

Weekly
エコノミスト・
レター

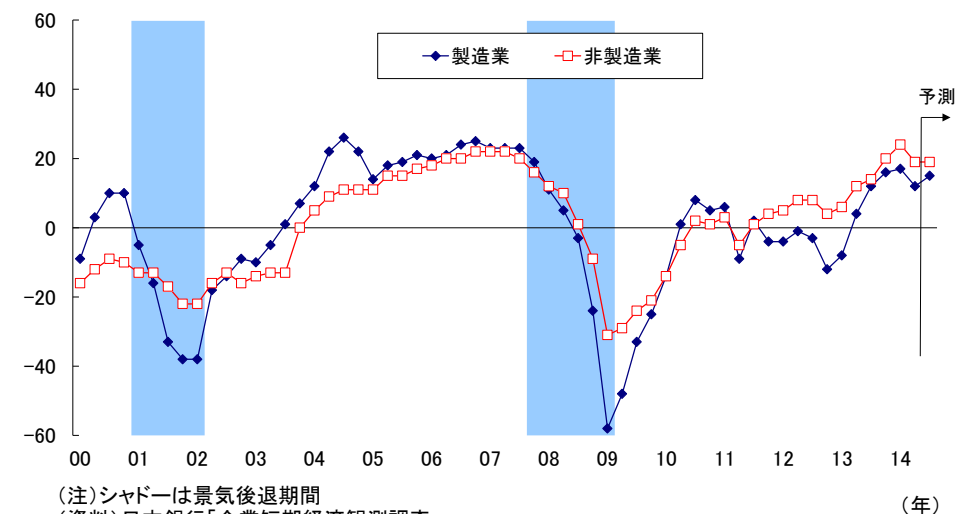
日銀短観(6月調査)

～大企業製造業の景況感は5悪化の12、先行きは持ち直し

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3月調査比で5ポイント下落し、6四半期ぶりに景況感の悪化が示された。大企業非製造業の業況判断D.I.も19(同5ポイント下落)と製造業と同程度の下落となった。消費増税後の消費減少は顕著であり、非製造業での景況感悪化に繋がっている。製造業に関しても出荷の落ち込みがかなり大きい。海外経済も力強さに欠け、国内の減少を海外の増加で埋められなかったことが景況感の悪化として現れたとみられる。中小企業も大企業同様、景況感が悪化した。なお、先行きの景況感は見方がやや分かれた。製造業では大企業、中小企業ともに小幅ながら改善見通しになっているのに対し、非製造業では、大企業が横ばい、中小企業が悪化の見通し。製造業では一部素材系業種や設備投資関連業種が全体を牽引する一方、非製造業は牽引役を欠いている。
2. 14年度事業計画はまずまずの内容となった。収益計画は増収減益計画ながら、前回からは売上・利益ともに実質的に上方修正されている。増税後の景気が今のところ底割れしていないことが、悲観の後退に繋がったとみられる。また、14年度設備投資計画は前年度比1.7%増と、プラス圏に転じている。今回の上方修正幅は例年と遜色ないレベルであるが、比較対象となる前年度分が上方修正された上であることを踏まえれば、強い内容。今後の景気回復への期待や企業収益改善を受けた投資余力の高まりが追い風となったと考えられる。

業況判断DIは足元悪化、先行きは下げ止まり(大企業)



1. 全体評価：足元は総じて悪化したが限定的、先行きは製造業で回復

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 12 と前回 3 月調査比で 5 ポイント下落し、6 四半期ぶりに景況感の悪化が示された。また、大企業非製造業の業況判断 D. I. も 19 (同 5 ポイント下落) と製造業と同程度の下落となった。

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。増税後の景気の落ち込みは継続中のため、全容評価は出来ないが、増税後の消費減少は顕著であり、非製造業での景況感悪化に繋がっている。製造業に関しては、増税後の生産の落ち込みこそ限定的だが、出荷の落ち込みはかなり大きい。海外経済は回復基調だが力強さに欠け、国内の減少を海外の増加で埋められなかったことが景況感の悪化として現れたとみられる。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木材・木製品、自動車の落ち込みが顕著になった。

中小企業については、製造業が前回比 3 ポイント悪化の 1、非製造業が 6 ポイント悪化の 2 となった。基本的には大企業と同様の構図だが、製造業の景況感悪化は大企業よりもやや小幅に、非製造業ではやや大幅になっている。

ただし、増税後の景気底割れは今のところ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. の水準も高いレベルを維持していることから、「企業マインドへの増税の影響は限定的」と解釈できそうだ。

