

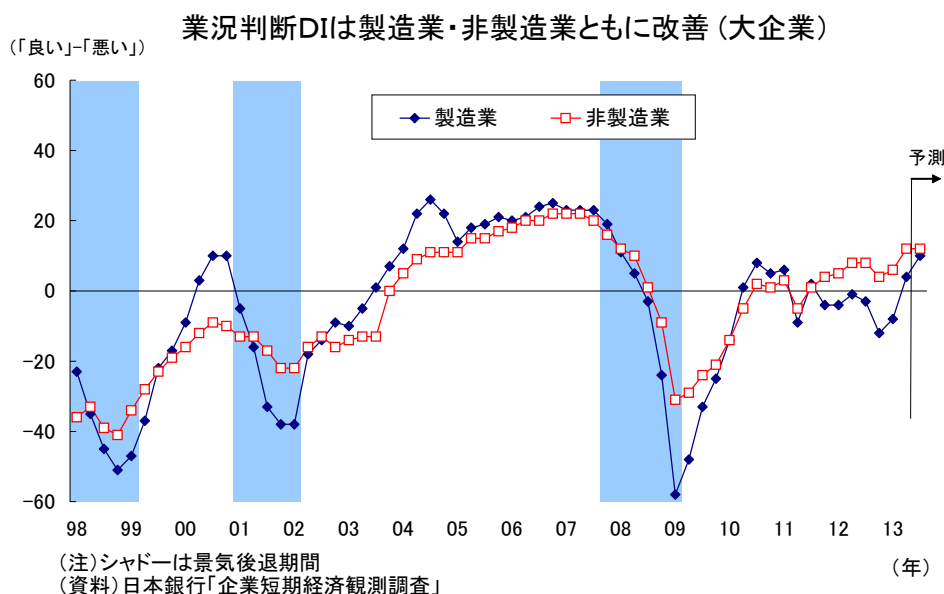
# Weekly エコノミスト・ レター

## 日銀短観(6月調査)

～大企業製造業の景況感は 12 改善の4、先行きは 10 へ

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志  
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 大企業製造業の業況判断D. I. は4と前回調査から12ポイントの大幅上昇を示し、景況感の順調な改善が示された。大企業非製造業のD. I. も12と6ポイント改善した。前回調査以降、5月下旬にかけて円安が進行、海外では米経済が堅調に推移し、国内では株価上昇に伴って消費マインドが回復するなど事業環境が改善、景況感の改善に繋がった。中小企業も改善幅こそ大企業には及ばないものの、製造業、非製造業ともに改善し、景況感の改善が大企業から波及してきているとみられる。先行きについても、米国を中心とする海外経済の回復やアベノミクスへの期待が続き、製造業では企業規模を問わずさらなる景況感改善が示され、非製造業でも横ばいと景況感底堅い。
2. 13年度設備投資計画は2.0%増と上方修正され、プラス圏に浮上した。例年6月調査では上方修正となる傾向が強いうえ、事業環境と企業収益の改善もプラスに寄与したとみられる。ただし、2.0%という伸び率は力強くはない。設備投資を積極的に積み増すには中長期の成長期待が改善することが不可欠であり、まだその状況には至っていないと考えられる。
3. 大企業製造業の販売価格判断D. I. は、足元・先行きともに上昇しているものの、D. I. の水準は先行きでも依然マイナス圏（すなわち「下落」が優勢）となっており、企業のインフレ期待にはやや伸び悩み感がある。



# 1. 全体評価と今後の金融政策：全体的に明るさが際立つが、慎重な部分も

6月調査日銀短観では、注目度の高い大企業製造業の業況判断D. I. が4と前回調査（3月）から12ポイントの大幅上昇を示し、景況感の順調な改善が示された。大企業非製造業のD. I. も12（前回比6ポイント上昇）と改善した。

前回3月調査では、米中経済の回復やエコカー補助金終了の影響緩和、株高による消費者マインド回復、そして円安進行といった事業環境改善を受けて景況感が改善していた。ただし、事前の市場予想と比べるとやや弱めであり、中小・中堅企業製造業では悪化を示すなど、企業の慎重なスタンスもうかがわれる結果であった。

その後4月以降の事業環境は引き続き改善してきた。日銀による異次元緩和によって、5月下旬にかけてさらなる円安が進行。海外では欧州に加えて中国経済の低迷感も強まったものの、米経済が堅調に推移し、輸出は持ち直している。国内では株価上昇に伴う消費者マインド回復により高額品を中心とした消費が堅調に推移しているほか、昨年度補正予算の執行に伴って公共事業も増加しつつある。これらの結果、国内生産は持ち直している。従って、今回の大企業景況感では製造業、非製造業ともに改善。業種別でも、アベノミクスの恩恵を受けやすい業種を中心に幅広い改善がみられる。

