

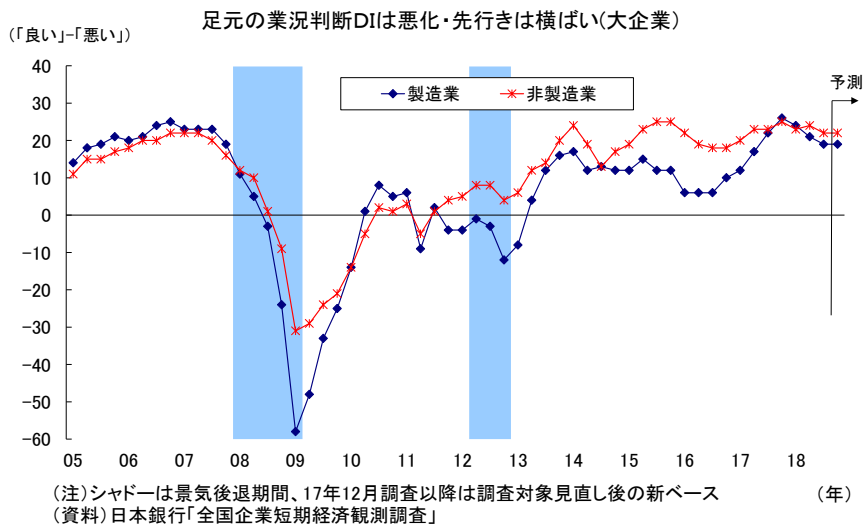
# Weekly エコノミスト・ レター

## 日銀短観(9月調査)

～大企業製造業の景況感は3四半期連続で悪化、設備投資計画の勢いは弱め

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.が前回6月調査比で2ポイント低下し、3四半期連続となる景況感の悪化が示された。大企業非製造業の業況判断D.I.もやや低下した。大企業製造業では一部業種における原材料価格上昇や中国経済減速、自然災害による生産停止の影響で景況感が悪化した。一方、大企業非製造業では、深刻な人手不足や大阪北部地震等の影響による訪日客の伸び鈍化などの影響で景況感が悪化した。中小企業の業況判断D.I.は、製造業が前回から横ばい、非製造業がやや上昇した。
2. 大企業の先行きの景況感は横ばいとなった。製造業では、貿易摩擦激化やその影響を受ける中国経済減速への警戒が一部で現れているが、事態は流動的であることから、影響は限定的に留まっている。非製造業では、冬の賞与増や復興需要への期待が下支えとなったとみられる。ただし、今後は既に発動された米中の追加関税の影響が現れてくるとみられるうえ、米政権は今後も強硬な通商姿勢を崩さないと考えられることから、企業マインドの下振れリスクは高い。
3. 2018年度の設備投資計画(全規模全産業)は、前年比8.5%増へと上方修正された。伸び率は例年に比べて大幅に高い水準にある。背景には良好な企業収益や省力化投資需要がある。ただし、例年9月調査では、主に中小企業で計画が具体化してくることによって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。今回の上方修正幅は0.6%に留まり、例年に比べて見劣りする。単に6月調査段階での上方修正幅が大きかった反動が出たということも考えられるが、前回調査以降、米国・中国が毎月追加関税を発動するなど貿易摩擦が激化しており、一部企業で投資の様子見や先送りの動きが出ている可能性がある。



## 1. 全体評価：足元、先行きとも悪化、設備投資計画の勢いは弱め

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 19 と前回 6 月調査比で 2 ポイント低下し、3 四半期連続となる景況感の悪化が示された。大企業非製造業の業況判断 D. I. も 22 と前回から 2 ポイント悪化した。

前回 6 月調査では、原材料価格上昇などの影響により、大企業製造業で 2 四半期連続の景況感悪化が示された一方、非製造業では好調なインバウンド需要などを背景に景況感がやや改善していた。

その後の事業環境を俯瞰すると、海外経済は米国が堅調を維持する一方、中国は過剰債務問題に加えて貿易摩擦激化に伴って減速感が出てきている。国内では好調な企業収益を背景に設備投資が堅調に推移しているほか、賞与増加が消費の追い風となったとみられる。ただし、西日本豪雨や相次ぐ台風の上陸、地震発生の影響で 7 月以降の経済活動は阻害されている。円相場は対ドルでは円安に振れているものの、多くの新興国通貨に対して円高が進み、採算悪化要因になっている。