一方、先行きの景況感では製造業と非製造業で見方がやや分かれた。製造業では大企業、中小企業ともに小幅ながら改善見通しになっているのに対し、非製造業では、大企業が横ばい、中小企業が悪化見通しとなっている。製造業では一部素材系業種や設備投資関連業種が全体を牽引する一方、非製造業は牽引役を欠いている。

注目度の高い大企業製造業については、事前の市場予想 ((足元：QUICK 集計 15、当社予想 15) (先行き：QUICK 集計 17、当社予想 18)) をやや下回る結果であったが、足元から先行きにかけての改善幅はほぼ同様であった。

13 年度設備投資 (全規模全産業) は 12 年度比 5.6% 増と前回からわずかに上方修正された。例年 6 月調査ではやや下方修正される傾向が強いため、強い内容と言える。企業収益の改善を受けて設備投資の回復基調が強まったことを反映していると考えられる。

また、より注目度の高い 14 年度設備投資計画は 13 年度比 1.7% 増となり、前回のマイナス圏からプラス圏に転じている。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、上方修正自体にはあまり意味はなく、前回からの修正幅が重要になる。今回の修正幅は 12 年度、13 年度と遜色ないレベルとなった。比較対象となる前年度分が上方修正された上であることを踏まえれば、強い内容。さすがに増税直後という不透明感が重石となったものの、今後の景気回復への期待や企業収益改善を受けた投資余力の高まりが追い風となったと考えられる。

ちなみに、この 14 年度計画は、事前の市場予想 (QUICK 集計 0.7%、当社予想 1.0%) を上回る結果であった。

13年度収益（全規模全産業）については、12年度対比で5.5%の増収、28.4%の経常増益となった。売上高・経常利益ともに上方修正されている。前回3月調査においてやや保守的であった想定為替レートが実勢を踏まえて、下記のとおり若干円安方向に修正され、収益に反映された。また、前回調査時点における大きな不確定要素であり、保守的に見積もられていた消費増税前の駆け込み需要が実績を受けて増額された可能性もある。

一方、より注目度の高い14年度収益計画は、売上高が13年度比で0.9%増、経常利益が▲5.4%減となった。表面上は減益幅が拡大したように見えるが、比較対象となる昨年度の利益が今回大きく上方修正されているため、実質的には経常利益計画も今回上方修正されたことになる。前回調査以降、為替は102円を中心とするレンジ相場が続いており、今回は想定レートに殆ど変化がなかったが、増税後の景気が今のところ底割れしていないことが、収益面における悲観の後退に繋がったとみられる。

今回の短観において、足元の景況感悪化が示されたことは、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。今回先行きの製造業において景況感回復が示されたことは、「基調的には緩やかな回復が続いていくとみられる」という日銀の景気見通しに沿ったものと言える。非製造業の先行きについても懸念する内容ではないだろう。

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かなり下振れる兆しがある場合と考えられる。本日発表された短観からは、労働需給の大幅な緩和（見通し）といった物価上昇率鈍化に繋がる兆しは見られなかったが、明日発表予定の「企業の物価見通し」が次の注目点となる。企業の期待インフレ率が前回比で明確に下がっているようだと、すぐに動く材料とはならないものの、日銀にとって一つの懸念材料となる可能性がある。

2. 業況判断 D. I. : 全規模全産業では5ポイント悪化、先行きは横ばい

全規模全産業の業況判断 D. I. は7（前回比5ポイント悪化）、先行きも7（現状比横ばい）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17から5ポイントの悪化となった。業種別では、全16業種中、悪化が9業種と改善の6業種を上回った（横ばいが1業種）。とりわけ、駆け込み需要の反動を大きく受ける木材・木製品（56ポイント悪化）と自動車（23ポイント悪化）が大幅な悪化を示した。

一方、先行きについては改善が12業種と悪化の4業種を大きく上回っている。今回大幅な悪化となった木材・木製品と自動車は低迷が続くが、窯業・土石（13ポイント改善）、鉄鋼（10ポイント改善）、非鉄（同）などが牽引する。全体では3ポイントの改善となっている。

大企業非製造業の D. I. は19と前回調査の24から5ポイント悪化した。業種別では、全12業種中、悪化が9業種と改善の2業種を大きく上回った。増税の影響を直接受けやすい小売（23ポイント悪化）の悪化が突出している。

先行きについても悪化が7業種と改善の5業種を上回っており、全体では横ばいとなっている。小売（9ポイント改善）は回復に転じるが、物品賃貸（13ポイント悪化）、通信（同）が全体の足

