

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ポイント低下
の13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. 9月調査短観では、注目度の高い大企業製造業で3四半期ぶりに景況感の悪化が示されると予想する。大企業非製造業の景況感も悪化すると予想。前回6月調査後に発表されたGDP統計では、4-6月期の日本経済がマイナス成長であったことが明らかとなり、7月の主要経済指標も総じて冴えない結果であったため、景気の低迷感は強まっている。中でも、実質賃金の伸び悩みなどから消費の回復が遅れている点は影響が大きい。さらに、8月以降には、中国不安が急激に高まり、世界的に株価が急落、為替は円高ドル安に振れた。これらは企業の景況感にとってマイナス材料となる。資源価格の下落やインバウンド消費といった下支え材料はあるものの、中国不安と消費回復の遅れといったマイナス材料のインパクトが上回る。従って、9月短観では幅広く景況感の悪化が示されると見ている。
2. 先行きの景況感についても、企業規模や製造業・非製造業を問わず、悪化するだろう。最近の情勢悪化を受けて、内外経済の下振れリスクは高まっており、景気回復シナリオへの慎重な見方が強まっていると考えられるためだ。
3. 設備投資計画は統計のクセもあって上方修正されるが、例年よりも小幅に留まるだろう。
4. 今回の最大の注目ポイントは15年度の設備投資計画だ。前回調査では勢いのある計画が示されていたが、7月までの設備投資関連指標を見ても、大して勢いを増している感がなく、計画との間にギャップが生じている。さらに8月は中国不安の高まりなどもあったため、企業が様子見スタンスに転じたり、計画自体を見直す動きが出ている可能性がある。企業部門は直近まで過去最高水準の利益を確保し、設備投資の積極化が期待される存在であるだけに、その動向は日本経済の今後にとって重要になる。

(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	15	16	13	10
	非製造業	23	21	18	17
	全産業	19	18	15	13
中堅企業	製造業	2	4	0	-3
	非製造業	16	14	12	10
	全産業	10	9	7	5
中小企業	製造業	0	0	-2	-5
	非製造業	4	1	1	-4
	全産業	2	1	0	-4

9 月短観予測：中国不安と消費回復の遅れが冷や水に

（先行きはさらに悪化へ）

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 13 と前回 6 月調査比で 2 ポイント低下し、3 四半期ぶりに景況感の悪化が示されると予想する。また、大企業非製造業の業況判断 D.I.は 18 と前回比 5 ポイント低下し、4 四半期ぶりに景況感が悪化すると予想。

前回 6 月調査では、大企業製造業、非製造業ともに景況感が改善していた。

しかし、その後に発表された GDP 統計では、4-6 月期の日本経済が内・外需ともにマイナス成長であったことが明らかとなり、さらに 7 月の主要経済指標（消費・輸出・生産など）も総じて冴えない結果であったため、景気の低迷感は前回調査時点よりも強まっている。中でも、実質賃金の伸び悩みなどから消費の回復が遅れている点は影響が大きい。さらに、8 月以降になると、米利上げに伴う新興国不安が燃える中で、人民元切り下げや天津爆発事故、景気指標の悪化など中国に関する悪材料が相次いだことで中国不安が急激に高まり、株式市場では世界的に株価が急落、為替は円高ドル安に振れた。これらは企業の景況感にとってマイナス材料となる。

一方、プラス材料も無いわけではない。一つは中国不安等に伴う資源価格の下落だ。とりわけ原油価格は（円建てで見ても）6 月以降に大きく下落しており、日本企業の収益にはプラスに働く。もう一つのプラス材料は訪日客の増加だ。7 月も訪日客の大幅な増加は続いており、インバウンド消費も増勢を続けているとみられる。

このように、下支え材料もあるものの、中国不安と消費回復の遅れといったマイナス材料のインパクトはさすがに大きい。

従って、9 月短観では幅広く景況感の悪化が示されると見ている。大企業製造業では、主に中国をはじめとする新興国経済の減速ならびに国内での自動車販売の低迷、非製造業では主に消費回復の遅れが影響する形で景況感が悪化するだろう。特に長らく景況感の改善が続いていた非製造業では、その反動も出やすく、製造業よりも景況感の悪化が鮮明になると予想している。

