

## 日銀短観(3月調査)予測

～大企業製造業の業況判断DIは7ポイント下落の10と予想、仕入・販売価格の動向に注目

経済研究部 上席エコノミスト 上野 剛志  
TEL:03-3512-1870 E-mail: tueno@nli-research.co.jp

- 3月短観では、自動車産業などでの半導体不足・オミクロン株拡大による生産停止や原材料・燃料価格の上昇が圧迫材料となり、大企業製造業の景況感が7四半期ぶりに悪化すると予想。非製造業でも、原材料・燃料価格の上昇に加えてオミクロン株拡大に伴う外出抑制が逆風となり、対面サービス業を中心に景況感が悪化しそうだ。
- 先行きの景況感も大幅な改善は見込めない。ウクライナ情勢を受けて資源価格の上昇圧力が続くと見られることから、先々の原材料・燃料価格上昇に対する懸念は強いはずだ。製造業では、インフレによる海外経済の減速や供給網の混乱への懸念も加わる。非製造業では、オミクロン株の感染縮小への期待が追い風となるものの、製造業同様、原材料・燃料価格上昇に対する懸念が重荷となるだろう。
- 2021年度の設備投資計画は前年度比7.1%増へやや下方修正されると予想。企業収益の改善が支えになるものの、コロナの感染再拡大や供給制約、原材料高による建設コストの増加などを受けて、設備投資を先送りする動きがやや強まったと見ている。今回から新たに調査・公表される2022年度の設備投資計画は、2021年度見込み比で0.3%増になると予想。足元の収益改善や2021年度計画における先送り分の計上もあり、昨年度3月調査に続いて、前年比で小幅なプラスの伸びが示されると見ている。
- 今回の短観で特に注目されるのは販売価格判断DIと仕入価格判断DIの動きだ。原材料・燃料価格の上昇によって仕入価格が足元でどの程度上昇し、足元の採算(マージン)がどれだけ悪化しているのか、また、今後はどの程度仕入価格が上昇し、販売価格に転嫁されることが見込まれているのかという点は、企業業績や消費者物価の見通しのみならず、その先にある日本経済の行方を占う重要な手がかりになる。

(図表1) 日銀短観業況判断DIの予測表

		12月調査(旧)		12月調査(新)		3月調査(新) (予測)	
		最近	先行き	最近	先行き	最近	先行き
大企業	製造業	18	13	17	13	10	10
	非製造業	9	8	10	9	4	7
	全産業	14	11	14	10	7	9
中堅企業	製造業	6	5	6	6	-1	-2
	非製造業	1	0	2	0	-5	-2
	全産業	3	2	4	3	-3	-2
中小企業	製造業	-1	-1	-1	-1	-9	-10
	非製造業	-4	-6	-3	-6	-11	-13
	全産業	-3	-4	-3	-4	-10	-12

(資料) 12月調査は日本銀行、3月調査予測はニッセイ基礎研究所

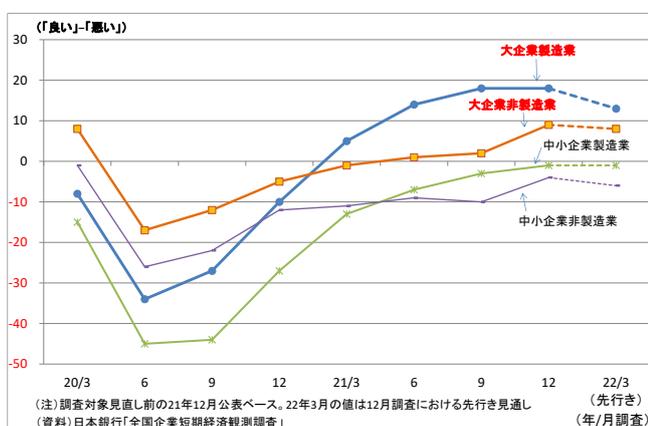
### 3月短観予測：オミクロン・供給制約・原材料高が逆風になり、景況感は幅広く悪化

