

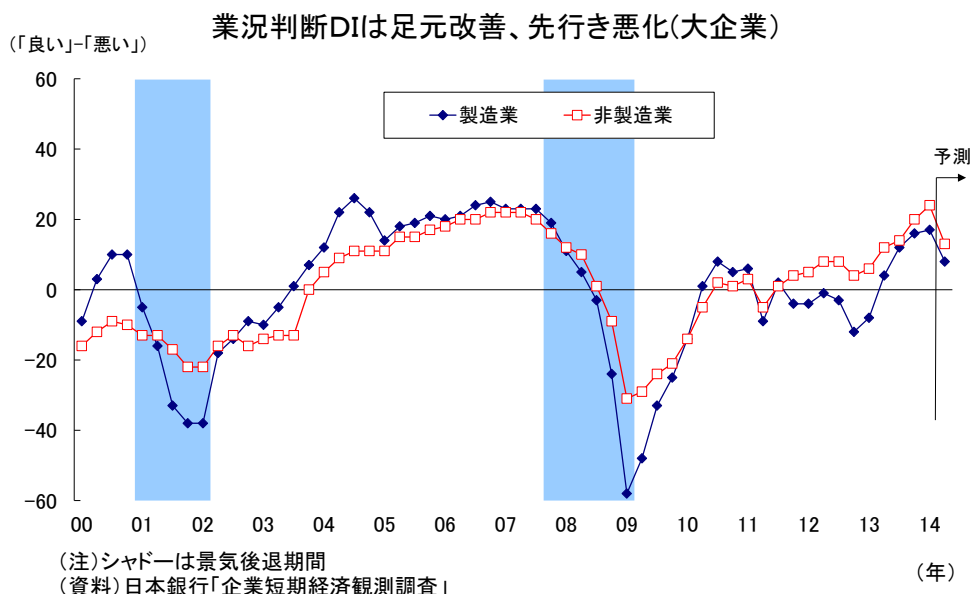
Weekly  
エコノミスト・  
レター

## 日銀短観(3月調査)

～大企業製造業の景況感は1改善の17、先行きは予想以上の悪化

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. 大企業製造業の業況判断D.I.は17と前回12月調査比で1ポイント上昇し、5四半期連続の景況感改善が示された。また、大企業非製造業の業況判断D.I.も24(同4ポイント上昇)と製造業を上回る改善が示された。前回調査以降、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しており、景況感の改善に繋がった。中小企業も製造業、非製造業ともに改善し、景況感の改善が幅広く波及している姿が示された。一方、先行きについては、企業規模や製造・非製造業を問わず、予想以上の景況感悪化が示された。消費税増税が国内景気の大きな逆風になるうえ、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ないことから、外需の先行きも楽観視しにくいことが影響したと考えられる。
2. また、今回から14年度事業計画も集計・公表されているが、こちらも慎重な内容となった。収益計画では、売上は13年度比でほぼ横ばい、経常利益は減益見通しとなっている。また、設備投資計画は13年度比▲4.2%と13年度の初回調査、いわゆる発射台であった▲3.9%を若干下回るレベルに留まっている。市場予想に対してもやや下回る結果である。13年度収益の改善や設備投資減税という追い風はあったものの、消費税増税への懸念が大きく、慎重さが残る結果になったと考えられる。



# 1. 全体評価と今後の金融政策：足元は好調だが、増税懸念で先行きは悪化

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17と前回12月調査比で1ポイント上昇し、5四半期連続の景況感改善が示された。また、大企業非製造業の業況判断D.I.も24（同4ポイント上昇）と製造業を上回る改善が示された。D.I.の水準は製造業が2007年12月調査以来、非製造業では1991年11月調査以来の高水準となる。

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、非製造業の景況感も改善した。そして、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。為替は14年入り後やや円高ドル安に振れたものの、企業はもともと実勢よりも円高水準の想定を置いていたため、景況感を損なうほどの材料にはならなかったようだ。これらの状況を受けて、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が改善し、特に駆け込み需要を受けやすい非製造業の改善が目立った。

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4ポイント改善の8とともに改善した。公共投資や駆け込み需要等の好影響が中小企業にも波及している。

