

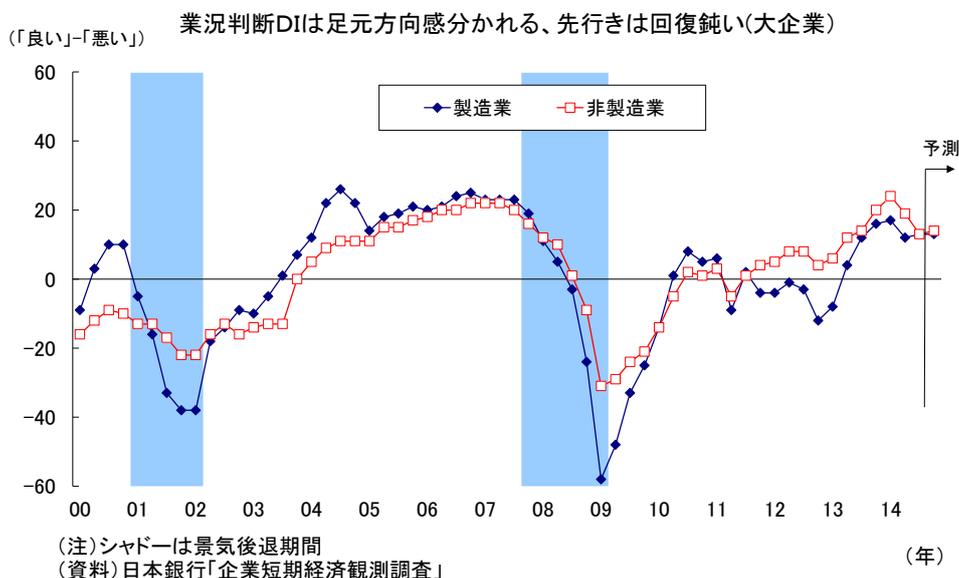
Weekly エコノミスト・ レター

日銀短観(9月調査)

～大企業製造業の景況感は1改善の 13、
先行きは横ばい

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. が 13 と前环比で 1 ポイント上昇し、2 四半期ぶりとなる景況感の改善が示された。一方、大企業非製造業の業況判断 D. I. は 13 (前环比 6 ポイント下落) と製造業との間で方向感が分かれた。前回調査以降も消費の低迷が色濃く残り、生産や出荷も減少が続いている。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織り込まれ、景況感が小幅に改善したが、内需依存度の高い非製造業では悪化が鮮明になった。中小企業は、製造業、非製造業ともに景況感が悪化した。中小製造業では円安による悪影響が出やすいことから、大企業との間で方向感に違いが出たとみられる。なお、先行きの景況感は一貫して横ばいとなった。今後、駆け込み需要の反動減緩和は期待されるものの、不透明感も強く、まだ楽観視できる状況にはないと判断しているとみられる。
2. 14 年度事業計画はまずまずの内容。収益計画は依然減益計画ながら、前回からは売上・利益ともに小幅に上方修正されている。また、14 年度設備投資計画は前年度比 4.2% 増と上方修正された。今回の修正幅は 2.4 ポイントと、12 年度 9 月調査や 13 年度 9 月調査の上方修正幅を上回り、強い内容と言える。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、一部先送りの動きが出ているとも見られるだけに、今後の下振れリスクもある。



1. 全体評価：強弱が入り乱れる結果に、下振れリスクも

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13と前回6月調査比で1ポイント上昇し、2四半期ぶりとなる景況感の改善が示された。一方、大企業非製造業の業況判断D. I. は13（前回比6ポイント下落）と製造業との間で方向感が分かれた。

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。今回、大企業製造業は改善したが改善幅は1ポイントに留まり、前回調査における3ヵ月後の「先行き」で見込まれていた回復度合いには及ばなかった。

前回調査以降も消費の低迷が色濃く残り、生産や出荷も減少が続いている。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。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想定レートにも多少織り込まれ、景況感が小幅に改善したが、内需依存度の高い非製造業では悪化が鮮明になった。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、サービス、不動産、木材・木製品などで落ち込みが目立つ。

