

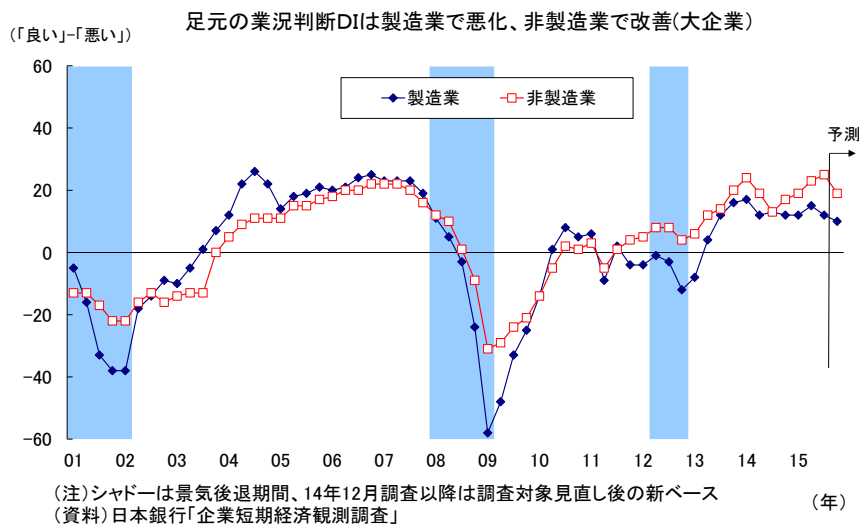
Weekly エコノミスト・ レター

日銀短観(9月調査)

～大企業製造業の景況感は3ポイント悪化した
が、非製造業は改善、強弱分かれる

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9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12と前回6月調査比で3ポイント低下し、3四半期ぶりに景況感の悪化が示された。一方、大企業非製造業では、4四半期連続となる景況感の改善が示された。前回以降、景気の停滞感は強まっているうえ、8月以降に強まった新興国経済の減速感と金融市場の混乱は景況感にとってマイナス材料となったはずだ。海外情勢の影響を受けやすい大企業製造業では新興国経済減速のインパクトが大きく、景況感の悪化が示された。一方、非製造業では、インバウンド消費の増加や資源価格下落が追い風となって景況感が改善したと考えられる。中小企業は、製造業が前回比横ばい、非製造業が1ポイント低下となった。製造業は大企業ほど海外展開が進んでいないため、悪影響も今のところ限定的になったとみられる。非製造業は人手不足感が極めて強いことが制約要因となり、景況感が悪化したと考えられる。先行きの景況感については、幅広く悪化している。最近の情勢悪化を受けて、内外経済の下振れリスクは高まっており、景気回復シナリオへの慎重な見方が強まっていると考えられる。
2. 15年度設備投資計画(全規模全産業)は、前年度比で6.4%増と、前回調査時点の3.4%増から上方修正された。例年、6月調査から9月調査にかけては、計画が固まってくることに伴って、中小企業を中心に上方修正される統計のクセが強いため今回も上方修正となったが、例年と比べても上方修正の幅が大きい。中国・新興国経済の減速が続くなかで、意外感のある結果であったが、情勢が流動的であるうえ、年度末までは期間を残しているだけに、計画自体を見直す動きまでにはまだ至っていないようだ。



1. 全体評価：企業マインドは足元で強弱分かれる、先行きは幅広く悪化

日銀短観 9 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 12 と前回 6 月調査比で 3 ポイント低下し、3 四半期ぶりに景況感の悪化が示された。一方、大企業非製造業の業況判断 D.I. は 25 と前回比 2 ポイント上昇し、4 四半期連続となる景況感の改善が示された。

前回 6 月調査では、大企業製造業、非製造業ともに景況感の改善が示されていた。しかし、その後発表された GDP 統計では、4-6 月期の日本経済が内・外需ともにマイナス成長であったことが明らかとなり、さらに 7 月以降の主要経済指標（消費・輸出・生産など）も総じて冴えない内容であったため、景気の停滞感は前回調査時点よりも強まっている。さらに、8 月になると、米利上げに伴う新興国不安が煽る中で、人民元切り下げや天津爆発事故、景気指標の悪化など中国に関する悪材料が相次いだことで中国経済減速への不安が急激に高まり、中国以外の新興国不安も巻き込む形で株式市場では世界的に株価が急落、為替は円高ドル安に振れた。新興国経済減速と金融市場の混乱は企業の景況感にとってマイナス材料となったはずだ。

一方、プラス材料もある。一つは中国不安等に伴う資源価格の下落だ。とりわけ原油価格は（円建てで見ても）6 月以降に大きく下落しており、日本企業の損益にはプラスに働いた。そして、もう一つのプラス材料は訪日客の増加だ。前回調査以降も訪日客の大幅な増加は続いており、インバウンド消費も増勢を続けているとみられる。

