

# 人流回復で非製造業は改善も、製造業は悪化（6月調査予測）

調査部 経済調査チーム エコノミスト  
 諏訪健太  
 080-1069-5060  
 kenta.suwa@mizuho-rt.co.jp

- 業況判断D I 予測：大企業・製造業 +13%Pt（3月調査から1ポイント悪化）  
 大企業・非製造業 +12%Pt（3月調査から3ポイント改善）
- 2021年度設備投資実績（全規模・全産業）予測：前年度比+2.9%
- 2022年度設備投資計画（全規模・全産業）予測：前年度比+6.5%

大企業の業況判断は、製造業は悪化、非製造業は改善を予想

7月1日公表予定の日銀短観（6月調査）では、大企業・製造業の業況判断D Iが+13%Pt（3月調査：+14%Pt）と、前回調査から1ポイントの悪化を予測する（図表1）。製造業は、上海都市封鎖による部品不足に伴う減産、原材料高による採算悪化を背景に、業況が下押しされるだろう。足元では円安が一段と進行しているが、世界的な供給制約に加えて、海外需要の伸び悩みが見込まれる中では、輸出企業に対するメリットは従来ほど期待できない。

図表1 業況判断D Iの予測

(%Pt)	2021年12月調査		2022年3月調査		2022年6月調査			
	最近	先行き	最近	先行き	最近	(変化幅)	先行き	(変化幅)
大企業	14	10	11	8	13	2	16	3
製造業	17	13	14	9	13	▲1	14	1
非製造業	10	9	9	7	12	3	16	4
中堅企業	4	3	2	▲1	3	1	5	2
製造業	6	6	3	1	1	▲2	1	0
非製造業	2	0	0	▲3	2	2	5	3
中小企業	▲3	▲4	▲6	▲8	▲6	0	▲4	2
製造業	▲1	▲1	▲4	▲5	▲8	▲4	▲9	▲1
非製造業	▲3	▲6	▲6	▲10	▲5	1	▲2	3

(注) 2022年6月調査はみずほリサーチ&テクノロジーズ予測値  
 (出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

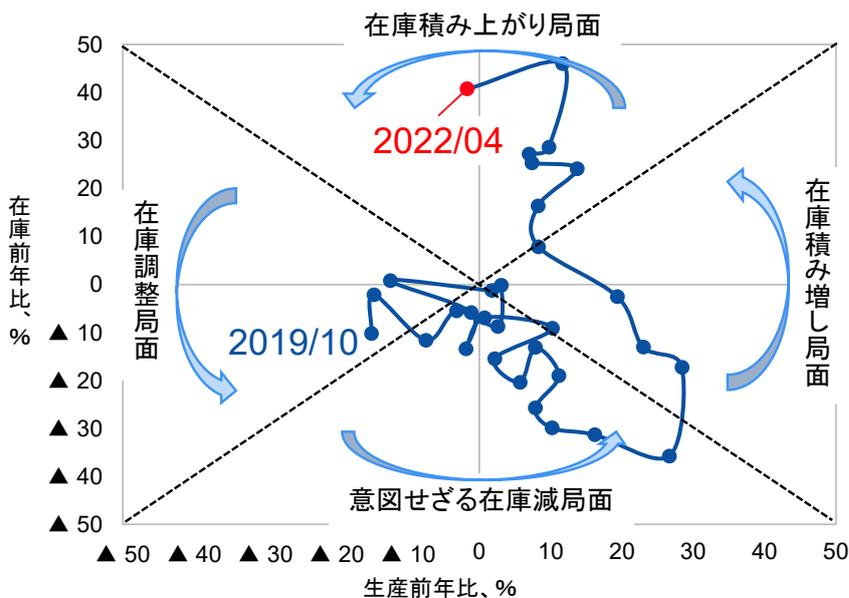
素材業種は、原材料価格の上昇によるコスト増を背景に、鉄鋼や化学等の業況悪化が予想される。加工業種については、上海のロックダウンによる部品不足が自動車などの業況を下押しするだろう。4月の自動車生産は前月比▲0.6%と予測指数（同+8.7%）から大きく下振れた。また、電子部品・デバイスの生産にも調整局面入りの兆しがある。在庫循環図上は、在庫積み増し局面の終盤に達しており、経験則上は調整圧力が強まっていることが示唆される（図表2）。実際、4月の生産指数は同▲6.6%と、メモリを中心に大きく低下した。メモリは、スマートフォンやPCなど最終製品のコロナ特需一服を受けて、需給が緩んでいる。一方、車載向けを中心にロジックの需給ひっ迫が続いていることから、大幅な生産調整には至らない見込みだが、今後国内半導体生産の増勢は鈍化するだろう。