中小企業については、製造業が前回比2ポイント下落の▲1、非製造業が2ポイント下落の0となった。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、円安による悪影響が出やすいことから、大企業との間で方向感に違いが出たとみられる。

先行きの景況感は総じて横ばいとなった。今後、駆け込み需要の反動減緩和は期待されるものの、不透明感も強いと判断しているとみられる。とりわけ、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、小幅ながらマインドのさらなる悪化が示されている。

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10、当社予想も10）（先行き：QUICK集計12、当社予想12））をやや上回ったが、大企業非製造業では市場予想（（足元：QUICK集計17、当社予想15）（先行き：QUICK集計18、当社予想17））を下回った。

14年度設備投資計画（全規模全産業）は前年度比4.2%増となり、前回（1.7%増）から上方修正された。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、中小企業を中心に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となる。今回の修正幅は2.4ポイントと、12年度9月調査（1.8ポイント）、13年度9月調査（1.3ポイント）を上回り、強い内容。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、一部先送りの動きが出ているとも見られるだけに、下振れリスクもある。

ちなみに、この14年度計画は、事前の市場予想（QUICK集計3.0%、当社予想2.5%）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1.0%増（前回調査時点では0.9%増）、経常

利益が4.0%減（同5.4%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が製造業を上回っている。内需の回復ペースは鈍いが、もともとかなりの減益計画であっただけに、実勢を織り込む動きが出たと考えられる。ただし、中小企業非製造業については、今回利益計画が下方修正されており、厳しさが増しているとみられる。

今回の短観において、大企業製造業を除く非製造業や中小企業では足元の景況感悪化が示されたが、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を続けている」を否定するほどの材料にはならないためだ。過去との対比で景況感の水準自体はまだ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が横ばいとなったが、「緩やかな回復基調を続ける」という日銀の見通しを否定するほど強い材料でもない。

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概ね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が最大の焦点となる。今回の短観では、人員や設備の逼迫感が再び強まる動きが確認されたが、これらが実際の雇用・賃金、設備投資などを通じて物価上昇圧力になるのかが今後注目される。

2. 業況判断 D. I. : 全規模全産業では3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4（前回は3ポイント悪化）、先行きも4（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13と前回調査の12から1ポイント改善した。業種別では、全16業種中、改善・悪化ともに7業種となった（横ばいが2業種）。非鉄（21ポイント改善）、自動車（7ポイント改善）、造船・重機等（3ポイント改善）など、円安の恩恵を受けやすい業種で改善がみられた一方、増税後の住宅市場の落ち込みの影響を受ける木材・木製品（18ポイント悪化）を筆頭に石油・石炭（14ポイント悪化）、円安の悪影響を受けやすい紙・パルプ（7ポイント悪化）、業務用機械（同）などが足を引っ張る形に。

一方、先行きについては改善が8業種と悪化の6業種を上回っている。今回悪化が目立った業務用機械（16ポイント改善）、木材・木製品（13ポイント改善）が反発する形で下支え役になっているが、全体では横ばいとなっている。

大企業非製造業の D. I. は13と前回調査の19から6ポイント悪化した。業種別では、全12業種中、悪化が10業種と、改善の2業種を大きく上回った。消費低迷の悪影響を受ける卸売（7ポイント悪化）、小売（2ポイント悪化）、対個人サービス（6ポイント悪化）のほか、住宅市場低迷の影響を受ける不動産（10ポイント悪化）など、殆ど総崩れの様相。

