

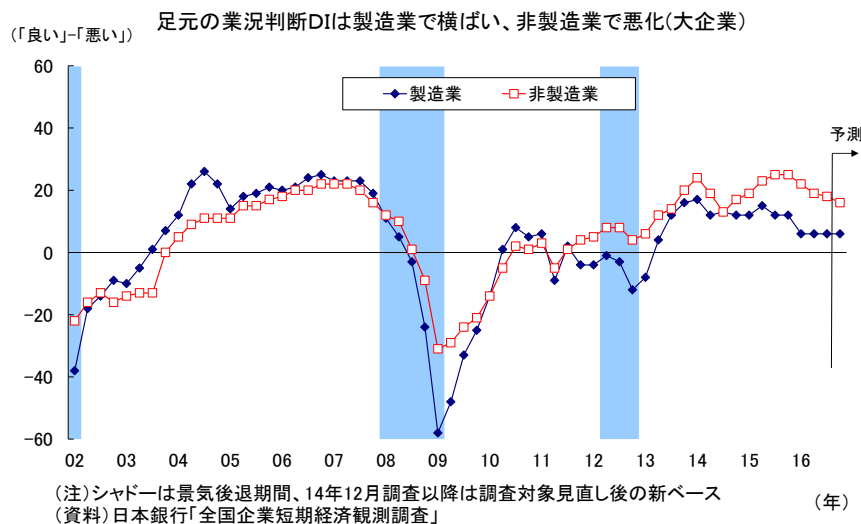
Weekly エコノミスト・ レター

日銀短観(9月調査)

～全体的に予想の範囲内だが、景況感の先行きは弱い、設備投資計画も慎重

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6と前回6月調査から横ばいとなった。一方、大企業非製造業は18と前回比1ポイント低下し、3四半期連続となる景況感の悪化が示された。大企業製造業では長引く円高が逆風になり、景況感の重石となったが、熊本地震に伴う供給制約が解消した自動車や、国際市況が底打ちした鉄鋼の改善などが下支えになった。一方、非製造業では、公共事業増加が建設などの追い風になったものの、これまで成長エンジンとなってきたインバウンド消費の減速や天候不順が逆風となっている小売の悪化などが全体の景況感悪化に繋がった。中小企業の業況判断D.I.は、製造業、非製造業ともに小幅に改善したが、大企業と比べてもともと景況感が冴えないこと、輸出割合やインバウンドへの依存度が高くないだけに円高の悪影響が限定的になったことが影響した可能性がある。
2. 先行きの景況感、大企業では製造業が横ばい、非製造業では小幅な悪化が見込まれている。28兆円の政府経済対策への期待感は見えない。世界経済・為替の先行き不透明感が重石になっているとみられる。また、中小企業については、相対的に企業体力が乏しいだけに先行きへの警戒感が先立ちやすく、今回も大企業よりも景況感の悪化が鮮明になっている。
3. 16年度の設備投資計画(全規模全産業)は、前年度比1.7%増と前回調査時点の0.4%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、中小企業を中心に計画が固まってくるに伴って上方修正される「統計のクセ」が強く、今回も上方修正となった。ただし、今回の上方修正幅は例年と比べて抑制的である。円高によって輸出環境が厳しさを増し、企業収益も既に悪化しているため、一部企業で様子見や先送り姿勢が広がりつつあるとみられる。



1. 全体評価：全体的に予想の範囲内だが、設備投資計画は弱め

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6と前回6月調査から横ばいとなった。横ばいは2四半期連続となる。一方、大企業非製造業の業況判断D.I.は18と前回比1ポイント低下し、3四半期連続となる景況感の悪化が示された。

前回6月調査では、大企業製造業の業況判断D.I.が横ばい、非製造業では3ポイント低下し、先行きに対しても慎重な見方が示されていた。

前回調査以降の経済指標は総じて力強さに欠ける状況にあり、円高も長引いている。ドル円レートは6月下旬に英国のEU離脱決定を受けて1ドル100円付近まで円高が進んだ後、米利上げ観測の低迷を背景として100円強を中心とする推移が続いている。これは、多くの輸出企業の想定為替レートを超える円高水準であり、輸出環境は厳しい。さらに、円高は訪日客の購買力低下をもたらすことで、インバウンド消費にも逆風になっている。