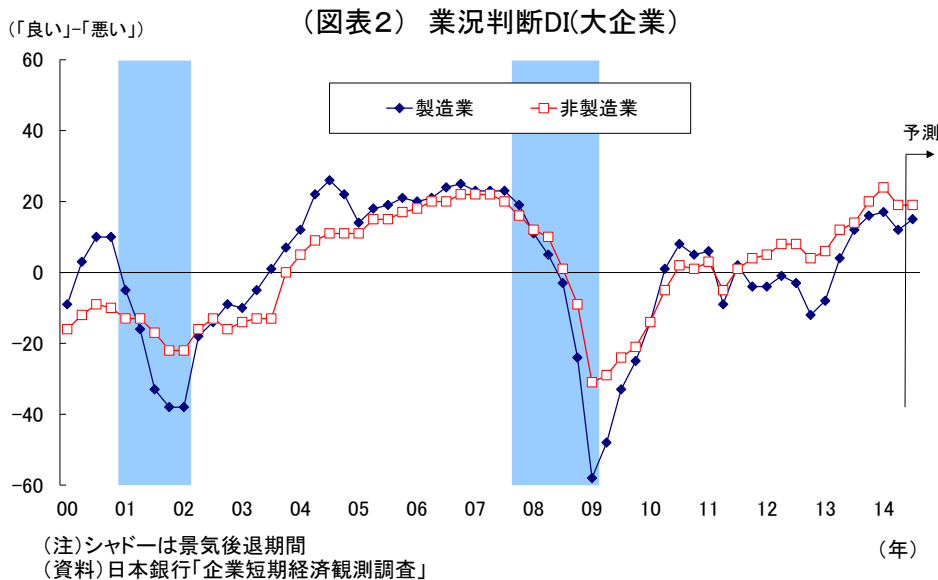
を引っ張る形に。

(図表1) 業況判断DI

(「良い」-「悪い」・%ポイント)

		2014年3月調査		2014年6月調査			
		最近	先行き	最近	先行き		変化幅
					変化幅	変化幅	
大企業	製造業	17	8	12	-5	15	3
	非製造業	24	13	19	-5	19	0
	全産業	21	11	16	-5	17	1
中堅企業	製造業	12	3	8	-4	8	0
	非製造業	17	5	10	-7	8	-2
	全産業	14	4	9	-5	8	-1
中小企業	製造業	4	-6	1	-3	3	2
	非製造業	8	-4	2	-6	0	-2
	全産業	7	-5	2	-5	2	0

(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。



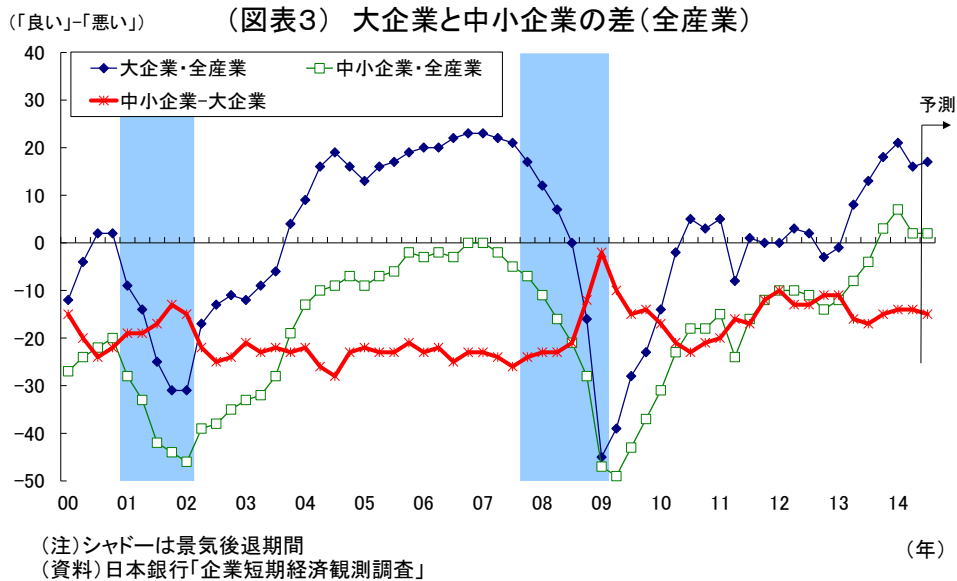
(中小企業)

