

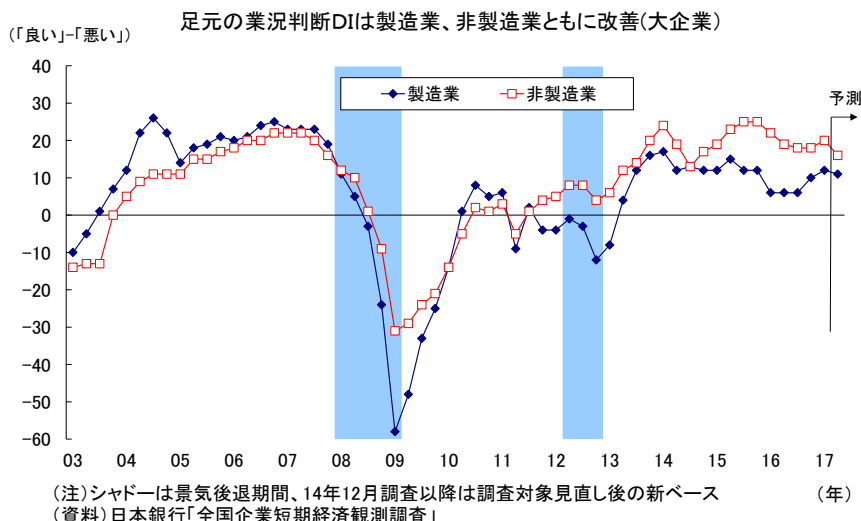
Weekly エコノミスト・ レター

日銀短観(3月調査)

～景況感は幅広く改善したが、先行きへの警戒感
は強い

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12月調査比で2ポイント上昇し、2四半期連続で景況感の改善が示された。大企業非製造業の業況判断D.I.も20と前回比2ポイント上昇し、6四半期ぶりに改善した。製造業では輸出の回復や円安の持続を受けて景況感が改善した。非製造業も消費の持ち直しのほか、16年度第2次補正予算の執行や大都市圏での再開発を受けた建設需要などが、景況感の改善に繋がった。ただし、円安・資源価格高止まりに伴う仕入コスト上昇などが景況感の抑制に働いたとみられる。中小企業も大企業同様、製造業・非製造業ともに改善が示された。
2. 先行きについては、幅広く悪化が示された。トランプ米大統領の政策運営、欧州の政治リスクなど、海外情勢は不透明感が強い。国内でも消費の加速が見込みづらいほか、一部業種で人手不足に対する懸念が表面化していることが影響したとみられる。
3. 16年度の設備投資計画は、前年度比0.4%増と下方修正された。例年、3月調査にかけては上方修正されやすいクセがあるが、今回は大企業で大幅な下方修正が入った。今回から新たに公表された17年度の設備投資計画は、16年度計画比で▲1.3%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ため、近年の3月調査との比較が重要になる。今回の伸び率は近年をかなり上回る。一部16年度から先送りされた分が17年度計画に加算された面もあるとみられるが、それを考慮しても強めであることには変わらない。生産の回復や人手不足等が計画の追い風になっている可能性が高い。ただし、海外を巡る先行き不透明感はかなり強いことから、海外動向が今後の設備投資の大きなカギになってきそうだ。



1. 全体評価：景況感は幅広く改善、先行きへの警戒感は強い

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2ポイント上昇し、2四半期連続で景況感の改善が示された。大企業非製造業の業況判断D.I.も20と前回比2ポイント上昇し、6四半期ぶりに改善した。

前回12月調査では、円安の進行や国際商品市況の持ち直し、生産の回復などから大企業製造業の業況判断D.I.が改善する一方、インバウンド消費鈍化の影響などを受けて非製造業では景況感が伸び悩みとなっていた。

16年10-12月期の実質GDP（国内総生産）成長率は前期比年率で1.2%（2次速報値）となり、日本経済が回復基調を維持していることが示されたが、今年1月以降の経済指標も総じて底堅い状況が続いている。世界経済の持ち直しを受けて、輸出（数量）と生産は2月にかけて増加基調にある。これまで冴えなかった消費にも、雇用所得環境の改善などを受けて持ち直しの兆しがみえる。実質消費水準指数（除く住居等、季調値）は2月にかけて2ヵ月連続で改善しているほか、2月の自動車販売台数も前年比で大きく増加している。また、金融市場では、今年に入って、やや円高方向にシフトしているものの、米大統領選前と比べると依然として大幅な円安水準が維持されている。