一方、先行きについては、大企業製造業で8（現状比9ポイント悪化）をはじめ、企業規模や製造・非製造業を問わず、D.I.が大きく悪化した。

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。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しにくいことが影響したと考えられる。実際、製造業の需給見通しを見ても、国内需給がかなりの悪化を示す一方、海外は横ばい圏内で国内の穴を埋められない構図になっている。製造業、非製造業別では、企業規模を問わず、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相対的に大きくなっている。

市場の事前予想との比較では、足元は市場予想（大企業製造業で、(QUICK集計18、当社予想19)と大差ない水準であったが、先行きは予想（QUICK集計13、当社予想14）を大きく下回る結果であった。

13年度設備投資計画（全規模全産業）は12年度比5.2%増と前回（4.5%増）からやや上方修正され、プラス幅が拡大した。市場予想に対してもやや上回る結果に（QUICK集計4.3%、当社予想4.2%）。

また、今回から集計・公表された14年度設備投資計画は13年度比▲4.2%となった。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、この数字自体にあまり意味は無く、過年度の3月調査との対比が重要となる。今回の▲4.2%という水準は13年度の初回調査、いわゆる発射台であった▲3.9%を若干下回るレベルに留まっている。市場予想に対してもやや下回る結果である（QUICK集計▲2.1%、当社予想▲3.5%）。非製造業のマイナス幅が▲6.9%に達しており、全体を抑制した。

13年度収益の改善や設備投資減税という追い風はあったものの、消費税増税への懸念が大きく、慎重さが残る結果になったと考えられる。

13年度収益計画（全規模全産業）については、12年度対比で3.8%の増収（前回調査では3.4%の増収）、20.9%の経常増益（前回は17.3%の増益）となった。売上高・経常利益ともに上方修正されている。前回12月調査以降も内需が底堅く推移しているうえ、為替相場で大幅な円高になる事態が回避されていることで想定為替レートが円安方向に修正され、収益計画への織り込みが進んだ。

一方、今回から集計・公表された14年度収益計画は、売上は13年度比でほぼ横ばい、経常利益は減益見通しとなっている。上場企業については14年度も増益継続というシナリオが優勢だが、中小企業などより幅広い企業を対象とする短観では、一旦増益シナリオは途絶えた形になった。

今回の短観において、足元の堅調な景況感が示されたことは、「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材料になる。しかしながら、先行きの景況感の悪化が顕著に示されたことは、「(消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、)基調的には緩やかな回復を続けていくとみられる」という日銀の見通しへの逆風となりかねない。

もともと日銀の想定する成長率・物価の見通しはかなり強気なだけに、今後下振れる可能性は高いうえ、今回短観で企業の警戒感も明らかになった。しばらく見極め段階を経た後、追加緩和を実施することになると見る。

## 2. 業況判断 D. I. : 全規模全産業では4ポイント改善、先行きは11ポイント悪化

全規模全産業の業況判断 D. I. は12（前回は4ポイント改善）、先行きは1（現状比11ポイント悪化）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17と前回調査の16から1ポイントの改善となった。業種別では、全16業種中、改善が10業種と悪化の4業種を大きく上回った（横ばいが2業種）。特に鉄鋼（19ポイント改善）、生産用機械（13ポイント改善）が2桁の伸びを記録した。

一方、先行きについては悪化が13業種と改善の3業種を大きく上回った。とりわけ木材・木製品（69ポイント悪化）、自動車（38ポイント悪化）の落ち込みが激しく、駆け込み需要が大きく、高価格である住宅関係（建材・家具）、自動車などで消費増税による反動減が警戒されているとみられる。全体では9ポイントの悪化となっている。

大企業非製造業の D. I. は24と前回調査の20から4ポイント改善した。業種別では、全12業種中改善が7業種と悪化の4業種を上回った。駆け込み需要を受けやすい小売（13ポイント改善）、建設（10ポイント改善）で2桁の改善となった。

一方、先行きについては全業種で悪化になっており、全体では11ポイントの悪化となっている。やはり消費増税の悪影響を全面に受ける小売（29ポイント悪化）の悪化が突出しており、全体を押し下げている。

