

2011年12月の日銀短観の予測

発表日：2011年12月7日（水）

～再び悪化方向に転じる企業マインド～

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が前回2から次回▲5へとマイナスに転じると見込む。タイ洪水の悪影響や地デジ対応で売れた薄型テレビの反動減が表れるからである。注目は、欧州不安の拡散を心配して、企業が輸出計画を下方修正してくるかどうかである。その影響は、経常利益にも及び、自律的回復の作用を弱める。

6月に続いて業況DIがマイナス方向に

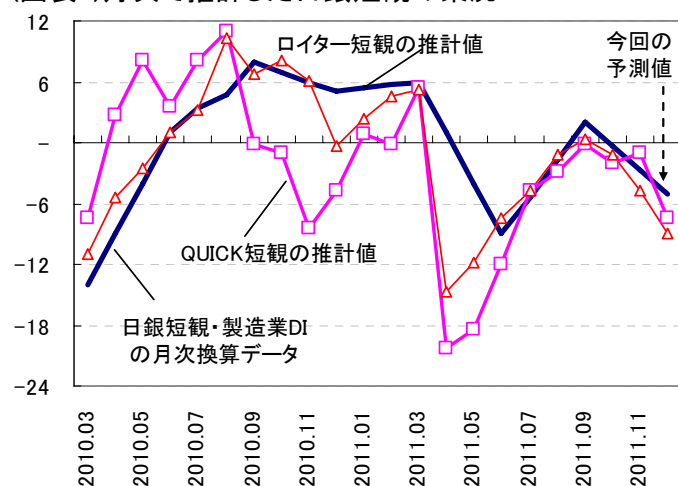
12月15日に発表される予定の日銀短観12月調査は、前回9月調査に比べて、大企業・製造業の業況判断DIは▲5と前回(2)よりも大きく悪化をみると予想する(図表1)。震災直後の落ち込みほどではないものの、悪化の裾野は広がるとなるだろう。特に輸送機械は、タイの洪水などもあって輸出が大きく減少した。自動車は、前回の業況DIの上昇幅+11%ポイントの半分以上を稼いでいただけに、一転して悪化することの影響は大きいはずだ。タイの洪水は当初の予想に比べれば、限定的な影響に止まりそうだが、短観のDIには下押し圧力になるだろう。また、電気機械も夏場の地デジ切り替えで薄型テレビが大量出荷増となり、9月こそDIが改善したが、12月はその反動が表れるだろう。この輸送機械・電気機械の悪影響は、素材業種にも広がるとみられる。欧州不安や円高の影響によって、ここに来て輸出減少していることも、悪材料としてマインドを下押しするだろう。月次のマインド指標でも、12月は急激な悪化が確認されており、日銀短観でも同様の変化が表れるとみられる(図表2、3)。

(図表1) 日銀短観(2011年12月調査)の予測値

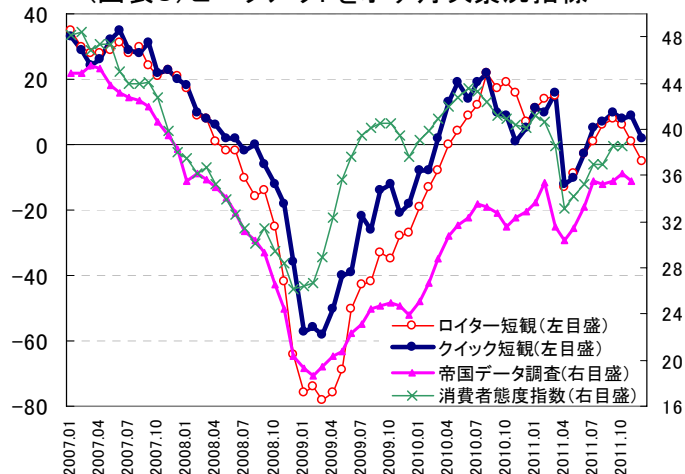
		業況判断DI			
		大企業		中小企業	
		製造業	非製造業	製造業	非製造業
2009年	6月調査	-48	-29	-57	-44
	9月調査	-33	-24	-52	-39
	12月調査	-25	-21	-41	-34
2010年	3月調査	-14	-14	-30	-31
	6月調査	1	-5	-18	-26
	9月調査	8	2	-14	-21
	12月調査	5	1	-12	-22
2011年	3月調査	6	3	-10	-19
	6月調査	-9	-5	-21	-26
	9月調査	2	1	-11	-19
見通し	12月調査	-5	1	-16	-20
	先行き	-2	3	-17	-22

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



(図表3) ピークアウトを示す月次景況指標



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、非製造業の業況判断D Iは横ばい（9月1→12月1）になると予想する。商業販売統計・小売上や家計調査・消費支出が堅調さを維持している。消費分野では、雇用・所得環境は緩やかに改善し、冬のボーナスもどうにかプラスになることが底堅さの背景である。企業向けサービスなどは厳しくなるが、全体では個人向けの堅調さによって悪化方向の動きは緩やかに止まるだろう。また、既往の経済対策は、特定地域の景況感を下支えするだろうし、先行きも第三次補正予算の成立が、年末にかけての公的需要の盛り上がりを期待させ、先行きD Iの悪化を小幅に止める効果を持つだろう。

