

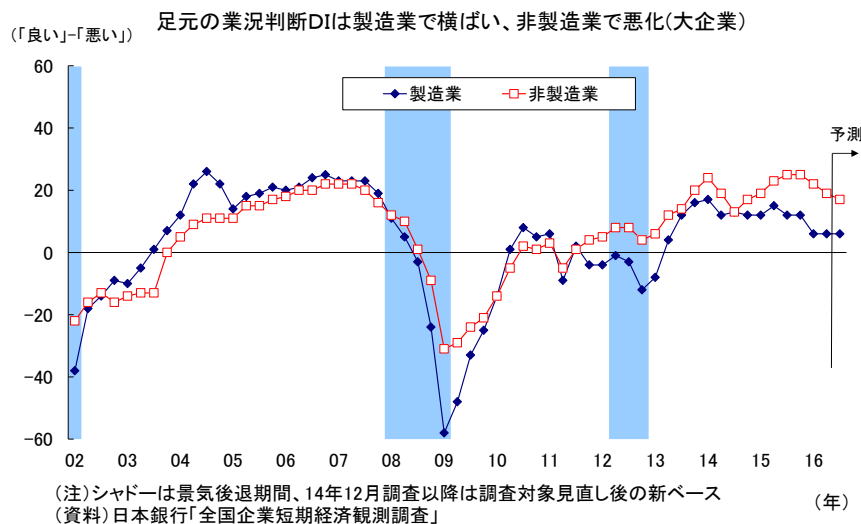
# Weekly エコノミスト・ レター

## 日銀短観(6月調査)

～大企業製造業の景況感は横ばいだが、非製造業は悪化、設備投資計画も弱い

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、大企業製造業の業況判断 D.I. が 6 と前回 3月調査比で横ばいとなったが、非製造業は 19 と前回比 3ポイント低下し、2 四半期連続でマインドが悪化。製造業では円高進行等を受けて加工業種で景況感が悪化したものの、市況改善に伴う素材業種の景況改善が補い、横ばいを維持した。非製造業では、国内消費の低迷が長引いているうえ、円高や震災の影響などから、これまでの支えであったインバウンド需要の勢いに陰りが出たことが影響したとみられるほか、原油高も逆風となったようだ。中小企業も、非製造業の景況感悪化が顕著。
2. 先行きの景況感も、大企業製造業で横ばいとなったのを除いて、幅広く悪化が見られた。中小企業製造業では新興国経済の減速や円高への懸念などが悲観に繋がったと考えられる。非製造業では伸び悩む内需や原油高への警戒感が強く現れたとみられ、企業規模を問わず、製造業よりも先行きに対する厳しい見方が示された。
3. 16年度の設備投資計画は、15年度比で 0.4%増と前回調査から上方修正された。例年、6月調査にかけては大きく上方修正される傾向が強いうえ、今回は比較対象となる 15年度の設備投資が大きく下方修正され、前年比のハードルが下がっていた。にもかかわらず、示された計画は例年に比べて上方修正が抑制的であり、伸び率も 5年ぶりの低水準に留まった。円高の進行など懸念材料が多く、先行き不透明感が強いことが投資先送りに繋がっていると考えられる。
4. ちなみに、今回は英国の EU 離脱 (Brexit) を殆ど織り込んでおらず、現時点では、企業の景況感や設備投資計画がさらに下振れしている可能性が高い。今回の短観は全体的に弱い部分が多く、日銀の追加緩和の可能性を低下させる内容ではないと見ている。



# 1. 全体評価：予想以上はヘッドラインの数字のみ、Brexit もほぼ未反映

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 6 と前回 3 月調査比で横ばいとなり、2 四半期連続での景況感悪化は回避された。一方、大企業非製造業の業況判断 D. I. は 19 と前回比 3 ポイント低下し、2 四半期連続でマインドが悪化した。

前回 3 月調査では、円高、新興国など海外経済の減速、消費の低迷を背景に、大企業製造業・非製造業ともに景況感が悪化し、先行きに対しても悲観的な見方が示されていた。

日本経済は長らく勢いがなく、停滞が続いている。6 月上旬に発表された 1-3 月期の GDP 統計（2 次速報値）では、実質成長率が 2 四半期ぶりにプラスに転じたものの、うるう年による日数増の影響を除けば、プラス幅はわずかに留まった。また、その後に発表された 4 月以降の経済指標も勢いを欠いている。日銀が算出を開始した消費活動指数（実質・季節調整値）は 4 月に前月比で 0.8% 上昇したが、3 月の低下を補えていない。輸出は米国向けやアジア向けを中心に数量が前年を割り込んでいる。結果、鉱工業生産は、一進一退が続いている。また、金融市場では、米利上げ観測の鈍化や英国の EU 離脱懸念などから、前回調査以降も円高進行に歯止めがかかっていない。

