

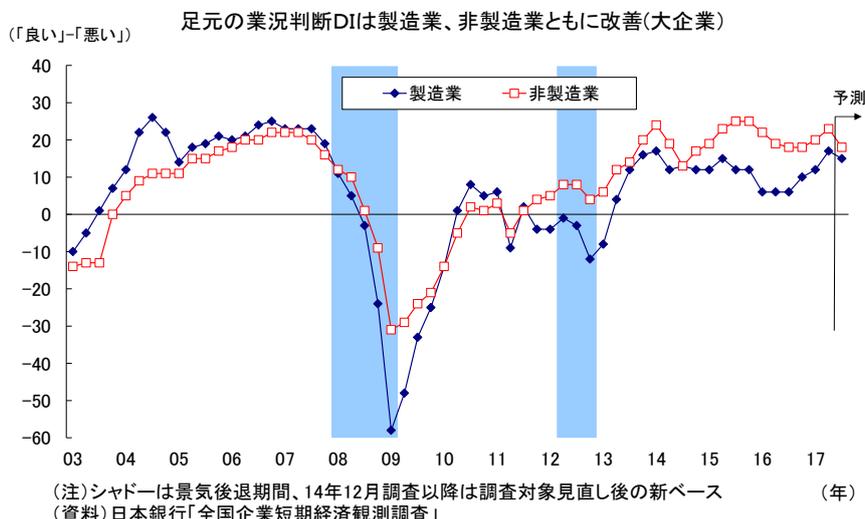
# Weekly エコノミスト・ レター

## 日銀短観(6月調査)

～景況感は幅広く改善、先行きは慎重さが残る

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 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 17 と前回 3月調査比で 5ポイント上昇し、3 四半期連続で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 と前回比 3ポイント上昇し、2 四半期連続の改善となった。製造業では良好な輸出環境や為替の安定、消費の持ち直しを受けた生産回復により景況感が改善した。非製造業も消費の持ち直しが景況感の改善に繋がったほか、大都市圏での再開発事業や五輪需要等が建設領域の支援材料になった。中小企業も大企業同様、製造業・非製造業ともに改善が示された。
2. 先行きについては、慎重な見方が示された。引き続き海外情勢の不透明感が根強いことが影響したとみられるほか、国内に関しても、人手不足に加え、今後物価の上昇が予想されることから、消費等に悪影響が出る懸念が台頭したとみられる。
3. 2016 年度の設備投資実績は、前年度比 0.4%増と前回調査時点から横ばいとなった。実績の伸び率としては 2011 年度以来の低水準となった。昨年度は、欧米政治の混乱や上期の円高進行などから事業環境の不透明感が強まり、様子見姿勢が広がったためとみられる。2017 年度の設備投資計画は、2016 年度実績比で 2.9%増と前回調査時点の 1.3%減から上方修正された。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極めて強い。今回は、近年の同時期との比較で高めの伸び率となったが、伸び率の土台となる 16 年度の実績が低いことがプラスに働いている面もある。従って、実勢としては底堅いものの、未だ力強さには欠けるとの評価が妥当だろう。企業収益の改善は設備投資の追い風ながら、海外情勢をめぐる不透明感が強い状況が続いており、現段階において投資を大きく積極化する動きは限られている模様。



# 1. 全体評価：景況感は幅広く改善、先行きは慎重さが残る

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 17 と前回 3 月調査比で 5 ポイント上昇し、3 四半期連続で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 と前回は 3 ポイント上昇し、2 四半期連続の改善となった。

前回 3 月調査では、輸出の回復や円安の持続を受けて大企業製造業で 2 四半期連続の改善となったほか、非製造業でも消費の持ち直しなどから、6 四半期ぶりに景況感が持ち直していた。

17 年 1-3 月期の実質 GDP（国内総生産）成長率は前期比年率で 1.0%（2 次速報値）となり、5 四半期連続で（0%台後半とされる）潜在成長率を上回るプラス成長となった。その後、4 月以降の経済指標も総じて堅調に推移している。4-5 月の輸出（数量指数）は伸びこそ鈍化したものの、世界経済の回復や IT サイクルの好転を受けて高い水準を維持している。消費面では、個人消費の総合的な動きを示す 4 月の消費活動指数（実質）に改善がみられるほか、5 月の新車販売台数（軽自動車を含む）は、前年比 12.4%増と 7 カ月連続で増加を維持。個人消費は力強さにこそ欠けるものの、雇用所得環境の改善を受けて持ち直している。結果として、4-5 月の鉱工業生産指数は 1-3 月平均を 2%強上回っている。また、円相場は、前回調査以降、やや円高に振れる場面もあったが、概ね安定した推移を辿っている。

