

## 2015年6月の日銀短観は+3ポイント改善 ～収益率がさらに向上している～

発表日：2015年7月1日（水）

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

6月の短観は、大企業・製造業の業況判断DIが前回比+3ポイント改善した。自動車関連は弱まったものの、設備投資関連の改善が目立つ。非製造業についても、インバウンドの好影響がここにきて強まった格好である。特徴は、大企業・製造業の設備投資計画が、2015年度の伸び率が18.7%と大きく伸びた点である。ただし、追加緩和の期待に関しては、短観結果は緩和予想を後退させる内容であった。

### 改善したが、自動車関連は良くない

2015年6月の日銀短観は、大企業・製造業の業況判断DIが前回比+3ポイントの改善となった（3月12→6月15→先行き16）。前回は12月調査比で横ばいであったから、今回は形式的には景気の再加速を示すものである。消費税増税後の景気低迷から何とか抜け出し、増税前（2014年12月16、2015年3月17）の業況判断DIの水準に接近するまで回復してきた。

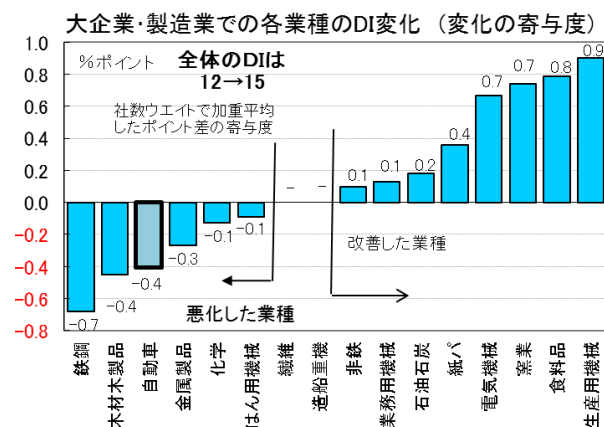
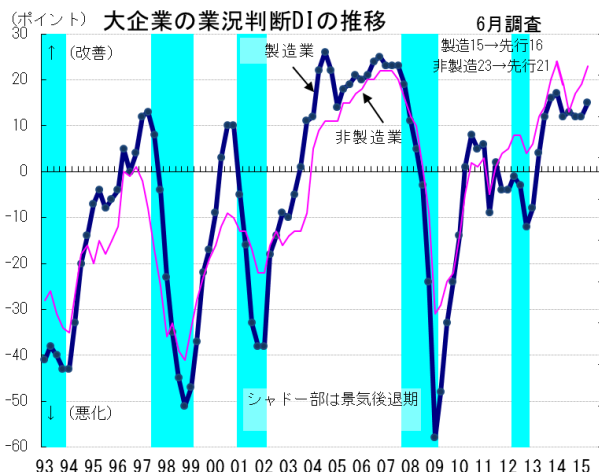
もっとも、その内訳をみると、あまり質的には良かったとは言いきれない。なぜならば、自動車は前回比▲4ポイントと悪化しているからだ。また、自動車関連需要の悪化によって鉄鋼（前回比▲17ポイント）、金属製品（同▲7ポイント）もDIを下げている。自動車は、中国など新興国向けの輸出が低迷して、円安効果を加えてもその状況を改善できていない。波及効果が大きいだけに自動車の低迷は気掛かりである。

一方、改善が目立っているのは、設備投資関連であり、生産用機械は+11ポイントと寄与度が大きく、全体を牽引している。食料品は、値上げによって利益率の改善を図っていることもあり、+8ポイントの改善である。為替の想定レートが円安方向に振れているので、それもいくつかの業種の収益改善に寄与していると考えられる。

