

デューク大学/CFO マガジン・グローバル・ビジネス・アウトルック  
グローバル・ビジネス・アウトルック・サーベイ  
2019年6月（第2四半期）

2019年6月25日公表  
CFOサーベイ日本チーム  
[cfosurveyjp@gmail.com](mailto:cfosurveyjp@gmail.com)

## 1. サーベイの概要

グローバル・ビジネス・アウトルック・サーベイは、世界の CFO に対するアンケート調査であり、米国、カナダ、アジア、欧州、ラテンアメリカ、アフリカの CFO（最高財務責任者・財務担当役員）を対象としている。本調査は、世界的に著名なファイナンス研究者であるジョン・グラハム（John Graham、デューク大学 フュークワ・スクール・オブ・ビジネス、米国・ノースカロライナ州）が中心となり、これまで、連続 93 四半期（毎年 3 月・6 月・9 月・12 月）にわたって実施されている。CFO に対する調査としては世界最長のサーベイ期間となっており、世界の CFO の自国経済に対する見通しや自社の業績に対する見通しを調査している。

日本においても、グラハム教授から協力の依頼を受けた東京工業大学と神戸大学に所属する研究者グループが、2012 年 12 月より日本のサーベイを開始した。グラハム教授のグローバル・サーベイに加え、日本企業において関心の高いテーマも交えて、日本独自の調査を行っている。

今回（2019 年第 2 四半期）の調査期間は、2019 年 5 月 21 日～6 月 6 日であり、世界中で総計 566 名の CFO から回答を得た（米国・カナダ 250 名、アジア 67 名（日本の CFO13 名を含む）、欧州 59 名、ラテンアメリカ 157 名、アフリカ 33 名）。

今回のサーベイで得られた主な調査結果は以下の通りである。

- 経済や自社業績見通しへの楽観度は全世界的に悪化している。昨年後半からその兆候はあったが、世界的な景気後退懸念はさらに広がっており、CFO は設備投資や雇用の拡大へ慎重になっている。
- 日本の楽観度は、本調査開始以降、最も低いレベルとなり、すでに景気が後退していると回答した日本の CFO は 3 割を超えた。
- これに関連して、本サーベイのディレクターである Duke 大学フュークワ・スクール・オブ・ビジネスのジョン・グラハム教授は、次のように述べている。  
「ここ 10 年間で初めて、世界のいずれの地域も世界経済を牽引するだけの力強さをもった経済状況にはないようだ。貿易戦争や経済の不確実性の広がり、CFO の経済見通しを悪化させている。」
- 日本を含め世界の CFO にとって経済の不確実性はトップ懸念事項であり、世界的な景気後退懸念にどのように対応していくかは重要な課題である。
- 前回に引き続き、優秀な人材の雇用や維持が企業の懸念事項として挙げられており、企業の喫緊の課題となっている。
- 全社的な事業計画策定の際にシナリオ分析を実施する日本企業は約 2 割にすぎず、他の地域と比較して低くなっている。

## 2. 楽観度に対する国際的調査結果

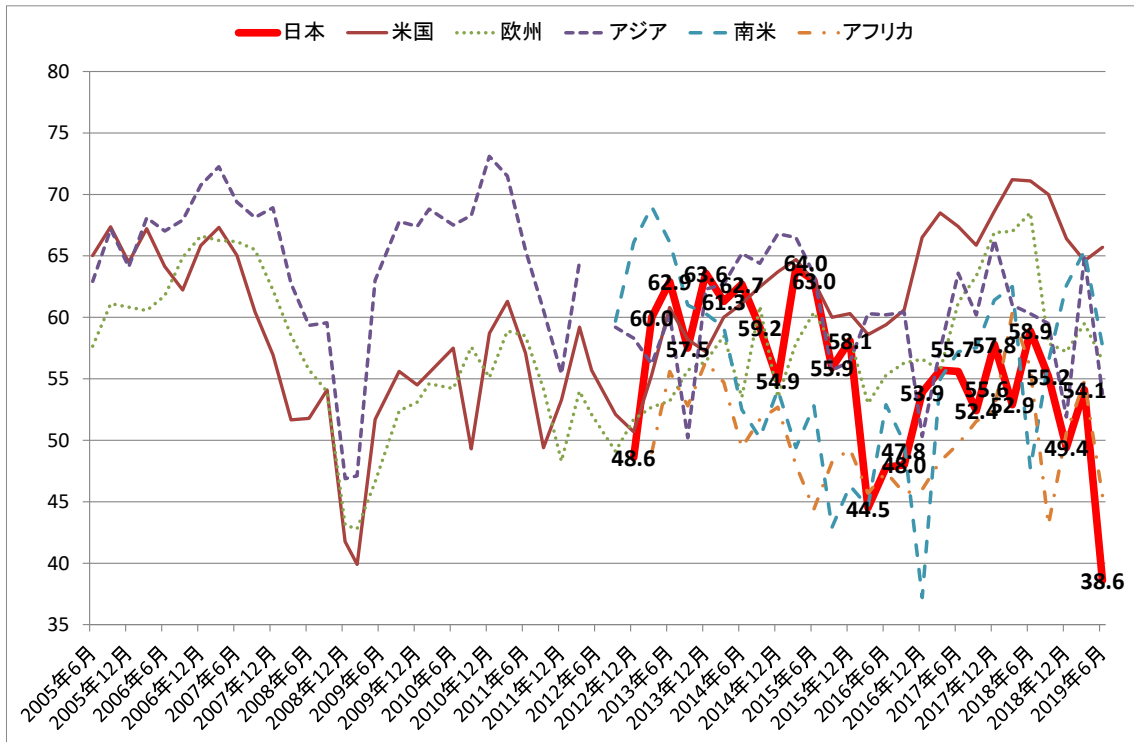
図表1は、2019年第2四半期における世界のCFOの楽観度指数を表している。図表2、図表3は、世界のCFOの自国経済と自社の業績見通しに対する楽観度指数の推移をそれぞれ表している。世界的に楽観度は大幅に悪化しており、特に日本を含めアジアの楽観度の落ち込みが激しい。日本は、2012年12月の本調査開始以降、自国経済に対する楽観度は今期の調査が最も低く40を下回る結果となった。自社の業績見通しに関する楽観度も全ての地域で大幅に低下していることから、世界的にCFOの間で景気後退懸念が広がっていることがうかがえる。

