

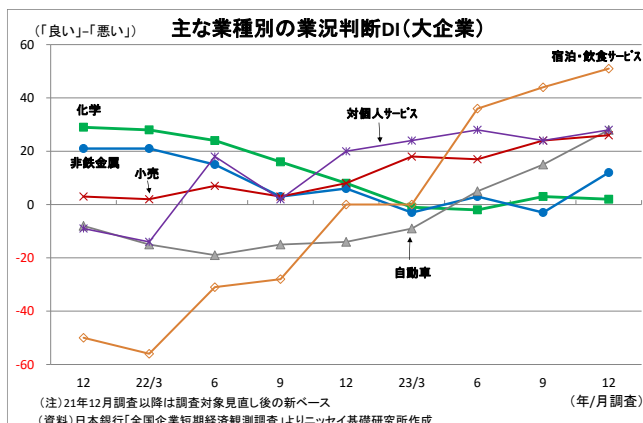
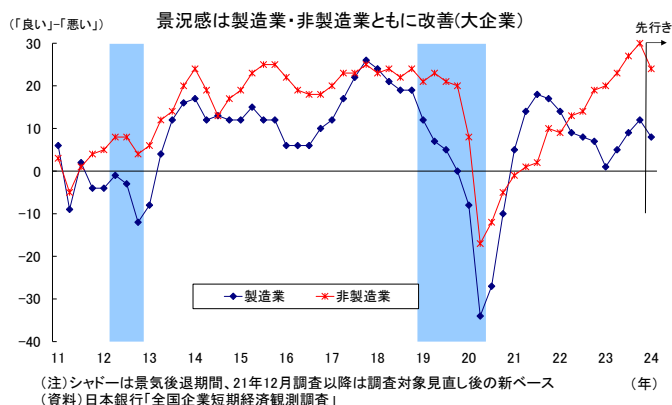
Weekly エコノミスト・ レター

日銀短観(12月調査)

～景況感は改善したが、先行き懸念は強め、
人手不足感はコロナ前ピークに到達

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

- 12月短観では、大企業製造業・非製造業ともに景況感の改善が示された。製造業では中国経済の回復の遅れが重石となったものの、供給制約緩和に伴う自動車の生産回復や円安が追い風となった。非製造業では物価高による消費抑制や人手不足感が逆風となったものの、経済活動正常化に伴うサービス需要やインバウンドの回復持続、価格転嫁進展による好影響が上回った。
- 先行きの景況感は総じて悪化が示された。製造業では、これまで堅調を維持してきた米国経済の減速とそれに伴う円高、中国経済の回復のさらなる遅れなどへの警戒感が優勢になったとみられる。また、非製造業では、物価高に伴う国内消費の腰折れや人手不足の深刻化、原材料価格の再上昇などへの警戒感が台頭したとみられ、先行きに対する慎重な見方が示された。
- 2023年度の設備投資計画(全規模)は前年比12.8%増と若干下方修正された。例年12月調査では、中小企業において年度計画が固まることで投資額が上乘せされる傾向が強いうえ、資材価格や人件費の上昇を受けて投資額が嵩みやすくなっている面も押し上げ材料になったとみられる。収益回復を受けた投資余力の改善、脱炭素・DX・省力化・サプライチェーンの再構築等に伴う投資需要もプラスに寄与したとみられる。12月調査における前年比12.8%増という伸び率は、バブル期後では昨年度に次ぐ高水準に当たり、引き続き堅調な投資計画と言える。
- 注目された販売価格判断DI(大企業)については、仕入価格の上昇鈍化を受けて、総じて足元で販売価格への転嫁の勢いがやや和らいでいる。先行きについても、大企業製造業では販売価格の上昇圧力後退が想定されている一方で、大企業非製造業や中小企業では今後の仕入価格上昇見込みやこれまでの価格転嫁の遅れを背景に、販売価格引き上げの勢いをやや加速する方針が示されている。また、企業の物価見通しも各期間ともに日銀の物価目標である2%を上回った状況が維持されている。今後の物価・賃金動向への影響が注目される。



1. 全体評価：足元の景況感は改善、設備投資は堅調維持、価格転嫁は長期化

日銀短観 12 月調査では、大企業製造業・非製造業ともに景況感の改善が示された。日本経済ならびに事業環境が緩やかな改善基調にあることが示唆されている。大企業製造業では、中国経済の回復の遅れが一定の重石となったものの、引き続き供給制約緩和に伴う自動車の生産回復や円安が追い風となり、業況判断 DI が 12 と前回 9 月調査から 3 ポイント改善した。景況感の改善は 3 四半期連続ということになる。また大企業非製造業では、物価高による消費抑制や人手不足感が逆風となったものの、経済活動正常化に伴うサービス需要やインバウンド需要の回復持続、価格転嫁の進展による好影響が勝り、業況判断 DI が 30 と前回比で 3 ポイント上昇した。

