

2015年12月14日 全8頁

Indicators Update

12月日銀短観

大企業の業況感は予想外の横ばいだが、先行き不透明感が強まる

エコノミック・インテリジェンス・チーム

エコノミスト 長内 智

エコノミスト 小林 俊介

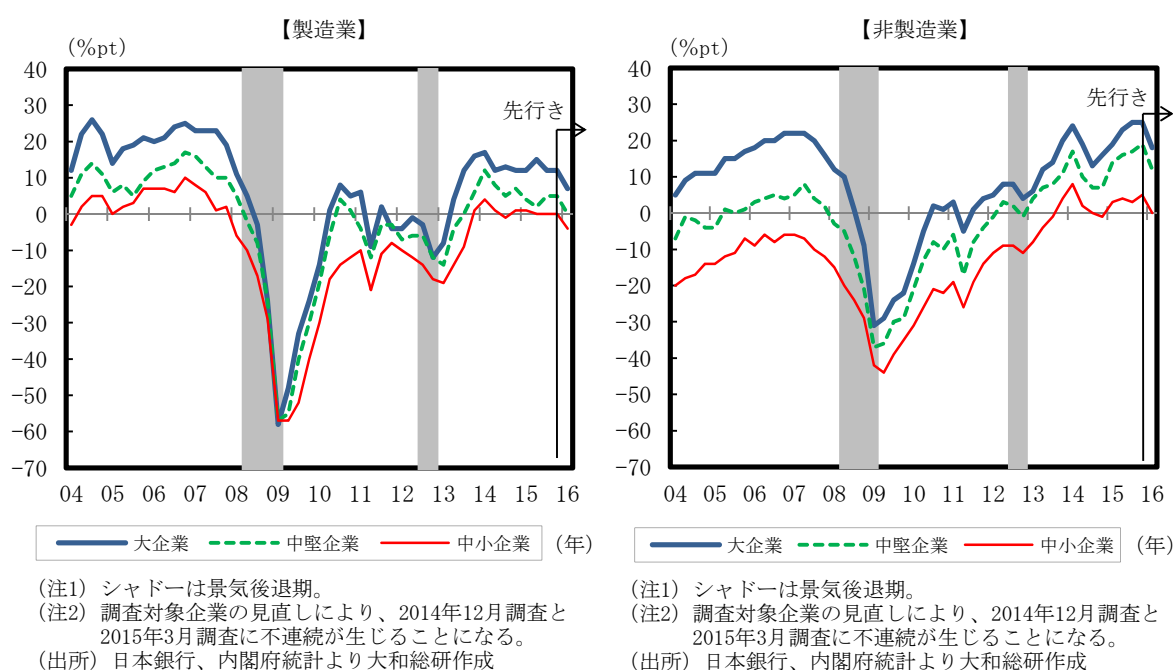
[要約]

- 日銀短観（2015年12月調査）では、悪化が見込まれていた大企業の業況感が予想外の横ばいとなった一方で、企業が先行きに対して一段と慎重になっていることが明らかになった。この背景としては、中国をはじめとする海外経済の減速、輸出と生産の停滞や個人消費の回復ペースの鈍さなどが考えられる。
- 大企業製造業の「業況判断DI（最近）」は+12%ptと前回調査から横ばいとなり、悪化を見込んでいた市場コンセンサスを僅かながら上回った。大企業非製造業の「業況判断DI（最近）」も+25%ptと前回調査から横ばいとなった。非製造業に関しては、これまでの改善ペースが少し速かったことからの反動が出るとみていたが、依然として業況感は底堅い状況にある。
- 大企業全産業の2015年度の売上高計画は前年度比▲1.1%、経常利益計画は前年度比+6.5%となった。売上高は冴えない個人消費や輸出の停滞などを受けて小幅な減収になった一方、値上げや資源安によるマージンの改善を背景に、しっかりとした経常増益が見込まれる。
- 全規模全産業の2015年度の「設備投資計画（含む土地、除くソフトウェア）」は、前年度比+7.8%と前回（同+6.4%）から上方修正された。12月日銀短観では、中小企業を中心に設備投資計画が上方修正されるという「統計上のクセ」があるが、9月日銀短観同様、非製造業を中心に通常の修正パターンより強い結果だと評価する。