大企業・非製造業の業況判断D Iは+12%Pt（3月調査：+9%Pt）と、前回調査から3ポイントの改善を予測する。足元では新規感染者数が低位安定していることから、人流が回復傾向にある。GW期間のモビリティは昨年同時期を上回り、2021年末と同等の水準に達した。これを受けて、宿泊・飲食サービスや対個人サービスを中心に業況が改善するだろう。一方、資材価格の上昇を受けて、建設などは悪化するとみている。

製造業・業況判断D Iの先行きは1ポイントの改善を予測する。上海のロックダウンなどによる減産の影響はく落し、自動車を中心に業況は改善するだろう。ただし、ウクライナ情勢を巡る先行き不透明感や、資源高による採

先行きは、製造業、非製造業  
ともに改善を予測

図表2 電子部品・デバイス工業の在庫循環図



(出所) 経済産業省「鉱工業指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

**中小企業は、製造業が悪化、  
非製造業が改善を予測**

**2022年度設備投資計画は上方  
修正を予測**

**想定為替レートや売上高経常  
利益率にも注目**

算悪化への懸念などから、大幅な改善には至らないと予想している。

非製造業・業況判断D Iの先行きは4ポイントの改善を見込む。対人接触型サービス消費持ち直しへの期待から、宿泊・飲食サービスや対個人サービス中心に改善するだろう。感染者数・重症者数の減少を受けて感染への不安が後退する中、政府が旅行振興策を再開することへの期待が高まっている。日系大手航空会社は、今年7,8月の国内線便数をコロナ禍前比9割超まで増やす計画を発表した。また、政府が観光客受け入れ再開を決めたことで、インバウンドに復調の兆しが見られる点も業況の押し上げ要因になるだろう。

ただし、財消費については伸び悩みが予想される。昨年から続く資源高と足元の円安が相まって、様々な商品の価格が上昇する一方、相対的に賃金の伸びは鈍い。今後も企業による値上げが進み、消費者の節約志向が一層強まることで、卸・小売業などの業況は押し下げられるとみている。

中小企業の業況判断についても大企業と同様に、製造業は悪化、非製造業は改善が見込まれる。ただし、中小企業は大企業に比べて、総じて価格転嫁力が弱いため、資源価格高騰による企業収益への悪影響が相対的に大きくなるだろう。大企業に比べて、業況の回復が遅れると予想している。

2022年度の設備投資計画（全規模・全産業）は、前年度比+6.5%（3月調査：同+0.8%）と上方修正を予測する（次頁図表3）。製造業、非製造業ともに例年のパターン通り上方修正となる見込みだ。

製造業は、同+16.6%と、業績が好調だった2018年度（6月調査：同+16.0%）を上回る高い伸びを見込んでいる。昨年は、好調な外需が収益の押し上げ要因となり、経常利益がコロナ禍前を大きく上回る水準に回復した（2021年度実績見込：19年度比135%）。収益の回復を受けて、多くの企業は先送りしていた設備投資をようやく再開するだろう。

