２１年ぶりのマインド改善は本物か？

発表日：2013年12月20日（金）

～プラス浮上した中小企業・非製造の業況ＤＩ～

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

12 月短観の中で、中小企業･非製造業が 21 年ぶりにプラスになるという変化が起こった。この変化は、本当に根拠のあるものなのかが気になったので、詳しく調べてみた。背景には、中小企業・小売業の変化があり、それは名目・個人消費全体の変化を色濃く受けたものだった。小売業は、以前に比べても収益力が改善している。消費産業の体質転換は、静かに着実に進んでいるようだ。

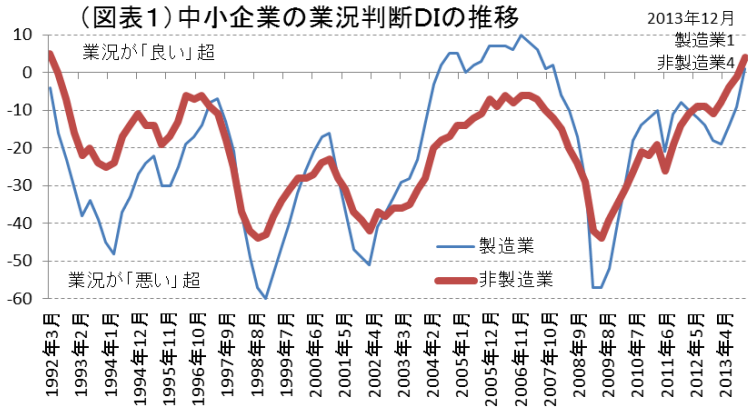
非製造業が大企業・中小企業ともに好調

アベノミクスの成果を訴えるように、12 月調査の日銀短観が改善した。中でも、中小企業の景気実感がかなり良くなっているという。これは本当に信じてよいことなのだろうか。

12 月の調査では、業況判断 DI について、大企業・中堅企業・中小企業、製造業・非製造業のいずれもがプラスの DI に転じた。これは「良い」という回答が、「悪い」の回答を上回っていることを意味する。本当に、「良い」という企業数が多数派になったことを真実として受け止めてよいのだろうか。

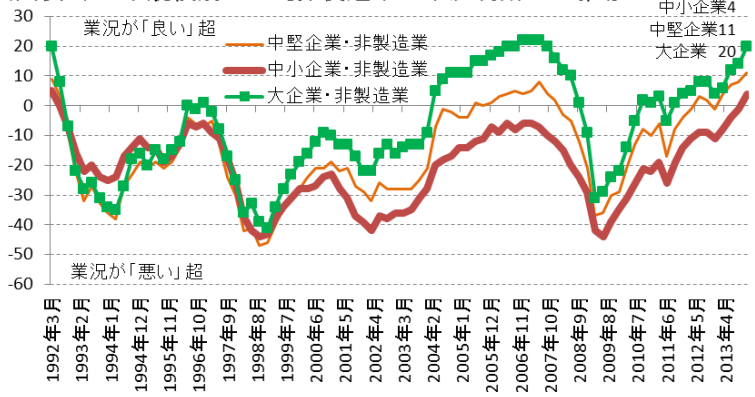
筆者が驚くのは、中小企業のうち、非製造業の業況判断 DI までがプラスになったことだ。中小企業・非製造業のプラスは、実に 21 年ぶり。1992 年 3 月調査以来のことである（図表１）。非製造業について、大企業、中堅企業、中小企業と分けて景況感の推移をみても、今回は水面下に長く沈んでいた中小企業まで、業況の水準が回復してきていることがわかる（図表２）。こうした変化は、1990 年代バブルが崩壊してから、間もなくの状態をまた取り戻しているという感覚は、にわかに信じ難い。一体、この変化は本当なのだろうか。

