

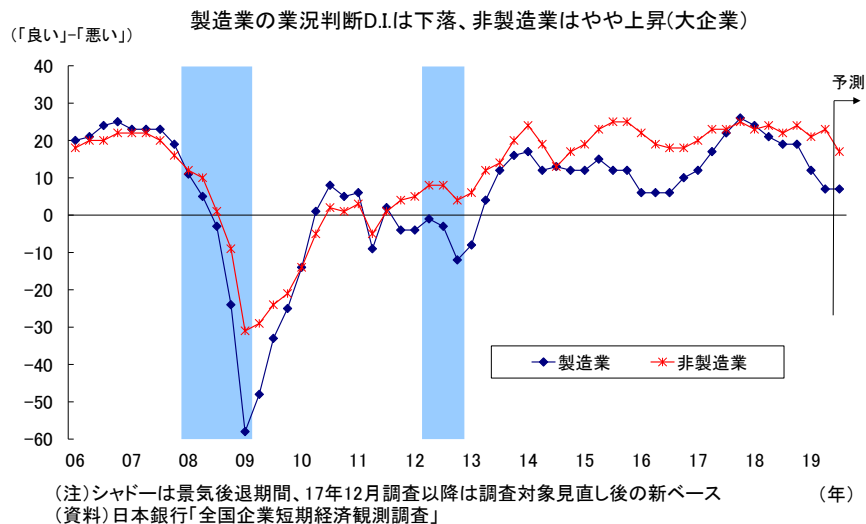
Weekly
エコノミスト・
レター

日銀短観(6月調査)

～大企業製造業の景況感がさらに悪化、
設備投資計画は見た目より弱い

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

- 6月短観では、注目度の高い大企業製造業の業況判断D.I.が5ポイント低下し、2四半期連続での景況感悪化が示された。D.I.の水準は、英EU離脱懸念などで円高が続いていた2016年9月調査以来の低水準になる。一方、大企業非製造業の業況判断D.I.は2ポイント上昇した。大企業製造業では米中貿易摩擦の激化・長期化やそれに伴う中国経済の低迷・円高の進行などを受けて、景況感が明確に悪化した。一方、非製造業では、改元に伴う大型連休が一時的な消費増加に繋がったほか、堅調なインバウンド需要が景況感の改善に寄与したとみられる。
- 先行きの景況感は改善が見込まれていない。米中通商交渉は合意の目処が立っておらず、激化する懸念が残る。中国経済の持ち直しも不確実性が高い。また、参議院選挙後は日米通商交渉が本格化し、米政権からの対日圧力の高まりが懸念される。先行きの不透明感が強く、製造業は事業環境の改善を見通しづらい。非製造業では、消費税率引き上げを控えた消費者マインドの悪化や人手不足への懸念などから先行きの景況感が大きく悪化している。
- 2018年度の設備投資計画(全規模全産業)は、前年比6.6%増に下方修正された。下方修正幅はこの時期としては過去最大となる。年度終盤にかけて先送りの動きが出たとみられる。一方、2019年度の設備投資計画(同)は2018年度実績比で2.3%増へ上方修正された。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強い。ただし、今回の上方修正幅は近年の平均的な上方修正幅を下回る。さらに比較対象となる2018年度の値が大幅に下方修正されていることを踏まえると、モメンタム(勢い)はかなり弱い。貿易摩擦の激化・長期化などを受けて、企業の間で設備投資の様子見する動きが広がっている可能性がある。



1. 全体評価：米中摩擦激化の影響が顕在化、非製造業のマインドは堅調維持

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 7 と前回 3 月調査から 5 ポイント低下し、2 四半期連続での景況感悪化が示された。D. I. の水準は、英 EU 離脱懸念などで円高が長期化していた 2016 年 9 月調査以来の低水準ということになる。一方、大企業非製造業の業況判断 D. I. は 23 と前回比で 2 ポイント上昇している。

前回 3 月調査では、貿易摩擦の影響等に伴う輸出・生産の減少を受けて、大企業製造業の景況感の大幅な悪化が示されていたほか、非製造業でも人手不足やインバウンド需要の鈍化などから景況感がやや悪化していた。

前回調査以降も中国経済の低迷などから輸出は低調に推移している。さらに 5 月には米政権が中国製品に対する追加関税引き上げと中国通信機器大手への実質禁輸措置を発動し、米中貿易摩擦が激化・泥沼化したことで、世界経済への懸念が高まった。実際、5 月の中国経済指標も不振が目立つ結果であった。さらに、貿易摩擦激化とそれに伴う米利下げ観測の高まりによって円高が進んだことも輸出の逆風になった。

