

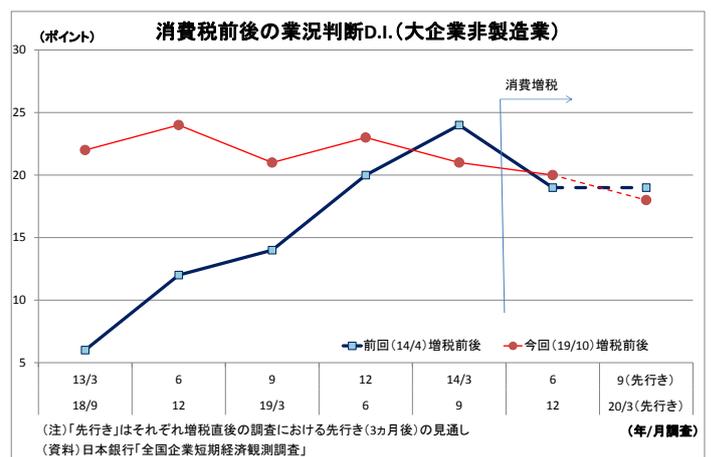
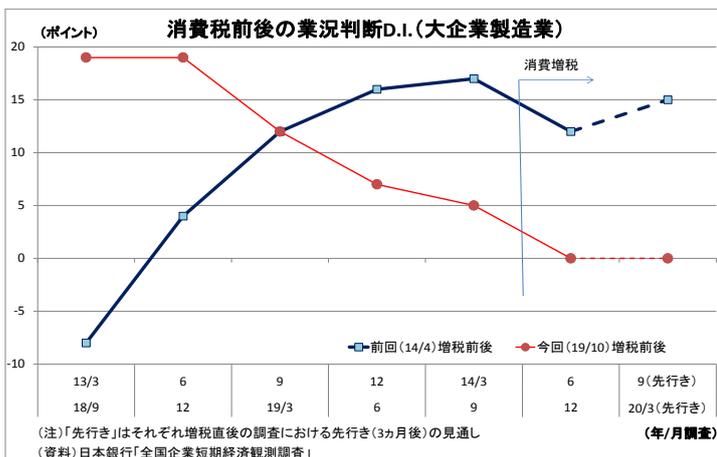
Weekly エコノミスト・ レター

日銀短観(12月調査)

～大企業製造業の景況感は4期連続の悪化、
非製造業の景況感、設備投資計画には底堅
さも

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

- 12月短観では、大企業製造業の業況判断D.I.が0と前回調査から5ポイント低下し、4四半期連続での景況感悪化が示された。D.I.の水準は、異次元緩和開始前の2013年3月調査以来の低水準にあたる。また、大企業非製造業も2四半期連続で景況感が悪化した。大企業製造業では、米中貿易摩擦等に伴う海外経済の減速が続くなか、消費増税に伴う駆け込み需要の反動減と台風の影響が加わったことで三重苦の様相となり、景況感が明確に悪化した。前回調査以降、円安やITサイクルの底入れ感など一部前向きな材料もあったものの、こうした悪材料の影響を相殺するには力不足だった。大企業非製造業も消費増税や台風19号による営業休止などを受けて景況感が悪化した。政府による増税対策の効果もあって、弱含み程度で踏みとどまった。
- 先行きの景況感にも持ち直しは見られなかった。秋以降、米中貿易摩擦に緩和の動きが現れているほか、ITサイクル回復への期待もあるものの、海外経済を巡る不透明感が根強いことから、製造業の先行きには持ち直しはみられなかった。非製造業でも、前回の消費増税後のように内需回復の遅れが懸念されているとみられ、先行きにかけて景況感の悪化が見込まれている。
- 2019年度の設備投資計画は前年比3.3%増へと上方修正された。例年12月調査では、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クセが強いが、今回の上方修正幅は例年同時期と比べて大差はない。海外経済の減速や米中貿易摩擦等による事業環境の先行き不透明感によって、一部企業では設備投資を見合わせた動きが発生しているとみられる。ただし、人手不足に伴う省力化投資や情報化対応投資、都市再開発関連投資、老朽化設備の更新投資といった景気との関連が薄い投資需要が下支えになることで、全体として力強さを増しているわけではないものの、底堅さは維持されている。