このような強弱材料があるなかで、海外情勢の影響を受けやすい大企業製造業では中国をはじめとする新興国経済減速というマイナス材料のインパクトがさすがに大きく、景況感の悪化が示された。一方、非製造業では、個人消費回復の遅れというマイナス材料はあるものの、インバウンド消費の増加や、資源価格の下落が追い風となって、景況感が改善したと考えられる。

中小企業については、製造業が前回比横ばいの 0、非製造業が 1 ポイント低下の 3 となった。製造業は大企業ほど海外展開が進んでいないため、悪影響も今のところ限定的になったとみられる。非製造業に関しては、人手不足感が極めて強いことが制約要因となり、大企業の動きとは逆に景況感が悪化したと考えられる。

先行きの景況感については、企業規模や製造業・非製造業を問わず、現状比で悪化している。最近の情勢悪化を受けて、内外経済の下振れリスクは高まっており、景気回復シナリオへの慎重な見方が強まっていると考えられる。とりわけ、足元で景況感が改善した大企業非製造業（6 ポイント悪化）の悪化幅が大きい。現在は好調なインバウンド消費だが、その大半は新興国からの旅行者によるものであるだけに、先行きへの警戒が強く現れているようだ。

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（QUICK 集計 13、当社予想 13）は予想を小幅に下回ったが、先行きは市場予想（QUICK 集計 10、当社予想 10）と一致した。大企業非製造業については、足元（QUICK 集計 20、当社予想は 18）、先行き（QUICK 集計 18、当社予想 17）ともに市場予想を上回った。

15 年度設備投資計画（全規模全産業）は、前年度比で 6.4% 増と、前回調査時点の 3.4% 増から上方修正された。例年、6 月調査から 9 月調査にかけては、計画が固まってくることに伴って、中小企業を中心に上方修正される統計のクセが強いため今回も上方修正となったが、例年と比べても

上方修正の幅が大きい。

中小企業において上方修正の幅が例年をやや上回ったほか、例年この時期には特段のクセが出ない大企業においても、今回は上方修正が行われたためだ。中国・新興国経済の減速や金融市場の緊張が続くなかで、足元の設備投資動向に力強さは見られないだけに意外感のある結果であったが、情勢が流動的であるうえ、年度末までは期間を残しているだけに、計画自体を見直す動きまでにはまだ至っていないようだ。

日銀は9月の金融政策決定会合で、海外経済や輸出・生産に対する判断を下方修正したものの、景気の総括判断は「(輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、) 緩やかな回復が続いている」とし、個人消費に関しても、「雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している」と前向きに評価している。また、景気の先行きに関しても、「緩やかな回復が続けていくとみられる」と、従来から変化はない。今回の短観は、大企業製造業を除く足元の景況感や設備投資計画の予想比上振れなど、全体的にはそれほど悪くないという印象だ。従って、この短観の結果が日銀に早期の追加緩和を促す直接の材料にはなりにくい。ただし、先行きの景況感が幅広く悪化を示している点は、日銀が警戒をやや強める材料になり得る。また、設備投資に関しても、計画こそ強いものの、直近までの経済指標からは増勢がうかがわれないだけに、手放しで好感はできず、慎重に動向を見極めに行くだろう。

ちなみに、明日2日に発表される「企業の物価見通し」も重要になる。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、比較的高い水準を維持してきた。これまで、消費者物価上昇率が低下し、低迷する中で、日銀は「物価の基調は高まっている」点を強調し、追加緩和を見送る理由としている。予想物価上昇率については、日銀が「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り、日銀は現時点において、「やや長い目で見れば、全体として上昇している」との判断を維持している。

予想物価上昇率は計測することが難しく、複数の指標を総合してみる必要があるが、今回発表される「企業の物価見通し」において明確な下振れが認められれば、日銀の「物価の基調は改善」という論理の綻びとなる可能性もあるだけに、その動向は注目に値する。

2. 業況判断 D. I. : 全規模全産業は足元改善、先行きは悪化へ

全規模全産業の業況判断 D. I. は8 (前回は1ポイント上昇)、先行きは5 (現状比3ポイント低下) 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12と前回調査の15から悪化した。業種別では、全16業種中、悪化が11業種と改善の4業種を上回った(横ばいが1業種)。原油価格の下落が損益悪化要因になりやすい石油・石炭製品(11ポイント悪化)、中国経済減速の影響を受けたとみられる機械系(はん用機械(9ポイント悪化)、生産用機械(5ポイント悪化)、業務用機械(6ポイント悪化))など幅広い業種で悪化が目立つ。一方、住宅市場の持ち直しを受けた木材・木製品(47ポイント改善)が大幅な改善となった。4月からの税制変更の悪影響を受ける自動車(3ポイント改善)も改善しており、前回悪化した反動が出た形とみられる。

