

2016年4月1日 全8頁

## Indicators Update

# 2016年3月日銀短観

大企業の業況感が大きく悪化し、先行き不透明感が強まる

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

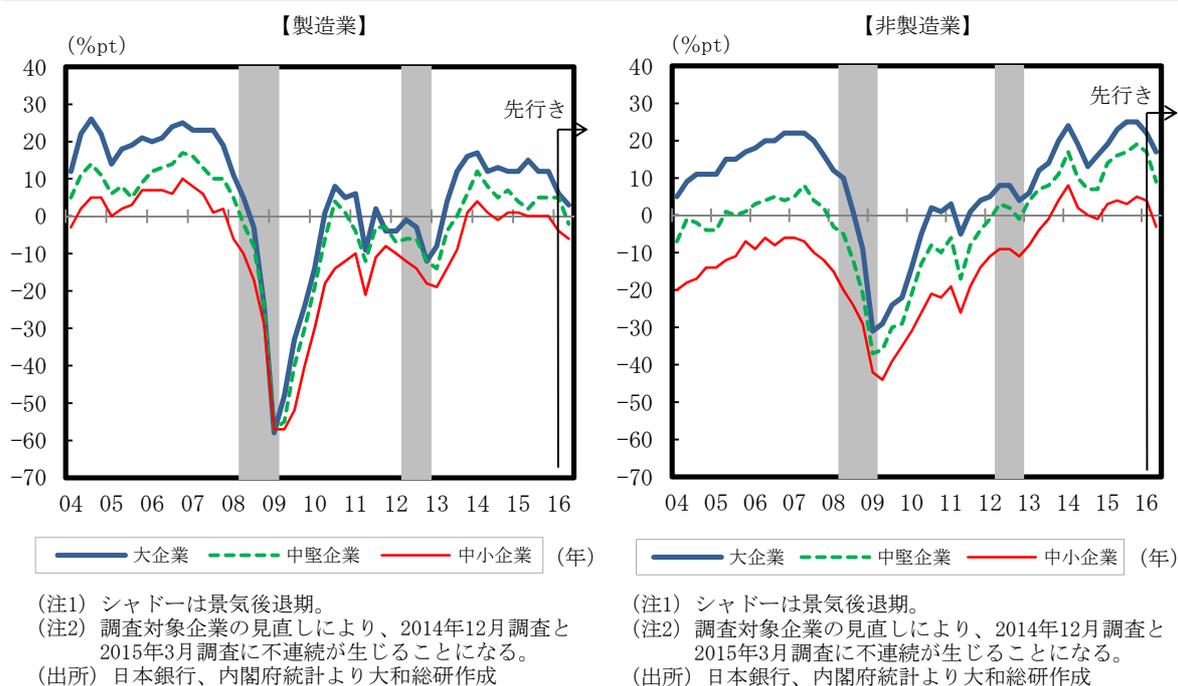
### [要約]

- 日銀短観（2016年3月調査）では、大企業製造業と非製造業の足下の業況感がいずれも大きく悪化し、企業が先行きもかなり慎重に見ていることが明らかになった。この背景としては、海外経済の減速に起因する輸出と生産の停滞や、昨年末以降の円高進行、さらには足下の個人消費の弱さが指摘できる。
- 大企業製造業の「業況判断DI（最近）」は+6%ptと前回（+12%pt）から大きく悪化し、市場コンセンサス（+8%pt）を下回った。大企業非製造業の「業況判断DI（最近）」は+22%ptと前回調査（+25%pt）から悪化し、市場コンセンサス（+23%pt）を小幅に下回った。ただし、大企業非製造業は、これまでの改善ペースが少し速かったことからの調整という色合いが強く、DI水準を考慮すると、必ずしもネガティブに捉える必要はないと考えている。
- 大企業全産業の2015年度の売上高計画は前年度比▲1.6%、経常利益計画は前年度比+3.9%となった。輸出の停滞や個人消費の弱さなどを受けて、売上高と経常利益計画のいずれも下方修正された。特に、これまで増益を見込んでいた大企業製造業において、経常利益計画が大きく下方修正され、減益計画に転じた点が懸念される。大企業全産業の2016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▲2.0%となり、減収経常減益が見込まれる。過去の修正パターンを踏まえると、いずれも弱めの計画だと考える。
- 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+8.0%と前回（同+7.8%）から小幅に上方修正された。通常の修正パターンよりやや強い結果だと評価できる。大企業全産業の2016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▲4.8%と減少する計画となり、市場コンセンサス（同▲4.6%）を僅かに下回った。ただし、今回の設備投資計画は例年並みであり、必ずしもネガティブに捉える必要はない。

