

2015年10月1日 全8頁

## Indicators Update

### 9月日銀短観

大企業製造業の業況感が悪化し、先行きの景気下振れリスクが高まる

エコノミック・インテリジェンス・チーム

エコノミスト 長内 智

エコノミスト 小林 俊介

#### [要約]

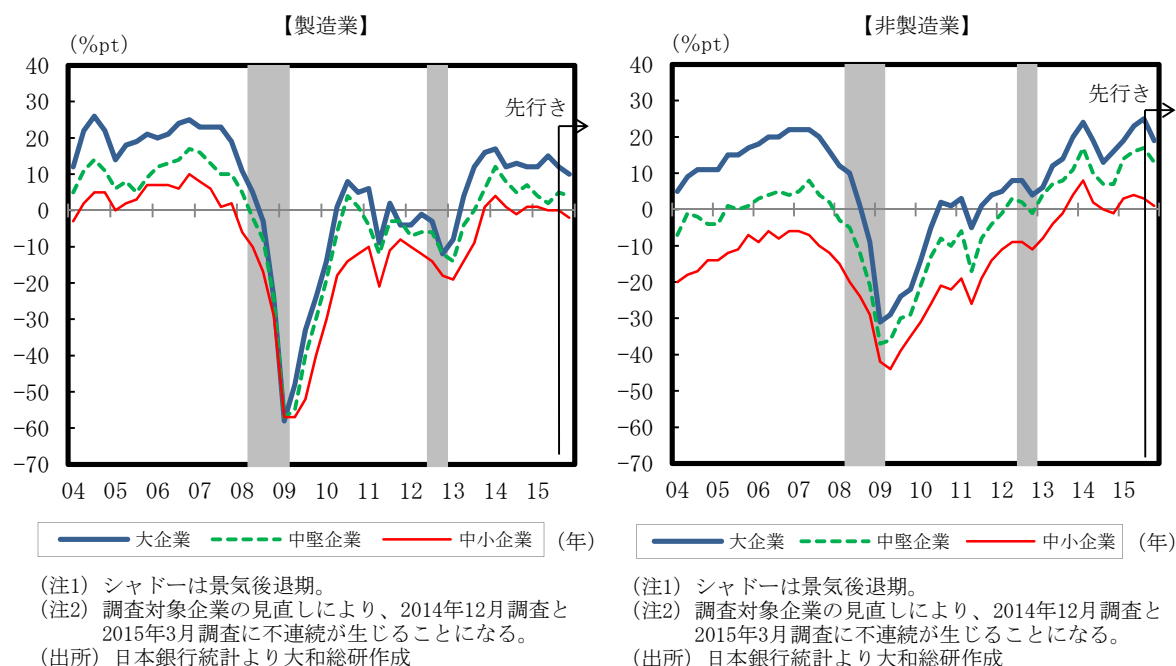
- 日銀短観（2015年9月調査）では、大企業製造業の業況感が悪化するとともに、企業が先行きに対して一段と慎重になっていることが明らかになった。この背景としては、中国をはじめとする世界経済の減速懸念、輸出と生産の停滞や個人消費の足踏みに加え、円高・株安の動きなどが考えられる。
- 大企業製造業の「業況判断DI（最近）」は+12%ptと前回（+15%pt）から悪化し、市場コンセンサス（+13%pt）も下回った。製造業の業況感の悪化は3四半期ぶりである。中国経済の減速や資源安などを背景に輸出関連の加工業種の悪化が目立つ。
- 大企業非製造業の「業況判断DI（最近）」は+25%ptと前回調査（+23%pt）から改善し、悪化を見込んでいた市場コンセンサス（+20%pt）を大きく上回った。非製造業の業況感の改善は4四半期連続である。日本人の消費に足踏みが見られる一方で、訪日外国人のインバウンド消費の好調さなどがプラスに寄与したと考えられる。
- 大企業全産業の2015年度の売上高計画は前年度比+0.4%、経常利益計画は前年度比+4.7%となり、消費税増税後の落ち込みからの反動増などを反映して小幅な増収が見込まれ、値上げや資源安によるマージンの改善を受けて経常増益が見込まれる。
- 全規模全産業の2015年度の「設備投資計画（含む土地、除くソフトウェア）」は、前年度比+6.4%と前回（同+3.4%）から上方修正された。9月短観では、中小企業を中心に設備投資計画が上方修正されるという「統計上のクセ」があるが、今回は非製造業を中心に通常の修正パターンより強い結果だと評価する。
- 市場では、昨日発表された鉱工業生産と、今回の日銀短観を受けて、補正予算による経済対策や追加金融緩和と政策に対する期待が生じている。当社のメインシナリオでは、年明け以降の追加金融緩和を想定しているが、市場に「サプライズ」を与えるべく、10月に金融緩和が実施される可能性も否定し得ない。

