

## 2006年6月の日銀短観の予測

発表日：6月15日(木)

～業況DIは20→20と頭打ちになる見通し～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

6月の日銀短観は、大企業・製造業の業況DIが20で横ばいに止まる見通し(前回20→次回20)。企業収益は好調だが、円高・原油高といった景気拡大の副作用が広がり、世界経済への不透明感も高まっており、限界的な景況感は頭打ちになっていると考えられる。次回短観で「株価は急落してもファンダメンタルズは強い」という見方が裏付けられれば、7月解除の信憑性も高まる。逆に、ネガティブな結果になれば、日銀の政策運営はもう少し様子を見るということになる。

### 業況判断は前回比で横ばい

7月3日に発表が予定される日銀短観では、大企業・製造業の業況判断DIが20と前回20よりも横ばいに止まると予想する(図表1)。これは、企業収益が好調である半面、①4月中旬以降に円高(117円/ドル→6月112・113円/ドル)が進んだこと、②4月上旬以降原油価格が1バーレル70台を超え、素材価格の高騰が浸透してきていること、③天候不順・株価下落による個人消費の足踏み、などが重石となっているためだ。世界経済には不透明感が高まっており、短観で示される企業マインドも慎重さが表れると予想される。

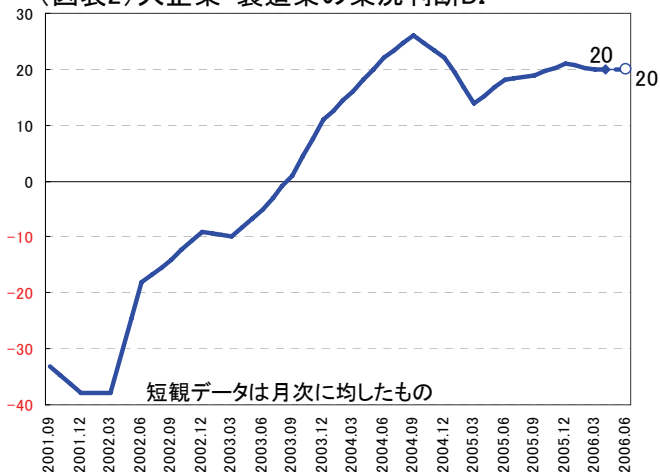
短観DIの見通しを立てる際には、ロイター短観や帝国データバンク景気動向指数が関連の高い類似アンケートとして参考にされることが知られている。ロイター短観については、6月調査が業況DIが劇的に改善(3月25→6月39)しているが、ロイター短観と日銀短観にはここ半年くらいレベル感に差があったので、そうした絶好調さは反映されるとは考えない。一方、帝国データバンクの調査は振れが少なく、2006年4月調査からピークアウト感が見え始めているので、アンケート結果によって差があるようだ。両調査から判断して、短観ベースでは横ばい圏内の動きを辿るとみられる。

(図表1) 日銀短観(2006年6月調査)の予測値

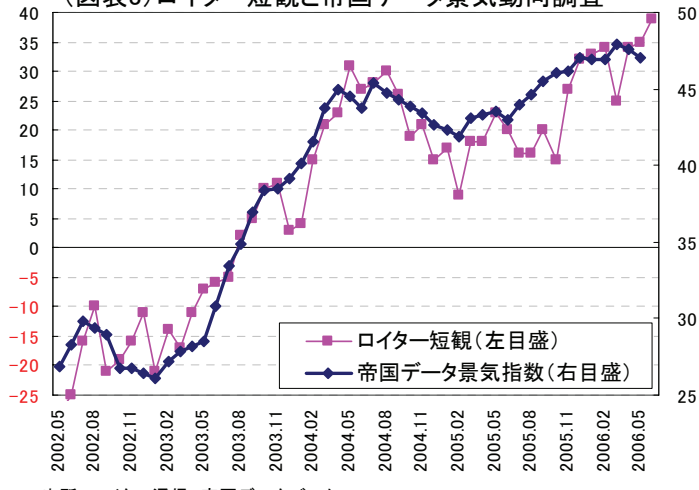
		業況判断DI			
		大企業		中小企業	
		製造業	非製造業	製造業	非製造業
2004年	3月調査	12	5	-3	-20
	6月調査	22	9	2	-18
	9月調査	26	11	5	-17
	12月調査	22	11	5	-14
2005年	3月調査	14	11	0	-14
	6月調査	18	15	2	-12
	9月調査	19	15	3	-11
	12月調査	21	17	7	-7
2006年	3月調査	20	18	7	-9
	6月調査	20	17	8	-9
	先行き	20	18	9	-8

