

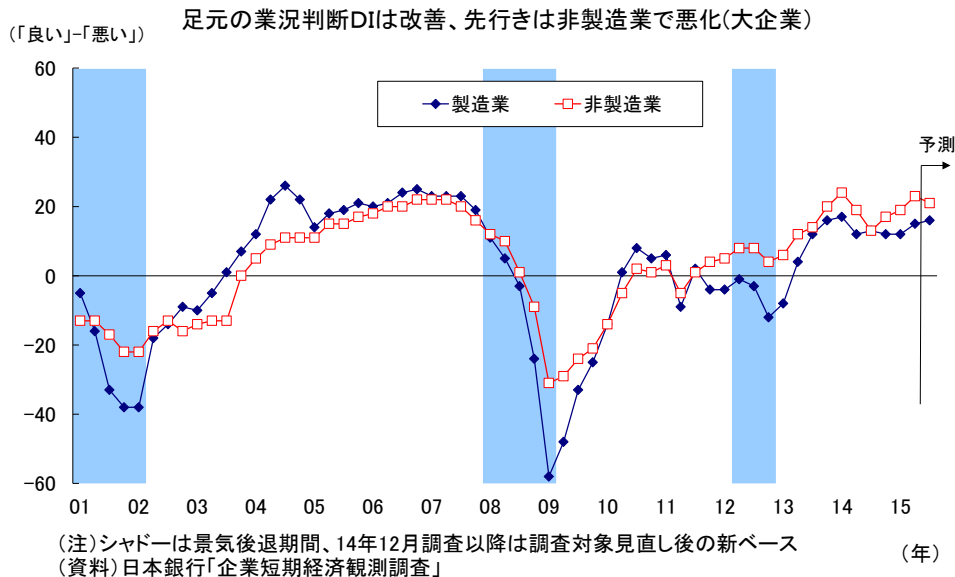
Weekly エコノミスト・ レター

日銀短観(6月調査)

～大企業製造業の景況感は3ポイント改善の
15、先行きはさらに改善

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 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 15 と前回 3月調査比で 3ポイント上昇し、3調査(四半期)ぶりに景況感の改善が示された。大企業非製造業の業況判断 D.I. も 23 で前环比 4ポイント改善しており、順調な回復となった。4月以降の経済情勢は強弱が入り混じっているが、製造業では回復の兆しが見える設備投資関連業種などの改善が目立ち、非製造業では訪日外国人の増加の追い風を受けやすい小売や宿泊・飲食サービスの改善が全体を牽引した。中小企業については、製造業が前环比 1ポイント悪化の 0、非製造業が 1ポイント改善の 4に留まった。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。先行きの景況感は企業規模によって方向感が分かれた。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示された。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、製造業で横ばい、非製造業で悪化が示された。
2. 15年度設備投資計画は、14年度(実績)対比で 3.4%増と大きく上方修正された。例年、6月調査にかけては、計画が固まってくることに伴って上方修正される傾向が強いが、今回はこの時期として近年まれに見る大幅な上方修正が行われている。これまで力強さを欠いてきた設備投資だが、従来よりも勢いが感じられる内容と評価できる。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たとみられる。



1. 全体評価：大企業の景況感は順調に回復したが、広がりには欠ける

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 15 と前回 3 月調査比で 3 ポイント上昇し、3 調査（四半期）ぶりに景況感の改善が示された。大企業非製造業の業況判断 D.I. も 23 で前回は 4 ポイント改善しており、順調な回復となった。

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。

その後の経済情勢は強弱が入り混じっている。個人消費には勢いこそあまり見られないものの、増加が著しい訪日外国人の消費という強力な追い風が吹いている。また、反動減の影響を強く受けてきた住宅着工にもようやく明るさが見え始めている。一方で、輸出は中国をはじめとする新興国経済低迷の影響を受けて弱含んでおり、生産は在庫調整の遅れもあって足踏み状態にある。

こうした中で、短観では、大企業において景況感の改善が示された。製造業では回復の兆しが見える設備投資関連業種などの改善が目立ち、非製造業では訪日外国人の増加の追い風を受けやすい小売や宿泊・飲食サービスの改善が全体を牽引した。

中小企業については、製造業が前回は 1 ポイント悪化の 0、非製造業が 1 ポイント改善の 4 となった。製造業では改善が見られず、非製造業も大企業と比べて改善が小幅に留まる。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。

先行きの景況感は企業規模によって方向感が分かれた。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示された。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、製造業で横ばい、非製造業で悪化が示された。

