

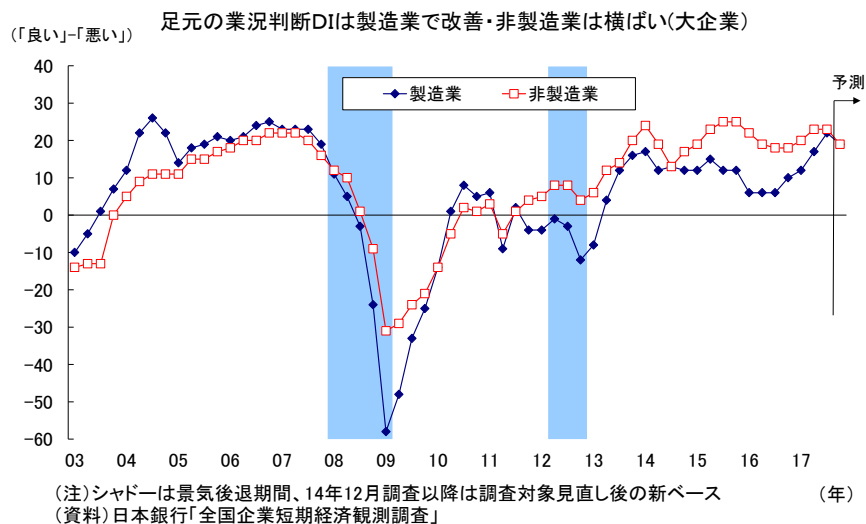
Weekly エコノミスト・ レター

日銀短観(9月調査)

～大企業製造業の景況感は10年ぶりの高水準、
先行きは幅広く悪化

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 日銀短観9月調査では、注目度の高い大企業製造業の業況判断D.I.が22と前回6月調査比で5ポイント上昇し、4四半期連続で景況感の改善が示された。D.I.の水準は10年ぶりの高水準となった。大企業非製造業の業況判断D.I.は23と前回比で横ばいとなり、底堅いマインドが確認された。製造業では主に世界経済の回復が追い風となった。国内設備投資の回復もマインド回復に寄与した。非製造業は好調なインバウンド消費やAI・IoT化の流れによるシステム需要等が追い風になった一方、賃金の伸び悩みや人手不足、夏場の長雨による悪影響が抑制要因となり、マインドに方向感が出なかった。中小企業も大企業同様、製造業の改善が目立つ。
2. 先行きについては、幅広く悪化が示された。懸念材料は枚挙に暇がない。米政権運営の不透明感は引き続き強い。また、北朝鮮情勢は今後も緊迫化する可能性が高いうえ、中国の景気減速も警戒される。国内に関しても、鈍い賃金上昇を受けて消費回復に対する不安が一部で台頭しているほか、人手不足感が事業運営上のリスクとして景況感の重石になっているとみられる。
3. 2017年度の設備投資計画(全規模全産業)は、前年比4.6%増と前回調査から上方修正された。例年9月調査では上方修正される傾向が極めて強いため、上方修正自体にあまり意味はない。今回の設備投資計画の前年比伸び率(4.6%増)は、過去5年間との比較では、2015年度・2012年度に次ぐ水準であり、設備投資計画は底固いと評価できる。ただし、前回調査からの上方修正幅は1.7%と、近年同時期における上方修正幅をやや下回っている。堅調な需要や人手不足といった追い風を受けている割には物足りなさも残る。事業環境の先行き懸念が根強いことが影響しているとみられる。



1. 全体評価：海外経済回復等を受けて製造業が回復、先行きへの警戒は強い

日銀短観 9 月調査では、注目度の高い大企業製造業の業況判断 D. I. が 22 と前回 6 月調査比で 5 ポイント上昇し、4 四半期連続で景況感の改善が示された。D. I. の水準は 2007 年 9 月調査以来 10 年ぶりの高水準となった。大企業非製造業の業況判断 D. I. は 23 と前回比で横ばいとなり、底堅いマインドが確認された。

前回 6 月調査では、良好な輸出環境や消費の持ち直しを受けて大企業製造業で 3 四半期連続の改善となったほか、非製造業でも消費の持ち直しや大都市での再開発需要などから、2 四半期連続で景況感が改善していた。

