

2010年12月の日銀短観の予測

発表日：2010年12月3日(金)

～7期ぶりに業況DIが低下して景気後退になるのか～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

12月調査では、大企業・製造業の業況判断DIが7期ぶりに低下すると予測する。過去、業況判断が悪化しても、景気後退に陥らずに一時的な足踏みに止まったケースも少なくない。標準シナリオとしての景気再拡大と、リスクシナリオとしての景気後退のいずれの蓋然性が高いのかを見極める材料として、短観は重要な役割を持つ。

各種調査で悪化がみられる

12月15日に発表される日銀短観12月調査では、(図表1)日銀短観(2010年12月調査)の予測値

大企業・製造業の業況判断DIが「良い」超の4と前回比▲4ポイント悪化すると予測する(図表1)。

大企業・製造業の業況判断DIは、2009年3月以来7期ぶりの悪化となる。すでに、各種の月次企業アンケート、消費者マインド調査では、景況感を示す指標が悪化しており、日銀短観でも同様の結果が表われるとみられる(図表2、3)。

こうした悪化の背景には、(1)既往の円高進行が輸出企業の採算悪化に波及していること、

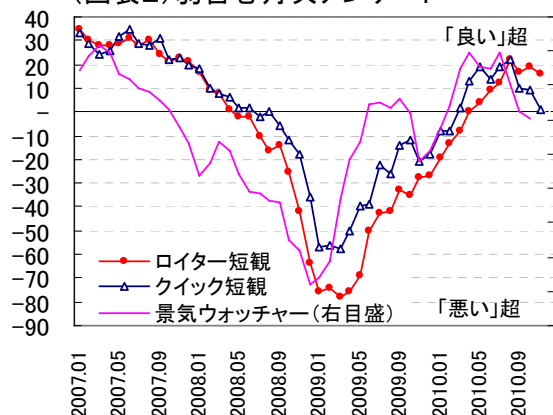
(2) ITセクターの在庫調整圧力が高まっていること、(3) エコカー補助金の終了に伴って国内自動車販売が減少していること、などが挙げられる。

7-9月の財務省「法人企業統計」を使って、企業の損益分岐点比率の推移を調べると、円高などによる収益環境の悪化を反映して、足元ではやや採算性が低下している様子が見て取れる。損益分岐点比率の推移と大企業・製造業の業況判断DIは連動しており、損益分岐点比率の低下は足元での景況感の悪化を示唆していると考えられる(図表4)。

		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
2008年	6月調査	5	10	-10	-20
	9月調査	-3	1	-17	-24
	12月調査	-24	-9	-29	-29
2009年	3月調査	-58	-31	-57	-42
	6月調査	-48	-29	-57	-44
	9月調査	-33	-24	-52	-39
	12月調査	-25	-21	-41	-34
2010年	3月調査	-14	-14	-30	-31
	6月調査	1	-5	-18	-26
	9月調査	8	2	-14	-21
見通し	12月調査	4	-1	-16	-23
	先行き	0	-4	-19	-26