注目は輸出計画の動き

製造業にとって、輸出はまさしく業容拡大の牽引役であった。2008・2009年を除くと、2000年代はほぼ一貫して輸出計画は上方修正されている。9月調査では、大企業・製造業の輸出計画が6月時点で前年比3.4%だったところから、前年比2.4%へと珍しく下方修正された。次回調査は、輸出計画が季節的に大幅に上積みされる調査回である。12月にどのくらい輸出拡大が見込まれるかが、経常利益計画にも変化を与えるだろう。

一方、輸出計画には、欧州不安など世界的な景気減速の影響が反映される可能性がある。その場合は、企業収益の重石になって、経常利益計画が改善することを難しくするだろう。現在の経常利益水準は2007年のピーク時の6割程度で低迷している。輸出の実額は、同じく2007年ピークの83%程度まで戻っている（内需は90%）のに、収益率は改善していない。このままの輸出低迷に陥ると、企業収益が復元することが期待できなくなり、今後、雇用・設備投資などにネガティブ・フィードバックが起こることが心配される。

(図表4) 設備投資計画の見通し

設備投資は拡大の流れ

循環的な景気拡大の流れは、2011年度の設備投資の拡大に表れている。特に、大企業では2008年度から3年連続で前年比マイナスが連続した後、2011年度にようやく10%近くの設備投資の伸び率に戻したところだった。今回も、大企業・製造業の投資拡大の流れは継続するだろう（図表4）。

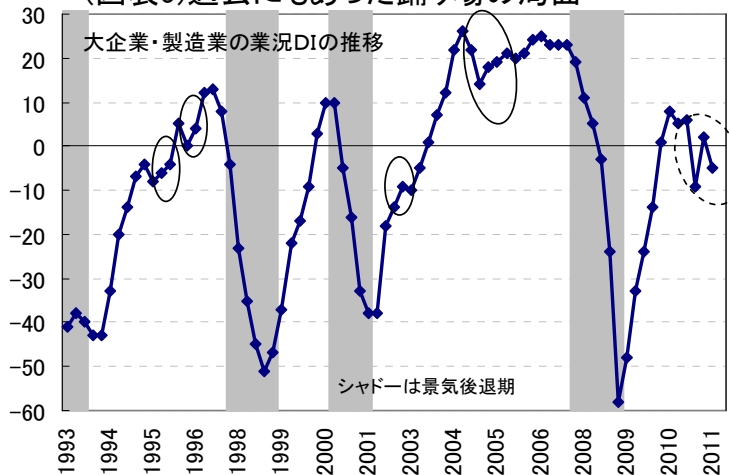
ただし、企業収益には折からの円高や輸出鈍化の影響もあって下押し圧力がかかっている。その動きが設備投資の抑制要因につながる可能性はある。内閣府の機械受注統計では、製造業の10～12月見通しが前期比マイナスになり、前年比の伸び率でもプラス幅を縮小させている。そうした勢いの鈍化も懸念材料である。

金融政策を考える材料

大企業・製造業の業況判断D Iが前回比マイナスに転じたからと言って、即座に景気後退を示すものではない。これまでD Iが低下して、踊り場の様相になったことは何度かあった（図表5）。

		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	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	10.1	-0.6	3.0	3.7	-29.0	-17.7
	12月調査	9.4	-1.6	2.1	8.8	-24.0	-12.7

(図表5) 過去にもあった踊り場の局面



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。

今回、注意しなくてはならないのは、震災以前からD Iの浮揚力に頭打ちの動きが表れていて、基調的に流れが弱いことだ。その背後には、欧州不安や円高という現在も継続するリスク要因がある。今後、ギリシャから欧州本体に波及した危機が予想以上に大きくなれば、景気後退に向かう可能性は否定できない。例えば、これまで好調だったドイツさえも景気悪化が進んでいくなれば、景気減速は世界的な景気後退に発展する可能性がある。すでに各国PMIは悪化方向の動きをみせており、景気拡大の流れが徐々に変わりつつある。米国もクリスマス商戦こそ堅調だが、オバマ政権が歳出削減に一段と力を入れると、景気拡大の力を下押しすることは避けられないはずだ。

おそらく、日銀は2012年に入って深まっていく景気減速の深度がどのくらいなのかを、12月短観では見極めようとするだろう。予兆の段階である景気悪化が、本格的な景気後退に向かうかどうかを占う上では、12月短観における輸出計画・収益計画・設備投資計画がチェック・ポイントになる。

金融政策について、当座、為替円高を監視しながら資産買入基金の金額を、為替介入と歩調を合わせて増やせる構えを採っていくだろうという見通しに変わりはない。それ以外の景気対策が必要になるかどうかは、日銀が短観において変化する景気情勢をどう読むかにかかっている。