2023. 10. 2

【日銀短観（23 年 9 月）】

製造業、非製造業とも予想以上の改善

～交易条件の改善が押し上げ。ただ中小企業の改善ペースは鈍い～

フェロー チーフエコノミスト
小玉　祐一

ポイント

- 9 月調査の日銀短観では、大企業・製造業の業況判断 DI（現状判断）が+9 と、6 月調査から 4 ポイント上昇した。2 期連続の上昇で、3 ポイントの上昇を予想していた市場予想を上回った
- 国内外の需給判断は冴えず、企業の販売環境は低迷しているが、販売価格判断 DI－仕入価格判断 DI で示される交易条件が改善していることが、収益環境の改善につながった。部品不足の緩和や一段の円安進行も業況改善に寄与
- 日銀にとって次なる行動を早めるほどの内容ではない。当面様子見を続け、来春の賃金交渉を見極めへ

1．大企業・製造業の業況判断 DI は予想以上の改善

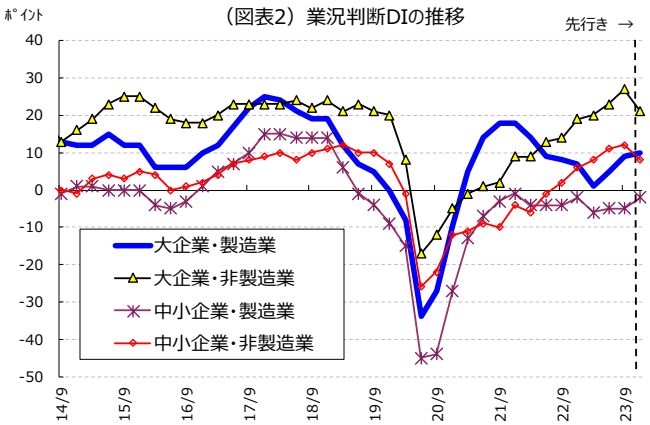
9 月調査の日銀短観では、最も注目される大企業・製造業の業況判断 DI（現状判断）が+9 と、6 月調査から 4 ポイント上昇した。2 期連続の上昇で、3 ポイントの上昇を予想していた市場予想を上回った（図表 1、2）。

（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	9月	9月		12月		9月		12月	
		最近	先行き	最近	変化	先行き	変化	予測	変化	予測	変化
大企業		13	14	17	4	16	▲ 1	13	0	11	▲ 2
	製造業	5	9	9	4	10	1	5	0	4	▲ 1
	非製造業	23	20	27	4	21	▲ 6	21	▲ 2	19	▲ 2
中小企業		5	4	5	0	4	▲ 1	2	▲ 3	0	▲ 2
	製造業	▲ 5	▲ 1	▲ 5	0	▲ 2	3	▲ 7	▲ 2	▲ 9	▲ 2
	非製造業	11	7	12	1	8	▲ 4	8	▲ 3	5	▲ 3

（出所）「日銀短観」等より明治安田総研作成

当研究所では、中国景気の失速懸念や物価高が業況を下押ししたと考え、横ばいにとどまるのではないかと予想していたが、仕入価格低下に伴う交易条件の改善、部品不足の緩和、一段の円安進行等の効果が上回った模様である。事業計画の前提となっている想定為替レート（全規模・全産業）は 135.75 円/ﾄﾞﾙで、6 月の 132.43 円/ﾄﾞﾙから小幅円安方向に修正されるにとどまっていることから、この点では製造業の業況にはさらなる上方修正余地がある。



（出所）日銀「短観」

大企業・非製造業の業況判断 DI も 4 ポイント改善の+27 で、こちらも 3 ポイントの上昇だった市場予想

を上回った。電気・ガス、小売、宿泊・飲食サービス等の業種がけん引役となっている。電気・ガスについては燃料費の低下、小売、宿泊・飲食サービスは国内の人流回復や、インバウンド需要の増加が下支え要因になったとみられる。