今回、大企業製造業では良好な輸出環境や為替の安定、消費の持ち直しを受けた生産回復により、景況感が改善した。非製造業も消費の持ち直しが景況感の改善に繋がったほか、大都市圏での再開発事業や 16 年度第 2 次補正予算の執行、五輪需要等が建設領域の支援材料になった。

中小企業の業況判断 D. I. は、製造業が前回は 2 ポイント上昇の 7、非製造業は 3 ポイント上昇の 7 となった。大企業同様、中小企業でも堅調な内外需要を受けて、製造業・非製造業ともに景況感の改善が示された。

一方、先行きの景況感については、企業規模や製造・非製造業を問わず、慎重な見方が示された。引き続き海外情勢の不透明感が根強いことが影響したとみられる。仏大統領選を無難に通過したことで欧州の政治リスクは後退したが、ロシアゲート疑惑の渦中にあるトランプ政権の先行き不透明感は強い。また、難航が予想される英国の EU 離脱や出口の見えない北朝鮮情勢など地政学リスクへの警戒も根強く残っているとみられる。また、国内に関しても、人手不足に加え、今後物価の上昇が予想されることから、消費等に悪影響が出る懸念が台頭したとみられる。

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 15、当社予想も 15）、先行き（QUICK 集計 14、当社予想は 15）ともに市場予想を上回った。大企業非製造業は、足元（QUICK 集計 23、当社予想は 22）は予想と一致したものの、先行き（QUICK 集計 21、当社予想は 19）は予想を下回った。

2016 年度の設備投資実績（全規模全産業）は、前年度比 0.4%増と前回調査時点（0.4%増）から横ばいとなった。辛うじて前年度比増加を維持したものの、実績の伸び率としては 2011 年度（0.0%）以来の低水準となった。昨年度は、欧米政治の混乱や上期の円高進行などから事業環境の不透明感が強まり、企業で様子見姿勢が広がったためとみられる。

2017年度の設備投資計画(全規模全産業)は、2016年度実績比で2.9%増と前回調査時点の1.3%減から上方修正された。例年6月調査では、計画が固まってくることで大幅に上方修正される傾向が極めて強い。前回調査で、近年の3月調査での伸び率をかなり上回る計画が示されたことで発射台が高かっただけに、今回調査でも近年の同時期の中で比較的高い伸び率となったが、比較対象となる16年度の実績が低いことがプラスに働いている面もある。従って、実勢としては底堅いものの、未だ力強さには欠けるとの評価が妥当だろう。企業収益の改善は設備投資の追い風ながら、海外情勢をめぐる不透明感が強い状況が続いており、現段階において投資を大きく積極化する動きは限られている模様。

今回の短観では、企業景況感の改善が確認されたほか、企業の強い人手不足感が引き続き示され、日銀の先行きの景気回復・物価上昇シナリオをサポートする材料になるだろう。

ただし、この結果が日銀の金融政策に直接与える影響は限定的になる。もともと残された追加緩和の余地が小さいうえ、米大統領選後の円高是正と原油価格持ち直しが波及することで物価上昇率は持ち直しに向かうとみられ、当面、日銀が追加緩和を迫られる可能性は低下している。一方で目標である物価上昇率2%達成は見通せず、金融政策の正常化に入れる段階にも全くない。黒田総裁も認めているとおり、デフレイメントが根強く残っており、物価上昇の勢いは鈍い。

日銀は、今回の短観の内容も含めて経済・物価情勢を注視しながら、粘り強く現行金融政策を継続するだろう。

## 2. 業況判断 D. I. : 堅調な内外需要を受けて、幅広く改善

全規模全産業の業況判断 D. I. は12(前回比2ポイント上昇)、先行きは8(現状比4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17と前回調査から5ポイント改善した。業種別では、全16業種中、改善が13業種と悪化の3業種を大きく上回った。