大企業製造業では米中貿易摩擦の激化・長期化やそれに伴う中国経済の低迷・円高の進行などを受けて、景況感が明確に悪化した。とりわけ中国需要の減少が著しい機械系や円高の影響を受けやすい自動車の落ち込みが目立っている。一方、非製造業では、改元に伴う大型連休が一時的な消費増加に繋がったほか、堅調なインバウンド需要が景況感の改善に寄与したとみられる。

中小企業の業況判断 D. I. は、製造業が前回から 7 ポイント低下の▲1、非製造業が 2 ポイント低下の 10 となった。製造業の D. I. は 2016 年 9 月調査以来のマイナスに落ち込んでいる。

先行きの景況感も改善は見込まれていない。米中通商交渉は（先週末に再開が決まったが）合意の目処が立っておらず、今後も米国による追加関税第 4 弾（3000 億ドル相当分）が発動される懸念が残る。中国経済の持ち直しも不確実性が高い。また、参議院選挙後は日米通商交渉が本格化し、自動車輸出規制や為替条項導入の要求といった米政権からの対日圧力の高まりが懸念される。先行きの不透明感が強く、製造業は事業環境の改善を見通しづらい。非製造業では、消費税率引き上げを控えた消費者マインドの悪化や人手不足への懸念などから先行きの景況感が大きく悪化している。

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、足元の景況感（QUICK 集計 9、当社予想は 8）が予想を下回る一方、先行き（QUICK 集計 7、当社予想は 5）は予想と一致した。大企業非製造業については、足元（QUICK 集計 20、当社予想は 19）は予想を上回った一方、先行き（QUICK 集計 18、当社予想は 17）は予想を下回った。

2018 年度の設備投資計画（全規模全産業・実績）は、前回調査において前年比 10.4%増の伸び率が維持され、3 月調査としては 2005 年度以来の高い伸びであった。今回調査では、前年比 6.6%増に下方修正された。下方修正幅（3.8%ポイント）はこの時期としては過去最大となる。1-3 月期 GDP における設備投資の鈍化が示すとおり、年度終盤にかけて先送りの動きが出たとみられる。

一方、2019 年度の設備投資計画（全規模全産業）は 2018 年度実績比で 2.3%増と、3 月調査時点の 2.8%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

れる傾向が強い。ただし、今回の上方修正幅は近年の平均的な上方修正幅を下回る。さらに比較対象となる 2018 年度の値が大幅に下方修正されていることを踏まえると、モメンタム（勢い）はかなり弱い。人手不足に伴う省力化投資や都市再開発関連投資などが下支えになっているものの、貿易摩擦の激化・長期化や中国経済の低迷を受けて企業の間で設備投資を様子見する動きが広がっている可能性がある。さらに、今後の貿易摩擦の動向次第では、設備投資計画が下方修正されるリスクもある。

なお、消費税率引き上げとの関連では、4月に自民党の萩生田幹事長代行が、「6月の日銀短観が示す景況感次第で消費税率引き上げ延期もあり得る」との考えを示し、今回の短観の存在が注目された。その後は増税実施報道などから延期観測が後退しており、政府も「リーマンショック級の出来事が起こらない限り、予定通り引き上げる」とのスタンスを維持している。

ここで、リーマンショック前後の業況判断 D. I.（大企業製造業）の動きを確認しておく。リーマンショック（2008年9月15日）発生後の調査にあたる同年12月調査では、21ポイント下落、その後の2009年3月調査ではさらに34ポイント下落と、D. I. がつるべ落としてのに下落したことがわかる。従って、今回の景況感悪化（大企業製造業で5ポイント悪化）は「リーマンショック級」とは言えない。また、非製造業ではむしろ景況感の改善がみられる。

ただし、大企業製造業マインドが2期続けて悪化していること、非製造業マインドも先行きが顕著に悪化していること、設備投資計画が弱めだったことなど、今回の短観が総じて冴えないのも事実。従って、政府・与党が経済対策を上積みする材料の一つとして、今回短観の結果を利用する可能性は残る。