## 大企業の業況感が大きく悪化

日銀短観（2016年3月調査）では、大企業製造業と非製造業の足下の業況感がいずれも大きく悪化し、企業が先行きもかなり慎重に見ていることが明らかになった。この背景としては、海外経済の減速に起因する輸出と生産の停滞や、昨年末以降の円高進行、さらには足下の個人消費の弱さが指摘できる。当社は、日本経済が「踊り場」局面にある中、海外経済の減速や円高進行という下振れリスクを抱えていると評価しており、3月日銀短観は総じて見ると、下振れリスクが予想以上に強く意識された内容だと考えている。他方、設備投資に関しては、業況感の弱さに比べて底堅い内容が示された。

図表 1：業況判断DI



大企業製造業の「業況判断DI（最近）」は+6%ptと前回（+12%pt）から大きく悪化し、市場コンセンサス（+8%pt）を下回った。

素材業種は+3%ptと前回（+9%pt）から大幅に悪化した。素材業種については、資源エネルギー価格の低下によるマージンの改善が、企業の業況感の下支え要因となるものの、中国をはじめとする新興国経済の減速に伴う輸出の停滞や輸出採算の悪化などが引き続きマイナスに働いたと考えている。個別業種では、「化学」と「鉄鋼」の悪化が目立つ。「鉄鋼」に関しては、中国鉄鋼メーカーによる供給過剰や、それを主因とする鋼材市況の悪化の影響による。「化学」は、原油安に伴う収益改善効果が一巡し始めたことがマイナスに作用したとみている。他には、「石油・石炭製品」、「窯業・土石製品」が悪化した。「石油・石炭製品」に関しては、前回の12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下落した結果、12月時点の見通しから下振れすることとなった。他方、改善した業種は、「繊維」、「木材・木製品」である。ただし、「木材・木製品」は変動幅が大きくなっており、一時的な要因が強く影響しているとみられる。「紙・パルプ」と「非鉄金属」は横ばいとなった。

加工業種は+7%pt（前回+12%pt）と、3 四半期連続で悪化した。主要輸出関連業種が幅広く悪化した点に注意が必要だ。輸出と生産の停滞に加え、昨年末以降の円高進行が、企業の業況感の下押し要因となったと考えている。加えて、足下の個人消費（除くサービス）の弱さ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、「生産用機械」、「電気機械」、「自動車」、「業務用機械」の悪化が注目される。「生産用機械」と「電気機械」は、輸出と生産の停滞や円高進行を背景に、事前の予想通り業況感の悪化傾向が続いていることが明らかとなった。「自動車」は、円高進行と国内販売台数の低迷がマイナスに作用し、小幅に悪化した。「業務用機械」は、これまで改善傾向が続いていたが、国内外の冴えない設備投資需要を背景に、頭打ち傾向が強まった。他には、「造船・重機等」、「はん用機械」も悪化した。他方、「食料品」、「金属製品」は改善したものの、改善幅は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+22%pt と前回調査（+25%pt）から悪化し、市場コンセンサス（+23%pt）を小幅に下回った。ただし、これまでの改善ペースが少し速かったことからの調整という色合いが強く、DI 水準を考慮すると、必ずしもネガティブに捉える必要はないと考えている。

