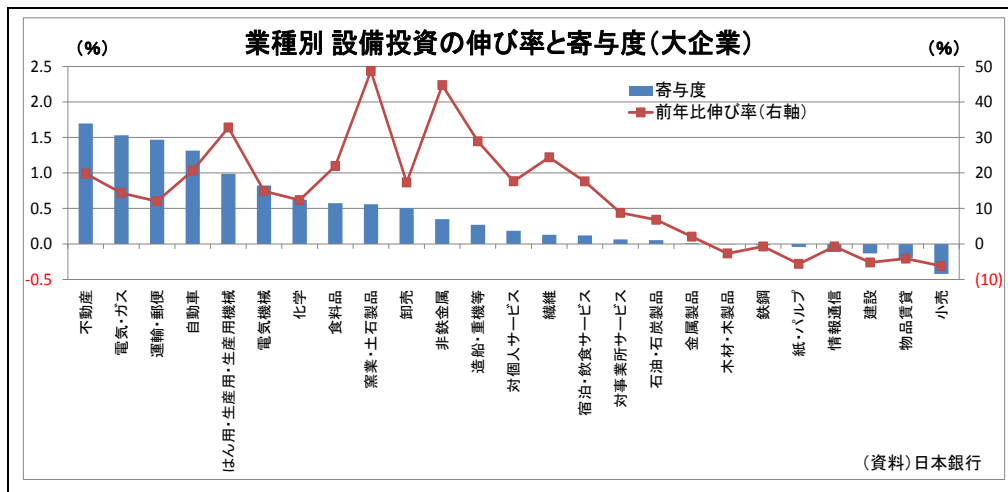


# Weekly エコノミスト・ レター

## 日銀短観(9月調査)を深掘り ～金融市場の動き(10月号)

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志  
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. **(短観)** 昨日の短観において最も意外だったのは、大企業の強気の設備投資計画だ。本日発表の「調査全容」で業種別の状況を確認すると、不動産、電気・ガス、運輸・郵便、自動車、はん用・生産用・生産用機械、電気機械が強気計画を支えており、これら6業種の寄与度は全体の大半を占めている。このうち製造3業種の動向は要注意だ。新興国経済の減速などから、それぞれ生産がここ数ヵ月減少基調にあるためだ。今後、さらに生産が下振れるようだと、投資計画に先送りや凍結の動きが出やすくなる。人手不足に関しては、全業種で人手不足感が出ているが、特に強いのは、宿泊・飲食サービス、対個人サービス、運輸・郵便といったサービス業と建設だ。サービス・建設需要が堅調な中で機械化が難しいためと考えられる。特に、インバウンドの追い風を強くうける宿泊・飲食サービスの人手不足感は突出している。
2. 本日発表された「企業の物価見通し」によると、物価見通しは1年後、3年後、5年後の全てで前回から低下した。足元の景気停滞感や内外経済の先行き不透明感を反映したものと考えられるが、企業のインフレ期待には後退傾向がみられる。日銀が重視する「物価の基調」の構成要素であるだけに、日銀にとって警戒すべき材料が一つ増えた形に。
3. **(日銀金融政策)** 日銀は9月の決定会合で金融政策を維持した。輸出・生産の鈍化を織り込みつつも、総裁会見では強気を維持。追加緩和の手掛かりは特に発せられず。
4. **(市場の動きと予想)** 9月はやや円高ドル安、ユーロドルはほぼ横ばい。長期金利は若干低下した。尾を引く中国不安と盛り上がり欠ける米利上げ観測により、当面は動きにくい。為替は経済指標を睨みながら、ドル高方向への小幅な水準調整が入る程度か。



# 1. 短観：日銀短観（9月調査）を深掘り

日銀短観は四半期に一度、4・7・10月の月初と12月中旬に発表されるアンケート調査だが、発表はそれぞれ2日間にわたる。世間や市場の注目度が圧倒的に高いのは1日目に発表される調査の「概要」だが、2日目には、「調査全容」、「業種別計数」という「概要」の詳細な結果に加え、2日目独自のコンテンツとして、企業の予想インフレを示す「企業の物価見通し」が発表される。

そこで、今回は昨日発表された日銀短観（9月調査）の概要（以下、単に「短観」と表記）を踏まえ、注目されるテーマを、本日発表された「調査全容」で業種別に掘り下げるとともに、「企業の物価見通し」について解説する。

