

Weekly エコノミスト・ レター

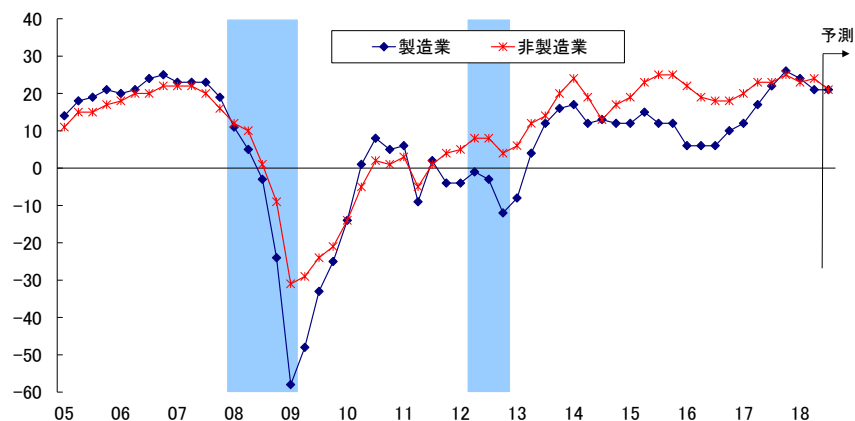
日銀短観(6月調査)

～大企業製造業の景況感は2期連続で悪化、
貿易摩擦の影響はまだ限定的

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.が前回調査比で3ポイント下落し、2四半期連続となる景況感の悪化が示された。一方、大企業非製造業では、わずかに景況感が持ち直した。大企業製造業では、長引くIT関連材の生産調整や原材料価格上昇の悪影響等により景況感が悪化した。一方、大企業非製造業では、好調なインバウンド需要や一部での値上げ浸透を追い風に景況感が改善したが、家計の節約志向が重石となった。中小企業の景況感は製造業、非製造業ともにやや悪化。非製造業では人手不足が影響したとみられる。
2. 先行きの景況感は大企業製造業で横ばい、その他では弱含んだが、前回に比べて悪化幅は小幅に留まった。トランプ政権は保護主義的な動きに拍車をかけており、企業の警戒感が高まっている可能性が高いが、事態は未だ流動的で影響も不透明な状況にある。一方で、内外経済の回復期待は続いているとみられ、今のところ景況感の大幅な悪化は回避されたと考えられる。
3. 2018年度の設備投資計画(全規模計)は、前年比7.9%増と大幅に上方修正された。前回調査でも例年と比べて高めの伸び率であったが、今回の修正の結果、例年よりも大幅に高い伸び率となった。例年6月調査では上方修正される傾向が強いというだけでなく、良好な収益状況を受けた投資余力の改善や、投資家による資金の有効活用を求める圧力、人手不足に伴う省力化投資などが追い風となり、実勢としても強い投資スタンスが示された。貿易摩擦への懸念は設備投資意欲に影を落とす要因だが、事態は未だ流動的であり、企業としても影響を設備投資判断に織り込みづらい状況にある。ただし、今後、貿易戦争の様相が強まり、世界経済に悪影響が出てくれば、設備投資計画が慎重化する恐れが高いため、楽観視はできない。

足元の業況判断DIは製造業で悪化・非製造業で小幅改善(大企業)



(注)シャドーは景気後退期間、17年12月調査以降は調査対象見直し後の新ベース (年)
(資料)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

1. 全体評価：先行きは弱含み、設備投資計画はかなり強い

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 21 と前回 3 月調査比で 3 ポイント下落し、2 四半期連続となる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 1 ポイント上昇の 24 となり、わずかながら、2 四半期ぶりに景況感が持ち直した。

前回 3 月調査では、円高や原材料高、大雪、野菜価格高騰、人手不足などの悪材料が響き、大企業製造業で 8 四半期ぶり、非製造業で 6 四半期ぶりに景況感が悪化していた。

その後の事業環境はまだら模様だ。堅調な米経済を背景に円高が是正されたうえ、輸出も底堅さを維持。また、インバウンド（訪日外国人）需要も好調を維持している。一方で、世界的なスマホ需要の減速から IT 関連材の生産調整が長引いているほか、原油などの原材料価格上昇や人件費増加が企業収益を圧迫し、人手不足も深刻な状況が続いている。

このように強弱材料が交錯している状況だが、大企業製造業では、長引く IT 関連材の生産調整や原材料価格上昇などによる悪影響が円高是正による好影響を上回り、景況感が悪化した。一方、大企業非製造業では、好調なインバウンド需要や一部での値上げ浸透を追い風に景況感が改善したものの、家計の根強い節約志向が重石となり、改善幅はわずかに留まった。

