

2013年9月の日銀短観予測

発表日：2013年9月19日（木）

～円安・株高の一服で改善ペースは小幅に～

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

次回の日銀短観は、大企業製造業の業況判断DIが+3ポイントの改善になると予想する。5月中旬以降に、円安・株高のペースが鈍って、企業収益に対する好影響が薄らいでいることが原因だと考えられる。10月1日の日銀短観は、安倍首相が最終的に消費税率を引き上げる上での判断材料になる。筆者は、ここでの業況判断DIの改善を見極めて、首相は増税を決断するとみている。

円安・株高効果が一服

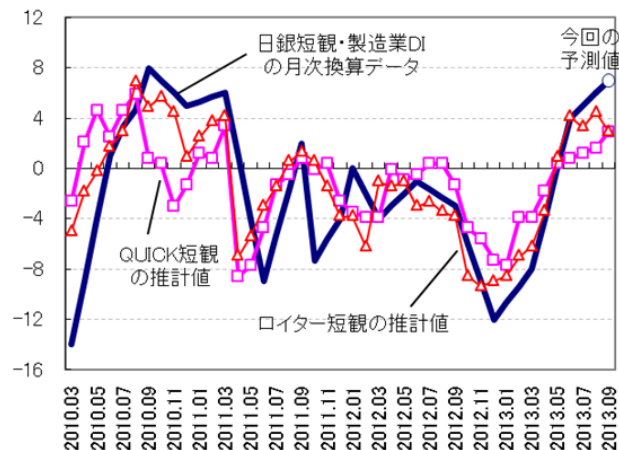
10月1日に発表予定の日銀短観は、大企業製造業の業況判断が+3ポイント改善の7の「良い」超を予想する（図表1、2）。前回までの改善幅は、2012年12月+4ポイント、2013年3月+12ポイントとペースを加速させてきた。それが、今回はややペースダウンするだろう。今回の7という「良い」超のレベルは、リーマンショック後の2010年まで回復期の「良い」超のピーク値8（2010年9月）にほぼ並ぶ。円安・株高のペースが5月中旬以降に鈍化して、輸出環境の改善、資産効果を背景にした個人消費拡大もいくらか足踏みしている。これは、景気情勢が今もなお1本目の矢（金融緩和）が促した円安・株高効果に強く依存している実態を改めて浮き彫りにするものだ。

（図表1）日銀短観（2013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
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
	12月調査	-4	4	-8	-14
2012年	3月調査	-4	5	-10	-11
	6月調査	-1	8	-12	-9
	9月調査	-3	8	-14	-9
	12月調査	-12	4	-18	-11
2013年	3月調査	-8	6	-19	-8
	6月調査	4	12	-14	-4
見通し	9月調査	7	15	-13	-1
	先行き	10	13	-10	0

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



出所：日本銀行、ロイター通信、日経QUICK

9月18日に発表された米FOMCでは、メンバーたちが米経済指標の改善に自信を持てずに、QE3の縮小に踏み切らなかった。これで、米長期金利の上昇が頭打ちになると、ドル円レートもさらに円安方向には進めなくなる可能性がある。米株価についても、今のところは上昇しているが、景気指標が一段と強くならなければ、先行きの上昇をはっきりと見込みにくくなっている。

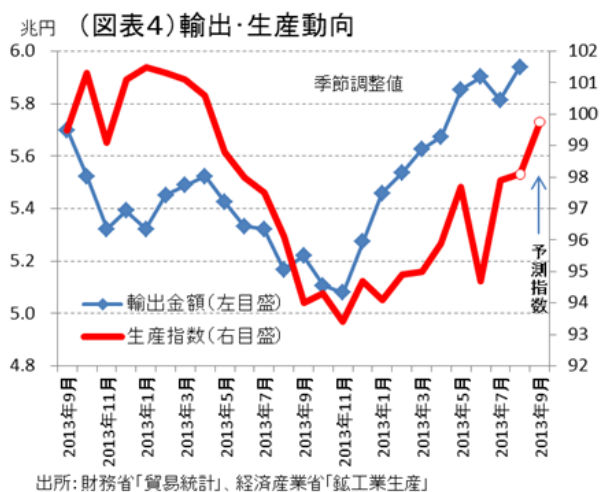
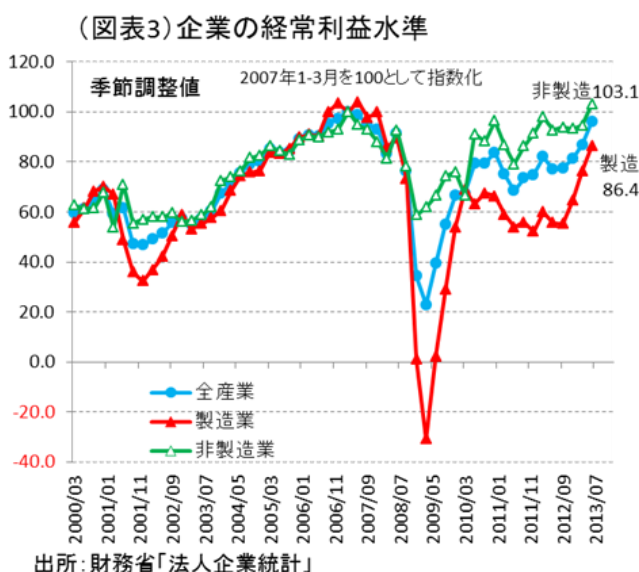
わが国の景況指標に目を転じると、マインドの頭打ち感を示すデータが散見され始めている。月次のロイター短観は製造業の業況DIが8月16から9月12へと低下した。6月以降は、おおむね横ばいの推移になっている。また、景気ウォッチャー調査でも、3月をピークに漸次マインドが低下している。各種マインド調査で、明らかに以前ほどの改善の勢いがみられなくなっている。繰り返しになるが、これ