図表1 世界のCFOの楽観度指数

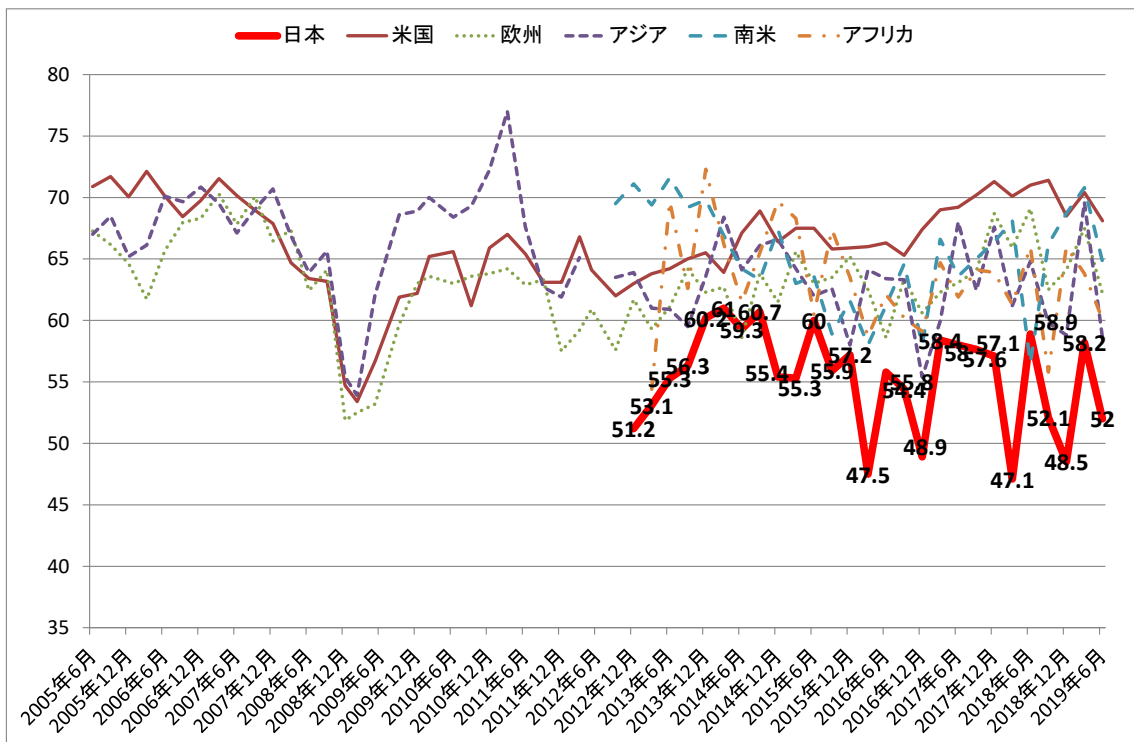
	自国経済		自社	
	楽観度	前期からの増減値	楽観度	前期からの増減値
日本	38.6	▲ 15.5	52.0	▲ 6.2
米国	65.7	△ 1.1	68.1	▲ 2.3
欧州	56.5	▲ 3.0	62.2	▲ 5.3
アジア	53.8	▲ 11.1	58.6	▲ 11.0
南米	57.7	▲ 7.7	64.8	▲ 6.0
アフリカ	45.5	▲ 9.3	60.1	▲ 3.7