業種別に見ると、「対個人サービス」、「宿泊・飲食サービス」が大幅に悪化した点が注目される。これまで訪日外国人のインバウンド消費などを背景に、改善傾向が続いていたものの、足下の消費の弱さや訪日外国人の増加ペースの鈍化などがマイナスに作用したと考える。ただし、両業種の悪化は、これまでの改善ペースが速かったことからの反動だと考えられるため、ネガティブに捉える必要はないだろう。これらと同様の理由で「小売」も悪化した。他には、「通信」、「物品賃貸」、「卸売」、「運輸・郵便」が悪化した。「通信」に関しては前回大きく改善した反動の側面が強く、さらには携帯通信会社が携帯電話端末代および通信料体系の見直しを行っている影響がマイナスに作用した可能性も指摘できる。他方、「電気・ガス」、「建設」、「不動産」が改善した。「電気・ガス」は、前回の 12 月日銀短観の「先行き」では悪化を見込んでいたものの、エネルギー輸入価格の下落や円高進行によるマージンの改善が時差を伴ってプラスに寄与したとみられ、12 月日銀短観の見通しから大きく上振れした。「建設」と「不動産」も前回の 12 月日銀短観の「先行き」では悪化を見込んでいたものの、国内の建設需給のタイト化や建築資材の価格転嫁、オフィス空室率の低下傾向などを受けて上振れした格好だ。他には、「情報サービス」、「対事業所サービス」が小幅ながらも改善した。

## 大企業の幅広い業種が先行きの悪化を見込む

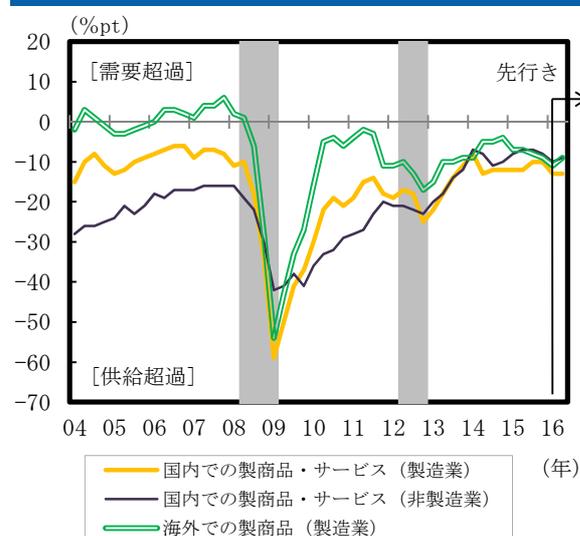
「業況判断 DI（先行き）」を見ると、大企業製造業が+3%pt（今回から▲3pt 悪化）、大企業非製造業は+17%pt（今回から▲5pt 悪化）といずれも悪化を見込む。中国をはじめとする海外経済の減速、輸出と生産の停滞や個人消費の弱さなどを受けて、企業が先行きに対して一段と慎重になっていることが明らかになった。製造業、非製造業のいずれも幅広い業種で悪化を見込んでいる点が懸念される。

## 製造業の海外での需給は悪化傾向が続く

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、製造業と非製造業のいずれも低下（悪化）した。個人消費の弱さや、冴えない国内設備投資がマイナスに影響している模様だ。大企業製造業の「海外での製商品需給判断DI（最近）」は、中国をはじめとする海外経済の減速の影響により3四半期連続の低下（悪化）となり、外需の弱さが鮮明になっている。海外での需給の先行きは、改善に転じると見込まれているものの力強さは見られない。

