

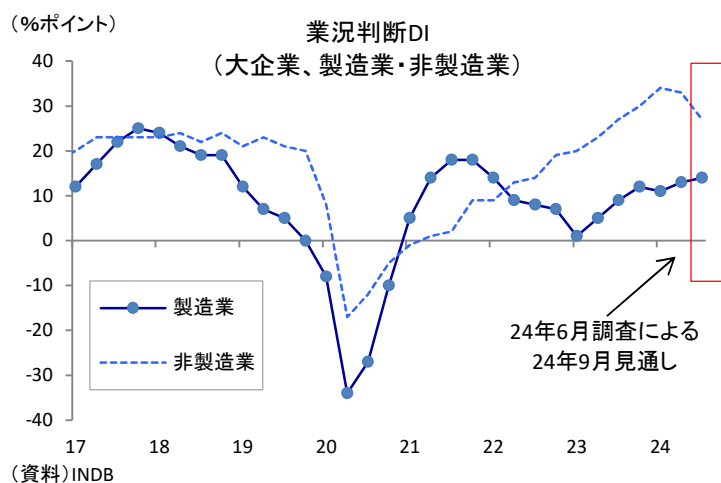
みずほマーケット・トピック(2024 年 7 月 3 日)

短観(6 月調査)が意味するもの～利上げは可能か～

6 月短観は日本経済の実情を如実に表すものであった。製造業の改善も非製造業の悪化も円安の結果と言って差し支えない。特に非製造業ではインバウンド需要の恩恵を大きく受けるはずの業種で軒並み業況判断が悪化しており「インフレ税の下で国内需要が著しく落ち込んでい」という今の日本経済が抱える最大の課題が透ける。金融市場の注目点は今回の短観を日銀がどう解釈するか。端的には今月 30～31 日の日銀金融政策決定会合の利上げによって妨げになるかどうか争点になる。非製造業の景況感悪化はそのまま家計部門の景況感悪化と重なるだけに、日銀の利上げによって障害にはなるだろう。しかし、マイナス金利解除後、与信周りの計数(借入金利水準判断、貸出態度判断、資金繰り判断)は殆ど悪化していない。非製造業を中心として内需減退の兆候が気になるころではあるものの、それは金利上昇ではなく円安の影響だと割り切れば、むしろ円安を止める一手としての利上げは合理的ですらある。

～日本経済の現状を綺麗に映した短観～

一昨日、日銀が発表した 6 月の全国企業短期経済観測調査(短観)は景況感を示す業況判断指数(DI)に関し、ヘッドラインとなる大企業・製造業で前回 3 月調査(+11)から+13 へ改善した。改善は 2 四半期ぶりである。一方、大企業・非製造業は、前回 3 月調査(+34)から+33 へ僅かに悪化している。大企業・非製造業の景況感悪化は 2020 年 6 月以来、4 年ぶりである。この 2 つの景況感の動きが今の日本経済の実情を如実に表していると言って良い(前者は予想比上振れ、後者は予想通り)。

