

Weekly
エコノミスト・
レター

日銀短観(6月調査)予測

～大企業製造業の業況判断 D.I.は 12 改善の 4
を予想

経済調査部門 シニアエコノミスト 上野 剛志
TEL:03-3512-1870 E-mail: tueno@nli-research.co.jp

- 6月調査日銀短観では、注目度の高い大企業製造業で景況感の大幅な改善が示されそう。前回調査以降、日銀の異次元緩和に伴って円安が進行、海外では米経済が堅調に推移している。また、国内では株高による消費者マインド回復や昨年度補正予算執行に伴う公共事業の増加など、引き続き事業環境は改善している。従って、今回の景況感は一企業規模を問わず、製造業、非製造業ともに改善し、特に製造業の改善が相対的に大きくなるだろう。先行きについても、米国を中心とする海外経済の回復やアベノミクスへの期待から、さらなる景況感改善を予想する。
- 設備投資も幅広く上方修正されると見る。例年6月調査では上方修正となる傾向が非常に強い。ただし、伸び率の水準という点では、物足りなさが残るだろう。設備投資を積極的に積み増すには中長期の成長期待が改善することが不可欠だが、現時点ではその状況には至っていないと考えられるため。
- 今回注目されるのは直近の金融市場の混乱の影響だ。5月下旬まで順調に続いていた円安・株高基調が、以降はFRBによるQE3早期縮小観測などを背景に大きく崩れた。東日本大震災直後の短観において景況感の改善が示されたように、短観は直近の状況変化を織り込みにくいうえ、前回調査の想定為替レートが実勢よりもかなり円高水準に設定されていたため、今回の短観への影響は限定的と見ているが、大きく織り込まれれば期待はずれの結果になることもあり得る。また、アベノミクスの成功の大きなカギとなる設備投資計画や、企業のインフレ期待を示す販売価格判断の見通しも引き続き注目点となる。

(図表1) 日銀短観業況判断D.I.の予測表

業況判断		3月調査		6月調査(予測)	
		最近	先行き	最近	先行き
大企業	製造業	-8	-1	4	10
	非製造業	6	9	11	14
	全産業	-1	4	7	12
中堅企業	製造業	-14	-13	-7	-4
	非製造業	4	0	7	9
	全産業	-3	-5	1	4
中小企業	製造業	-19	-14	-13	-10
	非製造業	-8	-8	-6	-4
	全産業	-12	-11	-9	-6

6月短観：大企業製造業の景況感は大きく改善、先行きはさらに改善

（円安と景気回復が追い風に）

7月1日発表の6月調査日銀短観では、注目度の高い大企業製造業の業況判断D.I.が4と前回調査（3月）比で12ポイント上昇し、水準も7四半期ぶりにプラスに浮上と、景況感の大幅な改善が示されると予想する。大企業非製造業のD.I.は11（前环比5ポイント上昇）と引き続き景況感の改善を予想。

前回3月調査では、米中経済の回復やエコカー補助金終了の影響緩和、株高による消費者マインド回復、そして円安進行といった事業環境改善を受けて景況感が改善していた。ただし、事前の市場予想と比べるとやや弱めであり、中小・中堅企業製造業では悪化を示すなど、企業の慎重なスタンスもうかがわれる結果であった。

その後4月以降の事業環境は引き続き改善してきた。日銀による異次元緩和によって、5月下旬にかけてさらなる円安が進行。海外では欧州に加えて中国経済の低迷感も強まったものの、米経済が堅調に推移し、輸出は持ち直している。国内では株価上昇に伴う消費者マインド回復により高額品を中心とした消費が堅調に推移しているほか、昨年度補正予算の執行に伴って公共事業も増加しつつある。これらの結果、国内生産は持ち直している。円安に伴う原材料価格の上昇は懸念材料であったが、中国経済の低迷等を受けて4月以降の国際商品価格（ドル建て）は軟調となり、円安の悪影響が一部相殺された。従って、今回の景況感は大企業製造業、非製造業ともに改善し、特に環境改善度合いの大きい製造業の改善が相対的に大きくなるだろう。業種別では、製造業では自動車をはじめとする幅広い業種で大幅な改善が示され、非製造業ではアベノミクスの追い風を受けやすい不動産、建設、小売等の改善が全体を牽引する構図が予想される。

中小企業については、製造業が前环比6ポイント改善の▲13、非製造業が2ポイント改善の▲6と予想。大企業同様、製造業・非製造業ともに改善するが、相対的に輸出割合が低いため円安等のプラス影響を受けにくく、また大企業のサプライチェーンの川下に位置する企業への波及は遅れているとみられるため、景況感の改善幅は大企業に及ばないと考える。

先行きについても、米国を中心とする海外経済の回復やアベノミクスへの期待から、さらなる景況感改善を予想。通常、先行きに対して慎重になりがちな中小企業でも、今回は改善が示されると見る。

また、13年度設備投資計画も幅広く上方修正されると見る。GDP統計上の設備投資は13年1-3月期まで5四半期連続の前期比マイナスが続き、先行指標とされる4月の機械受注額（船舶・電力除く民需）も前月比▲8.8%と冴えない。ただし、例年6月調査では計画が固まってくることに伴って上方修正となる傾向が非常に強いうえ、事業環境と企業収益の改善がプラスに寄与することで、今後は持ち直しに転じると予想される。従って、13年度設備投資額（全規模全産業）は前年度比0.9%増と前回調査時点（同▲3.9%）から上方修正され、プラス圏に浮上すると見る。