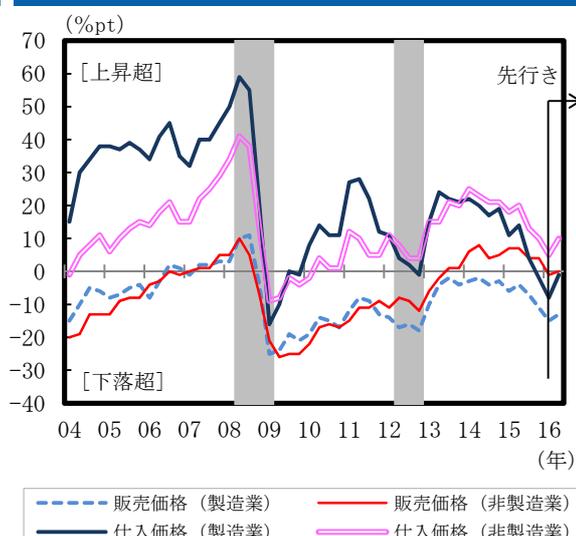
また、価格判断に関しては、原油安や円高を背景に、「販売価格判断DI」と「仕入価格判断DI」のいずれも低下した。「交易条件（販売価格判断DI－仕入価格判断DI）」は、大企業製造業、中小企業製造業、中小企業非製造業が上昇（改善）し、大企業非製造業は横ばいとなった。

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、内閣府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、内閣府統計より大和総研作成

## 大企業製造業の2015年度の経常利益計画が大きく下方修正

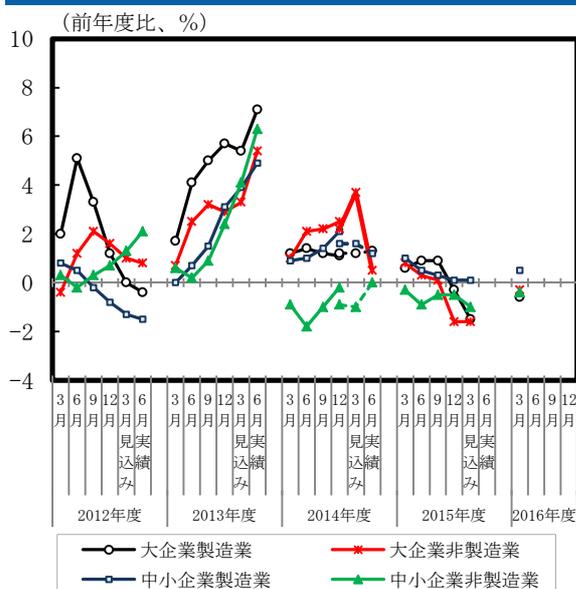
大企業全産業の2015年度の売上高計画は前年度比▲1.6%、経常利益計画は前年度比+3.9%となった。輸出の停滞や個人消費の弱さなどを受けて、売上高と経常利益計画のいずれも下方修正された。特に、これまで増益を見込んでいた大企業製造業において、経常利益計画が大きく下方修正され、減益計画に転じた点が懸念される。金融市場においてもネガティブに評価される公算が大きい。大企業全産業の売上高経常利益率は下方修正されたものの、高水準を維持しており、3年連続で過去最高（1982年度以来、この間に基準変更あり）を更新する可能性が残っている。ただし、大企業製造業の経常利益が再度下方修正されることになれば、2014年度を下回って着地するとみられる。

大企業全産業の2016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▲2.0%となり、減収経常減益が見込まれる。過去の修正パターンを踏まえると、いずれも弱めの計画だと考える。3月日銀短観において翌年度の売上高計画がマイナスになったのは、2009年度以

来のことである。経常利益に関しては最終的に上方修正される場合が多いものの、企業の収益環境が足下で悪化していることを踏まえると、2011年度以来4年ぶりの経常減益になる可能性が浮上している。業種別に2016年度の経常利益計画を見ると、製造業が同▲1.9%、非製造業が▲2.1%となり、過去のパターンと比較していずれも慎重な計画となっている。

