

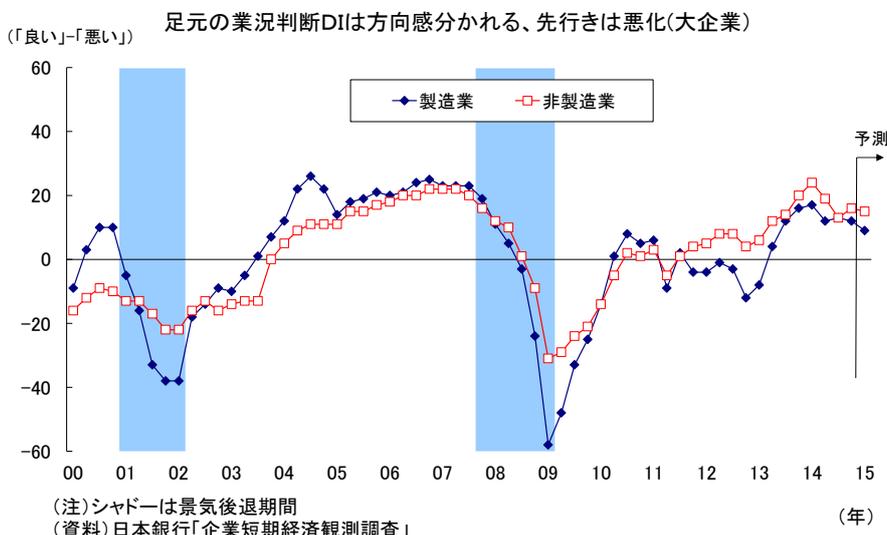
Weekly エコノミスト・ レター

日銀短観(12月調査)

～大企業製造業の景況感は1悪化の12、
先行きはさらに悪化

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. 日銀短観12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12と前回9月調査比で1ポイント低下、わずかながら景況感の悪化が示された。一方、大企業非製造業の業況判断D.I.は前回から3ポイント改善した。大企業製造業は、円安によるプラス効果も期待されたが顕在化せず。内需低迷や在庫の高止まりなどもあって、景況感が小幅ながら悪化したと考えられる。一方、非製造業については、前回までに急ピッチで悲観を織り込んでいただけに、景況感が持ち直したと考えられる。中小企業については、製造業がやや上昇、非製造業がわずかに悪化した。ともに大企業と方向感が分かれたが、中小企業製造業は前回時点で大企業に先んじて悪化していたこと、非製造業については長引く内需低迷を素直に反映した形とみられる。先行きの景況感は企業規模や製造・非製造業を問わず悪化を示している。とりわけ、中小企業の景況感悪化は大企業を上回っており、円安によるコスト上昇圧力や内需回復の遅れに対する警戒感が強く現れているとみられる。
2. 14年度事業計画は総じて堅調。収益計画は依然減益計画ながら、前回から売上・利益ともに上方修正されている。14年度設備投資計画は前年度比5.5%増と上方修正された。過去との対比でも、伸び率は高めである。前回からの修正幅は1.2ポイントと、12年12月調査(1.3ポイント)、13年12月調査(1.2ポイント)と遜色ない状況。堅調な企業収益のもと、設備投資計画は強めのスタンスが維持されている。ただし、上期計画が下方修正される一方で、下期計画が大幅な積み増しとなっており、今後の下振れリスクも残る。



1. 全体評価：円安効果現れず、総じて回復鈍い、先行きは弱気が台頭

日銀短観 12 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 12 と前回 9 月調査比で 1 ポイント低下し、わずかながら景況感の悪化が示された。一方、大企業非製造業の業況判断 D. I. は 16 と前回から 3 ポイント改善。

前回 9 月調査を振り返ると、注目度の高い大企業製造業の景況感は 6 月調査比でわずかに改善したが、消費増税前の 3 月調査時点の水準には届かず、内需の影響を受けやすい非製造業では 2 期連続の悪化となった。消費増税後の景気回復の遅れが企業マインドに大きく影響した。

その後の日本経済も未だ景気の力強い回復が見られない。消費は底打ちこそしたものの、10 月の家計調査における実質消費が引き続き前年比大幅なマイナスとなったように、回復力は鈍い。生産・出荷は持ち直しつつあるが、増税後の景気落ち込みで積み上がった在庫が高止まりしている。一方で、金融市場では日銀の追加緩和を受けて急激な円安が進行した。また世界的な需給の緩みなどから原油の国際価格が急落し、円ベースで見ても下落基調が鮮明になっている。円安は輸出企業の収益改善に直結する一方で、幅広い経済主体に対して輸入物価上昇というデメリットをもたらすが、原油価格の下落によってこのデメリットが一部緩和される。

大企業製造業は、輸出割合が高いだけに円安によるプラス効果も期待されたが顕在化せず、むしろ素材業種ではデメリットが影響したとみられる。需給面では、内需低迷や在庫の高止まりなどもあって、景況感が小幅ながら悪化したと考えられる。一方、非製造業については、内需依存度が高く内需回復の遅れの影響を受けやすいが、前回までに急ピッチで悪化、悲観を織り込んでいただけに、今回景況感が持ち直したと考えられる。

