

Weekly  
エコノミスト・  
レター

## 日銀短観(3月調査)予測

～大企業製造業の業況判断 D.I.は3ポイント改善  
の19を予想

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

- 3月調査日銀短観では、注目度の高い大企業製造業で5四半期連続となる景況感改善が示されると予想する。大企業非製造業も改善を予想。前回調査以降も堅調な足取りをたどっている。輸出数量こそ未だ冴えないものの、高水準の公共投資に加え、消費・住宅投資における消費税増税前の駆け込み需要の盛り上がりもあって内需は堅調を維持、鉱工業生産は回復基調を維持している。最近やや円高ドル安に振れているものの、前回調査時点の想定レートから見ればまだまだ円安水準にあり、景況感に冷や水を浴びせるほどの要素ではない。中小企業も製造業、非製造業ともに景況感の改善が予想されるが、非製造業では人手不足感が制約要因となり、改善幅が大企業をやや下回ると見ている。
- 一方、先行きの景況感悪化は避けられないだろう。増税後は国内景気に大きな逆風が吹く。前回増税直前の97年3月調査短観でも、先行きにかけて景況感に顕著な悪化が見られた。また、寒波を受けた米経済指標の弱含みや新興国不安、ウクライナ情勢の不透明感などから世界経済への懸念も拭えず、外需の先行きも楽観視はできない。
- 今回の最大の注目点は、先行きの景況感だ。企業マインドは実際の増税後の景気に影響を与えるためだ。企業の悲観がどこまで現れるかが注目される。また、今回短観では14年度の収益・設備投資計画も公表される。13年度は増収かつ二桁増益、設備投資も前年比プラスで着地しそうだが、来年度もこの流れが続く兆しが見えるかがポイントになる。さらに、今回は調査項目の変更に伴って、初めて企業の物価見通しが公表される。企業がデフレ脱却をどの程度織り込んでいるのか、ある程度のイメージは掴めるだろう。

(図表1) 日銀短観業況判断D.I.の予測表

業況判断		12月調査		3月調査(予測)	
		最近	先行き	最近	先行き
大企業	製造業	16	14	19	14
	非製造業	20	17	24	16
	全産業	18	16	21	15
中堅企業	製造業	6	3	9	3
	非製造業	11	10	14	6
	全産業	9	7	12	5
中小企業	製造業	1	-1	4	-2
	非製造業	4	1	6	-3
	全産業	3	0	5	-3

### 3月短観：大企業製造業の景況感は5四半期連続の改善だが、先行きは悪化へ

#### (駆け込み需要の盛り上がりを反映)

4月1日発表の3月調査日銀短観では、注目度の高い大企業製造業の業況判断D.I.が19と前回12月調査比で3ポイント上昇し、5四半期連続の景況感改善が示されると予想。また、大企業非製造業の業況判断D.I.は24(同4ポイント上昇)と製造業をやや上回る改善を予想。

前回12月調査では、堅調な内需と円安を受けて、大企業製造業の景況感が4四半期連続での改善を示し、D.I.の水準は6年ぶりとなる高水準を記録。非製造業の景況感も改善した。

その後の経済状況も堅調な足取りをたどっている。新興国経済の低迷などから輸出数量こそ未だ冴えないものの、高水準の公共投資に加え、消費・住宅投資における消費税増税前の駆け込み需要の盛り上がりもあって内需は堅調を維持、鉱工業生産は回復基調を維持している。為替は中国も含めた新興国不安やウクライナ情勢の緊迫化などから、最近やや円高ドル安に振れているものの、前回12月調査時点の想定レート(年度下期95.97円)から見ればまだまだ円安水準にあり、景況感に冷や水を浴びせるほどの要素ではない。従って、今回調査においても、大企業製造業、非製造業ともに景況感の改善が見られるだろう。特に駆け込み需要を全面に受ける小売業が牽引する形で、非製造業の改善幅が製造業を上回りそうだ。

