

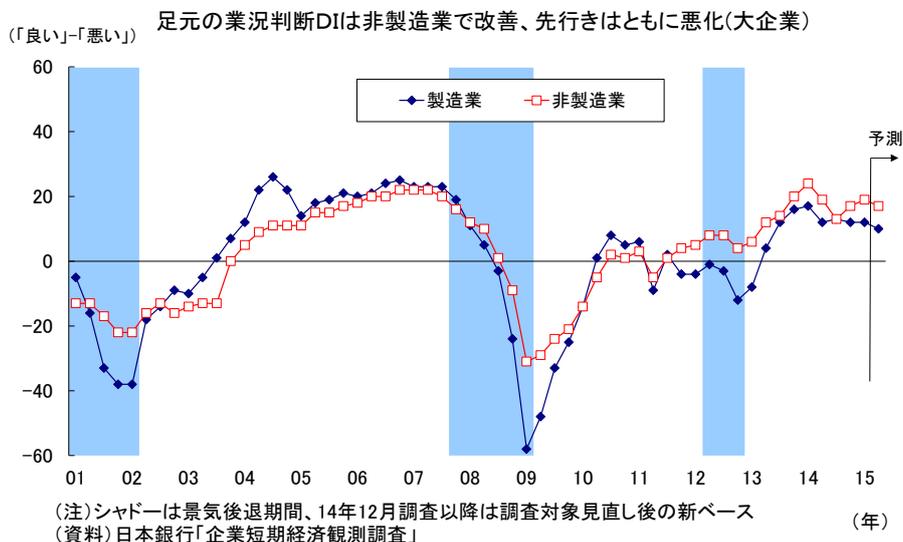
# Weekly エコノミスト・ レター

## 日銀短観(3月調査)

～大企業製造業の景況感は横ばいの 12、  
先行きは悪化

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. 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 12 と前回調査比で横ばいとなり、景況感の回復の遅れが示された。米国以外の海外景気低迷や在庫水準の高止まり、円安定着によるコスト増などが景況感の重石となったようだ。一方、大企業非製造業の業況判断 D. I. は 19 とやや改善。増税後の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、金融緩和に伴う不動産の活況がマインド回復に寄与したとみられる。中小企業については、製造業が前回比 3 ポイント悪化の 1、非製造業が 2 ポイント改善の 3 となった。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、円安のメリットが限定的になる一方でデメリットが出やすいとみられ、大企業が横ばいとなる中で景況感が下振れした。先行きの景況感は総じて悪化が示された。内外経済に不透明感がある中、円安や原油価格反転に伴う仕入コスト上昇への警戒感が強いことなどが、企業の先行きに対する慎重な姿勢に繋がっているものとみられる。
2. 14 年度設備投資計画は前年度比 4.4%増と、やや上方修正された。また、今回から新たに公表された 15 年度計画は、14 年度比で▲5.0%となった。例年、3 月調査時点では計画が固まっていなかったため、前年比マイナスでスタートするのが通例となっている。このため、例年の 3 月調査との比較が重要となるが、今回の▲5.0%は近年ではやや低い水準。両年度を併せて考えると、悪くは無いが力強いとは言えない印象。好調な企業収益や設備の老朽化など、設備投資を後押しする材料が存在しているはずだが、企業には未だ慎重姿勢が残っているとみられる。



# 1. 全体評価：足元は方向感分かれる、先行きは総じて悪化

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 12 と前回 12 月調査比で横ばいとなり、景況感の回復の遅れが示された。一方、大企業非製造業の業況判断 D.I. は 19 (前回比+2 ポイント) と前回比でやや改善した<sup>1</sup>。

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。

その後は、増税後の反動減の緩和に加えて、米経済の回復と円安ドル高の効果などから輸出が緩やかな回復を見せ、生産も回復基調となっている。原油安も多くの企業にとって追い風となる。ただし、米国以外の海外景気低迷や在庫水準の高止まり、円安定着によるコストの増加などが大企業製造業の景況感にとって重石となったようだ。

大企業非製造業は、製造業よりも内需依存度が高いため円安がコスト増加に現れやすいが、増税後の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、金融緩和に伴う不動産事業の活況がマインド回復に寄与したとみられる。

中小企業については、製造業が前回比 3 ポイント悪化の 1、非製造業が 2 ポイント改善の 3 となった。非製造業では大企業と同様の改善を見せたが、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、円安のメリットが限定的になる一方でデメリットが出やすいとみられ、大企業が横ばいとなる中で景況感が下振れした。

