

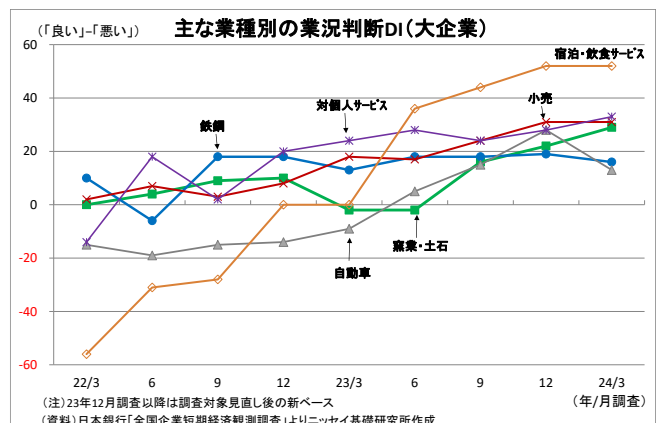
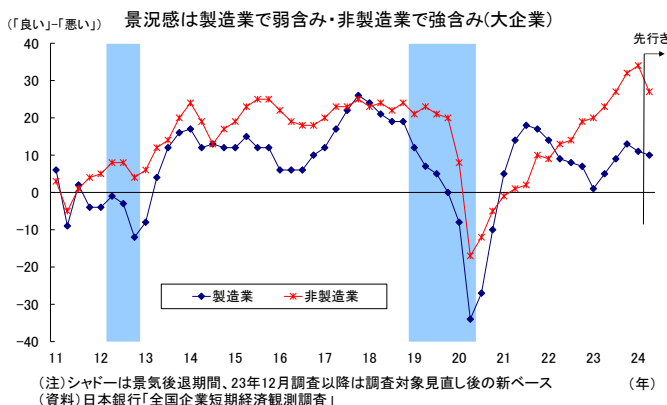
Weekly
エコノミスト・
レター

日銀短観(3月調査)

～景況感の動きは限定的、設備投資計画は堅調維持、値上げ継続姿勢が示唆される

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

- 3月短観では、注目度の高い大企業製造業で4四半期ぶりの景況感悪化が示された。品質不正問題に伴う大規模な自動車生産停止の影響が現れた。一方、大企業非製造業では、株高による資産効果やインバウンド需要増加などが支えとなり、景況感の堅調な推移が示された。
- 先行きの景況感は総じて悪化が示された。大企業製造業では、自動車生産回復の遅れや中国など海外経済の減速懸念が一定の重石となったと考えられ、景況感が弱含んだ。一方、大企業非製造業では、物価上昇に伴う国内消費の腰折れや人手不足の深刻化などへの警戒感が台頭し、先行きに対してかなり慎重な見方が示された。
- 2023年度の設備投資計画(全規模)は前年比10.7%増に下方修正されたが、伸び率は直近10年間で2番目の高水準に当たり、引き続き堅調な投資計画と言える。また、今回から新たに公表された2024年度の設備投資計画(全規模)は前年比で3.3%増となった。収益回復を受けた投資余力の改善に加え、脱炭素・DX・省力化・供給網再構築等に向けた投資需要がプラスに働いたとみられ、近年では23年度3月調査に次ぐ高い伸び率からのスタートとなっている。
- 物価関連項目では、販売価格判断DIの先行き(3か月後)が総じて高止まったほか、企業の物価全般の見通しが各期間(1~5年後)ともに日銀の物価目標である2%を上回る水準が維持され、企業の販売価格の見通し(同)も前回から上方修正されるなど、物価関連項目は総じて高止まりとなっており、企業による値上げ継続姿勢が示唆されている。
- 今回の短観では、堅調な設備投資計画や(値上げ継続に繋がり得る)物価関連項目の高止まり、(賃上げ圧力に繋がり得る)人手不足のさらなる深刻化などが示された。日銀にとっては「賃金と物価の好循環に伴う基調的物価上昇率上昇」への期待を繋ぐ材料になりそうだ。目先の政策変更は想定されないが、将来の追加利上げを後押しする内容と言えるだろう。