ちなみに、前回 9 月調査¹においては、大企業製造業では自動車での供給制約緩和や円安進行などを受けて、非製造業では経済活動再開の流れが続いたことを受けて、それぞれ景況感が明確に改善していた。

今回調査では、供給制約緩和に伴う自動車生産の回復継続が大企業製造業にとって追い風となった。自動車は産業の裾野が広いだけに、幅広い業種にその好影響の波及がうかがわれる。また、円安の進行も加工業種を中心に景況感改善に寄与した。一方で、化学などでは中国経済の回復の遅れが景況感の抑制に働いた。

大企業非製造業では、長引く物価上昇による消費の抑制圧力や相対的にも強い人手不足感が重石になったものの、経済活動正常化に伴うサービス需要やインバウンド需要の回復継続が景況感の支えになった。インバウンド需要については、円安の進行もプラスに働いている。また、価格転嫁が進展したことも小売などを中心に追い風になったと考えられる。

中小企業の業況判断 DI については、製造業が前回から 6 ポイント上昇の 1、非製造業が 2 ポイント上昇の 14 となった。大企業同様、製造業・非製造業ともに景況感の改善が示されている。

先行きの景況感については総じて悪化が示された。製造業では、これまで堅調を維持してきた米国経済の減速とそれに伴う円高、中国経済の回復のさらなる遅れなどへの警戒感が優勢になったとみられる。

また、非製造業では、物価高に伴う国内消費の腰折れや人手不足の深刻化、原材料価格の再上昇などへの警戒感が台頭し、先行きに対する慎重な見方が示された。

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、足元の景況感が市場予想（QUICK 集計予測値 10、当社予想は 11）をやや上回った一方、先行きの景況感は予想（QUICK 集計予測値 9、当社予想は 8）を若干下回った。大企業非製造業についても、足元の景況感は市場予想（QUICK 集計 27、当社予想は 26）を明確に上回ったものの、先行きの景況感は市場予想（QUICK 集計 25、当社予想は 23）を若干下回っている。

2023 年度の設備投資計画（全規模全産業）は前年比 12.8%増となり、前回 9 月調査（13.0%増）

¹ 前回 9 月調査の基準日は 9 月 12 日、今回 12 月調査の基準日は 11 月 27 日（基準日まで約 7 割が回答するとされる）。

から若干下方修正された。

例年 12 月調査では、中小企業において年度計画が固まることで投資額が上乗せされる傾向が強い²うえ、資材価格や人件費の上昇を受けて、投資額が嵩みやすくなっている面も押し上げ材料になったとみられる³。既往の収益回復を受けた投資余力の改善、脱炭素・DX・省力化・サプライチェーンの再構築等に伴う投資需要もプラスに寄与したとみられる。一方で、建設領域における人手不足や先行きの事業環境の不透明感が重荷となり、今回は下方修正されたとしている。

ちなみに、下方修正されたとはいえ、12 月調査における前年比 12.8%増という伸び率は、バブル期後では昨年度に次ぐ高水準に当たり、引き続き堅調な投資計画と言える。

ただし、足元にかけての設備投資の実勢は勢いを欠く状況が続いているだけに、実現可能性には留意が必要だ。今後、次回調査以降で大きめの下方修正が入るリスクも燻っている。

注目された販売価格判断 DI（大企業）については、仕入価格の上昇鈍化を受けて、総じて足元で販売価格への転嫁の勢いがやや和らいでいる。

先行きも製造業では仕入価格上昇の勢いが和らぎ、販売価格の上昇圧力も後退することが想定されている。一方、大企業非製造業や中小企業では、今後の仕入価格上昇見込みやこれまでの価格転嫁の遅れを背景に、販売価格引き上げの勢いをやや加速する方針が示されている。

なお、価格判断と関連して、企業の物価見通し（全規模）は引き続き高止まりしており、各期間ともに日銀の物価目標である 2%を上回った状況が維持されている。実際の物価上昇率が未だ 2%を大きく上回る水準で推移していることが作用しているとみられ、今後の企業の価格・賃金設定への影響が注目される。

植田日銀総裁が今月 7 日の参院財政金融委員会で、「年末から来年にかけて一段とチャレンジングになる」と発言したことを受けて、一部で早期のマイナス金利解除観測が燻っている。

しかしながら、日銀は現在も、「賃金の上昇を伴うかたちでの 2%の物価安定の目標の持続的・安定的な実現を見通せる状況には至っていない」との基本見解を維持しているとみられ、金融政策の正常化に向けて、当面はその実現可能性を吟味すると予想している。

今回の短観では、先行きの景況感悪化など懸念材料はあるものの、足元の景況感改善や設備投資計画の高い伸びに加え、価格転嫁圧力の残存や予想物価上昇率の高止まりも示された。全体的に見れば、今回の短観は日銀が金融政策の正常化に向けて自信を強める材料になり得るだろう。

