

2018年10月1日 全9頁

Indicators Update

2018年9月日銀短観

暗雲漂う中でも強い設備投資計画

金融調査部

シニアエコノミスト 長内 智

経済調査部

エコノミスト 小林 俊介

[要約]

- 9月日銀短観では、企業の業況感のモメンタムがやや弱く、国内景気が「踊り場」局面にあるという当社の見方をサポートする結果が示された。ただし、非製造業を中心に概ね事前の想定内の結果であり、かつ業況判断DIが高水準にあることから、現時点で、景気が腰折れするといった過度な懸念は不要だと考えている。
- 大企業製造業の「業況判断DI（最近）」は+19%ptと前回（+21%pt）から悪化し、市場コンセンサス（+21%pt）を下回った。大企業製造業の悪化は3四半期連続である。大企業非製造業の「業況判断DI（最近）」は+22%ptと前回調査（+24%pt）から悪化し、市場コンセンサス（+23%pt）を小幅に下回った。
- 全規模全産業の2018年度の「設備投資計画（含む土地、含む土地、ソフトウェアと研究開発投資額は含まない）」は、前年度比+8.5%と増加する計画であり、市場コンセンサス（同+9.5%）を下回った。9月時点の設備投資計画としては、2006年度計画（前年度比+8.3%）を上回り、伸び率は比較可能な2004年度以降で最も高い。
- 全規模の雇用人員判断DI（最近）は、製造業と非製造業のいずれも低下（需給の引き締め）し、依然として大幅なマイナス圏での推移となっており、企業の人手不足感が強い。先行きについては、製造業と非製造業がともに低下（需給の引き締め）しており、とりわけ、非製造業の先行きの低下幅（▲4%pt）が大きい。非製造業を中心に、今後も労働需給のタイト化が一段と進む見込みだ。

冴えない業況感のモメンタムと強気の設備投資計画

9月日銀短観では、企業の業況感のモメンタムがやや弱く、国内景気が「踊り場」局面にあるという当社の見方をサポートする結果が示された。ただし、非製造業を中心に概ね事前の想定内の結果であり、かつ業況判断DIが高水準にあることから、現時点で、景気が腰折れするといった過度な懸念は不要だと考えている。なお、7月以降の豪雨、酷暑、大型台風、大地震といった自然災害に関しては、実際に影響を受けた企業の業況判断DI（最近）を押し下げ、全体に対しても一定程度マイナスに働いた可能性がある。他方、2018年度の設備投資計画は過去の修正パターンに比べてかなり強く、高水準の企業収益などを背景に、今後も設備投資は堅調な推移が期待される。

今回の日銀短観で示された冴えない業況感のモメンタムや、力強さを欠く物価動向に加え、7月の日本銀行の金融政策決定会合において決定された「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」などを勘案すると、当面の金融政策運営において明確に「出口」を意識させるよう議論が行われる可能性は低い。他方、これまで日本銀行が展開してきたロジックを崩さず、かつ市場を大きく動揺させない形で、ステルス・テーパリング（ひそかな緩和縮小）を展開するか否かについては、引き続き慎重に見極める必要があるだろう。

また、国内外に複数のリスク要因が残存しており、それが顕在化することにより企業の業況感が下振れしかねない点に注意したい。国内に関しては、人件費、エネルギー代、運送費、原材料費といった投入コスト上昇の影響が今後も重石となる。海外のリスク要因としては、米中を中心とする貿易摩擦の激化、Fed（米国連邦準備制度）の「出口戦略」に伴う新興国経済の悪化、原油価格の急騰、などが指摘できる。