このように強弱材料が交錯している状況だが、大企業製造業では一部素材業種での原材料費上昇や中国経済減速の影響、自然災害による生産停止の影響で景況感が悪化した。なお、短観の足元の景況感は直前の出来事の影響をあまり反映しない傾向がある<sup>1</sup>ため、9 月上旬に発生した台風 21 号と北海等胆振東部地震の影響は十分に織り込まれていない可能性が高い。一方、大企業非製造業では、夏の賞与増加が追い風となったものの、深刻な人手不足や 6 月に発生した大阪北部地震等の影響による訪日客の伸び鈍化などの影響で景況感が悪化した。

中小企業の業況判断 D.I.は、製造業が前回から横ばいの 14、非製造業が 2 ポイント上昇の 8 となった。基本的に強弱材料は大企業と同様であるが、中小企業はもともと景況感の水準が大企業よりも低かったことが下支えになったとみられる。

大企業の先行きの景況感は横ばいとなった。製造業では、貿易摩擦激化やその影響を受ける中国経済減速への警戒が一部で現れているが、事態は流動的であることから、影響は限定的に留まった。非製造業では、冬の賞与増加や復興需要への期待が下支えとなったとみられる。

ただし、今後は既に発動された米中の追加関税の影響が現れてくるとみられるうえ、米政権は今後も強硬な通商スタンスを崩さないと考えられることから、企業マインドの下振れリスクは高い点には注意が必要だ。

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 21、当社予想は 22）、先行き（QUICK 集計 20、当社予想は 19）ともに予想をやや下回った。大企業非製造業は、足元（QUICK 集計 23、当社予想は 22）は予想をやや下回ったが、先行き（QUICK 集計 21、当社予想は 18）は予想をやや上回った。

2018 年度の設備投資計画（全規模全産業）は、前回 6 月調査の時点で大きく上方修正され、前年比 7.9%増と 6 月調査としては 1983 年度以降で最高の伸びとなっていたが、今回調査では前年比 8.5%増とさらに上方修正された。この結果、伸び率は例年に比べて大幅に高い水準にある。この背景には良好な企業収益や省力化投資需要がある。

<sup>1</sup> 2011 年 3 月に発生した東日本大震災直後に発表された同年 3 月短観では、地震発生後に回収された回答だけを集計した場合でも、足元の景況感下振れは限定的であった。一方、先行きは一定程度の下振れが見られた。

ただし、例年9月調査では、主に中小企業で計画が具体化してくることによって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。今回の上方修正幅は0.6%に留まり、例年に比べて見劣りする（9月調査における上方修正幅は過去5年平均で2.0%）。単に6月調査段階での上方修正幅が大きかった反動が出たということも考えられるが、前回調査以降、米国・中国が毎月追加関税を発動するなど貿易摩擦は激化しており、一部企業で投資の様子見や先送りの動きが出ている可能性がある。

なお、今回の短観が日銀の金融政策へ与える直接的な影響は限定的になりそうだ。大企業製造業で3四半期連続となる景況感悪化が示されたほか、設備投資計画も勢いが弱めであったものの、景況感の水準自体は高いレベルを維持しているうえ、設備投資計画も伸び率自体は高い。

また、日銀は前回7月末の決定会合において、政策の修正（長期金利の変動許容幅拡大、ETF買入れの弾力化など）を決定したばかりのため、しばらくは様子見スタンスを採ると見込まれる。

貿易摩擦など下振れリスクの動向、ならびにそれらが企業活動や実体経済へ及ぼす影響を注視しながら、必要となった場合にも、とりあえずは政策変更ではなく、拡大後の長期金利変動許容幅（-0.2%から0.2%）の中で、オペを通じて金利の低下を促すといった対応を採ることになりそうだ。

## 2. 業況判断 D.I. : 全体的には足元も先行きも弱含み

全規模全産業の業況判断 D.I. は 15（前回は 1 ポイント低下）、先行きは 12（現状比 3 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 19 と前回調査から 2 ポイント低下した。業種別では、全 16 業種中、低下が 10 業種と上昇の 4 業種を上回った（横ばいが 2 業種）。

原料価格上昇を受ける石油・石炭（18 ポイント低下）、窯業・土石（11 ポイント低下）、国際市況の悪化を受ける非鉄金属（8 ポイント低下）のほか、中国向け受注が減少している生産用機械（5 ポイント悪化）が目立った。