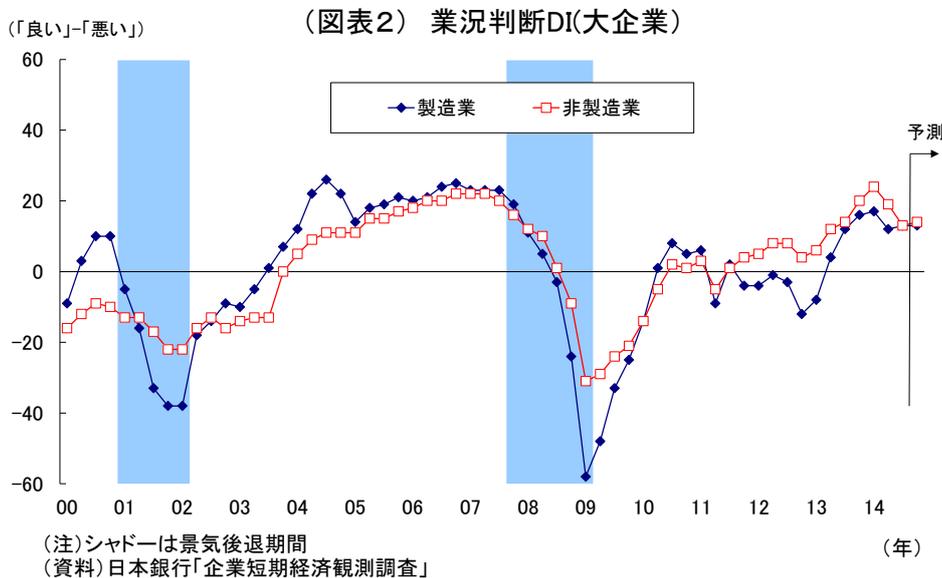
一方、先行きについては、改善・悪化ともに6業種となっており、全体では1ポイント改善。足元にかけて悪化を示していた卸売や小売も改善に転じている。

(図表1) 業況判断DI

(「良い」-「悪い」・%ポイント)

		2014年6月調査		2014年9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	12	15	13	1	13	0
	非製造業	19	19	13	-6	14	1
	全産業	16	17	13	-3	14	1
中堅企業	製造業	8	8	5	-3	5	0
	非製造業	10	8	7	-3	7	0
	全産業	9	8	6	-3	6	0
中小企業	製造業	1	3	-1	-2	0	1
	非製造業	2	0	0	-2	-1	-1
	全産業	2	2	0	-2	-1	-1

(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。

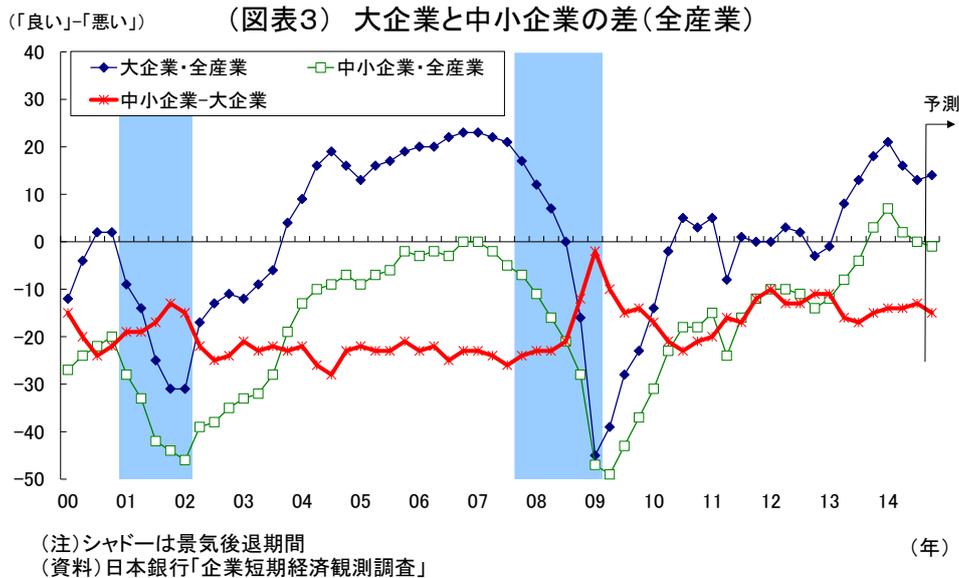


(中小企業)

