

短観、踊り場減速も再浮揚の余地

同友会調査は 7-9 月に修復、日米選挙後も反動期待

2018/6/29

7 月 2 日予定の 6 月日銀短観は大企業・製造業の業況判断 DI が +22 前後と前回の +24 から低下し、2012 年 12 月以来となる 2 期連続悪化が見込まれる。貿易戦争懸念や世界減速リスク、ドル安・ユーロ安・人民元安・円高警戒の持続などもあって、改めて踊り場減速入りが意識されやすい。ただし、経済同友会調査の売上高や経常利益見通しでは、4-6 月の低迷を経て 7-9 月に小幅な修復が見込まれている。年後半には 9 月の自民党総裁選、11 月の米国・中間選挙のあとに反動回復の余地も残されている。

業況判断 +20 は維持、過去は前年比で株高持続

「日本の製造業は海外展開の進展に伴い、これまで企業収益を支えていた『貿易による稼ぎ』から『投資による稼ぎ』に振り替わっている」、「海外生産の定着や輸出産品の高付加価値化などにより、為替変動は輸出数量に殆ど影響を与えなくなってきた」、「所得収支は黒字構造がより安定化し、貿易収支の変動を吸収できる規模が定着している」――。

財務省の関税・外国為替等審議会・外国為替等分科会では 22 日、「経常収支の構造変化」に関してこのような分析が示された。過去比での円高や海外減速に対する耐性強化を示すものだ。さらに国内外でサービス分野の GDP 寄与度が大きくなるなか、日本では「産業財産権等使用料の海外からの受取が、海外移転などを背景に増加傾向にある」、「旅行収支は訪日外客数の急増で黒字幅を拡大させている」（同）ことで、サービス収支は長期赤字からの黒字転換が視界に入ってきた。

結果として現在は米国、中国、欧州などから悪材料が続出しても、日経平均株価は 2 万 2000 円前後、ドル/円は 108-110 円前後という「過去のリスク回避局面比」で安定感を保っている。日銀の黒田東彦総裁は 20 日、ポルトガルでの各国中銀幹部との会合で「国民の中に根付いたデフレ心理は非常に強固なもので、完全な解消には時間がかかる」と改めて苦労を口にしたが、日本企業の耐性強化と現状段階での円高・株安の抑制は、漸進的に岩盤デフレ心理の解凍につながるものだ。

その中で 7 月 2 日には 6 月の日銀短観が公表される。現状では大企業・製造業の業況判断 DI が +22 前後と前回の +24 から低下し、2012 年 12 月以来となる 2 期連続悪化が見込まれる。貿易戦争や欧州と中国を始めとした新興国などの世界減速、資源・素材価格の上昇、スマートフォンなどのハイテク特需一服、人手不足と人件費上昇、潜在的なドル安・ユーロ安・人民元安・円高圧力――といった複合リス

クにより、改めて踊り場減速入りが意識されやすい。

それでも業況判断が +20 という高水準を維持できると、2007 年 9 月以来の 4 期連続となるものだ。過去実績として +20 前後の継続的維持は、1988-1991 年、2004-2007 年といった僅かな例しかない。いずれも +20 超え局面では、日経平均株価の前年比変化幅（当年の四半期中・安値-前年の四半期中・高値）がプラス傾向を維持させている。今後の場合、昨年 7 月以降の四半期・高値は 2 万 0481 円から 2 万 3382 円となっており、年後半にかけて同レベルが安値水準となる下限切り上がりが意識されよう。

しかも、短観と相関性の高い経済同友会調査の「景気定観測アンケート調査（会員企業対象）」では、6 月上旬調査ながらも「製造業の売上高」で先行きの増収増加が示された。合計回答に占める増収見込みの比率は、1-3 月の 67.6%から 4-6 月は 70.1%、7-9 月は 76.1%と拡大している。「製造業の経常利益」でも増益見込み回答率が、1-3 月の 47.9%から 4-6 月は 44.8%に減少したあと、7-9 月は 49.3%と再増加していく結果となった。

金融・保険のサービス価格、局地分野では上昇

もちろん、こうした見込みは米トランプ政権による通商圧力など次第で、吹き飛ばされる危うさをはらむ。しかし、通商圧力の攻勢はあくまでも 11 月の中間選挙対策という色合いが強く、日本では 9 月に自民党総裁選が終了することもある。日米選挙後の年後半には日本企業の業況判断が反動回復していく余地が残されている。