大企業製造業ではさらなる円高進行等を受けて加工業種で景況感が悪化したものの、資源・素材市況改善に伴う素材業種の改善が下支えとなり、全体では横ばいを維持した。非製造業では、株価の下落もあって国内消費の低迷が長引いているうえ、円高や震災、中国の関税引き上げの影響などから、これまでの支えであったインバウンド（訪日外国人）需要の勢いに陰りが出たことが影響したとみられ、景況感が悪化した。また、ここ数ヶ月における原油価格の上昇も運輸業を中心として逆風に働いたようだ。

中小企業の業況判断 D.I. は、製造業が▲5、非製造業が 0 と、それぞれ前回比で 1 ポイント、4 ポイント低下した。大企業同様、非製造業のマインド悪化が顕著になっている。

先行きの景況感についても、大企業製造業で横ばいとなったのを除いて、幅広く悪化が見られた。中小企業製造業では、新興国経済の減速懸念や米利上げの不透明感、さらなる円高への警戒などが悲観に繋がったと考えられる。非製造業では、伸び悩む内需や原油高への警戒感が強く現れたとみられ、企業規模を問わず、製造業よりも先行きに対する厳しい見方が示された。

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（QUICK 集計 4、当社予想は 2）、先行き（QUICK 集計 4、当社予想は 1）ともに市場予想を上回った。大企業非製造業では、足元（QUICK 集計 19、当社予想も 19）については予想と一致、先行き（QUICK 集計 18、当社予想も 17）については、予想をやや下回った。

15 年度設備投資（全規模全産業）は、前年度比で 5.0% 増と、前回調査時点計画の 8.0% 増から大幅に下方修正された。例年、6 月調査（実績）では大企業を中心に若干下方修正されることが多いが、今回の下方修正幅は極めて大きい。

16 年度の設備投資計画（全規模全産業）は、15 年度比で 0.4% 増と前回調査時点の 4.8% 減から上方修正された。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、大きく上方修正される傾向が強いうえ、今回は比較対象となる 15 年度の設備投資が大きく下方修正され、前年比のハードルが下がっていた。それにもかかわらず、示された 16 年度計画は例年に比

べて上方修正幅が抑制的であり、伸び率の水準としても6月調査としては5年ぶりの低水準に留まっている。円高の進行、国内消費の伸び悩み、インバウンドの鈍化など懸念材料は多く、先行きの不透明感が強いことが企業の投資先送りに繋がっていると考えられる。

ちなみに、今回の調査は調査期間（調査基準日6月13日）の関係で、英国のEU離脱（Brexit）とその後の金融市場の緊迫化を殆ど織り込んでいない。従って、現時点では、企業の景況感や設備投資計画は短観の水準よりも下振れしている可能性が高い。

金融政策との関係では、今回の短観は大企業製造業の景況感こそ横ばいであったが、全体的に弱い部分が多く、日銀の追加緩和の可能性を低下させる内容ではないと見ている。

日銀は1月にマイナス金利政策の導入を決定したが、その後は物価の下振れや円高の進行にもかかわらず様子見姿勢を維持している。マイナス金利政策の影響見極めに時間を要するうえ、追加緩和余地が残り少なくなっていることから、矢継ぎ早の追加緩和を避けたとみられる。

しかしながら、今回の短観では、大企業製造業の景況感こそ持ちこたえた形だが、非製造業で景況感が顕著に悪化し、設備投資計画も抑制的であるなど、前向きに評価できる部分は少ない。消費の低迷や円高の定着などから物価の下振れリスクは高まっており、7月に追加緩和に踏み切る可能性は高いと見ている。

なお、4日に発表される「企業の物価見通し」も引き続き注目される。企業の物価見通しは、前回調査にかけて、3四半期連続で、全ての年限で下振れが確認されている。今回発表される「企業の物価見通し」において、さらに下振れが認められれば、日銀に追加緩和を促す材料が追加されることになる。