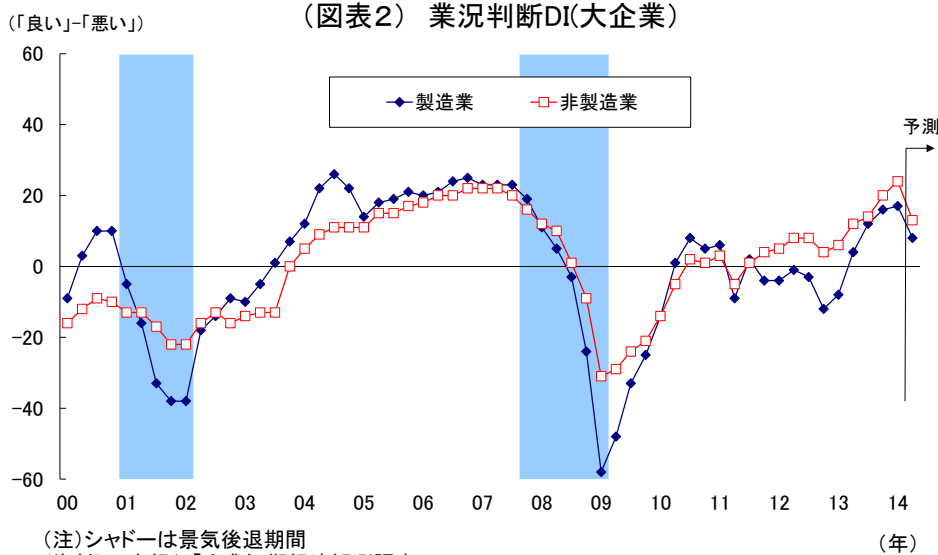
(図表1) 業況判断DI

(「良い」-「悪い」・%ポイント)

		2013年12月調査		2014年3月調査			
		最近	先行き	最近	先行き		変化幅
					変化幅	変化幅	
大企業	製造業	16	14	17	1	8	-9
	非製造業	20	17	24	4	13	-11
	全産業	18	16	21	3	11	-10
中堅企業	製造業	6	3	12	6	3	-9
	非製造業	11	10	17	6	5	-12
	全産業	9	7	14	5	4	-10
中小企業	製造業	1	-1	4	3	-6	-10
	非製造業	4	1	8	4	-4	-12
	全産業	3	0	7	4	-5	-12

(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。

(図表2) 業況判断DI(大企業)



(注)シャドーは景気後退期間  
(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

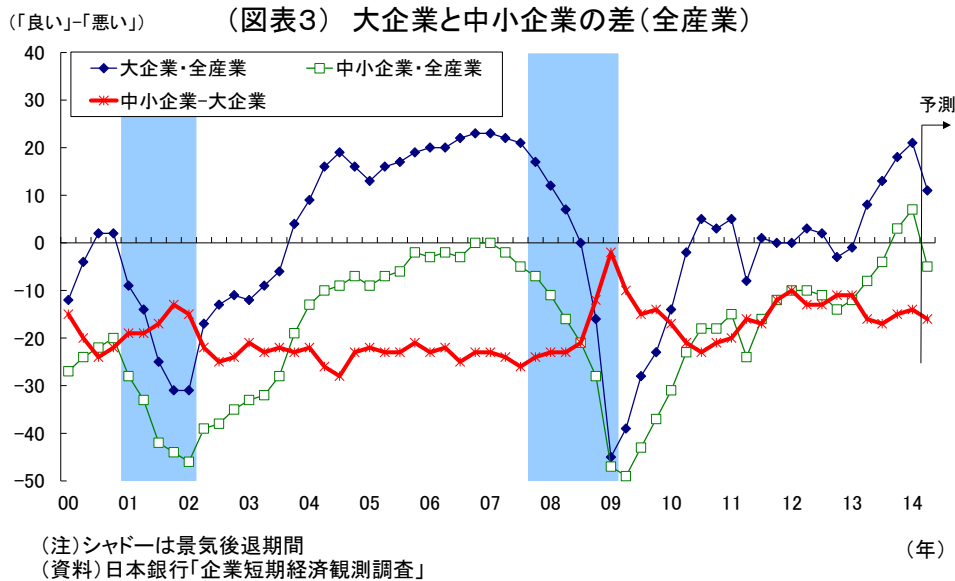
(中小企業)

中小企業製造業の業況判断 D.I.は 4 と前回比 3 ポイント改善。業種別では全 16 業種中の 10 業種で改善が示されており、悪化は 4 業種に留まった (横ばいは 2 業種)。