ただし、伸び率の水準という点では、昨年度6月調査の4.0%（12年度計画）をかなり下回り、物足りなさが残るだろう。設備投資を積極的に積み増すには中長期の成長期待が改善することが不可欠だが、現時点ではその状況には至っていないと考えられるためだ。

(注目ポイント：直近の円高・株安の影響が表れるか)

今回注目されるのは直近の金融市場の混乱の影響だ。5月下旬まで順調に続いていた円高・株高基調が、以降はFRBによるQE3早期縮小観測などを背景に大きく崩れた。企業収益に特に影響が大きいドル円レートは一時約10円も円高に振れた。東日本大震災直後の短観において景況感の改善が示されたように、短観は直近の状況変化を織り込みにくいというえ、前回調査の想定為替レートが85.22円と実勢よりもかなり円高水準に設定されていたため、今回短観への影響は限定的と見ているが、大きく織り込まれれば期待はずれの結果になることもあり得る。

また、アベノミクスの成功の大きなカギとなる設備投資計画や、企業のインフレ期待を示す販売価格判断の見通しも引き続き注目点となる。

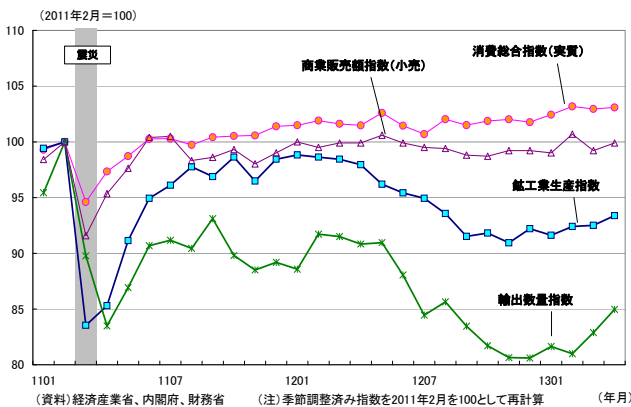
(日銀金融政策：シナリオの補強材料にはなるが)

今回の短観において、企業の現状・先行きの景況感改善が示されることは、「(先行きのわが国経済は)緩やかな回復経路に復していく」という日銀の回復シナリオを裏付ける一つの材料にはなるだろう。

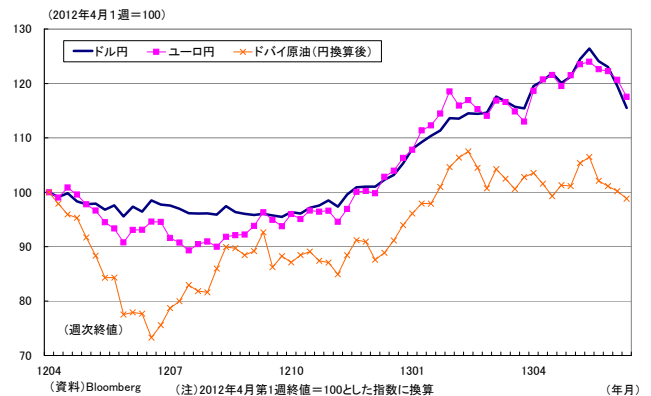
しかしながら、直近の金融市場の混乱を十分に反映していないとみられるうえ、そもそも展望レポートで示されている見通しは楽観的でハードルが高いという問題がある。

従って、展望レポートのシナリオと実態との間の乖離が目立つようになってくるに伴い、市場と政治からの追加緩和圧力が高まり、日銀は早ければ10月にも追加緩和をせざるを得なくなる可能性がある。

(図表2) 生産・輸出・消費の推移



(図表3) 為替レートと原油価格の推移

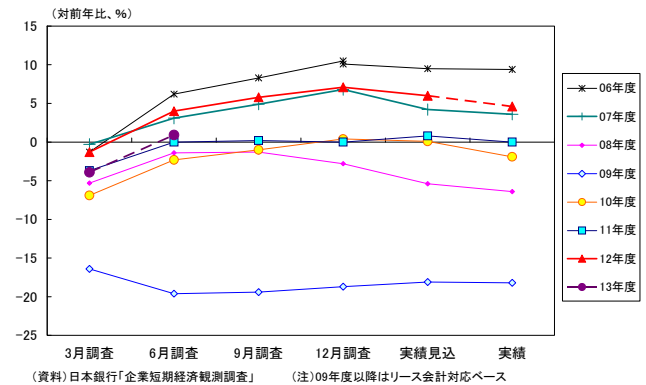


(図表4) 設備投資予測表

		3月調査		6月調査(予測)	
		2012年度	2013年度	2012年度	2013年度
大企業	製造業	5.7	-0.7	2.0	5.4
	非製造業	4.9	-2.6	2.9	2.8
	全産業	5.2	-2.0	2.6	3.7
中小企業	製造業	-6.0	-3.2	-4.2	0.9
	非製造業	17.2	-16.8	20.5	-11.2
	全産業	8.1	-12.1	10.8	-7.1
全規模	製造業	3.3	-1.2	1.1	3.7
	非製造業	7.5	-5.3	6.5	-0.6
	全産業	6.0	-3.9	4.6	0.9

(注)リース会計対応ベース

(図表5) 設備投資計画 (全規模全産業)



(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証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もありません。