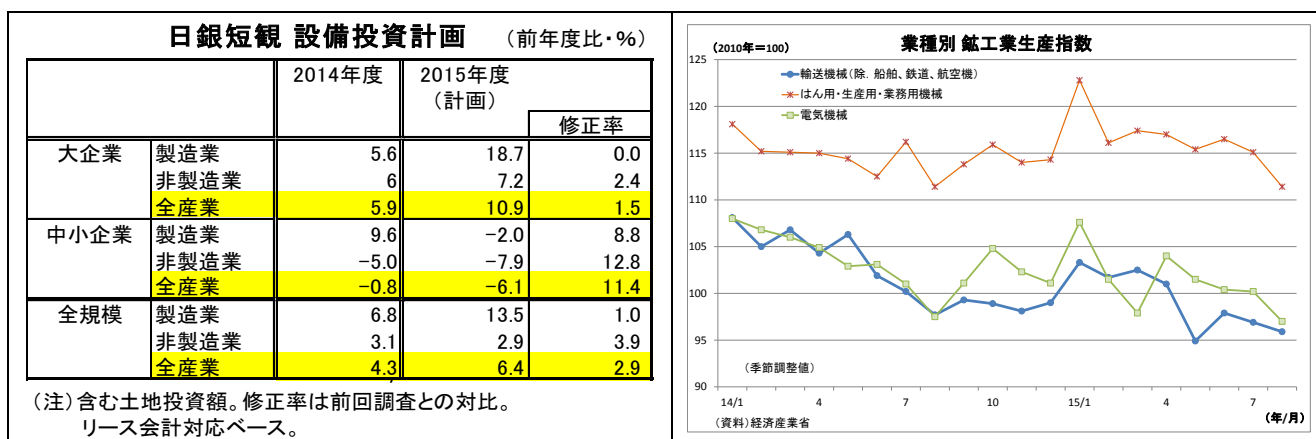
## （業種別の詳細状況）

### ★どの業種が設備投資計画を牽引したのか？

まず、昨日の短観において最も意外感があったのが、15年度の設備投資計画だ<sup>1</sup>。とりわけ、中国・新興国経済の減速や金融市場の緊張など外部環境が著しく悪化する中で、大企業において設備投資計画が上方修正（前年比：前回8.2%→今回10.9%）が行われた点は驚きであった。大企業では、前回6月調査の段階から非常に強気の計画であったが、今回はさらに積み増された形だ。結果として、大企業の前年比伸び率（10.9%）は9月調査としては06年度以降となる高い伸びとなっている。

この大企業の強気の計画を支えるのはどの業種なのか？本日発表された業種別の状況を見たのが、表紙図表である。前年比伸び率が突出して高いのは、窯業・土石製品（48.7%）と非鉄金属（44.7%）だが、もともと規模が限定的であるため、全体への影響はそれほどでもない。そこで、全体の伸び（10.9%）について業種別の寄与度を見てみると、上位には、不動産（1.7%）、電気・ガス（1.5%）、運輸・郵便（1.5%）、自動車（1.3%）、はん用・生産用・生産用機械（1.0%）、電気機械（0.8%）が並ぶ。これら6業種の寄与度合計は7.8%に及び、全体（10.9%）の大半を占めている。

このうち、原発の安全性対応が進められている電気・ガスやネット通販の普及という追い風を受ける運輸・郵便の投資増額は景気との関連が薄いとみられるが、それ以外、とりわけ、自動車、はん用・生産用・生産用機械、電気機械の動向は要注意だ。中国など新興国経済の減速や、軽自動車の税制変更の影響などから、それぞれ生産がここ数ヶ月減少基調にある。今後も外部環境悪化などから、さらに下振れるようだと、設備投資計画に先送りや凍結の動きが出やすくなる。