今回、大企業製造業では輸出の回復や円安の持続を受けて幅広い業種で景況感が改善した。非製造業も消費の持ち直しのほか、16年度第2次補正予算の執行や大都市圏での再開発を受けた建設需要などが、景況感の改善に繋がった。ただし、円安・資源価格高止まりに伴う仕入コスト上昇などが景況感の抑制に働いたとみられ、マインドの改善は想定していたよりも限定的であった。

中小企業の業況判断D.I.は、製造業が前回比4ポイント上昇の5、非製造業が2ポイント上昇の4となり、大企業同様、製造業・非製造業ともに改善が示された。

一方、先行きの景況感については、企業規模や製造・非製造業を問わず悪化が示された。海外情勢については、トランプ米大統領の政策運営、フランス大統領選や英国のEU離脱等を控えた欧州の政治リスクなど、不透明感が強い。国内では消費の加速が見込みづらいほか、一部業種では人手不足に対する懸念が表面化していることが影響したとみられる。

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14、当社予想は15）、先行き（QUICK集計13、当社予想は12）ともに市場予想を下回った。大企業非製造業は、足元（QUICK集計19、当社予想は23）は予想を若干上回ったものの、先行き（QUICK集計18、当社予想は21）は予想を下回った。

2016年度設備投資計画（全規模全産業）は、前年度比0.4%増と前回調査時点の1.8%増から下方修正された。例年、12月調査から3月調査にかけては、上方修正されやすいクセがあるが、今回は大企業の大幅な下方修正によって、全体でも下方修正となった。事業環境を巡る不透明感がかなり強かったことが、設備投資の抑制に働いたとみられる。

今回から新たに調査・公表された2017年度設備投資計画（全規模全産業）は、2016年度計画比で▲1.3%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いため、マイナス自体にあまり意味はない。近年の3月調査との比較が重要になるが、今回は近年の3月調

査での伸び率をかなり上回る計画が示されている。16年度計画が下方修正になっていることから、一部先送りされた分が17年度計画に加算された面もあるとみられるが、それを考慮しても強めであることには変わりない。生産の回復や人手不足等が計画の追い風になっている可能性が高い。

ただし、海外を巡る先行き不透明感はかなり強いことから、海外動向が今後の設備投資の大きなカギになってきそうだ。

今回の短観では、企業景況感の幅広い改善が確認され、日銀の景気回復・物価上昇シナリオをサポートする材料になりそうだ。ただし、先行きの景況感の弱さに慎重さが残る点は懸念材料として残るだろう。

ただし、今回の結果が日銀の金融政策に直接与える影響は限定的になる。もともと残された追加緩和の余地が小さいうえ、米大統領選後の円安進行と底堅い原油価格はともに物価の上昇に作用するため、当面、日銀が追加緩和を迫られる可能性は大きく低下している。一方で目標である物価上昇率2%は依然として遠く、出口戦略を視野に入れる段階にも全くない。従って、日銀は2%達成を目指し、長期にわたって現行金融政策の維持を続けるだろう。従来と比べて、日本の景気や企業の景況感と金融政策の関係性は希薄化している。

2. 業況判断 D. I. : 事業環境の改善を受けて、幅広く改善

全規模全産業の業況判断 D. I. は10（前回比3ポイント上昇）、先行きは4（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12と前回調査から2ポイント改善した。業種別では、全16業種中、改善が12業種と悪化の4業種を大きく上回った。

海外経済の回復や円安がプラスに働きやすい、はん用機械（11ポイント改善）、自動車（8ポイント改善）、生産用機械（7ポイント改善）、電気機械（6ポイント改善）などが主な牽引役となった。一方で、円安による輸入コスト上昇が収益圧迫要因となる紙・パルプ（8ポイント悪化）や食料品（4ポイント悪化）が全体の伸びを抑制した。

先行きについては、改善・悪化ともに8業種だったが、全体の景況感は現状比1ポイント悪化した。原料輸入が多く、円安が逆風になりやすい木材・木製品（23ポイント悪化）、紙・パルプ（6ポイント悪化）、食料品（6ポイント悪化）のほか、トランプ政権から名指しで批判を受ける自動車（9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. は20と前回から2ポイント改善。業種別では、全12業種中、改善が8業種と悪化の4業種を上回った。

宿泊・飲食サービス（8ポイント改善）のほか、消費の持ち直しを受けて、対個人サービス（7ポイント改善）、小売（2ポイント改善）、卸売（2ポイント改善）なども改善。16年度第2次補正予算の執行や大都市圏での再開発の追い風を受ける建設（3ポイント改善）、不動産（2ポイント改善）も改善した。

先行きについては、これまで景況感改善が遅れてきた小売（6ポイント改善）こそ引き続き改善がみられるが、10業種が悪化し（横ばいが1業種）、全体では4ポイントの悪化となった。