日銀への影響としては、大企業製造業景況感の悪化が確認されるなど冴えない結果であったものの、非製造業景況感が予想以上に堅調であるなど、日銀に追加緩和を促す材料としては決め手に欠ける。また、もともと日銀の追加緩和余地は乏しいという問題がある。追加緩和策は金融システム等への副作用を増幅してしまう恐れがあるため容易にカードは切れない。従って、日銀は「追加緩和の可能性を匂わせつつ、貿易摩擦や世界経済、金融市場の動向を慎重に見極める姿勢を維持する」というのがメインシナリオになるだろう。

ただし、政府・与党が追加経済対策に踏み切る場合には、足並みを揃える形での追加緩和を求める声が出てくる可能性があるほか、景気が予想以上に減速したり、急激な円高が進行したりする場合には追加緩和圧力が高まり、日銀は厳しい判断を迫られることになる。選択肢は、「副作用覚悟で追加緩和に踏み切る」か、「批判・失望覚悟で動かない」かのいずれかになる。

2. 業況判断 D. I. : 製造業と非製造業で方向感が分かれる

全規模全産業の業況判断 D. I. は 10（前回比 2 ポイント低下）、先行きは 4（現状比 6 ポイント低下）となった。大企業について、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 7 と前回調査から 5 ポイント低下した。業種別では、全 16 業種中、低下が 9 業種と上昇の 7 業種を上回った。

住宅着工の減少を受けた金属製品（19 ポイント低下）のほか、中国経済低迷の影響を強く受ける

生産用機械（14ポイント低下）、電気機械（7ポイント低下）、円高の影響を受けやすい自動車（10ポイント低下）などの悪化が目立つ。一方、紙・パルプ（11ポイント上昇）、非鉄金属（9ポイント上昇）、石油・石炭（6ポイント上昇）などの素材業種では改善が見られる。国際的な景気減速懸念から仕入れ価格が低下し、採算が改善したものとみられる。

先行きについては、上昇・低下ともに8業種となり、全体では現状比横ばいとなった。

五輪需要がピークを打った窯業・土石（12ポイント低下）、中国経済の影響を強く受ける生産用機械（8ポイント低下）日米通商交渉での米国からの厳しい要求が警戒される自動車（5ポイント低下）などで悪化が目立つ一方、業務用機械（5ポイント上昇）や電気機械（3ポイント上昇）では景況感の反転が見込まれている。

大企業非製造業のD.I.は前回から2ポイント上昇の23となった。業種別では、全12業種中、上昇が6業種と低下の5業種を若干上回った（横ばいが1業種）。

情報通信機器需要が好調な物品賃貸（11ポイント上昇）のほか、堅調なインバウンド需要や改元に伴う大型連休が追い風となった宿泊・飲食サービス（8ポイント上昇）、小売（5ポイント上昇）、値上げが寄与した運輸・郵便（7ポイント上昇）などで改善が目立つ。一方で、政府からの値下げ圧力を受ける通信（22ポイント低下）、人手・資材不足で進捗が遅れた建設（7ポイント低下）、不動産（4ポイント低下）、製造業からの需要が減少したとみられる対事業所サービス（5ポイント低下）などの悪化が抑制要因になった。