#### (大企業非製造業の景況感も悪化へ)

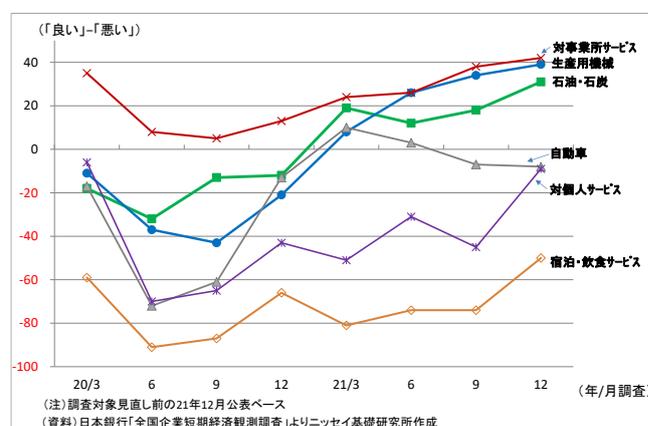
4月1日に公表される日銀短観3月調査では、長引く供給制約や原材料価格の高騰が逆風となり、注目度の高い大企業製造業の業況判断DIが10と前回12月調査から7ポイント下落すると予想する(表紙図表1)。景況感の悪化は7四半期ぶりのこととなる。大企業非製造業も、国内でのオミクロン株の感染拡大と原材料価格の高騰を受けて、業況判断DIが4と前回調査から6ポイント下落すると見込んでいる。

前回の昨年12月調査<sup>1</sup>では、半導体等の部品不足や原材料価格上昇が重荷となり、大企業製造業の景況感が横ばいに留まった一方で、緊急事態宣言解除に伴う人流回復が追い風となった大企業非製造業の景況感は大きく持ち直していた(図表2・3)。

(図表2) 前回調査までの業況判断DI



(図表3) 主な業種の業況判断DI (大企業)



前回調査以降もオミクロン株の拡大と長引く半導体不足によって、工場の稼働停止が断続的に発生し、自動車を中心に生産が下押しされた。また、国内ではオミクロン株の感染が急拡大し、まん延防止等重点措置が幅広く発令されたことで再び人々の外出が抑制され、対面サービス業への逆風が強まった。さらに、2月下旬に起きたロシアによるウクライナ侵攻の影響もあって資源価格が一段と高騰したことで、企業の原材料・燃料価格に対する上昇圧力が高まっている。(図表4~7)。

今回<sup>2</sup>、大企業製造業では、自動車産業などでの半導体不足・オミクロン株拡大による生産停止や原材料・燃料価格の上昇が圧迫材料となり、景況感が悪化するだろう(表紙図表1)。

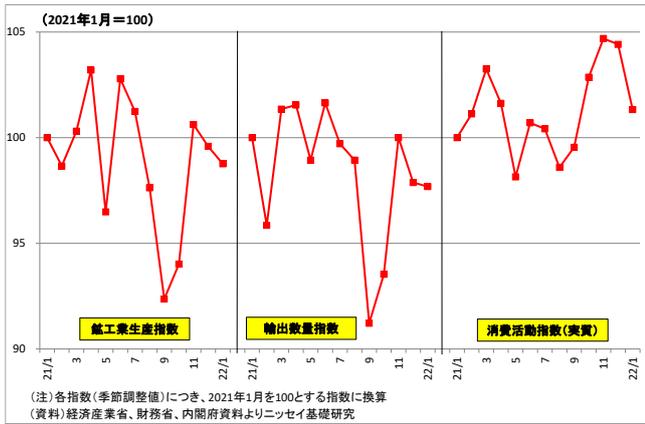
また、非製造業でも、原材料・燃料価格の上昇に加えてオミクロン株拡大に伴う外出抑制が逆風となり、対面サービス業を中心に景況感が悪化しそうだ。

中小企業の業況判断DIは、製造業が▲9、非製造業が▲11とそれぞれ前回から8ポイントの下落を予想している(表紙図表1)。下落の理由は大企業同様だが、中小企業は価格交渉力が相対的に乏しく、大企業よりも原材料価格上昇の影響を受けやすいことから、下落幅がやや大きめになるとみている。

