

2021年7月8日

日銀短観で浮かび上がる、「控えめ過ぎる」日本企業

レポート要旨

日銀短観6月調査にみる日本経済の立ち位置

日銀短観6月調査では、①非製造業の業況がまだ厳しいのに対して、製造業の業況が大きく改善してきたこと、②企業の人手不足感が再び強まってきたこと、③企業の設備投資意欲が回復していること一が浮き彫りとなりました。

見通しが「控えめ過ぎる」日本企業

ただ、現在のワクチン接種ペースを踏まえると、9月ごろの非製造業の業況は今回の短観調査での先行きについての想定以上に改善すると見込まれます。今回の短観調査によると、企業は2021年度において前年度比9.3%の設備投資の増額を計画していますが、2020年度の増加率が-8.5%であったことを考えると、この伸び率では、企業の設備投資額の絶対水準は2019年度並みに戻るに過ぎません。日本企業の「控えめ過ぎる」先行き判断が設備投資の慎重さをもたらしています。この点は日本企業の先行きにとってのリスクと考えられます。

日本株投資に際しては銘柄選択がさらに重要に

日銀短観で示されている設備投資計画は、日本企業が現在計画している平均的な姿であり、個別企業ベースで見ると状況は異なります。コロナ禍、あるいはコロナ直後の情勢が不透明な時期にあっても設備投資を着実に増加させて競争力を強化する企業にとっては、コロナ禍は将来の売上や利益を伸ばすチャンスでもあります。今後の株式投資にあたっては、ポスト・コロナ時代に想定される競争環境を踏まえ、適切に銘柄を選択することがこれまで以上に重要になると考えられます。



