

【日銀短観 (22年9月)】

業況は底堅いが先行きは予断許さず

～米国のインフレと利上げが大きなリスク～

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 大企業・製造業の業況判断DIは小幅低下

9月調査の日銀短観では、最も注目される大企業・製造業の業況判断DIが+8と、6月調査から1ポイント低下した。これは、1ポイントの上昇を予想していた市場予想を下回り、3期連続の低下となった(図表1、2)。

コロナ感染の再拡大に伴う外出需要の減少に加え、エネルギーや食品価格の上昇、円安を背景とする物価高が業況の回復に水を差した模様である。ただ、大企業・製造業にとっては、円安の業績へのプラス効果が大きいのに加え、上海ロックダウンからの反動増などが下支え要因になったことで、小幅の低下にとどまったとみられる。

景気全体の姿により近い、全規模・全産業の業況判断DIは1ポイント上昇の+3となった。これを受け、松野官房長官は、3日の閣議後の記者会見で、「全体として景気の緩やかな持ち直しの動きを反映したもの」と述べた。ただ、コロナ禍後の反動増局面はすでに一巡しつつあるのに加え、今後米国の景気減速が確実視されることを考えれば、年度後半の景気は予断を許さない。

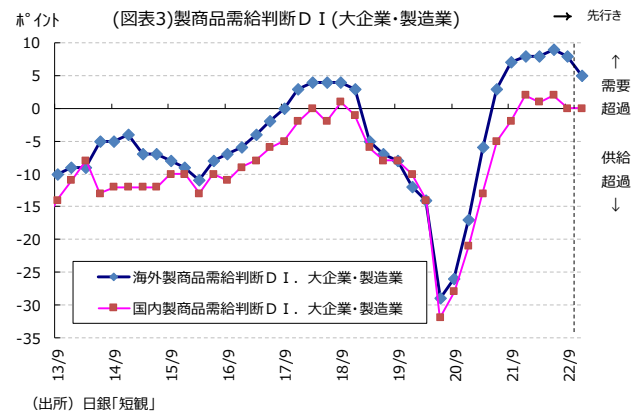
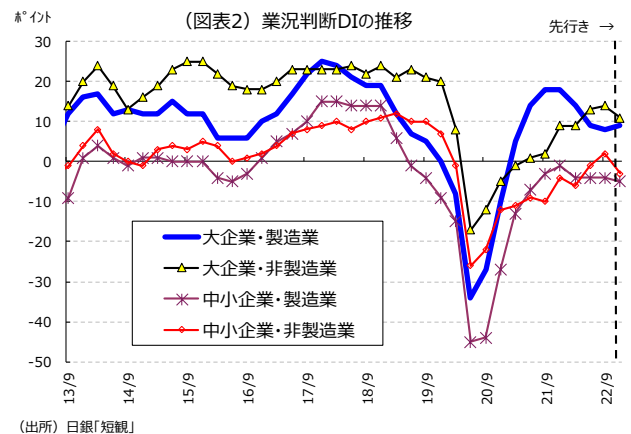
2. 需給判断がピークアウト

大企業・製造業の国内外の需給判断は、国内が▲2ポイント、海外が▲1ポイントの悪化となった。歴史的な高水準で推移していた海外の需給判断だが、先行きも▲3ポイント大きく低下しており、海外経済への見方が悪化しつつある様子が見て取れる(図表3)。米国景気の見通しが、インフレと利上げ加速を背景に悪化していること等を反映していると考えられる。

(図表1) 日銀短観業況判断DI

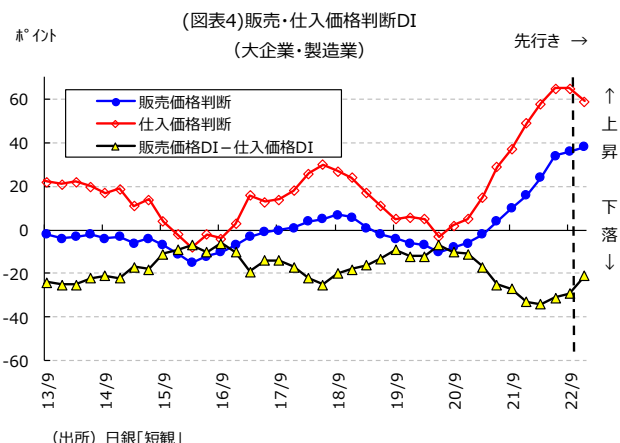
	6月調査実績		9月調査実績				9月調査の当研究所予測値			
	6月最近	9月先行き	9月最近	変化	12月先行き	変化	9月予測	変化	12月予測	変化
	大企業	11	11	11	0	11	0	11	0	11
製造業	9	10	8	▲1	9	1	11	2	10	▲1
非製造業	13	13	14	1	11	▲3	11	▲2	12	1
中小企業	▲2	▲5	0	2	▲4	▲4	▲2	0	▲2	0
製造業	▲4	▲5	▲4	0	▲5	▲1	▲3	1	▲5	▲2
非製造業	▲1	▲5	2	3	▲3	▲5	▲2	▲1	0	2

