

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 丸山義正 03-3497-6284 maruyama-yo@itochu.co.jp

9月日銀短観の予想 ~ 総じて景況感の改善が続く

景気回復及び業績改善を受けて、9月短観でも企業景況感の改善継続が示される見込み。但し、設備投資計画の大幅な上方修正は予想せず。デフレ脱却を考える上で販売価格判断DIの動向に注目。

10月1日に9月調査の日銀短観が公表される。回収基準日は9月10日であるが、調査票の回収は公表日の直前まで行われる。

景気回復と業績改善

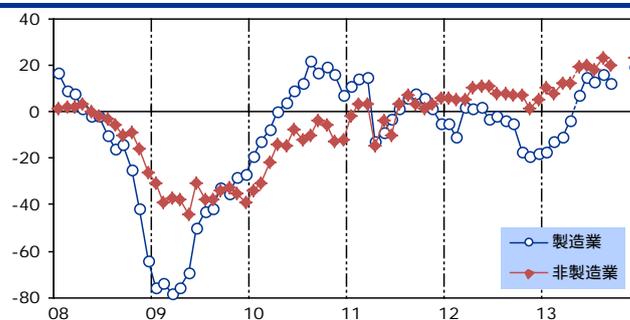
日本経済は回復を続けており、企業業績も改善基調が明確化している。日本経済は1~3月期に続き4~6月期も年率4%程度の高成長を確保した。また、鉱工業生産は7~9月期に増勢を強める見込みである。一方、4~6月期の法人企業統計によると、上場企業に概ね相当する大企業（資本金10億円以上）の経常利益は前年比49.7%（1~3月期15.4%）と極めて高い伸びを示した。

他の景況感調査も良好

短観に先んじて公表されている種々の景況感調査も、概ね良好な結果だが、改善ペースが鈍化しつつある可能性も同時に示唆されている。

財務省と内閣府の共管による景気予測調査では、大企業全産業の景況判断BSI(上昇-下降)が7~9月期に12.0(4~6月期5.9)へ上昇した。また、民間情報ベンダーが行っている調査では、QUICK短観(中立ゼロ)において、製造業DIが6月10から9月15へ、非製造業DIは23から27へ共に大きく上昇した。しかし、ロイター短観(中立ゼロ)では、製造業DIが6月15から9月12へ低下、非製造業DIは20で横ばいにとどまるなど、他調査と相違する結果が示された。ロイター短観とQUICK短観の結果の相違の原因は不明だが、調査タイミングのズレが影響した可能

ロイター短観(DI、最新月は見通し)



(出所)Reuters

日銀短観9月調査の予想

| 業況判断DI | 前々期実績 | 前期実績 | 9月調査の予想 | | 変化幅 | | |
|--------|----------|----------|---------|------|-----------|----|-----|
| | | | 現状 | 先行き | 前期現状 | 現状 | 先行き |
| 全規模 | 8 | 2 | 0 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 製造業 | 15 | 6 | 4 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 非製造業 | 2 | 1 | 3 | 4 | 2 | 1 | 1 |
| 大企業 | 1 | 8 | 10 | 11 | 2 | 1 | 1 |
| 製造業 | 8 | 4 | 6 | 8 | 2 | 2 | 2 |
| 非製造業 | 6 | 12 | 14 | 15 | 2 | 1 | 1 |
| 中小企業 | 12 | 8 | 6 | 5 | 2 | 1 | 1 |
| 製造業 | 19 | 14 | 12 | 10 | 2 | 2 | 2 |
| 非製造業 | 8 | 4 | 3 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 設備投資計画 | 2011年度実績 | 2012年度実績 | 2013年度 | | 2013年度前対比 | | |
| | | | 6月調査 | 9月調査 | | | |
| 大企業 | 1.3 | 2.2 | 5.5 | 6.0 | | | 0.5 |
| 製造業 | 0.7 | 1.6 | 6.7 | 7.0 | | | 0.3 |
| 非製造業 | 1.5 | 2.6 | 4.9 | 5.5 | | | 0.6 |
| 中小企業 | 2.7 | 14.4 | 8.1 | 1.6 | | | 6.5 |
| 製造業 | 11.3 | 4.5 | 10.4 | 15.1 | | | 4.7 |
| 非製造業 | 10.1 | 26.7 | 17.1 | 9.8 | | | 7.3 |

(出所)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、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

性がある¹。

業績なども勘案すると、各種調査から景況感の悪化は示唆されないが、マイナス圏からの急速な立ち上がり局面が終了し、回復ペースが鈍りつつある可能性はあるだろう。

業況判断が大企業と中小企業ともに改善へ

以上を踏まえ、9月短観でも企業景況感は改善、業況判断DI(良い-悪い)は、テンポこそ鈍ったものの上昇が続いたと予想する。まず、最も注目される大企業製造業の現状判断DIは6月調査の4が9月調査で6へ改善、リーマンショック直前の2008年6月調査で記録した5を上回ると見込む。先行き見通しは更に8へ改善するが、消費税率引き上げ後の需要動向に対する懸念もあり、改善幅は小幅にとどまると考えられる。また、非製造業の景況感も、底堅い個人消費や、公共投資と住宅投資の拡大による建設・不動産セクターの回復、製造業回復の恩恵を映じて、改善が続くと予想される。大企業非製造業の現状判断DIは、製造業に先んじて6月調査で12と、二桁台へ復帰したが、9月調査では更に14へ上昇すると見込む(先行きは15と予想)。