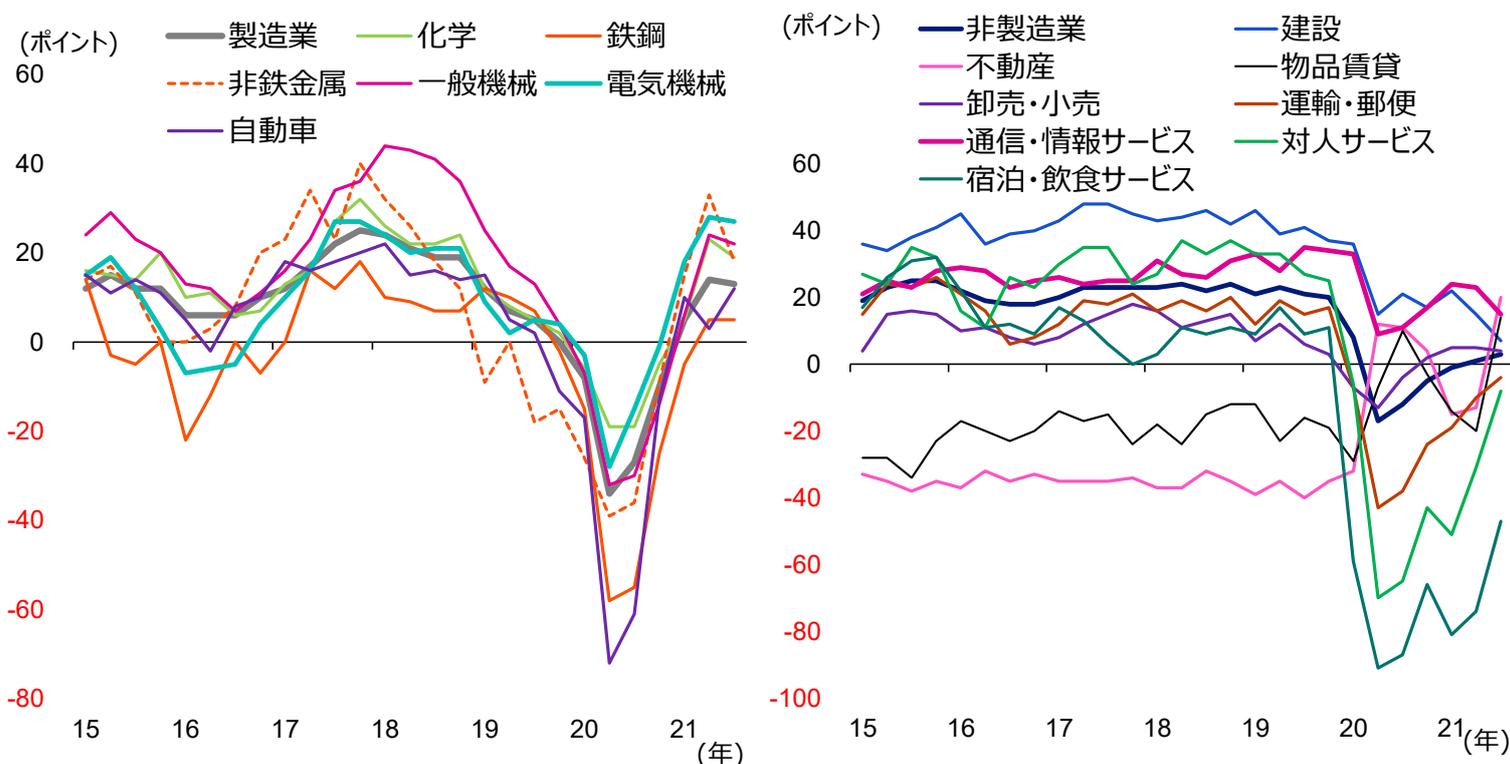
木下 智夫
グローバル・マーケット・
ストラテジスト

日銀短観6月調査にみる日本経済の立ち位置

ワクチン接種の加速とともに、日本においてもコロナ禍からの脱却が視界に入ってきました。直近（7月4日）における日本のワクチン接種率（1回でも接種した人々の全人口に占める比率、以下同様）は25.0%と、1カ月前の11.6%から大きく上昇しました（Our World In Data調べ、以下同様）。米国でワクチン接種率が25%を超えたのは、3月23日のことでしたから、日本は米国よりも3カ月強遅れていることとなります。現在の米国経済がワクチンの普及に伴うサービス需要の全面的な加速という恩恵を享受していることを踏まえると、現在の日本は今秋に想定される全面的な経済再開に向けての通過点に位置していると言えるでしょう。

今月初めに公表された日銀短観6月調査は、通過点にある日本経済の現在の立ち位置を理解するうえで3つの重要な手がかりを与えてくれます。第1は、非製造業の業況がまだ厳しいのに対して、製造業の業況が大きく改善してきた点です。非製造業の業況判断DI（最近）は、1ポイントと、景気拡大期にあつて20ポイントを超えていたコロナ期以前と比較すると非常に弱い状態が続いています（図表1）。非製造業のDIが低いのは、調査期間である6月中は、経済規模が大きい複数の都道府県で緊急事態宣言あるいはまん延防止等重点措置が発出されていたことを踏まえれば当然の結果であると言えます。その一方、製造業の業況判断DI（最近）は、3月調査の5ポイントから、6月調査では14ポイントへと大きく改善しました。電気機械や一般機械、化学など主要な製造業分野で輸出が伸長し、マージンの改善とともに業況の回復をけん引しました。先進国を中心とする巣ごもり需要が製造業の業況の改善を主導したと考えられます。なお、非製造業の業況が低迷する中、3月調査から6月調査にかけて宿泊・飲食サービスおよび対個人サービスのDIが大きく改善したのが目を惹きます。これは、①緊急事態宣言やまん延防止等重点措置にもかかわらず比較的若い世代で外出を躊躇しなくなる人々が増えたこと、②ワクチンを既に接種した高齢者層の外出が増加したとみられること一によると考えられます。

