2024. 12. 13

【日銀短観（24 年 12 月）】

短観は秋口以降の景気回復の持続を示す

～設備投資計画も堅調だが、人手不足は引き続き深刻～

フェロー チーフエコノミスト
小玉　祐一

ポイント

- 12 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＋14 と、9 月調査から 1 ポイント改善した。水準的には 2022 年 3 月以来の高さだが、均せば横ばい圏内の動き
- 欧州や中国等の海外経済の不振が業種横断的に業況の下押し圧力となる一方、原油価格の落ち着き等に伴う交易条件（販売価格判断 DI－仕入れ価格判断 DI）の小幅改善が下支え要因になった可能性
- 景気に近い動きをする全規模・全産業は 1 ポイントの改善。力強さは欠くものの、日本の景気が、秋口以降も緩やかながら回復基調を維持している様子を示した。日銀は 1 月に追加利上げか

1．大企業製造業は 1 ポイントの改善

12 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＋14 と、9 月調査から 1 ポイント改善した。これは横ばいだった市場予想を 1 ポイント上回った。当研究所の予想は 1 ポイントの低下であった（図表 1）。水準的には 2022 年 3 月以来の高さだが、直近 1 年間の推移を見る限り、横ばい圏内の動きを脱し切れていない（図表 2）。

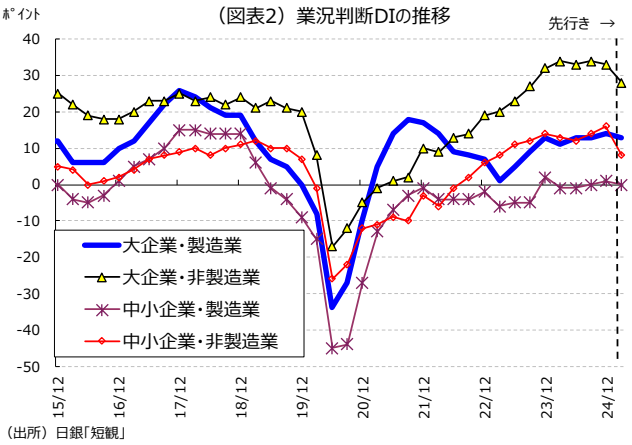
今回は、欧州経済や中国経済の不振が業種横断的に業況の下押し圧力となる一方、原油価格の落ち着き等に伴う交易条件（販売価格判断 DI－仕入れ価格判断 DI）の小幅改善が下支え要因になった可能性がある（図表 3）。素材・加工別では素材業種が 3 ポイントの改善、加工業種は横ばいとなった。素材業種に関しては後述のとおり石油・石炭製品の急回復の寄与が大きいが、原燃料価格の落ち着きが化学や紙・パルプ等の他の川上産業の業況を一定程度支えた面もあるとみられる。

（図表1）日銀短観業況判断DI

		9月調査実績		12月調査実績				12月調査の当研究所予測値			
		9月	12月	12月		3月		12月		3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		23	21	23	0	20	▲ 3	22	▲ 1	21	▲ 1
	製造業	13	14	14	1	13	▲ 1	12	▲ 1	11	▲ 1
	非製造業	34	28	33	▲ 1	28	▲ 5	33	▲ 1	32	▲ 1
中小企業		8	6	10	2	6	▲ 4	6	▲ 2	4	▲ 2
	製造業	0	0	1	1	0	▲ 1	▲ 2	▲ 2	▲ 3	▲ 1
	非製造業	14	11	16	2	8	▲ 8	11	▲ 3	9	▲ 2

（出所）「日銀短観」より明治安田総研作成

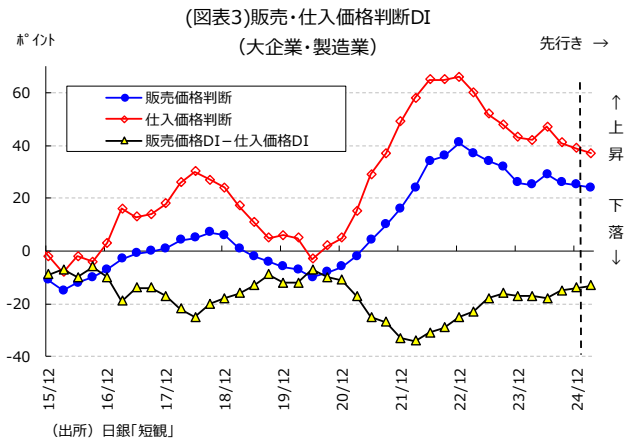
（図表2）業況判断DIの推移



（出所）日銀「短観」

大企業・非製造業の業況判断 DI は 1 ポイント悪化の＋33 で、こちらは市場予想と一致した。コロナ禍後の回復傾向はすでに頭打ちとなっており、直近 1 年は製造業同様横ばい圏内の動きとなっている。天候不順に悩まされた小売と、インバウンドの増勢鈍化に伴う宿泊・飲食サービスの悪化が足を引っ張った。