楽観度指数：回答者の楽観度（0から100で評価。100が最も楽観的）の平均値

図表 2 世界の CFO の自国経済に対する楽観度指数



図表 3 世界の CFO の自社に対する楽観度指数

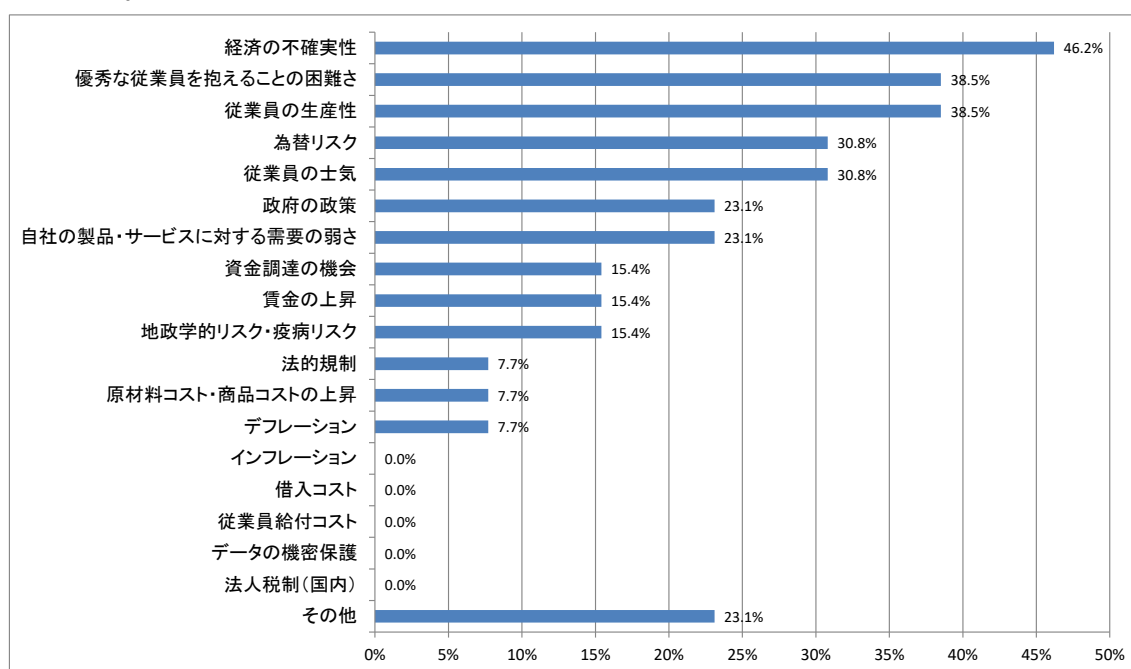


今回調査で、日本の楽観度は自国経済（39）および自社業績見通し（52）ともに全地域の中で最も低く、今後の投資計画や雇用計画を含め日本経済全体への影響が懸念される。米国の関税引上げに伴う貿易摩擦をはじめとする経済の不確実性が、世界的に CFO の見通しを悪化させていると考えられ、今後世界経済が調整局面に入る可能性は非常に高くなってきたといえる。

### 3. 日本の調査結果

図表 4 は、日本の CFO の懸念事項についての調査結果である。

図表 4 この四半期の間で、貴社の経営陣にとって最も緊急を要した懸念事項は、どの項目でしたか。



今期調査では日本の CFO の懸念事項として経済の不確実性がトップに挙がり、およそ半数の CFO が懸念事項と考えている結果となった。世界の他の地域の調査結果をみても、経済の不確実性がトップ懸念事項に挙げられており、今後の世界経済の行方は CFO の最大懸案事項であるといえる。また、日本国内では、今年 10 月に予定されている消費税引上げの影響も少なからず注視していく必要があるだろう。

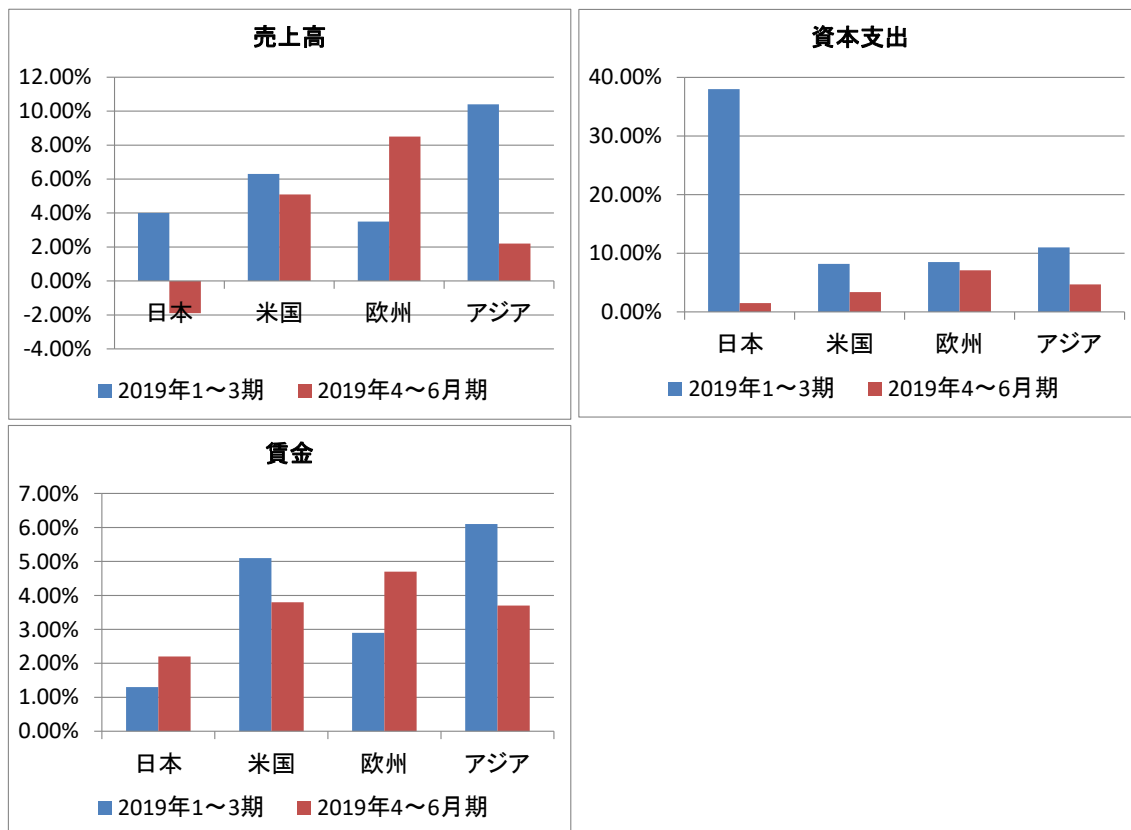
次いで懸念事項として優秀な従業員の確保、従業員の生産性が挙げられている。優秀な人材の雇用や維持は企業にとって継続的な課題であることがうかがえる。

図表 5 は、前四半期と比較して、各項目がどの程度変化すると CFO が予想しているかを集計した結果である。図表 6 は前回調査比である。日本は、世界の他の地域と比較してどの項目においても今後の成長見込みが非常に低い。特に、売上については、他の地域がプラスを見込む中、日本はマイナス予想となっている。資本支出や賃金に対する見通しについても、日本の CFO は最も低い予想となっている。世界的に景気後退懸念が広がっている中において、日本の CFO は特に慎重なスタンスをとっているようである。