## 2. 業況判断 D. I. : 全規模全産業の景況感は悪化、先行きはさらに悪化

全規模全産業の業況判断 D. I. は4（前回比3ポイント低下）、先行きは2（現状比2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6で前回調査から横ばいとなった。業種別では、全16業種中、改善が9業種と悪化の6業種を上回った（横ばいが1業種）。新興国経済の減速や円高進行を受けて、自動車（7ポイント悪化、軽自動車の燃費不正問題も影響か）、造船・重機等（6ポイント悪化）、業務用機械（4ポイント悪化）といった輸出依存度の高い加工業種で悪化が目立ったが、最近の原油高が損益改善に直結する石油・石炭（22ポイント改善）、春に市況が改善した鉄鋼（10ポイント改善）などの素材業種での大幅な改善が下支えとなった。

先行きについては、悪化が11業種と改善の5業種を大きく上回ったが、全体では横ばいとなった。値下げ圧力がかかる食料品（12ポイント悪化）、木材・木製品（11ポイント悪化）、非鉄金属（9ポイントの悪化）などで悪化が目立つが、電気機械（11ポイント改善）、窯業・土石（9ポイント改善）などで改善し、方向感が出なかった。足元で大きく悪化した自動車は、先行きの改善（5ポイント改善）が見込まれている。

大企業非製造業の D. I. は19と前回調査から3ポイント低下した。業種別では、全12業種中、悪

化が 8 業種と改善の 4 業種を上回った。個人消費の低迷やインバウンド消費の鈍化の影響を受ける小売（7 ポイント悪化）と宿泊・飲食サービス（11 ポイント悪化）、ガソリン高の逆風を受ける運輸・郵便（5 ポイント悪化）のほか、これまで好調であった建設（9 ポイント悪化）、不動産（5 ポイント悪化）などで軒並み悪化した。一方、対事業所サービス（13 ポイント改善）、通信（11 ポイント改善）などでは改善した。

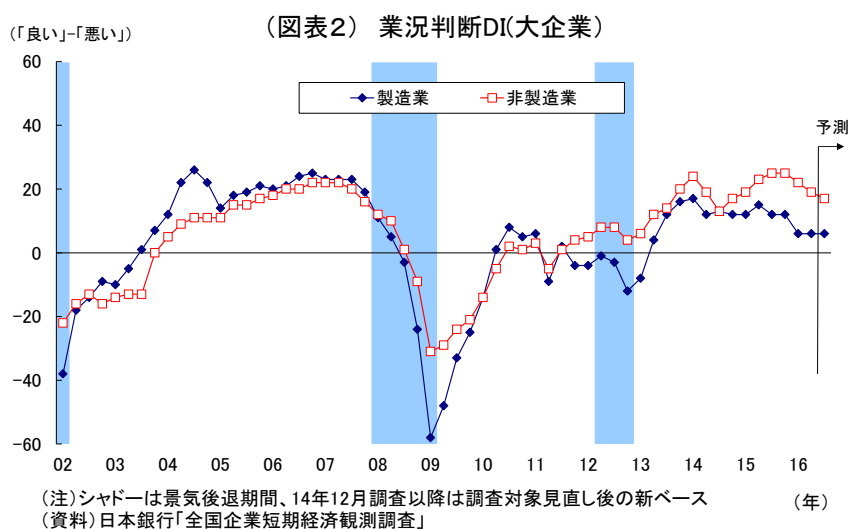
先行きについても、悪化が 9 業種と改善の 2 業種を大きく上回り（横ばいが 1 業種）、全体では 2 ポイントの悪化となった。足下で改善を示していた通信（16 ポイント悪化）、対事業所サービス（7 ポイント悪化）が大きく悪化しているほか、運輸・郵便（6 ポイント悪化）などで引き続き悪化が見込まれている。

（図表1） 業況判断DI

（「良い」-「悪い」・%ポイント）

		2016年3月調査		2016年6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	6	3	6	0	6	0
	非製造業	22	17	19	-3	17	-2
	全産業	13	11	12	-1	12	0
中堅企業	製造業	5	-2	1	-4	0	-1
	非製造業	17	9	14	-3	10	-4
	全産業	12	5	9	-3	6	-3
中小企業	製造業	-4	-6	-5	-1	-7	-2
	非製造業	4	-3	0	-4	-4	-4
	全産業	1	-4	-1	-2	-5	-4

