

2011年9月の日銀短観の予測

発表日：2011年9月15日（木）

～立ちふさがる円高・景気減速リスク～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

2011年9月の日銀短観は、大企業・製造業の業況判断が0になると予測する（前回実績▲9）。3月調査の6の水準には戻らないとみる。世界的な景気減速と円高進行の影響が、震災からの復元途上にある企業にどのような影響を与えているだろうか。日銀は、欧州発の金融不安に身構えており、米金融緩和による円高進行にも気をもんでいる。短観から読み取れる景気認識をベースラインにして、ショックに応じて日銀は先行きの追加緩和の必要性を考えるだろう。

震災発生時の3月調査にどこまで近づけるか

10月3日に発表が予定される日銀短観9月調査は、大企業・製造業の業況判断DIは0となる見通しである（図表1）。この0という予測値は、前回6月調査▲9からみて大幅なリバウンドになるものの、3月調査の業況DIの6まで達しない。数字の評価としては、震災後の落ち込みをようやく半分以上戻すくらいに改善したというものである。

9月調査の業況DIは、ロイター短観とクイック短観から予測した（図表2）。ともに4月以降は毎月ごとに継続して改善している。ただし、限界的にみると、8・9月と改善ペースは縮小していることは気がかりである。非製造業の方には8月から9月にかけて、若干景況感が後退する動きがみられる。これは、世界的な景気減速の動きや、株価下落が現れている先行き不安を反映したものだろうか。いくつかのマインド指標をみても、7・8月に消費者心理の頭打ちが確認される（図表3）。

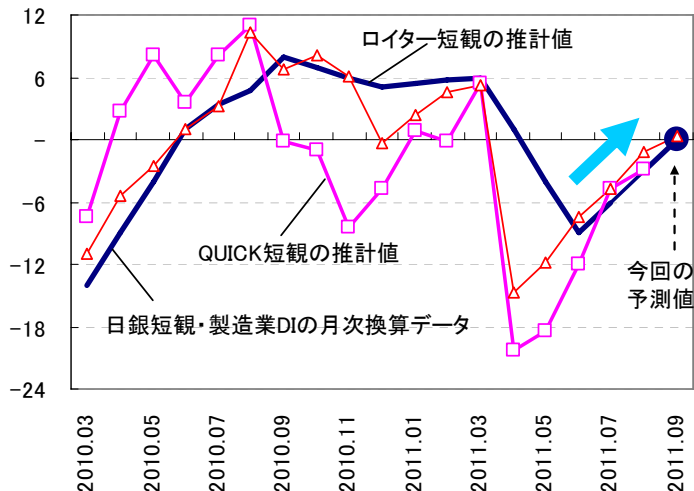
9月短観の業況判断の中で注目されるのは、自動車や電気機械のDIである。輸出関連の業種には、円高進行や景気減速懸念がいくらか表れているはずだ。輸出企業は震災後のサプライチェーンの復旧を果たし、これから新興国向けの輸出を増やそうとした矢先に、円高進行と景気減速懸念に直面している。特に、自動車などはそうした影響が色濃く、6月調査は業況DIが▲52まで悪化していた。そこからの回

（図表1）日銀短観（2011年9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
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
	12月調査	5	1	-12	-22
2011年	3月調査	6	3	-10	-19
	6月調査	-9	-5	-21	-26
見通し	9月調査	0	5	-13	-19
	先行き	3	6	-14	-23