もっとも、中堅企業、中小企業の回復は相対的に鈍い。中小企業・製造業の業況判断 DI は▲5 で、6 月から横ばい。中小企業・非製造業は＋12 で、1 ポイントの改善である。この結果、全規模・全産業ベースでは＋10 と、6 月から 2 ポイントの改善にとどまった。景気に近い動きをするのは全規模・全産業ベースの数字である。海外経済の不透明感や物価高が続くなかでも、企業景況感が揺らいでいない様子が示されたこと自体は好材料だが、ここから示唆される景気回復ペースは緩慢で、金融政策正常化のタイミングを計る日銀にとって手放しで喜べるほどの内容ではない。

２．引き続き交易条件の改善が寄与

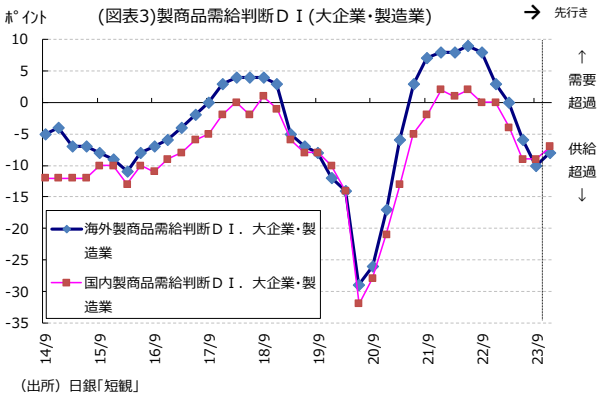
予想以上の改善となった製造業の業況判断だが、企業の販売環境は低迷が続いている。大企業・製造業の国内外の需給判断は、国内が▲9 で、6 月から横ばい、海外が▲10 で、4 ポイントの悪化となった。海外は、昨年の 6 月短観以降 19 ポイントの悪化で、直近 2 四半期だけで 10 ポイントの悪化となっている（図表 3）。2022 年後半の中国経済の悪化とその後の回復の鈍さ、欧米におけるインフレと利上げの同時進行等を反映しているとみられる。

業況判断の改善に寄与したのは、6 月に続き価格面の動きである。大企業製造業の販売価格判断 DI は 2 ポイント低下の＋32、仕入価格判断 DI は 4 ポイント低下の＋48 と、両者とも低下したが、仕入価格判断 DI の低下幅がより大きく、販売価格判断 DI－仕入価格判断 DI で示される交易条件は 2 ポイント改善した（図表 4）。一次産品価格の低下が、時間差をおいて仕入価格判断 DI の低下、ひいては販売価格判断 DI の低下に波及しつつある様子を示している。

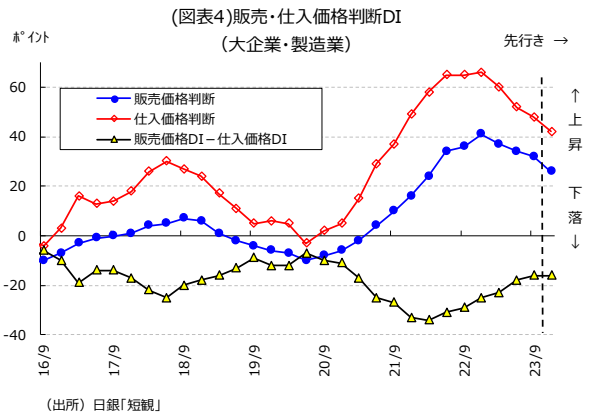
ただ、足元では再び原油価格が上昇しているほか、円安もじりじりと進んでいることから、今後交易条件の改善ペースが鈍る可能性もある。また、その改善ペースは大企業より中小企業、製造業より非製造業の方が鈍く、これが業況の格差につながっている。今回、中小企業・非製造業の交易条件は悪化している（図表 5）。仕入価格の高止まりが続いており、低下に向かう兆しが乏しいことから、業況改善には相応の時間がかかる可能性が高い。

