

2015年12月短観、先行き不安は増大 発表日：2015年12月14日（月）

～業況判断は前回比横ばい～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

業況判断 DI は前回比横ばいになった。これで下げ止まりかという、その点はまだもう少し慎重にみた方がよい。先行きの不安感は、今回よりも先行き▲5 ポイントの悪化を予想しているからである。現在の業況には、原油下落が下支えになっているが、中国経済の悪化懸念や米利上げによる混乱を警戒する向きが極めて強い。一方、人手不足感がいよいよ強まっており、日銀はそれが賃金上昇圧力になると強調するだろう。

今回もまた中国経済の不安が重石

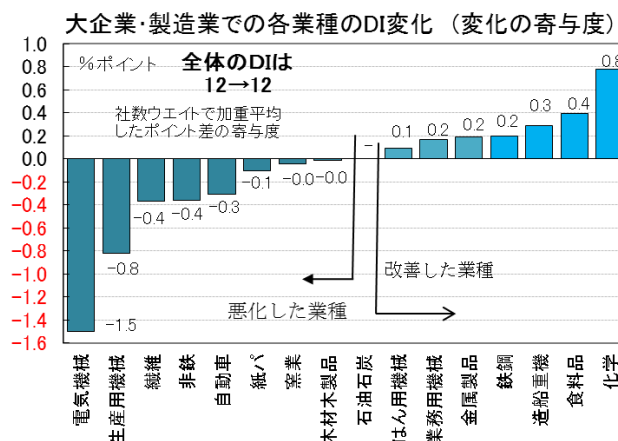
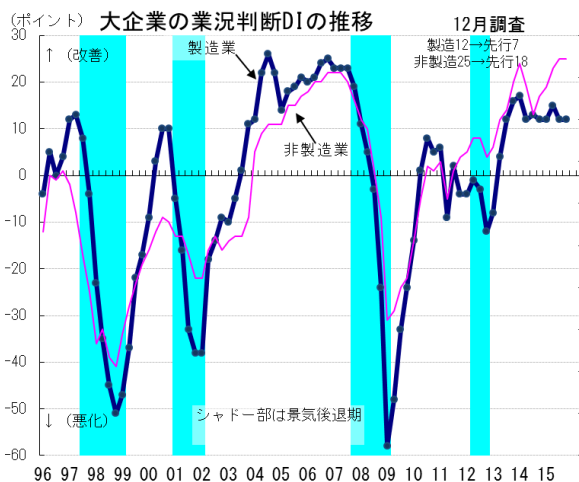
12月短観では、大企業・製造業の業況判断DIが12と、前回比横ばいとなった。先行きは、今回よりも▲5 ポイント悪化するとみている。▲5 ポイントの悪化見通しは過去と比べて大きなマイナス幅である。過去、先行きの見方のマイナス幅が、特に大きかったのは消費税増税直前（2014年3月▲9 ポイント悪化）である。今回の先行き見通しが▲5 ポイント悪化するのは、そのとき以来である。まだ「下げ止まり」ではなく、「まだ低迷」とみる方がよい。企業マインドは、中国経済や米利上げの影響を念頭に置き、先行きの不安を増大しているとみるべきだろう。

個別の業種では、電気機械の悪化が大きな下押し要因（全体のDIへの寄与度▲1.5 ポイント）になっている。電気機械は、前回9月調査も▲7 ポイント悪化（前回寄与度▲1.2 ポイント）と業種の中で下押し圧力が特に大きかった。原因は中国進出企業が多く、中国経済の悪影響を最も顕著に反映するからである。今回、電気機械に次いで悪化しているのは、生産用機械（前回比▲10 ポイント悪化）、繊維（同▲11 ポイント）、非鉄（同▲11 ポイント）になっている。いずれも中国要因、例えば需要の低迷、人民元切り下げなどの現地法人のコスト増などを受けているとみられる。

○日銀短観（2015年12月調査）

| | | 業況判断DI | | | |
|------------|--------------|-----------|-----------|-----------|----------|
| | | 大企業 | | 中小企業 | |
| | | 製造業 | 非製造業 | 製造業 | 非製造業 |
| 2013年 | 3月調査 | -8 | 6 | -19 | -8 |
| | 6月調査 | 4 | 12 | -14 | -4 |
| | 9月調査 | 12 | 14 | -9 | -1 |
| | 12月調査 | 16 | 20 | 1 | 4 |
| 2014年 | 3月調査 | 17 | 24 | 4 | 8 |
| | 6月調査 | 12 | 19 | 1 | 2 |
| | 9月調査 | 13 | 13 | -1 | 0 |
| | 12月調査 | 12 | 17 | 4 | 1 |
| 2015年 | 3月調査 | 12 | 19 | 1 | 3 |
| | 6月調査 | 15 | 23 | 0 | 4 |
| | 9月調査 | 12 | 25 | 0 | 3 |
| | 12月調査 | 12 | 25 | 0 | 5 |
| 先行き | | 7 | 18 | -4 | 0 |