中小企業については、製造業が前回比5ポイント改善の▲14、非製造業が4ポイント改善の▲4となった。改善幅はともに大企業には及ばないものの、製造業では、6期ぶりの改善となるなど、大企業の景況感改善が中小企業にも波及してきているとみられる。

先行きについても、米国を中心とする海外経済の回復やアベノミクスへの期待から、製造業では企業規模を問わずさらなる景況感改善が示され、非製造業でも横ばいと景況感は底堅い。

上記の通り、景況感には全体的に明るさが見られ、事前の市場予想（大企業製造業で、足元（QUICK集計3、当社予想4）、先行き（QUICK集計7、当社予想10）を上回った。

また、13年度設備投資計画（全規模全産業）は12年度比2.0%増と前回（▲3.9%）から上方修正となり、プラス圏に浮上した。例年6月調査では計画が固まってくることに伴って上方修正となる傾向が非常に強いというえ、事業環境と企業収益の改善もプラスに寄与したとみられる。

ただし、今回の2.0%という伸び率は、昨年度6月調査の4.0%（12年度計画）を下回っているというえ、下期は12年度比▲4.2%と減額計画になっているなど、力強くはない。

デフレ脱却に向けて先般発表された政府の成長戦略では設備投資の増加を重視している。しかしながら、設備投資を積極的に積み増すには中長期の成長期待が改善することが不可欠であり、現時点ではそこまでの状況には至っていないと考えられる。

13年度収益計画（全規模全産業）については、12年度対比で2.2%の増収（前回調査では1.0%の増収）、5.2%の経常増益（前回は5.9%の増益）となった。増益率は見た目では下がっているが、前年度分が今回上方修正されているため、実質的には6.1%の上方修正となる。特に大企業製造業の増益率が14.6%と17.9%もの上方修正となっており、全体を牽引している。

想定為替レートが前回よりも円安方向に設定されており、アベノミクスに伴う円安の収益計画への織り込みが進んでいる。

今回の短観において、企業の現状・先行きの景況感改善が示されたことは、「(先行きのわが国経済は) 緩やかな回復経路に復していく」という日銀の回復シナリオを裏付ける一つの材料にはなるだろう。

しかしながら、直近の金融市場の混乱を十分に反映していないとみられるほか、そもそも展望レポートで示されている見通しは楽観的でハードルが高いという問題がある。

従って、展望レポートのシナリオと実態との間の乖離が目立つようになってくるに伴い、市場と政治からの追加緩和圧力が高まり、日銀は早ければ10月にも追加緩和をせざるを得なくなる可能性がある。

## 2. 業況判断 D.I. : 全規模全産業の景況感は6ポイント改善、先行きはさらに改善

全規模全産業の業況判断 D.I. は▲2 (前回は6ポイント改善)、先行きは0 (現状比2ポイント改善) となった。規模別、製造・非製造業別の状況は以下のとおり。

(大企業)

大企業製造業の業況判断 D.I. は4と前回調査の▲8から12ポイントもの大幅改善となった。D.I.のプラス圏浮上は7期ぶりとなる。業種別では、全16業種中、石油・石炭製品を除く15業種が改善した。鉄鋼(36ポイント改善)をはじめ、非鉄金属(17ポイント改善)、生産用機械(17ポイント改善)など、2桁の改善が11業種に及び、幅広い改善がみられる。前回は自動車の改善が突出していたが、今回は円安の好影響を受けやすい輸出産業を起点として、幅広い産業に恩恵が波及したようだ。素材系業種にとっては、円安による輸入価格上昇が逆風となりやすいが、国際商品市況自体が弱含んでいることが悪影響を抑制した可能性が高い。先行きについても改善が12業種と悪化の2業種を大きく上回っており(横ばいが2業種)、全体での改善幅は6ポイントに達している。

大企業非製造業の D.I. は12と前回調査から6ポイント改善した。業種別では、全12業種中改善が8業種と悪化の3業種を大きく上回った(横ばいが1業種)。製造業からの波及を受けやすい運輸・郵便(10ポイント改善)、復興需要や前年度補正予算執行に伴う公共事業増大の追い風を受けやすい建設(9ポイント改善)、金融緩和の好影響を受けやすい不動産(同)、アベノミクスの恩恵を受けやすい宿泊・飲食サービス(16ポイント改善)などの業種で改善が大きく、全体の牽引役となっている。

