

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ポイント上昇
の15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月調査短観では、注目度の高い大企業製造業で景況感の改善が示されると予想する。大企業非製造業もわずかながら改善すると予想。中国や欧州経済の低迷といったマイナス材料こそ存在するものの、増税後の反動減の緩和に加えて、米国経済の回復、円安ドル高、原油安といった数々のプラス材料を受けて事業環境は改善しているとみられる。年明け後の経済指標では、消費の回復こそ依然緩慢ながら、中国の春節の影響による振れはあるものの、好調な米国経済や円安効果を受けた輸出の増加などから生産は回復している。従って、大企業製造業では景況感が改善するだろう。大企業非製造業では、円安がコスト増に現れやすいが、反動減の緩和と原油安が追い風となるほか、訪日客の消費拡大もあり、底堅いマインドが確認できそうだ。中小企業製造業では、輸出割合が低いことから、円安などのメリットが限定的となり、改善幅は多少抑制される。中小企業非製造業では、円安によるコスト増や人手不足の深刻化に対する負担感が強く、景況感の低迷が続くと予想。
- 先行きの景況感規模で方向感が分かれそうだ。大企業では上記プラス材料への期待から、さらなる改善が予想される。一方で、経営余力の問題から、円安のデメリットや人手不足などへの警戒が高まりやすい中小企業では景況感悪化が示されると見ている。
- 今回の最大の注目ポイントは設備投資計画だ。前回12月調査では高い水準が維持されたが、GDP統計上の設備投資は3期連続のマイナスと盛り上がりを欠いている。計画と実績との乖離が目立っているだけに、下方修正される懸念もある。14年度計画ならびに今回から発表される15年度計画において、積極的な投資スタンスが維持されているのかが注目される。特に15年度計画は、今後の日本経済の反発力を占ううえでも重要になる。

(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	12	9	15	17
	非製造業	17	16	18	19
	全産業	14	12	16	18
中堅企業	製造業	7	1	9	10
	非製造業	10	7	11	11
	全産業	9	5	10	11
中小企業	製造業	4	-3	6	4
	非製造業	1	-2	1	-1
	全産業	3	-2	3	1

(注) 調査対象企業見直し後の新ベース

3月短観予測：追い風多く、大企業製造業を中心にマインドは改善すると予想

（先行きの方向感に格差現る）

4月1日発表の日銀短観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15と前回12月調査比で3ポイント上昇し、景況感の改善が示されると予想する。大企業非製造業の業況判断D.I.も18（前回比+1ポイント）と前回比でわずかに改善すると予想¹。

前回12月調査短観では、長引く内需低迷や輸出の伸び悩み、それに伴う在庫の高止まりなどから、注目度の高い大企業製造業の景況感がわずかに悪化していた。

ただし、10-12月期の実質GDP成長率（二次速報値）は前期比年率1.5%と3四半期ぶりにプラス化し、消費税率引き上げ後に長らく悪化していた景気が緩やかながら回復に転じたことが確認された。企業を取り巻く環境は、中国経済の減速や欧州経済の低迷といったマイナス材料こそ存在するものの、増税後の反動減の緩和に加えて、米国経済の回復、円安ドル高、原油安といった数々のプラス材料を受けて改善に向かってとみられる。とりわけ、円安は輸出企業の追い風になる一方で、幅広い経済主体に対して輸入物価上昇というデメリットをもたらしてきたが、原油安が合わさることで、このデメリットが緩和される。年明け後の経済指標についても、消費の回復こそ依然緩慢ながら、消費者マインドは既に底入れしている。また、中国の春節の影響による振れはあるものの、好調な米国経済や円安効果を受けた輸出の増加などから生産は回復している。従って、大企業製造業では今回景況感の改善が示されるだろう。前回、先んじて景況感が底入れしていた大企業非製造業も、底堅いマインドが確認できそうだ。内需依存度の高い非製造業の場合、円安はコスト増加に現れやすいが、反動減の緩和と原油安は非製造業にも追い風となるほか、春節等における訪日客の消費拡大が低迷の続いていた小売業のマインド回復に寄与するためだ。

中小企業については、製造業が前回比2ポイント上昇の6、非製造業が横ばいの1と予想。中小企業製造業では、輸出割合が大企業よりも低いことから、円安や米国経済回復のメリットが限定的となり、改善幅は大企業に比べて多少抑制されると見られる。中小企業非製造業では、原油安等の追い風はあるものの、円安によるコスト増や人手不足の深刻化に対する負担感が強く、景況感の低迷が続くと予想。