先行きについては、低下が9業種と上昇の2業種を大きく上回り（横ばいが1業種）、全体では6ポイントの低下となった。

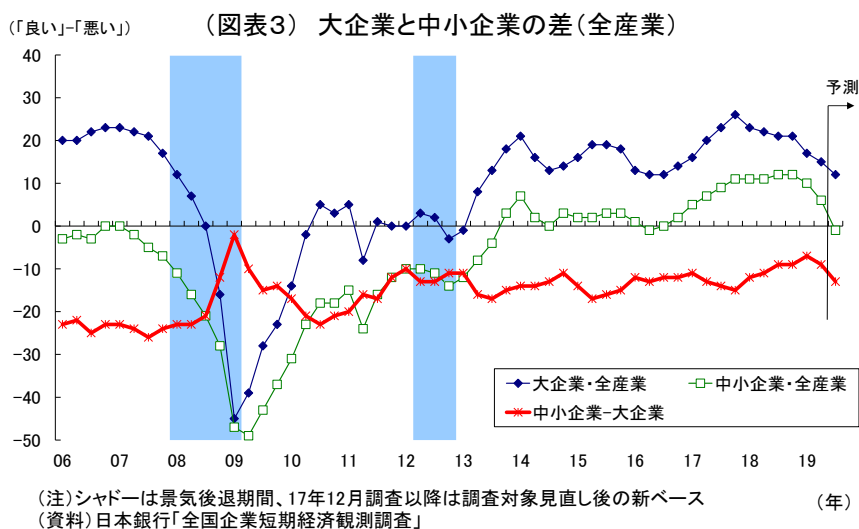
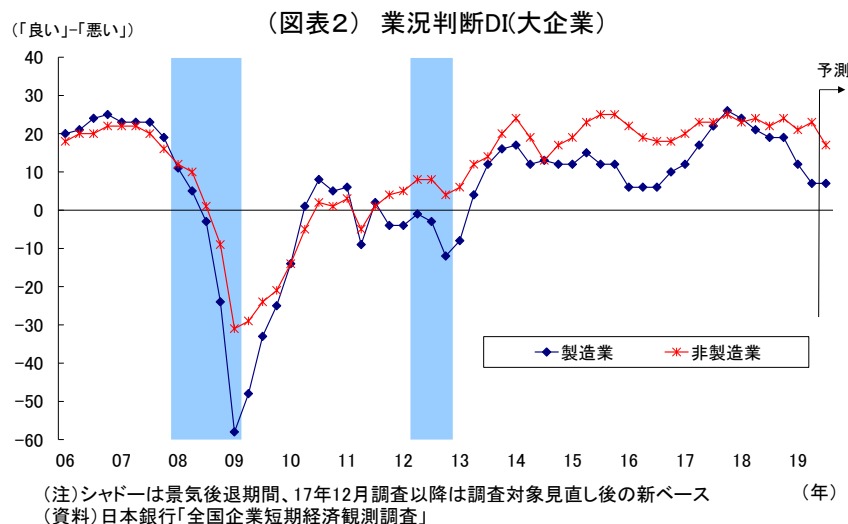
人手不足深刻化への懸念が強い建設（13ポイント低下）、不動産（6ポイント低下）、運輸・郵便（6ポイント低下）のほか、消費税率引き上げを控えた消費者マインド悪化が懸念される対個人サービス（12ポイント低下）、小売（4ポイント低下）、宿泊・飲食サービス（8ポイント上昇）などの悪化が目立っている。

（図表1） 業況判断DI

（「良い」-「悪い」・%ポイント）

		2019年3月調査		2019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	12	8	7	-5	7	0
	非製造業	21	20	23	2	17	-6
	全産業	17	14	15	-2	12	-3
中堅企業	製造業	7	3	5	-2	0	-5
	非製造業	18	12	18	0	11	-7
	全産業	13	9	13	0	6	-7
中小企業	製造業	6	-2	-1	-7	-5	-4
	非製造業	12	5	10	-2	3	-7
	全産業	10	2	6	-4	-1	-7

（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。



3. 需給・価格判断：内外需給は総じて悪化、値上げの動きも弱まる

(需給判断：内外需給は総じて悪化、先行きも低迷)

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、非製造業では横ばいとなった。製造業の海外需給は前回から 2 ポイント低下している。総じて見れば内外需給が引き続き悪化したことが示されている。

先行きの需給については、国内需給は製造業で 1 ポイント上昇、非製造業で横ばいが見込まれている。また、製造業の海外需給も 1 ポイントの上昇に留まり、先行きの需給も総じて低迷が続くと見込まれている。