今回、大企業製造業では長引く円高が逆風になり、景況感の重石となったが、熊本地震による供給制約が解消、燃費不正で停止していた軽自動車の生産が再開した自動車や、国際市況が底打ちした鉄鋼の改善などが下支えになった。一方、非製造業では、15年度補正予算執行や16年度予算の前倒し執行に伴う公共事業増加が建設などの追い風になったものの、これまで成長エンジンとなってきたインバウンド消費の減速や天候不順が逆風となっている小売の悪化などが全体の景況感悪化に繋がった。

中小企業の業況判断D.I.は、製造業が前回比2ポイント上昇の▲3、非製造業が1ポイント上昇の1となった。大企業とは景況感の方向性が逆になったが、大企業と比べてもともと景況感が冴えないこと、輸出割合やインバウンドへの依存度が高くないだけに円高の直接の悪影響が限定的になったことが影響した可能性がある。

先行きの景況感については、大企業では製造業が横ばい、非製造業では小幅な悪化が見込まれている。8月初旬に閣議決定された28兆円の政府経済対策への期待感は見えない。世界経済・為替の先行き不透明感が重石になっているとみられる。また、中小企業については、相対的に企業体力が乏しいだけに先行きへの警戒感が先立ちやすく、今回も大企業よりも景況感の悪化が鮮明になっている。

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7、当社予想も7）、先行き（QUICK集計8、当社予想は9）ともに市場予想をやや下回った。大企業非製造業は、足元（QUICK集計18、当社予想は17）については予想と一致したが、先行き（QUICK集計19、当社予想は18）については、予想を下回った。

16年度の設備投資計画（全規模全産業）は、前年度比1.7%増と前回調査時点の0.4%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、中小企業を中心に計画が固まってくることに伴って上方修正される「統計のクセ」が強く、今回も上方修正となった。ただし、今回の上方修正幅は例年と比べて抑制的である。円高によって輸出環境が厳しさを増し、企業収益も既に悪化しているため、一部企業で様子見や先送り姿勢が広がりつつあるとみられる。

金融政策との関係では、今回の短観は全体として強さはないものの、景気の底割れを示唆するような内容ではないこと、また何より、日銀は9月21日に緩和の枠組みを変更したばかりであることから、大した影響はなさそうだ。

日銀は9月の枠組み変更の影響を見極めるという名目で、しばらく様子見スタンスを継続するだろう。また、今後の追加緩和の手法はマイナス金利の深堀りが主軸になると考えられるが、深堀りにも限界があり、副作用も懸念されることから、急激な金融市場の不安定化や景気の悪化などの事態に備えて温存しておきたいとの思いもあるだろう。

2. 業況判断 D.I. : パラツキがあるが、全体的に停滞感が強い

全規模全産業の業況判断 D.I. は5（前环比1ポイント改善）、先行きは2（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、悪化が8業種と改善の7業種をやや上回った（横ばいが1業種）。

国際的な供給過剰や円高に苦しむ造船・重機等（22ポイント悪化）や円高・設備投資低迷が逆風となっている機械系（8ポイント悪化のはん用機械など）で悪化が顕著になった一方、円高による原料費削減効果を受けやすい紙・パルプ（12ポイント改善）、国際市況が底打ちした鉄鋼（同）、住宅着工持ち直しの好影響を受ける木材・木製品（同）、熊本地震による供給制約が解消、燃費不正で停止していた軽自動車の生産が再開した自動車（10ポイント改善）などが下支え役となった。

先行きについては、改善が8業種と悪化の7業種をやや上回ったが、全体の景況感は現状比横ばいとなった。今回悪化が目立った機械系が持ち直す一方で、今回の牽引役となった木材・木製品、紙・パルプ、自動車などで軒並み悪化が見込まれている。

