

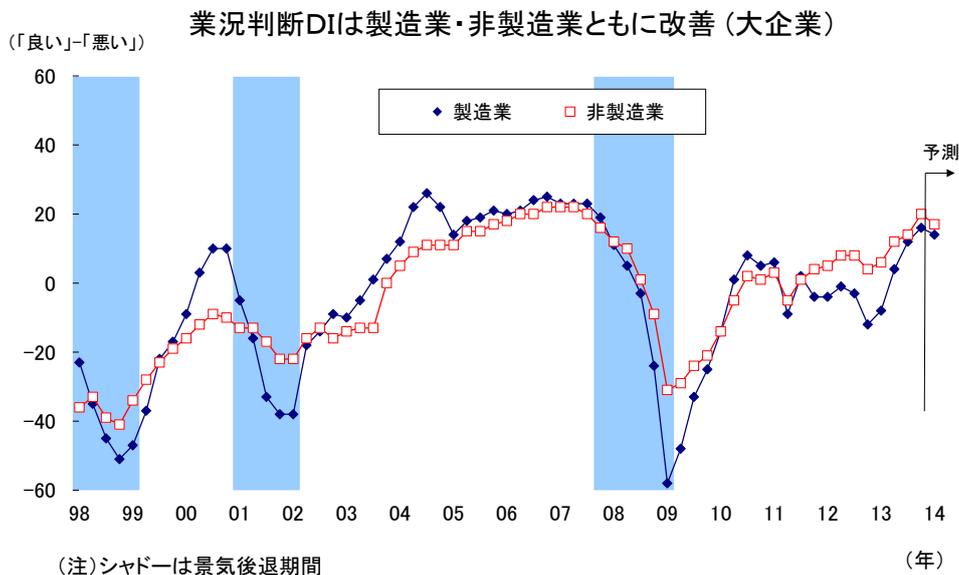
Weekly エコノミスト・ レター

日銀短観(12月調査)

～大企業製造業の景況感は4改善の 16、先
行きは 14 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 16 と前回 9 月調査比で 4 ポイント上昇し、4 四半期連続となる景況感改善が示された。D. I. の水準は 2007 年 12 月以来 6 年ぶりの高水準。また、大企業非製造業の D. I. も引き続き改善した。前回調査以降、高水準の公共工事や住宅投資、一部駆け込み需要等を背景とした底堅い消費といった内需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ほか、円安に振れていることが輸出採算にとって追い風となった。中小企業も製造業、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。一方、先行きは企業規模や製造・非製造業を問わず弱含んだ。国内ではぎりぎりまで駆け込み需要が期待される小売業以外では反動減への警戒感が先んじて現れた可能性がある。また、海外経済の先行きについて不透明感が残る点も影響しているとみられる。
2. 13 年度設備投資計画（全規模全産業）は 12 年度比 4.5%増と前回（3.3%増）から上方修正された。ただし、例年 12 月調査では計画が固まってくることに伴って上方修正される傾向が強い点を踏まえると、本格回復とは言えないレベル。先送りとみられる動きも続いている。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といった国内生産への追い風は吹くものの、国内生産の水準が未だに十分回復していないことなどを受けて、企業の国内投資に対する慎重姿勢が引き続き垣間見える結果と言えるだろう。



1. 全体評価と今後の金融政策：足元好調、先行きは弱含み

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16と前回9月調査比で4ポイント上昇し、4四半期連続となる景況感改善が示された。D.I.の水準は2007年12月以来6年ぶりの高水準となる。また、大企業非製造業のD.I.も20（前回比6ポイント上昇）と引き続き改善した。

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、非製造業ともに景況感の改善が示されていた。その後の事業環境も悪くない。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、資産効果や一部駆け込み需要を背景とした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に振れていることも、企業の輸出採算にとって追い風となった。

これらの状況を受けて、今回も、製造業、非製造業ともに景況感が改善した。ただし、生産の回復は緩やかなものに留まることから、大企業製造業の景況感の改善は前回比ではペースダウン。

