

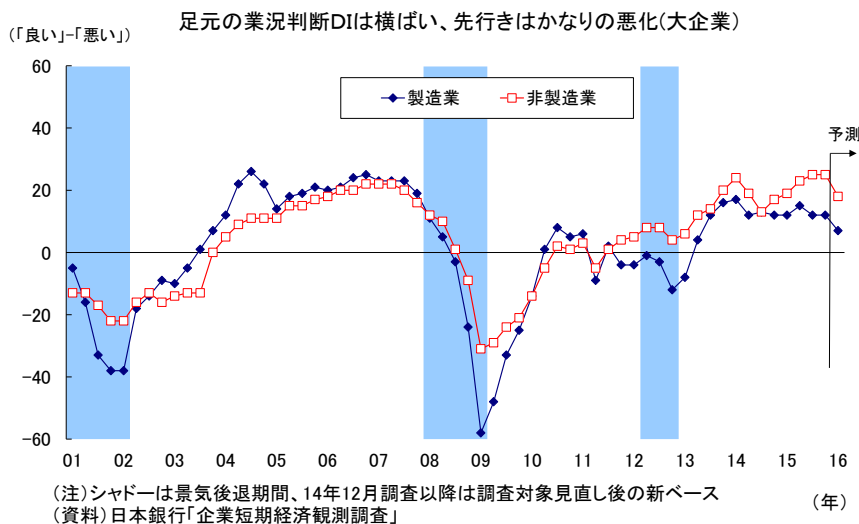
# Weekly エコノミスト・ レター

## 日銀短観(12月調査)

～大企業製造業の景況感は横ばい、先行きは悲観的

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 12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 12 と前回 9月調査比で横ばいとなり、足元の底堅い企業マインドが示された。大企業非製造業も横ばいとなった。景況感の下押し材料は多々存在するものの、特に資源価格下落が追い風となった形だ。大企業製造業では、新興国経済の減速や長引く軽自動車税増税の影響などが景況感の重石となったが、資源価格下落が採算の改善に繋がり、景況感を下支えした。非製造業でも、国内消費の伸び悩みや杭打ち不正問題も景況感の下押し圧力になる一方で、資源価格の下落に加えて、旺盛なインバウンド需要や情報化の流れが下支え役となった。中小企業については、製造業が前回から横ばい、非製造業では前回比 2ポイント上昇した。
2. ただし、先行きの景況感については、企業規模や製造業・非製造業を問わず、幅広く悪化が見られる。従来との比較でも今回の悪化幅は大きい。米利上げや中国経済減速などから、海外経済の先行き不透明感は強い。また、非製造業を支えるインバウンドも、国際的に相次ぐテロの影響や中国経済の減速によって、今後勢いが削がれるリスクが意識されたようだ。
3. 15年度設備投資計画(全規模全産業)は、前年度比で 7.8%増と、前回調査時点の 6.4%増から上方修正された。例年、9月調査から 12月調査にかけては、中小企業において、計画が固まってくることに伴って上方修正される統計のクセが非常に強く、今回も上方修正となったうえ、大企業も底堅い計画となった。大企業製造業では新興国経済の減速など外部環境の悪化により、一部投資の先送りの動きが出たとみられるが、非製造業では強い人手不足感から省力化投資などを積み増す動きが出た可能性がある。



# 1. 全体評価：企業マインドは足元堅調、先行きは弱い

日銀短観 12 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 12 と前回 9 月調査比で横ばいとなり、景況感は 2 四半期ぶりに下げ止まった。また、大企業非製造業の業況判断 D. I. も 25 と前回比横ばいとなり、高水準を維持している。

前回 9 月調査では、大企業製造業で景況感が悪化する一方、非製造業では改善していた。

その後も日本経済は足踏み状態が続いている。先日発表された 7-9 月の実質 GDP 成長率（2 次速報値）は、1 次速報値から上方修正されたものの前期比年率 1.0%増に留まり、マイナス成長に沈んだ 4-6 月期の後も景気に力強さは感じられない。さらに、10 月の主要経済指標もまちまちな状況だ。10 月の鉱工業生産（季節調整値）は在庫調整の進展もあって、前月比 1.4%増と 2 ヶ月連続で増加したが、新興国経済の減速等を受けた輸出数量（同）は落ち込んだままだ。また、家計調査における実質消費支出（同・二人以上の世帯）は前月比 0.7%減と 2 ヶ月連続の減少となり、住宅着工戸数は 8 カ月ぶりに前年比マイナスに陥っている。