## 大企業製造業の業況感が世界経済の減速懸念などを背景に悪化

日銀短観（2015年9月調査）では、大企業製造業の業況感が悪化するとともに、企業が先行きに対して一段と慎重になっていることが明らかになった。この背景としては、中国をはじめとする世界経済の減速懸念、輸出と生産の停滞や個人消費の足踏みに加え、円高・株安の動きなどが考えられる。大企業非製造業の業況感は、好調なインバウンド消費などを背景に堅調な結果となったものの、先行きについては、ほぼ全ての業種が悪化を見込んでいる。当社は、日本経済がすでに「踊り場」局面入りしたと考えており、9月日銀短観も総じて見ると、国内景気が踊り場的な状況にあることを示唆する内容だと評価できる。他方、非製造業を中心に、2015年度の設備投資計画の上方修正幅が例年より大きくなるなど、企業の設備投資意欲は依然として前向きであることが示された。

大企業製造業の「業況判断 DI（最近）」は+12%pt と前回（+15%pt）から悪化し、市場コンセンサス（+13%pt）も下回った。製造業の業況感の悪化は3四半期ぶりである。中国経済の減速や資源安などを背景に輸出関連の加工業種の悪化が目立つ。

図表 1：業況判断 DI



素材業種は、小幅ながらも2四半期ぶりに改善した。資源・エネルギー価格の低下によるマージンの改善が、引き続き企業の業況感に対してプラスに寄与する一方で、中国を中心とする新興国経済の減速を背景に、輸出や生産の停滞が続いていることがマイナスに働いた格好だ。

個別業種では、原油安を受けて、「石油・石炭製品」が大幅に悪化した。同業種は、春以降の原油価格の持ち直し傾向を背景に、前回の6月日銀短観では先行きの業況感が大幅に改善すると見込んでいたが、原油価格が当時の予想に反して急落した結果、6月時点の見通しから大きく下振れすることとなった。他には、「窯業・土石製品」、「鉄鋼」、「非鉄金属」が悪化した。「窯

業・土石製品」については、値上げや資源安に伴うマージンの改善などを受けて、前回非常に大きく改善した反動の影響が大きい。「鉄鋼」に関しては、中国で建設工事などのインフラ投資が冴えない中、中国鉄鋼メーカーによる供給過剰の問題を主因に鋼材市況が悪化しており、これが企業業績に悪影響を及ぼしている。「非鉄金属」も市況の悪化がマイナスに作用していると考えられる。他方、前回大きく落ち込んだ反動などもあって、「木材・木製品」が改善した。

加工業種は、4 四半期ぶりの悪化となった。輸出と生産の停滞や円高進行などが下押し要因になったと考えている。加えて、足下で個人消費の回復に一服感が出ていることも企業の業況感の重石になった模様である。個別業種では、海外経済の減速などを背景に、「電気機械」、「造船・重機等」、一般機械（「はん用機械」、「生産用機械」、「業務用機械」）の悪化が目立つ。他方、「自動車」は、前回低下した反動もあり、2 四半期ぶりに改善した。ただし、足下の新車販売が依然として冴えない状況にあることから、改善幅は+3pt と小幅なものに留まった。

大企業非製造業の「業況判断 DI（最近）」は+25%pt と前回調査（+23%pt）から改善し、悪化を見込んでいた市場コンセンサス（+20%pt）を大きく上回った。非製造業の業況感の改善は 4 四半期連続である。日本人の消費に足踏みが見られる一方で、訪日外国人のインバウンド消費の好調さなどがプラスに寄与したと考えられる。