1. 全体評価：景況感は悪化したが、非製造業や設備投資計画には底堅さも

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 0 と前回 9 月調査から 5 ポイント低下し、4 四半期連続での景況感悪化が示された。D. I. の水準は、異次元緩和開始前の 2013 年 3 月調査（▲8）以来の低水準にあたる。また、大企業非製造業の業況判断 D. I. も 20 と前回から 1 ポイント低下し、2 四半期連続で景況感が悪化した。

前回 9 月調査では、米中貿易摩擦の激化・長期化やそれに伴う海外経済の減速、円高の進行などを受けて大企業製造業の景況感がやや悪化していた。また、非製造業でも大型連休特需効果の剥落に加えて、天候不順や韓国人訪日客減少などを受けて景況感がやや悪化していた。

その後、10 月 1 日に消費税率引き上げ（以下、「(消費)増税」）が実施されたため、今回の 12 月短観は増税後初の調査にあたる。

既に公表された 10 月の経済指標では、小売販売額や鉱工業生産など多くの指標で予想以上の落ち込みが見られ、11 月の自動車販売や主要百貨店売上も回復の鈍さが目立っている。消費増税の影響に加えて海外経済減速に伴う輸出の低迷、台風 19 号による経済活動停止といった悪材料が重なったことで、前回調査後の経済活動は落ち込んでいる。

大企業製造業では、米中貿易摩擦等に伴う海外経済の減速を受けて輸出の低迷が長引くなか、消費増税に伴う駆け込み需要の反動減と台風 19 号の影響が加わったことで三重苦の様相となり、景況感が明確に悪化した。前回調査以降、円安や IT サイクルの底入れ感など一部前向きな材料もあったものの、こうした悪材料の影響を相殺するには力不足だった。

大企業非製造業も、増税に伴う消費の落ち込みや台風 19 号による営業休止などを受けて景況感が悪化した。ただし、政府による増税対策の効果もあって、消費関連業種の落ち込みが限定的となったことで、全体としての景況感も弱含み程度で踏みとどまった。

中小企業の業況判断 D. I. は、製造業が前回から 5 ポイント低下の▲9、非製造業が 3 ポイント低下の 7 となった。大企業同様、製造業の低下幅が非製造業を上回っている。

先行きの景況感については、横ばいから悪化が示された。秋以降、米中貿易摩擦に関して緩和の動きが現れているほか、IT サイクル持ち直しへの期待もあるものの、海外経済を巡る不透明感が根強いことから、製造業の先行きの景況感に持ち直しはみられなかった。一方、非製造業でも、前回消費増税後のように、増税後の内需回復の遅れが懸念されているとみられ、先行きにかけて景況感の悪化が見込まれている。

なお、前回 2014 年 4 月の消費増税直後に行われた同年 6 月調査では、業況判断 D. I. が大企業製造業で 12、非製造業で 19 となり、ともに増税前の調査から 5 ポイント低下していた（表紙図表参照）。今回の調査では、大企業製造業の低下幅は前回の増税時と同程度となり、D. I. の水準（景況感）は前回の増税後を大きく下回っている。一方で、大企業非製造業では、D. I. の低下幅は前回増税後よりも小幅に留まり、水準も若干上回っている。

また、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、足元の景況感（QUICK 集計 2、当社予想も 2）、先行きの景況感（QUICK 集計 4、当社予想は 5）ともに予想を下回った。一

方、大企業非製造業については、足元（QUICK 集計 16、当社予想は 17）、先行き（QUICK 集計 16、当社予想は 17）ともに予想を上回った。

2019 年度の設備投資計画（全規模全産業）は前年比 3.3%増（前回調査時点では同 2.4%増）へと上方修正された。例年 12 月調査では、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クセが強いため、上方修正自体を前向きに評価することはできず、近年の同時期の調査と比較した場合のモメンタム（上方修正の勢い）が重要になってくる。今回の上方修正幅は前回調査比で 0.9%ポイントと、例年同時期の平均的な上昇幅（直近 5 年平均で 1.3%ポイント）に比べてやや小幅ながら、大差はない。

海外経済の減速や国内景気の落ち込みに伴って収益が圧迫されており、企業の投資余力は低下してきている。また、米中貿易摩擦には緩和の動きがあるものの、ぶり返すおそれもあり、事業環境の先行き不透明感が完全に払拭されたわけではない。このため、一部企業では設備投資を見合わせたり、先送りしたりする動きが出てきているとみられる。

