

Weekly  
エコノミスト・  
レター

## 日銀短観(6月調査)予測

～大企業製造業の業況判断D.I.は2ポイント悪化  
の15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

- 6月調査日銀短観では、注目度の高い大企業製造業で6四半期ぶりとなる景況感悪化が示されると予想する。大企業非製造業については製造業を上回る悪化を予想。増税後の消費減少は顕著であり、非製造業の景況感悪化は避けられないと考えられる。製造業も増税後の生産減少こそ限定的だが出荷減少はかなり大きい。輸出額が前年比マイナス(5月)になっていることで内外にわたる閉塞感を感じやすい。従って、小幅ながら景況感悪化を見込む。中小企業については、強い人手不足感が事業の制約となっている先や、収益が改善していない中で賃上げに踏み切らざるを得なかった先が多いとみられることから、景況感の悪化幅が大企業よりも大きくなる。ただし、規模を問わず、前回調査時点における見通しほどは悪化せず、「企業マインドへの増税の影響は限定的」と受け止められそうだ。
- また、今回の先行きの景況感は幅広い改善が予想される。駆け込み需要の反動減は増税直後が最も大きく、以降は緩和していくと考えられるためである。賞与増への期待もある。
- 今回の最大の注目点は景況感の先行きである。景気については、7-9月には反動減の影響が緩和し、以降は回復基調に戻るとの見立てがコンセンサスだが、景気回復ペースに影響を与える企業の景況感が先行きにかけてどの程度の反発力を見せるのかが重要になる。また、増税後の景気回復力に影響するという意味で、14年度の設備投資計画も注目度が高い。前回調査時点では全規模合計で前年比▲4.2%と慎重さが残る結果であった。6月調査では上方修正されやすいという統計上のクセが存在するため、上方修正自体はあまり意味を持たないが、どの程度の上方修正が行われるかが注目される。

(図表1) 日銀短観業況判断D.I.の予測表

業況判断		3月調査		6月調査(予測)	
		最近	先行き	最近	先行き
大企業	製造業	17	8	15	18
	非製造業	24	13	19	22
	全産業	21	11	17	20
中堅企業	製造業	12	3	8	10
	非製造業	17	5	10	12
	全産業	14	4	9	11
中小企業	製造業	4	-6	-2	0
	非製造業	8	-4	0	1
	全産業	7	-5	-1	1

## 6月短観：大企業製造業の景況感は6四半期ぶりの悪化、先行きは反発

### (増税後の景気の落ち込みを反映)

7月1日発表の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15と前回3月調査比で2ポイント下落し、6四半期ぶりに景況感悪化が示されると予想する。大企業非製造業の業況判断D.I.は19(同5ポイント下落)と製造業よりも大幅な下落を予想。

前回3月調査では、増税前の駆け込み需要等を受けて景況感の幅広い改善が示される反面、増税後の先行きについては大幅な悪化見通しが示されていた。

ちなみに、前回消費税率が引き上げられた直後の1997年6月調査を振り返ってみると、内需主体の大企業非製造業では景況感が悪化したものの、意外なことに大企業製造業の景況感はわずかながら改善を示した。大企業製造業の景況感が悪化に転じたのは、増税による悪影響の長期化を受けた97年9月調査からであった。

今回はまだ4月分の経済指標しか明らかになっていないため、景気の落ち込みについての評価は難しいが、増税後の消費減少は顕著であり、前回増税時同様、非製造業での景況感悪化は避けられないと考えられる。製造業に関しては、増税後の生産の落ち込みこそ前回はわずかに上回る程度だが、出荷の落ち込み幅はかなり大きい。また、前回増税後の輸出額が前年比で2桁増と好調であったのに対し、今回はマイナス(5月)になっているため、内外にわたる閉塞感を感じやすい。従って、製造業の景況感も小幅ながら悪化すると予想する。業種別では、増税の影響を直接受ける小売や、駆け込み需要の反動減の大きい自動車の落ち込みが顕著になるだろう。

