

Weekly  
エコノミスト・  
レター

## 日銀短観(9月調査)予測

～大企業製造業の業況判断 D.I.は4改善の8を  
予想経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志  
TEL:03-3512-1870 E-mail: tueno@nli-research.co.jp

1. 9月調査日銀短観では、注目度の高い大企業製造業で3四半期連続となる景況感改善が示されると予想する。前回調査以降、ドル円相場は概ね100円弱の水準を維持、米経済が引き続き堅調であるほか欧州も底入れし、輸出は持ち直している。国内では消費が底堅く推移、公共事業や住宅需要の増加もみられる。従って、今回も企業規模や製造・非製造業を問わず景況感が改善し、特に円安の好影響を受けやすい製造業の改善が非製造業を上回りそうだ。ただし、円安と原油高に伴う原材料価格上昇や電気料金値上げ、新興国経済の低迷などが景況感の抑制要因となるため、改善幅は前回に比べて小幅に留まると見る。先行きも、米経済などの回復やアベノミクスへの期待から、全体としては小幅ながら景況感の改善を予想する。ただし、中小企業ではほぼ横ばい推移に留まると見ている。
2. 設備投資計画も幅広く上方修正されると予想。例年9月調査では上方修正となる傾向が強い。え、収益改善等に伴って設備投資の実勢にも前向きの動きが見られるためだ。例年よりも上方修正幅がやや大き目となると予想。
3. 今回の短観は、安倍政権が消費税増税を判断するための最終材料となるため、いつにも増して注目度が高い。内容は全体的に堅調と予想され、予定通りの増税を撤回する理由にはならないだろう。そうした中で、特に注目されるのは設備投資計画の上方修正がどこまで上積みされるかだ。設備投資は賃金と並んでアベノミクスの波及が遅れている領域だ。企業がこれまでの慎重姿勢を修正し、アベノミクス成功の次なるカギとも言える設備投資本格化へ舵を切る兆しが見えるかどうか問われる。

(図表1) 日銀短観業況判断D.I.の予測表

業況判断		6月調査		9月調査(予測)	
		最近	先行き	最近	先行き
大企業	製造業	4	10	8	10
	非製造業	12	12	14	15
	全産業	8	11	11	12
中堅企業	製造業	-4	-3	-1	1
	非製造業	7	7	9	10
	全産業	2	3	5	6
中小企業	製造業	-14	-7	-12	-11
	非製造業	-4	-4	-3	-3
	全産業	-8	-5	-6	-6

## 9月短観：大企業製造業の景況感は改善、先行きも堅調維持

### (堅調な内需と輸出の持ち直しが寄与)

10月1日発表の9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8と前回調査(6月)比で4ポイント上昇し、3四半期連続となる景況感改善が示されると予想する。D.I.の水準は2010年9月調査以来3年ぶりの高水準に相当する。大企業非製造業のD.I.も14(前环比2ポイント上昇)と引き続き景況感改善を予想。

前回6月調査では、異次元緩和による円安の進行や米経済の回復、株価上昇に伴う消費の伸張や公共事業の増加など、内外での事業環境改善を受けて、景況感に大幅かつ幅広い改善が見られた。

その後7月以降の事業環境を見ると、ドル円相場は米金融政策への警戒から一時円高方向に振れる局面もあったが、概ね100円弱の水準を維持。海外では米経済が引き続き堅調に推移したほか、欧州も底入れしたことで輸出は持ち直している。国内では消費者マインドの回復は一服したもの高い水準にあり消費は底堅く推移したほか、公共事業の増加や住宅価格・金利の先高感等に伴う住宅需要も顕在化。これらの結果、国内生産は持ち直している。これらの状況を受けて、今回の景況感は大企業製造業、非製造業ともに改善し、特に円安の好影響を受けやすい製造業の改善が非製造業を上回りそうだ。業種別では、製造業では幅広い業種で改善が示され、非製造業ではアベノミクスの追い風を受けやすい不動産、建設、訪日旅行客増の追い風を受ける宿泊・飲食サービス等の改善が全体を牽引する構図が予想される。

ただし、一方で円安と原油高に伴う原材料価格の上昇、複数の電力会社による電気料金の値上げ、新興国経済の低迷とQE3縮小観測に伴う資金流出懸念などが景況感の抑制要因となる。従って、今回の景況感の改善幅は前回(大企業製造業12ポイント、同非製造業6ポイント)に比べて小幅に留まると見る。

中小企業については、製造業が前环比2ポイント改善の▲12、非製造業が1ポイント改善の▲3と予想。大企業同様、製造業・非製造業ともに改善するが、大企業のサプライチェーンの川下に位置する企業では円安効果波及が不十分な中で、電気料金値上げや原材料価格上昇の影響を受けているとみられ、景況感の改善は大企業に及ばない。

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は根強く、全体としては小幅ながら景況感の改善を予想する。ただし、先行きに対して慎重になりがちな中小企業では、ほぼ横ばい推移に留まると見ている。

