

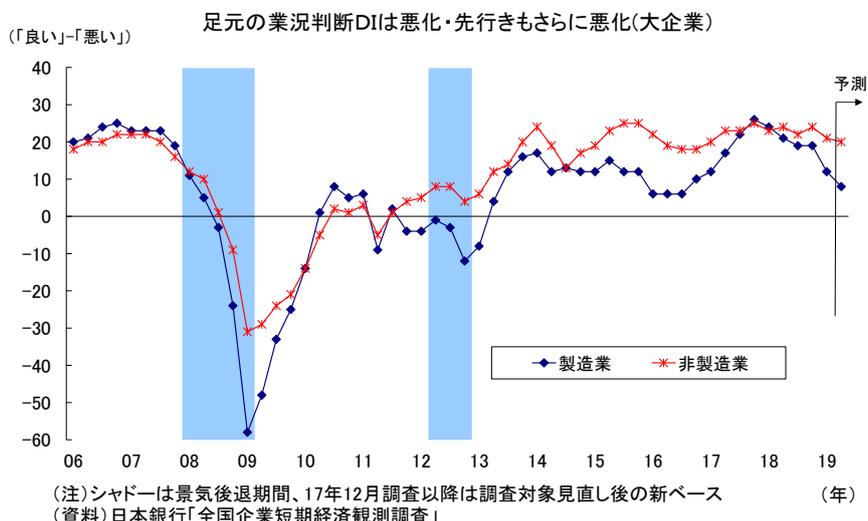
Weekly エコノミスト・ レター

日銀短観(3月調査)

～大企業製造業の景況感悪化が鮮明に、設備投資計画はまずまずだが下振れリスク大

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7ポイント低下し、2四半期ぶりに景況感の悪化が示された。D.I.の低下幅は、6年3ヵ月ぶりの大きさとなる。また、大企業非製造業の景況感もやや悪化した。大企業製造業では中国をはじめとする海外経済減速や貿易摩擦の影響が顕在化したことを受けて、景況感が明確に悪化した。非製造業については堅調な国内消費が下支えとなったものの、人手不足に伴う賃金・運送コスト上昇、海外経済減速や中国のEC法施行に伴うインバウンド需要の鈍化などから、景況感がやや悪化した。
2. 先行きの景況感も幅広く悪化が示された。海外経済の減速懸念が高まっているうえ、米政権による保護主義への警戒も熾っている。今後、米中通商交渉に目処が付いたとしても、次は日本が米国の標的になる可能性が高い。非製造業については、消費税率引き上げを控えた駆け込み需要や改元に伴う10連休への期待が一定の下支えになったものの、人手不足の深刻化懸念や通信料引き下げ圧力などが景況感の押し下げに働いている。
3. 2018年度の設備投資計画(全規模全産業)は前回から横ばいの10.4%増となり、2005年度以来の高い伸びとなった。また、今回新たに公表された2019年度計画(同)は、前年度比2.8%減となった。例年、3月調査では前年割れでスタートする傾向があり、概ね例年並みの結果と言える。事業環境の先行きへの警戒感も強いものの、人手不足に伴う省力化需要や依然高水準の企業収益が下支えとなっている。ただし、事業環境の先行きが流動的であるため、現段階では計画に反映しづらかった面もあるとみられる。今後、貿易摩擦や世界経済減速の影響がより顕在化してくれば、設備投資計画の下方修正圧力になる。下振れリスクは依然として高い。



1. 全体評価：足元の景況感は幅広く悪化、先行きもさらに悪化

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 7 ポイント低下し、2 四半期ぶりに景況感の悪化が示された。D. I. の低下幅は、世界経済低迷や日中関係悪化を受けた 2012 年 12 月調査 (9 ポイント低下) 以来 6 年 3 ヶ月ぶりの大きさとなる。また、大企業非製造業の業況判断 D. I. も 21 と前回比で 3 ポイント悪化した。

前回 12 月調査では、7-9 月期に相次いだ自然災害の影響が剥落したこともあり、4 四半期ぶりに大企業製造業の景況感悪化に歯止めがかかり、非製造業の景況感は持ち直していた。

ただし、前回調査以降、内外経済の減速感が強まった。中国では米中通商摩擦の影響もあって景気減速を示す経済指標が相次ぎ、3 月の全国人民代表大会において経済成長率目標が引き下げられた。欧州の経済指標も冴えず、ECB は今年の成長率見通しを大幅に引き下げた。国内では、中国向け輸出が 1 月に急減した影響などから生産が下振れし、同月の景気動向指数 (一致指数) が大きく下落。その基調判断が「下方への局面変化」へと引き下げられるなど、海外経済減速の悪影響が国内へ波及してきている。実際、その後に発表された 2 月の輸出や生産の戻りも鈍かった。