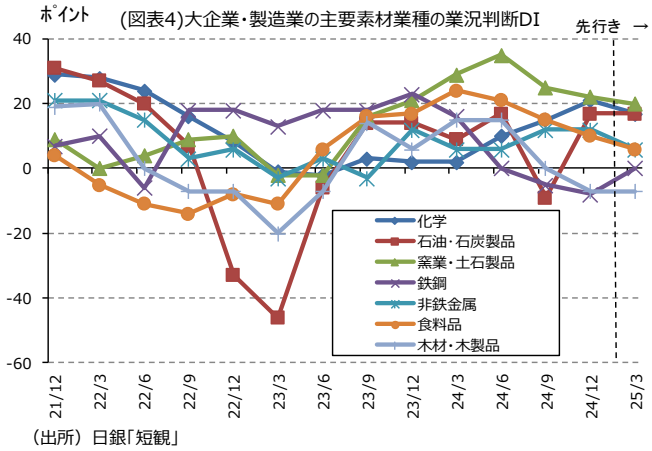
中小企業・製造業の業況判断 DI は＋1 で、9 月から 1 ポイント改善した。中小企業・非製造業は＋16 で、2 ポイントの改善となった。この結果、景気に近い動きをする全規模・全産業ベースでは＋15 と、9 月から 1 ポイントの改善となった。総じて、日本の景気が、秋口以降も緩やかながら回復基調を維持している様子を示したと言える。



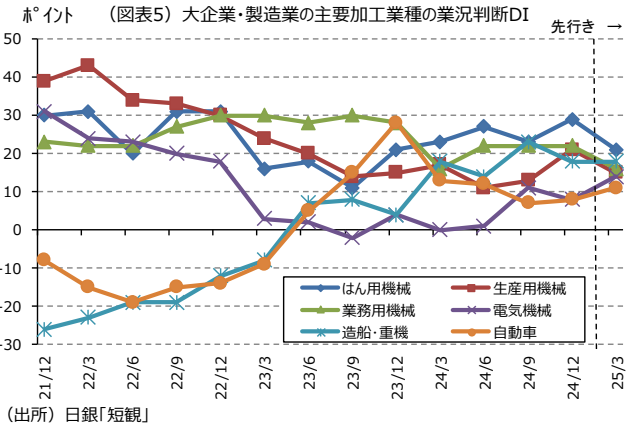
２．製造業は石油・石炭製品の急回復がけん引

大企業・製造業の業種別の業況判断 DI は、16 業種中 6 業種が改善、7 業種が悪化、3 業種が横ばいという結果だった（図表 4、5）。

改善幅が大きかった業種は、石油・石炭製品（9 月：▲9 → 12 月：＋17、＋26）、生産用機械（＋13 → ＋21、＋8）、紙・パルプ（＋18 → ＋25、＋7）といったところである。



石油・石炭製品の改善幅が突出しているが、元々振れの激しい業種であり、9 月は今回とは逆に 26 ポイントの悪化だった。夏場は低下傾向が続いた原油価格に下げ止まりの兆しが見えてきたことが、一定程度影響した可能性がある。もっとも、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をみると、（業種分類が異なるため単純比較はできないが）「石油・窯業」は 10 月が前月比で 17 ポイントの悪化、11 月が 15 ポイントの悪化と 2 ヵ月連続の大幅悪化で、水準も▲15 と 2023 年 3 月以来の低水準となっていた。12 月は 3 ポイントの改善だったが、持続的な回復が見込める状況ではなさそうである。「機械」からは、「為替が円安で安定している（12 月）」との声が挙がっているものの、「中国の回復の遅れ（11 月）」といった声も根強い。ただし、生産用機械に限れば、ここまで半導体製造装置の中国向け輸出の高い伸びが続いていることが、一定程度業況の下支えになった可能性が高い。「紙・パルプ」からは「市場が不安定で需要が業界、地域で増減している（10 月）」、「米中貿易摩擦を懸念して様子見の取引先が多い（12 月）」等、芳しい声は聞こえてこないが、前述のとおり交易条件の改善が業況の回復に寄与した可能性があろう。