6 月の日銀短観では、設備投資計画の底堅さへの期待感も強い。昨年度までの連続増益を受けた財務余裕や株式価値向上圧力などもあり、人手不足対策や米国の保護主義などに対処できる生産性向上、次世代成長に向けた IT・FA・AI（情報技術、自動化、人工知能）などへの設備投資拡大が想定される。

同友会調査でも「今年度の設備投資の前年度比」は、増額との回答率が全産業ベースで昨年 12 月調査の 46.3%から今年 3 月の 52.3%を経て、6 月は 52.8%へと増加してきた。非製造業に限ると、昨年 12 月の 43.4%から 6 月は 51.4%へと急増している。

同友会アンケート調査での「企業の持続的成長に向けた取り組み」項目では、「稼ぐ力を高めるための無形資産投資」に関して、「基幹システムの抜本的変更による経営効率の向上」、「AI、RPA（ルールエンジン・機械学習・人工知能などの活用）投資による高付加価値化と省力化」、「Society 5.0 の実装・実現に向けたソリューション力の強化」、「三次元造形等

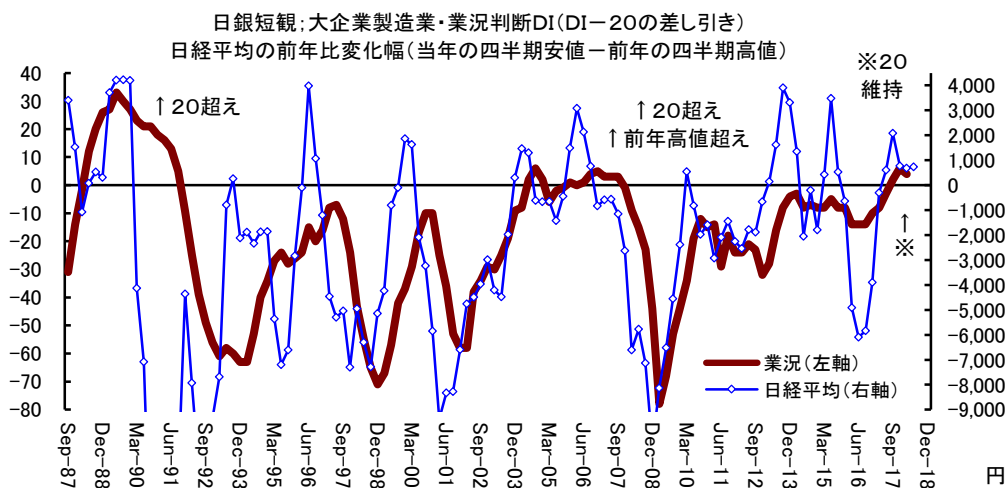
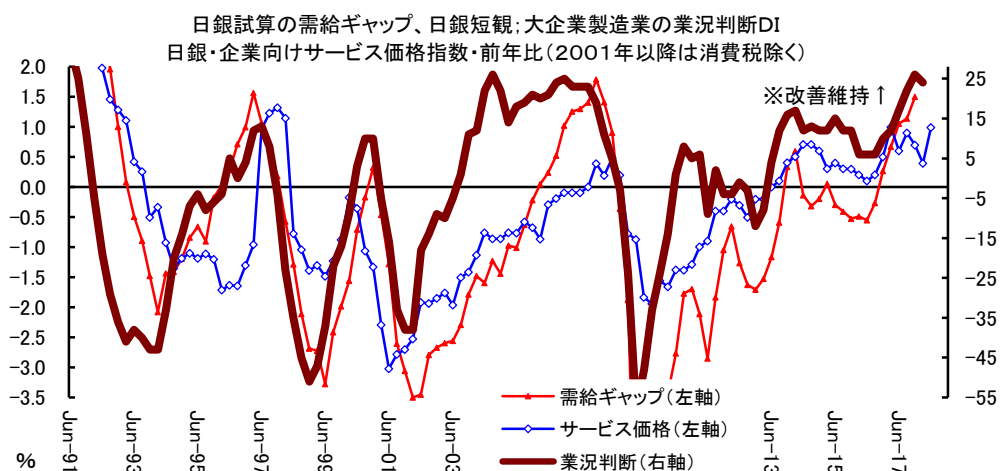
を実現し、産業革新、再生医療等の社会課題の解決を目指す基礎的研究開発投資」、「ライフ&ヘルス分野への先行投資」、「第4次産業革命がもたらすであろう事業構造革命（モノ売り→コト売りなど）に的確に対応しうる技術力・ソリューション力を獲得するための投資」——といった具体的な回答が寄せられている。

