

# Weekly エコノミスト・レター

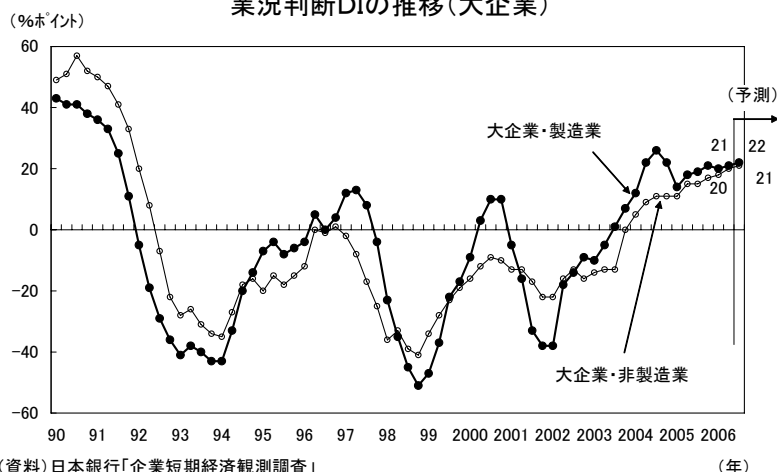
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 短観速報～ゼロ金利解除の可能性高まる

### <6月短観～設備投資の上振れリスク高まる>

1. 業況判断 DI は大企業・製造業で 21 (前回 3 月調査 20) と 2 期ぶりに改善した。大企業・非製造業は 20 (前回 3 月調査 18) と 3 期連続で改善した。先行きについては、製造業、非製造業ともに 1 ポイントの改善が見込まれている。
2. 注目されていた 2006 年度設備投資計画は、全規模・全産業で前回調査の前年度比▲1.3% から+6.2%へと大幅に上方修正された。これは昨年 6 月調査時点の 5.4% (2005 年度計画) を上回る伸びで、日銀が景気の上振れ要因として挙げていた設備投資の行き過ぎが顕在化してきたと考えられる。
3. また、需給ギャップの代理変数とされる「短観加重判断 D.I.」(設備・雇用 DI を加重平均して算出) は、2005 年 9 月調査以降、4 期連続でマイナス (需給ギャップの需要超過を意味する) となり、物価上昇圧力が強い状態が続いている。
4. 経済のファンダメンタルズからはゼロ金利解除の条件は整ったと判断することができる。株価の急落、円高の急進といった金融市場の混乱などがなければ、次回 (7 月 13,14 日) の日銀金融政策決定会合でゼロ金利政策が解除される可能性が高いだろう。

業況判断DIの推移(大企業)



シニアエコノミスト 齋藤 太郎 (さいとう たろう) (03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp  
 ニッセイ基礎研究所 経済調査部門 〒102-0073 東京都千代田区九段北 4-1-7 TEL : (03)3512-1884  
 ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

## ＜6月短観～設備投資の上振れリスク高まる＞

### ●設備投資計画が大幅上方修正

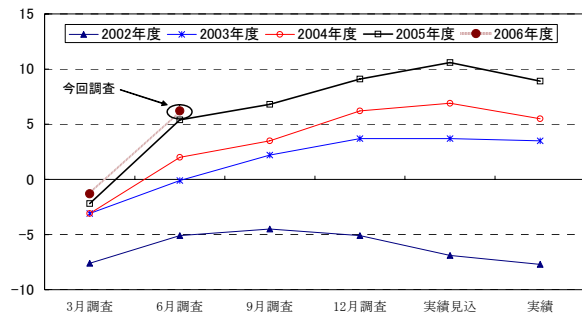
本日（7/3）発表された日銀短観6月調査によると、業況判断DIは大企業・製造業でプラス21（前回調査20）と2期ぶりに改善した。大企業・非製造業はプラス20（前回調査18）と3期連続で改善した。先行きについては、製造業がプラス22、非製造業はプラス21とともに1ポイントの改善が見込まれている。