中小企業については、製造業が前回比6ポイント悪化の▲2、非製造業が8ポイント悪化の0を予想。製造業、非製造業ともにオペレーション面で人手不足感が強まっており、事業の制約となっている先や、大企業ほど収益が改善していない中で賃上げに踏み切らざるを得なかった先が多いとみられることから、景況感の悪化幅は大企業よりも大きくなると見ている。

ただし、景気の底割れは回避されていることから、規模や製造・非製造業を問わず、前回調査時点における見通しほどは悪化せず、D.I.の水準も大企業を中心に高いレベルを維持することから、「企業マインドへの増税の影響は限定的」と受け止められそうだ。

また、今回の先行きの景況感は改善が期待される。消費における駆け込み需要の反動減は増税直後が最も大きく、以降は緩和していくと考えられるためである。賞与増への期待もある。従って、規模や製造・非製造業を問わず、幅広い改善が示されると予想している。

14年度設備投資計画(全規模全産業)については前年度比1.0%増(前回は同4.2%減)に上方修正されると予想。例年6月調査では年度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ためである。さすがに増税直後という不透明感から大幅な上方修正とはいかないものの、経常利益が1-3月期に過去最高を記録するなど企業の投資余力が高まっている点は追い風だ。従って、設備投資は例年と遜色ない幅の上方修正が行われ、プラス圏に浮上すると見ている。

### (注目ポイント：景況感の先行きが最大の焦点)

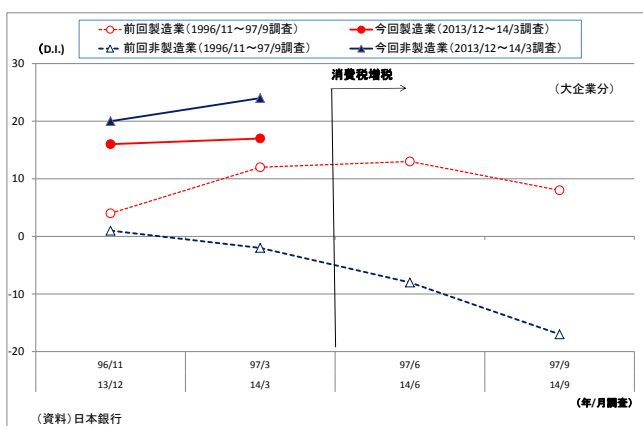
今回の最大の注目ポイントは景況感の先行きである。景気については、7-9月には反動減の影響が緩和し、以降の景気は回復基調に戻るとの見立てがコンセンサスであるが、景気回復ペースに影

響を与える企業の景況感が先行きにかけてどの程度の反発力を見せるのかが重要になる。

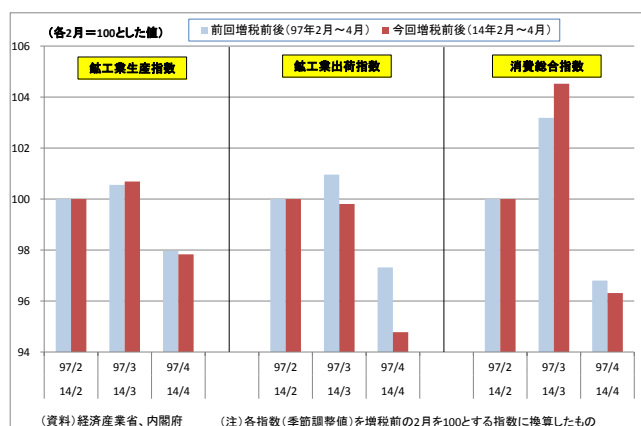
また、増税後の景気回復力に影響するという意味で、14年度の設備投資計画も注目度が高い。前回3月調査時点では全規模合計で前年比▲4.2%と13年度の同時期を下回り、慎重さが残る結果であった。上記のとおり、6月調査では上方修正されやすいというクセが存在するため、上方修正自体はあまり意味を持たないが、どの程度の上方修正が行われるかが注目される。

これまで遅れ気味であった企業の設備投資が本格化する見通しとなれば、7-9月以降の景気回復シナリオを支援する強力な材料になりそうだ。

(図表2) 消費増税前後の業況判断 D.I.



