

2019年6月18日 全4頁

2019年6月日銀短観予想

業況悪化継続、設備投資実績は「リーマン前」に迫るが先行きは減速

経済調査部
シニアエコノミスト 小林 俊介

[要約]

- 7月1日に公表予定の2019年6月日銀短観において、大企業製造業の業況判断DI（最近）は7%pt（前回調査からの変化幅：▲5%pt）、大企業非製造業の業況判断DI（最近）は20%pt（同：▲1%pt）と予想した。日本企業の業況感は、製造業を中心として2017年末にピークをつけたのち、現在に至るまで悪化傾向が続いている。
- 前回調査（2019年3月）からの悪化は、米国による対中追加関税「第3弾」発動の影響や、家計消費の低迷などを背景とした内外需の停滞を反映したものだ。他方で①原油価格の再下落に伴う交易条件の改善、②借入金利の一層の低下、③公共投資の進捗加速、④大型連休特需、⑤改元に伴うシステム投資需要の増加などは業況悪化を相殺する要因として作用した可能性が高い。
- ただし、今回の短観は、米国による対中追加関税「第4弾」を織り込んでいない点には細心の注意を必要とする。また、10月以降に発生する消費増税の影響は、次回以降の短観結果に対しては一定の打撃を与えうるだろう。こうした事情を勘案し、製造業と非製造業の業況判断DI（先行き）は、いずれも引き続き悪化すると見込む。
- 2018年度の設備投資（全規模全産業、含む土地、ソフトウェアと研究開発投資額は含まない）は前年度比+9.3%となったと予想する。今回の数値は、前回のピークである2006年度（同+9.4%）以来の高水準となる見込みであり、文字通り「リーマン・ショック前に迫った」と言えるだろう。しかし日本経済・世界経済の不透明性が高まる中、2019年度6月の設備投資計画は、極めて好調だった2017年度6月、2018年度6月の設備投資計画と比較すると、慎重な数値（同+2.0%）に着地するとみている。

【業況判断DI（最近）】内外需の停滞と米中冷戦再燃を背景として業況悪化継続

7月1日に公表予定の2019年6月日銀短観において、大企業製造業の業況判断DI（最近）は7%pt（前回調査からの変化幅：▲5%pt）、大企業非製造業の業況判断DI（最近）は20%pt（同：▲1%pt）と予想した（図表1）。日本企業の業況感は、製造業を中心として2017年末にピークをつけたのち、現在に至るまで悪化傾向が続いている。

前回調査（2019年3月）からの悪化は、端的に内外需の停滞を背景としている。

このうち、輸出の減退、それに伴う在庫の増加と生産調整自体は、2018年の初頭から続いていたトレンドであり、目新しい話ではない。また、輸出減退の直接の要因となってきた、中国経済の失速は、政府の景気対策等を背景として年初から4月にかけては底打ちの期待が持たれていた。しかし、5月に発動された米国による対中追加関税「第3弾（2,000億ドル相当の輸入品目に対する追加関税率を10%から25%へ引き上げ）」を受けて、発動以降の中国向け輸出は再度弱含んでいる可能性が高い。

また、為替環境を確認すると、調査期間中のドル円レートは、前回調査における想定為替レート（大企業製造業、2019年度：108.87円/ドル）と概ね合致しているものの、前回調査時点の実際の実行レートからは若干円高が進行している。

次に内需については、消費を中心として停滞感が強まっている。2018年度の企業収益実績の停滞を背景に、2018年前半頃に比べれば企業の雇用姿勢も若干の慎重姿勢が見られ始めていることや、今後の所得見通しの不透明性を主因として消費マインドが冷え込んでいることなどが家計の消費行動を抑制しているとみられる。他方で①原油価格の再下落に伴う交易条件の改善や②借入金利の一層の低下、③公共投資の進捗加速、④大型連休特需、⑤改元に伴うシステム投資需要の増加などは業況悪化を相殺する要因として作用した可能性が高い。