大企業の業況感は予想外の横ばい

日銀短観（2015年12月調査）では、悪化が見込まれていた大企業の業況感が予想外の横ばいとなった一方で、企業が先行きに対して一段と慎重になっていることが明らかになった。この背景としては、中国をはじめとする海外経済の減速、輸出と生産の停滞や個人消費の回復ペースの鈍さなどが考えられる。当社は、日本経済が「踊り場」局面にあると評価しており、12月日銀短観も総じて見ると、足下の国内景気が踊り場的な状況にあることを示唆する内容だと言える。また、設備投資に関しては、非製造業の投資意欲が依然として前向きである一方で、製造業についてはやや慎重さが示された。

図表1：業況判断DI



大企業製造業の「業況判断 DI (最近)」は+12%pt と前回調査 (+12%pt) から横ばいとなり、悪化を見込んでいた市場コンセンサス (+11%pt) を僅かながら上回った。

素材業種は、横ばいとなった。素材業種については、資源・エネルギー価格の低下によるマージンの改善が、企業の業況感に対して引き続きプラスに寄与した一方で、商品市況の悪化が一部業種の重石になった格好だ。個別業種では、「化学」と「鉄鋼」が改善した。「化学」は、原油安に伴う収益改善効果が継続していることがプラスに作用したと考えられる。一方、「鉄鋼」に関しては、依然として経営環境は厳しく、これまで2四半期連続で悪化してきた反動が出たに過ぎないとみている。「石油・石炭製品」は横ばいとなった。前回の9月日銀短観では先行きの業況感が大幅に改善すると見込んでいたが、原油価格が当時の予想に反して急落した結果、9月時点の見通しから大きく下振れすることとなった。他方、悪化した業種では、「非鉄金属」が目立つ。「非鉄金属」は商品市況の悪化に伴う製品価格の低下がマイナスに作用していると考えられる。他には、「繊維」、「紙・パルプ」、「木材・木製品」、「窯業・土石製品」が悪化した。

加工業種は、2 四半期連続の悪化となった。海外経済の減速を背景とする輸出と生産の停滞などが下押し要因になったと考えている。加えて、足下で個人消費の回復ペースが鈍いことも企業の業況感の重石になった模様である。個別業種では、「生産用機械」、「電気機械」、「自動車」の悪化が注目される。「生産用機械」は、均してみると、これまで改善傾向が続いていたが、国内外の冴えない設備投資需要を背景に、頭打ち感が強まっている。「電気機械」は、輸出と生産の停滞などが重石になったとみている。「自動車」は、2015 年 4 月の軽自動車税の引き上げに伴い落ち込んだ国内新車販売台数に改善の兆しが見られるものの、総じてみれば依然、販売台数が低迷していることがマイナスに作用したと考えている。他方、受注に持ち直しの兆しが見られる「造船・重機等」、9 月に悪化した反動の影響などで、「はん用機械」、「業務用機械」、「食料品」が改善した。

大企業非製造業の「業況判断 DI（最近）」は+25%pt と前回調査（+25%pt）から横ばいとなり、悪化を見込んでいた市場コンセンサス（+23%pt）を上回った。非製造業に関しては、これまでの改善ペースが少し速かったことからの反動が出るとみていたが、依然として業況感は底堅い状況にある。