ただし、人手不足に伴う省力化投資や情報化対応投資、都市再開発関連投資、老朽化設備の更新投資といった景気との関連が薄い投資需要が下支えになることで、全体として力強さを増しているわけではないものの、底堅さは維持されている。

今回の短観では、製造業を中心に企業の景況感が幅広く悪化したが、当面の日銀金融政策に与える影響は殆どないだろう。

緩和余地の乏しい日銀が追加緩和に踏み切るハードルは高い一方、2%の物価目標の達成は全く見通せない状況にあるため、金融政策の変更はもともと見込みづらい。

そうした中、今回の短観についても、景況感が幅広く悪化した点には留意を要するものの、そのこと自体は想定範囲内で日銀にとってサプライズではないとみられる。また、内需と関連の深い非製造業の景況感の悪化は限定的であり、設備投資計画も全体として底堅さを維持していることから、「内需は堅調」という日銀の主張に沿った内容とも言える。従って、日銀は当面現状の金融政策を維持しながら、海外情勢や増税後の景気回復度合いを注視する姿勢を続けるだろう。

2. 業況判断 D. I. : 製造業・非製造業ともに幅広く低下

全規模全産業の業況判断 D. I. は 4（前回比 4 ポイント低下）、先行きは 0（現状比 4 ポイント低下）となった。大企業について、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 0 と前回調査から 5 ポイント低下した。業種別では、全 16 業種中、低下が 11 業種と上昇の 4 業種を大きく上回った（横ばいが 1 業種）。

海外経済減速の影響を強く受けた生産用機械（7 ポイント低下）、はん用機械（6 ポイント低下）業務用機械（16 ポイント低下）といった機械系の低下が目立ったほか、海外経済減速と駆け込み需要の反動減等が重なった自動車（13 ポイント低下）の落ち込みが鮮明となった。また、五輪関連のセメント需要一服に伴って窯業・土石（11 ポイント低下）も二桁の低下となった。

先行きについては、上昇が 9 業種と低下の 5 業種を上回ったものの（横ばいが 2 業種）、全体の

景況感は横ばいとなった。

石油・石炭（18ポイント上昇）、非鉄金属（12ポイント上昇）で上昇が目立つ一方、木材・木製品（18ポイント低下）、鉄鋼（11ポイント低下）で大幅な低下が見られる。なお、足元で大幅な悪化となった機械系や自動車は概ね横ばいとなっている。

大企業非製造業のD.I.は前回から1ポイント低下の20となった。業種別では、全12業種中、低下が6業種と上昇の5業種をやや上回った（横ばいが1業種）。

増税後の消費減少に直面する小売（7ポイント低下）、人手不足や建設コスト上昇の影響を受ける建設（4ポイント低下）、不動産（5ポイント低下）で低下が目立つ。一方で、LNG価格等の低下によって一時的に採算が改善した電気・ガス（10ポイント上昇）、堅調な設備投資需要を受けた物品賃貸（3ポイント上昇）などが下支えとなった。また、小売についても、前回2014年の増税直後にあたる同年6月調査（23ポイント低下）と比べると、今回の低下幅は1/3以下に留まっている。

先行きについては、低下が8業種と上昇の3業種を大きく上回り（横ばいが1業種）、全体では2ポイントの低下となった。

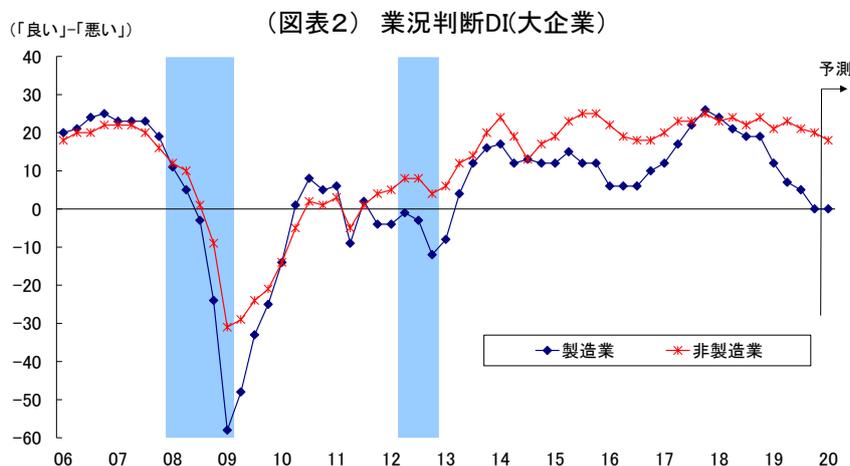
駆け込み需要の反動減緩和が期待される小売（8ポイント上昇）は持ち直しが見込まれているものの、ソフトウェア更新需要の剥落が予想される情報サービス（11ポイント低下）、料金低下が予想される電気・ガス（10ポイント低下）、人手不足深刻化への懸念が強い運輸・郵便（9ポイント低下）などで低下がみられる。

