

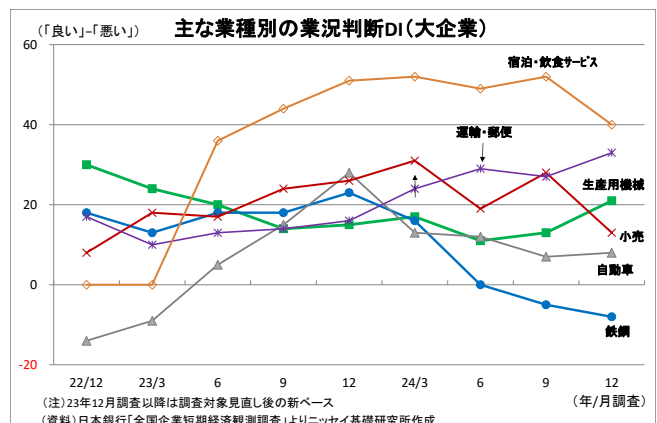
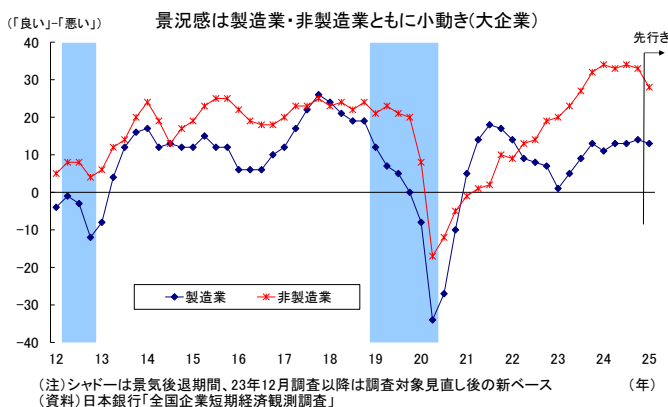
Weekly
エコノミスト・
レター

日銀短観(12月調査)

～景況感はほぼ横ばい、総じて「オントラック」を裏付け、日銀の利上げを後押しする内容

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、注目度の高い大企業製造業で景況感の小幅な改善が示された。世界的なAI関連需要や自動車生産の回復などが追い風になったとみられる。一方、大企業非製造業では、物価高による消費マインドの低迷や気温の高止まり等が重荷となり、景況感が弱含んだ。
- 先行きの景況感は総じて悪化が示された。製造業では、トランプ米政権による関税引き上げへの警戒感が景況感に現れたと考えられる。非製造業では、人手不足の深刻化（とそれに伴う人件費上昇）や金利上昇に対する懸念などを受けて景況感が悪化した。
- 2024年度の設備投資計画（全規模）は、前年比9.7%増と上方修正された。例年12月調査では投資額が上乘せされる傾向が強いが、実態としても、投資余力が確保されるなかで、省力化・脱炭素・DX・サプライチェーン再構築等に伴う投資需要を反映した堅調な計画が維持された。ただし、年度末に向けては、工事の遅れ等に伴う計画の下方修正リスクに注意が必要になる。
- 物価関連項目は総じて高止まりし、企業による値上げ継続姿勢を示唆している。
- 今回の短観では、景況感は総じて底堅く、設備投資計画は強めとなったほか、高いインフレ予想や値上げの継続意向、強い人手不足感などが確認されたことで、日銀にとって、追加利上げの根拠となる「経済・物価が見通しに沿った経路を辿っている（オントラックにある）」との判断を後押しする材料となるだろう。ただし、そのことが即時の利上げを決定付けるわけではない。前回会合以降に円安は進んでおらず、利上げを急ぐ必要性は高まっていないうえ、政府が予算や税制改正などで景気への配慮を示す中で利上げを決めることの間悪さもそう。従って、利上げに説得力を持たせる意味でも、当面は更なる情報の蓄積、特にカギとなる来春闘での高い賃上げの実現性を見定め、高い賃上げが具体的に見込めるようになる来年1月に利上げに踏み切ると予想している。仮に円安が急速に進むようであれば、12月への前倒しも。