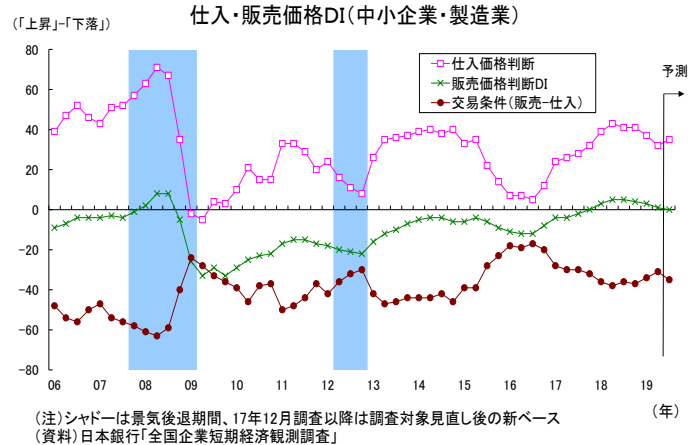
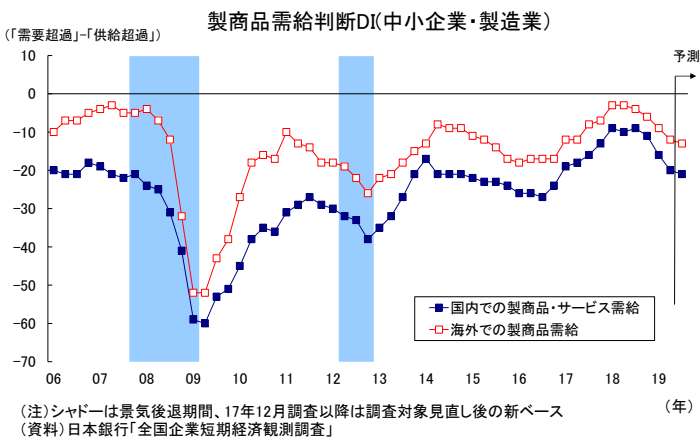
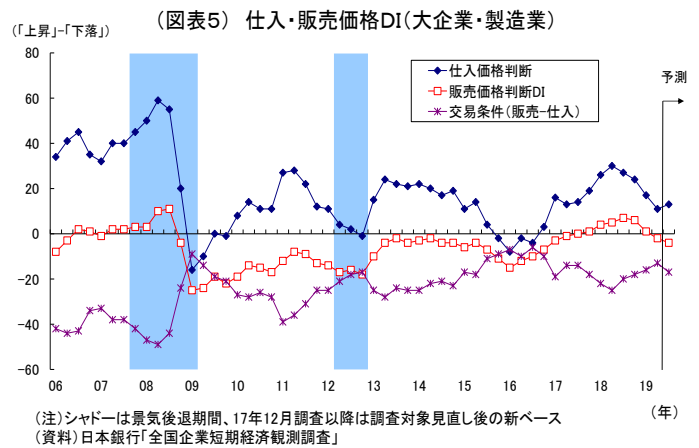
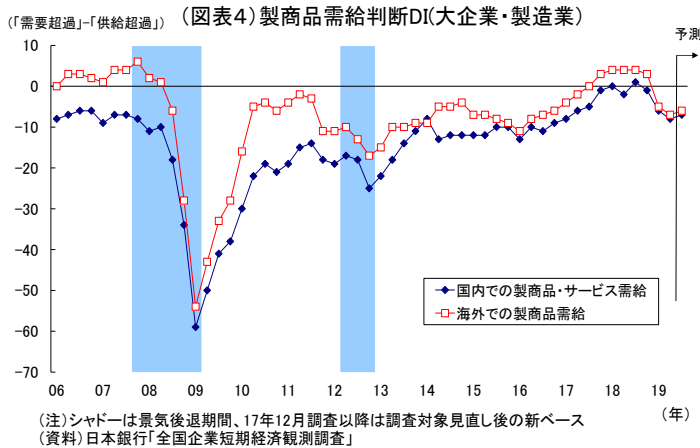
(価格判断：値上げの動きが弱まる)

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、非製造業も 1 ポイント低下した。D.I. 低下は製造業で 3 四半期連続となっており、D.I. の水準が再びマイナス、すなわち「下落」が優勢となった。需給悪化が販売価格引き上げの逆風になったとみられる。

仕入価格判断 D.I. は製造業で 6 ポイント低下、非製造業では 1 ポイントの上昇となった。この結

果、販売価格との差し引きであるマージンは製造業で改善、非製造業ではやや悪化している。

販売価格判断 D. I. の 3 ヶ月後の先行きは、製造業で 2 ポイント低下、非製造業で横ばいが見込まれている。企業の値上げの動きが回復する兆しは見えない。一方、仕入価格判断 D. I. の先行きは製造業で 2 ポイントの上昇、非製造業で横ばいとなっていることから、製造業ではマージンが悪化するとの見通しが示されている（図表 5）。



4. 売上・利益計画：2019年度利益計画は下方修正に

18年度収益計画（全規模全産業）は、売上高が前年比 2.5%増（前回は 2.4%増）、経常利益が 0.4%増（前回は 1.5%減）となった。売上高・経常利益ともに上方修正され、利益は前年比増益に転じた。例年、企業は年度始に保守的な利益計画を策定したのち、年度半ばから年度末にかけて上方修正していく傾向が強く、今回も例年のパターンに沿った形となった。

なお、18年度想定為替レート（大企業製造業）が 110.33 円と、前回（109.50 円）から円安方向に修正されたことも収益の上方修正に寄与した。前回の想定為替レートが実績（110.91 円）よりも円高水準にあったため、今回実績を反映する動きが出た。

