

2018年7月2日 全9頁

Indicators Update

2018年6月日銀短観

「踊り場」の行く先に潜む下振れリスクには要注意

経済調査部

シニアエコノミスト 長内 智

エコノミスト 小林 俊介

[要約]

- 6月日銀短観では、製造業を中心に企業の業況感の回復ペースの鈍化が鮮明となり、国内景気が「踊り場」局面入りしたという当社の見方をサポートする結果が示された。ただし、概ね事前の想定内の結果であり、かつ業況判断DIが高水準にあることから、現時点で、景気が腰折れするといった過度な懸念は不要だと考えている。
- 大企業製造業の「業況判断DI（最近）」は+21%ptと前回（+24%pt）から悪化し、市場コンセンサス（+22%pt）を小幅に下回った。大企業製造業の悪化は2四半期連続である。他方、大企業非製造業の「業況判断DI（最近）」は+24%ptと前回調査（+23%pt）から小幅に改善し、市場コンセンサス（+23%pt）も上回った。
- 全規模全産業の2018年度の「設備投資計画（含む土地、除くソフトウェア、研究開発）」は、前年度比+7.9%と増加する計画であり、市場コンセンサス（同+3.8%）を大幅に回った。大企業を業種別に見ると、製造業の2018年度設備投資計画が同+17.9%、非製造業が同+11.2%となり、過去の修正パターンに比べて強いと評価できる。
- 全規模の雇用人員判断DI（最近）は、製造業と非製造業のいずれも上昇（需給の緩和）したものの、依然として大幅なマイナス圏での推移となっており、企業の手不足感は依然として強い。また、非製造業の先行きの低下幅（▲5%pt）は、今回（最近）の上昇幅（+2%pt）を上回っており、労働需給のタイト化が一段と進む見込みだ。

冴えない業況感と強気の設備投資計画

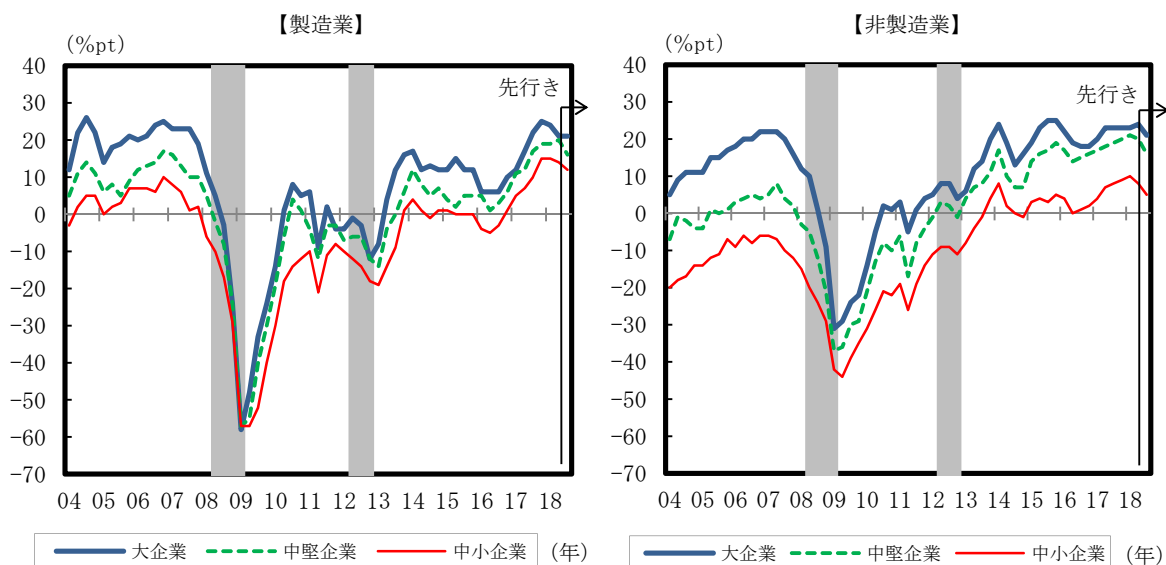
6月日銀短観では、製造業を中心に企業の業況感の回復ペースの鈍化が鮮明となり、国内景気が「踊り場」局面入りしたという当社の見方をサポートする結果が示された。ただし、概ね事前の想定内の結果であり、かつ業況判断DIが高水準にあることから、現時点で、景気が腰折れするといった過度な懸念は不要だと考えている。他方、2018年度の設備投資計画は過去の修正パターンに比べてかなり強く、高水準の企業収益などを背景に、今後も設備投資は堅調な推移が期待される。