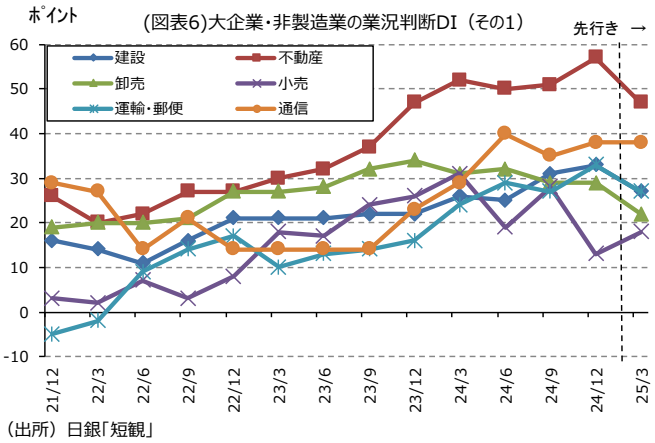
一方で、悪化幅が大きかったのは、木材・木製品（±0 → ▲7、▲7）のほか、食料品（＋15 → ＋10、▲5）、金属製品（＋11 → ＋6、▲5）、造船・重機等（＋23 → ＋18、▲5）の 3 業種が 5 ポイントの悪化で並んでいる。木材・木製品は大企業製造業のなかで最も振れの激しい業種であり、この程度であれば通常の振れの範囲

内である。ちなみに 9 月は 15 ポイントの悪化だった。なお、ロイター短観では「食品」から「消費者の節約志向のマインドが続き利益が取りづらい（12 月）」、「金属」から「建機関連、建築関連の需要が伸びてこない（11 月）」と言った声が寄せられている。造船・重機等は 9 月が 9 ポイントの高めの伸びだった反動だろう。

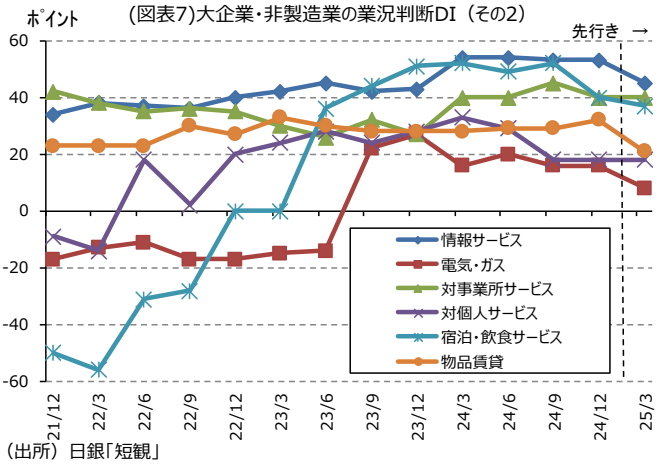
大企業・製造業の 12 月の先行き DI は、1 ポイント悪化の＋13 となった。中国景気への不安や、原材料価格・人件費の上昇が業況の下押し要因になっているとの声が継続的に寄せられている。なお、今回の 12 月短観は調査票の発送日が 11 月 11 日と、トランプ氏が次期米大統領となることが確定した 6 日以降の日付となっている。2016 年のトランプ氏の大統領選勝利後に行なわれた 12 月調査でも、先行き DI が大企業製造業で 2 ポイント、中小企業で 5 ポイント悪化していた。関税引き上げや米中関係の冷え込みによる業績悪化懸念の高まりが、先行きの業況を下押しした可能性も否定できない。

３．大企業・非製造業は個人消費関連の 2 業種が足を引っ張る

大企業・非製造業の業況判断 DI は、内訳の 12 業種のうち 5 業種が改善、3 業種が悪化、4 業種が横ばいであった（図表 6、7）。改善した業種より悪化した業種の方が少ないが、小売（＋28 → ＋13、▲15）、宿泊・飲食サービス（＋52 → ＋40、▲12）の 2 業種が二桁の大幅悪化となったことが全体の足を引っ張った。