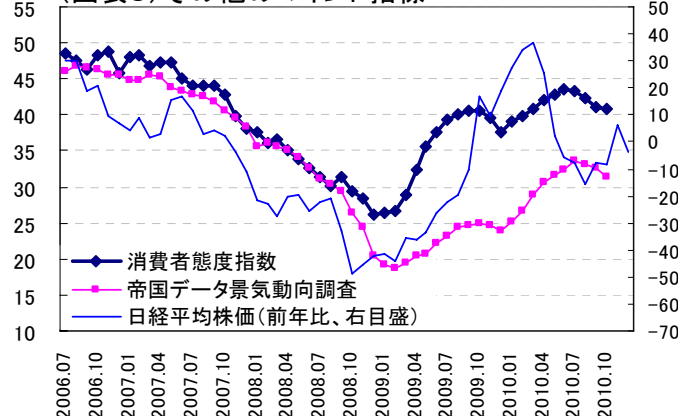
注：実績は日本銀行「短期経済観測調査」。見通しは第一生命経済研究所経済研究所。

(図表2) 弱含む月次アンケート



出所：内閣府、ロイター、日経クイック

(図表3) その他のマインド指標



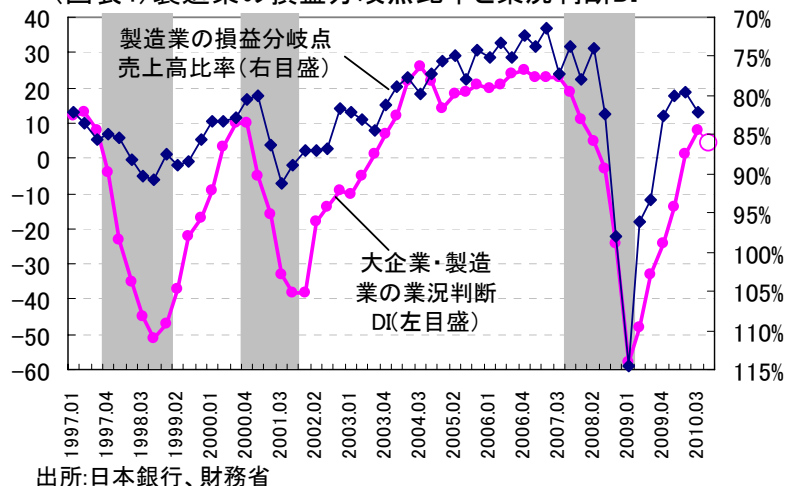
出所：内閣府、帝国データバンク

また、非製造業については、大企業・非製造業が前回比▲3ポイント悪化して「悪い」超の▲1になり、中小企業・非製造業でも前回比▲2ポイント悪化の「悪い」超の▲23になると予測する。

消費産業は、これまでのところエコポイントの駆け込み需要で潤っている先もあるようだが、全体でみると、猛暑効果が剥落し、エコカー補助金が終了した悪影響が根強い。

先行きに対しても、12月実績比で非製造業も悪化を見込むかたちになっている。3か月後にはエコポイント効果が勢いを失っていく懸念や景気減速懸念の広がりやを心配する様子が表れるとみられる。

(図表4) 製造業の損益分岐点比率と業況判断DI

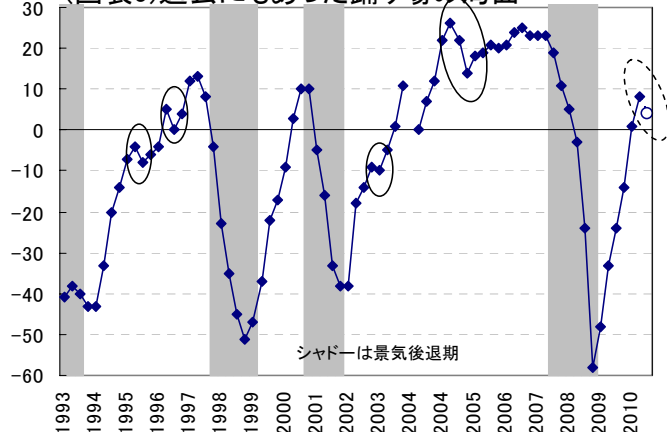


景気の転換点か、足踏みか

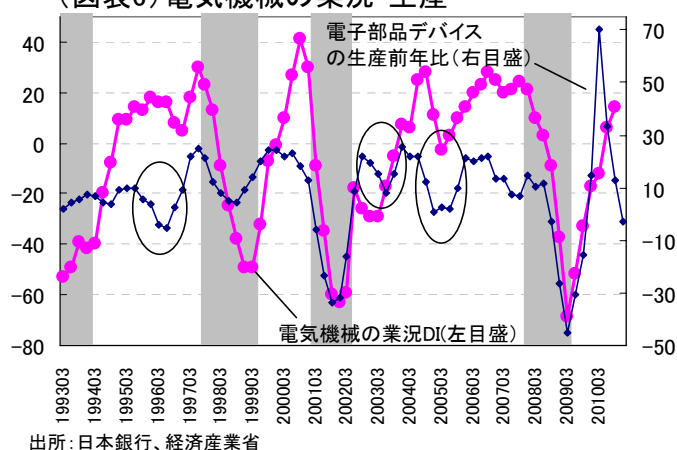
問題は、業況判断DIの悪化が、景気後退の入り口にあるのか、もしくは一時的な足踏みであるのかという見極めである。筆者のシナリオは、来年央辺りからの再加速を予想するが、決め打ちで考えると、重要なシグナルを見落とすことになりかねない。リスク・シナリオとして景気後退シナリオの蓋然性が高まるのかどうかを、この短観でみておくことも重要である。その際には、製商品需給判断DI、年度の経常利益計画、輸出・国内売上計画の修正状況の3つが業況判断DI以外の注目点になる。

