

みずほマーケット・トピック(2024 年 10 月 3 日)

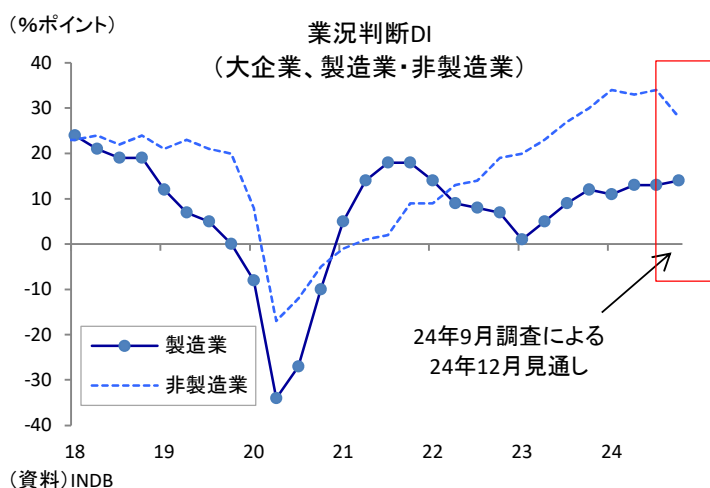
日銀短観(9 月調査)と日銀の「次の一手」

ドル/円相場は植田日銀総裁との会談を終えた石破首相による「個人的には現在、追加の利上げをするような環境にあるとは考えていない」との発言を受けて 147 円付近まで急騰。あくまで「個人的」と付言し、「金利についてとやかく申し上げることではない」とも述べているため、どこまで思想性が強い発言なのか図りかねるが、蓄積した円ロングポジションを巻き戻すには格好の口実になったと言って良い。政治的な発言はさておき、10 月 31 日の日銀会合を占う上ではまず 10 月 1 日に公表された日銀短観(9 月調査)を吟味することが王道となる。総じて円高の影響が垣間見えた内容であり、企業の直面するインフレ圧力は元より、インバウンド需要を通じてインフレ圧力が輸入されるような状況も弱まりが見られる。石破首相の発言を持ち出すまでもなく、10 月会合で追加利上げに踏み込む状況とは言えない。逆説的だが、昨日の発言で円安が焚きつけられたことで利上げの必要性が増しているという皮肉な状況が生まれているのが実情。

～日銀短観は景気堅調を確認～

ドル/円相場は植田日銀総裁との会談を終えた石破首相による、「個人的には現在、追加の利上げをするような環境にあるとは考えていない」といった発言を受けて、147 円付近まで急騰している。あくまで「個人的」と付言し、「金利についてとやかく申し上げることではない」とも述べているため、どこまで思想性が強い発言なのか図りかねるが、蓄積した円ロングポジションを巻き戻すには格好の口実になったと言って良いだろう。一見してかなり踏み込んだ発言にも見えるため、「円安→物価高→世論の反感」という懸念から後日、火消し発言も想定される。昨日の発言を額面通り受け止めるのではなく、今後紆余曲折がありそうなことも念頭に置くべきだろう。

政治的な発言はさておき、10 月 31 日の日銀会合を占う上ではまず 10 月 1 日に公表された日銀短観(9 月調査)を吟味することが王道になる。ヘッドラインとなる大企業・製造業の業況判断 DI は+13 と前回から横ばいの一方、大企業・非製造業に関しては+34 と前期比+1 ポイントと 2 期ぶりの改善が示された(図)。9 月調査は 8 月 8～16 日の間に気象庁から発せられていた南海トラフ地震臨時情報(巨大地震注意)や台



風 10 号に伴う行動制限の影響が多分に織り込まれていたと推測され、その影響はサービス業を主体とする非製造業に景況感の足枷になったはずである。そのような不測の事態とも言える逆風にもかかわらず前期比で改善傾向を保ったこと自体、国内における雇用・賃金環境の堅調さと、これに

