

## 2016年12月の日銀短観予測

発表日：2016年12月7日（水）

～ 製造業の回復が始まる～

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12月短観は、これまで横ばいを続けてきた大企業・製造業の業況判断DIが前回比+4ポイント改善する予想である。為替の変化だけではなく、米経済の拡大が追い風である。この影響が、非製造や中小企業にどこまで広がっているだろうか。また、トランプ・リスクがどこかに表れてないかも注意深く、確認したい。

### 業況判断DIは+4ポイントの予測

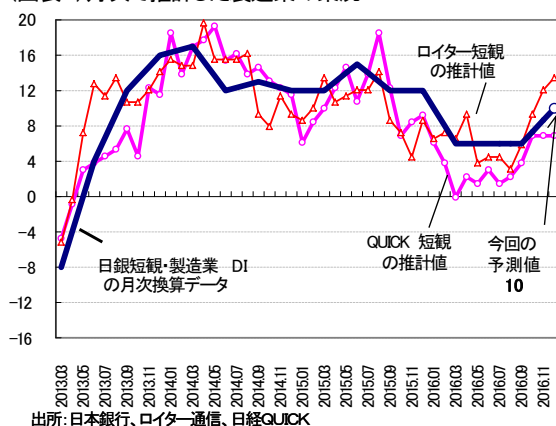
12月14日に発表される予定の日銀短観は、業況判断DIの上昇が見所である。これまで短観は、どちらかと言えば、企業の慎重な見方を反映して、DIの変化がやや鈍かった印象がある。それでも、今回は米経済の拡大や円安の動きを受けて、改善を示すであろう。ロイター短観とクイック短観を使って推計すると、大企業・製造業の業況判断DIは+4ポイント改善する見通しになる。(図表1・2・3)。改善の中心は、電気機械や一般機械関連だとみられる。

(図表1) 日銀短観 (2016年12月調査) の予測値

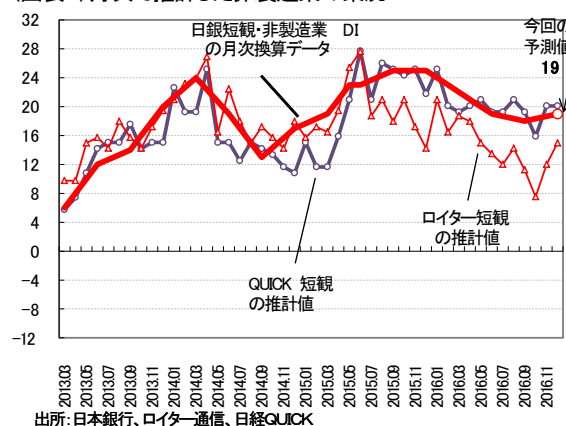
		業況判断DI			
		大企業		中小企業	
		製造業	非製造業	製造業	非製造業
2014年	3月調査	17	24	4	8
	6月調査	12	19	1	2
	9月調査	13	13	-1	0
	12月調査	12	17	4	1
2015年	3月調査	12	19	1	3
	6月調査	15	23	0	4
	9月調査	12	25	0	3
	12月調査	12	25	0	5
2016年	3月調査	6	22	-4	4
	6月調査	6	19	-5	0
	9月調査	6	18	-3	1
	<b>見通し</b>	<b>12月調査</b>	<b>10</b>	<b>19</b>	<b>0</b>
	<b>先行き</b>	<b>9</b>	<b>17</b>	<b>▲2</b>	<b>▲2</b>

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



また、為替レートは、トランプ相場による劇的な変化を受けて円安へと動かされている。短観は、こうした目先の変化に必ずしも敏感な訳ではないが、想定レートにはいくらか変化が織り込まれる可能性がある。つまり、それが2016年度の経常利益計画を押し上げて、DIの改善を具体的に裏付ける格好になるかもしれない。

さらに、12月における前向きな変化が大企業・製造業のみならず、非製造業や中小企業にどこまで波及しているのかも確認したい。目下の景気回復の兆しに対しては、エコノミストの間でも慎重論はまだ

