

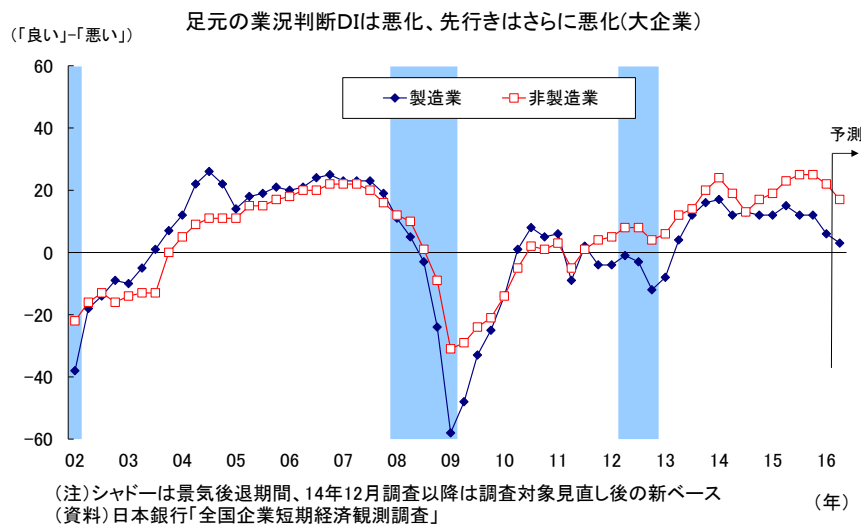
Weekly エコノミスト・ レター

日銀短観(3月調査)

～大企業製造業の景況感は悪化、先行きも悲観的

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 日銀短観 3月調査では、大企業製造業の業況判断 D.I. が 6 と前回 12 月調査比で 6 ポイント低下し、2 四半期ぶりの景況感悪化が示された。D.I. の水準は 13 年 6 月調査以来の低水準となる。また、大企業非製造業の業況判断 D.I. も 6 四半期ぶりに低下した。大企業製造業では、新興国経済の減速や急激な円高進行を受けて事業環境が悪化し、景況感の悪化が鮮明になった。非製造業も国内消費の低迷がマインドの下方圧力となったが、建設・不動産業などに対するマイナス金利（金利低下）の恩恵が下支えになったとみられ、製造業よりも小幅の低下幅に留まった。中小企業も大企業同様、製造業の景況感悪化が非製造業よりも顕著になっている。
2. 先行きの景況感については、企業規模や製造業・非製造業を問わず、幅広く悪化した。中国経済の減速や米利上げの影響など、海外経済の先行き不透明感は強い。円高への警戒もあり、製造業の悲観に繋がったと考えられる。また、非製造業では、中国経済の減速や円高によって訪日客需要が今後鈍化するリスクや、勢いを欠く賃上げ情勢が先行きへの懸念を高め、景況感を下押ししたようだ。景況感の牽引役が見えない状況にある。
3. 15 年度設備投資計画（全規模全産業）は、前年度比 8.0% 増と、前回調査から小幅に上方修正された。例年、3 月調査では計画が固まってくることに伴って、中小企業で上方修正される傾向が強く、今回も大企業における下方修正の影響を穴埋めした。一方、今回から公表された 16 年度の設備投資計画（同）は、前年比▲4.8% となった。例年 3 月調査の段階では前年割れでスタートする傾向が極めて強いが、今回の結果は例年よりもややマイナス幅が大きめとなった。先行きの不透明感が強いことが一部企業の様子見スタンスに繋がったものとみられる。



1. 全体評価：企業マインドは幅広く悪化、先行きにも悲観現る

日銀短観 3 月調査では、注目度の高い大企業製造業の業況判断 D. I. が 6 と前回 12 月調査比で 6 ポイント低下し、2 四半期ぶりの景況感悪化が示された。D. I. の水準は 13 年 6 月調査以来の低水準となる。また、大企業非製造業の業況判断 D. I. も 22 と前回比 3 ポイント低下し、6 四半期ぶりにマインドが悪化した。

前回 12 月調査では、大企業製造業・非製造業ともに景況感は横ばいとなり、底堅い企業マインドが示される一方、先行きに対しては強い警戒感が現れていた。

最近にかけて日本経済は停滞感が強まっている。2 月中旬に発表された 10-12 月期の GDP (国内総生産) 統計では、日本経済が個人消費の減少などを要因として再びマイナス成長に陥ったことが明らかとなった。消費税率引き上げ後 7 四半期が経過したが、4 度目のマイナス成長ということになる。また、その後に発表された 1 月以降の経済指標も総じて冴えない。2 月の鉱工業生産 (季節調整値) は、大手自動車メーカーの一時操業停止の影響もあり、前月比 6.2% 減と 2 ヶ月ぶりに低下、1 月の上昇分 (3.7%) を上回る大幅な落ち込みを示した。家計調査における 2 月の実質消費支出 (同・二人以上の世帯・住居等を除く) も前月比 1.2% 増と 2 ヶ月連続の増加となったが、10-12 月の平均に届いていない。また、金融市場では、年明け以降、米中経済への先行き不安などから世界的な動揺が続き、急激な円高・株安が進行。直近も年初と比べて大幅な円高・株安水準にある。