大きな懸案事項となってきた米中通商摩擦を巡っては、年初以降、両国政府から合意に前向きな姿勢が示され、内外株価の押し上げに繋がったが、未だ合意には至っておらず、企業マインドへの影響は限定的に留まった。

大企業製造業では中国をはじめとする海外経済減速や貿易摩擦の影響が顕在化したことを受けて、景況感が明確に悪化した。特に中国需要の減少が顕著になっている機械系業種の落ち込みが目立っている。非製造業については、堅調な国内消費が下支えとなったものの、人手不足に伴う賃金・運送コスト上昇、海外経済減速や中国の電子商取引法施行に伴うインバウンド需要の鈍化などから、景況感がやや悪化した。

中小企業の業況判断 D.I. は、製造業が前回から 8 ポイント低下の 6、非製造業が 1 ポイント上昇の 12 となった。大企業同様、製造業の景況感は大幅に悪化した。非製造業は若干改善した。

先行きの景況感は幅広く悪化が示された。海外経済の減速懸念が高まっているうえ、米政権による保護主義への警戒も熾っている。今後、米中通商交渉に目処が付いたとしても、次は日本が米国の標的になる可能性が高い。日米通商交渉における自動車輸出規制や為替条項導入の要求といった米政権からの対日圧力の高まりが危惧される状況だ。また、英国の EU 離脱問題についても引き続き難航が予想され、不透明感を払拭できない状況にある。非製造業については、消費税率引き上げを控えた駆け込み需要や改元に伴う 10 連休への期待が一定の下支えになったものの、人手不足の深刻化懸念や通信料引き下げ圧力などが景況感の押し下げに働いている。

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 (QUICK 集計 14、当社予想は 13)、先行き (QUICK 集計 12、当社予想は 11) とともに予想を下回った。大企業非製造業も、足元 (QUICK 集計 22、当社予想は 21)、先行き (QUICK 集計 21、当社予想は 19) とともに予想を若干下回った。

2018 年度の設備投資計画 (全規模全産業) は、前回調査において前年比 10.4% 増へと上方修正

され、12月調査としては2006年度以来の高い伸びとなっていたが、今回調査でも横ばいの10.4%増となり、2005年度以来の高い伸びとなった。

また、今回から新たに調査・公表された2019年度の設備投資計画（全規模全産業）は、2018年度見込み比で2.8%減となった。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翌年度計画が前年割れでスタートする傾向があるため、マイナス自体にあまり意味はない。そこで、近年の3月調査との比較が重要になるわけだが、今回の伸び率は概ね例年並み（直近5年平均は3.2%減）となった。確かに昨年3月調査（0.7%減）や一昨年3月調査（1.3%減）における翌年度計画の伸びを下回っているものの、目立って低い伸びというわけでもない。

事業環境の先行きへの警戒感強いものの、人手不足に伴う省力化需要や依然として高い企業収益水準が下支えとなっている。

しかしながら、事業環境の先行きが極めて流動的であるため、現段階では具体的な計画に反映しづらかったという面もあるとみられる。今後、貿易摩擦や世界経済減速の影響がより顕在化してくれば、設備投資計画の下方修正圧力になる。下振れリスクは依然として高い状況にある。

なお、今回の短観において、景況感の幅広い悪化が確認されたことは、景気・物価の下振れリスクがさらに意識されることに繋がり、日銀の追加緩和観測を高める方向に作用するだろう。

ただし、今回の短観の内容は、追加緩和余地の乏しい日銀に早期の追加緩和を決断させるほどのインパクトはなさそうだ。とりわけ、設備投資計画に今のところ失速感が見られない点大きい。日銀は、「景気は今後持ち直すとみられる」、「2%の物価目標に向けたモメンタムは維持されている」等の強気のスタンスを続け、出きる限り政策の維持を試みるというのがメインシナリオになる。欧米中銀がハト派化する中で「動けない日銀」、「何もしない日銀」とのイメージを払拭するために、遠からずフォワードガイダンスを強化（明確化）する可能性はあるものの、具体的な行動を伴う追加緩和は、副作用増大への懸念から容易に踏み切れないだろう。

リスクシナリオとして、景気の予想以上の減速や急激な円高進行など、やむを得ず具体的な行動を伴う追加緩和に踏み切らなければならなくなった場合には、長短金利の引き下げ等に比べて当座の副作用が小さいETF買入れの増額（6兆円増→10兆円増など）が最有力の候補になるとみられる。

2. 業況判断 D. I. : 総じて悪化、先行きもさらに悪化

全規模全産業の業況判断 D. I. は12（前回比4ポイント低下）、先行きは7（現状比5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7ポイント低下した。業種別では、全16業種中、低下が10業種と上昇の4業種を大きく上回った（横ばいが2業種）。