大企業製造業では、新興国経済の減速や長引く軽自動車税増税の影響などが景況感の重石となったが、前回調査以降も資源価格が下落したことが採算の改善に繋がり、景況感を下支えした。非製造業でも、国内消費の伸び悩みや杭打ち不正問題も景況感の下押し圧力になる一方で、資源価格の下落に加えて、旺盛なインバウンド需要や情報化の流れが下支え役となった。

中小企業については、製造業が前回から横ばい、非製造業では前回比 2 ポイント上昇し、業況判断 D.I.はそれぞれ 0、5 となった。非製造業は大企業では横ばいであったが、中小企業ではやや改善した。

先行きの景況感については、企業規模や製造業・非製造業を問わず、幅広く悪化。従来との比較でも、今回の悪化幅は大きい。米利上げ、中国経済減速などから、海外経済の先行き不透明感は強い。また、非製造業を支えるインバウンドも、国際的に相次ぐテロの影響や中国経済の減速によって、今後勢いが削がれるリスクが意識されたようだ。

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 11、当社予想は 9）は予想をやや上回る一方で、先行き（QUICK 集計 10、当社予想は 9）は市場予想を下回った。大企業非製造業も同様で、足元（QUICK 集計 23、当社予想も 23）は予想を上回ったが、先行き（QUICK 集計 21、当社予想も 21）は予想を下回った。

15 年度設備投資計画（全規模全産業）は、前年度比で 7.8%増と、前回調査時点の 6.4%増から上方修正された。例年、9 月調査から 12 月調査にかけては、中小企業において、計画が固まってくることに伴って上方修正される統計のクセが非常に強く、今回も上方修正となったうえ、大企業も底堅い計画となった。全規模全産業の上方修正幅は例年と比べてもそんな色がない。

大企業では、例年この時期製造業において小幅な下方修正が入る傾向があるが、今回は例年よりもやや大幅な下方修正（▲2.7%）が行われたが、非製造業において大き目の上方修正（1.3%）が入ったことで影響が相殺された。大企業全体の設備投資計画は、前年度比 10.8%増と、前回からほぼ横ばい推移となっている（図表 13）。

製造業では新興国経済の減速など外部環境の悪化により、一部投資の先送りの動きが出たとみら

れるが、非製造業では強い人手不足感から省力化投資などを積み増す動きが出た可能性がある。

今回の短観で、企業の足元の底堅い景況感が示されたこと、設備投資が上方修正となったこと、雇用の逼迫感がさらに強まったことは、日銀の景気認識を補強する材料になるだろう。

ただし、今回の短観には、いくつか警戒すべきメッセージも含まれている。日銀は昨年10月末以降、追加緩和を見送り続けているが、「(日銀が言うところの)物価の基調が改善している」点をその最大の拠り所としている。物価の基調に関しては、複数の要素や指標を挙げているが、今回の短観で企業の先行きの景況感に弱気がみられたことは、物価の基調を判断する重要な要素である需給ギャップと賃上げによって抑制的に働く可能性がある。

また、企業の価格設定スタンス(すなわち値上げの動き)も物価の基調の一要素に挙げられているが、今回の「販売価格判断D.I.」は、足元・先行きともに弱い動きが散見され、販売価格引き上げが慎重化している可能性を示唆している。これらは、日銀の物価上昇シナリオと相反する動きであるだけに、日銀が警戒を強める材料になるだろう。

また、明日15日に発表される「企業の物価見通し」も引き続き注目される。企業の物価見通しは、14年3月調査から開始されたものだが、以降の企業のインフレ期待は徐々に低下しつつある。特に前回調査では、全ての年限において、下振れが確認された。

予想物価上昇率については、日銀が「物価の基調」を判断するうえで、需給ギャップなどと並ぶ重要な要素に位置づけられ、日銀は現時点において、「このところ弱めの指標もみられているが、やや長い目で見れば、全体として上昇している」との判断を示している。従って、今回発表される「企業の物価見通し」において、さらに下振れが認められるかがポイントになる。

今回発表される「企業の物価見通し」において、前回に続いて明確な下振れが認められれば、本日の短観の一部内容とともに、日銀の「物価の基調は改善」という論理の綻びとなる可能性もあるだけに、その動向は注目に値する。

## 2. 業況判断 D. I. : 全規模全産業は足元やや改善、先行きは悪化

全規模全産業の業況判断 D. I. は9(前回比1ポイント上昇)、先行きは3(現状比6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12で前回調査から横ばいとなった。業種別では、全16業種中、悪化が8業種と改善の7業種を若干上回った(横ばいが1業種)。市況悪化に苦しむ非鉄金属(11ポイント悪化)、繊維(同)、中国経済減速の影響を大きく受ける生産用機械(10ポイント悪化)などで悪化が目立つほか、4月からの軽自動車税増税の悪影響を引きずる自動車(3ポイント悪化)も悪化した。一方で、造船・重機等(11ポイント改善)や採算が向上している化学(6ポイント改善)などでは改善が目立った。