先行きについても、悪化が9業種と改善の3業種を上回っており、全体では2ポイントの悪化を示している。木材・木製品(18ポイント悪化)、生産用機械(15ポイント悪化)で悪化が顕著。今

回改善した自動車（3ポイント悪化）も悪化に転じている。

大企業非製造業のD.I.は25と前回調査の23から2ポイント改善した。業種別では、全12業種中、改善が8業種と、悪化の3業種を大きく上回った（横ばいが1業種）。対個人サービス（11ポイント改善）のほか、訪日客増加の追い風を受ける宿泊・飲食サービス（5ポイント改善）、小売（3ポイント改善）などが牽引役となった。

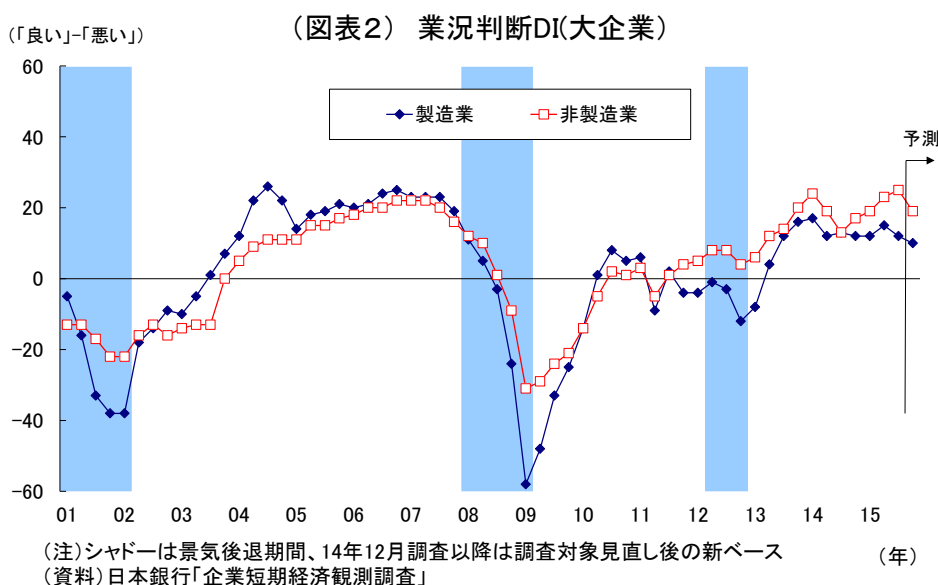
一方、先行きについては、殆ど全業種で悪化が示され、改善は1業種のみ。全体では6ポイントの悪化となっている。通信（27ポイント悪化）が大幅な悪化に転じるほか、足元の牽引役となった宿泊・飲食サービス（16ポイント悪化）、対個人サービスも大幅な悪化に転じており、先行きに対して慎重な見方がうかがわれる。

（図表1）業況判断DI

（「良い」-「悪い」・%ポイント）

		2015年6月調査		2015年9月調査			
		最近	先行き	最近	先行き		変化幅
					変化幅	変化幅	
大企業	製造業	15	16	12	-3	10	-2
	非製造業	23	21	25	2	19	-6
	全産業	19	18	19	0	14	-5
中堅企業	製造業	2	4	5	3	4	-1
	非製造業	16	14	17	1	13	-4
	全産業	10	9	12	2	9	-3
中小企業	製造業	0	0	0	0	-2	-2
	非製造業	4	1	3	-1	1	-2
	全産業	2	1	3	1	0	-3