なお、事前の市場予想との対比では、注目度の高い大企業製造業については、足元・先行きともに市場予想（（足元：QUICK 集計 12、当社予想 13）（先行き：QUICK 集計 14、当社予想 14））をかなり上回った。大企業非製造業については、足元は市場予想（QUICK 集計 22、当社予想は 23）をやや上回ったが、先行きは予想（QUICK 集計 23、当社予想 25）を下回っている。

14 年度設備投資計画（全規模全産業、実績）は、前年度比 4.3% 増（前回は同 4.4% 増）と前回比でほぼ横ばいとなったが、焦点の 15 年度設備投資計画は、14 年度（実績）対比で 3.4% 増（前回は同 5.0% 減）と大きく上方修正された。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、上方修正される傾向が強いが、今回はこの時期として近年まれに見る大幅な上方修正が行われている。企業規模別では特に大企業、なかでも製造業において例年を大きく上回る上方修正となっている。

これまで力強さを欠いてきた設備投資だが、今回は 15 年度計画が大きく上方修正されているた

め、従来よりも勢いが感じられる内容と評価できる。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たとみられる。

日銀は5月の金融政策決定会合において景気判断を「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、先行きについても「緩やかな回復を続ける」としている。今回の短観において、大企業で足元の順調な回復が確認されたこと、設備投資計画が大幅に上方修正されたことは、日銀の見方をサポートする材料になるだろう。

ただし、足元の景況感の改善は大企業に留まり、広がりや欠けている。また、今回改善が目立った大企業非製造業でも、先行きについては悪化が示されていることなど、気がかりな材料も存在している。今回の結果は全体としては悪くはないが、日銀は引き続き慎重に動向を見極めるスタンスを維持するだろう。

また、金融政策との関係では、明日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。

2. 業況判断 D. I. : 全規模全産業では足元、先行きともに横ばい

全規模全産業の業況判断 D. I. は7（前回比横ばい）、先行きも7（現状比横ばい）となった。規模別、製造・非製造業別の状況は以下のとおり。

（大企業）

大企業製造業の業況判断 D. I. は15と前回調査の12から改善した。業種別では、全16業種中、改善が8業種と悪化の6業種を上回った（横ばいが2業種）。設備投資の回復を受けて、生産用機械（11ポイント改善）、業務用機械（4ポイント改善）が目立つほか、回復が遅れていた窯業・土石（18ポイント改善）、紙・パルプ（14ポイント改善）、石油・石炭製品（11ポイント改善）が持ち直したことが全体の回復を牽引した。一方で、木材・木製品（29ポイント悪化）、鉄鋼（17ポイント悪化）、金属製品（7ポイント悪化）が全体を抑制。また、反動減からの回復の遅れに加え、4月からの税制変更の悪影響を受ける自動車（4ポイント悪化）も冴えなかった。産業の裾野が広いだけに、他業種に対してマイナスの影響が広がった可能性がある。

先行きについては、悪化が8業種に対し改善が7業種とまちまちになったが、全体では1ポイントの改善を示している。木材・木製品（29ポイント改善）、石油・石炭製品（17ポイント改善）、鉄鋼（17ポイント改善）などが大きく改善。今回悪化した自動車（5ポイント改善）にも持ち直しの動きがみられる。

大企業非製造業の D. I. は23と前回調査の19から4ポイント改善した。業種別では、全12業種中、改善が9業種と、悪化の2業種を大きく上回った（横ばいが1業種）。個人消費の持ち直しや

春節に伴う訪日客の消費拡大の追い風を受けた小売（17ポイント改善）や宿泊・飲食サービス（9ポイント改善）が大きく貢献したほか、通信（12ポイント改善）も伸びた。なお、不動産（2ポイント改善）も小幅ながら引き続き改善しており、D.I.の水準では非製造業で最高に達するなど、金融緩和のプラス効果もうかがわれる。