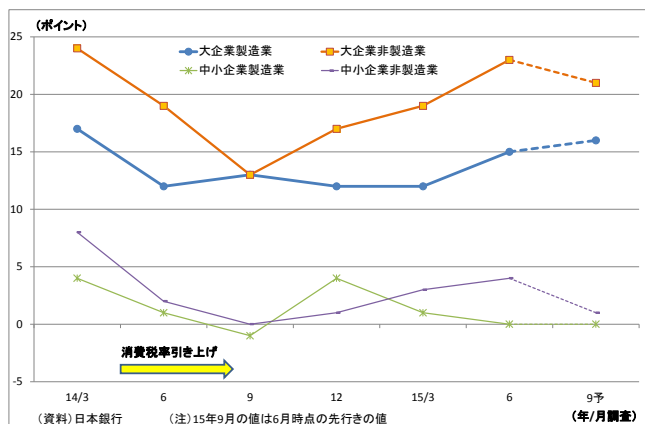
中小企業については、製造業が前回比 2 ポイント低下の▲2、非製造業が 3 ポイント低下の 1 と予想。大企業同様、中小企業でも、製造業・非製造業ともに景況感の悪化が示されると見ている。

先行きの景況感についても、企業規模や製造業・非製造業を問わず、現状比で悪化するだろう。最近の情勢悪化を受けて、内外経済の下振れリスクは高まっており、景気回復シナリオへの慎重な見方が強まっていると考えられるためだ。とりわけ、先行きへの警戒が高まりやすい中小企業非製造業では景況感の悪化幅が大きくなりそうだ。

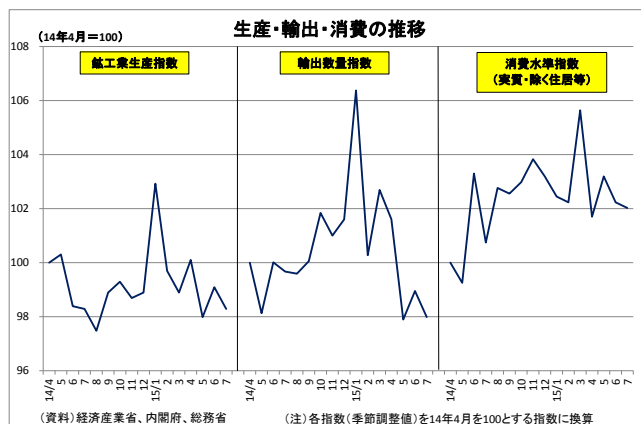
15 年度設備投資計画（全規模全産業）は、前年度比で 4.4%増と、前回調査時点の 3.4%増から上方修正されると予想する。例年、6 月調査から 9 月調査にかけては、計画が固まってくることに伴って、中小企業を中心に上方修正される傾向が強いため今回も上方修正となるが、例年と比べると上方修正の幅が小幅に留まるだろう。中小企業では上方修正されるものの、前回調査で例年を大きく上回る上方修正を見せた大企業において、今回は下方修正が行われると見込まれるためだ。大

企業では前回が非常に強気の計画であっただけに、経営環境が不透明さを増していることを受けて、やや慎重化すると見ている。

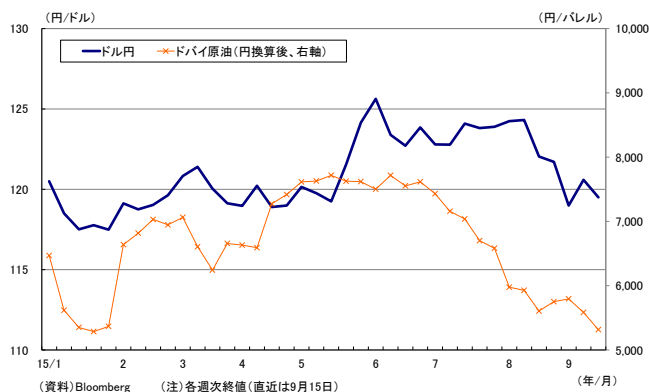
(図表 2) 前回までの業況判断 D. I.



