

## 2015年12月の日銀短観予測

発表日：2015年12月7日（月）

～景況感の下げ止まりはまだ先か～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

12月の日銀短観は、大企業・製造業の業況判断DIが前回比▲2ポイント悪化する予想である。企業の景況感の下げ止まりはもうしばらく先になる見通しである。大企業の設備投資計画は、12月調査のときには小幅に下方修正されることが多い。注目点は、完全失業率が3.1%まで下がっている状況を受けて、短観の雇用判断DIでも不足感が強まるかどうかである。完全雇用下での賃金動向が気になる。

### 業況判断は▲2ポイント悪化

12月14日に、次回の日銀短観12月調査が発表される予定である。大企業・製造業の業況判断DIは前回比▲2ポイント悪化して、10の「良い」超になると予想する（図表1）。月次の景況アンケートでは、10・11月が底になってリバウンドする格好になっている（図表2）。これで「大底を打った！」と考えがちになるが、それは騙しの動きであろう。日銀の実質輸出は5月をボトムにして、徐々に回復していることが確かである。この動きは、世界貿易の変化とも重なっている。一方、鉱工業生産の予測指数をみると、11月と12月の前月比はほとんど改善しなくなっている。ここには先行きの警戒感が根強く残っている。

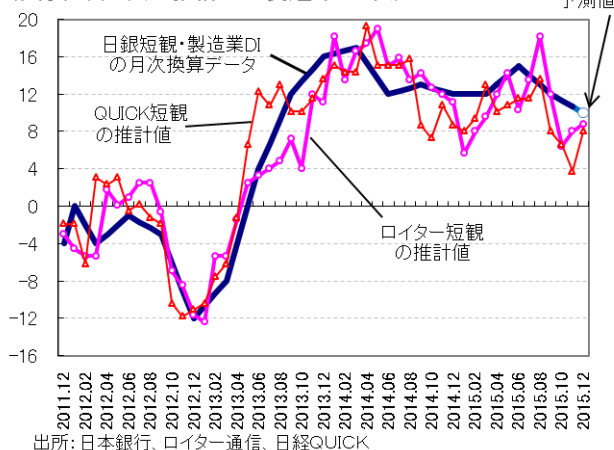
（図表1）日銀短観（2015年12月調査）の予測値

		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
2013年	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
	6月調査	15	23	0	4
	9月調査	12	25	0	3
見通し	12月調査	10	21	-3	-1
	先行き	8	19	-4	-3

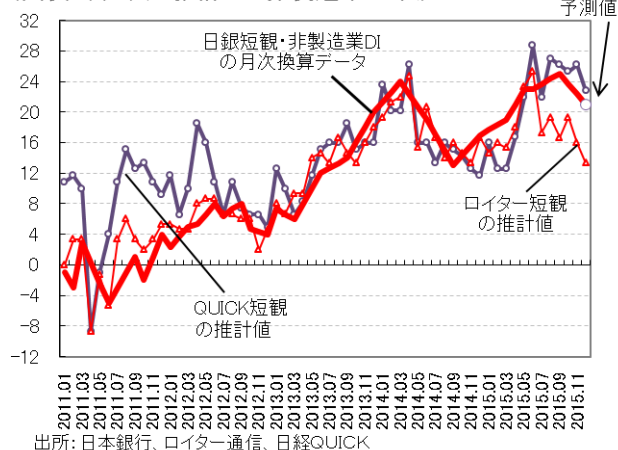
注：実績は日本銀行「短期経済観測調査」。見通しは第一生命経済研究所。

筆者は、先行きに警戒感が根強くある根拠は、FRBの利上げを控えて、先行きの世界経済の混乱が強く警戒されていることだと考える。中国経済も、8月の株価下落のときの緊迫感は遠のいたが、明確に改善を予想する材料もまたない。こうした状況下では、経営者のマインドは明確に向上かないだろう。

（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



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。

非製造業についても、前回は業況判断 DI が 23 から 25 へと改善したが、今回は 21 へと下落するだろう。前回比は▲4 ポイントの悪化を予想している。月次の動きは、ロイター短観、クイック短観とも 2015 年初をピークにしてプラス幅が漸減している（図表 3）。夏場は、訪日外国人の効果や猛暑効果による支援があったが、足元の消費はそれほど芳しくはない。雇用者の総労働時間は、前年比マイナスが目立つようになっていて、微妙に賃金環境は弱い動きが入り混じるようになってきている。