(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、以下同じ



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

反対に、全体のDIを上向かせる側に働いたのは、化学（前回は6ポイント改善）、食料品（同4ポイント）、造船重機（同11ポイント）、鉄鋼（同5ポイント）である。原油価格が大きく下がっていることが収益改善要因になったほか、内外の設備投資需要の押し上げがある。

非製造業では、大企業の業況判断DIが前回は横ばい、中小企業の業況判断DIが前回は+2ポイントの改善である。個人消費関連は悪化したものの、情報サービス、通信の業種が改善しており、投資関連需要改善の裾野が広がっていることが窺われる。

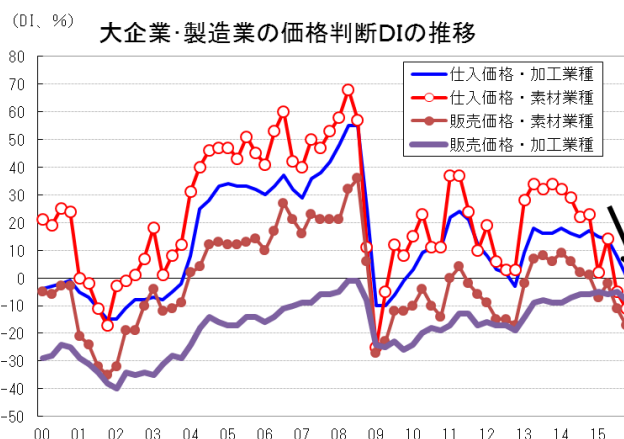
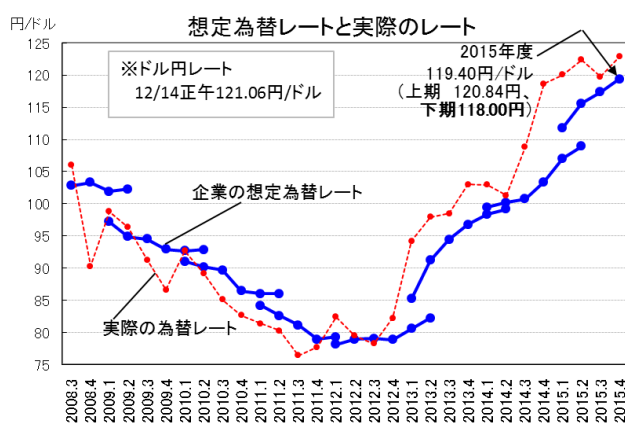
全体的にみると、引き続き中国経済が悪化する重石がのしかかっているが、ここきての原油下落や設備投資需要によって、何とか全体が横ばいになっている姿である。先行きがよくなる保証は、まだない。従って、下げ止まりではなく、業況悪化が足踏み状態に止まっているとみるべきだろう。

米利上げの混乱も警戒

企業の見方として興味深いのは、大企業・製造業の想定為替レートの見通しである。2015年度を通じては、1ドル119.40円になった（前回9月調査117.39円）。じわじわと円安になっているが、上期と下期で分けてみると変化がある。今回、上期120.84円で、下期は118.00円である。つまり、2015年度下期を通じて、やや円高に振れるとみているのである。背景には、FRBの利上げに伴う為替の変動が円高圧力になるかもしれないという警戒感からなのであろう。これも、企業が先行きを警戒してしており、先行きの業況判断DIが悪化するのではないかと不安視している要因である。

需給判断DIについては、国内需給は▲10と前回は横ばいであった。一方、海外需給判断DIは前回比▲1ポイントの悪化である。ここにも中国経済の過剰生産圧力を受けた悪化要因を感じる。

需給・価格判断DIで目立っている変化は、販売価格・仕入価格の下落である。一頃の上昇圧力が、総じて下向き下落圧力に変わった。日銀にとっては、円安圧力が一巡すれば、こうした市況の下向き変化が顕在化してくる点で、やや困った動きと感じられるだろう。原油価格のここきて下落し、単に一時的な動きとみるよりも、中国経済悪化などを背景としてファンダメンタルズ悪化を受けて原油下落が進んでいるから、消費者物価が持ち上がりにくいと理解する方が妥当であろう。