（図表1）日本：日銀短観による業況判断DI（最近）の推移（大企業ベース）



（注）四半期ごとの計数。2021年9月分は業況判断（先行き）の計数を表示。

（出所）CEICよりインベスコ作成

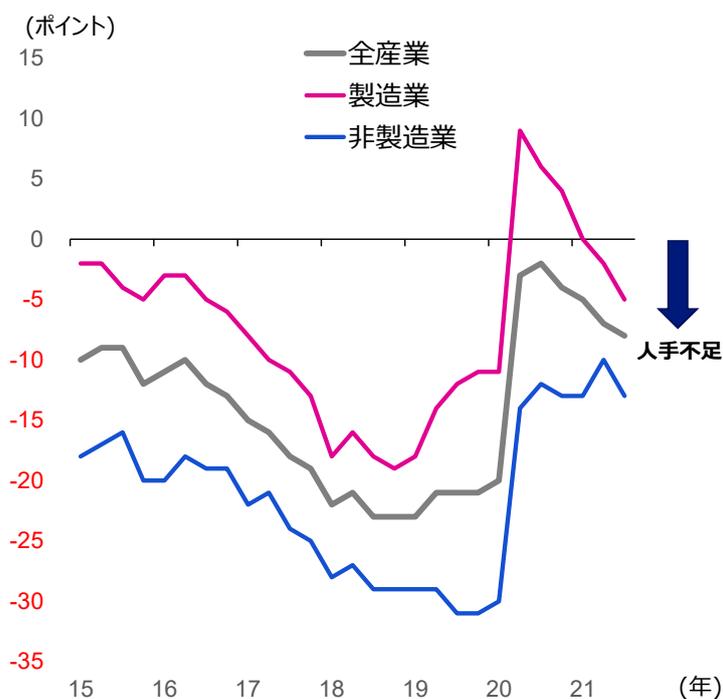
第2は、企業の人手不足感が再び強まってきた点です。日銀短観の雇用人員判断DI（最近）（大企業・全産業ベース）は、3月調査の-5ポイント（マイナスは「不足」と答えた企業が「過剰」と答えた企業を上回ることを示します）から、6月調査では-7ポイントに悪化し、人手不足感が強まる結果となりました。非製造業では6月調査（最近）で不足感がやや和らいだものの、3カ月先の見通しを示す6月調査（先行き）DIでは再び悪化が見込まれています。日本では少子高齢化が進行する中で人手不足問題が構造的に生じやすい環境にありましたが、コロナ禍にあってもその点に変化はなく、今後ワクチンの普及によって経済活動が活発化する過程で、企業は引き続き人手不足問題に直面すると見込まれます。

第3は、企業の設備投資意欲が回復していることです。企業が計画する2021年度の設備投資増加率（全規模・全産業、ソフトウェア・研究開発を含み、土地投資を含まないベース）は9.3%と、3月調査時を3%ポイント上回る結果となりました（図表3）。これは、第2のポイントである人手不足問題に直面する企業が生産性の向上を目指して投資を活発化させつつあることを示しています。

「控えめ過ぎる」日本企業

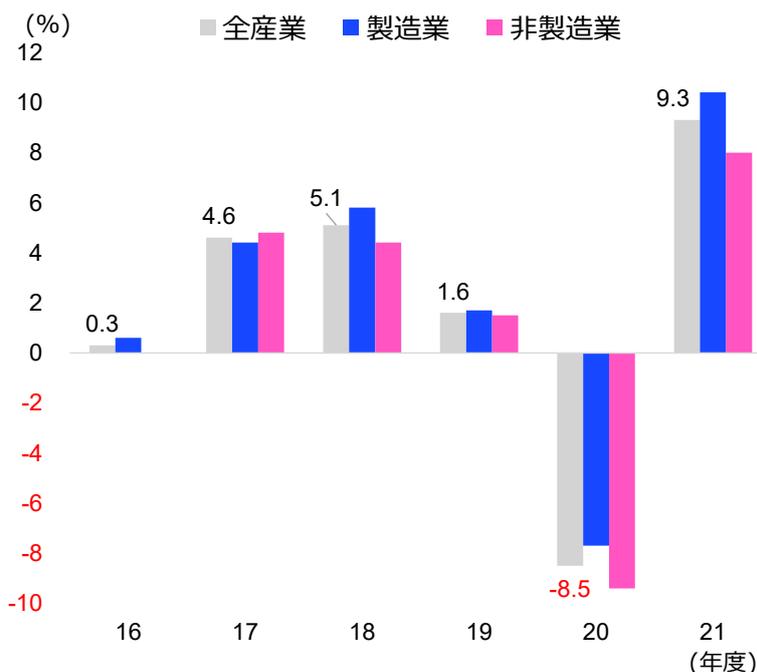
一方、私は、6月の短観調査での先行き、すなわち3カ月先（9月頃）についての企業の見通しは様々な意味で控えめ過ぎると感じています。現時点でのワクチンの接種ペースを継続させることができれば、9月中にはワクチン接種率が6割程度に達し、人々のサービス消費需要は大きく増加すると見込まれます。日銀短観6月調査での非製造業の業況判断DI（先行き）は3ポイントと、業況判断DI（最近）の1ポイントから若干上向くだけですが、実際にはかなり大幅に改善するでしょう。そうなると、労働市場はさらにタイト化し、企業の人手不足感が6月分短観調査の先行きについての見通しよりもさらに強まるとともに、設備投資意欲はさらに上向くとみられます。