中小企業製造業の業況判断 D.I.は 1 と前回比 3 ポイント悪化。業種別では全 16 業種中、悪化が 11 業種と、改善の 5 業種を上回った。大企業ほどではないが、木材・木製品 (38 ポイント悪化)、自動車 (10 ポイント悪化) の落ち込みが大きい。

また、中小企業非製造業の D.I.も 2 と前回比 6 ポイント悪化。全 12 業種中、悪化が 7 業種と過半を占めている。小売 (36 ポイント悪化) の悪化が顕著であり、その悪化幅は大企業を上回る。

大企業との比較では、製造業の景況感悪化は大企業よりもやや小幅だが、非製造業ではやや大幅になっている。

一方、先行きについては、製造業が 2 ポイントの改善、非製造業が 2 ポイントの悪化と方向感が分かれた。ただし、中小企業非製造業は、従来先行きに対して慎重に見る傾向が強いため、それほど悲観的に捉える必要はないだろう。



3. 需給・価格判断：足元の需給は国内で悪化、海外で改善

(需給判断：足元の国内需給は悪化)

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 5 ポイント悪化する一方、海外での製商品需給は 4 ポイント改善した。国内の悪化は 6 期ぶりとなる。非製造業の D.I. も前回は 1 ポイント悪化した。

一方、先行きについては、製造業では内外ともに需給の改善が見込まれているが、非製造業の国内需給は小幅ながら悪化が見込まれている。

中小企業についても、製造業では国内が 4 ポイント悪化する一方で海外が 5 ポイント改善。非製造業の国内需給 (6 ポイント悪化) は大企業以上に悪化している。

先行きについては、製造業で国内需給の改善が見込まれているが、海外需給は横ばい。非製造業の国内需給も横ばいが見込まれている (図表 4)。

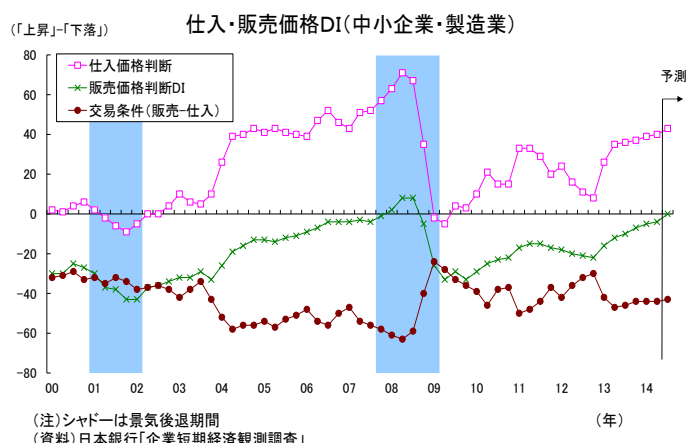
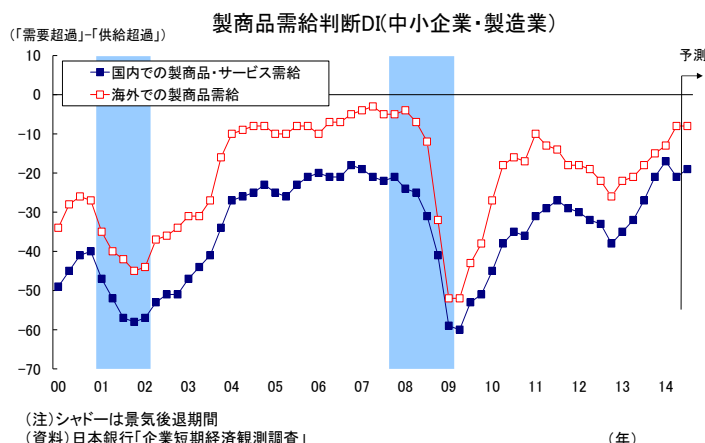
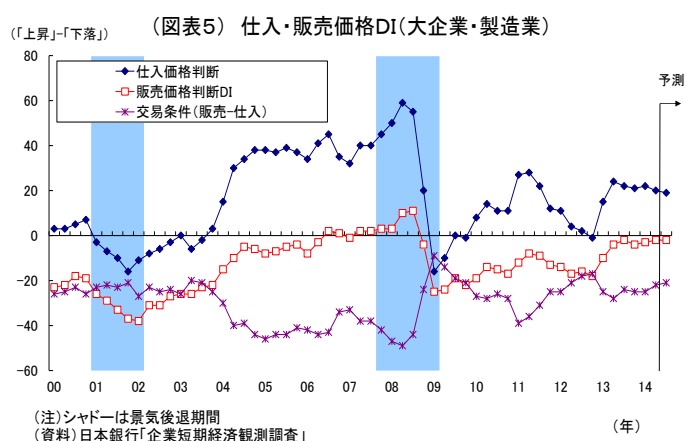
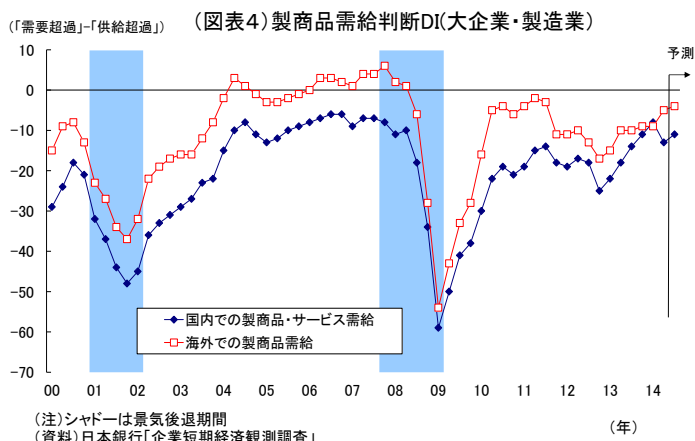
(価格判断：足元のマージンは概ね改善)