力強さに欠ける国内景気や、依然として2%のインフレ目標のゴールが見えない物価動向に基づく限り、当面の金融政策運営において「出口」を意識させるようタカ派的な議論が展開される可能性は低いだらう。また、足下で重石となっている人件費、エネルギー代、運送費、原材料費といった投入コスト上昇の影響がしばらく残る中、世界的な貿易摩擦の激化や原油価格の急騰などをきっかけに、企業の業況感が大きく下振れするリスクがある点にも注意したい。

大企業製造業の業況判断DIは2四半期連続の悪化

大企業製造業の「業況判断DI（最近）」は+21%ptと前回（+24%pt）から悪化し、市場コンセンサス（+22%pt）を小幅に下回った。大企業製造業の悪化は2四半期連続である。これまでの輸出と生産の持ち直しの動きがプラス方向に働く一方で、人件費、運送費、原材料費といった投入コストの上昇に伴う交易条件の悪化などが業況感の重石となった。今回、企業の業況感の回復ペースの鈍化が鮮明になったものの、業況判断DIの水準が依然として高い位置にあることなどを踏まえると、景気の腰折れというよりは、「踊り場」局面との評価が妥当だと考えている。

図表1：業況判断DI



(注1) シャドローは景気後退期。2017年12月は旧サンプル。

(注2) 直近の定例見直しにより、2017年12月調査と2018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) シャドローは景気後退期。2017年12月は旧サンプル。

(注2) 直近の定例見直しにより、2017年12月調査と2018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

素材業種は+20%pt と前回 (+22%pt) から悪化した。この背景としては、2018 年春以降の原油高に伴うコスト上昇の影響などが挙げられる。また、通常なら原油高がプラスに作用する「石油・石炭製品」が、大幅な悪化に転じたこともマイナスに寄与した。

個別業種では、「石油・石炭製品」「木材・木製品」「非鉄金属」「化学」「鉄鋼」が悪化した。「石油・石炭製品」については、通常なら原油高がプラスに作用するものの、これまで早いペースで回復してきた反動や、6月の国際市況の一時的な調整が下押しに働いたとみられる。「木材・木製品」は、弱い動きとなっており、引き続き慎重に見極める必要がある。「非鉄金属」と「鉄鋼」は、投入コストの上昇に加えて、米国の輸入制限の動きもマイナス方向に作用した可能性がある。「化学」は、2018年に入ってから輸出に弱さが見られることや、投入コストの上昇がマイナスに作用し、2四半期連続の悪化となった。他方、「窯業・土石製品」は横ばい、「繊維」と「紙・パルプ」は改善した。

加工業種は+22%pt (前回+25%pt) と悪化した。個別業種では、「自動車」「業務用機械」「電気機械」「食料品」「造船・重機等」が悪化した。「自動車」に関しては、国内新車販売台数が横ばい圏の推移になっていることなどが、重石になっているとみられる。「業務用機械」は、業況判断DIの水準が+20%ptを上回って高水準を維持しているものの、これまでの回復の動きに一服感が出ている点には注意したい。「電気機械」は、スマートフォン向けなどの半導体等電子部品の輸出が弱含んでいることがマイナスに作用したと考える。「食料品」に関しては、値上げの動きが広がっており、そのことが業況感の改善に作用しているとみていたが、それ以上にコスト上昇の影響が下押しに働いている模様だ。「造船・重機等」は構造不況の様相が続く中で、マイナス圏での推移が続いている。他方、「はん用機械」が横ばい、「金属製品」と「生産用機械」の業況感は改善した。