（図表2）日本：日銀短観による雇用人員判断DI（大企業ベース）



（注）四半期ごとの計数。2021年9月分は業況判断（先行き）の計数を表示。
（出所）CEICよりインベスコ作成

（図表3）日本：日銀短観による設備投資の前年度比伸び率（ソフトウェアと研究開発を含み、土地投資を含まないベース。全規模全産業の計数）



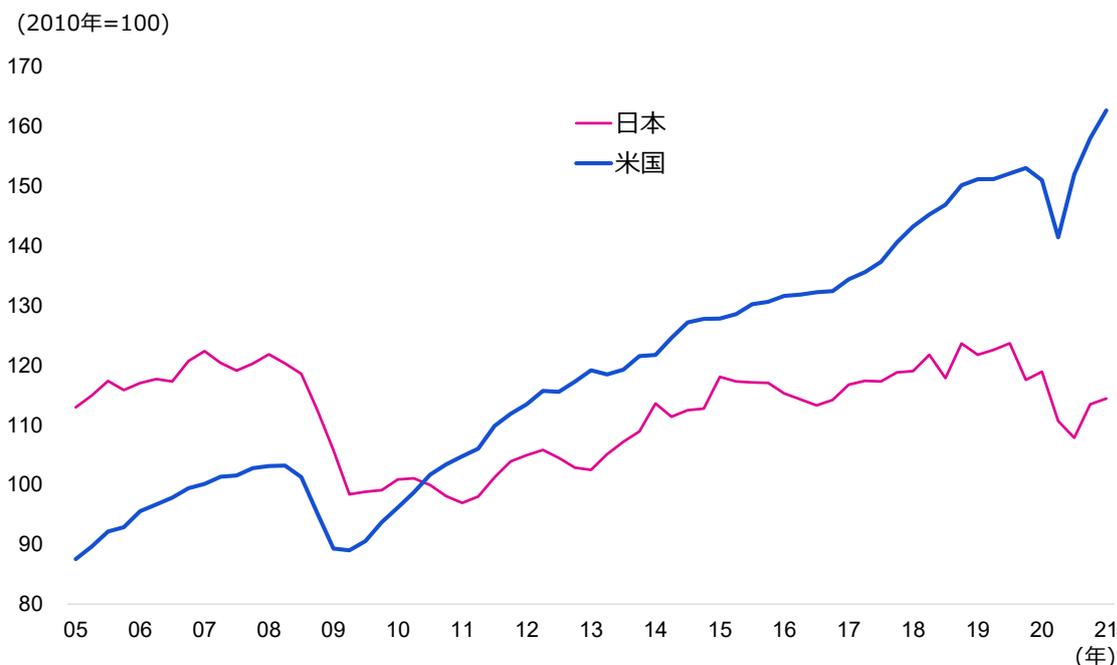
（注）2021年6月調査による。2021年度分は企業の計画ベース。
（出所）CEICよりインベスコ作成