1. 全体評価：日銀の見通しに沿った内容、利上げ判断を後押しする材料に

12月13日に公表された日銀短観12月調査では、注目度の高い大企業製造業の業況判断DIが14と前回9月調査から1ポイント上昇し、景況感の小幅な改善が示された。同DIの上昇は2四半期ぶりとなり、DIの水準は2022年3月以来の高水準にあたる。建材需要の低迷等が重石となったものの、世界的なAI関連需要や自動車生産の回復などが追い風になったとみられる。一方、大企業非製造業では、物価高による消費マインドの低迷や気温の高止まり等が重荷となったとみられ、業況判断DIが33と前回比1ポイント低下した。

ちなみに、前回9月調査¹では、半導体需要の回復と台風による工場停止が拮抗する形で大企業製造業の景況感が横ばいとなった一方で、好調なインバウンド需要等を背景に非製造業では景況感が若干改善していた。

前回調査以降、大企業製造業では、台風・認証不正問題による供給制約の解消に伴って自動車生産が回復したほか、世界的なAI関連需要の増加や堅調な国内設備投資需要が景況感の支えとなった。一方で、中国経済の低迷や建材需要の落ち込みが景況感の抑制要因となった。

大企業非製造業では、引き続き堅調なインバウンド需要や価格転嫁の浸透が支えとなったものの、物価高による消費マインドの低迷に加え、気温の高止まりによる季節商品の販売不振が重荷となったとみられ、景況感が弱含んだ。

中小企業の業況判断DIについては、製造業が前回から1ポイント上昇の1、非製造業が2ポイント上昇の2となった。中小企業では、大企業と比べて景況感の回復が遅れていたため、非製造業でも景況感がやや改善している。

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、1月に発足するトランプ米政権による関税引き上げや米中貿易摩擦激化への警戒感が景況感に現れたと考えられる。非製造業では、人手不足の深刻化（とそれに伴う人件費上昇）や金利上昇に対する懸念などを受けて景況感が悪化した。

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（QUICK集計予測値12、当社予想は11）、先行きの景況感（QUICK集計予測値11、当社予想は9）ともに市場予想を上回った。大企業非製造業については、足元の景況感（QUICK集計32、当社予想も32）をやや上回ったものの、先行きの景況感（QUICK集計29、当社予想も29）をやや下回っている。

2024年度の設備投資計画（全規模）は、前年比9.7%増と前回9月調査（8.9%増）から上方修正された。伸び率の上方修正幅は0.8%ポイントと例年²よりやや大幅となった。

例年12月調査では年度計画が固まってくることで、中小企業を中心に投資額が上乘せされる傾向が強い。さらに、実態としても、堅調な収益を背景として十分な投資余力が確保されるなかで、

¹ 回収基準日は前回9月調査が9月11日、今回12月調査が11月27日（基準日までに約7割が回答するとされる）。

² 直近10年間（2014～23年度）における12月調査での修正幅は平均で+0.5%ポイント

省力化・脱炭素・DX・サプライチェーンの再構築等に伴う投資需要を反映した堅調な投資計画が維持された。

ただし、今年度からの労働時間規制強化の影響もあって、建設業界では人手不足という供給制約が強まっている。このため、年度末に向けては、工事進捗の遅れ等に伴う設備投資計画の下方修正リスクに注意が必要になる。

物価関連項目では、販売価格判断DIについては、総じて先行き（3か月後）にかけて高止まりとなっており、輸入物価の上昇が一服しているなかでも、値上げ継続意向に変化は見られない。また、企業の物価全般の見通し（全規模）では、それぞれ前回から横ばいで物価目標である2%を超えている。物価関連項目は総じて高止まりしており、企業による値上げ継続姿勢を示唆している。

既述の通り、今回の短観はヘッドラインとなる企業の景況感が総じて小動きに留まったが、日銀はもともと企業の景況感について「良好な水準を維持している」（10月の展望レポート）との判断を示しているため、前向きな評価を維持するだろう。また、設備投資計画が強めとなったほか、値上げの継続意向や高いインフレ予想、強い人手不足感などが確認されたことで、日銀にとって、追加利上げの根拠となる「経済・物価が見通しに沿った経路を辿っている（オントラックにある）」との判断を後押しする材料となる可能性が高い。

