

2015年6月日銀短観の予測

発表日：2015年6月18日（木）

～非製造業はどのくらい跳躍するか～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

7月1日に発表予定の日銀短観6月調査は、大企業製造業の業況判断DIが前回比▲1ポイントの悪化となる見通しである。中国など新興国向けに輸出が伸び悩んでいる影響で、素材業種や自動車のDIが悪化するためである。反対に、非製造業のDIは大きく改善しそうだ。訪日外国人の消費増を背景に、小売が改善しそうなことや、企業収益好調による対事業所サービスなどの改善が見込まれる。

製造業は僅かに悪化

(図表1) 日銀短観(2015年6月調査)の予測値

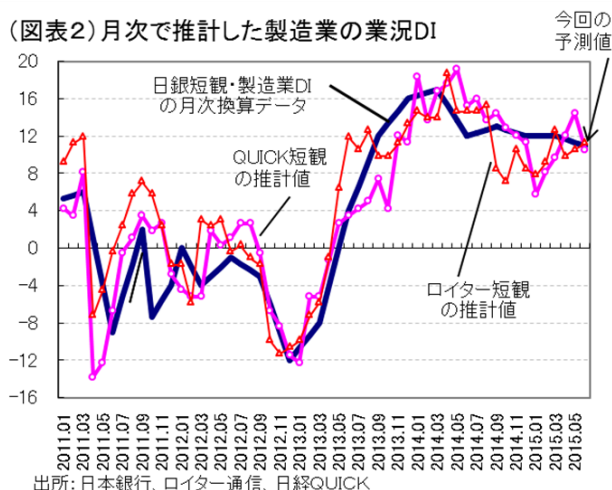
7月1日の日銀短観6月調査では、前回横ばい(12月12→3月12)だったところから、前回比▲1ポイントの悪化(3月実績12→6月予想11)をみると予想する(図表1)。

月次の景況アンケートは、このところ伸び悩んでいる指標や方向感が読めなくなった指標が多い(図表2)。ロイター短観やクイック短観は、月次のピークから6月調査は下がった位置にある。ファンダメンタルズをみても、輸出はやや低迷していて、中国などの新興国向けの悪化が足を引っ張っている。ほかにも、ASEAN、欧州、南米、中東、アフリカ向けは振るわない。中国向けの場合は、自動車輸出が前年比マイナスであるほか、鉄鋼、一般機械も減少となっている。こうした輸出環境の悪化を受けて、輸出企業の景況感も足踏みしていると考えられるので、▲1ポイントの悪化を予想する。

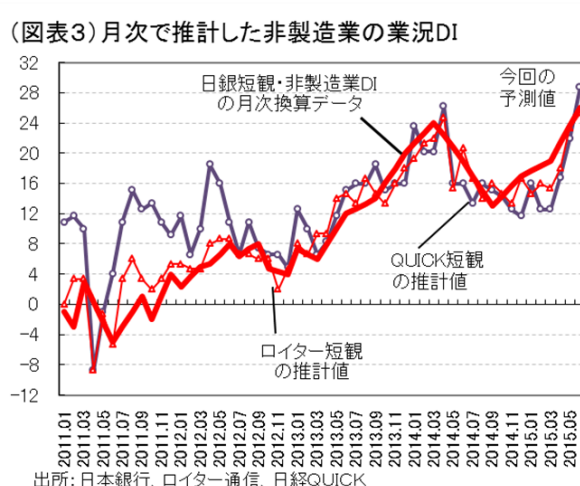
		業況判断DI			
		大企業		中小企業	
		製造業	非製造業	製造業	非製造業
2012年	12月調査	-12	4	-18	-11
2013年	3月調査	-8	6	-19	-8
	6月調査	4	12	-14	-4
	9月調査	12	14	-9	-1
	12月調査	16	20	1	4
2014年	3月調査	17	24	4	8
	6月調査	12	19	1	2
	9月調査	13	13	-1	0
	12月調査	12	17	4	1
2015年	3月調査	12	19	1	3
見通し	6月調査	11	27	2	10
	先行き	9	24	1	7

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) 月次で推計した製造業の業況DI



(図表3) 月次で推計した非製造業の業況DI



反対に、非製造業では、+8ポイントもの大幅な改善を予想する(図表3)。理由は、小売を中心とした好調である。これは、4月のベースアップのほか、夏季賞与の増加が見込めることが個人消費の底

上げに寄与しているほか、百貨店などが訪日外国人の旺盛な消費増加に支えられて景況感を改善させていることがある。また、対事業所サービスが企業収益の拡大を背景にして改善が見込まれるほか、設備投資の増加に伴って物品賃の改善も予想される。企業周りの需要も、総じて好調さが増していると考えられる。これまで、非製造業の前回比業況改善は、不況期からの立ち直りの局面では大きな改善幅になることはあったが、今回のようにある程度のプラス圏で、大きな改善幅（+8 ポイント改善）になることはほとんど経験したことがなかった。この変化が実現していれば、日本経済がデフレ脱却を果たした後、さらに内需の正常化を進めている裏づけができる。