中小企業については、製造業が前回比 2 ポイント上昇の 1、非製造業が 1 ポイント下落の▲1 となった。製造業、非製造業ともに大企業と方向感が分かれた。中小企業製造業については輸出割合が低いことから、円安の恩恵よりもデメリット面が出やすいと見られるが、前回時点で大企業に先んじて悪化していたため、今回は大企業とは異なった動きを示した可能性がある。中小企業非製造業については長引く内需低迷を素直に反映した形とみられる。

先行きの景況感は企業規模や製造・非製造業を問わず悪化を示している。金融市場などでは今後の景気回復シナリオが支持されているが、企業マインドは慎重なようだ。とりわけ、中小企業の景況感悪化は大企業を上回っており、円安によるコスト上昇圧力や内需回復の遅れに対する警戒感が強く現れていると考えられる。

なお、事前の市場予想との対比では、注目度の高い大企業製造業については、市場予想（（足元：QUICK 集計 13、当社予想 14）（先行き：QUICK 集計 13、当社予想 14））を下回ったが、大企業非製造業では市場予想（（足元：QUICK 集計 13、当社予想も 13）（先行き：QUICK 集計 14、当社予想 14））を上回った。

14 年度設備投資計画（全規模全産業）は前年度比 5.5%増となり、前回（4.2%増）から上方修正された。過去との対比でも、5.5%という伸び率は高めである。例年 12 月調査では年度計画が固まってくることに伴って中小企業で上方修正される傾向が強いため、前回からの修正幅が重要となるが、今回の

修正幅は1.2ポイントと、12年12月調査（1.3ポイント）、13年12月調査（1.2ポイント）と遜色ない状況。内需低迷は長引いているが、堅調な企業収益のもと、設備投資計画は強めのスタンスが維持されている。ただし、上期・下期で見ると、上期計画が下方修正される一方で、下期計画が大幅な積み増しとなっており、一部先送りの動きとも見られるだけに、今後の下振れリスクも残る。

ちなみに、この14年度計画は、事前の市場予想（QUICK集計4.9%、当社予想も4.9%）を上回る結果であった。

14年度収益計画（全規模全産業）は、売上高が前年度比1.4%増（前回調査時点では1.0%増）、経常利益が0.3%減（同4.0%減）とそれぞれ上方修正された。収益ともに非製造業の上方修正幅が製造業を上回っている。下記のとおり、想定為替レートに最近の円安があまり織り込まれていない一方で、非製造業はもともとの計画が保守的であったため、実勢を反映した可能性がある。中小企業非製造業についても、売上・経常利益ともに上方修正されたが、利益面での上方修正幅は大企業にかなり及ばず、非製造業では減益計画であるなど、相対的に状況は厳しい。

今回の短観において、景況感の反発は見られず、先行きには弱気が台頭したが、日銀に追加の対応を促す材料にはならないだろう。日銀は10月末に追加緩和を実施したばかりであり、しばらくはその影響を見守る段階にあるためだ。

日銀はGDPの2期連続マイナスを受けても、「景気は緩やかな回復基調」と判断しており、11月の金融政策決定会合後の総裁会見では、その根拠として、①日銀短観等における強めの設備投資計画、②名目賃金・雇用の増加、③消費における反動減の影響緩和を列挙している。

従って、今回の短観においては、①設備投資計画が引き続き強めの基調を維持しているか、②賃金・雇用に影響を与える雇用人員判断で引き続き需給の逼迫感が強い状況が続いているか、の2点が注目されたが、設備投資は下振れ懸念は残るものの現状堅調を維持、雇用人員判断では引き続き需給の逼迫感が如実に現れている。日銀は景気判断において従来の強気スタンスを維持しそうだ。

2. 業況判断 D. I. : 全規模全産業では1ポイント改善、先行きは総じて悪化

全規模全産業の業況判断 D. I. は5（前回は1ポイント改善）、先行きは1（現状比4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12と前回調査の13から1ポイント悪化した。業種別では、全16業種中、悪化が9業種と改善の5業種を上回った（横ばいが2業種）。原油安の負の影響が出やすい石油・石炭（27ポイント悪化）を筆頭に、金属製品（12ポイント悪化）、木材・木製品（9ポイント悪化）の悪化が目立つほか、産業の裾野が広い自動車（6ポイント悪化）も悪化した。素材業種、加工業種の別では、円安のデメリットを受けやすい素材業種が悪化（3ポイント悪化）する一方、加工業種（1ポイント改善）はわずかながら改善を示した。

先行きについても、悪化が10業種と改善の5業種を上回った。今回悪化が目立った石油・石炭（7ポイント改善）、木材・木製品（9ポイント改善）が底入れするが、自動車（5ポイント悪化）がさらに悪化するなど総じて弱含んでおり、全体では3ポイントの悪化となっている。