先行きの景況感は企業規模や製造業・非製造業を問わず、悪化が示された。内外経済に不透明感がある中、円安や原油価格反転に伴う仕入コスト上昇への警戒感が強いことなどが、企業の先行きに対する慎重な姿勢に繋がっているものとみられる。とりわけ、経営余力が限定的であり、既に人手不足が深刻化している中堅・中小企業非製造業の先行きへの悲観が目立っている。

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・先行きともに市場予想 ((足元: QUICK 集計 14、当社予想 15) (先行き: QUICK 集計 16、当社予想 17)) をかなり下回った。大企業非製造業については、足元は市場予想 (QUICK 集計 17、当社予想は 18) を上回ったが、先行きは予想 (QUICK 集計 18、当社予想 19)) を下回っている。

14 年度設備投資計画 (全規模全産業) は、前年度比 4.4% 増と、やや上方修正された。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。今回も大企業で下方修正、中小企業では上方修正されたが、全体としては小幅な上方修正となった。

また、今回から新たに公表された 15 年度設備投資計画は、14 年度 (見込み) 対比で▲5.0% となった。例年、3 月調査時点では、計画が固まっていないことに伴って保守的な計画が示される傾向が極めて強いいため、前年比マイナスでスタートするのが通例となっている。この際、例年の 3 月調査との水準比較

<sup>1</sup> 今回、5 年ぶりとなる調査企業の見直し実施に伴い、14 年 12 月調査の値には旧対象ベースと新対象ベースの 2 種が存在する。当レポートの前回調査の値は、文中・グラフともに新ベースで記載している。

が重要となるが、今回は▲5.0%と近年ではやや低い水準にある。

両年度を併せて考えると、悪くは無いものの力強いとは言えない内容という印象。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など、最近では設備投資を後押しする数々の材料が存在しているはずだが、企業には未だ慎重姿勢が残っているとみられる。

今回の短観は、「大企業製造業の景況感に改善が見られなかったこと」、「先行きの景況感が総じて弱含んでいること」、「設備投資に一部物足りなさが残ること」から、全体的にはややネガティブな印象。「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との間にギャップも感じられる。

ただし、非製造業の景況感が企業規模を問わず足元で改善していることなど一部には明るい内容があるほか、賃上げを促す一因である人手不足感も強まっており、日銀に早期の追加緩和を促す材料にはなりにくい。

むしろ、金融政策への影響という点では、明日2日に発表される企業の物価見通しの注目度が高い。

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）の動向である。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。もし、企業のインフレ期待に下振れの兆しが出てくれば、即座にという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。

## 2. 業況判断 D. I. : 全規模全産業では1ポイント改善、先行きは悪化

全規模全産業の業況判断 D. I. は7（前回は1ポイント改善）、先行きは5（現状比2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12と前回調査の12から横ばいで推移した。業種別では、全16業種中、改善が7業種と悪化の4業種を上回ったが（横ばいが5業種）、非鉄金属（13ポイント悪化）と窯業・土石（11ポイント悪化）の悪化が響いた。円安によるマイナス影響が強く出たものとみられる。また、産業の裾野が広い自動車が横ばいとなっており、牽引役にはならなかった。

先行きについては、悪化が11業種と改善の4業種を大きく上回った。住宅市況低迷の影響を受ける木材・木製品（12ポイント悪化）のほか、自動車（9ポイント悪化）、鉄鋼（同）、はん用機械（同）などの悪化が大きい。全体では2ポイントの悪化となっている。

大企業非製造業の D. I. は19と前回調査の17から2ポイント改善した。業種別では、全12業種中、悪化が5業種と、改善の4業種を上回ったが（横ばいが3業種）、悪化が小幅に留まったため、全体への影響は限定的であった。増税後の反動減の緩和や春節に伴う訪日客の消費拡大の追い風を受けた小売（7ポイント改善）や対個人サービス（9ポイント改善）の改善が目立つ。また、不動産（11ポイント改善）の改善幅も大きく、金融緩和のプラス効果がうかがわれる。