大企業非製造業の「業況判断DI (最近)」は+24%pt と前回調査 (+23%pt) から小幅に改善し、市場コンセンサス (+23%pt) も上回った。堅調なインバウンド需要が下支えたほか、前回調査で悪化した業種が持ち直したこともプラスに作用した。

業種別に見ると「電気・ガス」「対個人サービス」「宿泊・飲食サービス」「物品賃貸」「運輸・郵便」「卸売」「建設」が改善した。「電気・ガス」については、原油やLNG(液化天然ガス)の価格上昇を販売価格へ転嫁するまでに数ヶ月程度のラグが生じることが、足下の収益環境に対して引き続きマイナスに働いている一方、徐々に価格転嫁が進む中で、前回調査で悪化した反動もあり、2四半期ぶりの改善となった。「対個人サービス」と「宿泊・飲食サービス」に関しては、堅調なインバウンド需要や天候不順の影響剥落がプラスに作用したとみられる。「運輸・郵便」は、運送料と郵便料金の値上げにより、収益環境が改善に向かい始めていることが追い風になったとみている。

他方、「不動産」が横ばい、「通信」「小売」「情報サービス」「対事業所サービス」が悪化した。「通信」は、前回調査で大きく上昇した反動減が出たことによる。「小売」に関しては、足下の消費が冴えないことを反映しているとみられ、ややネガティブな結果である。

中小企業を中心に業況感が軟化する見込み

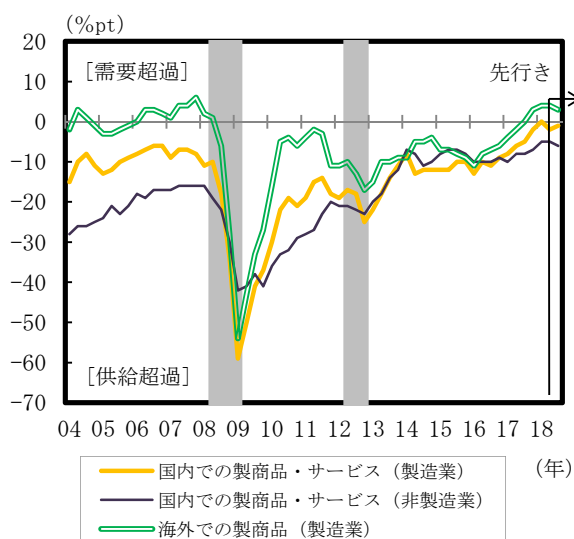
「業況判断DI（先行き）」を見ると、大企業製造業が+21%pt（今回から横ばい）、大企業非製造業は+21%pt（今回から▲3%pt 悪化）となり、人件費などの投入コスト上昇の影響が相対的に大きい非製造業で慎重姿勢が見られる。また、製造業でも中堅・中小企業が悪化を見込んでいる点には注意が必要だ。最近の日銀短観では、先行きに慎重な結果が示されるという下方バイアスが見られることから、過度に懸念する必要はないと考えているが、企業の業況感は、しばらく冴えない推移が続く公算が大きい。

海外の需給に変調の動きが出始めている点には要注意

大企業の「国内での製商品・サービス需給判断DI（最近）」は、製造業が7 四半期ぶりの悪化、非製造業が横ばいとなった。大企業製造業の「海外での製商品需給判断DI（最近）」は、+4%pt と前回（+4%pt）から横ばいとなり、先行きについては+3%pt（今回から▲1%pt 悪化）となった。これまでの海外経済の回復を反映して、前回調査まで8 四半期連続で改善してきたものの、足下で変調の動きが出始めている点には注意が必要だろう。

