

Weekly
エコノミスト・
レター

日銀短観(9月調査)予測

～大企業製造業の業況判断 D.I.は2ポイント下落
の10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

1. 日銀短観9月調査では、注目度の高い大企業製造業で2四半期連続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。消費増税後の日本経済は大きく落ち込み、持ち直しが期待されていた7月の経済指標も冴えない。消費の低迷感は色濃く残り、生産や出荷の持ち直しも小幅に留まっている。企業では増税の悪影響との持久戦の様相が強まっているとみられる。大企業製造業では、8月下旬以降の急速な円安再開が多少の下支えになったとみられ、景況感の悪化は小幅に留まるが、内需依存度の高い非製造業では悪化がより明確になりそうだ。中小企業については、非製造業のマインド悪化は大企業と同程度だが、製造業は海外展開が限定的であり、円安の恩恵を受けにくいことから、悪化幅が大企業よりもやや大きめになりそうだ。
2. 一方、先行きの景況感は一時的に小幅の改善が予想される。不透明感が残るものの、駆け込み需要の反動減緩和が期待されるためだ。ただし、先行きに対して慎重に見る傾向が強い中小企業非製造業では、マインドのさらなる悪化が示されると見ている。
3. 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、足踏み感が出ているとはいえ、回復基調に戻るとの見立てがコンセンサスになっている。企業は経済活動の最前線に位置するだけに、今回の先行きの景況感が回復を示すかどうかや、回復が示された場合の反発力が注目される。また、14年度の設備投資計画も注目度が高い。企業の設備投資に今後本格化する兆しが見えれば、先行きの景気回復シナリオをサポートする大きな材料になる。

(図表1) 日銀短観業況判断D.I.の予測表

業況判断		6月調査		9月調査(予測)	
		最近	先行き	最近	先行き
大企業	製造業	12	15	10	12
	非製造業	19	19	15	17
	全産業	16	17	12	14
中堅企業	製造業	8	8	6	7
	非製造業	10	8	6	6
	全産業	9	8	6	6
中小企業	製造業	1	3	-2	-1
	非製造業	2	0	-2	-4
	全産業	2	2	-2	-3

9月短観予測：大企業製造業の景況感は2期連続の悪化へ、先行きの回復も鈍い

(景気回復の鈍さを反映)

10月1日発表の日銀短観9月調査では、注目度の高い大企業製造業の業況判断D.I.が10と前回6月調査比で2ポイント下落し、2四半期連続となる景況感悪化が示されると予想する。これは、前回調査における3ヵ月後の「先行き」で見込まれていたような回復が示されないことを意味する。大企業非製造業の業況判断D.I.は15（前回は4ポイント下落）と製造業以上の下落を予想。

前回6月調査では、増税に伴う景気の落ち込みを受けて注目度の高い大企業の景況感が製造業、非製造業ともに悪化する一方、3ヵ月後の先行きについては製造業で改善、非製造業でも横ばいの見通しとなっていた。

消費増税後の日本経済は、駆け込み需要の反動減と実質所得減少を受けた個人消費減少を主因として大きく落ち込んだ。4-6月期の実質GDP成長率の下落幅は前期比年率▲7.1%に達し、事前の大方の予想以上に減少した。また、持ち直しが期待されていた7月の経済指標も冴えない。消費の低迷感の色濃く残り、生産や出荷の持ち直しも小幅に留まっている。前回97年の増税後に比べても、落ち込みが大きい上に回復の動きが弱いため、企業では増税の悪影響との持久戦の様相が強まっているとみられる。また、この間の輸出は、新興国経済等の低迷やこれまでの海外移転の影響などから伸び悩みが続き、内需減少を緩和する役割を殆ど果たしていない。大企業製造業では、8月下旬以降の急速な円安再開が多少の下支えになったとみられ、景況感の悪化は小幅に留まるが、内需依存度の高い非製造業では悪化がより明確になりそうだ。業種別では、増税の影響を受けやすい消費・住宅関連である小売、不動産、木材・木製品、そして人手不足が深刻化している建設の落ち込みが大きくなりそうだ。

中小企業については、製造業が前回は3ポイント下落の▲2、非製造業が4ポイント下落の▲2と予想。非製造業のマインド悪化は大企業と同様だが、製造業は海外展開が限定的であり、円安の恩恵を受けにくいことから、悪化幅が大企業よりもやや大きめになりそうだ。