はん用機械（27ポイント低下）、生産用機械（9ポイント低下）、電気機械（12ポイント低下）など、中国での設備投資需要鈍化の影響を受ける機械系のほか、非鉄金属（21ポイント低下）、石油・石炭（19ポイント低下）、化学（12ポイント低下）など市況低迷の影響を受ける素材業種の悪化が目立った。国内販売が持ち直している自動車（1ポイント上昇）は上昇したが、その上昇幅はわずかに留まった。

先行きについても、低下が10業種と上昇の5業種を大きく上回り、全体では現状比4ポイントの低下となった。

引き続き、生産用機械（9ポイント低下）や電気機械（2ポイント低下）で悪化しているほか、国際競争が厳しい造船・重機（15ポイント低下）、日米通商交渉での米国からの厳しい要求が警戒される自動車（11ポイント低下）などで大幅な悪化が目立つ。

大企業非製造業のD.I.は前回から3ポイント低下の21となった。業種別では、全12業種中、低下が6業種と上昇の5業種をやや上回った（横ばいが1業種）。

卸売（14ポイント低下）をはじめ、中国の電子商取引法施行に伴うインバウンド需要鈍化の影響を受ける小売（1ポイント低下）、人手不足が深刻化している運輸・郵便（8ポイント低下）、対個人サービス（4ポイント低下）、宿泊・飲食サービス（2ポイント低下）などで景況感が悪化した。一方、東京五輪需要や好調なオフィス需要という追い風を受ける建設（4ポイント上昇）、不動産（同）などの改善が下支えとなった。

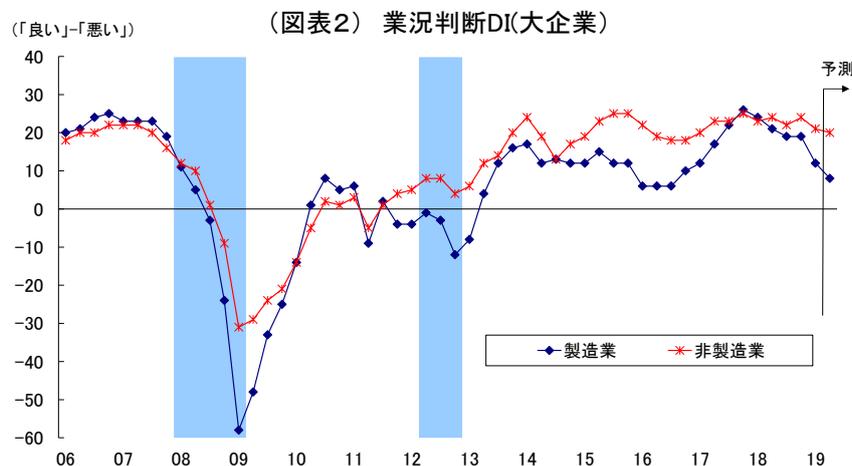
先行きについても、低下が7業種と上昇の4業種を上回り（横ばいが1業種）、全体では1ポイントの低下となった。

政治的な通信料値下げ圧力を受ける通信（15ポイント低下）のほか、人手不足深刻化への懸念が強い建設（10ポイント低下）、不動産（4ポイント低下）、運輸・郵便（3ポイント低下）などで景況感の悪化がみられる。一方、改元に伴う10連休や消費税率引き上げ前の駆け込み需要への期待から、小売（6ポイント上昇）、宿泊・飲食サービス（10ポイント上昇）では持ち直しがみられる。

（図表1）業況判断DI

		2018年12月調査		2019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	19	15	12	-7	8	-4
	非製造業	24	20	21	-3	20	-1
	全産業	21	18	17	-4	14	-3
中堅企業	製造業	17	11	7	-10	3	-4
	非製造業	17	13	18	1	12	-6
	全産業	17	12	13	-4	9	-4
中小企業	製造業	14	8	6	-8	-2	-8
	非製造業	11	5	12	1	5	-7
	全産業	12	6	10	-2	2	-8

