

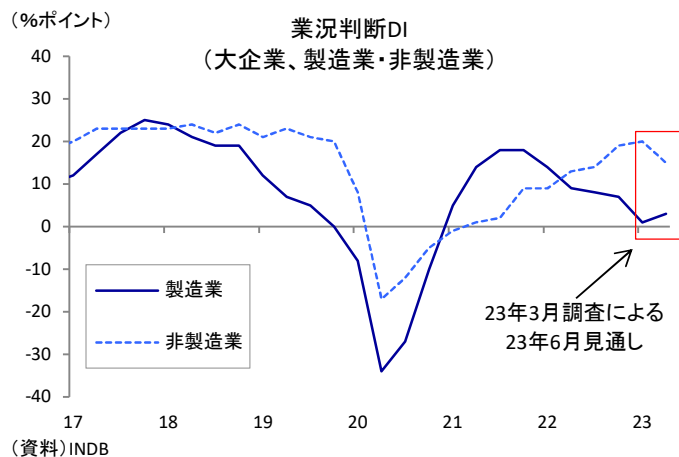
みずほマーケット・トピック(2023 年 4 月 4 日)

日銀短観 3 月調査を受けて～深刻さ極まる人手不足～

日銀短観 3 月調査では製造業と非製造業の景況感で明暗が分かれる構図に。もっとも先行き(3 か月後)に関しては原材料高や人手不足など製造業で従前から問題視されている論点ラグを伴って非製造業にも波及している雰囲気があり、日本経済全体に失速の兆候も感じられる。販売価格や仕入価格の DI を見ると、物価高が小康を得ている雰囲気もあるが、完全にピークアウトしたかどうかは予断を許さず。企業の物価見通しは上方修正されている。今後、日本経済が抱える大きな問題の 1 つが人手不足で雇用人員判断 DI は悪化傾向。業種別に見ればインバウンド需要の受け皿として重要になる宿泊・飲食サービスがかなり深刻な状況に陥っており、先行きが▲70 と経験のない水準を記録。インバウンドが着実に回復傾向にあるものの、観光産業では需要の回復に対して供給の修復が追い付いていない状況がある。国際収支上、日本にとって貴重な外貨の収益源となる旅行収支だが、せつかく需要が回復したところで供給の準備が無いという皮肉な構図が今後大きな政策課題として注目されそう。

～製造業・非製造業で異なる現状と展望～

昨日、日銀が公表発表した全国企業短期経済観測調査(短観、3 月調査)はヘッドラインとなる大企業・製造業の景況感を示す業況判断指数(DI)が前回(12 月調査)から▲6 ポイント悪化の+1 となり、5 四半期連続で悪化した。片や、大企業・非製造業は前回比で+1 ポイント改善の+20 となり、4 四半期連続で改善を示した。過剰な防疫対策から解放されつつある非製造業と減速する海外経済環境に依存しやすい製造業の対照性が浮き彫りになった格好



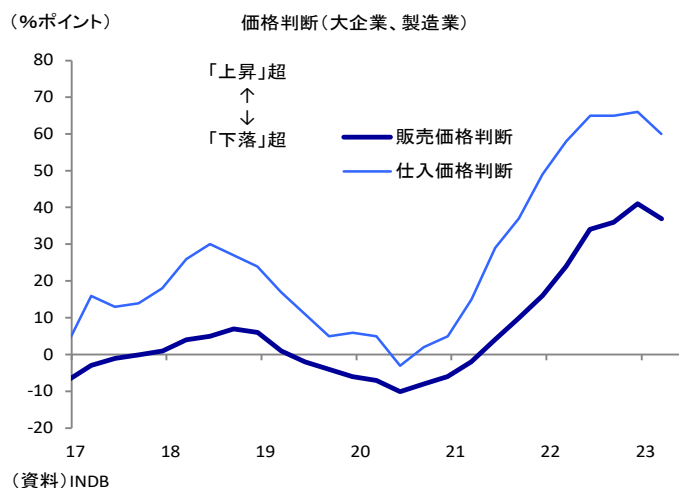
である。しかし、こうした製造業・非製造業の明暗は先行き(3 か月後)の景況感の方向感を見ると逆転する。大企業・製造業で+3 ポイントと+2 ポイントの改善が見込まれるのに対し、大企業・非製造業では+15 と▲5 ポイントの悪化が見込まれている。製造業に関しては原材料高の一服が改善要因として指摘される一方、非製造業に関しては高止まりする国内物価および人手不足への懸念が悪化要因として先行している模様である(図)。