6月上旬にかけて原油価格が安定的に推移した石油・石炭(19ポイント改善)、機械向けや建設向け需要が底堅い鉄鋼(11ポイント改善)、窯業・土石(同)、非鉄金属(同)のほか、内外需要の回復を受けた業務用機械(11ポイント改善)、生産用機械(6ポイント改善)、電気機械(6ポイント改善)など幅広い改善がみられた。一方、主力の米国・中国市場に減速感がみられる自動車(2ポイント悪化)は小幅ながら悪化した。

先行きについては、悪化が9業種と改善の4業種を上回り、全体の景況感は現状比2ポイント悪化した。鉄鋼や機械系業種では引き続き改善がみられるが、足元で大幅な改善がみられた石油・石炭(25ポイント悪化)、窯業・土石(15ポイント悪化)、非鉄金属(14ポイント悪化)などで悪化が目立つ。また、自動車(5ポイント悪化)も先行きにかけて悪化が示されている。

大企業非製造業の D. I. は23と前回から3ポイント改善した。業種別では、全12業種中、改善が7業種と悪化の4業種を上回った(横ばいが1業種)。

消費の持ち直しを受けて、対個人サービス(5ポイント改善)、小売(5ポイント改善)、卸売(2ポイント改善)、運輸・郵便(7ポイント改善)で改善がみられたほか、16年度第2次補正予算の

執行や東京五輪需要・大都市圏での再開の追い風を受ける建設（5ポイント改善）が全体を牽引した。

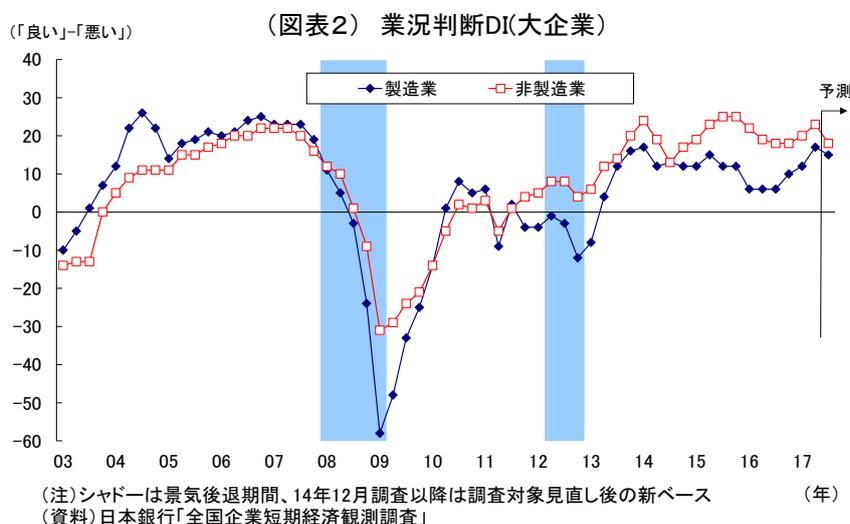
先行きについては、悪化が9業種と改善の2業種を大きく上回り、全体では5ポイントの悪化となった。

人手不足への警戒が強い建設（8ポイント悪化）、不動産（7ポイント悪化）、運輸・郵便（11ポイント悪化）で大幅な悪化がみられるほか、対個人サービス（10ポイント悪化）、宿泊・飲食サービスといった個人消費関連業種でも先行きへの懸念がみられる。

（図表1）業況判断DI

		（「良い」-「悪い」・%ポイント）					
		2017年3月調査		2017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	12	11	17	5	15	-2
	非製造業	20	16	23	3	18	-5
	全産業	16	14	20	4	16	-4
中堅企業	製造業	11	4	12	1	11	-1
	非製造業	17	10	18	1	12	-6
	全産業	15	8	16	1	11	-5
中小企業	製造業	5	0	7	2	6	-1
	非製造業	4	-1	7	3	2	-5
	全産業	5	-1	7	2	4	-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。