大企業非製造業の D. I. は16と前回調査の13から3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、悪化の2業種を上回った（横ばいが1業種）。消費回復の遅れの影響を受ける、小売（4ポイント悪化）や対個人サービス（4ポイント悪化）は引き続き悪化したが、情報サービス（7ポイント改善）、通信（6ポイント改善）をはじめ、建設（4ポイント改善）、不動産（3ポイント改善）など幅広い業種で持ち直しが見られた。

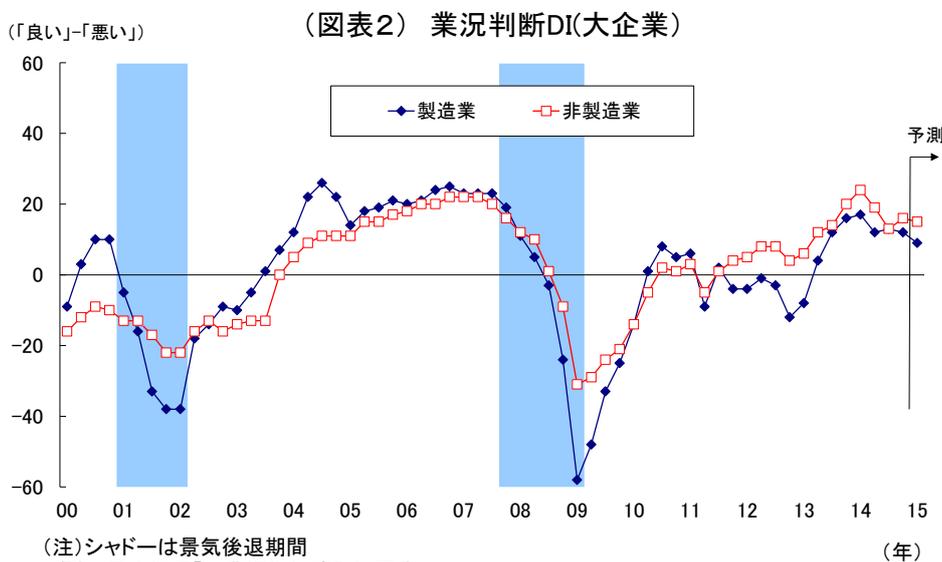
一方、先行きについては、悪化が5業種と改善の3業種を上回り、全体では1ポイントの悪化を示している。ただし、足元悪化を示していた小売が改善（13ポイント改善）に転じており、全体の下支えになっている。

（図表1）業況判断DI

（「良い」-「悪い」・%ポイント）

| | | 2014年9月調査 | | 2014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 | 13 | 13 | 12 | -1 | 9 | -3 |
| | 非製造業 | 13 | 14 | 16 | 3 | 15 | -1 |
| | 全産業 | 13 | 14 | 14 | 1 | 12 | -2 |
| 中堅企業 | 製造業 | 5 | 5 | 7 | 2 | 1 | -6 |
| | 非製造業 | 7 | 7 | 7 | 0 | 4 | -3 |
| | 全産業 | 6 | 6 | 7 | 1 | 3 | -4 |
| 中小企業 | 製造業 | -1 | 0 | 1 | 2 | -5 | -6 |
| | 非製造業 | 0 | -1 | -1 | -1 | -4 | -3 |
| | 全産業 | 0 | -1 | 0 | 0 | -4 | -4 |