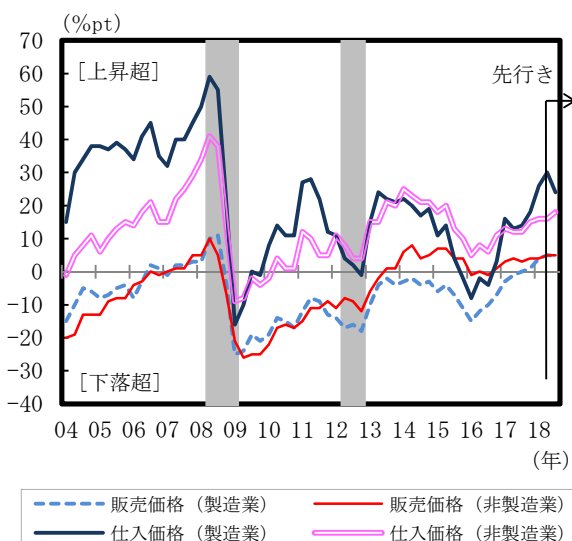
また、大企業の「販売価格判断DI（最近）」は、製造業と非製造業がいずれも上昇した。ただし、小幅な上昇（製造業と非製造業ともに+1%pt の上昇）であることから、価格転嫁の動きは、限定的なものにとどまっているとみられる。大企業製造業に関しては、夏場以降の原油高や、人件費と物流費の上昇などを背景に、「仕入価格判断DI（最近）」が「販売価格判断DI（最近）」以上に上昇した結果、「交易条件（販売価格判断DI（最近）－仕入価格判断DI（最近）」は、悪化した。他方、非製造業に関しては、大企業の交易条件が改善した一方で、人手不足感の強い中小企業の交易条件が悪化した。

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) 直近の定例見直しにより、2017年12月調査と2018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）



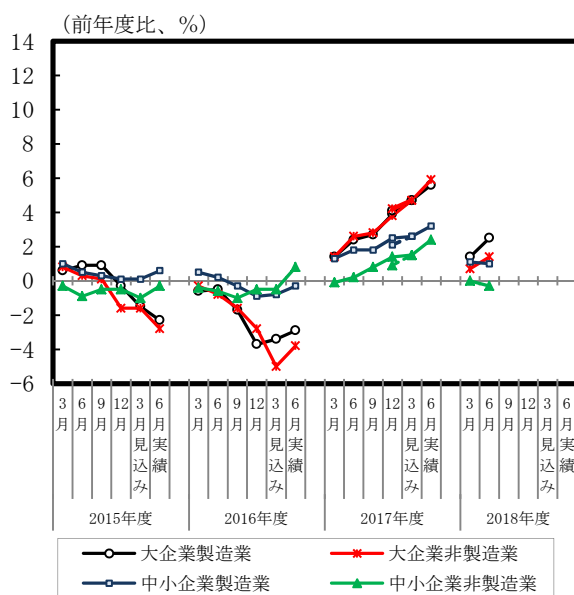
(注1) シャドローは景気後退期。
 (注2) 直近の定例見直しにより、2017年12月調査と2018年3月調査に不連続が生じることになる。
 (出所) 日本銀行、内閣府統計より大和総研作成

2018 年度の大企業の売上高と経常利益がともに上方修正

大企業全産業の 2018 年度の売上高計画は、前年度比+1.9%（修正率+1.9%）と上方修正され、2 年連続の増収が見込まれている。海外経済の回復に伴う輸出の回復や、良好な雇用・所得環境を背景とする内需の持ち直しなどを背景に、製造業と非製造業がいずれも上方修正された点が注目される。大企業全産業の経常利益計画（水準）も小幅に上方修正（修正率+0.6%）された。なお、経常利益の前年比の水準（▲6.1%）そのものは、2017 年度の経常利益（水準）の上方修正により、前回調査（▲2.2%）より低くなっている点には留意したい。

