

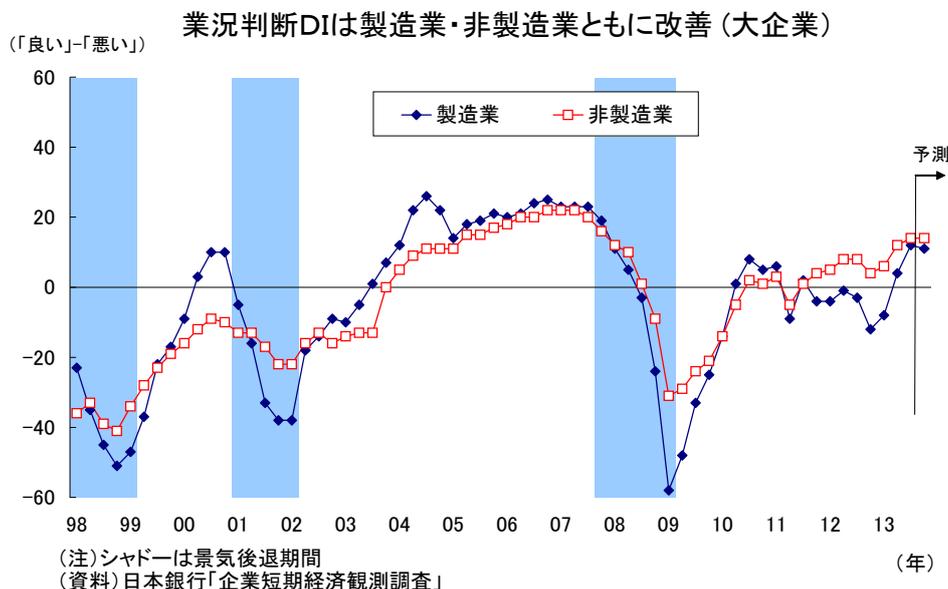
Weekly エコノミスト・ レター

日銀短観(9月調査)

～大企業製造業の景況感は8改善の12、先行きは11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12と前回調査比で8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た。D.I.の水準は5年半ぶりの高水準となる。大企業非製造業のD.I.も14(前回比2ポイント上昇)と引き続き改善している。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、これらの状況が景況感の改善に繋がった。中小企業についても製造業、非製造業ともに改善し、景況感の改善が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は根強く、全規模全産業としては小幅ながら景況感の改善が示されている。
2. 13年度設備投資計画は12年度比3.3%増と前回(2.0%増)から上方修正となり、プラス幅を拡大している。ただし、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点も踏まえると、力強さは感じない。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。本日発表予定の政府の経済対策では、企業向けの投資減税が盛り込まれる予定である。設備投資活性化を促す力がどれほどのものなのか、これから試されることになる。



1. 全体評価と今後の金融政策：全体的に堅調

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 12 と前回調査（6月）比で 8 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た。D.I.の水準はリーマン・ショック前の 2008 年 3 月調査以来 5 年半ぶりの高水準となる。大企業非製造業の D. I. も 14（前回比 2 ポイント上昇）と引き続き改善している。

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。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大きく上回った。ただし、一方で円安と原油高に伴う原材料価格の上昇や、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をやや抑制する要因になったとみられ、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）には及ばなかった。

中小企業についても、製造業が前回比 5 ポイント改善の▲9、非製造業が 3 ポイント改善の▲1 とともに改善した。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は根強く、全規模全産業としては小幅ながら景況感の改善が示されている。先行きで悪化がみられる大企業製造業や中小企業非製造業なども悪化幅は小幅であり、悲観が強く現れているわけではない。

全体的な評価としては堅調であり、事前の市場予想（大企業製造業で、足元（QUICK 集計 8、当社予想 8）、先行き（QUICK 集計 10、当社予想 10）を上回る内容である。