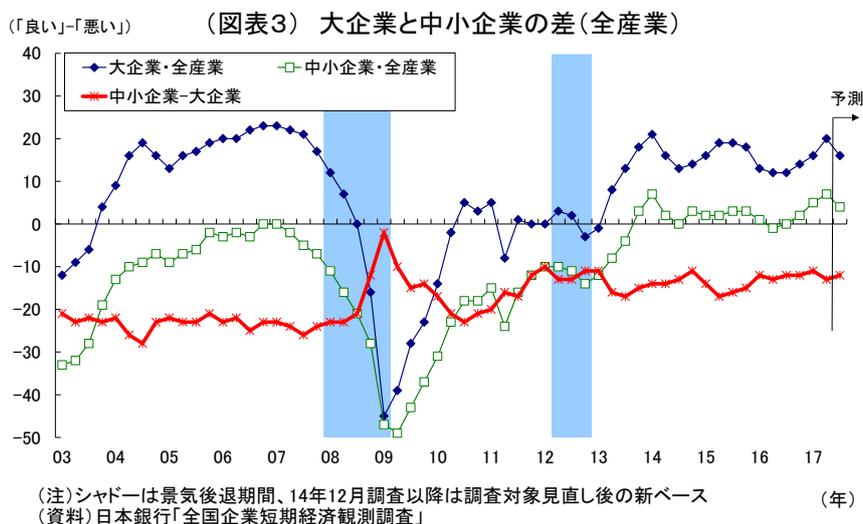
### （中小企業）

中小企業製造業の業況判断 D.I.は7と前回から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6業種を上回った。業種別では、はん用機械（11ポイント改善）、食料品（9ポイント改善）、繊維（7ポイント改善）などで改善が目立ったが、大企業と比べて牽引役となる業種が少なかった。自動車（4ポイント悪化）は大企業同様悪化している。

先行きについては、悪化が8業種と改善の7業種を上回り（横ばいが1業種）、全体では1ポイントの悪化となった。造船需要が低迷している造船・重機等（16ポイント悪化）や海外市場に不安を抱える自動車（5ポイント悪化）などで大幅な悪化が見込まれている。

中小企業非製造業の D.I.は 7 と前相比 3 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 3 業種を大きく上回った。宿泊・飲食サービス (10 ポイント改善)、卸売 (6 ポイント改善)、対個人サービス (5 ポイント改善) など消費関連での改善が目立つ。

先行きは、小幅改善の小売 (1 ポイント改善) を除く 11 業種が悪化し、全体では 5 ポイントの悪化となった。とりわけ建設 (9 ポイント悪化)、宿泊・飲食サービス (同) などで大幅な悪化が見込まれている。



### 3. 需給・価格判断：内外需給は改善、販売価格引き上げの動きは限定的

#### (需給判断：大企業を中心に改善)

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) は前相比 2 ポイント上昇、非製造業でも 2 ポイント上昇した。製造業の海外需給も 2 ポイント上昇している。内外需要の緩やかな改善が反映されている。

先行きについては、国内需給は製造業で横ばい、非製造業では 3 ポイント低下と非製造業で需給悪化への警戒が示されている。製造業の海外需給も 1 ポイント上昇と、小動きに留まっている。

中小企業の国内需給については、製造業が前回から 1 ポイント上昇したが、非製造業は横ばいであった。製造業の海外需給も横ばいとなった。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。製造業の海外需給は 1 ポイント上昇と小動きに (図表 4)。