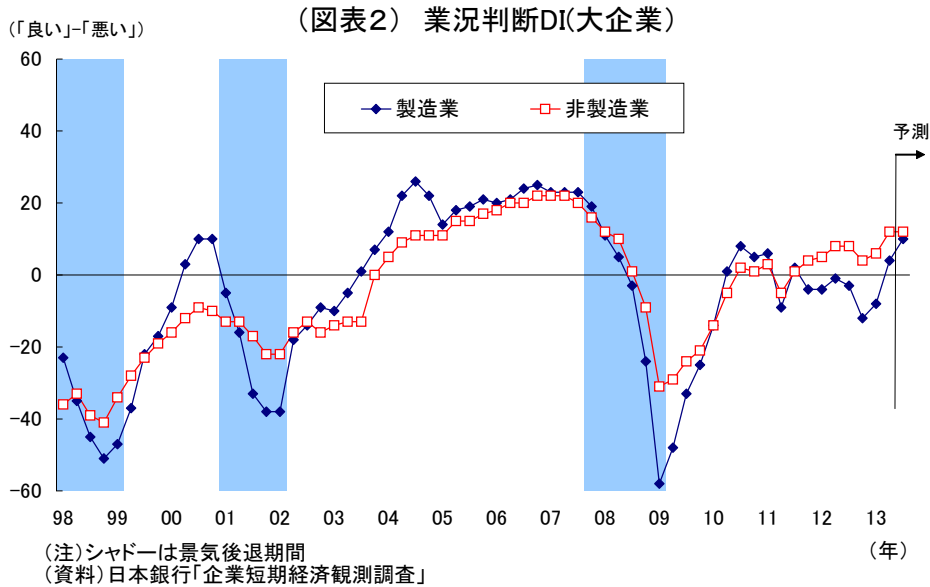
先行きについては、改善、悪化ともに4業種となり、全体では横ばいとなっている。小売(5ポイント改善)が最大の伸びを示しており、個人消費の先行きに対する高い期待が表れている。

(図表1) 業況判断DI

(「良い」-「悪い」・%ポイント)

		2013年3月調査		2013年6月調査			
		最近	先行き	最近	先行き		変化幅
					変化幅	変化幅	
大企業	製造業	-8	-1	4	12	10	6
	非製造業	6	9	12	6	12	0
	全産業	-1	4	8	9	11	3
中堅企業	製造業	-14	-13	-4	10	-3	1
	非製造業	4	0	7	3	7	0
	全産業	-3	-5	2	5	3	1
中小企業	製造業	-19	-14	-14	5	-7	7
	非製造業	-8	-8	-4	4	-4	0
	全産業	-12	-11	-8	4	-5	3

(注)「最近」の変化幅は、前回調査の「最近」との対比。  
「先行き」の変化幅は、今回調査の「最近」との対比。

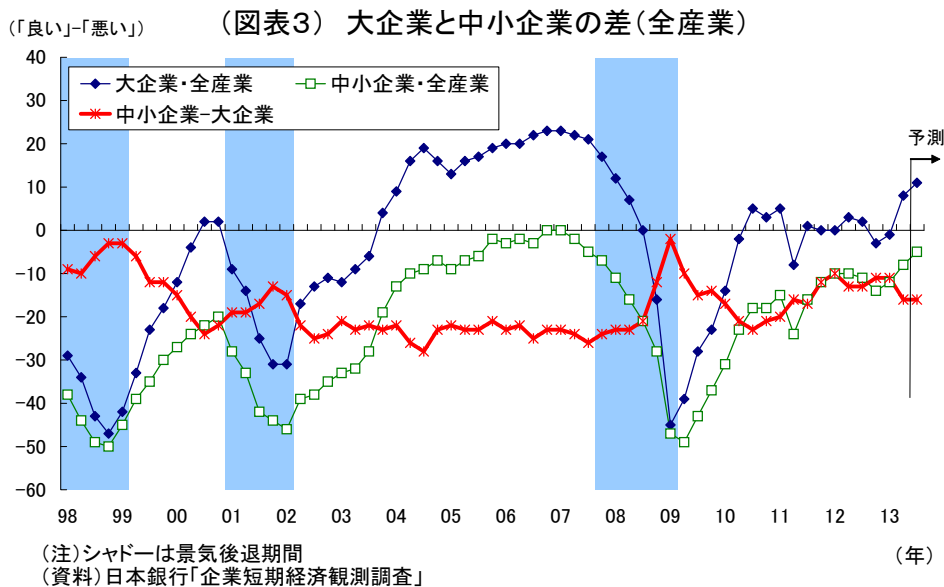


(中小企業)

