

日銀短観予測

2016年12月7日

日銀短観(2016年12月調査)予測

業況判断は改善、トランプノミクスには様子見姿勢

経済調査部主任エコノミスト
宮嶋貴之
 03-3591-1434
 takayuki.miyajima@mizuho-ri.co.jp

- 業況判断DI予測：大企業・製造業 +9%Pt (9月調査から3ポイント改善)
 大企業・非製造業 +18%Pt (同横ばい)
- 2016年度設備投資計画(全規模・全産業)予測：前年比+3.2% (9月調査：同+1.7%)

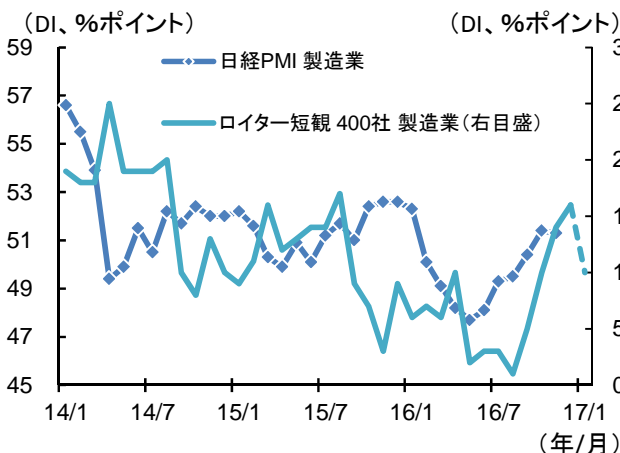
1. 短観12月調査をめぐる状況

景気は踊り場を脱し、持ち直し

日本経済は踊り場を脱しつつある。7~9月期の実質GDP成長率(1次速報)は前期比年率+2.2%と、3四半期連続のプラス成長となった。世界的なITサイクルの改善を受けて、輸出が持ち直した。10~11月の指標をみると、輸出や生産が底堅く推移しており、雇用情勢の改善も続いている。12月にかけて、景気は緩やかながらも回復していると判断される。

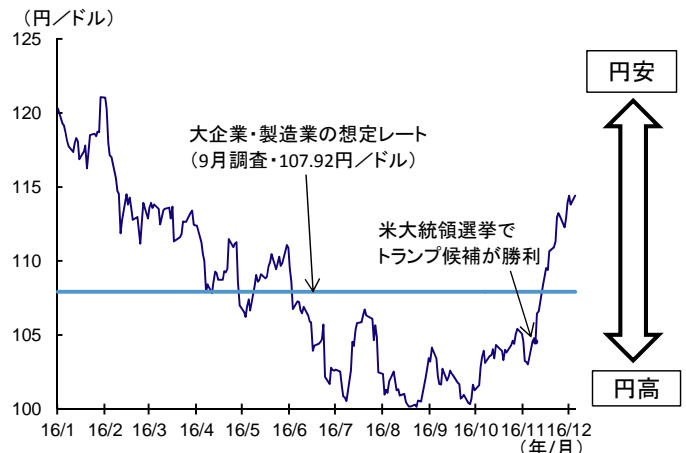
こうした中、Brexit後の円高懸念が夏場以降に後退したこともあり、製造業の景況感は、月次ベースでみると改善傾向で推移した(図表1)。さらに、11月9日の米大統領選挙後には、トランプ候補勝利を受けた大規模減税やインフラ投資への期待の高まりから日米の金利差が拡大し、為替レートは円安ドル高が進んだ。足元の為替レートは日銀短観の想定レート(9月調査時点・大企業製造業)よりも円安の水準となっている(図表2)。

図表1 日経PMIとロイター短観(製造業)



(注) 11月の日経PMI、12月のロイター短観の調査期間は、米大統領選挙後。ロイター短観の点線は見通し。
 (資料) Datastream、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表2 想定為替レートと実勢レート



(資料) Datastream、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほ総合研究所作成

トランプノミクスに対して、企業はまだ様子見姿勢

トランプノミクスへの期待の高まりと、それに伴う円安ドル高が続けば、日本企業の景況感や収益見通しも改善すると見込まれる。しかし、米大統領選挙後の調査をみると、景況感は必ずしも大幅に改善しておらず、現時点では事業会社はトランプノミクスに対して様子見姿勢を維持しているようだ（前掲図表1）。トランプ氏がTPP脱退やNAFTA再交渉、中国やメキシコへの高関税設定などの保護主義姿勢を打ち出していること、1月20日の就任式以降に予定される両院議会演説までは、中期的な政策の方向性を見極めるのが困難であることなどが背景にある。また、米国選挙結果を受けて、2017年の欧州での重要選挙において、EU懐疑政党が台頭する懸念が高まりつつあることも、様子見姿勢を強める要因となっている。

