

みずほマーケット・トピック(2017年10月4日)

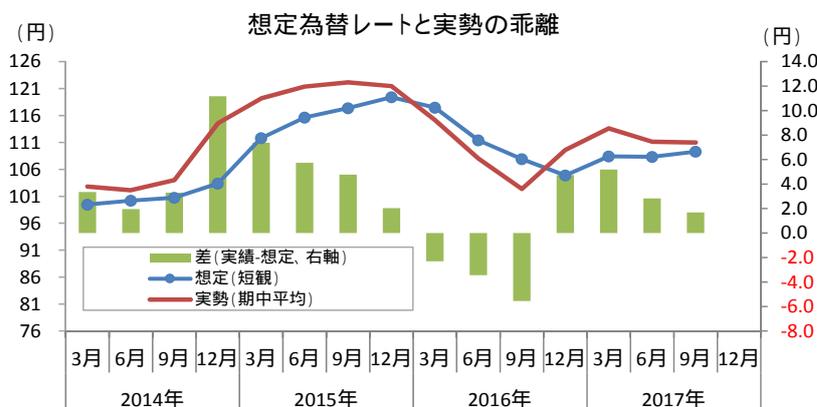
好調過ぎる日銀短観に見る危うさ

日銀短観(9月調査)はヘッドラインとなる大企業・製造業の業況判断DIが10年ぶりの高水準となったことが注目を集めた。その他の計数も良好であり、出来過ぎとも言える印象を受けた。こうした磐石過ぎる短観の背景に為替の安定があったことは間違いない。昨年12月調査以降、実勢のドル/円相場は事業計画の前提となっている想定為替レートよりも円安の状況が続いている。しかし、短観とて磐石ではなく、危うさも見て取れた。雇用・設備共に不足超の状況が極まっております。日本経済の供給制約は深刻である。この状況で確かに賃金は上がるが、生産性上昇を伴わない賃金上昇は企業ひいては経済全体にとってコスト増にしかならない。理論的には、付加価値1単位生産するために必要なコストである単位労働コスト(ULC)が企業のコスト負担やその先にある収益性といった論点を議論する上で重要なキーワードに。

～日経平均を支える為替と日銀～

—昨日に公表された日銀短観

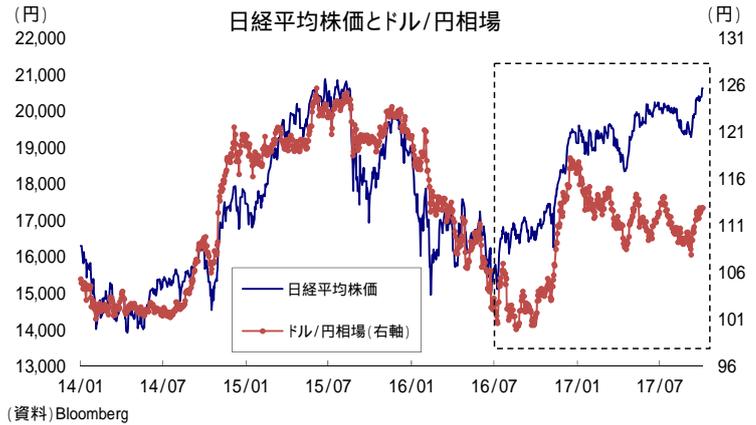
(9月調査)はヘッドラインとなる大企業・製造業の業況判断DI(良い-悪い)が4四半期連続で改善となり、水準(+22)としては2007年9月調査以来、実に10年ぶりの高いものとなった。業種別にみれば、生産用機械や業務用機械、電気機械などが大幅改善となっており、スマートフォン部品関連の設備投資や自動車関連の需要を反映した模様である。売上高計画を見ると、2017年度に関し、国内は前年比+2.9%と前回調査から横ばいだが、輸出は同+2.2%と+1.0%ポイントの上方修正となっており、好調な外需が業況をけん引している様子が窺えた。こうした磐石過ぎる短観の背景には為替の安定がある。図に示されるように、昨年12月調査以降、実勢のドル/円相場は事業計画の前提となっている想定為替レート(大企業・製造業、以下単に想定為替レート)よりも円安の状況が続いている。昨年10月以降、日経平均株価が本格的に加速し始め、それまでのレンジであった「16000～18000円」を明確に上抜けたのが昨年12月以降であることを見ても、同期間のドル/円相場が企業の想定を超えて円安に振れたことが収益の押し上げに寄与していた事実が推測される。



