

Weekly
エコノミスト・
レター

日銀短観(12月調査)予測

～大企業製造業の業況判断 D.I.は1ポイント上昇
の14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 12月調査では、注目度の高い大企業製造業でわずかながら景況感の改善が示されると予想する。大企業非製造業は横ばいを予想。製造業では、内需低迷や在庫の高止まりなどから景況感の大幅な改善には至らないものの、輸出割合が高いだけに円安によるプラス効果が寄与する。加工業種に比べて景況感の低かった素材業種も原油価格下落による下支え効果が見込める。一方、内需依存度の高い非製造業では、長引く内需低迷を受けて、前回から横ばい推移と予想。中小企業については、①輸出割合が低いことから円安のメリットよりもデメリットが現れやすいこと、②もともとの経営余力が大企業に比べて乏しいことから、ともに前回に続いて景況感の悪化が示されそうだ。
2. 先行きの景況感も方向感が分かれそうだ。大企業は円安の下支えが見込まれる製造業で横ばい、反動減の緩和が見込まれる非製造業では若干改善するが、円安のデメリット面や景気への警戒が高まりやすい中小企業では、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先行きの景況感だ。景気については、今後回復基調に戻るとの見立てがコンセンサスだが、企業マインドが回復シナリオを裏付けるかどうか注目される。そもそも、増税後の国内景気が大きく落ち込み、回復の足取りが鈍い主因は、実質賃金の低下であると考えられる。冬から春にかけては、来年度の賃金交渉が進められる大事な時期だけに、企業マインドに明るさが確認できるかが今後の賃金動向とその先の日本経済を占ううえで極めて重要になる。また、今年度収益は円安を受けて大企業製造業を中心に上方修正される可能性が高いが、賃上げの原資となるだけに修正幅が注目される。

(図表 1) 日銀短観業況判断 D. I. の予測表

業況判断		9月調査		12月調査(予測)	
		最近	先行き	最近	先行き
大企業	製造業	13	13	14	14
	非製造業	13	14	13	14
	全産業	13	14	14	14
中堅企業	製造業	5	5	3	3
	非製造業	7	7	5	6
	全産業	6	6	4	5
中小企業	製造業	-1	0	-3	-4
	非製造業	0	-1	-3	-5
	全産業	0	-1	-3	-5

12月短観予測：内需回復の遅れ、円安・原油安の影響がどう出るか

（中小企業は厳しさにじむ）

12月15日発表の日銀短観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14と前回9月調査比で1ポイント上昇し、わずかながら景況感の改善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13（前回比±0ポイント）と横ばいを予想。

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緩和される。

大企業製造業では、内需低迷や在庫の高止まりなどから景況感の大幅な改善には至らないものの、輸出割合が高いだけに、円安によるプラス効果によってわずかに改善を示すと見ている。加工業種に比べて景況感の低かった素材業種も原油価格下落による下支え効果が見込める。一方、内需依存度の高い非製造業では、長引く内需低迷を受けて、前回から横ばい推移と予想。

中小企業については、製造業が前回比2ポイント下落の▲3、非製造業が3ポイント下落の▲3と予想する。中小企業は、①輸出割合が低いことから円安のメリットよりもデメリットが現れやすいこと、②ももとの経営余力が大企業に比べて乏しいことから、ともに前回に続いて景況感の悪化が示されそう。

先行きの景況感も方向感が分かれそうだ。大企業は円安の下支えが見込まれる製造業で横ばい、反動減の緩和が見込まれる非製造業では若干改善するが、円安のデメリット面や景気の先行きへの警戒が高まりやすい中小企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4.9%増（前回は同4.2%増）にやや上方修正されると予想。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極めて強いこと。また、7-9月期法人企業統計における設備投資額も堅調に推移、設備投資の先行指標機械受注（船舶・電力を除く民需）も4カ月連続の増加を見せるなど、実態面でも底堅さが見られる。ただし、長引く内需低迷を受けて、一部小売業などでは計画の下方修正が出ているとみられるため、9月からの上方修正幅という点では、近年の12月調査に比べて若干小幅に留まると見ている。