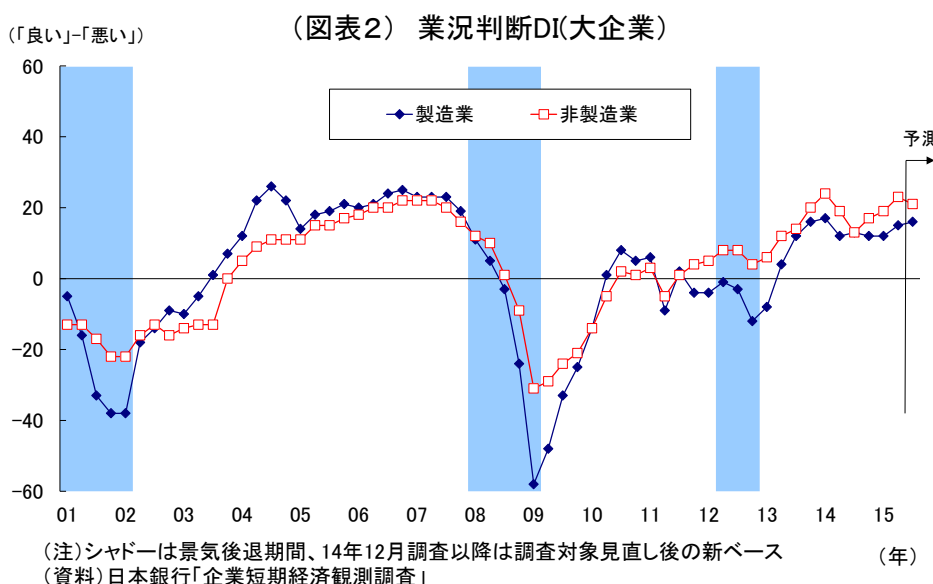
先行きについては、殆ど全業種で悪化が示され、改善はなし。全体では2ポイントの悪化となった。今回大きく改善した通信（11ポイント悪化）が悪化に転じるほか、円安・原油価格持ち直しの悪影響を受けやすい運輸・郵便（9ポイント悪化）の悪化幅が大きい。小売（3ポイント悪化）も悪化に転じており、先行きに対して慎重な見方がうかがわれる。

（図表1） 業況判断DI

（「良い」-「悪い」・%ポイント）

		2015年3月調査		2015年6月調査			
		最近	先行き	最近	先行き		変化幅
					変化幅	先行き	
大企業	製造業	12	10	15	3	16	1
	非製造業	19	17	23	4	21	-2
	全産業	16	14	19	3	18	-1
中堅企業	製造業	4	3	2	-2	4	2
	非製造業	14	10	16	2	14	-2
	全産業	10	7	10	0	9	-1
中小企業	製造業	1	0	0	-1	0	0
	非製造業	3	-1	4	1	1	-3
	全産業	2	0	2	0	1	-1

（注）「最近」の変化幅は、前回調査の「最近」との対比。
 「先行き」の変化幅は、今回調査の「最近」との対比。
 14年12月調査の値は調査対象見直し後の新ベース。



（中小企業）

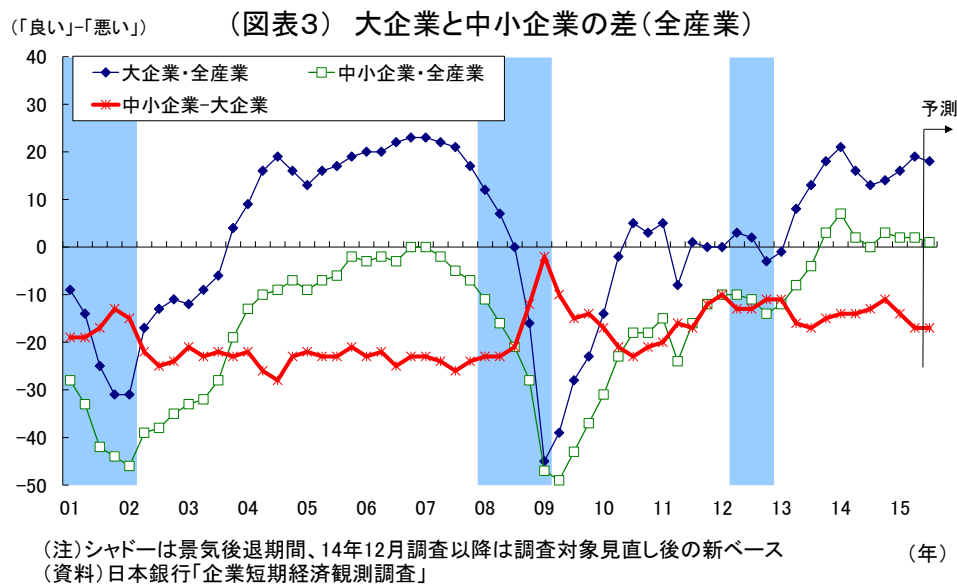
中小企業製造業の業況判断 D.I.は0と前回比1ポイント悪化した。業種別では全16業種中、悪化が10業種にのぼり、改善の6業種を上回った。業種別では、石油・石炭製品（9ポイント悪化）、電気機械（7ポイント悪化）、自動車（6ポイント悪化）の悪化が顕著。大企業の牽引役の一つとなった生産用機械（1ポイント改善）には目立った改善が見られなかった。

先行きは、悪化が7業種、改善が6業種とまちまちな状況に。はん用機械（10ポイント悪化）、

業務用機械（7ポイント悪化）の悪化が目立つほか、自動車（2ポイント悪化）も引き続き悪化する見込み。全体では横ばいとなっている。

中小企業非製造業のD.I.は4と前回比1ポイント改善した。全12業種中、改善が7業種と悪化の3業種を上回った。宿泊・飲食サービス（12ポイント改善）が突出した伸びを示し、全体を牽引した。一方で、大企業では大幅な改善となった小売（横ばい）については、改善がみられなかった。