中小企業の業況判断 D.I. は、製造業が前回から 1 ポイント下落の 14、非製造業が 2 ポイント下落の 3 となった。基本的に強弱材料は大企業と同様であるが、中小企業非製造業は人手不足感が極めて強いことが制約になったとみられ、大企業非製造業とは反対に景況感が弱含んだ。

先行きの景況感については、大企業製造業で横ばい、その他で弱含みが見られたが、前回調査に比べて悪化幅は小幅に留まった。前回調査以降も米トランプ政権は保護主義的な動きに拍車をかけており、（中国からの輸入品に対する巨額の関税賦課を正式に発表、EU などへの鉄鋼・アルミ関税発動、自動車関税の大幅な引き上げ検討を公表など）、企業の警戒感が高まっている可能性が高いが、事態は未だ流動的で影響も不透明な状況にある。一方で、内外経済の回復期待は続いているとみられ、今のところ、景況感の大幅な悪化は回避されたと考えられる。

ただし、米政権が今後も保護主義姿勢を緩和させなければ貿易摩擦がますます激化し、企業マインドの押し下げに繋がりがかねない。

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 22、当社予想も 22）は予想をやや下回ったが、先行き（QUICK 集計 20、当社予想は 18）は予想をやや上回った。大企業非製造業は、足元（QUICK 集計 23、当社予想は 24）は予想をやや上回ったが、先行き（QUICK 集計 22、当社予想は 21）は予想をやや下回った。

2017 年度の設備投資額（全規模全産業）は、前年比 4.4%増と前回調査時点（4.0%増）から小幅に上方修正された。

一方、2018 年度の設備投資計画（全規模全産業）は、前年比 7.9%増と前回調査時点の前年比 0.7%減から大幅に上方修正された。前回調査時点でも例年と比べて高めの伸び率であったが、今回の修正の結果、例年に比べて大幅に高い伸び率となった。

例年 6 月調査では、計画が固まってくることで上方修正される傾向が強いというだけでなく、良好な収益状況を受けた投資余力の改善や、投資家による資金の有効活用を求める圧力、人手不足に伴う省力化投資などが追い風となり、実勢としても強い投資スタンスが示されたとみられる。

なお、貿易摩擦への懸念は設備投資意欲に影を落とす要因だが、事態は未だ流動的であり、企業としてもその影響を設備投資判断に織り込みづらい状況にある。ただし、今後、報復関税の応酬などから貿易戦争の様相が強まり、世界経済に悪影響が出てくれば、設備投資計画が慎重化する恐れが高い。また、そうでなくても、貿易摩擦に対する強い懸念が長期化すれば、悪影響が顕在化してくる可能性が高いため、楽観視はできない。

販売価格判断 D. I. は大企業・中小企業ともにやや上昇した。ただし、大企業製造業や中小企業では仕入価格判断 D. I. の上昇幅を下回っている。原材料高などに伴う仕入価格の上昇を企業が販売価格に十分に転嫁できていない状況が確認できる。

今回の短観では、大企業製造業の景況感が 2 期連続で悪化したほか、大企業製造業以外で先行きの景況感の弱含みが示されたが、日銀の金融政策へ与える影響は限定的になりそうだ。景況感の水準自体は高いレベルを維持しているうえ、先行きも今のところ大幅な悪化は回避されている。また、設備投資計画も今のところ順調であることがその理由となる。企業による値上げの動きは鈍いものの、値下げ方向に傾いてはいない。そもそも、日銀の追加緩和余地は殆ど残っていないと考えられ、容易に動けないという事情もある。

日銀は「これまで同様、物価目標に向けたモメンタムは維持されている」との判断のもと、現行の金融政策を維持しつつ、貿易摩擦など下振れリスクの動向、ならびにそれらが企業活動や実体経済へ及ぼす影響を注視するスタンスを継続するだろう。

2. 業況判断 D. I. : 大企業は製造業と非製造業でまちまちに

全規模全産業の業況判断 D. I. は 16 (前回比 1 ポイント低下)、先行きは 13 (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 21 と前回調査から 3 ポイント低下した。業種別では、全 16 業種中、低下が 10 業種と上昇の 4 業種を上回った (横ばいが 2 業種)。

ガソリン販売が減少している石油・石炭 (13 ポイント低下) のほか、木材・木製品 (11 ポイント低下)、自動車 (7 ポイント低下)、業務用機械 (5 ポイント低下)、食料品 (3 ポイント低下) といった原材料価格上昇の悪影響を受ける業種で景況感の悪化が目立った。スマホ需要鈍化の影響を受ける電気機械 (4 ポイント低下) でも悪化がみられる。一方、堅調な設備投資需要の追い風を受ける生産用機械 (1 ポイント上昇) やはん用機械 (横ばい) の景況感は堅調に推移した。