また、13 年度設備投資計画（全規模全産業）は 12 年度比 3.3%増と前回（2.0%増）から上方修正となり、プラス幅を拡大している。

ただし、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点も踏まえ、今回の伸び率や上方修正幅に力強さは感じない。また、市場予想（QUICK 集計 3.8%、当社予想 4.3%）や、昨年度 9 月調査の 5.8%（12 年度計画）を下回っている。また、上期・下期で分けてみると、上期計画が下方修正される一方で、下期が上方修正されるなど一部先送りともみられる動きもある。多くの企業ではこれまで抑えてきた更新投資が中心で、設備の新增設の動きはまだ限定的と推測される。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ためと考えられる。

13 年度収益計画（全規模全産業）については、12 年度対比で 2.9%の増収（前回調査では 2.2%の増収）、9.2%の経常増益（前回は 5.2%の増益）となった。売上・利益ともに前回調査に続いて上方修正

されている。特に大企業製造業の増益率が 24.0%、上方修正幅が 8.2%と大きく、全体を牽引している。一方で中小企業の増益率や上方修正幅は小幅に留まっている。

前回 6 月調査以降、ドル円相場が概ね 100 円弱の水準を維持したことで、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、収益計画への織り込みが進んだ。

今回の短観において、企業の景況感改善が示されたことは、「(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。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。

2. 業況判断 D. I. : 全規模全産業の景況感は 4 ポイント改善、先行きも小幅に改善

全規模全産業の業況判断 D. I. は 2 (前回は 4 ポイント改善)、先行きは 3 (現状比 1 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 12 と前回調査の 4 から 8 ポイントの改善となった。D.I. の水準はリーマン・ショック前の 2008 年 3 月調査以来 5 年半ぶりの高水準となる。業種別では、全 16 業種中、改善が 12 業種と悪化の 1 業種を大きく上回った (横ばいが 3 業種)。窯業・土石 (14 ポイント改善) をはじめ、電気機械 (13 ポイント改善)、石油・石炭 (12 ポイント改善)、自動車 (11 ポイント改善) など、2 桁の改善が 6 業種に及び、幅広い改善がみられる。先行きについても改善が 8 業種と悪化の 5 業種を上回っているが (横ばいが 3 業種)、非鉄金属や自動車の悪化幅が大きく、全体では 1 ポイントの小幅悪化となっている。

大企業非製造業の D.I. は 14 と前回調査から 2 ポイント改善した。業種別では、全 12 業種中改善が 7 業種と悪化の 3 業種を上回った (横ばいが 2 業種)。物品賃貸 (11 ポイント改善)、建設 (6 ポイント改善) などの業種で改善が大きく、全体を牽引した。

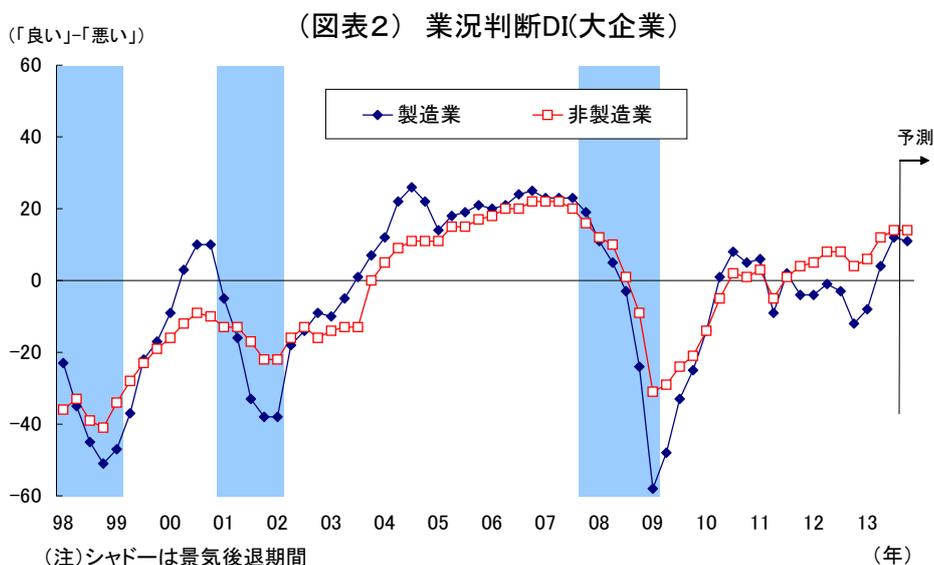
先行きについては、悪化が 6 業種と改善の 4 業種を上回るが、これまで改善の遅れていた電気・ガス、運輸・郵便の大幅改善によって、全体では横ばいとなっている。

