マーケットの底流を読む

短観、需給ギャップと資金繰りの悪化制御

設備・雇用「余剰」未然抑止、負のデフレ連鎖回避

株式会社ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2020/10/5

9 月の日銀短観は先行き不安感を残す内容となったが、需給ギャップと資金繰りの悪化は抑制されている。需給ギャップは過去の景気悪化時における設備や雇用の大幅余剰化に対し、未然の抑止策や迅速な圧縮対応が進展してきた。資金繰りは日銀の機動的な資金供給や、危機前からの大企業による現預金保有の増大が下支え要因となっており、資金繰り難と企業の不安心理増大、デフレ、円高・株安激化の負の連鎖入りは水際回避されている。デフレ重症化の抑止は、緩やかな回復軌道固めの確度を高めていく。

携帯引き下げ、過去に黒田氏「実質所得と支出増」

「電話料金は以前の電電公社 1 社独占の時代から競争が導入されてきたが、極めて少ない会社の寡占状態にある。そのもとで決まってくる携帯電話料金について競争を刺激し、消費者にとって使い易い料金体系になることは、消費者の選択の余地を広げ、電話料金が下がることによって実質所得を引き上げ、その他の様々な消費支出を増やしてくれる」――。

かつて 2015 年に当時の安倍政権から携帯料金引き下げの圧力が高まってきた当時、日銀の黒田東彦総裁はこのような見解を示した（2015 年 9 月の政策会合後会見）。そのうえで「個々の物やサービスの価格について、より生産性の向上を図るとか、競争条件を整備する等によって引き下げ、消費者の選択の余地を拡大し、実質所得を増やすことは、物価 2%にもプラス要因となる」（黒田氏）という説明を行っている。

現在は菅新政権の発足を受けて、改めて携帯料金の引き下げが政治テーマになってきた。黒田氏が指摘する家計へのプラス効果は期待できるものの、現在はコロナ打撃の甚大さもあり、ネットアウトでマイナスのデフレ悪材料として警戒されている。

一方で最新 9 月の日銀短観ではデフレの一つの尺度である「販売価格判断（上昇－下落）」が、大企業製造業ベースで－8 となった。2018 年 9 月の＋7 を最高とした下落基調は続いているものの、8 期ぶりに前期比マイナスに歯止めが掛かっている。12 月の予測は－8 と横這い化しており、前回 6 月の－10 での底入れが示唆され始めた。短観の販売価格は、企業による価格転嫁力や採算性（マージン）、収益率などの参考となるものだ。

こうした販売価格の底入れ機運もあり、業況判断（良い－悪い）も 9 月は－27 と前回の－34 から改善した（前期比＋7）。12 月予測は－17 と 9 月の現状判断比＋10 が見込まれており、当座の底入れと最悪期の通過期待が高まってきた。

企業による業況判断の上向き化モメンタムを示す「前期比プラス化」や「予測－現状判断のプラス化」局面は、収益見通しの先行き改善につながりやすい。実際に過去には高確率で、翌四半期の 3 カ月後にかけての日本株の上昇につながってきた。

例えば現在と同じような大幅マイナスからの底入れケースとしては、リーマン・ショック後である 2009 年 3－6 月以降があった。当時の日経平均株価は四半期中の高値ベースで、2009 年 3 月期から 6 月期に＋845 円幅、6 月期から 9 月期に＋596 円幅という「3 カ月前比での上昇」が観測されている。

その他、過去の大幅マイナスからの底入れ後ケースでは、2002 年 3 月期に＋847 円幅、1994 年 6 月期に＋791 円幅といった株高実績が見られている。2016 年の短観悪化底入れ後には、同年 12 月期に＋2473 円幅といった大幅高のケースがあった。今後の今年 10－12 月の場合、前期 7－9 月の高値が 2 万 3622 円となっていた。最低「＋800 円」としても、年末にかけて 2 万 4400 円以上を目指す確率論は残されている。

販売価格下げ渋り、株底堅さと円高・デフレ抑制

しかも販売価格については今年 9 月が－8 に対し、過去の景気悪化時には 2016 年に－15、2009 年に－26、2002 年に－38、1995 年に－24 といった大幅マイナスへと崩落してきた。それが企業の収益悪化と消費喚起のための安売り競争を促したが、雇用や賃金の大幅削減へと作用。家計の衰弱化が企業に一段の安売り消耗戦を強いるという、負のデフレ連鎖パターンが繰り返されている。デフレは円高と株安の激化につながり、企業心理の悪化に拍車を掛ける負の共振ループも加速されている。