先行きについては、低下が 9 業種と上昇の 5 業種を上回ったが (横ばいが 2 業種)、全体では現状比横ばいとなった。

資源価格下落を警戒したとみられる石油・石炭 (24 ポイント低下) で大幅な悪化となっているほか、化学 (6 ポイント低下)、はん用機械 (5 ポイント低下) などで景況感が悪化した。また、ランプ政権が大幅な関税引き上げの検討を表明している自動車 (2 ポイント低下) も引き続き景況感が悪化している。一方、環境規制への対応需要が追い風となる造船・重機等 (11 ポイント上昇)、世界的な IT 需要の拡大が今後も期待される電気機械 (9 ポイント上昇) などで景況感の改善が見込まれている。

大企業非製造業の D.I.は前回から 1 ポイント上昇の 24 となった。業種別では、全 12 業種中、上昇が 7 業種と低下の 4 業種を上回った（横ばいが 1 業種）。

これまで回復が遅れてきた電気・ガス（10 ポイント上昇）、好調なインバウンド需要の追い風を受ける対個人サービス（10 ポイント上昇）、宿泊・飲食サービス（8 ポイント上昇）のほか、値上げが浸透している運輸・郵便（3 ポイント上昇）などで景況感の改善が見られる。一方、価格競争が激しい通信（13 ポイント低下）、家計の根強い節約志向の影響を受ける小売（11 ポイント低下）などで景況感が悪化した。

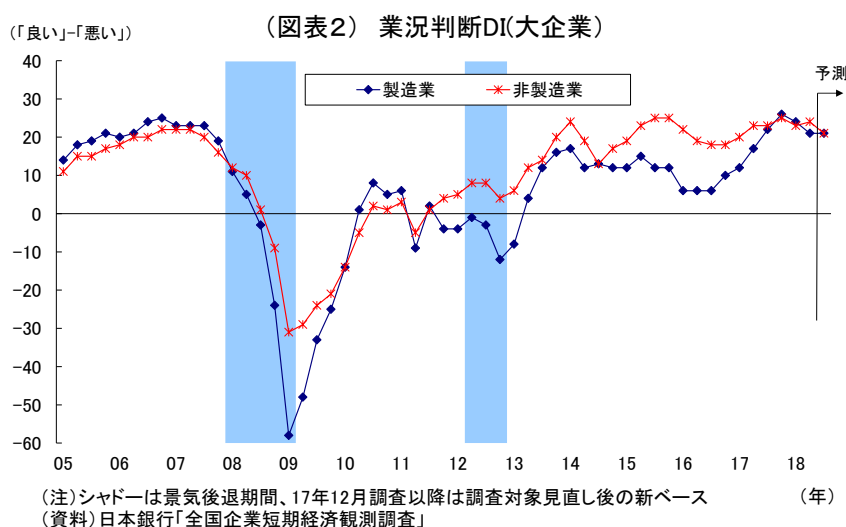
先行きについては、低下が 7 業種と上昇の 2 業種を大きく上回り、全体では 3 ポイントの低下となった。

足元で持ち直した電気・ガス（10 ポイント低下）のほか、人手不足への警戒が強い不動産（10 ポイント低下）、建設（7 ポイント低下）、飲食・宿泊サービス（5 ポイント低下）などで景況感の悪化が見込まれている。一方、足元で大幅な悪化を示した小売（6 ポイント上昇）は持ち直しが見込まれている。夏の賞与増加が消費へ回ることが期待されている可能性がある。

（図表1）業況判断DI

		（「良い」-「悪い」・%ポイント）						
		2018年3月調査		2018年6月調査				
		最近	先行き	最近	変化幅	先行き	変化幅	
大企業	製造業	24	20	21	-3	21	0	
	非製造業	23	20	24	1	21	-3	
	全産業	23	20	22	-1	21	-1	
中堅企業	製造業	19	14	20	1	16	-4	
	非製造業	21	16	20	-1	16	-4	
	全産業	20	15	20	0	16	-4	
中小企業	製造業	15	12	14	-1	12	-2	
	非製造業	10	5	8	-2	5	-3	
	全産業	11	7	11	0	8	-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.は前回から 1 ポイント低下の 14 となった。業種別では全 16 業種中、低下が 8 業種と、上昇の 6 業種を上回った（横ばいが 2 業種）。