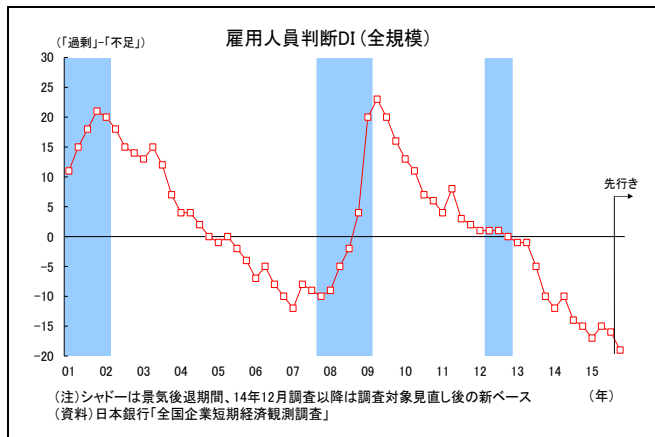


<sup>1</sup> 詳細は、[Weeklyエコノミスト・レター2015-10-01 日銀短観（9月調査）](#)をご参照ください。

## ★どの業種で人手不足感が強いのか？

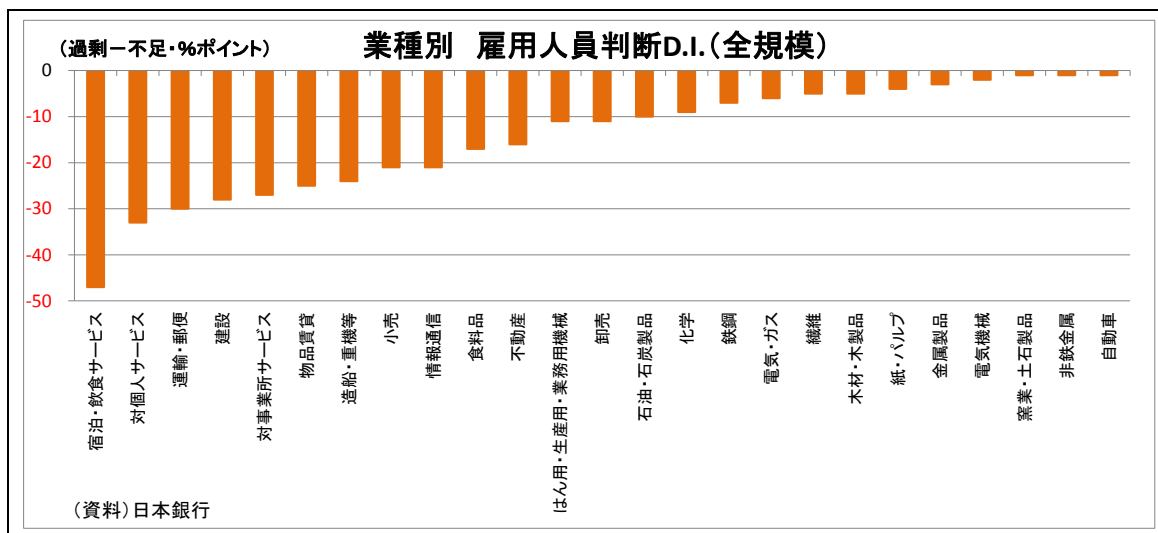
次に人手不足感を見てみる。昨日の短観では、企業の人手不足感が前回調査時点よりもやや強まっている状況が明らかになった<sup>2</sup>。雇用人員判断D.I.（「過剰」－「不足」）は全規模で▲16（前は▲15）と不足超過が拡大している。

この▲16 という水準は、3月調査の▲17には若干及ばないが、バブル期以来の低い値であり、人手不足問題は既に社会問題になっている。



昨日の段階で、製造業（▲8）よりも非製造業（▲23）において、人手不足感が高いことは判明していたが、本日発表された業種別の状況を見たのが、下の図表である。

D.I.は全業種でマイナスであるため、各業種ともに人手不足感が出ているが、そのレベルには大きな開きがある。人手不足感が極めて強いのは、宿泊・飲食サービス（▲47）、対個人サービス（▲33）、運輸・郵便（▲30）といったサービス業と建設（▲28）だ。サービス・建設需要が堅調な中で機械化が難しいためと考えられる。とりわけ、インバウンドの追い風を強くうける宿泊・飲食サービスの人手不足感は突出している。一方で、自動車などの製造業の人手不足感は相対的に低い。生産の弱含みが背景にあると考えられる。



## ★どの業種で値上げの意向が強いのか？

さらに、値上げの状況も見てみる。直近8月の消費者物価指数（生鮮食品除き）は前年比▲0.1%と水面下に沈んだが、円安によるコスト上昇分の転嫁などで、食料品を中心に値上げが相次いでおり、家計の負担感も増している。

昨日の短観で発表された販売価格判断D.I.（「上昇」－「下落」）は、大企業製造業で▲7、同非製造業で4、中小企業製造業で▲6、同非製造業で▲5と符号が分かれたが、それぞれ前回調査からD.I.は低