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。

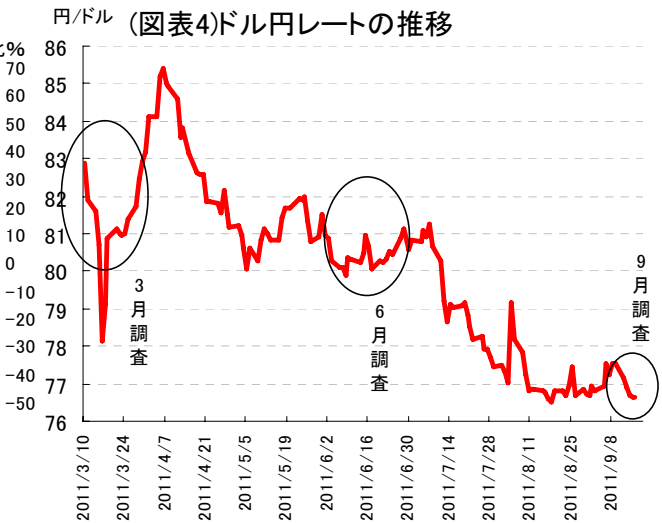
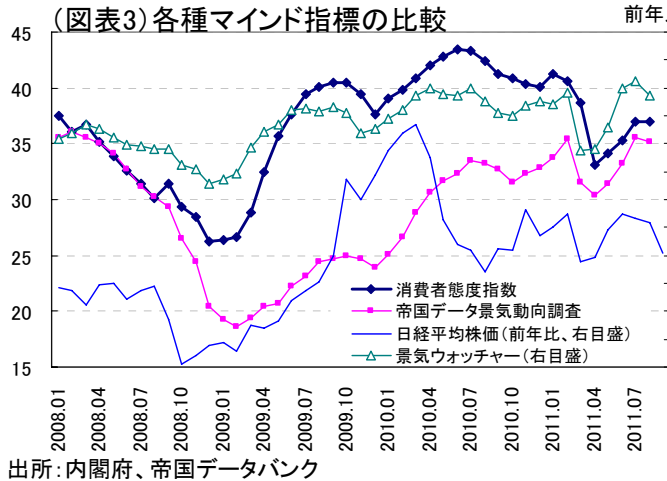
（図表2）月次で推計した日銀短観の業況DI



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。

復が、3月調査の23にどこまで近づけるのだろうか。

円高進行という点では、大企業・製造業の想定為替レートがどのくらいに修正されるのかがポイントだ。6月調査では、2011年度82.59円/ドル（上期・下期とも82.59円/ドル）であり、現状の為替レートより5～6円程度も円高である。企業は、下期も70円台の円高水準を前提にして事業計画を立てているのだろうか。

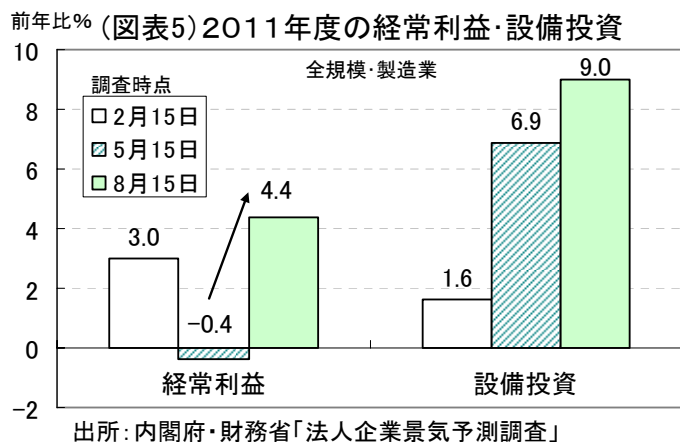


微妙な変化が表れる需給判断DI

震災は様々な経済指標を攪乱している。日銀短観も、供給サイドの制約で6月調査は業況DIなどが大きく下振れした。もともと、さすがに震災から半年が経過すると、生産面でのリバウンドの効果が一巡する。そうなると、今度は海外経済の需要がどう動くかに焦点は移ってきている。筆者は、日銀短観でそうした需要環境を窺う指標として、製商品需給判断DIに注目する。この需給判断DIは震災の影響が表われにくく、需要のトレンドを読みやすい。

国内の需給判断は、3月調査から6月調査にかけて改善（大企業・製造業の「供給超過」幅3月▲19→6月▲15）し、さらに先行きにかけて需給改善が進んでいく見方である（同先行き9月▲13）。また、海外需給判断はすでに6月調査から改善ペースが鈍化する動きが表われていた（同「供給超過」幅3月▲4→6月▲2→先行き0）。9月調査では、海外需要などに変調がみられるだろうか。