ただし、物価目標達成判断の最大のカギとなるのは、やはり来春闘での賃上げ情勢とみられることから、今回の短観が正常化の決め手になるとまでは考えにくい。正常化に舵を切るのは、来春闘結果の大勢が見えてきた来年 4 月と予想している。

2. 業況判断 DI：大企業製造業・非製造業ともに改善も、先行きは悪化

全規模全産業の業況判断 DI は 13（前回比 3 ポイント上昇）、先行きは 8（現状比 5 ポイント下落）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 DI は 12 と前回調査から 3 ポイント上昇した。業種別では、全 16 業種

² 2013～22 年度における 12 月調査での修正幅は平均で +0.6%ポイント

³ GDP 統計における設備投資デフレーター（四半期次）は 2021 年終盤以降、前年比 3～4%台で推移。

中、上昇が10業種と下落の4業種をやや上回った（横ばいが2業種）。

円安と（半導体不足などの）供給制約緩和の追い風を受けた自動車（13ポイント改善）のほか、自動車からの好影響波及を受けたとみられる金属製品（17ポイント上昇）、非鉄金属（15ポイント上昇）、鉄鋼（5ポイント上昇）などの上昇が目立つ。一方、中国経済低迷の悪影響を強く受けている化学（1ポイント下落）、住宅着工の減少が逆風となっている木材・木製品（8ポイント下落）などで下落した。

先行きについては下落が13業種と上昇の1業種を大きく上回り（横ばいが2業種）、全体では4ポイントの低下となった。海外経済の減速や円高を懸念しているとみられる自動車（11ポイント下落）や生産用機械（7ポイント下落）、鉄鋼（18ポイント下落）のほか、住宅着工の減少が響く木材・木製品（19ポイント下落）、値上げの悪影響が懸念される食料品（11ポイント下落）などの下落が目立つ。

大企業非製造業の業況判断DIは前回から3ポイント上昇の30となった。業種別では、全12業種中、上昇が9業種と下落の1業種を大きく上回った（横ばいが2業種）。

不動産（10ポイント上昇）、通信（9ポイント上昇）のほか、インバウンドの回復や経済活動再開の追い風を受けた宿泊・飲食サービス（7ポイント上昇）、対個人サービス（娯楽業を含む、4ポイント上昇）、運輸・郵便（2ポイント上昇）などで上昇が目立つ。小売り（2ポイント上昇）も価格転嫁の進展がプラスに寄与したと考えられる。

先行きについては、下落が9業種と上昇の2業種を大きく上回り（横ばいが1業種）、全体では6ポイントの下落となった。

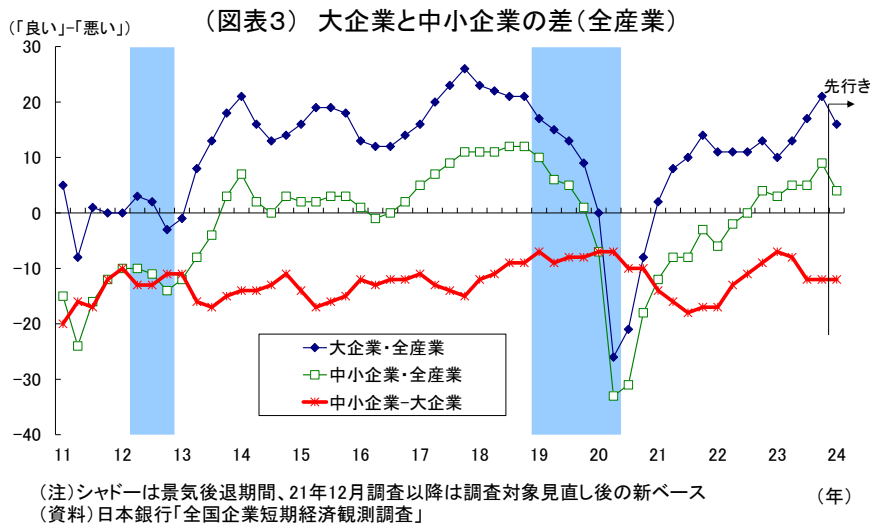
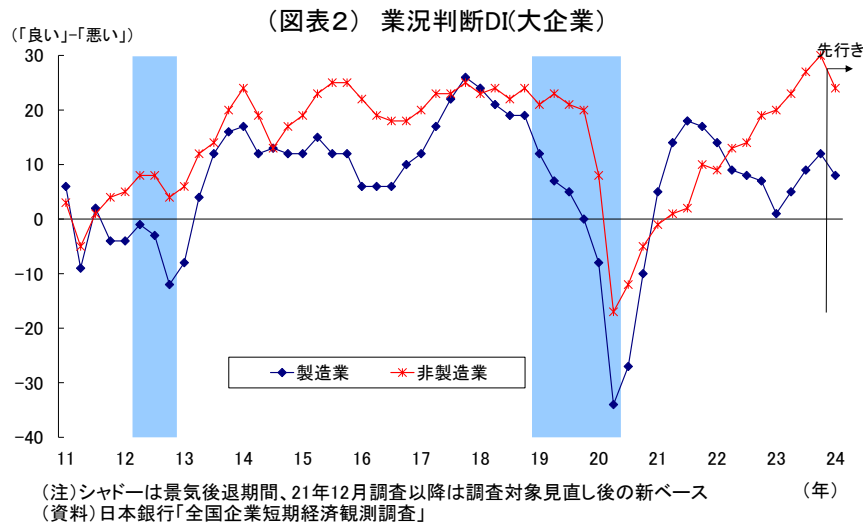
資材価格高止まりや人手不足懸念を受けたとみられる建設（3ポイント下落）、不動産（10ポイント下落）のほか、経済活動再開の追い風を受ける宿泊・飲食サービス（12ポイント下落）、対個人サービス（2ポイント下落）も下落に転じることが見込まれている。物価高による消費下振れや人手不足への懸念を反映しているものとみられる。