図表 5 今年度は、前年度と比較して以下の項目がどの程度変化すると思いますか？

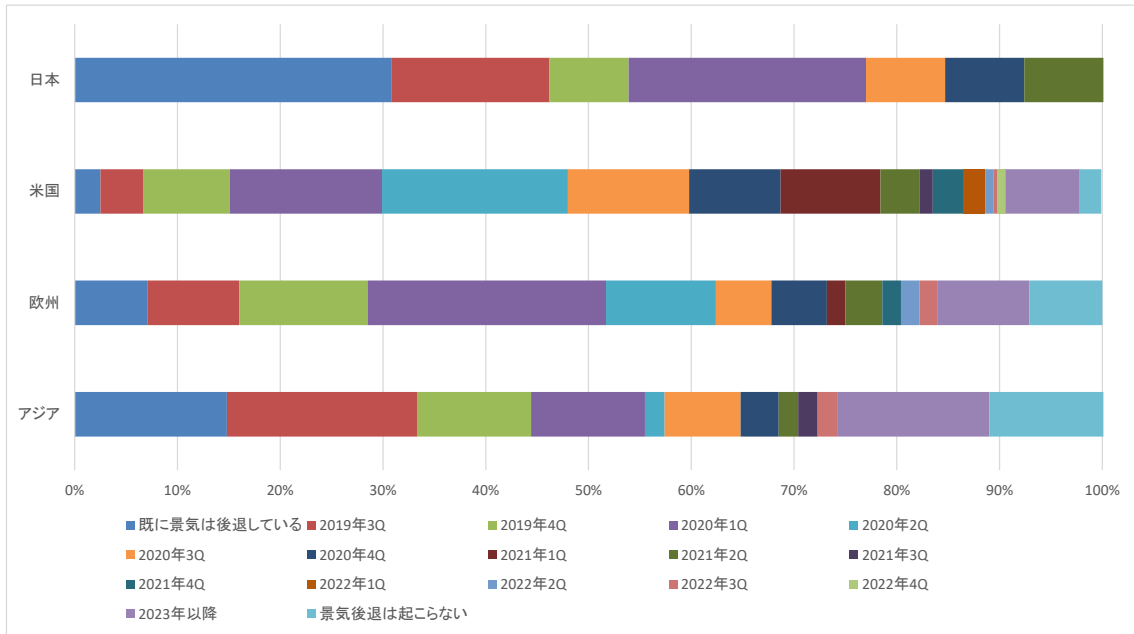
	日本	米国	欧州	アジア	南米	アフリカ
売上高	-1.9%	5.1%	8.5%	2.2%	7.8%	26.7%
利益	0.4%	4.1%	2.3%	3.0%	5.5%	11.7%
資本支出	1.5%	3.4%	7.1%	4.7%	10.4%	2.3%
技術投資	0.1%	4.8%	3.6%	4.5%	6.7%	3.7%
研究開発費	0.3%	2.1%	4.5%	4.5%	3.0%	0.4%
マーケティング・広告宣伝費	-0.1%	2.8%	4.0%	3.8%	5.5%	2.4%
正規社員数	1.1%	3.4%	-0.3%	2.3%	1.8%	-0.5%
賃金・給与	2.2%	3.8%	4.7%	3.7%	4.0%	9.1%
医療費	0.6%	6.2%	3.7%	1.8%	4.1%	7.4%
インフレーション（自社製品の価格）	0.0%	1.4%	4.8%	0.9%	3.2%	5.3%

図表 6 各項目別の前期との比較

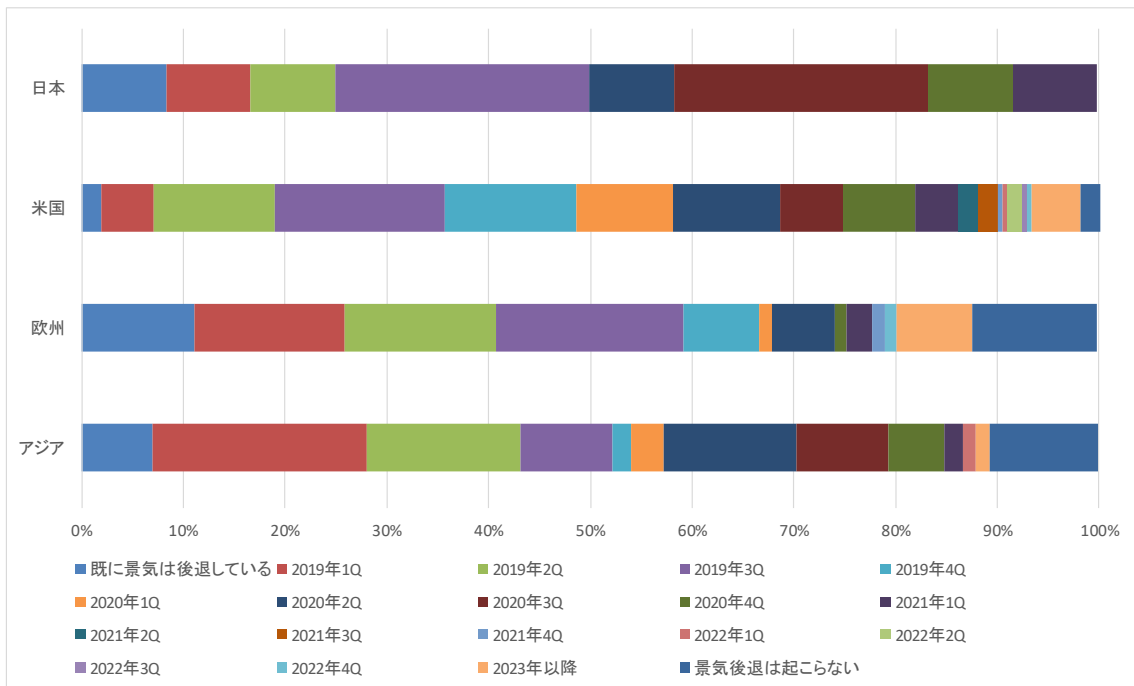


今回のグローバル調査は、(1) 景気後退が起こる時期について、(2) 事業計画策定の際のシナリオ分析について調査をしている。いずれも景気後退が懸念される状況の中で興味深いテーマである。