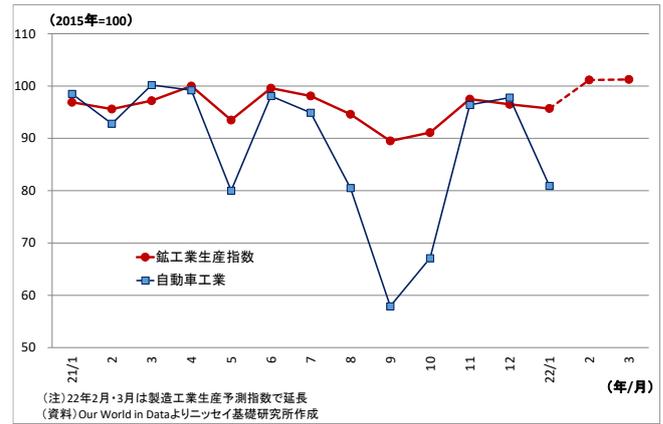
<sup>1</sup> 前回12月調査の基準日は11月29日、今回3月調査の基準日は3月11日(基準日までに約7割が回答するとされる)。

<sup>2</sup> 2021年3月調査より、調査対象企業の定例見直しが実施されることに伴い、予測の前提となる前回12月調査の値は12月公表ベースではなく、調査対象見直し後の再集計ベースの値を使用している。

(図表4) 生産・輸出・消費の動向



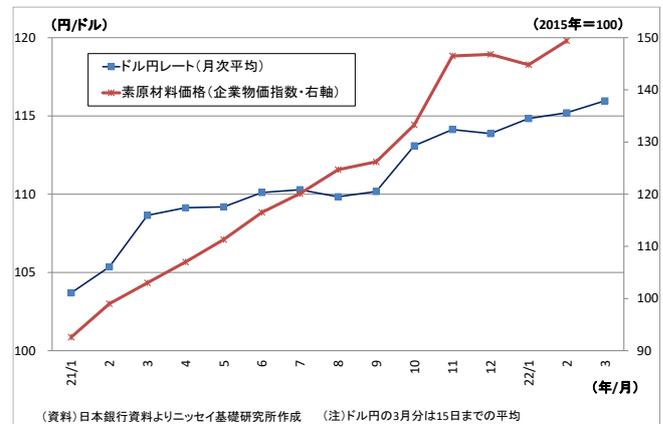
(図表5) 鉱工業生産の動向(実績・予測)



(図表6) 人出の動向(全国)



(図表7) ドル円と原材料取引価格の動向



先行きの景況感も大幅な改善は見込めない(表紙図表1)。ウクライナ情勢の緊迫化を受けて資源価格の上昇圧力が強い状況が続くと見られることから、先々の原材料・燃料価格上昇に対する企業の懸念は強いはずだ。さらに製造業では、インフレ加速に伴う海外経済の減速や供給網の混乱に対する懸念も燻っているとみられることから、先行きにかけての景況感改善は示されないと見込んでいる。一方、非製造業ではワクチン接種の進行もあり、オミクロン株の感染縮小とそれに伴うまん延防止等重点措置の解除への期待が追い風となるものの、製造業同様、原材料・燃料価格上昇に対する懸念が重荷となり、先行きにかけての景況感改善が小幅に留まると見ている。なお、中小企業非製造業については、もともと先行きを慎重に見る傾向が強く、先行きにかけて景況感の改善が示されることが稀であるだけに、今回も小幅な悪化が示されると予想している。

### (設備投資計画はやや下方修正へ)

2021年度の設備投資計画(全規模全産業)は、前年度比7.1%増(前回調査時点では同8.0%増)へやや下方修正されると予想している(図表9・10)。

例年、3月調査(実績見込み)では、中小企業で計画が具体化してくることによって上方修正される反面、大企業で下方修正が入ることで、全体としては若干下方修正される傾向がある<sup>3</sup>。今回は企業収益の改善が支えになるものの、コロナの感染再拡大や供給制約、原材料高による建設コストの増加などを受けて、設備投資を一旦見合わせたり、先送りしたりする動きがやや強まり、例年よ