（図表1）業況判断DI

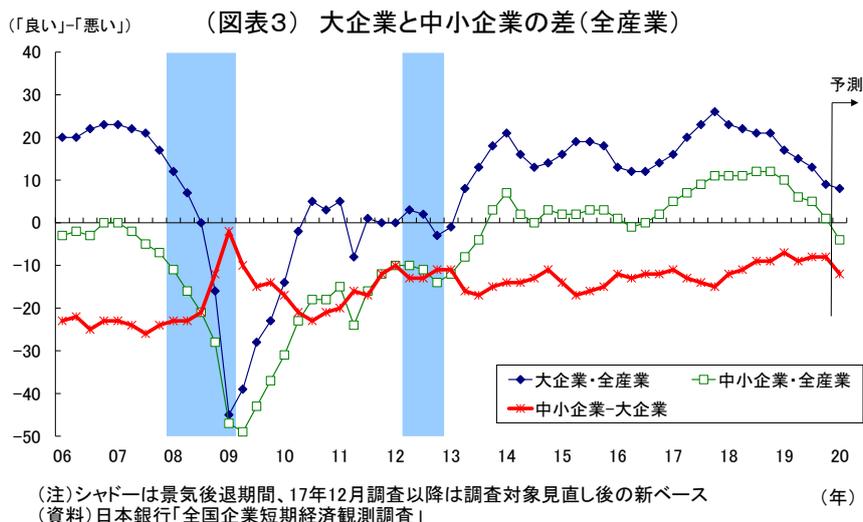
（「良い」-「悪い」・%ポイント）

		2019年9月調査		2019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	5	2	0	-5	0	0
	非製造業	21	15	20	-1	18	-2
	全産業	13	8	9	-4	8	-1
中堅企業	製造業	2	-1	1	-1	-4	-5
	非製造業	18	9	14	-4	7	-7
	全産業	12	5	9	-3	3	-6
中小企業	製造業	-4	-9	-9	-5	-12	-3
	非製造業	10	1	7	-3	1	-6
	全産業	5	-3	1	-4	-4	-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。



（注）シャドローは景気後退期間、17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」



3. 需給・価格判断：内外需給は悪化、製造業で値下げの動きが継続

(需給判断：需給は内外ともに緩和、先行きも持ち直しはみられず)

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) は前环比 2 ポイント低下、非製造業も 1 ポイントの低下となった。製造業の海外需給も前回から 4 ポイント低下している。海外経済の減速や消費増税後の国内景気悪化を反映して内外需給が緩和している。