2017 年 4-6 月期の実質 GDP (国内総生産) 成長率は前期比年率で 2.5% (2 次速報値) と 15 年 1-3 月期以来の高い伸びとなり、6 四半期連続で (0%台後半とされる) 潜在成長率を上回る成長が続いたことが示された。その後の経済指標も総じて堅調であった。輸出 (数量指数) は 7 月に一旦減速したものの、8 月には大きく増加。世界経済の回復を受けて好調を維持している。この結果、7-8 月の鉱工業生産指数も高い水準を維持した。一方、国内消費に関しては、8 月家計調査における実質消費支出 (除く住居等・季節調整値) が 2 ヶ月連続で小幅なマイナスとなった。雇用環境の改善や過去の需要喚起策で購入された耐久消費財の買い替え時期到来などが追い風となり、持ち直し基調にあるとは見られるものの、賃金上昇の動きが鈍いこともあり、伸び悩んでいる。なお、円の対ドル相場は、北朝鮮情勢の緊迫化などを受けて、前回調査以降たびたび円高に振れる場面があったが、過度の円高は回避されており、影響は限られている。

今回、大企業製造業では主に世界経済の回復が輸出・生産の追い風となり、景況感の改善に繋がった。国内設備投資の回復もマインド回復に寄与した。北朝鮮情勢の緊迫化は景況感の抑制要因だが、現時点で事業に直接的な悪影響を及ぼしているわけではないため、影響は限られたとみられる。非製造業の景況感については、好調なインバウンド消費や AI・IoT 化の流れによるシステム需要等が追い風になった一方、賃金の伸び悩みや人手不足、夏場の長雨による悪影響が抑制要因となり、マインドに方向感が出なかった。

中小企業の業況判断 D.I.は、製造業が前回比 3 ポイント上昇の 10、非製造業は 1 ポイント上昇の 8 となった。大企業同様、製造業の改善が目立つ。

一方、先行きの景況感については、先行きへの懸念から企業規模や製造・非製造業を問わず幅広く悪化が示された。懸念材料は枚挙に暇がない状況にある。閣僚級の辞任・更迭が相次ぎ、大統領の不規則発言も止まない米政権運営の不透明感は引き続き強い。また、北朝鮮情勢は今後も緊迫化する可能性が高いうえ、中国で党大会後に予想される景気減速も警戒される。国内に関しても、賃金上昇の鈍さを受けて消費回復に対する不安が一部で台頭しているとみられるほか、人手不足感がさらに強まっていることも、事業の円滑な運営に対するリスクとして景況感の重石となっているようだ。

なお、事前の市場予想との対比では、注目度の高い大企業製造業については、足元 (QUICK 集計 18、当社予想も 18)、先行き (QUICK 集計 16、当社予想は 15) とともに市場予想を上回った。大企業非製造業は、足元 (QUICK 集計 23、当社予想も 23) は予想と一致したものの、先行き (QUICK 集計 21、当社予想は 19) は市場予想を下回った。

2017年度の設備投資計画（全規模全産業）は、前年比4.6%増と前回調査時点の2.9%増から上方修正された。例年9月調査では、中小企業を中心に計画が固まってくることで上方修正される傾向が極めて強いため、上方修正されたこと自体にはあまり意味はない。

今回の設備投資計画の前年比伸び率（4.6%増）は、過去5年間との比較では、2015年度・2012年度に次ぐ水準であり、企業収益の改善を受け、設備投資計画は底固いと評価できる。一方、前回調査からの上方修正幅は1.7%と、近年同時期における上方修正幅（直近5年の平均で2.0%）をやや下回っている。堅調な需要や人手不足といった追い風を受けている割には物足りなさも残る。事業環境の先行き懸念が根強いことが影響しているとみられる。

今回の短観では、企業の堅調な景況感が確認されたほか、強い人手不足感も示され、日銀がかねて主張する先行きの景気回復・物価上昇シナリオをサポートする材料になりそうだ。

ただし、金融政策への影響は殆どないだろう。日銀が重視する消費者物価上昇率（生鮮食品及びエネルギーを除く）をみると、直近8月で前年比0.2%に留まり、2%の物価目標は程遠い状況にあるため、金融政策の出口を見据える段階にはない。一方、既に追加緩和の余地が限られているため、追加緩和の実施によって物価上昇に働きかける可能性も低い。

日銀は、今後も経済・物価情勢を注視しつつ、「モメンタム（勢い）は維持されている」という主張を繰り返すことで、長期にわたって現行の金融政策を維持し続けるだろう。

2. 業況判断 D. I. : 製造業は幅広く改善、非製造業は伸び悩み

全規模全産業の業況判断 D. I. は 15（前回は 3 ポイント上昇）、先行きは 11（現状比 4 ポイント低下）となった。規模別、製造・非製造業別の状況は以下のとおり。