また、中小企業非製造業の D.I.も 8 と前回比 4 ポイント改善した。全 12 業種中、改善が 7 業種と過半を占めている。

足元の景況感改善は中小企業にも波及している。

一方、先行きについては、製造業が 10 ポイントの悪化、非製造業が 12 ポイントの悪化となった。大企業同様殆どの業種で悪化がみられ、大企業同様、木材・木製品 (51 ポイント悪化)、自動車 (25 ポイント悪化)、小売 (36 ポイント悪化) で著しい悪化が見られる。



### 3. 需給・価格判断：国内需給の先行きは悪化、海外は横ばい圏

(需給判断：足元の国内需給は改善)

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、前回は 3 ポイント改善、海外での製商品需給は横ばいとなった。国内の改善は 6 期連続となる。非製造業の D.I. も前回は 5 ポイント改善した。

一方、先行きについては、製造業、非製造業ともに国内需給のかなりの悪化がみこまれている。製造業の海外需給は改善見通しながらも小幅に留まり、国内の悪化を埋めるには力不足の構図だ。

中小企業についても、足元は国内の国内需給は製造業 (4 ポイント改善)、非製造業 (5 ポイント改善) とともに改善している。ただし、大企業同様、先行きの国内需給は大幅な悪化見通しとなっており (製造業の海外需給は横ばい)、景況感の悪化に繋がっていると考えられる (図表 4)。

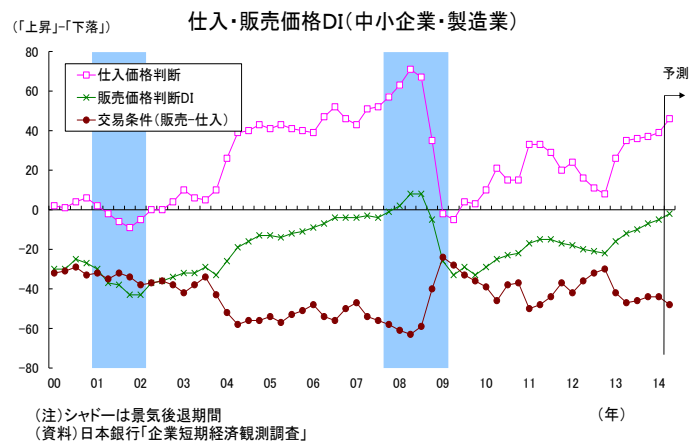
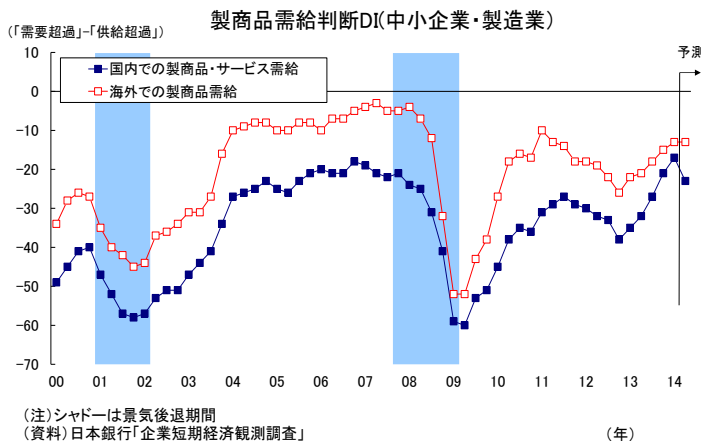
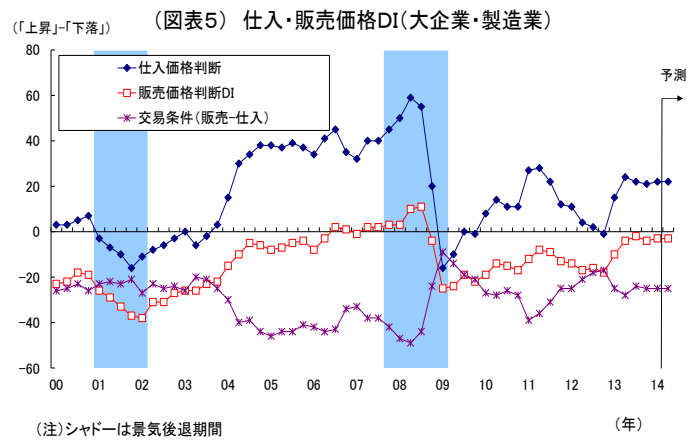
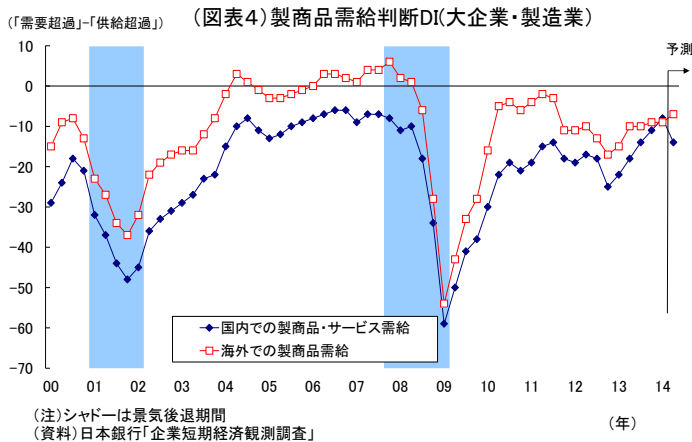
(価格判断：足元の価格転嫁は進んでいる)