先行きについては、3ポイントの悪化となった。業種別では、小売（1ポイント改善）が辛うじてプラスとなったほかは殆どの業種で悪化が示されている。中小企業は経営体力の問題から、先行きへの警戒が高まりやすく、今回も景況感の悪化が示された。



3. 需給・価格判断：内外需給は小動き、仕入コスト上昇への警戒が強く現れる

（需給判断：内外需給は小動き）

大企業製造業の国内製商品・サービス需給判断 D.I.（需要超過-供給超過）は、前回比横ばい、非製造業では1ポイント改善した。非製造業では内需の回復や訪日外国人の消費がプラスに働いたと考えられる。製造業の海外での製商品需給も前回から横ばいで推移。悪化したわけではないが、中国をはじめとする新興国の景気低迷の影響を受けたとみられ、改善が見られなかった。

先行きについては、国内需給は製造業で3ポイント、非製造業で1ポイントの改善が見込まれている。製造業の海外需給も2ポイントの改善が見込まれており、海外経済の回復が想定されている可能性が高い。

中小企業は大企業とはやや異なり、国内需給は製造業で1ポイント、非製造業で2ポイント悪化、製造業の海外需給も1ポイント悪化した。先行きについては内外ともに概ね横ばい圏となっており、先行きに対する明るさは出ていない（図表4）。

（価格判断：仕入コスト上昇への警戒が強く現れる）

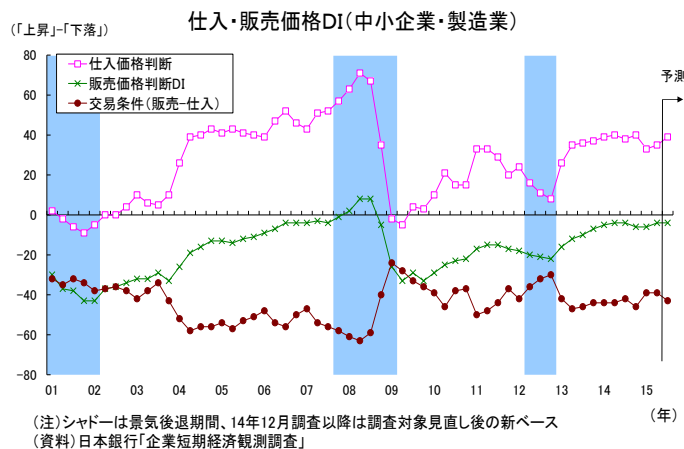
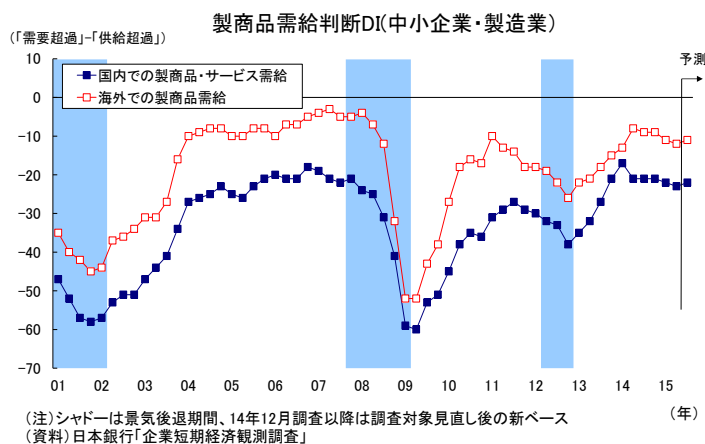
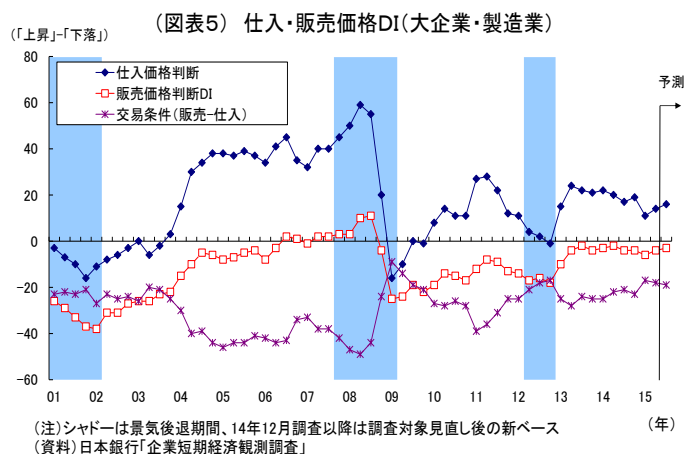
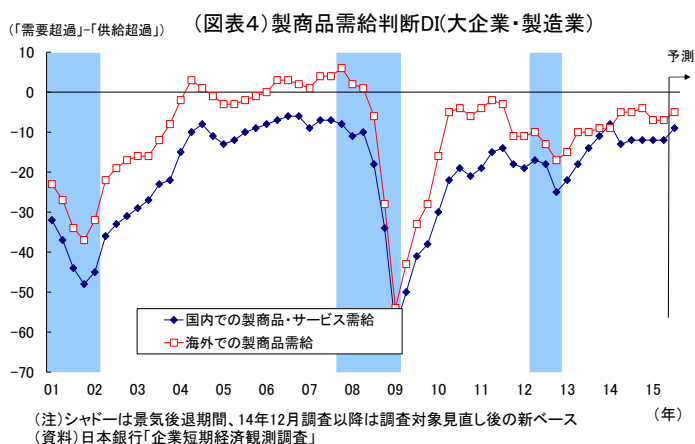
大企業製造業の販売価格判断 D.I.（上昇-下落）は前回から2ポイント上昇、非製造業では横ば