○日銀短観（2015年6月調査）

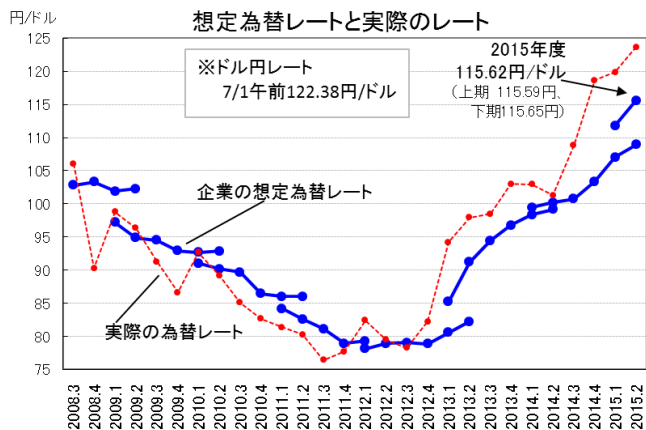
		業況判断DI			
		大企業		中小企業	
		製造業	非製造業	製造業	非製造業
2012年	9月調査	-3	8	-14	-9
	12月調査	-12	4	-18	-11
2013年	3月調査	-8	6	-19	-8
	6月調査	4	12	-14	-4
	9月調査	12	14	-9	-1
	12月調査	16	20	1	4
2014年	3月調査	17	24	4	8
	6月調査	12	19	1	2
	9月調査	13	13	-1	0
	12月調査	12	17	4	1
2015年	3月調査	12	19	1	3
	6月調査	15	23	0	4
	先行き	16	21	0	1

(出所)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、以下同じ



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

筆者が今回、前向きな変化として注目したいのは、非製造業の業況判断DIが、+4ポイント改善した点である。とりわけ、小売の+17ポイントの大きさは目を引く。これは、訪日外国人消費が、百貨店などで高額商品の販売増を牽引したことが背景である。インバウンドの拡大は、宿泊・飲食サービス、運輸・郵便にも表れており、それぞれ業況を+9ポイントずつ改善させている。ただし、インバウンド効果は、必ずしも中小企業には十分に広がっておらず、小売、運輸・郵便はほとんど改善していない。中小企業では、宿泊・飲食サービスが前回比+12ポイントになったのに限られている。インバウンドの増加をもたらしている一因は円安効果であろうが、その円安はコスト増加の側面もあるので、そうした副作用が中小企業の業況を下押ししているという理解もできる。

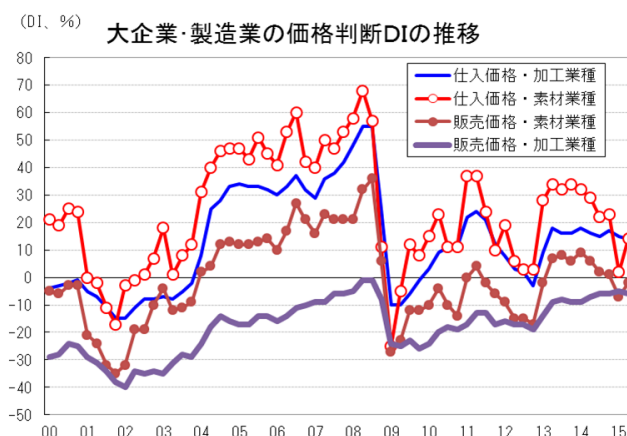
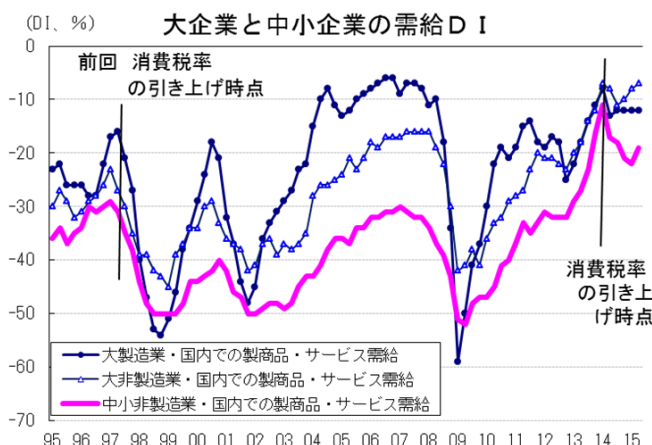


### 需給面での改善も今ひとつ

今回の業況改善は、今後の景気拡大の継続的な再加速を約束するものなのだろうか。確かに、先行きDIが上向いているのは良い材料だ。しかし、筆者は、それ以外にいくつかの不安材料を発見する。