中小企業製造業の業況判断 D.I.は▲14 と 5 ポイント改善した。中小企業製造業の景況感改善は 6 期ぶりとなる。改善幅は大企業を下回るものの業種別では全業種で改善が示されており、大企業の景況感改善が中小企業にも波及してきている。

中小企業非製造業の D.I.は▲4 と 4 ポイント改善した。全 12 業種中、改善が 7 業種と悪化の 4 業種を上回っている。業種別では大企業同様、宿泊・飲食サービス、運輸・郵便、建設、不動産などが牽引している。

先行きについては、製造業が 7 ポイントの改善、非製造業が横ばいとなっており、大企業同様、製造業で高い伸びが示されている。中小企業は通常先行きへの悲観が強まりやすく、先行きの D. I. が下落しやすい傾向があるだけに、先行きへの期待は数字以上のものがあると言える。



### 3. 需給・価格判断：需給は国内外とも改善、企業のインフレ期待はやや伸び悩み

(需給判断：幅広く改善)

大企業製造業の国内製商品・サービス需給判断 D.I. (需要超過-供給超過) は、前回は 4 ポイント改善、海外での製商品需給も 5 ポイント改善した。それぞれ改善は 2 期連続となる。中小企業も同様に国内で 3 ポイント、海外で 1 ポイント改善した。

また、非製造業の国内製商品・サービス需給判断 D. I. も大企業、中小企業ともに改善。

先行きについても、製造・非製造業ともに企業規模を問わず、国内外で需給の改善が見込まれている (図表 4)。

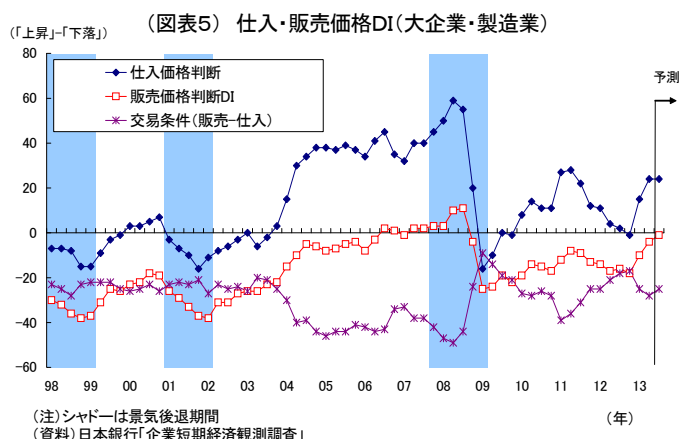
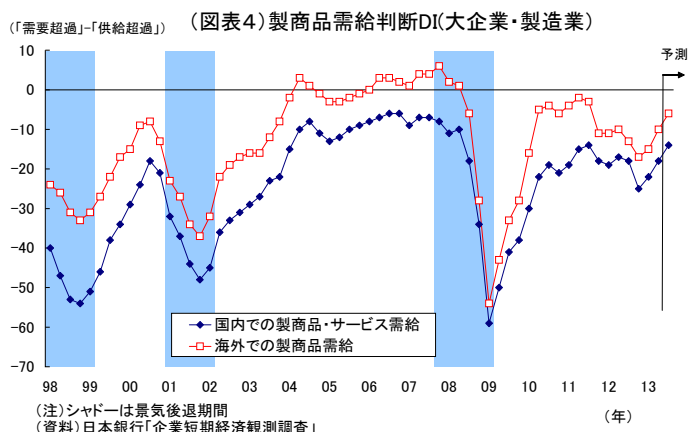
(価格判断：企業のインフレ期待はやや伸び悩み、マージンは圧迫)