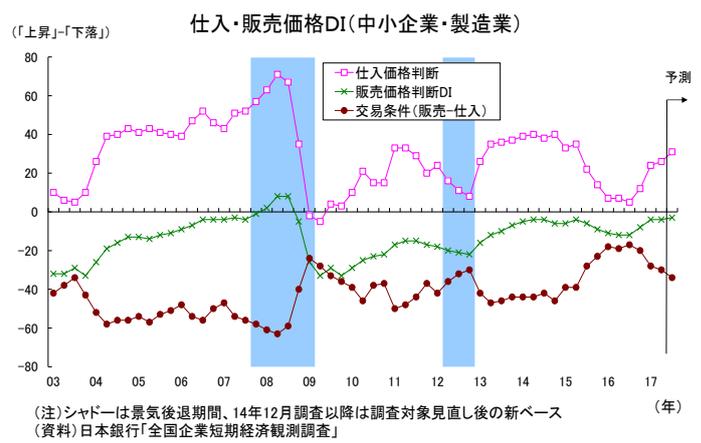
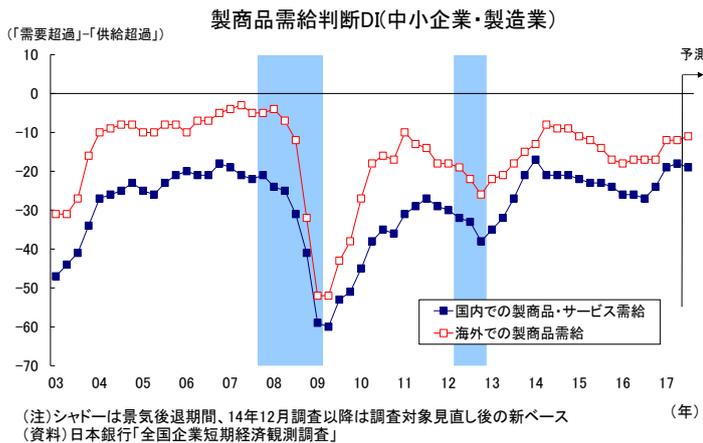
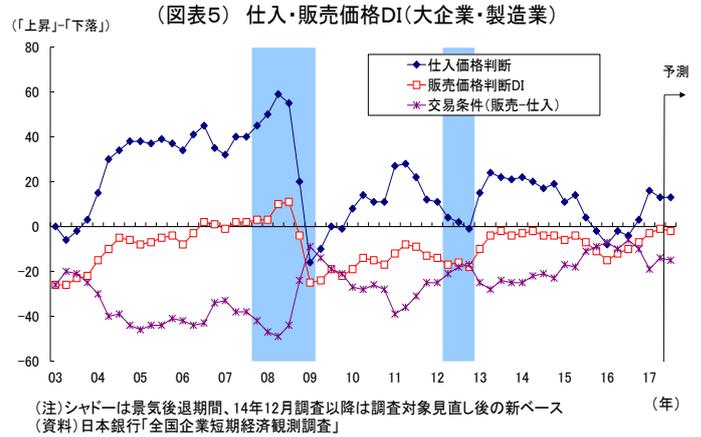
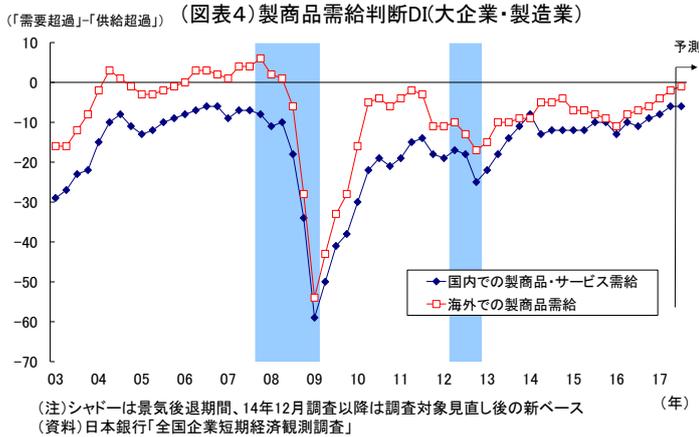
#### (価格判断：販売価格引き上げの動きは限定的)

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、非製造業も 1 ポイント上昇した。一方、仕入価格判断 D.I. (上昇-下落) は製造業で 3 ポイント、非製造業で 1 ポイント低下。この結果、製造業・非製造業ともに、両者の差し引き (販売価格-仕入れ価格) であるマージン (利鞘) は前回からやや改善している。

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 1 ポイント低下、非製造業では 2 ポイント低下している。人手不足の強い運送業界などで値上げの動きがみられるが、今のところ広がりを見せているようだ。一方、仕入価格判断 D.I. は製造業で横ばい、非製造業で 2 ポイント上昇が見込まれており、マージンはやや圧迫される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.は製造業で横ばい、非製造業で 1 ポイント上昇した。仕入価格判断 D.I.は製造業で 2 ポイント上昇、非製造業では 1 ポイント低下と方向感が分かれた。この結果、差し引きであるマージンは、製造業で縮小する一方、非製造業ではやや改善した。

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 1 ポイントの上昇に留まることが見込まれている一方で、仕入価格判断 D.I.は製造業・非製造業ともに 5 ポイント上昇と、それぞれ販売価格以上に上昇しており、マージンの縮小が見込まれている。



## 4. 売上・利益計画：売上・利益ともに上方修正

16年度収益計画（全規模全産業）は、売上高が前年度比 1.5%減（前回は 2.4%減）、経常利益は 4.4%減（前回は 4.1%減）とそれぞれ上方修正された。特に経常利益は大きく上方修正され、前年度比で増益での着地となった。