また、19年度収益計画（全規模全産業）は、売上高が前年比 1.1%増（前回は 0.8%増）へ小幅に上方修正される一方、経常利益は 4.3%減（前回は 0.7%減）へと下方修正され、増収減益計画

になった。

経常利益計画は下方修正かつ明確なマイナスとなったが、例年、企業の利益計画は3月から6月調査にかけて下方修正される傾向が強い。今回の計画は例年の年度始時点と比べると遜色のない水準にある（図表8）。

ただし、19年度想定為替レート（大企業製造業）は109.35円（上期109.36円、下期109.34円）と、足下の実勢（108円台前半）よりもやや円安水準に設定されている。今後も円高基調が続けば、次回以降の収益下ブレ要因になりかねない。

（図表6） 売上高計画 （前年度比・%）

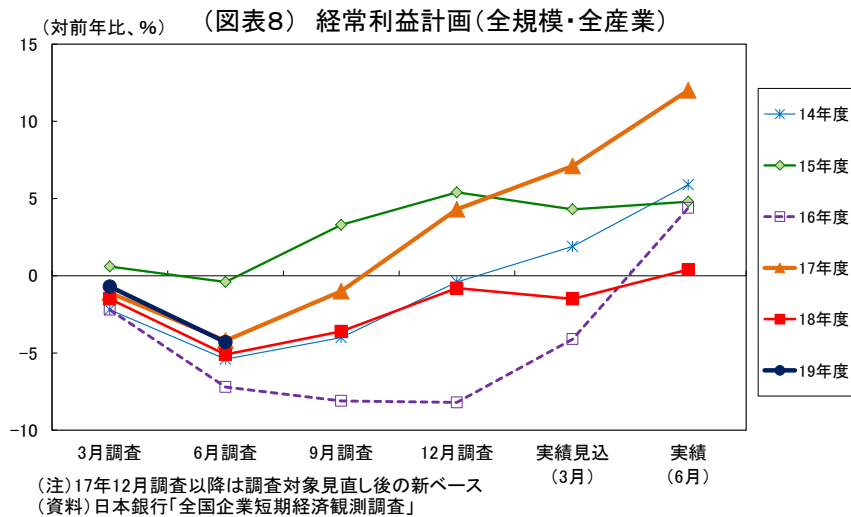
		2018年度		2019年度 (計画)	
			修正率		修正率
大企業	製造業	2.9	0.6	1.0	1.0
	国内	2.2	0.0	1.2	0.6
	輸出	4.3	1.7	0.7	1.9
	非製造業	2.0	-0.8	1.6	-0.3
	全産業	2.3	-0.2	1.3	0.2
中堅企業	製造業	3.9	0.4	1.4	0.5
	非製造業	3.1	0.2	3.0	0.9
	全産業	3.3	0.2	2.6	0.8
中小企業	製造業	2.4	0.4	-0.5	-0.2
	非製造業	2.1	0.8	-0.5	0.6
	全産業	2.2	0.7	-0.5	0.4
全規模	製造業	2.9	0.5	0.8	0.7
	非製造業	2.3	-0.1	1.3	0.2
	全産業	2.5	0.1	1.1	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・%）

		2018年度		2019年度 (計画)	
			修正率		修正率
大企業	製造業	-0.9	1.0	-8.1	-5.9
	素材業種	-7.1	-2.3	0.3	-1.9
	加工業種	1.9	2.5	-11.6	-7.8
	非製造業	-0.1	0.8	-1.4	0.7
	全産業	-0.5	0.9	-4.6	-2.5
中堅企業	製造業	5.8	2.9	-1.6	-0.9
	非製造業	4.0	4.1	-4.2	1.3
	全産業	4.6	3.7	-3.4	0.6
中小企業	製造業	-1.8	1.1	-4.8	-4.1
	非製造業	1.1	5.8	-3.8	0.2
	全産業	0.3	4.4	-4.1	-1.1
全規模	製造業	-0.3	1.2	-7.0	-5.1
	非製造業	0.9	2.4	-2.4	0.7
	全産業	0.4	1.9	-4.3	-1.8