一方、「経済・物価が見通しに沿った経路を辿っている（オントラックにある）」ことは利上げ判断にとって重要な条件だが、それが即時の利上げを決定付けるわけではない。利上げ判断には、海外経済の動向や賃上げの継続、円相場などの要素も複雑に絡んでくるためだ。

前回10月MPM以降、円安は進んでおらず、利上げを急ぐ必要性も高まっていないうえ、政府が予算や税制改正などで景気に配慮する姿勢を示している中で景気を抑制する利上げを決めるということの間の悪さもありそうだ。従って、利上げにより説得力を持たせる意味でも、当面は更なるデータや情報の蓄積、とりわけカギとなる来春闘での高い賃上げの実現性を見定め、具体的に高い賃上げが見込めるようになる来年1月の会合で利上げに踏み切ると予想している（メインシナリオ）。

ただし、仮に来週にかけて円安が急速に進むようであれば、12月利上げの可能性も高まってくる（リスクシナリオ）。

2. 業況判断DI：足元はほぼ横ばい、先行きは非製造業で悪化

全規模全産業の業況判断DIは15（前回比1ポイント上昇）、先行きは10（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14と前回調査比で1ポイント上昇した。業種別では、全16業種中、下落が7業種と上昇の6業種をやや上回った（横ばいが3業種）。

原油安の一服を受けた石油・石炭（26ポイント上昇）のほか、AI関連需要が追い風となった生産用機械（8ポイント上昇）、値上げの浸透を受けた紙・パルプ（7ポイント上昇）、AI関連が好調な化学（6ポイント上昇）などで上昇が目立った。台風・認証不正問題の影響剥落で生産が持ち直した自動車（1ポイント上昇）もやや上昇した。一方で、建設作業の遅れなどから資材需要が低迷している窯業・土石（3ポイント下落）、鉄鋼（3ポイント下落）、コスト上昇圧力が強い食料品（5

ポイント下落)などで下落が目立った。

先行きについては下落が8業種と上昇の3業種を上回り(横ばいが5業種)、全体では1ポイントの下落となった。

大企業非製造業の業況判断DIは前回から1ポイント下落の33となった。業種別では、全12業種中、上昇が5業種と下落の3業種を上回った(横ばいが4業種)。

物価上昇による消費マインド低迷と気温の高止まりによる秋冬商材の不振を受けた小売(15ポイント下落)、同じく物価上昇と人手不足の悪影響を受けた宿泊・飲食サービス(12ポイント下落)の下落が目立った。一方で、値上げの浸透を受けた運輸・郵便(6ポイント上昇)、建設(2ポイント上昇)、不動産(6ポイント上昇)が下支えとなった。

先行きについては、下落が8業種と上昇の1業種を大きく上回り(横ばいが3業種)、全体では5ポイントの下落となった。

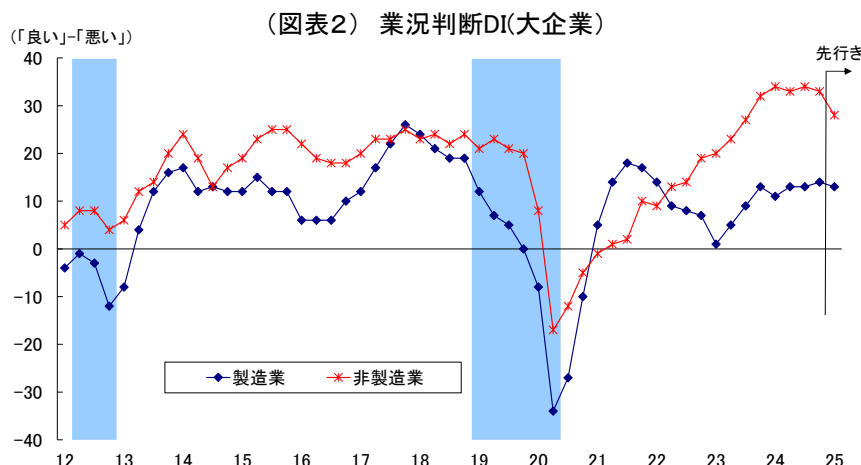
(図表1) 業況判断DI

(「良い」-「悪い」・%ポイント)

