

## 2006年12月の日銀短観の予測

発表日：2006年12月1日(金)

～年内利上げを決める最大の判断材料～

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

12月15日に発表予定の日銀短観では、大企業・製造業の業況判断DIが前回比+2ポイントの改善となると予想する。米国減速の懸念はあるが、既往の円安効果と素材業種での値上げの浸透によって企業収益が改善するというのが上方修正の理由だ。次回短観は、年以内に追加利上げを行うかどうかを日銀が決断する重要な指標になる。

### 大企業・製造業は+2ポイントの改善予想

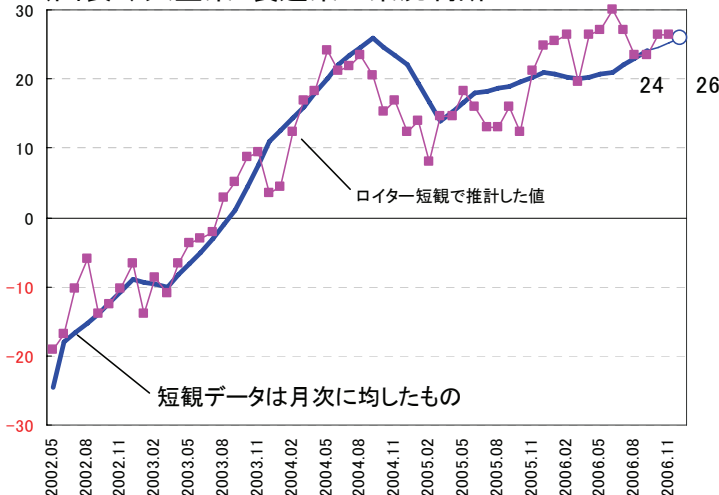
次回12月の日銀短観は、大企業・製造業が26と前回(24)に比べて+2ポイントの小幅改善になると予想される(図表1、2)。米国経済の減速が懸念される一方で、既往の円安や素材分野での値上げの浸透が収益を下支えすることが改善の主因になると見込まれる。焦点は、鉱工業生産の中で電子部品デバイスの在庫調整が本格化しているのが、これが生産サイドでの番号ポータビリティの需要見誤りに過ぎないのか、もっと幅広い循環的なハイテク循環の下方トレンドの始まりなのかという見極めである。今のところ、貿易統計では、アジアで米国クリスマス需要に対応した夏場の生産活動は底堅く推移している。米国をみても、クリスマス需要の出足は好調であり、減速懸念がどのくらいかはもう少し様子を見てもいい必要がある。むしろ、企業収益については、原油市況が8月上旬にピークアウトしてきて、素材の川下分野で値上げ効果がプラスに出てきていることがアップサイドの要因として挙げられる。為替についてもユーロ高・円安が、自動車・電機など加工業種の収益拡大に効いてきている公算は高い。通常、こうしたプラス方向への収益変化があれば、企業の業況判断も上昇修正されると考えられる(図表3)。

(図表1) 日銀短観(2006年12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	21	20	7	-6
	9月調査	24	20	6	-8
見通し	12月調査	26	19	7	-9
	先行き	23	20	8	-10

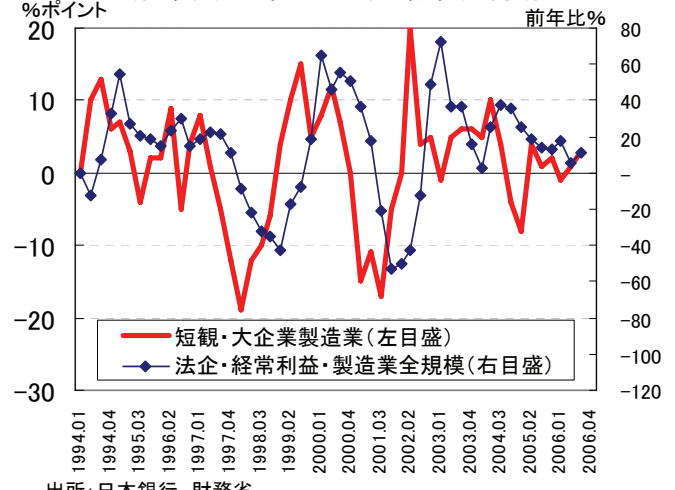
出所：日本銀行「短期経済観測調査」以下断りがない限り同じ。

(図表2) 大企業・製造業の業況判断DI



出所：日本銀行

(図表3) 企業収益と短観業況判断



出所：日本銀行、財務省

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。

一方、非製造業・大企業は、19と前回(20)比▲1ポイントの悪化を予想する。所得環境の改善が進まない中で、初冬の高温が衣料品消費にマイナスに出ることが懸念されることが主因である。中小企業については、製造業が+1ポイントの改善(次回7←6)、非製造業は▲1ポイントの悪化(次回△9←△8)が見込まれる。