(資料)日本銀行、Bloomberg、大企業・製造業を対象。

もっとも、日経平均が堅調を保っているのは為替要因だけではないだろう。日銀による株価指数

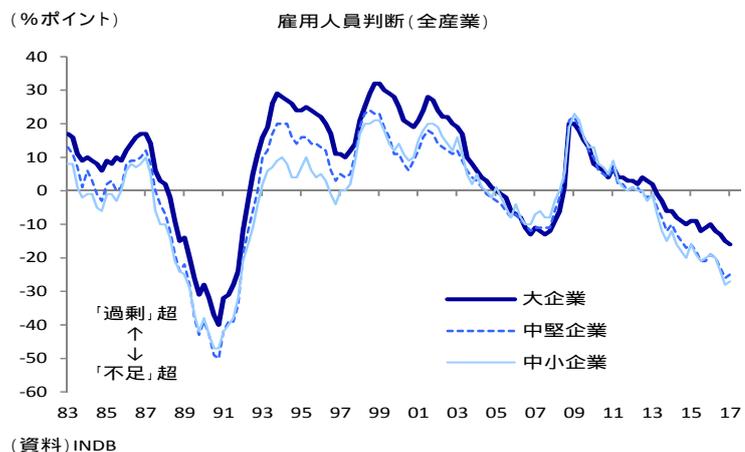
連動型上場投資信託 (ETF) 購入が堅調な値動きに寄与している可能性は否めない。図示されるように、昨年 8 月を境に日経平均とドル/円相場の関係は明らかに不安定化している (正確には円高でも株は下がらなくなっている)。2017 年に入ってから日経平均とドル/円の動きはむしろ逆というイメージであり、大いに違和感を覚える。この背景としては、昨年 7 月 28~29 日の金融政策決定会合で ETF の年間買い入れペースがそれまでの 3.3 兆円から 6 兆円にほぼ倍増したことを指摘するのが妥当だろう。不安定化し始めたタイミングとも符合する。株価が政権の通信簿となっている側面が大きい現状を踏まえれば、この相場状況は選挙において政府・自民党を利する要因にもなっていると考えられる。



～短観に見る危うさ～

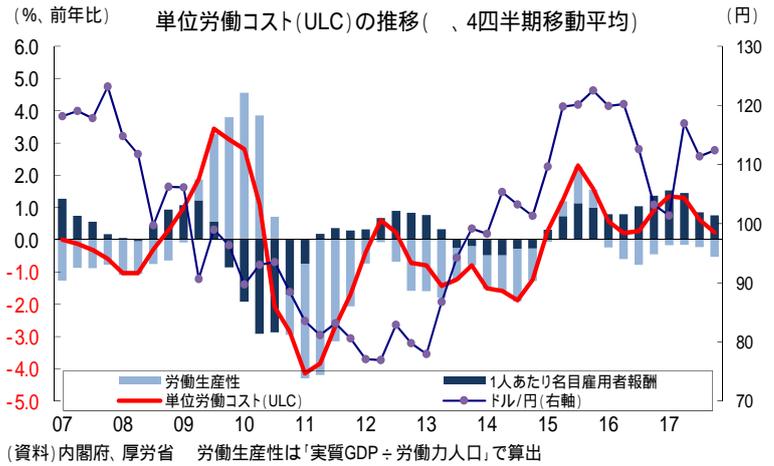
上述の議論をまとめれば、企業の想定を超える円安持続と日銀政策という外的要因が株価を支え、企業の景況感や政局の安定にも繋がっているという話である。外的要因は不意に変化を強いられるものであり、為替が FRB 次第となっている以上、株価の堅調は根本的な危うさを孕むと考えるべきだろう。これに引きずられる企業の景況感や政局も同様に考えたいところである。