（大企業）

大企業製造業の業況判断 D. I. は 22 と前回調査から 5 ポイント改善した。業種別では、全 16 業種中、改善が 10 業種と悪化の 6 業種を上回った。

国内外の設備投資需要回復を受ける業務用機械（15 ポイント改善）、生産用機械（13 ポイント改善）、はん用機械（6 ポイント改善）のほか、世界的な IT 需要を受ける電気機械（11 ポイント改善）の好調が目立った。国内市場で新車投入効果のあった自動車（2 ポイント改善）も小幅に改善した。一方、原材料価格上昇の影響を受けた鉄鋼（4 ポイント悪化）、食料品（3 ポイント悪化）、世界的な船舶過剰の悪影響を受けた造船・重機等（4 ポイント悪化）などで悪化がみられる。

先行きについては、悪化が 12 業種と改善の 3 業種を大きく上回り（横ばいが 1 業種）、全体では現状比 3 ポイントの悪化となった。石油・石炭（12 ポイント悪化）、木材・木製品（11 ポイント悪化）、非鉄金属（9 ポイント悪化）など素材業種で悪化が目立つほか、米国・中国市場減速という懸念材料をかかえる自動車（4 ポイント悪化）も悪化が示されている。

大企業非製造業の D. I. は前回から横ばいの 23 となった。業種別では、全 12 業種中、悪化が 5 業種と改善の 4 業種をやや上回った（横ばいが 3 業種）。

卸売（8 ポイント改善）、対事業所サービス（7 ポイント改善）などで改善が目立つ一方、消費の伸び悩みを受けた小売（2 ポイント悪化）、人手不足に苦しむ飲食・宿泊サービス（7 ポイント悪化）、運輸・郵便（1 ポイント悪化）、価格競争が激化している通信（6 ポイント悪化）などが悪化した。

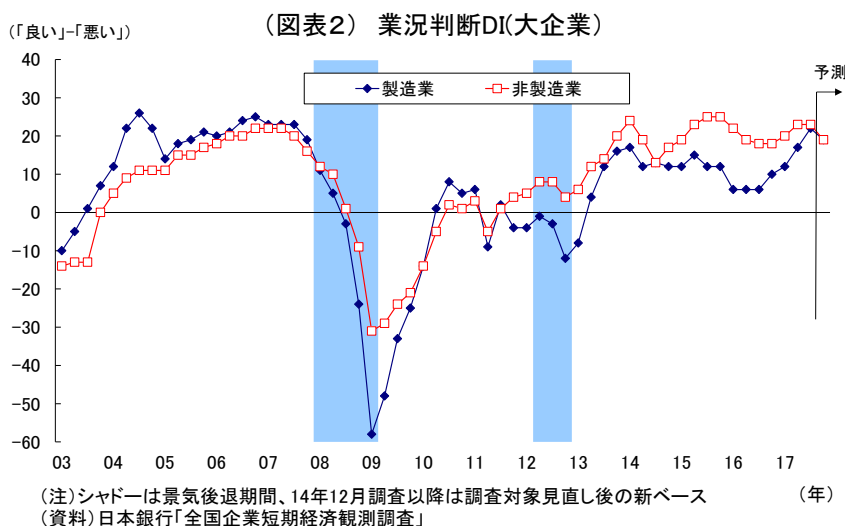
先行きについては、悪化が7業種と改善の4業種を上回り、全体では4ポイントの悪化となった。

人手不足への警戒が強い建設（13ポイント悪化）、不動産（5ポイント悪化）、運輸・郵便（7ポイント悪化）で大幅な悪化がみられるほか、対個人サービス（5ポイント悪化）などでも先行きへの懸念がみられる。

（図表1）業況判断DI

		2017年6月調査		2017年9月調査			
		最近	先行き	最近	先行き		変化幅
					変化幅	先行き	
大企業	製造業	17	15	22	5	19	-3
	非製造業	23	18	23	0	19	-4
	全産業	20	16	23	3	19	-4
中堅企業	製造業	12	11	17	5	13	-4
	非製造業	18	12	19	1	14	-5
	全産業	16	11	18	2	13	-5
中小企業	製造業	7	6	10	3	8	-2
	非製造業	7	2	8	1	4	-4
	全産業	7	4	9	2	6	-3