大企業同様、石油・石炭（16 ポイント低下）のほか、木材・木製品（2 ポイント低下）、自動車

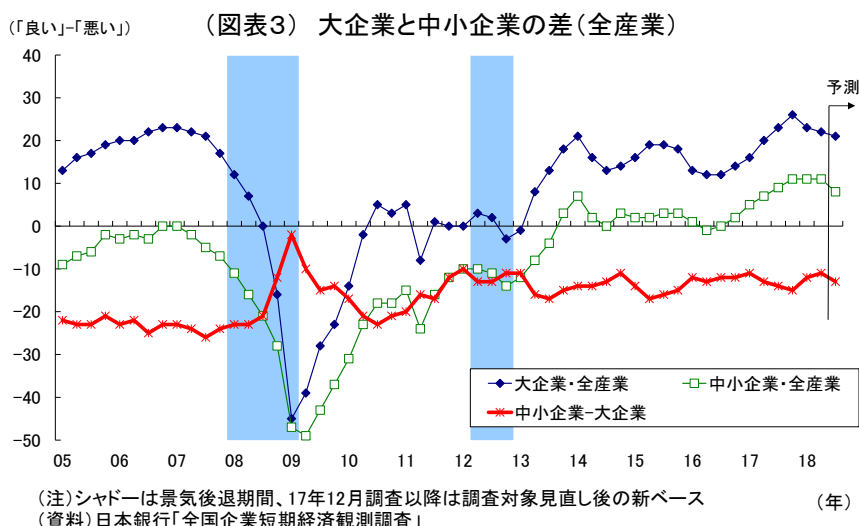
(7ポイント低下)、業務用機械(5ポイント低下)、食料品(4ポイント低下)といった原材料価格上昇の悪影響を受ける業種で景況感の悪化が目立った。

先行きについては、低下が11業種と上昇の5業種を大きく上回り、全体では2ポイントの低下となった。トランプ政権が大幅な関税引き上げの検討を表明している自動車(10ポイント低下)のほか、はん用機械(11ポイント低下)、生産用機械(9ポイント低下)などで特に悪化が目立つ。

中小企業非製造業のD.I.は8と前回比で2ポイント低下した。業種別では全12業種中、低下が7業種と上昇の4業種を上回った。

電気・ガス(10ポイント低下)のほか、リース取扱量が低迷している物品賃貸(6ポイント低下)の景況感悪化が目立つ。また、大企業では牽引役となった対個人サービス、宿泊・飲食サービスが、中小企業ではほぼ横ばいに留まっている点が注目される。人手不足感が特に深刻であることが景況感の制約になっている可能性が高い。

先行きは、低下が9業種と上昇の3業種を大きく上回り、全体では3ポイントの低下となった。とりわけ建設(8ポイント低下)や電気・ガス(15ポイント低下)などで大幅な悪化が見込まれている。



3. 需給・価格判断：国内需給はやや悪化、仕入価格上昇が採算を圧迫

(需給判断：国内需給はやや悪化、海外需給は変化なし)

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2ポイント低下、非製造業は横ばいとなった。特に素材業種で需給の悪化が目立つ。一方、製造業の海外需給は前回から横ばいで推移している。