先行きについては、悪化が11業種と改善の4業種を大きく上回っており、全体では5ポイントの悪化を示している。引き続き、生産用機械(13ポイント悪化)での悪化が顕著なほか、鉄鋼(9ポイント悪化)、造船・重機等(8ポイント悪化)、自動車(8ポイント悪化)などでも悪化が目立つ。

大企業非製造業の D.I.も 25 と前回調査から横ばいとなった。業種別では、全 12 業種中、改善・悪化ともに 6 業種となっている。物品賃貸（11 ポイント悪化）、対事業所サービス（同）のほか、国内消費の伸び悩みの影響を受ける卸売（1 ポイント悪化）や小売（3 ポイント悪化）、杭打ち不正問題の影響が出始めている不動産（3 ポイント悪化）などで悪化する一方、情報化の追い風を受ける通信（11 ポイント改善）、情報サービス（5 ポイント改善）、訪日客増加の追い風を強く受ける宿泊・飲食サービス（1 ポイント改善）などが下支え役となった。

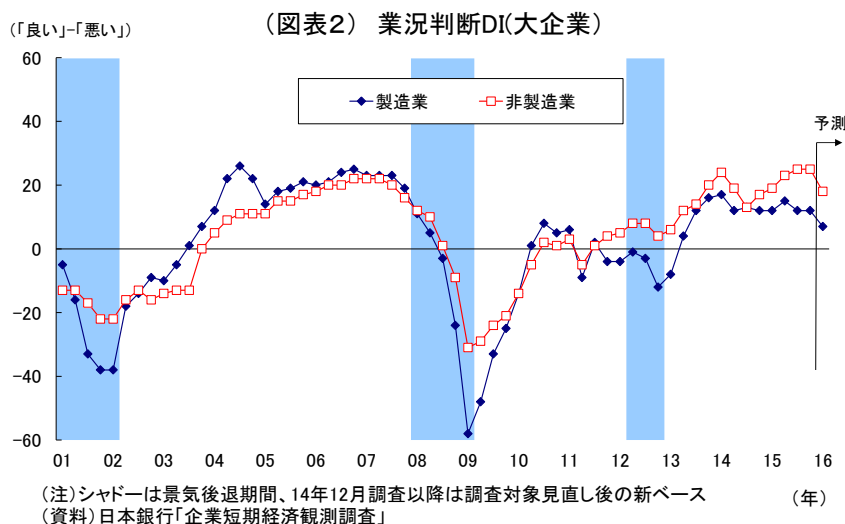
先行きについては、悪化が 10 業種と殆どを占めており、改善はゼロ業種、全体では 7 ポイントの悪化となった。政府からの値下げ圧力を受ける通信（39 ポイント悪化）が劇的な悪化を示すほか、小売（8 ポイント悪化）も悪化を見込む。さらに、ここまで底堅い動きを見せている宿泊・飲食サービス（14 ポイント悪化）も大幅な悪化に転じている。国際的に相次ぐテロの影響や新興国経済の減速によって、今後勢いが削がれるリスクが意識されたようだ。

（図表 1） 業況判断DI

（「良い」-「悪い」・%ポイント）

		2015年9月調査		2015年12月調査			
		最近	先行き	最近	先行き		変化幅
					変化幅	変化幅	
大企業	製造業	12	10	12	0	7	-5
	非製造業	25	19	25	0	18	-7
	全産業	19	14	18	-1	13	-5
中堅企業	製造業	5	4	5	0	0	-5
	非製造業	17	13	19	2	12	-7
	全産業	12	9	14	2	8	-6
中小企業	製造業	0	-2	0	0	-4	-4
	非製造業	3	1	5	2	0	-5
	全産業	3	0	3	0	-2	-5

（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。  
14年12月調査の値は調査対象見直し後の新ベース。