図表 7 自国経済について：あなたはいつ景気減速（景気後退）が起こると思いますか？



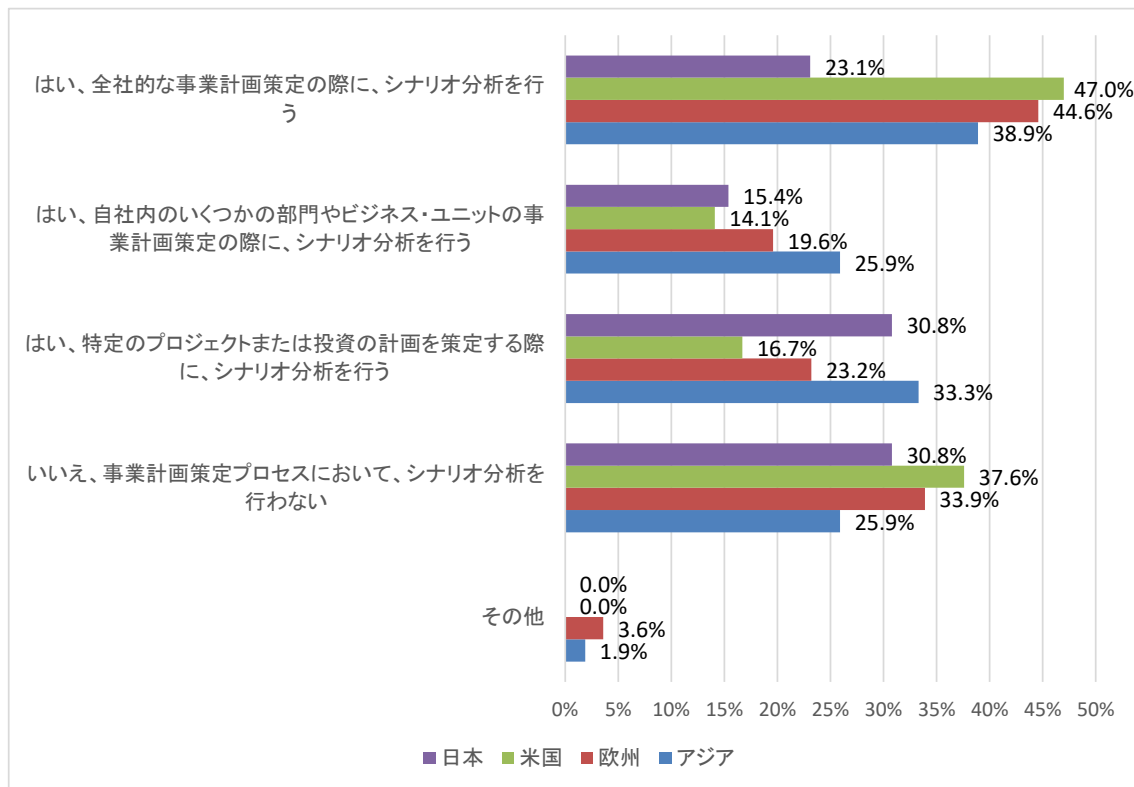
(参考) 2018年第4四半期での調査結果





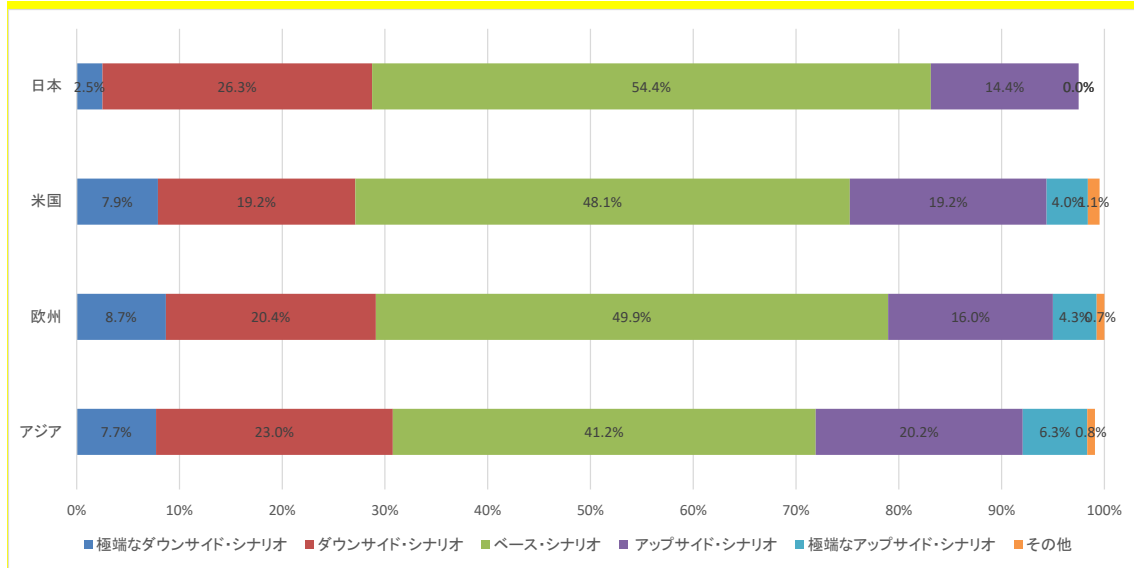
図表 7 は、景気後退が起きる時期に関する今回調査の結果である。参考として、2018 年 12 月に行った同様の質問の調査結果を載せている。顕著なのが、既に景気は後退していると回答した日本の CFO が今期は 3 割を超え、米国 (2.5%) や欧州 (7.1%)、他のアジア地域 (14.8%) と比較して非常に多いことである。2018 年 12 月の調査では、既に景気は後退していると回答した日本の CFO は 10% に満たなかったことを考えると、この半年間で日本の CFO のマインドは急激に悪化したことがうかがえる。