<sup>3</sup> コロナ禍前の2010～19年度における3月調査での修正幅は平均で▲0.1%ポイント

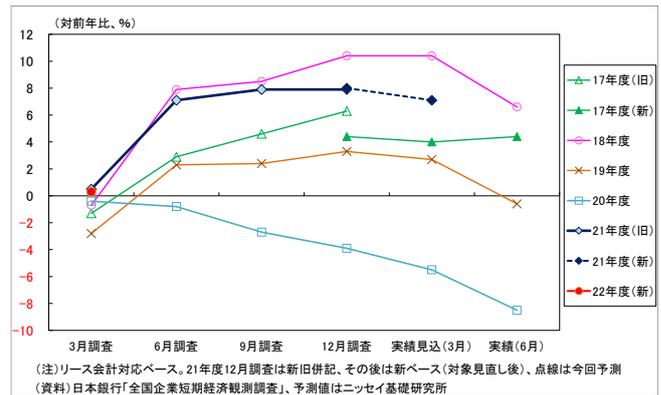
りもやや大きめの下方修正が入ると予想している。

また、今回から新たに調査・公表される 2022 年度の設備投資計画（全規模全産業）は、2021 年度見込み比で 0.3%増になると予想。例年 3 月調査の段階では翌年度計画がまだ固まっていないことから前年割れとなる傾向が強いものの、足元の収益改善や 2021 年度計画における先送り分の計上もあり、昨年度 3 月調査に続いて、前年比で小幅なプラスの伸びが示されると見ている。

（図表 8）設備投資関連指標の動向



（図表 9）設備投資計画推移（全規模全産業）



（図表 10）設備投資計画の予測表

設備投資額(含む土地投資額)		（前年度比:%）					2021年度 計画の 修正率
		12月調査(旧)		12月調査 (新)	3月調査(新) (予測)		
		2020年度	2021年度	2021年度	2021年度	2022年度	
大企業	製造業	-8.8	12.4	12.0	7.6	4.2	-4.4
	非製造業	-8.1	7.5	9.3	8.4	2.3	-0.9
	全産業	-8.3	9.3	10.3	8.1	3.0	-2.2
中小企業	製造業	-12.4	10.3	9.4	8.5	-3.6	-0.9
	非製造業	-6.3	2.3	0.6	5.0	-8.6	4.4
	全産業	-8.5	5.1	3.6	6.2	-6.9	2.6
全規模	製造業	-10.0	11.6	11.7	8.5	2.8	-3.2
	非製造業	-7.5	5.7	6.0	6.2	-1.2	0.2
	全産業	-8.5	7.9	8.0	7.1	0.3	-0.9

(注)リース会計対応ベース。

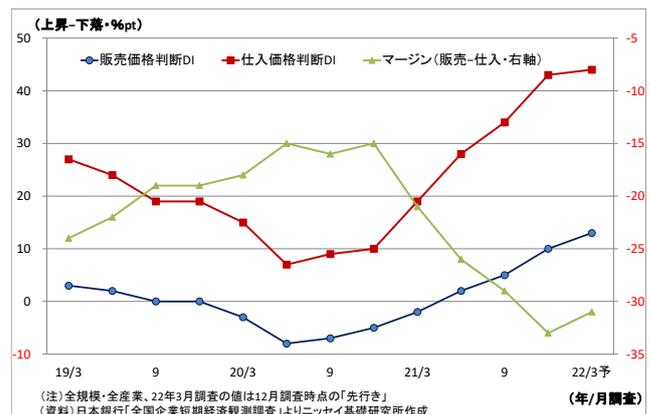
(資料)12月調査は日本銀行、3月調査予測はニッセイ基礎研究所

（注目ポイント：仕入・販売価格判断DI など）

今回の短観で特に注目されるのは販売価格判断DI と仕入価格判断DI の動きだ。資源高によって原材料・燃料価格上昇の上昇が続いているため、足元で仕入価格がどの程度上昇し、企業の採算（マージン）がどれだけ悪化しているのか、また、今後はどの程度仕入価格が上昇し、販売価格に転嫁されることが見込まれているのかが注目される。