### 日銀が目注するのは設備投資

次回短観の中で日銀が最も注目するのは設備投資である。各回調査のうち12月調査は上方修正が進みやすい季節である。そこで、今回は企業が中間決算で業績修正をするのに併せて設備投資計画を積み増してくる可能性がある。予想では、大企業・製造業が18.8%(9月調査16.9%)、大企業・非製造業が9.6%(9月調査8.5%)と引き続き高い伸び率を維持するとみている(図表4、5)。

日銀はそうした動きを「企業収益から設備投資への波及」として捉えるであろう。日銀は10月末の展望レポート以来、設備投資過熱のリスクに備える意図を示してきたが、その根拠として注目するのが短観の設備投資である。短観では2006年度の設備投資計画が製造業で前年比20%近く、非製造業前年比10%近くまで高伸してくるので、足元の機械受注が下方に振れていても基調判断は短観を重視して行うと考えられる。

### 金融政策の判断への影響

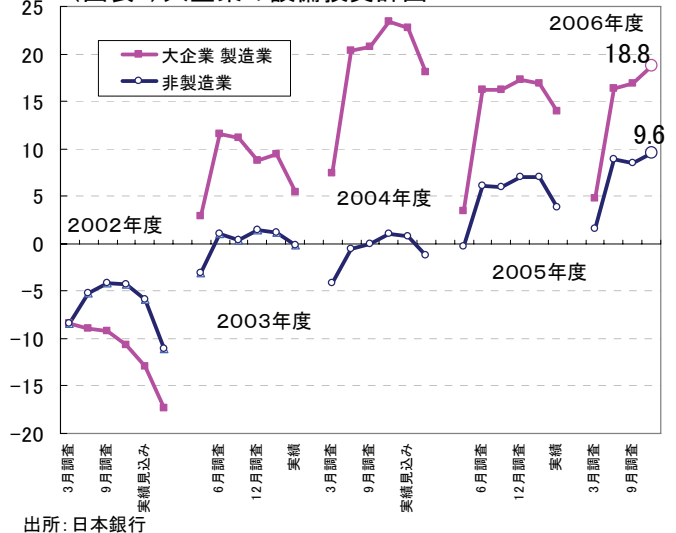
日銀の姿勢を窺うと、12月短観発表(15日)直後の決定会合(18・19日)で+0.25%の追加利上げに動く可能性は高いとみられる。日銀のシナリオとして、12月に入って相次ぐQE二次速報、短観と続く重要経済指標が強いデータになることを前提にして、追加利上げの情勢が固まったと判断するであろう。今のところ日銀は、「経済データを丹念に点検する」と指標に注目を向けさせている。このスタンスは、これまでの緩和解除で自作自演の観測を流したのとは少し異なるものである。

ここ最近の指標は、鉱工業生産は、電子部品デバイス以外は堅調さを示し、消費者物価でも一旦10月はコア指数が伸び率を低めるなど、明暗が交錯している。それだけに、短観の重要度はことさらに強いと言える。もちろん、経済指標が市場予想を大幅に下振れて、日銀が年内利上げを延期せざるを得ない可能性は十分にある。日銀短観で言えば、大企業・製造業が▲2ポイント以上下がれば、日銀が年内利上げのトリガーから指を外すことになるだろう。いずれにせよ、年内利上げの帰趨について次回短観が握っている部分は大きい。

(図表4)設備投資計画の見通し

		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	22.7	0.8	7.2	20.5	3.6	7.6
	実績	18.1	-1.2	4.5	24.2	6.4	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	16.9	7.0	10.3	7.6	8.9	8.6
	実績	13.6	3.8	7.2	8.0	11.7	10.7
2006年	3月調査	4.8	1.6	2.7	-14.8	-16.6	-16.1
	6月調査	16.4	8.9	11.6	-1.3	-14.6	-11.0
	9月調査	16.9	8.5	11.5	3.3	-5.4	-3.1
見通し	12月調査	18.8	9.6	12.8	10.2	-0.6	2.5

(図表5)大企業の設備投資計画



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。