業種別に見ると、「小売」、「宿泊・飲食サービス」、「対個人サービス」が改善し、DI が高水準となっている点が注目される。これらの業種では、従来の改善ペースが速かった反動が出ると見込んでいたが、予想以上に強い結果となった。この背景としては、日本人の消費が足踏み状態にある中で、訪日外国人のインバウンド消費が引き続き好調さを維持していることなどが挙げられる。「不動産」は、前回の悪化見通しに反して改善となった。これは、住宅着工に持ち直しの動きが出ていることや、オフィス空室率の低下傾向などによるものだと考えている。他方、「電気・ガス」は、エネルギー輸入価格の下落によるマージンの改善が大きくプラスに寄与している一方で、依然として経営環境が厳しいことから横ばいとなった。

## 大企業の先行きは製造業と非製造業ともに悪化を見込む

「業況判断 DI（先行き）」を見ると、大企業製造業が+10%pt（今回から▲2pt 悪化）、大企業非製造業は+19%pt（今回から▲6pt 悪化）といずれも悪化を見込む。中国をはじめとする世界経済の減速懸念や、グローバルな金融市場の動揺などを背景に、企業が先行きに対して一段と慎重になっていることが分かる。製造業では、一般機械、「電気機械」、「造船・重機等」、「自動車」など輸出関連業種の先行きが悪化した点が懸念される。非製造業においても、「情報サービス」以外の全ての業種で悪化を見込んでいる点に留意したい。

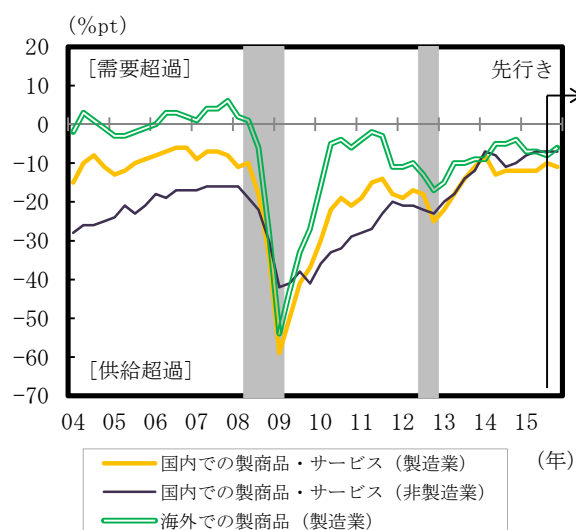
中小企業製造業の「業況判断 DI（最近）」は 0%pt と前回から横ばいとなった。業種別に見ると、「鉄鋼」、「自動車」、「電気機械」などの悪化が目立つ。中小企業非製造業は+3%pt と前回から▲1pt 悪化したものの、悪化幅は小幅なものに留まった。業種別には、「対個人サービス」と「卸売」などが悪化する一方で、「小売」と「宿泊・飲食サービス」などが改善した。

## 海外での需給は製造業で小幅に悪化

大企業の「国内での製商品・サービス需給判断 DI (最近)」を見ると、製造業が上昇（改善）した一方で、非製造業は横ばいとなった。大企業製造業の「海外での製商品・サービス需給判断 DI (最近)」は、中国をはじめとする世界経済の減速の影響で前回から小幅に低下（悪化）し、外需の弱さが鮮明になりつつある。

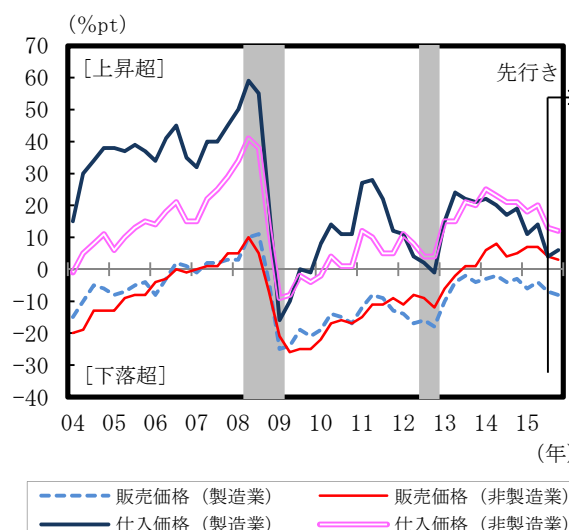
また、価格判断に関しては、前回調査に比べて原油安と円高が進行したことなどを背景に、製造業と非製造業のいずれも「仕入価格判断 DI」が大幅に低下し、「交易条件（販売価格判断 DI－仕入価格判断 DI）」の改善につながった。