大企業製造業の販売価格判断 D.I. (上昇-下落) は前回から 1 ポイント上昇、非製造業では 5 ポイント上昇した。また、仕入価格判断 D.I. (上昇-下落) も製造業で 1 ポイント、非製造業で 5 ポイント上昇している。非製造業を中心に円安等に伴う仕入価格上昇を販売価格に転嫁する動きがしっかりと現れている。この結果、差し引きであるマージン (利鞘) は前回から変わっていない。

販売価格判断 D.I. の 3 ヶ月後の先行きについては、製造業・非製造業ともに横ばいになっており、値上げの動きは一服する見通し。仕入価格判断 D.I. は製造業で横ばい、非製造業では 3 ポイント低下するため、非製造業のマージンはやや改善する見通し。販売価格に先高感が見られないのは、消費税増税による内需低迷が価格転嫁を阻害するという懸念を表している可能性がある (図表 5)。

中小企業の販売価格判断 D.I. は製造業が前回から 2 ポイント、非製造業が 4 ポイントの上昇となった。一方で、仕入れ価格判断 D.I. の上昇は製造業が 2 ポイント、非製造業が 2 ポイントとなったため、差し引きであるマージンは非製造業でやや改善した。

先行きについては製造業、非製造業ともに仕入価格判断 D.I.の上昇が販売価格判断 D.I.の上昇を上回り、マージンは悪化する見通し。中小企業は従来、先行きのマージン悪化を見込むことが多い。大企業のサプライチェーンに組み込まれていることが多く、価格交渉力が乏しいことが影響しているためとみられるが、中小企業では仕入れコスト上昇局面において、そのコストを十分に販売価格転化できない事態への警戒感が強い。



#### 4. 売上・収益計画：14年度収益計画は減益見通し

13年度収益計画（全規模全産業）については、12年度対比で3.8%の増収（前回調査では3.4%の増収）、20.9%の経常増益（前回は17.3%の増益）となった。売上高・経常利益ともに上方修正されている。前回12月調査以降も内需が底堅く推移しているうえ、為替相場で大幅な円高になる事態が回避されていることで想定為替レートが下記のとおり円安方向に修正され、収益計画への織り込みが進んだ。

一方、今回から集計・公表された14年度収益計画は、売上は13年度比でほぼ横ばい、経常利益は減益見通しとなっている。上場企業については14年度も増益継続というシナリオが優勢だが、中小企業などより幅広い企業を対象とする短観では、一旦増益シナリオは途絶えた形になった（図表6～8）。

事業計画の前提となる13年度想定レートは98.37円と前回調査の96.78円からさらに円安方向

に修正されている。為替の実際の動きを受けた修正とみられる。

今回からの公表となる14年度の想定レートは99.48円（上期99.38円、下期99.58円）と足元の実勢（103円程度）よりもやや円高水準、すなわち大方の企業収益に対して保守的に設定されている。市場の大勢の見方のおり今後円安が進行すれば、14年度収益は今後上方修正に向かう可能性が高い。

