

## 2015年9月の日銀短観▲3ポイント悪化 発表日:2015年10月1日 (木) ～中国減速リスクがじわじわ～

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

9月の短観は、大企業・製造業の業況判断DIが前回比▲3ポイント悪化した。中国減速リスクがどこまで広がるのかが注目されたが、自動車は改善し、電気機械、一般機械関連で悪化が顕在化していた。為替の想定レートは円安定着をみており、大企業・製造業の経常利益計画は上方修正していた。設備投資計画は、非製造業や中小企業で上方修正された。追加緩和の判断は、短観だけでは依然微妙である。

### 中国リスクはどこまで広がったか

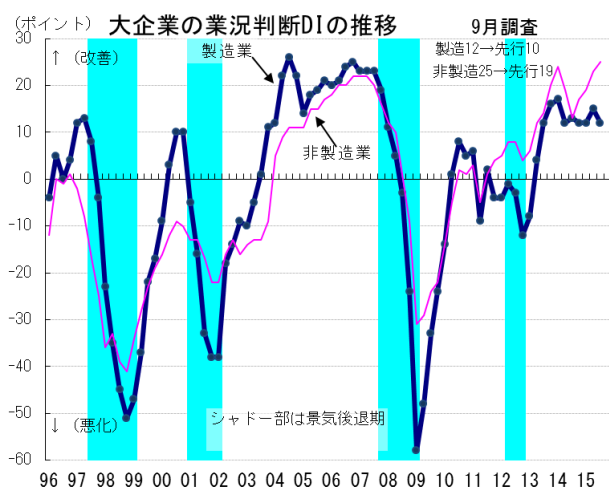
9月短観では、大企業・製造業の業況判断DIが12と、前回比▲3ポイントの悪化となった。先行きは、今回よりも▲2ポイント悪化するとみている。今回の短観は、8月以降の世界連鎖株安の背後にある中国経済減速の影響が、どこまで企業マインドを下押しするかが焦点になっていた。個別の業種で見ると、悪化が目立っているのは電気機械であり、前回比▲7ポイント（全体の寄与度▲1.2ポイント）の大幅悪化である。ここでは、中国市場に傾斜していた電気機械の業績悪化の懸念を反映している。はん用機械（前回比▲9ポイント悪化）、業務用機械（前回比▲6ポイント悪化）、生産用機械（前回比▲5ポイント悪化）と、一般機械関連も中国減速が進んだのを受けて、軒並み悪化している。

### ○日銀短観（2015年9月調査）

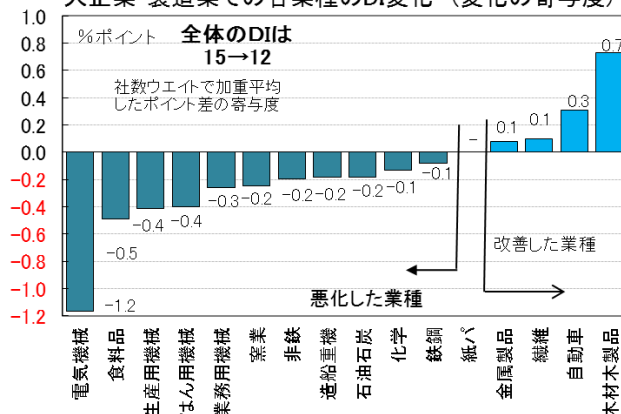
		業況判断DI			
		大企業		中小企業	
		製造業	非製造業	製造業	非製造業
2012年	12月調査	-12	4	-18	-11
2013年	3月調査	-8	6	-19	-8
	6月調査	4	12	-14	-4
	9月調査	12	14	-9	-1
	12月調査	16	20	1	4
2014年	3月調査	17	24	4	8
	6月調査	12	19	1	2
	9月調査	13	13	-1	0
	12月調査	12	17	4	1
2015年	3月調査	12	19	1	3
	6月調査	15	23	0	4
	9月調査	12	25	0	3
	先行き	10	19	-2	1