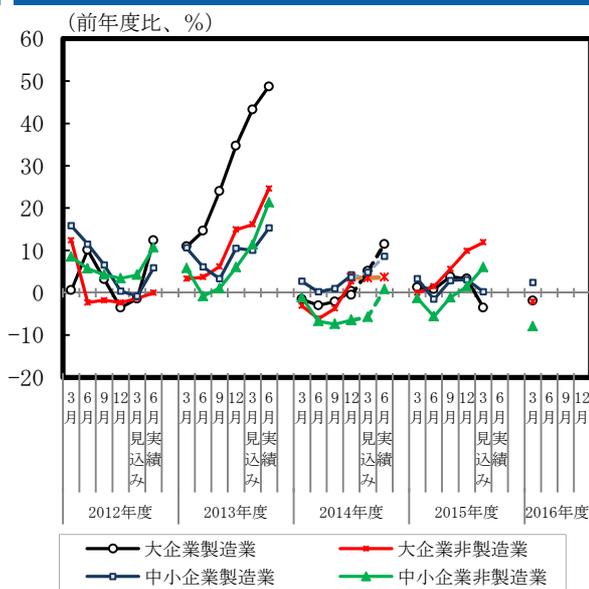
なお、企業の2016年度通期の想定為替レート（大企業製造業）は117.46円/ドルとなり、現在の為替水準に比べて、企業は為替レートの先行きをかなり円安方向で見ている。企業の想定通りに、為替レートが大きく円安に振れない場合は、為替要因が輸出関連製造業の収益を下押しする点に留意したい。

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



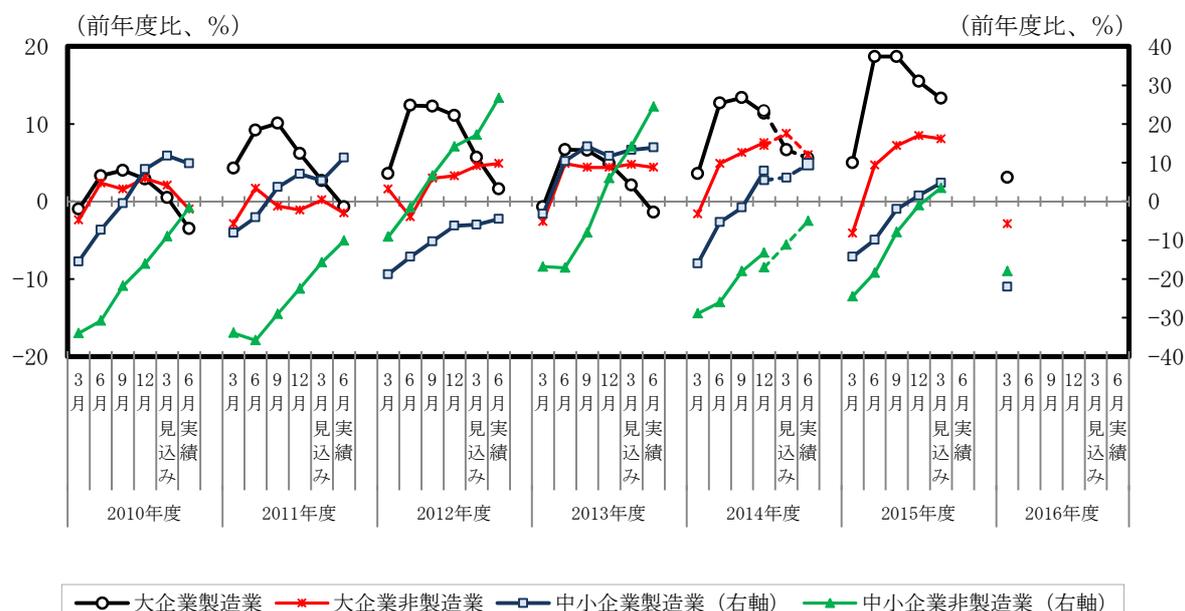
(注) 2014年度3月見込みは、新サンプルの12月結果から延長。  
(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

## 設備投資計画の修正は例年並みに留まる

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+8.0%と前回（同+7.8%）から小幅に上方修正された。通常の修正パターンよりやや強い結果だと評価できる。大企業全産業の2016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▲4.8%と減少する計画となり、市場コンセンサス（同▲4.6%）を僅かに下回った。ただし、今回の設備投資計画は例年並みであり、必ずしもネガティブに捉える必要はない。