大企業製造業では、中国をはじめとする新興国経済の減速や急激な円高進行を受けて事業環境が悪化しており、景況感の悪化が鮮明になった。非製造業も国内消費の低迷がマインドの下方圧力となったが、建設・不動産業などに対するマイナス金利 (金利低下) の恩恵が下支えとなったとみられ、製造業よりも小幅の低下幅に留まった。

中小企業の業況判断 D.I. は、製造業が ▲4、非製造業が 4 とそれぞれ前回比で 4 ポイント、1 ポイント低下した。大企業同様、中小企業でも製造業の景況感悪化が非製造業よりも顕著になっている。

先行きの景況感については、企業規模や製造業・非製造業を問わず、幅広く悪化した。中国経済の減速や米利上げの影響など、海外経済の先行き不透明感は強い。円高への警戒もあり、製造業の悲観に繋がったと考えられる。また、非製造業では、中国経済の減速や円高によって訪日客需要が今後鈍化するリスクや、勢いを欠く賃上げ情勢が先行きへの懸念を高め、景況感を下押ししたようだ。景況感の牽引役が見えない状況にある。

なお、事前の市場予想との対比では、注目度の高い大企業製造業については、足元 (QUICK 集計 8、当社予想も 8)、先行き (QUICK 集計 7、当社予想も 7) とともに市場予想を下回った。大企業非製造業も、足元 (QUICK 集計 23、当社予想も 23)、先行き (QUICK 集計 20、当社予想も 20) とともに予想を下回った。

一方、15 年度設備投資計画 (全規模全産業) は、前年度比で 8.0% 増と、前回調査時点の 7.8% 増から小幅に上方修正された。例年、3 月調査では計画が固まってくることに伴って、中小企業で上方修正される傾向が強く、今回も大企業における下方修正の影響を穴埋めした。

さすがに経営環境の悪化を受けて一部先送りの動きも出ていると考えられ、昨年3月調査での上方修正幅（0.8%ポイント）には及ばないものの、依然高水準の企業収益を背景に、下方修正は避けられた。とりわけ、労働集約的側面が強い非製造業では人手不足感が強く、省力化投資が一部下支え役になっているとみられる。

今回から新たに調査・公表された16年度の設備投資計画（全規模全産業）は、15年度計画比で▲4.8%となった。例年3月調査の段階ではまだ計画が固まっていないことから前年割れでスタートする傾向が極めて強いため、マイナス自体にあまり意味はない。そこで、近年の3月調査との比較が重要になるのだが、今回調査の結果は例年よりもややマイナス幅が大きめだ。先行きの不透明感が強いことが一部企業の様子見スタンスに繋がったものとみられる。

金融政策との関連では、今回の短観の内容は日銀が追加緩和に軸足を移す材料になりそうだ。今回の短観では、足元・先行きの景況感が明確に悪化し、今年度設備計画にも企業の慎重姿勢が垣間見える。さらに、企業の価格設定スタンス（すなわち値上げの動き）も日銀が「物価の基調」を判断する一要素に挙げられているが、今回短観における「販売価格判断D.I.」は、足元に弱い動きが見られ、販売価格引き上げが慎重化している可能性を示唆している。なお物価関連では、4日に発表される「企業の物価見通し」も引き続き注目される。企業の物価見通しは、14年3月調査から開始されたものだが、以降の企業のインフレ期待はずるずると低下してきている。今回発表される「企業の物価見通し」において、さらに下振れが認められれば、日銀の予想物価上昇率判断のさらなる下方修正に繋がる可能性がある。

追加緩和の時期については、本命はもうしばらく先（7月）になると予想している。日銀はマイナス金利政策を導入して間もないことから、しばらくは様子見スタンスを維持するとみられるためだ。特に今回のマイナス金利政策は市場や世論の反応が厳しいため、より慎重に効果と副作用を検証して説明する必要がある。ただし、今回の短観の内容は総じて弱く、4月に動く可能性もやや高まった。その場合はマイナス金利の拡大は避け、ETFの買入れ増額が主体になると見ている。