いとなった。一方、仕入価格判断 D.I. (上昇-下落)は製造業で3ポイント上昇、非製造業でも2ポイント上昇しており、原油価格持ち直しと円安によるコスト増加の影響が出ているとみられる。製造業、非製造業ともに、販売価格 D.I. の上昇幅を仕入価格 D.I. の上昇幅が上回ったことで、両者の差し引きであるマージン(利鞘)は前回から縮小している。

販売価格判断 D.I. の3ヵ月後の先行きについては、製造業が1ポイント上昇、非製造業が1ポイント低下と、ともに小動きが見込まれている。一方、仕入価格判断 D.I. は製造業で2ポイント、非製造業で3ポイント上昇する見込みとなっており、マージンはさらに縮小することが見込まれている(図表5)。ここでも原油価格の持ち直しと円安の影響が加味されている模様。

中小企業の販売価格判断 D.I.は製造業が前回から2ポイント上昇、非製造業では1ポイントの上昇となった。仕入価格判断 D.I.も製造業で2ポイント上昇、非製造業で1ポイント上昇したため、差し引きであるマージンは、前回から変化なし。

先行きについては、販売価格 D.I.が製造業・非製造業ともに小幅の上昇に留まる一方、仕入価格判断 D.I.が製造業で4ポイント、非製造業で7ポイント上昇と大幅な上昇が想定されており、マージンが大きく悪化することが見込まれている。理由は大企業と同様と考えられるが、価格交渉力や円安への対応力が大企業に比べて限定的になりがちにだけに、中小企業のコスト上昇に対する警戒感はかなり強い。



4. 売上・収益計画：15年度利益計画は上方修正、円安の折り込みが進む

14年度収益計画（全規模全産業、実績）は、売上高が前年度比0.6%増（前回調査では1.4%増）とやや下方修正されたが、経常利益は5.9%増（同1.9%増）と上方修正された。経常利益は13年度の伸び（前年度比28.4%）には及ばないものの、引き続き増益を確保している。

下記のとおり、事業計画の前提となる為替レートに実績としての円安が織り込まれたことが追い風になったようだ。輸出売上の上方修正が顕著になっており、製造業中心の上方修正であることが、このことを裏付けている。

また、15年度収益計画（全規模全産業）は、売上高が前年度比0.4%増（前回は0.6%増）、経常利益が0.4%減（前回は0.6%増）となった。表面上はともに前回から下方修正されたように見えるが、経常利益については、比較対象となる14年度分が今回かなり上方修正されているため、15年度分も実態としては、前回から上方修正（修正率3.0%）されている。

14年度と同様、経常利益は製造業中心の上方修正になっている。下記のとおり、事業計画の前提となる為替レートに円安が織り込まれたことが修正の一因になっているとみられる。

15年度想定為替レート（大規模製造業）は115.62円（上期115.59円、下期115.65円）と、前回の111.81円から円安方向に修正されている。

ただし、足元の実勢である120円台とはまだ乖離が大きい。さらに、今後米国が利上げに向かう中で、円安ドル高シナリオは崩れそうにない。従って、収益計画についても、今後一段と円安が織り込まれていくことで、大企業・製造業を中心に上方修正される可能性が高い。