こうした需給判断に表れる変化は、企業の収益環境に影響していると考えられる。先日発表された内閣府・財務省の「法人企業景気予測調査」では、2011年度の経常利益計画の予想が、震災時に一旦マイナスに転落した後、8月15日時点の調査結果では再びプラス計画に戻っていた（図表5）。景気予測調査での2011年度計画は、売上が必ずしも回復力が思わしくない中で、経常利益の方はそこそこ良かった印象がある。その背後には、おそらく企業が内外の需給環境が好転している環境があるからだろう。そうした変化を窺うことが、短観における需給判断DIに注目する理由でもある。



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。

設備投資は鈍化するか

これまで設備投資は震災後であっても、割と堅調に推移してきたとみられてきた。日銀短観のベースでも、6月調査では大企業・製造業が2011年度前年比9.2%と計画されていた。製造業の設備投資回復は、内需を改善させる原動力のひとつだと位置づけられてきたのである。

しかし、今、設備投資の流れがどうなるかという雲行きを注意してみたいと考える。法人企業統計の4～6月データでは、前期比で一旦鈍化する姿になっていた。1～3月の設備投資前年比が23.9%増だったのが、4～6月は▲2.0%減に転じたデータである（4～6月の季節調整済前期比は▲10.9%減）。その影響は、4～6月の二次QEで設備投資の落ち込みが全体の成長率の足を引っ張っている。この変化が少しレギュラーなものだっただけに、設備投資にも注意を払っていききたいというのが筆者の気構えである。9月調査は例年設備投資が大きくは動かない調査回ではあるが、今回に限っては、円高や景気減速の影響を受けて設備投資が変動するのにかについて目を配っておきたい（図表6）。

（図表6）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
2009年	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	-31.4	-3.9	-15.5	-31.7	-15.5	-21.5
2010年	3月調査	-0.9	-0.2	-0.4	-17.9	-19.9	-19.4
	6月調査	3.8	4.6	4.4	-9.1	-17.6	-15.5
	9月調査	4.0	1.6	2.4	-0.5	-21.8	-15.0
	12月調査	2.9	3.0	2.9	8.3	-16.1	-8.3
	実績見込み	0.5	2.1	1.6	11.8	-9.0	-2.3
実績	-3.5	-1.0	-1.9	9.8	-1.6	2.0	
2011年	3月調査	4.3	-2.9	-0.4	-8.1	-33.9	-24.5
	6月調査	9.2	1.7	4.2	-4.1	-35.8	-24.9
	9月調査	9.0	0.8	3.6	1.8	-31.5	-20.1

金融政策のベースラインを決める景気判断

9月7日の金融政策決定会合では、政策委員会は追加緩和に踏み切らなかった。一部の観測では、円高対応の追加緩和を実施するのではないかとささやかれたが、白川総裁は「現在、買入れがまさに始まったばかり。われわれ自身は今回何かを『決定しなかった』という意識はなく、強力な金融緩和をまさに推進しているという意識です」（定例記者会見）とにべもなかった。こうした日銀のスタンスは、当面の景気情勢に関して、「2011年度後半以降、わが国経済は、緩やかな回復経路に復していく」（同）という見方が堅持されているからだろう。9月短観はそうした日銀の景気判断を支える有力な材料である。業況DIのみならず、細かなデータであっても円高リスクが今後の経済成長に与える影響を読み取ろうとする。

日銀短観の発表は10月3日になるが、その手前の9月20・21日にFRBは追加金融緩和に踏み切る可能性が濃厚である。白川総裁は、この米金融緩和がドル円レートに与える影響を見極めつつ、その前後の時期に回収が進んだ9月短観の結果をみて、今後の追加緩和の必要性を再検討するだろう。現在の日銀は、欧州発の金融不安に対して大きな波乱が起らないことを望みつつ、円高急進があれば、政府との協調関係を重視しながら追加的な金融政策を決めていく構えである。