３．素材業種が相対的に改善

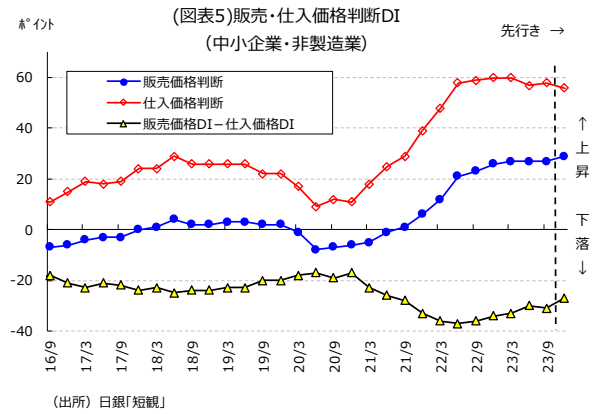
大企業・製造業の業種別の業況判断 DI を見ると、16 業種中 9 業種が改善、5 業種が悪化、2 業種が横ばいという結果だった（図表 6、7）。原材料費のピークアウトの影響を直接



（出所）日銀「短観」



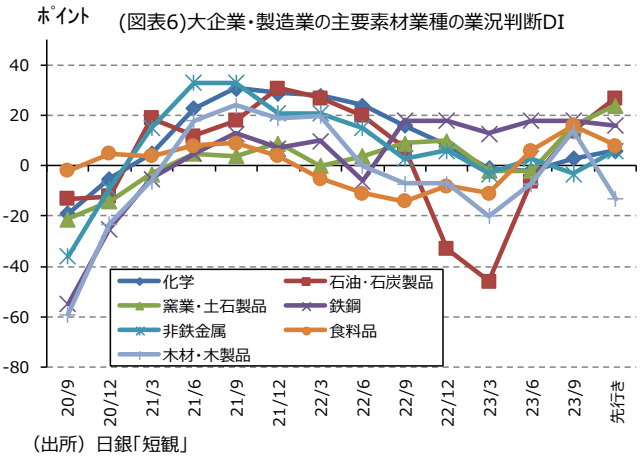
（出所）日銀「短観」



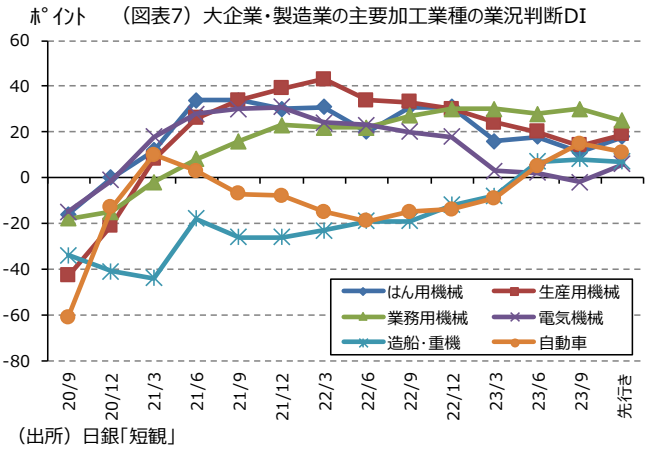
（出所）日銀「短観」

受ける業種が多く含まれる素材業種（6 月：＋1 → 9 月：＋7、＋6）の改善幅が、加工業種（＋7 → ＋9、＋2）を上回った。

素材業種のなかで最も改善幅が大きかったのは石油・石炭製品（▲6 → ＋14、＋20）で、足元の原油価格上昇が石油元売りの売上改善期待につながっているためと考えられる。他に改善幅が大きかったのは木材・木製品（▲7 → ＋14 、＋21）、窯業・土石製品（▲2 → ＋16、＋18）である。いずれも振れの大きい業種であることから、今回だけの結果で要因を論じるのは難しい。ただ、大企業・製造業の業況判断 DI と相関の高いロイター短観のアンケート（9 月）では、石油・窯業から「原料価格の下落により原価が改善」、「プラント向け工事・販売はメンテナンス需要を中心に堅調である一方、半導体関連事業は市況低迷の影響を受け先行きが不透明、自動車部品事業や環境関連製品事業では中国市況悪化により低調」などの声が上がっている。