（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。



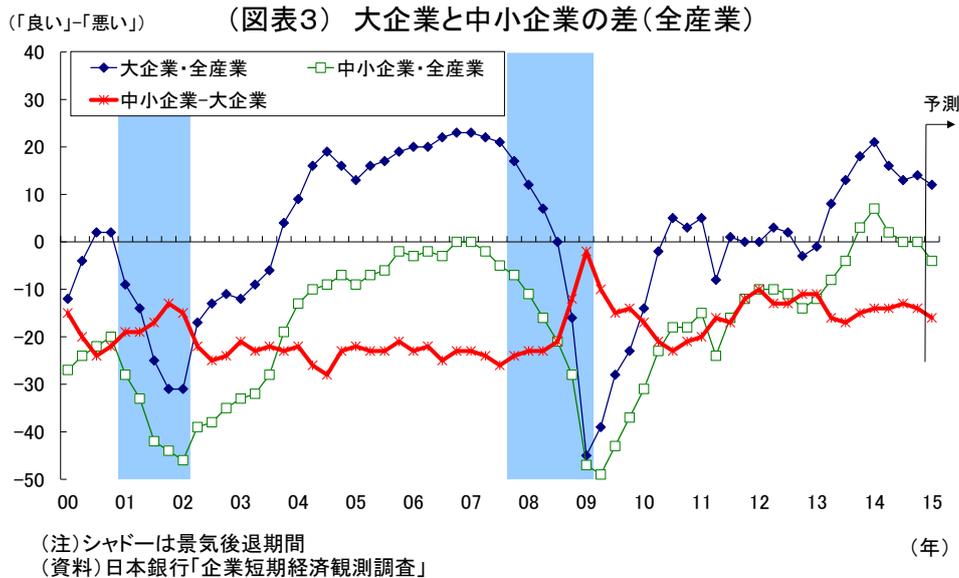
（中小企業）

中小企業製造業の業況判断 D.I.は1 と前回比 2 ポイント改善。業種別では全 16 業種中、改善が 12 業種と、悪化の 4 業種を大きく上回った。中小企業は輸出割合が低いことから、円安の恩恵よりもデメリット面が出やすいと見られるが、前回時点で大企業に先んじて悪化していたため、今回は大企業とは異なった動きを示した可能性がある。業種では、業務用機械（12ポイント改善）、はん用機械（10ポイント改善）等が全体を牽引。大企業では悪化を示している自動車もわずかながら改

善した（1ポイント改善）。

一方、中小企業非製造業のD.I.は▲1と前回比1ポイント悪化した。全12業種中、悪化が7業種と改善の3業種を上回っている。通信（17ポイント改善）が大幅な改善を見せたが、その他大半の業種は横ばいから弱含みを示している。

一方、先行きについては、製造業が6ポイントの悪化、非製造業が3ポイントの悪化となった。業種別では殆どが悪化を示しており、総崩れの様相。大企業に比べて経営体力が乏しいことから、円安によるコスト上昇圧力や内需回復の遅れに対する警戒感が強く現れていると考えられる。



3. 需給・価格判断：内外需給はほぼ横ばい、先行きの仕入コスト上昇に警戒感

(需給判断：内外需給はほぼ横ばい)

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、前回比横ばい、非製造業のD.I. は前回比で1ポイント改善した。国内需要は一進一退の動きが続いている。製造業の海外での製商品需給も前回から1ポイント改善と、ほぼ横ばいで推移している。先行きについては、製造業の国内需給が横ばい、非製造業が1ポイントの改善となった。製造業の海外需給も横ばいに留まっている。

中小企業については、国内需給は製造業で横ばい、非製造業が1ポイント悪化した。製造業の海外需給は1ポイントの悪化。先行きについても、総じて横ばいの動きが続く見通しとなっており、大企業と大差ない内容 (図表4)。

(価格判断：先行きの仕入コストに警戒感現れる)

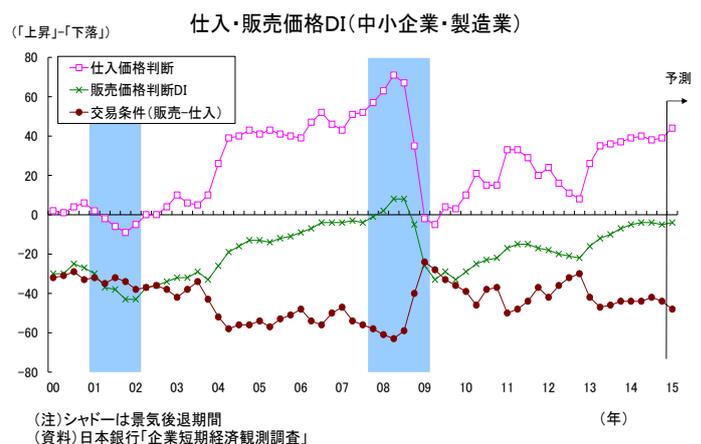
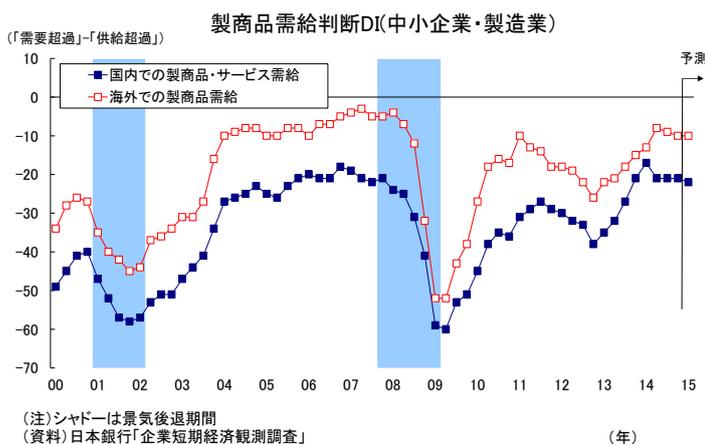
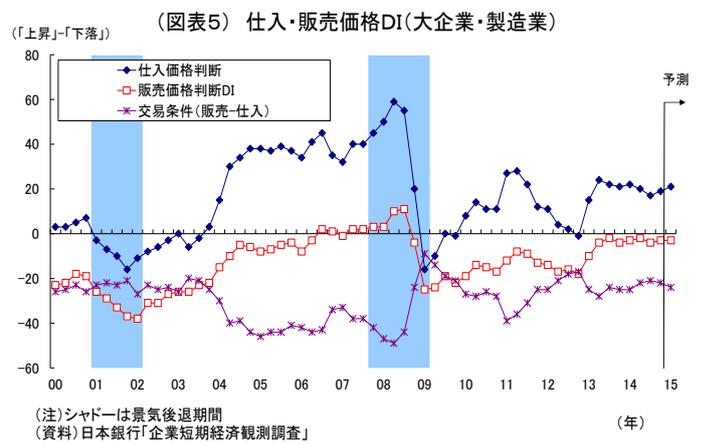
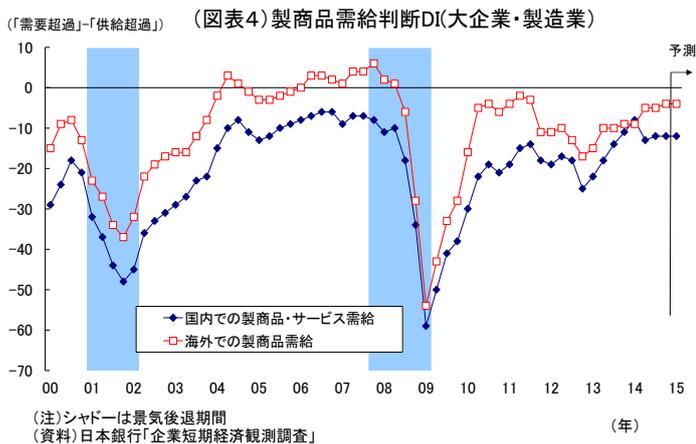
大企業製造業の販売価格判断 D.I. (上昇-下落) は前回から1ポイント上昇、非製造業も1ポイント上昇した。前回から大きな変化はない。一方、仕入価格判断 D.I. (上昇-下落) は製造業で2ポイント上昇、非製造業では横ばいとなっている。製造業では、販売価格 D.I. の上昇を仕入価格 D.I. の上昇がわずかに上回り、差し引きであるマー