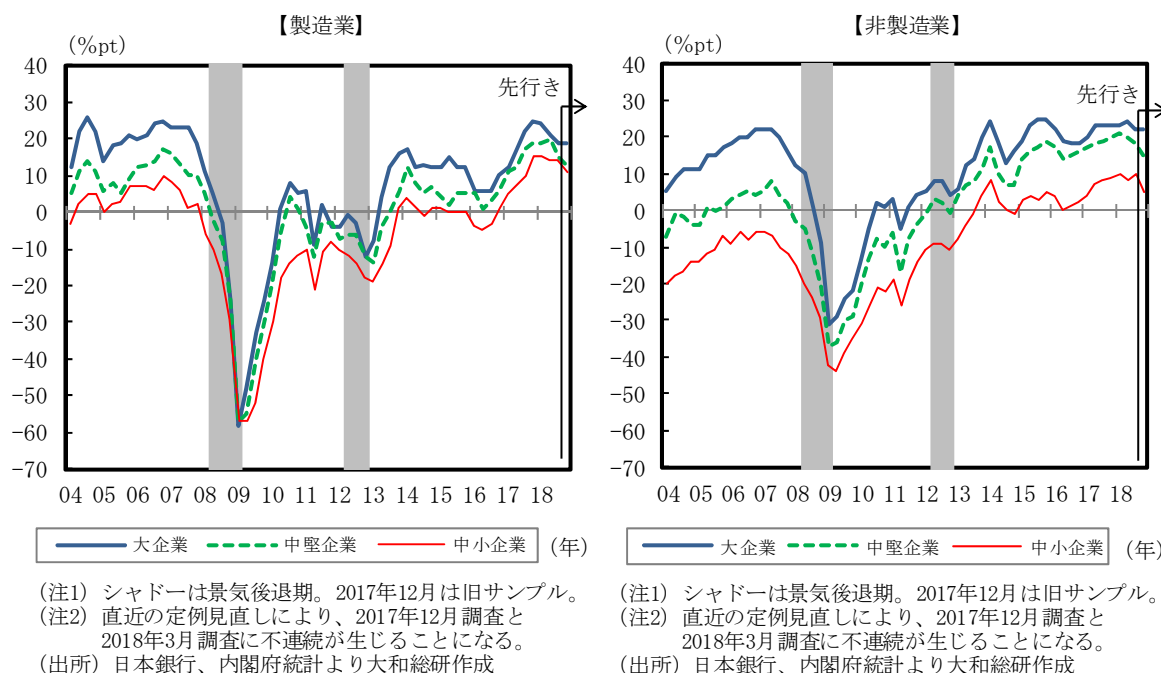
大企業製造業の業況判断DIは3四半期連続の悪化

大企業製造業の「業況判断DI（最近）」は+19%ptと前回（+21%pt）から悪化し、市場コンセンサス（+21%pt）を下回った。大企業製造業の悪化は3四半期連続である。輸出と生産が伸び悩む中で、人件費、運送費、原材料費といった投入コストの上昇に伴う交易条件の悪化などが業況感の重石となった。一部企業では、7月以降の自然災害の影響もマイナスに作用したとみている。

今回、製造業の業況感の弱さが鮮明になったものの、業況判断DIの水準が依然として高い位置にあることや、先行きの業況判断DIが横ばいになったことなどを踏まえると、景気の腰折れというよりは、「踊り場」局面との評価が妥当だと考えている。

素材業種は+14%ptと前回（+20%pt）から悪化した。この背景としては、2018年春以降の原油高に伴うコスト上昇の影響などが挙げられる。個別業種では、「化学」が横ばいとなった一方で、その他の業種（7業種）が全て悪化するなど弱さが見られる。また、「鉄鋼」と「非鉄金属」に関しては、米国の関税引き上げの影響が引き続き重石になっている可能性がある。

図表 1 : 業況判断 DI



加工業種は+22%pt（前回：+22%pt）と横ばいになった。個別業種では、「生産用機械」「業務用機械」「食料品」が悪化した一方で、「金属製品」が横ばい、「はん用機械」「造船・重機等」「自動車」「電気機械」が改善した。

「生産用機械」に関しては、これまで業況判断 DI が大きく上昇してきたことの反動の面が強く、業況感そのものは良好だとみている。「食料品」は、猛暑効果で清涼飲料水などの販売数量が大きく伸びた一方で、異常気象に伴う原材料価格の上昇や物流の混乱が重石となったと考えている。

「はん用機械」は、比較可能な 2010 年 3 月以降で最も高くなり、業況感是非常に良好な状況にある。「造船・重機等」は、今回改善に転じたものの、依然としてマイナス圏で推移しており、総じてみると、業況感はやや弱い状況が続いている。「自動車」に関しては、新型車効果などにより、国内新車販売台数に持ち直しの兆しが出始めていることや、実際の為替レートが想定為替レートよりも円安水準にあることなどによる。「電気機械」も、円安がプラスに作用したと考えられる。