		2024年9月調査		2024年12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	13	14	14	1	13	-1
	非製造業	34	28	33	-1	28	-5
	全産業	23	21	23	0	20	-3
中堅企業	製造業	8	9	11	3	8	-3
	非製造業	23	16	22	-1	15	-7
	全産業	16	13	18	2	13	-5
中小企業	製造業	0	0	1	1	0	-1
	非製造業	14	11	16	2	8	-8
	全産業	8	6	10	2	6	-4

(注)「最近」の変化幅は、前回調査の「最近」との対比。

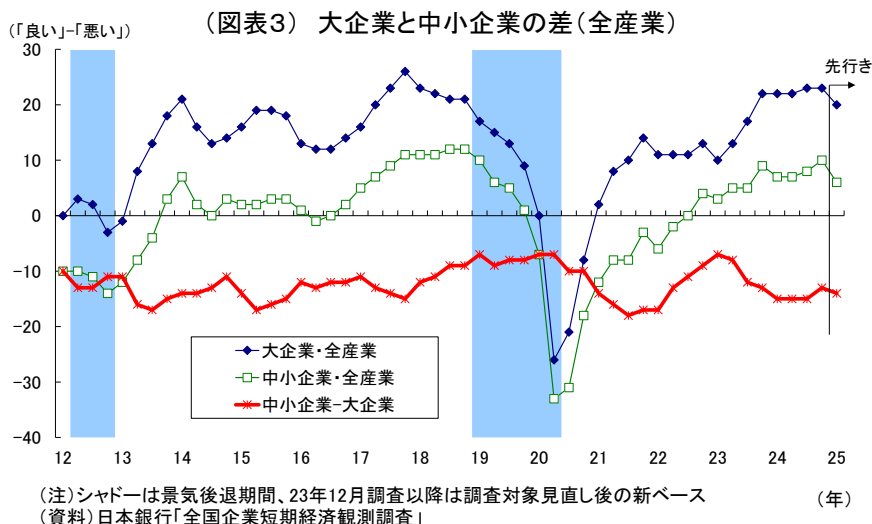
「先行き」の変化幅は、今回調査の「最近」との対比。



(注)シャドローは景気後退期間、23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」

(年)



3. 価格判断：値上げ意向は継続、物価見通しは2%超が定着しつつある

大企業製造業の仕入価格判断DI（上昇-下落）は前回から2ポイント低下の39、非製造業も2ポイント低下の44となった。夏場の円安修正に伴う輸入物価の上昇一服を受けて、仕入価格の増勢が弱まったとみられる。

一方、販売価格判断DIは製造業で1ポイント低下の25、非製造業では横ばいの29となった。

製造業、非製造業ともに仕入価格判断DIの低下幅を販売価格判断DIの低下幅（非製造業は横ばい）が下回ったため、差し引きであるマージン（採算）はともにやや改善している。

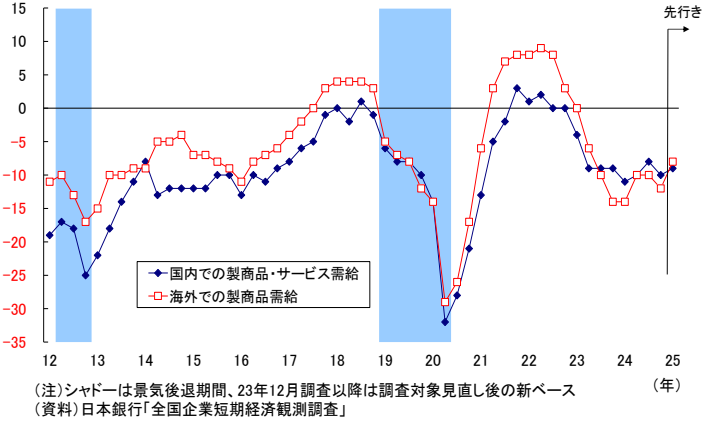
仕入価格判断DIの3か月後の先行きは大企業製造業で2ポイントの低下、非製造業で横ばいが見込まれている。一方、販売価格判断DIの3ヵ月後の先行きは、製造業で1ポイントの低下、非製造業で2ポイントの上昇が見込まれていることから、マージンはそれぞれやや改善する見込み。製造業、非製造業ともに販売価格判断DIの先行きの水準は25ポイント弱～30%ポイント強（コロナ前は概ねゼロ%ポイント）で高止まりしており、値上げを継続する意向が現れている。