内訳としては、「電気機械」「はん用機械」「生産用機械」「業務用機械」「化学」や、「卸売」「小売」など、前述した悪材料がより強く反映されるであろう大企業製造業の業況判断DIが比較的大幅に低下すると見込んでいる。他方、「紙・パルプ」「化学」や、「運輸・郵便」「電気・ガス」「不動産」「物品賃貸」「情報サービス」は相対的に健闘したとみられる。

図表1：業況判断DIの予想

(DI、%pt)	2018年 12月調査 (最近)	2019年3月調査			2019年6月調査（予想）			
		最近	変化幅	先行き	最近	変化幅	先行き	変化幅
大企業 製造業	19	12	▲7	8	7	▲5	2	▲5
大企業 非製造業	24	21	▲3	20	20	▲1	16	▲4
中小企業 製造業	14	6	▲8	▲2	▲1	▲7	▲6	▲5
中小企業 非製造業	11	12	1	5	8	▲4	3	▲5

(注) 先行き（予想）の変化幅は、業況判断DI（予想）からの変化幅。

(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

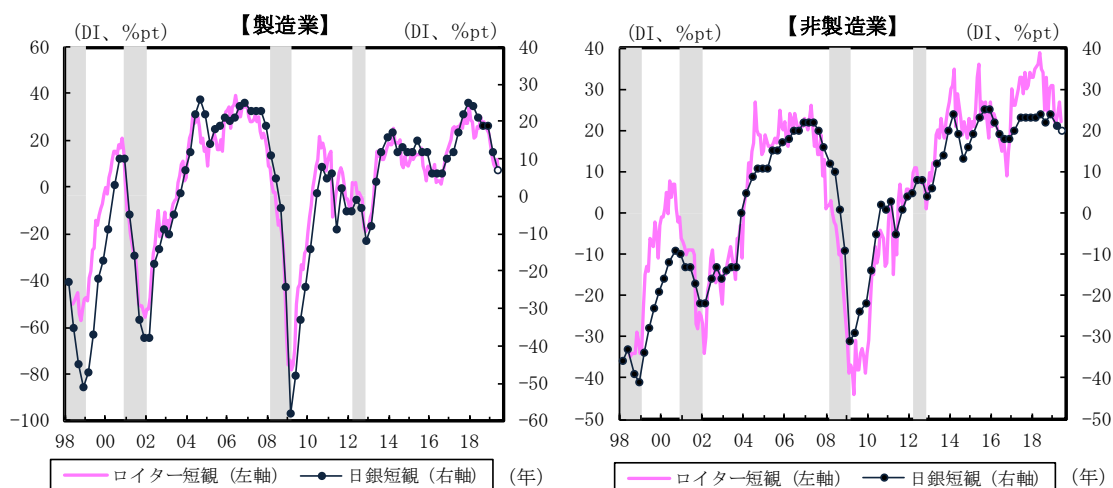
【業況判断 DI（先行き）】米国の対中追加関税「第4弾」の発動で一層の悪化へ

ただし、今回の業況判断の悪化は、米国による対中追加関税「第4弾（残り 3,000 億ドル相当の輸入品目に対して最大で 25%の追加関税を賦課）」を織り込んでいない¹点には細心の注意を必要とするだろう。大和総研では、米国による対中追加関税「第4弾」が全幅で発動した場合には、日本の輸出が▲1.3兆円減少すると試算している²。また、10月以降に発生する消費増税の影響は、今回調査時点では直接的には反映されていないが、今後の調査では一定の効果が発現するだろう。

もっとも、こうした先行きのリスクを反映しない自然体のベースで考えても、当面の業況判断は慎重に見積もらざるを得ない状況にある。前述した背景から、先行きの日本経済は、引き続き潜在成長率を下回る低空飛行を続けるだろう。まず、外需の低空飛行は当面続く公算が大きい。そうした中で内需の重要性が相対的に増してくるが、前述したように、雇用者報酬の増加ペース鈍化と消費マインドの悪化、そして今後発生する消費増税の影響などを受け、家計消費が本格的な回復・拡大に回帰するには時間を要するだろう。そして内外需が振るわない中で積み上がった在庫の調整圧力が当面は残存する。

