

2014年9月の日銀短観の予測

～2期連続での悪化が予想される～

発表日：2014年9月18日（木）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

10月1日の日銀短観では、大企業・製造業の業況判断DIが▲2ポイント悪化の予想である。消費税増税の反動減が長引いているほか、夏場の天候不順、輸出拡大のもたつきが悪化の原因である。消費税の影響を見極める上では、2014年度の売上・収益計画がどのように修正されているかも注目される。また、12月初めに消費税増税の最終判断を行う場面では、短観結果が言及されることが増えるであろう。

業況判断DIは小幅悪化と予想

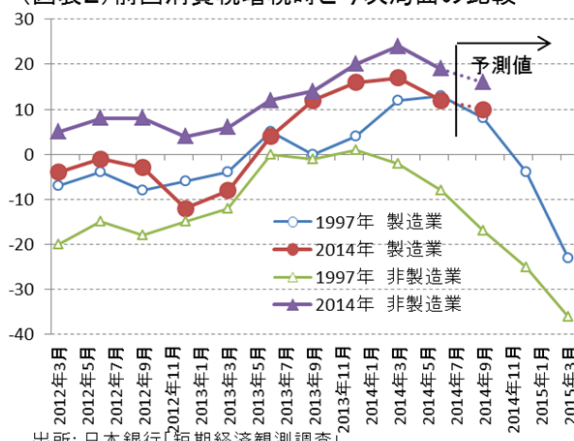
2014年9月の短観が10月1日に発表される。その予測値は、前回6月調査に比べて、大企業・製造業は前回比▲2ポイント悪化の10になるとの見通しである(図表1)。消費税率が上がった後の6月調査では、大企業の業況判断DIは前回比▲5ポイント悪化した。今回、そこから▲2ポイントの悪化となるのは極めて印象がよくない。1997年の時も消費税増税後、企業マインドが悪化し続けたのに似てくるからだ(図表2)。また、今回のDI予想をするときに参考にした9月のロイター短観は、足元で製造業のデータが悪化していた(400社集計、図表3)。

(図表1) 日銀短観(2014年9月調査)の予測値

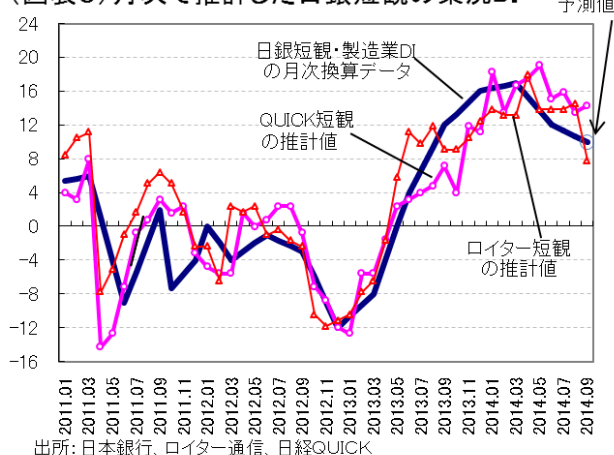
		業況判断DI			
		大企業		中小企業	
		製造業	非製造業	製造業	非製造業
2011年	3月調査	-4	5	-10	-11
2012年	6月調査	-1	8	-12	-9
	9月調査	-3	8	-14	-9
	12月調査	-12	4	-18	-11
	3月調査	-8	6	-19	-8
2013年	6月調査	4	12	-14	-4
	9月調査	12	14	-9	-1
	12月調査	16	20	1	4
	3月調査	17	24	4	8
2014年	6月調査	12	19	1	2
	見通し 9月調査	10	16	-3	-2
	先行き	14	18	1	1

