

短観「借入金利の適温化」が改善持続支援

8年ぶりマイナス脱却、銀行打撃緩和で上昇幅は抑制

2017/12/18

12月の日銀短観は大企業・製造業の業況判断DIが+25と11年ぶりの高水準となる一方、「3カ月後予測－現況判断」の変化幅は－6となり、2014年以来の大幅マイナスという先行き不安感が示された。それでも大企業・全産業の借入金利水準判断DI（上昇－低下）は8年ぶりにマイナスから脱却し、過度な銀行打撃が緩和されるとともに、微妙な金利の先高感が資金調達や先行投資と期待インフレの修復を支援する。同時に過去の景気回復比ではまだ金利判断の上昇幅が抑制されており、業況改善基調を息の長いものにさせていく。

借入金利判断プラス回復、過去は景気と株価支援

「来年度の税制改正は早くも高所得者を中心に増税不満が出ており、来春までの予算案成立や来年9月の自民党総裁選にかけては、景気拡大の持続や（株式・不動産市場などの）資産価格に細心の注意を払った政策運営の緊張感は高まるだろう」――。

ある内閣府の経済担当関係者は、これから「衆院選での公約なき増税への批判」が高まった場合の対処策としてこのような見立てを行う。当座は来年2月前後の春闘に向けた賃上げ支援が重要な政権目標となるが、増税による政権批判と景気への打撃、来年初からの国会での野党攻勢を阻止するうえでも、「デフレ完全脱却と経済の好循環定着に全力を注ぐ」（同）姿勢に変わりはないという。

その中で12月の日銀短観は、改めて企業の業況改善と収益見通しに期待をつなぐものとなった。しかし、来年以降については、米国や中国などの循環回復ピークアウト懸念や円高警戒、人手不足と設備投資への慎重姿勢による供給制約などもあって、先行き慎重ムードが漂っている。実際に大企業・製造業の業況判断は+25に改善する一方、3カ月後の予測は+19となり、変化幅は－6と下方見通しになった。5期連続でのマイナスとなったほか、2014年3月以来の大幅マイナスとなっている。

一方、先行き踊り場減速のリスクはありながらも、業況改善の持続性に期待をつなぐのが「借入金利水準判断」の適温化だ。大企業・全産業ベースでは12月にゼロとなり（前回は－2）、実に2009年12月以来8年ぶりのマイナス脱却となってきた。昨年3月には日銀マイナス金利導入などで－31へと急低下し、金融機関への打撃や期待インフレへの悪影響、期待インフレ低下とリスク回避の円高を招く弊害を生んだ。現在も依然として水準自体は低いとはいえ、過去8年に比べると金融環境のバランスが健全化されてきた。

過去の長期マイナスからプラス転換の局面としては、2006年から2009年、1988年から1990年といった例があった。いずれも長期マイナスの期間に潜伏された金融緩和効果が、金利水準判断のプラス転換での正常化後に实际的な刺激効果を表出させている。金利水準判断の上昇は金利の先高感となって、資金調達や設備投資などのインセンティブを後押しさせ、同時進行で期待インフレも上昇した実績を有している。

もちろん、現在は日銀による緩和策の堅持や根深い低インフレもあって、金利の先高感には程遠い。それでも金利水準判断のマイナス脱却は、先行きの一段の金利低下期待による行動先送りなどの慢心、あるいはマイナス副作用拡大への不安感を後退させるものだ。

一方で日銀による出口戦略を含めた先行きの金利上昇警戒も、限定的となっている。過去の日銀短観での業況判断改善と景気回復、株価上昇の局面では、いずれも借入金利水準判断のプラス幅が急上昇してきた段階で反転悪化へと転じてきた。例えば2005年は+2のプラス回復から2007年の+44、1999年は+4回復から2000年の+50、1988年は+13回復から1990年の+84――といった急上昇で、いずれも引き締めブレーキが掛かっている。ひるがえって現在は12月によりやく中立のゼロに戻ってきた段階であり、金融環境面から派生するブレーキのリスクは尚早となっている。

上期に想定比ドル高確保、通期決算バッファに

マイナス金利などの弊害除去と期待インフレの修復を後押しさせる形で、短観では販売価格判断DI（上昇－下落）が上昇してきた。12月に大企業・製造業は+1となり（前回はゼロ）、2008年9月以来9年ぶりにプラス回復となっている。緩やかな価格転嫁の進捗を示すものだ。