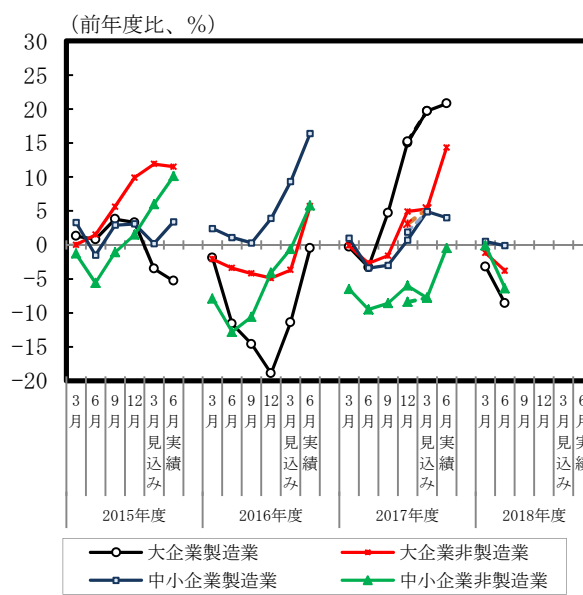
企業の 2018 年度上期の想定為替レート（大企業製造業）は 107.27 円/ドルと前回調査（同 109.63 円/ドル）から円高方向に修正された。ただし、現在の為替水準は、その想定為替レートよりも円安水準にあることから、輸出関連製造業の通期の経常利益（実績値）は、6 月日銀短観の計画から上振れする可能性がある。

図表 4：売上計画の修正パターン



(注) 2017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



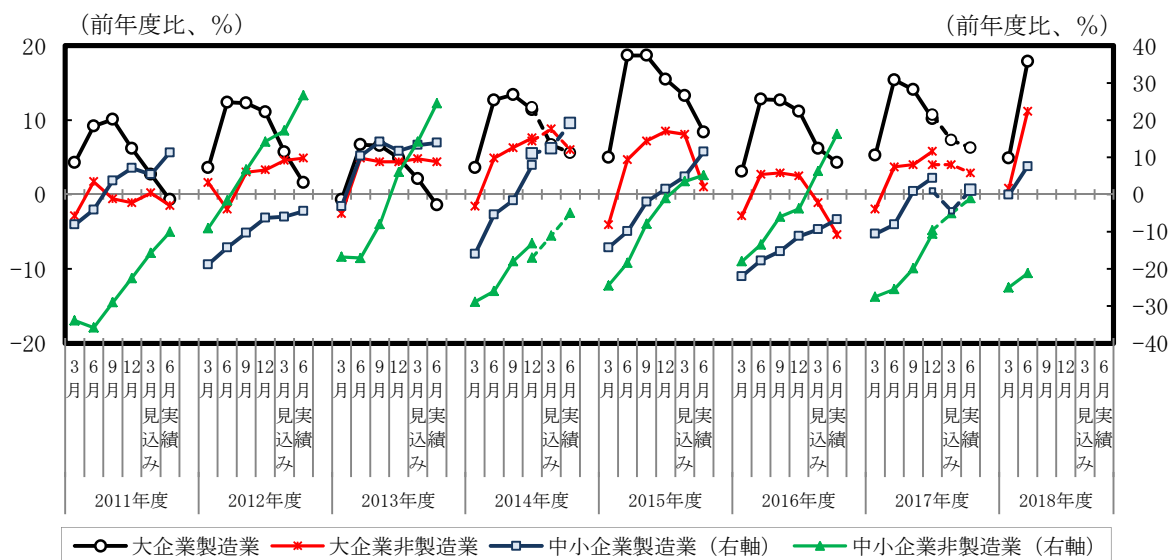
(注) 2017年度3月見込みは、新サンプルの12月結果から延長。
(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

2018 年度の設備投資計画はかなり強い内容

全規模全産業の 2018 年度の「設備投資計画（含む土地、除くソフトウェア、研究開発）」は、前年度比+7.9%と増加する計画であり、市場コンセンサス（同+3.8%）を大幅に回った。大企業を業種別に見ると、製造業の 2018 年度設備投資計画が同+17.9%、非製造業が同+11.2%となり、過去の修正パターンに比べて強いと評価できる。また、研究開発投資額の修正率についても、全体的に上方修正された。企業の業況感が冴えない一方、企業の設備投資計画は高水準の企業収益などを背景に堅調だと評価できる。

また、大企業の「生産・営業用設備判断DI（最近）」を見ると、製造業は▲6%pt（前回、▲4%pt）と低下（不足感の強まり）、非製造業は▲3%pt（前回、▲3%pt）と横ばいになった。先行きは、製造業が上昇、非製造業が横ばいとなった。総じてみると、大企業の設備過剰感は解消しており、このことも設備投資に対してプラスに作用している。

