

Weekly
エコノミスト・
レター

日銀短観(6月調査)予測

～大企業製造業の業況判断 D.I.は1ポイント上昇
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

- 6月調査短観では、注目度の高い大企業製造業でわずかながら景況感の改善が示されると予想。大企業非製造業では順調な改善が示されるだろう。1-3月期の実質GDPは、国内経済が回復基調にあることを示す内容であった。その後の経済指標は強弱が入り混じっているが、全体としては緩やかな景気回復基調が続いていると考えられる。内需主導の景気回復を受けて、大企業の景況感改善が示されると見ている。原油価格が未だ低いレベルに留まっていることも追い風となる。製造・非製造業別では、非製造業の回復が製造業を上回るだろう。非製造業は内需回復の恩恵を受けやすいうえ、訪日外国人の増加も追い風になる。一方、製造業では、設備投資の持ち直しが下支えになるものの、新興国経済の減速に伴う輸出の低迷や、在庫の高止まりが景況感の抑制に働く。中小企業については、製造業では改善が見られず、非製造業も景況感の改善が抑制されると予想。人手不足感が強いほか、利益の改善が遅れているだけに、賃上げや円安に伴うコスト増が重石になりやすい。
- 先行きの景況感には方向感が分かれそうだ。大企業では米経済や国内消費の回復などへの期待から、改善が予想される。一方で、経営体力の問題から、先行きへの警戒が高まりやすい中小企業では、今回も景況感悪化が示されると見ている。
- 今回の短観では、市場などで織り込まれている景気回復シナリオに沿うような景況感の改善が見られるかが、まず注目される。景況感以外では、設備投資計画が見どころだ。1-3月期GDPの設備投資には反発が見られただけに、その流れを引き継いで、15年度計画が大幅な上方修正となるかが注目点となる。設備投資の実勢に回復が感じられる内容であれば、今後の景気回復シナリオをサポートする材料になる。

(図表1) 日銀短観業況判断D.I.の予測表

業況判断		3月調査		6月調査(予測)	
		最近	先行き	最近	先行き
大企業	製造業	12	10	13	14
	非製造業	19	17	23	25
	全産業	16	14	18	19
中堅企業	製造業	4	3	5	5
	非製造業	14	10	17	16
	全産業	10	7	12	12
中小企業	製造業	1	0	1	0
	非製造業	3	-1	5	3
	全産業	2	0	3	2

6月短観予測：内需回復を受け、非製造業中心の改善に

（製造業にはマインド抑制要因あり）

7月1日発表の日銀短観6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3月調査比で1ポイント上昇し、わずかながら景況感の改善が示されると予想する。一方、大企業非製造業の業況判断D.I.は23で前环比+4ポイントと、順調な回復を予想。

前回3月調査では、大企業製造業の業況判断D.I.が横ばいとなる一方、非製造業では2ポイント改善していた。

企業を取り巻く環境を確認すると、まず6月上旬に発表された15年1-3月期の実質GDP成長率（二次速報値）は2四半期連続のプラスとなり、その伸び率は前期比年率3.9%に達した。伸び率については在庫変動の影響でかさ上げされている面があるうえ、GDPの水準自体も消費増税後の落ち込みを概ね取り戻した程度にすぎないが、消費が3四半期連続のプラスとなったほか、出遅れていた設備投資も大きく伸びるなど、国内経済が回復基調にあることを示す内容であった。

その後の経済指標はこれまで判明している分については強弱が入り混じっている。主力の消費では、4月家計調査の実質消費が増税直後にあたる前年同月をも下回る一方、百貨店・スーパー売上は前年の反動で大きく増加。輸出は4月以降2ヵ月連続で減少。生産は4月に増加したが、在庫調整の遅れもあって勢いは鈍い。ただし、4月の景気一致指数が改善を示し、景気ウォッチャー調査の現状判断も5月にかけて4ヵ月連続で好不況の節目である50を上回っていることなどから、日本経済全体としては緩やかな景気回復基調が続いていると考えられる。

従って、短観では、内需主導の景気回復を受けて、大企業の景況感改善が示されると見ている。反転したとはいえ、原油価格が未だ低いレベルに留まっていることも追い風となる。製造・非製造業別では、非製造業の回復が製造業を明確に上回りそう。非製造業は内需回復の恩恵を受けやすい。訪日外国人の増加も追い風になるため。一方、製造業では、設備投資の持ち直しが下支え要因になるものの、新興国経済の減速に伴う輸出の低迷や、国内販売が低迷している自動車などでの在庫の高止まりが景況感の抑制に働く。

中小企業については、製造業が前环比横ばいの1、非製造業が2ポイント改善の5と予想。製造業では改善が見られず、非製造業も大企業と比べて景況感の改善が抑制されるだろう。中小企業ではかねてより人手不足感が強いほか、利益の改善が遅れているだけに、賃上げや円安に伴うコスト増が景況感の重石になりやすい。