(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、以下同じ

一方、中国リスクが懸念されていた自動車は、予想に反して前回比+3ポイントの改善になっていた。もしも、自動車が今回悪化していれば、総崩れの様相になっていたはずだ。自動車は、収益面で貢献度の大きい北米需要の好調に支えられて業績の堅調が伝えられてきた。プラスになった業種では、木材・木製品が、6月以降の住宅着工の持ち直しで業況改善になっている。



### 大企業・製造業での各業種のDI変化（変化の寄与度）

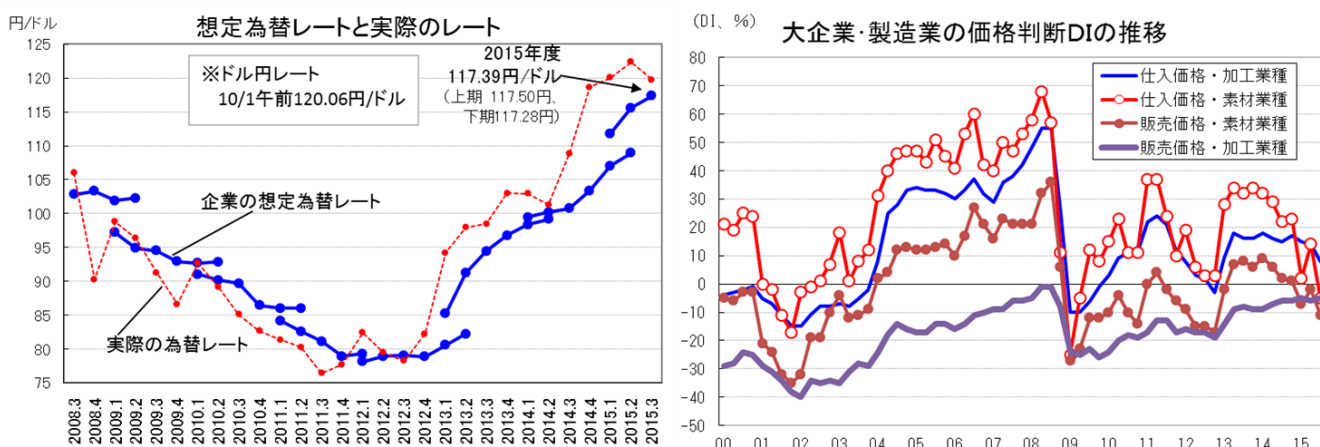


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

大企業・非製造業では、業況判断 DI は 25 と前环比+2 ポイントの改善である。対個人サービスの+11 ポイント、物品賃貸の+6 ポイント、宿泊・飲食サービスの+5 ポイント、小売の+3 ポイントと幅広く改善が続いていた。中小企業・非製造業の業況判断 DI が前环比▲1 ポイント悪化になったのとは、コントラストを成している。

### 追い風はまだ吹いている

おそらく、今回の業況判断や企業収益を下支えしているのは、為替円安と原油安の2つであろう。2015年度の想定為替レートは、1ドル117.39円（6月調査115.62円）と、実際の為替レートに接近することになった。実際のレートと想定レートがこれだけ接近することは珍しい。つまり、米利上げが近づく中で、円安予想が定着してきて、マーケットが混乱していても、それほど円高リスクが警戒されなくなっているのであろう。しかも、原油価格の下落が、電気料金の引き下げやガソリン価格低下に波及しているの、原材料コストなど変動利益拡大の恩恵になっていると考えられる。



仕入価格判断 DI では、大企業・製造業で前环比▲10 ポイントの下落になったほか、中小企業・製造業でも前环比▲13 ポイントもの下落になっている。販売価格 DI も、大企業・製造業で前环比▲3 ポイント下落、中小企業・製造業で前环比▲2 ポイントの下落になっている。見方によっては、デフレ傾向に舞い戻ったということが言えるかもしれないが、国内製商品サービス需給判断 DI は幾分改善しているので、需給の弱さに端を発する物価下落ではないだろう。国内製商品サービス需給判断 DI は、大企業・製造業で前环比+2 ポイント改善、中小企業・製造業は前环比で横ばいとなっている。