先行きについては小動きの見込みに。国内需給は製造業が1ポイント上昇、非製造業が1ポイント低下している。製造業の海外需給も1ポイントの低下が見込まれている。

中小企業の国内需給については、製造業、非製造業ともに1ポイント低下。製造業の海外需給は横ばいとなった。

先行きについては、国内需給は製造業、非製造業ともに1ポイント低下、製造業の海外需給も1ポイントの低下が見込まれており、大幅な変化は予想されていない(図表4)。

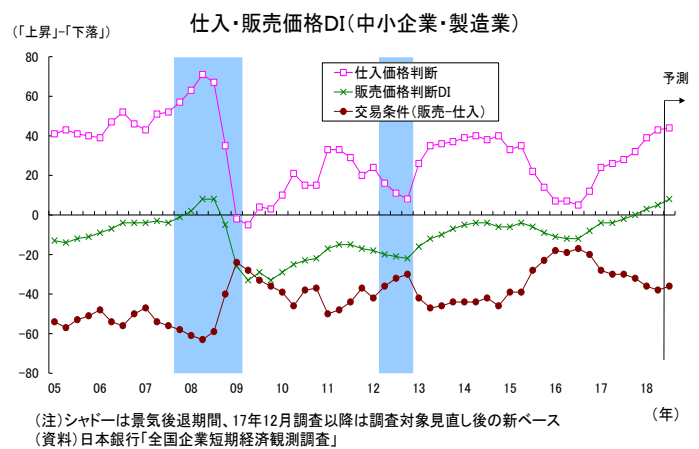
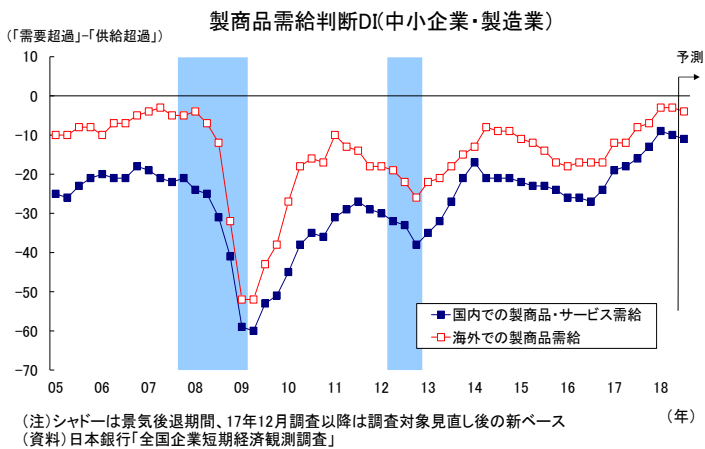
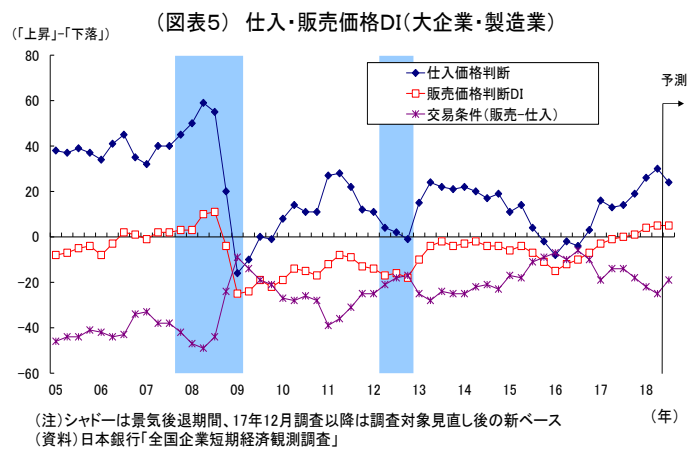
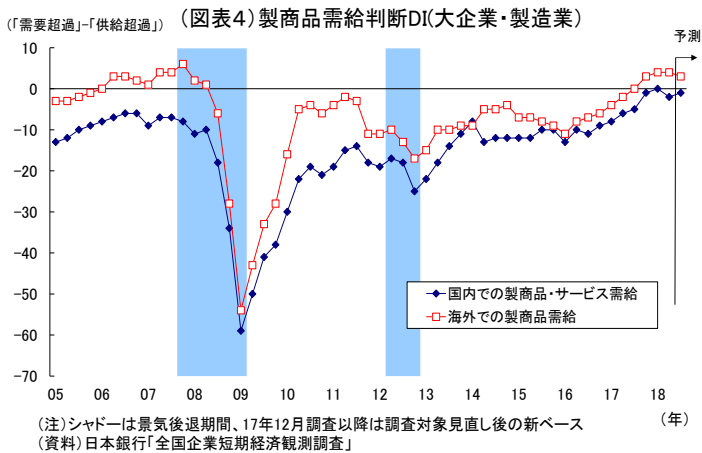
(価格判断：仕入価格上昇が採算を圧迫)

大企業製造業の販売価格判断 D.I. (上昇-下落)は前回から 1 ポイントの上昇、非製造業も 1 ポイントの上昇となった。仕入価格判断 D.I. は製造業で 4 ポイント上昇、非製造業で横ばいとなっているため、差し引きであるマージンは製造業で悪化している。大企業製造業では、原料高等に伴う仕入価格の上昇分を製品価格に十分転嫁できていない形に。

販売価格判断 D.I. の 3 ヶ月後の先行きは、製造業、非製造業ともに横ばいが見込まれている。企業の値上げ意欲の高まりはうかがわれない。一方、仕入価格判断 D.I. の先行きは製造業で 6 ポイントの低下、非製造業で 2 ポイントの上昇となっていることから、製造業のマージンは改善に向かう見通しが示されている (図表 5)。

中小企業の販売価格判断 D.I. は製造業で 2 ポイント上昇、非製造業では 3 ポイント上昇した。しかしながら、仕入価格判断 D.I. は製造業で 4 ポイント上昇、非製造業で 5 ポイントと販売価格以上に上昇しており、差し引きであるマージンは圧迫された。

先行きの販売価格判断 D.I. は、製造業が 3 ポイント上昇している一方、非製造業は 1 ポイント低下している。仕入価格判断 D.I. はそれぞれ 1 ポイントの上昇が見込まれているため、製造業ではマージンの改善が見込まれている一方、非製造業では悪化が見込まれている。



4. 売上・利益計画：2018年度収益は実質的に小幅な上方修正

17年度収益計画（全規模全産業）は、売上高が前年度比4.4%増（前回は3.5%増）、経常利益は12.0%増（前回は7.1%増）へとそれぞれ上方修正された。特に経常利益については、もともと保守的に見積もられた後、事業環境が悪化しなければ徐々に上方修正されていくクセがあり、今回も上方修正となった。前年比12.0%増という伸び率は、異次元緩和により円安が進行した13年度以来の高い水準になる。