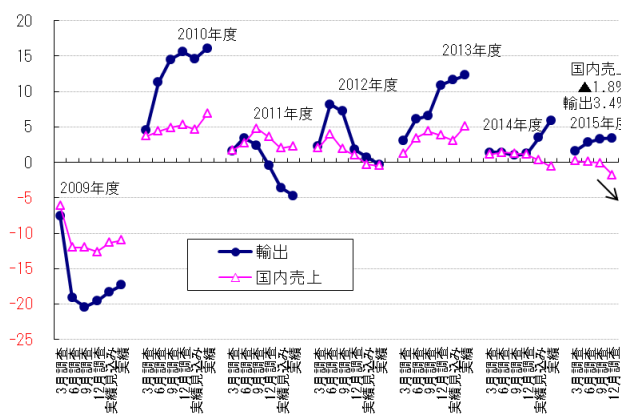
14 四半期連続での収益上方修正がストップ

売上・収益計画もあまり好ましい変化がみられない。なぜならば、これまでの細かな上方修正が止まって、全般的に下方修正気味になってきたからだ。大企業・製造業では、売上高の前回は修正率は▲1.1%（国内売上▲1.7%、輸出+0.2%）である。大企業・非製造業も、前回は▲1.7%の下方修正と12月調査にしてはマイナスへの変化が目立っている。

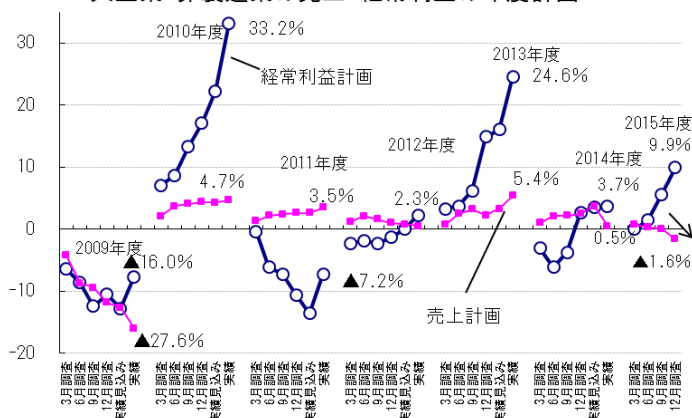
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

経常利益計画は、大企業・製造業が 2015 年度 3.3%と増益計画を維持できたが、前回比では▲0.5%ポイントの下方修正である。これまでは毎回の上方修正が当たり前だった。しかし、それは為替が円安傾向だったことや、世界経済が緩やかに拡大を続けてきた外部環境の好調さに支えられたものだった。大企業・製造業の年度計画の上方修正は、何と 14 四半期連続で継続してきたが、今回でその連続もストップした格好だ。業況改善の前提になっている利益計画がマイナス方向に振れたことは、極めて残念なことである。

(%) 大企業・製造業の輸出・国内売上計画の推移



(%) 大企業・非製造業の売上・経常利益の年度計画



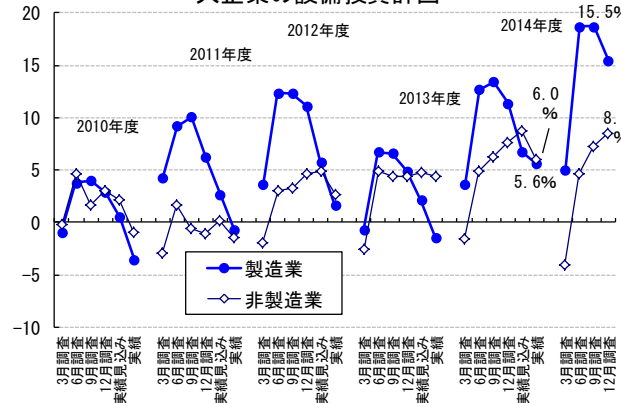
全体として設備投資は拡大傾向

設備投資計画は、大企業製造業が 2015 年度前年比 15.5%とまだ大幅なプラス計画である。前回比では▲2.7%ポイントの下方修正であるが、毎回 12 月調査は下方修正含みなので、焦点になるのは次回 3 月調査、6 月調査の実績見込み・実績で同様の高い伸び率を維持できるかどうかにかかっている。今回は、堅調さが目立つという評価である。

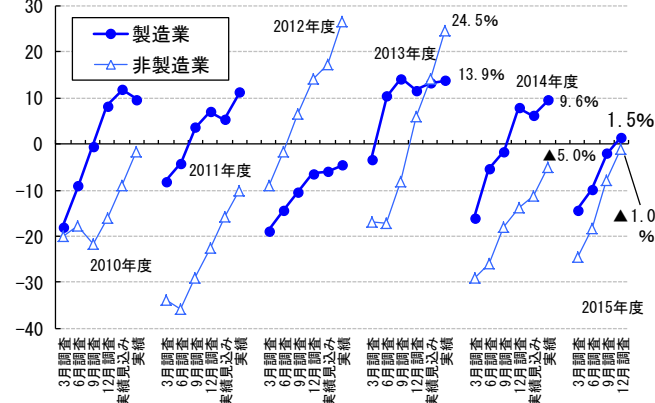
好調さがあるのは、むしろ、大企業・非製造業と、中小企業・製造業、中小企業・非製造業の設備投資である。大企業・非製造業は、前年比 8.5%と過去の局面と比較しても大きなプラス計画である（前回比 1.3%ポイント上方修正）。