大企業製造業の販売価格判断 D.I. (上昇-下落) は前回から 1 ポイント上昇、非製造業では 2 ポイント上昇した。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、非製造業でも 2 ポイント低下している。これら価格判断 D.I. は消費税の影響を除いたものであり、企業において販売価格を引き上げる動きが出たことを示している。仕入価格判断 D.I. は下がったため、差し引きであるマージン (利鞘) は前回から改善している。

販売価格判断 D.I. の 3 ヶ月後の先行きについては、製造業で横ばい、非製造業で 2 ポイント低下となっており、値上げの動きは一服する見通し。一方、仕入価格判断 D.I. は製造業・非製造業ともに 1 ポイント低下する見通しとなっており、マージンは現状と大差ない見通し。長引くウクライナ情勢の混迷や最近のイラク情勢の緊迫化などから最近原油価格が上昇してきているが、大企業の見通しから、その点に対する懸念は確認できない (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 1 ポイント、非製造業が 3 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、非製造業ともに 1 ポイントに留まったため、差し引きであるマージンは製造業が変化なし、非製造業がやや改善となった。仕入れ価格上昇の販売価格への転嫁が進んだようだ。

先行きについては、製造業、非製造業ともに仕入れ価格判断 D.I.の上昇が販売価格判断 D.I.の上昇を下回り、マージンはやや改善する見通し。価格交渉力が大企業に比べて乏しい中小企業では、従来先行きのマージン悪化を見込むことが多いが、今回は引き続き価格転嫁が進む見通しとなっている。



4. 売上・収益計画：14年度収益計画は上方修正

13年度収益(全規模全産業)については、12年度対比で5.5%の増収(前回調査では3.8%の増収)、28.4%の経常増益(前回は20.9%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。前回3月調査においてやや保守的であった想定為替レートが実勢(13年度平均100.2円)を踏まえて、下記のとおり若干円安方向に修正され、収益に反映された。また、前回調査時点における大きな不確定要素であり、保守的に見積もられていた消費税増税前の駆け込み需要が実績を受けて増額された可能性もある。

一方、より注目度の高い14年度収益計画は、売上高が13年度比で0.9%増、経常利益が▲5.4%減となった。前回調査時点では、売上高が0.7%増、経常利益が▲2.2%減の計画であり、表面上は減益幅

が拡大したように見えるが、比較対象となる昨年度の利益が今回大きく上方修正されているため、実質的には経常利益計画も今回上方修正されたことになる。前回調査以降、為替は102円を中心とするレンジ相場が続いており、今回は想定レートに殆ど変化がなかったが、増税後の景気が今のところ底割れしていないことが、収益面における悲観の後退に繋がったとみられる。

なお、事業計画の前提となる想定為替レートは、13年度が99.17円と前回3月調査時点の98.37円からわずかに円安方向へ修正されている。14年度についても、100.18円（上期100.14円、下期100.23円）と前回の99.48円（上期99.38円、下期99.58円）からわずかに円安方向に修正されている。足元の実勢（101円台）に対しては殆ど乖離がない状況にあり、これまでのように、保守的な見積もりが実勢方向に修正されることで収益が上方修正される展開は見込めない。ただし、今後さらなる円安が進行すれば、14年度収益は上方修正に向かう可能性が高い。