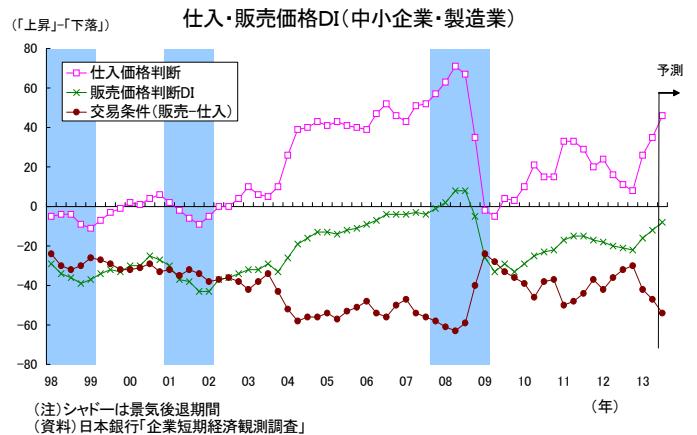
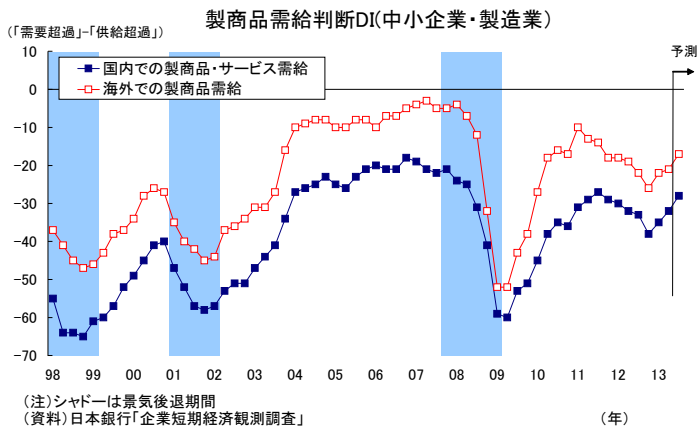
大企業製造業の販売価格判断 D.I. (上昇-下落) は前回から 6 ポイント上昇、非製造業も 4 ポイント上昇した。ただし、D. I. の水準はともにまだマイナスと下落が優勢である。一方、仕入価格判断 D.I. (上昇-下落) は非製造業では横ばいながら製造業では 9 ポイント上昇と販売価格判断 D. I. の上昇幅を上回ったため、差し引きであるマージンは 3 ポイント悪化している。

3 ヶ月後の先行きについても、製造業、非製造業ともに、販売価格判断 D. I. が 3 ポイント上昇しているが、製造業では依然マイナス圏と企業のインフレ期待には伸び悩み感がある。製造業では仕入価格判断 D. I. が横ばいを示しており、マージンはやや改善する見通し (図表 5)。製造業では、これまでの円安に伴う輸入価格上昇の影響が先行し、マージンが圧迫されているものの、先行きはやや改善する見通しだ。

中小企業の販売価格判断 D.I. は製造業が前回から 4 ポイント、非製造業が 2 ポイントの上昇となったが、上昇幅、D.I. 水準ともに大企業を下回っている。一方で、仕入れ価格判断 D.I. の上昇は大企業と遜色なく、マージンの悪化度合いは大企業以上になっている。大企業のサプライチェーンに組み込まれていることが多く、価格交渉力が乏しいことが影響している模様だ。

先行きについては製造業、非製造業ともに仕入価格判断 D.I. の上昇が販売価格判断 D.I. の上昇を大きく上回り、マージンは悪化する見通し。中小企業では、仕入れコスト増への警戒感が高い。





## 4. 売上・収益計画：13年度収益計画は上方修正

12年度収益計画(全規模全産業)については、売上は対前年0.6%の増収(前回調査では0.7%の増収)とわずかに下方修正されたが、経常利益が7.2%の増益(前回は0.4%の増益)と大幅に上方修正された。前回調査時点では十分に反映されていなかった円安による利益率改善効果が製造業を中心に反映されたとみられる。

注目度の高い13年度収益計画(全規模全産業)については、12年度対比で2.2%の増収(前回調査では1.0%の増収)、5.2%の経常増益(前回は5.9%の増益)となった。増益率は見た目では下がっているが、前年度分が今回上方修正されているため、実質的には6.1%の上方修正となる。特に大企業製造業の増益率が14.6%と17.9%もの上方修正となっており、全体を牽引している。

下記のとおり、想定為替レートが前回よりも円安方向に設定されており、アベノミクスに伴う円安の収益計画への織り込みが進んでいる(図表6~8)。

事業計画の前提となる12年度想定レート(大企業製造業)は、1ドル82.21円と前回の80.56円からやや円安方向へ修正された。また、注目度の高い13年度想定レートも91.20円(上期91.25円、下期91.16円)と前回の85.22円から円安方向に修正されている。

ただし、13年度の想定レートは足元の実勢である約99円よりも依然として8円程度円高水準であり、企業の為替への見方には慎重さが残っている。一方で、為替が少なくとも現状程度の水準で推移すれば、今後の企業収益の上方修正要因になる。