図表 8 貴社は、事業計画策定の一環として、シナリオ分析を行っていますか？

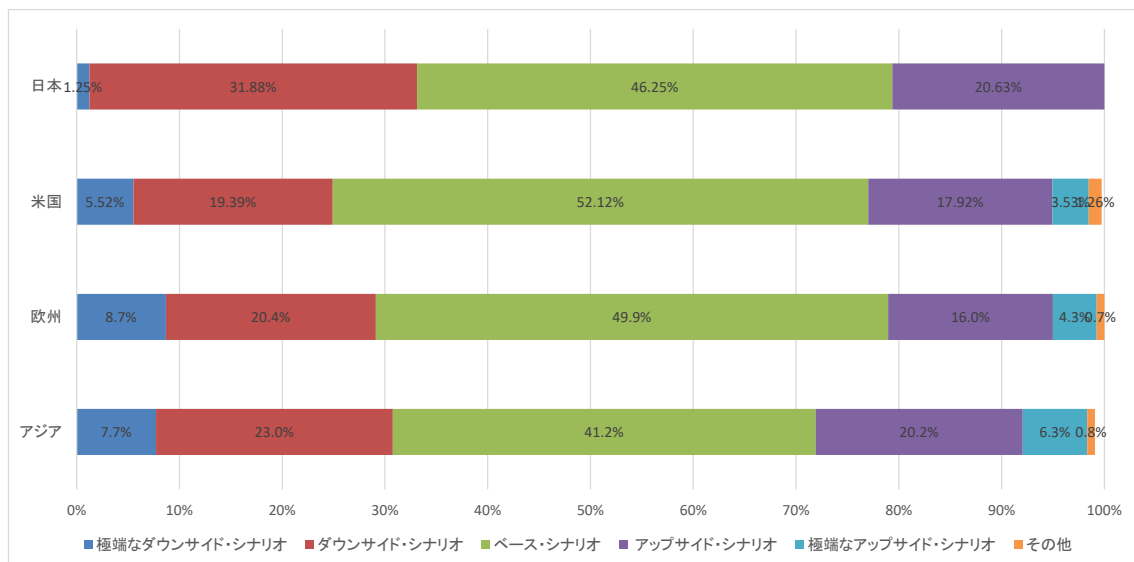


図表 8 は、事業計画策定時におけるシナリオ分析に関する調査結果を示している。特徴的なのは、日本企業は他の地域と比較して、全社的な事業計画策定の際のシナリオ分析を実施する割合が低く、約 2 割にとどまる点である。米国や欧州、アジアの他の地域においては、4 割から 5 割近くの企業が全社的な事業策定時にシナリオ分析を行っている。一方、特定のプロジェクトや投資の計画策定時においては、日本企業の約 3 割がシナリオ分析を行っており、これはアジアの他の地域と同水準で、米国や欧州の企業よりも多い。日本企業は、個々の投資やプロジェクトに関してはシナリオ分析を用いて検討を行う一方、全社的な観点から事業計画の慎重な検討を行うという土壌が、世界の他の地域と比較してあまりないのかも知れない。

図表 9 貴社が将来の事業計画を立てる際、次の起こりうるシナリオについて、どれくらいの時間と注意を払って計画を策定しますか？



図表 10 貴社は、次の各シナリオの実現可能性をどのように考えますか？つまり、貴社の事業計画期間中に、貴社の業績が実際に各シナリオのようになる可能性はどれくらいであると考えますか？



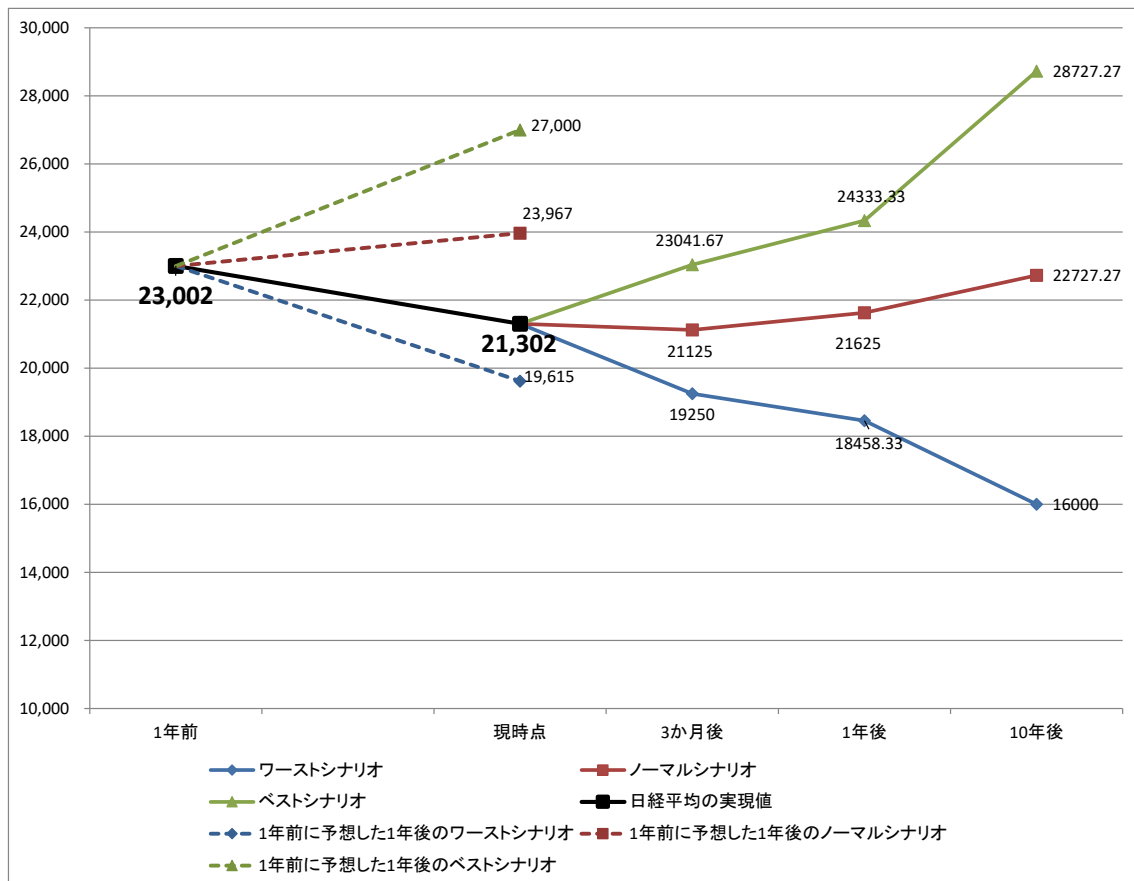
図表 9 は、シナリオ分析に費やす時間や注意の度合いに関する調査結果を示している。シナリオ分析において、いずれの地域の CFO もベース・シナリオの策定にかかる時間が最も多く、およそ 5 割の労力をかけて分析している。また、アップサイドのシナリオよりもダウンサイドのシナリオ分析に、より多くの時間と注意を向けている。ベース・シナリオを起