16年度想定為替レート（大規模製造業）は 108.29 円（上期 106.57 円、下期 109.89 円）と前回（107.30 円）から 1 円程度円安方向へ修正され、経常利益上方修正の一因となった。16年度のドル円実績は 108.4 円であったことから、実績の反映が進んだ。

また、17年度収益計画（全規模全産業）は、売上高が前年度比 2.0%増（前回は 1.3%増）、経常利益は 4.2%減（前回は 1.1%減）となった。経常利益は見た目上前回からマイナス幅が拡大しているが、比較対象となる 16年度分が今回大幅に上方修正されているため、利益水準としては、

前回から5.5%上方修正されている。内外需要が堅調であることがプラスに寄与したとみられる。

なお、17年度想定為替レート（大規模製造業）は108.31円（上期108.36円、下期108.27円）と、前回（108.43円）から殆ど変化がなかった。今年度入り後のドル円レート（4/3～6/30）は平均111円程度、足元も112円台で推移しており、やや保守的な水準となっている。今後、ドル円レートが横ばいないし円安方向に推移した場合、収益計画の上方修正要因となる。

**(図表6) 売上高計画** (前年度比・%)

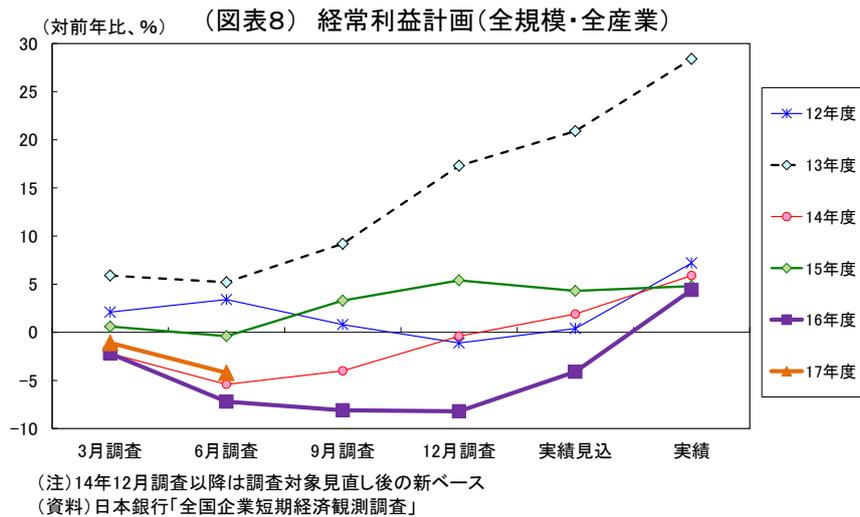
		2016年度		2017年度 (計画)	
			修正率		修正率
大企業	製造業	-2.9	0.5	2.4	1.4
	国内	-1.5	0.8	2.9	2.0
	輸出	-6.1	-0.4	1.1	0.1
	非製造業	-3.8	1.3	2.6	2.5
	全産業	-3.4	0.9	2.5	2.1
中堅企業	製造業	0.1	0.3	2.8	0.7
	非製造業	0.9	0.5	2.6	0.5
	全産業	0.7	0.5	2.6	0.5
中小企業	製造業	-0.3	0.5	1.8	1.0
	非製造業	0.8	1.3	0.2	1.5
	全産業	0.6	1.1	0.5	1.4
全規模	製造業	-2.0	0.5	2.3	1.2
	非製造業	-1.2	1.1	1.8	1.7
	全産業	-1.5	0.9	2.0	1.5

(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・%)

		2016年度		2017年度 (計画)	
			修正率		修正率
大企業	製造業	-0.5	12.4	-3.3	8.9
	素材業種	8.1	12.7	1.5	14.3
	加工業種	-3.9	12.2	-5.5	6.5
	非製造業	5.7	9.8	-2.7	7.0
	全産業	2.8	11.0	-3.0	7.8
中堅企業	製造業	0.5	0.4	-1.1	-0.5
	非製造業	9.2	6.3	-5.9	0.4
	全産業	6.4	4.5	-4.4	0.1
中小企業	製造業	16.4	6.5	-3.4	1.9
	非製造業	5.8	6.4	-9.5	3.0
	全産業	8.3	6.4	-8.0	2.7
全規模	製造業	1.6	10.0	-3.1	6.7
	非製造業	6.4	8.3	-5.0	4.7
	全産業	4.4	9.0	-4.2	5.5