中小企業については、製造業が前回比10ポイント改善の1、非製造業が5ポイント改善の4とともに改善。これまで、中小企業の景況感回復は製造業を中心として相対的に遅れていたが、景気回復の好影響が波及してきている。特に非製造業のプラス化は1992年3月以来となる。

一方、先行きについては、企業規模や製造・非製造業を問わず、D.I.がやや低下した。国内では消費税増税直前の時期にあたり、ぎりぎりまで駆け込み需要が期待される小売業以外では反動減への警戒感が先んじて現れた可能性がある。また、製造業では、低迷が続く新興国や欧州経済、米量的緩和縮小の影響など海外経済の先行きについて不透明感が残る点も影響しているとみられる。

市場の事前予想との比較では、足元は市場予想（大企業製造業で、足元（QUICK集計15、当社予想14）を上回る好調さが示されたが、先行きは予想外の悪化（QUICK集計17、当社予想16）であった。

13年度設備投資計画（全規模全産業）は12年度比4.5%増と前回（3.3%増）から上方修正され、プラス幅を拡大した。ただし、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点を踏まえると、未だ本格回復とは言えないレベル。

また、市場予想（QUICK集計4.7%、当社予想4.7%）や、昨年度12月調査の7.1%（12年度計画）を下回っている。

前回同様、上期分が下方修正される一方で下期計画が上方修正されるなど、先送りとみられる動きが続いている。

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といった国内生産への追い風は吹くものの、国内生産の水準が未だに十分回復していないことなどを受けて、企業の国内投資に対する慎重姿勢が引き続き垣間見える結果と言えるだろう。

13年度収益計画（全規模全産業）については、12年度対比で3.4%の増収（前回調査では2.9%の増収）、17.3%の経常増益（前回は9.2%の増益）となった。売上高・経常利益ともに上方修正さ

れている。特に大企業の増益率が23.4%、上方修正幅が8.3%と大きく、今回も全体を牽引している。

前回9月調査以降、内需が底堅く推移しているうえ、為替相場が円安に振れたことを受けて想定為替レートが円安方向に修正され、収益計画への織り込みが進んだ。

今回の短観において、足元の底堅い景況感が示されたことは、「(わが国の景気は) 緩やかに回復している」という日銀の現状判断を裏付ける材料となる。

ただし、先行きのマインドが弱含んだことは、「(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にとって、やや警戒すべき材料となるだろう。しかも、今回の調査の「先行き」が示すのは3カ月先の状況であり、問題はその先にある。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はず。

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。

2. 業況判断 D. I. : 全規模全産業では6ポイント改善、先行きは2ポイント悪化

全規模全産業の業況判断 D. I. は8 (前回は6ポイント改善)、先行きは6 (現状比2ポイント悪化) 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16 と前回調査の12 から4ポイントの改善となった。D. I. の水準は2007年12月以来6年ぶりの高水準となる。業種別では、全16業種中、改善が11業種と悪化の3業種を大きく上回った(横ばいが2業種)。とりわけ木材・木製品(17ポイント改善)、金属製品(16ポイント改善)、窯業・土石(15ポイント改善)などの改善が大きく、住宅駆け込み需要や公共事業増加の影響、好調な輸出産業からの波及効果がうかがわれる。

先行きについては改善、悪化ともに7業種となったが(横ばいが2業種)、自動車(8ポイント悪化)、木材・木製品(同)などが足を引っ張り、全体では2ポイントの悪化となっている。

大企業非製造業の D. I. は20 と前回調査の14 から6ポイント改善した。業種別では、全12業種中改善が9業種と大半を占めた。悪化は1業種(対個人サービス)のみ(横ばいが2業種)。物品賃貸(19ポイント改善)、電気・ガス(16ポイント改善)、運輸・郵便(14ポイント改善)などが2桁の改善となったほか、駆け込み需要の影響を既に大きく受けているとみられる建設(7ポイント改善)、不動産(5ポイント)も堅調であった。

