

日銀短観 業況は▲3ポイント悪化の見通し 発表日：2007年11月30日(金) ～追加利上げがどこまで見送られるかを見極める材料～

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

12月短観は、大企業・製造業の業況判断DIが前回比▲3ポイント悪化して20となる見通しである。企業マインドは、サブプライム懸念もさることながら、改正建築基準法に施行に伴って住宅着工が大幅に下落していることや、原油など素材価格の高騰で採算が悪化していることを受けて、下押しされると予想する。

堅調だった短観が悪化

12月14日に発表予定の12月短観は、大企業製造業の業況判断DIが▲3ポイント悪化して20となる見通しである(図表1、2)。すでに、前回短観で大企業製造業を除いたセクターの業況は悪化していた。今回はそれに拍車がかかり、①建築基準法の改正に伴う住宅着工減と、②原油高騰によるコストアップなどによって業況悪化が進むとみられる。

現時点でサブプライム問題の悪影響が心配されているが、米国景気の減速が、アジアを経由して日本の輸出を下押しするというパターンにはなっていない。10月の鉱工業生産や貿易統計をみても、輸出は堅調さを維持しており、12月までの生産予測指数でもその流れは変わらないと読める。輸出動向と密接な関係にある電子部品デバイスの生産循環も、いよいよ調整局面を抜けてきている。

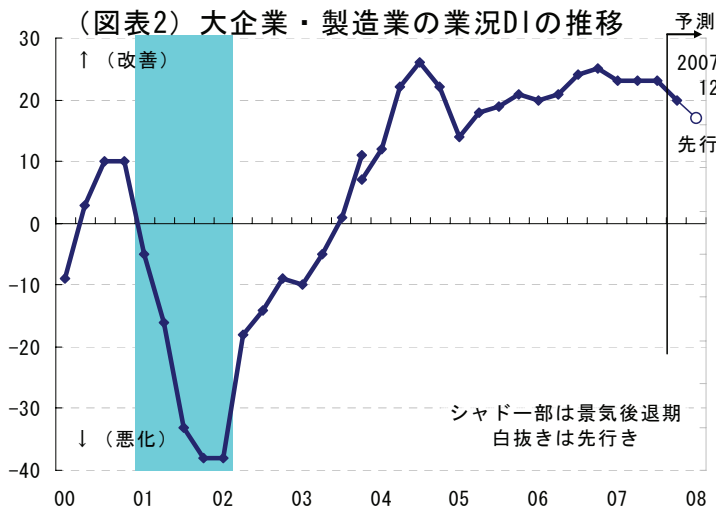
むしろ、内需の悪材料になっているのは、住宅である。改正建築基準法の影響もあって、住居・店舗など鉄筋コンクリートの建設が滞っている。その影響は、金属製品、窯業土石、木材木製品、鉄鋼などのうち建設関連財の在庫積み上がりを引き起こし、企業マインドを幅広く下押ししている。収益面でも、原油など素材原料が上昇する反面、価格転嫁がしにくいために、それが限界利益率の悪化要因になっている。住宅・原油の影響は、非製造業にも及び、建設・不動産、運輸などでも業況を引き下げていると考えられる。

(図表1) 日銀短観(2007年12月調査)の予測値

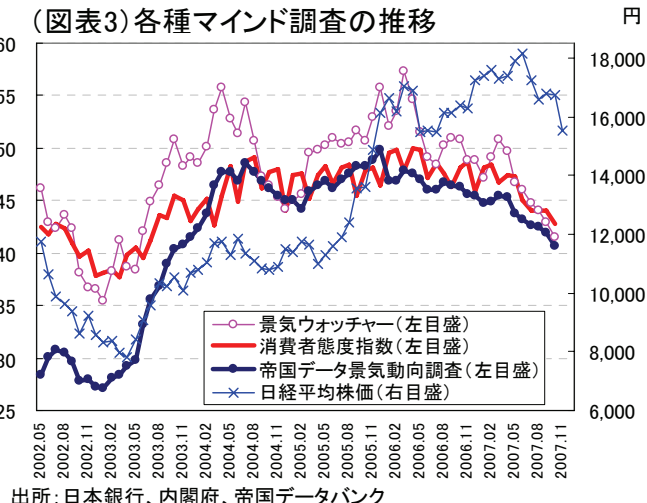
		業況判断DI			
		大企業		中小企業	
		製造業	非製造業	製造業	非製造業
2006年	3月調査	20	18	7	-9
	6月調査	21	20	7	-6
	9月調査	24	20	6	-8
	12月調査	25	22	12	-4
2007年	3月調査	23	22	8	-6
	6月調査	23	22	6	-7
	9月調査	23	20	1	-10
	見通し	12月調査	20	19	-1
	先行き	17	20	0	-12