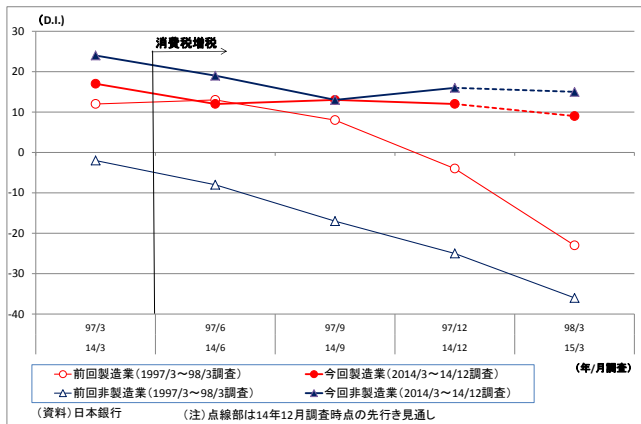
先行きの景況感企業規模によって方向感が分かれそうだ。大企業では上記の反動減緩和、米経済回復、円安ドル高、原油安の恩恵浸透などへの期待から、製造業・非製造業ともにさらなる改善が予想される。一方で、経営余力の問題から、円安のデメリットや人手不足などへの警戒が高まりやすい中小企業では先行きにかけて景況感悪化が示されると見ている。

14年度設備投資計画（全規模全産業）については、前年度比4.0%増（前回は同3.6%増）へとやや上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、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強く、全体としては、6月調査から12月調査までのように上方修正されやすいというクセはない。好調な企業収益や設備の老朽化、円安定着による国内立地の魅力向上を受けて、設備投資の実勢は底堅いと判断されることから、今回は前回比で多少上方修正されると見ている。

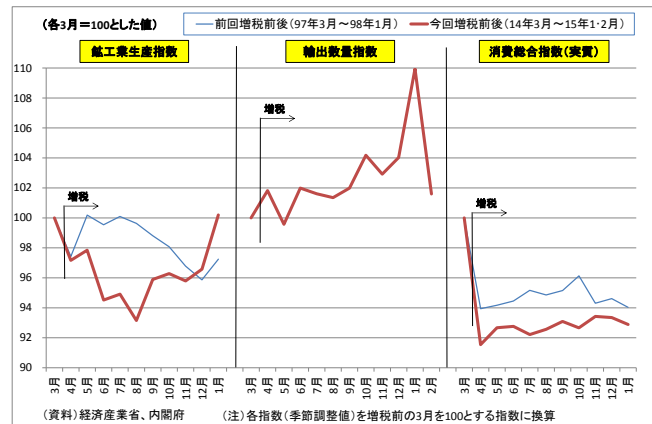
¹ 今回、5年ぶりとなる調査企業の見直しが行われることから、14年12月調査の値には旧ベースと新ベースの2種が存在する。当レポートの前回調査の値は新ベースで記載している。

また、今回から新たに公表される15年度設備投資計画は、14年度（見込み）対比で▲3.2%と予想。3月調査時点では、計画がまだ固まっていないことから保守的な計画が示される傾向が極めて強いため、前年比マイナスを悲観視する必要はない。この際、例年3月調査との比較が重要となるが、上記のプラス材料を受けて、例年よりもやや高い水準が示されると予想している。

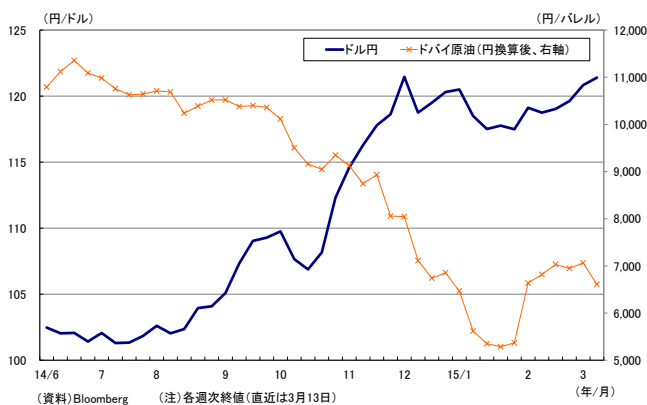
(図表2) 消費増税前後の業況判断 D.I.