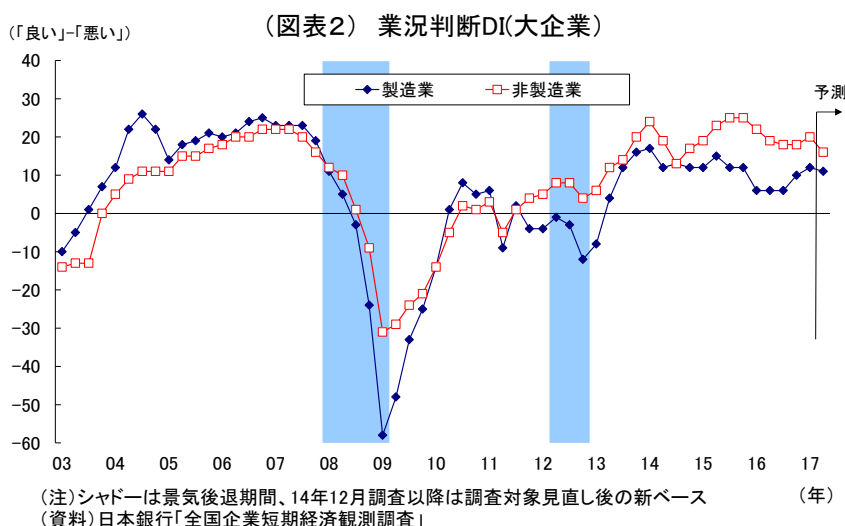
特に建設（13ポイント悪化）で大幅な悪化がみられるほか、運輸・郵便（6ポイント悪化）もかなり悪化しており、既に人手不足感の強いこれらの業種において、今後業務に支障が出ることへの懸念が台頭しているとみられる。

（図表1）業況判断DI

（「良い」-「悪い」・%ポイント）

| | | 2016年12月調査 | | 2017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 | 10 | 8 | 12 | 2 | 11 | -1 |
| | 非製造業 | 18 | 16 | 20 | 2 | 16 | -4 |
| | 全産業 | 14 | 13 | 16 | 2 | 14 | -2 |
| 中堅企業 | 製造業 | 6 | 2 | 11 | 5 | 4 | -7 |
| | 非製造業 | 16 | 9 | 17 | 1 | 10 | -7 |
| | 全産業 | 12 | 7 | 15 | 3 | 8 | -7 |
| 中小企業 | 製造業 | 1 | -4 | 5 | 4 | 0 | -5 |
| | 非製造業 | 2 | -2 | 4 | 2 | -1 | -5 |
| | 全産業 | 2 | -3 | 5 | 3 | -1 | -6 |

（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。



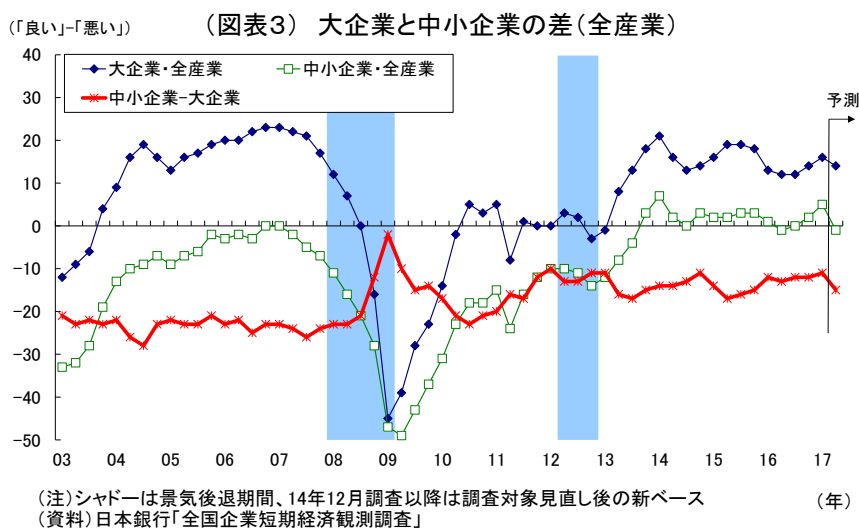
（中小企業）

中小企業製造業の業況判断 D.I.は 5 と前回から 4 ポイント改善した。業種別では全 16 業種中、改善が 12 業種と、悪化の 4 業種を大きく上回った。業種別では、大企業同様、輸出の恩恵を受けやすい生産用機械（19ポイント改善）、自動車（8ポイント改善）、電気機械（3ポイント改善）のほか、市況回復を受けた鉄鋼（16ポイント改善）、非鉄金属（11ポイント改善）などで改善が目立った。