（注）「最近」の変化幅は、前回調査の「最近」との対比。
「先行き」の変化幅は、今回調査の「最近」との対比。



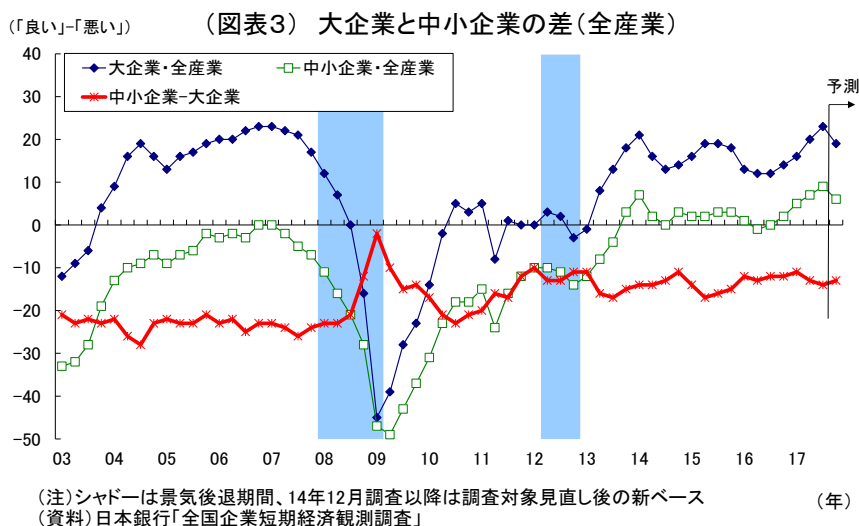
（中小企業）

中小企業製造業の業況判断 D.I.は 10 と前回から 3 ポイント改善した。業種別では全 16 業種中、改善が 11 種と、悪化の 4 業種を大きく上回った。業種別では、国内販売が持ち直している自動車（11ポイント改善）、鉄鋼（11ポイント改善）を筆頭として、業務用機械（8ポイント改善）、電気機械（8ポイント改善）、はん用機械（7ポイント改善）、生産用機械（7ポイント改善）など機械系の改善が顕著になった。大企業同様、国内外の設備投資需要や IT 需要が追い風になったとみられる。

先行きについては、悪化が 11 種と改善の 4 業種を上回り（横ばいが 1 業種）、全体では 2 ポイントの悪化となった。足元で大幅な改善を示したはん用機械（10ポイント悪化）、生産用機械（9ポイント悪化）、自動車（8ポイント悪化）などの悪化が目立ち、改善は一時的との見方が強いようだ。

中小企業非製造業のD.I.は8と前回比で1ポイント改善した。業種別では全12業種中、改善が7業種と悪化の2業種を上回った（横ばいが2業種）。改善業種、悪化業種ともにD.I.は小動きに留まっているが、人手不足に苦しむ宿泊・飲食サービス（4ポイント悪化）の悪化が目立つ。

先行きは、小売（1ポイント改善）、通信（3ポイント改善）を除く10業種が悪化し、全体では4ポイントの悪化となった。とりわけ建設（8ポイント悪化）や電気・ガス（6ポイント悪化）などで大幅な悪化が見込まれている。



3. 需給・価格判断：内外需給は堅調、販売価格引き上げの動きは引き続き限定的

（需給判断：海外を中心に改善）

大企業製造業の国内製商品・サービス需給判断D.I.（需要超過-供給超過）は前回比1ポイント上昇、非製造業は横ばいであった。製造業の海外需給は2ポイント上昇した。内外需要ともに堅調だが、特に海外が牽引役になっている。