先行きについては、上昇が 8 業種と低下の 6 業種を上回ったが（横ばいが 2 業種）、全体では現状比横ばいとなった。

船舶環境規制への対応需要が追い風となる造船・重機等（11 ポイント上昇）、原料価格下落が見込まれる鉄鋼（8 ポイント上昇）などで上昇が目立った一方、はん用機械（9 ポイント低下）、生産用機械（5 ポイント低下）、自動車（2 ポイント低下）など貿易摩擦の影響を受けやすい業種では悪化がみられる。

大企業非製造業の D.I. も前回から 2 ポイント低下の 22 となった。業種別では、全 12 業種中、低下が 7 業種と上昇の 4 業種を上回った（横ばいが 1 業種）。

物品賃貸（9 ポイント低下）を筆頭に、燃料価格上昇を受ける電気・ガス（6 ポイント低下）、人手不足が深刻化している運輸・郵便（3 ポイント上昇）、対個人サービス（4 ポイント低下）、宿泊・飲食サービス（2 ポイント低下）などで景況感の悪化が見られる。宿泊・飲食サービスはインバウンド鈍化の影響も現れているとみられる。

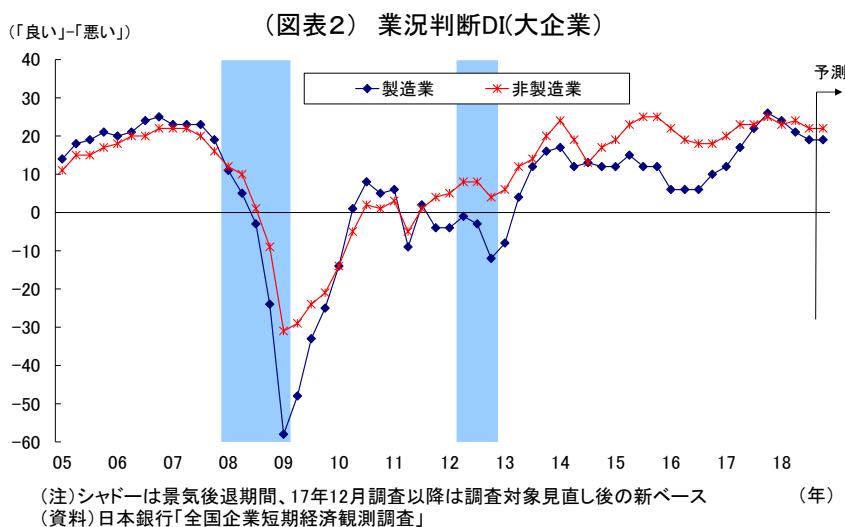
先行きについては、低下が6業種と上昇の4業種を上回ったが、全体では横ばいとなった。

過熱感への警戒が出やすい建設(6ポイント低下)、不動産(3ポイント低下)のほか、原油価格上昇への警戒が強い電気・ガス(7ポイント低下)で景況感の悪化が見込まれている。一方、小売(7ポイント上昇)は大幅な上昇が見込まれている。天候不順の影響剥落や冬の賞与増加への期待が現れているとみられる。また、物品賃貸(12ポイント上昇)も大幅な上昇が見込まれており、自然災害からの復興に伴う建機等のリース需要が見込まれている可能性がある。

(図表1) 業況判断DI

		業況判断DI (「良い」-「悪い」・%ポイント)					
		2018年6月調査		2018年9月調査			
		最近	先行き	最近	変化幅	先行き	変化幅
大企業	製造業	21	21	19	-2	19	0
	非製造業	24	21	22	-2	22	0
	全産業	22	21	21	-1	20	-1
中堅企業	製造業	20	16	15	-5	13	-2
	非製造業	20	16	18	-2	15	-3
	全産業	20	16	17	-3	14	-3
中小企業	製造業	14	12	14	0	11	-3
	非製造業	8	5	10	2	5	-5
	全産業	11	8	12	1	7	-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。