先行きについては、悪化が 12 業種と改善の 4 業種を大きく上回り、全体では 5 ポイントの悪化となった。とりわけ、化学（13ポイント悪化）、造船・重機等（11ポイント悪化）、自動車（10ポイント悪化）、窯業・土石（10ポイント悪化）で二桁の悪化が見込まれている。

中小企業非製造業の D.I.は 4 と前回は 2 ポイント改善した。業種別では全 12 業種中、改善が 10 業種と悪化の 2 業種を上回った。大企業同様、建設（6ポイント改善）、不動産（2ポイント改善）のほか、小売（2ポイント改善）、対個人サービス（5ポイント改善）などで改善している。

先行きは、悪化が7業種と改善の1業種（通信）を大きく上回り、全体では5ポイントの悪化となった（横ばいが4業種）。建設（15ポイント悪化）、運輸・郵便（8ポイント悪化）、物品賃貸（8ポイント悪化）などで大幅な悪化が見込まれている。



3. 需給・価格判断：中小企業の需給は改善、マージンは製造業を中心に悪化

(需給判断：中小企業で改善が目立つ)

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）は前环比1ポイント上昇、非製造業では1ポイント低下と小動き。製造業の海外需給は2ポイント上昇している。外需の改善がやや目立つ。

先行きについては、国内需給は製造業で1ポイント低下、非製造業では横ばいと改善は見込まれていないが、製造業の海外需給は1ポイント上昇と、わずかながら改善が見込まれている。

中小企業については、国内需給は製造業が前回から5ポイント上昇、非製造業も2ポイント上昇した。製造業の海外需給も5ポイントの上昇となった。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、製造業の海外需給は横ばいに留まっている（図表4）。

(価格判断：仕入れ価格の上昇大きく、製造業でマージンが大きく悪化)

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ポイント上昇、非製造業でも2ポイント上昇した。一方、仕入れ価格判断 D.I.（上昇－下落）は製造業で13ポイント、非製造業で2ポイント上昇。資源価格の上昇や最近の円安を受けて、製造業で仕入れ価格が大きく上昇したようだ。

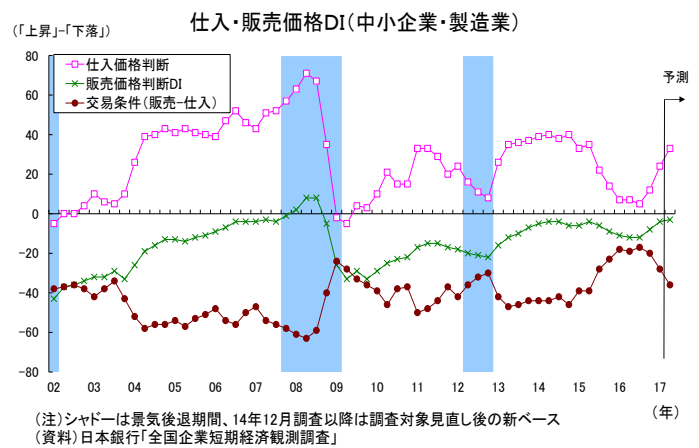
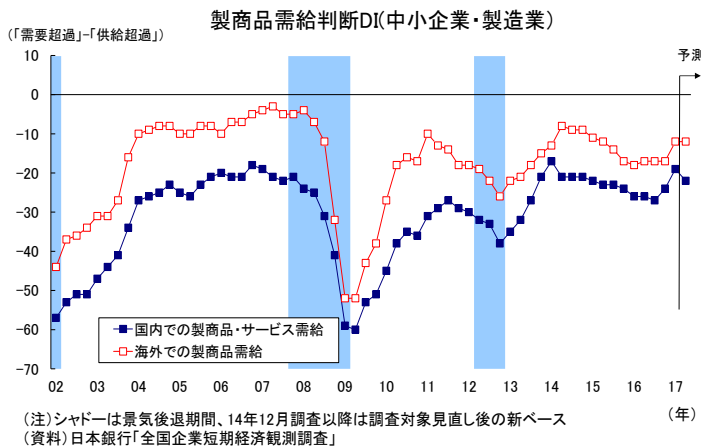
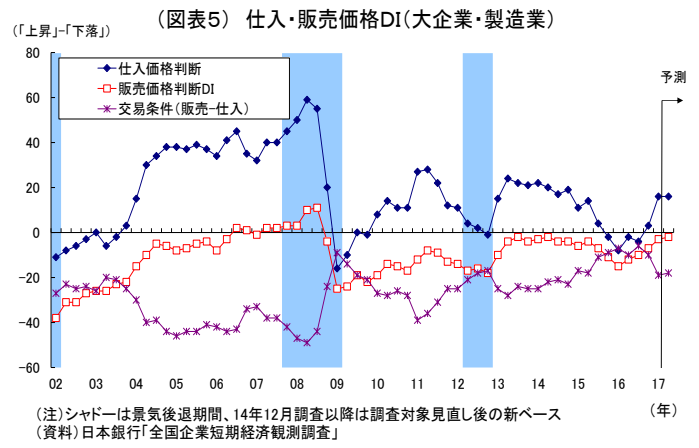
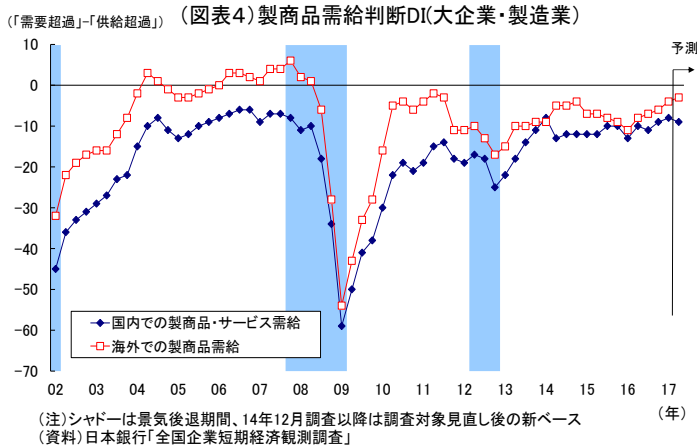
製造業では、仕入れ価格 D.I. の上昇が販売価格 D.I. の上昇を大きく上回り、両者の差し引き（販売価格－仕入れ価格）であるマージン（利鞘）は前回から大きく縮小している。

