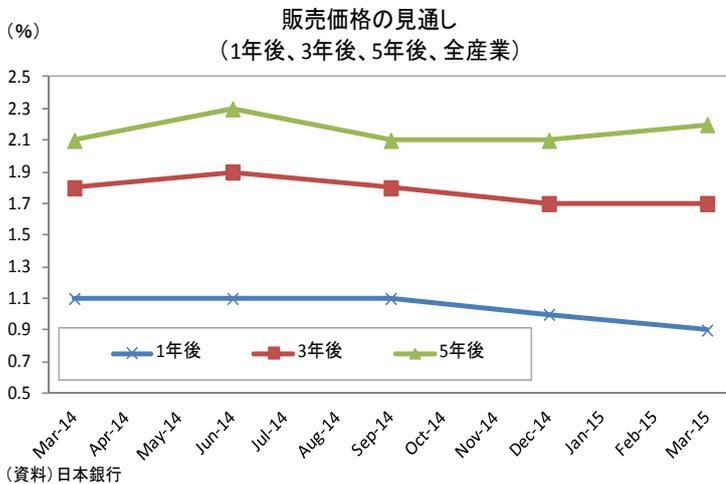
～企業の物価見通し～

本日は日銀短観において「企業の物価見通し」が公表された。全規模・全産業の「物価全般の見通し」に関し、1年後についての最多回答割合は「+1%程度」の32%(前回30%から+2ポイントアップ)で、次に多いのが「+2%程度」の21%(前回20%から+1ポイントアップ)となった。同様に3年後についての最多回答割合は「+1%程度」の25%(前回23%から+2ポイントアップ)で、次に多いのが「+2%程度」の21%(前回21%から横這い)となった。これが5年後になると最多回答数は「+1%



程度」で18% (前回17%から+1ポイントアップ)、次に多いのが「+2%程度」の17% (前回16%から+1ポイントアップ)となっている。これらを平均した結果は、1年後については前回から横這いの1.4%、3年後についても1.6%で前回から横這いとなっているが、5年後に関しては1.6%と前回の1.7%から若干減速している。

一方、全規模・全産業の「販売価格の見通し」を見ると、1年後についての最多回答割合は「+0%程度」が62%で前回から横這い、次に多いのが「+5%程度」でこちらも前回から横這いとなっている。また、3年後についての最多回答割合も「+0%程度」が34% (前回33%から+1ポイントアップ)で最も多く、次に多いのが「+5%程度」の26%となっている(前回26%から横這い)。次に、5年後に関し、最多回答割合は「+0%程度」となっているが、その割合は23% (前回も23%なので横這い)と1年後や3年後のケースと比べて大分低くなり、その次に多い「+5%程度」では23%と前回22%から+1ポイントアップしている。これらを平均した結果は、1年後については前回から▲0.1ポイントの0.9%となっているものの、3年後は1.7%で前回から横這い、そして5年後に関しては2.2%と前回の2.1%から若干加速している。

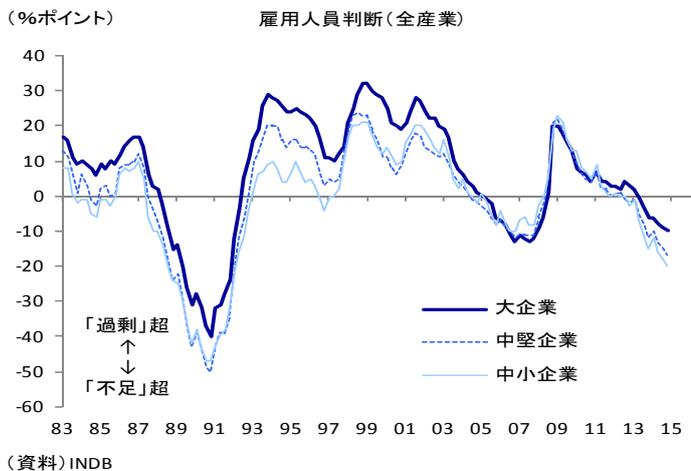


(資料)日本銀行

企業の物価観に関し、総じて前回から大きな変化はないが、後述するように、そもそも過去3か月間で消費者物価指数(CPI)が順当に低下した割には、インフレ期待はアンカーされているという印象を受ける。