業種別に見ると、「建設」、「宿泊・飲食サービス」の改善が注目される。「建設」は、公共投資が減少に転じたことや住宅着工戸数の伸びの鈍化を受けて、業況感が悪化するとみていたものの、工事件数が高水準で推移していることなどがプラスに作用したと考えている。「宿泊・飲食サービス」については、国内旅行市場の底堅さや好調な訪日外国人のインバウンド消費の恩恵が大きいとみている。「電気・ガス」は、前回の 9 月日銀短観の「先行き」では悪化を見込んでいたものの、エネルギー輸入価格の下落によるマージンの改善がプラスに寄与したことで、前回の見通しに反して業況感が改善した。他方、悪化した業種としては、「小売」、「対個人サービス」が挙げられる。ただし、これら業種の悪化は、これまでの改善ペースが速かったことからの反動だと考えられるため、ネガティブに捉える必要はないだろう。「不動産」は、オフィス空室率の低下傾向などがプラスに作用する一方で、マンション販売戸数の鈍化やデータ偽装問題の影響などもあって、5 四半期ぶりの悪化となった。「物品賃貸」と「対事業サービス」は大幅な悪化となり、これまで堅調だった事業環境に不透明感が強まっている模様だ。

大企業の先行きは製造業と非製造業ともに悪化を見込む

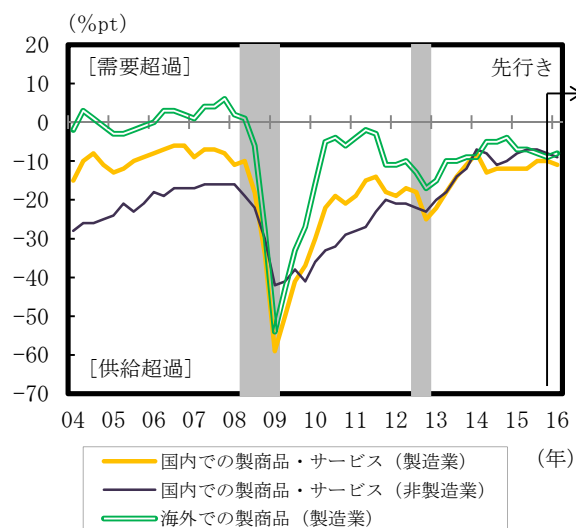
「業況判断 DI（先行き）」を見ると、大企業製造業が+7%pt（今回から▲5pt 悪化）、大企業非製造業は+18%pt（今回から▲7pt 悪化）といずれも悪化を見込む。中国をはじめとする海外経済の減速、輸出と生産の停滞や個人消費の回復ペースの鈍さなどを受けて、企業が先行きに対して一段と慎重になっていることが明らかになった。製造業、非製造業のいずれも幅広い業種で悪化を見込んでいる点が懸念される。

製造業の海外での需給は小幅に悪化

大企業の「国内での製商品・サービス需給判断DI（最近）」を見ると、製造業が横ばいとなった一方で、非製造業は低下（悪化）した。大企業製造業の「海外での製商品需給判断DI（最近）」は、中国をはじめとする海外経済の減速の影響で前回から小幅に低下（悪化）し、外需の弱さが鮮明になりつつある。

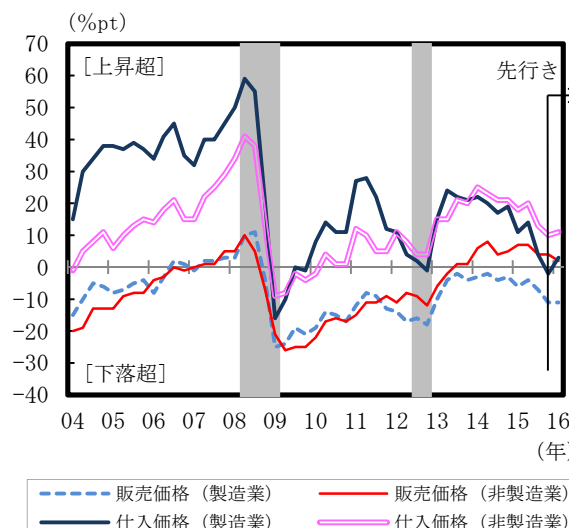
また、価格判断に関しては、前回調査に比べて原油安が進行したことなどを背景に、製造業と非製造業のいずれも「仕入価格判断DI」が低下したことで、「交易条件（販売価格判断DI－仕入価格判断DI）」の改善につながった。