（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。



（注）シャドーは景気後退期間、17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」

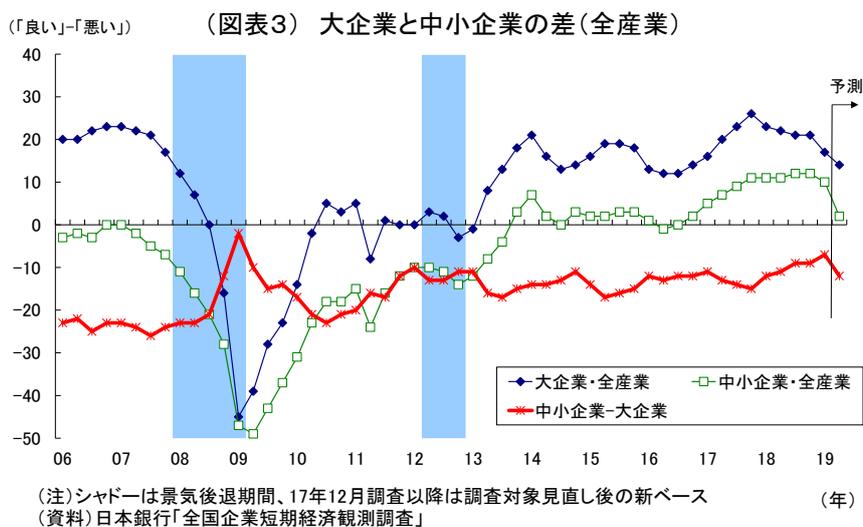
(中小企業)

中小企業製造業の業況判断 D.I.は前回から 8 ポイント低下の 6 となった。業種別では全 16 業種中、ほぼ全てに当たる 15 業種で低下した(横ばいが 1 業種)。大企業同様、はん用機械(17 ポイント低下)、生産用機械(8 ポイント低下)、電気機械(16 ポイント低下)などの機械系のほか、非鉄金属(19 ポイント低下)、化学(13 ポイント低下)など素材業種の悪化が目立つ。

先行きについても、低下が 15 業種と上昇の 1 業種を大きく上回り、全体では 8 ポイントの低下となった。非鉄金属(20 ポイント低下)、はん用機械(15 ポイント低下)、生産用機械(12 ポイント低下)を中心に景況感の幅広い悪化が見込まれている。

中小企業非製造業の D.I.は 12 と前回比で 1 ポイント上昇した。業種別では全 12 業種中、上昇が 6 業種と低下の 4 業種をやや上回った(横ばいが 2 業種)。小売(6 ポイント上昇)や通信(5 ポイント上昇)、情報サービス(4 ポイント上昇)などで改善がみられる。

一方、先行きについては、ほぼ全業種にあたる 11 業種で低下がみられ、全体では 7 ポイントの低下となった。情報サービス(13 ポイント低下)、建設(12 ポイント低下)、運輸・郵便(10 ポイント低下)をはじめ幅広く景況感が悪化しており、大企業では持ち直しがみられた小売(3 ポイント低下)や宿泊・飲食サービス(3 ポイントの低下)でも悪化が見込まれている。中小企業の先行きへの懸念は強い。



3. 需給・価格判断：内外需給はかなり悪化、価格引き上げの動きも弱まる

(需給判断：内外需給はかなり悪化、先行きも改善は見込まれず)

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 5 ポイント低下、非製造業も 1 ポイントの低下となった。製造業の海外需給に至っては前回から 8 ポイントも低下している。内外需給がかなり悪化したことが示されている。

先行きの需給についても総じて改善は見込まれていない。国内需給は製造業で横ばい、非製造業で 2 ポイントの低下が見込まれている。また、製造業の海外需給は 1 ポイントの上昇が見込まれているものの、足元の低下分を殆ど埋められないとの見通しだ。