なお、中小企業では、販売価格判断DIの先行きとして、製造業で5ポイントの上昇、非製造業で4ポイントの上昇が見込まれている。DIの先行きの水準も30%ポイント強（コロナ前は概ねゼロ%ポイント）と大企業よりも高めだ。これまでの価格転嫁の遅れもあり、中小企業の先行きの値上げ意欲は相対的に強い。

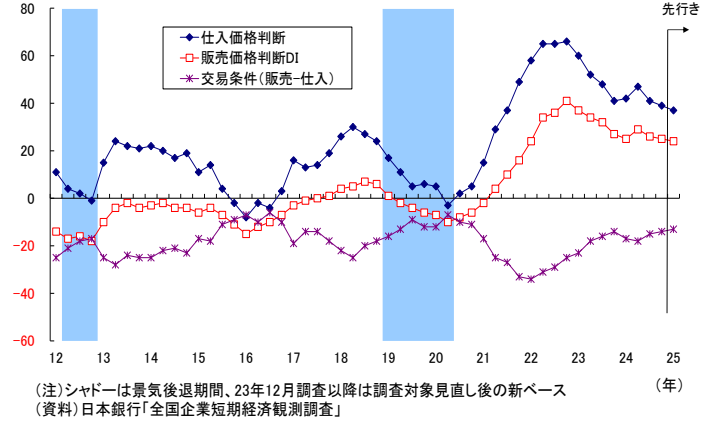
同じく物価関連項目である企業の「物価全般の見通し（全規模）」も引き続き2%超で高止まりしている。具体的には、1年後が前年比2.4%、3年後が2.3%、5年後が2.2%となり、それぞれ、前回から横ばいとなっている。

また、企業の販売価格の見通し（全規模・現状と比較した変化率）も3年後と5年後がそれぞれ前回から0.1%ポイント上方修正されており、中長期的な値上げ意向もやや強まっている模様だ。

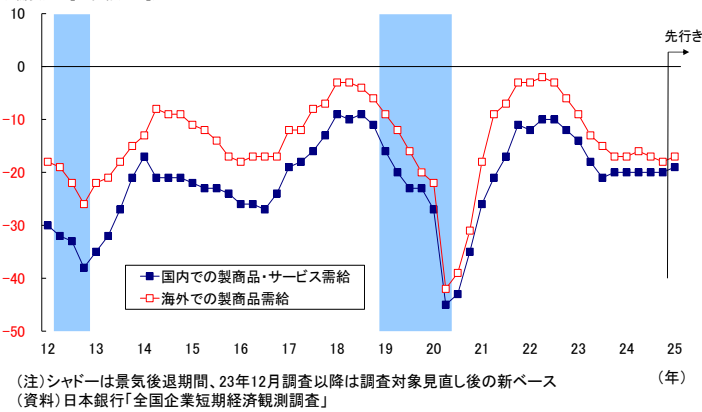
(「需要超過」-「供給超過」) (図表4) 製商品需給判断DI(大企業・製造業)



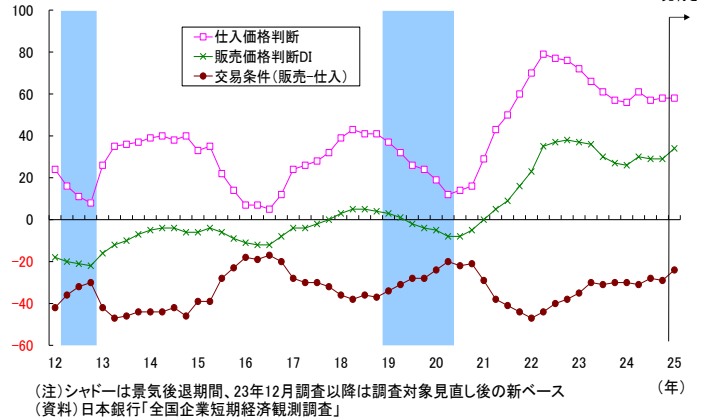
(「上昇」-「下落」) (図表5) 仕入・販売価格DI(大企業・製造業)