また、短観とて磐石ではなく、危うさも見て取れた。元より問題視されていた雇用人員判断 DI (過剰-不足、表・上) だけではなく、生産・営業用設備判断 DI (過剰-不足) までもが不足超に陥っており、日本経済における供給制約は日増しに強まっている。人手不足が極まる必然の結果、非正規雇用主導とはいえ、賃金の上昇が見られているが、生産性上昇を伴わない賃金上昇は企業ひいては経済全体にとって



コスト増にしかならない。理論的には、付加価値 1 単位生産するために必要なコストである単位労働コスト (ULC) が企業のコスト負担やその先にある収益性といった論点を議論する上で重要なキーワードとなる。ULC は「1 人当たり賃金」を「1 人当たりの付加価値生産 (いわゆる労働生産性)」で割ることで求められるが、前者が後者に比べて相対的に高い伸びを続ければ ULC は増え続ける。そうすると、いずれ企業は価格転嫁を余儀なくされ、その動きが広がっていけば一般物価の上昇にも至ることに成る。その際、実現されている賃金の上昇ペースが価格転嫁ペースを上回れば、賃金と物価が好循環の下で上昇する世界が見えてくる。

だが、今回のように人手不足による賃金上昇を起点とする価格転嫁ないし一般物価上昇では生産性上昇が脇に置かれているため、企業に積極的な賃上げを期待するのはやはり無理筋に思われる。また、現状、日本で起きている賃金上昇の多くが非正規雇用であり、労働者の大半を占める（しかも平均賃金が高い）正規雇用では動きが鈍いことを踏まえれば、価格転嫁ペースが賃金の上昇ペースを上



回り、実質的な所得環境が悪化する世界の方が現実味を帯びてくる。その帰結は景気後退であり、再び物価が軟化する世界である。図は付加価値に実質 GDP、賃金に名目雇用者報酬と労働者数に労働力人口を用いて日本経済の ULC を見たものである。2015 年以降、ULC は前年比で増勢に転じており、やはり賃金の伸びを生産性の伸びで相殺できない構図が続いているように見受けられる。