大企業非製造業の「業況判断 DI（最近）」は+22%pt と前回調査（+24%pt）から悪化し、市場コンセンサス（+23%pt）を小幅に下回った。投入コストの上昇や 7 月以降の異常気象がマイナスに作用したとみている。しかし、基調としては引き続き横ばい圏となり、高水準での推移が続いている。

業種別に見ると「物品賃貸」「電気・ガス」「不動産」「対事業所サービス」「対個人サービス」「運輸・郵便」「宿泊・飲食サービス」が悪化した。「電気・ガス」については、原油や LNG（液化天然ガス）の価格上昇を販売価格へ転嫁するまでに数ヶ月程度のラグが生じることが、足下

の収益環境に対して引き続きマイナスに働いている。「不動産」は、販売の鈍化や投入コストの上昇が押し下げ要因になっているとみられる。「対個人サービス」と「宿泊・飲食サービス」に関しては、人手不足に伴う人件費の高騰が続く中、7月以降の異常気象も重石になったと考えている。「運輸・郵便」は、運送料と郵便料金の値上げにより、収益環境が改善に向かい始めている一方で、原油高に伴う運送費の上昇がマイナスに作用した。

他方、「通信」が横ばい、「情報サービス」「建設」「小売」「卸売」が改善した。「小売」は、前回調査で大きく悪化した反動減がプラスに作用した面が大きく、基調自体は決して強くない。「建設」に関しては、原材料高や人手不足の影響が出ているとみられるものの、高水準で推移が続いており、引き続き業況感は良好な状況にある。

中小企業を中心に業況感が軟化する見込み

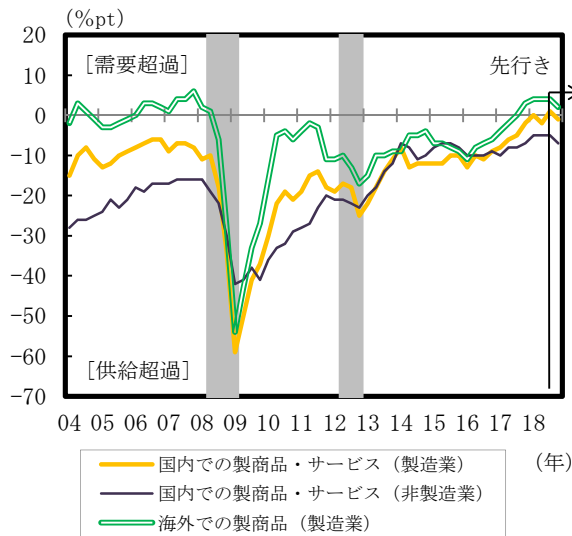
「業況判断DI（先行き）」を見ると、大企業製造業が+19%pt（今回から横ばい）、大企業非製造業は+22%pt（今回から横ばい）となった。大企業に関しては、冴えない状況ながらも、大きく腰折れせず、底堅く推移する見込みだ。他方、中堅企業と中小企業に関しては、製造業と非製造業がともに悪化を見込んでおり、人件費などの投入コスト上昇の影響が相対的に大きいことなどが影響している可能性がある。最近の日銀短観では、先行きに慎重な結果が示されるという下方バイアスが見られることから、過度に懸念する必要はないと考えているが、中小企業の先行きについては引き続き慎重に見極めることが重要となろう。

海外の需給に変調の動きが出始めている点には要注意

大企業の「国内での製商品・サービス需給判断DI（最近）」は、製造業が2四半期ぶりの改善、非製造業が3四半期連続で横ばいとなった。大企業製造業の「海外での製商品需給判断DI（最近）」は、+4%ptと3四半期連続で横ばいとなり、先行きについては+2%pt（今回から▲2%pt悪化）となった。海外の需給に変調の動きが出始めている可能性があり、今後の輸出動向を見通す際に少し注意が必要だろう。