(出所) 「日銀短観」等より明治安田総研作成



価格面の動きを見ると、販売価格判断DIは2ポイント上昇の36、仕入価格判断DIは65で横ばいとなった。この結果、販売価格判断DI－仕入価格判断DIで示される交易条件は小幅改善した(図表4)。

素材、加工別に見ると、素材業種の仕入価格判断DIが5ポイント低下する一方、加工業種は4ポイントの上昇となっており、素材業種が全体の押し下げに寄与している。これは原油価格の安定を反映した動きと考えられる。また、販売価格判断DIについては素材業種が2ポイントの低下、加工業種は5ポイントの上昇となった。素材業種については、仕入価格の低下が販売価格の低下につながっている形である。加工業種についてはまだ価格転嫁の動きが続いているが、エネルギー価格に起因した物価上昇は、今後徐々にピークアウトに向かう可能性が示されている。



3. 素材業種が軟調

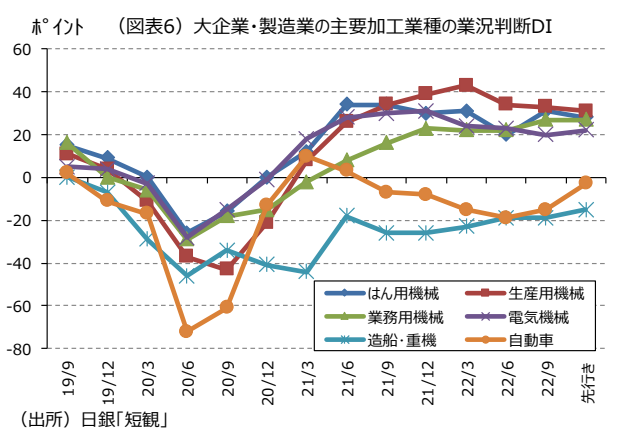
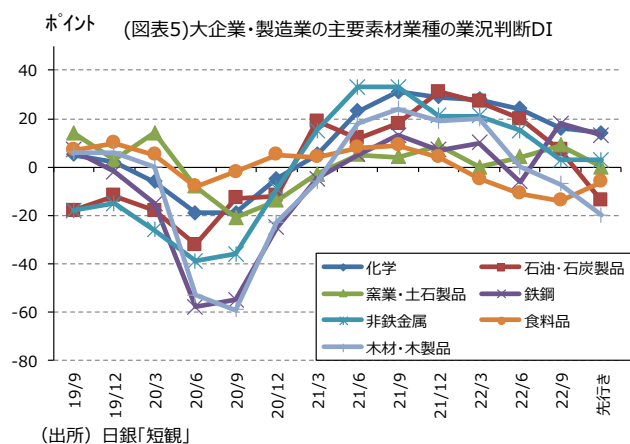
大企業・製造業の業種別の業況判断DIを見ると、16業種中9業種が悪化、6業種が改善、1業種が横ばいという結果だった(図表5、6)。素材、加工別では、素材業種が2ポイント悪化の+8、加工業種は横ばいの+8で、素材業種が全体の足を引っ張った形である。

素材業種の内訳を見ると、石油・石炭製品(6月: +20 → 9月: +7, ▲13)、非鉄金属(+15 → +3, ▲12)が二桁マイナスとなったほか、化学(+24 → +16, ▲8)、紙・パルプ(▲7 → ▲14, ▲7)等の低下幅が相対的に大きかった。一方、鉄鋼(▲6 → +18, +24)は急回復となった。