（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）

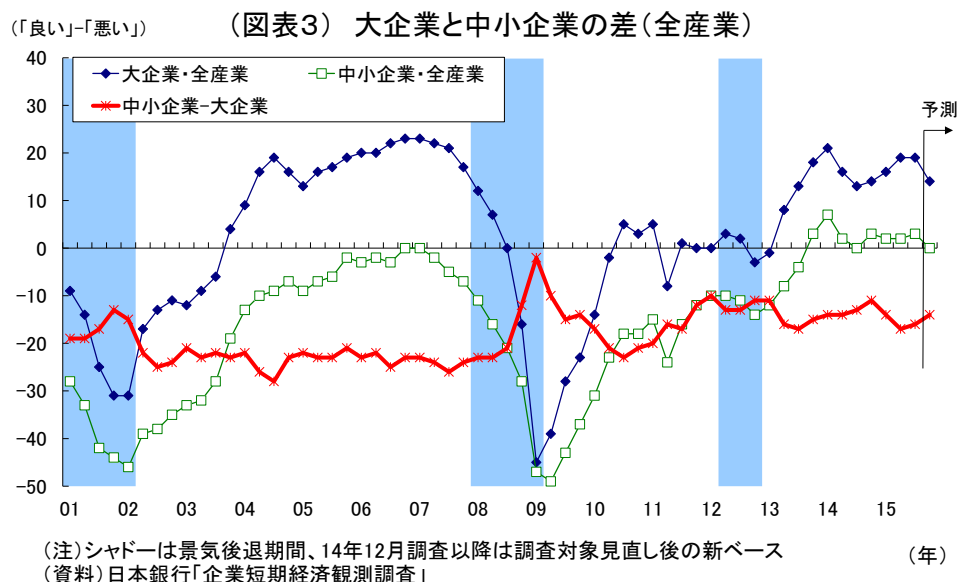
中小企業製造業の業況判断D.I.は0で前回比横ばいとなった。業種別では全16業種中、改善が8業種と、悪化の7業種をわずかに上回った。業種別では、木材・木製品（15ポイント改善）、紙・パルプ（10ポイント改善）が二桁の改善を示したほか、大企業では悪化したはん用機械（3ポイント悪化）も悪化に転じている。

ト改善)、生産用機械(8ポイント改善)でも改善。一方、鉄鋼(9ポイント悪化)や自動車(7ポイント悪化)が全体の抑制要因となった。

先行きも、悪化が13業種と改善の2業種を大きく上回る。中国経済減速を懸念したものとみられるが、はん用機械(9ポイント悪化)、生産用機械(9ポイント悪化)で大幅な悪化が目立つ。一方、自動車(1ポイント改善)は下げ止まる見通し。全体では2ポイントの悪化となっている。

中小企業非製造業のD.I.は3と前相比1ポイント悪化した。全12業種中、改善が7業種と悪化の5業種を上回ったが、大企業では牽引役となった対個人サービス(6ポイント悪化)が悪化したほか、建設、不動産(ともに1ポイント悪化)も悪化。中小企業非製造業では人手不足が深刻化しており、景況感を下押しした可能性がある。

先行きについては、2ポイントの悪化となった。業種別では、卸売・小売のほかは全て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：海外需給は小幅に悪化したが、マージンは大きく改善

(需給判断：海外需給は悪化)

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、前相比2ポイント上昇、非製造業では横ばいとなった。近頃個人消費は弱含んでいるが、インバウンド需要が一定程度影響したと考えられる。一方、製造業の海外での製商品需給は前回から1ポイント低下。中国をはじめとする新興国の景気減速の影響を受けたとみられる。

先行きについては、国内需給は製造業で1ポイント低下、非製造業では横ばいが見込まれている。製造業の海外需給は2ポイントの上昇が見込まれており、海外経済持ち直しへの期待が現れている。

中小企業では、国内需給は製造業、非製造業ともに前回から横ばい。製造業の海外需給は2ポイント低下している。先行きについても海外需給は低下しており、先行きに対する警戒感が出ている(図表4)。