（図表1）業況判断DI

（「良い」-「悪い」・%ポイント）

		2023年9月調査		2023年12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	9	10	12	3	8	-4
	非製造業	27	21	30	3	24	-6
	全産業	17	16	21	4	16	-5
中堅企業	製造業	0	2	5	5	4	-1
	非製造業	19	14	20	1	14	-6
	全産業	12	9	14	2	10	-4
中小企業	製造業	-5	-2	1	6	-1	-2
	非製造業	12	8	14	2	7	-7
	全産業	5	4	9	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。



3. 需給・価格判断：海外需給が緩和、中小の値上げ意向は継続

(需給判断：海外で需給が緩和、先行きは小動き)

国内製商品・サービス需給判断DI(需要超過-供給超過)は、大企業製造業で前回から横ばい、非製造業で1ポイント上昇と小動きに留まった。一方、大企業製造業の海外需給判断DIは2ポイント低下している。中国経済の回復の遅れが背景にあるとみられる。

先行きの需給については、製造業、非製造業の国内需給がそれぞれ1ポイント上昇、1ポイント低下となっており、需給の大幅な変化は想定されていない。また、製造業の海外需給も2ポイントの上昇と今回の低下分を埋め合わせる程度に留まっている。利上げに伴う欧米需要の悪化や中国経済の減速、国内での値上げの悪影響などへの懸念が抑制要因になっているとみられる。

(価格判断：販売価格の上昇圧力は鈍化方向だが、中小企業は高止まりへ)

大企業製造業の仕入価格判断DI(上昇-下落)は前回から5ポイント低下の43、非製造業は2ポイント低下の41となった。依然としてDIの水準は高いものの、輸入物価の上昇一服を受けて、仕入価格の上昇圧力は緩和してきている。

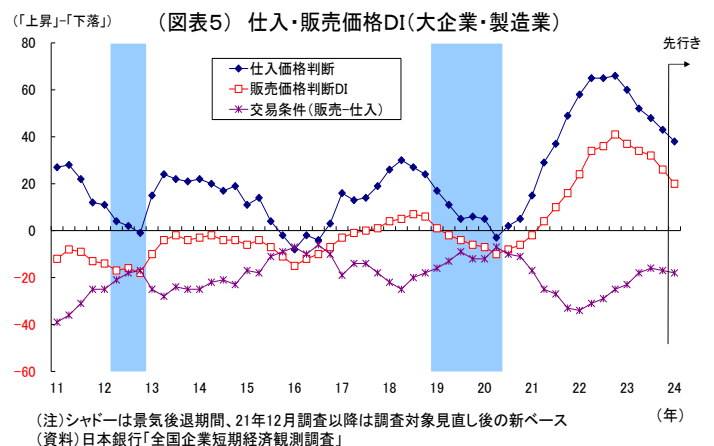
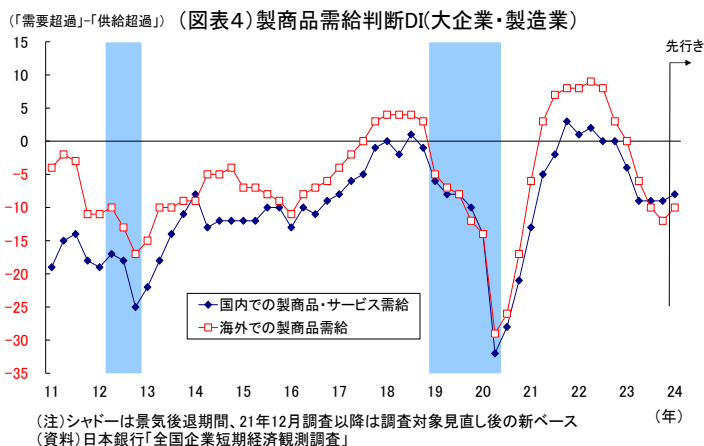
また、販売価格判断DIは製造業で6ポイント低下の26、非製造業では1ポイント低下の26となった。仕入価格の上昇圧力が緩和したことを受けて販売価格引き上げの動きも鈍化基調が続いている。製造業では、販売価格判断DIの低下幅が仕入価格判断DIの低下幅を若干上回った結果、差し引きであるマージン（採算）は足元でやや縮小している。