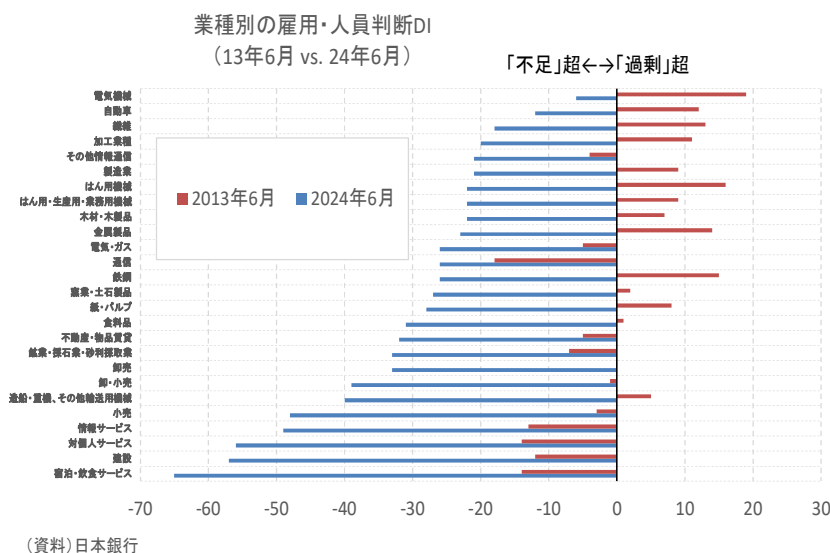


まず、大企業・製造業の景況感改善は想定為替レート(円安修正(140.45 円→142.84 円))が効いている可能性が高いのだろう。業種別に見れば、円安の追い風を最も受けそうな自動車前期比▲1 ポイント、これと関わり合いの深い鉄鋼も同▲16 ポイントと大幅に悪化しているが、言うまでもなく検査不正の悪影響である。これを跳ね返すほどの改善を見せたのが素材全般で、繊維(同+11 ポイント)、化学(同+8 ポイント)、石油・石炭製品(同+8 ポイント)、紙パルプ(同+7 ポイント)と軒並み上向いている。これらは日本の世界向け輸出において強みを発揮できる業種であり、円安の好影響が浸透していると見て間違いない。検査不正問題がなければ大企業・製造業の景況感はずっと改善していたはずだ。ちなみに 3 か月先の大企業・製造業 DI は+1 ポイントの改善を見込んでおり、検査不正問題の収束と円安の追い風が織り込まれていそうである。ちなみに業況判断 DI 以外

を見ても大企業・製造業の設備投資計画は、2023 年度の実績および 2024 年度の計画、共に 2 桁を超える伸び率を記録している。円安によるコストメリットを背景として国内への生産回帰の胎動を期待する数字である(この点は継続的なチェックを要する)。

～インフレ税を映す非製造業の業況～

片や、大企業・非製造業の景況感悪化も円安の影響が大きいと察する。常々本欄でも議論し、既に一部では報じる向きも出てきているが、現状の円安経由の輸入物価上昇は家計部門の所得・消費を抑制しており、文字通りインフレ税として押し掛かっている疑いが強い。業種別に見ても小売が同▲12 ポイントと激しく落ち込んでおり、これに對個人サービス(同▲4 ポイント)、宿泊・飲食サービス(同



▲3 ポイント)と続いている。これらの業種はインバウンド需要の恩恵を最も大きく受けるはずだが、それでも業況判断が悪化している事実から「インフレ税の下で国内需要が著しく落ち込んでいる」という今の日本経済が抱える最大の課題が透ける。また、この点も再三論じているが、宿泊・飲食サービスを筆頭にインバウンド需要に對面する業種は未曾有の人手不足も抱えている。雇用・人員判断 DI を例に取れば、宿泊・飲食サービスは▲70 から▲65 へやや緩和しているものの、依然として歴史的な人手不足という状況に変わりはない(図)。外生的要因(円安)および内生的要因(人手不足)がコスト増を強いられ、業況が悪化しているという側面も見逃せない。

このように製造業と非製造業の 2 つの業況判断 DI を見るだけで、円安が日本経済に与えている影響が明確に分かるというのが、今回の短観から感じ取れる点である。

～利上げ影響は軽微、日銀 7 月利上げへ～

金融市場の注目点は今回の短観を日銀がどう解釈するかだ。端的には今月 30～31 日の日銀金融政策決定会合の利上げによって妨げになるかどうかが争点になる。非製造業の景況感悪化はそのまま家計部門の景況感悪化と重なるだけに日銀の利上げによって障害にはなるだろう。とはいえ、ヘッドラインとなる大企業・製造業の景況感が極めて好調である以上、総合的に判断して利上げは可能という判断に至る可能性は高いように思える。そもそも非製造業の景況感悪化が円安という共通要因でもたらされており、その背景が日米金利差(≡円金利の低位安定)と言われている以上、利上げはむしろ合理的な判断とも言えるかもしれない。

今回の短観はマイナス金利解除(2024 年 3 月)を挟んだ変化を読み取るという意味でも重要であった。この点、借入金利水準判断 DI(全産業、以下同)で 17 から 32 へ前期比+15 ポイントも急

騰しているが、金融機関による貸出態度判断 DI は 15 で横ばい、資金繰り判断 DI (「楽である」－「苦しい」) に至っては 11 から 12 へ同+1 ポイントの改善を記録している。要するに与信周りの計数は「利上げの影響は無し」という実情を示していると言って差し支えない。確かに、非製造業を中心として内需減退の兆候が気になるところではあるものの、それは利上げではなく円安の影響だと割り切れば、日銀が 7 月利上げに踏み切る可能性は相応に高いと筆者は予想している。