図表2：需給判断DI（大企業）



(注1) シャドローは景気後退期。
 (注2) 調査対象企業の見直しにより、2014年12月調査と2015年3月調査に不連続が生じることになる。
 (出所) 日本銀行、内閣府統計より大和総研作成

図表3：価格判断DI（大企業）

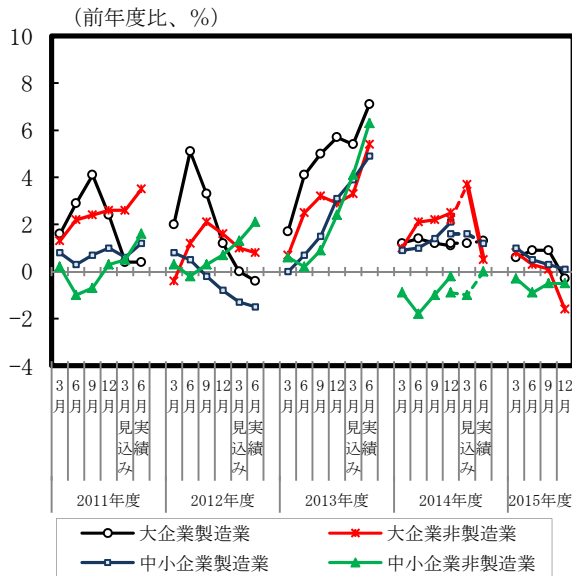


(注1) シャドローは景気後退期。
 (注2) 調査対象企業の見直しにより、2014年12月調査と2015年3月調査に不連続が生じることになる。
 (出所) 日本銀行、内閣府統計より大和総研作成

大企業の2015年度の経常利益は非製造業が上昇修正

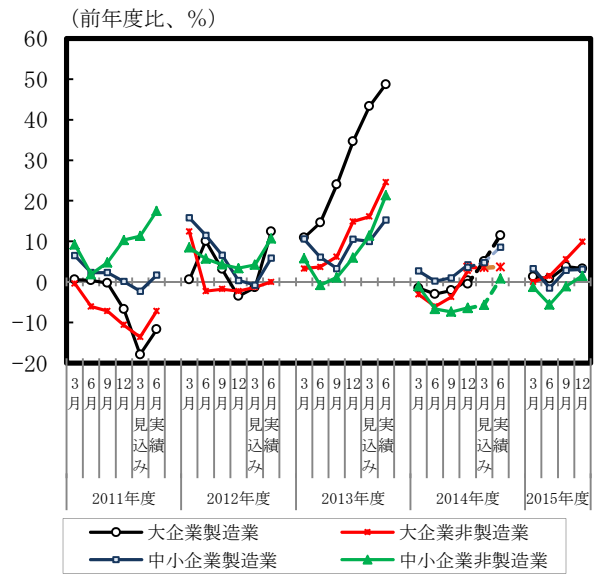
大企業全産業の2015年度の売上高計画は前年度比▲1.1%、経常利益計画は前年度比+6.5%となった。売上高は冴えない個人消費や輸出の停滞などを受けて小幅な減収になった一方、値上げや資源安によるマージンの改善を背景に、しっかりとした経常増益が見込まれる。前回調査時点からの修正率を確認すると、売上高が▲1.5%と下方修正、経常利益が+1.7%と上方修正された。経常利益を業種別に見ると、製造業が小幅に下方修正（修正率▲0.5%）される一方で、非製造業の経常利益が上方修正（修正率+4.0%）された。なお、企業の2015年度下期の想定為替レート（大企業製造業）は118円/ドルとなり、現在の為替水準と比較すると企業は為替レートの先行きをやや保守的にみているようだ。