（出所）日銀「短観」



（出所）日銀「短観」

11 月のロイター短観でも、「小売」は 27 ポイント悪化の＋20 と、2023 年 6 月以来の低水準になっていた。「季節商品の販売が苦戦、来店店数の減少傾向が続く（11 月）」、「既存店売上高の前年比が 100%を下回る状況が改善されない（11 月）」等の声が寄せられている。今秋は雨が多く、天候に恵まれなかったことに加え、気温もなかなか下がらず、11 月に入ってからも異例の暖かさとなった。秋冬向けの衣料品や暖房器具などの売上が振るわなかったことが影響したとみられる。12 月も 1 ポイントの改善にとどまった。「実質賃金が上がらないなかで諸物価高騰の家計への影響が大きい」との声がある。

景気ウォッチャー調査でも、家計関連動向 DI は低下トレンドにある。小売について、同調査に寄せられたスーパーやコンビニエンスストアといった小売業者のコメントを見ると、家計の節約志向の高まりによる販売量の減少を指摘する声が多い。また、宿泊・飲食サービスについては、これまで押し上げに寄与してきたインバウンドが、夏場の円高もあって増勢がやや鈍化したことの影響とみられる。ただ、DI の水準自体はまだ十分高い。

改善した業種のなかでは、不動産（＋51 → ＋57、＋6）、運輸・郵便（＋27 → ＋33、＋6）の両業種が目立つ程度。不動産は都市部でのオフィス市場が引き続き堅調なほか、インバウンド増加を見越したホテル建設の需要増を反映した動きと考えられる。住宅市場は地価の高騰もあり低迷が続いているが、ロイター短観では「建売販売数は悪いが長期在庫物件の販売が進み始めたため、明るい兆しが見えつつある（不動産、12 月）」といった声も挙がっている。運輸・郵便は、インフレによる個人の宅配需要の低迷を、自動車部品や半導体など

の企業間物流の好調がカバーした結果とみられる。2024 年問題もあり、人手不足は依然深刻とみられるが、「価格転嫁が進み、単価増でドライバー不足をカバーできている（運輸、12 月）」といった声も挙がっている。

大企業・非製造業の先行きは 5 ポイント悪化の＋28 となった。非製造業では人手不足が特に深刻なほか、物価高や先々の金利上昇に伴う消費マインド低迷への警戒感もあったとみられるが、このところ大企業・非製造業の先行き DI は、現状判断に移行する段階で上方修正されるケースが多い。9 月短観の先行き DI も 5 ポイントの悪化だったが、12 月の現状判断は 1 ポイントの悪化である。当研究所では、2025 年の春闘における賃上げ率も今年と近い水準での着地が期待できると見ている。一方で、物価は徐々に落ち着くことで消費マインドが支えられると予想しており、3 月の大企業・非製造業の現状判断がこれほど大きく悪化する可能性は低いと考える。

４．2024 年度の設備投資計画は予想外の上方修正

2024 年度の設備投資（全規模・全産業ベース）は、9 月調査の前年度比＋8.9%から同＋9.7%へと上方修正された（図表 8）。例年は下方修正されることが多い月であり、ポジティブサプライズと言える。ただ、伸び率自体は 2023 年度、2022 年度との比較では、低めの推移となっている（図表 9）。

業種別では、製造業（全規模ベース）が同＋17.0%から同＋15.1%へ下方修正されたものの、非製造業（同）が同＋4.4%から同＋6.7%へ上方修正された。規模別（全産業ベース）では、大企業が同＋10.6%から同＋11.3%へ上方修正された。うち製造業は同＋18.8%から同＋16.0%への下方修正だが、非製造業が同＋6.0%から同＋8.7%に上方修正されたことで、全体でも上方修正となった。中小企業は期を追うごとに上方修正される例年の傾向どおりで、同＋2.6%から同＋4.0%へと上方修正された。

製造業では DX 分野を中心とした生産能力増強投資が活発化しているほか、人手不足継続を背景とした省人化・省力化投資が業種横断的な投資拡大要因になっている。非製造業ではこれに加え、都心部の再開発の継続や、インバウンドの増加を反映した空港関連施設の拡張、宿泊・商業施設等の需要増が強めの計画につながっている。大企業・非製造業の設備判断 DI は 2 ポイントの低下で、設備不足感が一段と高まっている様子を示している（図表 10）。