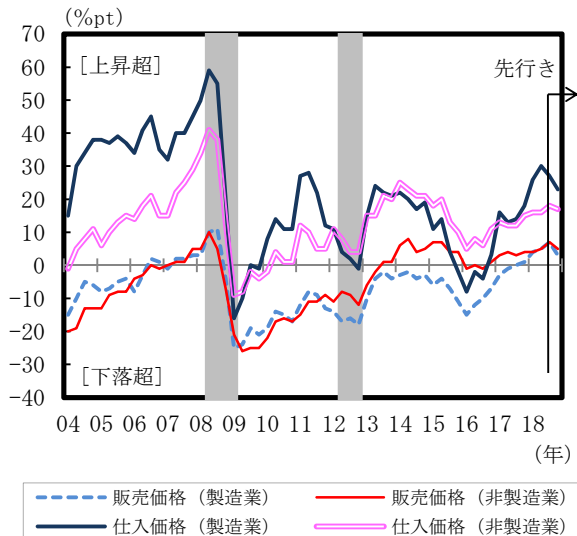
また、大企業の「販売価格判断DI（最近）」は、製造業と非製造業がいずれも上昇した。大企業製造業に関しては、「仕入価格判断DI（最近）」が低下した結果、「交易条件（販売価格判断DI（最近）－仕入価格判断DI（最近）」は、改善した。他方、非製造業に関しては、「仕入価格判断DI（最近）」が「販売価格判断DI（最近）」と同様に上昇したため、交易条件は横ばいとなった。先行きについては、大企業製造業と大企業非製造業ともに、「販売価格判断DI（先行き）」と「仕入価格判断DI（先行き）」が揃って低下する見込みであり、前者の交易条件は横ばい、後者の交易条件は悪化が見込まれている。

図表 2 : 需給判断 DI (大企業)



(注1) シャドーは景気後退期。
 (注2) 直近の定例見直しにより、2017年12月調査と2018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)

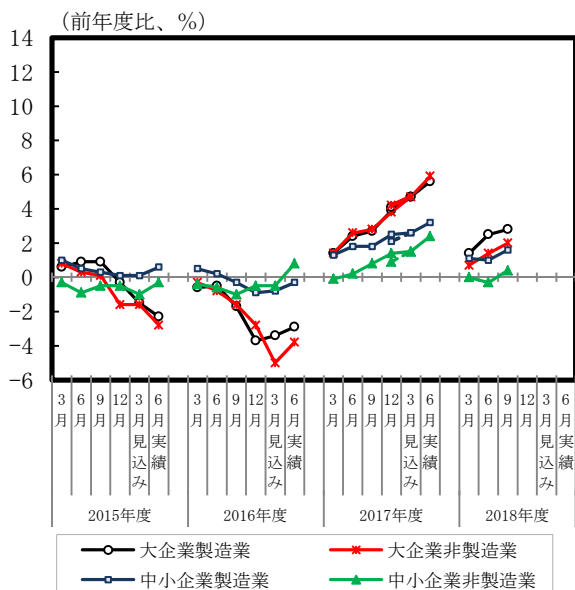


(注1) シャドーは景気後退期。
 (注2) 直近の定例見直しにより、2017年12月調査と2018年3月調査に不連続が生じることになる。
 (出所) 日本銀行、内閣府統計より大和総研作成

2018 年度の大企業の売上高と経常利益がともに上方修正

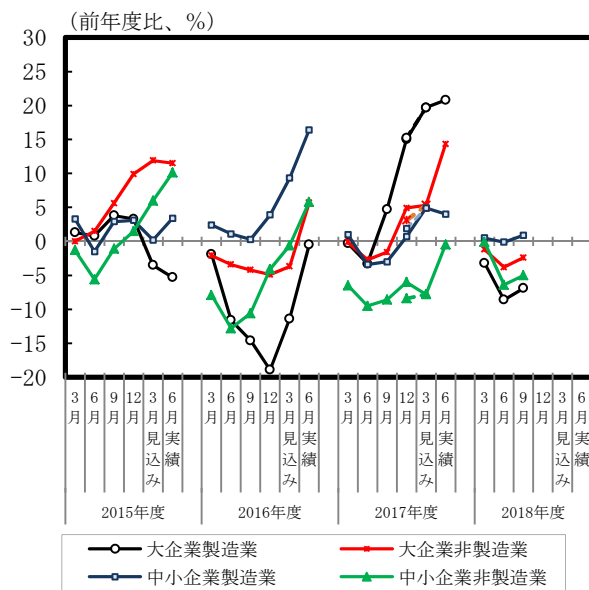
大企業全産業の 2018 年度の売上高計画は、前年度比+2.3% (修正率+0.5%) と小幅に上方修正され、2年連続の増収が見込まれている。製造業と非製造業がいずれも上方修正された点が注目される。大企業全産業の経常利益計画 (水準) は、前年度の大幅増益の反動もあり、現時点で前年度比マイナスとなる計画であるが、前回から上方修正 (修正率+1.6%) された。