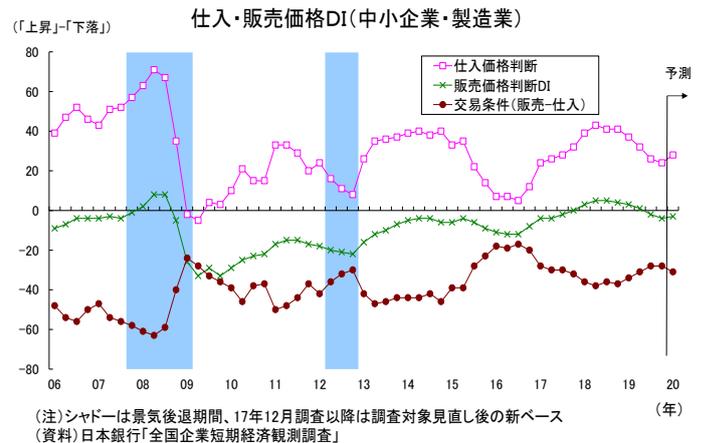
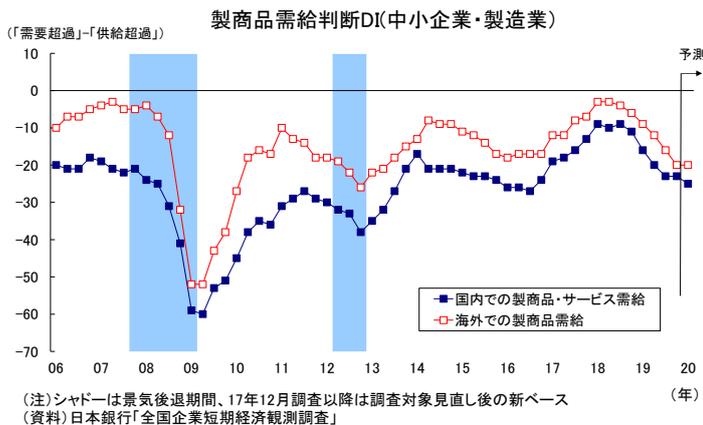
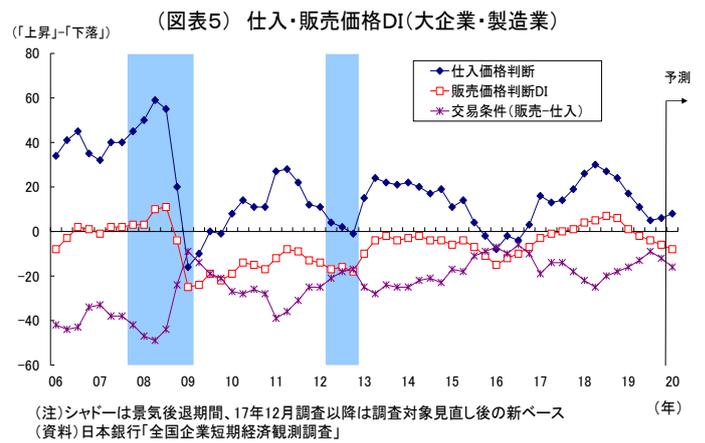
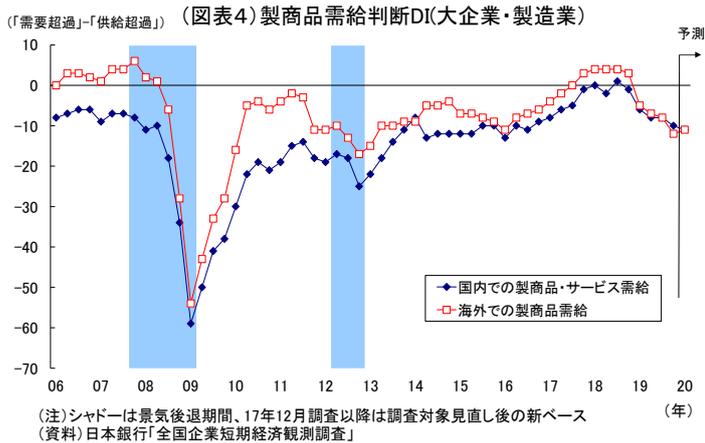
先行きの需給については、国内需給は製造業で 1 ポイント低下、非製造業で 2 ポイント低下が見込まれている。また、製造業の海外需給も 1 ポイントの上昇に留まっており、先行きは内外ともにほぼ現状並みの供給過剰が続くと見込まれている。

(価格判断：製造業で値下げの動きが継続)

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 ポイント低下、非製造業は横ばいとなった。製造業の D. I. 低下は 5 四半期連続となっており、水準もマイナス幅を拡大している。緩和傾向にある需給動向が販売価格引き下げに繋がっている模様だ。

仕入価格判断 D. I. は製造業で 1 ポイント上昇、非製造業では 1 ポイントの低下と小動きに留まった。製造業では、販売価格 D. I. が低下する一方で仕入価格 D. I. が若干上昇した結果、差し引きであるマージンは製造業悪化している (非製造業のマージンは若干改善)。

販売価格判断 D. I. の 3 ヶ月後の先行きは、製造業で 2 ポイント低下、非製造業で 1 ポイント低下が見込まれている。人手不足に伴う賃金上昇圧力は今後も見込まれるが、企業の値上げの動きが回復する兆しは見えない。一方、仕入価格判断 D. I. の先行きは製造業で 2 ポイントの上昇、非製造業でも 1 ポイントの上昇となっていることから、ともにマージンが悪化するとの見通しが示されている (図表 5)。