大企業を業種別に見ると、製造業の2016年度設備投資計画が前年度比+3.1%、大企業非製造業が同▲2.9%となり、事前予想通り過去の修正パターン並みだと評価できる。企業の業況感の弱さに比べて設備投資が悪くない結果となった背景として、日銀短観の統計上のクセが指摘できる。日本では3月決算の企業が多く、年度決算発表前に公表される3月日銀短観において、来年度見通しの数字を回答することが難しいという実情がある。このため、製造業では、足下の海外経済の減速を踏まえて設備投資計画を弱めに出す可能性が生じているものの、こうした実情は部分的にしか反映されなかったとみられる。今後の下振れリスクには注意が必要だ。

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

大企業の「生産・営業用設備判断 DI (最近)」を見ると、製造業は+4%pt と前回から+1pt 上昇(悪化)し、非製造業は▲1%pt と前回から横ばいとなり、非製造業の DI の水準はマイナス(不足超)が続いている。総じてみると、生産・営業用設備に過剰感は見られないものの、製造業において、「生産・営業用設備判断 DI (最近)」が悪化した点については引き続き注意したい。

## 追加緩和や経済対策に対する期待感が一層強まる公算

今回の日銀短観で企業の先行き不透明感が示されたことに加え、2016年1~2月の冴えない月次経済指標を受けて、2016年1~3月期実質 GDP が2四半期連続のマイナス成長となる可能性が生じている。こうした中、金融市場では、日本銀行の追加緩和や、政府による2016年度予算の前倒し執行および2016年度補正予算の策定に対する期待が高まるとみられる。先行きの日本経済の焦点としては、伊勢志摩サミット(5月26~27日)を睨んだ、先進国を中心とした協調的な財政政策の発動や、中国の本格的な景気テコ入れ策の有無が挙げられる。また、今後の Fed (米国連邦準備制度) の利上げペースが、2015年12月時点の FOMC 参加者の想定に比べて大幅に減速する見込みである点にも留意したい。こうした Fed のハト派的な金融政策スタンスを背景に、110円/ドルを割るような円高・ドル安が進行する場合には、輸出関連企業を中心に業況感や設備投資計画が大きく下振れすることになるだろう。

## 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12月調査		2016年3月調査				2015年12月調査		2016年3月調査			
	最近	先行き	最近	先行き		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	12	7	6	-6	3	-3	0	-4	-4	-4	-6	-2
繊維	-5	0	-3	2	-6	-3	-8	-14	-17	-9	-22	-5
木材・木製品	17	6	41	24	12	-29	1	-10	0	-1	-13	-13
紙・パルプ	3	3	3	0	7	4	-8	-10	-15	-7	-9	6
化学	20	13	10	-10	4	-6	14	7	5	-9	-1	-6
石油・石炭製品	-11	5	-16	-5	5	21	-9	-20	-19	-10	-23	-4
窯業・土石製品	13	9	9	-4	-3	-12	6	-4	-7	-13	-9	-2
鉄鋼	0	-9	-22	-22	-21	1	-8	-15	-23	-15	-15	8
非鉄金属	0	-5	0	0	-5	-5	-4	2	-8	-4	-9	-1
食料品	17	9	20	3	16	-4	5	4	6	1	5	-1
金属製品	0	5	4	4	3	-1	-2	-5	-7	-5	-3	4
はん用機械	16	14	11	-5	15	4	9	4	4	-5	1	-3
生産用機械	22	9	12	-10	4	-8	7	-1	9	2	0	-9
業務用機械	20	16	15	-5	12	-3	9	6	10	1	6	-4
電気機械	3	6	-7	-10	-1	6	-5	-9	-7	-2	-10	-3
造船・重機等	18	10	10	-8	7	-3	12	10	9	-3	9	0
自動車	11	3	5	-6	-1	-6	7	7	3	-4	6	3
素材業種	9	6	3	-6	-1	-4	-1	-7	-10	-9	-12	-2
加工業種	12	8	7	-5	5	-2	2	-1	1	-1	-1	-2
非製造業	25	18	22	-3	17	-5	5	0	4	-1	-3	-7
建設	41	31	45	4	32	-13	11	-1	10	-1	-3	-13
不動産	35	26	37	2	26	-11	9	6	14	5	7	-7
物品賃貸	23	23	17	-6	23	6	17	10	14	-3	4	-10
卸売	8	7	2	-6	4	2	-2	-4	-5	-3	-9	-4
小売	22	14	18	-4	13	-5	-9	-10	-10	-1	-9	1
運輸・郵便	26	17	21	-5	13	-8	9	0	5	-4	-6	-11
通信	44	5	33	-11	11	-22	21	26	26	5	14	-12
情報サービス	30	27	31	1	24	-7	15	16	16	1	10	-6
電気・ガス	2	-5	5	3	3	-2	10	10	12	2	5	-7
対事業所サービス	20	20	21	1	17	-4	8	-1	5	-3	1	-4
対個人サービス	32	16	16	-16	27	11	7	-2	-1	-8	-3	-2
宿泊・飲食サービス	32	18	22	-10	19	-3	9	4	5	-4	0	-5
全産業	18	13	13	-5	11	-2	3	-2	1	-2	-4	-5