日銀短観の世界では、これまでも景気拡大期の途上で業況判断DIが悪化することが起こってきた(図表5)。グラフでは、1995年、1996年、2003年、2004・2005年に同じような事例が確認される。過去、一時的な業況悪化が引き起こされたケースでは、多くの場合、定期的に訪れるITセクターの生産調整が原因であった(図表6)。短観の業況判断DIでも、電気機械のDIがボラティリティをつくり、一時的な落ち込みを起こっている。

(図表5) 過去にもあった踊り場の局面



(図表6) 電気機械の業況・生産



過去の景気後退は、そうしたITセクターの調整局面に対して、別のところから大きなショックが加わり景気循環が下方屈折したと解釈ができる。今回は、ITセクターの調整に円高やエコカー補助金終了のショックが加わっているが、それが景気後退入りにまで発展するかどうかはまだ確定的なことが言えない段階である。

一方、景気後退に移行するシナリオがある反面、再加速シナリオの方が蓋然性が高い。すでに、米ISM統計や雇用統計などは、10月のデータで停滞からやや改善に向かって動き出している。正念場になるとみられていた米クリスマス商戦は、値引きセールなどが奏功して、出足は思いのほか好調という見方がある。中国でも製造業PMIが7月をボトムにして11月まで4か月連続して改善してきている。

長期金利や株価も、ここにきて反転する流れに変わってきている。米金融緩和によって攪乱されている要因はあるものの、これが景気再拡大へのシグナルという仮説も完全に否定することはできない。

設備投資の回復力

少し長い目で景気情勢がしっかりしているかどうかを見極めるときには、設備投資計画の安定度合いが鍵になる。目下、経常利益計画が増益になっている一方、設備投資計画はまだ利益計画ほどは回復してきていない。

前回調査までの結果では、大企業が前年比プラス計画になる一方で、中小企業はマイナス計画であった。12月調査では、中小企業でも、製造業がプラスに転じるほか、非製造業がマイナス幅を縮小させる見通しである（図表7）。設備投資の勢いに関しては、企業収益の増益幅の拡大を背景に、企業がキャッシュフローの範囲内で設備投資を徐々に増やしていく流れがある（図表8）。その勢いはまだ十分には加速していると言えないが、短観の結果は年度ベースで改善度合いを図るための「風速計」の役割になるだろう。

設備投資に関連した項目では、生産・営業用設備判断DIにおいて過剰感がどの程度縮小してきたかが注目される。9月調査までに、製造業では大企業・中小企業がともに設備判断DIの「過剰」超が大きく後退してきている。果たして、その傾向は継続するのだろうか。

設備投資の過剰感に類似する雇用判断DIの過剰感も、同様の動きになるかどうかを確認してみたい。

（図表7）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
2008年	12月調査	2.4	-1.7	-0.2	-7.6	-13.5	-11.6
	実績見込み	-2.4	-3.8	-3.3	-8.5	-13.7	-12.0
	実績	-7.2	-6.2	-6.6	-7.7	-10.8	-9.8
2009年	3月調査	-13.2	-2.7	-6.6	-42.2	-32.1	-35.6
	6月調査	-24.3	-0.8	-9.4	-41.5	-34.1	-36.6
	9月調査	-25.6	-2.2	-10.8	-39.7	-30.1	-33.3
	12月調査	-28.2	-5.5	-13.8	-39.1	-26.4	-30.7
	実績見込み	-30.0	-5.6	-14.2	-31.9	-20.1	-23.5
	実績	-32.2	-8.8	-17.0	-32.1	-17.5	-21.7
2010年	3月調査	-32.2	-8.8	-17.0	-17.9	-19.9	-19.4
	6月調査	-0.9	-0.2	-0.4	-9.1	-17.6	-15.5
	9月調査	3.8	4.6	4.4	-0.5	-21.8	-15.0
	12月調査	3.4	2.0	2.4	5.1	-14.6	-9.6

（図表8）キャッシュフローと設備投資の伸び率の対応
前年比%