中小企業製造業の業況判断 D.I.は▲1 と前回比 2 ポイント悪化。業種別では全 16 業種中、悪化が 12 業種と、改善の 4 業種を大きく上回った。海外展開が限定的であり、円安の恩恵を受けにくいことが要因と考えられる。業種では、大企業同様、木材・木製品 (11 ポイント悪化) や業務用機械 (12 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 0 と前回比 2 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 (9 ポイント悪化) と卸売 (6 ポイント悪化) の悪化が顕著になっている。

一方、先行きについては、製造業が 1 ポイントの改善、非製造業が 1 ポイントの悪化と方向感が分かれた。中小企業非製造業は、もともと先行きに対して慎重に見る傾向が強く、今回も悲観が優勢になっている。



3. 需給・価格判断：需給は総じて横ばい、先行きのマージンに警戒感

(需給判断：内外ともに横ばい圏)

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 1 ポイント改善、一方、非製造業の D.I. は前回比で 3 ポイント悪化した。製造業の海外での製商品需給は前回から横ばい推移になっている。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。製造業の海外需給の改善も 2 ポイントに留まり、総じて横ばい圏内の動きに。

中小企業についても、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。また、先行きについても、大企業同様、総じて小幅の動きに留まっている (図表 4)。

(価格判断：先行きのマージンに警戒感現れる)

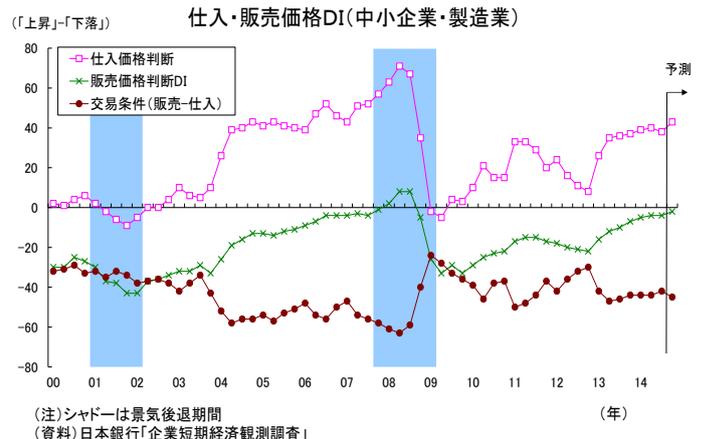
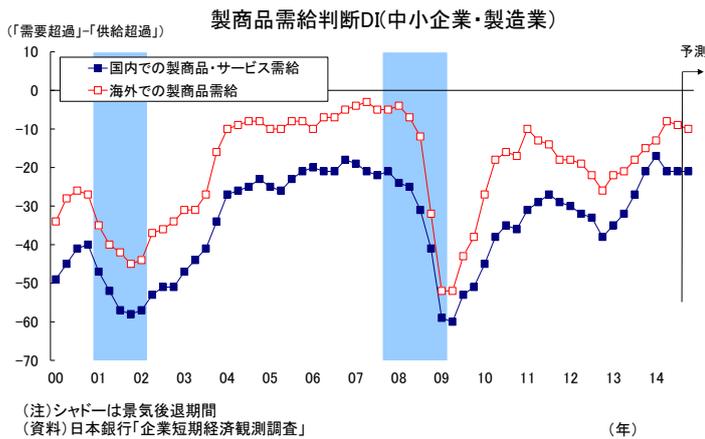
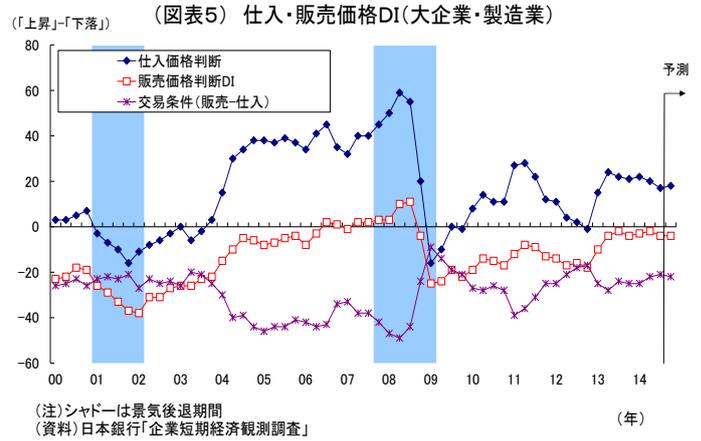
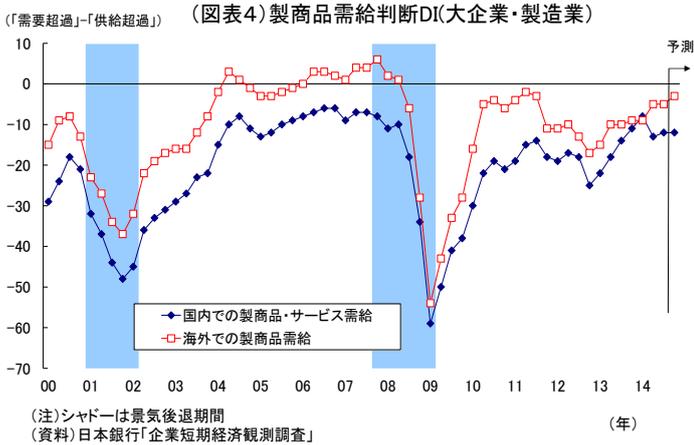
大企業製造業の販売価格判断 D.I. (上昇-下落) は前回から 2 ポイント下落、非製造業では 4 ポイント下落している。景気を踏まえたものとみられるが、販売価格を引き上げる動きは今回一服している。一方、仕入価格判断 D.I. (上昇-下落) も製造業で 3 ポイント下落、非製造業では 2 ポイント下落している。製造業では、販売価格 D.I. の下落幅以上に仕入価格 D.I. が下落したため、差し引きであるマージン (利鞘) は前回から小幅に改善している。一方、逆に非製造業では仕入価格 D.I. の下落以上に販売価格 D.I. が下落したため、マージンが悪化した。