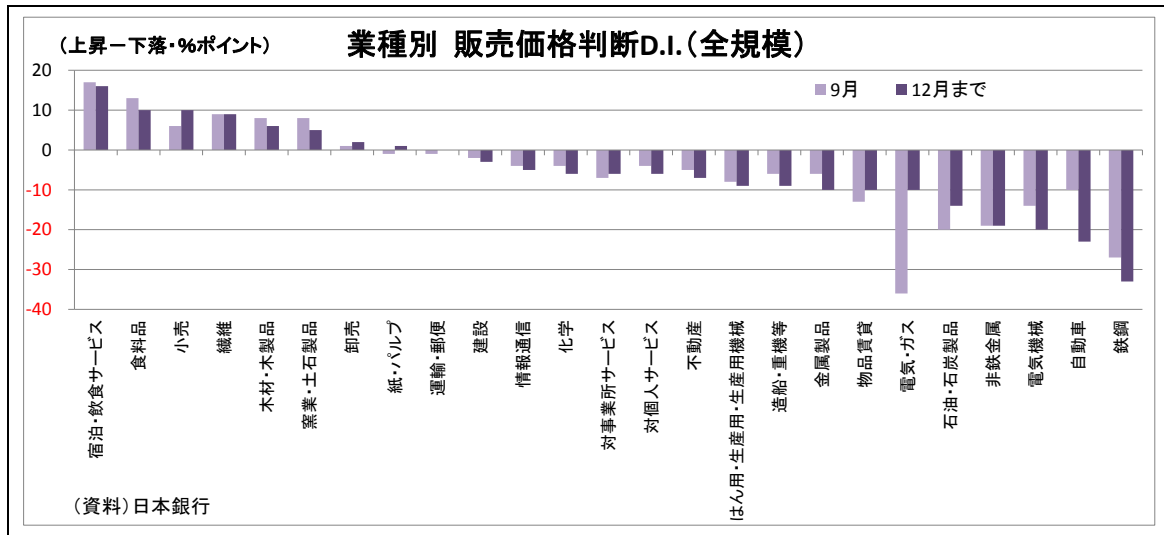
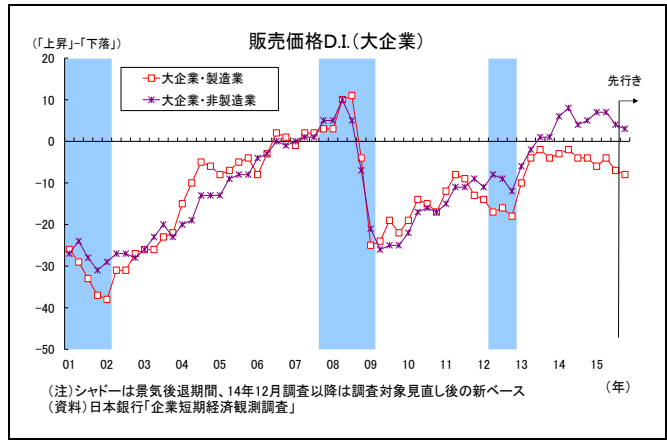
<sup>2</sup> 詳細は、[Weeklyエコノミスト・レター2015-10-01 日銀短観（9月調査）](#)をご参照ください。

下しており、企業からみた自社販売価格引き上げの動きは鈍化しているようだ。先行きに関しても、大企業ではさらにD.I.が低下している。

そうした中で、本日発表された業種別の状況をまとめたのが、下の図表だ。

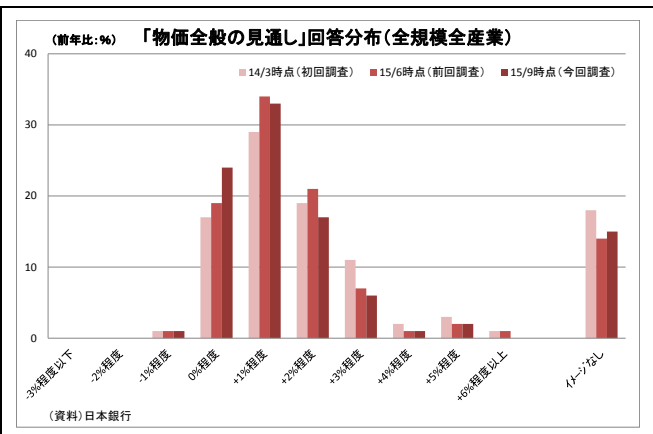
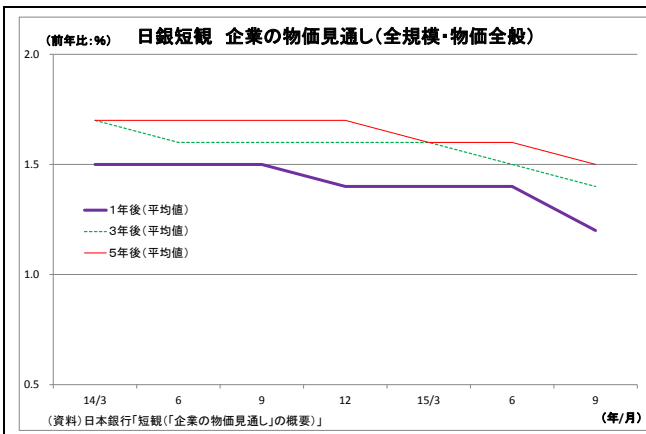
足元で上昇が目立つ宿泊・飲食サービス、食料品、小売などは、先行き（12月まで）にかけても上昇が続く見通しとなっている。これらの業種はインバウンドによる旺盛な需要や円安に伴う輸入