(図表1) 業況判断DI

(「良い」-「悪い」・%ポイント)

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

(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。

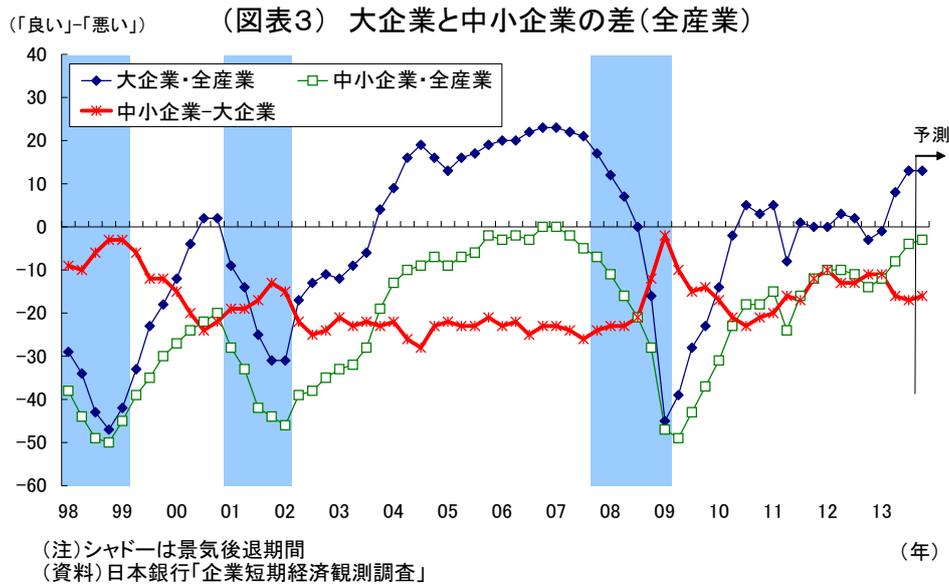


(中小企業)

中小企業製造業の業況判断 D.I.は▲9 と 5 ポイント改善した。中小企業製造業の景況感改善は 2 期連続となる。改善幅は大企業を下回るものの業種別では大企業同様 12 業種で改善が示されており、景況感改善が中小企業にも波及してきている。とりわけ自動車の改善幅は 18 ポイントに達している。

中小企業非製造業の D.I.は▲1 と 3 ポイント改善した。全 12 業種中、改善が 8 業種と悪化の 2 業種を上回っている。業種別では建設、情報サービス、対事業所サービスなど画全体を牽引している。

先行きについては、製造業が 4 ポイントの改善となる一方、非製造業は 1 ポイントの悪化と方向感が分かれた。ただし、中小企業は通常先行きに対して慎重な見通しを出す傾向があり、先行きの D.I. が下落しやすいだけに、弱い内容ではない。



3. 需給・価格判断：国内需給の改善顕著、インフレ期待は伸び悩み

(需給判断：国内の改善が顕著)

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は横ばいとなった。国内の改善は 3 期連続となる。中小企業でも国内の改善幅が 5 ポイントと海外の改善幅 3 ポイントを上回っている。国内需要の改善が顕著な一方で、海外需要の改善は限定的と言える。新興国経済の低迷が影響している可能性が高い。