少しネガティブなのは、海外での製商品需給判断 DI が、大企業・製造業で前环比▲1 ポイント悪化、中小企業・非製造業で前环比▲2 ポイントの悪化になっている点である。

### 売上高経常利益率は過去最高更新

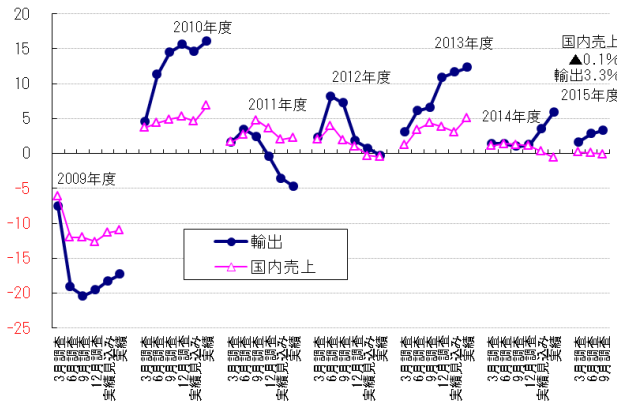
企業マインドの背後にあるのは、現在の企業収益と、その利益予想の変化である。もしも、中国リスクがより企業収益に下押しになっていけば、業況判断 DI はもっと悪化していただろう。今回の大企業・製造業の2015年度経常利益計画は、3.8%の増益計画であり、前回と比べると+3.0%の上方修正であった。企業収益の上方修正は、大企業・非製造業（前环比+4.1%）、中小企業・製造業（前环比+4.5%）でも共通している。

こうした収益改善のトレンドが続いているのは、やはり円安環境が追い風になっているからだろう。大企業・製造業の売上高経常利益率の2015年度計画は7.59%へと上方修正（前环比+0.22%ポイン

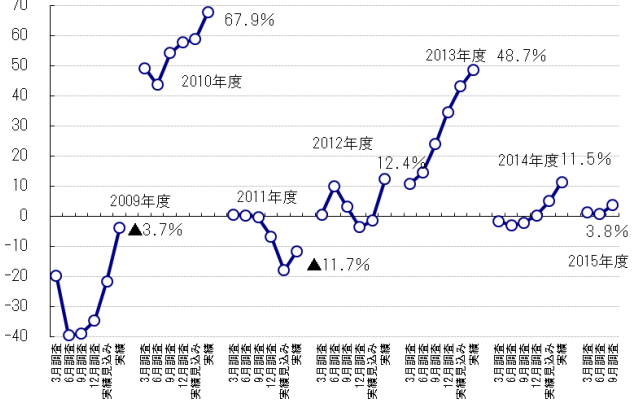
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

ト) され、過去最高を更新した。大企業・非製造業も同じく上方修正されて、過去最高を更新している。やはり、6月の株主総会で、コーポレート・ガバナンスの強化が叫ばれて、収益性を重視する姿勢が強まったことを受けて、全般的に日本企業の収益率は向上している。