(図表6) 売上高計画

		2013年度		2014年度 (計画)	
			修正率		修正率
大企業	製造業	7.1	1.6	1.4	1.7
	国内	5.1	2.0	1.4	2.2
	輸出	12.3	0.6	1.4	0.6
	非製造業	5.4	2.0	2.1	3.1
	全産業	6.0	1.8	1.8	2.5
中堅企業	製造業	3.8	0.7	1.1	1.0
	非製造業	3.2	0.8	0.8	0.4
	全産業	3.4	0.8	0.9	0.6
中小企業	製造業	4.9	1.0	1.0	1.1
	非製造業	6.3	2.1	-1.8	1.3
	全産業	6.0	1.9	-1.2	1.2
全規模	製造業	6.2	1.3	1.3	1.5
	非製造業	5.2	1.8	0.7	2.0
	全産業	5.5	1.6	0.9	1.8

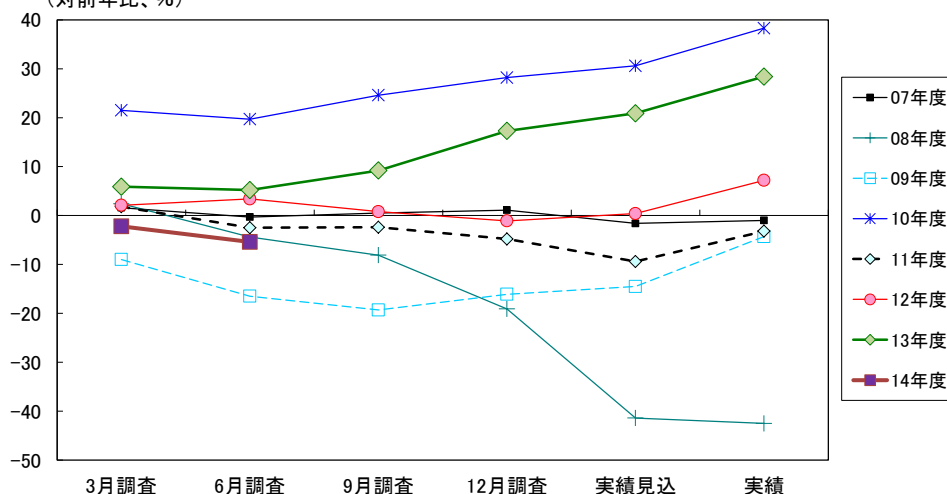
(注)修正率は、前回調査との対比。

(図表7) 経常利益計画

		2013年度		2014年度 (計画)	
			修正率		修正率
大企業	製造業	48.7	3.8	-3.0	2.1
	素材業種	34.4	4.0	1.8	9.3
	加工業種	55.7	3.7	-5.1	-0.8
	非製造業	24.6	7.3	-6.1	4.0
	全産業	35.0	5.6	-4.6	3.1
中堅企業	製造業	25.4	6.6	-8.5	4.9
	非製造業	9.0	7.5	-9.1	-0.2
	全産業	14.2	7.2	-8.9	1.5
中小企業	製造業	15.3	4.8	0.2	2.3
	非製造業	21.3	8.8	-6.7	2.7
	全産業	19.7	7.8	-4.9	2.6
全規模	製造業	40.9	4.2	-3.4	2.5
	非製造業	20.8	7.7	-6.8	2.9
	全産業	28.4	6.2	-5.4	2.7

(注)修正率は、前回調査との対比。

(対前年比、%) (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、人手は逼迫する見通し

生産・営業用設備判断 D.I. (「過剰」－「不足」) は全規模・全産業で 1 と前回から 1 ポイント上昇、過剰感解消の動きは一旦止まった。消費税増税後の消費や生産の落ち込みが影響したと考えられる。

雇用人員判断 D.I. (「過剰」－「不足」) も同様に全規模・全産業で▲10 と 2 ポイント上昇し、人手不足感の高まりは一服したが、非製造業を中心に依然として大幅なマイナス(不足超過)が継続、企業の人手不足感の高止まりしている。

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) も前回からやや上昇したが、引き続きマイナス(不足超過)圏内にある。