(「需要超過」-「供給超過」) 製商品需給判断DI(中小企業・製造業)



(「上昇」-「下落」) 仕入・販売価格DI(中小企業・製造業)



4. 売上・利益計画：引き続き減益計画だが、上振れ余地あり

2024年度収益計画(全規模全産業)は、売上高が前年比2.8%増(前回は2.3%増)、経常利益は3.1%減(前回は同5.7%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、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、さらに伸び率がやや下方修正された後は、景気が悪化していない限り、上方修正されていく傾向が強い。

今回も同様のパターンとなり、これまでの業績進捗の計画比上振れを受けて、もともとの保守的ぎみであった想定を上方修正する動きが継続したと考えられる。

ただし、今回、上期の利益が大きく上方修正される一方で、下期の利益が下方修正されており、企業の保守的な姿勢がうかがわれる。また、後述の通り、想定為替レートも保守的な水準に維持されていることから、今後、経営環境の特段の悪化や円高の進行が起これなければ、収益計画がさらに上方修正される可能性が高い。

2024年度の想定ドル円レート(全規模・全産業ベース)は146.88円(上期147.61円、下期146.15円)と、前回(145.15円)から小幅に円安方向へ修正されている。前回調査以降、再び円安が進行したことを受けた修正とみられる。ただし、年度始から直近までの平均(152円前後)や足元の水準(152円台)と比べると、依然として円高水準で据え置かれている。短観の想定為替レートは実勢の反映が遅れる傾向があるうえ、もともと輸出企業を中心に保守的な姿勢で実勢よりも円高気味

の想定を据え置く傾向があるためと考えられる。

(図表6) 売上高計画 (前年度比・%)

		2023年度 (実績)	2024年度 (計画)		上期	下期
			修正率			
大企業	製造業	3.4	2.7	0.0	2.7	2.8
	国内	3.7	2.0	-0.2	1.7	2.3
	輸出	2.9	4.0	0.3	4.4	3.6
	非製造業	1.0	3.2	0.5	3.7	2.8
	全産業	2.0	3.0	0.3	3.2	2.8
中堅企業	製造業	2.2	3.5	-0.2	3.5	3.5
	非製造業	4.4	3.0	0.5	3.7	2.4
	全産業	3.7	3.1	0.3	3.6	2.7
中小企業	製造業	2.6	2.5	0.8	3.1	1.9
	非製造業	4.4	1.8	0.8	3.4	0.3
	全産業	4.0	1.9	0.8	3.3	0.7
全規模	製造業	3.0	2.8	0.1	2.9	2.8
	非製造業	3.0	2.7	0.6	3.6	1.9
	全産業	3.0	2.8	0.4	3.4	2.2

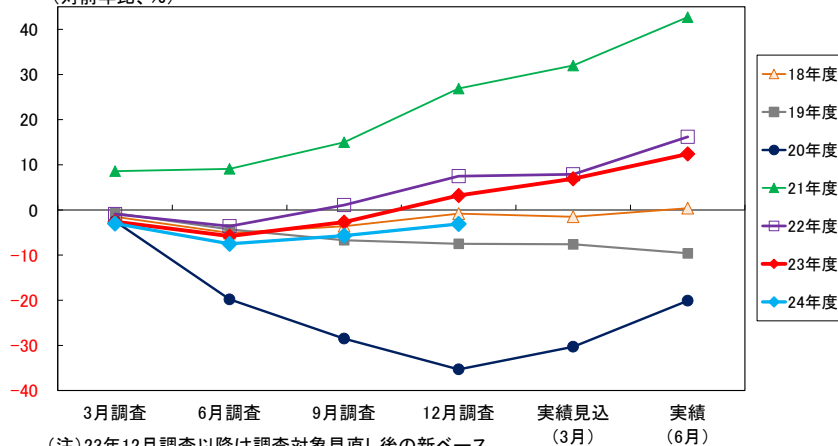
(注)修正率は前回調査(対象見直し後の新ベース)との対比。

(図表7) 経常利益計画 (前年度比・%)