（図表１）中小企業の業況判断DIの推移



出所：日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

（図表２）企業規模別にみた非製造業の業況判断DIの推移



出所：日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

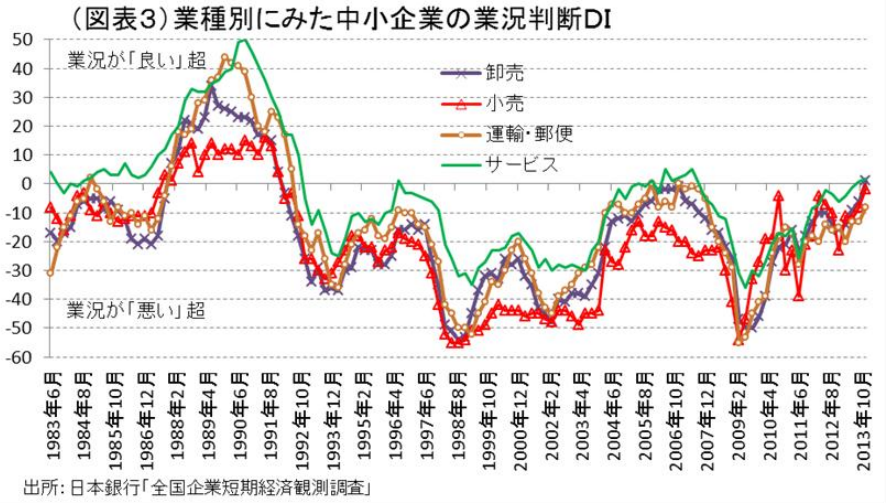
浮上してきた小売業

中小企業・非製造業のうち、個別の業種の業況判断ＤＩを調べると、個人消費周りが改善している特徴があることがわかった。特に、従来に比べて改善しているのは小売業である。卸売業、サービス業、

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。

運輸･郵便業と小売業の 4 つについて、長期時系列のデータで業況判断ＤＩの推移を見てみた（図表３）。

小売業のＤＩは、1990 年代後半からの金融不安の時期を通じて低迷を続けていたが、ここ数年間で改善してきた様子がわかる。2006・2007 年のリーマンショック前に、サービス業や卸売業が改善した時期にも、小売業の業況ＤＩが水面下にあり、マイナスだった。つまり、他の業種が改善しても小売業だけは依然として「悪い」が多数派だったのだ。



この状況が変化した背景には、高齢者消費が 2011 年後半から増え始めたという変化がある。団塊世代が 60 歳になって、職場からリタイアし始めた時期は、2006 年後半から 2009 年である。彼らが 65 歳になって、厚生年金の定額部分を受け取り始めるのが、2011 年後半から 2014 年のタイミングである。

彼らの年金受取の増加が、高齢者消費の増加を後押しした。2013 年 7-9 月時点で個人消費の 47%は、世帯主 60 歳以上の世帯の消費によって構成されている。実額にして 112 兆円の高齢者消費が、中小企業・小売業の業績を改善させたのである。街の商店街を見ても、高齢者向けに根強い人気を維持している個人商店があることに気付く。顧客とコミュニケーションを重視するタイプの小売店は、高齢者消費の追い風を受けやすい。

個別には、薬局、ドラッグストアは高齢者の顧客によって以前よりに賑わっている。食品販売も、魚介類・果物は高齢者の消費ウエイトが高い。そのほか家電販売、自動車販売も、シニア世代の客層を捕まえて、1990 年代の極端に悪化した状態からは復活している。内閣府「景気ウォッチャー調査」では、家計動向関連の家電量販店、乗用車・自動車備品販売店のＤＩの水準が、リーマンショック以降で大きな回復を遂げていた。

なぜ、小売業が回復したかという仮説として、現在生き残っている小売業は、21 年前とは異なる顔ぶれかもしれないという見方もできる。例えば、1992 年に羽振りがよかった小売店の中には、相当数がすでに廃業しているものがある可能性がある。現在、生き残っているのは、新しく事業を始めて、それなりに競争力を維持している中小企業が少なくない。個人の消費スタイルも、街中に出かけていくよりも、身近な店舗や、通販を使うようになってきている。これらの変化は、「必ずしも企業が大きいことが有利に働かない」という変化である。百貨店・スーパーは、90 年代以降、業績を上げているわけではない。むしろ大型店は苦戦している。消費分野では、大型化、一極集中というよりも、小型化、分散化の傾向で形態が分化している。インターネットの普及も、中小企業には有利に働いている。

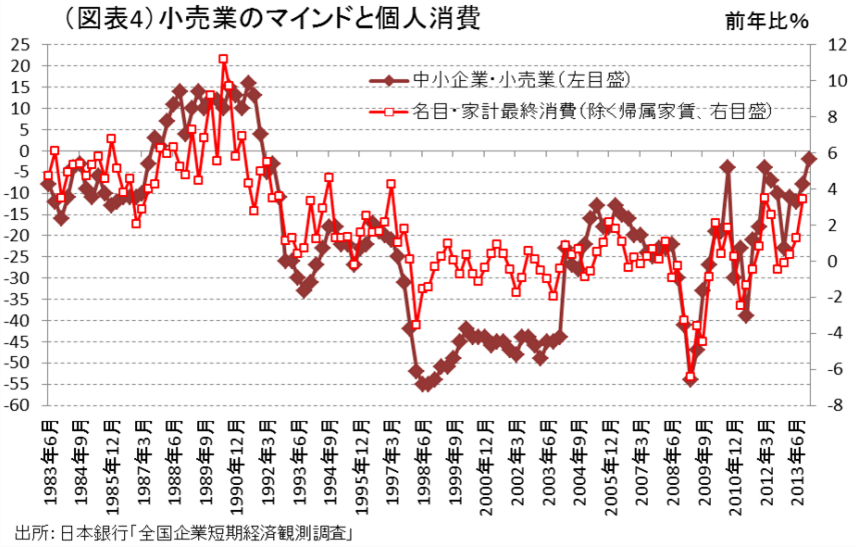
中小企業・小売業と個人消費

どうして小売業の企業マインドが改善しているのかを、マクロの消費との関係で調べてみた。名目・家計消費の前年比と、中小･中堅･大企業の小売業の業況判断ＤＩの関連性を調べると、最も関係が密接