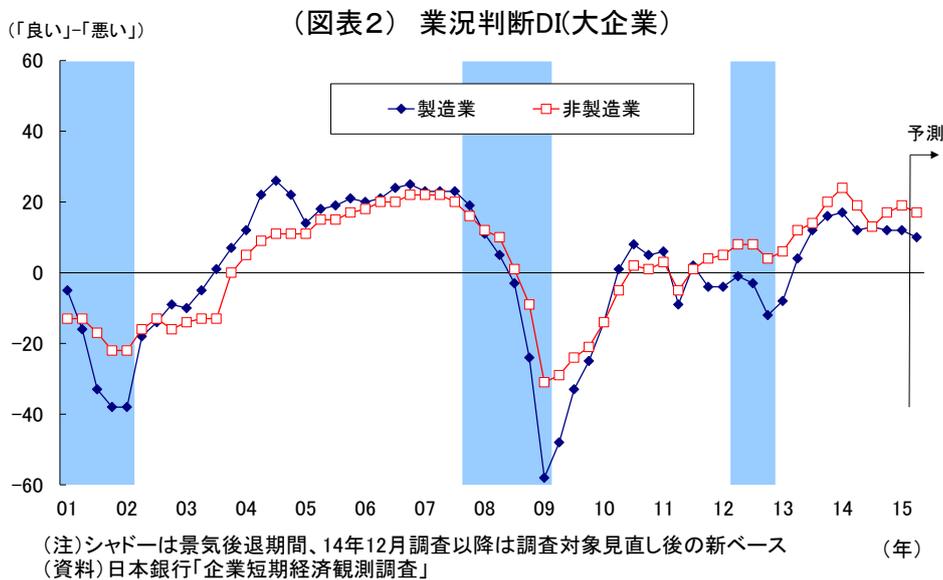
先行きについては、悪化が6業種と改善の4業種を上回り、全体では2ポイントの悪化となった。小売が引き続き大きく改善（8ポイント改善）し、全体の下支えになっているが、人手不足等に苦しむ建設（10ポイント悪化）などの大幅悪化が響いている。

(図表1) 業況判断DI

(「良い」-「悪い」・%ポイント)

		2014年12月調査		2015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	12	9	12	0	10	-2
	非製造業	17	16	19	2	17	-2
	全産業	14	12	16	2	14	-2
中堅企業	製造業	7	1	4	-3	3	-1
	非製造業	10	7	14	4	10	-4
	全産業	9	5	10	1	7	-3
中小企業	製造業	4	-3	1	-3	0	-1
	非製造業	1	-2	3	2	-1	-4
	全産業	3	-2	2	-1	0	-2

(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。  
 14年12月調査の値は調査対象見直し後の新ベース。

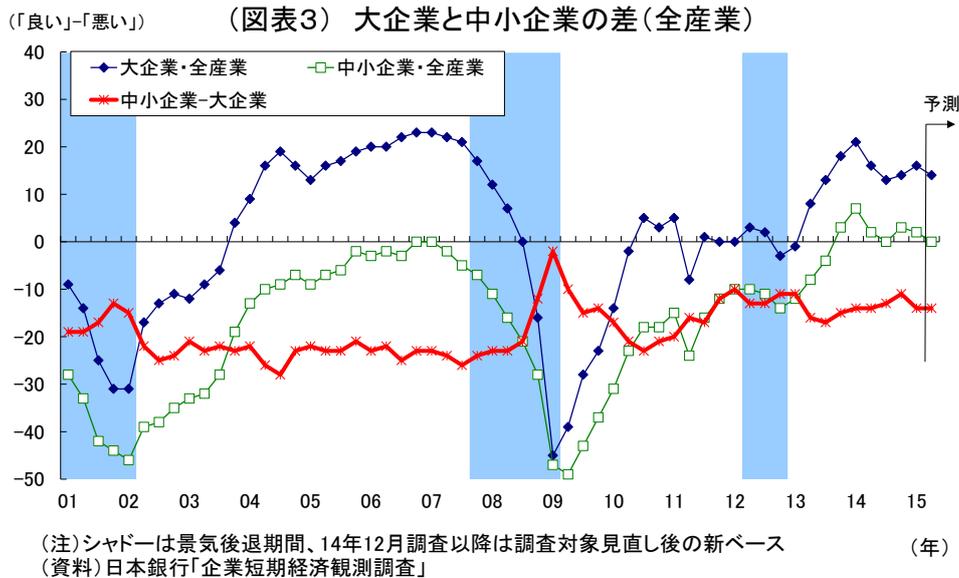


(中小企業)

中小企業製造業の業況判断 D.I.は1 と前回比 3 ポイント悪化。業種別では全 16 業種中、悪化が 10 業種にのぼり、改善の 4 業種を大きく上回った。中小企業は輸出割合が低いことから、円安のメリットが限定的になる一方でデメリットが出やすいとみられ、大企業が横ばいとなる中で景況感が下振れした。業種別では、大企業同様、窯業・土石 (18 ポイント悪化)、非鉄金属 (13 ポイント悪化) の悪化幅が大きいほか、自動車 (7 ポイント悪化) も悪化した。

中小企業非製造業の D.I.は 3 と前回比 2 ポイント改善した。全 12 業種中、改善が 7 業種と悪化の 4 業種を上回っている。小売 (10 ポイント改善) と不動産 (7 ポイント改善) が全体の牽引役となった。

