

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

実質可処分所得の目減りを受け非製造業に慎重姿勢（6月短観）

消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減を受けて、業況判断は製造業と非製造業ともに悪化した。想定範囲内。先行きは製造業が改善を見込む一方、非製造業は横ばいの想定。非製造業の慎重な横ばい想定には、実質可処分所得の目減りが影響している模様。また製造業の改善見通しも、輸出次第では下振れリスクあり。2014年度の大企業の設備投資計画は7.4%と金融危機後で最大の伸び。但し、最終的な実績では3%台にお落ち着く見込みであり、景気のけん引役としては力不足。

現状判断は想定内の悪化、但し非製造業の先行きは慎重

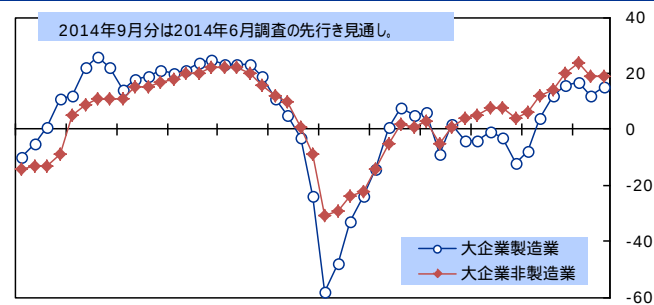
日本銀行が2014年6月調査の日銀短観を公表した。4月に消費税率が引き上げられてから初の調査である。短観の中で最も注目される大企業製造業の業況判断DIは現状（最近）が3月調査の17から12へ、非製造業は24から19へ低下した。言うまでもなく悪化は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減によるものである。市場コンセンサスは製造業が15（当社14）、非製造業19（当社19）であり、製造業がやや弱めであったが、際立った乖離ではない。現状判断はおおむね想定範囲内だったと言える。

一方、先行きは製造業が現状から3ポイント改善の15を見込む一方、非製造業は横ばいの19である。こうした動きは中小企業でも同様であり、製造業が3月調査4、6月調査現状1、先行き3と改善を想定するのにに対し、非製造業は3月調査8、6月調査現状2、先行き0と小幅ながら悪化を見込んでいる。非製造業が現状対比で改善を見込まない点は、懸念材料と言える。詳細については後述するように、消費税率引き上げに伴う実質可処分所得の目減りにより、家計の支出が下押しされている可能性がある。

住宅投資と個人消費の反動減による影響が鮮明

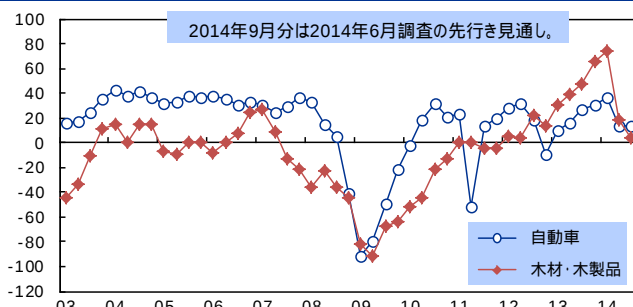
まず、現状判断の業種別動向から確認すると、製造業と非製造業ともに消費税率引き上げ前の駆け込み需要による反動減の影響が鮮明である。製造業では、住宅投資の減少を受けて木材・木製品が56ポイントもの大幅悪化（3月調査74→6月調査18）となったほか、窯業・土石製品（29→12）や非鉄金属（22→6）も悪化した。また販売減少を映じて自動車も23ポイント悪化している（36→13）。非製造業では何よりも小売が23ポイント悪化したのが目立つ（24→1）。な

大企業の業況判断DI（%Pt、良い-悪い）



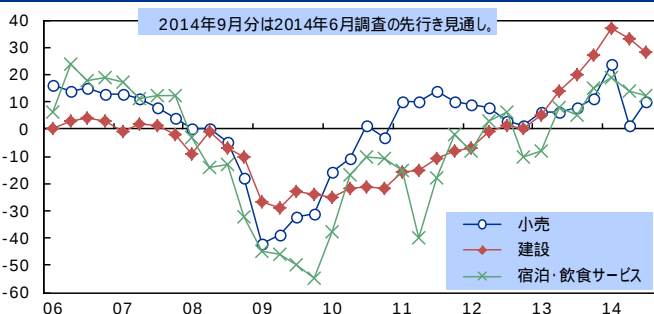
（出所）日本銀行

製造業個別業種の業況判断DI（%Pt、大企業、良い-悪い）



（出所）日本銀行

非製造業個別業種の業況判断DI（%Pt、大企業、良い-悪い）



（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。見通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。