内外需の底堅さを背景として企業の景況感は緩やかな改善傾向が続いている。調査期間中に一時株安が進んだが、経営者の景況感に大きな影響はなかったものと見られる。

注目されていた2006年度設備投資計画は、全規模・全産業で前回調査の前年度比▲1.3%から+6.2%へと大幅に上方修正された。これは昨年6月調査時点の5.4%（2005年度計画）を上回る伸びで、日銀が景気の上振れ要因として挙げていた設備投資の行き過ぎが顕在化してきたと考えられる。

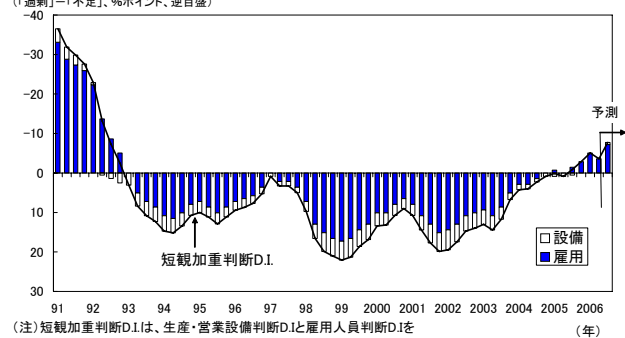
また、雇用判断DIの不足超過が続き、設備判断DIが前期に続きゼロとなったことから、需給ギャップの代理変数とされる「短観加重判断D.I.」（設備・雇用DIを加重平均して算出）は、2005年9月調査以降、4期連続でマイナス（需給ギャップの需要超過を意味する）となった。先行きは雇用・設備判断ともに不足超過幅の拡大が見込まれている。

（前年度比、%） 設備投資計画の修正状況（全規模・全産業）



（資料）日本銀行「企業短期経済観測調査」

短観加重判断D.I.の推移



（注）短観加重判断D.I.は、生産・営業設備判断D.I.と雇用人員判断D.I.を資本・労働分配率（90～04年度平均）で加重平均したものの

先週末に公表された5月の全国CPI（生鮮食品を除く総合）は前年同月比0.6%と、前月よりも上昇幅が0.1%ポイント拡大し、4月末公表の展望レポートにおける日銀政策委員の2006年度見通し（平均）と並んだ。今後、需給環境の改善に伴い上昇率はさらに拡大していく可能性が高いことを踏まえると、物価動向は日銀の標準シナリオからはやや上振れしているものと考えられる。

最近の経済・物価動向、本日公表された短観の結果からすれば、経済のファンダメンタルズからはゼロ金利解除の条件は整ったと判断することができる。株価の急落、円高の急進といった金融市場の混乱などがなければ、次回（7月13,14日）の日銀金融政策決定会合でゼロ金利政策が解除される可能性が高いだろう。

## ●業況判断DI

業況判断DIを業種別に見ると、大企業・製造業では、輸出が好調な一般機械、電気機械が改善した（前回比+7、+3）が、交易条件の悪化、在庫の積み上がりが見られる鉄鋼が悪化した（前回比▲10）。

大企業・非製造業では、天候不順の影響から個人消費がややもたついていることを反映し、小売、対個人サービスが若干悪化した（前回比ともに▲2）が、情報サービス、飲食店・宿泊が大幅に改善した（それぞれ+10、+18）

### 業況判断DI

（「良い」-「悪い」・%ポイント）

		2006年3月調査		2006年6月調査			
		最近	先行き	最近	先行き		変化幅
					変化幅	変化幅	
大企業	製造業	20	22	21	1	22	1
	非製造業	18	19	20	2	21	1
	全産業	20	20	20	0	21	1
中堅企業	製造業	12	12	13	1	13	0
	非製造業	3	5	4	1	6	2
	全産業	7	8	8	1	9	1
中小企業	製造業	7	9	7	0	7	0
	非製造業	-9	-8	-6	3	-9	-3
	全産業	-3	-2	-2	1	-4	-2

（注）「最近」の変化幅は、前回調査の「最近」との対比。  
「先行き」の変化幅は、今回調査の「最近」との対比。

## ●売上・利益、雇用

2006年度の売上高計画は、全規模・全産業で前年度比2.2%と前回調査から1.2%上方修正されたが、2005年度の4.8%からは伸びが鈍化する計画となっている。大企業・製造業の輸出が前回調査から6.0%の大幅上方修正となり、前年度比5.2%と国内向けの1.7%を大きく上回っている。