裏打ちされた個人消費の強さを感じさせる。この辺りは追加利上げ可能性を模索する日銀には追い風とも言える材料が示されたと言えるかもしれない。

～インバウンド需要を削る円高～

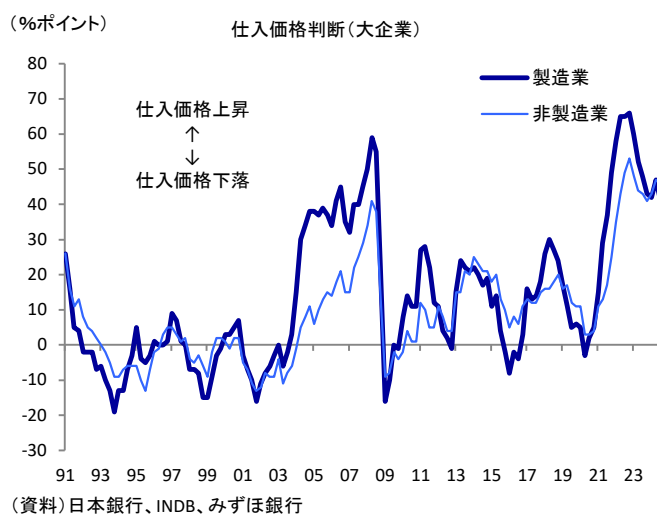
しかし、ヘッドラインの業況判断 DI だけからでは日銀の「次の一手」は読みづらい。興味深かったのは先行き(3 か月後)の業況判断 DI で、製造業が+1 ポイント、非製造業が▲6 ポイントと対照的な数字が示された。非製造業の明確な悪化が予想されていることの背景は定かではないが、やはり円高の影響は気にせざるを得ない。非製造業の業況判断 DI を業種別に見た場合、鉱業・採石業・砂利採取業(▲11 ポイント)、宿泊・飲食サービス(▲10 ポイント)、建設(▲10 ポイント)、卸売(▲8 ポイント)、小売(▲7 ポイント)などが大きめのマイナス幅を記録している。

宿泊・飲食サービスや小売などは言うまでもなくインバウンド産業であるため、円高によるサービス輸出の減少を織り込んでいる可能性が推定される。9 月 25 日、産経新聞は「円高『必ずマイナス』、リピーター増が必須 星野リゾート代表、危機感示す」と題した記事の中で、為替とインバウンドの先行きについて非常に示唆に富む内容を報じている。記事内では、星野リゾートの星野佳路代表が円安に支えられた訪日客の増加について「需要の先取り」と表現し、7 月以降の円高基調を捉えて「必ず(観光業に)マイナスになる」と述べている。非製造業の業況判断 DI が先行き下振れていることについてはこうした観光産業の思惑が反映されている可能性は相当あると思われ、同産業に従事している人々の体感として「円安なかりせば危うい」という本音も透ける。過去の本欄でも論じた点だが、インバウンドの日本における滞在日数は増えておらず、頻繁に注目される 1 人当たり消費額の増加などは単なる円安バブルの一部であって、持続可能性は危ういという見方もありうる。

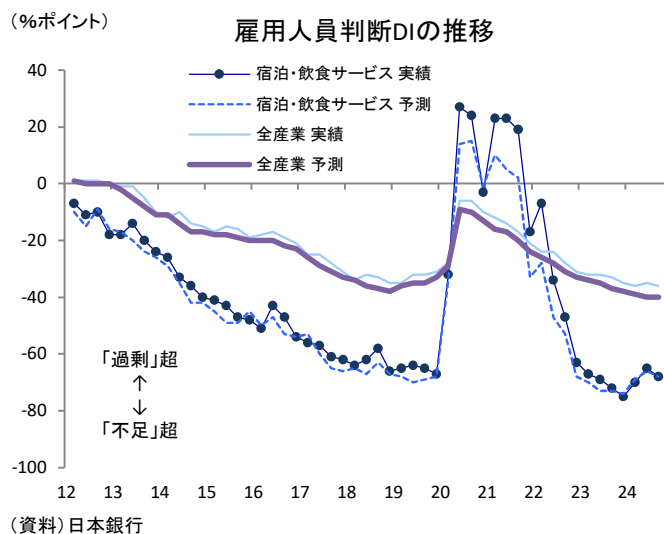
過去 2 年程度、日本経済はインバウンド需要を介してインフレ圧力が輸入され、実質所得が目減りした日本人の実質消費がクラウドアウトされていた。今後、そうした効果が剥落してくるのであれば、日銀の追加利上げに対するインセンティブは薄れることになる。

～減退するインフレ圧力～

実際、円高経由でインフレ圧力が減退している状況は短観における他の計数からも読み取れる。先週の本欄でも論じたが、7 月のピーク時点から比較して 10% 近く円高が顕著に進んでいる以上、事業者が直面する仕入コストの見通しは変わってくる。この点、仕入価格判断 DI(大企業)は製造業で▲6 ポイント、非製造業で▲1 ポイントの下落が見られている。7 月利上げの理由が「想定外の円安を受けたインフレの上方リスク」であったとすれば、今月末の追加利上げに関しては植田総裁の言葉通り「時間的な余裕はある」という状況だろう。片や、人手不足に伴う名目賃金の上昇は収束する気配が見