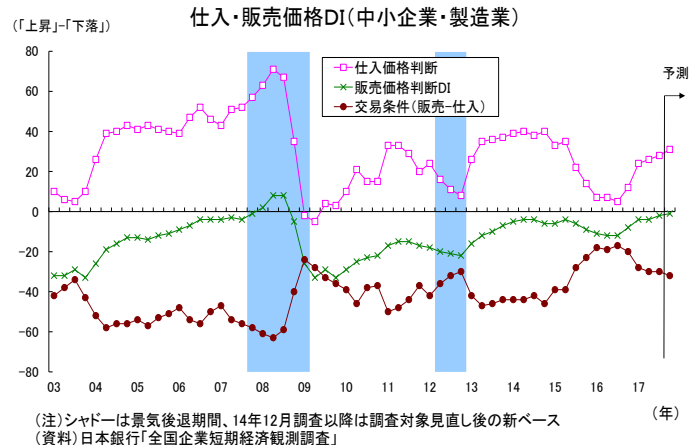
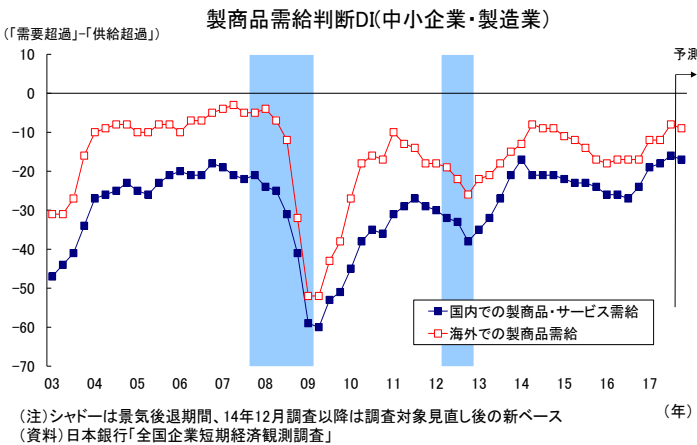
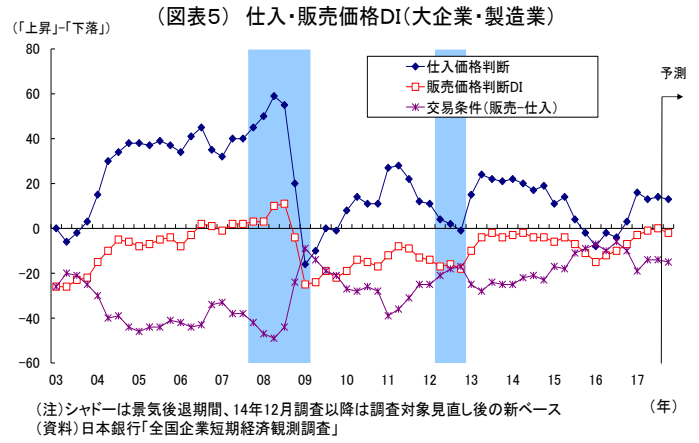
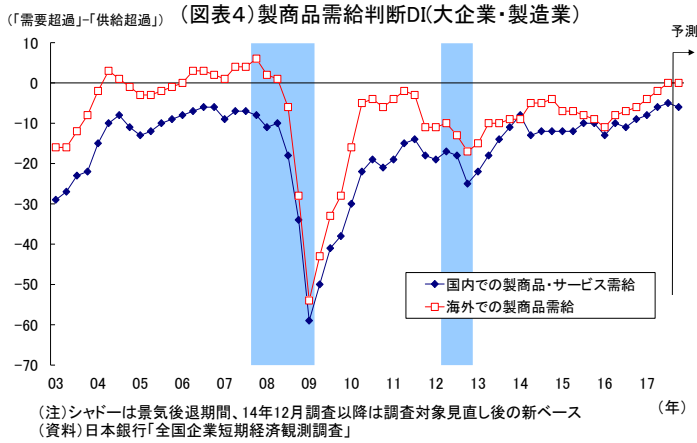
先行きについては、国内需給は製造業、非製造業ともに1ポイント低下と需給弱含みへの警戒が燻っている。製造業の海外需給も横ばいに留まっており、慎重な見方が強い。

中小企業の国内需給については、製造業が前回から2ポイント上昇、非製造業は1ポイント上昇とともに改善した。一方、製造業の海外需給は4ポイント上昇と大きく改善している。先行きについては、国内需給は製造業で1ポイント低下、非製造業で2ポイント低下。製造業の海外需給は1ポイント低下と、それぞれ弱含みが見込まれている（図表4）。

（価格判断：販売価格引き上げの動きは限定的）

大企業製造業の販売価格判断D.I.（上昇-下落）は前回から1ポイント上昇したが、非製造業は1ポイント低下した。また、3ヵ月後の先行きについては、製造業、非製造業ともに2ポイント低下している。人手不足の強い運送業界や外食業界などで一部値上げの動きがみられるが、今のところ全体への広がりは見られない（図表5）。

中小企業の販売価格判断D.I.は製造業で2ポイント上昇、非製造業で1ポイント上昇した。先行きについては、製造業・非製造業ともに1ポイントの上昇に留まることが見込まれている。全体的に小動きであり、大企業同様、値上げの動きが積極化している様子はいかがわれない。



