

2015年3月日銀短観の予測

発表日：2015年3月19日（木）

～リバウンドの強さを問う～

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

4月1日に発表予定の日銀短観3月調査では、大企業製造業の業況判断DIは前回比+4ポイントの改善になる見通しである。輸出増・円安・原油安といった企業収益の押し上げ材料が揃っていて、やや強気にみている。この短観結果は、黒田総裁の景気・物価見通しにも大きな影響を与え、4月に追加緩和に動くか、否かの有力判断材料になると考えられる。

月次の景気指標は底入れ・回復

各種経済指標には、景気再加速の変化が表れている。2015年3月の日銀短観もそうした変化をどのくらい反映するのかが注目である(図表1)。月次アンケート調査では2014年11・12月にボトムをつけているものが多い(図表2、3)。景気ウォッチャー調査、消費者態度指数のボトムは2014年11月である。鉱工業出荷、景気動向指数CIのボトムも同じく11月である。ロイター短観、帝国データバンク景気動向調査のボトムは12月である。そして、最近、景気に敏感な動きをみせている日経平均株価の前年比も、12月をボトムとして改善に向っている。クイック短観だけが2015年1月をボトムにしている。

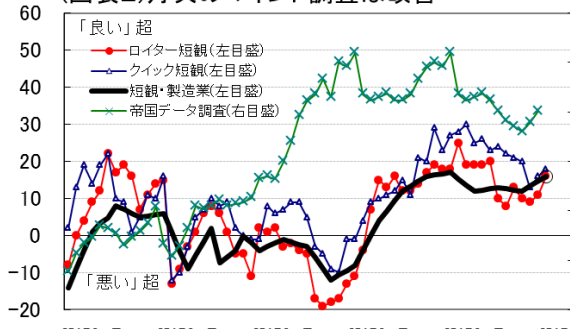
各種調査・指標に基づくと、マクロ経済は2015年に入って改善が進み、おそらく、日銀短観の業況判断DIもリバウンドをみせると考えられる。今回の予想は、大企業製造業の業況判断DIが16の「良い」超と、前回12月調査の12からみて+4ポイントの改善になるという見方である。なお、非製造業については、12月調査比で横ばいになるという見通しである。

(図表1) 日銀短観(2015年3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
2012年	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
	9月調査	12	14	-9	-1
	12月調査	16	20	1	4
2014年	3月調査	17	24	4	8
	6月調査	12	19	1	2
	9月調査	13	13	-1	0
	12月調査	12	16	1	-1
見通し	3月調査	16	16	3	-2
	先行き	17	15	0	-3

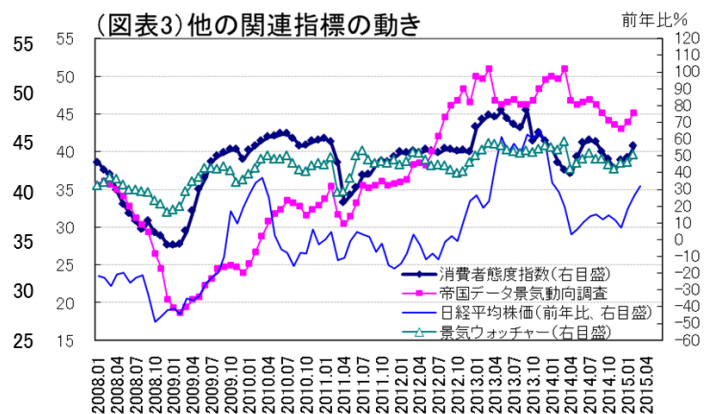
注:実績は日本銀行「短期経済観測調査」。見通しは第一生命経済研究所。

(図表2) 月次のマインド調査は改善へ



出所: 日本銀行、ロイター、日経クイック、帝国データバンク

(図表3) 他の関連指標の動き



出所: 内閣府、帝国データバンク

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。

企業のマインドが改善する理由は、①輸出増加、②円安による収益拡大、③原油価格下落、の3つである。日銀の実質輸出は2014年12月・2015年1月に大きく伸びている。ここには一時的な中国の春節要因で効いているが、均してみても1～3月のレベルは上昇していると言える。多くの企業では、2015年3月期決算を念頭に置いて、前年比収益の上振れを期待してマインドを改善させていると考えられる。