しかも仕入価格は+18と前回の+14から上昇したものの、2008年9月時は原油高などで+55という大幅上昇となっていた。同期以外でも2007－2008年時は販売価格がプラス化になっていたが、仕入価格は当時の円安・資源高などで+40から+60近くに急上昇している。結果、当時の販売価格－仕入価格の採算性（マージン）は、－20から－30での大幅マイナスという悪化となっていた。

その意味で最新12月短観での「販売+1で仕入+18」という採算バランスは、実に1991年3月の「販売+1、仕入+26」以来の良好な組み合わせとなるものだ。当時の日銀試算による需給ギャップは+

5.67%のプラス状態が維持されていたが、おりしも直近データでは今年4-6月が+1.22%と3四半期連続でプラス化が定着しつつある。

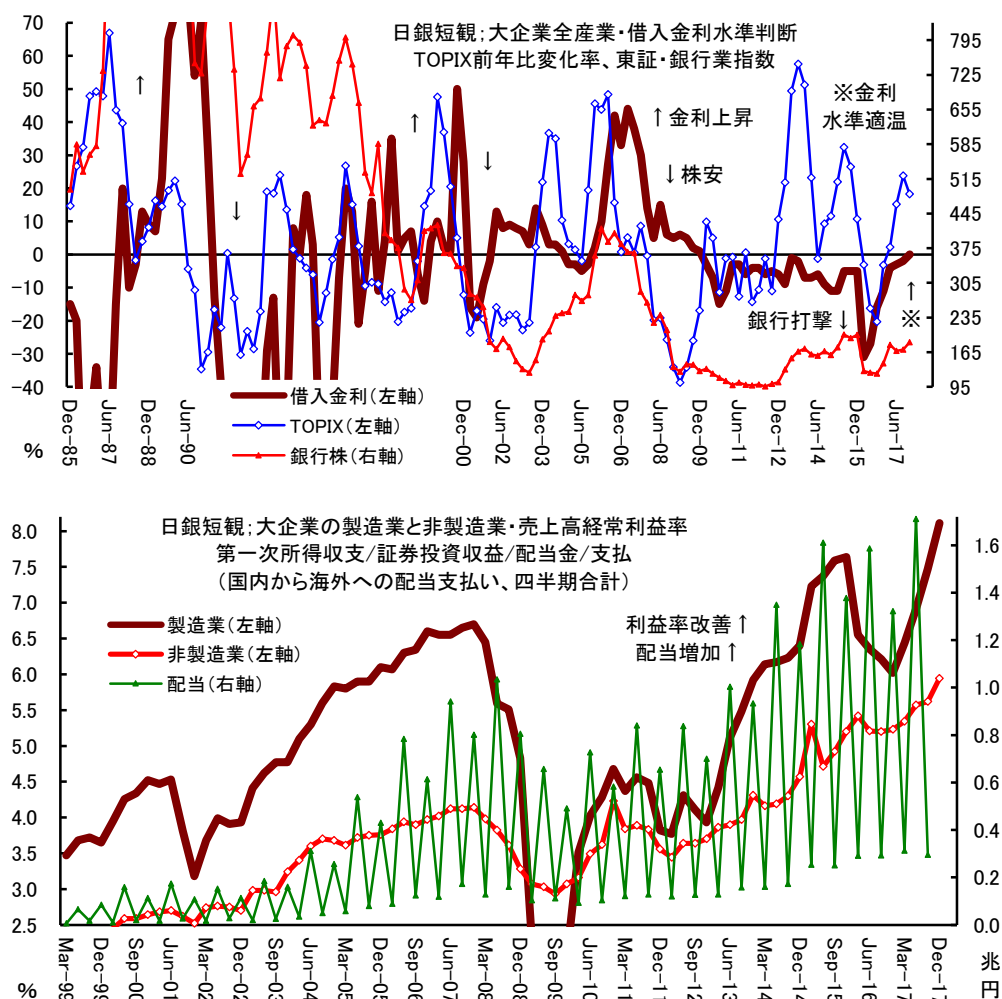
こうした販売価格の上昇と企業の採算改善もあり、短観では売上高経常利益率が高水準を維持させている。日本企業による株主還元策の強化とあいまって、来年度以降に向けた長期的な株式配当の増加トレンド固めを後押しさせていく。