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。

なのは、中小企業であった（図表４）。これは意外なことである。参考まで、小売業以外に、卸業、不動産業、個人サービスなどと、名目・家計消費の関連を調べたが、やはり密接な関係があるのは、小売業であり、次いで通信業のＤＩであった。個人消費の裾野が広がる影響は、無数の中小・小売業への恩恵になるということだ。

なお、名目・家計最終消費の動向を窺うと、金融不安のあった 1997 年以降、前四半期比で連続して増加することが少なかった。2005 年初から 5 四半期連続でプラスになることはあったが、そうした拡張を経験してこなかった。それに対して、アベノミクスが始まって、すでに 4 四半期ほど前期比プラスが続いている。その前の 2011 年 2Qから 2012 年 1Qまでの 4 四半期プラスだった。つまり、マクロの個人消費は、先の高齢者消費の影響を受けて回復していると言える。中小企業の改善は、その動きにつれて進んできたということだろう。

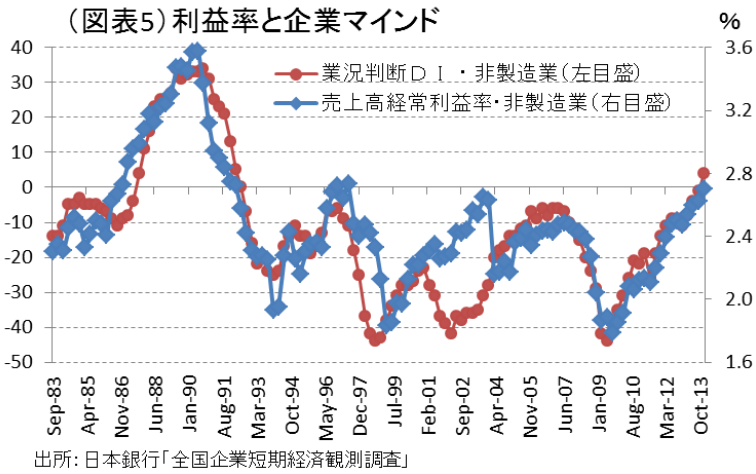


ノーマルが変わったのか

それでも、「1992 年に匹敵するほどの改善」という状況を納得できない人はいるだろう。

推論として、企業が日銀短観に答えるときの「良い」という状態が、1992 年と 2013 年では大きく食い違っている可能性もある。

つまり、1992 年に普通だと感じていた企業収益の水準と、2013 年に普通だと感じる収益水準は異なるはずだ。言うまでもなく、2013 年に普通だと感じる収益水準は、以前に比べて随分と低くなっていると考えられる。そこで、中小企業の業況ＤＩと、売上高経常利益率を並べてみた（図表５）。企業マインドが明るくなると共に、中小企業の利益率も同様に上昇してきているのが実情だ。



筆者は、企業がノーマルだと感じる、つまり、業況 DI がゼロになるときの売上高経常利益率がどのくらいなのかを計算してみた。すると、1983～2013 年にかけて、業況判断ＤＩがゼロ（＝普通の状態）と企業が暗黙のうちに前提にしている売上高経常利益率は 2.76%であった。

次に、この普通の状態に相当する売上高経常利益率が、期間ごとに変わっていれば、企業に実感を昔

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。

と今とで同一視することは正しくないことになる。

その結果を計量分析の手法を用いて計算すると、

（1）1983～1992 年のノーマルな状態の売上高経常利益率は、2.63%であった。

（2）2004～2013 年のノーマルな利益率は 2.65%

（3）リーマンショック後にあたる 2009～2013 年のノーマルな利益率も 2.65%

以上の分析から、ノーマルな利益率は過去 30 年間においてかなり安定していたと考えられる。ちょうど 2013 年度の中小企業・非製造業の売上高経常利益計画が 2.70%であった。それに見合う業況判断ＤＩがプラスの 4 ということになっている。計算上の分岐点を超えてきて、業況判断ＤＩもプラスに転化したという訳である。

この答えは一見、何の変哲もない回答に思えるが、極めて重要な意味を持つと思う。日銀短観の回答には、「所詮、企業の感想なのだからあてにならない」という冷ややかな声もある。しかし、企業の声を集計してみると、その声は暗黙のうちに企業の財務状況を根拠したものになっている。

21 年ぶりの意識変化が起こっていることについては、中小企業がいつまでも衰退を続ける企業の集まりではないということを示している。こうした変化を疎かに扱うべきではない。

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。