出所：日本銀行

(図表2) 大企業・製造業の業況判断DI



(図表3) ロイター短観と帝国データ景気動向調査



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

なお、短観では6月調査には季節的に上方バイアスが働く傾向がある。過去10年間でマイナス転化は3回に過ぎず、調査回の中でマイナスが最も少ない。これは、6月調査が前年度決算の結果を反映して、企業経営者が強気になる傾向の表れだと考えられる。

もうひとつ、少なからぬ人は5月以降の株価下落が企業マインドにも悪影響を及ぼしていると考えられるかもしれない。しかし、過去の局面で株価下落と業況悪化は一致して動いてはいない。短観の業況判断は「貴社の収益を中心とした、業況についての全般的な判断」となっているので、株価の直接的な影響は排除されているはずだ。株価下落が実体経済の何らかの変調を反映しているならば、その原因が業況判断にもマイナスに働くと考えられる。

### 個別業種の注目点

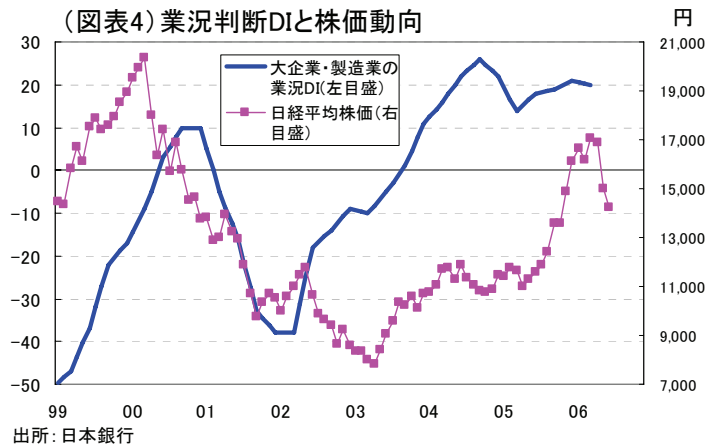
6月短観は、「株価が急落してもファンダメンタルズは強い」という見方が裏付けられるかどうかを試す重要な指標になる。筆者は、基本的なファンダメンタルズに変化はないが、それなりに円高・原油高といった景気拡大の副作用が出ているので、政策運営は慎重にした方がよいとみている。日銀がゼロ金利解除を目前に構えている時期だけに、日銀は短観を通じて日本経済の健全性をつぶさに点検し、場合によっては8月11日まで様子を見た方がよいと考える。

個別業種における注目点は、高止まりする原油価格高騰の悪影響であろう。素材業種は燃料高・輸送費高・仕入価格高などのルートで収益押し下げ要因である。鉄鋼などでは汎用品の分野で価格競争が激しく、価格転嫁が進めにくい環境が続いている。非鉄・金属などでは市況高騰が予想以上に進んでいるようである。一方、加工組立業種では円高の影響が気になる。円高の影響は、想定レートの範囲内なので、それほど大きくないと考えられる。逆にアジア向け輸出や設備投資需要が広がっているプラス効果がどれほど強まっているかも注目である。

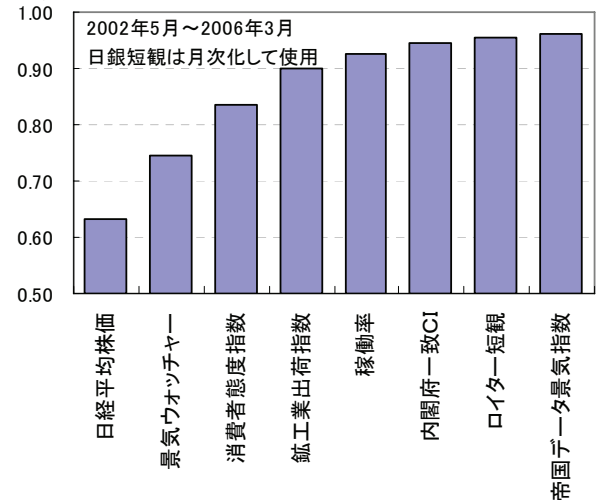
非製造業においては、天候不順の悪影響は小さくないと考えられる。小売・卸売業では、衣料品販売・行楽需要などで一時的な悪化が起こっているようだ。運輸業では、燃料費の高騰や人員確保難によって業況悪化につながっている可能性がある。反対に、不動産は地価上昇の広がり的好影響が予想され、リース・情報サービス業では設備投資拡大の恩恵があると考えられる。