（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。



### （中小企業）

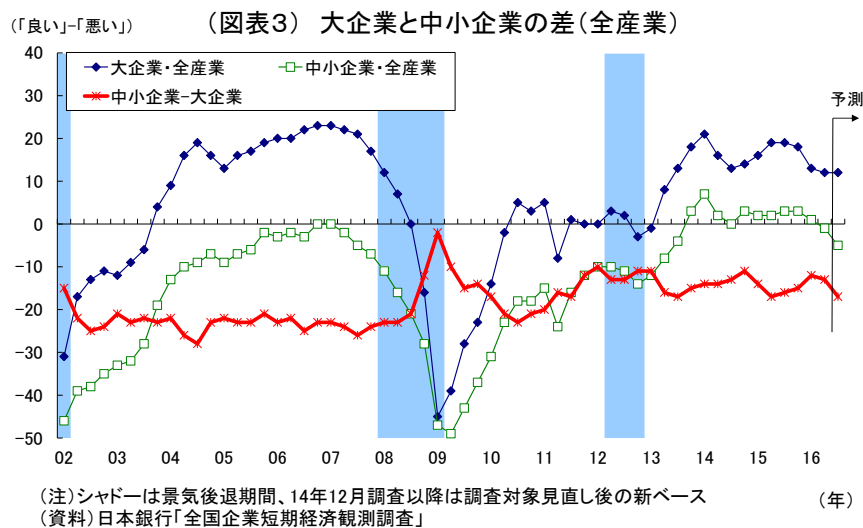
中小企業製造業の業況判断 D.I.は▲5 で前回から 1 ポイントの低下となった。業種別では全 16 業種中、悪化が 10 業種と、改善の 6 業種を上回った。業種別では、大企業同様、自動車（3 ポイント悪化）やはん用機械（6 ポイント悪化）、生産用機械（5 ポイント悪化）などの機械類など加工業種の悪化が目立つ。一方、春の鋼材市況改善を受けた鉄鋼（9 ポイント改善）が下支え役となった。

先行きも、悪化が 10 業種と改善の 4 業種を大きく上回り（横ばいが 2 業種）、全体では 2 ポイントの悪化となった。生産用機械（12 ポイント悪化）で悪化幅が大きいほか、化学（7 ポイント悪化）

なども大きく悪化する見込みとなっている。

中小企業非製造業の D.I. は 0 と前回は 4 ポイント低下した。全 12 業種中、横ばい 1 業種・悪化 1 業種を除いた 10 業種で悪化した。大企業同様、宿泊・飲食サービス（22 ポイント悪化）で大幅な悪化となったが、悪化幅は大企業を上回る。その他にも、通信（10 ポイント悪化）、電気・ガス（7 ポイント悪化）、小売（6 ポイント悪化）などの悪化が目立った。

先行きも、大半にあたる 10 業種が悪化を示しており、全体では 4 ポイントの悪化となった。今回大幅に悪化した飲食・宿泊サービスが改善に転じるものの、その他は、ほぼ総崩れの様相を示している。



### 3. 需給・価格判断：内外需給はやや改善、マージンは資源価格上昇などで縮小

#### (需給判断：内外需給はやや改善)

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) は前回は 3 ポイント上昇、非製造業では横ばいとなったが、D.I. の水準はともに大幅なマイナス (供給超過) となっている。伸び悩む賃金と株安を受けた個人消費の低迷などが影響したと考えられる。製造業の海外での製商品需給も前回から 3 ポイント上昇したが、D.I. は引き続き大幅なマイナス。

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 1 ポイント上昇、製造業の海外需給は横ばいと、それぞれ小動きとなっており、状況の変化は見込まれていない。

中小企業では、国内需給は製造業で前回から横ばい、非製造業で 3 ポイントの低下となった。中小企業非製造業の苦境がうかがえる。なお、製造業の海外需給も 1 ポイント上昇と小動きに。先行きについては、国内・海外需給ともに小動きに留まっている (図表 4)。

