

## 2012年6月日銀短観の予測

発表日：2012年6月22日（金）

～円高警戒・欧州不安の影響は如何ほどか～

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

大企業・製造業の業況判断DIは、▲5と前回比▲1ポイントの悪化となる見通し。欧州問題が世界経済の下押し材料になっていることと、円高が長期化する流れが、企業マインドを3月時点よりも悪化させていると考えられる。日銀は、短観の結果をみながら7月の会合で追加緩和をすべきがどうかを再度検討することになるだろう。

(図表1) 日銀短観(2012年6月調査)の予測値

### 悪化する製造業、改善の非製造業

7月2日に発表される予定の日銀短観では、大企業・製造業の業況判断DIが注目される。このところ、欧州財政問題や米雇用拡大の停滞によって、各国のPMIや企業マインド指標が悪化傾向に変わってきている。日本でも同じような変化が短観で見られるのではなかろうか。

短観では、3月調査時点の3月中旬は、為替レートが一時的に1ドル84円になる場面もあった。そのときに比べると、為替は円高に振れており、6月時点での大企業・製造業の業況判断DIは▲5と、3月調査時点の▲4に比べて、

前回比▲1ポイントになる見通しである(図表1)。悪化が小幅に止まる背景には、欧州不安と円高があっても趨勢として緩やか景気回復が継続していることがある。

業種別には、北米向け輸出が伸びている自動車は好調を維持するであろうが、欧州・アジア向けの悪影響を受けて、電機、一般機械は伸び悩むと予想される。素材業種でも、輸出面での悪化によって業況改善は足踏みするだろう。

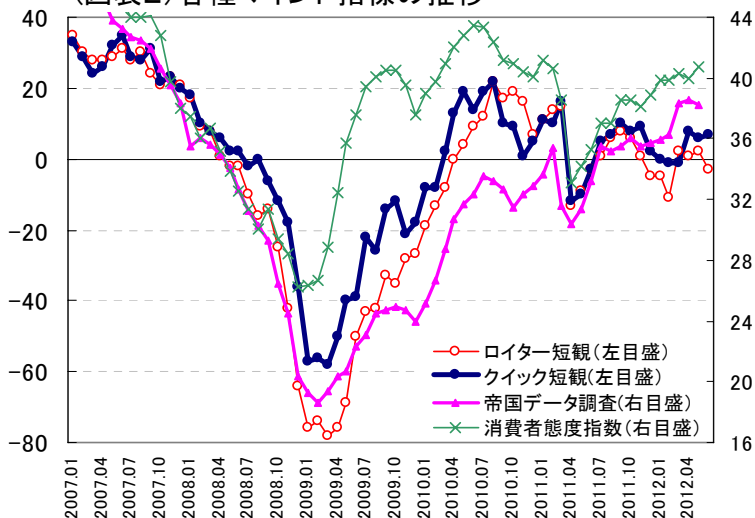
一方、非製造業では、業況判断DIの改善(12月調査4→3月調査5)が継続して、6月調査では7まで「良い」超幅が拡大する見通しである。非製造業の場合は、震災復興対策の押上げが不動産・建設に効いているほか、高齢者消費の伸びやエコカー補助金に支えられ、サービス・小売などが改善していると予想される。

なお、業況判断DIを予測するに当たって、参考にした月次マインド調査は、ここ数か月、狭いレンジでアップダウンしている(図表2)。これは、最近の景気の不安定さを反映

		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	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
	12月調査	-4	4	-8	-14
2012年	3月調査	-4	5	-10	-11
	6月調査	-5	7	-8	-9
見通し	先行き	-5	8	-14	-11

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) 各種マインド指標の推移



出所：内閣府、ロイター通信、日経QUICK、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。

している。3・4月がそうだったように、ごく短期的に円高環境が修正され、欧州問題もギリシャの債務再編によって一服したかの錯覚に陥るものの、問題はまた1、2か月後に再燃してくる。3か月毎の短観では、こうした変動は現れにくく、振れの少ない横ばい圏内の動きになるだろう。

(図表3)設備投資計画の見通し

## 円高と企業収益

注目点としてあるのは、円高の想定である。前回、2012年度78.14円/ドルと当時のレートからみて、円高水準の想定であった。3月短観が発表されたとき、筆者は為替の前提が保守的すぎると感じたが、結局、企業経営者の慎重な見方が正しかった。今回も、企業がどのくらいの円高レベルをみているかは重要な情報である。企業が78円よりも大幅な円高を想定していれば、円高警戒は根強いと理解できる。

さらに、厳しい円高の前提でどのくらいの經常利益計画を立てているのかも重要だ。3月調査では、大企業・製造業の經常利益計画は、前年比0.6%とほぼ横ばいであった。6月調査の例年のパターンは3月比小幅の下方修正になることが多く、今回は円高の悪影響を受けて下押しされる公算が高い。

そうした収益面での影響は、設備投資の伸び率を下押ししている可能性もある。設備投資計画に関しては、2011年度の大企業・設備投資の実績は、前年比▲1.3%と3年連続でマイナスになる見通しである(図表3)。震災後、計画段階では9月調査で10.1%の伸びになったこともあったが、結局、小幅の伸びに止まった。円高の下、空洞化圧力も作用したことで、大企業・製造業の設備投資は、2007年度がピークとなって2011年度の着地で水準比6割弱まで縮減されることになる。内需縮減と輸出環境の悪化によって、設備投資を弱体化させているのである。2012年度計画は、一応、前年比7.0%と盛り返す格好になっているが、この強めの数字も不安定な基盤の上にある。

なお、中小企業・製造業の設備投資動向をみると、年度前半には大幅なマイナス計画であることが多いが、2010・2011年度とプラスの実績で着地している。中小企業の設備投資を水準でみると、2007年度がピークだった点で大企業と変わらないが、2011年度実績を予想すると水準比7割強になり、まだ縮減幅は小さいと言える。産業空洞化の圧力が働くと、設備投資を牽引するのは、相対的に大企業から中小企業へとシフトしていくかたちになる。

## 金融政策運営に対する影響

ギリシャの選挙結果によって、ユーロ離脱の可能性が薄れたので、日銀の追加緩和の可能性は後退している。追加緩和の行方は、当面の為替動向と、この日銀短観次第となっている。もしも、短観の業況判断DIが、ここでの予想よりも大きく下落すれば、日銀は追加緩和に踏み切る可能性がある。7月12日の決定会合は、展望レポートの中間評価のタイミングであり、短観の結果は中間評価に大きな影響を与えるだろう。

また、2人の新任審議委員が就任するのも、7月会合になる見通しである。短観結果次第では、2人の意見が政策委員会の議論に波紋を及ぼすことも考えられる。短観を起点にした政策判断の変化に注目したい。

		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
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	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	-1.3	-1.7	-1.6	5.2	-10.5	-5.1
2012年	3月調査	3.6	-2.0	0.0	-18.8	-9.1	-12.9
	6月調査	7.0	5.5	6.0	-15.7	-8.0	-10.9

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。

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。