**（図表6） 売上高計画**

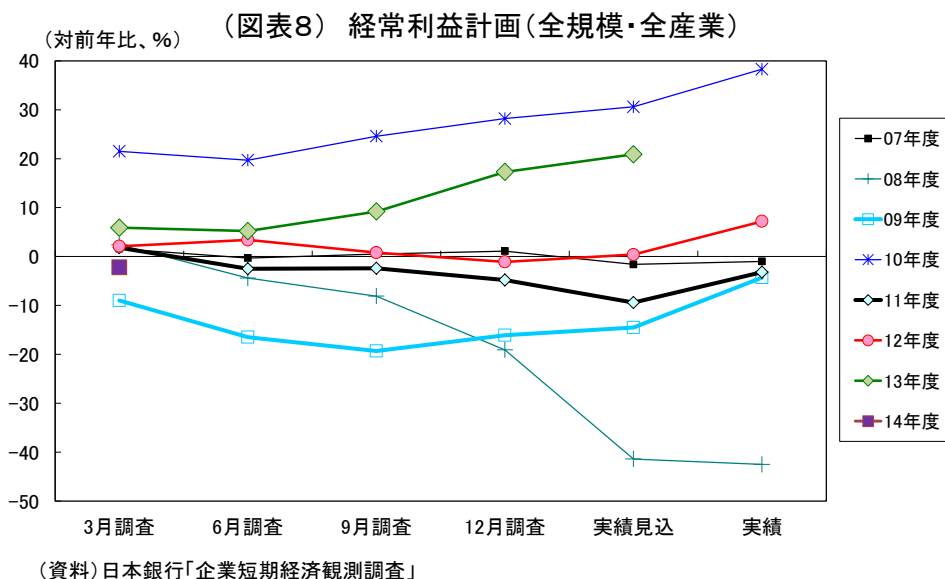
		2013年度 (計画)		2014年度 (計画)
			修正率	
大企業	製造業	5.4	-0.3	1.2
	国内	3.1	-0.7	1.1
	輸出	11.6	0.6	1.4
	非製造業	3.3	0.4	1.0
	全産業	4.1	0.1	1.1
中堅企業	製造業	3.1	0.1	0.7
	非製造業	2.4	-0.4	1.2
	全産業	2.6	-0.3	1.1
中小企業	製造業	3.9	0.7	0.9
	非製造業	4.1	1.7	-0.9
	全産業	4.0	1.5	-0.5
全規模	製造業	4.8	-0.1	1.1
	非製造業	3.3	0.6	0.5
	全産業	3.8	0.4	0.7

(注) 修正率は、前回調査との対比。

**（図表7） 経常利益計画**

		2013年度 (計画)		2014年度 (計画)
			修正率	
大企業	製造業	43.3	6.4	-1.5
	素材業種	29.2	8.6	-3.2
	加工業種	50.2	5.5	-0.8
	非製造業	16.1	1.1	-3.1
	全産業	27.9	3.6	-2.3
中堅企業	製造業	17.6	1.5	-7.0
	非製造業	1.4	0.0	-2.1
	全産業	6.5	0.5	-3.8
中小企業	製造業	10.0	-0.5	2.7
	非製造業	11.4	5.1	-11.1
	全産業	11.1	3.6	-0.1
全規模	製造業	35.2	5.0	-1.7
	非製造業	12.2	1.7	-2.5
	全産業	20.9	3.1	-2.2

(注) 修正率は、前回調査との対比。



## 5. 設備投資・雇用：14年度収益・設備投資計画は慎重な内容

生産・営業用設備判断 D.I. (「過剰」－「不足」) は全規模・全産業で 0 と前回から 2 ポイント低下、全体で見れば過剰感は解消した。また、雇用人員判断 D.I. (「過剰」－「不足」) は全規模・全産業▲12 と 2 ポイント低下、景気回復に伴って人手不足感がますます強まっている。

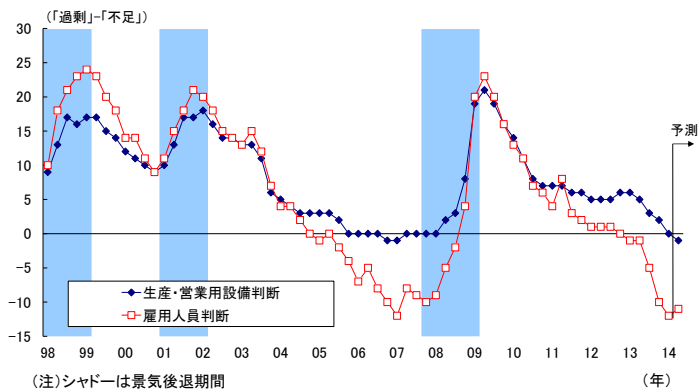
この結果、需給ギャップの代理変数とされる「短観加重平均 D.I.」(設備・雇用の各 D.I. を加重平均して算出) も前回から低下し、マイナスレベル (不足感超過) が拡大している。