売上高経常利益率（全規模・全産業）は、3.98%で、2005年度の4.01%から若干悪化する見通しとなった。非製造業では利益率の改善が続いているものの、原材料価格上昇の影響で、製造業では利益率が悪化する見通しとなっている。

2006年度の経常利益計画は、全規模・全産業で前回調査から2.7%上方修正され、前年度比1.5%となった。2005年度の実績値が上方修正されたこともあり、伸び率としては前回調査の4.4%から低下した。製造業では、大企業が前年度比▲0.3%と減益計画、全規模でも前年度比0.5%と、2005年度の二桁増益からほぼ横這いへと増益率は大きく鈍化している。

このところ、収益に関する企業の計画が慎重となっていることもあるが、原材料コストの上昇、人件費の上昇に伴い、これまで企業収益の増加に大きく寄与してきた利益率の改善傾向が頭打ちとなっていることは事実である。このことが今後も企業収益の圧迫要因となる可能性が高いことには注意が必要である。

大企業・製造業の事業計画の前提となっている2006年度の想定為替レートは、111.09円/ドルで、前回調査の110.60円から若干の円安となった。5月中旬に一時110円を割り込む水準まで円

高が進んだ為替レートは、6月下旬にかけて110円台後半まで円安が進んだ。6/29のFOMC後には米金利先高感の後退から円高が進んだが、現時点(7/3、10:00現在)で114円台前半となっており、短観の想定レート、「企業行動に関するアンケート調査」(内閣府)の輸出企業の採算レート104.5円よりも円安水準にある。現状程度の為替レートが続けば、企業収益が今後上方修正される余地はあるだろう。

売上高計画

		2005年度		2006年度(計画)		上期(計画)		下期(計画)	
			修正率		修正率		修正率		修正率
大企業	製造業	6.7	0.8	2.6	0.8	3.9	0.8	1.4	0.9
	国内	5.1	0.0	1.7	-0.9	2.8	-0.8	0.7	-1.1
	輸出	11.7	3.1	5.2	6.0	7.3	5.4	3.3	6.6
	非製造業	6.1	1.7	2.0	2.0	2.9	1.3	1.3	2.6
	全産業	6.4	1.3	2.2	1.5	3.3	1.1	1.3	1.9
中堅企業	製造業	3.6	0.7	5.3	3.0	5.7	2.4	5.0	3.5
	非製造業	1.8	0.5	3.6	1.0	4.1	1.0	3.3	0.9
	全産業	2.3	0.6	4.1	1.5	4.5	1.4	3.7	1.6
中小企業	製造業	5.6	1.0	1.8	0.9	3.0	0.9	0.6	0.9
	非製造業	2.9	0.3	0.6	0.3	1.5	0.3	-0.2	0.3
	全産業	3.5	0.4	0.8	0.4	1.8	0.4	0.0	0.4
全規模	製造業	6.1	0.8	2.9	1.2	4.0	1.0	1.8	1.3
	非製造業	4.2	1.0	1.9	1.3	2.7	0.9	1.2	1.5
	全産業	4.8	0.9	2.2	1.2	3.1	1.0	1.4	1.5

(注)修正率は、前回調査との対比。

経常利益計画

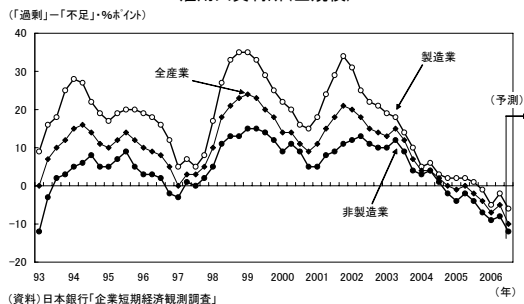
		2005年度		2006年度(計画)		上期(計画)		下期(計画)	
			修正率		修正率		修正率		修正率
大企業	製造業	16.5	7.0	-0.3	4.6	-6.0	-3.9	4.6	12.4
	素材業種	16.8	5.1	-7.7	-1.9	-15.8	-10.2	1.0	7.0
	加工業種	16.3	8.4	4.7	8.9	2.1	0.9	6.8	15.6
	非製造業	10.0	5.7	2.1	4.7	-0.4	0.0	4.7	9.6
	全産業	13.3	6.4	0.8	4.6	-3.2	-2.0	4.7	11.1
中堅企業	製造業	9.4	3.1	4.3	1.4	-1.2	-1.2	8.9	3.5
	非製造業	12.4	2.3	4.5	1.5	-0.9	-0.7	8.3	2.9
	全産業	11.3	2.6	4.4	1.5	-1.0	-0.9	8.5	3.1
中小企業	製造業	8.4	4.4	2.3	-3.7	4.0	-3.1	0.9	-4.3
	非製造業	9.7	5.7	1.1	-2.7	8.0	-6.5	-2.9	0.0
	全産業	9.3	5.3	1.5	-3.0	6.6	-5.4	-1.9	-1.2
全規模	製造業	14.6	6.3	0.5	3.1	-4.3	-3.5	4.7	9.1
	非製造業	10.3	5.1	2.3	2.3	1.1	-1.5	3.3	5.7
	全産業	12.3	5.6	1.5	2.7	-1.4	-2.4	3.9	7.2