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 4 ポイント改善している。

先行きについては、製造業では企業規模を問わず、国内でさらなる改善が見込まれているほか、大企業では海外需給の改善も見込まれている (中小企業は横ばい) (図表 4)。

(価格判断：企業のインフレ期待は伸び悩み)

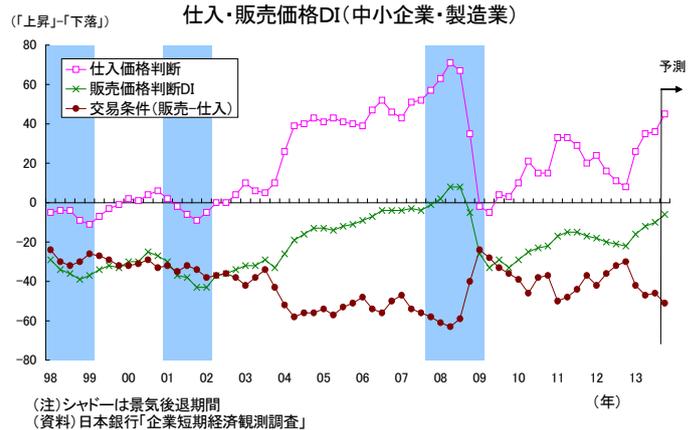
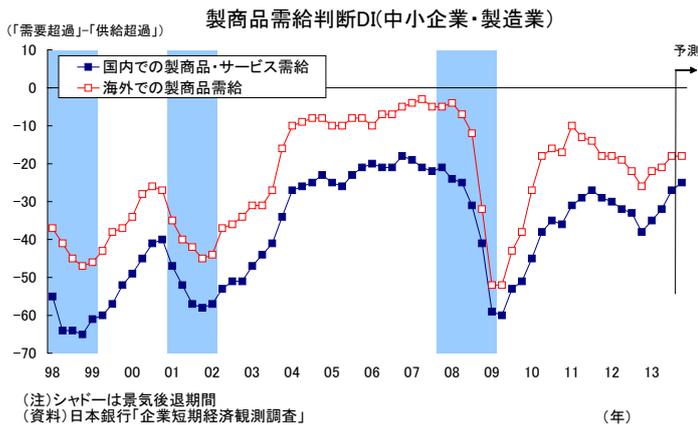
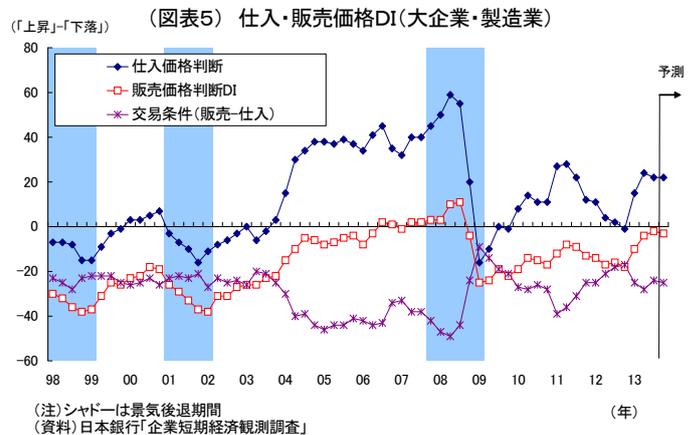
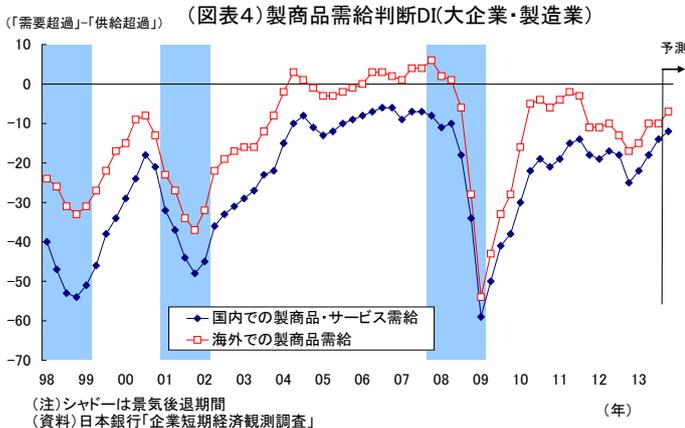
大企業製造業の販売価格判断 D.I. (上昇-下落) は前回から 2 ポイント上昇、非製造業も 3 ポイント上昇した。ただし、水準はまだゼロ近辺に留まっており、価格上昇の動きが本格化しているわけではないとみられる。一方、仕入価格判断 D.I. (上昇-下落) は製造業で 2 ポイント低下、非製造業で 6 ポイント上昇と方向感が分かれた。非製造業では販売価格判断 D. I. の上昇幅を仕入価格判断 D. I. の上昇幅が上回ったため、差し引きであるマージン (利鞘) は悪化。円安等に伴う輸入価格上昇に対し、販売価格への転化が遅れていると考えられる。