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1ポイント上昇、非製造業では1ポイント低下と小動きが見込まれている。仕入れ価格判断 D.I. も製造業で横ばい、非製造業で1ポイントの上昇に留まり、マージンは概ね横ばいとなることが想定されている（図表5）。

中小企業の販売価格判断 D.I.は製造業で前环比4ポイント上昇、非製造業も2ポイント上昇した。一方で、仕入れ価格判断 D.I.は製造業で12ポイント、非製造業でも4ポイントと販売価格よりも上昇し

たため、差し引きであるマージンは、それぞれ縮小している。

先行きについても、販売価格 D.I.が製造業で 1 ポイント上昇、非製造業で 2 ポイント上昇に留まることが見込まれている一方で、仕入価格判断 D.I.は製造業で 9 ポイント上昇、非製造業で 4 ポイント上昇と、それぞれ販売価格以上に上昇しており、マージンのさらなる縮小が見込まれている。



4. 売上・収益計画：17年度計画は2期連続の減益に

16年度収益計画(全規模全産業)は、売上高が前年度比2.4%減(前回は1.6%減)と下方修正された。経常利益は4.1%減(前回は8.2%減)と上方修正されたが前年比では減益となる見込み。

16年度想定為替レート(大規模製造業)は107.3円(上期106.54円、下期108.01円)と前回(104.90円)から円安方向に修正されている。米大統領選後に進んだ円安が一部反映されたためとみられるが、円安の織り込みが進んだことが、利益計画の上方修正に繋がったと考えられる。

2016年度の平均為替レート(実績)は108円台前半と、今回示された想定に比べて若干円安となっていることから、次回の短観においてさらなる円安の反映によって、収益計画が若干上方修正される可能性がある。

また、今回から公表された17年度収益計画(全規模全産業)は、売上は前年比1.3%増、経常利益は1.1%の減益計画となっている。経常利益は16年度に続いて減益となる見通しが示されている。なお、17年度想定為替レート(大規模製造業)は108.43円と、足下の実勢よりも3円程度円

高水準に設定されている。為替も含めて、来年度収益に対する慎重な見方がうかがわれる。

(図表6) 売上高計画 (前年度比・%)