一方、先行きの景況感は総じて小幅の改善が予想される。不透明感が残るものの、駆け込み需要の反動減緩和が期待されるためだ。人手不足という制約はあるものの、遅れ気味であった公共工事の執行が進むこともプラス材料にはなる。ただし、先行きに対して慎重に見る傾向が強い中小企業非製造業では、マインドのさらなる悪化が示されると見ている。

14年度設備投資計画（全規模全産業）については、前年度比2.5%増（前回は同1.7%増）に上方修正されると予想。例年9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。ただし、設備投資の先行指標とされる機械受注を見る限り、設備投資は増税後の大幅減から持ち直しつつあるものの、力強さを欠いている。現段階では景気動向を見極めるべく、様子見スタンスを継続している企業も多いと見られ、今回の計画上方修正は近年の9月調査に比べてやや小幅に留まると見ている。

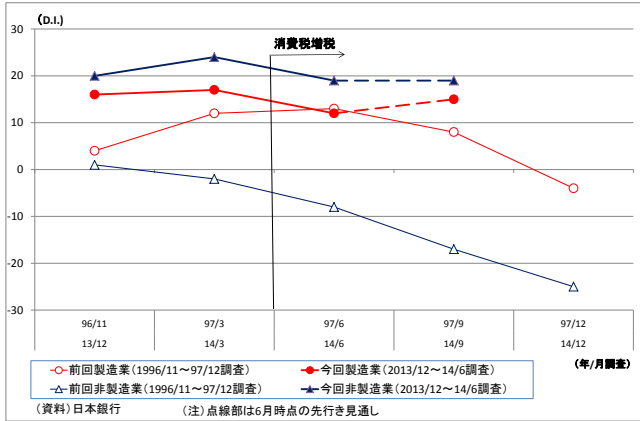
(注目ポイント：回復シナリオが示されるか)

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、これまでのところ足踏み感が出ているとはいえ、回復基調に戻るとの見立てが日銀や民間調査機関、市場などのコンセンサ

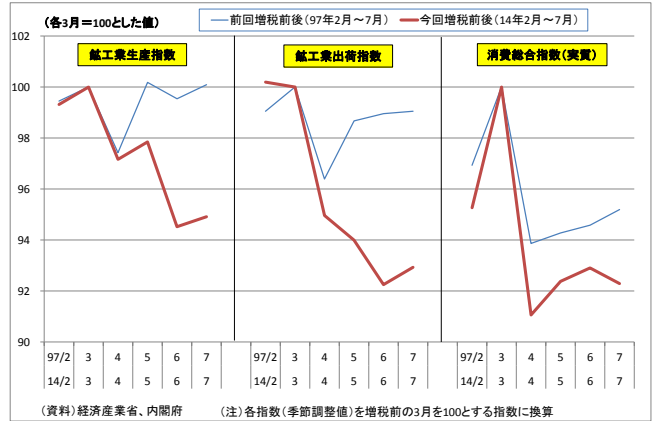
スになっている。企業は経済活動の最前線に位置するだけに、今回の短観における先行きの景況感が回復を示すかどうかや、回復が示された場合の反発力がどの程度のものかが注目される。

また、今後の景気回復力に直結するという点で、14年度の設備投資計画も注目度が高い。企業の設備投資に今後本格化する兆しが見えれば、先行きの景気回復シナリオをサポートする大きな材料になる。

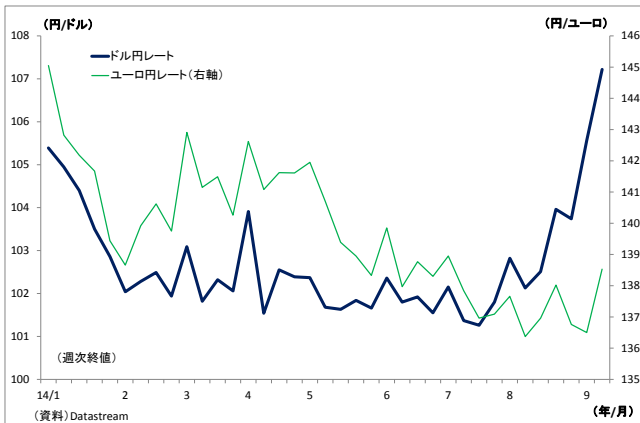
(図表 2) 消費増税前後の業況判断 D. I.