#### (価格判断：仕入価格がマージンを圧迫)

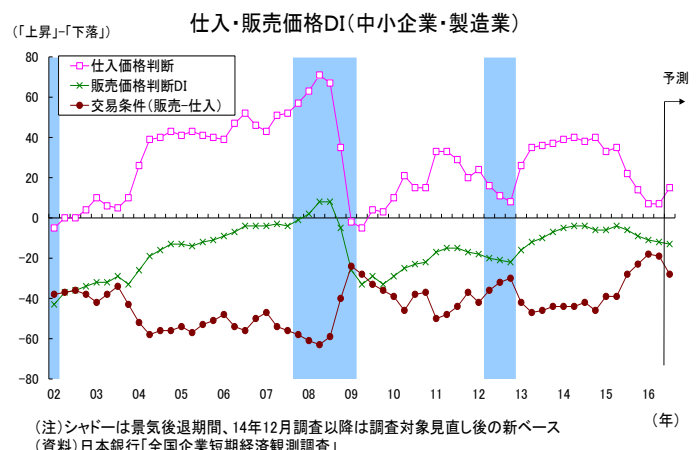
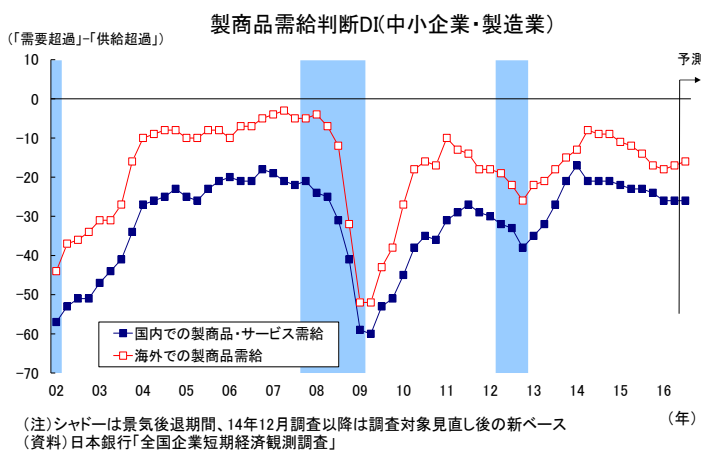
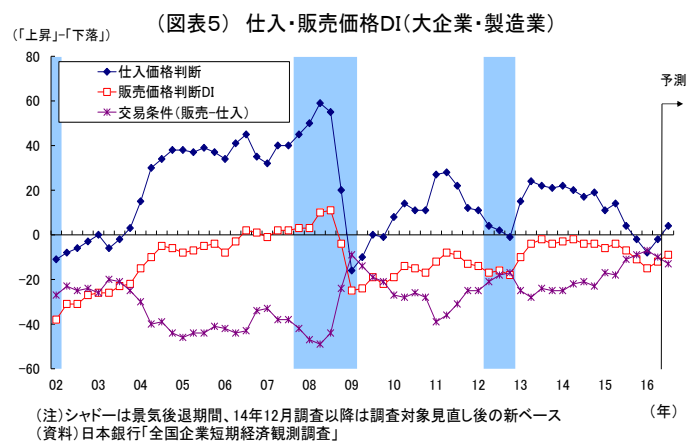
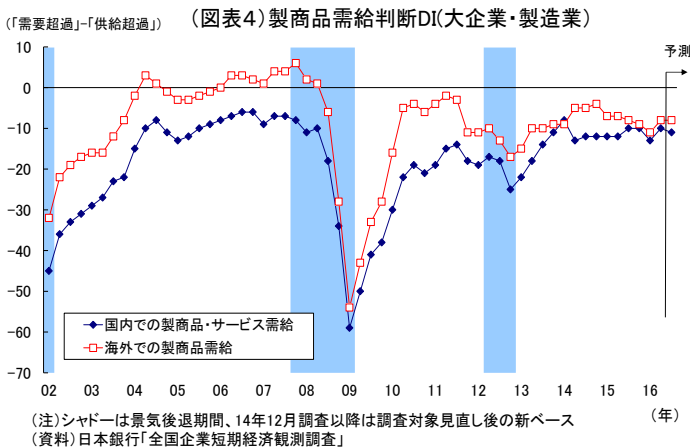
大企業製造業の販売価格判断 D.I. (上昇-下落) は前回から 3 ポイント上昇、非製造業では 1 ポイント上昇したが、D.I. の水準は製造業で▲12 と大幅な下落超過、非製造業でも 0 に留まった。一方、仕入価格判断 D.I. (上昇-下落) は製造業で 6 ポイント上昇、非製造業で 3 ポイント上昇している。原油などの資源価格の持ち直しが影響したようだ。製造業・非製造業ともに、販売価格 D.I.