（図表6）売上高計画（前年度比・%）

		2014年度		2015年度 (計画)	
			修正率		修正率
大企業	製造業	1.3	0.1	0.9	0.4
	国内	-0.6	-0.8	0.1	-0.9
	輸出	5.9	2.4	2.8	3.6
	非製造業	0.5	-3.1	0.3	-3.6
	全産業	0.8	-1.8	0.6	-2.0
中堅企業	製造業	1.9	0.2	1.4	0.1
	非製造業	0.2	0.2	1.2	0.2
	全産業	0.6	0.2	1.2	0.2
中小企業	製造業	1.2	-0.4	0.5	-0.8
	非製造業	0.0	0.9	-0.9	0.4
	全産業	0.2	0.6	-0.6	0.1
全規模	製造業	1.4	0.0	0.9	0.1
	非製造業	0.3	-1.1	0.1	-1.5
	全産業	0.6	-0.8	0.4	-1.0

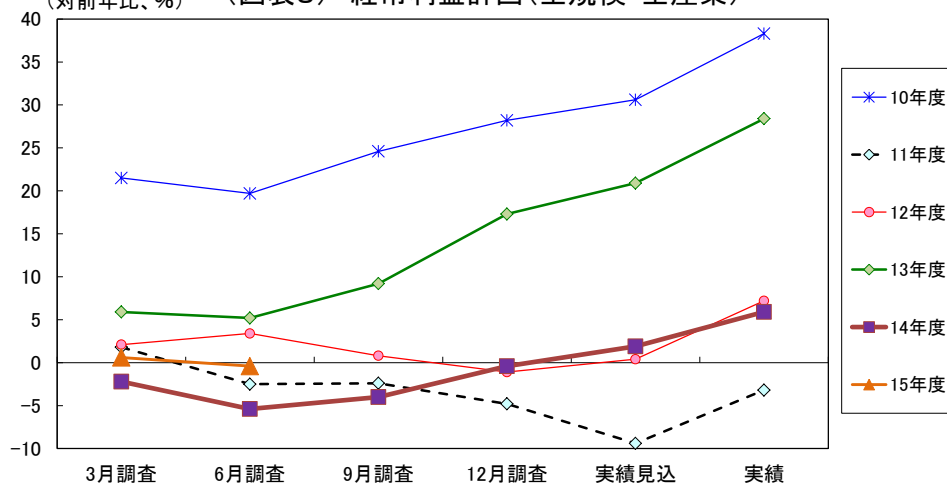
（注）修正率は前回調査との対比。

(図表7) 経常利益計画 (前年度比・%)

		2014年度		2015年度 (計画)	
			修正率		修正率
大企業	製造業	11.5	6.1	0.8	5.5
	素材業種	0.1	-2.9	8.2	1.8
	加工業種	16.1	9.6	-1.8	7.0
	非製造業	3.7	0.3	1.5	1.8
	全産業	7.6	3.2	1.1	3.7
中堅企業	製造業	11.8	7.1	0.0	5.4
	非製造業	-0.6	4.0	-2.3	0.5
	全産業	3.1	4.9	-1.6	2.0
中小企業	製造業	8.6	3.7	-1.5	-1.2
	非製造業	0.8	6.9	-5.6	2.2
	全産業	2.6	6.0	-4.6	1.3
全規模	製造業	11.2	5.9	0.5	4.8
	非製造業	2.2	2.5	-1.0	1.6
	全産業	5.9	4.0	-0.4	3.0

(注)修正率は前回調査との対比。

(図表8) 経常利益計画(全規模・全産業)

(注)14年12月調査以降は調査対象見直し後の新ベース
(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

5. 設備投資・雇用：設備投資計画は大幅上方修正、人手不足はやや緩和

生産・営業用設備判断 D.I. (「過剰」－「不足」)は全規模全産業で0と、前回から1ポイント上昇した。また、雇用人員判断 D.I. (「過剰」－「不足」)も全規模・全産業で▲15と前回から2ポイント上昇した。

上記の結果、需給ギャップの代理変数とされる「短観加重平均 D.I.」(設備・雇用の各 D.I. を加重平均して算出)も前回からやや上昇(▲11.1ポイント→▲9.4ポイント)している。設備・雇用ともに製造業での上昇が非製造業を上回っており、最近の生産減少によって、逼迫感がやや緩和したと考えられる。