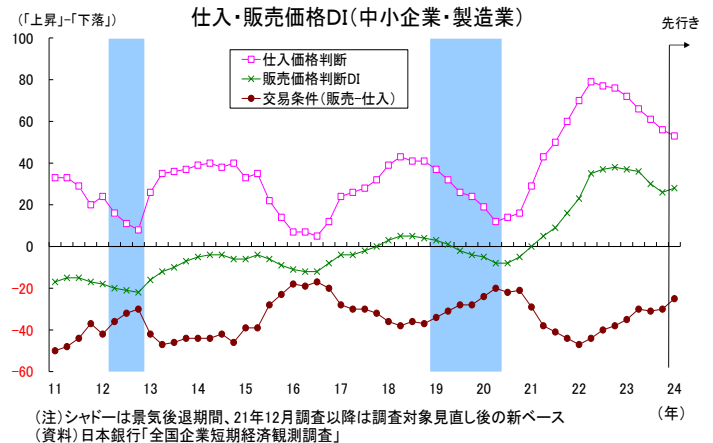
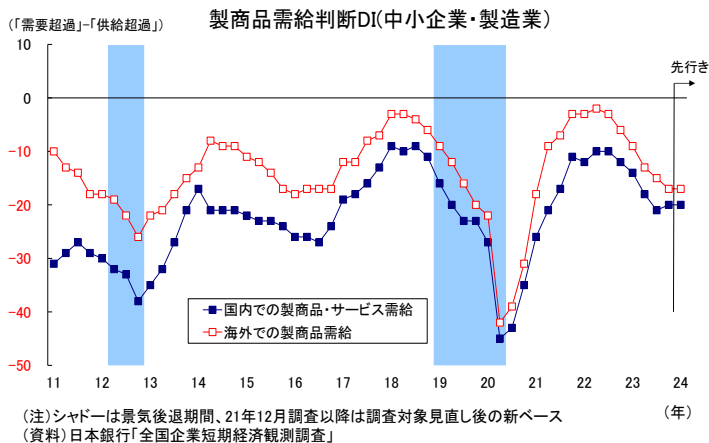
仕入価格判断DIの3か月後の先行きは大企業製造業で5ポイント低下する一方、非製造業では3ポイントの上昇が見込まれている。非製造業では原材料・エネルギー価格の再上昇に対する懸念が現れていると考えられる。

また、販売価格判断DIの3ヵ月後の先行きは、大企業製造業で6ポイントの低下、非製造業で2ポイントの上昇となっている。製造業では仕入価格の上昇圧力が和らぐ分、販売価格の上昇圧力も和らぐ見通しとなっているが、非製造業では逆に仕入れ価格の上昇分を販売価格に転嫁することが見込まれている。

また、中小企業でも、仕入価格判断DIの先行きが製造業で3ポイント低下、非製造業で1ポイント上昇となっている一方で、販売価格判断DIの先行きは製造業で2ポイント上昇、非製造業で4ポイント上昇と足元に対して値上げの動きが加速する形になっている。中小企業ではこれまで仕入価格上昇の販売価格への転嫁が遅れ、マージンが圧迫されてきたため、値上げの継続意向が根強いとみられる。

なお、価格判断と関連して、企業の物価見通し（全規模）は引き続き高止まりしている。具体的には、1年後が前年比2.4%（前回比▲0.1%pt）、3年後が2.2%（前回から横ばい）、5年後が2.1%（前回から横ばい）と、それぞれ日銀の物価目標である2%を上回った状況が維持されている。鈍化傾向にあるとはいえ、実際の物価上昇率が未だ2%を大きく上回る水準で推移していることが作用しているとみられ、今後の企業の価格・賃金設定への影響が注目される。





4. 売上・利益計画：23年度収益は上方修正、小幅な増益計画へ転じる

2023年度収益計画（全規模全産業）は、売上高が前年比2.5%増（前回は1.9%増）、経常利益が4.0%増（前回は同2.7%減）とそれぞれ上方修正された。例年、経常利益計画は初回の3月調査時点で保守的に見積もられて前年比で小幅なマイナス圏でスタートし、6月調査で比較対象となる前年度分の上方修正などを受けてやや下方修正されるが、9月調査以降は、景気が悪化していない限り、上方修正が続く傾向が強い。