(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・%)			経常利益		(前年度比・%)		
		2015年度	2016年度	修正率			2015年度	2016年度	修正率
		(計画)	(計画)		(計画)	(計画)	(計画)		
大 企 業	製造業	-1.5	-0.6	—	大 企 業	製造業	-3.5	-1.9	—
	国内	-3.1	-0.1	—		国内	3.0	-5.9	—
	輸出	2.1	-1.5	—		輸出	-5.8	-0.4	—
	非製造業	-1.6	-0.3	—		非製造業	11.9	-2.1	—
	全産業	-1.6	-0.4	—		全産業	3.9	-2.0	—
中堅企業	製造業	0.6	0.9	—	中堅企業	製造業	7.7	-0.8	—
	非製造業	0.3	1.7	—		非製造業	5.0	2.1	—
	全産業	0.4	1.5	—		全産業	5.9	1.2	—
中小企業	製造業	0.1	0.5	—	中小企業	製造業	0.2	2.4	—
	非製造業	-1.0	-0.4	—		非製造業	6.0	-7.9	—
	全産業	-0.7	-0.2	—		全産業	4.6	-5.4	—
全規模合計	製造業	-0.9	-0.1	—	全規模合計	製造業	-1.9	-1.3	—
	非製造業	-1.0	0.1	—		非製造業	9.2	-2.8	—
	全産業	-1.0	0.0	—		全産業	4.3	-2.2	—

(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・%)

		2015年度		2016年度	
		(計画)	(計画)	(計画)	修正率
大企業	製造業	13.3	3.1	—	
	非製造業	8.1	-2.9	—	
	全産業	9.8	-0.9	—	
中堅企業	製造業	7.4	5.1	—	
	非製造業	4.2	-10.0	—	
	全産業	5.3	-4.7	—	
中小企業	製造業	4.8	-22.0	—	
	非製造業	3.5	-18.0	—	
	全産業	3.9	-19.3	—	
全規模合計	製造業	10.8	-0.9	—	
	非製造業	6.7	-6.8	—	
	全産業	8.0	-4.8	—	

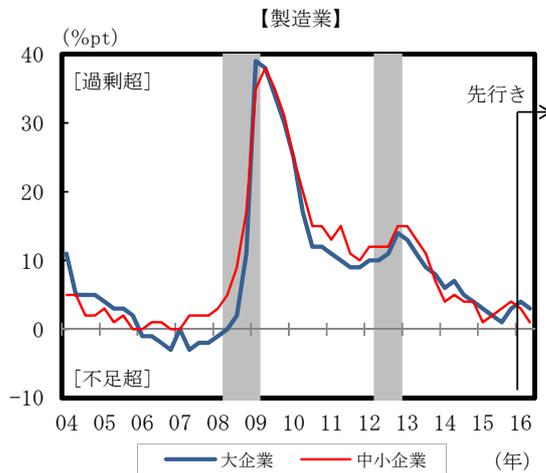
(注) 修正率は、前回調査との対比。

(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

ソフトウェア投資額 (前年度比・%)