（出所）日銀「短観」



（出所）日銀「短観」

加工業種のなかでは、食料品（＋6 → ＋16、＋10）、自動車（＋5 → ＋15、＋10）が二桁プラスとなっている。食料品は 2 四半期で計 27 ポイントの大幅改善である。自社製品への価格転嫁の進展と、原燃料価格のピークアウトを反映しているとみられる。自動車は部品不足の緩和に伴う生産体制の正常化等を反映している可能性が高い。

ロイター短観では輸送用機器から、「受注量が増加傾向」、「製品販売も戻り、為替による差益が発生」といった声が上がっている。一方で、「日米の需要は回復してきたが、中国がひどい状況」と、中国経済が足を引っ張っているとの声もあった。はん用機械（＋18 → ＋11、▲7）、生産用機械（＋20 → ＋14、▲6）、電気機械（＋2 → ▲2、▲4）といった機械類の悪化も、先述した海外需給判断の悪化、特に中国需要の悪化を反映した形と考えられる。ロイター短観では電機から、「中国市場で電子部品が余剰」、「中国を中心に受注が回復しない」等の声が寄せられている。

大企業・製造業の先行きは 1 ポイント改善の＋10 と、小幅ではあるが改善傾向が続く見通しになっている。素材業種（9 月：＋7 → 12 月：＋9、＋2）、加工業種（＋9 → ＋11、＋2）とも 2 ポイントの改善である。業種別では、石油・石炭製品（＋14 → ＋27、＋13）が引き続き大幅回復を見込んでいるほか、金属製品（▲17 → ▲5、＋12）が二桁の改善となっている。前者に関しては、政府のガソリン補助金継続も影響している可能性がある。一方、食料品（＋16 → ＋8、▲8）はマイナスで、原油価格の再上昇や円安、物価高による消費減への不安等を反映していると考えられる。

４．大企業・非製造業も改善だが先行きは大幅悪化

大企業・非製造業の業況判断 DI は 4 ポイント上昇の＋27 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、3 業種が悪化、1 業種が横ばいである（図表 8、9）。電気・ガス

（6 月：▲14 → 9 月：＋22、＋36）の改善幅が突出しており、これは燃料となる LNG 価格の低下や、6 月の家庭向け電気料金の値上げ等を反映していると考えられる。宿泊・飲食サービス（＋36 → ＋44、＋8）や小売（＋17 → ＋24、＋7）は、人流やインバウンドの回復を反映した形と考えられる。

一方、先行きは 6 ポイント低下の＋21 となった。主要 12 業種中 9 業種が悪化しており、卸売（9 月：＋32 → 12 月：＋15、▲17）、不動産（＋37 → ＋28、▲9）、物品賃貸（＋28 → ＋21、▲7）等のマイナス幅が大きかった。いずれも水準的にはまだ高いが、卸売は物流コスト等、物価上昇への不安、不動産については価格高騰に伴う住宅需給の悪化、物品賃貸については、コロナ対策収束で企業倒産がリース債権の貸し倒れにつながることへの警戒感等を反映している可能性がある。ロイター短観では「物流コストなど原価高騰は一段落しているが住宅需要が弱含んでいる（不動産）」等の声が寄せられている。

宿泊・飲食サービスも先行きは 3 ポイントのマイナスである。すでに水準が高いこともあるが、物価高や人手不足、処理水問題に絡む中国人観光客の伸び悩み等を懸念している可能性があり、先行きは好材料ばかりではないことを示している。