今回も同様のパターンとなり、上期を無難に通過したことでもともと保守的ぎみであった想定を上方修正する動きが出たと考えられる。現に半期で見た場合、上期分の利益が大幅な上方修正となった一方、下期分は小幅に下方修正されている。

実態としては、インバウンドの回復も含めた経済活動再開の継続や、供給制約の緩和、円安による輸出採算の改善、価格転嫁の進展などが押し上げ材料になったとみられる。ただし、海外経済の減速や原燃料価格の再上昇、物価上昇による消費の減速といった下振れリスクが残るため、引き続き慎重な計画を据え置いている企業も多いと推測される。

なお、2023年度の想定ドル円レート（全規模・全産業ベース）は139.35円（上期138.73円、下期139.97円）と、前回（135.75円）から4円弱円安方向に修正されたが、上期の実績（141円台）や足下の実勢（145円台）からは依然としてかなり円高の想定に留まっている。短観の想定為替レートは修正に時間がかかる傾向があるうえ、先々、米国の利下げや日銀のマイナス金利解除観測などによって円高が進むリスクもあるため、輸出企業などでは保守的な観点から円高気味の想定を維持しているとみられる。今後もドル円レートが想定を上回り続ければ、輸出企業を中心に想定為替レートに円安方向への修正が入り、収益計画の上方修正要因になるだろう。

(図表6) 売上高計画 (前年度比・%)

		2022年度 (実績)	2023年度 (計画)		上期	下期
			修正率			
大企業	製造業	11.3	3.1	1.0	3.4	2.8
	国内	9.0	3.2	0.8	3.9	2.5
	輸出	16.1	2.9	1.3	2.5	3.3
	非製造業	10.1	1.5	0.0	2.5	0.7
	全産業	10.6	2.2	0.4	2.9	1.6
中堅企業	製造業	8.0	2.0	-0.3	1.8	2.1
	非製造業	7.2	3.9	0.7	5.1	2.9
	全産業	7.4	3.4	0.4	4.2	2.7
中小企業	製造業	6.1	2.6	0.5	3.3	1.9
	非製造業	6.0	2.3	1.2	4.4	0.4
	全産業	6.0	2.3	1.1	4.2	0.7
全規模	製造業	9.8	2.8	0.7	3.1	2.5
	非製造業	8.1	2.3	0.5	3.7	1.1
	全産業	8.7	2.5	0.6	3.5	1.6

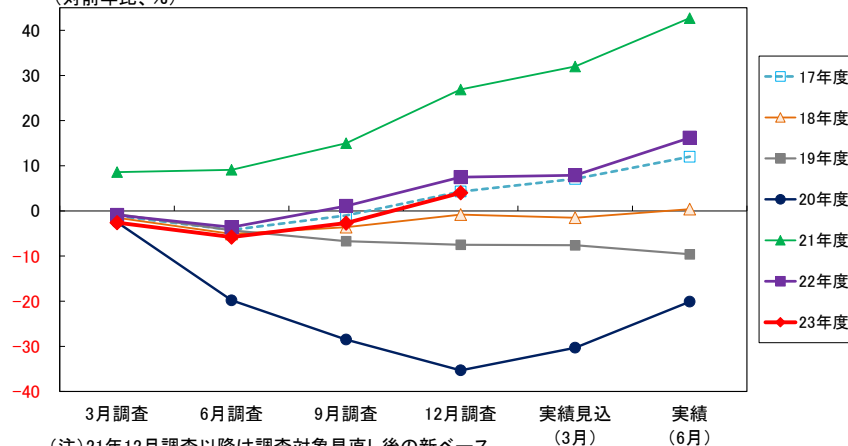
(注)修正率は前回調査(対象見直し後の新ベース)との対比。

(図表7) 経常利益計画 (前年度比・%)

		2022年度 (実績)	2023年度 (計画)		上期	下期
			修正率			
大企業	製造業	11.7	2.4	7.9	2.1	3.0
	素材業種	-13.2	-9.5	1.4	-19.6	11.4
	加工業種	25.5	7.0	10.2	12.0	0.6
	非製造業	32.7	7.6	8.4	25.7	-11.0
	全産業	20.7	4.9	8.1	12.3	-4.3
中堅企業	製造業	-3.4	0.8	4.4	-7.6	11.1
	非製造業	18.0	1.4	2.7	12.2	-6.9
	全産業	9.9	1.2	3.3	4.5	-1.8
中小企業	製造業	-7.8	4.6	7.3	1.8	7.6
	非製造業	8.4	1.5	3.0	13.7	-7.6
	全産業	3.9	2.3	4.1	10.4	-4.3
全規模	製造業	8.0	2.4	7.4	1.1	4.4
	非製造業	24.0	5.2	6.3	21.2	-9.4
	全産業	16.2	4.0	6.8	11.0	-3.9

(注)修正率は前回調査(対象見直し後の新ベース)との対比。

(図表8) 経常利益計画(全規模・全産業)