### (中小企業)

中小企業製造業の業況判断D.I.は前回から横ばいの14となった。業種別では全16業種中、上昇が8業種と、低下の7業種をやや上回った(横ばいが1業種)。

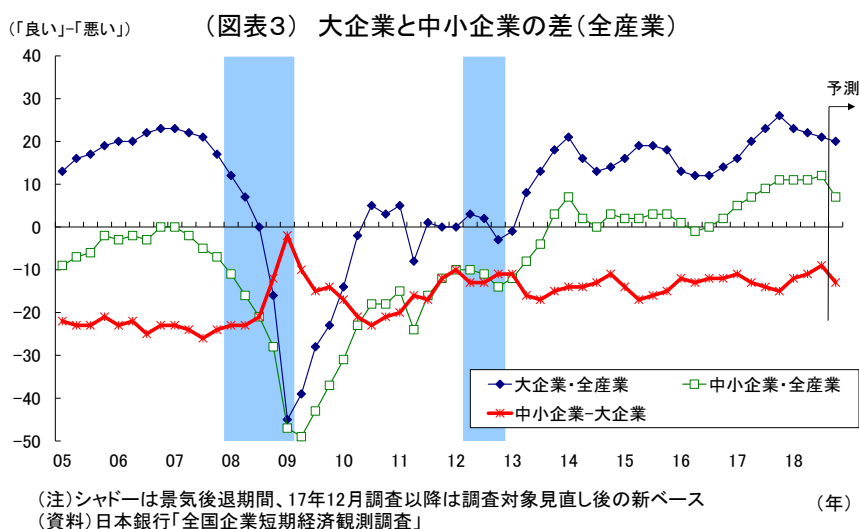
大企業同様、石油・石炭(7ポイント低下)や非鉄金属(5ポイント低下)、生産用機械(5ポイント低下)で景況感が悪化したが、紙・パルプ(11ポイント上昇)、業務用機械(6ポイント上昇)などの上昇で補った。

先行きについては、低下が13業種と上昇の3業種を大きく上回り、全体では3ポイントの低下となった。化学(11ポイント低下)、非鉄金属(11ポイント低下)、はん用機械(13ポイント低下)、自動車(9ポイント低下)など、原材料価格・市況、貿易摩擦の影響を受けやすい業種で特に悪化が目立つ。

中小企業非製造業のD.I.は10と前回比で2ポイント上昇した。業種別では全12業種中、上昇が6業種と低下の4業種を上回った（横ばいが2業種）。

大企業同様、電気・ガス（2ポイント低下）、宿泊・飲食サービス（2ポイント低下）などが低下したが、需要が好調な運輸・郵便（3ポイント上昇）や卸売（2ポイント上昇）などが上昇したことで相殺された。

先行きは、低下が9業種と上昇の3業種を大きく上回り、全体では5ポイントの低下となった。とりわけ人手不足懸念の強い運輸・郵便（10ポイント低下）や燃料価格上昇懸念のある電気・ガス（8ポイント低下）などで大幅な悪化が見込まれている。



### 3. 需給・価格判断：国内需給はやや改善、仕入価格上昇は一服

(需給判断：国内需給はやや改善、海外需給はほぼ変化なし)

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3ポイント上昇、非製造業は横ばいとなった。一方、製造業の海外需給は前回から横ばいで推移している。

先行きの需給については総じて悪化が示されている。国内需給は製造業、非製造業ともに2ポイント低下、製造業の海外需給も2ポイントの低下が見込まれている。

中小企業の国内需給については、製造業、非製造業ともに1ポイント上昇。製造業の海外需給は1ポイント低下した。

先行きについては、国内需給は製造業で3ポイント、非製造業で1ポイント低下、製造業の海外需給も1ポイントの低下と、総じて悪化が示されている（図表4）。

(価格判断：仕入価格上昇が一服)