価格上昇圧力を受けて、先行きにかけても価格を引き上げる意向が強いとみられる。一方で、製造業は総じてD.I.がマイナス、つまり価格引下げ見通しとなっている。これらの強弱関係が今後の物価にどう現れるのかが注目される。



### (企業の物価見通しは下振れ)

最後に本日発表された「企業の物価見通し」を確認する。物価全般の見通し（全規模・全産業）は1年後で前年比1.2%（前回は1.4%）、3年後で前年比1.4%（前回は1.5%）、5年後で前年比1.5%（前回は1.6%）となった。それぞれ、小幅ながら前回から低下している。同指標は14年3月が初回であり、歴史が浅いものの、これまで調査を経るごとにじわりと低下してきた。今回は、初めて1・3・5年



後の全てが同時に低下を示しており、水準としてもそれぞれ1%台前半～半ばに沈んだ。また、今回の回答分布を前回以前と比べてみると、「+2%程度」とする回答が減少し、代わりに「0%程度」とする回答が増加している。足元の景気停滞感や内外経済の先行きに対する不透明感を反映したものと考えられるが、企業のインフレ期待には後退傾向がみられる。

昨日の短観の結果は、全体的に強弱が分かれる内容であったが、本日発表された「企業の物価見通し」は弱い材料に位置付けられる。企業のインフレ期待は、日銀が重視する「物価の基調」を構成する一つの要素であるだけに、日銀にとって警戒すべき材料が一つ増えた形になったと考えられる。

## 2. 日銀金融政策(9月)：強気を維持、追加緩和への手掛かりも特段示されず

### (日銀) 現状維持

日銀は9月14～15日に開催した金融政策決定会合において、現行の金融政策を維持した(賛成8反対1)。引き続きマネタリーベースが年間約80兆円に相当するペースで増加するよう、長期国債・ETF等の資産買入れを継続する。なお、議案に反対した木内委員はこれまで同様、マネタリーベースならびに長期国債が45兆円ペースで増加するよう資産買入れを行うべきと主張したが、反対多数で否決された。

声明文における景気の総括判断は、「輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかな回復を続けている」と、今回新たに輸出・生産の鈍化を織り込みつつも、「緩やかな回復」との判断を維持した。個別項目では、海外経済について、「新興国が減速している」(前回は「一部になお緩慢さを残しつつも」と新たに明記、この結果として輸出や鉱工業生産については「横ばい圏内の動き」(前回は「振れを伴いつつも、持ち直している」と下方修正した。

景気と物価の先行きについては、それぞれ「緩やかな回復を続けていく」、「当面0%程度で推移する」とし、変更は無かった。

会合後の黒田総裁会見では、海外経済の減速と輸出・生産の鈍化は一時的なものであり、先行きは回復に向かうとの見通しを示すとともに、内需では、企業・家計ともに「所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかり作用し続けている」と主張。足元の指標から確認できる設備投資は力強さに欠け、個人消費も停滞感が出ているだけに、温度差が否めない。