| | | 2016年度 (計画) | | | 2017年度 (計画) | |
|------|------|----------------|------|-------|----------------|------|
| | | | 修正率 | 上期 | 下期 | |
| 大企業 | 製造業 | -3.4 | 0.3 | -6.1 | -0.8 | 1.4 |
| | 国内 | -2.3 | 0.2 | -4.3 | -0.5 | 1.8 |
| | 輸出 | -5.8 | 0.5 | -10.1 | -1.4 | 0.6 |
| | 非製造業 | -5.0 | -2.2 | -7.9 | -2.0 | 1.4 |
| | 全産業 | -4.3 | -1.2 | -7.2 | -1.5 | 1.4 |
| 中堅企業 | 製造業 | -0.2 | 0.2 | -1.3 | 0.8 | 2.4 |
| | 非製造業 | 0.4 | -0.9 | 0.0 | 0.8 | 2.6 |
| | 全産業 | 0.3 | -0.7 | -0.3 | 0.8 | 2.6 |
| 中小企業 | 製造業 | -0.8 | 0.0 | -1.9 | 0.2 | 1.3 |
| | 非製造業 | -0.5 | 0.0 | -0.6 | -0.3 | -0.1 |
| | 全産業 | -0.5 | 0.0 | -0.9 | -0.2 | 0.2 |
| 全規模 | 製造業 | -2.4 | 0.2 | -4.6 | -0.3 | 1.6 |
| | 非製造業 | -2.3 | -1.2 | -3.9 | -0.8 | 1.2 |
| | 全産業 | -2.4 | -0.7 | -4.1 | -0.7 | 1.3 |

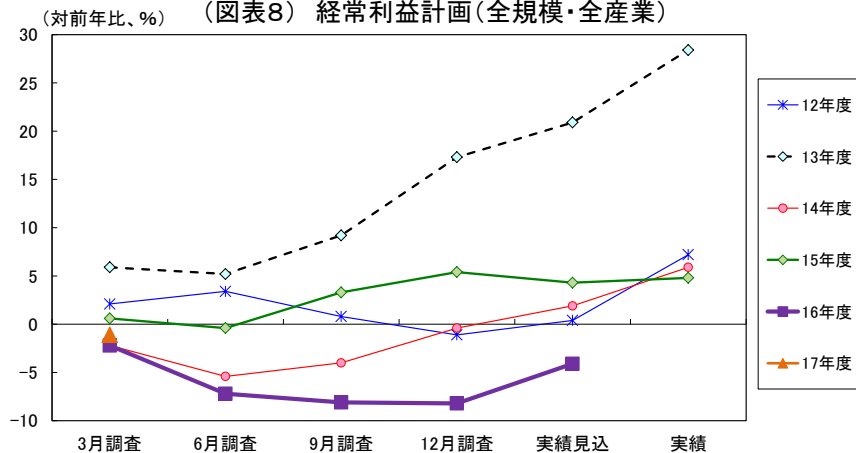
(注) 修正率は前回調査との対比。

(図表7) 経常利益計画 (前年度比・%)

| | | 2016年度 (計画) | | | 2017年度 (計画) | |
|------|------|----------------|------|-------|----------------|------|
| | | | 修正率 | 上期 | 下期 | |
| 大企業 | 製造業 | -11.4 | 9.2 | -26.9 | 9.1 | -0.3 |
| | 素材業種 | -4.0 | 6.7 | -21.4 | 18.8 | 0.0 |
| | 加工業種 | -14.4 | 10.3 | -29.1 | 5.3 | -0.4 |
| | 非製造業 | -3.7 | 1.3 | -5.6 | -1.4 | -0.1 |
| | 全産業 | -7.4 | 4.7 | -15.8 | 3.6 | -0.2 |
| 中堅企業 | 製造業 | 0.1 | 5.7 | -8.2 | 8.1 | -0.2 |
| | 非製造業 | 2.7 | 3.0 | 7.6 | -1.1 | -0.3 |
| | 全産業 | 1.9 | 3.8 | 2.2 | 1.6 | -0.3 |
| 中小企業 | 製造業 | 9.3 | 5.2 | -0.3 | 18.9 | 1.0 |
| | 非製造業 | -0.6 | 3.7 | 6.7 | -6.6 | -6.5 |
| | 全産業 | 1.8 | 4.1 | 4.9 | -1.0 | -4.6 |
| 全規模 | 製造業 | -7.6 | 8.1 | -22.1 | 10.3 | -0.1 |
| | 非製造業 | -1.8 | 2.2 | -0.8 | -2.8 | -1.8 |
| | 全産業 | -4.1 | 4.4 | -9.8 | 2.2 | -1.1 |

(注) 修正率は前回調査との対比。

(図表8) 経常利益計画(全規模・全産業)



(注) 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「全国企業短期経済観測調査」

5. 設備投資・雇用：人手不足感がさらに強まる、17年度設備投資計画はますます

生産・営業用設備判断 D.I.（「過剰」－「不足」）は全規模全産業で▲2 と、前回比で2ポイント低下し、不足超過となった。雇用人員判断 D.I.（「過剰」－「不足」）も全規模・全産業で▲25 と前回から4ポイント低下（不足感が上昇）している。景気が緩やかな回復が続いているうえ、構造的な高齢化の影響もあって、中小企業を中心に人手不足感がさらに強まっている。