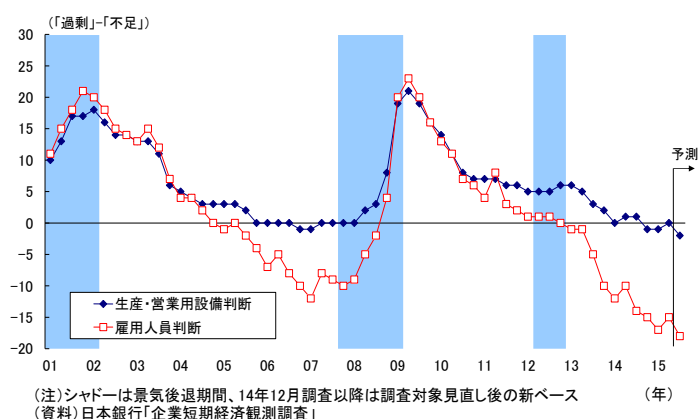
前回よりは緩和したとはいえ、依然不足感の強い人員について内訳を見てみると、従来同様、製造業(全規模で▲5)よりも、労働集約型産業が多い非製造業(全規模で▲22)の方がより人手不足感が強い。また、企業規模別で見ると、中小企業が▲16と大企業の▲9を大きく下回る状況が続

いている。ここには、企業規模による人材調達力の違いが反映されているとみられる。この結果、中小企業非製造業では▲22 と大幅なマイナスが続いている。

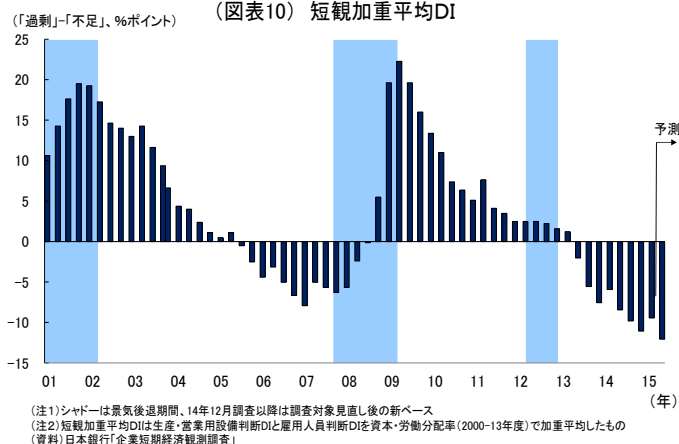
人手不足は製造業・非製造業や企業規模を問わず幅広く浸透しているが、特に中小企業非製造業において深刻な課題になっている。

先行きの見通し（全規模全産業）は、設備判断 D. I. が現状比 2 ポイント低下の▲2、雇用判断 D. I. は 3 ポイント低下の▲18 と、ともに不足感が強まる見通しであり、両者を反映した「短観加重平均 D. I.」も再び低下に転じる見込み（▲9.4 ポイント→▲12.1 ポイント）。特に雇用判断 D. I. の低下が中小企業を中心に目立っており、中小企業における人手不足に対する警戒感が現れている（図表 9, 10）。

（図表9）生産・営業用設備判断と雇用人員判断DI(全規模・全産業)



（図表10）短観加重平均DI



14年度設備投資計画（全規模全産業、実績）は、前年度比 4.3%増（前回は同 4.4%増）と前回はほぼ横ばいとなった。ちなみに、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なり、全体としては特段方向感に統計上のクセはない。従って、実態としてはほぼ前回計画どおりだったと見てよいだろう。

また、焦点の 15 年度設備投資計画は、14 年度（実績）対比で 3.4%増（前回は同 5.0%減）と大きく上方修正された。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、上方修正される傾向が強いが、今回はこの時期としては近年まれに見る大幅な上方修正が行われている。企業規模別では特に大企業、なかでも製造業において例年を大きく上回る上方修正となっている。

これまで力強さを欠いてきた設備投資だが、今回は 15 年度計画が大きく上方修正されているため、従来よりも勢いが感じられる内容と評価できる。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たとみられる。

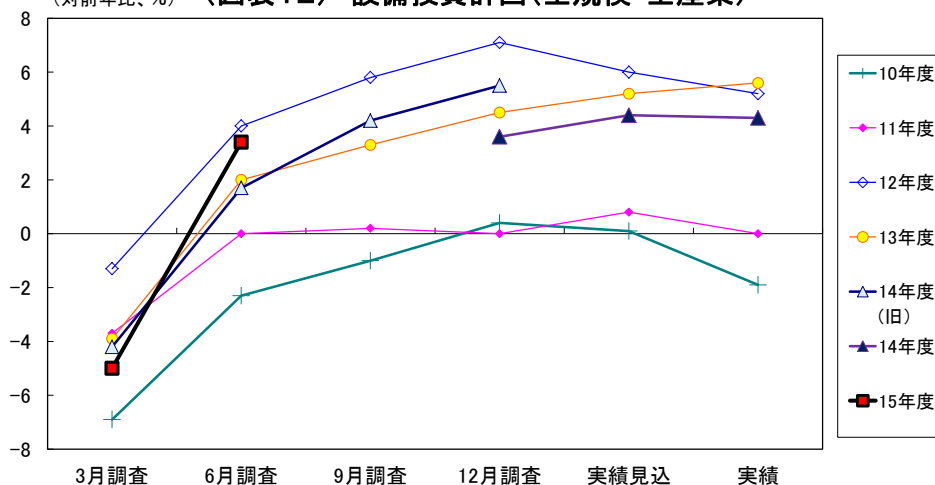
なお、15 年度計画（全規模全産業 3.4%増）は事前の市場予想（QUICK 集計 0.7%増、当社予想は 1.3%増）を大きく上回る結果であった。