先に触れた通り、2021年度において企業は前年度比で9.3%の設備投資の増加を計画していますが、2020年度の増加率が-8.5%であったことを考えると、この伸び率では、企業の設備投資額の絶対水準は2019年度並みに戻るに過ぎません。この点は日本企業の先行きにとってのリスクと考えられます。ポスト・コロナ時代において、日本の企業が直面する課題は人手不足だけではありません。企業は、社会全体のいっそうのデジタル化が避けられない中でデジタル・トランスフォーメーション（DX）、温室ガスの削減、地政学的な変化を踏まえたサプライチェーンの強靱化などの課題にも対応する必要があります。これらの課題を解決するためには設備投資の増額が不可欠と考えられます。過去において、日本企業はリーマンショックなどの多くの経済危機の直後に設備投資に対して過度に消極的になり、それがグローバル市場における競争力の低下、市場シェアの低下につながったと思われます。DXの分野で世界のトップグループに位置する米国では、2021年1-3月期における非建設部門の投資額（ソフトウェアなどの設備投資を含む）がコロナ直前の2019年における平均投資額よりも7.1%高い水準でした（図表4）。日本の場合は逆に5.7%低い水準にとどまっています。日本の2021年度における設備投資額が2019年度並みにとどまるなら、日本企業が国際競争力の面で今後さらに劣位に立たされるリスクが高いと言わざるを得ません。

日本株投資に際しては銘柄選択がさらに重要に

最後に、こうした状況が日本株への投資にどのような意味を有するかについて考えてみたいと思います。日銀短観で示されている設備投資計画は、日本企業が現在計画している平均的な姿であり、個別企業ベースで見ると状況は異なります。コロナ禍、あるいはコロナ直後の情勢が不透明な時期にあっても設備投資を着実に増加させて競争力を強化する企業にとっては、コロナ禍は将来の売上や利益を伸ばすチャンスでもあります。今後の株式投資にあたっては、ポスト・コロナ時代に想定される競争環境を踏まえ、適切に銘柄を選択することがこれまで以上に重要になると考えられます。

（図表4）日米の投資（建設投資を除く実質ベース）の推移



（注）国民経済計算ベース。
（出所）CEICよりインベスコ作成

「グローバル・ビュー」の既刊タイトル一覧（最近分）

※下記レポートは以下のリンクからご覧いただけます。

<https://www.invesco.com/jp/ja/institutional/insights/globalview.html>

発行日	タイトル
7月1日	FRB主流派の本音、市場の本音
6月24日	グローバル金融市場を見通す4つの焦点
6月17日	インフレリスクをより強く意識させた6月FOMC会合
6月10日	グローバル製造業の当面の行方と日本株
6月3日	迫る「巣ごもり需要」の剥落と金融市場
5月27日	日本のワクチン接種は欧米より何カ月遅れ？
5月20日	巧みな国債管理が米長期金利安定に寄与
5月13日	インフレ懸念に動揺するグローバル株式市場
5月6日	ワクチン接種のスピードが株価を左右
4月22日	中国景気の減速が始まった
4月15日	米国グロース株堅調の背景は？
4月8日	米国インフラ計画の実現可能性と市場へのインパクト
3月31日	コロナ拡大による景気減速リスクに直面する欧州
3月24日	日米の中銀からのメッセージを受けとめる
3月17日	グローバル金融市場の転換点を見通す
3月10日	今年の中国は財政による成長押し上げ効果がほぼゼロに

当資料ご利用上のご注意

本書は情報提供を目的として、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」といいます。）に属するグローバル・マーケット・ストラテジスト（以下、「作成者」といいます）が作成した資料です。本書は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。また過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。本書に記載された一般的な経済、市場に関する情報およびそれらの見解や予測は、作成者の資料作成時における見解であり、いかなる金融商品への投資の助言や推奨の提供を意図するものでもなく、また将来の動向を保証あるいは示唆するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。本文で詳述した本書の分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性もあります。当資料について事前の許可なく複製、引用、転載、転送を行うことを禁じます。

インベスコアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長金商第306号
加入協会 一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会

MC2021-122