図表 2：需給判断 DI（大企業）



(注1) シャドローは景気後退期。  
(注2) 調査対象企業の見直しにより、2014年12月調査と2015年3月調査に不連続が生じることになる。  
(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

図表 3：価格判断 DI（大企業）



(注1) シャドローは景気後退期。  
(注2) 調査対象企業の見直しにより、2014年12月調査と2015年3月調査に不連続が生じることになる。  
(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

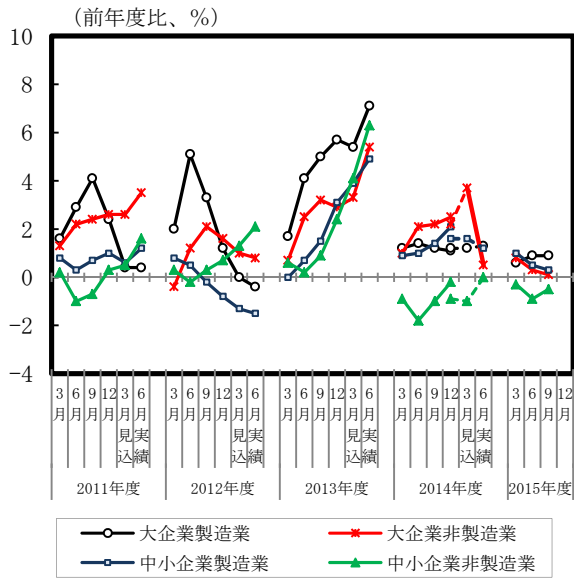
## 全ての業種・規模において経常利益が上方修正

大企業全産業の2015年度の売上高計画は前年度比+0.4%、経常利益計画は前年度比+4.7%となり、消費税増税後の落ち込みからの反動増などを反映して小幅な増収が見込まれ、値上げや資源安によるマージンの改善を受けて経常増益が見込まれる。前回調査時点からの修正率を確認すると、売上高が▲0.1%と下方修正、経常利益が+3.5%と上方修正された。

2015年度上期の堅調な業績が反映されたことなどをを受けて、全ての業種・規模の経常利益が上方修正された点が注目される。ただし、下期については慎重にしている企業が少なくない。

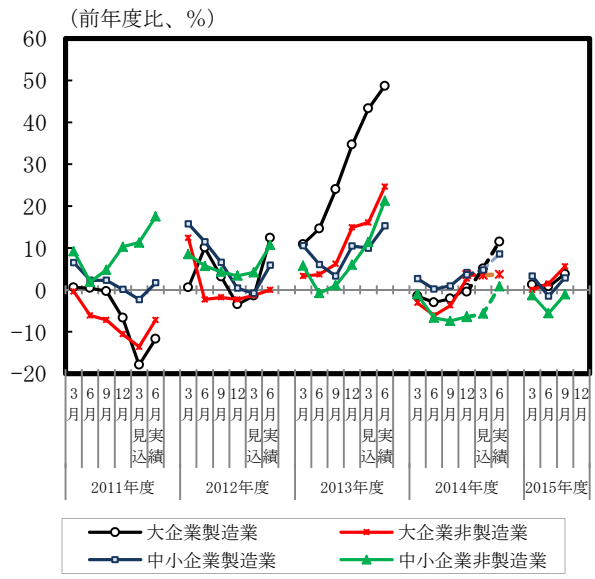
なお、企業の2015年度上期の想定為替レート（大企業製造業）は117.39円/ドルとなり、現在の為替水準と比較すると企業は為替レートの先行きをやや慎重にみているようだ。