中小企業については、製造業が前环比3ポイント改善の4、非製造業が2ポイント改善の6と予想する。製造業では生産回復や円安による採算改善の好影響が中小企業にも波及しているとみられ、大企業と遜色ない改善幅となる。一方、非製造業では人手不足感が強まっており、需要を取り込む上での制約要因となっていることから、改善幅は大企業をやや下回ると見ている。

一方、先行きの景況感は悪化が避けられないだろう。ここで言う「先行き」とは3ヵ月後であり、4月の消費税増税後となる。増税後は駆け込み需要の反動減と増税による消費の低迷が重なり、景気に大きな逆風が吹く。既に消費者心理には警戒感が出ており、一般世帯の消費者態度指数は2月にかけて3ヶ月連続で悪化している。過去の事例を見ても、前回増税直前の97年3月調査短観では、先行きにかけて景況感に顕著な悪化が見られた。また、寒波を受けた米経済指標の弱含みや中国をはじめとする新興国不安、ウクライナ情勢の不透明感などから世界経済への懸念も拭えず、外需の先行きも楽観視はできない。従って、幅広く景況感の悪化が予想されるが、製造業よりも増税の影響を受けやすい非製造業の悪化幅が大きめとなる。企業規模別では、大企業よりも増税分の価格転嫁がしにくい中小企業の悪化幅が大きめになると見る。業種別では、小売と自動車で顕著な落ち込みが出そうだ。

13年度設備投資計画(全規模全産業)については前年度比4.2%増(前回は同4.5%増)と前回からわずかに下方修正されると予想。例年3月調査では大企業で下方修正が入る一方で、中小企業では年度計画が固まってくることに伴って上方修正される傾向があり、強弱が交錯しやすい。一部小売業などでは増税に備えた競争力向上のために設備投資を積極化させたと見られるが、一方で、景気の先行き不透明感や人手不足による建設費の高騰に伴う投資先送りの動きもあり、全体としては前回比でやや弱含みそう。

また、今回から集計・公表される14年度設備投資計画は今年度比▲3.5%を予想。例年3月調査では計画が固まっていないことからマイナススタートになる傾向があるため、数字自体にはあまり意味が無く、過年度の初回調査との比較感で強弱を計ることになる。▲3.5%という水準は今年

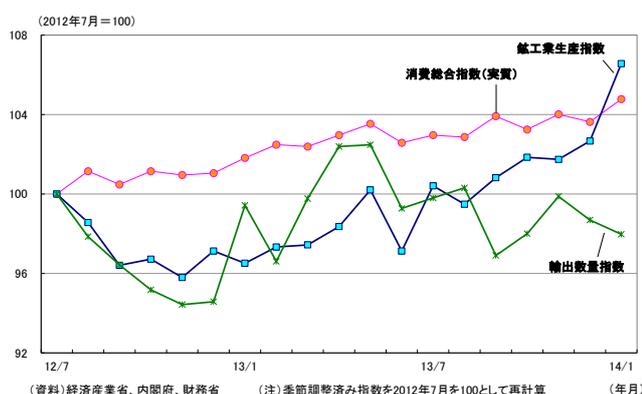
度の初回調査、いわゆる発射台であった▲3.9%を若干上回るレベル。今年度収益の改善や設備投資減税という追い風はあるが、消費税増税への懸念から慎重さが残る内容になると予想。