お、電気・ガスの 10 ポイント悪化は、需要動向ではなく収益環境の悪化を受けたものと考えられる。但し、上述した業種以外では、製造業と非製造業ともに際立った動きはなく、消費税率引き上げが企業部門全体を揺るがしている訳ではない。

非製造業の慎重な見通しには実質可処分所得の目減りが影響

問題は、冒頭でも触れた慎重な非製造業の先行き判断である。製造業では、鉄鋼や非鉄金属などの素材や設備投資関連を中心に多くの業種が業況判断の緩やかな改善を想定し、全体でも先行き判断は 2 ポイント改善を見込んでいる。一方、非製造業の内訳では、激震地である小売が 9 ポイント改善の 10 を想定するにも関わらず、他が振るわない。対個人サービスが 8 ポイント悪化（現状 20→先行き 12）、飲食・宿泊サービスも 2 ポイントの悪化（14→12）である。こうした動きは、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の影響が軽微と考えられた業種において、実質可処分所得の目減りがボディブローのように悪影響を及ぼしている可能性を示唆する。なお、住宅投資と関係の深い建設（3 月調査 37→6 月調査現状 33→先行き 28）や不動産（36→32→27）の低下継続は、部材を供給する木材・木製品（74→18→4）の動きと整合的であり、住宅投資の反転は 2014 年終盤となる可能性が高いことを示すものと言える。

1997 年度より深刻な実質賃金の目減りが、非製造業の先行き判断を慎重に

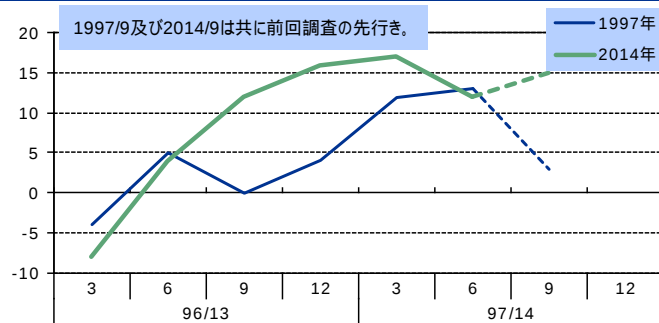
大企業製造業と非製造業について、前回消費税率が引き上げられた 1997 年と今回の動きを比較する。大企業製造業は 1997 年 6 月に現状判断が改善したが、今回は悪化している。今回の悪化は内需の落ち込みを輸出がカバーできないためと考えられる。逆に先行きは 1997 年が悪化、今回は改善だが、これにはそもそもの内外経済情勢の相違に加え、2013 年度補正予算の執行や資源価格下落を受けた素材セクターの収益環境改善が影響していると推測できる。

一方、非製造業は、現状が 1997 年と概ね同様の小幅悪化、先行きは 1997 年が小幅悪化、2014 年は横ばいだった。経済環境の違いなどを背景として、今回は製造業が先行き改善を見込んでいる点に照らせば、非製造業も先行き判断を改善させてもおかしくはない。しかし、実質可処分所得の目減りが深刻なため、改善には至らないのだろう。なお、実質賃金は 1997 年度の▲1.1%に対し、2014 年 4 月は▲3.4%であり、マイナス幅は 3 倍超である。

上期の輸出売上高計画を下方修正

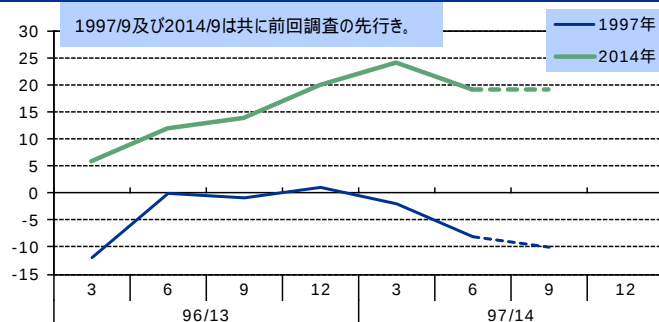
業況判断以外で、まず注目されるのは、需給判断（需要超過 - 供給超過）である。大企業製造業の国内需給判断は 3 月調査 ▲8 が 6 月調査で ▲13 へ悪化した後、