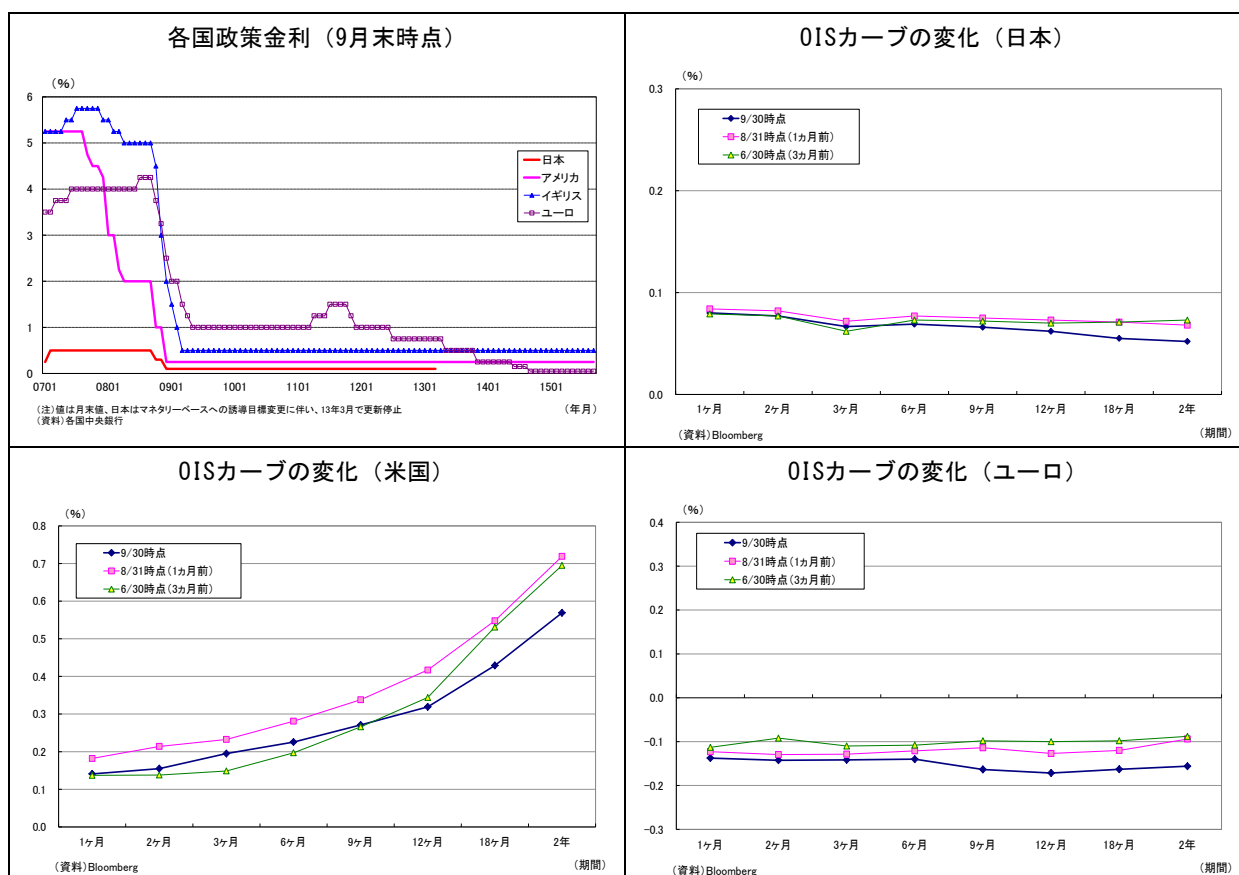
物価目標達成期限については、2016年度前半頃との従来の見方を維持したが、「原油価格の動向によって若干前後する可能性はある」と改めて表明した。

また、総裁は金融市場の混乱が続いている状況を受けて、「国際金融資本市場の動向や世界経済の動向については、引き続き注意深くみていきたい」と警戒を示したものの、背景にある中国経済については、「当局の財政・金融政策に支えられて、先行き概ね安定した成長経路を辿ると予想される」と従来同様、楽観的とも言える認識を示した。米利上げに関しても、「米国経済の回復につれてより強い確信をもったことの表れ」、「最近の新興国の議論を聞いていると、(資金流出への)懸念はかなり弱まっているように思う」と述べ、市場の認識とのギャップがあらわになっている。

物価の基調に関しては、重要なポイントとして、需給ギャップ、予想物価上昇率、賃金、企業の価格設定行動を挙げ、それぞれが改善を示していることを説明した。



日銀の強気スタンスは変わらず、追加緩和の手掛かりもなかったが、取り巻く環境は最近悪化しており、物価目標は非常に遠い。この状況をどうしのぐのか？追加緩和の是非という問題も絡み、日銀の政策運営が一段と注目される。筆者は引き続き、来年1月の追加緩和を予想している。



政策金利<sup>3</sup>の先行きに対する市場の見方を示すOIS（一定期間の無担保コール翌日物と固定金利を交換する金利スワップ）の9月末時点における利回り曲線を見ると、日本とユーロ圏については前月末からあまり変化はないものの、ともにやや右下がり化の傾向がみられる。世界経済の先行き不透明感が強まる中で、日本については日銀当座預金に対する付利の引き下げ、ユーロ圏についてはマイナス金利の拡大が一部織り込まれている可能性がある。米国の利回り曲線は、全体的にかなり下方シフトがみられる。9月の利上げが見送られたことにより、全体的に利上げが後ろ倒しになることが織り込まれた。曲線の傾きも若干緩やかになっており、利上げ開始後の利上げペース鈍化の見方が一部織り込まれた可能性がある。