その点、未曽有のコロナ危機下での「今年 9 月の－8」という下げ渋りは、負のデフレ連鎖入り回避を支援するものだ。デフレ重症化の抑止は来年にかけて、低空飛行ながらも緩やかな回復軌道固めを支援していく。その流れは現在の日本株の底堅さを持続延命させ、リスク回避の抑制が過度な円高とデフレの阻止につながる好連鎖を生むことにもなる。

販売価格の耐性増強については、日本での需給ギャップの構造的な改善基調が影響している。同時に企業の経営と財務面では、景気悪化でも金融システムや資金繰り環境が底堅さを維持させたままだ。

資金繰りは日銀の機動的な資金供給対応や、危機前からの大企業による現預金保有の増大が下支え要因となっている。9 月短観の大企業全産業ベースで

「資金繰り判断（楽である－苦しい）」は＋10 となり、前回と同水準でプラスの改善基調を保った。過去の苦境期である 2009 年の－4 や 1998 年の－6 などに比べると、資金繰り環境が逼迫化していない。

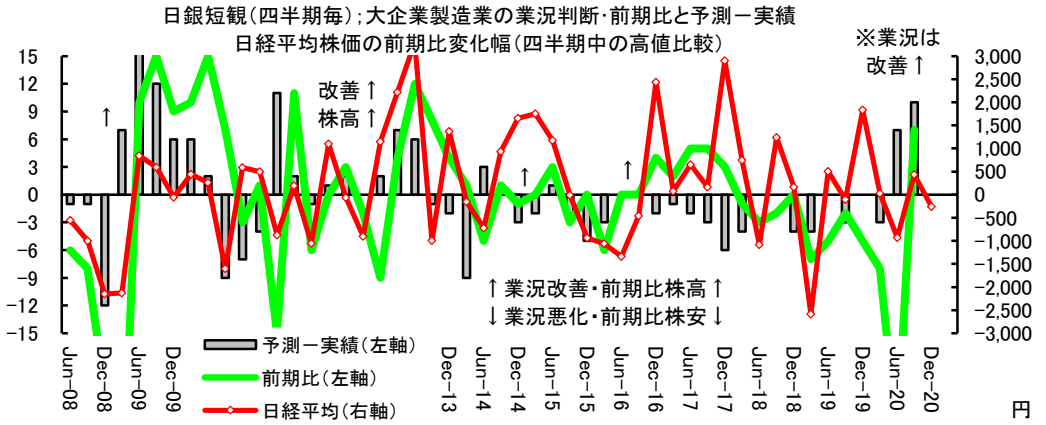
需給ギャップの構造的な改善については 1990 年代以降の過剰設備や過剰雇用の教訓のほか、1）国際的な地産地消化を含めた海外移転定着と国内での設備投資抑制、2）国内設備の高付加価値・高採算分野への絞り込み、3）IT や AI などの普及進化による設備投資計画の精緻化と誤算抑制、4）団塊世代の退職などによる労働人口の減少、5）非正規社員活用などの労働市場弾力化――といった要因がある。現在は設備や雇用の「余剰」未然抑止策が進展してきた。

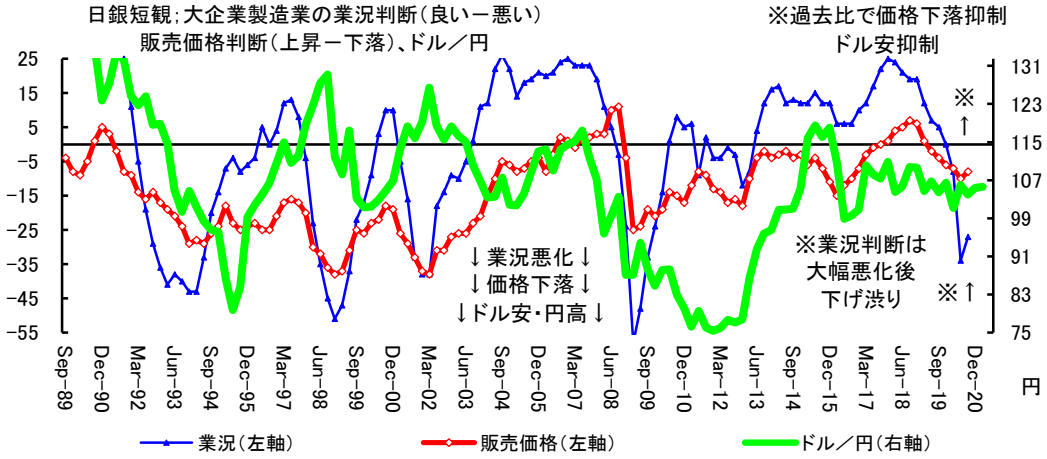
コロナ影響により、非製造業分野や非正規労働者は打撃が大きいものの、良くも悪くもながら製造業は過去比で下振れショック度合いが抑制されている。