（注）修正率は前回調査との対比。



5. 設備投資・雇用：人手不足感はやや緩和、設備投資計画は弱い

生産・営業用設備判断 D.I. (「过剩」－「不足」) は全規模全産業で前回から 2 ポイント上昇の▲3 となった。また、雇用人員判断 D.I. (「过剩」－「不足」) も前回から 3 ポイント上昇の▲32 となり、企業の人手不足感の高まりは一服している。生産の低迷などが設備・人手不足感の抑制に働いたほか、例年 3 月調査から 6 月調査では、新入社員の配属に伴って人手不足感が一服する傾向が強いことも影響したと考えられる。

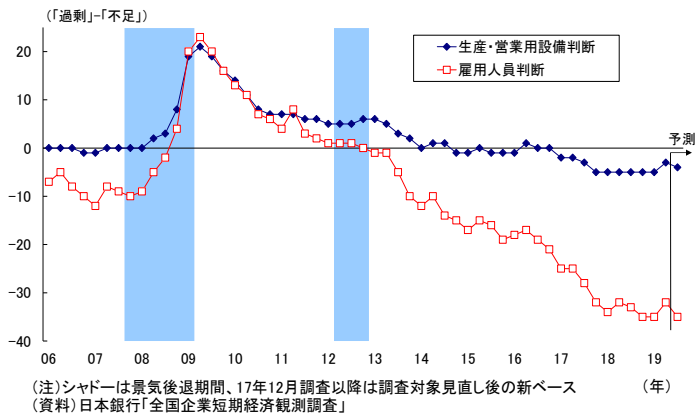
上記の結果、需給ギャップの代理変数とされる「短観加重平均 D.I.」(設備・雇用の各 D.I. を加重平均して算出) も前回 (▲23.9 ポイント) から 2.6 ポイント上昇の▲21.2 ポイントとなったが、大幅なマイナス (不足超過) が続いている。

なお、引き続き大幅なマイナスを維持している雇用人員判断 D. I. の内訳を見ると、これまで同様だが、製造業 (全規模で▲22) よりも、労働集約型産業が多い非製造業 (全規模で▲39) で人手不足感が強い。また、企業規模別では、人材調達力や賃金水準の違いによるものとみられるが、中小企業が▲36 と大企業の▲21 を大幅に下回っている。

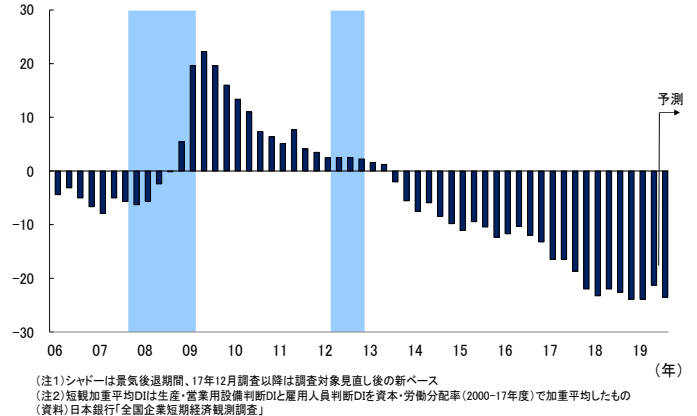
人手不足は製造業・非製造業や企業規模を問わず幅広く共有されているが、特に中小企業非製造業 (▲47) において深刻な状況が続いている。

先行きの見通し (全規模全産業) は、設備判断 D. I. で 1 ポイントの低下、雇用判断 D. I. で 3 ポイントの低下が見込まれている。企業の人手の不足感はやや強まるとの見通しが示されているため、「短観加重平均 D. I.」も▲23.5 ポイントへと再び低下する見込み (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



2018年度の設備投資計画(全規模全産業・実績)は、前回調査において前年比10.4%増の伸び率が維持され、3月調査としては2005年度以来の高い伸びを記録していたが、今回調査では前年比6.6%増に下方修正された。下方修正幅(3.8%ポイント)はこの時期としては過去最大となる。1-3月期GDPにおける設備投資の鈍化が示すとおり、年度終盤にかけて先送りの動きが出たとみられる。

一方、2019年度の設備投資計画(全規模全産業)は2018年度実績比で2.3%増と、3月調査時点の2.8%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強い。ただし、今回の上方修正幅(5.1%ポイント)は近年の平均的な上方修正幅(直近5年平均で6.5%ポイント)を下回る。さらに、前述の通り、比較対象となる2018年度の値が大幅に下方修正されていることを踏まえると、モメンタム(勢い)はかなり弱い。人手不足に伴う省力化投資や都市再開発関連投資などが下支えになっているものの、貿易摩擦の激化・長期化や中国経済の低迷を受けて企業の間で設備投資を様子見する動きが広がっている可能性がある。さらに、今後の貿易摩擦の動向次第では、設備投資計画が下方修正されるリスクもある。