2. 業況判断 D. I. : 全規模全産業の景況感は悪化、先行きはさらに悪化

全規模全産業の業況判断 D. I. は7（前回は2ポイント低下）、先行きは1（現状比6ポイント低下）となった。規模別、製造・非製造業別の状況は以下のとおり。

（大企業）

大企業製造業の業況判断 D. I. は6で前回調査から6ポイント低下した。業種別では、全16業種中、悪化が10業種と改善の4業種を大きく上回った（横ばいが2業種）。市況悪化に苦しむ鉄鋼（22ポイント悪化）を筆頭に、生産用機械（10ポイント悪化）、電気機械（10ポイント悪化）、造船・重機等（8ポイント悪化）など円高・新興国経済減速の影響を受けやすい業種で悪化が目立つ。産業の裾野が広い自動車（6ポイント悪化）も、昨年の軽自動車税増税の悪影響を引きずっており、前回に続いて悪化した。

先行きについても、悪化が11業種と改善の5業種を大きく上回っており、全体では3ポイントの悪化を示している。木材・木製品（29ポイント悪化）、窯業・土石（12ポイント悪化）のほか、引き続き生産用機械（8ポイント悪化）、自動車（6ポイント悪化）などで悪化が目立つ。

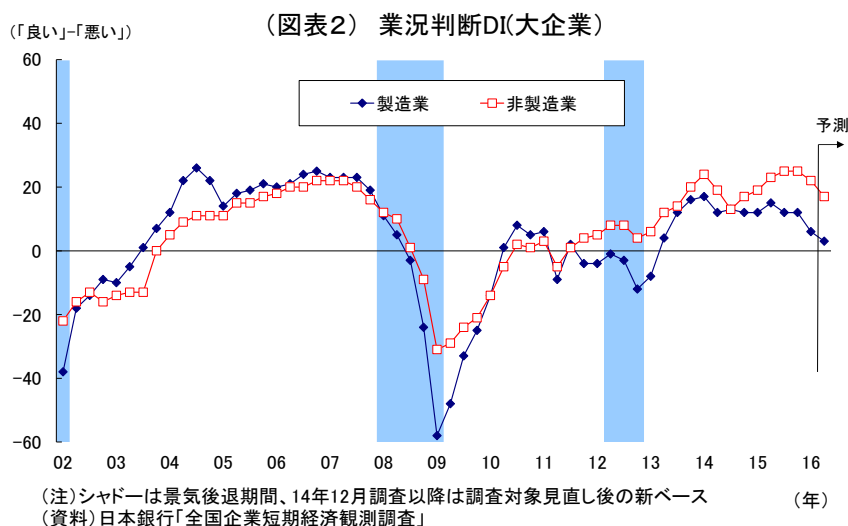
大企業非製造業のD.I.も22と前回調査から3ポイント低下した。業種別では、全12業種中、悪化が7業種と改善の5業種を上回った。対個人サービス(16ポイント悪化)を筆頭に、政府からの値下げ要請を受けた通信(11ポイント悪化)や、国内消費低迷の影響を受ける卸売(6ポイント悪化)・小売(4ポイント悪化)などで悪化がみられる。訪日客増加の追い風を受ける宿泊・飲食サービス(10ポイント改善)も今回は大幅な悪化を示しており、円高によってインバウンド消費の勢いに悪影響が出ている可能性を示唆している。

先行きについても、悪化が9業種と改善の5業種を上回り、全体では5ポイントの悪化となった。引き続き通信(22ポイント悪化)が劇的な悪化を示すほか、足元は改善した建設(13ポイント悪化)、不動産(11ポイント悪化)も悪化。小売(5ポイント悪化)や宿泊・飲食サービス(3ポイント悪化)も引き続き悪化が見込まれている。

(図表1) 業況判断DI

		2015年12月調査		2016年3月調査			
		最近	先行き	最近	先行き		変化幅
					変化幅	先行き	
大企業	製造業	12	7	6	-6	3	-3
	非製造業	25	18	22	-3	17	-5
	全産業	18	13	13	-5	11	-2
中堅企業	製造業	5	0	5	0	-2	-7
	非製造業	19	12	17	-2	9	-8
	全産業	14	8	12	-2	5	-7
中小企業	製造業	0	-4	-4	-4	-6	-2
	非製造業	5	0	4	-1	-3	-7
	全産業	3	-2	1	-2	-4	-5

(注)「最近」の変化幅は、前回調査の「最近」との対比。
「先行き」の変化幅は、今回調査の「最近」との対比。



(中小企業)