4. 売上・利益計画：売上・利益ともに上方修正

17年度収益計画(全規模全産業)は、売上高が前年度比2.2%増(前回は2.0%増)、経常利益は1.0%減(前回は4.2%減)となった。売上・利益ともに上方修正が行われており、堅調な内外需要や想定為替レートの円安修正がプラスに寄与したとみられる。

17年度想定為替レート(大規模製造業)は109.29円(上期109.46円、下期109.12円)と、前回(108.31円)から小幅に円安方向へ修正された。今年度上期のドル円レート(4/3~9/29)は平均111円程度、足元も112円台で推移しており、計画はやや円高水準にある。先行き不透明感を考慮して保守的に据え置かれているとみられるが、今後、ドル円レートが横ばいないし円安方向に推移した場合、収益計画の上方修正要因となる。

(図表6) 売上高計画

(前年度比・%)

	2016年度	2017年度 (計画)			上期	下期
			修正率			
大企業	製造業	-2.9	2.7	0.3	3.7	1.8
	国内	-1.5	2.9	0.0	4.0	2.0
	輸出	-6.1	2.2	1.0	3.0	1.4
	非製造業	-3.8	2.8	0.2	3.7	2.0
	全産業	-3.4	2.8	0.2	3.7	1.9
中堅企業	製造業	0.1	3.4	0.6	3.4	3.4
	非製造業	0.9	2.4	-0.1	2.7	2.2
	全産業	0.7	2.6	0.0	2.9	2.4
中小企業	製造業	-0.3	1.8	0.0	3.0	0.6
	非製造業	0.8	0.8	0.6	2.1	-0.4
	全産業	0.6	1.0	0.5	2.3	-0.2
全規模	製造業	-2.0	2.6	0.3	3.5	1.8
	非製造業	-1.2	2.1	0.2	3.0	1.3
	全産業	-1.5	2.2	0.3	3.1	1.4

(注) 修正率は前回調査との対比。

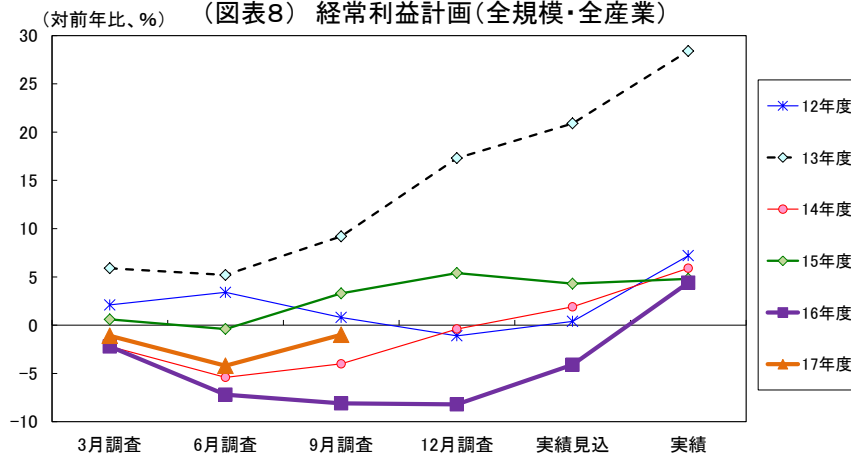
(図表7) 経常利益計画

(前年度比・%)

	2016年度	2017年度 (計画)			上期	下期
			修正率			
大企業	製造業	-0.5	4.7	8.3	23.1	-8.9
	素材業種	8.1	7.1	5.5	34.8	-12.4
	加工業種	-3.9	3.7	9.7	18.2	-7.3
	非製造業	5.7	-1.6	1.2	-0.5	-2.7
	全産業	2.8	1.3	4.5	9.2	-5.8
中堅企業	製造業	0.5	0.8	1.9	4.9	-2.6
	非製造業	9.2	-3.6	2.4	-3.8	-3.4
	全産業	6.4	-2.3	2.2	-1.2	-3.1
中小企業	製造業	16.4	-3.0	0.3	9.6	-12.6
	非製造業	5.8	-8.6	1.0	-7.6	-9.5
	全産業	8.3	-7.2	0.8	-3.4	-10.3
全規模	製造業	1.6	3.2	6.5	19.1	-8.6
	非製造業	6.4	-3.7	1.3	-2.7	-4.7
	全産業	4.4	-1.0	3.4	5.2	-6.3

(注) 修正率は前回調査との対比。

(図表8) 経常利益計画(全規模・全産業)