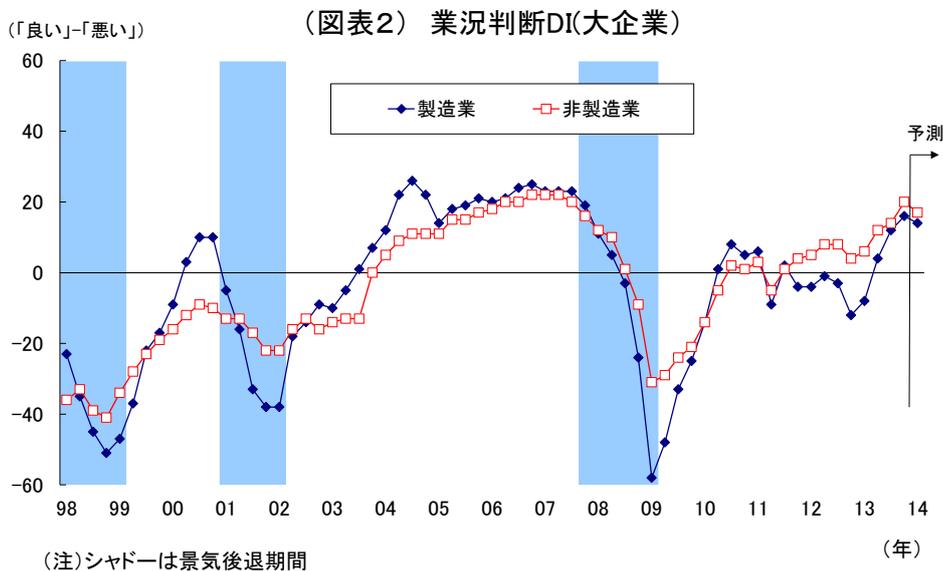
先行きについては悪化が9業種と改善の3業種を大きく上回っており、全体では3ポイントの悪化となっている。駆け込み需要がぎりぎりまで続く小売は引き続き改善を示しているが、それ以外の業種では先んじて反動減への警戒感が出ている可能性がある。

(図表1) 業況判断DI

(「良い」-「悪い」・%ポイント)

		2013年9月調査		2013年12月調査			
		最近	先行き	最近	先行き		変化幅
					変化幅	先行き	
大企業	製造業	12	11	16	4	14	-2
	非製造業	14	14	20	6	17	-3
	全産業	13	13	18	5	16	-2
中堅企業	製造業	0	2	6	6	3	-3
	非製造業	8	7	11	3	10	-1
	全産業	5	5	9	4	7	-2
中小企業	製造業	-9	-5	1	10	-1	-2
	非製造業	-1	-2	4	5	1	-3
	全産業	-4	-3	3	7	0	-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。