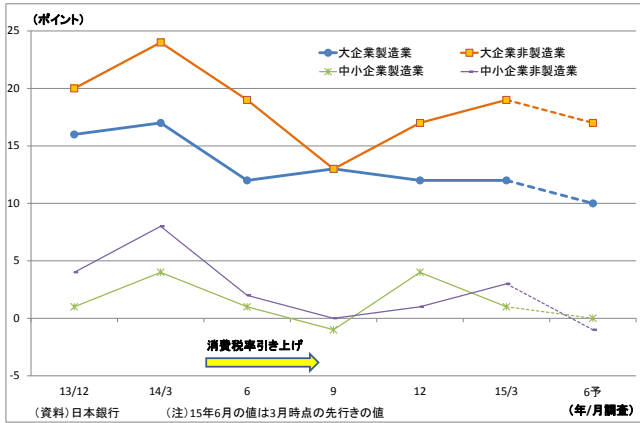
先行きの景況感には企業規模によって方向感が分かれそう。大企業では米国経済や国内消費の回復などへの期待から、製造業・非製造業ともに改善が予想される。一方で、経営体力の問題から、先行きへの警戒が高まりやすい中小企業では今回も景況感悪化が示されると見ている。

14年度設備投資計画（全規模全産業）は、前年度比4.9%増（前回は同4.4%増）へと上方修正されると予想。この際、例年6月調査（実績）では、大企業で下方修正、中小企業では年度計画が固まったことに伴って上方修正される傾向が強く、全体としては特段方向感に統計上のクセはないため、実態として上方修正されたと捉えて良いだろう。

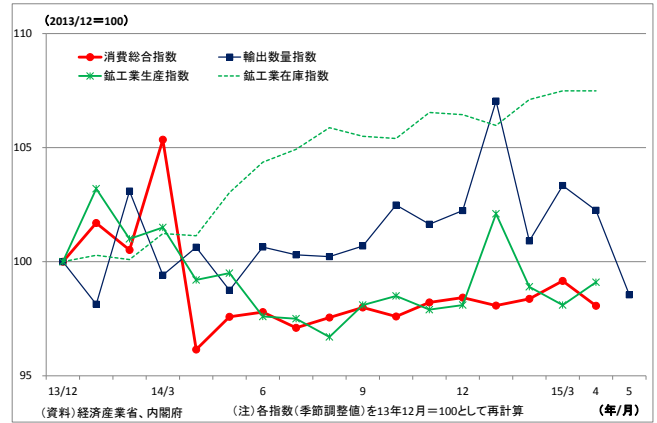
また、焦点の15年度設備投資計画は、14年度（実績）対比で1.3%増と予想。例年、3月調査から6月調査にかけては、計画が固まってくることに伴って、大きく上方修正される傾向が強いが、今回は例年よりもやや大き目の上方修正が行われると予想している。

これまで力強さを欠いてきた設備投資だが、好調な企業収益を背景に投資余力が高まっている中で、設備の老朽化や人手不足に伴う省力化投資需要、一部生産設備の国内回帰の動きなどが反映される形で、今回は従来よりもやや増勢が感じられる内容になると見ている。

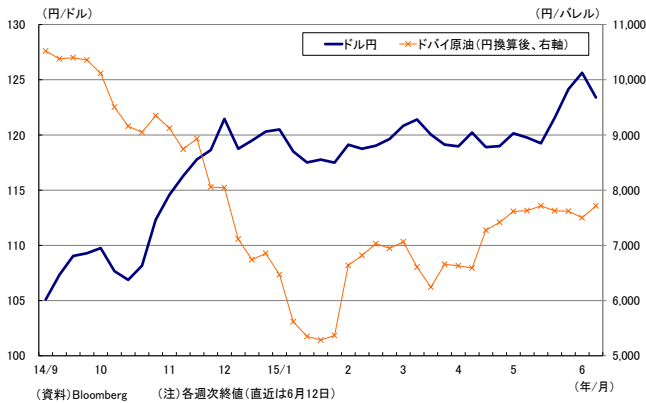
(図表2) 消費増税前後の業況判断 D.I.



(図表3) 消費・輸出・生産の動向



(図表4) 円相場と原油価格



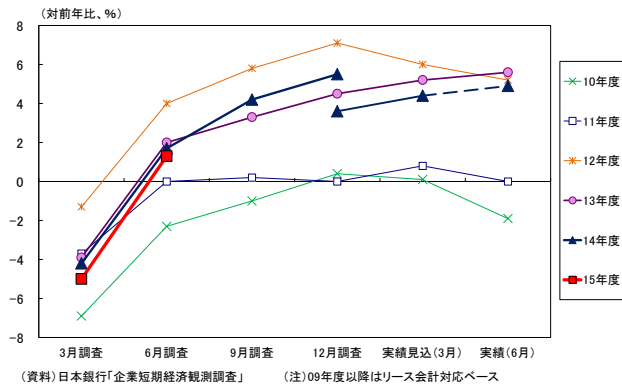
(図表5) 設備投資予測表

設備投資額(含む土地投資額) (前年度比%)