### （中小企業）

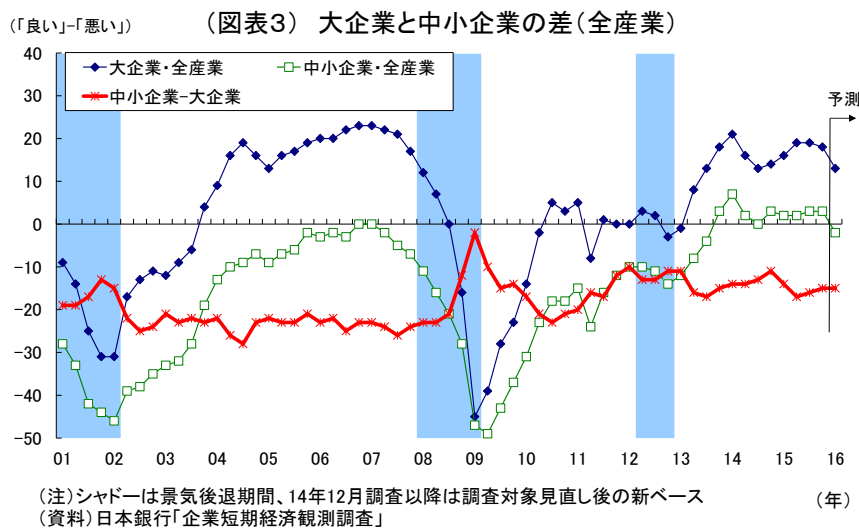
中小企業製造業の業況判断 D.I.は 0 で前回から横ばいとなった。業種別では全 16 業種中、悪化が 8 業種と、改善の 7 業種をやや上回った（横ばいが 1 業種）。業種別では、大企業同様、生産用機械（12 ポイント悪化）の悪化が最大となったが、はん用機械（10 ポイント悪化）、造船・重機等

(6ポイント悪化)の悪化も目立つ。一方、これまで回復の遅れていた石油・石炭製品(8ポイント改善)、繊維(同)、木材・木製品(6ポイント改善)などで景況感が改善した。

先行きは、悪化が14業種と改善の1業種(非鉄金属)を大きく上回り(横ばいが1業種)、全体では4ポイントの悪化が示された。足元で改善が目立った石油・石炭製品(11ポイント悪化)、木材・木製品(同)で悪化幅が大きいほか、引き続き生産用機械(8ポイント悪化)も大きく悪化する見込みとなっている。

中小企業非製造業のD.I.は5と前回比2ポイント改善した。全12業種中、改善が9業種と悪化の2業種を大きく上回った。大企業同様、通信(2ポイント改善)、情報サービス(5ポイント改善)、宿泊・飲食サービス(2ポイント改善)などが牽引役となった。一方、電気・ガス(12ポイント悪化)、不動産(1ポイント悪化)が悪化した。

先行きは、悪化が9業種と改善の2業種を大きく上回り(横ばいが1業種)、全体では5ポイントの悪化となった。通信、情報サービス以外は、幅広く悪化が示されている。



### 3. 需給・価格判断：海外需給は悪化、マージンは改善

#### (需給判断：海外需給は悪化)

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)は前回比横ばい、非製造業では1ポイント低下した。個人消費の伸び悩みが影響したとみられる。一方、製造業の海外での製商品需給は前回から1ポイント低下。新興国の景気減速が影響したとみられる。

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、製造業の海外需給は1ポイントの上昇が見込まれている。いずれも小動きに留まり、需給の明確な改善は見込まれていない。

中小企業では、国内需給は製造業で1ポイント低下、非製造業では横ばいとなった。製造業の海外需給は3ポイントとかなり低下している。先行きについては、国内需給は製造業・非製造業ともに小幅に悪化する一方、海外需給は小幅に改善しているが、大企業同様、明確な改善は見込まれていない(図表4)。