の上昇幅が仕入価格 D. I. の上昇幅を下回ったため、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、製造業では3ポイント、非製造業では1ポイントの上昇が見込まれているが、一方で、仕入価格判断 D. I. は製造業で6ポイント上昇、非製造業で5ポイントの大幅な上昇が見込まれているため、マージンはさらに縮小に向かうことが想定されている（図表5）。

中小企業の販売価格判断 D.I.は製造業で前回から1ポイント低下、非製造業では横ばいとなった。一方で、仕入価格判断 D.I.は製造業で横ばい、非製造業で4ポイント上昇したため、差し引きであるマージンは、それぞれ縮小している。

先行きについては、販売価格 D.I.が製造業で1ポイント低下、非製造業では1ポイント上昇と小動きに留まる一方で、仕入価格判断 D.I.は製造業で8ポイント、非製造業で7ポイントとそれぞれ大きく上昇しており、大企業同様、マージンの縮小が見込まれている。原油価格などの上昇を受けて、先行きのマージン圧迫への警戒が強まっている。



## 4. 売上・収益計画：16年度の収益計画は下方修正されたが、下振れリスク大

15年度収益計画（全規模全産業）は、売上高が前年度比1.3%減（前回は1.0%減）、経常利益が4.8%増（前回は4.3%増）となった（図表6～8）。円高が響いたとみられ、製造業で減益幅が拡大されたが、非製造業の上方修正で補われた。

また、16年度収益計画（全規模全産業）は、売上は前年度比0.1%減（前回は横ばい）、経常利益は7.2%減（前回は2.2%減）とそれぞれ下方修正され、減収減益計画となった。売上の内訳は輸出の下方修正が目立つ。しかも、16年度想定為替レート（大規模製造業）が111.41円と前回（117.46円）からはかなり円高方向に修正されたが、足下の実勢よりも8円程度円安に設定されている点には留意が必要。円高の織り込みが遅れているだけに、今後急激な円安が進まない限り、収益計画に下方修正が入る可能性が高い。

（図表6） 売上高計画 （前年度比・%）

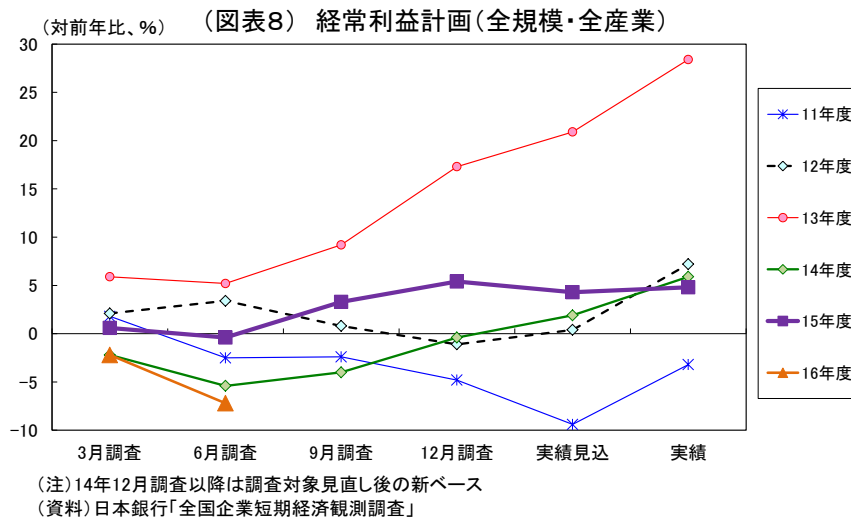
		2015年度		2016年度 (計画)	
			修正率		修正率
大企業	製造業	-2.3	-0.7	-0.5	-0.7
	国内	-3.1	0.0	0.0	0.2
	輸出	-0.3	-2.4	-1.6	-2.5
	非製造業	-2.8	-1.2	-0.8	-1.7
	全産業	-2.6	-1.0	-0.7	-1.3
中堅企業	製造業	0.5	-0.1	0.7	-0.4
	非製造業	0.5	0.1	2.0	0.4
	全産業	0.5	0.1	1.7	0.2
中小企業	製造業	0.6	0.5	0.2	0.2
	非製造業	-0.3	0.7	-0.6	0.5
	全産業	-0.1	0.6	-0.4	0.4
全規模	製造業	-1.4	-0.4	-0.2	-0.5
	非製造業	-1.3	-0.3	-0.1	-0.5
	全産業	-1.3	-0.4	-0.1	-0.5

（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・%）

		2015年度		2016年度 (計画)	
			修正率		修正率
大企業	製造業	-5.3	-1.8	-11.6	-11.6
	素材業種	3.8	0.7	-3.4	3.3
	加工業種	-8.5	-2.8	-14.9	-17.0
	非製造業	11.5	-0.4	-3.4	-1.8
	全産業	2.8	-1.1	-7.3	-6.5
中堅企業	製造業	8.0	0.3	-4.2	-3.1
	非製造業	9.5	4.3	-3.7	-1.6
	全産業	9.0	3.0	-3.8	-2.1
中小企業	製造業	3.4	3.1	1.1	1.8
	非製造業	10.1	3.8	-12.8	-1.7
	全産業	8.4	3.7	-9.5	-0.8
全規模	製造業	-2.9	-1.0	-9.3	-9.0
	非製造業	10.8	1.5	-5.8	-1.7
	全産業	4.8	0.4	-7.2	-4.7