まず、大企業・製造業の国内需給判断DIは、このところずっと横ばいである（▲12の「供給超過」超）。企業の採算性が、需給面の引き締めによってバックアップされないと必ずしも持続的なデフレ脱却とは言えない。販売価格DIも、加工業種では「下落」超（▲6）からほとんど改善していない。今回、仕入価格DIは上昇方向に転じてきている。この原材料コストの増加は、いずれ価格転嫁していく必要があるので、需給面での引き締めが進んでいくことが望まれる。

また、海外需給判断は、大企業・製造業では横ばいだった（▲7の「供給超過」超）。中国などの新興国経済に不安を抱える中、これから米国の利上げが開始されると、たとえ円安環境が継続したとしても、外需が企業収益を引っ張っていく力は衰える。米国利上げと中国経済の不安を抱えて、企業の景況感の継続的拡大を展望することは難しいというのが実情だろう。



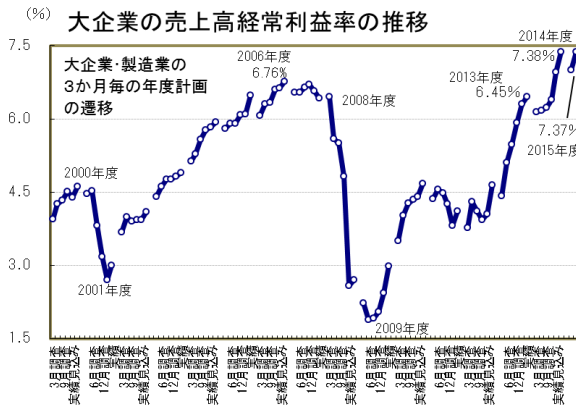
### ROE重視の表れ

企業の年度計画は、売上高経常利益率の上昇が特徴的である。大企業・製造業における売上高経常利益率は、2014年度実績7.38%、2015年度計画7.37%と過去最高（年度計画ベース、1974年以降最高）

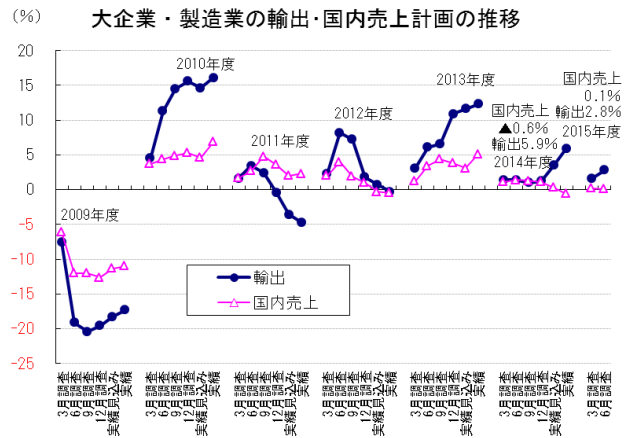
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

である。3月調査から6月調査にかけても、利益率は前回比+0.42%（2014年度）ほど上方修正されて、過去最高を更新している。

利益率の上昇は、非製造業を含めた全産業でも共通していて、大企業・全産業の5.76%（2014年度実績）は最高である（2015年度計画はさらに5.79%を見込む）。



出所：日本銀行「短期経済観測調査」



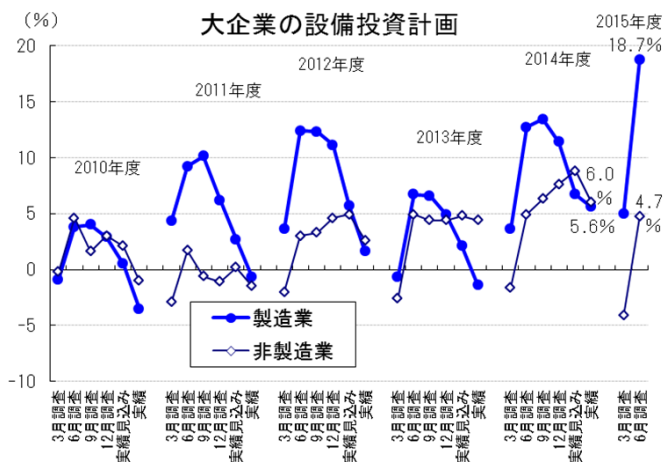
こうした利益率重視の背景には、コーポレート・ガバナンス改革の影響もあるだろう。最近の株主総会では、企業のROE重視が叫ばれて、上場の経営者と投資家・株主の間での緊張関係が高められた。短観ベースの企業でも、そうした影響がじわじわと表れていて、売上高の伸び率がそれほど高まらなくても利益の方が増えていく傾向が見て取れる。