ジン（利鞘）は前回から小幅に縮小している。原油価格下落で一部は相殺されているものの、現状では円安による仕入価格上昇圧力が勝っているとみられる。

販売価格判断 D.I. の3ヵ月後の先行きについては、製造業で横ばい、非製造業で2ポイントの上昇となっており、非製造業では再び値上げの動きがやや回復する見通し。一方、仕入価格判断 D.I. は製造業、非製造業ともに2ポイント上昇の見通しとなっており、製造業ではマージンのさらなる縮小が見込まれている（図表5）。円安のコスト面への影響への警戒感が現れているようだ。

中小企業の販売価格判断 D.I. は製造業が前回から1ポイント下落、非製造業も1ポイントの下落となった。一方で、仕入価格判断 D.I. は製造業で1ポイント上昇、非製造業で2ポイント下落したため、差し引きであるマージンは、大企業同様、製造業で縮小している。

先行きについては、仕入価格判断 D.I. が製造業で5ポイント上昇、非製造業で6ポイント上昇と大幅に上昇する見通しとなっているが、ともに販売価格判断 D.I. の上昇を上回るため、マージンは悪化する見通し。大企業に比べて仕入価格上昇を見込む傾向が強い。価格交渉力や円安への対応力を反映したものと見られるが、中小企業のマージン悪化に対する警戒感強い。



4. 売上・収益計画：14年度収益計画は上方修正

14年度収益計画（全規模全産業）は、売上高が前年度比1.4%増（前回調査時点では1.0%増）、経常利益が0.3%減（同4.0%減）とそれぞれ上方修正された。収益ともに非製造業の上方修正幅が製造業を上回っている。下記のとおり、想定為替レートに最近の円安があまり織り込まれていない一方で、非製造業はもともとの計画が保守的であったため、実勢を反映した可能性がある。中小企業非製造業についても、売上・経常利益ともに上方修正されたが、利益面での上方修正幅は大企業にかなり及ばず、非製造業では減益計画であるなど、相対的に状況は厳しい。

なお、事業計画の前提となる14年度想定為替レート（大企業製造業）は、103.36円（上期102.64円、下期104.04円）と、前回の100.73円（上期100.83円、下期100.63円）から円安方向に修正されている。前回以降も円安が急激に進んだためだ。ただし、円安方向への修正とはいえ、下期については実勢（足元で118円台）と大きな乖離がある。急激に円安が進んだため、収益計画への反映が追いついていないとみられる。次回以降の短観において織り込まれ、大企業製造業を中心に14年度収益が上方修正に向かう可能性が高い。