販売価格判断 D. I. の 3 ヶ月後の先行きについては、製造業が 1 ポイント低下、非製造業も横ばいに留まっており、値上げの動きが加速する兆しとはなっていない。企業のインフレ期待には引き続き伸び悩み感がある。製造業、非製造業ともに仕入価格判断 D. I. は横ばいとなっており、マージンにも大きな変化はない見通し (図表 5)。

中小企業の販売価格判断 D.I. は製造業が前回から 2 ポイント、非製造業が 6 ポイントの上昇となった。一方で、仕入れ価格判断 D.I. の上昇は製造業が 1 ポイント、非製造業が 6 ポイントとなったため、

マージンの状況には殆ど変化がない。

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。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ためとみられるが、中小企業では仕入れコスト増が十分に販売価格転化できない事態への警戒感が強い。



4. 売上・収益計画：13年度収益計画は上方修正

13年度収益計画（全規模全産業）については、12年度対比で2.9%の増収（前回調査では2.2%の増収）、9.2%の経常増益（前回は5.2%の増益）となった。売上・利益ともに前回調査に続いて上方修正されている。特に大企業製造業の増益率が24.0%、上方修正幅が8.2%と大きく、全体を牽引している。一方で中小企業の増益率や上方修正幅は小幅に留まっている。

前回6月調査以降、ドル円相場が概ね100円弱の水準を維持したことで、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、収益計画への織り込みが進んだ（図表6～8）。

事業計画の前提となる13年度想定レートは94.45円（上期94.77円、下期94.14円）と前回調査の91.20円から円安方向に修正されている。

ただし、この想定レートは足元の実勢である98円強よりも依然として3円程度円高水準にあり、

企業の為替への見方には慎重さが残っている。逆に言えば、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	上期 (計画)	下期 (計画)	
大企業	製造業	-0.4	5.0	0.9	3.3	6.7
	国内	-0.5	4.4	1.0	2.7	6.1
	輸出	-0.3	6.6	0.4	4.9	8.3
	非製造業	0.5	3.2	0.6	2.9	3.4
	全産業	0.1	3.9	0.7	3.1	4.6
中堅企業	製造業	-1.9	2.1	0.7	-0.3	4.5
	非製造業	2.4	2.3	0.5	1.2	3.4
	全産業	1.2	2.3	0.5	0.8	3.6
中小企業	製造業	-1.5	1.5	0.8	-0.7	3.7
	非製造業	2.1	0.9	0.7	1.5	0.3
	全産業	1.3	1.0	0.7	1.0	1.0
全規模	製造業	-0.8	4.0	0.8	2.0	5.8
	非製造業	1.3	2.3	0.6	2.2	2.5
	全産業	0.6	2.9	0.7	2.1	3.5