こうした認識に基づき12/14発表の日銀短観（12月調査）を予測する。

2. 予測の詳細

大企業・製造業の業況判断D Iは改善を予測

大企業・製造業の業況判断D Iは+9%Pt（9月調査：+6%Pt）と、3ポイントの改善を予測する（図表3）。輸出の持ち直しに加えて、素材業種では資源価格の底打ちもプラス要因になったとみられる。ただし、日銀短観の業況判断は為替レートなどの足元の金融市況に左右されにくく、月次の業況調査ほどの大幅な改善にはならないだろう。

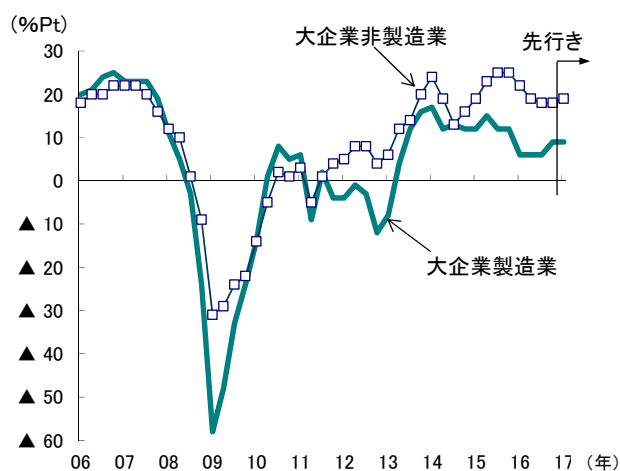
先行きは、横ばいとみている。想定レートを超える円安を受けて収益悪化懸念が後退することに加え、海外および日本経済とも緩やかな景気回復局面が続くと見込まれるが、トランプノミクスおよび欧州の政治情勢の不透明感から、慎重姿勢は維持されるとみている。

大企業・非製造業の業況判断D Iは横ばい

大企業・非製造業の業況判断D Iは+18%Pt（9月調査：+18%Pt）と、横ばいを予測する。7～9月期の台風などによる天候不順の収束はプラス要因となっ

図表3 業況判断D Iの予測

(%Pt)	2016年6月調査		2016年9月調査		2016年12月調査			
	最近	先行き	最近	先行き	最近	(変化幅)	先行き	(変化幅)
大企業	12	12	12	11	13	1	14	1
製造業	6	6	6	6	9	3	9	0
非製造業	19	17	18	16	18	0	19	1
中堅企業	9	6	10	6	11	1	12	1
製造業	1	0	3	1	5	2	5	0
非製造業	14	10	15	10	15	0	16	1
中小企業	▲1	▲5	0	▲3	1	1	2	1
製造業	▲5	▲7	▲3	▲5	▲1	2	0	1
非製造業	0	▲4	1	▲2	2	1	3	1



(注) 2016年12月調査はみずほ総合研究所予測値。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほ総合研究所作成

た一方、生鮮食品価格の高騰などを受けた消費者マインドの悪化から個人消費の増加テンポが緩やかにとどまるとみられ、業況の改善には至らないだろう。

先行きは、小幅の改善を見込んでいる。経済対策による公共事業の実施や、円安によるインバウンド消費の押し上げが見込まれることはプラス要因だ。一方で、円安や原油価格の持ち直しに伴う耐久財やエネルギーの価格上昇、天候不順による生鮮食品価格の上昇などから、家計の節約志向が高まる可能性があり、個人消費関連の業種にとってはマイナス要因となろう。

中小企業の業況判断については、大企業に比べて円安のメリットは受けにくいものの、建設業を中心に公共事業の恩恵を多く受けると考えられることから、現状、先行きともに小幅に改善するとみている。

2016年度設備投資計画は例年並みの上方修正

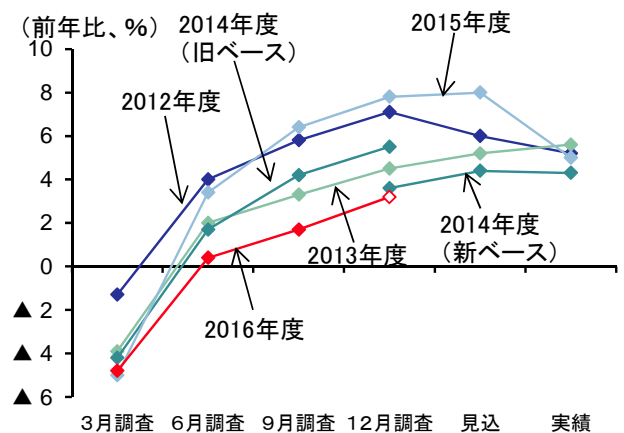
2016年度の設備投資計画（全規模・全産業）は、前年比+3.2%と9月調査（同+1.7%）から例年並みの上方修正を予測する（図表4）。ただし、12月計画としては、昨年よりも低い伸び率にとどまるだろう。