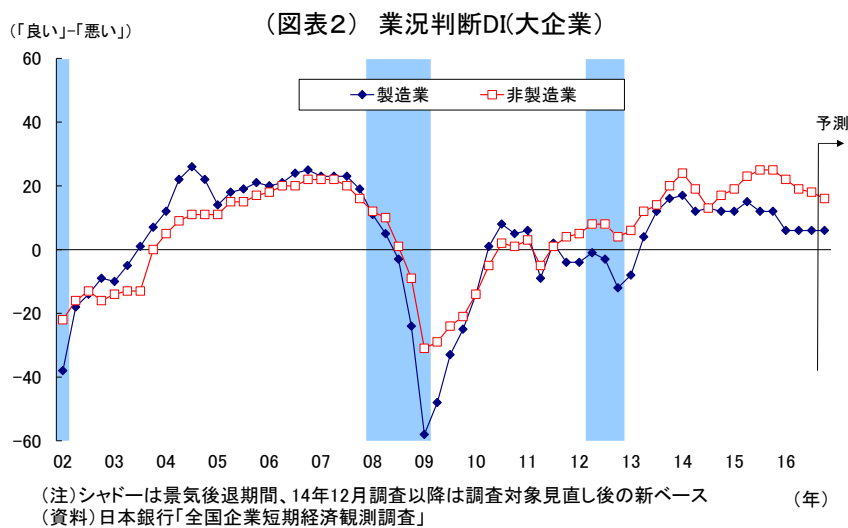
大企業非製造業の D.I. は18と前回調査から1ポイント悪化した。業種別では、全12業種中、改善が5業種と悪化の4業種をやや上回った。燃料価格高止まりの影響を受ける運輸・郵便（10ポイント悪化）や、インバウンド消費の鈍化や天候不順の悪影響を受ける小売（4ポイント悪化）などで悪化が目立った。一方、公共工事増加の追い風を受ける建設（3ポイント改善）、不動産（同）のほか、対個人サービス（15ポイント改善）などで改善した。

先行きについては、2業種を除く10業種で悪化、全体では2ポイントの悪化となった。小売は持ち直しが見込まれているものの、足下で改善を示していた建設（9ポイント悪化）、不動産（6ポイント悪化）が悪化しているほか、通信（11ポイント悪化）で大幅な悪化が見込まれている。

(図表1) 業況判断DI

		業況判断DI (「良い」-「悪い」・%ポイント)					
		2016年6月調査		2016年9月調査			
		最近	先行き	最近	先行き	変化幅	変化幅
大企業	製造業	6	6	6	0	6	0
	非製造業	19	17	18	-1	16	-2
	全産業	12	12	12	0	11	-1
中堅企業	製造業	1	0	3	2	1	-2
	非製造業	14	10	15	1	10	-5
	全産業	9	6	10	1	6	-4
中小企業	製造業	-5	-7	-3	2	-5	-2
	非製造業	0	-4	1	1	-2	-3
	全産業	-1	-5	0	1	-3	-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。



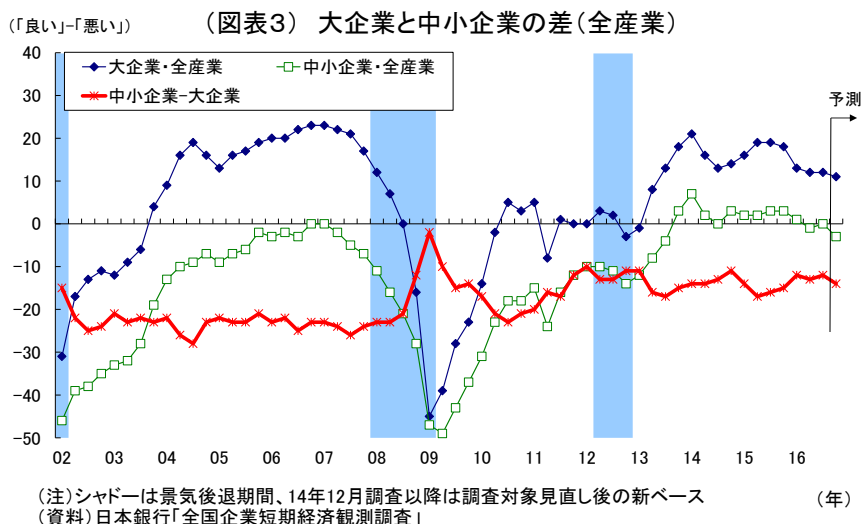
(中小企業)