4. 売上・利益計画：2019年度収益計画は引き続き下方修正

2019年度収益計画（全規模全産業）は、売上高が前年比0.1%減（前回は0.7%増）、経常利益が7.5%減（前回は6.7%減）となった。従来は増収減益計画であったが、売上・利益ともに下方修正されたことで、今回は減収減益計画となった。

経常利益計画は6月・9月調査に続いての下方修正となったが、例年、利益計画は9月から12月調査にかけて上方修正される傾向が強いため、稀な動きと言える（図表8）。2016年度の例のように、9月に下方修正されたからといって最終的に減益になるとは限らないものの、企業の利益に対する見方は見た目の修正状況以上に慎重になっていると言える。

なお、19年度想定為替レート（大企業製造業）は107.83円（上期108.80円、下期106.90円）と、9月調査の108.68円からやや円高方向に修正された。上期分については前回からほぼ横ばいで、実績（平均レート108.63円）見合いだが、下期分が足元の実勢（109円台半ば）から見てかなり円高水準に修正されたためだ。夏場の円高進行を受けた保守的な対応と考えられ、利益計画における下方修正の一因にもなっている。

今後も海外情勢次第で円高が進む可能性は残るものの、少なくともドル円が現状程度で推移すれば、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要因になる。

(図表6) 売上高計画

(前年度比・%)

	2018年度	2019年度 (計画)		上期	下期	
			修正率			
大企業	製造業	2.9	-1.6	-2.0	-1.2	-2.0
	国内	2.2	-0.5	-1.2	0.1	-1.0
	輸出	4.3	-3.8	-3.5	-3.7	-3.9
	非製造業	2.0	-0.3	-1.2	-0.2	-0.4
	全産業	2.3	-0.8	-1.5	-0.6	-1.1
中堅企業	製造業	3.9	0.0	-0.8	1.2	-1.1
	非製造業	3.1	2.6	0.0	4.5	0.8
	全産業	3.3	1.9	-0.2	3.7	0.4
中小企業	製造業	2.4	-1.8	-0.3	-0.7	-2.7
	非製造業	2.1	0.3	0.5	1.9	-1.1
	全産業	2.2	-0.2	0.3	1.3	-1.5
全規模	製造業	2.9	-1.4	-1.5	-0.7	-2.0
	非製造業	2.3	0.6	0.4	1.5	-0.3
	全産業	2.5	-0.1	-0.8	0.8	-0.9

(注)修正率は前回調査との対比。

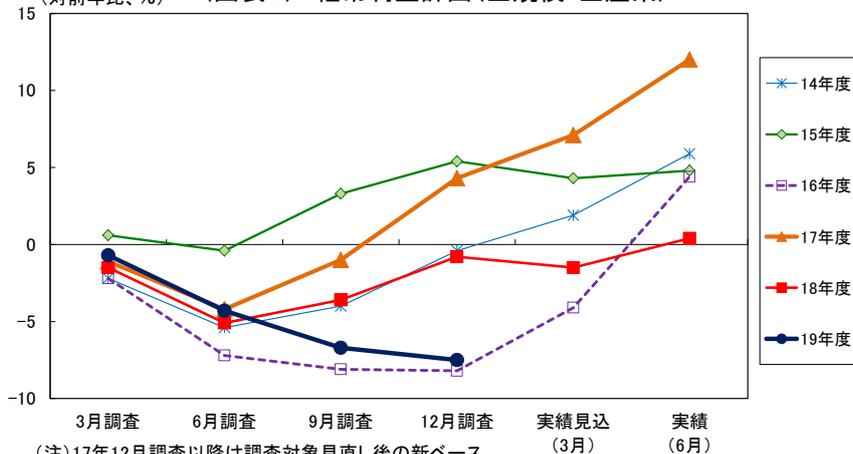
(図表7) 経常利益計画

(前年度比・%)