消費税率引き上げ時の大企業製造業の業況判断DI（%Pt）



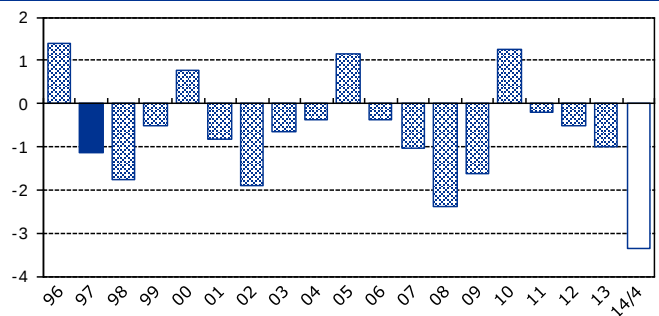
（出所）日本銀行

消費税率引き上げ時の大企業非製造業の業況判断DI（%Pt）



（出所）日本銀行

実質賃金の推移（前年比、%）



（出所）厚生労働省

先行きは▲11への改善を、また海外需給は3月▲9が6月▲5へ、先行きは更に▲4への改善を見込んでいる。こうした内外需給判断の改善見通しが、製造業において先行きの業況判断の改善にも繋がっている模様である。なお、海外需給判断の改善は、2014年度の輸出売上高見通し（大企業製造業）が0.6%上方修正された点をも整合的である。但し、輸出売上高を詳細に見ると上期が0.5%の下方修正、下期が1.6%の上方修正であり、上期は寧ろ期待外れの状況にある。これは貿易統計が示す輸出動向とも一致する。輸出の期待外れが上期にとどまらず下期も続き、それが業況判断を押し下げるリスクには留意が必要だろう。

一方、大企業非製造業の国内需要判断は3月▲7が6月に▲8へ悪化、先行きは▲9へ小幅ながら更に悪化すると見込まれている。これは慎重な業況判断の先行き見通しと一致する。

非製造業の販売価格判断は一進一退

企業の価格設定行動やインフレ動向を占う上で重要な、大企業非製造業の販売価格判断DIは大企業が3月6から6月に8へ上昇した後、先行きは6へ低下と見込まれている。先行き判断の低下を見る限り、企業が値上げ一辺倒となっている訳ではなさそうである。

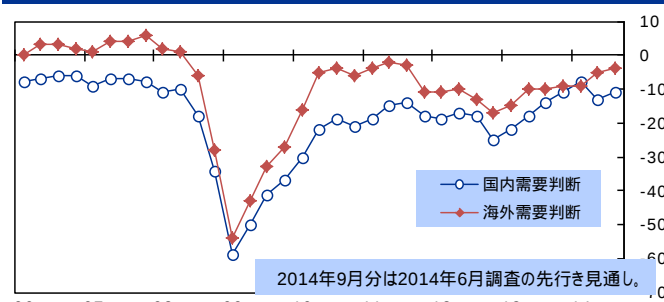
大企業は2014年度の経常利益に対して強気姿勢を維持

大企業全産業の経常利益は、2014年度計画が3月調査の前年度比▲2.3%から6月調査で▲4.6%へ引き下げられた。但し、これは2013年度実績が3月調査段階から5.6%も上方修正され、前年度比35.0%となった影響が大きい。2014年度計画は水準で見ると3.1%も上方修正されており、企業が2014年度の収益に対し弱気となった訳ではない。但し、製造業の中でも加工業種は2014年度計画の水準を0.8%下方修正しており、輸出セクターが競争力の低下に苦しむ状況を表すものと言える。

2013年度の設備投資実績は2.5%へ引き下げ

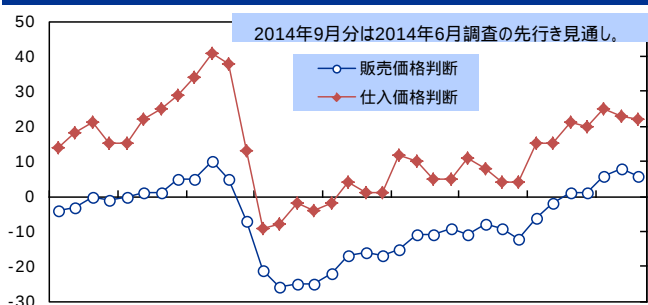
大企業全産業の2013年度設備投資実績は3月調査の実績見込み前年度比3.9%が6月調査の実績で2.5%にまで引き下げられ、2012年度実績の2.2%とほぼ同じ伸びにとどまった。特に製造業は▲1.4%（2012年度1.6%）と2年ぶりの減少であり、円安進行などにも関わらず、製造業は国内設備投資を絞り込んだと言える。そうした製造業の減少を、大都市の再開発や流通関連