ただし、製造業・非製造業別に見ると、製造業の足元の生産・営業用設備判断 D.I. は 5 と依然過剰感が残っている。製造業では生産量が回復基調にあるが、輸出数量の伸び悩みから生産水準にまだ余裕が存在するためと考えられる。一方、非製造業では生産・営業用設備判断 D.I. が▲4、雇用人員判断 D.I. に至っては▲19 にまで達するなど、設備と人員の不足感が強まっている。国内景気の回復に加えて、高水準の公共事業や駆け込み需要の影響が出ていると見られる。

一方、先行きの見通しは、設備が現状比 1 ポイント低下、雇用は 1 ポイント上昇とともに小動きとなっている。消費税増税によって目先の国内景気悪化が見込まれるため、これまで続いてきた過剰感解消、不足感拡大の流れはひとまず一服が見込まれている (図表 9, 10)。

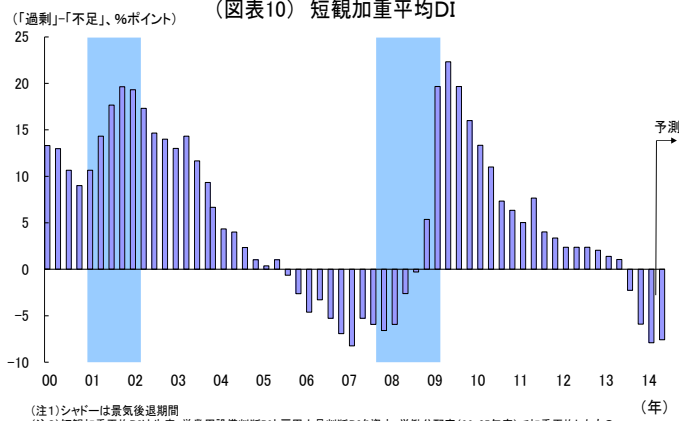


(図表9) 生産・営業用設備判断と雇用人員判断DI(全規模・全産業)



(注)シャドーは景気後退期間  
(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

(図表10) 短観加重平均DI



(注1)シャドーは景気後退期間  
(注2)短観加重平均DIは生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIを資本・労働分配率(96-05年度)で加重平均したもの  
(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

13年度設備投資計画(全規模全産業)は12年度比5.2%増と前回(4.5%増)からやや上方修正され、プラス幅が拡大した。市場予想に対してもやや上回る結果に(QUICK集計4.3%、当社予想4.2%)。

また、今回から集計・公表された14年度設備投資計画は13年度比▲4.2%となった。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、この数字自体にあまり意味は無く、過年度の3月調査との対比が重要となる。今回の▲4.2%という水準は13年度の初回調査、いわゆる発射台であった▲3.9%を若干下回るレベルに留まっている。市場予想に対してもやや下回る結果である(QUICK集計▲2.1%、当社予想▲3.5%)。非製造業のマイナス幅が▲6.9%に達しており、全体を抑制した。

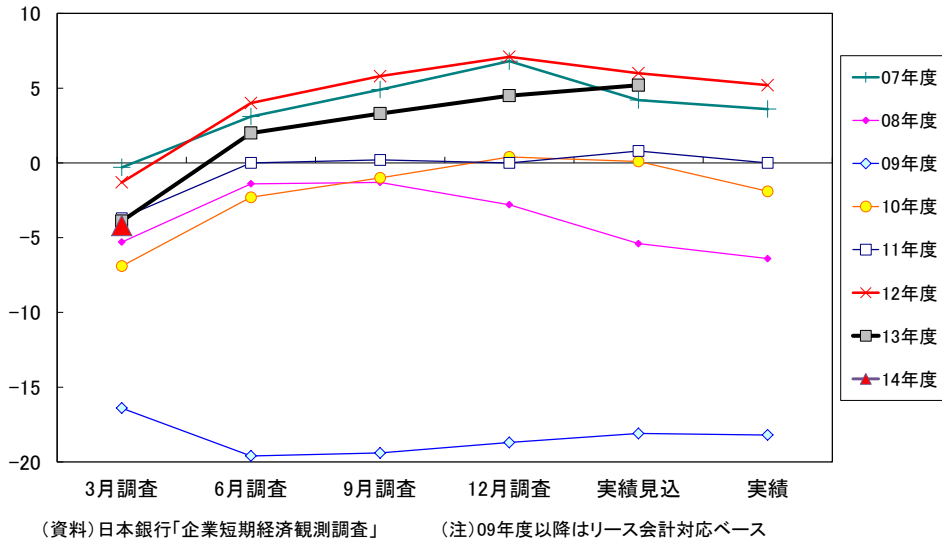
13年度収益の改善や設備投資減税という追い風はあったものの、消費税増税への懸念が大きく、慎重さが残る結果になったと考えられる。