図表6：設備投資計画の修正パターン



(注1) 土地投資額を含む、ソフトウェア投資額と研究開発投資額は含まない。

(注2) 直近の定例見直しにより、2017年12月調査と2018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

労働需給のひっ迫に伴う供給制約とコスト増に注意

全規模の雇用人員判断DI（最近）は、製造業と非製造業のいずれも上昇（需給の緩和）したものの、依然として大幅なマイナス圏での推移となっており、企業の人手不足感は強い。先行きについては、製造業と非製造業がともに低下（需給の引き締め）しており、とりわけ、非製造業の先行きの低下幅（▲5%pt）は、今回（最近）の上昇幅（+2%pt）を上回っており、労働需給のタイト化が一段と進む見込みだ。

労働需給のひっ迫は景気が良いことの裏返しでもあるが、一部業種では人手を確保することが困難な状況が続いており、さらには人手不足に伴う人件費の上昇でコスト負担が着実に増している。実際、人手不足感が強い外食、小売、運送業では、営業時間の短縮や新規出店ペースの抑制、宅配サービスの縮小などの動きが出ている。また、人件費の上昇が収益の圧迫要因となっている企業も見られる。こうした労働供給制約や人件費上昇の問題が、今後の景気回復の重石となりうる点には注意したい。

こうした中、企業にとっては、正社員化や賃金引き上げなどの処遇改善、柔軟な働き方の促進を通じた人員確保に加え、合理化・省力化投資による労働生産性向上といった対応が引き続き重要な課題となる。企業収益への影響という観点からは、企業が人件費上昇分を販売価格に

転嫁できる否かが大きな焦点だ。今後、値上げができる企業とできない企業で、収益面で明暗が分かれることになろう。

さらに、今国会で成立した働き方改革法案に関しては、残業時間規制と同一労働・同一賃金の影響が注目される。将来的に、労働者の残業時間が減少し、非正規社員の賃金が引き上げられることになれば、雇用のタイト化が一層進むとともに、人件費上昇が企業の業況感に対してマイナスに作用することになる。それにより、企業が労働生産性の向上を一層迫られることは間違いあるまい。