(図表3) 生産・出荷・消費の動向

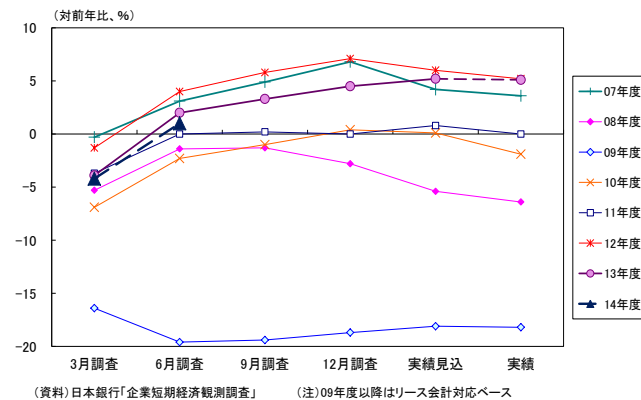


(図表4) 設備投資予測表

設備投資額(含む土地投資額)		(前年度比%)			
		3月調査		6月調査(予測)	
		2013年度	2014年度	2013年度	2014年度
大企業	製造業	2.1	3.6	-1.3	10.8
	非製造業	4.8	-1.6	3.1	4.7
	全産業	3.9	0.1	1.6	6.7
中小企業	製造業	13.3	-16.0	15.5	-11.1
	非製造業	14.2	-28.9	23.4	-25.4
	全産業	13.9	-24.7	20.8	-20.9
全規模	製造業	3.1	1.2	1.4	7.1
	非製造業	6.3	-6.9	7.1	-2.0
	全産業	5.2	-4.2	5.1	1.0

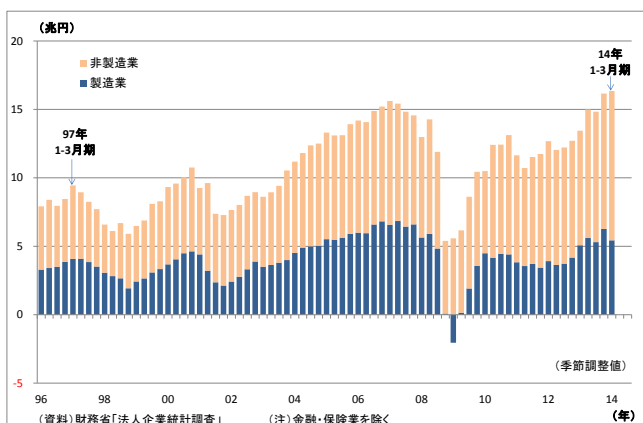
(注)リース会計対応ベース

(図表5) 設備投資計画 (全規模全産業)



(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

(図表6) 企業の経常利益



(資料)財務省「法人企業統計調査」 (注)金融・保険業を除く

### （日銀金融政策：殆ど影響なし）

今回の短観において、足元の景況感悪化が示されることは、日銀の想定範囲内だろう。実際、日銀の直近の景気認識は、「消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には緩やかな回復が続いている」と、一時的な景気の落ち込みは認めている。さらに、今回先行きの景況感回復が示されることは、「基調的には緩やかな回復を続けていくとみられる」という日銀の景気見通しに沿ったものとなりそうだ。

日銀が追加緩和に動くにあたり最も可能性が高いケースは、物価が日銀のシナリオから外れて下振れる兆しがある場合と考えられる。従って、日銀が物価上昇加速の根拠としている雇用環境の引き締めや期待インフレ率上昇に疑問を投げかけるような内容が、「雇用人員判断」や「企業の物価見通し」に出てくるかどうか重要になる。人員の逼迫感が大きく緩和したり、企業の物価見通しが明確に下がると、すぐに動く材料とはならないものの、日銀が警戒感を一段高める可能性がある。

---

（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。