(注)修正率は、前回調査との対比。

雇用に関する項目では、雇用人員判断DI(「過剰」-「不足」)は全規模・全産業で▲5(前回調査▲7)と人手不足感が若干和らいだ。大企業では人手不足感が高まったが、中小企業で人手不足感が若干弱まった。先行きは▲10と、企業規模にかかわらず不足超過幅が拡大する見通しとなっている。2006年3月末時点の雇用者数は全規模・全産業で前年同期比1.3%となった。

また、年に2度(6月、12月調査)調査される新卒採用計画(全規模・全産業)では、2006年度の前年度比10.9%に続き、2007年度も4.5%と4年連続の増加計画となっている。景気回復の長期化や団塊世代の大量退職への対応が企業の採用意欲を大きく高める要因になっている。

雇用人員判断(全規模)



(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

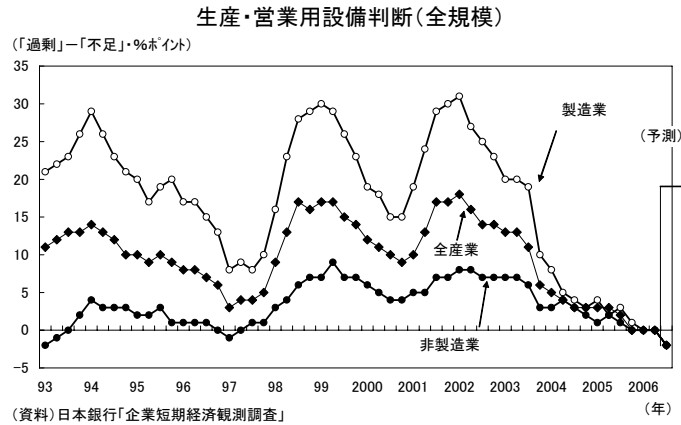
新卒採用計画(全産業)

	2005年度		2006年度(計画)		2007年度(計画)
		修正率		修正率	
大企業	15.3	-0.2	14.4	1.7	8.2
中堅企業	10.4	0.4	10.4	6.1	-0.3
中小企業	3.1	-0.7	8.3	-0.6	4.0
全規模	8.8	-0.3	10.9	1.8	4.5

(注)修正率は、前回調査との対比。6、12月調査のみ。

## ●設備投資

生産・営業用設備判断 DI（「過剰」－「不足」）は、全規模・製造業、全規模・非製造業ともに 0（前回調査もともに 0）となった。先行きは製造業、非製造業ともに▲2 と、不足超過が見込まれている。