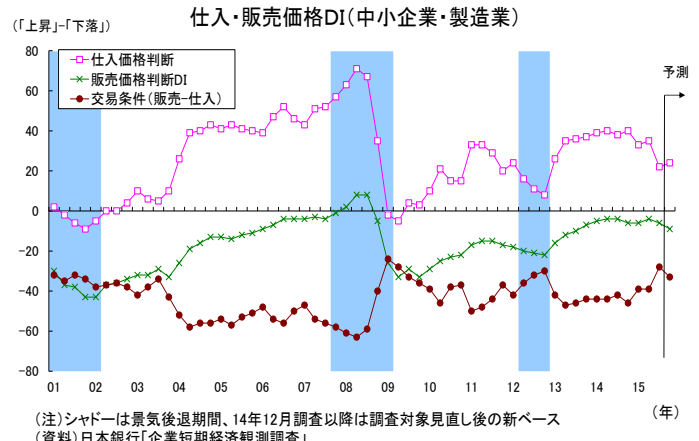
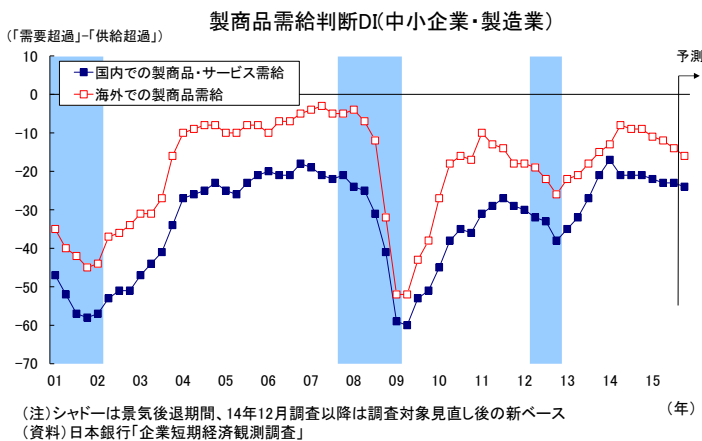
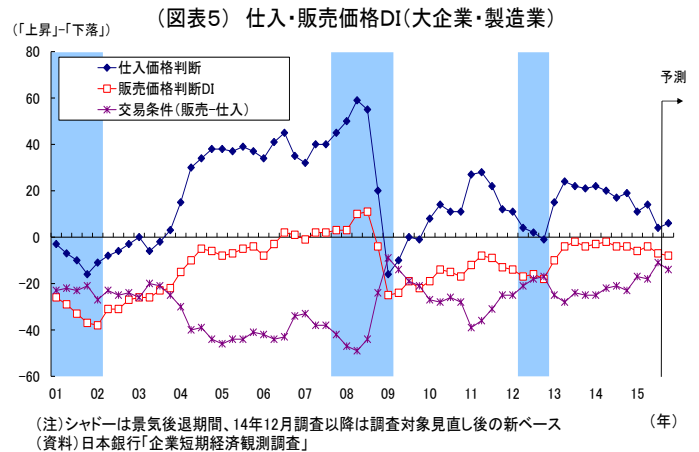
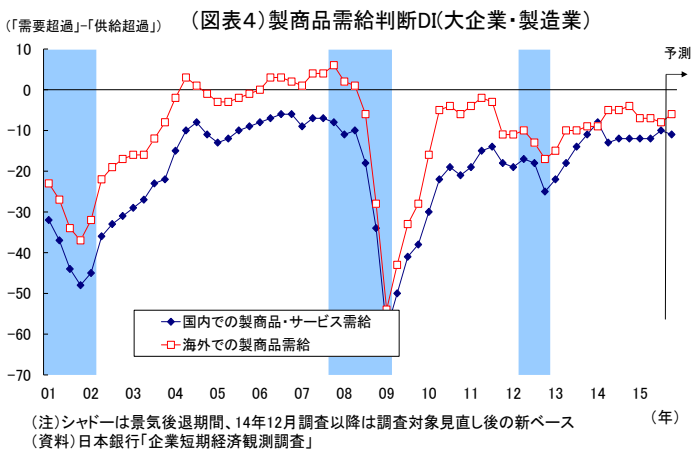
(価格判断：仕入コスト上昇への警戒は残る)

大企業製造業の販売価格判断 D.I. (上昇-下落)は前回から 3 ポイント低下、非製造業でも 3 ポイントの低下となった。一方、仕入価格判断 D.I. (上昇-下落)は製造業で 10 ポイント低下、非製造業でも 7 ポイント低下しており、原油をはじめとする資源価格の下落と円安一服によって仕入コスト増加圧力がやや緩和した状況が見て取れる。製造業、非製造業ともに、販売価格 D. I. の低下幅を仕入価格 D. I. の低下幅が上回ったため、両者の差し引きであるマージン (利鞘) は前回から大きく拡大している。

販売価格判断 D. I. の 3 ヶ月後の先行きについては、製造業、非製造業ともに 1 ポイント低下が見込まれている。一方、仕入価格判断 D. I. は製造業で 2 ポイント上昇、非製造業で 1 ポイントの低下が見込まれている。製造業では販売価格 D. I. が低下する一方で仕入価格 D. I. が上昇しているため、マージンは縮小に転じることが見込まれている (図表 5)。

中小企業の販売価格判断 D.I.は製造業が前回から 2 ポイント低下、非製造業では 5 ポイントの低下となった。一方、仕入価格判断 D.I.は製造業で 13 ポイント低下、非製造業で 7 ポイント低下したため、差し引きであるマージンは、それぞれ拡大している。

先行きについては、販売価格 D.I.が製造業で 3 ポイント低下する一方、非製造業では 3 ポイント上昇している。一方、仕入価格判断 D.I.は製造業で 2 ポイント上昇、非製造業で 7 ポイント上昇と、ともに上昇が想定されており、マージンの縮小が見込まれている。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レベルは引き続き高い。



4. 売上・収益計画：15年度利益計画は上方修正、増益計画へ

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（前回も同じ）、経常利益が3.3%増（前回は0.4%減）となった。前回は「増収減益」の計画であったが、今回は小幅ながら「増収増益」計画へと変更になった。

経常利益は企業規模や製造・非製造業を問わず、幅広く上方修正された。下記のとおり、事業計画の前提となる為替レートがやや円安方向に修正されたうえ、原油をはじめとする資源価格の下落による採算の改善が織り込まれたと考えられる。