中小企業の国内需給については、製造業が5ポイント低下する一方で、非製造業が1ポイント上昇した。製造業の海外需給は3ポイント低下している。

先行きについては、国内需給は製造業で2ポイント、非製造業で3ポイント低下、製造業の海外需給も3ポイントの低下と、総じて悪化が示されている（図表4）。

（価格判断：販売価格引き上げの動きが弱まる）

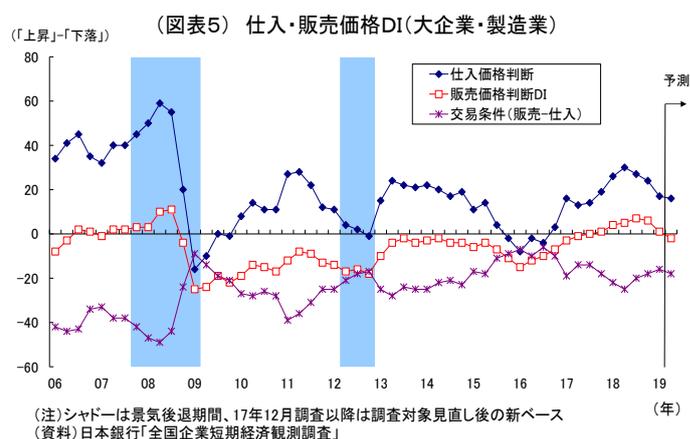
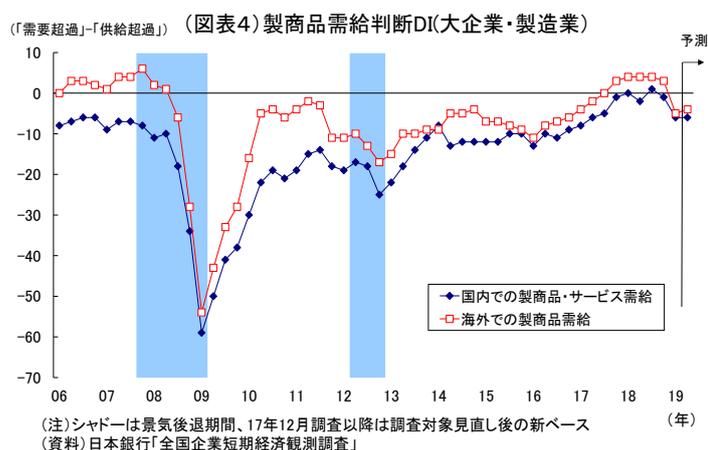
大企業製造業の販売価格判断 D.I.（上昇-下落）は前回から5ポイント低下、非製造業も1ポイント低下した。製造業のD.I.低下は2四半期連続となる。仕入価格下落が販売価格に反映された影響があるが、需給悪化も販売価格引き上げの逆風になったとみられる。

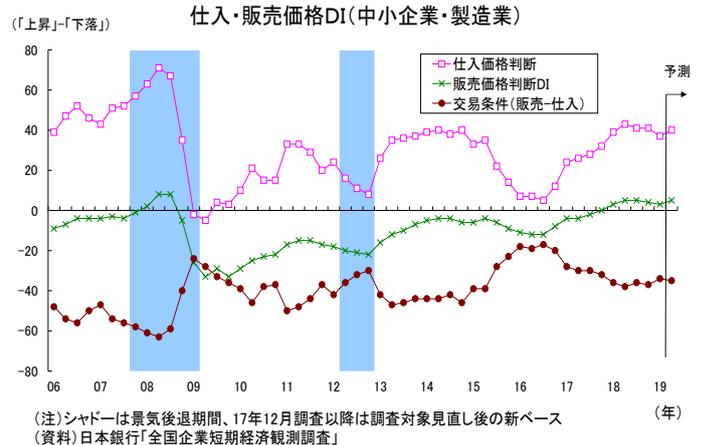
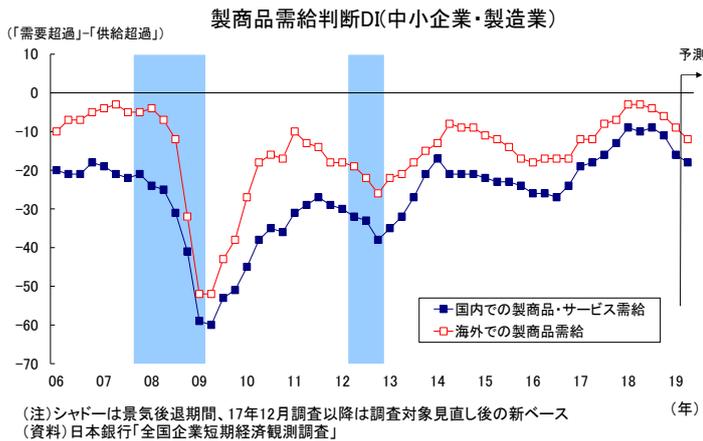
仕入価格判断D.I.は製造業で7ポイント低下、非製造業では4ポイントの低下となった。この結果、差し引きであるマージンは製造業・非製造業ともにやや改善している。

販売価格判断D.I.の3ヵ月後の先行きは、製造業で3ポイント、非製造業で1ポイントの低下が見込まれている。企業の値上げの動きに活発化の兆しはうかがわれない。一方、仕入価格判断D.I.の先行きは製造業で1ポイントの低下、非製造業で1ポイントの上昇となっていることから、マージンはともに小幅に悪化するとの見通しが示されている（図表5）。

中小企業の販売価格判断D.I.は製造業で1ポイント低下したが、非製造業では1ポイント上昇した。一方、仕入価格判断D.I.は製造業で4ポイント低下、非製造業では横ばいであったため、差し引きであるマージンは製造業、非製造業ともにやや改善した。

先行きの販売価格判断D.I.は、製造業、非製造業ともに2ポイント上昇している。しかしながら、仕入価格判断D.I.はそれぞれ3ポイント、5ポイントの上昇が見込まれているため、マージンはともにやや悪化することが見込まれている。