### 3. 金融市場(9月)の動きと当面の予想

#### (10年国債利回り)

**9月の動き** 月初0.3%台後半からスタートし、月末は0.3%台半ばに。

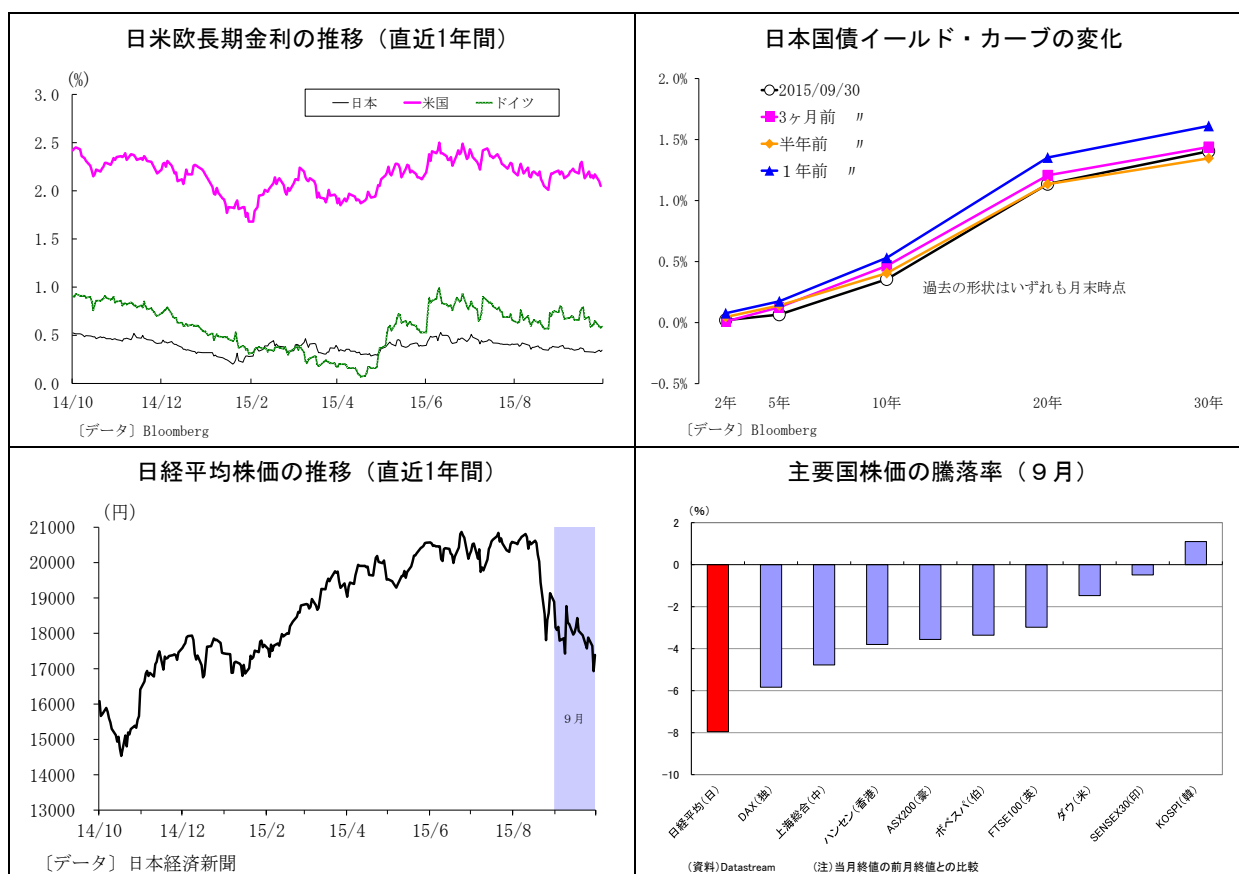
月初、0.3%台後半でスタートした後、高値警戒感や株価の持ち直しに伴って3日に0.4%を回復。しかし、翌4日には株価の下落でリスク回避姿勢が強まり、再び0.3%台後半に。その後も景気の不透明感などから金利はじわりと低下し、10日には0.3%台半ばへ。14日以降は、一旦やや水準を

<sup>3</sup> 日銀は2013年4月4日に金融政策の誘導目標を無担保コール翌日物からマネタリーベースへ変更したため、厳密には現在、日本の政策金利という概念は無くなっている。

切り上げたが、米利上げ見送りを受けた米金利低下圧力により、18日には0.3%台前半まで低下。以降も中国経済への懸念などを背景に金利の低迷が続いたが、月末は株価の持ち直しを受けてやや上昇、0.3%台半ばでの着地となった。

### 当面の予想

今月に入り、追加緩和観測などからやや低下、足元は再び0.3%台前半で推移している。今後も、中国不安や米利上げに対する不透明感から金融市場の警戒感が払拭されず、安全資産としての債券需要が強い状況が続く。従って、長期金利は0.3%台での低位推移を予想する。そうしたなかでの変動要因は米長期金利となる。年内利上げ観測の動きを受けた米金利の動きが、本邦長期金利の水準調整のカギとなる。ただし、大幅な米金利変動は当面見込まれず、影響は限定的に。