一方、先行きについては、製造業が 1 ポイントの悪化、非製造業が 4 ポイントの悪化となった。業種別ではまちまちだが、建設 (13 ポイント悪化)、自動車 (11 ポイント悪化) で 2 桁のマイナスとなったほか、大企業では改善をみせている小売 (1 ポイント悪化) も弱含んでいる。大企業に比べて経営余力が乏しいことから、非製造業では円安によるコスト上昇圧力や人手不足、内需回復の遅れに対する警戒感が強く現れていると考えられる。



### 3. 需給・価格判断：海外需給が悪化、仕入コスト上昇への警戒根強い

(需給判断：海外需給は足元悪化)

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、前回比横ばいとなり、非製造業では 2 ポイント改善した。国内消費の回復は鈍いものの方向感改善に向かっていることを反映したと見られるが、在庫が高止まりしている製造業では回復が感じられにくかったようだ。一方、製造業の海外での製商品需給は前回から 3 ポイント悪化と、減速感が現れた。中国や欧州等の景気低迷を受けたものとみられる。

先行きについては、製造業の国内需給が横ばい、非製造業が 2 ポイントの改善となった。製造業の海外需給も持ち直しが見込まれている。

中小企業については、国内需給は製造業で 1 ポイント悪化する一方、非製造業で 1 ポイント改善した。製造業では海外需給も 2 ポイントの悪化となっている。先行きについては概ね横ばい圏だが、中小企業非製造業の国内需給は悪化を示しており、国内景気の回復に対してまだ楽観視していない様子がうかがわれる (図表 4)。

(価格判断：先行きの仕入コスト上昇への警戒根強い)

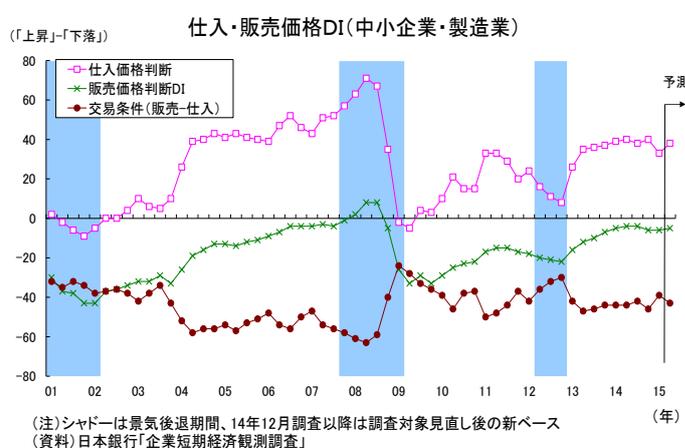
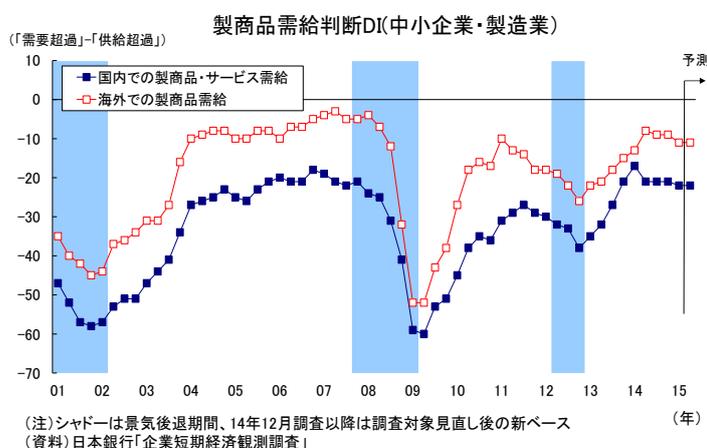
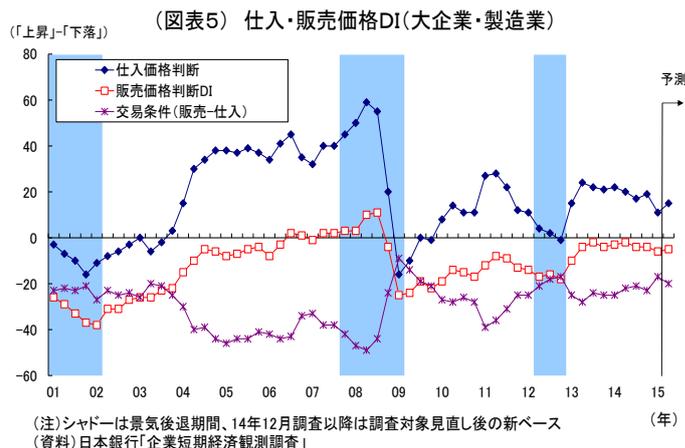
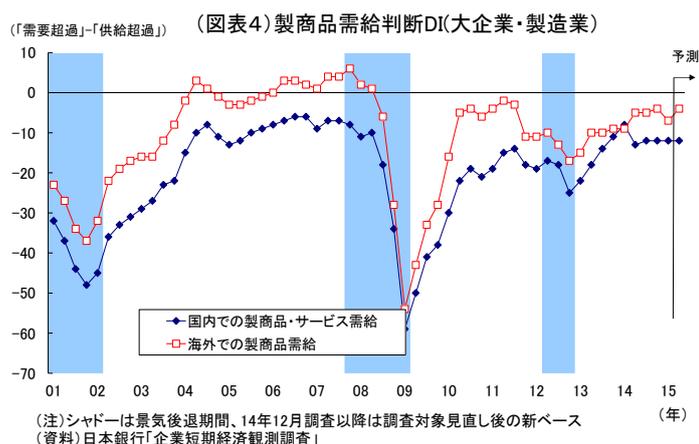
大企業製造業の販売価格判断 D.I. (上昇-下落) は前回から 2 ポイント下落、非製造業は 1 ポイント上昇と、方向感が分かれたが、ともに小動きとなった。一方、仕入価格判断 D.I. (上昇-下落) は製造業で 8 ポイント低下、非製造業でも 4 ポイント低下しており、原油をはじめとする資源価格低下の影響が現れたとみられる。製造業、非製造業ともに、仕入価格 D. I. が大きく低下したことで、販売価格 D. I. との差し引きであるマージン (利鞘) は前回から拡大している。