4. 売上・利益計画：2018年度収益は小幅下方修正、2019年度は増収減益計画に

18年度収益計画(全規模全産業)は、売上高が前年比2.4%増(前回は2.7%増)、経常利益が1.5%減(前回は0.8%減)となった。売上高・経常利益ともに小幅に下方修正された。例年、企業は年度始に保守的な利益計画を策定したのち、年度末にかけて上方修正していく傾向が強いものの、今回は海外経済減速の影響が下方修正に繋がった形だ。

なお、18年度想定為替レート(大企業製造業)は109.50円(上期109.64円、下期109.38円)と、前回(109.41円)からごくわずかな修正に留まっている。ただし、同年度の平均レート(実績)は110.91円とさらに円安であったため、今後6月短観で円安方向に修正される可能性が高い。

また、今回から集計・公表された19年度収益計画(全規模全産業)は、売上高が前年比0.8%増、経常利益が0.7%減と、増収減益計画になっている。

経常利益計画はマイナスとなったが、既述のとおり、企業の利益計画は年度始時点では保守的になる傾向が強い。実際、今回の計画は例年の年度始時点と比べると遜色のない水準にある(図表8)。

なお、19年度想定為替レート(大企業製造業)も108.87円(上期108.80円、下期108.93円)と、足下の実勢よりも2円余り円高水準に設定されており、こちらもやや保守的だ。

上記のとおり、2019年度計画では、企業収益の大幅な悪化は見込まれていない。ただし、事業環境の先行きが極めて流動的であるため、現段階では具体的な計画に反映しづらかったという面もあるとみられる。

(図表6) 売上高計画

(前年度比・%)

		2018年度 (見込み)		上期	下期	2019年度 (計画)
			修正率			
大企業	製造業	2.3	-1.1	3.4	1.3	0.5
	国内	2.2	-1.4	3.6	0.8	0.6
	輸出	2.5	-0.5	2.9	2.2	0.5
	非製造業	2.8	-0.4	3.9	1.8	1.1
	全産業	2.6	-0.7	3.7	1.6	0.9
中堅企業	製造業	3.5	-0.6	3.9	3.0	1.4
	非製造業	2.9	0.0	3.2	2.7	2.3
	全産業	3.1	-0.2	3.4	2.8	2.0
中小企業	製造業	1.9	0.2	3.2	0.7	0.1
	非製造業	1.4	0.4	2.6	0.2	-0.4
	全産業	1.5	0.4	2.8	0.3	-0.3
全規模	製造業	2.4	-0.8	3.5	1.4	0.6
	非製造業	2.4	-0.1	3.3	1.5	0.9
	全産業	2.4	-0.3	3.4	1.5	0.8

(注) 修正率は前回調査との対比。

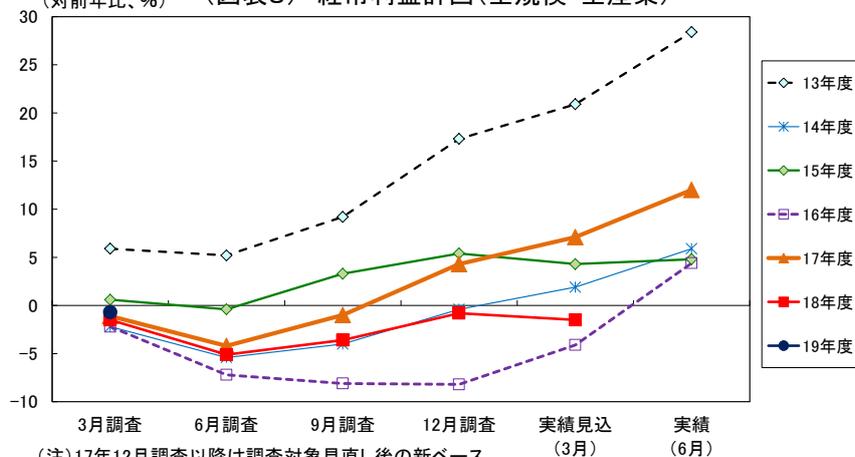
(図表7) 経常利益計画

(前年度比・%)

		2018年度 (見込み)		上期	下期	2019年度 (計画)
			修正率			
大企業	製造業	-1.9	-2.0	5.8	-10.9	-1.3
	素材業種	-4.8	-4.0	3.3	-13.9	-0.2
	加工業種	-0.5	-1.1	6.9	-9.5	-1.8
	非製造業	-0.9	0.9	1.6	-3.7	-1.3
	全産業	-1.4	-0.5	3.6	-7.1	-1.3
中堅企業	製造業	2.9	-3.2	4.1	1.7	2.1
	非製造業	-0.1	0.1	1.3	-1.2	-1.5
	全産業	0.8	-1.0	2.2	-0.3	-0.4
中小企業	製造業	-2.8	-3.4	-1.1	-4.5	0.3
	非製造業	-4.4	0.0	4.4	-11.3	1.6
	全産業	-3.9	-1.0	2.7	-9.5	1.2
全規模	製造業	-1.5	-2.3	4.9	-8.6	-0.7
	非製造業	-1.5	0.5	2.1	-5.0	-0.7
	全産業	-1.5	-0.7	3.3	-6.5	-0.7