図表4：売上計画の修正パターン



(注) 2014年度3月見込みは、新サンプルの12月結果から延長。  
 (出所) 日本銀行統計より大和総研作成

図表5：経常利益計画の修正パターン

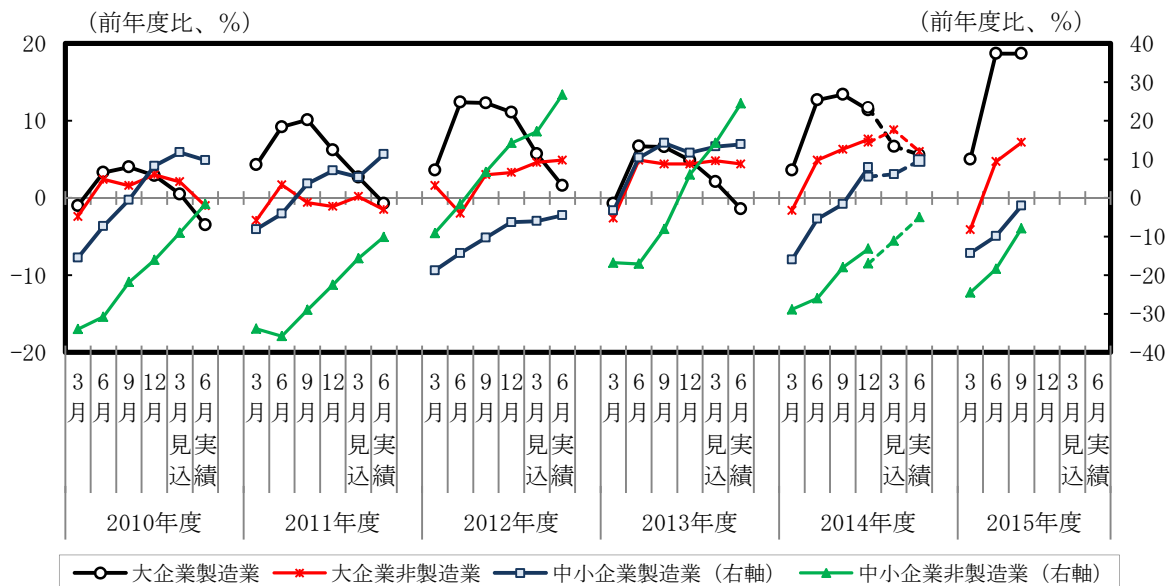


(注) 2014年度3月見込みは、新サンプルの12月結果から延長。  
 (出所) 日本銀行統計より大和総研作成

### 2015年度の設備投資計画は非製造業を中心に堅調な結果

全規模全産業の2015年度の「設備投資計画（含む土地、除くソフトウェア）」は、前年度比+6.4%と前回（同+3.4%）から上方修正された。9月短観では、中小企業を中心に設備投資計画が上方修正されるという「統計上のクセ」があるが、今回は非製造業を中心に通常の修正パターンより強い結果だと評価する。

図表6：設備投資計画の修正パターン



(注) 調査対象企業の見直しにより、2014年12月調査と2015年3月調査に不連続が生じることになる。  
 (出所) 日本銀行統計より大和総研作成

市場の注目度が高い大企業全産業は、前年度比+10.9%と前回（同+9.3%）から上方修正され、下方修正を見込んでいた市場コンセンサス（同+8.7%）を大きく上回った。業種別には、大企業製造業の2015年度設備投資計画が前年度比+18.7%、大企業非製造業が同+7.2%となり、過去の修正パターンと比べると、製造業において設備投資意欲が少し慎重になった一方で、非製造業の設備投資意欲は堅調さが維持された。製造業に関しては、海外経済の減速や、輸出と生産の停滞などが多少影響しているとみられる。

大企業の「生産・営業用設備判断 DI（最近）」を見ると、製造業は+1%pt と前回から▲1pt 低下（改善）し、非製造業は▲1%pt と前回から横ばいとなったものの、DI の水準はマイナス（不足超）が続いている。引き続き生産・営業用設備に過剰感は見られない。ただし、足下で機械設備の先行指標である受注統計や一致指標である資本財出荷に弱さが出ていることから、今後の動向については引き続き注視したい。