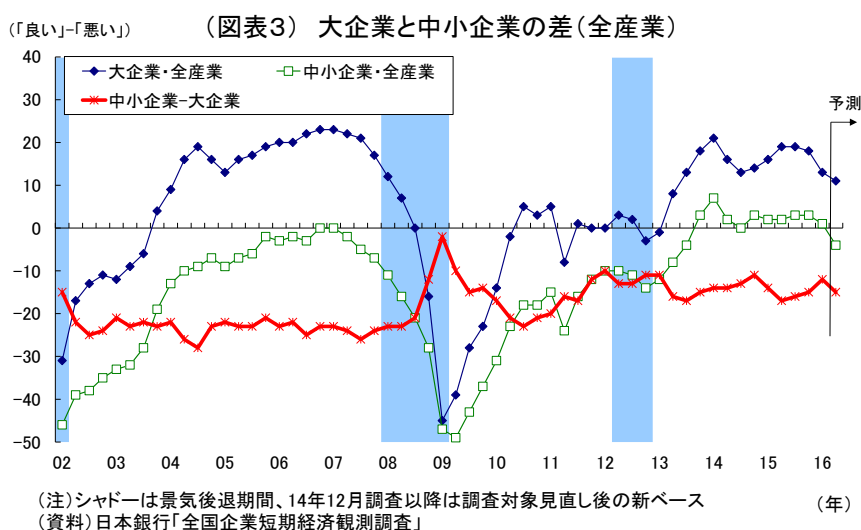
中小企業製造業の業況判断D.I.は▲4で前回から4ポイントの低下となった。業種別では全16業種中、悪化が13業種と、改善の3業種を大きく上回っている。業種別では、大企業同様、鉄鋼(15ポイント悪化)の悪化が最大となったほか、窯業・土石(13ポイント悪化)、石油・石炭(10ポイント悪化)など素材系の悪化が目立つ。一方、大企業では大幅な悪化を示した生産用機械(2ポイント改善)、電気機械(2ポイント悪化)は小動きに留まっている。大企業に比べて輸出比率が低く、

新興国経済の減速や円高の悪影響を直接受けにくかったためと考えられる。

先行きは、悪化が 11 業種と改善の 4 業種を大きく上回り（横ばいが 1 業種）、全体では 2 ポイントの悪化となった。大企業同様、木材・木製品（13 ポイント悪化）で悪化幅が大きいほか、生産用機械（9 ポイント悪化）なども大きく悪化する見込みとなっている。

中小企業非製造業の D.I. は 4 と前回比 1 ポイント低下した。全 12 業種中、悪化が 8 業種と改善の 4 業種を上回った。大企業同様、対個人サービス（8 ポイント悪化）や、宿泊・飲食サービス（4 ポイント悪化）、卸売（3 ポイント悪化）などで悪化が目立つ。一方、不動産（5 ポイント改善）が下支え役となっている点も大企業と同様である。

先行きは、小幅改善の小売を除いて全業種が悪化を示しており、全体では 7 ポイントの悪化となった。幅広く悪化が示され、ほぼ総崩れの様相だ。



3. 需給・価格判断：内外需給は悪化、マージンは原油安でやや改善

（需給判断：内外需給は悪化）

大企業製造業の国内製商品・サービス需給判断 D.I.（需要超過－供給超過）は前回比 3 ポイント低下、非製造業では 2 ポイント低下した。個人消費の低迷が響いたとみられる。製造業の海外での製商品需給も前回から 2 ポイント低下。新興国の景気減速が影響したとみられる。

先行きについては、国内需給は製造業で横ばい、非製造業で 1 ポイント上昇、製造業の海外需給は 2 ポイントの上昇が見込まれている。いずれも小動きに留まり、需給の大幅な改善は見込まれていない。

中小企業では、国内需給は製造業で 2 ポイント低下、非製造業では 1 ポイントの上昇となった。製造業の海外需給は 1 ポイント低下している。先行きについては、国内需給は製造業・非製造業ともに悪化する一方、海外需給は小幅に改善しているが、大企業同様、大幅な改善は見込まれていない（図表 4）。