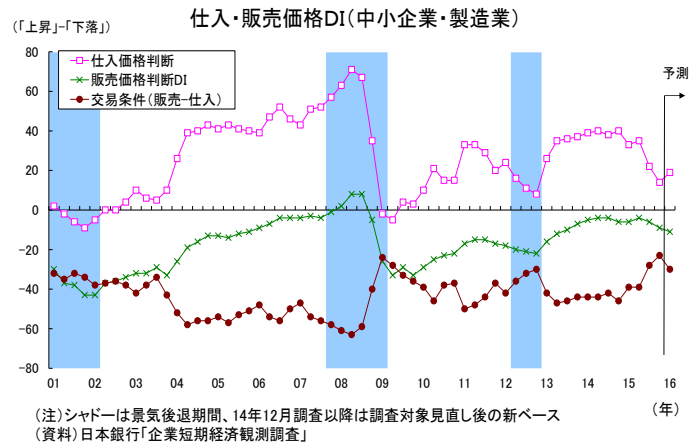
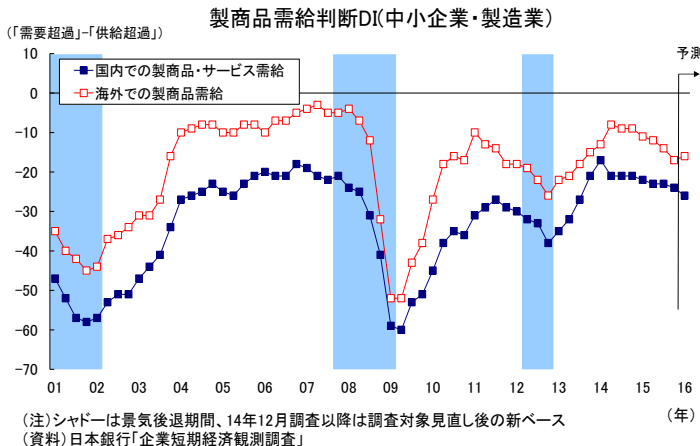
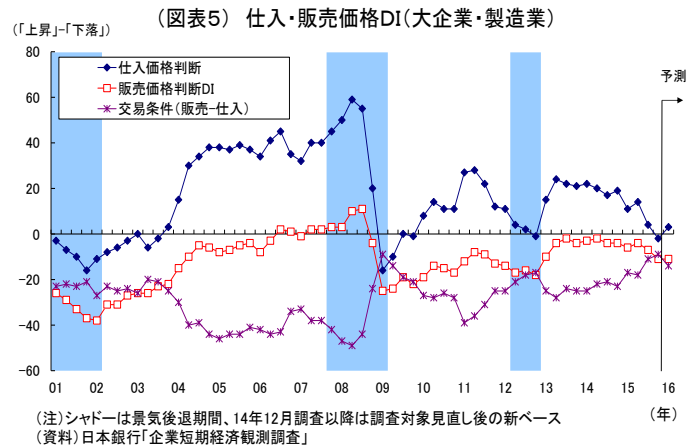
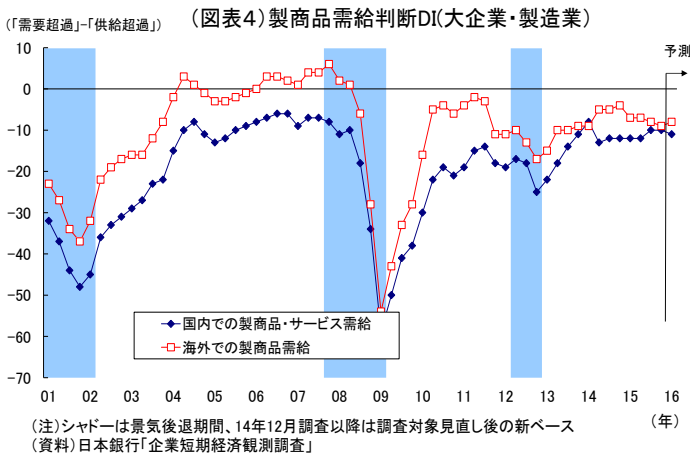
## （価格判断：仕入コスト低下でマージン改善）

大企業製造業の販売価格判断 D.I.（上昇－下落）は前回から 4 ポイント低下、非製造業では横ばいとなった。円安による輸入コスト転嫁の動きは一服しているようだ。一方、仕入価格判断 D.I.（上昇－下落）は製造業で 6 ポイント低下、非製造業でも 3 ポイント低下しており、引き続き原油などの資源価格下落と円安一服によって仕入コスト増加圧力が緩和した状況がうかがわれる。製造業、非製造業ともに、販売価格 D. I. の低下幅を仕入価格 D. I. の低下幅が上回ったため、両者の差し引きであるマージン（利鞘）は前回から拡大している。

販売価格判断 D. I. の 3 ヶ月後の先行きについては、製造業では横ばい、非製造業では 2 ポイントの低下が見込まれている。企業は今後の価格引き上げについて慎重に見ているようだ。一方、仕入価格判断 D. I. は製造業で 5 ポイント上昇、非製造業で 1 ポイントの上昇が見込まれている。ともに販売価格 D. I. が上昇しない一方で仕入価格 D. I. が上昇しているため、マージンは縮小に転じることが見込まれている（図表 5）。

中小企業の販売価格判断 D.I.は製造業が前回から 3 ポイント低下、非製造業ではまるばいとのていか横ばいとなった。一方で、仕入価格判断 D.I.は製造業で 8 ポイント低下、非製造業でも 2 ポイント低下したため、差し引きであるマージンは、大企業同様、それぞれで拡大している。

先行きについては、販売価格 D.I.が製造業で 2 ポイント低下する一方、非製造業では 2 ポイント上昇している。一方、仕入価格判断 D.I.は製造業・非製造業ともに 5 ポイント上昇しており、マージンの縮小が想定されている。