	2018年度	2019年度 (計画)		上期	下期	
			修正率			
大企業	製造業	-0.9	-15.1	-5.5	-16.6	-13.2
	素材業種	-7.1	-9.1	-8.6	-16.8	2.3
	加工業種	1.9	-17.6	-4.0	-16.4	-19.2
	非製造業	-0.1	-3.9	1.0	-1.3	-6.9
	全産業	-0.5	-9.2	-2.0	-8.8	-9.8
中堅企業	製造業	5.8	-6.0	-0.3	-3.7	-8.2
	非製造業	4.0	-1.8	1.9	11.7	-12.4
	全産業	4.6	-3.1	1.2	6.5	-11.1
中小企業	製造業	-1.8	-13.7	-3.6	-11.9	-15.5
	非製造業	1.1	-1.2	3.3	9.1	-9.9
	全産業	0.3	-4.7	1.5	2.8	-11.4
全規模	製造業	-0.3	-13.9	-4.7	-14.8	-12.8
	非製造業	0.9	-3.0	1.6	2.8	-8.7
	全産業	0.4	-7.5	-0.9	-5.0	-10.3

(注)修正率は前回調査との対比。

(対前年比、%) (図表8) 経常利益計画(全規模・全産業)

(注)17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：人手不足感は強いものの、経済活動鈍化の影響で緩和傾向

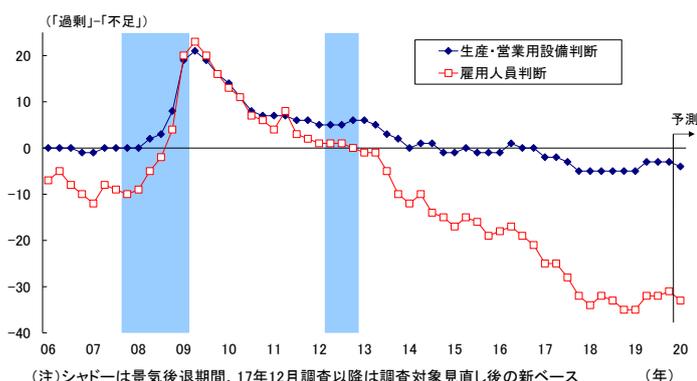
生産・営業用設備判断 D.I.（「過剰」－「不足」）は全規模全産業で前回から横ばいの▲3 となった。一方、雇用人員判断 D.I.（「過剰」－「不足」）は前回から 1 ポイント上昇の▲31 となり、企業の手不足感は強いものの、前回からは若干緩和している。

なお、新卒従業員が年度始に配属される一方で退職が断続的に発生する影響とみられるが、例年人手不足感は 6 月調査で緩和し、以降、翌 3 月調査にかけて強まる季節性がみられる。一方、今回も含めて、今年度に入ってからの手不足感がやや緩和傾向にあるのは、海外経済減速や増税後の景気落ち込みによる経済活動の鈍化が人手不足緩和に作用しているためと考えられる。

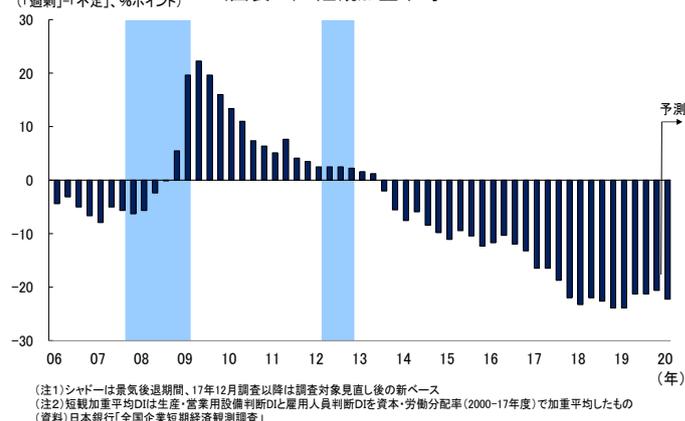
上記の結果、需給ギャップの代理変数とされる「短観加重平均 D.I.」（設備・雇用の各 D.I. を加重平均して算出）も前回から 0.6 ポイント上昇の▲20.6 ポイントとなった。人手不足を主因として大幅なマイナス（不足超過）ながら、前回からはマイナス幅が若干縮小している。

先行きの見通し（全規模全産業）は、設備判断 D. I. で 1 ポイントの低下、雇用判断 D. I. で 2 ポイントの低下が見込まれている。企業の設備・人手不足感はともにやや強まるとの見通しが示されているため、「短観加重平均 D. I.」も▲22.2 ポイントへと低下する見込み（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