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 ポイント上昇となっており、非製造業では再び値上げの動きが回復する見通し。一方、仕入価格判断 D.I. は製造業、非製造業ともに 1 ポイント上昇する見通しとなっており、非製造業のマージンは小幅に改善する見通し (図表 5)。

中小企業の販売価格判断 D.I. は製造業が前回比で横ばい、非製造業が 4 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 2 ポイント、非製造業で 4 ポイントに下落したため、差し引きであるマージンは製造業でやや改善した（非製造業は変化なし）。

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、非製造業で 4 ポイント上昇する見通しとなっているが、製造業では販売価格判断 D.I.の上昇を上回るため、マージンは悪化する見通し。中小企業は価格交渉力が大企業に比べて乏しいだけに、円安による仕入価格上昇に対する警戒感が現れたと考えられる。



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 1.0%増（前回調査時点では 0.9%増）、経常利益が 4.0%減（同 5.4%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が製造業を上回っている。内需の回復ペースは鈍いが、もともとかなりの減益計画であっただけに、実勢を織り込む動きが出たと考えられる。ただし、中小企業非製造業については、今回利益計画が下方修正されており、厳しさが増しているとみられる。

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、100.73 円（上期 100.83 円、下期 100.63 円）と、前回の 100.18 円（上期 100.14 円、下期 100.23 円）からやや円安方向に修正されている。円安修正とはいえ、足元の実勢（109 円台）とは大きな乖離があるが、今回の円