		2015年度		2016年度	
		(計画)	(計画)	(計画)	修正率
大企業	製造業	1.1	-0.7	—	
	非製造業	0.7	1.2	—	
	全産業	0.9	0.5	—	
中堅企業	製造業	0.7	1.3	—	
	非製造業	4.5	13.4	—	
	全産業	3.9	11.5	—	
中小企業	製造業	-7.9	-10.6	—	
	非製造業	-9.8	-4.4	—	
	全産業	-9.2	-6.3	—	
全規模合計	製造業	0.4	-1.3	—	
	非製造業	0.5	2.8	—	
	全産業	0.4	1.5	—	

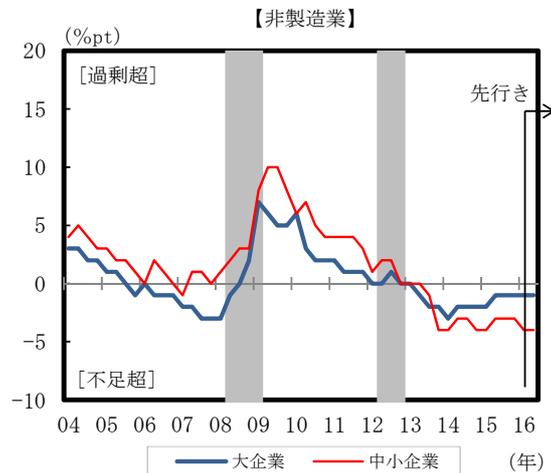
### 参考4：生産・営業用設備判断DI



(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、内閣府統計より大和総研作成

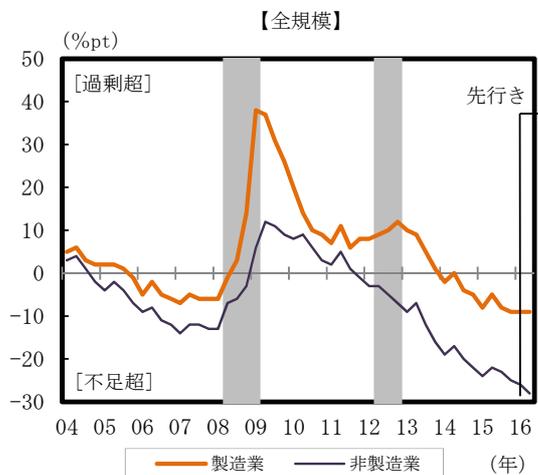


(注1) シャドーは景気後退期。

(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、内閣府統計より大和総研作成

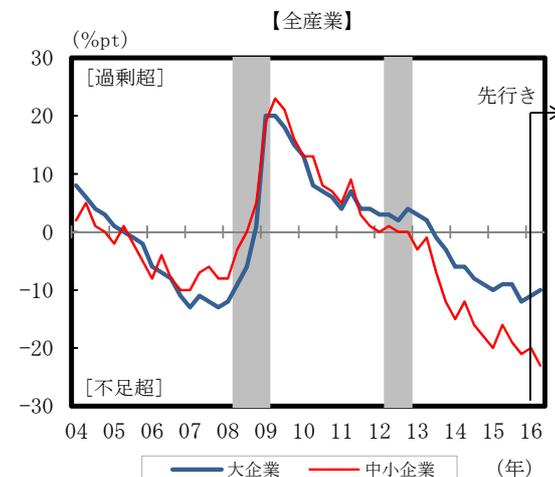
### 参考5：雇用人員判断DI



(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、内閣府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、内閣府統計より大和総研作成