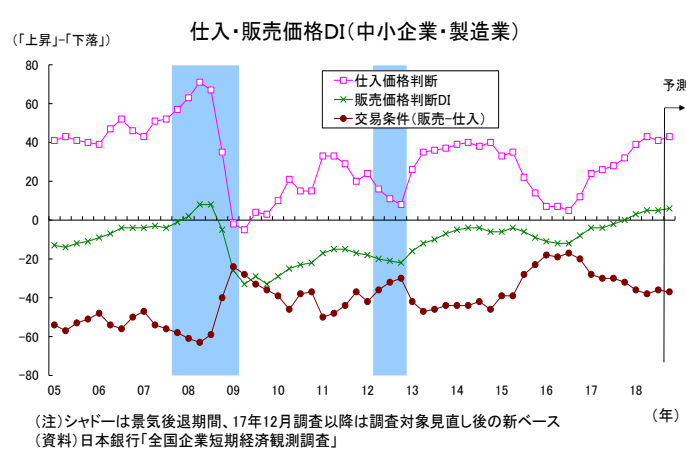
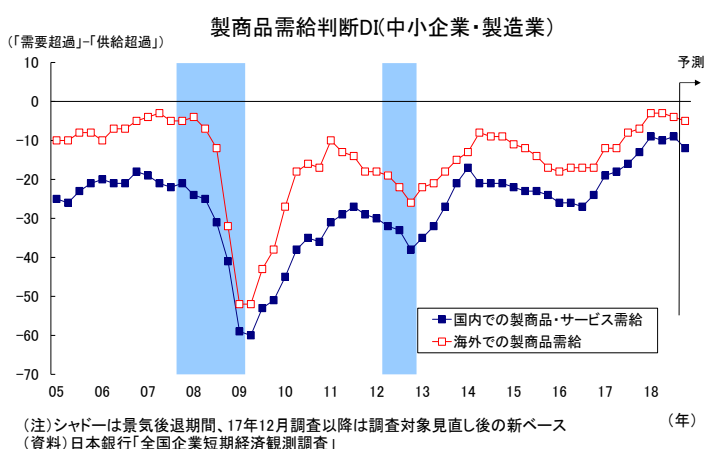
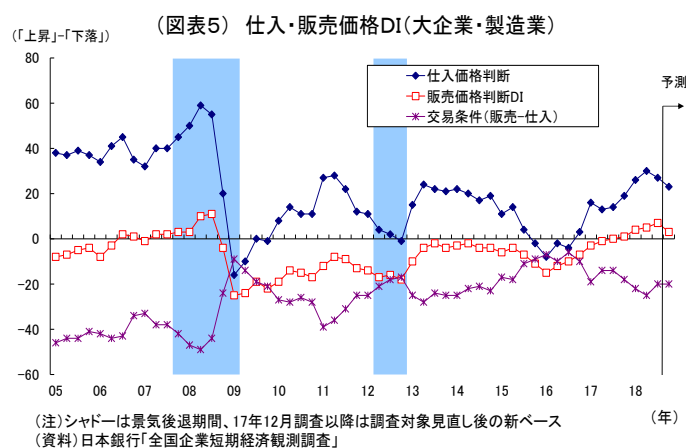
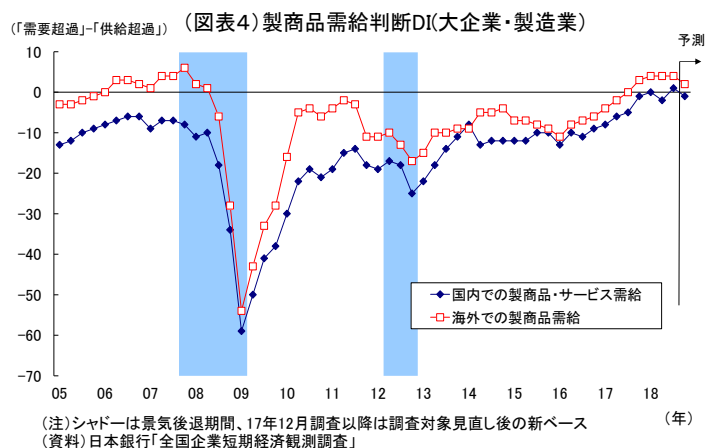
大企業製造業の販売価格判断D.I.（上昇－下落）は前回から2ポイントの上昇、非製造業も2ポイントの上昇となった。仕入価格判断D.I.は製造業で3ポイント低下、非製造業で2ポイントの上昇となっているため、差し引きであるマージンは製造業で改善している（非製造業は変わらず）。

販売価格判断D.I.の3ヵ月後の先行きは、製造業で4ポイント低下、非製造業で2ポイントの低下と、上昇の一服が見込まれている。企業の値上げ意欲の本格化はうかがわれない。一方、仕入価格判断D.I.の先行きは製造業で4ポイントの低下、非製造業で1ポイントの低下となっていること

から、マージンは小動きに留まる見通しが示されている（図表5）。

中小企業の販売価格判断 D.I.は製造業で横ばい、非製造業で 2 ポイント低下した。一方、仕入価格判断 D.I.は製造業で 2 ポイント低下、非製造業で 3 ポイントと販売価格以上に低下しており、差し引きであるマージンはやや改善した。

先行きの販売価格判断 D.I.は、製造業が 1 ポイント上昇、非製造業は 2 ポイント上昇している。しかしながら、仕入価格判断 D.I.はそれぞれ 2 ポイント、3 ポイントの上昇が見込まれているため、マージンはやや悪化が見込まれている。