金融市場部
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/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
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響
2024年7月1日	24年上半期を終えて～円は正真正銘の最弱通貨～
2024年6月28日	週末版
2024年6月27日	家計金融資産の現状～外貨比率は最高値更新へ～
2024年6月25日	「隠れ円安」への正しい理解～実効円安を見る努力を～
2024年6月24日	為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～
2024年6月21日	週末版(欧州委員会による財政是正措置勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～)
2024年6月19日	本邦5月貿易収支を受けて～思ったよりも減らない赤字～
2024年6月18日	久しぶりの欧州政治騒動～27年まで波乱無しが基本に～
2024年6月17日	日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～
2024年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分)
	週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見通し～
2024年6月12日	既に前年実績を超えてしまった「家計の円売り」
2024年6月11日	懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来
2024年6月10日	円相場の需給環境について～4月までの総括～
2024年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)
2024年6月5日	証券投資は巻き返すか？～収益率で考える未来～
2024年6月4日	敢えて考える対内直接投資促進の「負の側面」
2024年6月3日	強含む経済指標に囲まれるECB～ユーロ相場を考え方～
2024年5月31日	週末版
2024年5月29日	虚しく響く「33年連続、世界最大の対外純資産国」の肩書き
2024年5月28日	「This time is different」は利上げ予告か～内田講演～
2024年5月27日	加速したユーロ圏妥結賃金とECBブログの言い分
2024年5月24日	週末版
2024年5月23日	金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～
2024年5月22日	「もしトラ」で注目される欧州の立ち回り
2024年5月21日	ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～
2024年5月20日	垣間見たECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版(色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～)
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分)
	円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
2024年5月14日	通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～
2024年5月13日	1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
2024年5月10日	週末版
2024年5月9日	遂にインフレ税が始まったのか？～円安と債務～
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場の予想バスのについて
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～
2024年5月2日	週末版(レバトリ減税について～「5%の摩擦」に拘るべき～)
2024年4月30日	日銀が回避した為替との戦い、今後のリスク
2024年4月26日	週末版
2024年4月25日	トランプ氏と為替～結局、何も考えていない？～
2024年4月23日	世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～
2024年4月22日	ドル高是正の国際協調に機は熟せず～G20とドル高～
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～またも「分断」はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
2024年4月16日	最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安
2024年4月15日	依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～
2024年4月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年3月分)
	週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～)
2024年4月11日	「でこぼこ道」か「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～
2024年4月10日	過去最高ベースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直投のキーワードは「資本はアジア、業種は金融・保険業」へ
2024年4月8日	独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～
2024年4月5日	週末版
2024年4月4日	ECBは6月利下げに向けて第一関門突破
2024年4月3日	外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか？
2024年4月1日	デジタル赤字は日本だけの問題なのか？
2024年3月29日	週末版
2024年3月27日	円安・円高双方のリスクになる連続利上げ
2024年3月25日	23年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～
2024年3月22日	週末版(FOMCを受けて～少なくなるドル/円相場の「押し目」)
2024年3月21日	「債券市場への優しさ」が助長した円安～日銀決定を受けて～
2024年3月18日	「噂で売って、事実でも売り」になりそうな円相場
2024年3月15日	週末版(「家計の円売り」は3月も続くのか？～試される個人投資家の芯～)
2024年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年2月分)
2024年3月13日	春闘と円高リスク～「異例の賃上げムード」というリスク～
2024年3月12日	最近の国際収支の状況について～CFでは初月赤字～
2024年3月11日	最大の円高リスクは日銀の連続利上げ
2024年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月まで材料なし～)
2024年3月6日	世界の株価指数から見えるもの～中進国の容疑～
2024年3月5日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～妥結賃金は年内4%台か～
2024年3月1日	週末版(マイナス金利解除と円相場の関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～)
2024年2月27日	ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～
2024年2月26日	日経平均株価上昇の理由～インフレの帰結～
2024年2月22日	週末版
2024年2月21日	1月貿易収支を受けて～24年も円売り優勢変わらず～
2024年2月20日	日独GDP逆転の本質～為替要因だから良いのか？～
2024年2月16日	週末版
2024年2月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年1月分)
	本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
2024年2月14日	「新時代の赤字」と原油と同質性
2024年2月13日	投信経由の対外証券投資～涉む資産運用立国の未来～
2024年2月9日	週末版
2024年2月8日	仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～
2024年2月7日	PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～
2024年2月2日	週末版(ソフトラディングと賃金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～)
2024年2月1日	FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～
2024年1月29日	日本円の現在地～独歩安で始まった2024年～
2024年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「夏」がキープレーズ～)