もっとも、後述するように、原材料高に起因する物価高への問題意識が本当に薄れたのかどうかは断定できない。直感的には原材料高や人手不足など製造業で従前から問題視されている論点ラグを伴って非製造業に降りてきているのが今後の日本経済の展開にも思える。だとすると、概し

て先行きが明るいとは言えず、日本経済全体が減速する予兆を感じ取るべきかもしれない。

～物価高に修正の兆候～

パンデミックが発生した 2020 年以降の過去 3 年間、企業部門が直面してきたテーマが物価高だったことは間違いない。これは販売価格判断 DI と仕入価格判断 DI の動きを見た右図を一瞥すれば分かる。確かに、3 月調査ではこの点に関して若干の変調が認められる。販売価格判断 DI と仕入価格判断 DI を見ると、大企業・製造業はそれぞれ+41 から+37 へ、+66 から+60 へといずれも幅をもって低下している。販売価格・仕入価格、いずれの DI に関しても前期比低下は 2020 年 6 月以来、



11 四半期ぶりの動きだ。大企業・非製造業について見ても、販売価格判断 DIこそ+28 ポイントから+29 ポイントへ加速が続いているものの、仕入価格判断 DIは+53 から+48 へ▲5 ポイントも低下している。この低下もやはり 11 四半期ぶりの動きだ。原材料高や各種供給制約が和らいでいることが、ようやく経済の各段階における需要超過の解消に繋がり始めている兆候はある。

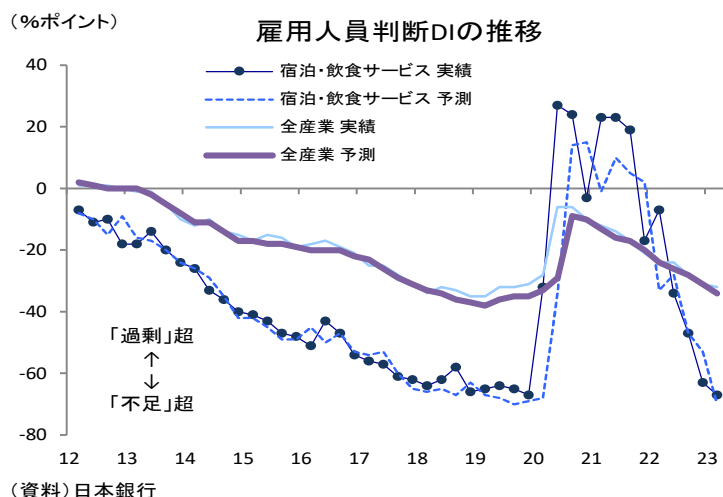
当然、需要超過が解消に向かえば、在庫動向にも影響が出てくる。具体的には需要が減っているのならば製商品や流通の在庫は積み上がる。この点、大企業・製造業の製商品に関し、在庫水準判断 DIも流通在庫水準判断 DIもそれぞれ+16 から+18、+3 から+8 へといずれも在庫過大へ傾いている。欧米経済の減速(もしくは軽微な後退)がメインシナリオとなる 2023 年において企業部門の問題意識が物価高から景気減速の瀬戸際に差し掛かっている雰囲気はある。昨年 10～12 月期の日本の実質 GDP 成長率が在庫投資のマイナス寄与(すなわち在庫取り崩し)によって顕著に押し下げられていた事実と合わせ見れば、日本企業は手持ちの(過剰な)在庫を解消する局面に入っている可能性がある。それはすなわち景気減速(ないし後退)局面の予兆である。