注：実績は日本銀行「短期経済観測調査」。見通しは第一生命経済研究所。

(図表2) 前回消費税増税時と今次局面の比較



(図表3) 月次で推計した日銀短観の業況DI



こうした悪化の背景にあるのは、国内需要が反動減から持ち直すのに時間がかかっていることがある。製造業では、消費税以外に、輸出の加速が未だ表れにくいという事情も加わる。生産面では、消費税の反動で耐久消費財などの在庫が溜まり、その調整にも手間取って拡大に転じにくいということもある。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

ろう。製造業の売上は、内需は反動減が長引き、外需は輸出の低調さを脱することができず、同時に収益面では輸入コストの高止まりがマイナスに働いているようだ。

一方、先行きのDIについては、企業は大きなリバウンドを予想するだろう。予測では、+4ポイントの改善を見込むと予想している。理由は、反動減の影響が長引いているにせよ、10～12月にはさらに回復力が高まってもおかしくないと考えられるからだ。さらなる円安進行、冬のボーナス増加といった要因が、夏場には出て来なくても、遅れて冬には顕在化するとみている。

消費税の影響に関して言えば、製造業よりも、非製造の方がよりインパクトは大きいだろう。大企業・非製造業の業況判断DIは前回比▲3ポイントの悪化を見込んでいる。特に、小売・卸売ではダメージが大きく、需要低迷に苦しんでいると考えられる。また、サービスでは、夏場の天候不順の悪影響が下押し要因になっていると考えられる。一方で景気対策による建設、運輸の改善が期待されるが、ダメージを相殺するとは思えない。

年度を通じた計画は「しっかり」とみる

今回の短観の重要性は、景気トレンドの底堅さが維持されているかどうかを占うことにある。財務省・内閣府の「景気予測調査」では、上期を中心に2014年度の売上計画が、2四半期連続で上方修正されていた(図表4)。同様に、7～9月の「貴社の業況」BSIも改善を示してした。しかし、短観はその結果とはやや食い違いと予想する。

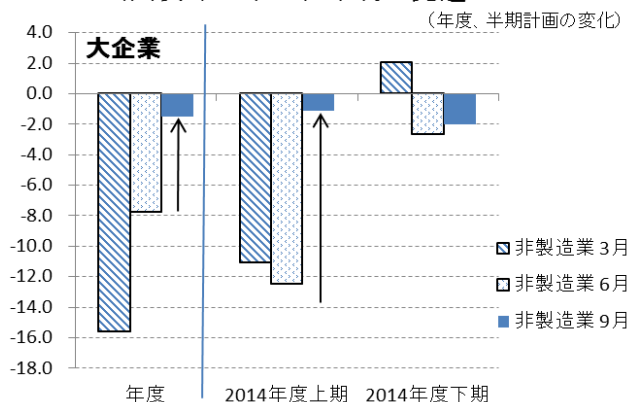
「景気予測調査」は調査時点8月15日となっている。今回の9月短観は、回収時期が8月下旬から9月末(実際は9月中旬以降が大方だろう)とずれがある。夏場の天候不順や、8月の貿易統計の輸出が芳しくなかった状況は、8月前半には十分には織り込まれていない公算が高い(図表5)。筆者は、限界的には景気情勢は消費税以外の部分で悪化している可能性が高いとみている。

今回の短観は、そうした悪材料を織り込んだ上で、2014年度の売上計画・収益計画がどのくらい上方修正(あるいは下方修正)されるかが注目される。企業の年度を通じた見通しは、それほど弱気になっていないというのが、今も筆者の基本的な見方である。たとえ消費税増税の悪影響が長引いているとしても、年度を通じた見方がしっかりしていれば、短期的な景気変動にあまりに過剰反応すべきではないと言える。