#### 4. 売上・利益計画：2018年度収益は小幅な上方修正

18年度収益計画（全規模全産業）は、売上高が前年比 2.1%増（前回は 1.5%増）、経常利益が 3.6%減（前回は 5.1%減）となった。売上高・経常利益ともに小幅に上方修正されたが、経常利益は引き続き前年度比で減益計画となっている。企業は年度初めに保守的な利益計画を策定し、年度末にかけて上方修正していく傾向が強いため、今後も内外経済の回復基調が崩れなければ、次回以降、上方修正される可能性が高い。

なお、18年度想定為替レート（大企業製造業）は 107.40 円（上期 107.52 円、下期 107.29 円）と、前回（107.26 円）から若干円安方向に修正されている。前回調査以降、ドル円相場が 110 円を

上回る水準で推移をしてきたことを受けた修正とみられる。ただし、足元的水準に対しては未だに大幅に円高水準にある。為替は大きく動く可能性があり、特に貿易摩擦が激化すれば、リスク回避的に円高が進む可能性が高いため、今のところ保守的に設定している企業も多いためだ。そういう意味では、先行きに対する警戒感が現れていると言える。今後、為替が現状並みもしくは円安方向で推移した場合、想定為替レートの円安方向への修正を通じて、収益計画の上方修正圧力となる。

米国発の貿易摩擦については、今のところ収益への影響が限定的であり、今後の動向も流動的であることから、現段階では収益計画への影響も限定的に留まっているとみられる。

(図表6) 売上高計画 (前年度比・%)

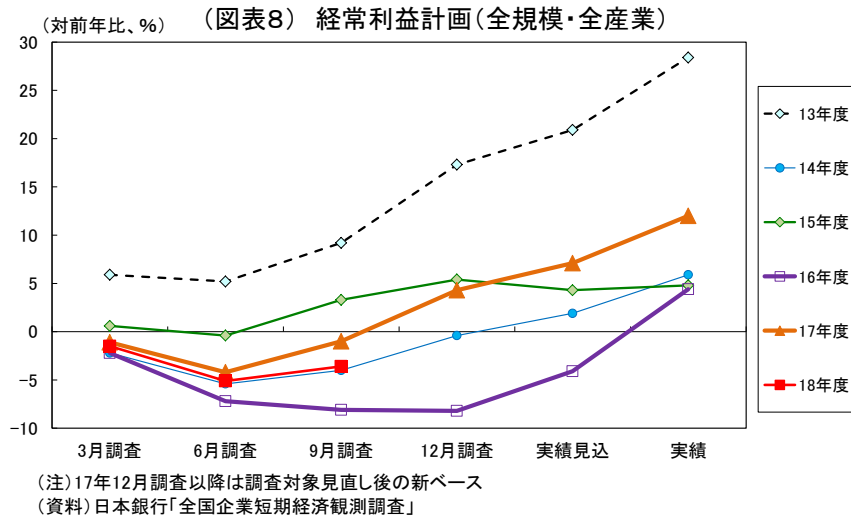
	2017年度	2018年度 (計画)		上期	下期	
			修正率			
大企業	製造業	5.6	2.8	0.3	3.3	2.3
	国内	4.8	3.0	0.2	3.9	2.2
	輸出	7.4	2.3	0.5	2.2	2.4
	非製造業	5.9	2.0	0.6	2.9	1.3
	全産業	5.8	2.3	0.5	3.0	1.7
中堅企業	製造業	4.3	4.0	0.6	4.2	3.8
	非製造業	2.8	2.7	0.2	3.1	2.4
	全産業	3.1	3.1	0.3	3.4	2.7
中小企業	製造業	3.2	1.6	0.6	2.5	0.7
	非製造業	2.4	0.4	0.7	1.6	-0.6
	全産業	2.6	0.7	0.7	1.8	-0.3
全規模	製造業	5.0	2.7	0.4	3.3	2.2
	非製造業	4.1	1.7	0.6	2.5	1.0
	全産業	4.4	2.1	0.5	2.8	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・%)