こうした事情を勘案し、6月日銀短観では、製造業と非製造業の業況判断 DI（先行き）が、いずれも引き続き悪化すると見込む。

図表 2：日銀短観業況判断 DI（大企業）とロイター短観



(注1) 白抜きは大和総研予想。

(注2) シャドローは景気後退期。

(出所) 日本銀行、内閣府、Thomson Reuters調査より大和総研作成

¹ 日銀短観の調査期間は5/28-6/11であり、回答基準日は6/11とされている（ただし、遅れて提出された回答は6/28まで反映される）。なお、ロイター短観の調査期間は4月分が4/3-15、5月分が5/8-17、6月分が6/4-13である。

² 詳細は下記レポート参照。小林俊介、廣野洋太「[日本経済見通し：2019年5月<訂正版>「米中冷戦」再開で日本の輸出は最大約1.3兆円減少](#)」（大和総研レポート、2019年5月24日）

【設備投資計画】18年度実績は「リーマン前」水準に迫るが、19年度計画は減速へ

2018年度の設備投資（全規模全産業、含む土地、ソフトウェアと研究開発投資額は含まない）は前年度比+9.3%と、前回の3月調査時点の実績見込み（同+10.4%）から下方修正されると予想した。2018年度は、高水準の企業収益を背景として設備投資計画そのものは強かった一方、2018年後半以降のグローバル金融市場の動揺や中国を中心とした世界経済の減速、そして資本財供給能力の限界などの問題から、例年の修正パターンよりも若干低い水準での着地を予想した。

それでもなお、今回の数値は前回のピークである2006年度に前年度比+9.4%を達成して以来の高水準となる見込みであり、文字通り「リーマン・ショック前に迫った」と言えるだろう。しかしながら、好調だった2017年度の企業業績、および楽観的過ぎた2018年度の経済見通しを背景として、2018年度の設備投資計画（および実績）は、現在の景気実態と比較して過度に行われてしまった可能性もある。前回のケースでは、金融危機前に行われた強気の設備投資が、固定費の膨張を通じて金融危機後に重石となってしまった。

2019年度の設備投資計画（全規模全産業）は前年度比+2.0%を予想する。極めて好調だった2017年度6月、2018年度6月の設備投資計画と比較すると、日本経済・世界経済の不透明性が高まる中、2019年度6月の設備投資計画は慎重な数値に着地するとみている。

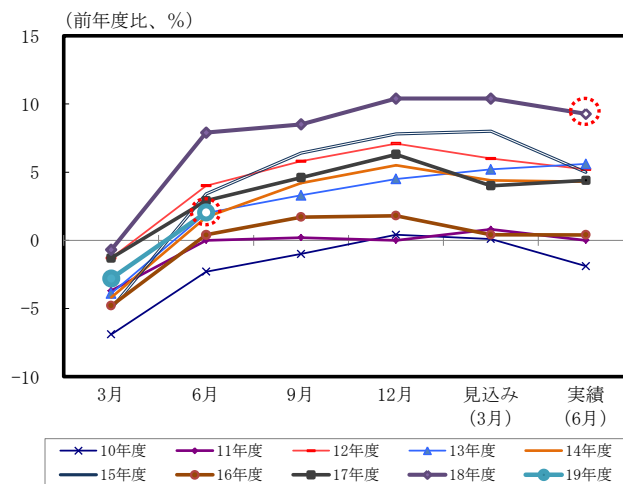
図表3：設備投資計画

(前年度比、%)		2018年度		2019年度	
		3月調査 (実績見込み)	6月調査 (実績、予想)	3月調査	6月調査 (予想)
全規模 全産業		10.4	9.3	▲2.8	2.0
大企業	全産業	13.9	10.5	1.2	5.0
	製造業	11.0	8.0	6.2	14.0
	非製造業	15.7	12.0	▲1.6	5.0
中小企業	全産業	▲0.7	3.5	▲14.9	▲7.6
	製造業	12.7	15.0	▲6.1	▲5.0
	非製造業	▲7.1	▲2.0	▲20.1	▲15.0

(注) 含む土地投資額、ソフトウェア投資額と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

図表4：設備投資計画の修正過程（全規模全産業）



(注1) 白抜きは大和総研予想。

(注2) 含む土地投資額、ソフトウェア投資額と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