設備投資の見方

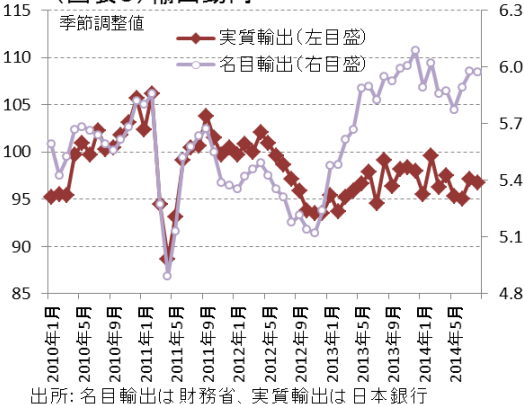
短観の見所のひとつに設備投資計画がある。7～9月のGDP予想では設備投資が増加するという見方が大勢である。根拠にあるのは、日銀短観のような企業アンケートの設備投資計画がプラスだとい

前年比% (図表4) 企業の経常利益見通し



出所: 財務省、内閣府「法人企業景気予測調査」

指数 (図表5) 輸出動向



出所: 名目輸出は財務省、実質輸出は日本銀行

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

とがある。8月初に発表された政策投資銀行の設備投資アンケートでは、2014年度の全産業の設備投資は前年比15.1%（製造業・同18.5%）であった。先の「景気予測調査」では、2014年度の全産業の設備投資は前年比5.7%（製造業・同13.3%）である。6月の短観では、全産業の設備投資が前年比7.4%（製造業・同12.7%）と、いずれも強い数字であった。

今回の9月調査では、調査毎の季節的な“くせ”もあって、設備投資計画はいくらか下方修正されるとみる。それでも、大企業・全業種で前年比6.5%（製造業・同12.6%）のプラスを維持すると予想している（図表6）。

（図表6）設備投資計画の見通し

		年度の前年比伸び率%						
		大企業			中小企業			
		製造業	非製造業	全産業	製造業	非製造業	全産業	
2012年	9月調査	12.3	3.3	6.4	-10.3	6.7	0.0	
	12月調査	11.1	4.6	6.8	-6.3	14.2	6.2	
	実績見込み	5.7	4.9	5.2	-6.0	17.2	8.1	
	実績	1.6	2.6	2.2	-4.5	26.7	14.4	
2013年	3月調査	-0.7	-2.6	-2.0	-3.2	-16.8	-12.1	
	6月調査	6.7	4.9	5.5	10.4	-17.1	-8.1	
	9月調査	6.6	4.4	5.1	14.2	-8.0	-0.7	
	12月調査	4.9	4.4	4.6	11.7	6.0	7.9	
	実績見込み	2.1	4.8	3.9	13.3	14.2	13.9	
	実績	-1.4	4.4	2.5	13.9	24.5	21.0	
2014年	3月調査	3.6	-1.6	0.1	-16.0	-28.9	-24.7	
	6月調査	12.7	4.9	7.4	-5.4	-26.0	-19.7	
	見通し	9月調査	12.6	3.5	6.5	0.7	-21.0	-14.3

注：実績は日本銀行「短期経済観測調査」。見通しは第一生命経済研究所。

消費税増税の最終判断と景気指標

短観は、GDP統計と並んで重視される景気指標である。その背景には、金融政策に影響を与えやすいという特性がある。今のところ、黒田総裁は強気一辺倒の姿勢を維持していて、「前向きな循環メカニズムはしっかりと作用している」と述べている。おそらく、短観の結果は、いくらか水を差すような結果になるだろう。

さらに論争を巻き起こしそうな問題は、12月初にも行われる消費税増税の最終判断への影響である。大方の見方では、7～9月のGDP二次速報を待って、安倍首相は12月初に判断するとみられている。しかし、場合によっては12月15日に予定される短観を待ってから判断する可能性も少なくない。今回の結果が悪いほど、次の次の日銀短観の結果への注目度は高いものになると考えられる。

筆者は、安倍首相は消費税増税の予定を変更するとはみていないが、自身の判断をより丁寧に行おうとして、ことさらに弱めのデータにこだわる姿勢をみせるかもしれない。そのとき、10月1日に発表される短観の結果は、話題として取り上げられやすくなると考えられる。