なお、想定為替レート（大企業製造業）は110.79円と前回調査時点（110.67円）からわずかな修正に留まった。前回調査時点で既に実績（17年度平均110.84円）に近い想定になっていたためである。

また、18年度収益計画（全規模全産業）は、売上高が前年比1.5%増（前回は1.0%増）、経常利益が5.1%減（前回は1.5%減）となった。経常減益幅は拡大しているが、比較対象となる前年度収益が上方修正されているため、実質的には小幅な上方修正となる。例年6月調査にかけては、企業が利益を保守的に見積もり、減益計画となる傾向が強い。

なお、18年度想定為替レート（大企業製造業）は107.26円（上期107.27円、下期107.26円）と、前回（109.66円）から円高方向に修正されている。足元の実勢に対してもやや円高水準だが、為替は3月に一時105円を割り込むなど不安定な動きを示しただけに、より保守的に設定し直した企業があったためと考えられる。また、貿易摩擦が激化すれば、リスク回避的に円高が進むと考えられることも保守的な設定を促した可能性がある。今後、為替が現状の110円程度もしくは円安方向で推移した場合、想定為替レートの円安方向への修正を通じて、収益計画の上方修正圧力となる。

米国発の貿易摩擦については、今のところ収益への影響が限定的であり、今後の動向も流動的であるため、現段階では収益計画にも殆ど反映されていないものとみられる。

（図表6） 売上高計画 （前年度比・%）

		2017年度		2018年度 (計画)	
			修正率		修正率
大企業	製造業	5.6	0.9	2.5	2.0
	国内	4.8	0.8	2.8	2.1
	輸出	7.4	1.0	1.8	1.6
	非製造業	5.9	1.2	1.4	1.9
	全産業	5.8	1.1	1.9	1.9
中堅企業	製造業	4.3	0.4	3.3	1.4
	非製造業	2.8	0.6	2.5	0.9
	全産業	3.1	0.5	2.7	1.0
中小企業	製造業	3.2	0.5	1.0	0.5
	非製造業	2.4	0.9	-0.3	0.6
	全産業	2.6	0.8	0.0	0.6
全規模	製造業	5.0	0.8	2.3	1.6
	非製造業	4.1	1.0	1.1	1.3
	全産業	4.4	0.9	1.5	1.4

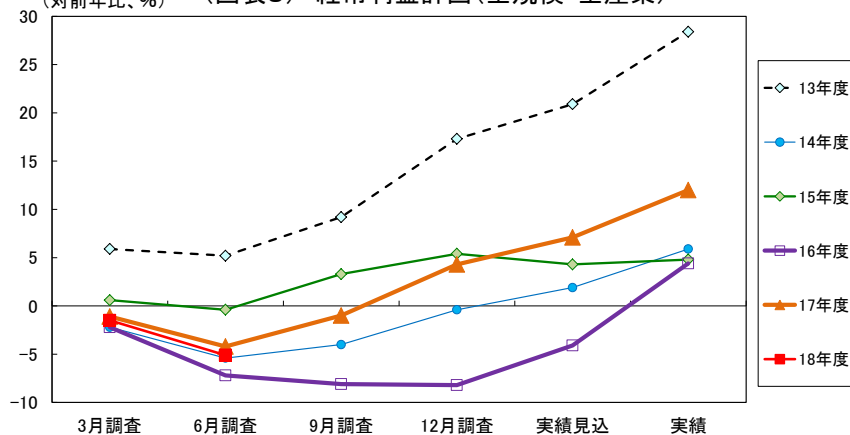
（注）修正率は前回調査との対比。

(図表7) 経常利益計画 (前年度比・%)

		2017年度		2018年度 (計画)	
			修正率		修正率
大企業	製造業	20.8	0.9	-8.6	-4.8
	素材業種	27.6	3.9	-7.1	-0.4
	加工業種	17.9	-0.4	-9.3	-6.7
	非製造業	14.3	8.6	-3.8	5.7
	全産業	17.3	4.8	-6.1	0.6
中堅企業	製造業	1.6	0.8	1.1	3.9
	非製造業	4.7	4.2	-1.5	2.0
	全産業	3.7	3.1	-0.7	2.6
中小企業	製造業	4.0	-0.8	-0.1	-1.4
	非製造業	-0.5	7.9	-6.4	1.1
	全産業	0.7	5.3	-4.6	0.3
全規模	製造業	16.2	0.7	-6.6	-3.4
	非製造業	9.1	7.6	-4.0	4.0
	全産業	12.0	4.6	-5.1	0.8

(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)17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：人手不足感は季節要因で一服、18年度設備投資計画は強い