(図表11) 設備投資計画(含む土地投資額)

		2013年度 (計画)		2014年度 (計画)
			修正率	
大企業	製造業	2.1	-2.6	3.6
	非製造業	4.8	0.4	-1.6
	全産業	3.9	-0.6	0.1
中小企業	製造業	13.3	1.4	-1.6
	非製造業	14.2	7.8	-28.9
	全産業	13.9	5.6	-24.7
全規模	製造業	3.1	-2.0	1.2
	非製造業	6.3	2.2	-6.9
	全産業	5.2	0.7	-4.2

(注)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)



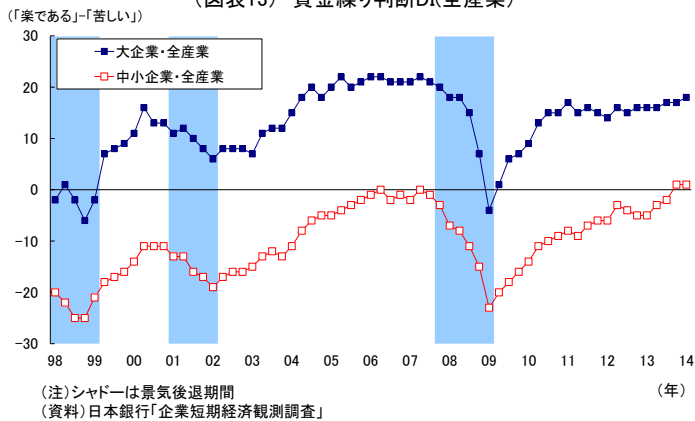
## 6. 企業金融：良好な金融環境が継続

企業の資金繰り判断 D.I. (「楽である」－「苦しい」) は大企業が 18、中小企業が 1 となった。大企業は前回比 1 ポイント改善、中小企業は横ばいとなっている。また、企業サイドから見た金融機関の貸出態度判断 D.I. (「緩い」－「厳しい」) については、大企業が 21、中小企業が 9 と、それぞれ 1 ポイント改善した (図表 13, 14)。

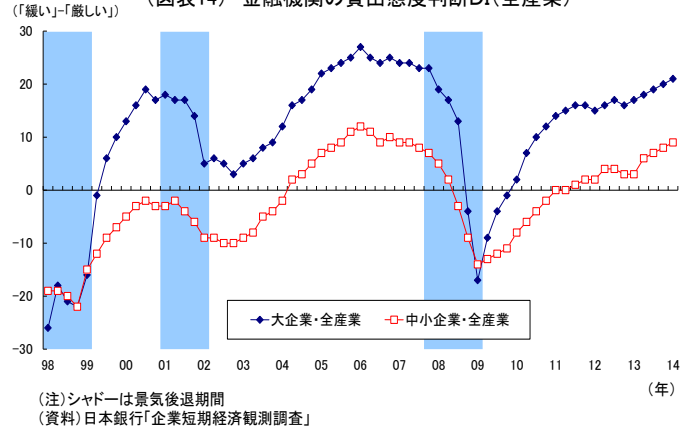
D. I. の水準は、両指標において大企業・中小企業問わず、かなりの高水準にあり、企業を取り巻く金融環境は良好 (緩和的) である。とりわけ中小企業の資金繰り判断は、前回調査でバブル期以来のプラス圏に浮上、今回も同水準を維持している。

政府が行政指導などを通じて金融機関によるサポートを促しているほか、日銀も貸出支援制度の拡充などで銀行から企業への資金供給を強力に後押ししている。これらの政策効果や企業業績の改善などから、金融機関の貸出態度が積極化し、良好な金融環境に繋がっていると考えられる。

(図表13) 資金繰り判断DI(全産業)



(図表14) 金融機関の貸出態度判断DI(全産業)



(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。