(注)修正率は前回調査との対比。



## 5. 設備投資・雇用：人手不足感は強い、設備投資計画は底堅いが力強さには欠ける

生産・営業用設備判断 D.I. (「過剰」－「不足」) は全規模全産業で▲2 と、前回比で横ばいとなり、前回に続いて不足超過となった。雇用人員判断 D.I. (「過剰」－「不足」) も全規模・全産業で▲25 と前回から横ばいで推移している。堅調な内外需要を反映して、設備・人員の不足感が続いている。

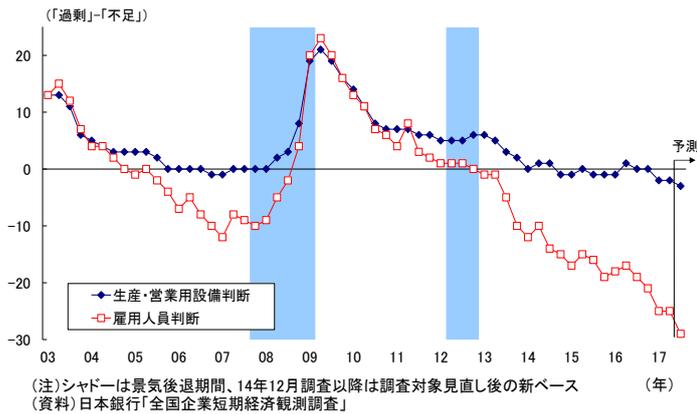
上記の結果、需給ギャップの代理変数とされる「短観加重平均 D.I.」(設備・雇用の各 D.I. を加重平均して算出) は前回から横ばいとなった (▲16.5 ポイント→▲16.5 ポイント) が、大幅なマイナス (不足超過) が続いている。

特に人員に関しては、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▲16) よりも、労働集約型産業が多い非製造業 (全規模で▲30) 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・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▲27 と大企業の▲16 を大きく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▲33 と、全区分中で最大のマイナス幅となっている。

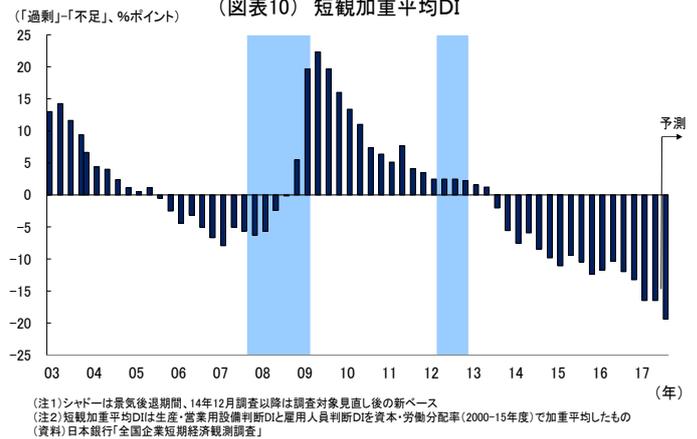
人手不足は製造業・非製造業や企業規模を問わず幅広く共有されているが、特に中小非製造業においては深刻な経営課題になっていることがうかがわれる。

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▲3、雇用判断 D. I. は 4 ポイント低下の▲29 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.」も引き続き低下に向かう見込み (▲16.5 ポイント→▲19.4 ポイント) である。先行きにかけても、雇用判断 D. I. の低下は中小企業で目立ち、中小企業における人手不足に対する警戒感は強い (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



2016年度の設備投資実績(全規模全産業)は、前年度比0.4%増と前回調査時点(0.4%増)から横ばいとなった。辛うじて前年度比増加を維持したものの、実績の伸び率としては2011年度(0.0%)以来の低水準となった。昨年度は、欧米政治の混乱や上期の円高進行などから事業環境の不透明感が強まり、企業で様子見姿勢が広がったためとみられる。

2017年度の設備投資計画(全規模全産業)は、2016年度実績比で2.9%増と前回調査時点の1.3%減から上方修正された。例年6月調査では、計画が固まってくることで大幅に上方修正される傾向が極めて強い。前回調査で、近年の3月調査での伸び率をかなり上回る計画が示されたことで発射台が高かっただけに、今回調査でも高めの伸び率となったが、伸び率の土台となる16年度の実績が低いことがプラスに働いている面もある。従って、実勢としては底堅いものの、未だ力強さには欠けるとの評価が妥当だろう。企業収益の改善は設備投資の追い風ながら、海外情勢をめぐる不透明感が強い状況が続いており、現段階において投資を大きく積極化する動きは限られている模様。