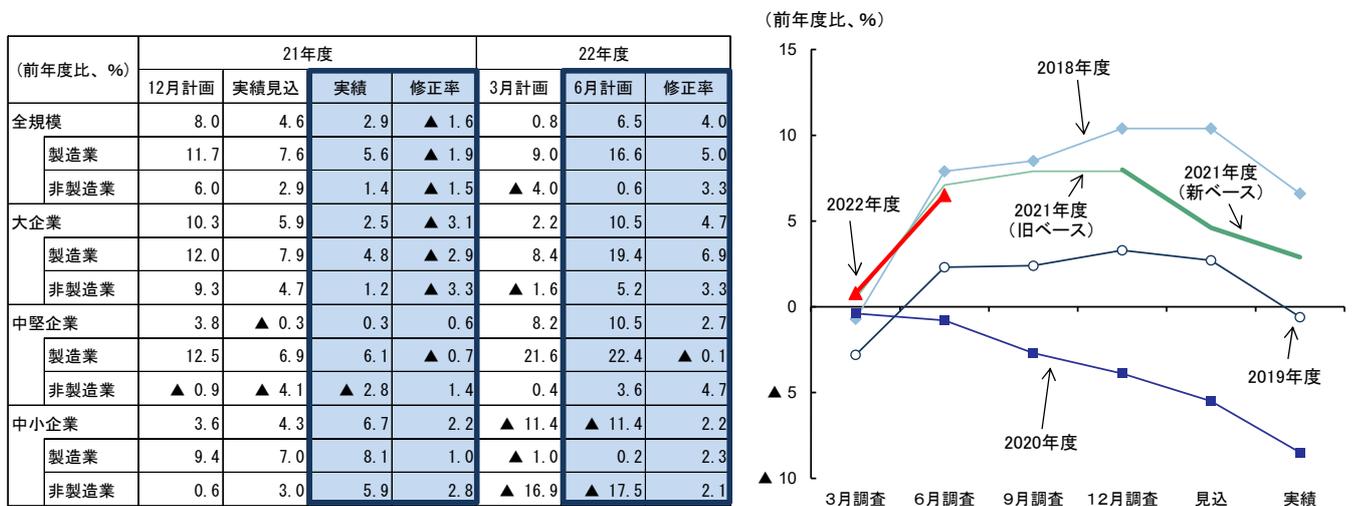
非製造業は、同+0.6%と上方修正されるが、製造業に比べると回復力はまだ弱いと予想している。対人接触型サービス業の投資回復が本格化するのには、今年後半にサービス消費の持ち直しが確認されてからになるだろう。非製造業の設備投資は、2023年度以降に本格復調すると見込んでいる。

景況感、設備投資計画以外では、想定為替レートが注目だ。直近の円相場は、対ドルで135円程度まで下落している。足元の為替変動は、日米の金利差と経常収支の動き（およびこれらを踏まえた投機筋の動き）で説明される。米国の高インフレが続けば利上げペースはさらに加速し、原油が高止まりすれば日本からの所得流出が増加する。米国のインフレや原油価格の動向次第では1ドル140円台に突入する可能性もあり、そうなれば輸出企業の収益を押し

上げる要因になるだろう。ただし、円安のメリットは以前に比べて縮小している上に、大企業に集中している。売上高に占める輸出額の割合を規模別に確認すると、大企業は売上高の約16%を輸出が占める一方、中小企業は2%未満にとどまっている（数字は3月調査時点の2022年度計画、全産業ベース）。中小企業の場合は、輸入コスト上昇による悪影響が輸出採算改善などの円安メリットを上回る事業者が多いと見られる。

また、資源高による採算への影響や価格転嫁行動を評価する上で売上高経常利益率も重要な指標だ。3月調査時点の販売価格判断D Iは大きく上昇しており、価格転嫁の裾野の広がりが示唆される。しかし、D Iは「上昇と回答した企業数ー下落と回答した企業数」として計算されるため、あくまで企業の数を示す指標に過ぎない。販売価格を引き上げる企業が増えているのは確かだが、コストを十分に転嫁して利益率を維持できているのかが気になるところだ。消費者物価の動きを見る限り、価格転嫁しにくい状況はあまり変わっていないとみられる。4月の消費者物価は前年比+2.5%まで上昇したが、8%を超えている米国などに比べると小幅にとどまっている。十分な価格転嫁はできておらず、素材業種を中心に利益率低下を見込む企業が多いと予想される。

図表3 設備投資計画の予測



(注) 土地を含みソフトウェア及び研究開発投資を除く。右グラフは全規模・全産業  
(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。