（図表6） 売上高計画 （前年度比・%）

| | 2013年度 | 2014年度 (計画) | | 上期 | 下期 | |
|------|--------|----------------|------|------|-----|------|
| | | | 修正率 | | | |
| 大企業 | 製造業 | 7.1 | 1.1 | -0.1 | 1.8 | 0.4 |
| | 国内 | 5.1 | 1.1 | -0.2 | 2.4 | -0.2 |
| | 輸出 | 12.3 | 1.2 | 0.2 | 0.4 | 2.0 |
| | 非製造業 | 5.4 | 2.5 | 0.3 | 3.8 | 1.4 |
| | 全産業 | 6.0 | 2.0 | 0.2 | 3.0 | 1.0 |
| 中堅企業 | 製造業 | 3.8 | 1.9 | 0.5 | 3.0 | 0.9 |
| | 非製造業 | 3.2 | 0.7 | 0.1 | 2.0 | -0.4 |
| | 全産業 | 3.4 | 1.0 | 0.2 | 2.3 | -0.1 |
| 中小企業 | 製造業 | 4.9 | 2.1 | 0.7 | 4.4 | 0.0 |
| | 非製造業 | 6.3 | -0.2 | 0.8 | 2.0 | -2.2 |
| | 全産業 | 6.0 | 0.3 | 0.8 | 2.6 | -1.7 |
| 全規模 | 製造業 | 6.2 | 1.4 | 0.1 | 2.5 | 0.4 |
| | 非製造業 | 5.2 | 1.4 | 0.4 | 2.9 | 0.0 |
| | 全産業 | 5.5 | 1.4 | 0.3 | 2.8 | 0.1 |

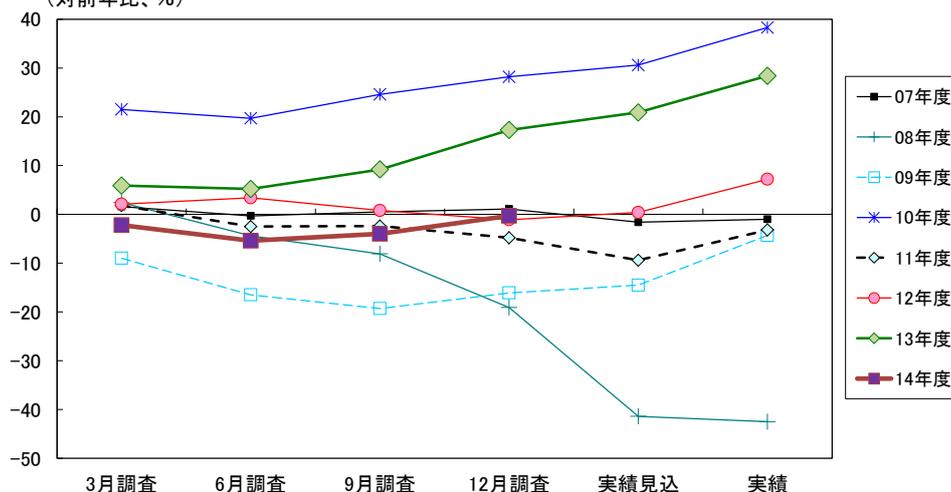
（注）修正率は、前回調査との対比。

（図表7） 経常利益計画 （前年度比・%）

| | 2013年度 | 2014年度 (計画) | | 上期 | 下期 | |
|------|--------|----------------|------|-----|------|-------|
| | | | 修正率 | | | |
| 大企業 | 製造業 | 48.7 | 0.4 | 2.6 | 1.3 | -0.6 |
| | 素材業種 | 34.4 | 2.5 | 0.3 | -4.5 | 9.9 |
| | 加工業種 | 55.7 | -0.5 | 3.6 | 3.8 | -5.0 |
| | 非製造業 | 24.6 | 2.7 | 6.7 | 10.7 | -5.4 |
| | 全産業 | 35.0 | 1.6 | 4.7 | 6.2 | -3.1 |
| 中堅企業 | 製造業 | 25.4 | -3.3 | 5.1 | -0.9 | -5.5 |
| | 非製造業 | 9.0 | -5.8 | 1.2 | -1.4 | -9.2 |
| | 全産業 | 14.2 | -4.9 | 2.5 | -1.2 | -8.0 |
| 中小企業 | 製造業 | 15.3 | 4.2 | 3.2 | 12.8 | -2.7 |
| | 非製造業 | 21.3 | -6.4 | 1.1 | 1.5 | -11.7 |
| | 全産業 | 19.7 | -3.7 | 1.7 | 4.6 | -9.6 |
| 全規模 | 製造業 | 40.9 | 0.3 | 3.0 | 2.1 | -1.5 |
| | 非製造業 | 20.8 | -0.8 | 4.5 | 6.9 | -7.7 |
| | 全産業 | 28.4 | -0.3 | 3.8 | 4.9 | -5.2 |

（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、人手はさらに逼迫

生産・営業用設備判断 D.I. (「过剩」－「不足」) は全規模・全産業で 0 と、前回から 1 ポイント低下。また、雇用人員判断 D.I. (「过剩」－「不足」) も全規模・全産業で▲15 と前回から 1 ポイント低下している。雇用人員判断 D.I. の低下は 2 期連続。なお、▲15 という水準は 1992 年以來の低水準 (不足超過) である。景気の足踏み感は強いものの、企業の人手不足感は強まっている。