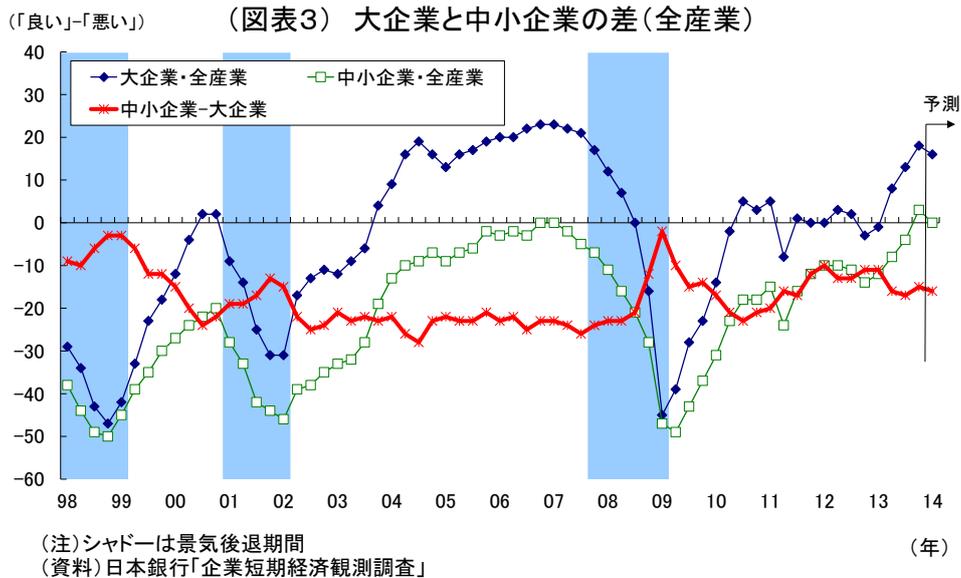


(中小企業)

中小企業製造業の業況判断 D.I.は 1 と前回比 10 ポイント改善した。中小企業製造業の景況感改善は 3 期連続となる。業種別では全 16 業種中の 15 業種で改善が示されており、悪化は円安の影響を転嫁しにくい食料品のみ。改善業種のうち、13 業種で改善幅が 2 桁となっており、これまで大企業に比べて回復が遅れてきた反動が出ているようだ。景況感改善が中小企業にも波及してきていると素直に評価できる。

中小企業非製造業の D.I.は 4 と前回比 5 ポイント改善した。全 12 業種中、改善が 9 業種、悪化は無しであった(横ばいが 3 業種)。とりわけ建設業の改善が 10 ポイントに達し、牽引役となった。

一方、先行きについては、製造業が 2 ポイントの悪化、非製造業が 3 ポイントの悪化となった。幅広い業種で弱含んでおり、大企業同様、先行きへの慎重な見方が現れている。



3. 需給・価格判断：国内需給の改善が顕著、先行きのインフレ期待はやや上昇

(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、前回事 3 ポイント改善、海外での製商品需給は 1 ポイントの改善となった。国内の改善は 4 期連続。中小企業でも国内の改善幅が 6 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。引き続き新興国経済等の低迷が影響しているようだ。

また、非製造業の国内製商品・サービス需給判断 D.I. も大企業で 2 ポイント、中小企業では 7 ポイントもの改善と好調。

先行きについては、製造業では国内外ともに小動き、非製造業の国内需要は大企業でやや改善する一方、中小企業では弱含む見通しになっている (図表 4)。

(価格判断：企業のインフレ期待はやや上昇)