(図表 3) 生産・輸出・消費の動向



(図表 4) 円相場と原油価格



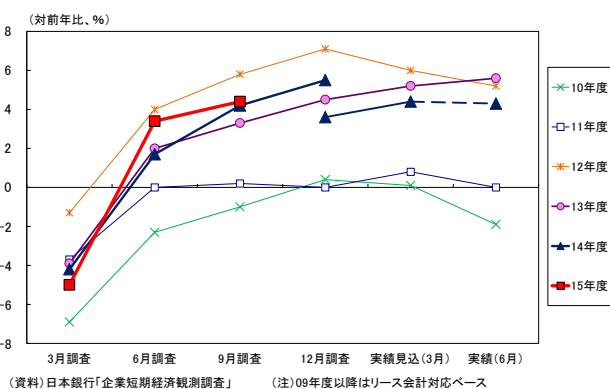
(図表 5) 設備投資予測表

設備投資額(含む土地投資額) (前年度比:%)

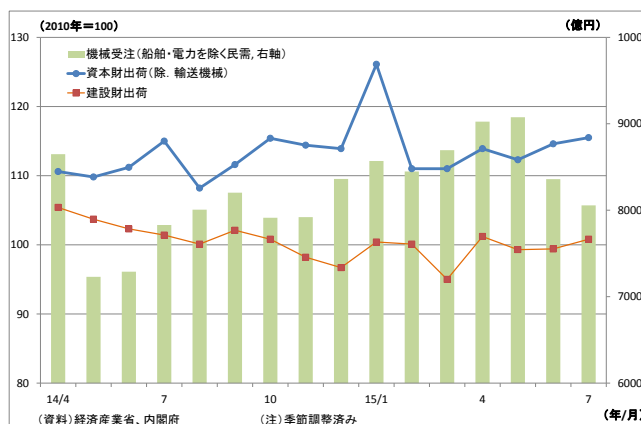
		6月調査		9月調査 (予測)	2015年度 計画の 修正率
		2014年度	2015年度	2015年度	
大企業	製造業	5.6	18.7	17.2	-1.5
	非製造業	6.0	4.7	4.2	-0.5
	全産業	5.9	9.3	8.5	-0.8
中小企業	製造業	9.6	-9.9	-5.9	4.0
	非製造業	-5.0	-18.4	-11.2	7.2
	全産業	-0.8	-15.7	-9.5	6.2
全規模	製造業	6.8	12.3	12.5	0.2
	非製造業	3.1	-1.0	0.5	1.5
	全産業	4.3	3.4	4.4	1.0

(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) 設備投資関連指標



(注目ポイント：設備投資計画)

今回の最大の注目ポイントは 15 年度の設備投資計画だ。設備投資については、前回調査で勢いのある計画が示されていたが、今年度に入り 7 月までの設備投資関連指標（機械投資の一致指標である資本財出荷、建設投資の一致指標である建設財出荷、設備投資に約半年先行するとされる機械受注など）を見ても、大して勢いを増している感がなく、計画との間にギャップが生じている。さらに 8 月は中国不安の高まり等もあったため、企業が様子見スタンスに転じたり、計画自体を見直

す動きが出ている可能性がある。

企業部門は直近まで過去最高水準の利益を確保し、設備投資の積極化が期待される存在であるだけに、その動向は日本経済の今後にとって重要になる。

（日銀金融政策：日銀シナリオとの温度差に注目）

金融政策との関係という点では、今回の短観の内容と日銀の景気判断・見通しに温度差が生じるかが注目される。日銀は9月の金融政策決定会合で、海外経済や輸出・生産に対する判断を下方修正したものの、景気の総括判断は「（輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、）緩やかな回復を続けている」とし、個人消費に関しても、「雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している」と前向きに評価している。また、景気の先行きに関しても、「緩やかな回復を続けていくとみられる」と、従来から変化はない。9月短観において、足元・先行きの景況感の悪化、設備投資計画の慎重化と言った動きが出てくれば、すぐに追加緩和に至る可能性は低いものの、日銀が警戒を強める材料になるだろう。

また、翌2日に発表される「企業の物価見通し」も引き続き重要となる。企業の物価見通しは、14年3月調査から開始され、これまでのところ、若干下方への動きはみられるものの、比較的高い水準を維持している。

これまで、消費者物価上昇率が低下し、低迷する中で、日銀は「物価の基調は高まっている」点を強調し、追加緩和を見送る理由としている。

予想物価上昇率については、日銀が「物価の基調」を判断するうえで、需給ギャップなどと並ぶ重要な要素であり、日銀は現時点において、「やや長い目で見れば、全体として上昇している」との判断を維持している。

予想物価上昇率は計測することが難しく、複数の指標を総合してみる必要があるが、今回発表される「企業の物価見通し」において明確な下振れが認められれば、日銀の「物価の基調は改善」という論理の綻びとなる可能性もあるだけに、その動向は注目に値する。

（図表8）企業の物価見通し

