

Weekly  
エコノミスト・  
レター

## 日銀短観(12月調査)予測

～大企業製造業の業況判断D.I.は2ポイント改善  
の14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

- 12月調査日銀短観では、注目度の高い大企業製造業で4四半期連続となる景況感改善が示されると予想する。大企業非製造業も緩やかな改善を予想。前回調査以降、輸出量の伸び悩みから国内生産の回復こそ緩やかに留まっているものの、高水準の公共工事や住宅投資、底堅い消費といった国内需要がけん引役となる形で全体として景気回復基調を維持している。また、前回調査時点から対ドル、対ユーロともに円安が進行していることも、企業の輸出採算にとって追い風となる。中小企業も製造業、非製造業ともに景況感の改善が予想される。業種別では、自動車、電機など輸出型製造業や鉄鋼、建設などを中心に幅広い改善が予想されるが、円安・原油価格上昇の悪影響を転嫁しにくい食料品や紙パ、運輸など輸入販売型業種の景況感は抑制的になるだろう。
- 先行きについても、米経済の堅調な回復が期待されるうえ、消費増税前の駆け込み需要がピークを迎えるため、全体的に明るさが示されそうだ。大・中堅企業では、新興国との関係が薄く、駆け込み需要の影響を受けやすい非製造業の改善幅が製造業を上回ると予想。
- 今回の最大の注目点は13年度設備投資計画だ。前回調査では前年度比3.3%増と、事前予想を下回る結果であった。また、GDP統計上の設備投資はほぼ横ばいに留まり、本格回復とは言い難い。一方、先行指標とされる機械受注に一部明るさが見える点は設備投資の上振れ期待を抱かせている。アベノミクス開始から約一年が経過し、内需回復や円安定着を受けて企業が慎重姿勢を修正し、上方修正が鮮明化するかが焦点となる。また、賃上げ交渉の山場を来春に控え、その原資となる13年度収益計画の動向も注目材料だ。

(図表1) 日銀短観業況判断D.I.の予測表

		9月調査		12月調査(予測)	
		最近	先行き	最近	先行き
大企業	製造業	12	11	14	16
	非製造業	14	14	15	19
	全産業	13	13	14	17
中堅企業	製造業	0	2	3	5
	非製造業	8	7	9	12
	全産業	5	5	7	9
中小企業	製造業	-9	-5	-7	-4
	非製造業	-1	-2	0	2
	全産業	-4	-3	-3	0

## 12月短観：大企業製造業の景況感は4四半期連続の改善、先行きも堅調に

### (堅調な内需と円安が追い風に)

12月16日発表の12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14と前回9月調査比で2ポイント上昇し、4四半期連続の景況感改善が示されると予想する。大企業非製造業のD.I.も15(前回は1ポイント上昇)と緩やかな景況感改善を予想。

前回9月調査では、国内外の事業環境改善を受けて、大企業製造業の景況感が3四半期連続での改善を示し、2007年12月以来、5年9ヶ月ぶりとなる高水準を回復。非製造業の景況感も引き続き改善した。その後の実体経済動向も悪くない。新興国や欧州の鈍い景気回復などを受けた輸出量の伸び悩みから国内生産の回復こそ緩やかに留まっているものの、高水準の公共工事や住宅投資、勢いに一服感こそあるものの底堅い消費といった国内需要がけん引役となる形で全体として景気回復基調を維持している。また、前回調査時点から対ドル、対ユーロともに円安が進行していることも、企業の輸出採算にとって追い風となるだろう。

従って、今回についても、製造業、非製造業ともに景況感の改善が予想される。ただし、景気回復の勢い自体は減速ぎみとみられるため、景況感の改善も前回比ではペースダウンしそうだ。

中小企業については、製造業が前回比2ポイント改善の▲7、非製造業が1ポイント改善の0を予想。これまで、大企業よりも回復が遅れていたことに伴う反動が期待される一方、製造業では大企業に比べて輸出比率が低く円安のプラス効果が限定されること、非製造業では前回時点で人手不足感がかなり強まっており供給制約を受けやすいことから、マインド改善幅は大企業と同程度と見ている。

業種別では、自動車、電機など輸出型製造業や鉄鋼、建設などを中心に幅広い改善が予想されるが、円安・原油価格上昇の悪影響を転嫁しにくい食料品や紙パ、運輸など輸入販売型業種の景況感には抑制的になるだろう。

先行きについても、米経済の堅調な回復が期待されるうえ、国内では消費増税前の駆け込み需要がピークを迎えるため、全体的に明るさが示されそうだ。大・中堅企業では、新興国経済との関係が薄く、駆け込み需要の直接的な影響を受けやすい非製造業の改善幅が製造業を上回ると予想する。ちなみに、中小企業非製造業は毎回慎重な見通しを立てる傾向が強いため、今回の改善幅も小幅に。