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。

は円安・株高が進みにくくなって輸出・消費への好影響が弱まっていることを反映していると考えられる。

利益増を背景にして改善は続く

一方、景気情勢がここから悪化するかという点、そこまでは行かないだろう。足元の景気をみると、輸出金額は依然として季節調整値で増加しており、生産指数も先行き上昇していく見通しになっている（図表3）。確かに、円安効果に依存できなくなっているものの、回復のモメンタムは働き続けている。製造業の収益環境は、生産数量が増え続けて稼働率が上昇する分、固定費負担は軽減されて利益水準を改善させていく。4-6月までの経常利益水準はそうした作用を受けるかたちで、3四半期連続で改善してきた（図表4）。7-9月にかけても、生産増加に伴う収益改善の流れは続き、業況判断DIの改善も同様に継続すると考えられる。



設備投資計画は小幅上積み

年度の設備投資計画は、大企業・製造業については6月調査から9月調査にかけてはほとんど修正されない季節パターンを描く。次回9月も、設備投資が増えていく趨勢の中で、ごく小幅の上昇修正が見込まれる（図表5）。「法人企業景気予測調査」（7-9月）では、前四半期に比べて2013年度の設備投資の前年比が製造業8.5%（4-6月計画5.8%）、非製造業9.4%（同8.1%）と小幅の上方修正になっていた。

(図表5) 設備投資計画の見通し

		年度の前年比伸び率%					
		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
2011年	9月調査	10.1	-0.6	3.0	3.7	-29.0	-17.7
	12月調査	6.2	-1.1	1.4	7.1	-22.5	-12.3
	実績見込み	2.7	0.2	1.1	5.4	-15.7	-8.5
	実績	-0.7	-1.5	-1.3	11.3	-10.1	-2.7
2012年	3月調査	3.6	-2.0	0.0	-18.8	-9.1	-12.9
	6月調査	12.4	3.0	6.2	-14.3	-1.6	-6.6
	9月調査	12.3	3.3	6.4	-10.3	6.7	0.0
	12月調査	11.1	4.6	6.8	-6.3	14.2	6.2
	実績見込み	5.7	4.9	5.2	-6.0	17.2	8.1
実績	1.6	2.6	2.2	-4.5	26.7	14.4	
2013年	3月調査	-0.7	-2.6	-2.0	-3.2	-16.8	-12.1
	6月調査	6.7	4.9	5.5	10.4	-17.1	-8.1
	9月調査	7.0	5.1	5.7	16.7	-12.9	-3.2

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。

今後の景気情勢を考える上では、企業収益の拡大が設備投資の増加へと波及する流れを確認することが極めて重要である。次回の日銀短観は、年度ベースで設備投資がプラスになる展開を予想させる点で、

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。

前向きな判断材料である。4-6月のGDP統計の前年比をみると、名目民間設備投資は▲2.6%に止まっている。前期比ベースでプラスに振れるだけでなく、その動きが継続していく必要がある。

10月1日に消費税を判断

次回の日銀短観が発表される10月1日は、安倍首相が2014年4月の消費税率を引き上げることを最終的に判断するタイミングだと考えられている。すでに、政府は追加的な経済対策を実施する姿勢を打ち出しているため、消費税増税をもはや先送りすることは考えにくい。経済対策は、あくまで2014年4-6月に予想される消費税増税の反動減を抑えるためのカンフル剤なので、消費税増税の判断とセットであるはずだからである。

その一方で、景気対策効果以上に重要なのは、世界経済のトレンドである。これらはやや雲行きが良くない。FRBがQE3縮小を見送った理由は、米経済の拡大について以前よりも先行き展望を慎重にみているからである。こうした先行き展望については、消費税増税後の日本経済を考える上では、あまりプラス材料とは言えない。アベノミクスの成長戦略を強力に推進して、消費税率の引き上げのマイナスのインパクトを乗り越える必要があると言われるが、その目的の完遂はなかなか難しいだろう。9月の日銀短観における企業の景況感が小幅に止まると、これまでの景気回復が円安・株高に強く依存していたことが明らかになって、マイナスである。

筆者は、安倍首相が必ず消費税増税を決断すると予想するが、その一方で駆け込み需要を除いた日本経済の回復ペースについては、過大評価をしないようにとみている。