## 経済対策や追加金融緩和政策に対する期待が生じている

市場では、昨日発表された鉱工業生産と、今回の日銀短観を受けて、補正予算による経済対策や追加金融緩和政策に対する期待が生じている。政府は「緩やかな回復基調が続いている」（9月月例経済報告）、日本銀行は「緩やかな回復を続けている」（9月金融経済月報）との景気判断を示しているが、最近の経済指標や今回の日銀短観の結果に比べると、かなり強気と言わざるを得ない。日銀短観の先行きの悪化見通しや、2015年7-9月期の実質GDP成長率が弱い結果になると見込まれる中で、両者の景気判断が下方修正される可能性が残っている。

昨年を振り返ると、安倍首相は、臨時国会招集後の2014年10月3日の衆議院予算委員会において、2014年7-9月期GDPの結果などを見極めた上で2014年度補正予算について判断するとの考えを示していた。昨年と同様に、今年も7-9月の実質GDP成長率が4-6月期時点の見通しから下振れすることがほぼ確実な状況であり、さらには今年度の歳入が上振れしている模様であることなどを踏まえると、11月に召集されると見込まれる臨時国会において補正予算が組まれる公算が強まっている。また、10月7日に予定される内閣改造時には、補正予算に関して何らかの言及がされるか否かに注目したい。金融政策に関しては、日本銀行が今年の7月頃から「生鮮食品とエネルギーを除くCPI」を重視して消費者物価の基調を判断するようになったため、物価面からは直ちに追加金融緩和とはなりにくい。当社のメインシナリオでは、年明け以降の追加金融緩和を想定しているが、市場に「サプライズ」を与えるべく、10月に金融緩和が実施される可能性も否定し得ない。特に、日本銀行が昨年の10月末に「量的・質的金融緩和」の拡大を決定したときよりも、わが国の経済・物価情勢に対して「下方向のリスク」が高まっている点に留意したい。

## 参考1：業種別の業況判断DI

(「良い」-「悪い」・%ポイント)

	大企業						中小企業					
	2015年6月調査		2015年9月調査				2015年6月調査		2015年9月調査			
	最近	先行き	最近	先行き		最近	先行き	最近	先行き		最近	先行き
				変化幅	変化幅				変化幅	変化幅		
製造業	15	16	12	-3	10	-2	0	0	0	0	-2	-2
繊維	3	13	6	3	6	0	-21	-23	-16	5	-20	-4
木材・木製品	-29	0	18	47	0	-18	-20	-20	-5	15	-9	-4
紙・パルプ	7	-3	7	0	7	0	-15	-12	-5	10	-6	-1
化学	15	11	14	-1	11	-3	8	8	12	4	10	-2
石油・石炭製品	0	17	-11	-11	0	11	-15	-18	-17	-2	-23	-6
窯業・土石製品	20	18	14	-6	14	0	1	-2	2	1	1	-1
鉄鋼	-3	10	-5	-2	-7	-2	5	7	-4	-9	-5	-1
非鉄金属	17	14	11	-6	14	3	-6	4	-2	4	-3	-1
食料品	18	17	13	-5	13	0	0	2	0	0	-1	-1
金属製品	-7	0	-5	2	2	7	2	2	0	-2	0	0
はん用機械	23	23	14	-9	12	-2	16	6	19	3	10	-9
生産用機械	37	36	32	-5	17	-15	11	7	19	8	4	-15
業務用機械	22	24	16	-6	14	-2	17	10	13	-4	10	-3
電気機械	19	17	12	-7	9	-3	1	2	-5	-6	-3	2
造船・重機等	14	4	7	-7	3	-4	19	20	18	-1	11	-7
自動車	11	16	14	3	11	-3	12	10	5	-7	6	1
素材業種	8	11	9	1	7	-2	-6	-5	-3	3	-5	-2
加工業種	17	18	14	-3	11	-3	4	3	3	-1	0	-3
非製造業	23	21	25	2	19	-6	4	1	3	-1	1	-2
建設	34	33	38	4	31	-7	11	5	10	-1	3	-7
不動産	35	30	38	3	32	-6	11	9	10	-1	5	-5
物品賃貸	28	28	34	6	26	-8	12	11	14	2	12	-2
卸売	10	9	9	-1	6	-3	-2	-2	-5	-3	-3	2
小売	22	19	25	3	19	-6	-13	-12	-9	4	-9	0
運輸・郵便	24	15	23	-1	17	-6	0	-4	6	6	0	-6
通信	28	17	33	5	6	-27	17	15	19	2	12	-7
情報サービス	28	27	25	-3	27	2	9	5	10	1	8	-2
電気・ガス	0	-5	0	0	-5	-5	17	17	22	5	13	-9
対事業所サービス	29	29	31	2	24	-7	8	5	6	-2	1	-5
対個人サービス	24	22	35	11	23	-12	8	3	2	-6	-1	-3
宿泊・飲食サービス	26	22	31	5	15	-16	5	4	7	2	1	-6
全産業	19	18	19	0	14	-5	2	1	3	1	0	-3