	2017年度	2018年度 (計画)		上期	下期	
			修正率			
大企業	製造業	20.8	-6.9	1.9	-11.7	-1.3
	素材業種	27.6	-3.9	3.4	-6.3	-1.2
	加工業種	17.9	-8.3	1.1	-14.1	-1.4
	非製造業	14.3	-2.4	1.4	-4.5	-0.1
	全産業	17.3	-4.6	1.6	-8.0	-0.7
中堅企業	製造業	1.6	2.9	1.8	-4.6	10.1
	非製造業	4.7	-0.5	1.1	-1.3	0.3
	全産業	3.7	0.6	1.3	-2.4	3.2
中小企業	製造業	4.0	0.9	1.1	-5.4	7.2
	非製造業	-0.5	-5.0	1.5	1.2	-9.8
	全産業	0.7	-3.3	1.4	-0.9	-5.3
全規模	製造業	16.2	-4.9	1.8	-10.3	1.1
	非製造業	9.1	-2.6	1.4	-2.9	-2.3
	全産業	12.0	-3.6	1.6	-6.1	-0.9

(注) 修正率は前回調査との対比。



## 5. 設備投資・雇用：人手不足感は根強い、設備投資計画の上方修正は例年より小幅

生産・営業用設備判断 D.I. (「過剰」－「不足」) は全規模全産業で前回から横ばいの▲5 となった。一方、雇用人員判断 D.I. (「過剰」－「不足」) は▲33 と前回から 1 ポイント低下し、人手不足感がやや強まった。例年 6 月調査から 9 月調査にかけては人手不足感が強まる傾向が強いという季節性があるとはいえ、マイナス幅 (人手不足感) は記録的な水準に留まっている。

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 0.6 ポイント低下し (▲22.0 ポイント→▲22.6 ポイント)、マイナス (不足超過) 幅がやや拡大している。

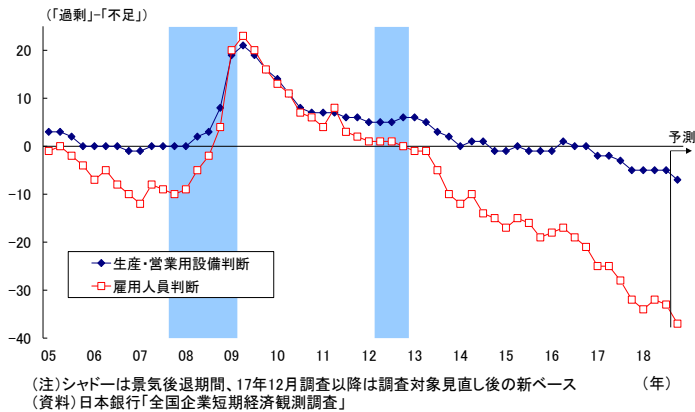
なお、雇用人員判断 D.I. の内訳を見ると、これまで同様、製造業 (全規模で▲27) よりも、労働集約型産業が多い非製造業 (全規模で▲38) で人手不足感が強い。また、企業規模別では、人材調達力や収益力・賃金水準の違いが反映されているとみられるが、中小企業が▲37 と大企業の▲23 を大きく下回っている。

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問題がますます深刻化している。

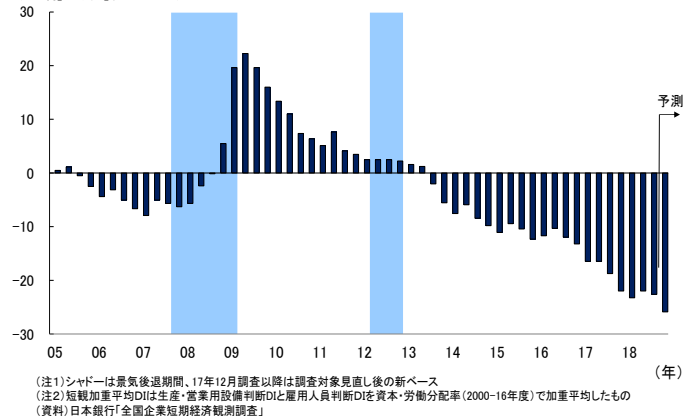
先行きの見通し (全規模全産業) は、設備判断 D.I. (2 ポイント低下)、雇用判断 D.I. (4 ポイント低下) とともに低下が見込まれており、両者を反映した「短観加重平均 D.I.」も低下する見込み。先行きにかけて、設備、人手の不足感は強まるとの見通しが示されている (図表 9, 10)。



(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)



(図表10) 短観加重平均DI



2018年度の設備投資計画(全規模全産業)は、前回6月調査の時点で大きく上方修正され、前年比7.9%増と6月調査としては1983年度以降で最高の伸びとなっていたが、今回調査では前年比8.5%増とさらに上方修正された。この結果、伸び率は例年に比べて大幅に高い水準にある。この背景には良好な企業収益や省力化投資需要がある。