15年度想定為替レート（大規模製造業）は117.39円（上期117.50円、下期117.28円）と、前回の115.62円から2円弱、円安ドル高方向に修正されている。前回調査時点と比べると、為替の実勢は円高となったものの、前回までは実勢に比べてかなり円高水準での計画だっただけに、実勢を織り込む動きが出た。

なお、足元の実勢である120円程度とはまだ乖離があるが、前回と比べるとだいぶ距離が詰まってきた。ただし、遠からず米国は利上げに向かうとみられ、為替レートは今後円安ドル高へ向かう可能性が高い。この場合、収益計画では、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が入るだろう。

（図表6） 売上高計画 （前年度比・%）

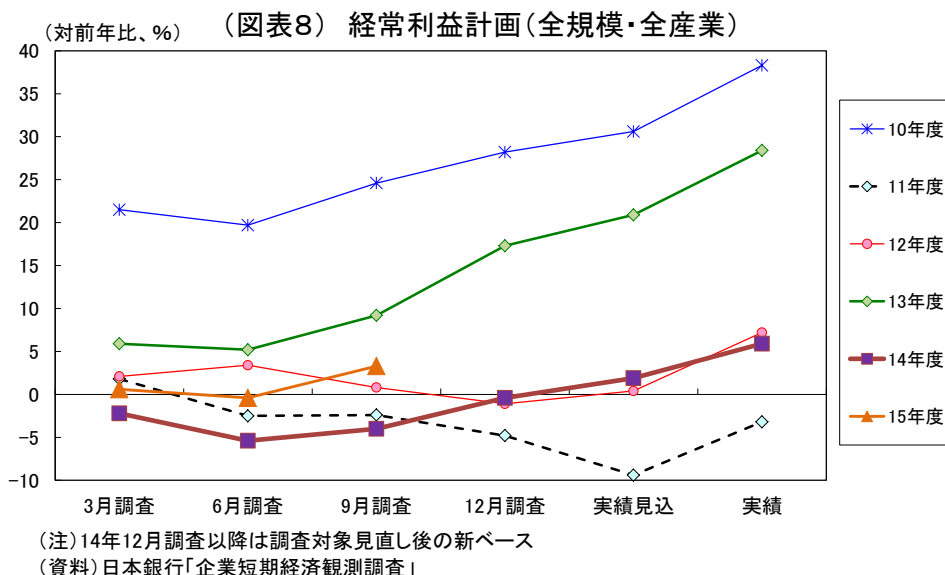
	2014年度	2015年度 (計画)		修正率	上期	下期
大企業	製造業	1.3	0.9	0.0	0.8	0.9
	国内	-0.6	-0.1	-0.3	-0.4	0.2
	輸出	5.9	3.3	0.4	3.8	2.8
	非製造業	0.5	0.1	-0.2	-0.9	1.1
	全産業	0.8	0.4	-0.1	-0.2	1.0
中堅企業	製造業	1.9	1.6	0.2	1.5	1.7
	非製造業	0.2	1.1	-0.1	1.2	0.9
	全産業	0.6	1.2	-0.1	1.3	1.1
中小企業	製造業	1.2	0.3	-0.2	0.6	0.1
	非製造業	0.0	-0.5	0.4	0.1	-1.1
	全産業	0.2	-0.3	0.2	0.2	-0.8
全規模	製造業	1.4	0.9	0.0	0.9	0.9
	非製造業	0.3	0.1	0.0	-0.1	0.4
	全産業	0.6	0.4	0.0	0.2	0.6

（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	上期	下期
大企業	製造業	11.5	3.8	3.0	7.0	0.9
	素材業種	0.1	10.4	2.0	9.0	11.7
	加工業種	16.1	1.5	3.4	6.3	-2.6
	非製造業	3.7	5.6	4.1	7.5	3.5
	全産業	7.6	4.7	3.5	7.3	2.1
中堅企業	製造業	11.8	6.3	6.3	10.2	3.0
	非製造業	-0.6	-1.0	1.4	0.8	-2.2
	全産業	3.1	1.4	3.0	4.0	-0.6
中小企業	製造業	8.6	2.9	4.5	6.0	0.3
	非製造業	0.8	-1.1	4.8	4.5	-5.3
	全産業	2.6	-0.1	4.7	4.9	-4.0
全規模	製造業	11.2	4.0	3.5	7.3	1.1
	非製造業	2.2	2.7	3.8	5.8	-0.1
	全産業	5.9	3.3	3.7	6.4	0.4

（注）修正率は前回調査との対比。



5. 設備投資・雇用：設備投資計画は上方修正、人手不足感は逼迫

生産・営業用設備判断 D.I. (「過剰」－「不足」) は全規模全産業で▲1 と、前回から 1 ポイント低下した。また、雇用人員判断 D.I. (「過剰」－「不足」) も全規模・全産業で▲16 と前回から 1 ポイントの低下となった。