生産・営業用設備判断 D.I. (「過剰」－「不足」)は全規模全産業で前回から横ばいの▲5 となった。底堅い生産動向を反映して、不足感が続いている。一方、雇用人員判断 D.I. (「過剰」－「不足」)は▲32 と前回から 2 ポイント上昇し、人手不足感が若干緩和した。ただし、例年 3 月調査から 6 月調査では人手不足感が一服する傾向が強い。この間に多くの企業で一斉に新入社員が配属されることに伴う季節的な要因に過ぎないとみられる点は留意が必要だ。

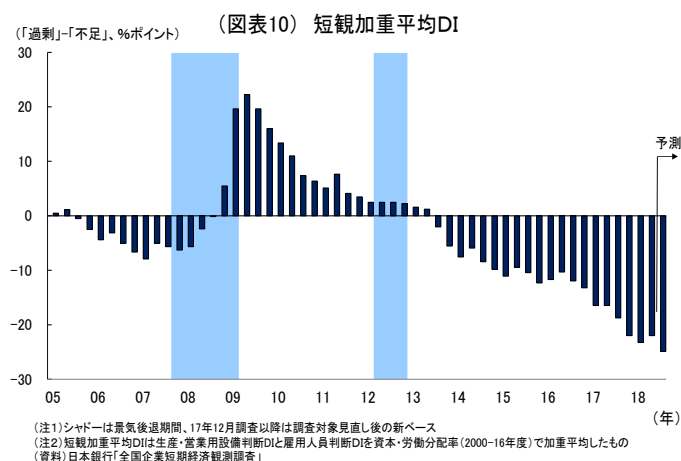
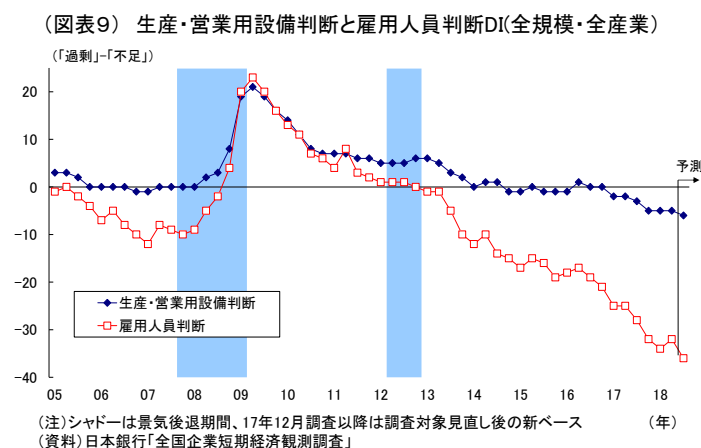
上記の結果、需給ギャップの代理変数とされる「短観加重平均 D.I.」(設備・雇用の各 D.I. を加重平均して算出)は前回から 1.3 ポイント上昇し(▲23.3 ポイント→▲22.0 ポイント)、マイナス(不足超過)幅がやや縮小している。

なお、雇用人員判断 D.I. はマイナス幅がやや縮小したとはいえ、人手不足感が極めて強い状況に変化はない。内訳を見ると、これまで同様、製造業(全規模で▲24)よりも、労働集約型産業が多い非製造業(全規模で▲36)で人手不足感が強い。また、企業規模別で見ると、人材調達力や収益力・賃金水準の違いが反映されているとみられるが、中小企業が▲35 と大企業の▲21 を大きく下

回っている。

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、特に中小企業において深刻な経営課題になっていることは疑いがない。

先行きの見通し（全規模全産業）は、設備判断 D. I.（1 ポイント低下）、雇用判断 D. I.（4 ポイント低下）とも低下が見込まれており、両者を反映した「短観加重平均 D. I.」も低下する見込み。先行きにかけて、設備、人手の不足感は強まるとの見通しが示されている（図表 9, 10）。



2017 年度の設備投資額（全規模全産業）は、前年比 4.4%増と前回調査時点（4.0%増）から小幅に上方修正された。

一方、2018 年度の設備投資計画（全規模全産業）は、前年比 7.9%増と前回調査時点の前年比 0.7%減から大幅に上方修正された。前回調査時点でも例年と比べて高めの伸び率であったが、今回の修正の結果、例年に比べて大幅に高い伸び率となった。

例年 6 月調査では、計画が固まってくることで上方修正される傾向が強いというだけでなく、良好な収益状況を受けた投資余力の改善や、投資家による資金の有効活用を求める圧力、人手不足に伴う省力化投資などが追い風となり、実勢としても強い投資スタンスが示されたとみられる。