中小企業製造業の業況判断 D.I.は▲3 で前回から 2 ポイント改善した。業種別では全 16 業種中、改善が 10 業種と、悪化の 4 業種を上回った。業種別では、市況の持ち直しを受けた石油・石炭製品 (11 ポイント改善)、非鉄金属 (6 ポイント改善) など改善が目立つ一方、生産用機械 (3 ポイント悪化) や繊維 (同) が悪化した。

先行きについては、改善が 8 業種と悪化の 7 業種をやや上回り (横ばいが 1 業種)、全体では 2 ポイントの悪化となった。造船・重機等 (13 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 1 と前回比 1 ポイント改善した。業種別では全 12 業種中、悪化が 6 業種と改善の 4 業種を上回った (横ばいが 2 業種)。対個人サービス (6 ポイント悪化) や通信 (5 ポイント悪化) など悪化が目立つ一方、前回調査で大幅な悪化となった宿泊・飲食サービス (15 ポイント改善) が大きく持ち直し、全体の押し上げに繋がった。

先行きも、悪化が 6 業種と改善の 5 業種を上回り、全体では 3 ポイントの悪化となった。大企業同様、建設 (10 ポイント悪化) で大幅な悪化となった他、情報サービス (6 ポイント悪化)、対事業所サービス (5 ポイント悪化) の悪化が目立つ。



3. 需給・価格判断：内外需給は小動き、マージンはやや改善

(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) は前环比 1 ポイント低下、非製造業では横ばいとなった。製造業の海外需給は 1 ポイント上昇した。内外需給ともに大きな変化はみられない。

先行きについても、国内需給は製造業、非製造業ともに横ばい、製造業の海外需給は 1 ポイント低下と、それぞれ小動きとなっており、状況の大幅な変化は見込まれていない。

中小企業でも大企業同様、国内需給は製造業で前回から 1 ポイント低下、非製造業で横ばいとなった。製造業の海外需給も横ばい推移。先行きについても、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：マージンはやや改善)