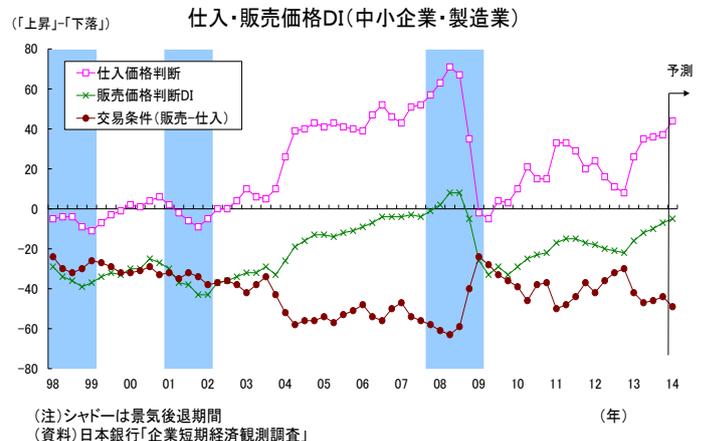
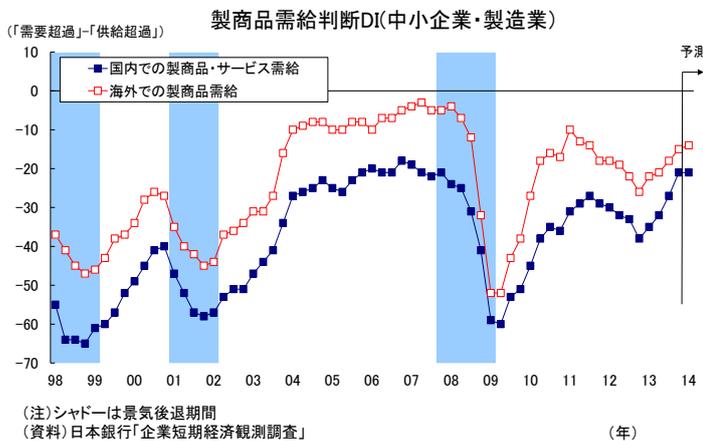
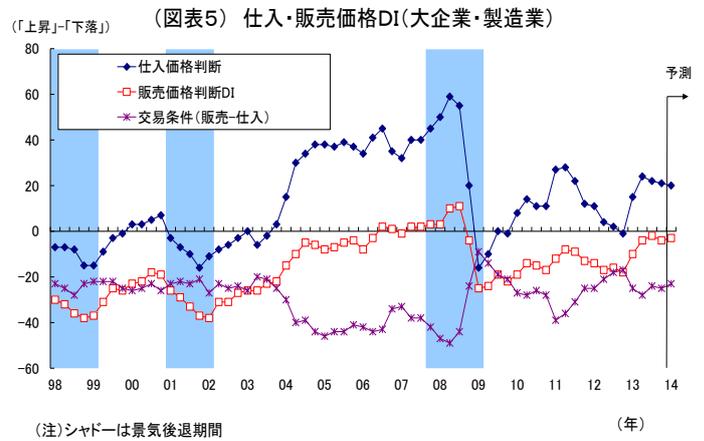
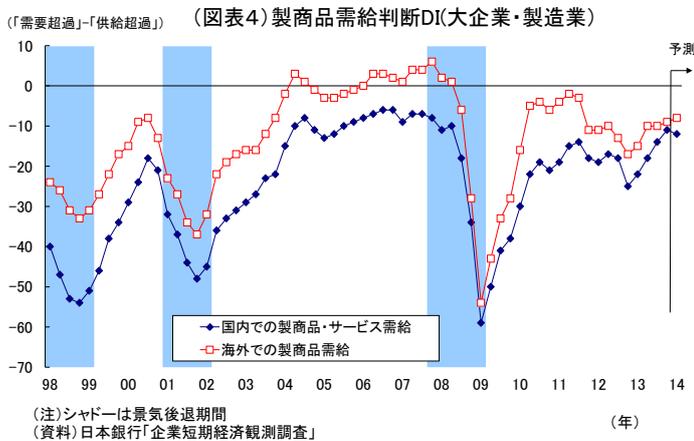
大企業製造業の販売価格判断 D.I. (上昇-下落) は前回から 2 ポイント低下、非製造業は横ばいとなった。前回調査ではともに D.I. に上昇がみられたが、価格上昇の動きは足元で一服している模様。一方、仕入価格判断 D.I. (上昇-下落) については製造業、非製造業ともに 1 ポイント低下している。この結果、差し引きであるマージン (利鞘) はほぼ前回から変わっていない。

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 ポイント上昇、非製造業も 2 ポイント上昇しており、値上げの動きが今後出てくる兆しが見えている。企業のインフレ期待はやや上昇しているようだ。一方、仕入価格判断 D.I. も小動きに留まるため、マージンに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 3 ポイント、非製造業が 2 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 2 ポイントとなったため、マージンの状況にはあまり変化がない。

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嫁できない事態への警戒感が強い。



4. 売上・収益計画：13年度収益計画はかなりの上方修正

13年度収益計画（全規模全産業）については、12年度対比で3.4%の増収（前回調査では2.9%の増収）、17.3%の経常増益（前回は9.2%の増益）となった。売上高・経常利益ともに上方修正されている。特に大企業製造業の増益率が23.4%、上方修正幅が8.3%と大きく、今回も全体を牽引している。

前回9月調査以降、内需が底堅く推移しているうえ、ドル円相場が円安に振れたことを受けて下記のとおり想定為替レートが円安方向に修正され、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96.78円（上期97.60円、下期95.97円）と前回調査の94.45円から円安方向に修正されている。