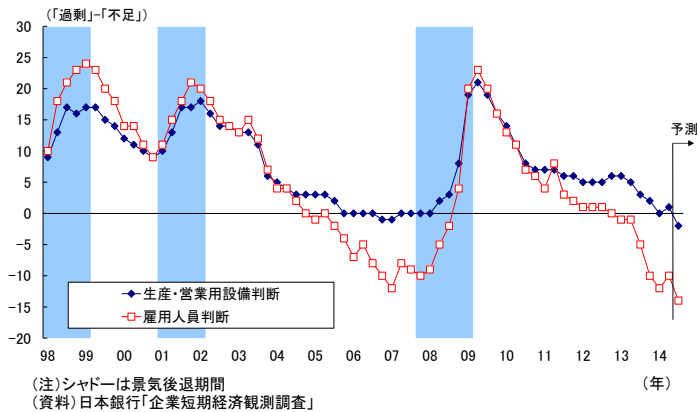
ちなみに非製造業の足元の生産・営業用設備判断 D.I. は▲2 と逼迫しているのに対し、製造業では 5 と過剰感が残っている。製造業では従来からの輸出数量の伸び悩みに加え、増税後の生産の落ち込みによって、生産能力にまだ余裕が存在するためと考えられる。

雇用判断 D.I. についても、製造業の 0 に対して、労働集約型産業の多い非製造業では▲17 と大幅なマイナス水準にある。とりわけ中小企業非製造業では▲18 に達しており、人手不足が大きな経営課題になっているとみられる。

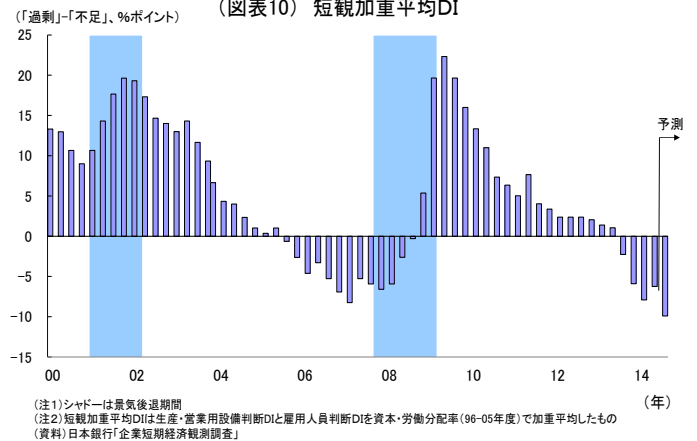
先行きの見通しは、設備判断 D.I. が現状比 3 ポイント低下の▲2、雇用判断 D.I. が 4 ポイント低下の▲14 と、ともに不足感が強まる見通し。増税による景気の落ち込みが今後緩和することで、再び設備稼働率の上昇や要員の増加を見込む企業が多いことを示している(図表 9, 10)。

なお、雇用判断 D.I. の先行きである▲14 という水準は、1992 年 6 月調査以来、22 年ぶりの低水準である。

(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(全規模全産業)は12年度比5.6%増と前回(5.2%増)からわずかに上方修正された。例年6月調査ではやや下方修正される傾向が強いため、強い内容と言える。企業収益の改善を受けて設備投資の回復基調が強まったことを反映していると考えられる。

また、より注目度の高い14年度設備投資計画(全規模全産業)は13年度比1.7%増となり、前回(▲4.2%)のマイナス圏からプラス圏に転じている。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、上方修正自体にはあまり意味はなく、前回からの修正幅が重要になる。今回の修正幅は5.9ポイントと、12年度(5.3ポイント)、13年度(5.9%)と遜色ないレベルとなった。比較対象となる前年度分が上方修正された上であることを踏まえれば、強い内容。さすがに増税直後という不透明感が重石となったものの、今後の景気回復への期待や企業収益改善を受けた投資余力の高まりが追い風となったと考えられる。

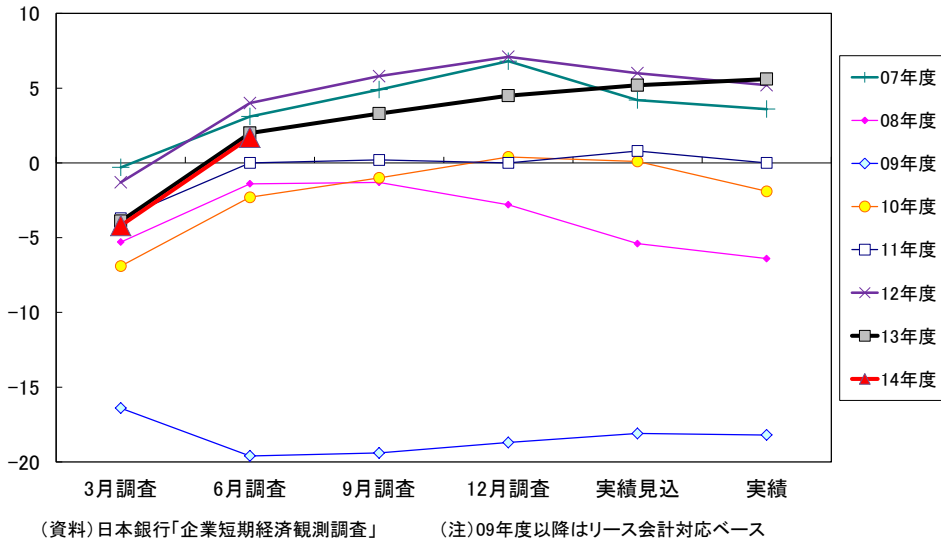
ちなみに、この14年度計画は、事前の市場予想(QUICK集計0.7%、当社予想1.0%)を上回る結果であった。