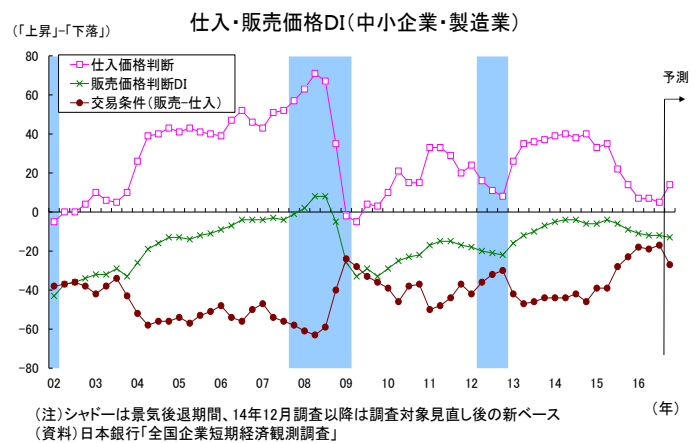
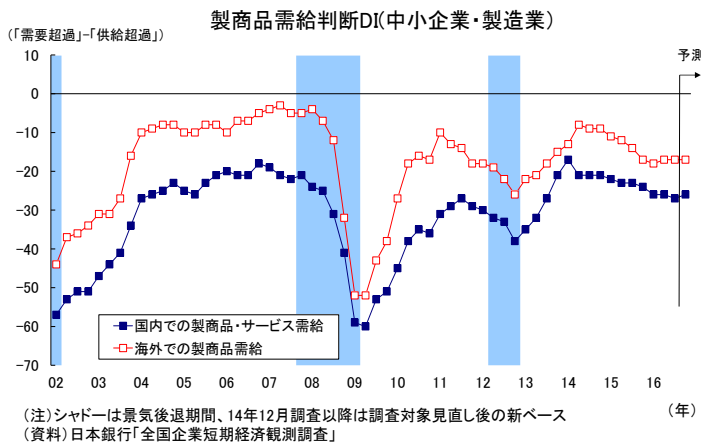
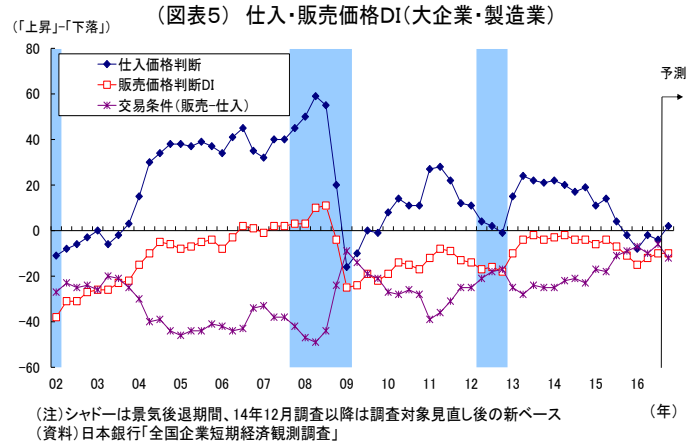
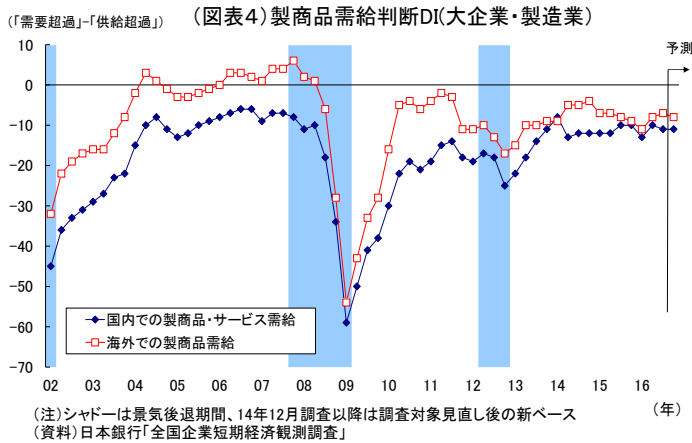
大企業製造業の販売価格判断 D.I. (上昇-下落) は前回から 2 ポイント上昇、非製造業では 1 ポイント低下した。一方、仕入価格判断 D.I. (上昇-下落) は製造業、非製造業ともに 2 ポイント低下している。販売価格は低迷しているものの、円高の影響で仕入価格が低下しているようだ。

製造業、非製造業ともに、仕入価格 D.I. の低下が働き、販売価格 D.I. との差し引きであるマージン (利鞘) は前回から拡大している。

販売価格判断 D.I. の 3 ヶ月後の先行きについては、製造業では横ばい、非製造業では 1 ポイントの上昇が見込まれている。一方で、仕入価格判断 D.I. は製造業で 6 ポイント上昇、非製造業でも 4 ポイントの上昇が見込まれているため、マージンは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、非製造業ともに前回から横ばい推移。一方で、仕入価格判断 D.I. は製造業、非製造業ともに 2 ポイント低下したため、差し引きであるマージンは、それぞれ改善している。

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が見込まれている一方で、仕入価格判断 D.I. は製造業で 9 ポイント上昇、非製造業で 6 ポイント上昇と、それぞれ大きく上昇しており、大企業以上に、マージンの縮小が見込まれている。