		2023年度 (実績)	2024年度 (計画)		上期	下期
			修正率			
大企業	製造業	9.1	-5.2	1.9	-3.0	-7.9
	素材業種	5.3	-5.3	2.7	-0.7	-10.1
	加工業種	10.4	-5.2	1.6	-3.7	-7.0
	非製造業	15.5	-2.8	4.4	-1.8	-4.0
	全産業	12.2	-4.0	3.2	-2.4	-6.0
中堅企業	製造業	10.5	-3.9	-1.9	4.8	-11.1
	非製造業	13.3	0.3	3.4	6.4	-4.6
	全産業	12.4	-1.0	1.7	5.9	-6.6
中小企業	製造業	12.7	-4.0	1.5	4.3	-11.1
	非製造業	13.2	-0.8	2.4	9.4	-8.7
	全産業	13.1	-1.6	2.2	8.1	-9.3
全規模	製造業	9.6	-4.9	1.4	-1.6	-8.7
	非製造業	14.6	-1.8	3.8	1.6	-5.3
	全産業	12.4	-3.1	2.8	0.2	-6.7

(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)



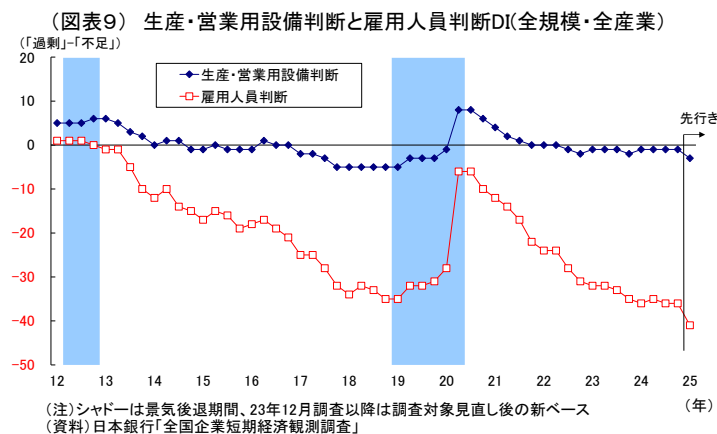
(注)23年12月調査以降は調査対象見直し後の新ベース
(資料)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

5. 設備・雇用：設備投資計画は強め、人手不足感は極めて強い状況続く

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横ばいの▲1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。

また、雇用人員判断DI（「過剰」－「不足」）は、全規模全産業で前回から横ばいの▲36となった。DIのマイナス幅は、今年3月・9月調査と並んで、1991年以来の大幅なマイナスにあたる。建設業などでの労働時間規制強化や人手を多く要する対面サービス需要の増加を受けて、人手不足感が極めて強い状況が続いている。

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▲41とそれぞれ、2ポイント、5ポイントの低下が見込まれている。とりわけ、先行きに対する警戒感の強さの表れか、雇用において人出不足感が明確に強まる見通しになっている。



2024年度の設備投資計画（全規模）は、前年比9.7%増と前回9月調査（8.9%増）から上方修正された。伸び率の上方修正幅は0.8%ポイントと例年³よりやや大幅となった。

例年12月調査では年度計画が固まってくることで、中小企業を中心に投資額が上乘せされる傾向が強い。さらに、実態としても、堅調な収益を背景として十分な投資余力が確保されるなかで、省力化・脱炭素・DX・サプライチェーンの再構築等に伴う投資需要を反映した堅調な投資計画が維持された。

ただし、今年度からの労働時間規制強化の影響もあって、建設業界では人手不足という供給制約が強まっている。このため、年度末に向けては、工事進捗の遅れ等に伴う設備投資計画の下方修正リスクに注意が必要になる。