注:実績は日本銀行「短期経済観測調査」

(図表2) 大企業・製造業の業況DIの推移



(図表3) 各種マインド調査の推移



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、他の各種マインド調査をみても、景気ウォッチャー調査、消費者態度指数、帝国データバンク、ロイター短観、QUICK短観など、軒並み業況判断が悪化している（図表3）。この流れから考えて、12月短観では他のマインド調査に引きずられるかたちになり、同様に下方向に振れる公算が高いとみている。

今回の注目点は「需要超過の状態」に対する変化

日銀は、引き続きフォワードルッキングで景気情勢を確認しながら、金利正常化を目指そうとする姿勢を崩してはいない。その論拠には、需要超過の状態が恒常化していることが指摘されている。9月の日銀短観を振り返っても、大企業では業況DIだけではなく、需給・在庫判断DIが加工業種を中心に下支えをしていた。それが今回は変化するだろう。やはり、企業の業況が悪化している中では、需給判断DIをはじめ、雇用判断DI・設備判断DIが緩和方向に変化している可能性が高い。10月の失業率、有効求人倍率がやや雇用拡大に関して勢いを失う結果になっていたのも変化の兆しだろう。そうした背景には、広範に建築工事がストップしていることの悪影響で、素材業種では在庫調整を余儀なくされており、それが需給緩和圧力になっていると考えられる。

さらに、販売価格・仕入価格判断DIでは、原油高を背景にコストプッシュ・インフレが進んでいる様子が、DIの変化に表れてくるだろう。需要環境や価格動向の変化は、日銀が金融政策を進めるときの「経済・物価情勢の変化」にそのまま対応するものである。今回の日銀短観は、業況変化のマグニチュードを測るうえで需給判断DIや価格判断DIの微妙な変化が重要である。

設備投資の動向

設備投資のトレンドは拡大方向から大きくは変化しないだろう（図表4）。12月短観は、企業の間接決算を織り込んで計数が見直される調査回になるが、大幅な見直しはないだろう。引き続き、大企業製造業の伸び率が高めに推移して、中小企業はまだマイナスの計画を続ける姿になると予想される。

（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
2006年	3月調査	4.8	1.6	2.7	-14.8	-16.6	-16.1
	6月調査	16.5	10.1	11.6	-1.3	-14.6	-11.0
	9月調査	16.9	8.5	11.5	3.3	-5.4	-3.1
	12月調査	16.5	10.1	12.4	14.0	1.9	5.1
	実績見込み	15.6	9.7	11.9	12.9	-0.5	3.6
	実績	11.7	9.1	10.0	25.9	1.4	8.8
2007年	3月調査	2.5	3.1	2.9	-16.5	-18.3	-17.7
	6月調査	11.2	5.6	7.7	-18.7	-15.0	-16.3
	9月調査	12.1	6.7	8.7	-13.6	-8.9	-10.5
	12月調査	13.2	8.0	9.9	-4.5	-2.5	-3.2

収益環境は変化するか

9月短観で大企業・製造業の業況判断が横ばいと健闘した背景には、収益面での好調持続がある。業況判断DIは、企業収益の影響を強く受けるので、仮にDIが悪化していれば、それに対応した動きが経常利益計画・前年比など計数にも表れている（先行き表れてくる）はずである。

今回の短観で、前回と大きく変化しているのは、為替が円高になったことである。9月調査では2007年度計画で115.20円/ドルが想定為替レートになっていた。現在はそれよりも円高になっているので、企業はそれに対応して収益計画を変えてくる可能性がある。これまでは、為替の円安傾向が、企業が為替レートを堅めに想定する中で、輸出計画や収益計画を上昇修正させてきた。今回はそうした恩恵が得にくい点で、企業には厳しい状況になっているかもしれない。

将来の日銀の政策

12月の日銀短観は、次の追加利上げを占ううえで、最も重要な経済指標のひとつである。これまで福井総裁の任期中に追加利上げが予想されてきたのは、9月の短観が底堅かったことが大きな要因だった。反面、今回の短観の結

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。

果が厳しいものになれば、当面の金融政策は追加利上げに動けないことになる。追加利上げがどこまで延期されるかを見通すうえで、12月の短観は極めて示唆的な情報になる。筆者の予想では、業況は悪化するかたちになり、追加利上げの目処は、2008年7月まで見送られると予想する。つまり、福井総裁の任期中は、追加利上げは相当に困難という見方である。7月の決定会合までは、12月のほかに短観が2回と、QEが2回ほど発表される。この間に景気減速が小幅に止まれば、追加利上げの再開が2008年中央に可能になる。

今回の短観は、金融市場を揺るがしているサブプライム問題が、実体経済やマインドにどのくらいの影響を与えているのかを知るための一里塚として重要な経済指標となっている。