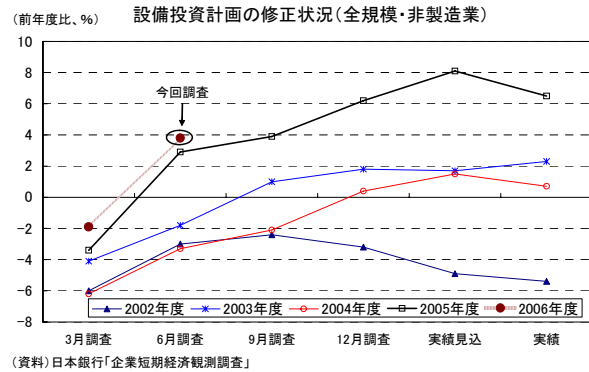
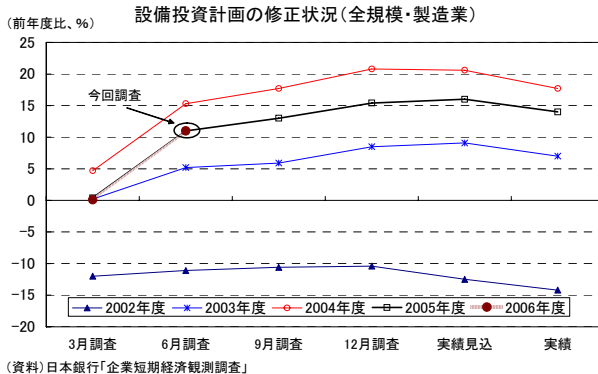


2006 年度の設備投資計画（含む土地投資額）は、全規模・全産業で前回調査の前年度比▲1.3% から同 6.2%へ大幅に上方修正された。昨年 6 月調査との比較では、全規模・製造業は昨年度と同じ伸び、全規模・非製造業は昨年度の伸びを上回り、今回の回復局面では最も高い伸びとなった（6 月調査時点）。設備投資の回復が、製造業から非製造業への裾野の広がりを伴ったものになっていることを示している。

### 設備投資計画(含む土地投資額)

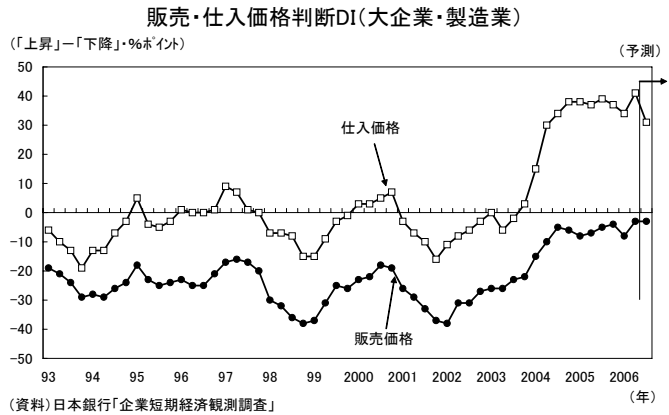
		2005年度		2006年度 (計画)					
			修正率		上期 (計画)		下期 (計画)		修正率
大企業	製造業	13.9	-2.6	16.4	8.2	25.3	10.0	8.8	6.4
	非製造業	3.8	-2.9	8.9	4.1	14.3	4.2	4.6	4.0
	全産業	7.2	-2.8	11.6	5.6	18.3	6.3	6.0	4.9
中小企業	製造業	8.0	0.4	-1.3	16.3	0.1	8.1	-2.6	25.5
	非製造業	11.7	2.6	-14.6	5.1	-6.5	4.9	-22.3	5.4
	全産業	10.7	2.0	-11.0	8.2	-4.7	5.8	-17.1	10.9
全規模	製造業	14.0	-1.7	11.0	9.0	20.4	9.5	2.8	8.5
	非製造業	6.5	-1.4	3.8	4.3	10.7	4.4	-2.0	4.2
	全産業	8.9	-1.5	6.2	5.9	14.0	6.1	-0.4	5.6

(注) 修正率は、前回調査との対比。



## ● 価格判断

大企業・製造業の仕入価格判断 DI（「上昇」－「下落」）は 7 ポイント上昇の 41（価格上昇超過）、販売価格判断 DI は 5 ポイント上昇のマイナス 3 となり、仕入れ価格の上昇が販売価格の上昇を上回った。引き続き、交易条件の悪化が企業収益を圧迫する要因となっているため、企業収益の先行きは慎重に見る必要があるだろう。



## ● 借入金利水準判断

借入金利水準判断 DI（「上昇」－「低下」）は全規模・全産業で 14 ポイント上昇し 20 となった。先行きは 20 ポイント上昇の 40 と大幅な上昇が見込まれている。現時点では、実際の借入金利の上昇は限定的だが、ゼロ金利解除後には金利上昇テンポが高まる可能性があるため、今後の動きを注視する必要がある。