## 大企業の設備投資計画は小幅下方修正

今回の短観の特徴は、やはり設備投資のプラス計画である（図表 4）。

GDP 統計などでは設備投資関連は必ずしも強くはない。一方、日銀短観などの年度ベースの設備投資計画は依然として強く、少し過大な計画が計上されているのではないかと、いう批判的な見方もある。

筆者も、設備投資はそれほど極端に弱い見方をしてはいけないが、短観で下方修正が起これば、設備投資の弱さを認めざるを得ない。季節的に下方修正は、3 月の実績見込みと、6 月の実績の時点で大きく進むことになっている。12 月も 3・6 月ほどではないが、下方修正が大企業で進むタイミングである。今回、どのくらい設備投資が底堅いのかを占う上で、短観の数字を改めて確認しておきたい。

なお、大企業とは違って、中小企業の設備投資計画は、毎回、上方修正されるパターンを描く。今回はいよいよ、中小企業の製造業・非製造業がともにマイナスの計画からプラス転化しそうである。大企業は下方修正される一方、それを穴埋めするほどに中小企業の投資上積みが進むことが、明るい材料にもなる。設備投資計画の全体像を確認することは、中期的な景気拡大がしっかり上向きであることを知るために格好の材料である。

（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
2014年	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
	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
	6月調査	18.7	4.7	9.3	-9.9	-18.4	-15.7
	9月調査	18.7	7.2	10.9	-2.0	-7.9	-6.1
見通し	12月調査	16.5	7.7	10.6	1.6	0.3	0.7

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。

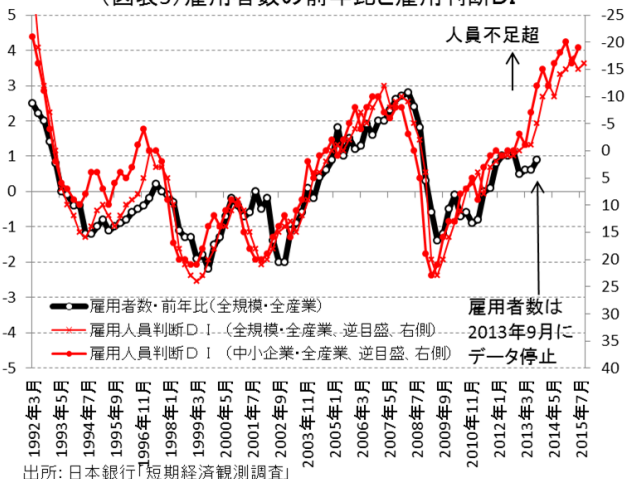
## 金融政策への示唆が大きい雇用判断 DI

今回の短観の注目度は、追加緩和の可能性が高まっていた前回 9 月調査に比べると落ちる。それでも、12 月短観では、金融政策に関する重要な情報がある。それは、雇用判断 DI の不足感が先行きの物価動向の鍵を握っているからだ。

10 月の完全失業率は 3.1% となり、すでにわが国経済が完全雇用状態の領域に入っていることを示していた。短観では、それが企業の実感として表現される。人手不足が雇用判断 DI をさらに不足超に進めるかどうかを確認することが重要である（図表 5）。

前回までの雇用判断 DI は、大企業・全産業が▲9 の不足超、中小企業・全産業が▲19 の不足超であった。ともに不足感のピークは 2015 年 3 月調査であり、限界的には概ね横ばいである。

（図表5）雇用者数の前年比と雇用判断DI



出所：日本銀行「短期経済観測調査」

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。

完全失業率の極端な低下が示すように、この DI がさらに 12 月調査で不足超幅を広げて、厳しい需給逼迫を表すのならば、今後の賃金上昇のシグナルになるだろう。黒田総裁としても、短観のそうしたデータの変化を強調することになるに違いない。

11 月 30 日の決定会合後の記者会見で黒田総裁は「中長期的にみると賃金の上昇と物価の上昇はシンクロナイズする」ことを強調し、現実には労働市場がタイトになっていることを挙げて、「賃上げの圧力が効いている」という理解を示した。黒田総裁にすれば、需給がタイトになれば必ず賃金上昇が起こるはずなのに、それが顕在化しないので歯噛みしているのではなかろうか。

経済学では、フィリップス曲線の傾斜がきつくなる地点まで労働市場の逼迫が到達すると、その後で賃金上昇が加速する圧力が働くという理論的発想が定着している。日銀は、目先の賃金動向はやや鈍いと現状分析をしている反面、これから労働需給の逼迫が進むと、どこかの時点で賃金上昇に加速感が表れてもおかしくないシナリオを立てているだろう。今後、そうした仮説を日銀が語る上でも、今回の短観の雇用判断 DI の結果がどうなるかが重要性を増している。