られず、雇用・人員判断 DI は全規模・全産業ベースで▲1 ポイント悪化の▲36 と過去最悪水準が続き、3 か月先はさらに▲4 ポイント悪化して▲40 が予想されている。特に最悪の人手不足業種である宿泊・飲食サービスは+3 ポイント改善の▲66 を記録したものの、3 か月先には▲68 と再び悪化する見込みだ(図)。今後も解消する見込みが立たない人手不足は、日銀の追加利上げを支える根拠の 1 つであり続けるだろう。もともと、賃金はバックワードルッキングに決まる計数であるため、目先の政策運営に関しては「人手不足→名目賃金上昇→インフレ圧力の高まり→追加利上げ」よりも、まずは「円高→輸入物価抑制→インフレ圧力の緩和→現状維持」といった発想が重視されやすいように思う。



～首相発言は逆効果に～

まだ会合まで 4 週間あるため、今後も様々な読み筋が交錯するだろうが、今回の短観が追加利上げを急かすような内容であったとは言えない。特に企業の直面するインフレ圧力が弱まっているのは事実であり、これに加えて日銀が発表する「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」もあらゆる角度でインフレ圧力の後退が示唆されている。石破首相の発言を持ち出すまでもなく、10 月会合で追加利上げに踏み込む状況とは言えないだろう。逆説的であるが、昨日の発言で円安が焚きつけられたことによって、利上げの必要性が増しているという皮肉な状況が生まれていることを首相周辺のブレーンなどは進言すべきように思う。

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10月2日	外貨準備構成通貨の近況について(2024年6月末時点)
2024年10月1日	「石破カラー」は当面お預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か
2024年9月27日	週末版(145円到達と日銀の「次の一手」～それでも「時間的な余裕はある」～)
2024年9月25日	家計資産の外貨比率は過去最高～避けたい日本版トラスショック～
2024年9月24日	改めて考える日銀10月利上げの難易度
2024年9月20日	週末版
2024年9月19日	FOMCを終えて～思い出される糊代論と今後～
2024年9月18日	自民党総裁選～各候補の立ち位置と変わらぬ前提～
2024年9月17日	円高の背景にある需給改善～金利差に限らず～
2024年9月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年8月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～予定通りも25年以降の不透明感強く～)
2024年9月11日	ECB政策理事会プレビュー～問題は2025年以降～
2024年9月10日	衰えなかった家計部門の投資意欲～資産選別の兆候も～
2024年9月9日	デジタル赤字にまつわる誤解～米国独り勝ちというバイアス～
2024年9月6日	週末版
2024年9月5日	ドイツ産業空洞化とユーロ相場について
2024年9月4日	いよいよ注目され始めたドイツの産業空洞化
2024年9月3日	大混乱から1か月～市場は安定を取り戻したか？～
2024年8月30日	週末版
2024年8月29日	日銀の自然利子率推計について～「中立金利1%」説～
2024年8月27日	ドル売りの持続性は？～買われるユーロ、英ポンド、円～
2024年8月26日	パウエル講演を受けて～気になる労働市場への評価～
2024年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～ユーロ相場の先行きについて～)
2024年8月21日	円ロングの積み上げが続くリスクはあるのか
2024年8月20日	企業買収を通じた対内直接投資の現状について
2024年8月19日	財PPP vs. サービスPPP～正しいのは円安か、円高か～
2024年8月16日	週末版(欧州経済の現状について～人手不足から需要不足へ～)
2024年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年7月分)
	ポスト岸田の考え方～金融政策の大勢に影響なし～
2024年8月14日	24年上半期の需給環境について～ほぼ均衡～
2024年8月13日	投機が去った円相場～注目は「家計の円売り」～
2024年8月9日	週末版(「円安バブル」報道について②～2005～07年との比較分析～)
2024年8月8日	「円安バブル」報道について①～05～07年との比較分析～
2024年8月2日	週末版(「日銀は変わった」はいつまで続くか～「やっぱり変わっていなかった」の怖さ～)
2024年8月1日	日銀会合を受けて～ドル/円相場の考え方～
2024年7月25日	週末版
2024年7月24日	インバウンド、「量」から「質」の意味するもの
2024年7月23日	バイデン撤退も市場動かず～円ショートは依然膨大～
2024年7月19日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「賃金は必ず下がる」という自信～)
2024年7月18日	日銀会合プレビュー～円高だからこそ利上げ～
2024年7月17日	進むインフレ税による財政再建～資金循環統計～
2024年7月16日	復活しつつある「インフレの輸入」～利上げへの追い風～
2024年7月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年6月分)
	週末版(金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～)
2024年7月11日	株価、「真正正銘のバブル超え」の読み方
2024年7月10日	最近の円相場の需給環境について
2024年7月8日	米大統領選挙、現時点の解釈～為替市場の視点～
2024年7月4日	円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～
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～
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～円は真正正銘の最弱通貨～
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～ユーロ相場の考え方～
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	垣間見えた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」と円相場の予想パスについて
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？～