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					
	2018年3月調査		2018年6月調査				2018年3月調査		2018年6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	24	20	21	-3	21	0	15	12	14	-1	12	-2
繊維	3	6	11	8	5	-6	-24	-26	-20	4	-21	-1
木材・木製品	24	12	13	-11	19	6	-1	-3	-3	-2	-4	-1
紙・パルプ	4	4	8	4	4	-4	-9	-12	-14	-5	-10	4
化学	26	17	22	-4	16	-6	20	13	20	0	16	-4
石油・石炭製品	44	19	31	-13	7	-24	0	-4	-16	-16	-20	-4
窯業・土石製品	28	19	28	0	24	-4	14	20	18	4	24	6
鉄鋼	10	8	9	-1	9	0	42	37	44	2	41	-3
非鉄金属	32	18	26	-6	24	-2	38	36	40	2	35	-5
食料品	16	14	13	-3	15	2	2	4	-2	-4	3	5
金属製品	10	13	13	3	13	0	26	25	18	-8	20	2
はん用機械	44	43	44	0	39	-5	28	16	36	8	25	-11
生産用機械	52	51	53	1	52	-1	28	30	33	5	24	-9
業務用機械	26	29	21	-5	26	5	23	18	18	-5	24	6
電気機械	24	23	20	-4	29	9	14	10	12	-2	9	-3
造船・重機等	-4	-7	-7	-3	4	11	16	10	16	0	13	-3
自動車	22	13	15	-7	13	-2	42	31	35	-7	25	-10
素材業種	22	14	20	-2	15	-5	12	9	11	-1	10	-1
加工業種	25	23	22	-3	25	3	17	14	16	-1	14	-2
非製造業	23	20	24	1	21	-3	10	5	8	-2	5	-3
建設	43	37	44	1	34	-10	20	5	17	-3	9	-8
不動産	37	27	37	0	30	-7	17	10	15	-2	11	-4
物品賃貸	18	18	24	6	24	0	30	21	24	-6	20	-4
卸売	19	16	21	2	18	-3	4	1	2	-2	0	-2
小売	11	10	0	-11	6	6	-5	-1	-6	-1	-3	3
運輸・郵便	16	14	19	3	16	-3	5	3	9	4	3	-6
通信	33	33	20	-13	27	7	23	23	23	0	26	3
情報サービス	29	28	26	-3	26	0	22	19	28	6	23	-5
電気・ガス	3	-5	13	10	3	-10	30	17	20	-10	5	-15
対事業所サービス	44	35	43	-1	43	0	16	11	17	1	11	-6
対個人サービス	27	27	37	10	35	-2	0	-1	1	1	-2	-3
宿泊・飲食サービス	3	7	11	8	6	-5	-4	4	-5	-1	0	5
全産業	23	20	22	-1	21	-1	11	7	11	0	8	-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・%）			経常利益		（前年度比・%）		
		2017年度	2018年度	修正率			2017年度	2018年度	修正率
		（計画）	（計画）		（計画）	（計画）	（計画）		
大企業	製造業	5.6	2.5	2.0	大企業	製造業	20.8	-8.6	-4.8
	国内	4.8	2.8	2.1		うち素材業種	27.6	-7.1	-0.4
	輸出	7.4	1.8	1.6		加工業種	17.9	-9.3	-6.7
	非製造業	5.9	1.4	1.9		非製造業	14.3	-3.8	5.7
	全産業	5.8	1.9	1.9		全産業	17.3	-6.1	0.6
中堅企業	製造業	4.3	3.3	1.4	中堅企業	製造業	1.6	1.1	3.9
	非製造業	2.8	2.5	0.9		非製造業	4.7	-1.5	2.0
	全産業	3.1	2.7	1.0		全産業	3.7	-0.7	2.6
中小企業	製造業	3.2	1.0	0.5	中小企業	製造業	4.0	-0.1	-1.4
	非製造業	2.4	-0.3	0.6		非製造業	-0.5	-6.4	1.1
	全産業	2.6	0.0	0.6		全産業	0.7	-4.6	0.3
全規模合計	製造業	5.0	2.3	1.6	全規模合計	製造業	16.2	-6.6	-3.4
	非製造業	4.1	1.1	1.3		非製造業	9.1	-4.0	4.0
	全産業	4.4	1.5	1.4		全産業	12.0	-5.1	0.8