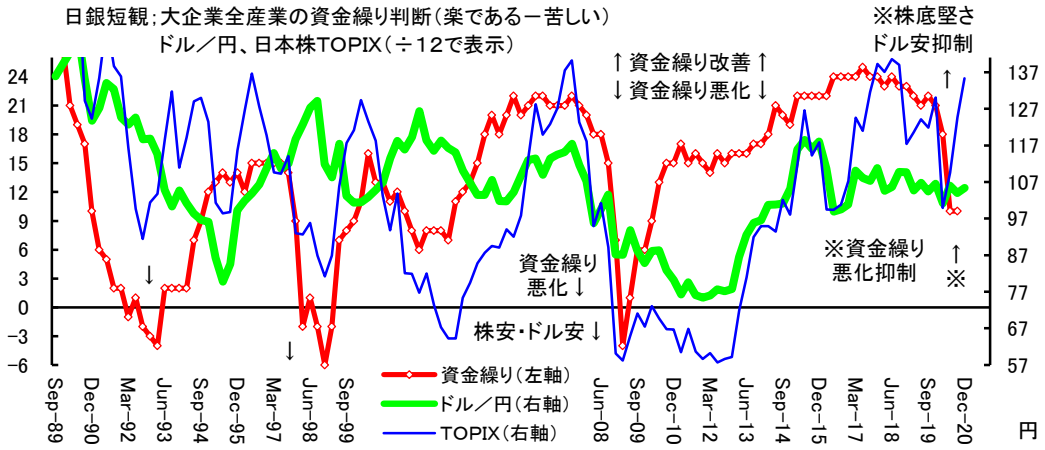
最新 9 月の短観の全規模全産業ベースでは、需給ギャップに関係する「生産用設備判断（過剰－不足）」が＋6 となった。過去 2 期の＋8 から過剰超過が低下となり、2017 年 12 月以来の前期比低下に改善している。まさに設備余剰の抑制を示すものだ。過去の景気悪化時には、2009 年に＋21、2002 年に＋18、1999 年に＋17 へとプラス拡大の設備余剰が加速された。いずれもデフレ深化と円高・株安の負のスパイラルを助長させる一因となっている。

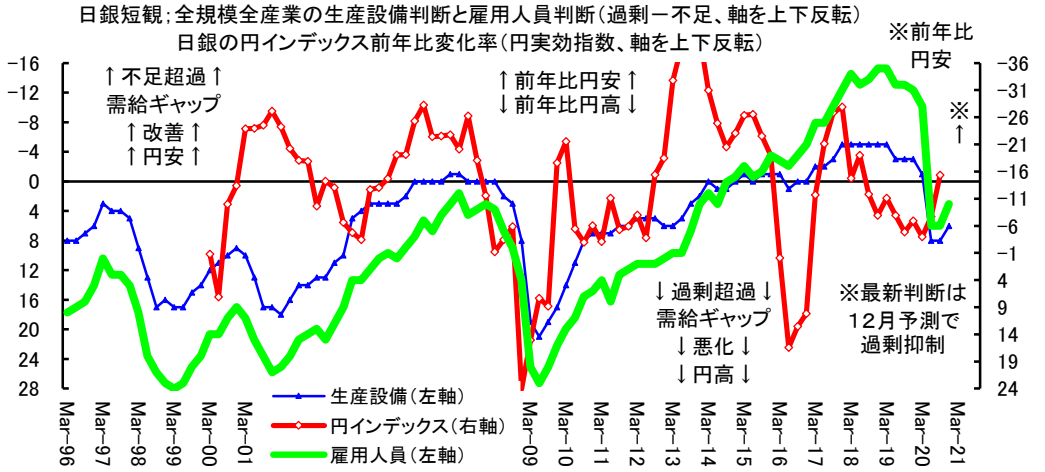
やはり需給ギャップに関係する「雇用人員判断（過剰－不足）」も、9 月は－10 と過去 2 期の－6 から不足超過へ上昇改善となった。過去の景気悪化時には、2009 年に＋23、2001 年に＋21、1999 年に＋24 へと余剰雇用が拡大。それが人員・賃金の削減と家計打撃、将来不安の拡大、デフレと円高・株安を深化させてきた経緯がある。

その点、現在の「過剰な設備と雇用の抑制」という環境は、現状段階からの負のデフレ連鎖入り阻止と、内外でのコロナ打撃の緩和に即した景気の反動改善を後押しさせていく。









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。