なお、貿易摩擦への懸念は設備投資意欲に影を落とす要因だが、事態は未だ流動的であり、企業としてもその影響を設備投資判断に織り込みづらい状況にある。ただし、今後、報復関税の応酬などから貿易戦争の様相が強まり、世界経済に悪影響が出てくれば、設備投資計画が慎重化する恐れが高い。また、そうでなくても、貿易摩擦に対する強い懸念が長期化すれば、悪影響が顕在化してくる可能性が高いため、楽観視はできない。

なお、17 年度計画（全規模全産業で 4.4%増）は事前の市場予想（QUICK 集計 3.4%増、当社予想は 3.7%増）をやや上回る結果であった。一方、18 年度計画（全規模全産業で 7.9%増）は事前の市場予想（QUICK 集計 3.8%増、当社予想は 4.2%増）を大幅に上回る結果であった。

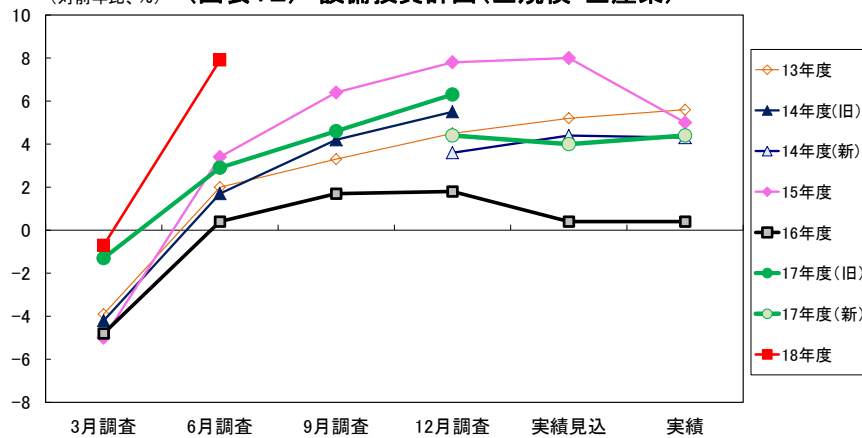
(図表11) 設備投資計画と研究開発投資計画

(前年度比・%)

		設備投資計画				研究開発投資計画			
		2017年度		2018年度 (計画)		2017年度		2018年度 (計画)	
			修正率		修正率		修正率		修正率
大企業	製造業	6.3	-1.0	17.9	11.3	1.6	0.8	3.4	2.9
	非製造業	2.9	-1.0	11.2	9.2	15	6.7	2.6	9.0
	全産業	4.1	-1.0	13.6	10.0	2.5	1.2	3.4	3.3
中小企業	製造業	0.6	2.9	7.6	10.8	8.4	1.4	4.1	3.0
	非製造業	-1.0	4.3	-21.2	9.6	1.4	-1.7	27.7	14.1
	全産業	-0.5	3.8	-11.8	10.1	7.6	1.1	6.6	4.3
全規模	製造業	6.3	-0.2	16.0	9.2	1.6	0.8	3.5	2.8
	非製造業	3.4	0.7	3.3	9.0	14.4	5.9	3.8	8.4
	全産業	4.4	0.4	7.9	9.0	2.5	1.2	3.5	3.3

(注) 設備投資は含む土地投資額(リース会計対応ベース)。修正率は前回調査との対比。

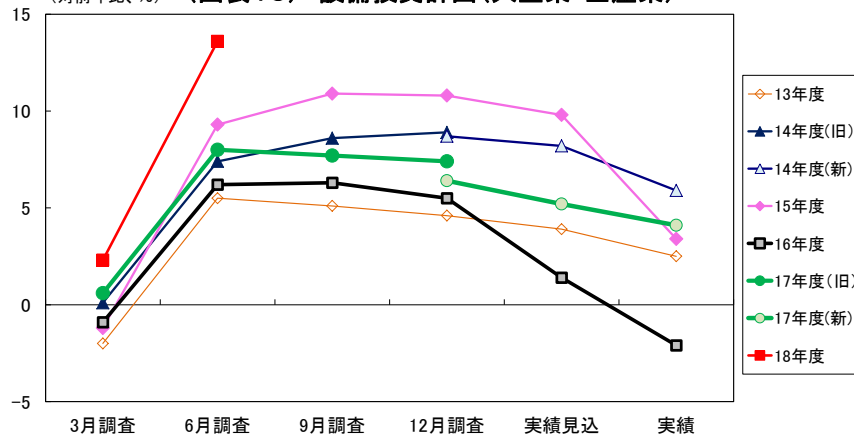
(対前年比、%) (図表12) 設備投資計画(全規模・全産業)



(注) リース会計対応ベース。17年度分12月調査は新旧併記、実績見込みは新ベース、18年度分は新ベース

(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。17年度分は12月調査は新旧併記、実績見込みは新ベース、18年度分は新ベース

(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。