点にしつつ下振れの可能性を検討する慎重さがうかがえる。

図表 10 は、各シナリオの実現可能性に関する調査結果を示している。いずれの地域においてもベース・シナリオの実現可能性予想が最も高く、およそ 5 割にのぼる。また、日本の CFO は他の地域の CFO と比べてダウンサイドのシナリオの実現可能性を高く予想している。将来予想に関してより慎重な日本の CFO のマインドが読み取れる。

図表 11 は、毎回行っている日経平均株価予想に関する調査結果である。1 年前と比べて日経平均はやや弱含んでおり、日本の CFO のノーマルシナリオ予想もほぼ横ばいとなっている。今後も 2 万円台を堅調に推移するであろうと予想する一方、ワーストシナリオでは 3 か月後には 2 万円台を割り込むと予想されており、今秋予定されている消費税率引き上げや世界的な景気後退懸念の影響を株価がどのように織り込んでいくか、注視していく必要があるだろう。

図表 11 2019 年 5 月 20 日の日経平均株価は 21,301.73 円でした。10 年後、1 年後、3 か月後に日経平均株価はそれぞれ何円になっていると思いますか？



図表12は、今回のサーベイにご協力いただいたCFOの皆様のプロフィールです。ご協力いただいたCFOの皆様に、心から御礼申し上げます。

図表 12 サーベイ回答企業のプロフィール

a. 業種	製造業	非製造業	合計
	4 30.8%	9 69.2%	13 100.0%
b. 売上高	10億ドル以下	10億ドル以上	合計
	9 69.2%	4 30.8%	13 100.0%
c. 従業員数	1万人以下	1万人以上	合計
	8 72.7%	3 27.3%	11 100.0%
d. CFOの所在地	関東	関東以外	合計
	10 76.9%	3 23.1%	13 100.0%
e. 企業形態	公開企業	非公開・公営企業 ・政府機関	合計
	9 69.2%	4 30.8%	13 100.0%
f. 海外での売り上げ	海外での売上無し	海外での売上有り	合計
	4 30.8%	9 69.2%	13 100.0%
g. 海外での売上が最も高い地域	アジア	アジア以外	合計
	8 100.0%	0 0.0%	8 100.0%

## 4. 海外の調査結果

(以下のサマリーは、米国のレポートを整理し、要約したものです)

### 2020年までに予想される景気後退

米国の CFO のおよそ半数 (48.1%) が、2020 年第 2 四半期までに米国の景気は後退すると予想しており、CFO の 69% が 2020 年末までに景気後退が開始すると予想している。これは、前期調査において CFO の 67% が 2020 年第 3 四半期までに景気が後退すると予想していたことと整合する。

これに関連して、本サーベイのディレクターである Duke 大学フュークワ・スクール・オブ・ビジネスのジョン・グラハム教授は、次のように述べている。

「若干の変動はあるが、CFO が 2020 年の景気後退を予想するのはこれで 3 四半期連続となっている。今期の調査では、世界の他の地域においても景気後退予想が非常に強いことが顕著である。」

アフリカの CFO の 85% が、自国は 2020 年第 2 四半期までに景気後退するだろうと述べている。同様に、ヨーロッパの CFO の 63%、アジアの CFO の 57%、ラテンアメリカの CFO の 52% が 2020 年第 2 四半期までに景気が後退すると予想している。

これに関連して、ジョン・グラハム教授は、さらに次のように述べている。

「ここ 10 年間で初めて、世界のいずれの地域も世界経済を牽引するだけの力強さをもった経済状況にはないようだ。貿易戦争と経済の不透明性の広がり が CFO の経済見通しを悪化させている。」

### 依然として CFO の懸念事項である有能な人材の確保 移民制度改革への要望

有能な人材の確保は依然として CFO の最も大きな懸念事項となっており、CFO の 45% が有能な人材の確保をトップ懸念事項として挙げている。他の懸念事項として、政府の政策 (37%)、経済の不確実性 (29%)、データセキュリティ (26%)、賃金や手当の増加 (24%) が続いている。

これに関連して、本サーベイのディレクターであり、フュークワ・スクール・オブ・ビジ

ネスのキャンベル・R・ハーベイ教授は、次のように述べている。

「ビジネスサイクルの終盤において、CFO が逼迫した労働市場に直面し、優秀な人材の確保の困難性に直面するのはよく起こることである。」

「しかし、今回は異なった状況にある。アメリカ経済をテクノロジー中心に変容するためには、能力のある人材が明らかに不足している。CFO はこの人材を補充するために移民制度改革を強く主張している。」

CFO の 83%が、サイエンス、テクノロジー、エンジニアリング、数学（STEM）の分野の外国人大学院生がアメリカでの就労が可能になるようにグリーンカードを迅速に発給することに賛成している。同じく CFO の 82%が、STEM 分野の学部生に対する就労許可を迅速に行うことに賛成している。また、CFO の 2 分の 3 が季節移民労働者や未熟練移民労働者に対する就労ビザの上限を上げることに好感をもっている。