図表4：売上計画の修正パターン



(注) 2014年度3月見込みは、新サンプルの12月結果から延長。
(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

図表5：経常利益計画の修正パターン

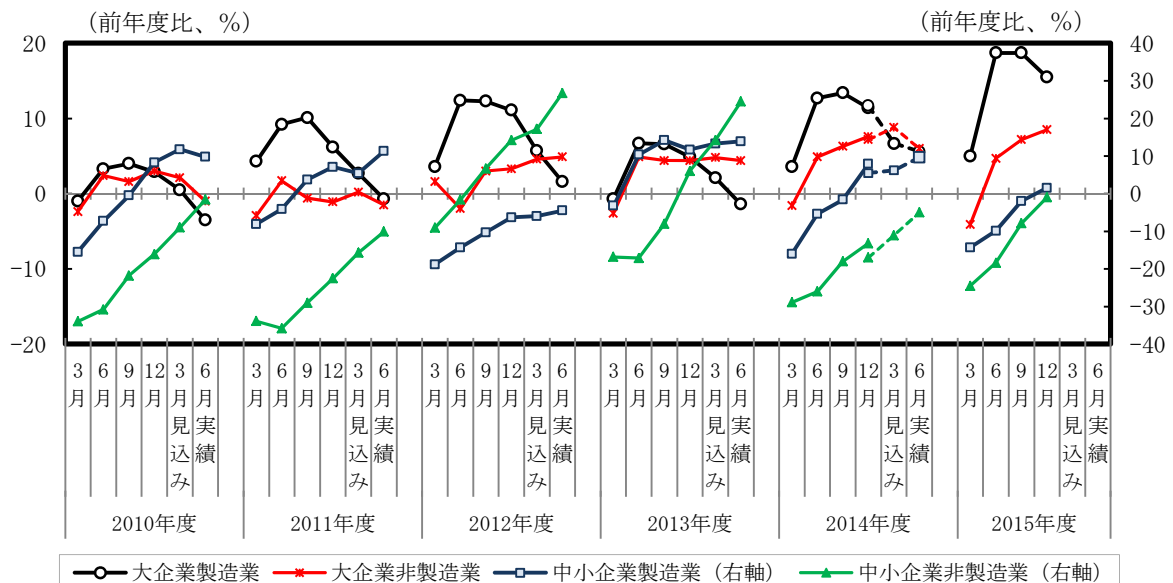


(注) 2014年度3月見込みは、新サンプルの12月結果から延長。
(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

2015年度の設備投資計画は非製造業が堅調

全規模全産業の2015年度の「設備投資計画(含む土地、除くソフトウェア)」は、前年度比+7.8%と前回(同+6.4%)から上方修正された。12月日銀短観では、中小企業を中心に設備投資計画が上方修正されるという「統計上のクセ」があるが、9月日銀短観同様、非製造業を中心に通常の修正パターンより強い結果だと評価する。

図表6：設備投資計画の修正パターン



(注) 調査対象企業の見直しにより、2014年12月調査と2015年3月調査に不連続が生じることになる。
(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

市場の注目度が高い大企業全産業は、前年度比+10.8%と前回（同+10.9%）から下方修正されたものの、市場コンセンサス（同+10.2%）を上回った。業種別には、大企業製造業の2015年度設備投資計画が前年度比+15.5%、大企業非製造業が同+8.5%となり、過去の修正パターンと比べると、製造業において設備投資意欲が少し慎重になった一方で、非製造業の設備投資意欲は堅調である。製造業に関しては、海外経済の減速や輸出と生産の停滞などが一定程度影響しているとみられる。

大企業の「生産・営業用設備判断 DI（最近）」を見ると、製造業は+3%pt と前回から+2pt 上昇（悪化）し、非製造業は▲1%pt と前回から横ばいとなったものの、DI の水準はマイナス（不足超）が続いている。総じてみると、生産・営業用設備に過剰感は見られないものの、製造業において、設備投資計画が少し慎重になっていることや、「生産・営業用設備判断 DI（最近）」が悪化した点については引き続き注意したい。