(図表6) 売上高計画

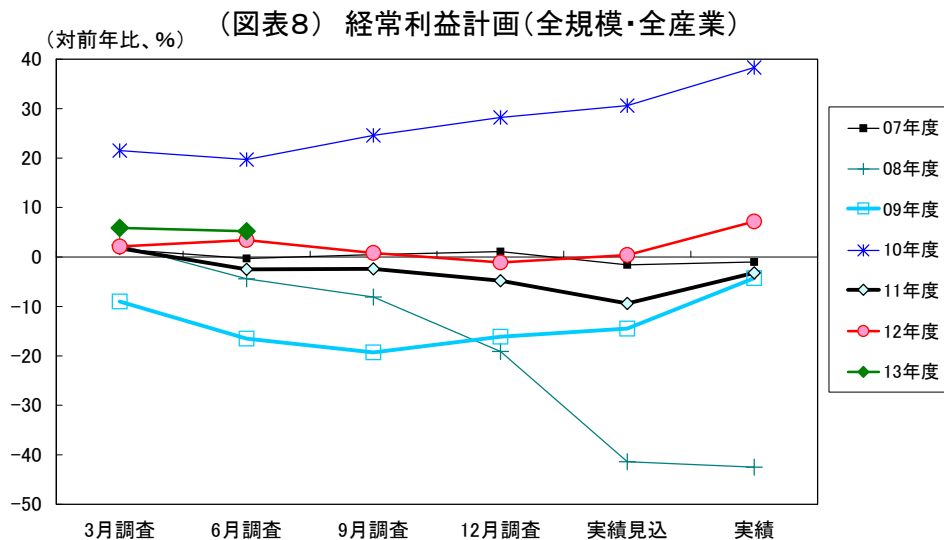
		2012年度		2013年度 (計画)	
			修正率		修正率
大企業	製造業	-0.4	-0.4	4.1	2.0
	国内	-0.5	-0.2	3.4	2.0
	輸出	-0.3	-1.0	6.1	1.9
	非製造業	0.5	-0.3	2.5	1.5
	全産業	0.1	-0.3	3.2	1.7
中堅企業	製造業	-1.9	-0.4	1.4	0.9
	非製造業	2.4	-0.2	1.8	-0.1
	全産業	1.2	-0.2	1.7	0.2
中小企業	製造業	-1.5	-0.2	0.7	0.5
	非製造業	2.1	0.8	0.2	0.4
	全産業	1.3	0.6	0.3	0.4
全規模	製造業	-0.8	-0.4	3.1	1.6
	非製造業	1.3	0.0	1.7	0.9
	全産業	0.6	-0.1	2.2	1.1

(注)修正率は、前回調査との対比。

(図表7) 経常利益計画

		2012年度		2013年度 (計画)	
			修正率		修正率
大企業	製造業	12.4	14.0	14.6	17.9
	素材業種	-22.4	12.3	6.0	7.5
	加工業種	44.2	14.9	18.8	23.1
	非製造業	2.3	2.2	3.7	2.6
	全産業	6.4	7.0	8.4	9.0
中堅企業	製造業	1.2	9.0	3.4	10.6
	非製造業	11.0	5.3	-4.1	-2.3
	全産業	7.7	6.4	-1.8	1.6
中小企業	製造業	5.9	6.8	6.1	2.4
	非製造業	10.7	6.3	-0.8	-0.4
	全産業	9.4	6.4	1.0	0.4
全規模	製造業	9.7	12.3	11.9	14.7
	非製造業	5.7	3.7	1.2	1.0
	全産業	7.2	6.8	5.2	6.1