～4月会合は雇用・賃金情勢を理由に現状維持の公算～

なお、短観に関し、昨日の公表分を振り返っても生産・営業用設備判断DIや雇用人員判断DIで需給逼迫の状況が依然示唆されており、真っ当に考えると確かに物価は確かに下がりにくい地合いになりつつあるように見える。特に、賃金との関係で注目される雇用情勢に関しては企業の規模(大企業、中堅企業、中小企業)や業態(製造業、非製造業)に拘わらず逼迫化しており(図)、恐らく4月30日の展望レポートでは雇用・賃金情勢



(資料)INDB

への強気な見方に賭けるように、現状維持を決め込む可能性が高いだろう。この経済情勢が続けば企業は賃上げに踏み込まざるを得ないが、それに見合うだけの生産性上昇がなければ、その分

は価格転嫁するしかない。賃上げを受けた消費者の購買力がこの価格転嫁を相殺できている内は価格転嫁が問題になることはないが、賃上げの手が止まった時に実質賃金は低下する。

～「需要不足」から「供給不足」へのシフト～

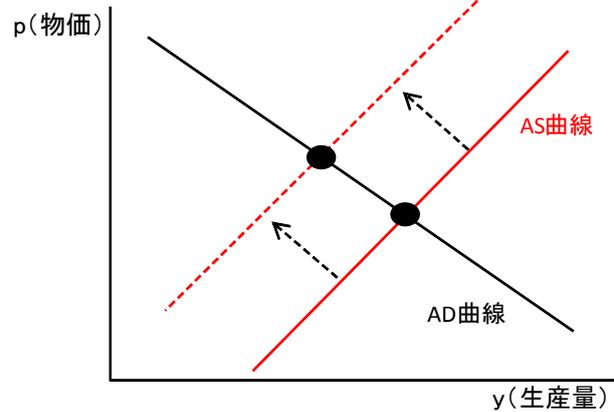
こうしたムードこそが最近日銀が頻繁に言及する物価上昇の「基調」なのかもしれない。これはインフレ期待に働きかける政策が相応に奏功した結果とも考えられる。だが、昨年来議論されているように、そもそも少子高齢化に伴う人口減によって労働供給が絞られ、完全雇用状態に達している中で「来るべき時が来た」という解釈も重要である。要するに、国内で利用可能な資源が希薄になる中であって、好むと好まざるとに拘わらず物価は上がるという事態である。事実、外食や小売り、建設といった業態で人員確保が難しくなっているというニュ

ースは散見されるようになってきている。賃金停滞や就職氷河期といった後ろ向きの表現に慣れた日本人からすればこのような動き自体は明るいニュースに思われるが、理論的に考えればこれは供給制約を背景とする総供給(AS)曲線の上方シフトであり、理論的に予想される事態は「物価上昇→生産量縮小」という不況下の物価高、要するにスタグフレーションということになる(図)。

恐らく、目先から年内にかけては消費増税効果の剥落や原油価格の急落そして踏み込んだベア実現を踏まえて実質賃金の改善が持て囃される公算が大きい。それゆえに追加緩和は不要、という情報発信が政府・日銀からも見られるはずである。だが、上述したように、物価上昇が「基調」として根付いたとしても、問題はそれに対応するだけの購買力の改善、平たく言えば賃金の上昇が継続するかどうかである。過去1年間でCPIの伸び幅は著しく縮小し、この間にGDPもマイナス成長に陥ったが、雇用・賃金情勢の逼迫やこれに影響されるだろう企業の物価観はCPIほど落ちていない。3月の日銀短観からは目先の景況感の高低だけでなく、今後の日本経済を読み解く上で
のキーワードが「需要不足」から「供給不足(もしくは供給制約)」に移りつつあることを読み取るべき
なのかもしれない。