(図表 3) 生産・出荷・消費の動向



(図表 4) 円相場の推移

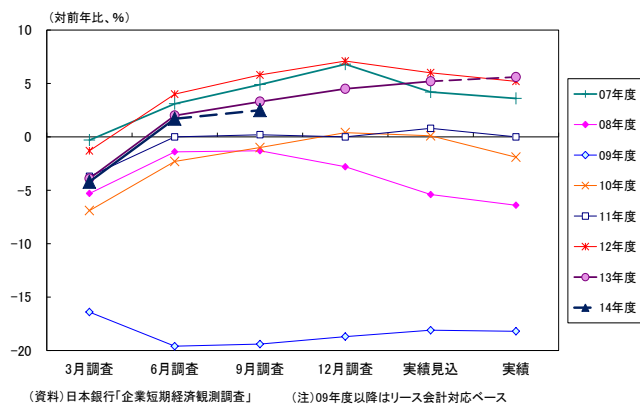


(図表 5) 設備投資予測表

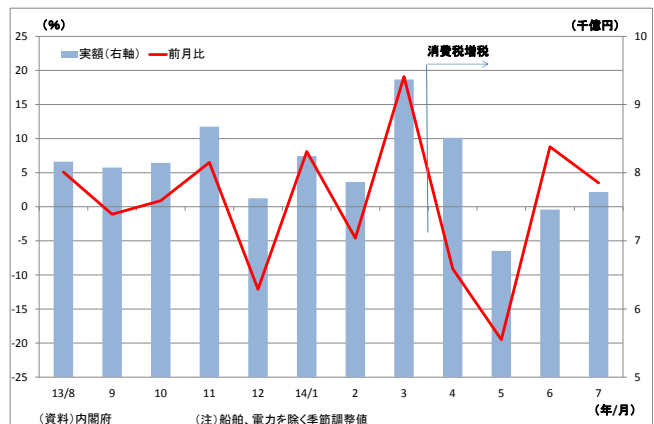
		設備投資額(含む土地投資額) (前年度比%)			2014年度 計画の 修正率
		6月調査	9月調査 (予測)	2014年度	
大企業	製造業	-1.4	12.7	12.6	-0.1
	非製造業	4.4	4.9	4.0	-0.9
	全産業	2.5	7.4	6.8	-0.6
中小企業	製造業	13.9	-5.4	-1.6	3.8
	非製造業	24.5	-26.0	-19.3	6.7
	全産業	21.0	-19.7	-13.8	5.9
全規模	製造業	0.5	10.1	10.8	0.7
	非製造業	8.2	-2.4	-1.5	0.9
	全産業	5.6	1.7	2.5	0.8

(注) リース会計対応ベース

(図表 6) 設備投資計画 (全規模全産業)



(図表 7) 機械受注国内民需の推移



(日銀金融政策：雇用・設備判断も重要に)

今回の短観において、足元の景況感悪化が示されるとしても、日銀に即時の対応を促す材料にはならないだろう。「景気の前向きな循環メカニズムはしっかりと作用し続けている」(9/5 黒田総裁会見)という総

裁の見解とは温度差が出るものの、「一時的な反動減が続いている」という整理の中で、日銀の景気判断である「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けている」を否定するほどの材料にはならないためだ。多少悪化したとしても、歴史的に見れば景況感の水準は高いという論法も可能だ。また、今回の短観において先行きの景況感回復が示されれば、「緩やかな回復基調を続ける」という日銀の見通しに沿う形になる。

消費税率の10%への引き上げ判断に合わせた追加緩和という政治的要素からの可能性を除けば、これまでの物価上昇率は日銀のシナリオに沿った推移になっているため、日銀が即座に追加緩和に踏み切る必要性は薄い。従って、今後の物価上昇率が日銀の見立てどおりに再加速していくのかが最大の焦点となる。その点において、日銀が物価上昇加速の根拠としている雇用・設備の逼迫感が、短観の「雇用人員判断」や「生産・営業用設備判断」にどのように現れているかがポイントになる。景気減速を受けて、逼迫感が明らかに緩和している状況がもし確認されれば、日銀が警戒感を一段強める可能性がある。

(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はありません。