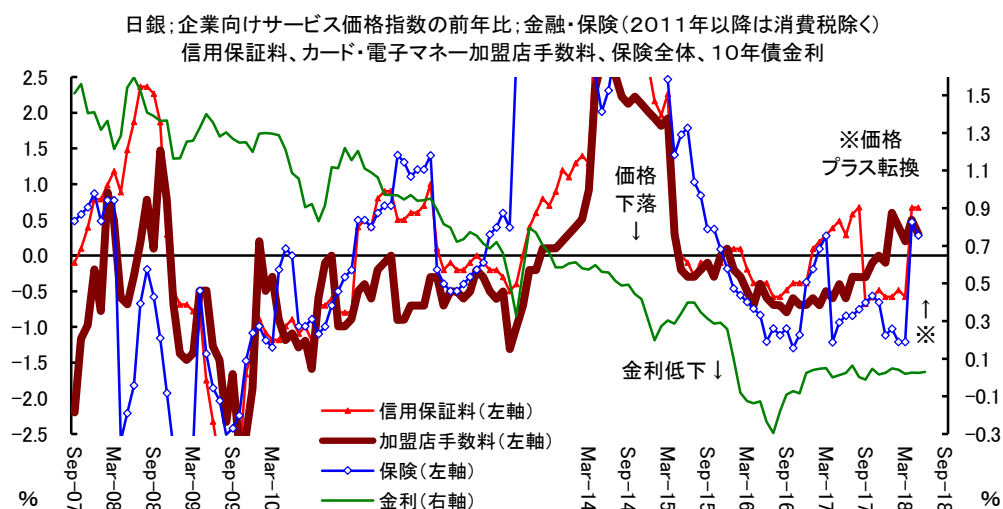
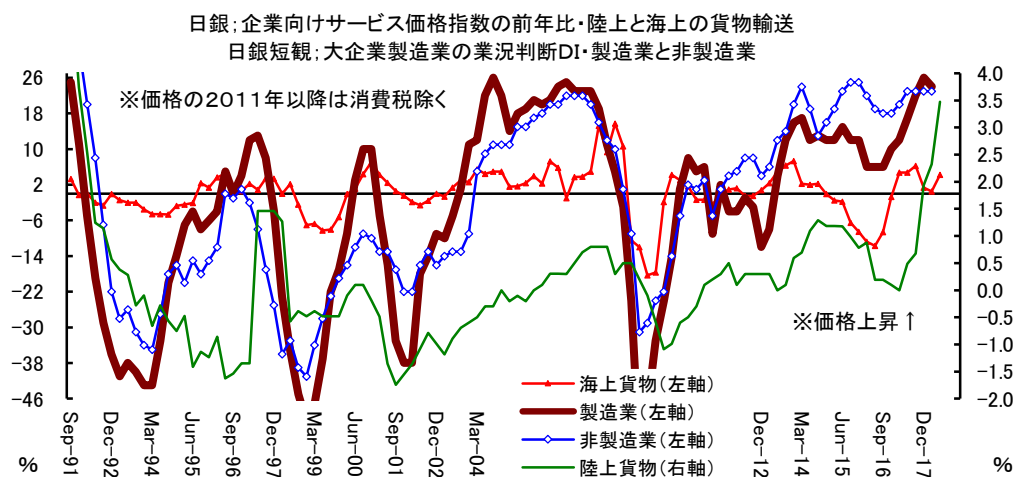
また、日銀短観の踊り場減速の度合い・期間を軽減させるのが、国内での需給ギャップ改善と実質金利低下の同時進行だ。1990年代以降では初めての持続的な定着となっている。26日には需給ギャップと相関性の高い日銀・企業向けサービス価格指数が公表されたが、最新5月は前年比で+0.97%となり（前月は+0.96%）、2カ月連続でプラス幅を拡大させた。昨年9月の+0.88%を直近最高とした減速を経て、

今年3月の+0.48%で底入れと「先行踊り場脱却」に期待をつなぐものとなっている。

内訳では内需に関する「陸上貨物輸送」が前年比+3.47%（前月+2.32%）、外需に関する「海上貨物輸送」が+4.25%（+0.51%）と高い伸び率を堅持させた。過去の内外経済の減速比では、まだ深刻な警鐘シグナルは点滅していない。

一方で内需に関しては、日銀の低金利長期化と物価低迷などによる金融機関の体力低下が問題になっている。その中で5月のサービス価格指数では、金融のうちの信用保証料やカード・電子マネー加盟店手数料、保険全体などが価格上昇へと転換してきた。局地的には金利低下のマイナス影響よりも、プラス効果が上回り始めた分野も散見されている。





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。