高原状態にある企業収益はさらに改善するか？

6 月調査では、いくつかの企業が、前年度決算の発表を通じて、実績と今期見通しを更新する調査回である。最近、好調な決算を受けて、3 月調査から 6 月調査の実績が上方修正されることも多くなってきた。そうすると、2014 年度実績と 2015 年度見込みの経常利益と利益率が高まることが期待される。3 月調査の大企業・製造業の売上高経常利益率は 7.01%（計画）と、過去最高レベルまで上昇してきている。今回は、さらにそのレベルを超えて上昇するかどうか注目される（図表 4）。

先に、非製造業の業況 DI が大きく改善する理由は、企業業績が良くなって、企業の投資・支出活動が活発化してきたという事情があると指摘した。仮に、次回短観で、製造業・非製造業の企業収益の改善が一段と進んでいけば、たとえ目先の製造業の業況 DI が前回比で悪化していたとしても、景気全体の先行きをそれほど悲観すべきことではないと理解できる。

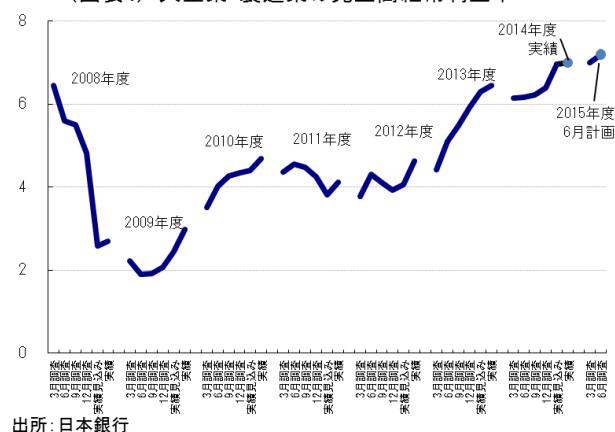
設備投資計画の積極化はみられるか

6 月の政府の月例経済報告では、設備投資が「持ち直し」に上方修正された。法人企業統計や GDP 二次速報（2015 年 1～3 月）の設備投資が前期比増加したことを受けている。

短観でも、設備投資計画の数字が良くなっていけば、設備投資の拡大を裏づけるデータとして、取り上げられるであろう（図表 5）。大企業・製造業では、2014 年度実績が前年比 3.0%、2015 年度計画が前年比 12.6%と好調な内容になると見込まれる。

中小企業は、6 月調査時点では 2015 年度計画がまだ大幅なマイナスではあろうが、そのマイナス幅がどこまで縮小するかをみて、着地の実績がプラスに転じるかどうかを見定めることになる。中小企業においては、2014 年度・全産業の実績が何とかプラス圏（前年比 0.4%の予想）に浮上するのではないかとみている。

前年比%（図表 4）大企業・製造業の売上高経常利益率



（図表5）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
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
	実績見込み	6.7	8.8	8.2	6.2	-11.1	-6.2
	見通し 実績	3.0	6.9	6.2	7.7	-2.9	0.4
2015年	3月調査	5.0	-4.1	-1.2	-14.3	-24.5	-21.2
見通し	6月調査	12.6	1.8	5.2	-6.1	-22.5	-17.1

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。

金融政策の先行きと短観結果

黒田総裁を巡っては、6月10日に国会答弁で「ここからさらに実質実効為替レートが円安に振れるということはなかなかありそうにない」と発言して、それが円安傾向に急ブレーキをかけたことが話題になっている。

大方の見方は、これが偶然の産物だったとみているようだ。しかし、一方でこの発言には別の効果として、追加緩和の予想を後退させている。筆者にすれば、故意か、無意識かは判定できないとしても、黒田発言の薬が効き過ぎたことは間違いないと感じている。

追加緩和の可能性に関して、黒田総裁は常々、「上下双方向のリスク要因を点検して、必要があれば」、躊躇なく金融緩和を行うとしている。6月の日銀短観で、指標性の高い大企業・製造業のDIが僅かなマイナスになるとすれば、後退している追加緩和期待を多少は後押しすることになるのではないだろうか。

追加緩和予想が後退する理由には、黒田発言もあるが、景気情勢が好調なことも抜き難くある。だから、景気情勢に不安定さを改めて意識することは、効き過ぎた薬を薄めることになろう。後で、黒田総裁が短観の結果を見ながらどのように評価するかという点にも注意を払っておきたい。