(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)



5. 設備投資・雇用：人手不足感は一服、設備投資計画はまずまず

生産・営業用設備判断 D.I.（「過剰」－「不足」）は全規模全産業で前回から横ばいの▲5 となった。また、雇用人員判断 D.I.（「過剰」－「不足」）も前回から横ばいの▲35 となり、企業の人手不足感の高まりは一服している。例年 12 月調査から 3 月調査にかけては人手不足感が強まる傾向が強いという季節性があるが、今回は、生産の減少やインバウンド需要の鈍化などが人手不足感の抑制に働いたと考えられる。ただし、同 D. I. のマイナス幅が記録的な水準を維持していることには変わりがない。

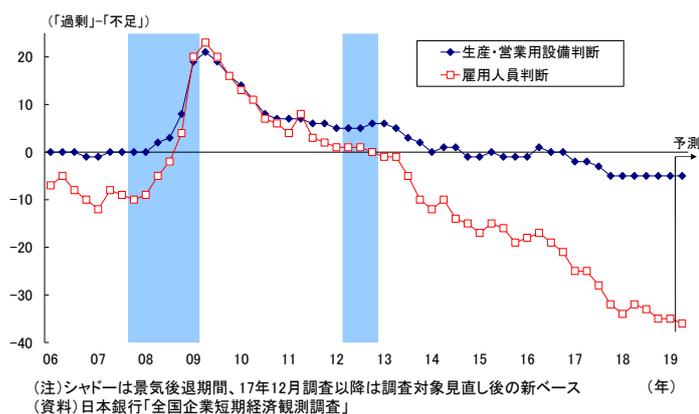
上記の結果、需給ギャップの代理変数とされる「短観加重平均 D.I.」（設備・雇用の各 D.I. を加重平均して算出）も前回から横ばいの▲23.9 ポイントとなり、大幅なマイナス（不足超過）が続いている。

なお、雇用人員判断 D. I. の内訳を見ると、これまで同様だが、製造業（全規模で▲26）よりも、労働集約型産業が多い非製造業（全規模で▲40）で人手不足感が強い。また、企業規模別では、人材調達力や賃金水準の違いによるものとみられるが、中小企業が▲39 と大企業の▲23 を大幅に下回っている。

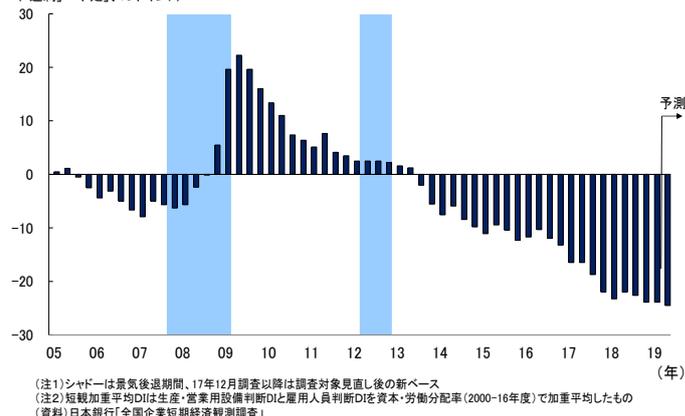
人手不足は製造業・非製造業や企業規模を問わず幅広く共有されているが、特に中小企業非製造業において深刻な状況になっている。

先行きの見通し（全規模全産業）は、設備判断 D. I. で横ばい、雇用判断 D. I. で 1 ポイントの低下が見込まれている。企業の人手の不足感はやや強まるとの見通しが示されているため、「短観加重平均 D. I.」も▲24.5 ポイントへと若干低下する見込み（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



2018 年度の設備投資計画（全規模全産業）は、前回調査において前年比 10.4%増へと上方修正され、12 月調査としては 2006 年度以来の高い伸びとなっていたが、今回調査でも横ばいの 10.4% 増となり、2005 年度以来の高い伸びとなった。

また、今回から新たに調査・公表された 2019 年度の設備投資計画（全規模全産業）は、2018 年度見込み比で 2.8%減となった。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翌年度計画が前年割れでスタートする傾向があるため、マイナス自体にあまり意味はない。そこで、近