（注）修正率は前回調査との対比。



## 5. 設備投資・雇用：16年度設備投資計画はかなり抑制的、人手不足感はやや緩和

生産・営業用設備判断 D.I. (「過剰」－「不足」) は全規模全産業で 1 と、前回から 2 ポイント上昇した。雇用人員判断 D.I. (「過剰」－「不足」) も全規模・全産業で▲17 と前回から 1 ポイント上昇 (不足が緩和) している。内外需の低迷が設備・人手不足感の緩和に若干働いたようだが、構造的な人手不足感もあり、雇用判断 D. I. の上昇幅はわずかに留まった。

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) は前回からやや上昇している (▲11.7 ポイント→▲10.3 ポイント)。

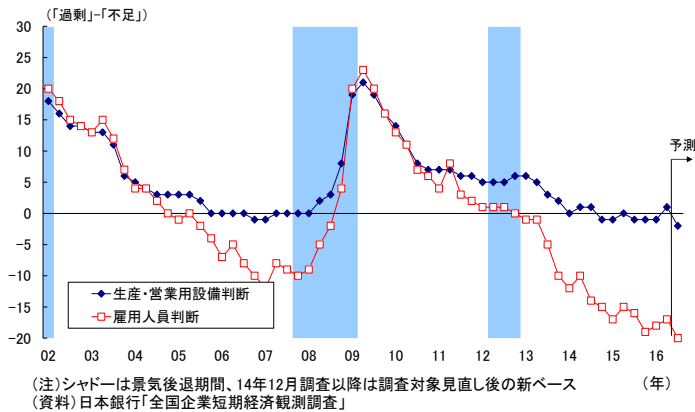
ただし、水準としては引き続き人員の不足感が極めて強い状況が続いている。内訳を見ると、従来同様、製造業 (全規模で▲6) よりも、労働集約型産業が多い非製造業 (全規模で▲25) で、人手不足感がより強い。また、企業規模別で見ると、人材調達力の違いが反映されているとみられるが、中小企業が▲19 と大企業の▲10 を下回る状況が続いている。この結果、中小企業非製造業では▲26 と、中堅企業非製造業と並んで全区分中で最大のマイナス幅 (人手不足感) となっている。

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されているが、特に中堅・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。

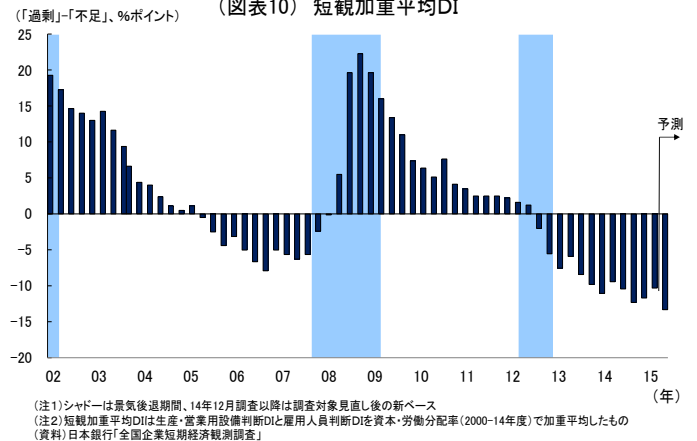
先行きの見通し (全規模全産業) は、設備判断 D. I. が現状比 3 ポイント低下の▲2、雇用判断 D. I. も 3 ポイント低下の▲20 と、不足感が強まることが見込まれている。両者を反映した「短観加重平均 D. I.」も低下に向かう見込み (▲10.3 ポイント→▲13.3 ポイント) である。雇用判断 D. I. の低下は特に中小企業で顕著であり、中小企業における人手不足に対する警戒感が現れている (図表 9, 10)。



(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(全規模全産業)は、前年度比で5.0%増と、前回調査時点計画の8.0%増から大幅に下方修正された。例年、6月調査(実績)では大企業を中心に若干下方修正されることが多いが、今回の下方修正幅は極めて大きい。