(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

## 参考2：売上・収益計画

売上高		(前年度比・%)		
		2014年度	2015年度 (計画)	修正率
大企業	製造業	1.3	0.9	0.0
	国内	-0.6	-0.1	-0.3
	輸出	5.9	3.3	0.4
	非製造業	0.5	0.1	-0.2
	全産業	0.8	0.4	-0.1
中堅企業	製造業	1.9	1.6	0.2
	非製造業	0.2	1.1	-0.1
	全産業	0.6	1.2	-0.1
中小企業	製造業	1.2	0.3	-0.2
	非製造業	0.0	-0.5	0.4
	全産業	0.2	-0.3	0.2
全規模合計	製造業	1.4	0.9	0.0
	非製造業	0.3	0.1	0.0
	全産業	0.6	0.4	0.0

経常利益		(前年度比・%)		
		2014年度	2015年度 (計画)	修正率
大企業	製造業	11.5	3.8	3.0
	国内	0.1	10.4	2.0
	輸出	16.1	1.5	3.4
	非製造業	3.7	5.6	4.1
	全産業	7.6	4.7	3.5
中堅企業	製造業	11.8	6.3	6.3
	非製造業	-0.6	-1.0	1.4
	全産業	3.1	1.4	3.0
中小企業	製造業	8.6	2.9	4.5
	非製造業	0.8	-1.1	4.8
	全産業	2.6	-0.1	4.7
全規模合計	製造業	11.2	4.0	3.5
	非製造業	2.2	2.7	3.8
	全産業	5.9	3.3	3.7

(注) 修正率は、前回調査との対比。

(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

### 参考3：設備投資計画

設備投資額（含む土地投資額） (前年度比・%)

		2014年度	2015年度 (計画)	修正率
大企業	製造業	5.6	18.7	0.0
	非製造業	6.0	7.2	2.4
	全産業	5.9	10.9	1.5
中堅企業	製造業	8.7	10.1	-1.5
	非製造業	1.9	-2.0	1.2
	全産業	4.2	2.2	0.2
中小企業	製造業	9.6	-2.0	8.8
	非製造業	-5.0	-7.9	12.8
	全産業	-0.8	-6.1	11.4
全規模合計	製造業	6.8	13.5	1.0
	非製造業	3.1	2.9	3.9
	全産業	4.3	6.4	2.9

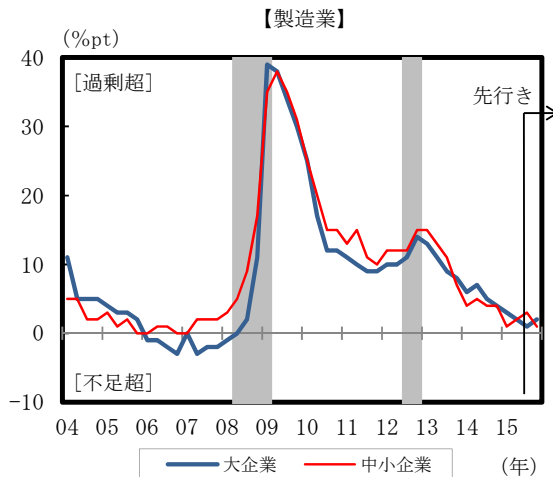
ソフトウェア投資額 (前年度比・%)