（価格判断：販売価格が低下、マージンはやや改善）

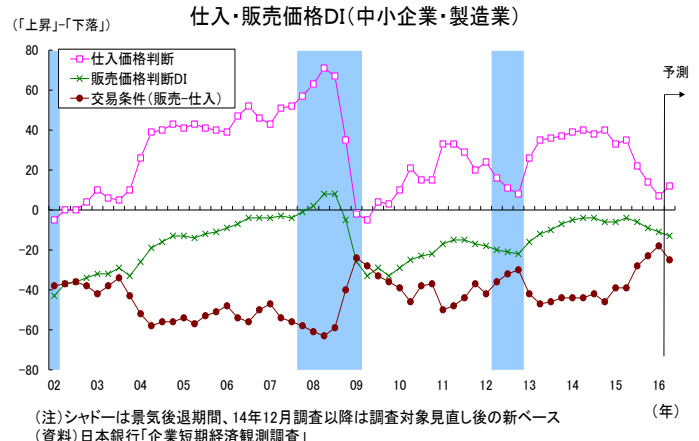
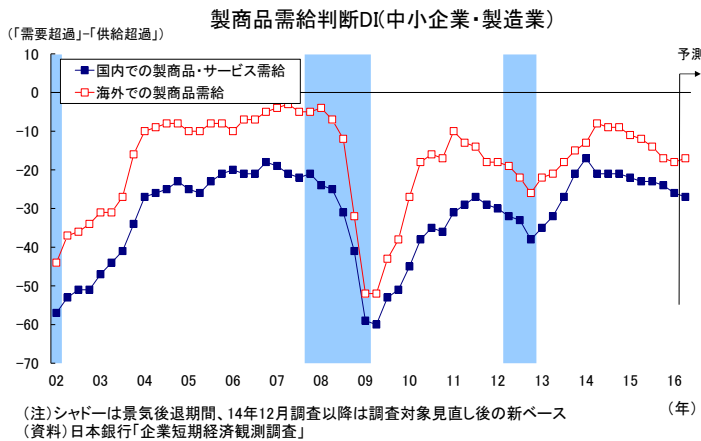
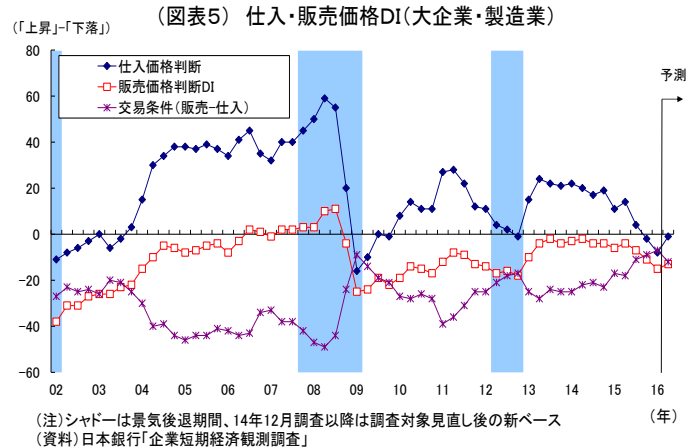
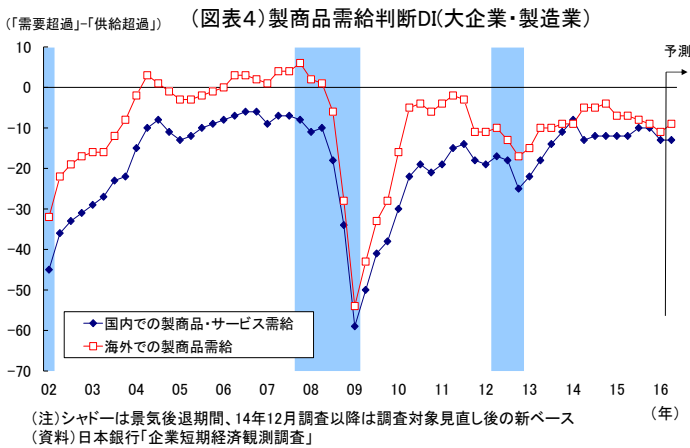
大企業製造業の販売価格判断 D.I.（上昇－下落）は前回から 4 ポイント低下、非製造業では 5 ポ

イント低下し、マイナス圏となった。過去の円安を価格に転嫁する動きが一巡したうえ、資源安や個人消費低迷を受けて価格引下げの動きも出ているようだ。一方、仕入価格判断 D.I. (上昇-下落) は製造業で6ポイント低下、非製造業でも5ポイント低下しており、原油などの資源価格の下落と円高によって仕入コストが低下した状況がうかがわれる。製造業では、販売価格 D. I. の低下幅を仕入価格 D. I. の低下幅が上回ったため、両者の差し引きであるマージン (利鞘) は前回から拡大している (非製造業のマージンは前回から横ばい)。

販売価格判断 D. I. の3ヵ月後の先行きについては、製造業では2ポイント、非製造業では1ポイントの上昇が見込まれているが、今回の低下分を取り戻してはいない。年明け以降の円高進行による輸入物価の下落、内需の低迷を背景に、企業は今後の価格引き上げについて慎重に見ているようだ。一方、仕入価格判断 D. I. は製造業で7ポイント上昇、非製造業で5ポイントの上昇が見込まれている。ともに販売価格 D. I. の上昇幅を仕入価格 D. I. の上昇幅が上回っているため、マージンは縮小に向かうことが見込まれている (図表5)。

中小企業の販売価格判断 D.I.は製造業、非製造業ともに前回から2ポイント低下となった。一方で、仕入価格判断 D.I.はともに7ポイントと大きく低下したため、差し引きであるマージンは、それぞれ拡大している。

先行きについては、販売価格 D.I.が製造業で2ポイント低下する一方、非製造業では1ポイント上昇しているが、仕入価格判断 D.I.は製造業で5ポイント、非製造業で8ポイントとそれぞれ大きく上昇しており、マージンの縮小が見込まれている。