2024年度設備投資計画（全規模全産業で前年比9.7%増）は市場予想（QUICK集計8.5%増、当社予想は9.0%増）を上回る結果だった。

2024年度のソフトウェア投資計画（全規模全産業）は前年比12.1%増（前回は13.1%増）へと下方修正されたが、引き続き高い伸びが示されている。

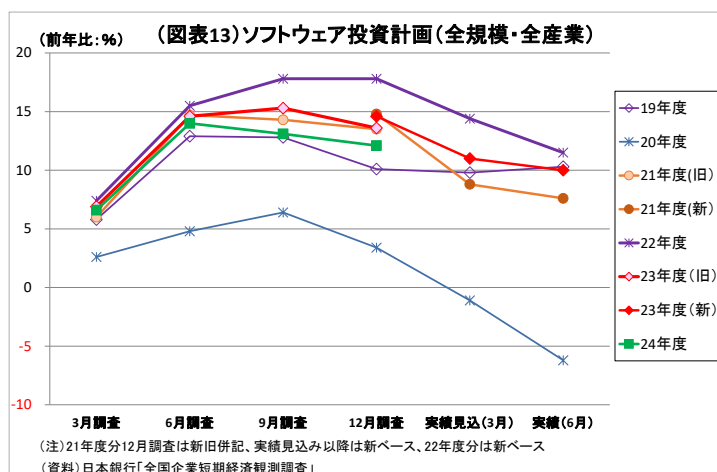
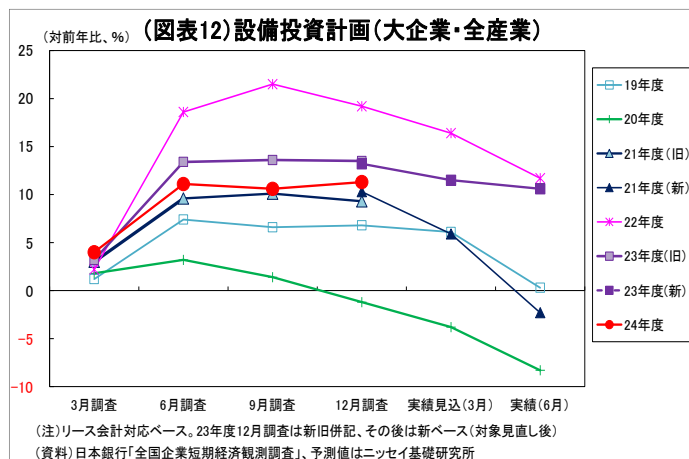
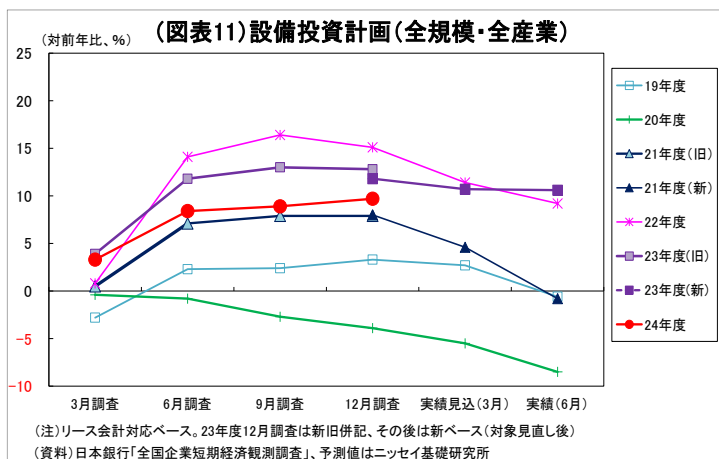
³ 直近10年間（2014～23年度）における12月調査での修正幅は平均で+0.5%ポイント

企業が、オンライン需要への対応や生産性向上・省力化等に向けた業務のIT化を積極的に押し進める姿勢を維持していることを示しており、前向きな動きと言える。

(図表10) 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		
		2023年度 (実績)	2024年度 (計画)	修正率	2023年度 (実績)	2024年度 (計画)	修正率
大企業	製造業	11.1	16.0	-2.4	11.0	20.9	-0.3
	非製造業	10.4	8.7	2.5	7.5	10.0	-0.9
	全産業	10.6	11.3	0.7	8.8	14.0	-0.7
中小企業	製造業	-9.1	10.5	-1.5	8.9	37.1	0.5
	非製造業	20.8	1.0	2.9	24.5	6.3	2.0
	全産業	9.4	4	1.3	20.3	13.8	1.6
全規模	製造業	6.7	15.1	-1.6	11.3	21.4	-0.1
	非製造業	12.8	6.7	2.2	9.3	7.5	-1.4
	全産業	10.6	9.7	0.8	10.0	12.1	-0.9

(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。



(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。