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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタラーニャ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検 - 本邦政局リスクは後退 -
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて - 「寝た子を起こす」反対票 -
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて - 短期は強気、長期は弱気金利見通し - 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)
2017年9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版
2017年9月14日	日銀金融政策決定会合プレビュー - 総括的「再」検証も視野に -
2017年9月13日	ユーロ圏金融状況指数(MCI)に見るユーロ高の影響などについて
2017年9月12日	クーレ理事発言の真意 - ユーロ高はもう看過できない -
2017年9月11日	円相場基礎的需給環境 - ドルインデックス半値押しで思うこと -
2017年9月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて - 解せないユーロ買い -)
2017年9月7日	タカ派の劣勢が強まるFOMC - フィッシャー辞任を受けて -
2017年9月6日	追い込まれる日銀 - 倒錯した政策運営の現状・展望 -
2017年9月5日	ECB政策理事会プレビュー - テーパリングまで至るのか? -
2017年9月4日	ユーロ買いに対する現状認識について
2017年9月1日	週末版
2017年8月30日	メインシナリオへのリスク点検 - 急浮上してきた地政学リスク -
2017年8月29日	北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて
2017年8月28日	ジャクソンホール講演 - イエレン・ドラギ講演のレビュー -
2017年8月25日	週末版
2017年8月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分)
2017年8月18日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分) - 強まる為替への問題意識 -)
2017年8月17日	FOMC議事要旨を受けて - 疑われるフィリップス曲線 -
2017年8月16日	17年上半年の対米証券投資 - 下半期に向けてのみどころ -
2017年8月15日	米インフレ期待の現状について - NY連銀消費者調査 -
2017年8月14日	VIX急騰で断たれるキャリー取引の芽と不安な米株調整
2017年8月10日	週末版
2017年8月9日	2017年上半年の円の基礎的需給環境などについて
2017年8月8日	技術的難しさが極まるECBの量的緩和の現状
2017年8月7日	米7月雇用統計 - 加速しない賃金と伸び悩む「質」 -
2017年8月4日	週末版(ユーロ圏のフィリップス曲線の現状 - フラット化して下方シフト -)
2017年8月3日	フォワードルッキングという幻想 - OECD景気先行指数を通じて -
2017年8月2日	フォワードルッキングという幻想 - 日銀議事要旨が示唆する戒め -
2017年8月1日	実効相場で考えるドル相場の現状 - 調整は始まったばかり -
2017年7月28日	週末版(メインシナリオへのリスク点検 - 新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」 -)
2017年7月27日	FOMCを終えて - 後任人事を見据えてハト派化も? -
2017年7月26日	ECB政策理事会の読み方 - シントラ発言の火は消せず -
2017年7月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年6月分)
2017年7月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を受けて - 次の論点は外交的視点 -)
2017年7月20日	最近のユーロ相場について - 投機筋、PPP、金利差 -
2017年7月19日	ECB政策理事会プレビュー - 「火に油」を避けるべく...
2017年7月14日	週末版(ドル/円相場の水準感について - 現状の「異常さ」を見つめ直す -)
2017年7月13日	イエレン議会証言を受けて - 花道の正常化は続く模様 -
2017年7月12日	EU回帰でドイツは変わるのか?
2017年7月11日	正常化ブームの中で考えたい各国中銀の立ち位置
2017年7月10日	円相場基礎的需給環境 - 円キャリーの兆候はあるか? -
2017年7月7日	週末版(ECB政策理事会議事要旨 - ドラギ総裁はしくじった模様 -)
2017年7月6日	FOMC議事要旨 - 正常化は資産バブル対応? -
2017年7月5日	ECB版テーパ - タントラムの現状と展望
2017年7月4日	ドル安・円安の読み方 - 「正常化」ブームは流れを変えるのか -
2017年7月3日	都議選の影響を考える - 新しいリスクの浮上 -
2017年6月30日	週末版
2017年6月28日	ドラギ講演を受けて - 「一時的」が流行る風潮の危うさ -
2017年6月27日	メインシナリオのリスク点検 - 引き続き目立つ円高材料 - 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年5月分)
2017年6月26日	ブラットECB理事発言を考える - 影響力は侮れず -
2017年6月23日	週末版
2017年6月22日	対内・対外証券投資の近況 - リセットされたトランプトレード -
2017年6月21日	カシュカリ・エッセイから学ぶこと - 信仰(faith)とデータ(data) -
2017年6月19日	日銀金融政策決定会合 - 「座して円高を待つ」状況へ -
2017年6月16日	週末版
2017年6月15日	FOMCを終えて - 「笛吹けど踊らず」の状況強まる -
2017年6月14日	ユーロ相場の本格反転に必要なもの
2017年6月13日	盛り上がらない米国のインフレ期待や与信環境について
2017年6月12日	ECB政策理事会 - 「露払い」としてのFG文言修正 -
2017年6月9日	週末版(英総選挙を受けて - 「不要なキャンブル」の成れの果て -)
2017年6月8日	英下院総選挙について - 直前の論点整理 -
2017年6月7日	110円割れで思うこと - 変わり始めた欧米の論調 -
2017年6月5日	日銀総資産500兆円突破を受けて - 杞憂の出口議論 -
2017年6月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー - 出口戦略の順序に変更なし -)
2017年6月1日	2016年末対外資産・負債残高統計 - リスク回避の源泉 -
2017年5月29日	メインシナリオのリスク点検 - 目立つ円高リスク -
2017年5月26日	週末版(本邦4月消費者物価指数(CPI)を受けて - 依然、埋まらない日米物価格差 -)
2017年5月25日	FOMC議事要旨を受けて - 株値は耐えられるのか? -
2017年5月24日	相次いで弱体化するFRB高官 - 動揺する唯一の支え - 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年4月分)
2017年5月23日	メルケル首相発言を受けて - 異形のドイツがすべきこと -
2017年5月22日	ドル相場の現状認識 - 4月分REERの公表を受けて -
2017年5月19日	週末版
2017年5月17日	ドルインデックスの急落を受けて
2017年5月16日	ユーロ相場の現状について - 投機買い持ちでも上がらず -
2017年5月15日	イタリアG7を終えて - 「量」か「価格」か「説得」か -
2017年5月12日	週末版(欧州委員会春季経済予測を受けて - 今後心配な「スラックの格差」 -)
2017年5月11日	円相場基礎的需給環境 - 様変わりする景色 -
2017年5月10日	米インフレ期待低迷が映す米経済への過色
2017年5月9日	米商務省声明が予感させる「理不尽な円高」