ただし、例年9月調査では、主に中小企業で計画が具体化してくることによって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。今回の上方修正幅は0.6%に留まり、例年に比べて見劣りする(9月調査における上方修正幅は過去5年平均で2.0%)。単に6月調査段階での上方修正幅が大きかった反動が出たということも考えられるが、前回調査以降、米国・中国が追加関税を毎月発動するなど貿易摩擦は激化しており、一部企業で投資の様子見や先送りの動きが出ている可能性がある。

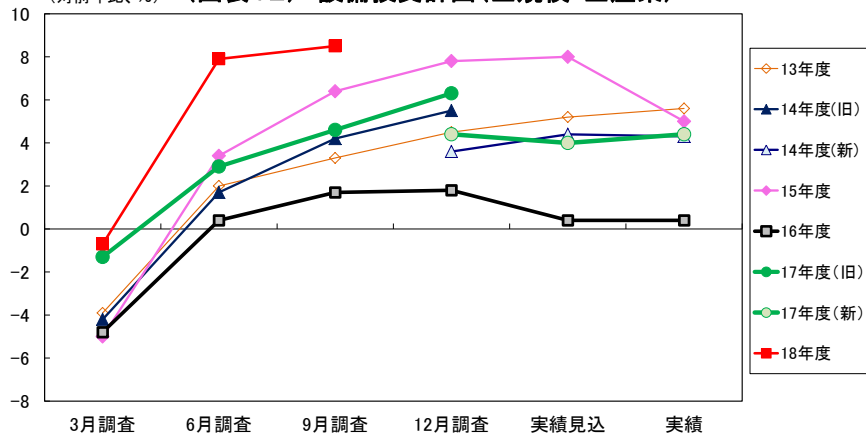
なお、18年度設備投資計画は事前の市場予想(QUICK 集計9.5%増、当社予想は10.5%増)を下回る結果であった。

(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		
		2017年度	2018年度 (計画)	修正率	2017年度	2018年度 (計画)	修正率
大企業	製造業	6.3	17.5	-0.3	1.6	3.0	-0.4
	非製造業	2.9	11.0	-0.2	15	3.3	0.7
	全産業	4.1	13.4	-0.3	2.5	3.1	-0.3
中小企業	製造業	0.6	11.6	3.8	8.4	5.6	1.4
	非製造業	-1.0	-18.1	3.9	1.4	35.0	5.8
	全産業	-0.5	-8.4	3.9	7.6	8.6	2.0
全規模	製造業	6.3	16.5	0.5	1.6	3.1	-0.4
	非製造業	3.4	4.0	0.7	14.4	4.9	1.0
	全産業	4.4	8.5	0.6	2.5	3.3	-0.2

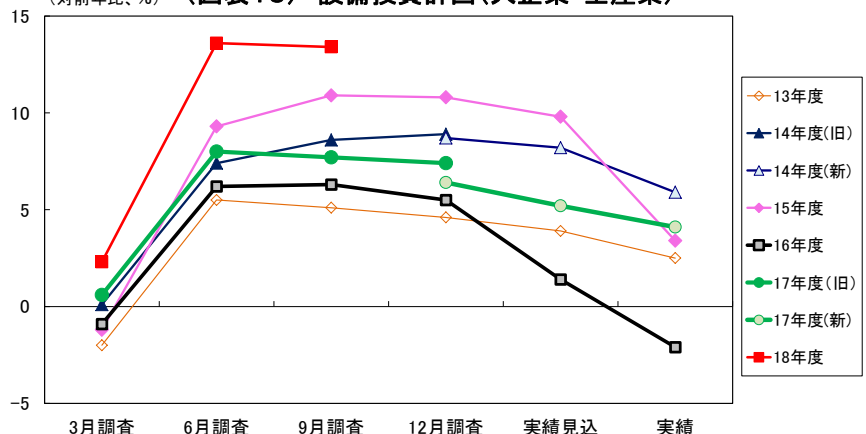
(注)設備投資は含む土地投資額(リース会計対応ベース)。修正率は前回調査との対比。

(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。17年度分12月調査は新旧併記、実績見込みは新ベース、18年度分は新ベース  
 (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。17年度分は12月調査は新旧併記、実績見込みは新ベース、18年度分は新ベース  
 (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。