石油・石炭製品は、世界景気減速に伴う需要減と価格低下、非鉄金属、化学、紙・パルプは、円安に伴う輸入コストの増加、主要需要先の生産減等を反映している可能性がある。

大企業・製造業の業況判断DIと相関の高い、9月のロイター短観では、「電子機器関連の減速が継続しているのに加え、自動車関連の減産の影響が及んでいる(化学)」といったコメントが寄せられている。こうしたなか、背景が同じはずの鉄鋼の急回復は意外だが、6月に大きく落ち込んでいた反動という側面があるほか、ここまで鋼材の値上げが順調に進み、売上が回復していることを反映している可能性がある。

加工業種では、はん用機械(+20 → +31, +11)が二桁プラスになったほか、業務用機械(+22 → +27, +5)、自動車(▲19 → ▲15, +4)等がプラスとなった。これらの業種については、円安が業績の押し上げ要因になったほか、上海ロックダウンの終了に伴う生産回復を反映している可能性がある。マイナスとなった業種では、



電気機械 (+23 → +20、▲3) や金属製品 (+3 → ±0、▲3) 等の▲3ポイントが最大で、大きく低下した業種はない。加工業種の業況は総じて安定している。

ただ、前述のロイター短観では、「自動車OEM生産が若干戻り基調にある(輸送用機器)」との前向きな声上がる一方、「半導体をはじめとした部材調達がスムーズにっていない(精密)」、「ロシア向け商売がなくなっただけでなく、欧州経済が悪化し、中国ロックダウンの影響も長期化、コロナ禍が常態化して特需も生まれていない(機械)」との厳しい声も上がっている。

大企業・製造業の先行きは1ポイント上昇の+9となった。自動車が12ポイントの大幅改善となったことが寄与しているが、自動車に関しては、部品不足から生産計画を実績が下回る状況が続いており、先行きの不確実性は高い。

素材、加工別では素材が3ポイントの低下、加工が4ポイントの上昇で、先行きについても素材が軟調である。なお、2022年度の全規模・全産業ベースの想定為替レートは125.71円/ドルとなった、3月調査の111.93円/ドルから二期連続で大きく円安方向に修正された。輸出主導のグローバル企業が多く含まれる大企業・製造業にとっては、先行きの業況の改善要因と考えられる。

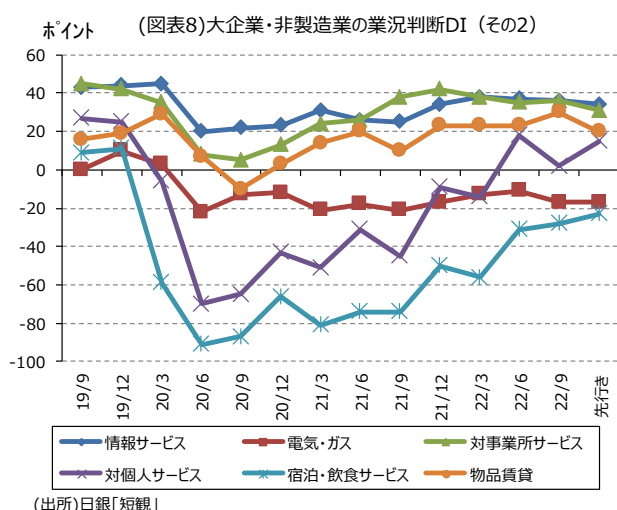
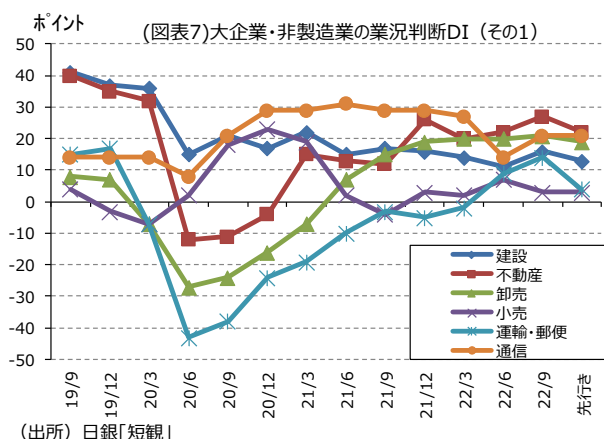
4. 大企業・非製造業は小幅改善

大企業・非製造業の業況判断DIは1ポイント上昇の+14となった。こちらは事前の市場予想を+1ポイント上回った。内訳の12業種のうち、8業種が改善、4業種が悪化という結果だった(図表7、8)。