安は調査期間中に急激に進行したため、十分に織り込まれなかったことが原因と考えられる。少なくとも現水準がキープされれば、次回以降の短観において織り込まれ、14年度収益が全体として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	1.2	-0.1	1.8	0.6
	国内	5.1	1.3	-0.1	2.4	0.4
	輸出	12.3	1.0	-0.4	0.5	1.4
	非製造業	5.4	2.2	0.1	3.3	1.2
	全産業	6.0	1.8	0.0	2.7	1.0
中堅企業	製造業	3.8	1.4	0.3	2.6	0.3
	非製造業	3.2	0.6	-0.2	1.7	-0.4
	全産業	3.4	0.8	-0.1	1.9	-0.2
中小企業	製造業	4.9	1.4	0.4	3.8	-0.7
	非製造業	6.3	-1.0	0.8	1.1	-2.9
	全産業	6.0	-0.5	0.7	1.7	-2.4
全規模	製造業	6.2	1.3	0.0	2.3	0.4
	非製造業	5.2	0.9	0.2	2.3	-0.3
	全産業	5.5	1.0	0.2	2.3	-0.1

(注)修正率は、前回調査との対比。

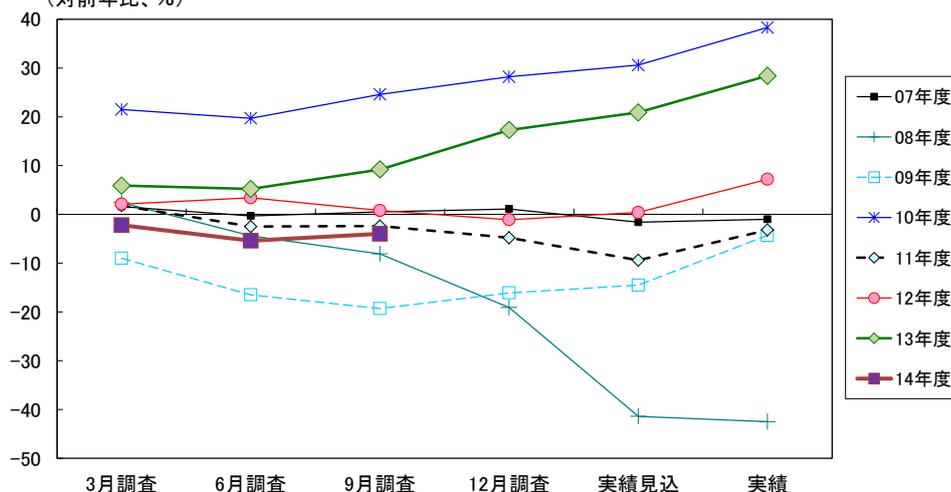
(図表7) 経常利益計画

(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	-2.1	0.9	-7.5	3.6
	素材業種	34.4	2.2	0.4	-10.7	15.9
	加工業種	55.7	-4.0	1.1	-6.2	-1.7
	非製造業	24.6	-3.7	2.6	-6.8	-0.5
	全産業	35.0	-3.0	1.8	-7.2	1.4
中堅企業	製造業	25.4	-8.0	0.6	-11.9	-4.6
	非製造業	9.0	-6.9	2.5	-9.3	-5.0
	全産業	14.2	-7.3	1.8	-10.2	-4.8
中小企業	製造業	15.3	1.0	0.8	4.4	-1.8
	非製造業	21.3	-7.4	-0.8	-2.1	-11.0
	全産業	19.7	-5.3	-0.3	-0.3	-8.8
全規模	製造業	40.9	-2.6	0.9	-6.9	1.8
	非製造業	20.8	-5.1	1.8	-6.3	-4.0
	全産業	28.4	-4.0	1.4	-6.6	-1.7