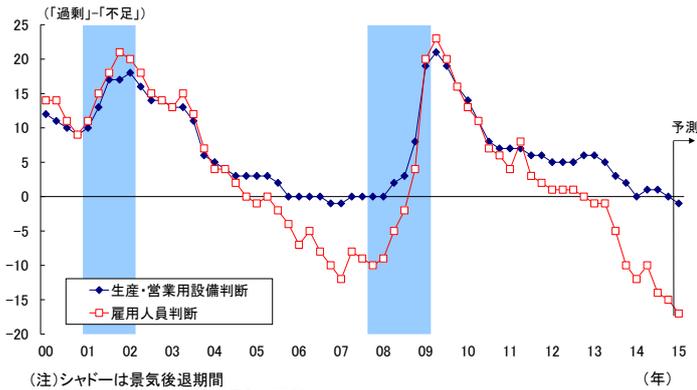
この結果、需給ギャップの代理変数とされる「短観加重平均 D.I.」(設備・雇用の各 D.I. を加重平均して算出) も前回からやや低下している。

なお、人員の不足感が相対的に非製造業で強い点は従来から変化なし。製造業の D.I. が▲5 となっているのに対し、労働集約型産業が多い非製造業では▲22 ポイントに達している。

企業規模別で見ると、中小企業が▲18 ポイントと大企業の▲9 ポイントを大きく上回っている。これは、企業規模による人材調達力の違いが反映されていると推測される。人手不足がとりわけ非製造業や中小企業において経営課題として台頭しているとみられる。

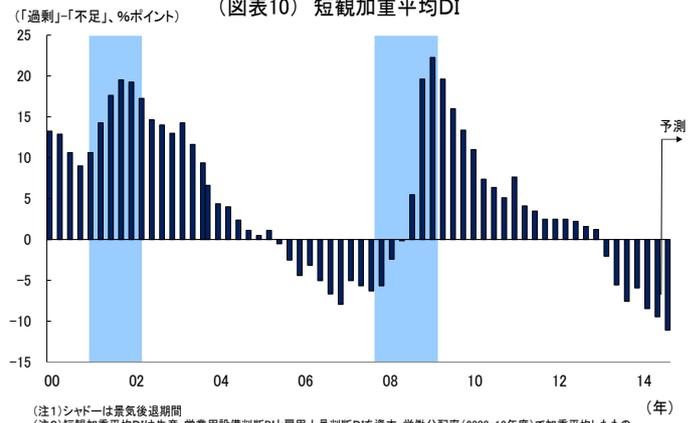
先行きの見通し (全規模・全産業) は、設備判断 D.I. が現状比 1 ポイント低下の▲1、雇用判断 D.I. が 2 ポイント低下の▲17 と、ともにさらに不足感が強まる見通し。結果、「短観加重平均 D.I.」もさらに低下する見込みだ。とりわけ企業の人員不足に対する警戒感が強く現れている (図表 9, 10)。

(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)



(注)シャドーは景気後退期間
(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

(図表10) 短観加重平均DI



(注1)シャドーは景気後退期間
(注2)短観加重平均DIは生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIを資本・労働分配率(2000-12年度)で加重平均したもの
(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

14年度設備投資計画(全規模全産業)は前年度比5.5%増となり、前回(4.2%増)から上方修正された。過去との対比でも、5.5%という伸び率は高めである。例年12月調査では年度計画が固まってくることに伴って中小企業で上方修正される傾向が強いため、前回からの修正幅が重要となるが、今回の修正幅は1.2ポイントと、12年12月調査(1.3ポイント)、13年12月調査(1.2ポイント)と遜色ない状況。内需低迷は長引いているが、堅調な企業収益のもと、設備投資計画は強めのスタンスが維持されている。ただし、上期・下期で見ると、上期計画が下方修正される一方で、下期計画が大幅な積み増しとなっており、一部先送りの動きとも見られるだけに、今後の下振れリスクも残る。