内訳を見ると、対個人サービス(6月: +18 → 9月: +2、▲16)が大きく低下したのが目立つ。ロイター短観では「コロナ感染者数が高止まりしており、行動制限されている状況とほとんど変化がない(サービス)」との声が上がっており、娯楽業等が影響を受けた可能性がある。ただし、先行きは13ポイントの大幅改善となっている。改善した業種のなかでは、物品賃貸(+23 → +30、+7)と通信(+14 → +21、+7)の改善幅が相対的に大きい。物品賃貸は、宿泊・飲食サービス向けのリースの回復、通信はiPhone14の発売等を反映している可能性がある。

大企業・非製造業全体の先行き判断DIは9月から3ポイント低下した。現状判断は改善した物品賃貸だが、先行きは10ポイントの悪化、運輸・郵便も10ポイントの悪化となっている。ただ、10月11日から訪日外国人に対するビザ免除の再開、入国者上限の撤廃、個人旅行の解禁が実施される。全国旅行支援も10月11日から12月下旬まで実施の予定となっている。宿泊・飲食サービスの先行き判断DIの改善幅は5ポイントと大きくないが、旅行客の動向次第では業況がさらに上向き展開も期待される。一方、物価高が小売等を中心に引き続き下押し要因になるとみられるほか、人流の回復に伴う感染再拡大も引き続き不確実要因として残る。

5. 2022年度の設備投資計画は上方修正



2022年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）は、6月調査の前年度比+14.1%から同+16.4%まで上方修正された（図表9、10）。

オミクロン株やウクライナ紛争の影響で、元々2021年度に実施されるはずだった設備投資計画が2022年度に先送りされたことが押し上げ要因になっているが、それを割り引いてもなお良好な計画に見える。

生産・営業用設備判断DIも、先行きは低下に向かうという見通しで（低下なら不足方向、上昇なら過剰方向）、水準的にも、設備の不足超を示すマイナス圏に転じている（図表11）。機械受注や資本財出荷等、他の先行指数も堅調に推移していることを踏まえれば、当面、設備投資は堅調な推移が期待できる。

ただ、米国景気が急減速に向かう可能性が高まっているのはリスク要因である。日本の設備投資は、短期的には外需に左右される面が大きい（図表12）。大企業・製造業にとっては、今のところ円安が輸出の押し上げ要因になっているが、すでに中国景気が軟調な推移に転じているのに加え、米国景気も失速に向かえば、輸出の悪化は避けられない。

雇用人員判断DI（過剰-不足）は、全規模・全産業ベースで6月から4ポイントの低下となり、人手不足が一段と深刻さを増している様子を示した。先行きも3ポイントの低下で（図表13）、コロナ前の2019年10-12月期までの水準まで戻る見通しになっている。

全産業ベースの雇用判断DIは、コロナ禍でも一度もプラス圏（過剰>不足）に浮上していない。景気が力強さを欠く状況が続いているにもかかわらず、雇用需給がこれだけ引き締まっているのは、日本の構造的な人手不足の深刻さと、マクロ的には潜在成長率の低下の現れである。米国景気の失速で日本の景気も悪化に向かえば、雇用需給はいったん緩む可能性があるが、再び回復に向かう過程で、地方を中心とした人手不足が、日本経済が抱える深刻な問題として改めてクローズアップされる可能性が高い。

6. 年度後半の業況判断は軟調な推移を予想

9月調査の日銀短観では、大企業・製造業の業況判断DIが1ポイント低下、大企業・非製造業は1ポイント上昇、全規模・全産業は1ポイントの上昇で、総じて底堅く推移している様子が示された。ただ、米国景気、国内の物価高、