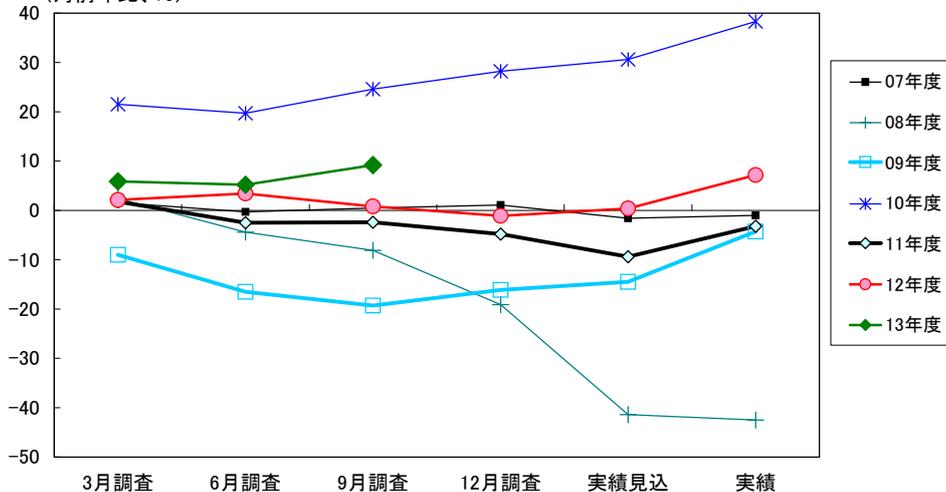
(注)修正率は、前回調査との対比。

(図表7) 経常利益計画

		2012年度	2013年度 (計画)			
			修正率	上期 (計画)	下期 (計画)	
大企業	製造業	12.4	24.0	8.2	44.4	9.5
	素材業種	-22.4	10.2	4.0	33.3	-6.0
	加工業種	44.2	30.8	10.1	49.8	17.3
	非製造業	2.3	6.2	2.5	7.2	5.3
	全産業	6.4	13.9	5.1	21.7	7.3
中堅企業	製造業	1.2	6.6	6.6	6.5	6.8
	非製造業	11.0	-3.2	-3.2	-5.8	-1.1
	全産業	7.7	-0.1	-0.1	-1.9	1.3
中小企業	製造業	5.9	3.3	3.3	-5.5	11.4
	非製造業	10.7	1.1	1.1	5.1	-1.8
	全産業	9.4	1.7	1.7	2.1	1.4
全規模	製造業	9.7	18.8	18.8	31.3	9.4
	非製造業	5.7	3.3	3.3	4.4	2.2
	全産業	7.2	9.2	9.2	14.0	5.1

(注)修正率は、前回調査との対比。

(図表8) 経常利益計画(全規模・全産業)



(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

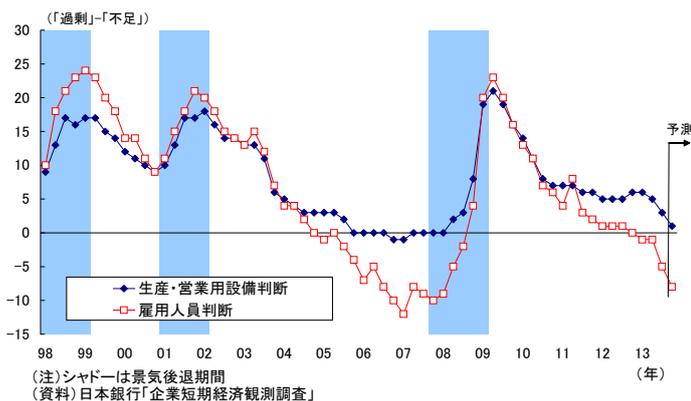
5. 設備投資・雇用：設備投資計画は上方修正されたが、本格回復の兆し見えず

生産・営業用設備判断 D.I.（「過剰」－「不足」）は全規模・全産業で3と、依然過剰感が残るものの前回から2ポイント低下した。雇用人員判断 D.I.（「過剰」－「不足」）も▲5と前回から4ポイント低下、人手不足感が強まっている。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）も前回から低下し、マイナスレベル（不足感超過）に突入している。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で見ると過剰感は解消している。