4. 売上・収益計画：収益計画は下方修正されたが、まだ下振れリスク大

16年度収益計画（全規模全産業）は、売上高が前年度比0.9%減（前回は0.1%減）、経常利益は8.1%減（前回は7.2%減）とそれぞれ下方修正された。もともと減収減益計画であったが、落ち込みがやや鮮明になった。

売上の内訳では輸出の下方修正が目立つ一方、16年度想定為替レート（大規模製造業）が107.92円と前回（111.41円）からは円高方向に修正されており、円高の織り込みが収益計画の下方修正の大きな要因になったとみられる。

ただし、今回の107.92円（上期108.44円、下期107.42円）という想定為替レートも、足下の実勢よりもかなり円安に留まっている点には留意が必要だ。今後大幅な円安が進まない限り、次回以降の短観において、収益計画がさらに下方修正される可能性が高い。

(図表6) 売上高計画

(前年度比・%)

	2015年度	2016年度 (計画)			上期	下期
			修正率			
大企業	製造業	-2.3	-1.7	-1.2	-3.5	0.1
	国内	-3.1	-0.8	-0.8	-2.4	0.7
	輸出	-0.3	-3.7	-2.1	-5.8	-1.4
	非製造業	-2.8	-1.6	-0.8	-3.6	0.4
	全産業	-2.6	-1.6	-1.0	-3.6	0.3
中堅企業	製造業	0.5	0.0	-0.6	-1.3	1.3
	非製造業	0.5	1.4	-0.6	0.9	1.9
	全産業	0.5	1.1	-0.6	0.4	1.7
中小企業	製造業	0.6	-0.3	-0.6	-1.5	0.7
	非製造業	-0.3	-1.0	-0.4	-1.6	-0.5
	全産業	-0.1	-0.9	-0.5	-1.6	-0.3
全規模	製造業	-1.4	-1.2	-1.0	-2.8	0.4
	非製造業	-1.3	-0.7	-0.6	-2.0	0.5
	全産業	-1.3	-0.9	-0.7	-2.2	0.4

(注)修正率は前回調査との対比。

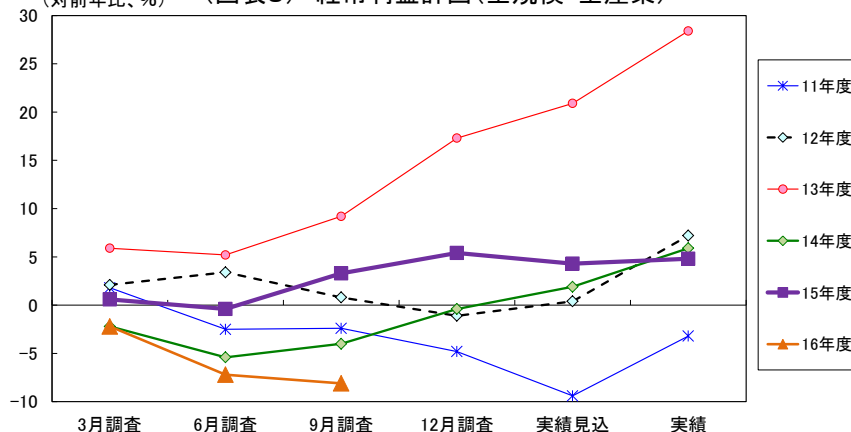
(図表7) 経常利益計画

(前年度比・%)

	2015年度	2016年度 (計画)			上期	下期
			修正率			
大企業	製造業	-5.3	-14.6	-3.3	-26.2	0.7
	素材業種	3.8	-2.4	1.1	-15.2	14.4
	加工業種	-8.5	-19.4	-5.3	-30.5	-4.7
	非製造業	11.5	-4.2	-0.8	-8.7	1.6
	全産業	2.8	-9.2	-2.0	-17.1	1.2
中堅企業	製造業	8.0	-6.0	-1.9	-12.5	0.2
	非製造業	9.5	-3.1	0.6	-2.6	-3.5
	全産業	9.0	-4.0	-0.2	-6.0	-2.4
中小企業	製造業	3.4	0.3	-0.8	-9.6	10.2
	非製造業	10.1	-10.6	2.5	-6.2	-14.3
	全産業	8.4	-8.0	1.6	-7.0	-8.9
全規模	製造業	-2.9	-11.8	-2.8	-23.0	1.9
	非製造業	10.8	-5.6	0.2	-7.2	-4.0
	全産業	4.8	-8.1	-1.0	-13.9	-1.7