## 4. 売上・収益計画：15年度収益計画は売上で下方修正、利益で上方修正

15年度収益計画（全規模全産業）は、売上高が前年度比0.5%減（前回は0.4%増）、経常利益が5.4%増（前回は3.3%増）となった。売上が下方修正される一方、利益は上方修正されている（図表6～8）。売上が伸びない中で経常利益が上方修正されたのは採算の改善を織り込んだためだ。下記のとおり、事業計画の前提となる為替レートがやや円安方向に修正されたうえ、原油などの資源価格下落が反映されたものと考えられる。ただし、製造業では、年度下期の採算悪化が強く織り込まれたため、非製造業の上方修正が全体の上方修正に繋がった形となっている。

15年度想定為替レート（大規模製造業）は119.4円（上期120.84円、下期118.00円）と、前回の117.39円から2円程度、円安ドル高方向に修正されている。今回調査時点では、前回調査時点と比べて為替の実勢がやや円安となったうえ、前回までは実勢に比べて若干円高水準での計画だっただけに、実勢を反映する動きが出た。

なお、今回の下期想定レートも、足元の実勢である121円程度よりは円高水準であるが、かなり距離感が詰まってきた。米国は今月にも利上げに向かうとみられるが、為替レートの先行きに対する市場の見方は、昨今やや分かれている。筆者は円安基調継続とみるが、そうなった場合は、次回以降の収益計画において一段と円安が織り込まれていくことで、大企業・製造業を中心に上方修正が入るだろう。

（図表6） 売上高計画 （前年度比・%）

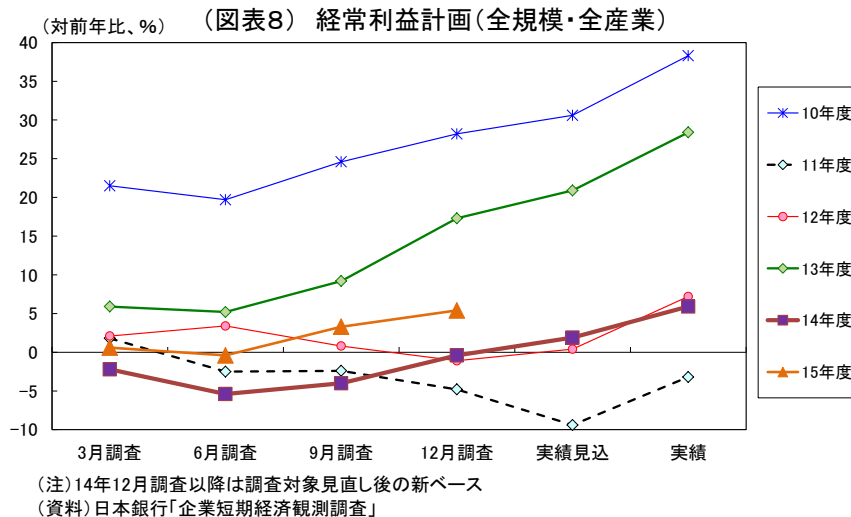
	2014年度	2015年度 (計画)		上期	下期	
			修正率			
大企業	製造業	1.3	-0.3	-1.1	0.1	-0.6
	国内	-0.6	-1.8	-1.7	-2.5	-1.2
	輸出	5.9	3.4	0.2	6.1	1.0
	非製造業	0.5	-1.6	-1.7	-2.2	-1.1
	全産業	0.8	-1.1	-1.5	-1.3	-0.9
中堅企業	製造業	1.9	1.6	0.0	1.6	1.5
	非製造業	0.2	0.8	-0.3	1.0	0.6
	全産業	0.6	1.0	-0.2	1.1	0.8
中小企業	製造業	1.2	0.1	-0.3	0.9	-0.7
	非製造業	0.0	-0.5	0.0	0.6	-1.5
	全産業	0.2	-0.4	0.0	0.7	-1.3
全規模	製造業	1.4	0.1	-0.8	0.4	-0.3
	非製造業	0.3	-0.7	-0.9	-0.6	-0.8
	全産業	0.6	-0.5	-0.8	-0.3	-0.6

（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・%）

	2014年度	2015年度 (計画)		上期	下期	
			修正率			
大企業	製造業	11.5	3.3	-0.5	16.1	-8.1
	素材業種	0.1	8.9	-1.3	18.6	-0.6
	加工業種	16.1	1.3	-0.2	15.1	-10.6
	非製造業	3.7	9.9	4.0	18.3	0.4
	全産業	7.6	6.5	1.7	17.2	-4.2
中堅企業	製造業	11.8	8.6	2.2	15.5	2.9
	非製造業	-0.6	3.1	4.1	11.4	-2.8
	全産業	3.1	4.9	3.5	12.8	-1.1
中小企業	製造業	8.6	3.1	0.2	9.3	-2.3
	非製造業	0.8	1.5	2.6	12.7	-6.9
	全産業	2.6	1.9	2.0	11.8	-5.8
全規模	製造業	11.2	3.8	-0.1	15.3	-6.2
	非製造業	2.2	6.5	3.7	16.0	-2.3
	全産業	5.9	5.4	2.0	15.7	-4.0