(注)修正率は、前回調査との対比。

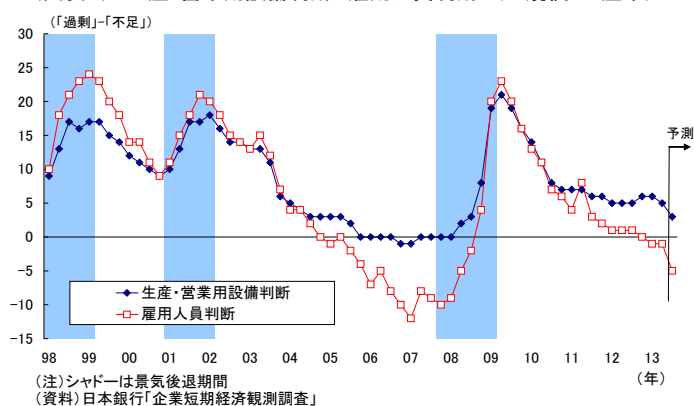


## 5. 設備投資・雇用：13年度設備投資計画は上方修正されたが、力強くはない

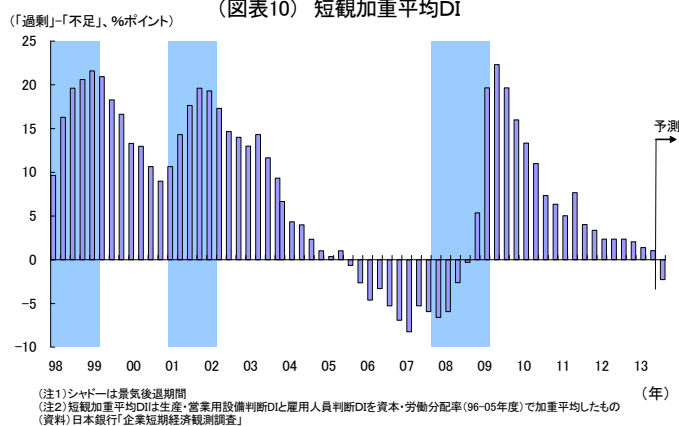
生産・営業用設備判断 D.I.（「過剰」－「不足」）は全規模・全産業で5と前回から1ポイント低下した。雇用人員判断 D.I.（「過剰」－「不足」）は▲1と前回から横ばい。この結果、需給ギャップの代理変数とされる「短観加重平均 D.I.」（設備・雇用の各 D.I. を加重平均して算出）も前回からわずかに低下している。先行きについては、設備は過剰感が緩和、雇用は不足感が強まる見通しとなっている（図表 9, 10）。リーマン・ショック以降、設備・雇用の過剰感が強い状況が続いてきたが、景気回復を受けて、全体として過剰感は解消される方向にある。

ただし、製造業・非製造業別に見ると、足元の製造業の生産・営業用設備判断 D.I.は12、雇用人員判断 D.I.は9とそれぞれ非製造業を12ポイント、16ポイントも上回っており、引き続き過剰感が強い。生産量は徐々に改善しているものの、絶対水準が未だ低いと考えられる。

（図表9）生産・営業用設備判断と雇用人員判断DI(全規模・全産業)



（図表10）短観加重平均DI



12年度設備投資計画（全規模全産業）は、対前年 5.2%増と前回（同 6.0%増）からやや下方修正となった。例年 3 月調査では大企業で下方修正、中小企業では上方修正が行われ、全体では下方修正となる傾向があり、今回も同様の形となった。

また、13年度設備投資計画（全規模全産業）は12年度比 2.0%増と前回（▲3.9%）から上方修正となり、プラス圏に浮上した。例年 6 月調査では計画が固まってくることに伴って上方修正となる傾向が非常に強いうえ、事業環境と企業収益の改善もプラスに寄与したとみられる。

ただし、今回の 2.0%という伸び率は、市場予想（QUICK 集計 0.9%、当社予想 0.9%）をやや上回ったとはいえ、昨年度 6 月調査の 4.0%（12年度計画）を下回っている。また、上期・下期で分けると、下期は12年度比▲4.2%と減額計画になっているなど、力強くはない。

デフレ脱却に向けて先般発表された政府の成長戦略では設備投資の増加を重視している。しかしながら、設備投資を積極的に積み増すには中長期の成長期待が改善することが不可欠であり、現時点ではそこまでの状況には至っていないと考えられる。