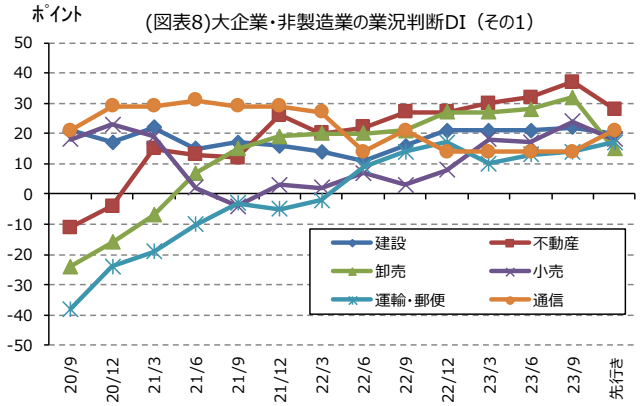
5．設備投資計画は引き続き堅調

2023 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＋11.8%から同＋13.0%まで上方修正された（図表 10、11）。

製造業（全規模ベース）は、自動車におけるパワー半導体の供給制約の緩和が押し上げ要因になったとみられる反面、中国をはじめとする海外景気の減速懸念が下押し要因となったことで、同＋15.1%から同＋15.0%に小幅下方修正された。非製造業（同）では、経済活動の正常化を背景に人手不足感が強まっている業種で省力・省人化投資需要が引き続き旺盛だったと考えられ、同＋9.9%から同＋11.8%へ上方修正された。

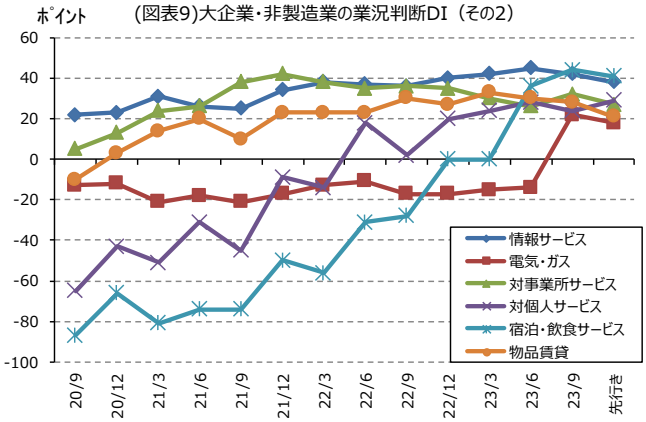
設備投資計画は引き続き堅調で、設備判断 DI を見ると、先行きも不足度が増す予想となっているなど（図表 12）、見通しは良好だが、その割には、機械受注や資本財出荷（除．輸送機械）、建築着工床面積などの設備投

(図表8)大企業・非製造業の業況判断DI（その1）



（出所）日銀「短観」

(図表9)大企業・非製造業の業況判断DI（その2）



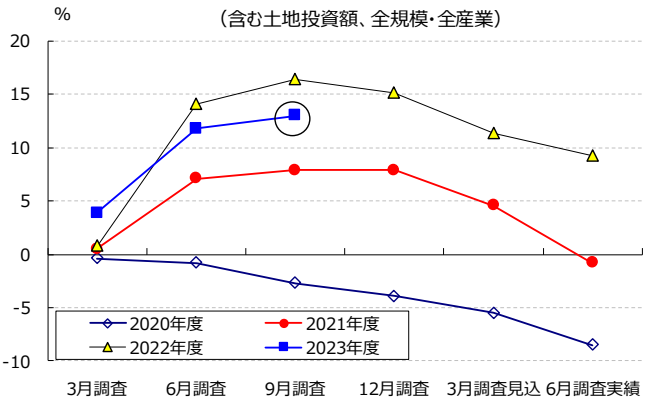
(出所)日銀「短観」

（図表10）日銀短観設備投資計画（全産業・前年比）

		22年度	23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		9.2	3.9	11.8	13.0	12.4
	製造業	9.0	6.3	15.1	15.0	15.6
	非製造業	9.3	2.4	9.9	11.8	10.7
大企業		11.7	3.2	13.4	13.6	14.8
	製造業	6.5	5.8	19.3	20.0	20.2
	非製造業	14.8	1.6	10.1	10.1	11.5
中小企業		3.9	1.4	2.4	8.0	4.1
	製造業	17.2	2.2	▲ 3.1	▲ 3.0	0.5
	非製造業	▲ 3.0	1.0	5.8	14.8	5.8