4. 売上・収益計画：16年度の利益計画は減益

15年度収益計画（全規模全産業）は、売上高が前年度比1.0%減（前回は0.5%増）、経常利益が4.3%増（前回は5.4%増）となった。売上、利益ともに下方修正されており、減収に転じたものの、増益は確保している（図表6～8）。主に新興国経済の減速が響いたとみられ、製造業を中心に収益が下押しされた。

15年度想定為替レート（大規模製造業）は119.80円（上期120.93円、下期118.69円）と、前回時点の119.40円から若干、円安ドル高方向に修正されており、実績である120.06円に近い水準となった。年明け以降、急激な円高が進行したが、もともとやや保守的に設定されていたため、変化が出なかった。

また、今回から公表された16年度収益計画（全規模全産業）は、売上は前年比横ばい、経常利益は2.2%の減益計画となっている。減益でのスタートは14年度以来2年ぶりとなる。しかも、16年度想定為替レート（大規模製造業）が117.46円と、足下の実勢よりも5円程度円安に設定されている点には留意が必要。今後、想定どおりに円安が進まない場合には、収益計画に下方修正が入る可能性が高い。

（図表6） 売上高計画

（前年度比・%）

		2015年度 (計画)				2016年度 (計画)
		修正率		上期	下期	
大企業	製造業	-1.5	-1.3	0.1	-3.1	-0.6
	国内	-3.1	-1.3	-2.4	-3.8	-0.1
	輸出	2.1	-1.3	6.0	-1.5	-1.5
	非製造業	-1.6	0.0	-0.9	-2.3	-0.3
	全産業	-1.6	-0.5	-0.5	-2.6	-0.4
中堅企業	製造業	0.6	-0.9	1.4	-0.1	0.9
	非製造業	0.3	-0.4	1.0	-0.3	1.7
	全産業	0.4	-0.5	1.1	-0.2	1.5
中小企業	製造業	0.1	0.1	1.4	-1.0	0.5
	非製造業	-1.0	-0.5	0.3	-2.1	-0.4
	全産業	-0.7	-0.4	0.5	-1.9	-0.2
全規模	製造業	-0.9	-1.0	0.5	-2.3	-0.1
	非製造業	-1.0	-0.3	-0.1	-1.8	0.1
	全産業	-1.0	-0.5	0.1	-1.9	0.0

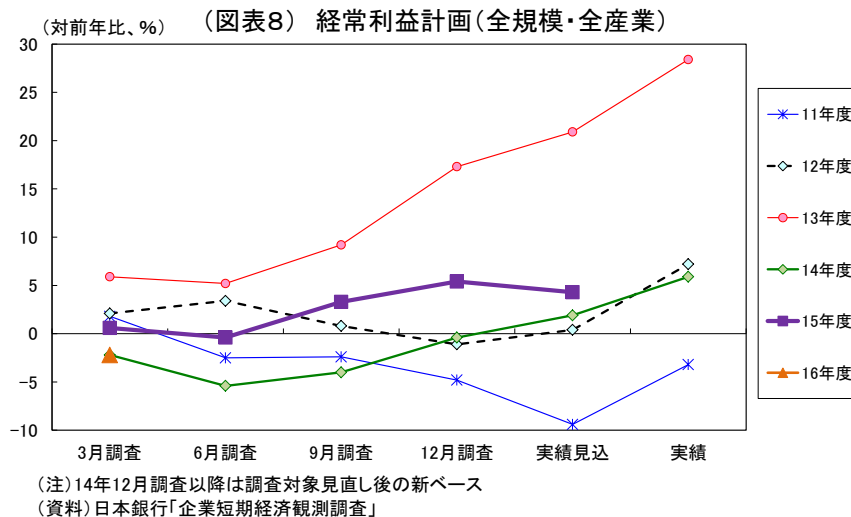
（注）修正率は前回調査との対比。

（図表7） 経常利益計画

（前年度比・%）

		2015年度 (計画)				2016年度 (計画)
		修正率		上期	下期	
大企業	製造業	-3.5	-6.6	15.0	-20.1	-1.9
	素材業種	3.0	-5.4	19.0	-12.8	-5.9
	加工業種	-5.8	-7.0	13.4	-22.4	-0.4
	非製造業	11.9	1.9	19.3	3.7	-2.1
	全産業	3.9	-2.4	17.2	-9.3	-2.0
中堅企業	製造業	7.7	-0.9	15.6	1.2	-0.8
	非製造業	5.0	1.8	13.4	-1.0	2.1
	全産業	5.9	0.9	14.1	-0.4	1.2
中小企業	製造業	0.2	-2.7	8.8	-7.1	2.4
	非製造業	6.0	4.4	17.6	-2.8	-7.9
	全産業	4.6	2.6	15.3	-3.8	-5.4
全規模	製造業	-1.9	-5.5	14.4	-16.3	-1.3
	非製造業	9.2	2.5	18.0	0.9	-2.8
	全産業	4.3	-1.0	16.4	-6.7	-2.2