(注) 14年12月調査以降は調査対象見直し後の新ベース

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

5. 設備投資・雇用：人手不足感強まる、設備投資計画は底堅いが物足りなさも

生産・営業用設備判断 D.I.（「過剰」－「不足」）は全規模全産業で▲3 と、前回比で1ポイント低下、雇用人員判断 D.I.（「過剰」－「不足」）は▲28 と前回から3ポイント低下し、ともに引き続き不足超過となった。堅調な内外需要を反映して、設備・人員の不足感が強まった。

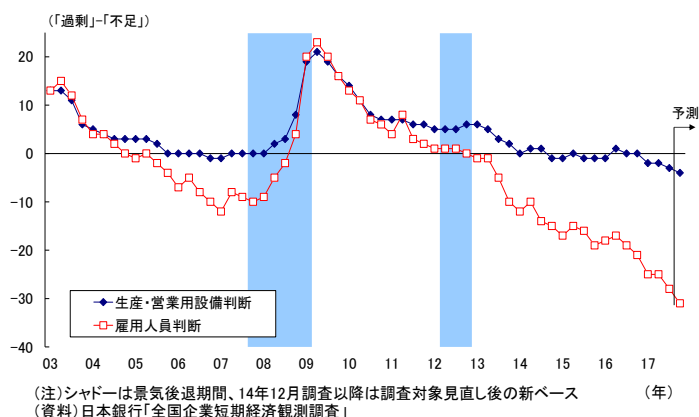
上記の結果、需給ギャップの代理変数とされる「短観加重平均 D.I.」（設備・雇用の各 D.I. を加重平均して算出）は前回から2.3ポイント低下し（▲16.5ポイント→▲18.8ポイント）、マイナス（不足超過）の幅を広げている。

特に人員に関しては、不足感が極めて強い状況が続いている。内訳を見ると、これまで同様、製造業（全規模で▲20）よりも、労働集約型産業が多い非製造業（全規模で▲34）で人手不足感が格段に強い。また、企業規模別で見ると、人材調達力や収益力・賃金水準の違いが反映されているとみられるが、中小企業が▲32 と大企業の▲18 を大きく下回っており、前回調査以降の低下も中小企業で顕著になっている。

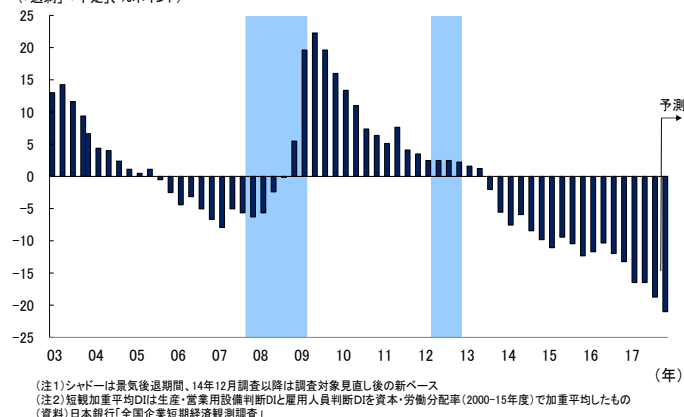
人手不足は製造業・非製造業や企業規模を問わず幅広く共有されているが、特に中小企業において深刻な経営課題になっていることは疑いがない。

先行きの見通し（全規模全産業）は、設備判断 D. I. が現状比1ポイント低下の▲4、雇用判断 D. I. は3ポイント低下の▲31 と、それぞれ不足感が強まることが見込まれている。両者を反映した「短観加重平均 D. I.」も引き続き低下に向かう見込み（▲18.8ポイント→▲21.0ポイント）。先行きにかけても、雇用判断 D. I. の低下は中小企業が目立ち、中小企業における人手不足に対する警戒感は強い（図表9、10）。

（図表9）生産・営業用設備判断と雇用人員判断DI(全規模・全産業)



（図表10）短観加重平均DI



2017年度の設備投資計画（全規模全産業）は、前年比4.6%増と前回調査時点の2.9%増から上方修正された。例年9月調査では、中小企業を中心に計画が固まってくることで上方修正される傾向が極めて強いため、上方修正されたこと自体にはあまり意味はない。