図表 4 : 売上計画の修正パターン



(注) 2017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) 2017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

企業の 2018 年度下期の想定為替レート（大企業製造業）は 107.29 円/ドルと前回調査（同 107.26 円/ドル）からほぼ横ばいになった。現在の為替水準は、その想定為替レートよりも円安水準にあることから、輸出関連製造業の 2018 年度通期の経常利益（実績値）は、9 月日銀短観の計画から上振れする可能性がある。

2018 年度の設備投資計画は強い

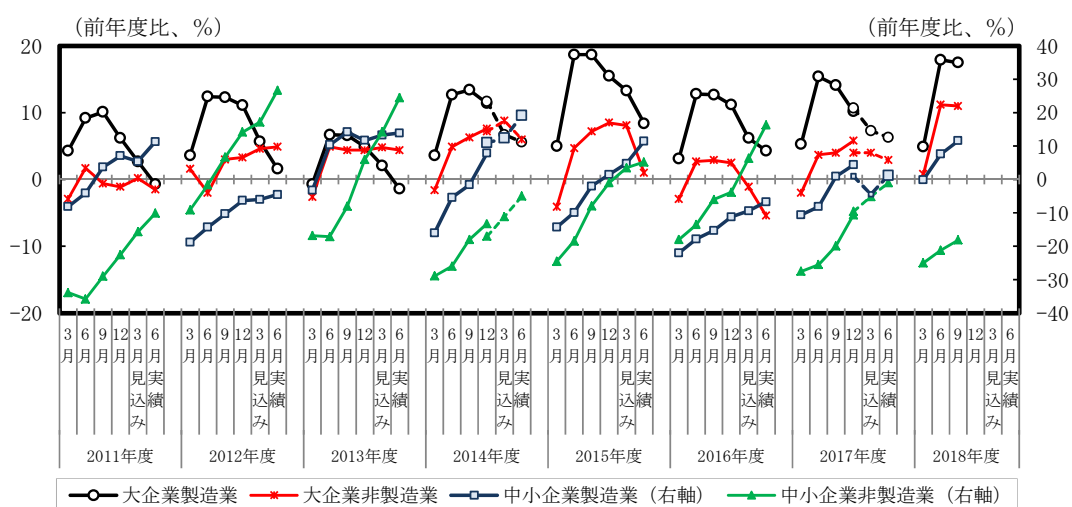
全規模全産業の 2018 年度の「設備投資計画（含む土地、ソフトウェアと研究開発投資額は含まない）」は、前年度比+8.5%と増加する計画であり、市場コンセンサス（同+9.5%）を下回った。9 月時点の設備投資計画としては、2006 年度計画（前年度比+8.3%）を上回り、伸び率は比較可能な 2004 年度以降で最も高い。過去の修正パターンなどを勘案しても、2018 年度の設備投資計画は強いと評価できる。

このところ輸出と生産に弱さが見られる中で、製造工業の稼働率が低下していることが、企業の設備投資に対してマイナスに作用する一方、高水準の企業収益や非製造業における底堅い需要が、設備投資の追い風になっているとみられる。製造業においては、更新・改修投資、合理化・省力化投資、新製品の能力増強投資が計画されているとみられる。さらに、例年の修正パターンに比べて、「不動産」「運輸・郵便」「宿泊・飲食サービス」の計画が強かったことから、物流拠点、オフィス、宿泊施設の建設などが計画されている可能性も指摘できる。

なお、7 月以降の豪雨、酷暑、大型台風、大地震といった自然災害の影響が注目されたものの、今回の設備投資計画には、ほとんど影響しなかったとみている。

大企業を業種別に見ると、製造業の 2018 年度設備投資計画が同+17.5%、非製造業が同+11.0%となった。また、研究開発投資額の修正率については、製造業が下方修正された一方で、非製造業は上方修正された。