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 1 ポイントの上昇となっており、値上げの動きがわずかに進む見通し。一方、仕入価格判断 D. I. は製造業で 4 ポイント、非製造業で 3 ポイント上昇の見通しとなっており、マージンは再び縮小に転じる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. は製造業が前回から横ばい、非製造業では 2 ポイントの上昇となった。

一方で、仕入価格判断 D.I.は製造業で7ポイント低下、非製造業で3ポイント低下したため、差し引きであるマージンは、大企業同様、拡大している。

先行きについては、仕入価格判断 D.I.が製造業で5ポイント上昇、非製造業で10ポイント上昇と大幅に上昇する見通しとなっており、ともに販売価格判断 D.I.の上昇を上回るため、マージンは大きく悪化する見通し。足元の仕入価格は低下しているにもかかわらず、先行きは大幅な仕入価格上昇が見込まれている。価格交渉力や円安への対応力を反映したものと見られるが、中小企業のマージン縮小に対する警戒感には根強いものがある。



## 4. 売上・収益計画：14年度収益は上方修正、経常利益は前年比プラスへ

14年度収益計画(全規模全産業)は、売上高が前年度比1.4%増(前回調査では1.0%増)、経常利益が1.9%増(同0.4%減)とそれぞれ上方修正された。経常利益計画はこれまでマイナス圏での推移が続いてきたが、今回プラス化し、増益計画に転じている。

内訳を見ると、収益ともに大企業の上方修正幅が中小企業を上回っており、とりわけ利益計画では、大企業製造業の上方修正が際立った。下記のとおり、これまで円安の織り込みが遅れていた想定為替レートに、年度末間際になって円安が織り込まれた影響が大きいとみられる。輸出売上の上方修正が顕著になっていることも、このことを裏付けている。

一方、中小企業非製造業では、減収(前年比▲1.0%)、減益(同▲5.7%)計画となっており、苦境が見て取れる。内需回復の遅れの影響を強く受けたうえ、人手不足や円安によるコスト増加が響いた可能

性がある。

なお、事業計画の前提となる14年度想定為替レート（大企業製造業）は107.06円（上期102.87円、下期111.00円）と、前回の103.36円（上期102.70円、下期103.99円）から大きく円安方向に修正されている。前回調査以降も円安が定着しているためだ。

ただし、円安方向に修正されたとはいえ、ドル円レートの2014年度実績の109.9円との乖離はまだ残っている。収益計画への反映が追いついていないとみられ、次回の短観では、大企業製造業を中心として、さらなる円安の織り込みと、それに伴う14年度収益の上方修正が予想される。

また、今回から公表された15年度収益計画（全規模全産業）は、前年比0.6%の増収、0.6%の増益の計画となっている。ただし、15年度想定為替レート（大規模製造業）が111.81円と、120円実勢よりもかなり円高に設定されているように、やや保守的な見積もりになっている可能性がある。今後、想定為替レートの円安方向への修正と併せて、収益計画にも上方修正される余地がある。