(注)修正率は前回調査との対比。

(対前年比、%) (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「全国企業短期経済観測調査」

5. 設備投資・雇用：16年度設備投資計画は上方修正だが抑制的

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 ポイント低下 (需給がタイト化) した。雇用人員判断 D.I. (「過剰」－「不足」) も全規模・全産業で▲19 と前

回から 2 ポイント低下している。経済活動が前回から大きく活発化しているわけではないものの、生産面における熊本地震からの回復などが影響したとみられる。

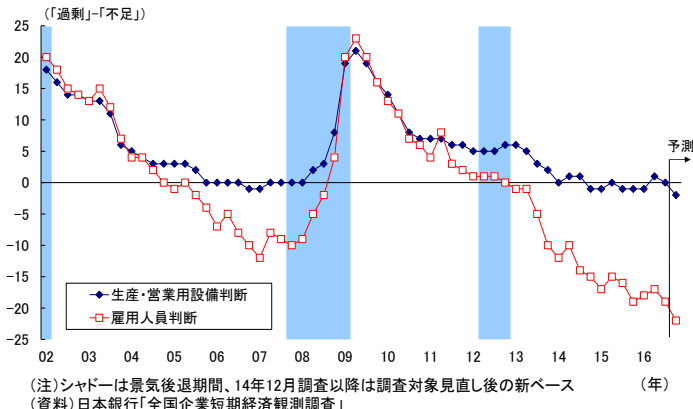
上記の結果、需給ギャップの代理変数とされる「短観加重平均 D.I.」（設備・雇用の各 D.I. を加重平均して算出）は前回からやや低下している（▲10.3 ポイント→▲12.0 ポイント）。

D. I. の水準としても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、これまで同様、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▲25）で、人手不足感がより強い。また、企業規模別で見ると、人材調達力や収益力の違いが反映されているとみられるが、中小企業が▲20 と大企業の▲12 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▲20 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。

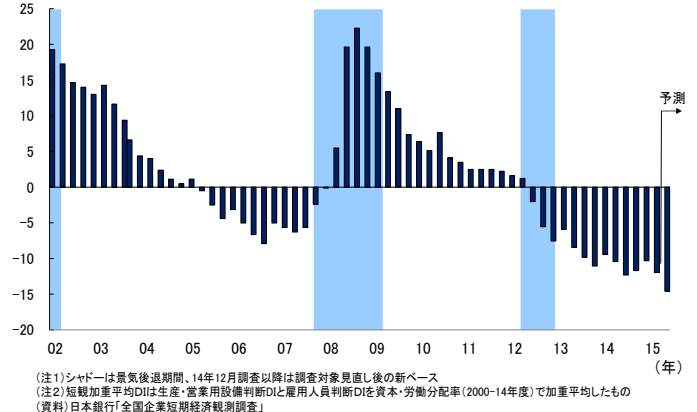
人手不足は製造業・非製造業や企業規模を問わず幅広く共有されているが、特に中堅・中小企業非製造業においては深刻な経営課題になっている。

先行きの見通し（全規模全産業）は、設備判断 D. I. が現状比 2 ポイント低下の▲2、雇用判断 D. I. は 3 ポイント低下の▲22 と、それぞれ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.」も今回に続いて低下に向かう見込み（▲12.0 ポイント→▲14.6 ポイント）。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



16年度の設備投資計画（全規模全産業）は、前年度比 1.7%増と前回調査時点の 0.4%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、中小企業を中心に計画が固まってくることに伴って上方修正される「統計のクセ」が強く、今回も上方修正となった。