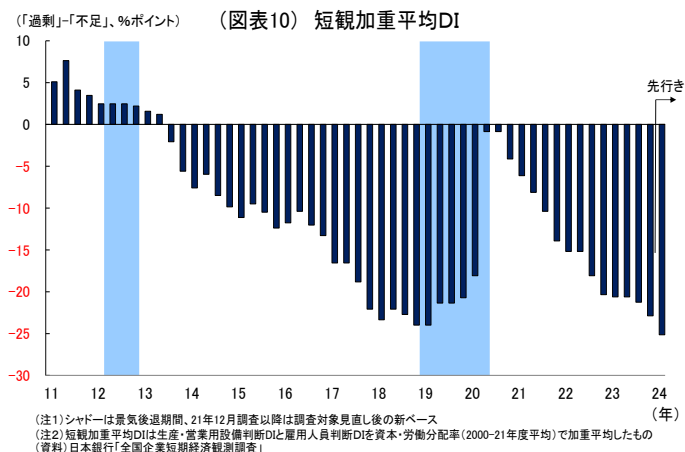
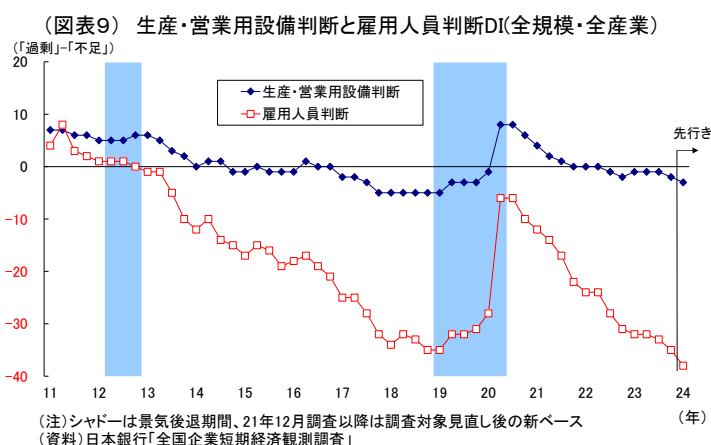
5. 設備・雇用：設備投資計画は若干下方修正、人手不足感はさらに強まる

生産・営業用設備判断DI(「過剰」－「不足」)は、全規模全産業で前回から1ポイント低下の▲

2 となった。設備の需給は概ね均衡ながら、若干不足ぎみの状況が続いている。

一方、雇用人員判断 DI（「過剰」－「不足」）は、全規模全産業で前回から 2 ポイント低下の▲35 となった。コロナ禍で一旦縮小した DI のマイナス幅は、コロナ禍前のピーク（2018 年 12 月調査・2019 年 3 月調査の▲35）に到達した。人手を多く要する対面サービス需要の回復を受けて人手不足感がさらに強まってきている。

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 DI」（設備・雇用の各 DI を加重平均して算出）も前回から 1.7 ポイント低下の▲22.9 となり、コロナ禍前のピークに迫っている。



先行きの見通し（全規模全産業）は、設備判断 DI が▲3、雇用人員判断 DI が▲38 とそれぞれ 1 ポイント、3 ポイントの低下が見込まれており、経済活動の正常化を見据えたものとみられるが、雇用を中心に不足感がさらに強まる見通しになっている。雇用に関しては、上記のコロナ禍前ピークを越え、バブル期以来の人手不足感になることが見込まれている。

この結果、「短観加重平均 DI」も▲25.1 と足元から 2.2 ポイント低下する見込みとなっている。

2023 年度の設備投資計画（全規模全産業）は前年比 12.8%増となり、前回 9 月調査（13.0%増）から若干下方修正された。

例年 12 月調査では、中小企業において年度計画が固まることで投資額が上乗せされる傾向が強い⁴うえ、資材価格や人件費の上昇を受けて、投資額が嵩みやすくなっている面も押し上げ材料になったとみられる⁵。既往の収益回復を受けた投資余力の改善、脱炭素・DX・省力化・サプライチェーンの再構築等に伴う投資需要もプラスに寄与したとみられる。一方で、建設領域における人手不足や先行きの事業環境の不透明感が重荷となり、今回は下方修正されたとしている。

ちなみに、下方修正されたとはいえ、12 月調査における前年比 12.8%増という伸び率は、バブル期後では昨年度に次ぐ高水準に当たり、引き続き堅調な投資計画と言える。