中小企業は、毎回調査毎に上方修正が進み、製造業では遂に前年比 1.5%のプラス計画に転じた。非製造業もあと一方でプラス計画（前年比▲1.0%）になると見込められる。また、大企業と中小企業を併せた、全規模・全産業の設備投資も 2015 年度前年比 7.8%と好調である。これは、2006 年度実績（前年比 9.4%）以来の高さである。設備投資の増加が、中小企業ではっきりしてきたことは投資需要の裾野がいよいよ広がってきたことを表していて、内需の下支えになることが期待される。

(%) 大企業の設備投資計画



(%) 中小企業の設備投資計画

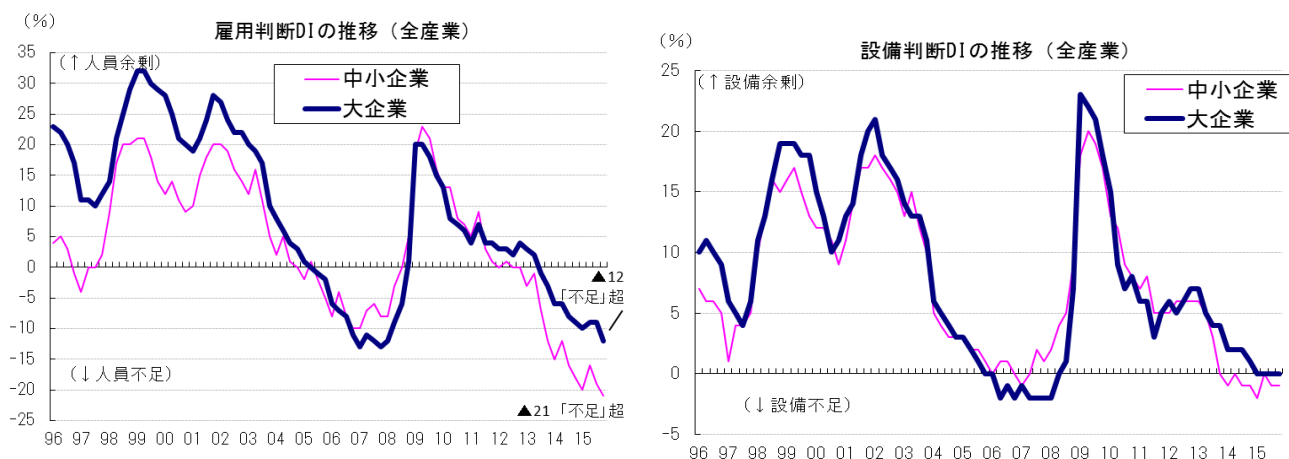


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

人手不足はますます深刻に

最近の労働指標は、10月の完全失業率が3.1%と完全雇用状態になっている。それを反映するように、短観の雇用人員判断DIは、「過剰」—「不足」で表される「不足」超幅が、大企業・全産業で▲12と、リーマンショック前のピーク（2007年3月・12月▲13）に迫ってきた。過去最大の人員不足になることは時間の問題にみえる。

人員不足のレベル感は、中小企業・全産業、全規模・全産業ともに、1992年6月調査以来の不足感になっている。一方で、生産・営業用設備判断DIは、大企業・全産業、中小企業・全産業でともに前回比横ばいになっている。つまり、景気情勢を受けて労働需給が逼迫する側面よりも、若者人口が減っていく中で、人口制約による人手不足感がさらに強まっていく図式である。



日銀も人手不足を強調するだろう

日銀は、賃金上昇率をもっと高まってもよいと考えており、総裁会見でも「中長期的にみると賃金の上昇と物価の上昇はシンクロナイズする」と強調しながら、2016年度後半の物価上昇を見込んでいる。今回の短観の結果は、黒田総裁の思惑がぴったりと叶った結果にみえる。きっと日銀は、労働需給の逼迫感が将来のさらなる賃金上昇にスイッチしていくと確信を強めた発言をするだろう。これは、追加緩和というよりも、現在の金融政策を現状維持する発言として用いられるだろう。

最後に、これだけの人手不足が続くと、賃金のみならず設備投資需要にも部分的につながっていくと考えられる。もはや人手に依存できないとなると、将来の賃金上昇を予想する製造業などは機械化対応にシフトするからである。最近、産業用ロボットなどの拡大がみられている。人手不足感が強い業種では、新しい投資拡大の原動力が作用し始めると期待できる。