ただし、今回の上方修正幅は 1.3%ポイントと、前年度（3.0%ポイント）や一昨年度（2.5%ポイント）と比べて抑制的である。円高によって輸出環境が厳しさを増し、企業収益も既に悪化しているため、一部企業で様子見や先送り姿勢が広がりつつあるとみられる（図表 11～12）。

なお、16年度計画（全規模全産業 1.7%増）は事前の市場予想（QUICK 集計 2.3%増、当社予想は 1.9%増）を下回る結果であった。

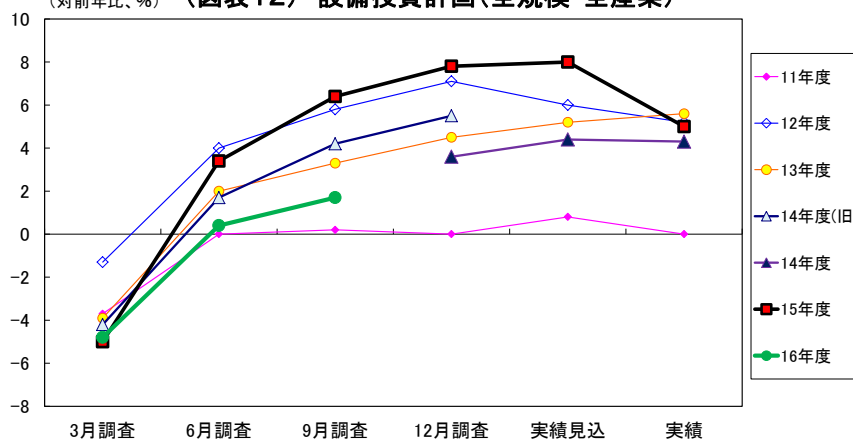
(図表11) 設備投資計画

(前年度比・%)

		2015年度	2016年度 (計画)		上期	下期
				修正率		
大企業	製造業	8.4	12.7	-0.1	18.9	7.8
	非製造業	1.0	2.9	0.1	8.5	-1.2
	全産業	3.4	6.3	0.1	12.2	1.8
中小企業	製造業	11.5	-15.3	3.0	-0.2	-24.8
	非製造業	5.2	-6.0	8.6	-0.1	-11.4
	全産業	7.2	-9	6.9	-0.1	-16.3
全規模	製造業	9.1	6.1	0.2	13.8	0.3
	非製造業	2.9	-0.6	1.9	5.5	-5.3
	全産業	5.0	1.7	1.3	8.3	-3.4

(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。

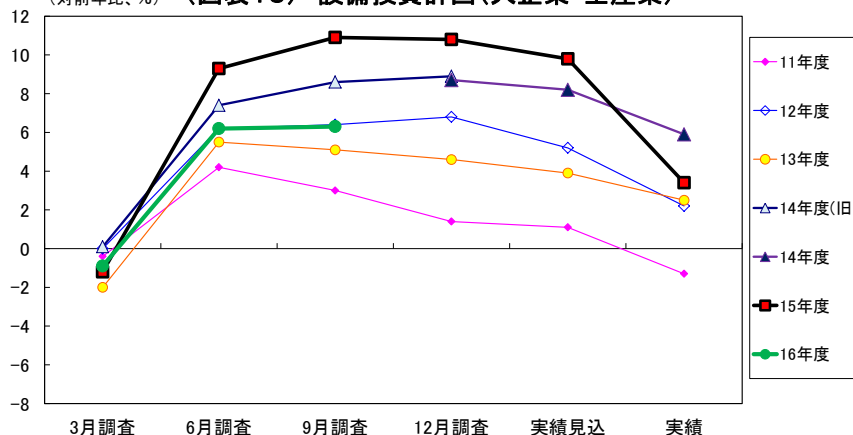
(対前年比、%) (図表12) 設備投資計画(全規模・全産業)



(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。