ちなみに、この14年度計画は、事前の市場予想(QUICK集計4.9%、当社予想も4.9%)を上回る結果であった。

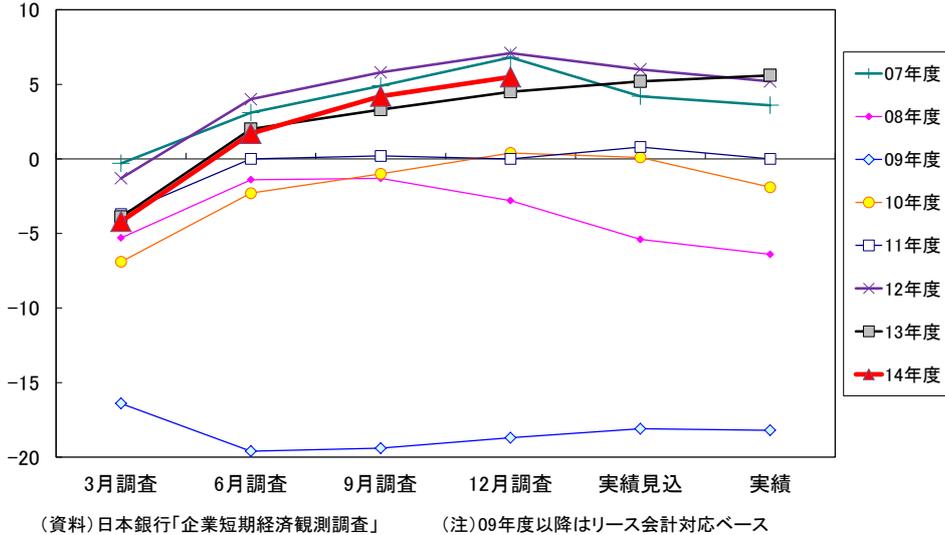
また、市場の注目度の高い大企業の設備投資計画に限ると、前年度比8.9%増と、前回の8.6%増から0.2ポイント上方修正されている。大企業の計画は中小企業とは異なり、例年年度末にかけて下方修正されることが多いが、今回は非製造業の上方修正が全体を押し上げた。

(図表11) 設備投資計画(含む土地投資額)(前年度比・%)

| | 2013年度 | 2014年度 (計画) | | | | |
|------|--------|----------------|-------|------|------|-------|
| | | 修正率 | 上期 | 下期 | | |
| 大企業 | 製造業 | -1.4 | 11.4 | -1.8 | 6.1 | 15.6 |
| | 非製造業 | 4.4 | 7.6 | 1.3 | 5.4 | 9.3 |
| | 全産業 | 2.5 | 8.9 | 0.2 | 5.7 | 11.4 |
| 中小企業 | 製造業 | 13.9 | 7.9 | 9.6 | 8.7 | 7.1 |
| | 非製造業 | 24.5 | -13.2 | 5.8 | -5.9 | -19.6 |
| | 全産業 | 21.0 | -6.7 | 7.1 | -1.3 | -11.5 |
| 全規模 | 製造業 | 0.5 | 12.2 | 0.3 | 8.4 | 15.3 |
| | 非製造業 | 8.2 | 2.2 | 1.7 | 1.6 | 2.7 |
| | 全産業 | 5.6 | 5.5 | 1.2 | 3.8 | 6.8 |

(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)

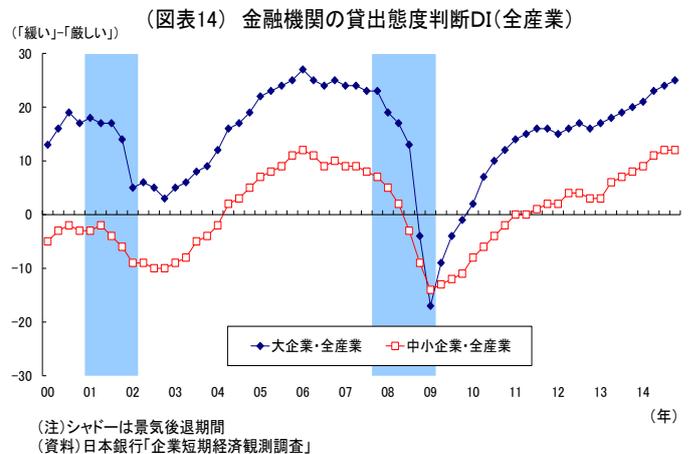
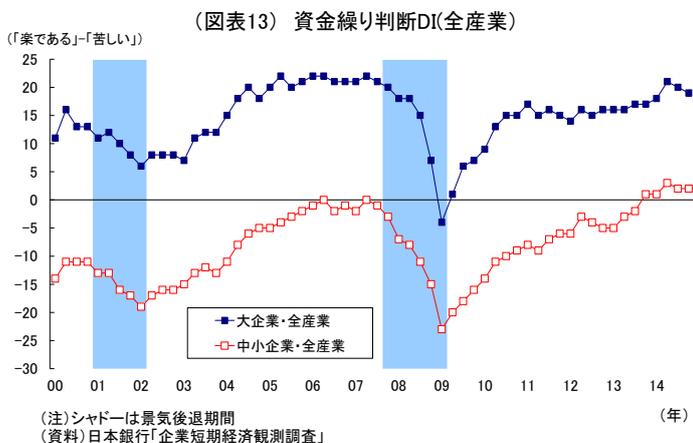


6. 企業金融：良好な金融環境が継続

企業の資金繰り判断 D.I. (「楽である」－「苦しい」) は大企業が 19 と前环比で 1 ポイント悪化、中小企業が 2 と、前环比横ばいであった。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 25 と前环比 1 ポイント改善、中小企業が 12 で横ばいであった (図表 13, 14)。

今回は両 D.I. ともに小動きであったが、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。総じてバブル期やリーマン・ショック前の好況期のレベルに到達している。

政府・日銀が貸出増加を強力にサポートするなかで、銀行側の競争激化もあって貸出態度の改善基調が続いており、企業にとって良好な金融環境が維持されている。



(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。