（図表6） 売上高計画 （前年度比・%）

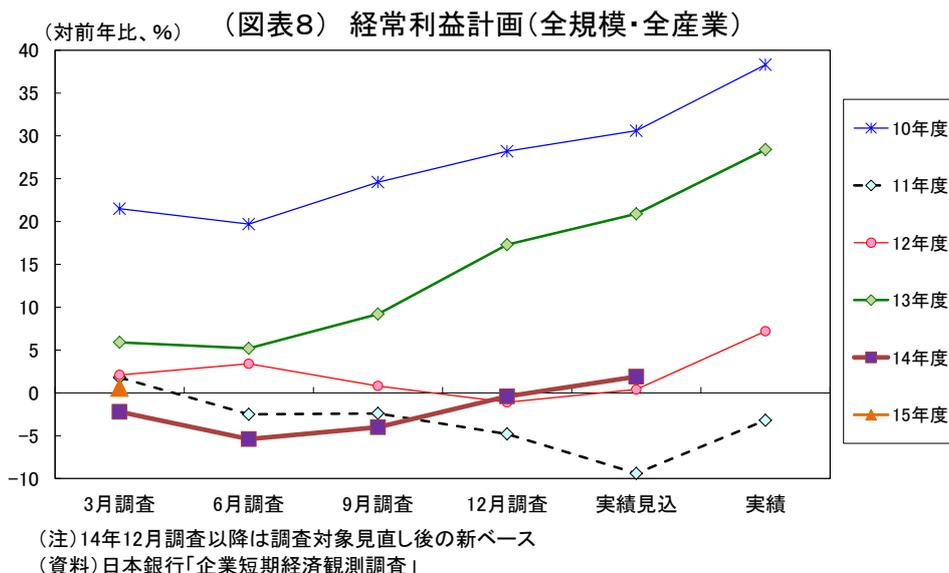
		2014年度 (計画)				2015年度 (計画)
		修正率	上期	下期		
大企業	製造業					1.2
	国内	0.3	-0.6	2.5	-1.7	0.2
	輸出	3.5	1.6	1.8	5.1	1.6
	非製造業	3.7	1.5	4.6	2.9	0.8
	全産業	2.7	0.9	3.7	1.8	0.7
中堅企業	製造業	1.7	0.1	3.0	0.5	1.4
	非製造業	0.0	-0.5	1.5	-1.2	1.2
	全産業	0.4	-0.4	1.8	-0.9	1.3
中小企業	製造業	1.6	-0.1	3.5	-0.2	1.0
	非製造業	-1.0	0.0	1.5	-3.1	-0.3
	全産業	-0.4	0.0	2.0	-2.5	0.0
全規模	製造業	1.3	0.0	2.6	0.2	0.8
	非製造業	1.4	0.6	3.0	0.1	0.5
	全産業	1.4	0.4	2.8	0.1	0.6

（注）修正率は前回調査（調査対象見直し後の新ベース）との対比。

（図表7） 経常利益計画 （前年度比・%）

		2014年度 (計画)				2015年度 (計画)
		修正率	上期	下期		
大企業	製造業					5.1
	素材業種	3.0	0.7	-1.8	8.0	3.2
	加工業種	6.0	7.8	3.6	8.5	0.5
	非製造業	3.5	-0.1	11.6	-5.1	0.0
	全産業	4.3	2.7	6.9	1.6	0.6
中堅企業	製造業	4.4	3.4	5.9	3.1	1.6
	非製造業	-4.4	1.1	1.0	-8.1	1.1
	全産業	-1.8	1.8	2.6	-5.1	1.2
中小企業	製造業	4.8	1.1	9.0	1.2	3.3
	非製造業	-5.7	0.8	-0.4	-9.7	-1.3
	全産業	-3.2	0.9	1.9	-7.2	-0.1
全規模	製造業	5.0	4.9	3.2	6.9	1.5
	非製造業	-0.3	0.3	7.1	-7.0	-0.1
	全産業	1.9	2.2	5.4	-1.4	0.6

（注）修正率は前回調査（調査対象見直し後の新ベース）との対比。



## 5. 設備投資・雇用：設備投資計画は力強さを欠く、人手不足はますます深刻に

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、前回から動きがなかったが、雇用人員判断 D.I. (「過剰」－「不足」) は全規模・全産業で▲17 と前回から 2 ポイント低下しており、人手不足感がますます強まっている。高齢化に伴う労働力人口の減少という流れの中で、景気の持ち直しに伴って、人手の不足感がますます強まっている。なお、雇用人員判断 D.I. の▲17 という水準は 1992 年以来の低水準 (不足超過) であり、逼迫感は歴史的に見ても強い。