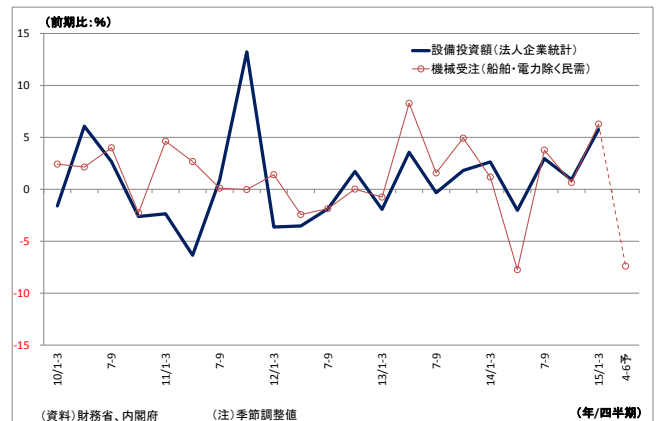
		3月調査		6月調査(予測)	
		2014年度	2015年度	2014年度	2015年度
大企業	製造業	6.7	5.0	3.6	13.3
	非製造業	8.8	-4.1	7.9	3.2
	全産業	8.2	-1.2	6.6	6.4
中小企業	製造業	6.2	-14.3	7.5	-4.3
	非製造業	-11.1	-24.5	-1.7	-21.4
	全産業	-6.2	-21.2	0.9	-16.2
全規模	製造業	7.1	1.3	5.4	9.1
	非製造業	3.1	-8.0	4.6	-2.4
	全産業	4.4	-5.0	4.9	1.3

(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) 設備投資額 (季節調整値)



(注目ポイント：回復シナリオに沿う内容か？円安の影響は？)

15年度の日本経済については、実質賃金の改善などから着実な回復が見込まれており、金融市場でも景気回復シナリオが浸透、織り込まれている。今回の短観は15年度入り後の最初の調査にあたることから、企業の現状・先行きの景況感に改善が見られるかが、まず注目される。景況感以外では、設備投資計画が見どころとなる。前回調査では、15年度計画が▲5.0%と力強さを欠く内容であった。1-3月期GDPの設備投資には反発が見られただけに、その流れを引き継いで、今回大幅な上方修正となるかが注目点となる。設備投資の実勢に回復が感じられる内容であれば、今後の景気回復シナリオをサポートする材料になるだろう。

また、円安の影響も気になる。ドル円レートは5月下旬以降に円安の動きを強め、一時125円台に乗せるなど、前回以降さらに円安が進んでいる。円安は大企業製造業を中心に収益に対してプラスに働くが、一方で最近では過度の円安を警戒する声も強まっており、その影響が景況感にどう現れるのかという点には不透明感がある。

(日銀金融政策：景気判断との温度差は？)

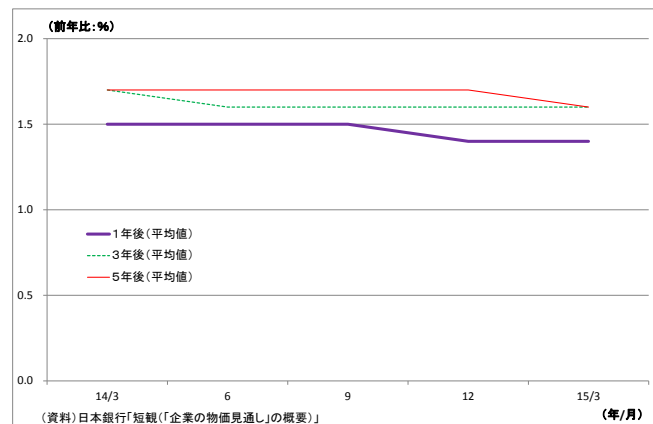
金融政策との関係という意味では、今回の短観の内容が日銀の景気判断に沿う内容となるかが注目される。日銀は5月の金融政策決定会合で景気判断を「わが国の景気は、緩やかな回復を続けている」(従来から「基調」を削除)へと上方修正している。景況感に改善がみられない場合は、日銀の景気判断や先行きのシナリオとの温度差が目立つことになるだろう。

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、比較的高い水準をキープしている。

最近では消費者物価上昇率が低下傾向にある中で、日銀は「物価の基調は高まっている」とのスタンスを維持している。物価見通しは「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るだけに、下振れの兆しが現れていないかが注目される。

もし下振れの兆しが現れたとしても、当面の追加緩和を促すほどのインパクトにはならないものの、日銀が警戒を強める材料にはなりそうだ。

(図表8) 企業の物価見通し



(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保證するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。