### (ドル円レート)

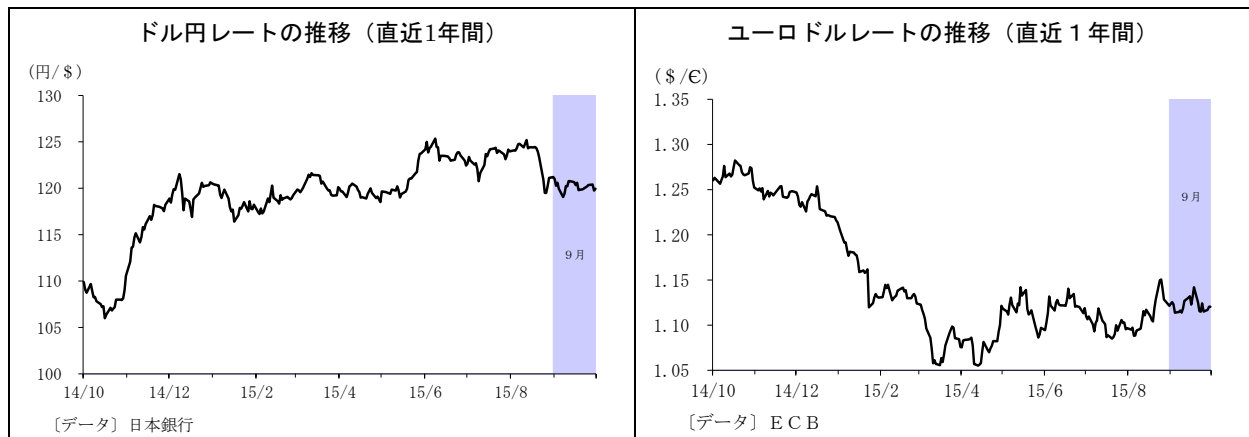
**9月の動き** 月初121円付近からスタートし、月末は120円近辺に。

月初、121円でスタートした後、低調な中国経済指標を受けたリスク回避の円買いにより、2日には120円台に。さらに、米雇用統計への警戒から4日には119円台へとドルが下落。その後、雇用統計結果は決め手を欠いたが、9日には中国政府の対策への期待が高まったことでリスク回避地合いが緩み、120円台を回復した。以後しばらくはFOMCを控えて動きが乏しく、120円台での推移が続いたが、利上げ見送りを受けたドル売りで、18日には120円を割り込む。月終盤は、米利上げと中国不安を睨んだ120円前後での一進一退となり、月末も120円近辺で終了。

### 当面の予想

今月に入ってからも、120円付近での推移が続いている。円安ドル高基調の再開には、米年内利上げ観測の高まりとリスク回避地合いの解消がともに必要だが、短期でこの条件が揃うことは見込めず。従って、ドル円は当面ボックス圏での動きの中で、経済指標等を材料に水準調整的な動きが

入るという展開を予想。ドル安方向よりはドル高方向への水準調整の可能性の方が高いと見ている。目先はやはり本日の米雇用統計が最大の注目点に。概ね良好な内容であれば、121 円台への回復も。



### (ユーロドルレート)

**9月の動き** 月初 1.12 ドル台前半からスタートし、月末も 1.12 ドル付近に。

月初に 1.12 ドル台前半でスタートした後、ECB 理事会を受けた ECB 量的緩和長期化観測を受けてユーロ安圧力が高まり、4日には 1.11 ドル台前半となる。その後は FOMC を控えた持ち高調整やリスク回避に伴うユーロキャリー取引の解消もあってユーロが上昇、14日には 1.13 ドルを付ける。その後一進一退となった後、米利上げ見送りを受けたドル売りにより、18日には 1.14 ドルに到達。しかし、その後、ユーロ圏の緩和観測が燻る中で FRB 当局者の利上げに前向きな発言などもあり、ユーロドルは再び水準を切り下げ、22日には 1.11 ドル台へ。月終盤はリスク回避姿勢が強まったことでユーロがやや買われ、1.12 ドル付近で終了。

### 当面の予想

先月末の物価指数下振れを受けた ECB 緩和期待によって、足元は 1.11 ドル台後半に低下している。先月から ECB の緩和観測がユーロの押し下げに働いているが、リスク回避に伴うユーロ買い(ユーロキャリーの巻き戻しなど)がそれを阻む構図になっていると考えられる。当面は両者のせめぎ合いで小動きが予想されるが、方向感としてはややユーロ安と見ている。目先の注目は、ドル円同様、本日の米雇用統計となる。

### 金利・為替予測表 (2015年10月2日現在)

		2015年		2016年		
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7
アメリカ	FFレート (期末)	0-0.25	0.50	0.50	0.75	1.00
	10年金利 (平均)	2.2	2.4	2.7	2.9	3.3
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
	10年金利 (ドイツ、平均)	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9
ドル円	(平均)	122	123	125	127	128
ユーロドル	(平均)	1.11	1.09	1.07	1.06	1.07
ユーロ円	(平均)	136	134	134	135	137

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保證するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。