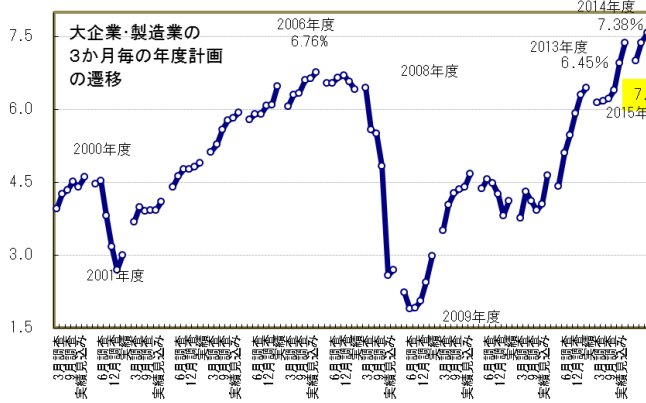
(%) 大企業・製造業の輸出・国内売上計画の推移



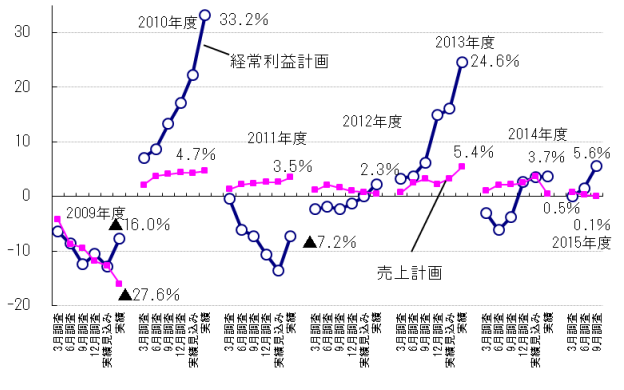
(%) 大企業・製造業の経常利益の年度計画の推移



(%) 大企業・製造業の売上高経常利益率の推移

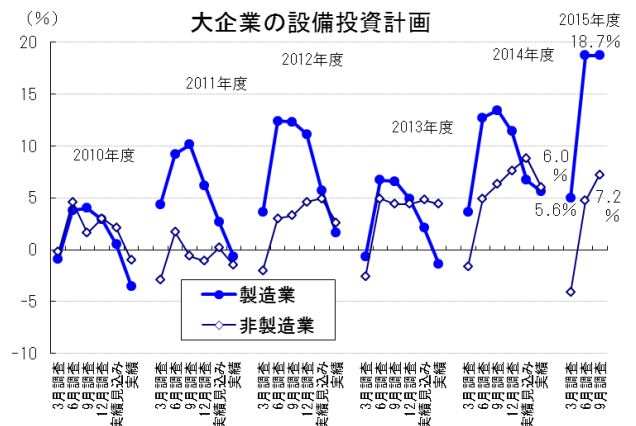


(%) 大企業・非製造業の売上・経常利益の年度計画



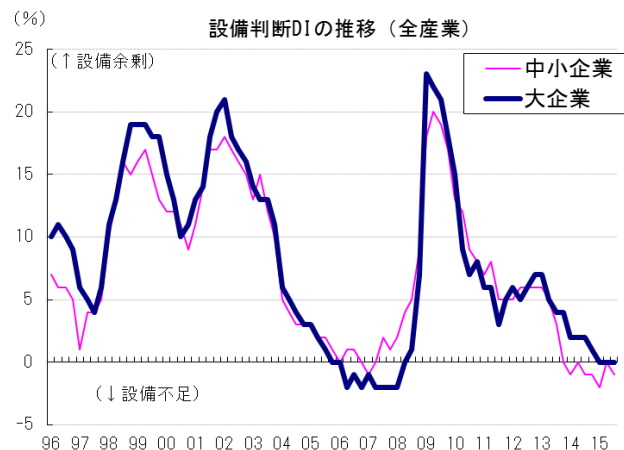
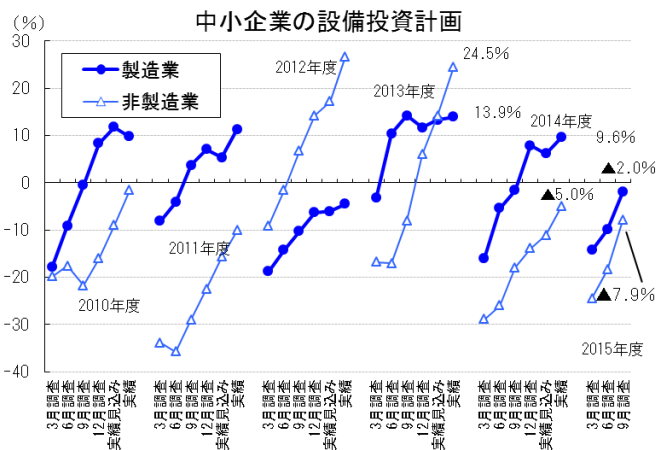
### 設備投資は非製造業と中小企業を中心に改善