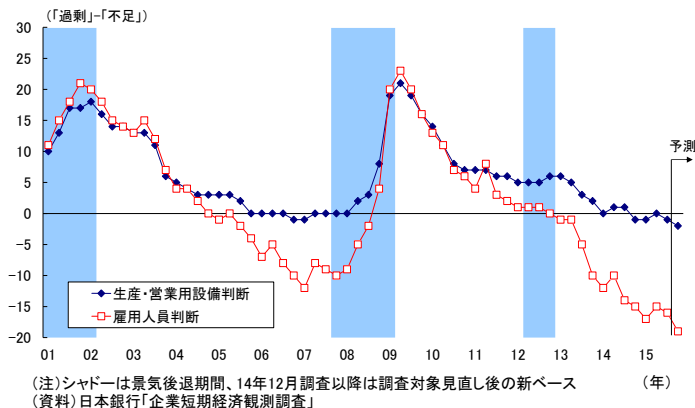
上記の結果、需給ギャップの代理変数とされる「短観加重平均 D.I.」(設備・雇用の各 D.I. を加重平均して算出) も前回からやや低下 (▲9.4 ポイント→▲10.4 ポイント) している。最近では輸出や生産が弱含んでいるが、生産年齢人口減少という構造変化に加え、インバウンド需要もあって機械化がしにくいサービス業での需要が高まっていることから、設備・雇用ともに逼迫感がやや強まったとみられる。

また、水準としても人員の不足感は極めて強い。内訳を見ると、従来同様、製造業 (全規模で▲8) よりも、労働集約型産業が多い非製造業 (全規模で▲23) において、より人手不足感が強い。また、企業規模別で見ると、人材調達力の違いが反映されているとみられるが、中小企業が▲19 と大企業の▲9 を下回る状況が続いている。この結果、中小企業非製造業では▲25 と全区分中最大のマイナス幅 (人手不足感) となっている。

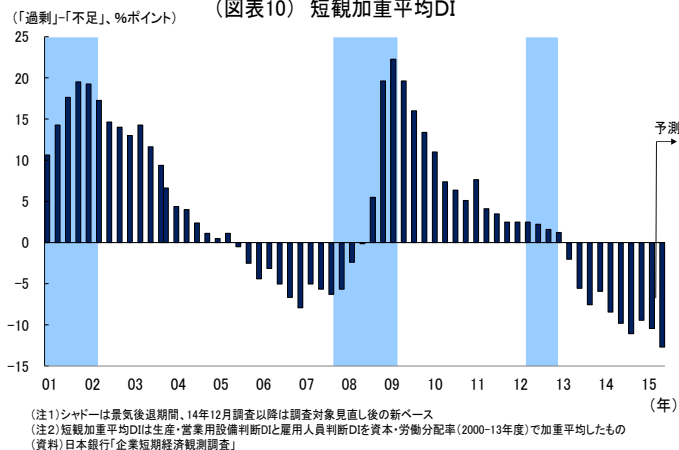
人手不足は製造業・非製造業や企業規模を問わず幅広く共有化されているが、特に中小企業非製造業においては深刻な経営課題になっている。

先行きの見通し (全規模全産業) は、設備判断 D. I. が現状比 1 ポイント低下の▲2、雇用判断 D. I. は 3 ポイント低下の▲19 と、ともに不足感が強まる見通しとなっている。両者を反映した「短観加重平均 D. I.」もさらに低下に向かう見込み (▲10.4 ポイント→▲12.7 ポイント) である。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



15年度設備投資計画(全規模全産業)は、前年度比で6.4%増と、前回調査時点の3.4%増から上方修正された。例年、6月調査から9月調査にかけては、計画が固まってくることに伴って、中小企業を中心に上方修正される統計のクセが強いため今回も上方修正となったが、例年と比べても上方修正の幅が大きい。