大企業製造業の需要判断DI（%Pt、需要超過-供給超過）



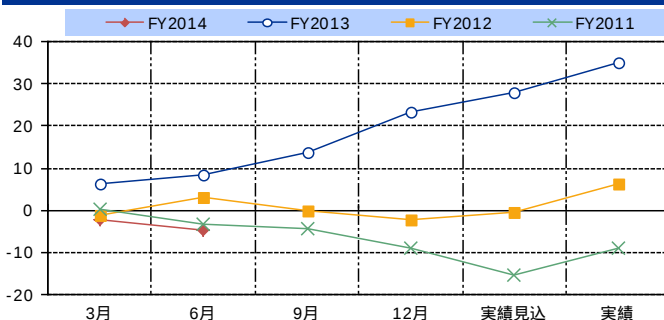
（出所）日本銀行

大企業非製造業の価格判断DI（%ポイント）



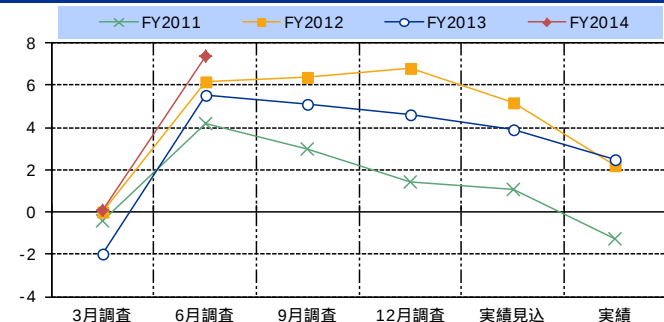
（出所）日本銀行

大企業全産業の経常利益計画（前年度比、%）



（出所）日本銀行

大企業全産業の設備投資計画（前年度比、%）



（出所）日本銀行

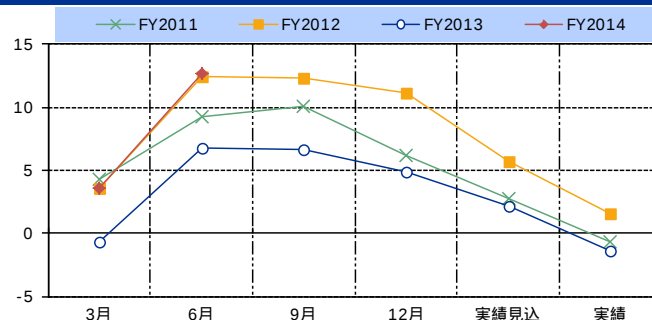
の投資を中心に非製造業が4.4%と2007年度以来の高い伸びを示し補ったと言える。

2014年度の設備投資は金融危機後で最大の伸びが見込まれるが...

一転、2014年度は、製造業が前年度比12.7%と2012年度の12.4%を僅かながら上回り、金融危機後で最も高い伸びを計画している。但し、最近の製造業の投資計画は調査時期が進む毎の下方修正が顕著である。2012年度は6月調査段階の12.4%が最終的に1.6%へ、2013年度は6月調査段階の6.7%が最終的に▲1.4%まで引き下げられた。こうした過去パターンに加え、製造業の海外生産拡大志向に変化がない点を踏まえると、2014年度についても製造業の設備投資計画に多くは期待できないだろう。製造業の2014年度設備投資計画は、最終的な実績段階では2%前後の低い伸びとなる可能性が高い。

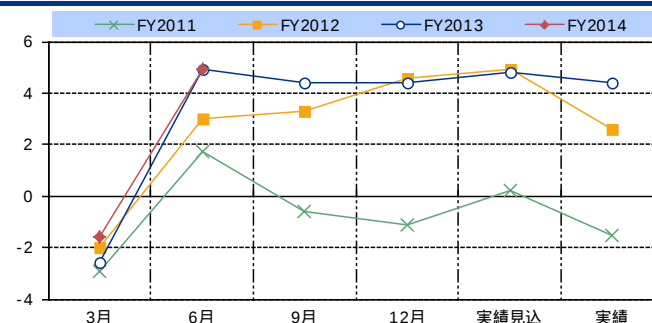
非製造業の2014年度計画は前年度比4.9%となった。これは2013年度の同時期調査と同じ伸びであり、2014年度も非製造業が設備投資全体を支える可能性が高い。なお、大企業全産業の設備投資計画は6月調査段階で7.4%と高い伸びになったが、上述した製造業の下方修正が響き、最終的には3%台の伸びになると見込まれる。それでも、金融危機後では最大だが、金融危機前の2005年度7.2%、2006年度10.0%、2007年度4.9%に比べれば、迫力を欠く。設備投資を、景気のけん引役として見込むのは時期尚早に思われる。

大企業製造業の設備投資計画（前年度比、%）



（出所）日本銀行

大企業非製造業の設備投資計画（前年度比、%）



（出所）日本銀行