13年度設備投資計画(全規模全産業)については前回比で上方修正されると予想。これは、例年12月調査では計画が固まってくることに伴って、中小企業を中心に上方修正される傾向が強いためである。国内生産の水準は未だに十分回復しておらず、今回、実勢として企業が設備投資を大きく上積みしてくるという特段の根拠は見当たらない。引き続き慎重姿勢が垣間見えるというのがメインシナリオとなる。具体的には、前年度比4.7%増と前回調査時点(同3.3%増)から小幅の上方修正を予想。

### (注目ポイント：企業の前向きな動きが出るか?)

今回も最大の注目点は13年度の設備投資計画だ。前回9月調査における設備投資計画は前年度比3.3%増と前々回(6月調査)から上方修正されたものの、事前予想を下回る結果であった。また、GDP統計上の設備投資実績はマイナス圏を脱しているもののほぼ横ばいに留まり、本格回復とは言い難い状況にある。一方、設備投資の先行指標とされる機械受注に一部明るさが見える点が設

備投資の上振れ期待を抱かせているのも事実。アベノミクス開始から約一年が経過し、内需の回復や円安の定着を受けて企業が国内投資に対する慎重姿勢を修正し、上方修正が鮮明化するかどうか今回の焦点となる。

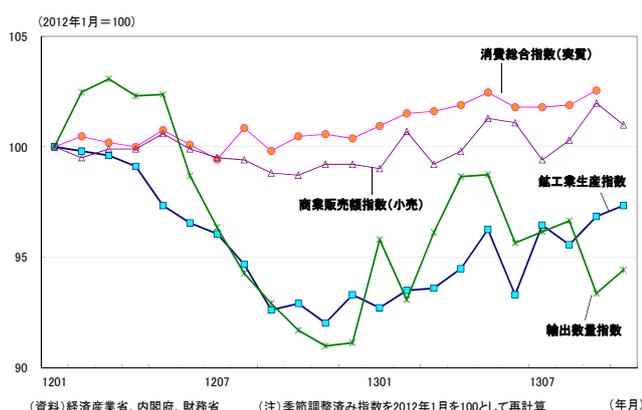
また、賃上げ交渉の山場を来春に控え、その原資となる13年度収益がどれだけ上方修正されるかも注目材料だ。

### (日銀金融政策：問題はその後)

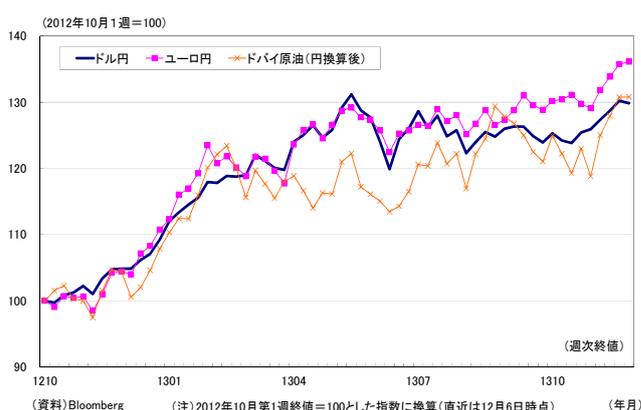
今回の短観において、足元ならびに先行きにかけての底堅い景況感が示されることは、「(先行きのわが国経済については)緩やかな回復を続けていくとみられる」という日銀の従来からの回復シナリオを裏付ける材料になるだろう。

ただし、今回の調査の「先行き」が示すのは3カ月先の状況であり、問題はその後にある。日銀は楽観的だが、来年の消費税増税は国内景気にとってかなりの逆風となるだろう。黒田総裁は、「リスクが仮に顕在化すれば、躊躇することなく政策は調整される」としているが、市場は既に来春の追加緩和を織り込みつつある。増税後の景気失速を防止するという大義名分で、早ければ消費増税前に追加緩和へ踏み切らざるを得なく可能性もある。

(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

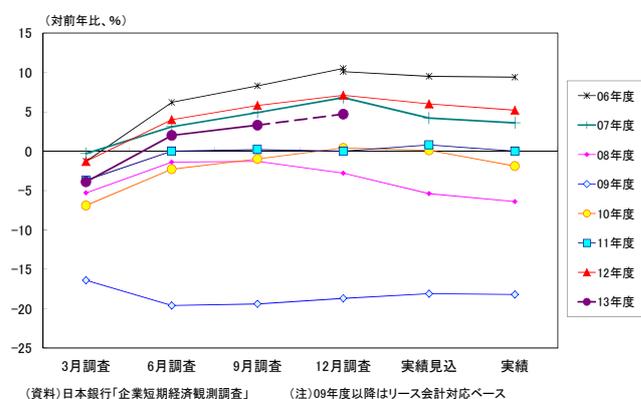


(図表4) 設備投資予測表

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
		9月調査	12月調査 (予測)	
		2013年度	2013年度	
大企業	製造業	6.6	5.6	-1.0
	非製造業	4.4	5.8	1.4
	全産業	5.1	5.7	0.6
中小企業	製造業	14.2	18.2	4.0
	非製造業	-8.0	-1.0	7.0
	全産業	-0.7	5.3	6.0
全規模	製造業	7.0	6.7	-0.3
	非製造業	1.3	3.7	2.4
	全産業	3.3	4.7	1.4

(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。