（出所）「日銀短観」等より明治安田総研作成

（図表11）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」

資の先行指標の動きは鈍い。人手不足などによる工期の遅れや工事費高騰などの供給サイドの要因が計画の後ずれにつながっている可能性がある。4－6 月期 GDP でも民間設備投資（実質）は前期比▲1.0％とマイナスだった。計画が強い以上、向こう 1～2 年というタームではある程度堅調な推移が見込めるものの、少なくとも目先の設備投資に関しては軟調な推移が続く可能性が高い。

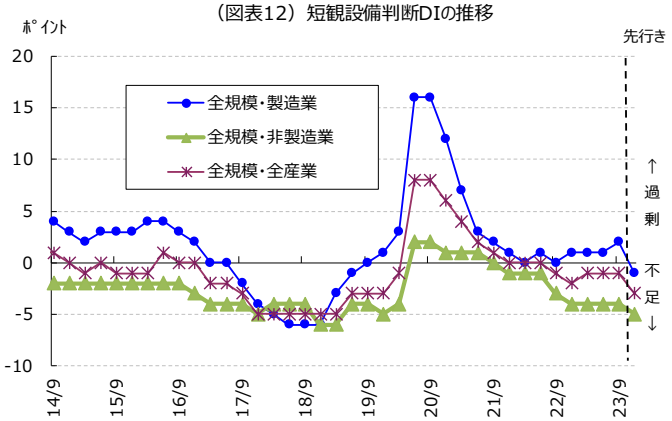
６．人手不足が続く

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 1 ポイントの低下、先行きは 4 ポイントの低下となった。水準的にも 12 月は▲37 までマイナス幅が拡大、人手不足は一段と深刻さを増すとの見通しが示されている（図表 13）。

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）に浮上したことがなかった。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を示している。なかでも、地方の人手不足は特に深刻で、業況の押し下げ要因になっているとみられる。人手不足は今後も日本経済の潜在成長力の制約要因として働き続ける可能性が高い。

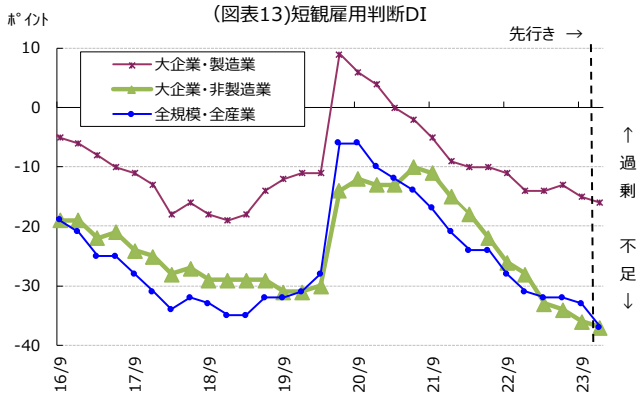
インフレ期待に関係してくる企業の物価見通しは、今回全規模・全産業ベースで 1 年後が前年比＋2.5％、3 年後が同＋2.2％、5 年後が同＋2.1％という結果となった（図表 14）。足元の消費者物価の伸び鈍化を反映し、1 年後が▲0.1％ポイントの低下となったが、3 年後と 5 年後の見方は変わらなかった。いずれの年限でも 2％は超えているが、これは中小企業が相対的に強気の物価見通しを持っているためで、大企業は製造業、非製造業とも、3 年後には 2％を割り込むとの予想になっている。日銀としては、他の指標含め、中長期のインフレ予想の一段の上昇を期待していると考えられる。