今後の焦点はインフレ見通しの下振れリスク

今回の日銀短観の結果は先行き不透明感が強まる内容になったものの、追加の経済対策や金融政策に対する期待感を直ちに高めるものとはみていない。金融政策に関しては、日本銀行が「生鮮食品とエネルギーを除く CPI」などの参考指標を重視して消費者物価の基調を判断しており、これら指標が底堅く推移していることを踏まえると、物価面からは直ちに追加金融緩和とはなりにくいだろう。今後の焦点としては、今年の夏場以降の原油をはじめとする資源・エネルギー価格の下落を背景に、インフレ見通しの下振れリスクが高まっていることが挙げられる。目先の材料として、明日公表される「企業の物価見通し」（日銀短観）において、企業の期待インフレ率が下方修正されるか否かに注意する必要があるだろう。

参考1：業種別の業況判断DI

(「良い」-「悪い」・%ポイント)

	大企業						中小企業					
	2015年9月調査		2015年12月調査				2015年9月調査		2015年12月調査			
	最近	先行き	最近	先行き		最近	先行き	最近	先行き		最近	先行き
			変化幅	変化幅	変化幅			変化幅				
製造業	12	10	12	0	7	-5	0	-2	0	0	-4	-4
繊維	6	6	-5	-11	0	5	-16	-20	-8	8	-14	-6
木材・木製品	18	0	17	-1	6	-11	-5	-9	1	6	-10	-11
紙・パルプ	7	7	3	-4	3	0	-5	-6	-8	-3	-10	-2
化学	14	11	20	6	13	-7	12	10	14	2	7	-7
石油・石炭製品	-11	0	-11	0	5	17	-17	-23	-9	8	-20	-11
窯業・土石製品	14	14	13	-1	9	-4	2	1	6	4	-4	-10
鉄鋼	-5	-7	0	5	-9	-9	-4	-5	-8	-4	-15	-7
非鉄金属	11	14	0	-11	-5	-5	-2	-3	-4	-2	2	6
食料品	13	13	17	4	9	-8	0	-1	5	5	4	-1
金属製品	-5	2	0	5	5	5	0	0	-2	-2	-5	-3
はん用機械	14	12	16	2	14	-2	19	10	9	-10	4	-5
生産用機械	32	17	22	-10	9	-13	19	4	7	-12	-1	-8
業務用機械	16	14	20	4	16	-4	13	10	9	-4	6	-3
電気機械	12	9	3	-9	6	3	-5	-3	-5	0	-9	-4
造船・重機等	7	3	18	11	10	-8	18	11	12	-6	10	-2
自動車	14	11	11	-3	3	-8	5	6	7	2	7	0
素材業種	9	7	9	0	6	-3	-3	-5	-1	2	-7	-6
加工業種	14	11	12	-2	8	-4	3	0	2	-1	-1	-3
非製造業	25	19	25	0	18	-7	3	1	5	2	0	-5
建設	38	31	41	3	31	-10	10	3	11	1	-1	-12
不動産	38	32	35	-3	26	-9	10	5	9	-1	6	-3
物品賃貸	34	26	23	-11	23	0	14	12	17	3	10	-7
卸売	9	6	8	-1	7	-1	-5	-3	-2	3	-4	-2
小売	25	19	22	-3	14	-8	-9	-9	-9	0	-10	-1
運輸・郵便	23	17	26	3	17	-9	6	0	9	3	0	-9
通信	33	6	44	11	5	-39	19	12	21	2	26	5
情報サービス	25	27	30	5	27	-3	10	8	15	5	16	1
電気・ガス	0	-5	2	2	-5	-7	22	13	10	-12	10	0
対事業所サービス	31	24	20	-11	20	0	6	1	8	2	-1	-9
対個人サービス	35	23	32	-3	16	-16	2	-1	7	5	-2	-9
宿泊・飲食サービス	31	15	32	1	18	-14	7	1	9	2	4	-5
全産業	19	14	18	-1	13	-5	3	0	3	0	-2	-5