マクロ経済の好材料として、設備投資の改善が言われている。今回の9月調査では、季節的に設備投資計画は変化しにくいパターンになっている。大企業・製造業では、2015年度の設備投資計画は、前年比18.7%と前回6月調査と変わらなかった(前回比修正率ゼロ)。大企業・非製造業については、2015年度は7.2%のプラス計画になっていて、前回調査と比べて+2.4%ポイントの上方修正である。この上方修正は、通常の季節的な変化に比べて、やや大きな上方修正幅になる。



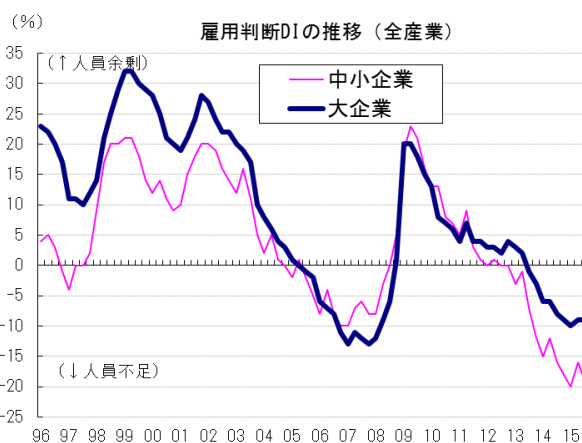
中小企業でも、依然としてマイナス計画ではあるが、製造業、非製造業とともに上方修正が進んでいて、12月調査ではプラスに転じる可能性がある。中小企業の設備投資に関して好調だと言える。そのため、大企業と中堅・中小企業を合算した全規模・全産業の設備投資計画は、前年比6.4%とプラス計画になっており、これはマクロの設備投資動向について強気にさせる材料である。マクロ景気の変化の中で、今回の短観は内需項目の柱である設備投資を強気にみる上での判断材料になると考えられる。

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。



## 雇用もタイトな状況が続く

内需を考えるときに、設備投資に並んで重要なのは、雇用動向である。短観における雇用人員判断DIは、大企業・全産業が▲9の人員不足超になっている（前回比横ばい）。一方、中小企業・全産業では▲19の人員不足超であり、前回に比べて▲3ポイントと不足幅が拡大している。中小企業の人手不足はさらに深刻化していて、レベル感としては90年代初頭のバブル期に匹敵するほどの不足状況に陥っている。この点は、物価の基礎になる人件費コストが、依然として押し上げ方向にあり、潜在的なインフレ圧力は強まっていると考えられる。



また、設備投資判断DIは、大企業・全産業では前回比横ばいであり、中小企業・全産業では▲1ポイントの不足超の拡大になっている。すでに、日本企業全体での過剰生産ストックは解消されていて、今後は収益見合いで更新投資が進んでいく図式にある。

## 10月緩和を巡る水面下の攻防

追加緩和予想を巡っては様々な思惑がある。安倍首相は、「新・三本の矢」について9月24日夕刻に記者会見を行った直後、黒田総裁と9月25日の昼に会談している。当日朝、8月の消費者物価指数の伸び率が、コアでマイナスに転化していた。こうした動きは、追加緩和が近いという憶測を高めるのに十分な材料である。日銀は、中国経済減速の悪影響がどこまで实体经济に響いているのを見極めて、10月30日の展望レポートでそのマグニチュードを短期・中期の経済・物価見通しに織り込まなくてはならない。従って、10月の決定会合での追加緩和の可能性が、否応なく高まっているのが現状である。

もしも、ここで短観の業況判断DIの悪化が市場の予想する範囲を大幅に越えていたならば、10月緩和は確定的になっていただろう。しかし、悪化幅はまだ予想の範囲内であり、短観の細かな部分では良好な変化が依然として多くあった。これでは、9名の政策委員の過半数がこぞって追加緩和に賛成するには、十分とは言えない。9月短観のデータだけを見て、日銀が追加緩和を判断するという格好ではない。筆者は、短観がニュートラルな結果だったとみている。

なお、筆者は、10月30日の追加緩和は可能性が高いとみているが、その判断は10月2日の家計調査などをみて7~9月の実質GDPの予想がどうなるかに移っていると考えている。

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。