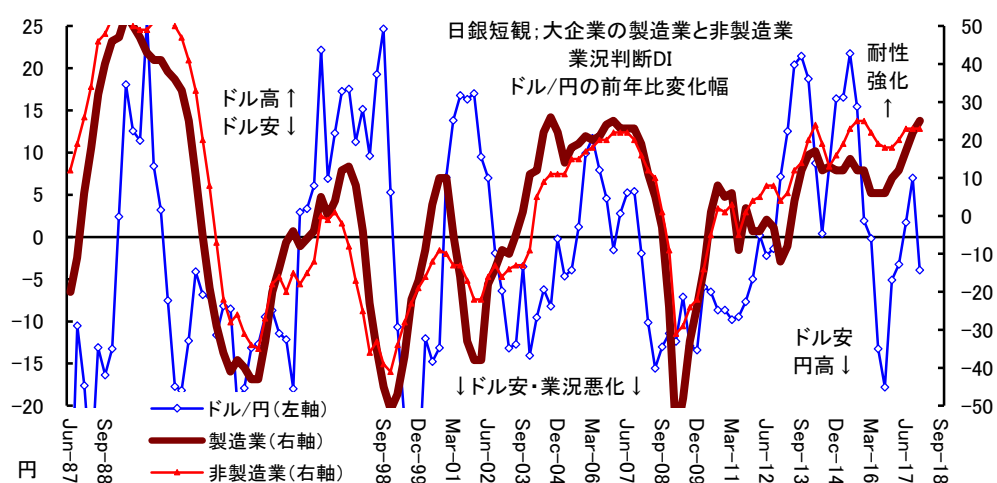
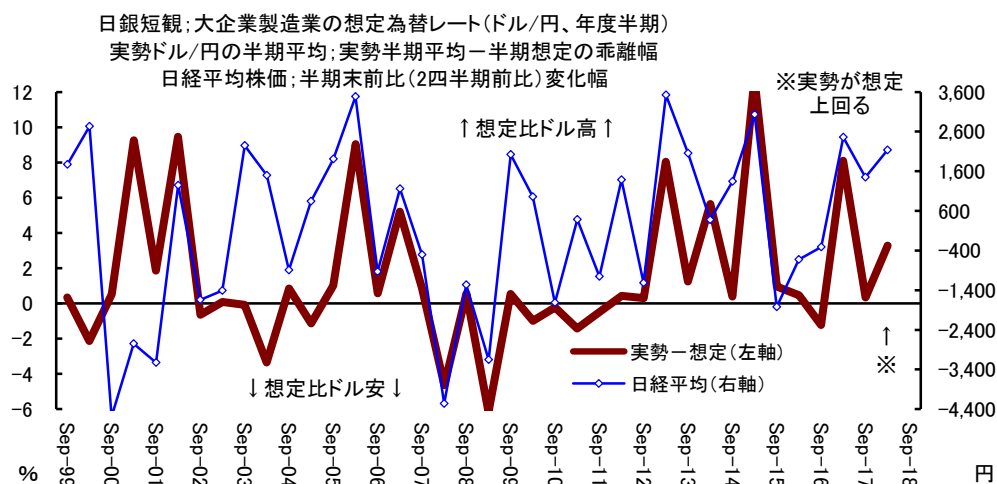
もちろん、現在は需給ギャップの改善でも、様々な供給制約が「成長の壁」として懸念されている。しかし、国内での需給ギャップ改善は、1990年代以降の長期低迷期と異なり、内需の逆風抵抗力を増強させている。内需の耐性強化が、世界経済の振幅や為替円高に対するバッファー増強へと寄与。同時に円高対策では日本企業による海外生産や現地での地産地消の定着、輸出品目のオンリーワンの高付加価値分野への絞り込みといった努力の成果が見られている。

実際、日銀短観の大企業・業況判断DIでは、非製

造業が2011年9月以降、製造業は2013年6月以降、連続でのプラス化が長期定着してきた。昨年は1ドル=100円割れのドル安・円高に見舞われたほか、今年は現在も含めて前年比ドル安（円高）の局面が見られているが、連続で+10から+20以上を堅持させている。

しかも12月の短観で大企業・製造業の想定為替レートは、年度通期が1ドル=110.18円、年度下期が109.66円と現状の実勢111-112円前後からドル安水準という余裕度が維持されている。年度上期は110.69円となっているが、実勢ドル/円は今年4-9月の平均で111円と固まっており、すでに年度上期は為替差益が確保された。過去実績として年度上期に想定レート比で為替差益のバッファーが確保された年度には、年度下期によほどの想定比ドル安が進まない限り、3月の年度末にかけて企業収益の下方修正リスクが抑制され、株高のトレンドが持続してきた実績を有している。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。