(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

参考2：売上・収益計画

売上高		(前年度比・%)			経常利益		(前年度比・%)		
		2014年度	2015年度	修正率			2014年度	2015年度	修正率
			(計画)				(計画)		
大企業	製造業	1.3	-0.3	-1.1	大企業	製造業	11.5	3.3	-0.5
	国内	-0.6	-1.8	-1.7		国内	0.1	8.9	-1.3
	輸出	5.9	3.4	0.2		輸出	16.1	1.3	-0.2
	非製造業	0.5	-1.6	-1.7		非製造業	3.7	9.9	4.0
	全産業	0.8	-1.1	-1.5	全産業	7.6	6.5	1.7	
中堅企業	製造業	1.9	1.6	0.0	中堅企業	製造業	11.8	8.6	2.2
	非製造業	0.2	0.8	-0.3		非製造業	-0.6	3.1	4.1
	全産業	0.6	1.0	-0.2		全産業	3.1	4.9	3.5
中小企業	製造業	1.2	0.1	-0.3	中小企業	製造業	8.6	3.1	0.2
	非製造業	0.0	-0.5	0.0		非製造業	0.8	1.5	2.6
	全産業	0.2	-0.4	0.0		全産業	2.6	1.9	2.0
全規模合計	製造業	1.4	0.1	-0.8	全規模合計	製造業	11.2	3.8	-0.1
	非製造業	0.3	-0.7	-0.9		非製造業	2.2	6.5	3.7
	全産業	0.6	-0.5	-0.8		全産業	5.9	5.4	2.0

(注) 修正率は、前回調査との対比。

(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

参考3：設備投資計画

設備投資額（含む土地投資額）（前年度比・％）

		2014年度	2015年度 (計画)	修正率
大企業	製造業	5.6	15.5	-2.7
	非製造業	6.0	8.5	1.3
	全産業	5.9	10.8	-0.1
中堅企業	製造業	8.7	11.3	1.1
	非製造業	1.9	1.3	3.4
	全産業	4.2	4.8	2.5
中小企業	製造業	9.6	1.5	3.5
	非製造業	-5.0	-1.0	7.6
	全産業	-0.8	-0.2	6.3
全規模合計	製造業	6.8	12.2	-1.1
	非製造業	3.1	5.6	2.7
	全産業	4.3	7.8	1.3

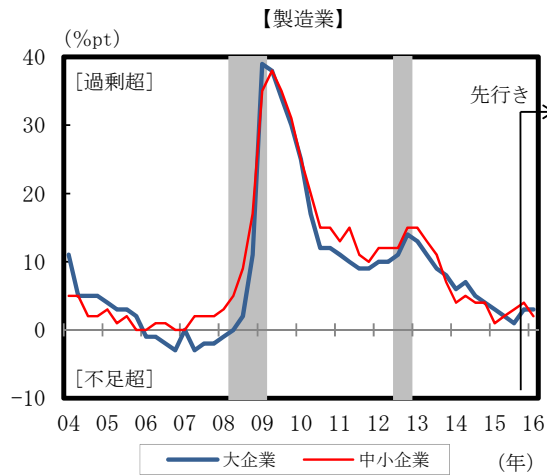
ソフトウェア投資額（前年度比・％）

		2014年度	2015年度 (計画)	修正率
大企業	製造業	5.5	3.4	-0.9
	非製造業	-1.5	1.9	-0.8
	全産業	0.8	2.4	-0.8
中堅企業	製造業	3.6	4.0	-5.2
	非製造業	-1.2	11.5	7.0
	全産業	-0.4	10.3	4.9
中小企業	製造業	1.3	-3.7	-0.5
	非製造業	29.7	-1.9	1.2
	全産業	19.7	-2.5	0.7
全規模合計	製造業	5.1	2.9	-1.2
	非製造業	0.6	3.1	0.6
	全産業	2.0	3.0	0.1