例えば、2014年度は消費税増税後に、消費の落ち込みがあったにもかかわらず、企業収益が好調だった。大企業・製造業の経常利益の伸び率（実績）は、2012年度12.4%、2013年度48.7%、2014年度11.5%となっている。これは累積で3年間で利益が1.66倍になったことを示している。2015年度計画は、前年比こそ0.8%と振るわないが、前回比の上方修正幅は+5.5%ポイントと高い。

### 大企業・製造業の設備投資が強い

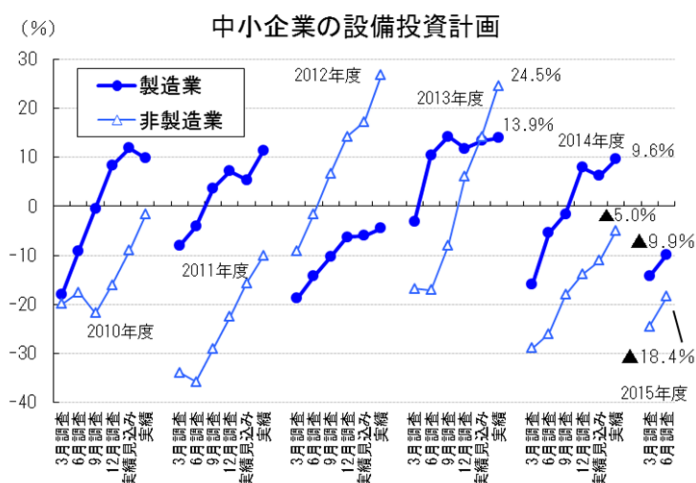
毎回6月調査は、大企業の設備投資計画が大きく上方修正される調査回である。それにしても、今回の大企業・製造業の設備投資計画は、2015年度の前年比が18.7%と驚くほどの上方修正である（前回比上方修正率は+11.8%ポイント）。大企業・非製造業でも、2015年度前年比4.7%と堅調である。GDP統計で、2015年1~3月が前期比プラスになった動きは、今回の短観と整合的である。

ここにきて設備投資が増え始めたのは、「好循環」の流れの強まりに加えて、コーポレート・ガバナンス改革の影響があるかもしれない。いずれにしても、企業が蓄積してきた収益が、国内需要の柱である設備投資に回り始めていることは歓迎できる。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

一方、中小企業については、未だ計画の伸び率がマイナスである。このマイナス計画は、調査回が6月なので、これから上方修正していく途上と理解した方がよいかもしれない。製造業の場合は、2013年度・2014年度と2年連続で実績はプラスで着地しているのので、2015年度もプラスで終わると期待される。設備投資需要が復活してきたことは、好循環の流れを強めて、今までの産業空洞化のカウンターパワーとなり得る点で好ましい。



### 金融政策へのインプリケーション

黒田総裁は、短観の景況感の改善をみて、どのように受け止めるのだろうか。企業の設備投資が増えてきたことは、内需拡大が強まっていく予想を裏付ける点で、総裁を特に喜ばせるであろう。

一方、衆目の関心である追加緩和に関しては、今回の短観はマイナス方向の材料であると思える。企業にとって、5月中旬以降の円安が業績改善の後押しになったことは事実だろうが、それ以上の円安を必要とするかどうかは判断が分かれる。その点、黒田総裁は、好循環の強まりをみて、これ以上の円安によって、敢えて景気拡大を後押しする必要性は薄いと判断するのではないかと。

物価上昇のトレンドに関しても、黒田総裁の読み筋を裏付ける結果になっている。ひとつは、仕入価格 DI の上昇によって、さらに「物価の基調が着実に高まる」圧力になっていくと読めるからだ。それに続いて、需給改善の進捗の好材料である。国内需給判断は、大企業・製造業では今ひとつであるが、大企業・非製造業と中小企業・非製造業では改善していた。黒田総裁の言う物価上昇のメカニズムは、日銀短観でもあちこちで働き続けているという結果になっている。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。