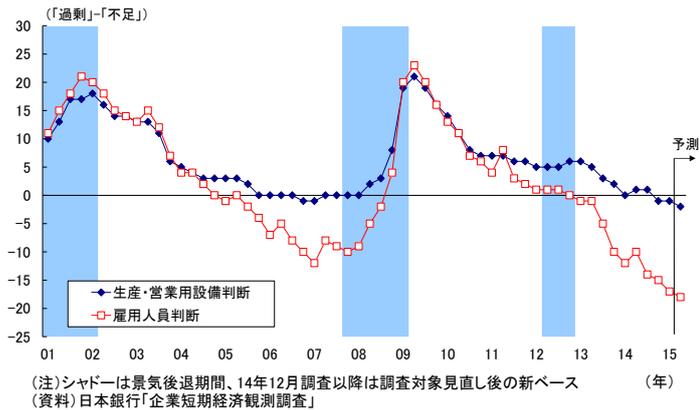
この結果、需給ギャップの代理変数とされる「短観加重平均 D.I.」(設備・雇用の各 D.I. を加重平均して算出) も前回からやや低下している。

不足感の強い人員について内訳を見てみると、従来同様、製造業 (全規模で▲8) よりも、労働集約型産業が多い非製造業 (全規模で▲24) の方がより人手不足感が強い。また、企業規模別で見ると、中小企業が▲20 と大企業の▲10 を大きく下回っている。ここには、企業規模による人材調達力の違いが反映されているとみられる。この結果、中小企業非製造業では▲26 と大幅なマイナスとなっている。

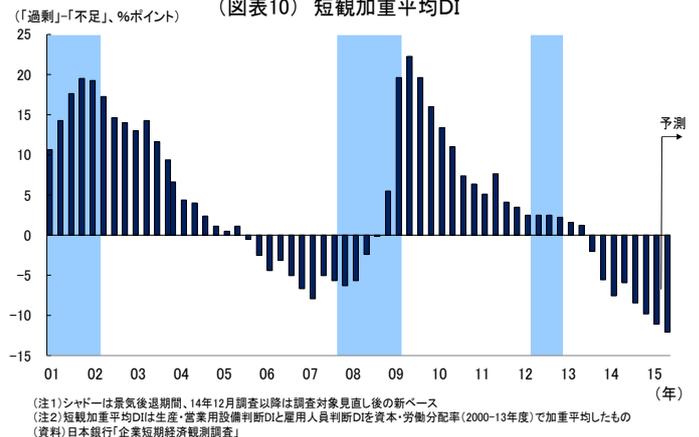
人手不足は製造業・非製造業や企業規模を問わず幅広く拡大しているが、とりわけ中小企業非製造業において深刻化している。

先行きの見通し (全規模・全産業) は、設備判断 D. I. が現状比 1 ポイント低下の▲2、雇用判断 D. I. も 1 ポイント低下の▲18 と、ともに小幅ながらさらに不足感が強まる見通しであり、「短観加重平均 D. I.」もさらに低下する見込み。特に雇用判断 D. I. の低下が中堅・中小企業を中心に目立っており、これら企業の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



14年度設備投資計画(全規模全産業)は、前年度比4.4%増と、前回(同3.6%増)からやや上方修正された。

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。今回も大企業で下方修正、中小企業では上方修正されたが、全体としては小幅な上方修正となった。

また、今回から新たに公表された15年度設備投資計画は、14年度(見込み)対比で▲5.0%となった。例年、3月調査時点では、計画が固まっていないことに伴って保守的な計画が示される傾向が極めて強いため、前年比マイナスでスタートするのが通例となっている。この際、例年の3月調査との水準比較が重要となるが、今回は▲5.0%と近年ではやや低い水準にある(13年度は▲3.9%、14年度は▲4.2%)。

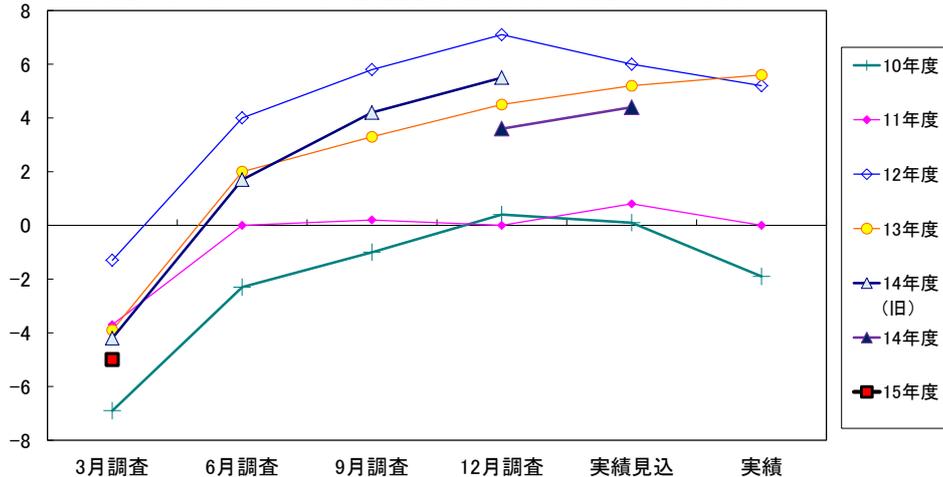
14年度・15年度を併せて考えると、悪くは無いものの力強いとは言えない結果という印象。好調な企業収益や設備の老朽化、円安定着による国内立地の魅力向上など、最近では設備投資を後押しする数々の材料が存在しているはずだが、企業には未だ慎重姿勢が残っているとみられる。