さらに、CFO の 80%が、抽選方式の移民政策を廃止して能力主義に基づく発給システムを採るべきであると述べている。

これに関連して、キャンベル・R・ハーベイ教授は、次のように述べている。

「テクノロジーに精通した有能な人材が不足していることを訴えなければ、イノベーションは後退し、経済成長はさらに鈍化し、テクノロジー分野において世界のリーダーとしてのアメリカのこれまでの地位が揺るがされることになる。」

CFO の半数以上が、移民制度改革が自社に与えるプラスの影響について追加的コメントを述べている。これに関連して、グラハム教授は、以下のように述べている。

「有能な労働者がテクノロジー分野の人材不足を補うために必要である状況において、これらの有能な労働者の長期間雇用を可能にするためには、彼らがビザ発給の抽選に当たらなければならないという状況に CFO は不満を感じている。ビジネス界は、立法府の議員たちに対して、移民制度改革の重要性に関する強いメッセージを送っているといえる。」

## 楽観度の低下

CFO サーベイの楽観度指標は、今後の雇用や GDP 成長率を予測する上で優れた先行指標となってきたが、今期調査においては複雑な兆候を表している。

米国経済全体に対する見通しに関しては、悲観的見方の CFO が楽観的見方の CFO をおよそ 2 倍上回った。一方、自社の業績見通しに関しては、楽観的見方の CFO が悲観的見方の CFO を上回る結果となった。

これに関連して、グラハム教授は以下のように述べている。

「米国経済全体に対する楽観度の低下は、貿易政策の不確実性が依然として続いていることや世界経済の成長鈍化を反映しているのだろう。今期の調査では楽観度は 65.7 で、2018 年 9 月期の 70 から低下している。」

他の要因として、不穏な逆イールドが見られること、つまり少なくとも四半期全体を通して短期金利が長期金利よりも高い状態が起きていることが考えられる。過去 7 回の景気後退の前に逆イールドがおきており、景気後退のシグナルとされている。

これに関連してハーベイ教授は、「これら全ての事象は、経済成長にとって好ましくない兆候といえる。」と述べている。

### 世界の経済状況と楽観度

欧州の CFO の楽観度は、前回より 1 ポイント下げ 57 であった。設備投資は 4.6% の伸びが予想されるが、雇用の伸びは見込まれない。

欧州の CFO のトップ懸念事項として経済の不確実性が挙げられ、次いで、有能な人材の確保、法規制、従業員の生産性が挙げられている。

アジアの CFO の楽観度は、今期は低いレベルで 54 であった。経済の不確実性が引き続きトップ懸念事項として挙げられ、その他、有能な人材の確保、為替リスク、政府の政策が挙げられている。設備投資は、約 4% の伸びが見込まれ、雇用は 2.3% の増加が予想されている。

ラテンアメリカ全体の楽観度は、前期の 63 から低下し 56 となった。これは主としてブラジル（前期の 69 から今期 56 へ低下）に起因しているが、チリの楽観度（58）やペルーの楽観度（48）も低く、エクアドルの楽観度も引き続き 34 と低いレベルであった。一方、コロンビアの楽観度は高く 66 であった。ラテンアメリカの CFO にとって、トップ懸念事項は引き続き経済の不確実性であり、他には政府の政策、需要の低迷、為替リスクが挙げら

れている。設備投資は5%の増加、雇用は2%の伸びが予想されている。

アフリカの CFO の楽観度は今期低下し 46 となった。今後 12 ヶ月にかけて雇用は横ばい、設備投資は若干の増加が予想されている。アフリカの CFO の最大の懸念事項は、経済の不確実性、需要の低迷、政府の政策、為替リスクである。

\*\*\*\*\*  
本調査報告の各数値の要約表、これまでの調査結果を含む詳細情報につきましては、  
[www.cfosurvey.org](http://www.cfosurvey.org) で入手可能となっております。

サーベイについて：

デューク大学/CFO マガジン・グローバル・ビジネス・アウトルック・サーベイは、四半期毎に実施しており、今回で連続 93 期目を迎えました。欧州における調査はオランダの TiasNimbas と英国の ACCA、南米における調査はブラジルの Fundacao Getulio Vargas(FGV)と、アフリカにおける調査は南アフリカの SAICA の協力を得て実施いたしました。

デューク大学/CFO マガジン・グローバル・ビジネス・アウトルック・サーベイは、広範囲にわたる企業（公開企業・非公開企業、大企業・中小企業、様々な産業分野における企業）を対象として調査を行っております。調査にご参加いただいた企業の特徴が広範囲にわたっていることは、オンラインの一覧表によりご覧いただけます。

Seguin Partners の構成団体である CFO Publishing LLC は、上級財務責任者の情報ニーズに焦点を当てた企業対企業（B to B）向けのメディアブランドであり、CFO マガジン、CFO コム、CFO リサーチサービス、CFO コンファレンスにより構成されています。CFO Publishing は、50 万以上もの財務責任者と長期にわたる関係を築いております。

デューク大学のフュークワ・スクール・オブ・ビジネスは、1970 年に設立されました。フュークワの使命は、全世界のビジネスリーダーたちを啓蒙し、研究を通じてビジネスマネジメントの進展を促進させることでもあります。詳細については、[www.fuqua.duke.edu](http://www.fuqua.duke.edu) をご覧下さい。

日本に関するサーベイ調査は、東京工業大学と神戸大学の研究者グループが実施しました。サーベイの送付に当たっては、日本 CFO 協会の協力を得て、主として両団体の参加企業の CFO、財務・経理幹部社員に送付されています。日本に関するサーベイの実施概要



## CFO・グローバル・ビジネス・アウトルック・サーベイ・ジャパン

および結果レポート等は、以下のホームページ（CFO サーベイの日本のホームページ）をご覧ください。

<http://www.me.titech.ac.jp/~inouelab/cfo/index.htm>

本件に関するお問い合わせは、以下にお願い致します。

CFO サーベイ日本チーム

[cfosurveyjp@gmail.com](mailto:cfosurveyjp@gmail.com)