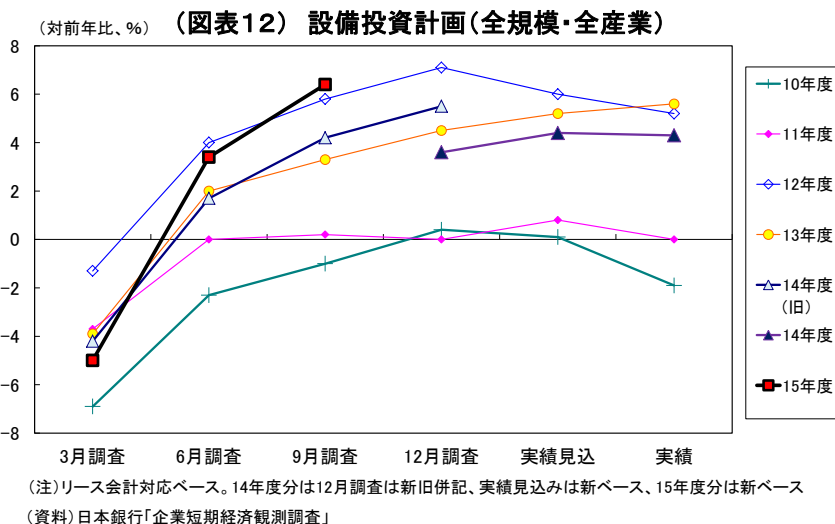
中小企業において上方修正の幅が例年をやや上回ったほか、例年この時期には特段のクセが出ない大企業においても、今回は上方修正が行われたためだ。大企業では前回は非常に強気の計画であったが、今回はさらに勢いを増しており、前年比の増加率はこの時期としては2006年度以降の高い伸びを示している。中国・新興国経済の減速や金融市場の緊張が続くなかで、足元の設備投資動向に力強さは見られないだけに意外感のある結果であったが、情勢が流動的であるうえ、年度末までは期間を残しているだけに、計画自体を見直す動きまでにはまだ至っていないようだ。

なお、15年度計画(全規模全産業6.4%増)は事前の市場予想(QUICK集計4.3%増、当社予想は4.4%増)をかなり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)		上期	下期
			修正率			
大企業	製造業	5.6	18.7	0.0	26.3	12.7
	非製造業	6	7.2	2.4	10.4	4.7
	全産業	5.9	10.9	1.5	15.7	7.3
中小企業	製造業	9.6	-2.0	8.8	-4.7	0.2
	非製造業	-5.0	-7.9	12.8	5.5	-18.5
	全産業	-0.8	-6.1	11.4	2.2	-12.7
全規模	製造業	6.8	13.5	1.0	19.5	8.8
	非製造業	3.1	2.9	3.9	8.3	-1.3
	全産業	4.3	6.4	2.9	12.0	2.0

(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。

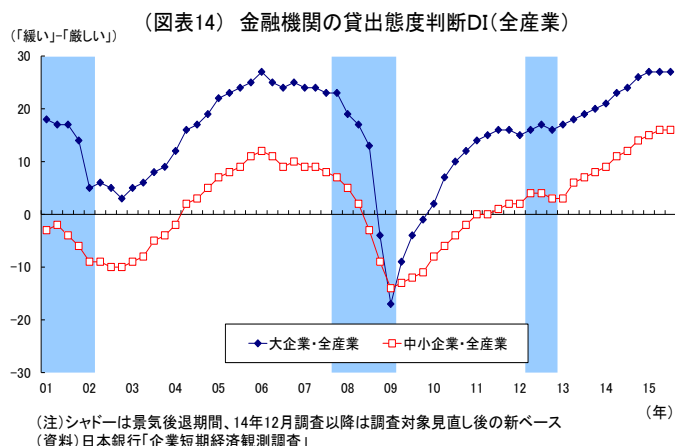
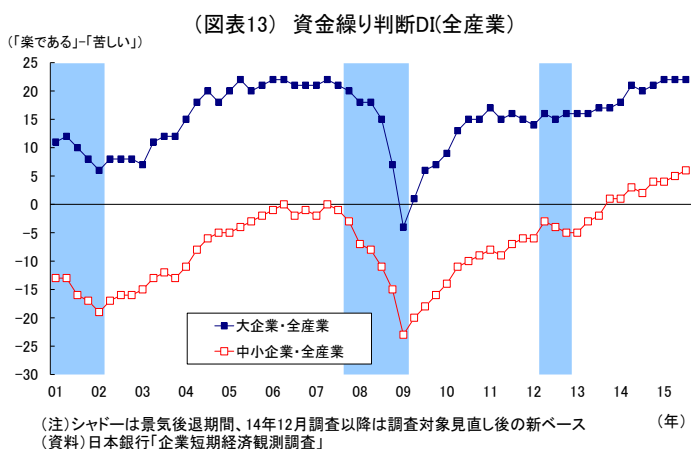


6. 企業金融：企業の資金繰りと資金調達環境は変わらず良好

企業の資金繰り判断 D.I. (「楽である」－「苦しい」) は大企業が 22 で前回から横ばい、中小企業が 6 で、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」) は、大企業、中小企業ともに前回から横ばいで推移している (図表 13, 14)。

両 D. I. ともに小動きの状態が続いているが、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、などが銀行貸出を強力に後押ししているとともに、円安・資源安等に伴う収益改善もあって、企業の資金繰りは改善。企業を取り巻く金融環境は引き続き良好 (緩和的) である。



(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。