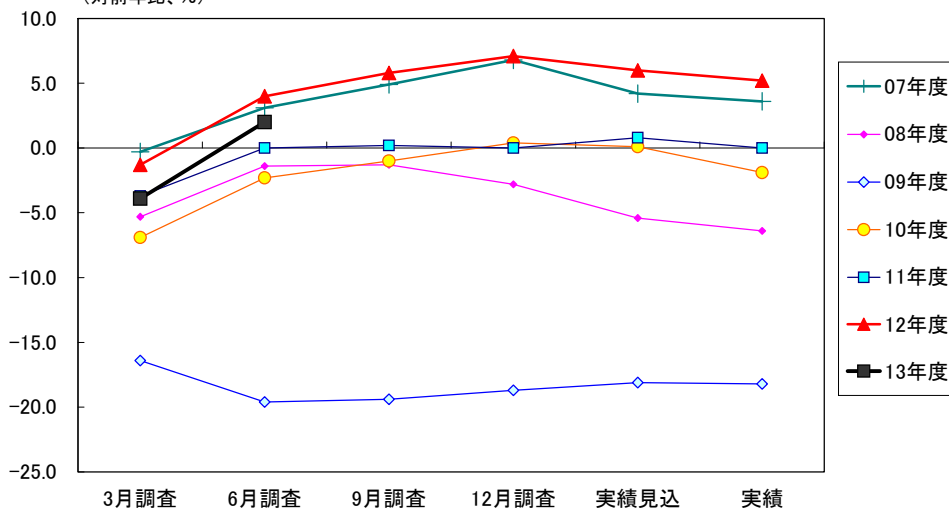


(図表11) 設備投資計画(含む土地投資額)

		2012年度		2013年度 (計画)	
			修正率		修正率
大企業	製造業	1.6	-3.9	6.7	3.2
	非製造業	2.6	-2.2	4.9	5.4
	全産業	2.2	-2.8	5.5	4.6
中小企業	製造業	-4.5	1.5	10.4	15.8
	非製造業	26.7	8.1	-17.1	7.7
	全産業	14.4	5.8	-8.1	10.7
全規模	製造業	0.8	-2.4	6.4	5.0
	非製造業	7.6	0.1	-0.2	5.4
	全産業	5.2	-0.8	2.0	5.3

(注)修正率は、前回調査との対比。リース会計対応ベース。

(図表12) 設備投資計画(全規模・全産業)



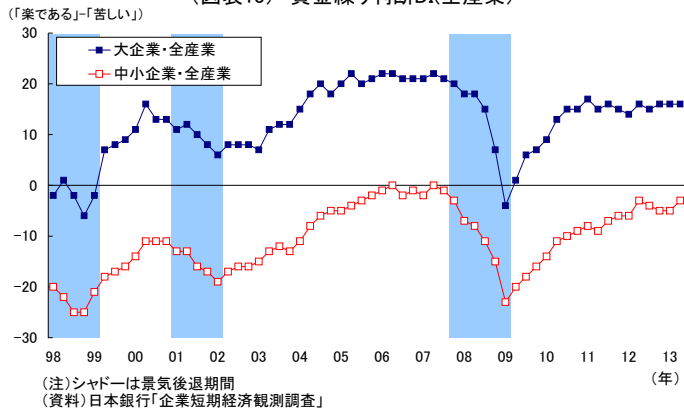
## 6. 企業金融：良好な金融環境が継続

企業の資金繰り判断 D.I. (「楽である」－「苦しい」) は大企業が 16、中小企業▲3 となった。大企業は横ばいだが中小企業は前回から 2 ポイント改善した。また、企業サイドから見た金融機関の貸出態度判断 D.I. (「緩い」－「厳しい」) についても、大企業が 1 ポイント改善の 18、中小企業が 3 ポイント改善の 6 となった。今回は中小企業の改善が目立つ (図表 13, 14)。

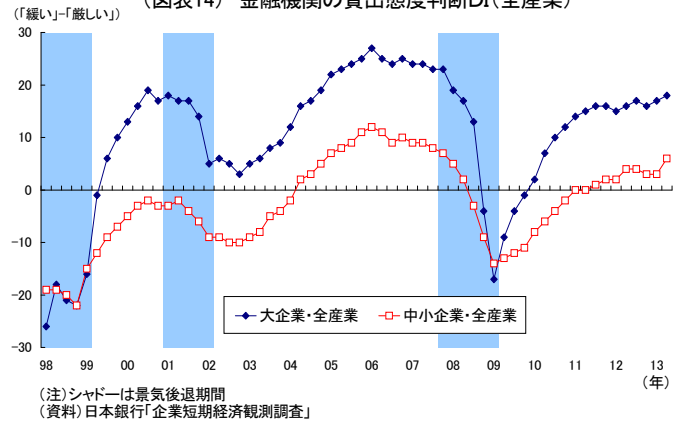
D. I. の水準感では、大企業・中小企業ともに過去との対比でかなりの高水準にあり、金融環境は良好な状態が継続している。

長らく中小企業の資金繰りを支えてきた中小企業円滑化法の期限が 3 月末で終了し、影響が懸念されたが、政府が行政指導などを通じて金融機関によるサポートを促している。また、日銀も「貸出増加を支援するための資金供給」などで銀行から企業への資金供給を後押ししており、良好な金融環境に一定寄与しているものと考えられる。

(図表13) 資金繰り判断DI(全産業)



(図表14) 金融機関の貸出態度判断DI(全産業)



(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。