図表 6：設備投資計画の修正パターン



(注1) 土地投資額を含む、ソフトウェア投資額と研究開発投資額は含まない。

(注2) 直近の定例見直しにより、2017年12月調査と2018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

また、大企業の「生産・営業用設備判断DI（最近）」を見ると、製造業は▲5%pt（前回、▲6%pt）と上昇（不足感の緩和）、非製造業は▲2%pt（前回、▲3%pt）と上昇（不足感の緩和）した。先行きは、製造業が上昇、非製造業が低下となったが、いずれもマイナス圏（不足超）での推移が続く。総じてみると、大企業の設備過剰感は解消しており、このことも設備投資に対してプラスに作用していると考ええる。

労働需給のひっ迫に伴コスト増が企業収益に影

全規模の雇用人員判断DI（最近）は、製造業と非製造業のいずれも低下（需給の引き締め）し、依然として大幅なマイナス圏での推移となっており、企業の人手不足感は強い。先行きについては、製造業と非製造業がともに低下（需給の引き締め）しており、とりわけ、非製造業の先行きの低下幅（▲4%pt）が大きい。非製造業を中心に、今後も労働需給のタイト化が一段と進む見込みだ。

労働需給のひっ迫は景気が堅調なことの裏返しでもあるが、一部業種では人手を確保することが困難な状況が続いており、さらには人手不足に伴う人件費の上昇でコスト負担が着実に増している。実際、人手不足感が強い外食、小売、運送業では、営業時間の短縮や新規出店ペースの抑制、宅配サービスの縮小などの動きが出ている。また、人件費の上昇が企業収益の圧迫要因となっている企業も見られる。こうした労働供給制約や人件費上昇の問題が、今後の景気回復の重石となりうる点には注意したい。

今後、企業にとって、正社員化や賃金引き上げなどの処遇改善、柔軟な働き方の促進を通じた人員確保に加え、合理化・省力化投資による労働生産性向上といった対応が引き続き重要な課題となる。企業収益への影響という観点からは、企業が人件費上昇分を販売価格に転嫁できる否かが大きな焦点だ。今後、値上げができる企業とできない企業で、収益面で明暗が分かれることになろう。

さらに、先行きについては、残業時間規制と同一労働・同一賃金の影響が注目される。将来的に、労働者の残業時間が減少し、かつ非正規社員の賃金が引き上げられることになれば、雇用のタイト化が一層進むとともに、人件費上昇が企業の業況感に対してマイナスに作用することになる。それにより、企業が労働生産性の向上を一層迫られることは間違いあるまい。