(図表11) 設備投資計画(含む土地投資額) (前年度比・%)

		2014年度 (計画)			2015年度 (計画)	
		修正率	上期	下期		
大企業	製造業	6.7	-4.4	4.0	9.0	5.0
	非製造業	8.8	1.5	5.2	11.7	-4.1
	全産業	8.2	-0.5	4.8	10.8	-1.2
中小企業	製造業	6.2	0.6	5.8	6.5	-14.3
	非製造業	-11.1	7.2	-8.7	-13.0	-24.5
	全産業	-6.2	5.0	-4.5	-7.5	-21.2
全規模	製造業	7.1	-3.4	5.5	8.3	1.3
	非製造業	3.1	2.9	0.1	5.5	-8.0
	全産業	4.4	0.7	1.9	6.4	-5.0

(注)修正率は前回調査(調査対象見直し後の新ベース)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年度分は新ベース  
 (資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

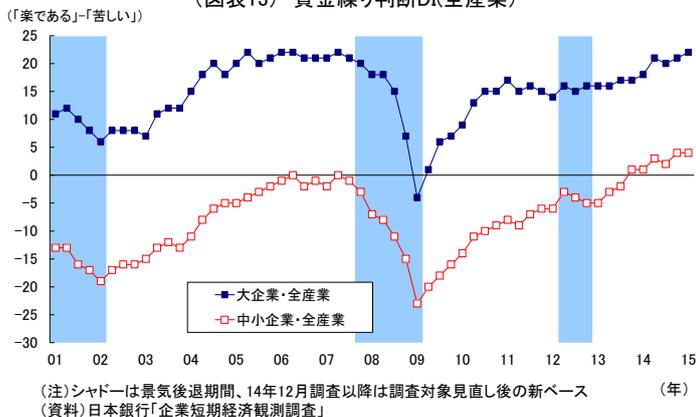
## 6. 企業金融：良好な水準で推移

企業の資金繰り判断 D.I. (「楽である」－「苦しい」) は大企業が 22 と前回比で 1 ポイント改善、中小企業が 4 と、前回比横ばいであった。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」) は、大企業が 27、中小企業が 15 と、ともに前回比 1 ポイント改善している (図表 13, 14)。

両 D. I. ともに小動きながら、D. I. の水準は大企業・中小企業を問わず、過去との対比でかなりの高水準にあり、企業を取り巻く金融環境は引き続き良好 (緩和的) である。総じてバブル期やリーマン・ショック前の好況期のレベルに達している。

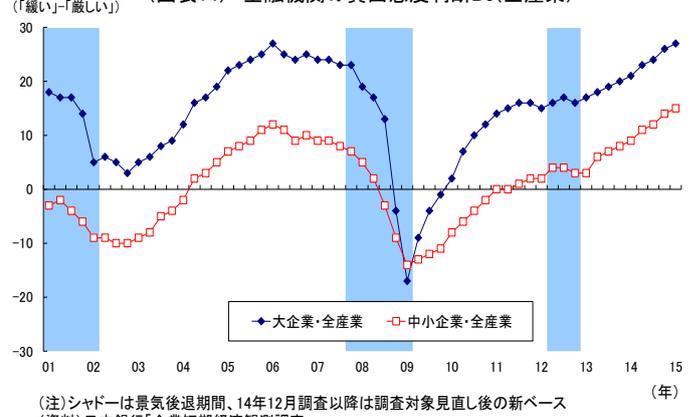
①政府・日銀による貸出増加への強力なサポート、②企業収益の改善とそれに伴う信用リスクの低下、③歴史的な超低金利、④銀行側の厳しい競争などが企業の資金繰りを改善するとともに、銀行の貸出を後押ししており、企業を巡る金融環境は極めて良好に推移している。

(図表13) 資金繰り判断DI(全産業)



(注)シャドーは景気後退期間、14年12月調査以降は調査対象見直し後の新ベース  
 (資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

(図表14) 金融機関の貸出態度判断DI(全産業)



(注)シャドーは景気後退期間、14年12月調査以降は調査対象見直し後の新ベース  
 (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。