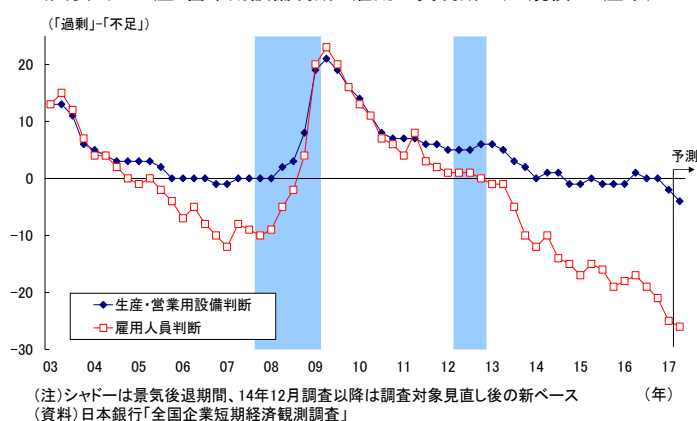
上記の結果、需給ギャップの代理変数とされる「短観加重平均 D.I.」（設備・雇用の各 D.I. を加重平均して算出）は前回から3.3ポイント低下している（▲13.2ポイント→▲16.5ポイント）。

D.I. の水準としても引き続き人員の不足感が極めて強い状況が続いている。内訳を見ると、これまで同様、製造業（全規模で▲16）よりも、労働集約型産業が多い非製造業（全規模で▲31）で人手不足感がより強い。また、企業規模別で見ると、人材調達力や収益力の違いが反映されているとみられるが、中小企業が▲28 と大企業の▲15 を大きく下回る状況が続いている。この結果、中小企業非製造業では▲34 と、全区分中で最大のマイナス幅となっている。

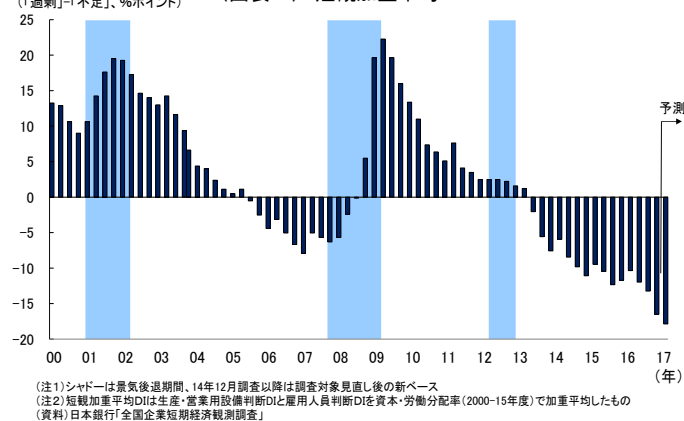
人手不足は製造業・非製造業や企業規模を問わず幅広く共有されているが、特に中小非製造業においては深刻な経営課題になりつつある。

先行きの見通し（全規模全産業）は、設備判断 D.I. が現状比2ポイント低下の▲4、雇用判断 D.I. も1ポイント低下の▲26 と、それぞれ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.」も引き続き低下に向かう見込み（▲16.5ポイント→▲17.9ポイント）である。先行きにかけても、雇用判断 D.I. の低下は中小企業で目立ち、中小企業における人手不足に対する警戒感は強い（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



2016年度の設備投資計画（全規模全産業）は、前年度比0.4%増と前回調査時点の1.8%増から下方修正された。例年、12月調査から3月調査にかけては、中小企業で計画が固まってくることに伴って全体として上方修正されやすいクセがあるが、今回は大企業の大幅な下方修正の影響が上回り、全体でも下方修正となった。昨年終盤以降、円安進行等によって企業収益が底入れしたものの、事業環境を巡る不透明感がかなり強かったことが、設備投資の抑制に働いたとみられる。

今回から新たに調査・公表された2017年度の設備投資計画（全規模全産業）は、2016年度計画

比で▲1.3%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。近年の3月調査との比較が重要になるが、今回は近年の3月調査での伸び率（15年度▲5.0%、16年度▲4.8%）をかなり上回る計画が示されている。16年度計画が下方修正になっていることから、一部先送りされた分が17年度計画に加算された面もあるとみられるが、それを考慮しても強めであることには変わりない。生産の回復や人手不足等が計画の追い風になっている可能性が高い。