16年度の設備投資計画(全規模全産業)は、15年度比で0.4%増と前回調査時点の4.8%減から上方修正された。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、大きく上方修正される傾向が強いうえ、今回は比較対象となる15年度の設備投資が大きく下方修正され、前年比のハードルが下がっていた。それにもかかわらず、示された16年度計画は例年に比べて上方修正幅が抑制的であり、伸び率の水準としても6月調査としては5年ぶりの低水準に留まっている。円高の進行、国内消費の伸び悩み、インバウンドの鈍化など懸念材料は多く、先行きの不透明感が強いことが企業の投資先送りに繋がっていると考えられる(図表11~12)。

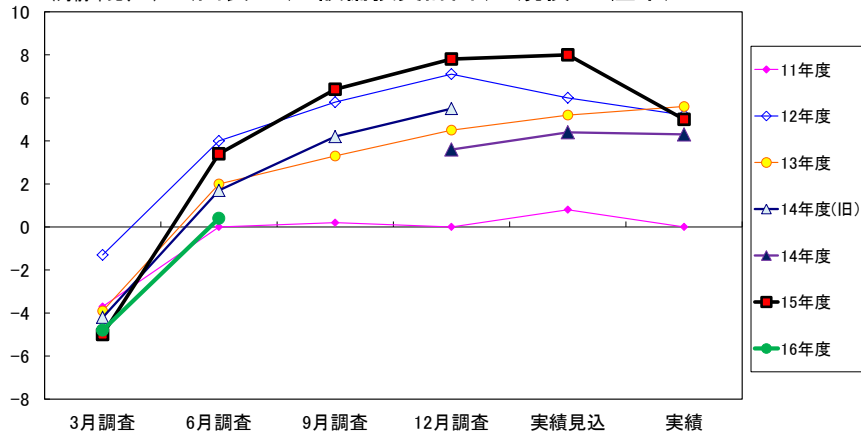
なお、15年度計画(全規模全産業で5.0%増)は事前の市場予想(QUICK集計7.4%増、当社予想は7.7%増)を大きく下回る結果であった。16年度計画(全規模全産業0.4%増)は事前の市場予想(QUICK集計0.5%増、当社予想は0.4%増)を若干下回る結果だが、15年度の下振れを踏まえると、水準としては大きく未達。

(図表11) 設備投資計画 (前年度比・%)

		2015年度		2016年度 (計画)	
			修正率		修正率
大企業	製造業	8.4	-4.3	12.8	4.7
	非製造業	1.0	-6.6	2.7	-1.1
	全産業	3.4	-5.8	6.2	0.9
中小企業	製造業	11.5	6.4	-17.8	12.3
	非製造業	5.2	1.7	-13.5	7.3
	全産業	7.2	3.2	-14.9	8.8
全規模	製造業	9.1	-1.5	6.0	5.3
	非製造業	2.9	-3.5	-2.5	1.0
	全産業	5.0	-2.8	0.4	2.5

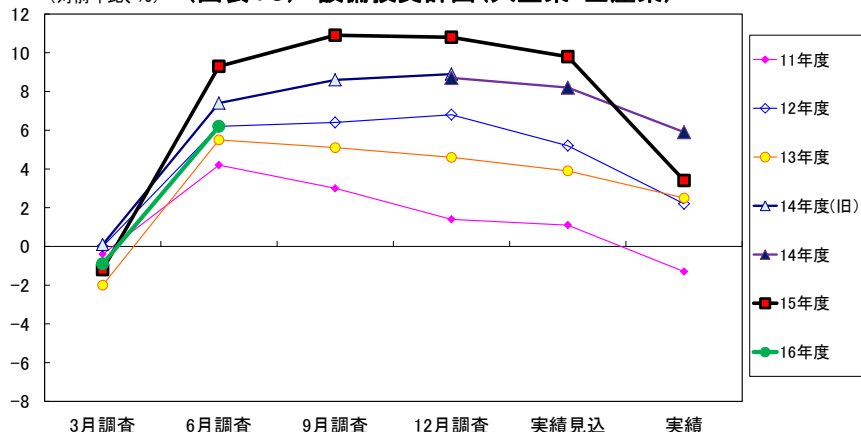
(注)含む土地投資額。修正率は前回調査との対比。リース会計対応ベース。

(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年度分以降は新ベース  
 (資料)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

(対前年比、%) (図表13) 設備投資計画(大企業・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年度分以降は新ベース  
 (資料)日本銀行「全国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。