また、設備投資計画も幅広く上方修正されると予想。例年9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強い。さらに今回は、GDP統計上の設備投資が13年4-6月期に6四半期ぶりの前期比プラスになるなど、収益改善等に伴って設備投資の実勢にも前向き動きが見られる。従って、13年度設備投資額(全規模全産業)は、例年よりも上方修正幅がやや大き目になると予想。具体的には、前年度比4.3%増と前回調査時点(同2.0%増)から2.3%上方修正されると見る。

### (注目ポイント：設備投資に本格回復の兆しが見えるか)

今回の短観は、安倍政権が消費税増税を判断するための最終材料となるため、いつにも増して注

目度が高い。内容は全体的に堅調と予想され、予定通りの増税を撤回する理由にはならないだろう。

そうした中で、特に注目されるのは設備投資計画の上方修正がどこまで上積みされるかだ。アベノミクスはこれまで金融市場や家計のマインドに働きかけ、株価や為替、消費等には既に好影響が現れているが、企業の決定領域である賃金と設備投資への波及は限定的である。企業マインドや収益の改善が顕著になる中で、企業がこれまでの慎重姿勢を修正し、アベノミクス成功の次なるカギとも言える設備投資本格化へ舵を切る兆しが見えるかどうかが問われる。

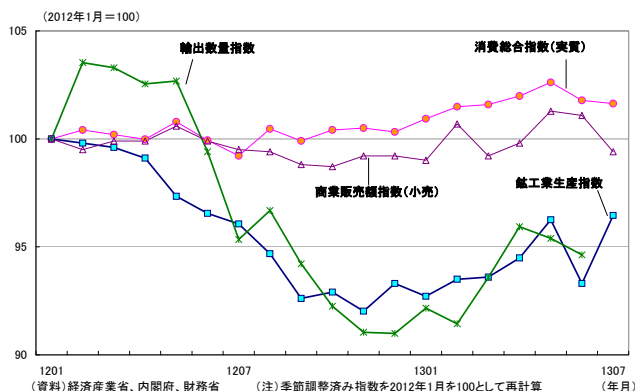
また、企業のインフレ期待を示す販売価格判断の見通しも、デフレ脱却との関連で引き続き注目項目となる。

### (日銀金融政策：回復シナリオの裏づけに)

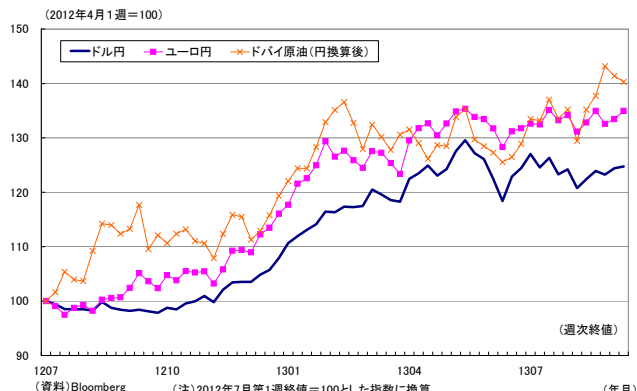
今回の短観において、企業の景況感改善が示されることは、「(先行きのわが国経済については)緩やかな回復を続けていくとみられる」という日銀の回復シナリオを裏付ける材料になるだろう。足元の物価も上昇してきており、現状は日銀の追加対応が必要な状況では無い。

しかしながら、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。消費税増税に伴って、展望レポートのシナリオと実態との間に乖離が生じると考えられ、市場と政治からの追加緩和圧力が高まるとみられる。増税後の景気失速を防止するという大義名分で、日銀は早ければ来年1-3月にも追加緩和に踏み切る可能性がある。

(図表2) 生産・輸出・消費の推移



(図表3) 為替レートと原油価格の推移

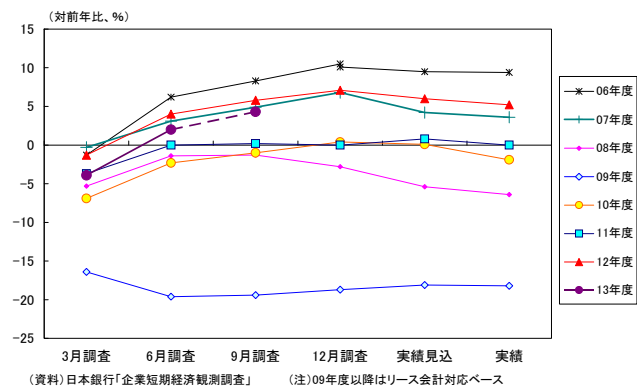


(図表4) 設備投資予測表

		設備投資額(含む土地投資額) (前年度比%)			2013年度 計画の 修正率
		6月調査		9月調査 (予測)	
		2012年度	2013年度	2013年度	
大企業	製造業	1.6	6.7	7.0	0.3
	非製造業	2.6	4.9	5.7	0.8
	全産業	2.2	5.5	6.1	0.6
中小企業	製造業	-4.5	10.4	15.4	5.0
	非製造業	26.7	-17.1	-9.6	7.5
	全産業	14.4	-8.1	-1.4	6.7
全規模	製造業	0.8	6.4	7.4	1.0
	非製造業	7.6	-0.2	2.7	2.9
	全産業	5.2	2.0	4.3	2.3

(注)リース会計対応ベース

(図表5) 設備投資計画 (全規模全産業)



(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もありません。