今回の設備投資計画の前年比伸び率（4.6%増）は、過去5年間との比較では、2015年度・2012年度に次ぐ水準であり、企業収益の改善を受けて、設備投資計画は底固いと評価できる。一方、前回調査からの上方修正幅は1.7%と、近年同時期における上方修正幅（直近5年の平均で2.0%）をやや下回った。堅調な需要や人手不足といった追い風を受けている割には物足りなさも残る。事業環境の先行き懸念が根強いことが影響しているとみられる。

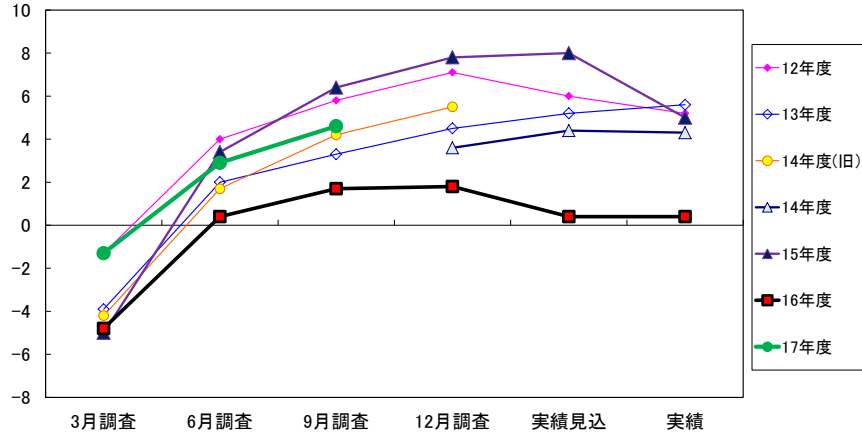
なお、17年度計画（全規模全産業 4.6%増）は事前の市場予想（QUICK 集計 4.3%増、当社予想も 4.3%増）をやや上回る結果であった。

(図表11) 設備投資計画と研究開発投資計画 (前年度比・%)

		設備投資計画			研究開発投資計画		
		2016年度	2017年度 (計画)	修正率	2016年度	2017年度 (計画)	修正率
大企業	製造業	4.3	14.1	-1.2	-0.8	2.5	0.0
	非製造業	-5.4	4.0	0.3	10.5	2.8	2.6
	全産業	-2.1	7.7	-0.3	0.1	2.5	0.2
中小企業	製造業	-6.7	0.9	9.8	12.2	2.5	-1.9
	非製造業	16.3	-19.9	7.6	38.3	26.4	6.8
	全産業	8.8	-14.1	8.3	14.1	4.6	-1.1
全規模	製造業	2.6	11.7	0.9	0.3	2.7	0.0
	非製造業	-0.7	0.8	2.1	12.0	4.4	2.4
	全産業	0.4	4.6	1.7	1.3	2.9	0.2

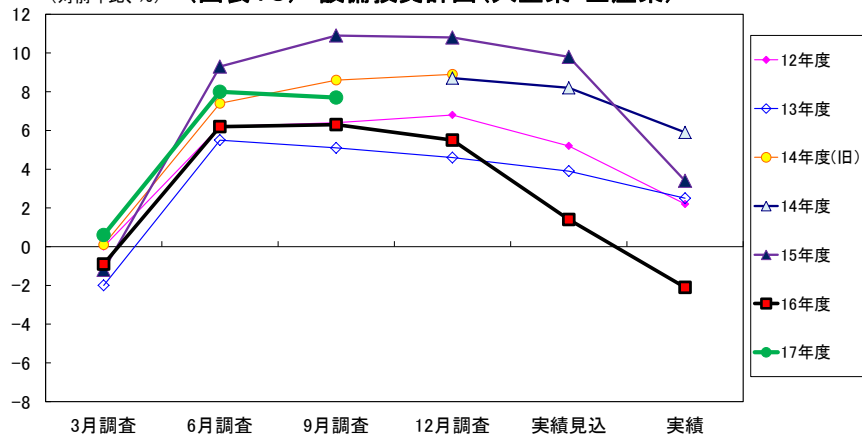
(注)設備投資は含む土地投資額。修正率は前回調査との対比。リース会計対応ベース。

(対前年比、%) (図表12) 設備投資計画(全規模・全産業)



(注)リース会計対応ベース。14年度分は12月調査は新旧併記、実績見込みは新ベース、15年度分以降は新ベース
(資料)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

(対前年比、%) (図表13) 設備投資計画(大企業・全産業)



(注)リース会計対応ベース。14年度分は12月調査は新旧併記、実績見込みは新ベース、15年度分以降は新ベース
(資料)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。