(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、人手の逼迫感が強まる

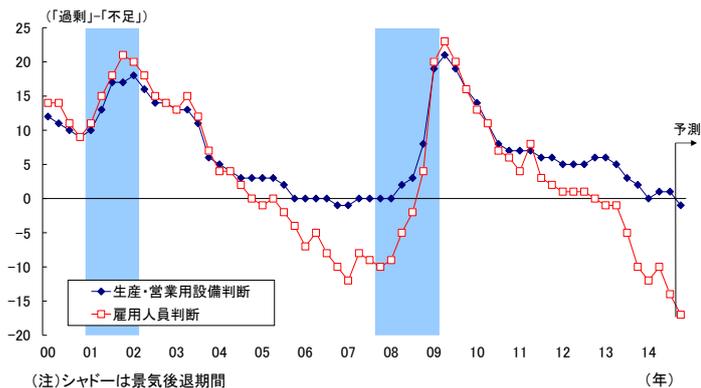
生産・営業用設備判断 D.I. (「过剩」－「不足」) は全規模・全産業で 1 となり、前回から横ばいであった。一方、雇用人員判断 D.I. (「过剩」－「不足」) は全規模・全産業で▲14 と前回から 4 ポイント低下し、人手不足感が 2 四半期ぶりに強まった。▲14 という水準は 1992 年以来の低水準 (不足超過) である。

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わらない。製造業の D. I. が▲4 となっているのに対し、非製造業では▲20 ポイントに達している。これは労働集約型産業が多いためとみられる。企業規模別で見ると、中小企業が▲16 ポイントと大企業の▲8 ポイントを大きく上回っている。人手不足がとりわけ非製造業や中小企業において大きな経営課題になっている。

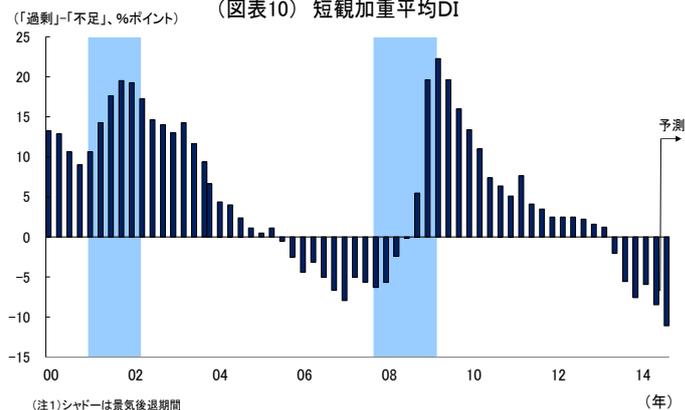
先行きの見通し (全規模・全産業) は、設備判断 D. I. が現状比 2 ポイント低下の▲1、雇用判断 D. I. が 3 ポイント低下の▲17 と、ともに不足感が強まる見通し。景気の落ち込みが今後緩和していくことで、再び設備稼働率の上昇や要員の増加を見込んでいる企業が多いことを表している (図表 9, 10)。

(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4.2%増となり、前回(1.7%増)から上方修正された。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、中小企業を中心に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となる。今回の修正幅は2.4ポイントと、12年度9月調査(1.8ポイント)、13年度9月調査(1.3ポイント)を上回り、強い内容。堅調な企業収益が背景にあると考えられる。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、一部先送りの動きが出ているとも見られるだけに、下振れリスクもある。

ちなみに、この14年度計画は、事前の市場予想(QUICK集計3.0%、当社予想2.5%)を上回る結果であった。

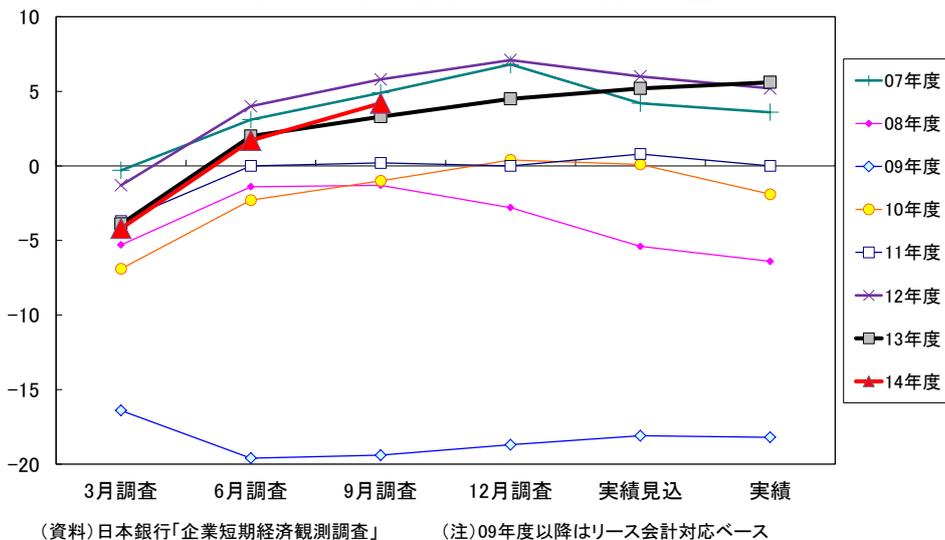
また、市場の注目度の高い大企業の設備投資計画に限ると、前年度比8.6%増と、前回の7.4%増から1.1ポイント上方修正されている。大企業の計画は中小企業とは異なり、例年年度末にかけて小幅な下方修正を繰り返す傾向があるだけに、こちらも強い内容と言える。