2023 年度設備投資計画（全規模全産業で前年比 12.8%増）は市場予想（QUICK 集計 12.3%増、当社予想も 12.3%増）をやや上回る結果だった。

2023 年度のソフトウェア投資計画（全規模全産業）は前年比 13.6%増となった。前回から 1.5

⁴ 2013～22 年度における 12 月調査での修正幅は平均で+0.6%ポイント

⁵ GDP 統計における設備投資デフレーター（四半期次）は 2021 年終盤以降、前年比 3～4%台で推移。

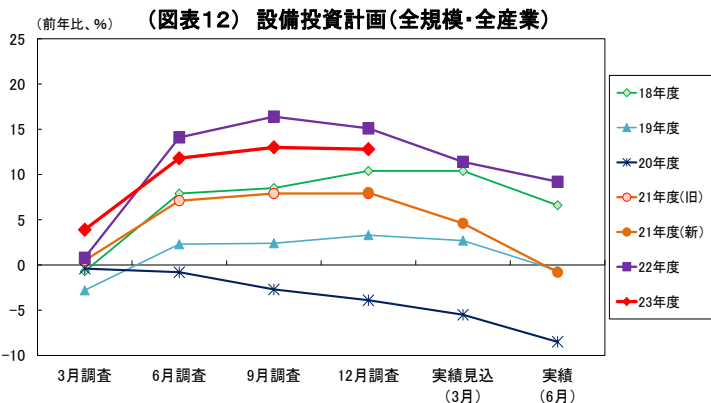
ポイント下方修正されたものの、引き続き高い伸びが示されている。企業において、オンライン需要への対応や省力化等に向けた業務のIT化といったデジタル化が加速している証とみられ、前向きな動きと言える。特に人手不足感の強い中小企業では2割を超える伸びが示されており、旺盛な省力化需要が計画の支えになっていると推測される。

(図表11) 設備投資計画とソフトウェア投資計画 (前年度比・%)

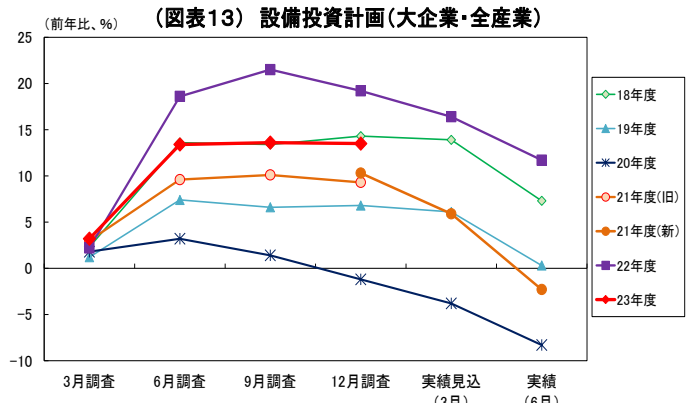
		設備投資計画			ソフトウェア投資計画		
		2022年度 (実績)	2023年度 (計画)	修正率	2022年度 (実績)	2023年度 (計画)	修正率
大企業	製造業	6.5	17.9	-1.7	16.8	15.7	-2.4
	非製造業	14.8	11.0	0.8	11.9	10.1	-0.3
	全産業	11.7	13.5	-0.1	13.8	12.3	-1.1
中小企業	製造業	17.2	1.6	4.7	4.8	30.0	-0.7
	非製造業	-3.0	15.8	0.8	-5.2	18.5	0.2
	全産業	3.9	10.3	2.2	-2.6	21.7	-0.1
全規模	製造業	9.0	14.6	-0.4	16.2	17.6	-2.3
	非製造業	9.3	11.7	0.0	9.1	11.4	-1.0
	全産業	9.2	12.8	-0.2	11.5	13.6	-1.5

(注1) 設備投資は含む土地投資額(リース会計対応ベース)。

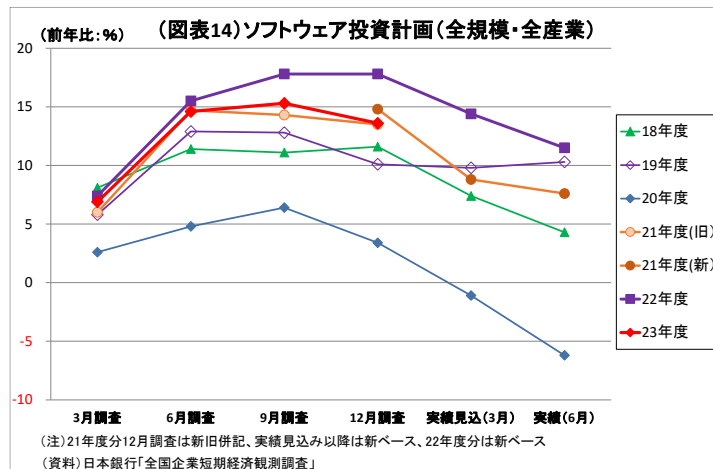
(注2) 修正率は前回調査(対象見直し後の新ベース)との対比。



(注)リース会計対応ベース。21年度分12月調査は新旧併記、実績見込み以降は新ベース、22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」



(注)リース会計対応ベース。21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、22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」



(注)21年度分12月調査は新旧併記、実績見込み以降は新ベース、22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。