年の3月調査との比較が重要になるわけだが、今回の伸び率は概ね例年並み(直近5年平均は3.2%減)となった。確かに昨年3月調査(0.7%減)や一昨年3月調査(1.3%減)における翌年度計画の伸びを下回っているものの、伸び率が目立って低いわけではない。

事業環境の先行きへの警戒感は強いものの、人手不足に伴う省力化需要や依然として高い企業収益水準が下支えとなっている。

しかしながら、事業環境の先行きが極めて流動的であるため、現段階では具体的な計画に反映しづらかったという面もあるとみられる。今後、貿易摩擦や世界経済減速の影響がより顕在化してくれば、設備投資計画の下方修正圧力になる。下振れリスクは依然として高い状況にある。

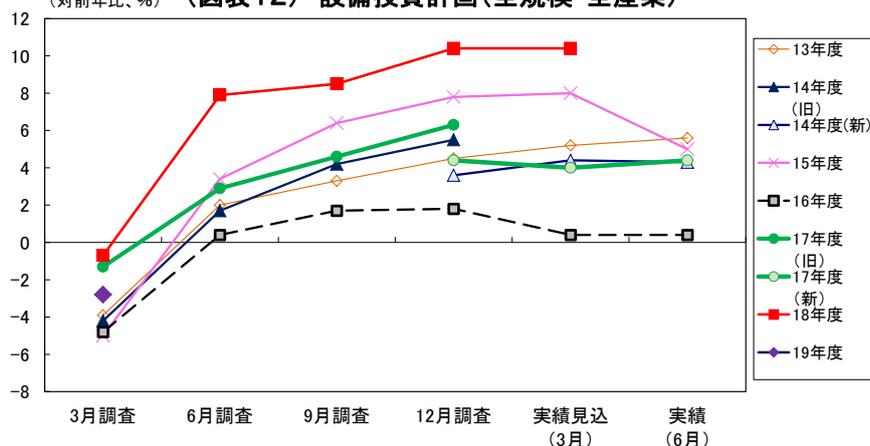
なお、18年度設備投資計画(全規模全産業)は事前の市場予想(QUICK 集計9.0%増、当社予想も9.0%増)を上回る結果であった。また、19年度設備投資計画(全規模全産業)も市場予想(QUICK 集計3.9%減、当社予想も3.9%減)を上回る結果であった。

(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		
		2018年度 (見込み)		2019年度 (計画)	2018年度 (見込み)		2019年度 (計画)
			修正率			修正率	
大企業	製造業	11.0	-4.0	6.2	5.3	1.8	0.8
	非製造業	15.7	1.9	-1.6	1.1	-3.1	0.2
	全産業	13.9	-0.3	1.2	5.0	1.4	0.7
中小企業	製造業	12.7	-2.2	-6.1	4.0	-1.0	7.3
	非製造業	-7.1	6.5	-20.1	25.0	-5.6	-1.9
	全産業	-0.7	3.1	-14.9	6.2	-1.6	6.2
全規模	製造業	11.1	-3.8	2.0	5.1	1.6	1.0
	非製造業	10.0	2.4	-5.6	2.1	-2.7	0.9
	全産業	10.4	0.0	-2.8	4.9	1.2	1.0

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

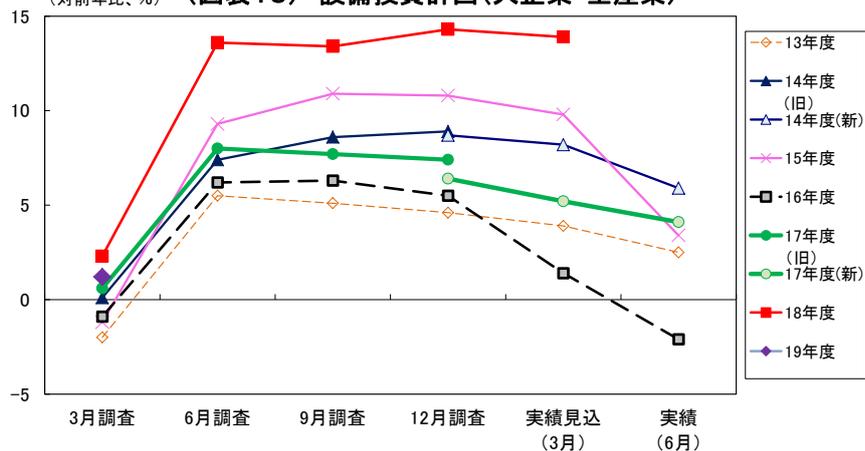
(対前年比、%) (図表12) 設備投資計画(全規模・全産業)



(注)リース会計対応ベース。17年度分12月調査は新旧併記、実績見込み以降は新ベース

(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。17年度分は12月調査は新旧併記、実績見込み以降は新ベース
 (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。