ただし、今年度4月～直近の平均ドル円レート（約99円）ならびに足元の実勢（102円台半ば）から鑑みると、企業の想定レートは依然としてかなり保守的である。為替が少なくとも現状程度の水準で推移すれば、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)		上期	下期 (計画)
				修正率		
大企業	製造業	-0.4	5.7	0.7	3.8	7.6
	国内	-0.5	3.8	-0.6	1.0	6.5
	輸出	-0.3	10.9	4.0	11.0	10.8
	非製造業	0.5	2.9	-0.3	3.4	2.3
	全産業	0.1	4.0	0.1	3.6	4.4
中堅企業	製造業	-1.9	3.0	0.9	0.3	5.7
	非製造業	2.4	2.8	0.4	1.8	3.7
	全産業	1.2	2.8	0.6	1.4	4.2
中小企業	製造業	-1.5	3.1	1.6	0.6	5.6
	非製造業	2.1	2.4	1.5	3.1	1.7
	全産業	1.3	2.5	1.5	2.5	2.5
全規模	製造業	-0.8	4.9	0.9	2.7	7.0
	非製造業	1.3	2.7	0.4	3.0	2.4
	全産業	0.6	3.4	0.5	2.9	3.9

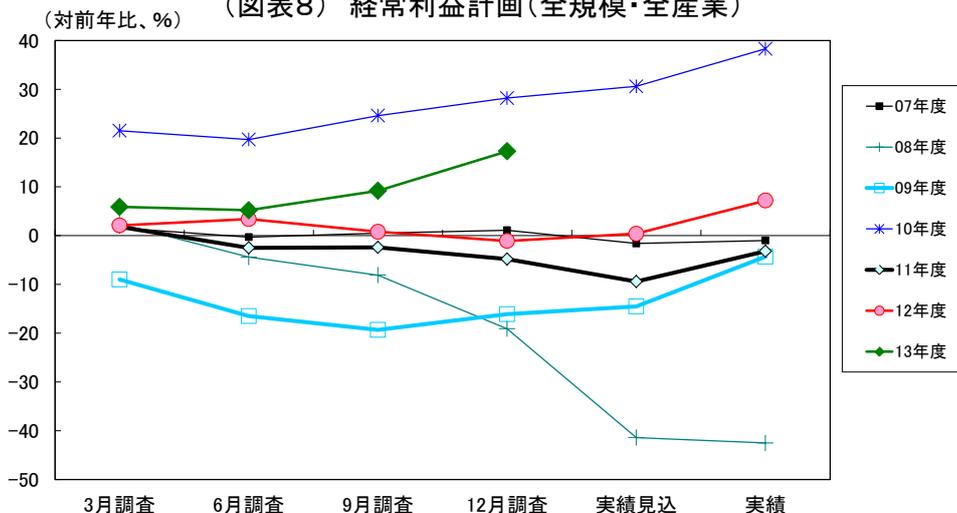
(注)修正率は、前回調査との対比。

(図表7) 経常利益計画

		2012年度	2013年度 (計画)		上期	下期 (計画)
				修正率		
大企業	製造業	12.4	34.7	8.6	79.2	3.1
	素材業種	-22.4	19.0	8.0	55.6	-6.6
	加工業種	44.2	42.4	8.9	90.7	7.9
	非製造業	2.3	14.9	8.1	25.0	4.8
	全産業	6.4	23.4	8.3	46.1	4.0
中堅企業	製造業	1.2	15.8	8.6	29.4	4.4
	非製造業	11.0	1.4	4.8	8.6	-4.2
	全産業	7.7	5.9	6.1	15.3	-1.6
中小企業	製造業	5.9	10.5	7.0	5.9	14.7
	非製造業	10.7	6.0	4.8	13.7	0.4
	全産業	9.4	7.2	5.4	11.5	3.9
全規模	製造業	9.7	28.8	8.4	60.8	4.7
	非製造業	5.7	10.3	6.8	19.7	1.9
	全産業	7.2	17.3	7.5	34.5	3.0