(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	13.4	0.6	21.1	7.3
	非製造業	4.4	6.3	1.3	13.4	0.8
	全産業	2.5	8.6	1.1	15.9	2.9
中小企業	製造業	13.9	-1.6	4.1	11.1	-13.2
	非製造業	24.5	-18.0	10.9	-11.0	-24.0
	全産業	21.0	-12.9	8.4	-4.1	-20.7
全規模	製造業	0.5	11.8	1.5	19.6	5.4
	非製造業	8.2	0.5	2.9	6.5	-4.4
	全産業	5.6	4.2	2.4	10.8	-1.2

(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)

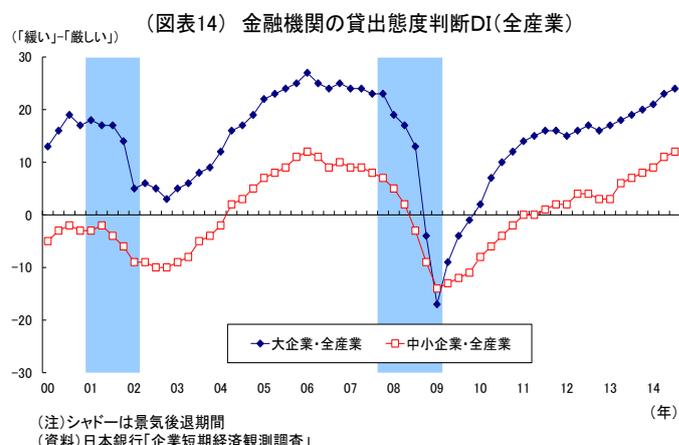
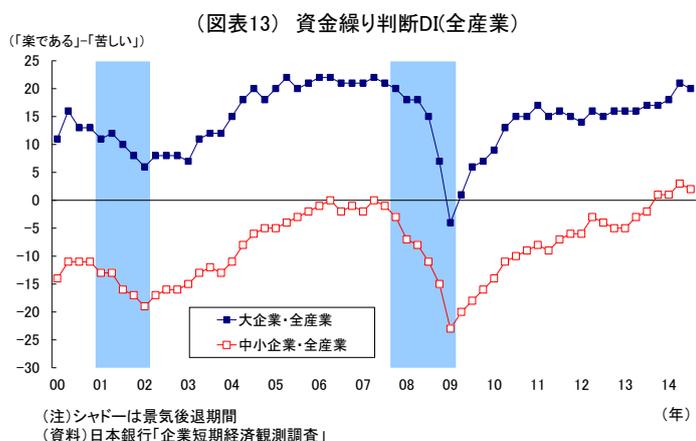


6. 企業金融：企業の金融環境は引き続き良好

企業の資金繰り判断 D.I. (「楽である」－「苦しい」) は大企業が 20、中小企業が 2 となった。それぞれ前回比で 1 ポイント悪化したが、水準は高い。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 24、中小企業が 12 と、それぞれ 1 ポイントの改善した (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。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。