（図表12）短観設備判断DIの推移



（出所）日銀「短観」

（図表13）短観雇用判断DI



（出所）日銀「短観」

（図表14）「企業の物価見通し」の概要

			販売価格の見通し		物価全般の見通し	
				変化幅		変化幅
全規模合計	全産業	1年後	2.8%	▲0.2%	2.5%	▲0.1%
		3年後	3.8%	0.0%	2.2%	0.0%
		5年後	4.4%	0.0%	2.1%	0.0%
大企業	製造業	1年後	2.4%	▲0.1%	2.1%	▲0.1%
		3年後	2.9%	0.1%	1.8%	0.1%
		5年後	3.1%	0.1%	1.7%	0.1%
	非製造業	1年後	2.2%	0.1%	2.0%	0.0%
		3年後	2.8%	0.0%	1.6%	0.0%
		5年後	3.4%	0.2%	1.5%	0.1%
中小企業	製造業	1年後	3.3%	▲0.4%	2.8%	▲0.1%
		3年後	4.4%	▲0.1%	2.4%	0.0%
		5年後	5.1%	0.0%	2.3%	0.0%
	非製造業	1年後	3.1%	▲0.1%	2.8%	0.0%
		3年後	4.2%	0.1%	2.5%	0.1%
		5年後	5.0%	0.2%	2.3%	0.0%

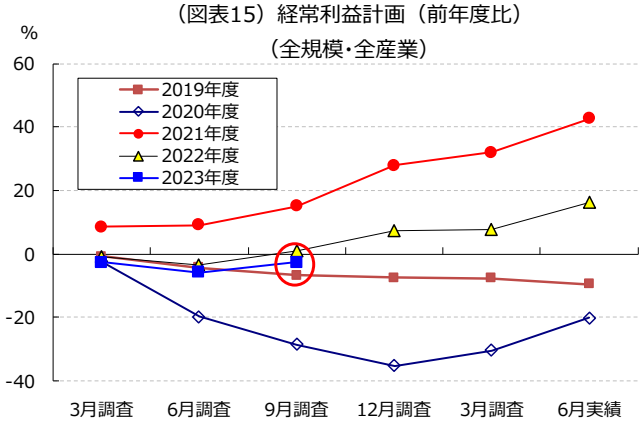
（出所）日銀「短観」

７．日銀はなお様子見か

9 月調査の日銀短観では、大企業の業況判断 DI は製造業、非製造業とも 4 ポイントの改善と、市場予想を上回った。中国経済の不透明感や物価高といった環境下にもかかわらず、企業景況感が揺らいでいない様子が示された。金融政策正常化に向けたタイミングを計る日銀としては心強い材料だが、中小企業の回復が鈍いこともあって、次なるアクションを早めることができるというほどの結果ではない。日銀としては、物価と賃金の好循環を確認するため、引き続き来春の春闘を見極めたいと考えている可能性が高い。

中国経済は長引く不動産不況に苦しんでいる。米国経済も各種ローン金利の上昇、学生ローンの返済再開、余剰貯蓄の枯渇、自動車労組のストなど、不安材料が増えてきており、ソフトランディングが確実というわけではない。海外経済の動向が今後企業収益に与える影響が懸念される。9 月調査における 2023 年度の経常利益計画（前年度比）は、昨年度の伸びが高かったこともあって 3 年ぶりの低さになっている（図表 15）。企業収益の伸びと物価の伸びが同時に鈍化に向かえば、高めの賃上げに向けた経営者のインセンティブは薄れる。経団連会長は来年の賃上げ率について、「4%を超えたい」と表明しているが、現状でははっきり見通せる状況ではない。

（図表15）経常利益計画（前年度比）
（全規模･全産業）



（出所）日銀「短観」

日銀が今後年末から年明けの早期の段階で動くとしたら、円安が一段と進行した場合だが、この場合は微修正にとどまり、マイナス金利や YCC（イールドカーブ・コントロール）の解除といった大きな動きはいずれにしても来春以降にずれ込む可能性が高い。

※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