(図表11) 設備投資計画 (前年度比・%)

		2014年度		2015年度 (計画)	
			修正率		修正率
大企業	製造業	5.6	-1.1	18.7	11.8
	非製造業	6	-2.6	4.7	6.3
	全産業	5.9	-2.1	9.3	8.2
中小企業	製造業	9.6	3.3	-9.9	8.5
	非製造業	-5.0	6.8	-18.4	15.4
	全産業	-0.8	5.7	-15.7	13.0
全規模	製造業	6.8	-0.2	12.3	10.6
	非製造業	3.1	0.0	-1.0	7.6
	全産業	4.3	-0.1	3.4	8.7

(注) 含む土地投資額。修正率は前回調査との対比。リース会計対応ベース。

(対前年比、%) (図表12) 設備投資計画(全規模・全産業)



(注) リース会計対応ベース。14年度分は12月調査は新旧併記、実績見込みは新ベース、15年度分は新ベース

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

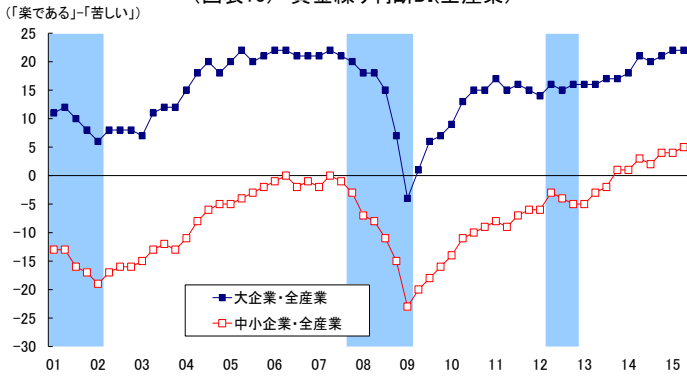
6. 企業金融：企業の資金繰りと資金調達環境は良好

企業の資金繰り判断 D.I. (「楽である」－「苦しい」) は大企業が 22 で前回比横ばい、中小企業が 5 で、前回比 1 ポイント改善した。また、企業サイドから見た金融機関の貸出態度判断 D.I. (「緩い」－「厳しい」) も、大企業が 27 で前回比横ばい、中小企業が 16 で前回比 1 ポイント改善している (図表 13, 14)。

両 D. I. ともに小動きの状態が続いているが、方向性としては改善基調にある。また、D. I. の水準は大企業・中小企業ともに、過去との対比でかなりの高水準にあり、総じてバブル期やリーマン・ショック前の好況期のレベルに達している。

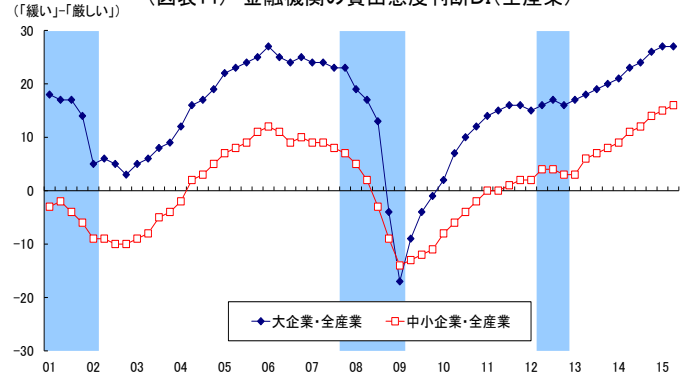
①政府・日銀による貸出増加への強力なサポート、②企業収益の改善とそれに伴う信用リスクの低下、③歴史的な超低金利、④銀行側の厳しい競争、などが銀行の貸出を強力に後押ししており、企業の資金繰りも改善、企業を取り巻く金融環境は引き続き良好 (緩和的) である。

(図表13) 資金繰り判断DI(全産業)



(注)シャドーは景気後退期間、14年12月調査以降は調査対象見直し後の新ベース
 (資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

(図表14) 金融機関の貸出態度判断DI(全産業)



(注)シャドーは景気後退期間、14年12月調査以降は調査対象見直し後の新ベース
 (資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

(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証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。