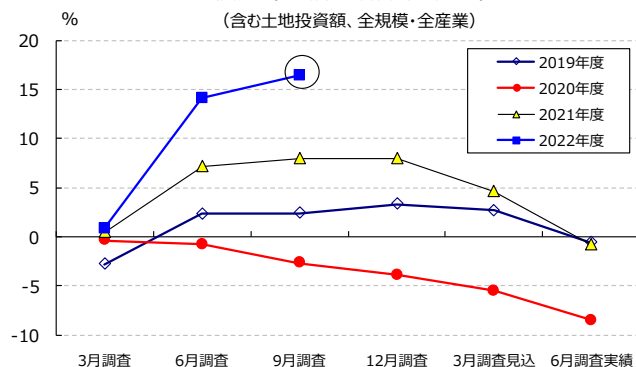
（図表9）日銀短観設備投資計画（全産業・前年比）

	21年度	22年度			
	実績	3月調査	6月調査	9月調査	9月当研究所予測
	%	%	%	%	%
全規模	▲ 0.8	0.8	14.1	16.4	14.6
製造業	1.1	9.0	20.5	21.2	15.8
非製造業	▲ 1.9	▲ 4.0	10.5	13.6	11.5
大企業	▲ 2.3	2.2	18.6	21.5	19.1
製造業	▲ 0.5	8.4	21.5	22.0	20.0
非製造業	▲ 3.3	▲ 1.6	16.8	21.2	18.5
中小企業	6.2	▲ 11.4	▲ 1.4	1.3	2.2
製造業	6.8	▲ 1.0	4.8	8.6	8.5
非製造業	5.9	▲ 16.9	▲ 4.6	▲ 2.4	▲ 1.4

（出所）「日銀短観」等より明治安田総研作成

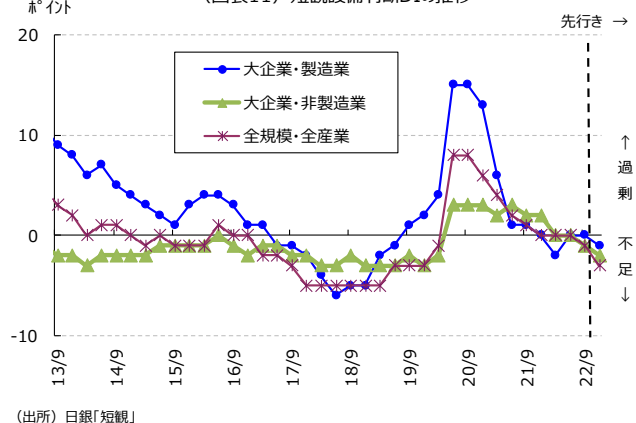
（図表10）設備投資計画（前年度比）

（含む土地投資額、全規模・全産業）



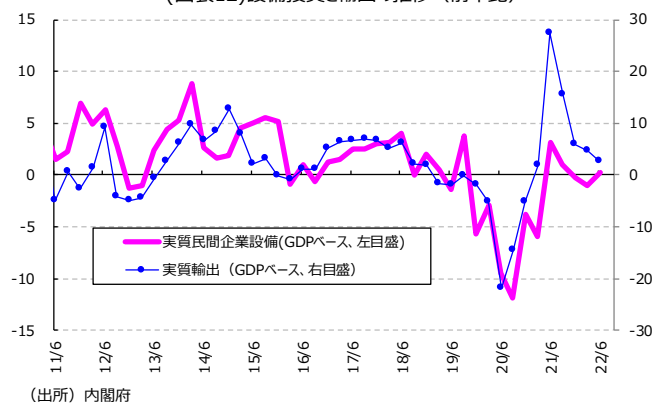
（出所）日銀「短観」

（図表11）短観設備判断DIの推移



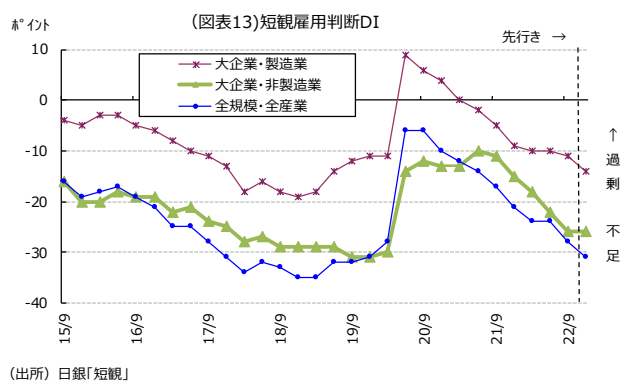
（出所）日銀「短観」

（図表12）設備投資と輸出の推移（前年比）



（出所）内閣府

ウクライナ紛争、コロナ感染再拡大、欧州の金融市場、中国景気等、先行きのリスク要因には事欠かない。特に米国のインフレと利上げ加速に伴う景気失速は、日本経済にとって最も蓋然性の高い下押し要因である。年度後半から来年度前半にかけての業況判断DIは、軟調な推移となる可能性が高まっている。



※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411