

## (日本)日銀短観 12 月調査の見通し

24 年春闘で実現した大幅賃上げによって賃金の上昇傾向が継続、物価沈静化によって実質賃金の目減りが解消されつつある。こうした中、24 年 7～9 月期は 2 期連続のプラス成長となり、若干ながらも民間消費の加速も観測された。ただし、一時的・特殊要因で押し上げられた側面があるほか、民間企業設備投資は 2 期ぶりの減少となるなど、景気の足腰が強くなったとは言い難い。産業活動を見ても、7～9 月期の鉱工業生産指数は前期比マイナス、第 3 次産業活動指数は同プラスと、動きはまちまちであった。

日銀は 7 月の追加利上げ後、今後とも利上げを継続する方針を示したが、直後に急浮上した米国経済の悪化懸念やマーケットの不安定な動きを受けて、早期の利上げについて慎重姿勢に転じた。しかし、経済・物価情勢が日銀の想定通りに推移しているほか、米国経済への悲観論が後退、マーケットも落ち着いていることもあり、10 月会合ではそれまで用いてきた「政策判断に時間的余裕がある」との表現を封印、利上げはデータ次第で判断する方針に切り替わった。米大統領選でトランプ氏が再登板することとなり、為替レートには再び円安圧力がかかったこともあり、年内にも再利上げが検討される可能性が高まっている。

### (1)業況判断 DI

まず、類似のビジネスサーベイにおける企業の景況感を確認したい。景気ウォッチャー調査(10 月)によれば、足元の景況感は製造業が 8 か月連続で判断基準である 50 を割っているほか、非製造業も 4 か月ぶりの 50 割れだった。また、au じぶん銀行 PMI(11 月)によれば、製造業は 7 月以降、判断基準である 50 を下回って推移している半面、サービス業は 2 か月ぶりの 50 超であった。

一方、日銀短観の DI 作成と類似の手法をとる QUICK 短観(11 月)からは、製造業・非製造業ともに「良い」超での推移ながら、直近の製造業 DI は安定的な推移であるのに対し、非製造業 DI は低下気味である。

さて、製造業については、世界経済の低成長状態が続く中、主要国向けの輸出が伸び悩んでおり、主力の自動車輸出も頭打ち気味に推移した。根強い AI 需要への期待から半導体関連の生産・出荷は底堅いものの、資本財、素材などは弱含んでいる。以上を踏まえ、**製造業の業況判断 DI は、大企業が 12、中小企業は▲1 と、いずれも前回調査から▲1 ポイントと悪化すると予想する。**なお、大企業・製造業の「良い」超は 16 期連続となる。

一方、非製造業では家計の所得環境が改善傾向となっており、消費も緩慢ながらも持ち直しつつある。しかし、堅調だったインバウンド需要にも陰りが見え始めているほか、サービス価格の上昇

業況判断 DI(「良い」-「悪い」、%ポイント)

		2024 年 9 月調査		2024 年 12 月調査			
		最近①	先行き	最近②	変化幅②-①	先行き③	変化幅③-②
大企業	製造業	13	14	12	▲1	10	▲2
	非製造業	34	28	31	▲3	30	▲1
中小企業	製造業	0	0	▲1	▲1	▲3	▲2
	非製造業	14	11	11	▲3	10	▲1

(資料) 日銀短観を基に農林中金総合研究所作成

圧力は低く、人件費の増加分を十分に価格転嫁し切れていない面も見受けられる。さらに人手不足などによる収益機会の喪失への警戒感も根強い。以上を踏まえ、非製造業の業況判断 DI は、大企業は31(15期連続の「良い」超)、中小企業は11(10期連続の「良い」超)と、いずれも前回調査から▲3ポイントと悪化すると予想した。

先行きに関しては、世界経済は全般的に低成長状態から抜け出せないとみられるほか、トランプ関税への警戒感も強まっている。一方で、所得改善による消費の本格回復への期待は高い。ただし、収益伸び悩みを予想する企業が多い中、人手不足などによる賃上げ圧力がさらに収益を圧迫させるとの警戒もあるだろう。以上から、製造業では大企業が10、中小企業が▲3と、今回予測からともに▲2ポイントの悪化、非製造業についても大企業が30、中小企業が10と、今回予測からともに▲1ポイントの悪化と予想する。

## (2)設備投資計画

7～9月期のGDPベースの実質民間企業設備投資は前期比▲0.2%と2期ぶりに減少するなど、盛り上がりを欠いた展開となっている。月次の設備投資関連指標を見ても、資本財出荷(国内向け)や機械受注(船舶・電力を除く民需)とも鈍い動きが続いている。世界経済の低成長状態が続くなか、企業サイドが想定したほど自社製品・サービスへの需要が強まっているわけではなく、設備判断の不足感が高まっている様子は窺えない。とはいえ、人手不足は先行き一段と強まることから、省力化・省人化ニーズを中心に設備投資意欲はしっかりしているほか、DX、GX関連の投資ニーズも底堅い。しかし、例年9月調査時あたりをピークに計画自体は下方修正される可能性が高いだろう。大企業(全産業)が前年度比9.5%へ下方修正、中小企業(同)は同5.0%へ上方修正されるが、全体では同8.5%へ若干下方修正されると予想する。

設備投資計画調査(対前年度比、%)

	2023年度			2024年度	
	実績	12月調査	9月調査	12月調査	9月調査
全規模	10.6	12.8	13.0	8.5	8.9
大企業	10.6	13.5	13.6	9.5	10.6
中小企業	9.4	10.3	8.0	5.0	2.6

(資料)日銀短観を基に農林中金総合研究所作成

(注)全産業ベース、土地投資額を含み、ソフトウェアは含まず。