ただし、海外を巡る先行き不透明感はかなり強いことから、海外動向が今後の設備投資の大きなカギになってきそうだ。

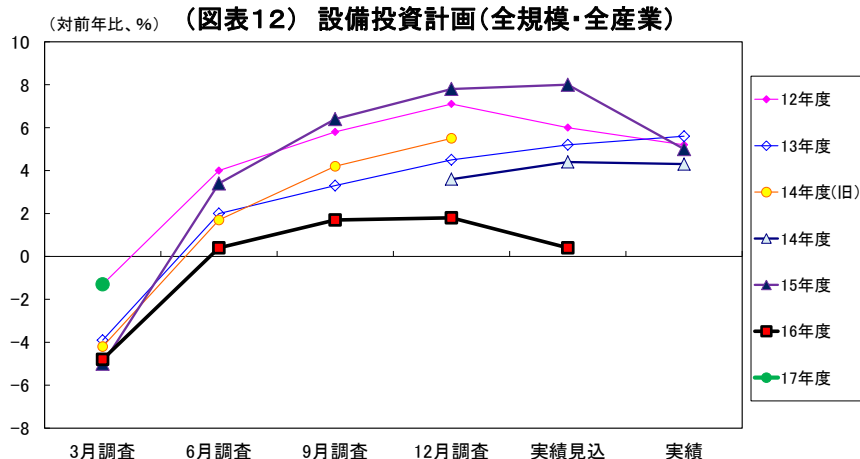
なお、16年度計画（全規模全産業0.4%増）は事前の市場予想（QUICK集計2.1%増、当社予想は2.6%増）を下回る結果であった。一方、17年度計画（全規模全産業1.3%減）は事前の市場予想（QUICK集計4.1%減、当社予想は4.0%減）を上回る結果であった。

(図表11) 設備投資計画と研究開発投資計画 (前年度比・%)

| | | 設備投資計画 | | | 研究開発投資計画 | | |
|------|------|----------------|------|----------------|----------------|-----|----------------|
| | | 2016年度 (計画) | | 2017年度 (計画) | 2016年度 (計画) | | 2017年度 (計画) |
| | | | 修正率 | | | 修正率 | |
| 大企業 | 製造業 | 6.2 | -4.5 | 5.3 | 1.2 | 0.5 | 0.8 |
| | 非製造業 | -1.1 | -3.5 | -2 | 8.8 | 5.6 | 0.3 |
| | 全産業 | 1.4 | -3.9 | 0.6 | 1.8 | 0.9 | 0.7 |
| 中小企業 | 製造業 | -9.4 | 2.0 | -10.6 | 11.1 | 4.4 | 3.4 |
| | 非製造業 | 6.3 | 10.5 | -27.5 | 37.1 | 3.8 | 11.4 |
| | 全産業 | 1.1 | 7.8 | -22.6 | 12.9 | 4.3 | 4.1 |
| 全規模 | 製造業 | 2.1 | -3.3 | 4.4 | 1.7 | 0.6 | 1.0 |
| | 非製造業 | -0.5 | -0.4 | -4.4 | 10.6 | 6.1 | 1.2 |
| | 全産業 | 0.4 | -1.4 | -1.3 | 2.5 | 1.1 | 1.1 |

(注)設備投資は含む土地投資額。修正率は前回調査との対比。リース会計対応ベース。

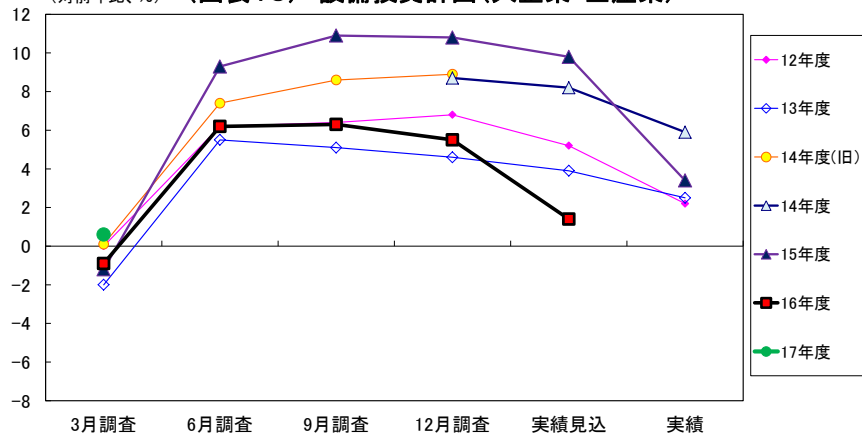
(図表12) 設備投資計画(全規模・全産業)



(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「全国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「全国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。