大企業に比べ遅れているものの、中小製造業の景況感も改善する。中小企業製造業の現状判断DIは6月調査の14が9月調査で12へ、非製造業は4が3へ改善すると想定している。

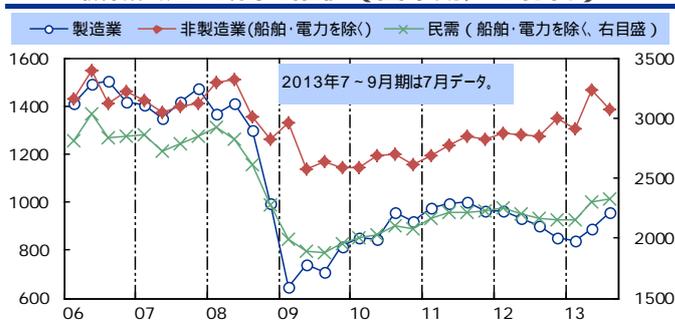
デフレ脱却を考える上で販売価格判断が重要

6月調査と同様、業況判断DI以外で最も注目されるのは、販売価格判断DI(上昇-下落)の変化である。7月のCPI(除く生鮮食品)は前年比0.7%まで伸びを高め、年末までに1%程度へ上昇すると見込まれる。CPI上昇の主因はエネルギー価格上昇などコストプッシュであるが、価格上昇が幅広い品目へ広がりつつある点も確認できる。こうした物価上昇が定着し、日本経済がデフレ脱却に至るかを左右する要因の一つとして、家計や企業といった経済主体の物価観が挙げられる。そうした経済主体の物価観のうち、企業の物価観については、短観の販売価格判断DIの動向から、ある程度窺い知ることができる。小売業などが含まれる大企業非製造業の販売価格判断DIは3月調査の6が6月調査で2へ改善、先行きは1へのプラス転化が見込まれていた。6月調査の先行き見通し通りに、9月調査で大企業非製造業の販売価格判断DIがプラスへ転化すれば、金融危機前以来の水面上復帰であり、デフレ脱却に向けた日本経済の前進を示唆することになる。

設備投資は引き続き力強さを欠くと予想

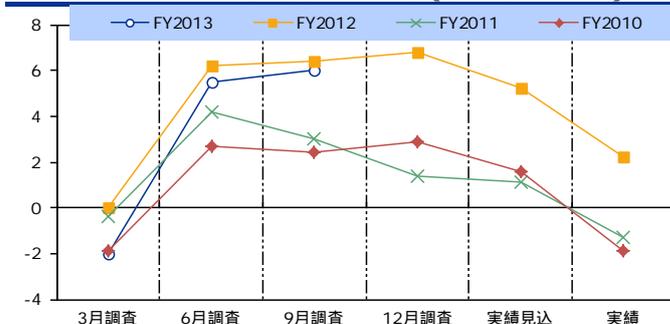
GDP統計によると、4~6月期の設備投資は前期比1.3%と6四半期ぶりの増加へ転じた。但し、先行指

機械受注・民需の推移(四半期、10億円)



(出所)内閣府

大企業全産業の設備投資計画(前年度比、%)



(出所)日本銀行

¹ ロイター短観は8/30~9/13の調査であり対象は製造業、非製造業共に200社。QUICK短観は9/12~9/16の調査であり、回答企業数は合計で424社。

標である機械受注（民需除く船舶・電力）は4～6月期こそ前期比6.8%と増加したが、7～9月期は横ばい程度にとどまる見込みである。現在のところ先行指標が示唆しているのは設備投資の増勢継続に過ぎず、増勢加速ではないと言える。

そうした状況で明らかとなる2013年度の設備投資計画は、2013年度後半に、どの程度の景気押し上げを、設備投資に期待できるかを判断する上で、注目度が高い。大企業の設備投資計画について2000年度以降の傾向を見ると、景気回復局面²においては9月もしくは12月調査が調査計数（前年比）のピークになることが多い。その後の調査で設備投資計画は下方修正され、9月調査から最終実績（翌年6月調査）の間に過去10年度の平均で3.6%Pt程度の伸び率低下が生じている。ごく、簡単に言えば、9月調査から3.6%Pt控除した計数が、設備投資の実績（前年比）である。従って、9月調査段階でどこまで伸び率が高まるかが、設備投資の仕上がりにおいて重要になる。

大企業の2013年度設備投資計画は9月調査で6%への上方修正を予想

6月調査において、大企業の設備投資計画は前年比5.5%（3月調査 2.0%）へ上方修正されたが、上述の3.6%Ptを控除すれば1.9%の仕上がりには過ぎず、これは2012年度実績の2.2%にさえ届かない。2012年度実績を超え、金融危機前2007年度の4.9%に並ぶためには、9月調査において8.8%まで設備投資計画が上方修正される必要がある。しかし、当社は、9月調査において大企業の設備投資計画は前年比6%への小幅な上方修正にとどまり、設備投資は引き続き盛り上がりを欠くと予想する。円高修正の下でも、自動車セクターなどを中心に需要地生産を企図した海外生産拡大の動きが続いており、加えて既に進んでいる海外生産比率の上昇や日本企業の競争力低下を勘案すると、設備投資の大幅な拡大までは期待できないためである。

なお、中小企業の設備投資改革は、例年通り計画策定の進捗により上方修正される見込みであるが、これは季節性に過ぎず、企業の投資スタンスの積極化は意味しない。

² 景気後退局面では、調査毎に下方修正が当然のため、前年度の3月調査がピークとなる。