1. 全体評価：景況感は製造業で悪化も設備投資は堅調維持、価格転嫁は継続意向

日銀短観 3 月調査¹では、注目度の高い大企業製造業の業況判断 DI が 11 と前回 12 月調査から 2 ポイント下落し、景況感の悪化が示された。品質不正問題に伴って自動車生産・出荷が大規模に停止された影響が現れた。景況感の悪化は 4 四半期ぶりということになる。一方、大企業非製造業では、株高による資産効果やインバウンド需要増などが支えとなり、業況判断 DI が 34（前回は 32）と、引き続き堅調な推移が示された。

ちなみに、前回 12 月調査²において、大企業製造業では供給制約緩和に伴う自動車生産の回復や円安などを受けて、非製造業では経済活動正常化に伴うサービス需要やインバウンド需要の回復などを受けて、それぞれ景況感が改善していた。

今回調査では、既述の通り、昨年末以降に、品質不正問題によって自動車の生産・出荷が大規模に停止された影響が現れた。徐々に生産は再開されているものの、未だ回復途上の段階にある。特殊要因とはいえ、自動車産業は裾野が広いだけに多くの業種に悪影響が及んだ。一方で素材業種では価格転嫁の進展、輸出業種では円安がそれぞれ下支えになった。

大企業非製造業では、物価高による消費の抑制や人手不足が重石になったものの、インバウンド需要の増加や株価上昇による資産効果などが支えとなり、景況感が堅調を維持した。

中小企業の業況判断 DI については、製造業が前回から 3 ポイント下落の▲1、非製造業が 1 ポイント下落の 13 となった。大企業同様、製造業景況感の悪化が目立つが、非製造業も弱含んでおり、人手不足深刻化の影響がうかがわれる。

先行きの景況感については総じて悪化が示された。大企業製造業では、自動車生産回復の遅れや、中国など海外経済減速懸念が一定の重石となったと考えられ、景況感が弱含んだ。

一方、大企業非製造業では、物価上昇に伴う国内消費の腰折れや人手不足の深刻化などへの警戒感が台頭し、先行きに対してかなり慎重な見方が示された。

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、足元の景況感が市場予想（QUICK 集計予測値 10、当社予想は 9）を若干上回った一方、先行きの景況感では予想（QUICK 集計予測値 11、当社予想は 12）を若干下回った。大企業非製造業についても、足元の景況感が市場予想（QUICK 集計 33、当社予想も 33）を若干上回ったものの、先行きの景況感では市場予想（QUICK 集計 31、当社予想は 29）をかなり下回っている。

2023 年度の設備投資計画（全規模全産業）は前年比 10.7%増となり、前回 12 月調査（11.8%増）からやや下方修正された。

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によって上方修正さ

¹ 今回、調査対象企業の定例見直しを実施されたことに伴い、文中の前回 12 月調査の値は昨年 12 月短観での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。グラフについては、設備・ソフトウェア投資のみ新・旧ベースを併記、その他は前回 12 月調査以降について新ベースで作成。

² 前回 12 月調査の基準日は 11 月 27 日、今回 3 月調査の基準日は 3 月 13 日（基準日までに約 7 割が回答するとされる）。

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り³、今回も同様のパターンとなった。ただし、3月調査における前年比10.7%増という伸び率は、直近10年間で2番目の高水準に当たり、引き続き堅調な投資計画と言える。一方、人手不足による工事の遅れや資材価格高騰を受けて、年度前半の投資が低迷していたことから、今後、翌年度計画への先送りが発生しやすい点には留意を要する。

また、今回から新たに調査・公表された2024年度の設備投資計画（全規模全産業）は、2023年度見込み比で3.3%増となった。従来、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かった⁴。しかし、2024年度については、収益回復を受けた投資余力の改善に加え、脱炭素・DX・省力化・供給網再構築等に向けた投資需要の存在がプラスに働いたとみられ、23年度3月調査に次ぐ高い伸び率からのスタートとなっている。

物価関連項目では、販売価格判断DIについては、総じて先行き（3か月後）にかけて高止まりが示されており、当面値上げが続けられる見通しが示されている。

また、企業の物価全般の見通し（全規模）は、各期間（1年後・3年後・5年後）ともに日銀の物価目標である2%を上回る水準が維持されているほか、企業の販売価格の見通し（全規模・1年後・3年後・5年後）も前回から上方修正されるなど、物価関連項目は総じて高止まりとなっており、企業による値上げ継続姿勢が示唆されている。