（注）修正率は、前回調査との対比。

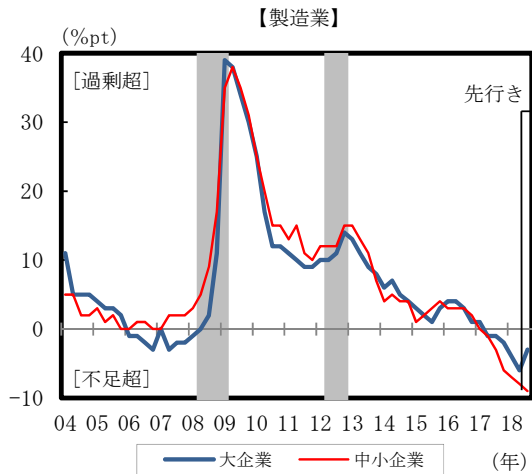
（出所）日本銀行統計より大和総研作成

参考3：設備投資計画

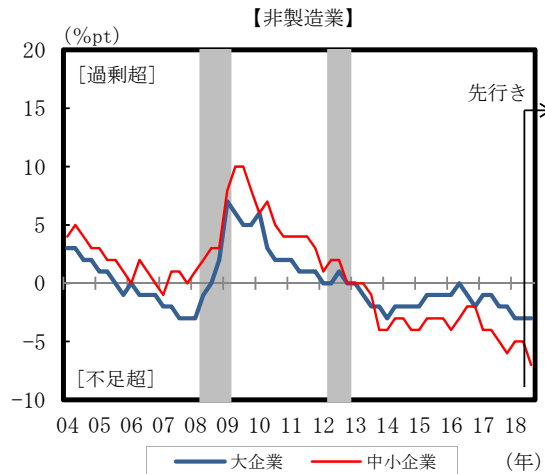
設備投資額		(前年度比・%)			ソフトウェア投資額		(前年度比・%)		
		2017年度	2018年度	修正率			2017年度	2018年度	修正率
		(計画)	(計画)				(計画)	(計画)	
大企業	製造業	6.3	17.9	11.3	大企業	製造業	4.8	9.0	7.2
	非製造業	2.9	11.2	9.2		非製造業	7.7	8.1	6.1
	全産業	4.1	13.6	10.0		全産業	6.8	8.4	6.4
中堅企業	製造業	12.7	16.7	0.9	中堅企業	製造業	-1.7	30.4	9.0
	非製造業	11.6	2.1	7.5		非製造業	16.0	27.0	3.6
	全産業	12.0	7.8	4.6		全産業	12.8	27.6	4.4
中小企業	製造業	0.6	7.6	10.8	中小企業	製造業	35.5	9.2	11.5
	非製造業	-1.0	-21.2	9.6		非製造業	-8.1	18.4	9.8
	全産業	-0.5	-11.8	10.1		全産業	1.9	15.6	10.3
全規模合計	製造業	6.3	16.0	9.2	全規模合計	製造業	6.3	10.5	7.7
	非製造業	3.4	3.3	9.0		非製造業	7.5	11.8	5.9
	全産業	4.4	7.9	9.0		全産業	7.1	11.4	6.4

(注) 修正率は、前回調査との対比。設備投資は、含む土地投資額、ソフトウェア投資額、研究開発投資額は含まない。
 (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

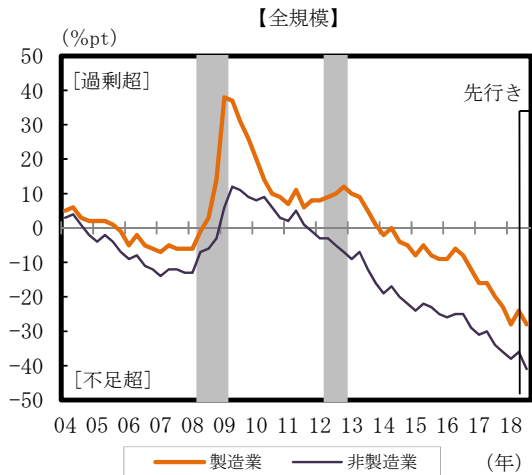


(注1) シャドローは景気後退期。
 (注2) 直近の定例見直しにより、2017年12月調査と2018年3月調査に不連続が生じることになる。
 (出所) 日本銀行、内閣府統計より大和総研作成

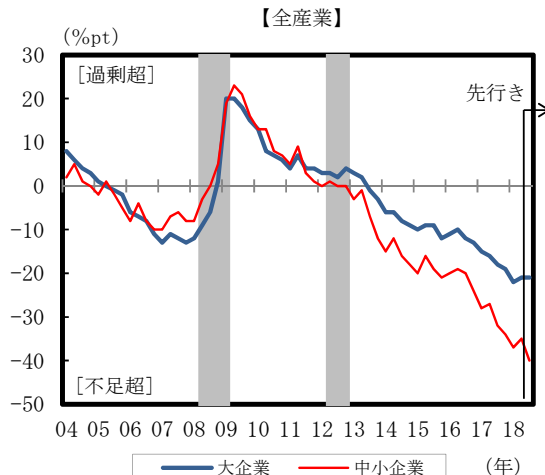


(注1) シャドローは景気後退期。
 (注2) 直近の定例見直しにより、2017年12月調査と2018年3月調査に不連続が生じることになる。
 (出所) 日本銀行、内閣府統計より大和総研作成

参考5：雇用人員判断DI



(注1) シャドローは景気後退期。
 (注2) 直近の定例見直しにより、2017年12月調査と2018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) シャドローは景気後退期。
 (注2) 直近の定例見直しにより、2017年12月調査と2018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