なお、18年度設備投資計画(全規模全産業)は事前の市場予想(QUICK集計9.5%増、当社予想は9.1%増)を大きく下回る結果であった。また、19年度設備投資計画(全規模全産業)も市場予想(QUICK集計3.2%増、当社予想は3.9%増)を下回る結果であった。

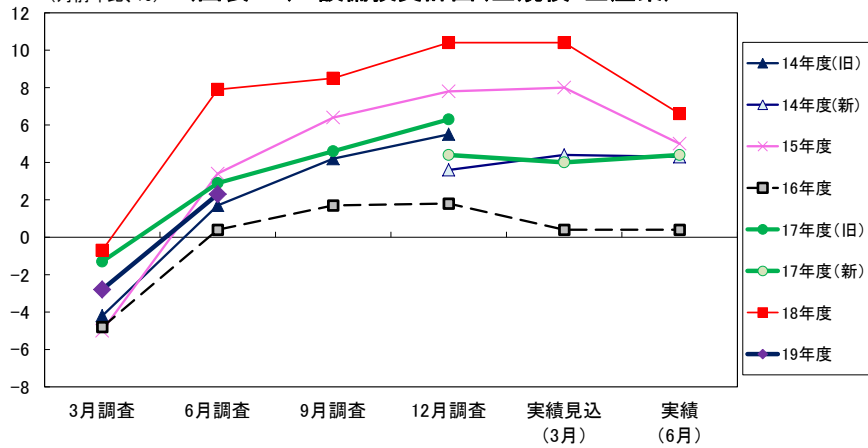
(図表11) 設備投資計画と研究開発投資計画

(前年度比・%)

		設備投資計画				研究開発投資計画			
		2018年度		2019年度(計画)		2018年度		2019年度(計画)	
			修正率		修正率		修正率		修正率
大企業	製造業	7.0	-3.6	12.9	2.5	2.5	-2.6	3.7	0.2
	非製造業	7.4	-7.1	4.2	-1.7	3.3	2.1	2.9	4.8
	全産業	7.3	-5.9	7.4	-0.1	2.6	-2.3	3.6	0.5
中小企業	製造業	17.2	4.0	-3.0	7.4	4.7	0.7	6.2	-0.3
	非製造業	-4.4	3.0	-13.0	12.2	20.2	-3.9	52.9	49.9
	全産業	2.6	3.3	-9.3	10.2	6.3	0.1	11.6	5.3
全規模	製造業	8.6	-2.2	7.7	3.2	2.6	-2.5	3.7	0.2
	非製造業	5.4	-4.2	-0.8	0.7	3.8	1.7	5.3	6.2
	全産業	6.6	-3.5	2.3	1.7	2.7	-2.1	4.0	0.7

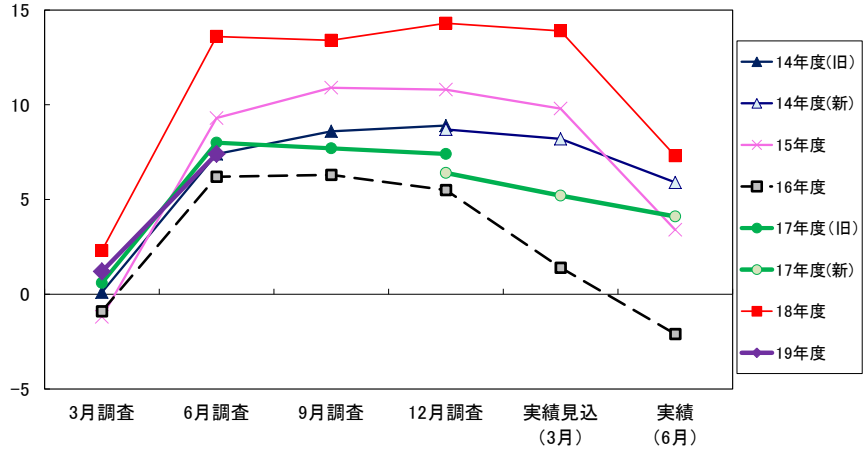
(注)設備投資は含む土地投資額(リース会計対応ベース)。修正率は前回調査との対比。

(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。17年度分は12月調査は新旧併記、実績見込み以降は新ベース
 (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。