日銀は3月MPM（3/18-19開催）で、「2%の物価目標が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至った」として大規模緩和の正常化に踏み切り、マイナス金利政策の解除・YCC（長短金利操作）の撤廃等を決定した。一方で、「現時点の経済・物価見通しを前提とすれば、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている」と声明文に明記したうえ、これまでと概ね同程度の金額での長期国債買入れを継続するとし、さらなる正常化を急がない姿勢を示している。その際、植田総裁は今後の追加利上げの条件として、「基調的物価上昇率の上昇」や「物価見通しの上振れ」を挙げている。

今回の短観では、注目度の高い大企業製造業の景況感こそやや悪化したものの、日銀としては、あくまで品質不正問題という一時的な特殊要因の影響と位置付けて、大きく問題視することはないだろう。むしろ、来年度にかけての堅調な設備投資計画や（値上げ継続に繋がり得る）物価関連項目の高止まり、（賃上げ圧力に繋がり得る）人手不足深刻化が示されたことで、日銀にとって「賃金と物価の好循環に伴う基調的物価上昇率上昇」への期待を繋ぐ材料になりそうだ。

日銀は今週正常化に踏み切ったばかりであり、当面は慎重に情勢を見定める時間帯であるため、今回の短観が決め手となって早期の追加利上げに踏み切る事態は想定されない。ただし、将来の追加利上げを後押しする内容と言えるだろう。

2. 業況判断DI：製造業は弱含み・非製造業は横ばい、先行きは非製造業で悪化

全規模全産業の業況判断DIは12（前回比1ポイント下落）、先行きは9（現状比3ポイント下落）となった。大企業について、製造・非製造業別の状況は以下のとおり。

³ 直近10年間（2013～22年度）における3月調査（実績見込み）での修正幅は平均で▲0.9%ポイント。

⁴ 直近10年間（2014～23年度）の3月調査（新年度計画）における伸び率は平均で前年比▲1.4%。

(大企業)

大企業製造業の業況判断 DI は 11 と前回調査から 2 ポイント下落した。業種別では、全 16 業種中、上昇が 8 業種と下落の 7 業種をやや上回った（横ばいが 1 業種）。

品質不正問題に伴って大規模に生産が停止した自動車（15 ポイント下落）のほか、自動車生産停止の余波を受けたとみられる非鉄金属（9 ポイント下落）、鉄鋼（3 ポイント下落）などで下落が目立った。一方、価格転嫁の進展が寄与したとみられる石油・石炭（9 ポイント上昇）、窯業・土石（7 ポイント上昇）、食料品（6 ポイント上昇）のほか、大幅な受注残を有し円安の追い風も受けた造船・重機（9 ポイント上昇）などが景況感の支えとなった。

先行きについては下落が 8 業種と上昇の 6 業種を上回り（横ばいが 2 業種）、全体では 1 ポイントの下落となった。

世界経済の減速や円高、自動車生産回復の遅れなどへの警戒感の表れとみられるが、自動車（5 ポイント下落）、鉄鋼（16 ポイント下落）、非鉄金属（3 ポイント下落）、造船・重機（13 ポイント下落）などのほか、値上げの悪影響が懸念される食料品（12 ポイント下落）の下落が目立つ。

大企業非製造業の業況判断 DI は前回から 2 ポイント上昇の 34 となった。業種別では、全 12 業種中、上昇が 6 業種と下落の 3 業種を上回った（横ばいが 3 業種）。

再開発需要が続く不動産（6 ポイント上昇）、建設（4 ポイント上昇）、インバウンド需要増加の追い風を受ける運輸・郵便（8 ポイント上昇）、対個人サービス（娯楽業を含む、5 ポイント上昇）などで上昇が目立つ。宿泊・飲食サービス（横ばい）は横ばいながら、DI（52）は高水準をキープした。