（注）修正率は前回調査との対比。



5. 設備投資・雇用：16年度設備投資計画はやや弱め、人手不足感は逼迫続く

生産・営業用設備判断 D.I. (「過剰」－「不足」) は全規模全産業で▲1 と、前回 (▲1) から横ばいであった。雇用人員判断 D.I. (「過剰」－「不足」) は全規模・全産業で▲18 と前回から 1 ポイント上昇 (不足が緩和) している。内外需の低迷が人手不足感の小幅な緩和に働いたようだ。

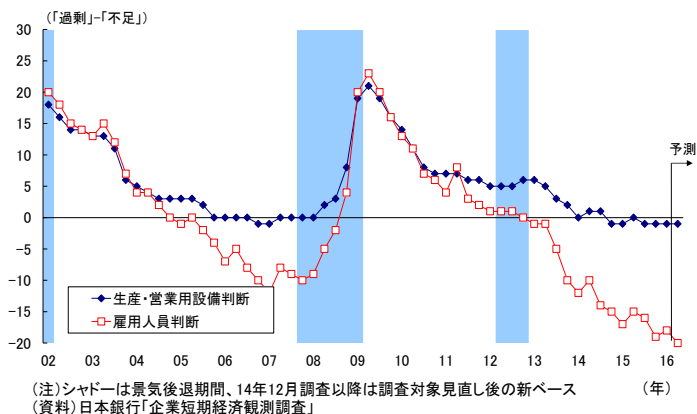
上記の結果、需給ギャップの代理変数とされる「短観加重平均 D.I.」(設備・雇用の各 D.I. を加重平均して算出) は前回から若干上昇している (▲12.3 ポイント→▲11.7 ポイント)。

ただし、水準としては人員の不足感は極めて強い状況が続いている。内訳を見ると、従来同様、製造業 (全規模で▲9) よりも、労働集約型産業が多い非製造業 (全規模で▲26) で、人手不足感がより強い。また、企業規模別で見ると、人材調達力の違いが反映されているとみられるが、中小企業が▲20 と大企業の▲11 をかなり下回る状況が続いている。この結果、中堅・中小企業非製造業では▲27 と全区分中最大のマイナス幅 (人手不足感) となっている。

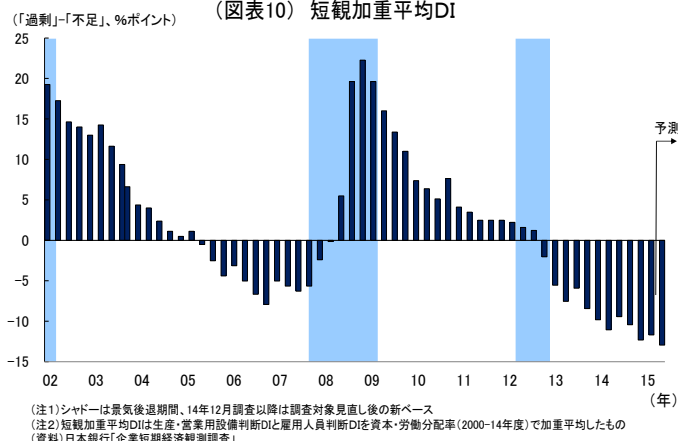
人手不足は製造業・非製造業や企業規模を問わず幅広く共有化されているが、特に中堅・中小企業非製造業においては深刻な経営課題になっている。

先行きの見通し (全規模全産業) は、設備判断 D. I. が現状比横ばいの▲1、雇用判断 D. I. は 2 ポイント低下の▲20 と、雇用においてさらに不足感が強まることが見込まれている。両者を反映した「短観加重平均 D. I.」もさらに低下に向かう見込み (▲11.7 ポイント→▲13.0 ポイント) である。雇用判断 D. I. の低下はとりわけ中小企業で目立っており、中小企業における人手不足に対する警戒感が現れている (図表 9, 10)。

(図表9) 生産・営業用設備判断と雇用人員判断DI(全規模・全産業)



(図表10) 短観加重平均DI



15年度設備投資計画(全規模全産業)は、前年度比で8.0%増と、前回調査時点の7.8%増から小幅に上方修正された。例年、3月調査では計画が固まってくることに伴って、中小企業で上方修正される傾向が強く、今回も大企業における下方修正の影響を穴埋めした。