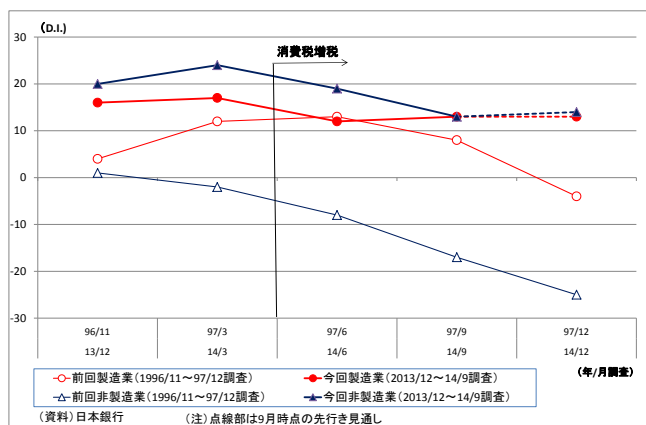
（注目ポイント：先行きのマインドと収益状況が賃上げに影響）

今回の最大の注目ポイントは先行きの景況感である。景気については、7-9月期にかけて2期連

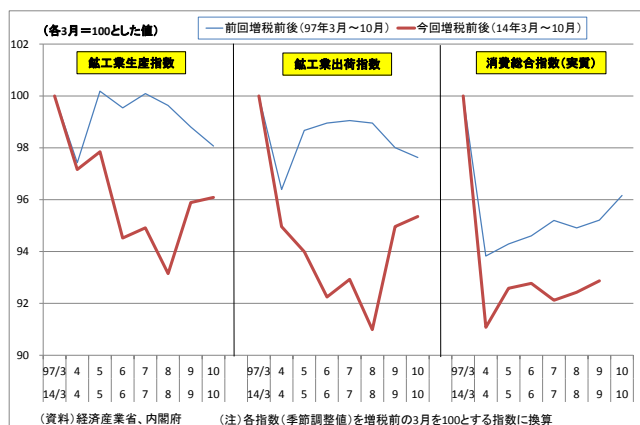
続のマイナスになったものの、10-12月期以降は回復基調に戻るとの見立てが民間調査機関や市場などのコンセンサスになっているが、企業マインドが回復シナリオを裏付けるかどうか注目される。そもそも、消費増税後の国内景気が大きく落ち込み、その後の回復の足取りが鈍い主因は、実質賃金の低下であると考えられる。冬から春にかけては、来年度の賃金交渉が進められる大事な時期であるだけに、今回の短観で企業マインドに明るさが確認できるかが、今後の賃金動向とその先の日本経済を占ううえで極めて重要になる。

また、企業収益の修正状況も要注目だ。前回調査では今年度の想定為替レート（大企業製造業）が100.73円に留まっていたが、今回は円安の織り込みが予想され、大企業製造業を中心に収益にはプラスに働く。今年度収益は来春の賃上げの原資となるだけに、その修正幅がポイントになる。

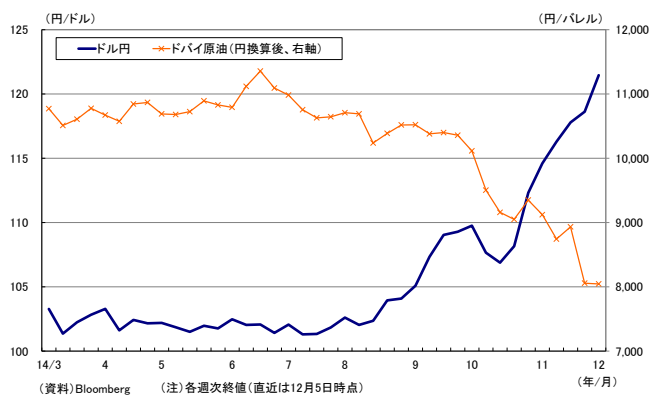
(図表2) 消費増税前後の業況判断 D.I.



(図表3) 生産・出荷・消費の動向



(図表4) 円相場と原油価格



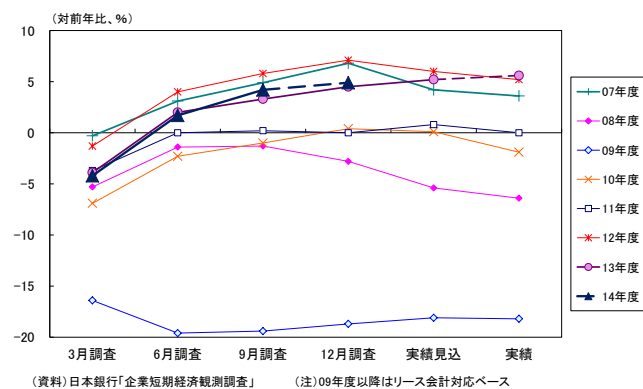
(図表5) 設備投資予測表

設備投資額(含む土地投資額) (前年度比%)

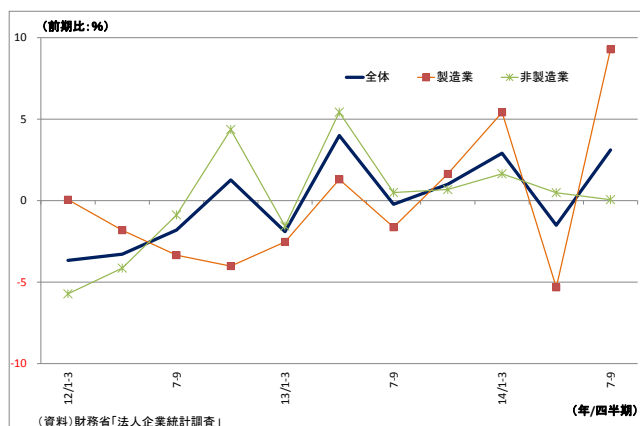
		9月調査		12月調査(予測)		2014年度計画の修正率
		2014年度	2014年度	2014年度	2014年度	
大企業	製造業	13.4	11.4	-2.0		
	非製造業	6.3	6.0	-0.3		
	全産業	8.6	7.8	-0.8		
中小企業	製造業	-1.6	0.6	2.2		
	非製造業	-18.0	-10.1	7.9		
	全産業	-12.9	-6.8	6.1		
全規模	製造業	11.8	11.0	-0.8		
	非製造業	0.5	1.9	1.4		
	全産業	4.2	4.9	0.7		

(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) 設備投資額(季節調整値)



(日銀金融政策：見守る段階)

今回の短観において、景況感の大幅な改善が示されることはなさそうだが、日銀に追加の対応を促す材料にはならないだろう。なぜなら、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、今後の金融政策を考える上で特に注目される点は、今回の短観において、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点となる。

もし、設備投資計画の大幅な下振れや、雇用人員判断での需給の大幅な緩和が示されれば、日銀が警戒感を強め、景気判断等を微妙に修正してくる可能性がある。

(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。