3月調査は翌年度見通しが発表

例年3月調査では、翌年度（今回2015年度）の事業計画が発表される。売上計画、経常利益計画、設備投資計画の3つが主な計画である。今回の短観では、2015年度計画の「発射台」が決まり、そこから四半期毎に年度計画の見通しが改定されていく。例えば、大企業製造業の2014年度の経常利益計画は、2014年3月の発射台が▲1.5%で、6月調査▲3.0%、9月調査▲2.1%、12月調査0.4%と改善された。2014年度は消費税の反動減が警戒されていたため、3月時点ではマイナス計画だったが、増税の影響が一巡して、9月と12月の収益見通しは連続して改善した。今回は2014年度の実績見通しが経常利益のプラス幅を拡大させ、2015年度の発射台は小幅のプラスになりそうだ。

また、設備投資では、大企業・中小企業ともに2015年度の前年比がマイナスに転じる見通しである（図表4）。2014年度は、大企業・中小企業の製造業がともにプラスで着地する可能性が濃厚になっているので、その勢いが2015年度にも継続するかどうか注目されるのだが、6月調査以降のプラス転化が期待される。

（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
2012年	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	6.6	4.4	5.1	14.2	-8.0	-0.7
	12月調査	4.9	4.4	4.6	11.7	6.0	7.9
	実績見込み	2.1	4.8	3.9	13.3	14.2	13.9
	実績	-1.4	4.4	2.5	13.9	24.5	21.0
2014年	3月調査	3.6	-1.6	0.1	-16.0	-28.9	-24.7
	6月調査	12.7	4.9	7.4	-5.4	-26.0	-19.7
	9月調査	13.4	6.3	8.6	-1.6	-18.0	-12.9
	12月調査	11.4	7.6	8.9	7.9	-13.2	-6.7
見通し	実績見込み	7.5	7.8	7.7	8.8	-6.9	-2.0
2015年	3月調査	-1.1	-0.3	-1.5	-12.8	-11.9	-12.2

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。

金融政策に対する政策的含意

黒田日銀総裁の関心は、ヘッドラインの物価指標ではなく、物価の基調を動かす需給動向、すなわち景気の先行きに移っている。物価に対する原油価格のマイナス要因が、消費者物価指数の前年比から剥落した後は、原油安によって景気が上向きへと転換するとみているのだろう。この3月調査の業況判断DIが改善していたならば、黒田総裁はそれは原油安が収益改善に寄与した証拠だと判断するに違いない。そして、企業収益の改善見通しが、雇用・設備投資へと展開していくことで、「好循環」が生まれて中長期の物価見通しも上向きと考えることだろう。

仮に、短観が筆者の予想通りに+4ポイント程度の改善ならば、黒田総裁は4月など早期での追加緩和に踏み切ることはないだろう。逆に、筆者の予想に反してDIがマイナスないし、捗々しい改善になれば、原油下落と相まって、予想インフレ率の低下が進むことを警戒するだろう。

一部には、4月末の展望レポートで、2015年度の物価見通しを大きく引き下げてきて、追加緩和に踏み切るのではないかという観測がある。ごく最近の原油市況も上昇力が弱くなっている。これは2015年度の物価見通しを下方修正させる要因とも言える。一方、3月18日のFOMCでは、6月利上げよりも9月利上げの見通しが主流になりつつある。こちらは、仮に黒田総裁が追加緩和をするのならば、2015年10月になるだろうと思わせる判断材料である。

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。