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					
	2018年6月調査		2018年9月調査				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	最近	先行き	最近	変化幅	先行き	変化幅
製造業	21	21	19	-2	19	0	14	12	14	0	11	-3
繊維	11	5	0	-11	3	3	-20	-21	-19	1	-23	-4
木材・木製品	13	19	12	-1	6	-6	-3	-4	-6	-3	-10	-4
紙・パルプ	8	4	4	-4	8	4	-14	-10	-3	11	-5	-2
化学	22	16	22	0	11	-11	20	16	19	-1	8	-11
石油・石炭製品	31	7	13	-18	19	6	-16	-20	-23	-7	-6	17
窯業・土石製品	28	24	17	-11	21	4	18	24	17	-1	20	3
鉄鋼	9	9	7	-2	15	8	44	41	48	4	44	-4
非鉄金属	26	24	18	-8	15	-3	40	35	35	-5	24	-11
食料品	13	15	12	-1	12	0	-2	3	-2	0	2	4
金属製品	13	13	13	0	13	0	18	20	22	4	20	-2
はん用機械	44	39	48	4	39	-9	36	25	39	3	26	-13
生産用機械	53	52	48	-5	43	-5	33	24	28	-5	25	-3
業務用機械	21	26	18	-3	21	3	18	24	24	6	23	-1
電気機械	20	29	21	1	26	5	12	9	13	1	11	-2
造船・重機等	-7	4	-3	4	7	10	16	13	18	2	14	-4
自動車	15	13	16	1	14	-2	35	25	26	-9	17	-9
素材業種	20	15	14	-6	12	-2	11	10	12	1	8	-4
加工業種	22	25	22	0	21	-1	16	14	15	-1	13	-2
非製造業	24	21	22	-2	22	0	8	5	10	2	5	-5
建設	44	34	46	2	40	-6	17	9	18	1	11	-7
不動産	37	30	32	-5	29	-3	15	11	15	0	8	-7
物品賃貸	24	24	15	-9	27	12	24	20	23	-1	17	-6
卸売	21	18	22	1	17	-5	2	0	4	2	0	-4
小売	0	6	2	2	9	7	-6	-3	-5	1	-2	3
運輸・郵便	19	16	16	-3	16	0	9	3	12	3	2	-10
通信	20	27	20	0	20	0	23	26	23	0	25	2
情報サービス	26	26	31	5	28	-3	28	23	27	-1	24	-3
電気・ガス	13	3	7	-6	0	-7	20	5	18	-2	10	-8
対事業所サービス	43	43	38	-5	40	2	17	11	18	1	11	-7
対個人サービス	37	35	33	-4	29	-4	1	-2	2	1	3	1
宿泊・飲食サービス	11	6	9	-2	11	2	-5	0	-7	-2	-8	-1
全産業	22	21	21	-1	20	-1	11	8	12	1	7	-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・%）		
		2017年度 （計画）	2018年度 （計画）	修正率		2017年度 （計画）	2018年度 （計画）	修正率
大 企 業	製造業	5.6	2.8	0.3	製造業	20.8	-6.9	1.9
	国内	4.8	3.0	0.2	うち素材業種	27.6	-3.9	3.4
	輸出	7.4	2.3	0.5	加工業種	17.9	-8.3	1.1
	非製造業	5.9	2.0	0.6	非製造業	14.3	-2.4	1.4
	全産業	5.8	2.3	0.5	全産業	17.3	-4.6	1.6
中堅企業	製造業	4.3	4.0	0.6	製造業	1.6	2.9	1.8
	非製造業	2.8	2.7	0.2	非製造業	4.7	-0.5	1.1
	全産業	3.1	3.1	0.3	全産業	3.7	0.6	1.3
中小企業	製造業	3.2	1.6	0.6	製造業	4.0	0.9	1.1
	非製造業	2.4	0.4	0.7	非製造業	-0.5	-5.0	1.5
	全産業	2.6	0.7	0.7	全産業	0.7	-3.3	1.4
全規模合計	製造業	5.0	2.7	0.4	製造業	16.2	-4.9	1.8
	非製造業	4.1	1.7	0.6	非製造業	9.1	-2.6	1.4
	全産業	4.4	2.1	0.5	全産業	12.0	-3.6	1.6