### 設備投資計画

景気情勢に関して、前向きに考えられるのは設備投資需要の高まりである。キャッシュフロー拡大を背景に、設備投資計画も増勢を強まると考えられる。法人企業統計（2006年1～3月）、機械受注統計（2006年4月）は強めの数字になっていた。短観では、6月調査は毎回上方修正が行われる調査回だけにそのスタンスが注目される。特に、大企業では製造業が二桁の伸びに達し、非製造業が2年連続の強さをどこまで上乗せできるかがポイントになる。



(図表5) 日銀短観と各指標との相関係数

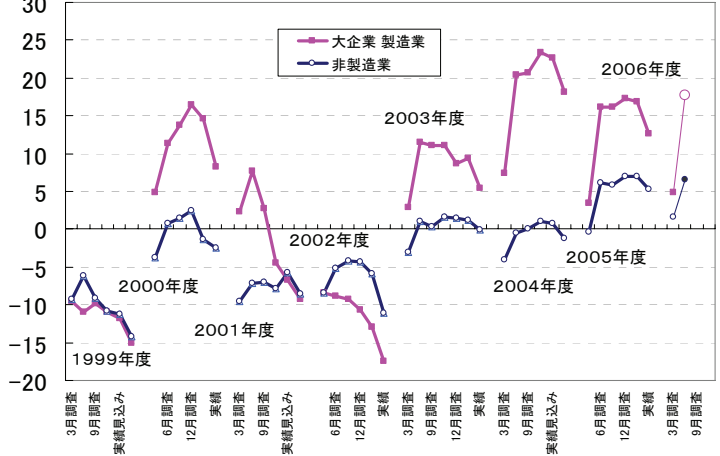


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(図表6)設備投資計画の見通し

		年度の前年比伸び率%					
		大企業			中小企業		
		製造業	非製造業	全産業	製造業	非製造業	全産業
2004年	3月調査	7.4	-4.1	-0.6	-10.7	-20.5	-18.1
	6月調査	20.4	-0.5	5.7	-0.9	-18.3	-14.1
	9月調査	20.7	0.0	6.1	10.2	-12.5	-7.1
	12月調査	23.4	1.1	7.7	18.0	-5.4	0.3
	実績見込み 実績	22.7 18.1	0.8 -1.2	7.2 4.5	20.5 24.2	3.6 6.4	7.6 10.7
2005年	3月調査	3.4	-0.3	1.0	-15.1	-17.0	-16.5
	6月調査	16.2	6.1	9.4	-12.5	-6.4	-8.0
	9月調査	16.2	5.9	9.3	-3.7	-1.8	-2.3
	12月調査	17.3	7.0	10.4	5.2	3.0	3.6
	実績見込み 実績	16.9 12.6	7.0 5.4	10.3 7.8	7.6 11.4	8.9 13.3	8.6 12.8
2006年 見通し	3月調査	4.8	1.6	2.7	-14.8	-16.6	-16.1
	6月調査	17.7	6.6	10.4	-8.6	-10.2	-9.8

(図表7)大企業の設備投資計画



## 7月のゼロ金利解除が試される

次回短観の意味合いは、7月解除の現実味を判断する格好の材料であることだ。2000年のゼロ金利解除のときは、3月調査まで大企業・製造業が水面下(△9)だったのに、6月調査で一気に6まで上昇した。当時は株価下落が厳しかっただけに、短観の結果が良かったことは、7月解除を企図していた日銀の最大の拠り所になっていた。

その点、今回は2000年当時の再現のようににはならないと考えられる。すでに業況の水準は高いところに位置し、景気拡大が長期化するにしても、通貨が高くなったり、原材料価格が切り上がってくるなどの副作用に脅かされながら景気拡大は進まざるを得ない。そうした中で短観を通じて、内需拡大のペースが副作用に負けずに底上げされていることが確認されるならば、仮にゼロ金利解除をしてもそのダメージは小さいだろう。逆に、成熟化する景気拡大がその副作用によって減速している姿がはっきりすればゼロ金利解除はそのマイナスのショックを慎重に考えて思い止まった方がよい。

筆者自身は、5月初以降の株価下落が何を意味しているのか見極めつかない部分があるので、ファンダメンタルズの足腰が弱いものではないという認識を前提に、今は少しだけ様子を見る姿勢を採ることにメリットが大きいと考える。対照的なのは、米国のバーナンキ議長の評価を巡っては、前任のグリーンズパン議長のようなリスクに対する思慮深さがあるかどうかについて揺れていることだ。米国を反面教師にしながら、日銀はFRBが6月に追加利上げに動いても、7月解除を1か月先送りすることで引き締めイメージを緩和することができるだろう。ファンダメンタルズへの信頼感が厚いからこそ、政策面でハト派的な対応を採っておくことのメリットは大きいように思える。