だが、冒頭述べたように、非製造業の先行き景況感悪化は原材料高や人手不足など物価高に繋がる論点が意識され始めている結果という可能性もある。実際、今回の短観で示された「企業の物価見通し」に目をやると、規模や業種を問わず、1 年後の物価見通しは前回調査より若干強めの回答が出ている(例えば大企業・製造業であれば+2.3%から+2.4%へ、大企業・非製造業であれば+2.0%から+2.2%へ上方修正された)。本稿執筆時点では 4 月 2 日に石油輸出国機構(OPEC)と非加盟の主要産油国で構成する「OPEC プラス」が予想外の協調減産を発表したことで原油価格が急騰しており、現状ではまだ物価高に対して企業部門が警戒を解くのは難しい状況に思える。

～観光産業、需要はあっても供給は不足～

今後、日本経済が直面する最大の課題の 1 つが人手不足であることは論を待たない(人手不足は賃金上昇に繋がるため、これも広義には物価高の論点となる)。具体的に雇用人員判断 DI(「過

剩」―「不足」)の水準を見ると、まず全規模・全産業ベースでは実績が▲31から▲32へ▲1ポイント悪化し、先行きも▲34へ悪化が見込まれている。日本経済全体として労働供給の制約が強まっている状況は続いている。しかし、業種別に見ればインバウンド需要の受け皿として重要になる宿泊・飲食サービスの状況がかなり深刻になっていることが分かる。宿泊・飲食サービスの雇用人員判断DIは実績が▲63から▲67へ▲4ポイント悪化、先行きも▲70と人手不足の度合いは「全規模・全産業ベースの倍」といった印象である。このマイナス幅は統計開始以来最大であり、そのほかの産業も概ねマイナスであるものの、頭一つ抜け出した状況にある(宿泊・飲食サービスに次いでマイナス幅が大きいのが建設で実績が▲52と前期比横ばいだが、先行きは▲55へ悪化見通しである)。



既に東京・京都・大阪などの中心部を歩けば、外国人観光客数の回復が鮮明に感じられる現状にある。例年4月から7月頃までがインバウンド需要のピークであることを踏まえれば、この回復傾向は4~6月期の日本経済を語る上で明るい材料の1つとして注目されてくるだろう。しかし、上述したような雇用情勢を踏まえると、観光産業では需要の回復に対して供給の修復が追いついていない状況が懸念される。昨年末には外国人に人気の高い北海道のリゾート・ニセコが人手不足で満室運営を諦めたという報道が見られたが、最近では日本の居住者向けに実施されている全国旅行支援に関してもワクチン接種回数の確認など追加的な手間をかける余裕がないため参画を見送ったという宿泊施設のニュースも目にした。国内の観光需要ですら手が回らないのだとしたら、追加的に海外から発生する需要については言うまでもないだろう。

元より宿泊・飲食サービス業は外国人労働者に依存する構造で知られていたが、過去3年にわたる厳格な防疫政策の最中、同業界を退出して他業界へと転換した労働者は相当に多いと推測される。こうした労働者の多くはもう戻らないのだろう。さらに、過去1年で見られた歴史的な円安相場もあって外国人労働者が日本で雇用されることの旨味も減退しており、海外からの労働供給も細る状況が窺い知れる。今となっては国際収支上、日本にとって貴重な外貨の収益源となる旅行収支だが、せつかく需要が回復したところで供給の準備が無いという皮肉な構図が今後大きな政策課題として注目されるのではないかとと思われる。