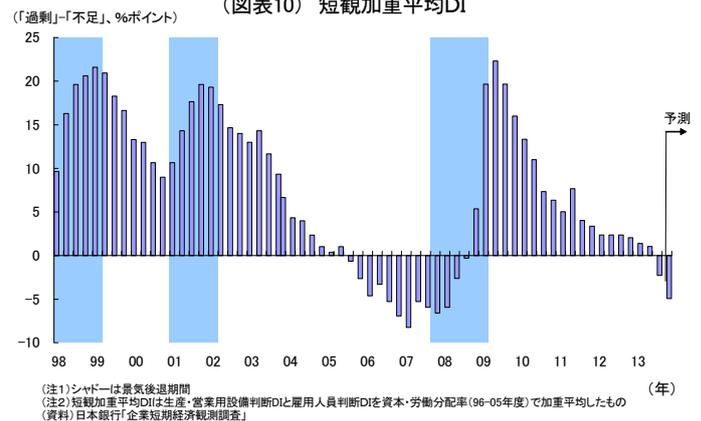
また、先行きについても、設備は過剰感が緩和、雇用は不足感が強まる見通しとなっている（図表9, 10）。

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10、雇用人員判断 D.I.は5とそれぞれ非製造業を11ポイント、17ポイントも上回っており、引き続き過剰感が強い。生産量は改善基調にあるが、そのペースは緩やかであり、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



13年度設備投資計画（全規模全産業）は12年度比3.3%増と前回（2.0%増）から上方修正となり、プラス幅を拡大している。

ただし、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点も踏まえると、今回の伸び率や上方修正幅に力強さは感じない。また、市場予想（QUICK集計3.8%、当社予想4.3%）や、昨年度9月調査の5.8%（12年度計画）を下回っている。また、上期・下期で分けてみると、上期計画が下方修正される一方で、下期が上方修正されるなど一部先送りと思われる動きもある。多くの企業ではこれまで抑えてきた更新投資が中心で、設備の新增設の動きはまだ限定的と推測される。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ためと考えられる。

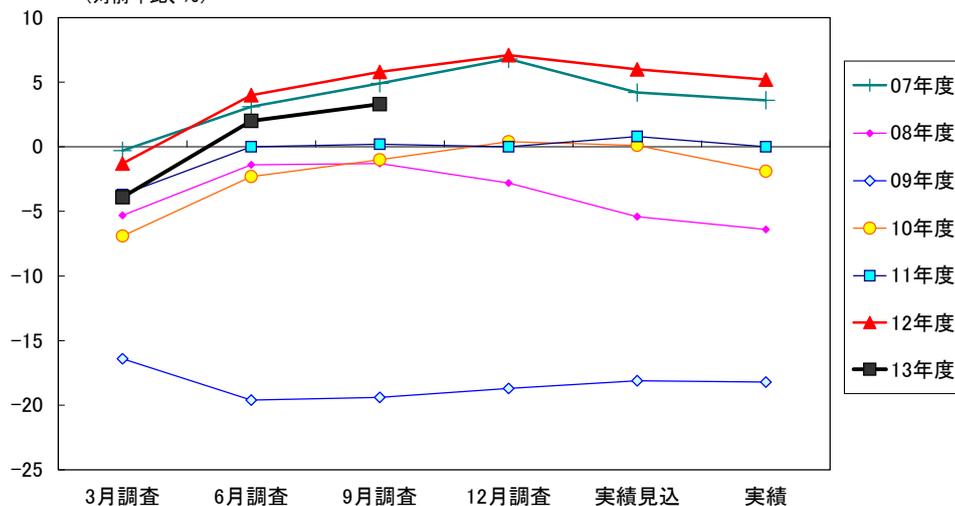
本日発表予定の政府の経済対策では、企業向けの投資減税が盛り込まれる予定である。設備投資活性化を促す力がどれほどのものなのか、これから試されることになる。また、法人実効税率引き下げや規制緩和の今後の動向も企業の設備投資に影響を与えるため注目される。