（注）修正率は前回調査との対比。



## 5. 設備投資・雇用：設備投資計画は引き続き強め、人手不足感はさらに逼迫

生産・営業用設備判断 D.I. (「過剰」－「不足」)は全規模全産業で▲1で、前回から横ばいとなった。一方、雇用人員判断 D.I. (「過剰」－「不足」)は全規模・全産業で▲19と前回から3ポイント低下している。雇用人員判断 D.I. の低下は、経済指標における失業率の低下や求人倍率高止まりと整合的な動きである。

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)は前回からやや低下(▲10.4ポイント→▲12.3ポイント)している。直近の最低であった15年3月調査(▲11.1ポイント)も今回は下回った。

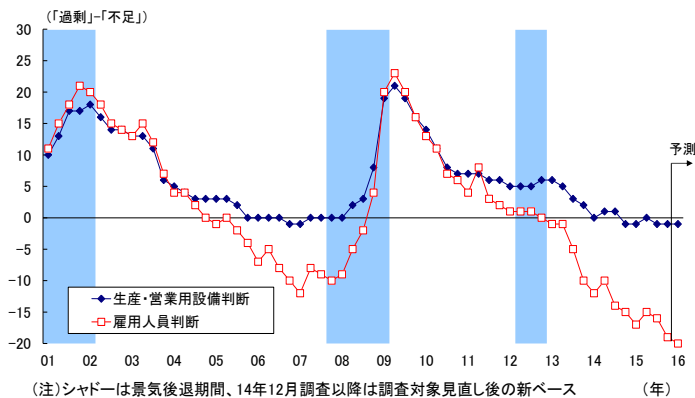
また、水準としても人員の不足感は極めて強い。内訳を見ると、従来同様、製造業(全規模で▲9)よりも、労働集約型産業が多い非製造業(全規模で▲25)で、より人手不足感が強い。また、企業規模別で見ると、人材調達力の違いが反映されているとみられるが、中小企業が▲21と大企業の▲12を大きく下回る状況が続いている。この結果、中小企業非製造業では▲28と全区分中最大のマイナス幅(人手不足感)となっている。

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化されているが、特に中小企業非製造業においては深刻な経営課題になっている。

先行きの見通し(全規模全産業)は、設備判断 D.I. が現状比横ばいの▲1、雇用判断 D.I. は1ポイント低下の▲20と、雇用においてさらに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.」もさらに低下に向かう見込み(▲12.3ポイント→▲13.0ポイント)である。雇用判断 D.I. の低下は中小企業で目立っており、中小企業における人手不足に対する警戒感が現れている(図表9,10)。

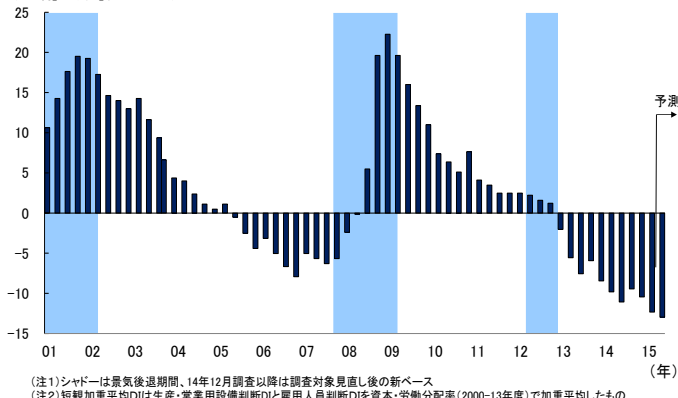


(図表9) 生産・営業用設備判断と雇用人員判断DI(全規模・全産業)



(注)シャドローは景気後退期間、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「企業短期経済観測調査」

(図表10) 短観加重平均DI



(注1)シャドローは景気後退期間、14年12月調査以降は調査対象見直し後の新ベース  
(注2)短観加重平均DIは生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIを資本・労働分配率(2000-13年度)で加重平均したもの  
(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