(注) 修正率は、前回調査との対比。

(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

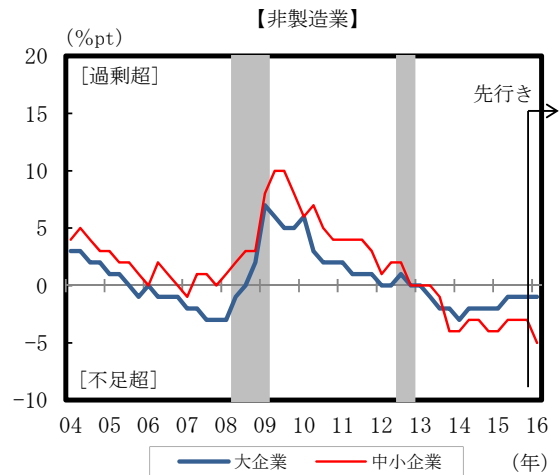
参考4：生産・営業用設備判断DI



(注1) シャドローは景気後退期。

(注2) 調査対象企業の見直しにより、2014年12月調査と2015年3月調査に不連続が生じることになる。

(出所) 日本銀行、内閣府統計より大和総研作成

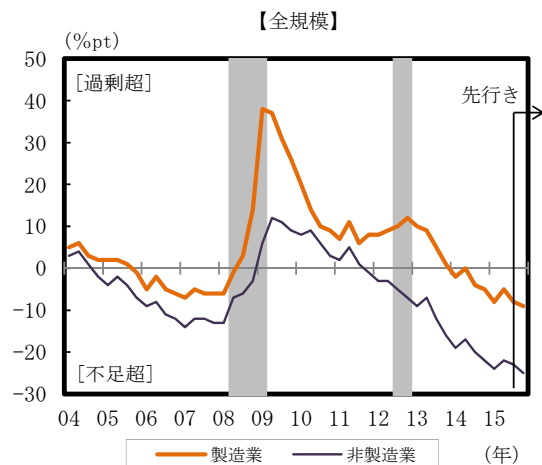


(注1) シャドローは景気後退期。

(注2) 調査対象企業の見直しにより、2014年12月調査と2015年3月調査に不連続が生じることになる。

(出所) 日本銀行、内閣府統計より大和総研作成

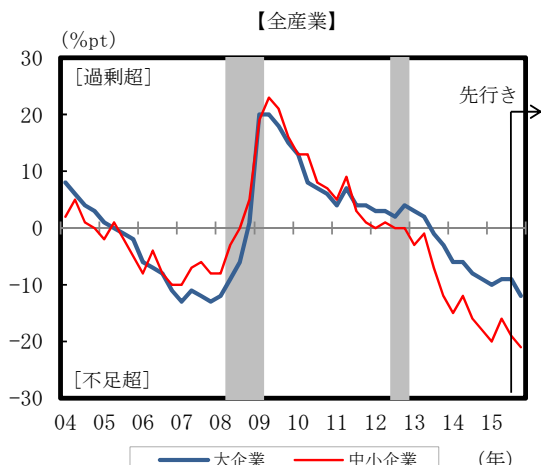
参考5：雇用人員判断DI



(注1) シャドローは景気後退期。

(注2) 調査対象企業の見直しにより、2014年12月調査と2015年3月調査に不連続が生じることになる。

(出所) 日本銀行、内閣府統計より大和総研作成



(注1) シャドローは景気後退期。

(注2) 調査対象企業の見直しにより、2014年12月調査と2015年3月調査に不連続が生じることになる。

(出所) 日本銀行、内閣府統計より大和総研作成