先行きについては、下落が 10 業種と上昇の 2 業種を大きく上回り、全体では 7 ポイントの下落となった。

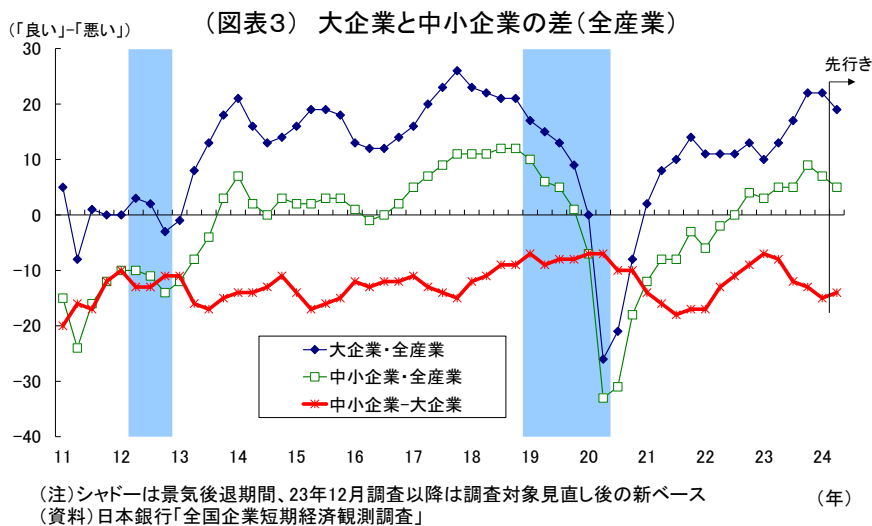
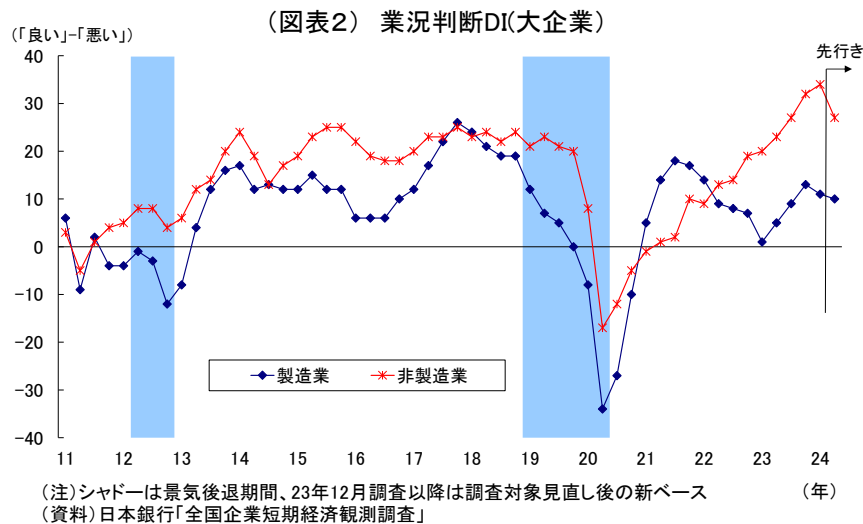
人手不足の深刻化懸念を受けたとみられる建設（3 ポイント下落）、不動産（7 ポイント下落）、人手不足に加えて物価高による消費下振れ懸念が根強いとみられる宿泊・飲食サービス（10 ポイント下落）、小売（5 ポイント下落）、対個人サービス（3 ポイント下落）など幅広く下落がみられる。

(図表1) 業況判断DI

(「良い」-「悪い」・%ポイント)

		2023年12月調査		2024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	13	8	11	-2	10	-1
	非製造業	32	27	34	2	27	-7
	全産業	22	17	22	0	19	-3
中堅企業	製造業	6	5	6	0	5	-1
	非製造業	19	15	20	1	15	-5
	全産業	14	11	14	0	11	-3
中小企業	製造業	2	0	-1	-3	0	1
	非製造業	14	7	13	-1	8	-5
	全産業	9	5	7	-2	5	-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。



3. 価格判断：値上げ意向は継続、企業の物価見通しは高止まり

大企業製造業の仕入価格判断DI(上昇-下落)は前回から1ポイント上昇の42、非製造業は3ポイント上昇の43となった。輸入物価の底打ちに加え、各種コスト増加圧力を受けて、仕入価格の増勢が再びやや強まったようだ。