(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、本格回復はまだ

生産・営業用設備判断 D.I.（「過剰」－「不足」）は全規模・全産業で2と前回から1ポイント低下、全体で見れば過剰感はほぼ解消した。また、雇用人員判断 D.I.（「過剰」－「不足」）は▲10と5ポイント低下、人手不足感がかなり強まっている。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）が拡大している。

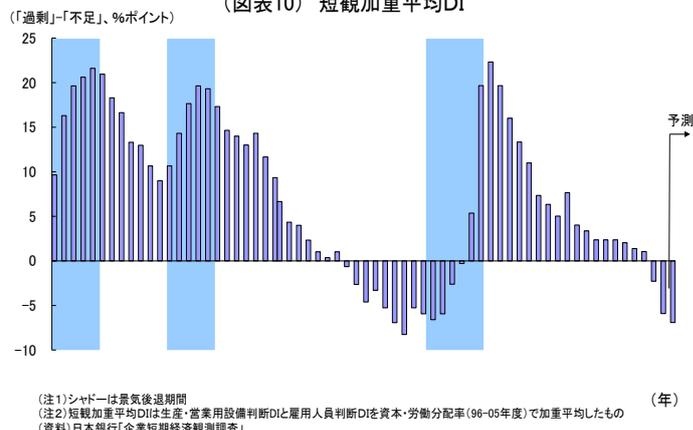
先行きについては、設備、雇用ともに小幅ながら不足感が強まる見通しとなっている（図表 9, 10）。

ただし、製造業・非製造業別に見ると、製造業の足元の生産・営業用設備判断 D.I.は 8、雇用人員判断 D.I.は 1 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、特に設備に関しては過剰感が根強い。堅調な内需の影響を大きく受ける非製造業に対し、製造業では輸出量の伸び悩みから生産回復ペースが緩やかに留まっており、その絶対水準が未だ低いためと考えられる。

（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4.5%増と前回（3.3%増）から上方修正され、プラス幅を拡大した。

ただし、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点を踏まえると、未だ本格回復とは言えないレベル。また、市場予想（QUICK集計4.7%、当社予想4.7%）や、昨年度12月調査の7.1%（12年度計画）を下回っている。

上期・下期で分けてみると、前回同様、上期分が下方修正される一方で下期計画が上方修正されるなど、先送りとみられる動きが続いている。

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といった国内生産への追い風は吹くものの、国内生産の水準は未だに十分回復していないことなどから、企業の国内投資に対する慎重姿勢が引き続き垣間見える結果と言えるだろう。

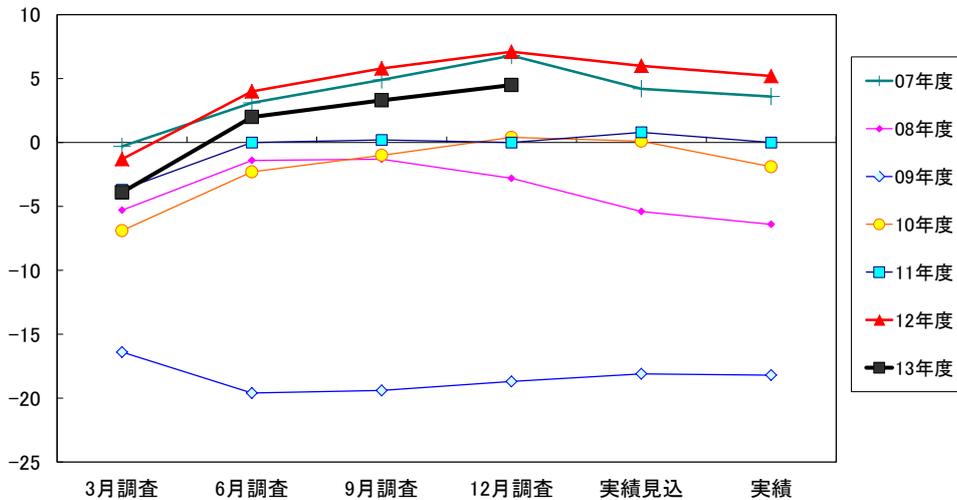
政府の経済対策に基づき、来年からは企業向けの設備投資減税が拡充される予定である。これが、設備投資復活の起爆剤になるのかどうか、次回短観の設備投資計画が注目される。