(図表11) 設備投資計画(含む土地投資額)

		2012年度	2013年度 (計画)		上期 (計画)	下期 (計画)
				修正率		
大企業	製造業	1.6	6.6	-0.1	5.0	8.2
	非製造業	2.6	4.4	-0.5	11.8	-1.2
	全産業	2.2	5.1	-0.3	9.3	1.7
中小企業	製造業	-4.5	14.2	3.4	26.5	4.2
	非製造業	26.7	-8	11.0	6.0	-19.1
	全産業	14.4	-0.7	8.0	12.8	-11.5
全規模	製造業	0.8	7.0	0.6	7.7	6.3
	非製造業	7.6	1.3	1.6	9.4	-4.9
	全産業	5.2	3.3	1.2	8.7	-1.2

(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)



(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」 (注)09年度以降はリース会計対応ベース

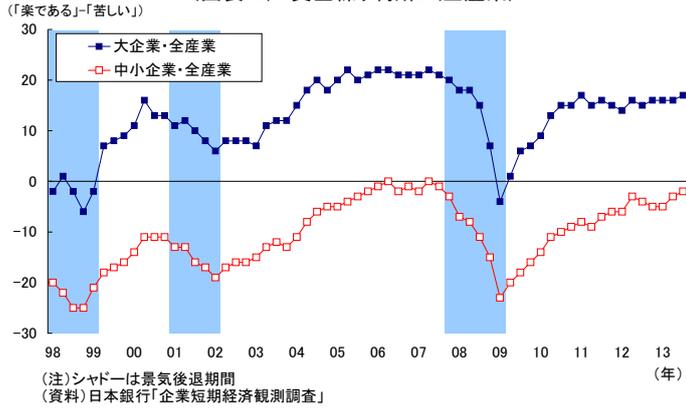
6. 企業金融：良好な金融環境が持続

企業の資金繰り判断 D.I. (「楽である」－「苦しい」) は大企業が 17、中小企業▲2 となった。大企業、中小企業ともに前回から 1 ポイント改善している。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 19、中小企業が 7 と、それぞれ 1 ポイント改善 (図表 13, 14)。

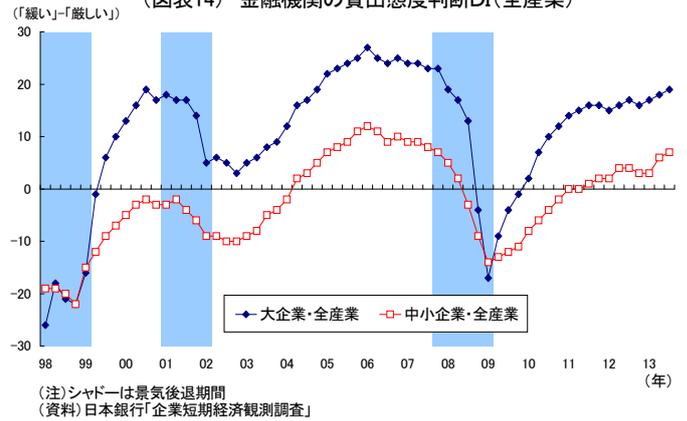
D. I. の水準感で見ても、大企業・中小企業ともに過去との対比でかなりの高水準にあり、金融環境は良好な状態が持続している。

現状は企業収益の改善に伴って与信リスクも低下してきているとみられ、銀行が貸し出しを積極化しやすい環境と言える。また、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終了後も、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ほか、日銀が「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強力に後押ししていることも、良好な金融環境に寄与していると考えられる。

(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。