(図表11) 設備投資計画(含む土地投資額)

		2013年度		2014年度 (計画)	
			修正率		修正率
大企業	製造業	-1.4	-3.4	12.7	5.1
	非製造業	4.4	-0.4	4.9	6.1
	全産業	2.5	-1.4	7.4	5.8
中小企業	製造業	13.9	0.6	-5.4	13.3
	非製造業	24.5	9.0	-26.0	13.4
	全産業	21.0	6.2	-19.7	13.4
全規模	製造業	0.5	-2.5	10.1	6.1
	非製造業	8.2	1.7	-2.4	6.6
	全産業	5.6	0.3	1.7	6.5

(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)

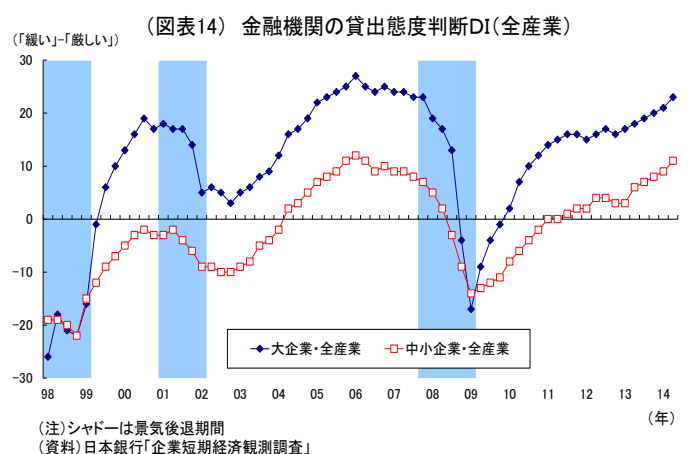
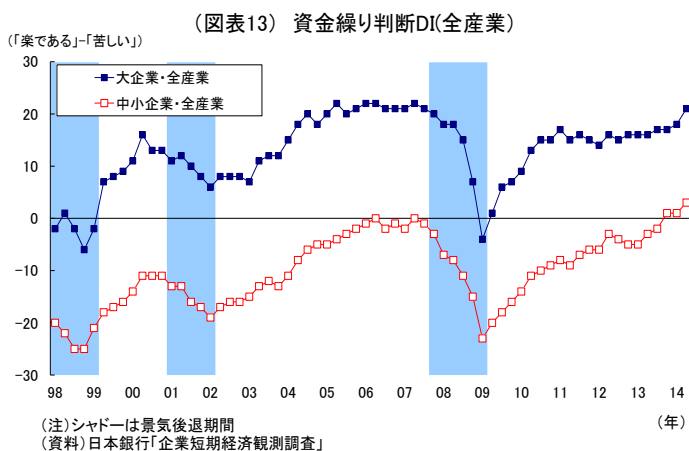


6. 企業金融：企業の金融環境は良好

企業の資金繰り判断 D.I. (「楽である」－「苦しい」) は大企業が 21、中小企業が 3 となった。それぞれ前回比で 3 ポイント、2 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」) は、大企業が 23、中小企業が 11 と、それぞれ 2 ポイント改善した (図表 13, 14)。

D. I. の水準は、両指標ともに大企業・中小企業を問わず、過去との対比でかなりの高水準にあり、企業を取り巻く金融環境は引き続き良好 (緩和的) である。とりわけ中小企業の資金繰り判断は、バブル期である 91 年 3 月以来の高水準を記録している。

政府・日銀が貸出を強力にサポートし続けるなか、銀行側の競争激化もあって、企業にとっては良好な金融環境が続いている。



(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はありません。