15年度設備投資計画(全規模全産業)は、前年度比で7.8%増と、前回調査時点の6.4%増から上方修正された。例年、9月調査から12月調査にかけては、中小企業において、計画が固まってくることに伴って上方修正される統計のクセが非常に強く、今回も上方修正となったうえ、大企業も底堅い計画となった。全規模全産業の上方修正幅は例年と比べてもそんな色がない(図表11~12)。

大企業では、例年この時期製造業において小幅な下方修正が入る傾向があるが、今回は例年よりもやや大幅な下方修正(▲2.7%)が行われたが、非製造業において大き目の上方修正(1.3%)が入ったことで影響が相殺された。大企業全体の設備投資計画は、前年度比10.8%増と、前回からほぼ横ばい推移となっている(図表13)。

製造業では新興国経済の減速など外部環境の悪化により、一部投資の先送りの動きが出たとみられるが、非製造業では強い人手不足感から省力化投資などを積み増す動きが出た可能性がある。

ただし、足元の設備投資関連指標は強弱が分かれているだけに、今後年度末にかけて、大企業を中心として計画が下方修正される可能性がある点には留意が必要だ。

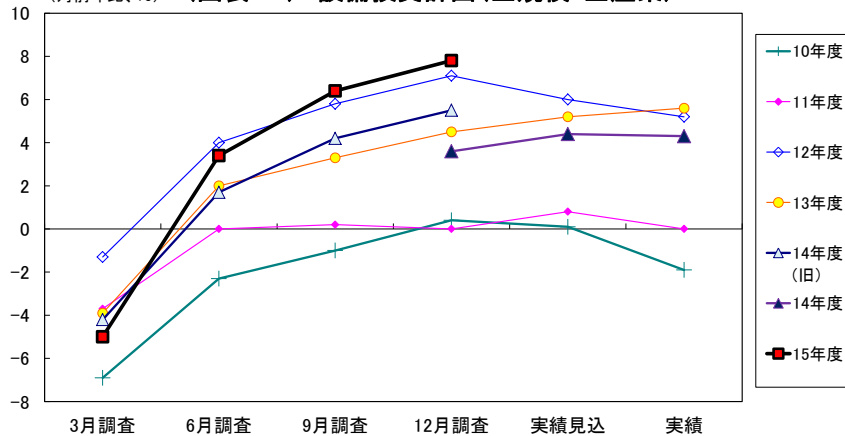
なお、15年度計画(全規模全産業7.8%増)は事前の市場予想(QUICK集計6.8%増、当社予想は6.5%増)をかなり上回る結果であった。

(図表11) 設備投資計画 (前年度比・%)

		2014年度	2015年度 (計画)		上期	下期
			修正率			
大企業	製造業	5.6	15.5	-2.7	10.2	19.6
	非製造業	6	8.5	1.3	2.7	13.0
	全産業	5.9	10.8	-0.1	5.2	15.1
中小企業	製造業	9.6	1.5	3.5	-7.6	9.0
	非製造業	-5.0	-1.0	7.6	9.0	-8.8
	全産業	-0.8	-0.2	6.3	3.7	-3.3
全規模	製造業	6.8	12.2	-1.1	7.0	16.4
	非製造業	3.1	5.6	2.7	3.7	7.0
	全産業	4.3	7.8	1.3	4.8	10.1

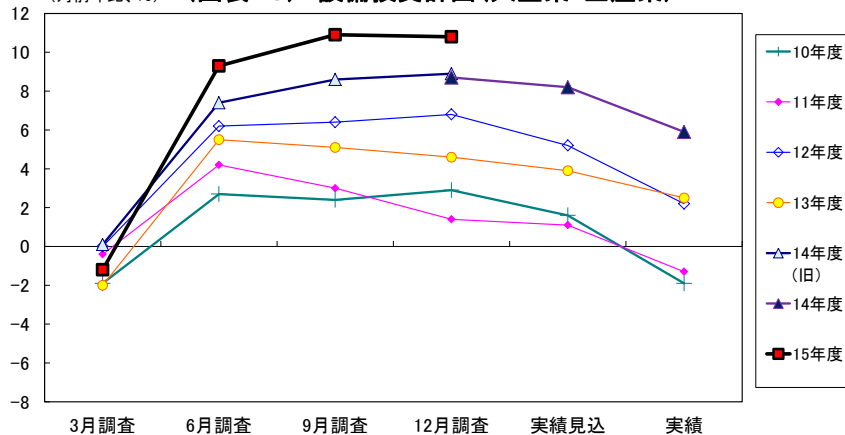
(注)含む土地投資額。修正率は前回調査との対比。リース会計対応ベース。

(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年度分は新ベース  
 (資料)日本銀行「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年度分は新ベース  
 (資料)日本銀行「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。