(図表3) 生産・輸出・消費の動向



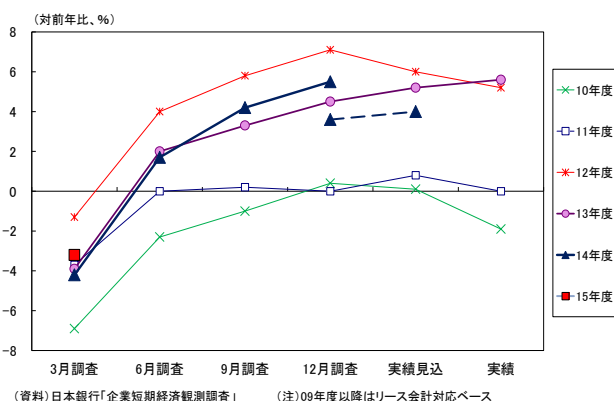
(図表4) 円相場と原油価格



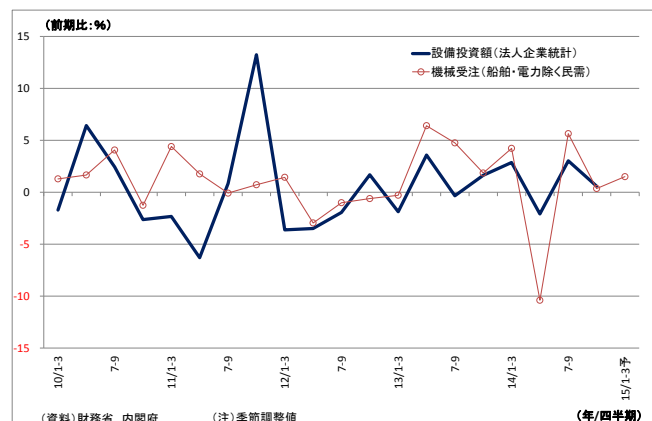
(図表5) 設備投資予測表

		設備投資額(含む土地投資額) (前年度比%)			2014年度 計画の 修正率
		12月調査	3月調査 (予測)		
		2014年度	2014年度	2015年度	
大企業	製造業	11.7	7.3	3.0	-4.4
	非製造業	7.2	7.4	-2.2	0.2
	全産業	8.7	7.4	-0.5	-1.3
中小企業	製造業	5.5	7.2	-14.5	1.7
	非製造業	-17.0	-9.4	-15.2	7.6
	全産業	-10.6	-4.7	-15.0	5.9
全規模	製造業	10.8	8.5	-0.2	-2.3
	非製造業	0.2	1.8	-4.7	1.6
	全産業	3.6	4.0	-3.2	0.4

(図表6) 設備投資計画 (全規模全産業)



(図表7) 設備投資額 (季節調整値)



(注目ポイント：設備投資計画は積極的か?)

今回の最大の注目ポイントは設備投資計画だ。前回12月調査では9月調査比で上方修正され、引き続き高い水準が維持されたが、GDP統計上の設備投資は10-12月期にかけて3期連続のマイナスと盛り上がりを欠いている。計画と実績との乖離が目立っているだけに、計画が実績にサヤ寄せ

する形で下方修正される懸念もある。14年度計画ならびに今回から発表される15年度計画において、積極的な設備投資スタンスが維持されているのかが注目される。特に15年度計画は、今後の日本経済の反発力を占ううえでも重要になる。

また、企業収益の修正状況の注目度も高い。前回調査では今年度の想定為替レート（大企業製造業）が103.36円（上期102.70円、下期103.99円）と、実勢に比べてかなり円高水準に留まっていたが、今回は円安の織り込みが予想され、大企業製造業を中心に収益にはプラスに働く。12月調査では経常減益計画になっていたが、今年度収益がどの程度上方修正されるのか、また今回から公表される15年度収益計画に明るさが見られるかがポイントになる。

（日銀金融政策：物価見通しが重要に）

今回の短観において、景況感の改善が示された場合、「わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けている」という日銀の景気認識を裏付けることになる。ただし、金融政策への影響という観点では、翌2日に発表される企業の物価見通しの重要性が高い。

原油価格下落を反映した物価上昇率の低下を受けて、最近の日銀は物価の基調の重要性をしきりに強調している。具体的には、需給ギャップ、賃金、中長期の予想物価上昇率（インフレ期待）である。

このうちインフレ期待については、現実の物価上昇率の鈍化を受けて低下する可能性がある。今回、企業の物価見通しにおいて、インフレ期待が従来同様、高水準に保たれているかがポイントとなる。企業のインフレ期待に下振れの兆しが出てくれば、即座にといいわけではないにせよ、日銀に追加緩和を促す一つの材料になるだろう。

（図表8）企業の物価見通し