なお、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0.1%減、当社予想は0.7%減)をやや上回る結果であった。一方、17年度計画(全規模全産業2.9%増)は事前の市場予想(QUICK集計3.9%増、当社予想は4.2%増)を下回る結果であった。

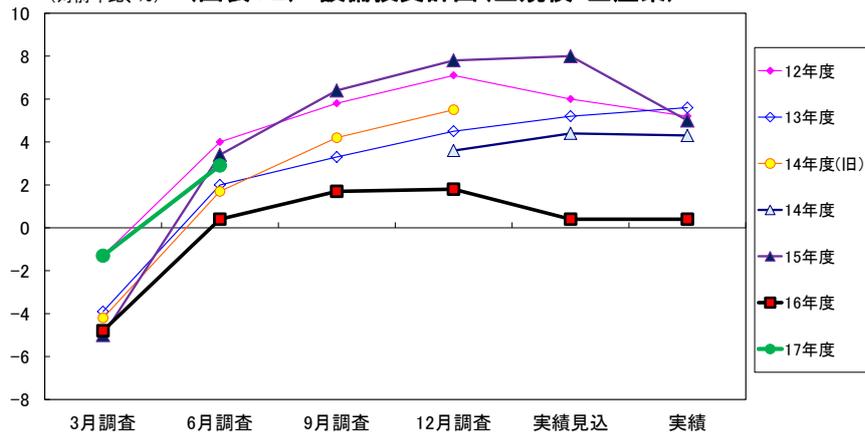
(図表11) 設備投資計画と研究開発投資計画

(前年度比・%)

		設備投資計画				研究開発投資計画			
		2016年度		2017年度(計画)		2016年度(計画)		2017年度(計画)	
			修正率		修正率		修正率		修正率
大企業	製造業	4.3	-1.8	15.4	7.6	-0.8	-2.0	2.5	-0.3
	非製造業	-5.4	-4.3	3.7	1.2	10.5	1.5	0.2	1.4
	全産業	-2.1	-3.4	8.0	3.6	0.1	-1.7	2.3	-0.1
中小企業	製造業	-6.7	3.0	-8.1	6.0	12.2	1.1	4.5	2.2
	非製造業	16.3	9.4	-25.5	12.4	38.3	0.8	18.4	7.1
	全産業	8.8	7.5	-20.6	10.2	14.1	1.0	5.8	2.7
全規模	製造業	2.6	0.5	10.7	6.5	0.3	-1.4	2.7	0.2
	非製造業	-0.7	-0.2	-1.2	3.1	12.0	1.3	2.0	2.0
	全産業	0.4	0.0	2.9	4.3	1.3	-1.2	2.7	0.4

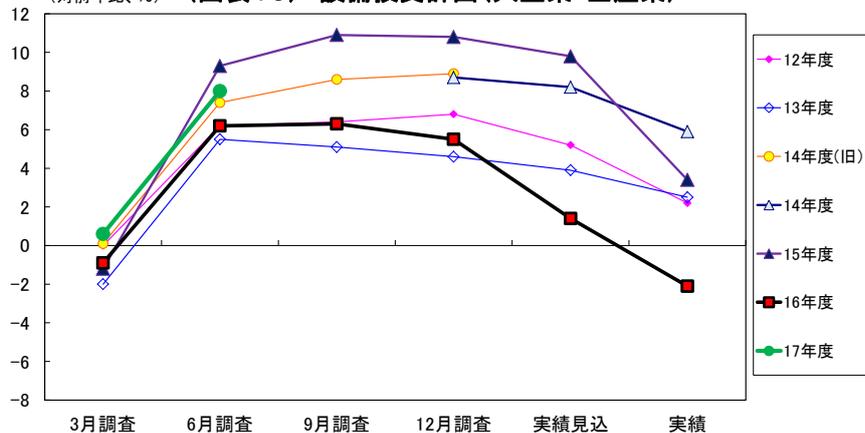
(注)設備投資は含む土地投資額。修正率は前回調査との対比。リース会計対応ベース。

(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。