（注）修正率は、前回調査との対比。

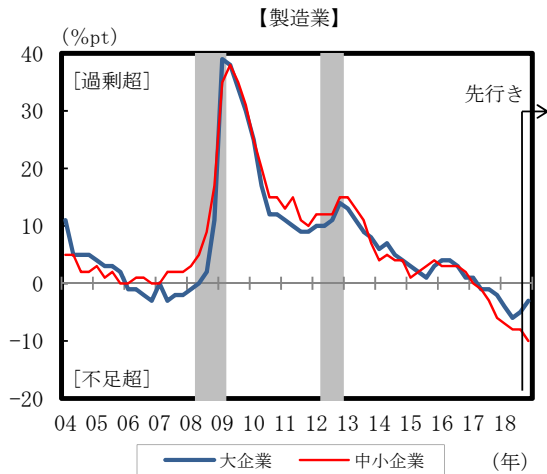
（出所）日本銀行統計より大和総研作成

参考3：設備投資計画

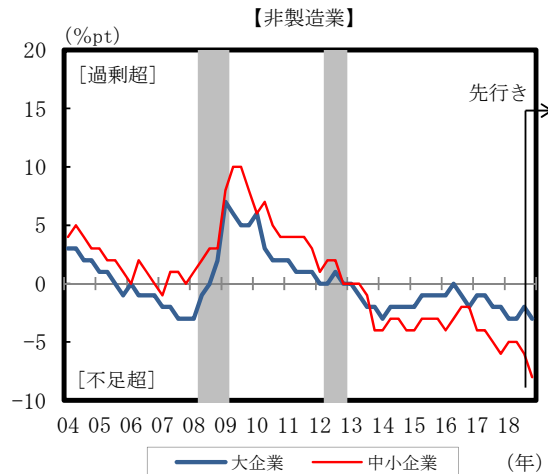
設備投資額		(前年度比・%)			ソフトウェア投資額		(前年度比・%)		
		2017年度	2018年度	修正率			2017年度	2018年度	修正率
		(計画)	(計画)				(計画)	(計画)	
大企業	製造業	6.3	17.5	-0.3	大企業	製造業	4.8	7.0	-1.9
	非製造業	2.9	11.0	-0.2		非製造業	7.7	7.4	-0.7
	全産業	4.1	13.4	-0.3		全産業	6.8	7.3	-1.1
中堅企業	製造業	12.7	17.2	0.4	中堅企業	製造業	-1.7	27.2	-2.5
	非製造業	11.6	3.7	1.6		非製造業	16.0	27.0	0.0
	全産業	12.0	9.0	1.1		全産業	12.8	27.1	-0.4
中小企業	製造業	0.6	11.6	3.8	中小企業	製造業	35.5	23.3	12.9
	非製造業	-1.0	-18.1	3.9		非製造業	-8.1	24.6	5.2
	全産業	-0.5	-8.4	3.9		全産業	1.9	24.2	7.4
全規模合計	製造業	6.3	16.5	0.5	全規模合計	製造業	6.3	9.7	-0.7
	非製造業	3.4	4.0	0.7		非製造業	7.5	11.7	-0.1
	全産業	4.4	8.5	0.6		全産業	7.1	11.1	-0.3

(注) 修正率は、前回調査との対比。設備投資は、含む土地投資額、ソフトウェア投資額、研究開発投資額は含まない。
 (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

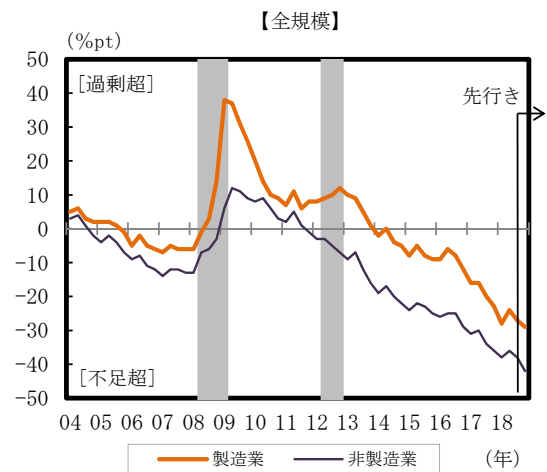


(注1) シャドローは景気後退期。
 (注2) 直近の定例見直しにより、2017年12月調査と2018年3月調査に不連続が生じることになる。
 (出所) 日本銀行、内閣府統計より大和総研作成

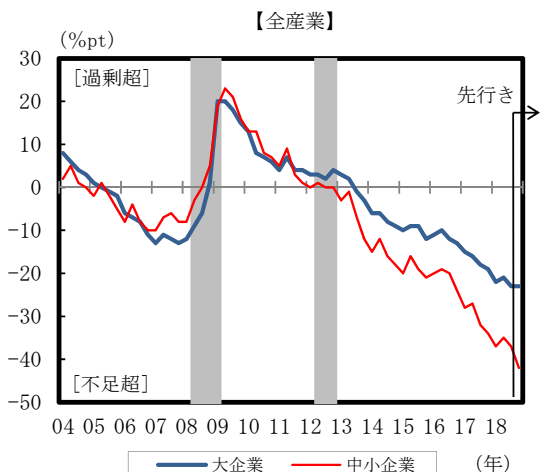


(注1) シャドローは景気後退期。
 (注2) 直近の定例見直しにより、2017年12月調査と2018年3月調査に不連続が生じることになる。
 (出所) 日本銀行、内閣府統計より大和総研作成

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) 直近の定例見直しにより、2017年12月調査と2018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) 直近の定例見直しにより、2017年12月調査と2018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