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。

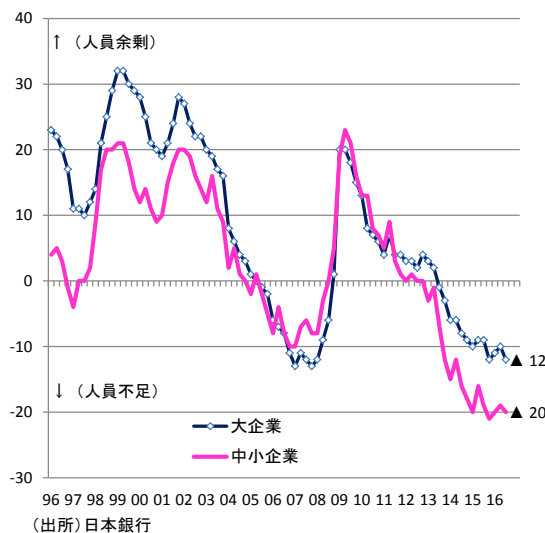
まだ根強い。「景気の先行きはトランプ次第だ」と反論されると、筆者もそれにうなづくしかない。とはいえ、金融市況の変化だけでなく、实体经济にはじわじわと景気改善の実感が感じられる。それを短観で実数の変化として把握することは大きな意義がある。

## 人手不足の深まり

もうひとつの焦点は、雇用判断DIである。仮に、企業の業況が改善していれば、事業拡大を受けて人手不足感が一段と強まってもおかしくない(図表4)。人手不足感は、大企業より中小企業で強く、これまで景況感が改善しなくても、供給制約によって深刻化してきた。だから、景況感が改善することは好ましいとしても、副作用として中小企業が人手不足で苦しむ弊害を伴う。

これまで景況感が良くなっているときには、製商品需給の改善も同時進行していた。だから、ヒト・モノ・カネのうちヒト・モノの需給バランスはインフレ方向へ向かうことになる。もっとも、それが、消費者物価の上昇に素直につながらない問題は残る。直近では、円安や原油価格の持ち直しによって物価上昇圧力が高まる兆しはある。おそらく、原油要因の上昇圧力は、2017年入り後の消費者物価をプラス方向に押し上げると予想されるので、12月短観でみてとれる需給バランスの改善は2017年前半の物価指標に反映してくるだろう。そのとき、黒田総裁はどこまで物価上昇率の変化を前向きに理解するのだろうか。

(ポイント) (図表4) 雇用判断DIの推移



## 今後の金融政策

2017年を考える上で、トランプ・リスクは重大である。例えば、ドル円レートの先行きを読むときに、FRBの政策展望よりも、トランプ政権の動向がより重要と言う人もにわかが増えてきている。

このことは、間接的に、日銀もトランプ大統領に翻弄されることを意味している。まず、日銀短観の発表直後に、FRBの追加利上げが予想される、FRBの次の一手をみて、トランプ氏が何かツイッターでつぶやけばそれだけで重大事になる。

筆者は、短観にはトランプ・リスクが反映されそうにないが、意外に短観に回答する企業経営者は、リスクを大きくみる可能性も少なくはない。そうした心理も、12月短観で確認してみたい。

日銀の政策について述べると、12月短観は9月の枠組みの変更の成果を占うものでもある。トランプ相場に乗って円安が進み、それが企業の景況感の追い風になる。ラッキーな変化とみることもできるが、黒田総裁は、それを好意的に解釈するに違いない。日銀の現状維持シナリオが意識されることになる。

## (参考) 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	製造業	非製造業
2015年	3月調査	5.0	▲ 4.1	▲ 14.3	▲ 24.5
	6月調査	18.7	4.7	▲ 9.9	▲ 18.4
	9月調査	18.7	7.2	▲ 2.0	▲ 7.9
	12月調査	15.5	8.5	1.5	▲ 1.0
	実績見込み	13.3	8.1	4.8	3.5
	実績	8.4	1.0	11.5	5.2
2016年	3月調査	3.1	▲ 2.9	▲ 22.0	▲ 18.0
	6月調査	12.8	2.7	▲ 17.8	▲ 13.5
	9月調査	12.7	2.9	▲ 15.3	▲ 6.0
	見通し 12月調査	10.3	3.6	▲ 11.7	1.9

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。見直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。