(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	下期 (計画)
				修正率		
大企業	製造業	1.6	4.9	-1.7	-8.6	17.3
	非製造業	2.6	4.4	0.0	4.9	4.0
	全産業	2.2	4.6	-0.5	0.0	8.2
中小企業	製造業	-4.5	11.7	-2.2	21.5	3.7
	非製造業	26.7	6	15.1	26.6	-10.5
	全産業	14.4	7.9	8.6	24.9	-5.9
全規模	製造業	0.8	5.3	-1.6	-4.1	13.8
	非製造業	7.6	4.1	2.7	8.7	0.5
	全産業	5.2	4.5	1.2	4.1	4.8

(注)修正率は、前回調査との対比。リース会計対応ベース。

(対前年比、%) (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

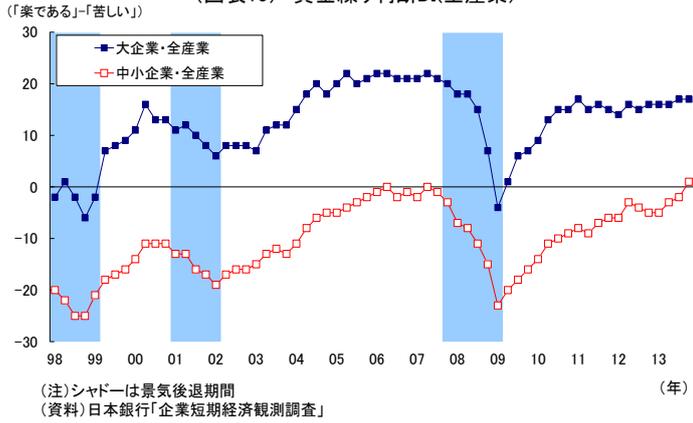
6. 企業金融：中小企業の金融環境も良好

企業の資金繰り判断 D.I. (「楽である」－「苦しい」)は大企業が17、中小企業が1となった。大企業は前回から横ばいだが、中小企業では3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」)については、大企業が20、中小企業が8と、それぞれ1ポイント改善した(図表13, 14)。

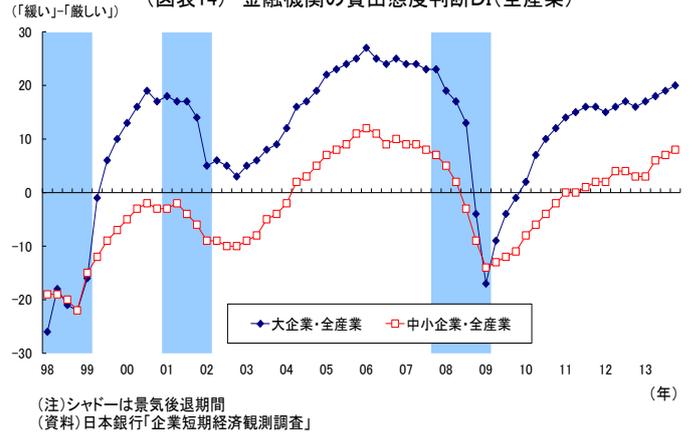
D.I.の水準は、大企業・中小企業ともに過去との対比でかなりの高水準で推移しており、良好な金融環境が継続している。とりわけ中小企業の資金繰り判断は直近ピークであった07年6月を超え、バブル期以来のプラス圏に浮上している。

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が今年3月に終了したが、その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後押しし、政府も危機対応で拡充した中小企業向け保証体制をこれまで継続している。これらの政策効果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。