		2014年度	2015年度 (計画)	修正率
大企業	製造業	5.5	4.3	0.8
	非製造業	-1.5	2.6	0.3
	全産業	0.8	3.2	0.4
中堅企業	製造業	3.6	9.7	-1.2
	非製造業	-1.2	4.3	5.6
	全産業	-0.4	5.1	4.4
中小企業	製造業	1.3	-3.2	11.4
	非製造業	29.7	-3.1	6.6
	全産業	19.7	-3.1	8.0
全規模合計	製造業	5.1	4.1	1.3
	非製造業	0.6	2.4	1.6
	全産業	2.0	3.0	1.5

(注) 修正率は、前回調査との対比。

(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

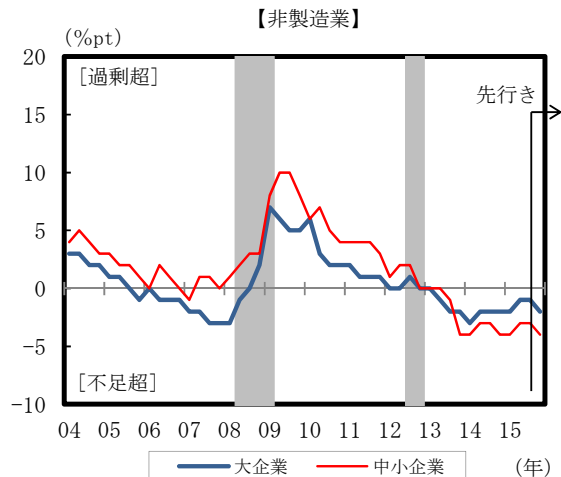
### 参考4：生産・営業用設備判断DI



(注1) シャドーは景気後退期。

(注2) 調査対象企業の見直しにより、2014年12月調査と2015年3月調査に不連続が生じることになる。

(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

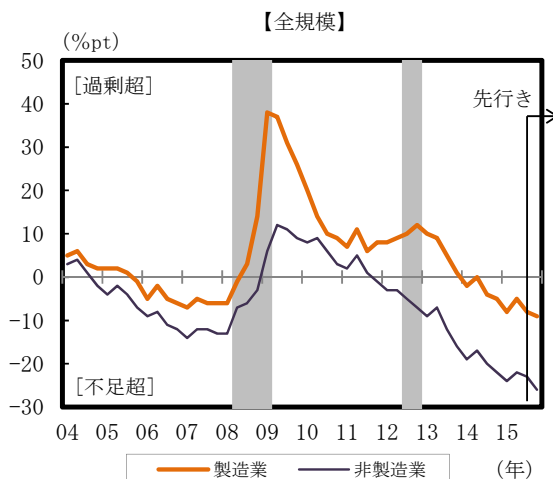


(注1) シャドーは景気後退期。

(注2) 調査対象企業の見直しにより、2014年12月調査と2015年3月調査に不連続が生じることになる。

(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

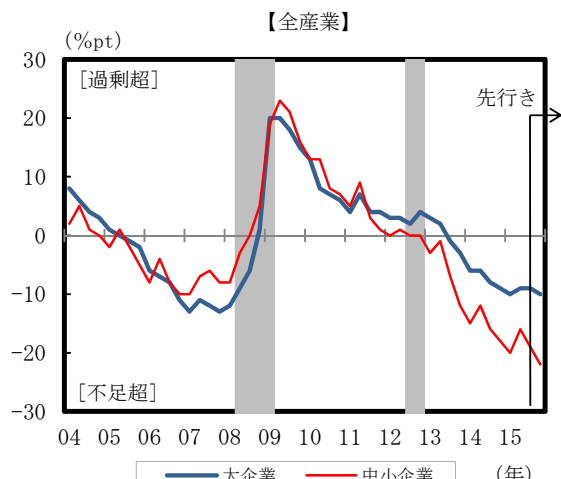
### 参考5：雇用人員判断DI



(注1) シャドーは景気後退期。

(注2) 調査対象企業の見直しにより、2014年12月調査と2015年3月調査に不連続が生じることになる。

(出所) 日本銀行統計より大和総研作成



(注1) シャドーは景気後退期。

(注2) 調査対象企業の見直しにより、2014年12月調査と2015年3月調査に不連続が生じることになる。

(出所) 日本銀行統計より大和総研作成