さすがに経営環境の悪化を受けて一部先送りの動きも出ていていると考えられ、昨年3月調査での上方修正幅(0.8%ポイント)には及ばないものの、依然高水準の企業収益を背景に、下方修正は避けられた。とりわけ、労働集約的側面が強い非製造業では人手不足感が強く、省力化投資が一部下支え役になっているとみられる(図表11~12)。

今回から新たに調査・公表された16年度の設備投資計画(全規模全産業)は、15年度計画比で▲4.8%となった。例年3月調査の段階ではまだ計画が固まっていないことから前年割れでスタートする傾向が極めて強いため、マイナス自体にあまり意味はない。そこで、近年の3月調査との比較が重要になるのだが、今回調査の結果は例年よりもややマイナス幅が大きめだ。先行きの不透明感が強いことが一部企業の様子見スタンスに繋がったものとみられる。

なお、15年度計画(全規模全産業8.0%増)は事前の市場予想(QUICK集計7.1%増、当社予想は8.0%増)をやや上回る結果であった。一方、16年度計画(全規模全産業4.8%減)は事前の市場予想(QUICK集計4.6%減、当社予想は5.9%減)を若干下回る結果であった。

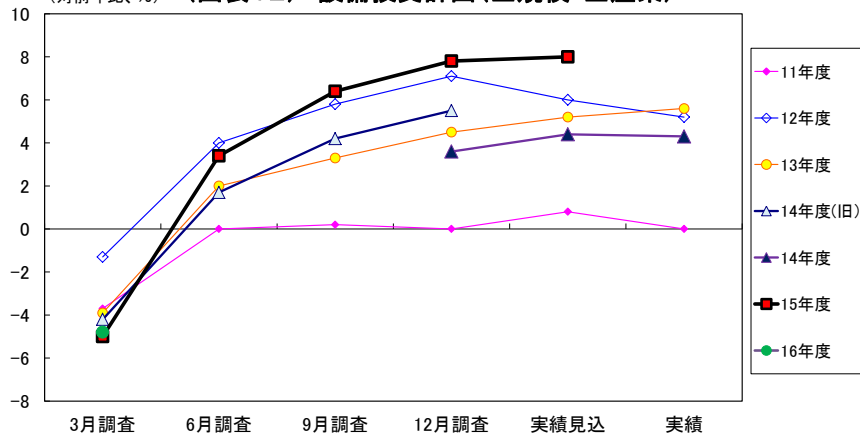
(図表11) 設備投資計画

(前年度比・%)

		2015年度 (計画)				2016年度 (計画)
		修正率	上期	下期		
大企業	製造業					13.3
	非製造業	8.1	-0.4	2.9	12.2	-2.9
	全産業	9.8	-0.9	5.2	13.4	-0.9
中小企業	製造業	4.8	3.3	-4.4	12.4	-22.0
	非製造業	3.5	4.5	12.6	-3.7	-18.0
	全産業	3.9	4.1	7.2	1.3	-19.3
全規模	製造業	10.8	-1.3	7.0	13.8	-0.9
	非製造業	6.7	1.0	5.0	7.9	-6.8
	全産業	8.0	0.2	5.7	9.8	-4.8

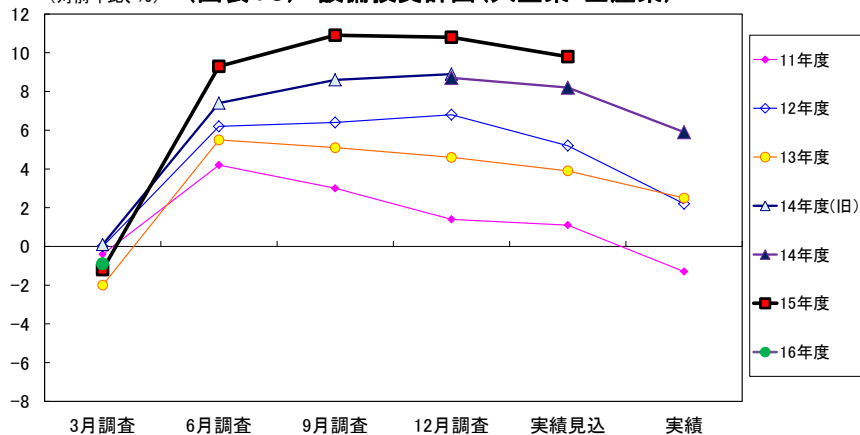
(注)含む土地投資額。修正率は前回調査との対比。リース会計対応ベース。

(対前年比、%) (図表12) 設備投資計画(全規模・全産業)



(注)リース会計対応ベース。14年度分は12月調査は新旧併記、実績見込みは新ベース、15年度分以降は新ベース
 (資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

(対前年比、%) (図表13) 設備投資計画(大企業・全産業)



(注)リース会計対応ベース。14年度分は12月調査は新旧併記、実績見込みは新ベース、15年度分以降は新ベース
 (資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。