市場営業部
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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年4月3日	ユーロ圏3月消費者物価指数(HICP)の読み方
2023年3月31日	週末版
2023年3月30日	第1四半期の総括と今後の展望～円高始まらず～
2023年3月28日	ひっ迫感が強まるユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年3月24日	週末版(鳴りを潜める「安全資産としての円」～投機の円買いは縮小中～)
2023年3月23日	FOMCを終えて～年内利下げは未だリスクナリオ～
2023年3月22日	年初来の主要通貨を概観する～変わらない円安～
2023年3月17日	退路を断ったECB～自信の誇示を優先～
	週末版
2023年3月16日	ECBは「世紀の失策」を繰り返すか～利上げの行方～
2023年3月15日	企業物価指数の現状と展望～残る円安の爪痕～
2023年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年2月分) 先陣を切るECB～アフターSVBの金融政策動向～
2023年3月13日	SVB破綻、ドル/円相場見通しへの影響
2023年3月10日	週末版(1周年を迎えた米利上げ局面～やはり遠い円高シナリオ～)
2023年3月8日	1月国際収支統計を受けて～今後の注目点～
2023年3月7日	FRBより長引くECBの利上げ～ホルツマン発言について～
2023年3月6日	日本における「基調的なインフレ率」の現状と展望
2023年3月3日	週末版(賃金インフレへの懸念強まるユーロ圏～コアは加速、政策理事会の争点は賃金に～)
2023年2月28日	ECBのバランスシート政策について～状況整理～
2023年2月27日	植田総裁候補の所信聴取を受けて
2023年2月24日	週末版
2023年2月21日	利上げ減速のイメージが湧かないユーロ圏
2023年2月20日	現実味増すインフレ長期化～円安シナリオの再起動～
2023年2月17日	週末版(本邦1月貿易統計を受けて～史上最大、再び～)
2023年2月15日	本邦10～12月期GDP～3年経ってもコロナ前～
2023年2月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年1月分) 日銀、植田新体制への所感～Q&A方式での整理～
2023年2月13日	日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～
2023年2月10日	週末版
2023年2月9日	ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～
2023年2月8日	2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～
2023年2月7日	日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～
2023年2月6日	IMF見通し上昇修正と為替見通しの関係について
2023年2月3日	週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～)
2023年2月2日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2023年1月30日	23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～
2023年1月27日	週末版(当面のECBの金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～)
2023年1月25日	神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活？～
2023年1月24日	「投機の円買い」vs.「実需の円売り」の行方
2023年1月23日	日銀タカ派とFRB/ハト派の併存は可能なのか？
2023年1月20日	週末版(史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に？～)
2023年1月19日	日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年12月分)
2023年1月18日	懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～
2023年1月16日	日銀は本当に動くのか？～当面の展開を整理～
2023年1月13日	週末版(依然残る日本の閉鎖性～入国規制とインバウンド需要～)
2023年1月10日	米12月雇用統計を受けて～無理筋なハト派解釈～
2023年1月6日	週末版
2023年1月5日	FOMC議事要旨を受けて～23年利下げへの支持はゼロ～
2023年1月4日	2023年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい
2022年12月23日	週末版(史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～)
2022年12月21日	日銀の政策修正関する論点整理～日銀Pivot～
2022年12月20日	米インフレ急減速を当然視する風潮は大丈夫なのか
2022年12月19日	円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル
2022年12月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ターミナルレート3%」では不十分というメッセージ～)
2022年12月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年11月分) FOMCを終えて～PCEピークアウトと利上げ停止時期～
2022年12月14日	米11月CPIを受けて～円相場に対する見方は不変～
2022年12月13日	23年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約
2022年12月12日	インバウンド復活は2023年春以降のテーマに
2022年12月9日	週末版
2022年12月6日	ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～
2022年12月5日	「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか？
2022年12月2日	週末版(135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～)
2022年12月1日	まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢
2022年11月29日	ECB議事要旨を受けて～開き始めたFRBとの差～
2022年11月28日	FOMC議事要旨を受けて～利上げ幅縮小に新味なし～
2022年11月25日	週末版
2022年11月24日	投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況
2022年11月22日	消費増税以上の威力を示した40年ぶりのCPI
2022年11月21日	最高難度の局面に挑むECB～多様な「不況下の物価高」～
2022年11月18日	週末版(本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲惨な状況～)
2022年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年10月分)
2022年11月16日	FRBは今、何を考えているか？～蘇る平均インフレ目標～
2022年11月15日	実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート
2022年11月14日	ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～
2022年11月11日	週末版(2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～)
2022年11月10日	金利面から見たドル/円相場の現状と展望
2022年11月9日	ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～
2022年11月4日	週末版
2022年10月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～)
2022年10月27日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～
2022年10月25日	製造業の国内回帰報道をどう理解するか？
2022年10月24日	圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～
2022年10月21日	週末版(半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～)
2022年10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分)
2022年10月18日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を読むか～
2022年10月17日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
2022年10月12日	「季節調整済経常収支、2か月連続で赤字」の意味