このことは、資源価格の上昇がどこまで・どのよう企業業績や消費者物価に波及し、その先に

（図表 11）仕入・販売価格DI（全規模）



ある日本経済に影響するのかを考えるうえでの重要な手がかりになる。

さらに、今回から新たに調査・公表される 2022 年度の事業計画も注目される。長引くコロナ禍やウクライナ情勢の緊迫化なども考慮したうえで、来年度に企業がどれだけの回復を見込んでいるのかが明らかになる。

### (金融政策の関連では物価見通しと資金繰り判断に注目)

今回の短観が日銀の金融政策に与える影響は限定的に留まりそうだ。

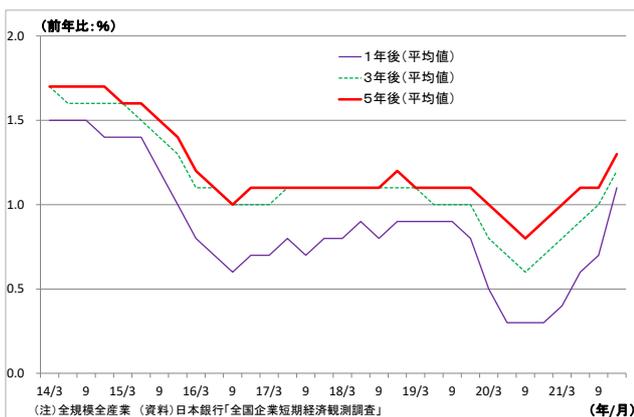
既述の通り、今回の短観では企業の景況感悪化や、設備投資計画も下方修正が予想されるが、コロナ禍初期のような大幅な落ち込みには至らず、日銀による早急な対応が求められるほどの内容にはならない。

また、資源高を受けて、日本の物価上昇率は今後 2%前後に上昇すると見込まれるものの、賃金等への 2 次的波及が見込めず、持続性に欠ける。日銀の理想とする（賃金の上昇を伴った）物価上昇の姿とは大きく異なるため、日銀は今後とも現行の金融緩和を続けざるを得ない。

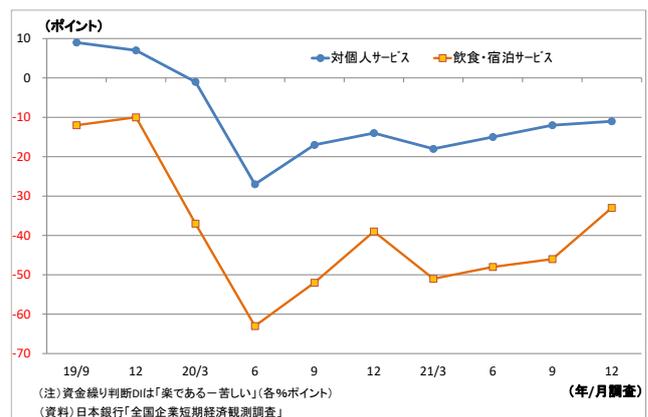
そうした中で日銀のあえて注目されるものとしては、まず企業の物価見通しが挙げられる。当面の緩和縮小は見込まれないものの、企業の中長期的な物価見通し（インフレ期待）が大きく持ち直していくのであれば、将来的な緩和縮小を後押しすることになる。

また、資金繰り判断 DI も引き続きフォローが必要になる。日銀は昨年 12 月に 9 月末までの資金繰り支援策の一部延長を決定している。資金繰り判断 DI は前回調査にかけて改善傾向が続いてきたものの、事業環境の悪化を受けて、宿泊・飲食サービスなど一部の対面サービス業を中心に再び資金繰りが悪化している可能性がある（図表 13）。資金繰りの悪化が示された場合には、日銀がいずれ資金繰り支援策を延長（場合によっては拡充）するという判断を後押しする材料になる。

(図表 12) 企業の物価見通し(全規模)



(図表 13) 資金繰り判断 DI (中小企業対面サービス業)



(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。