2019 年度の設備投資計画（全規模全産業）は前年比 3.3%増（前回調査時点では同 2.4%増）へとやや上方修正された。

なお、例年 12 月調査では、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クセが強い。従って、上方修正自体を前向きに評価することはできず、近年の同時期の調査と比較した場合のモメンタム（上方修正の勢い）が重要になってくる。今回の上方修正幅は前回調査比で 0.9 ポイントと、例年同時期の平均的な上昇幅（直近 5 年平均で 1.3 ポイント）に比べてやや小幅ながら、大差はない。

海外経済の減速や国内景気の落ち込みに伴って収益が圧迫されており、企業の投資余力（キャッシュフロー）は低下してきている。また、米中貿易摩擦には足元で緩和の動きがあるものの、ぶり返すおそれもあり、事業環境の先行き不透明感が完全に払拭されたわけではない。このため、一部企業では設備投資を見合わせたり、先送りしたりする動きが出てきているとみられる。

ただし、人手不足に伴う省力化投資や情報化対応投資、都市再開発関連投資、老朽化設備の更新

投資といった景気との関連が薄い投資需要が下支えになることで、全体として力強さを増しているわけではないものの、底堅さは維持されている。

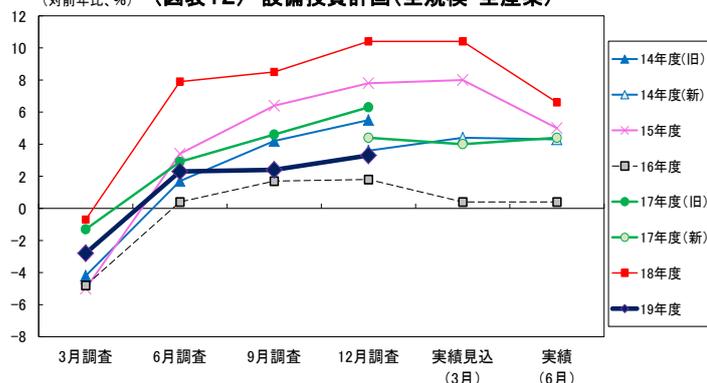
なお、19年度設備投資計画（全規模全産業で前年比3.3%増）は市場予想（QUICK 集計2.6%増、当社予想は2.9%増）を上回る結果であった。また、内訳として注目度の高い大企業全産業（6.8%増）を見ても、市場予想（QUICK 集計6.0%増、当社予想も6.0%増）を上回る結果であった。

（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		
		2018年度	2019年度 (計画)		2018年度	2019年度 (計画)	
				修正率			修正率
大企業	製造業	7.0	11.3	-0.4	2.5	2.6	-0.5
	非製造業	7.4	4.3	0.6	3.3	3.4	-0.1
	全産業	7.3	6.8	0.2	2.6	2.7	-0.5
中小企業	製造業	17.2	0.5	0.6	4.7	4.3	-2.5
	非製造業	-4.4	-3.8	7.5	20.2	6.0	-5.2
	全産業	2.6	-2.2	4.8	6.3	4.5	-2.8
全規模	製造業	8.6	6.8	-0.5	2.6	2.7	-0.6
	非製造業	5.4	1.2	1.6	3.8	3.6	-0.4
	全産業	6.6	3.3	0.8	2.7	2.7	-0.6

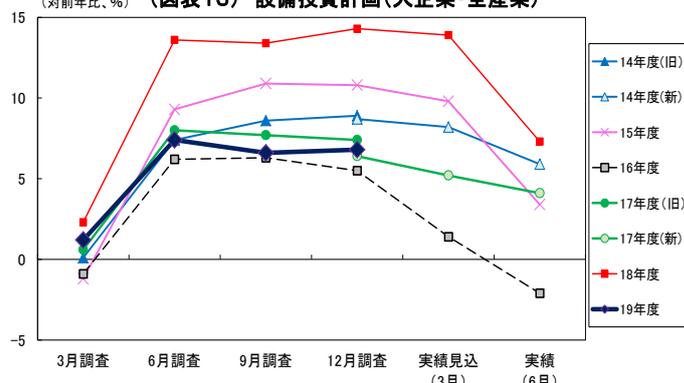
（注）設備投資は含む土地投資額（リース会計対応ベース）。修正率は前回調査との対比。

（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。17年度分は12月調査は新旧併記、実績見込み以降は新ベース
（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。