以上

AD(総供給)-AD(総需要)曲線のイメージ



(資料)筆者作成。図は物価・生産量の変化に係るイメージ。

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.mizuhoobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年4月1日	外貨準備構成通貨の内訳(14年12月末時点)
2015年3月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年2月分)
2015年3月27日	週末版
2015年3月26日	本邦対内・対外証券投資の動向について
2015年3月25日	本邦家計部門の金融資産の現状について
2015年3月24日	円相場の基礎的需給環境の整理
2015年3月23日	ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～
2015年3月20日	週末版(第3回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し?～)
2015年3月19日	FOMCを終えて(3月17～18日開催分)
2015年3月18日	ECB、量的緩和政策(QE)に係るQ&A
2015年3月17日	ECBの国債・政府機関債購入額(第1週目)を受けて
2015年3月16日	ユーロ相場の水準感～佳境を迎えるユーロ売り～
2015年3月13日	週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～)
2015年3月12日	日銀の追加緩和はあるのか～払拭しきれない可能性～
2015年3月11日	3月レハトリ円高説について
2015年3月10日	なぜ為替と株価の相関が低下しているのか?
2015年3月9日	ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～
2015年3月6日	週末版
2015年2月27日	週末版
2015年2月26日	為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増
2015年2月25日	イエレン議会証言を終えて～年央利上げに言質与えず～
2015年2月24日	円安シナリオをめぐる死角～リスク要因の点検～
2015年2月23日	ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～
2015年2月20日	週末版(初のECB議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～)
2015年2月19日	本邦1月貿易収支について～輸出増に過信は禁物～
2015年2月18日	当面のギリシャ情勢に関する論点整理
2015年2月17日	ユーロ圏GDPや欧州委員会冬季経済予測を受けて
2015年2月16日	本邦10～12月期GDP(1次速報値)について
2015年2月13日	週末版(米国における雇用と物価の関係～デュアルマンドートの狭間で～)
2015年2月12日	イスタンブールG20を終えて～為替と財政への含意～
2015年2月10日	最近の対外証券投資とドル/円相場の関係について
2015年2月9日	本邦2014年国際収支状況を受けて～円買い復活?～
2015年2月6日	週末版
2015年2月4日	RBA利下げと今後の豪ドル相場の水準感について
2015年2月3日	独走するドイツの経常黒字が意味するもの
2015年2月2日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて～どこまでドル高に寛容か?～
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて～今後の鍵は「25%ルール」の行方～)
2015年1月22日	日銀金融政策決定会合～ハロウィン・ロジックの行方～
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー～QE、4つのタイプ～
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー～BIS統計より～
2015年1月16日	週末版(スイス国立銀行の政策決定について～日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」～)
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内対外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点)～ユーロ比率の大幅低下をどう読むか?～)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え方
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場～見通しのポイント～
2014年12月24日	2015年、最初のテーマはギリシャになるか?
2014年12月22日	ECB理事会、輪番制の解説
2014年12月19日	週末版
2014年12月18日	FOMC(12月17～18日開催分)を終えて
2014年12月17日	2014年の値幅と来年への含意～「97-98年」との比較～
2014年12月16日	最近の原油安について～混同しがちな因果関係～
2014年12月15日	衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性
2014年12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～
2014年12月5日	週末版(ECB理事会を終えて～expectation(期待)以上、target(目標)未達のintention(意思)～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが…～
2014年12月2日	ECB理事会(12月4日)プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～
2014年11月17日	本邦7～9月期GDP～続々所得面の悪化～
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミクス～何が変わったのか～)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて
2014年11月10日	【特別版】「中期為替相場見直し」の臨時改訂
2014年11月7日	週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)
2014年11月6日	当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス
2014年11月5日	ECB理事会プレビュー～現状維持を予想～
2014年11月4日	日銀金融政策決定会合(10月31日開催分)
2014年10月31日	週末版
2014年10月30日	FOMC声明文を受けて(10月28～29日開催分)
2014年10月28日	カバードボンド購入額をどう読むか?
2014年10月27日	欧州ストレステストを受けて～本当の勝負はこれから～
2014年10月24日	週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック(弛み)について～インフレ率が上がらない構造的背景～)