製造業については、「トランプ円安」により収益見通しが改善すると見込まれる。しかし、交易条件要因による収益の改善について、企業は一時的なものとして慎重に捉える傾向があり、設備投資の増加には結びつきにくいと考えられる（『日銀短観解説（2016年9月調査）』参照）。加えて、トランプ政権の保護主義策がサプライチェーンに与える影響などを見通すことは現段階では困難であり、設備投資計画を大幅に変更できる状況ではないとみられる。また、研究開発やM&A、人材育成向けの無形資産投資への関心は高まっているが、こうした投資は日銀短観上の計画には反映されない点も、設備投資の伸びを抑える要因になる。

一方、非製造業については、2020年のオリンピック開催や訪日外国人観光客の増加に対応するため、運輸業や宿泊・飲食業を中心に設備投資が実施されて

図表4 設備投資計画の予測

(前年比、%)	15年度	16年度					修正率
	実績	3月計画	6月計画	9月計画	12月計画		
全規模	5.0	▲ 4.8	0.4	1.7	3.2	1.5	
製造業	9.1	▲ 0.9	6.0	6.1	6.4	0.3	
非製造業	2.9	▲ 6.8	▲ 2.5	▲ 0.6	1.5	2.2	
大企業	3.4	▲ 0.9	6.2	6.3	6.4	0.2	
製造業	8.4	3.1	12.8	12.7	11.5	▲ 1.1	
非製造業	1.0	▲ 2.9	2.7	2.9	3.8	0.9	
中堅企業	8.7	▲ 4.7	▲ 4.6	▲ 3.9	▲ 2.4	1.5	
製造業	9.3	5.1	5.8	4.4	5.1	0.7	
非製造業	8.3	▲ 10.0	▲ 10.2	▲ 8.3	▲ 6.5	2.0	
中小企業	7.2	▲ 19.3	▲ 14.9	▲ 9.0	▲ 2.9	6.7	
製造業	11.5	▲ 22.0	▲ 17.8	▲ 15.3	▲ 10.0	6.2	
非製造業	5.2	▲ 18.0	▲ 13.5	▲ 6.0	0.5	6.9	



(注) 1. 土地を含みソフトウェアを除く。2014年12月調査までは調査対象企業見直し前の旧ベース、以降は新ベース。
2. 2016年12月調査はみずほ総合研究所予測値。
3. 右図は全規模全産業。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほ総合研究所作成

企業は、「トランプ円安」を どうみているのかに注目

いる。そのため、収益や景況感の短期的な変動に伴う計画の大幅な変更は起こりづらく、例年並みの上方修正となるだろう。

景況感、設備投資計画以外の注目点は、前回同様に企業の想定為替レートの変化である。上述したように、トランプ氏が米大統領選で勝利した後、為替レートは前回調査時の想定為替レート（大企業・製造業：107.92円）よりも円安水準にある。これを受けて、想定為替レートがどの程度、円安修正されるのか、注目が集まるところだろう。当然ながら、想定為替レートが円安に修正されれば、特に大企業・製造業の経常利益計画も上方修正されることになる。ただし、現段階では「トランプ円安」が持続的なのかどうか判断しにくいいため、今回は想定為替レートが大きく修正される可能性は低いとみている。

次に、輸出計画が上方修正されるかどうかという点もポイントになる。世界的なIT市況の改善や中国経済の底堅さ、資源価格の底打ちを受けて、世界経済に持ち直しの兆しがあり、輸出を巡る環境は良くなっている。

なお、7～9月期の輸出の伸びは、新型iPhone販売に向けた部材受注の増加というプラス要因があったが、スマートフォン市場では、OPPOやVivoなどの中国系新興メーカーの台頭が著しい。そのため、iPhone効果による日本企業への恩恵は一時的とも言われ、先行きのIT輸出に対して慎重な見方がある。もっとも、①日本企業は中国系メーカーにも部材を一部供給していること、②IoTなどによる半導体の用途拡大は日本企業に恩恵が大きいという点から、今回のIT関連輸出の伸びは従来よりも持続的と考えられる。

最後に、企業の物価見通しにも注目したい。足元では円安や原油価格の底打ちなどが物価見通しを上振れさせる要因となりうる。もっとも、必需品価格の高騰から家計の節約志向が高まっているとみられ、多くの企業は価格改定を行いつらい状況だ。こうしたことを踏まえ、企業の物価見通しがどう変化するか、気になるところだ。