**(注目ポイント：先行きの景況感など見どころ満載)**

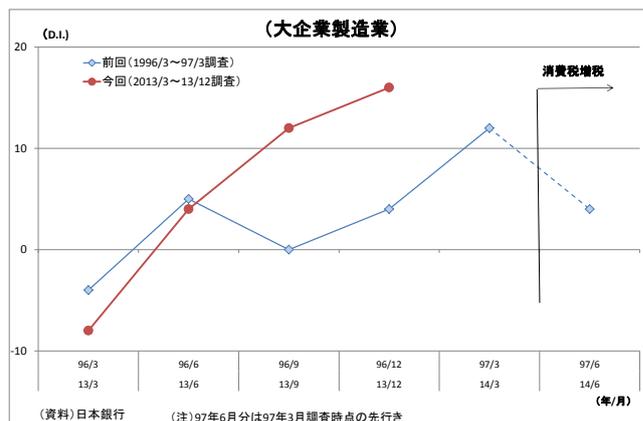
今回の最大の注目点は、4月の消費税増税後にあたる先行きの景況感となる。既述のとおり、先行きの悪化は避けられないと見ているが、企業の悲観がどこまで現れるかが注目される。企業マインドは実際の増税後の景気に影響を与えるためだ。また、今回短観では14年度の収益・設備投資計画も公表される。13年度は増収かつ二桁増益、設備投資も前年比プラスで着地しそうだが、来年度もこの流れが続く兆しが見えるかがポイントになる。

さらに、今回は調査項目の変更に伴って、初めて企業の物価見通し（1・3・5年後）が公表される（4月2日公表予定）。初の調査項目だけに統計のクセが判然とせず、前回調査との比較も出来ないという受け手としての難しさはあるが、企業がデフレ脱却をどの程度織り込んでいるのか、ある程度のイメージは掴めるだろう。

**(図表2) 生産・輸出・消費の推移**



**(図表3) 消費税増税前後の業況判断 D.I.**

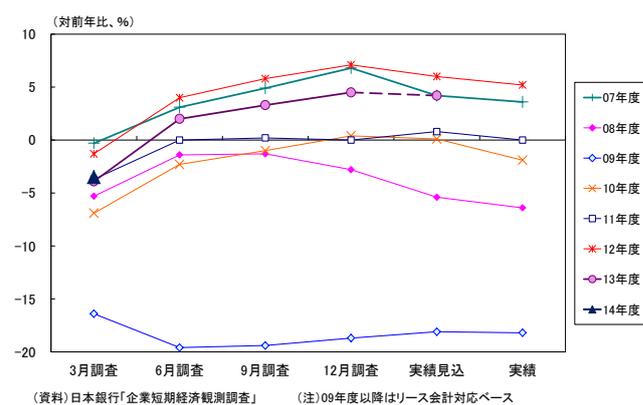


**(図表4) 設備投資予測表**

		設備投資額(含む土地投資額) (前年度比%)			2013年度計画の修正率
		12月調査	3月調査(予測)		
		2013年度	2013年度	2014年度	
大企業	製造業	4.9	0.9	4.0	-4.0
	非製造業	4.4	4.9	-3.1	0.5
	全産業	4.6	3.6	-0.8	-1.0
中小企業	製造業	11.7	10.8	-4.5	-0.9
	非製造業	6.0	10.7	-17.5	4.7
	全産業	7.9	10.7	-13.2	2.8
全規模	製造業	5.3	2.3	1.9	-3.0
	非製造業	4.1	5.2	-6.3	1.1
	全産業	4.5	4.2	-3.5	-0.3

(注)リース会計対応ベース

**(図表5) 設備投資計画 (全規模全産業)**



(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」 (注)09年度以降はリース会計対応ベース

**(日銀金融政策：懸念が高まる可能性も)**

今回の短観において、足元の堅調な景況感が示されることは、「わが国の景気は、緩やかな回復を続けており、このところ消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられている」という日銀の景気認識を裏付けることになる。

ただし、焦点はむしろ景況感の先行きだ。日銀の景気見通しは民間調査機関のコンセンサスよりもかなり強く、消費税増税の影響も限定的に見ていると考えられる。日銀も今回短観における先行きの景況感が悪化することはある程度想定していると思うが、悪化幅が想定よりも大きくなれば、内部で懸念が高まる可能性がある。今回から集計・公表される14年度設備投資計画が明らかに弱い数字になった際も同様だ。その場合、追加緩和への議論も活発化しそうだ。

---

(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もありません。