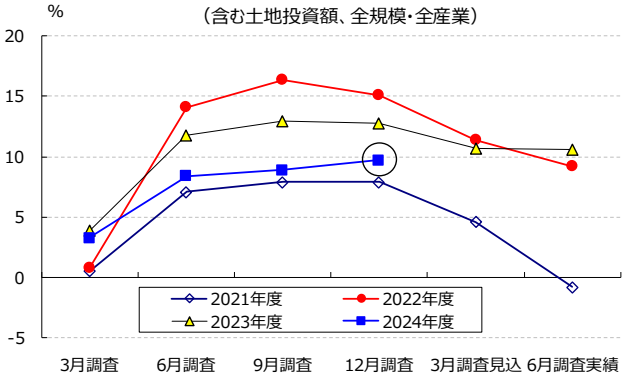
雇用人員判断 DI（過剰－不足）は、全規模・全産業ベースで 9 月から横ばいとなった。ただ、先行きは 5 ポイントの低下（不足方向）で、引き続き人手不足が深刻化するとの見通しが示されている（図表 11）。中小企業・非製

（図表8）日銀短観設備投資計画（全産業･前年比）

		23年度	24年度				
		実績	3月調査	6月調査	9月調査	12月調査	12月当研究所予測
		%	%	%	%	%	%
全規模		10.6	3.3	8.4	8.9	9.7	8.2
	製造業	6.7	8.2	17.2	17.0	15.1	14.9
	非製造業	12.8	0.5	3.5	4.4	6.7	4.7
大企業		10.6	4.0	11.1	10.6	11.3	10.3
	製造業	11.1	8.5	18.4	18.8	16.0	17.7
	非製造業	10.4	1.5	7.0	6.0	8.7	6.0
中小企業		9.4	▲ 3.6	▲ 0.8	2.6	4.0	5.5
	製造業	▲ 9.1	3.6	13.0	12.2	10.5	13.8
	非製造業	20.8	▲ 6.9	▲ 7.2	▲ 1.8	1.0	1.6

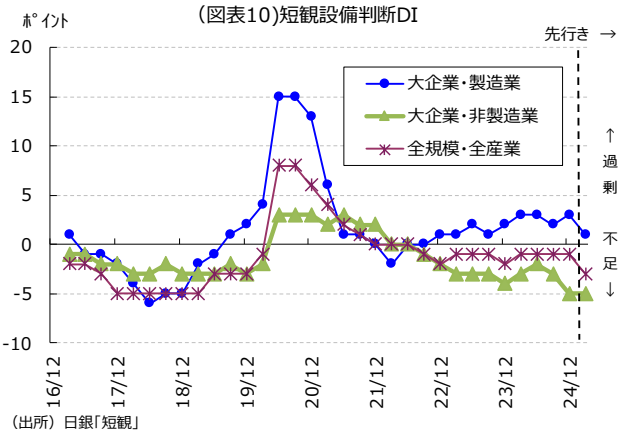
（出所）「日銀短観」より明治安田総研作成

（図表9）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10)短観設備判断DI

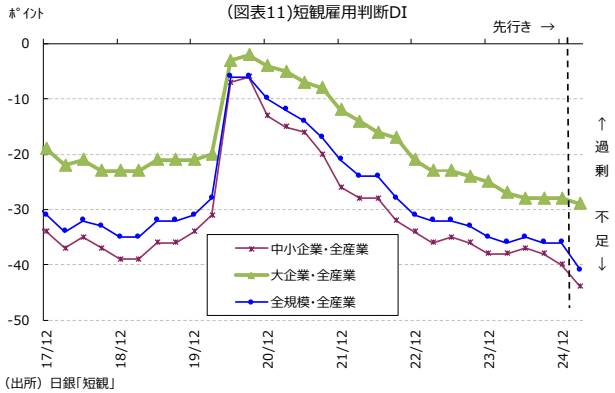


（出所）日銀「短観」

造業の 12 月の水準は▲46 と極めて低い。日本の場合、たとえ景気が失速してもそれだけで人手不足が解消する展開は考えにくい。景気サイクルにかかわらず、今後も中長期的な供給制約要因になり続けると考えられる。

５．日銀は１月利上げへ

12 月調査の日銀短観では、大企業・製造業の業況判断 DI が１ポイント改善、非製造業が１ポイントの悪化、景気に連動する全規模・全産業は 1 ポイントの改善となった。力強さは欠くものの、秋口以降の景気が引き続き緩やかな回復を続けていることを示す結果である。2025 年も、堅調な米景気や、高めの賃上げを背景に回復基調が続く可能性が高い。昨日発行したレポート（日銀は 12 月利上げを見送り 1 月に実施へ）で示した通り、日銀は 1 月の金融政策決定会合で追加利上げを実施すると予想する。



本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください

明治安田総合研究所 フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

電話番号：03-6261-7947

e-mail：yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp

※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。

●発行元●　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