一方、販売価格判断DIは製造業で2ポイント低下の25、非製造業では2ポイント上昇の27とまちまちとなった。ただし、製造業、非製造業ともに販売価格判断DIの水準は高止まりしている。

製造業では仕入価格判断DIが上昇する一方で販売価格判断DIが低下、非製造業では仕入価格判断DIの上昇幅を販売価格判断DIの上昇幅が下回ったため、差し引きであるマージン(採算)はともにやや縮小している。

仕入価格判断DIの3か月後の先行きは大企業製造業、非製造業ともに1ポイント低下。販売価格判断DIの3か月後の先行きは、大企業製造業で1ポイントの低下、非製造業で1ポイントの上昇とそれぞれ小動きが見込まれている。製造業、非製造業ともに販売価格判断DIの先行きの水準は高止まりしており、値上げを継続する意向が現れている。

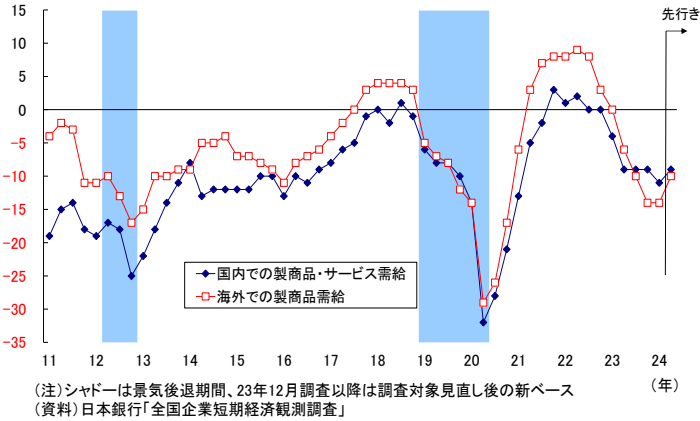
なお、中小企業では、仕入価格判断DIの先行きとして、製造業、非製造業ともに3ポイントの

上昇が見込まれているのに対し、販売価格判断 DI の先行きは製造業で 7 ポイント上昇、非製造業で 6 ポイント上昇と仕入価格を上回る値上げが見込まれている。中小企業ではこれまで仕入価格上昇の販売価格への転嫁が遅れ、マージンが圧迫されてきたうえ、人件費等のコスト上昇もあり、値上げの必要性が高まっていると考えられる。

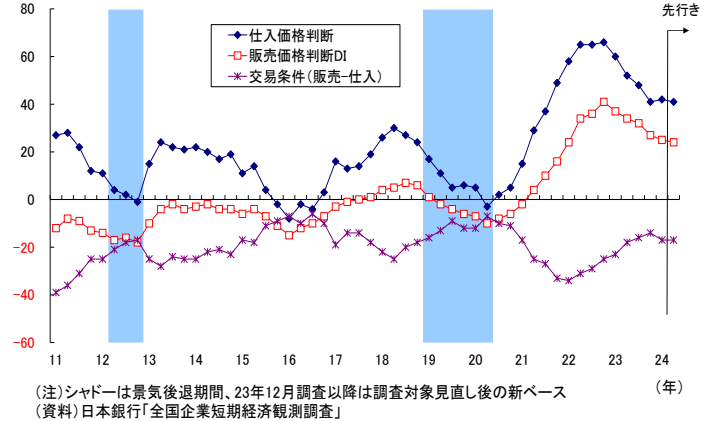
なお、同じく物価関連では、企業の物価全般の見通し（全規模）は引き続き高止まりしている。具体的には、1年後が前年比 2.4%、3年後が 2.2%、5年後が 2.1%と、それぞれ前回から横ばいで日銀の物価目標である 2%を上回った状況が維持されている。

また、企業の販売価格の見通し（全規模）は 1年後が現状比 2.7%増（前回は 0.1%ポイント）、3年後が 4.0%増（同 0.3%ポイント）、5年後が 4.7%増（同 0.3%ポイント）とそれぞれ上方修正されており、中長期的な値上げ意向が反映されている。

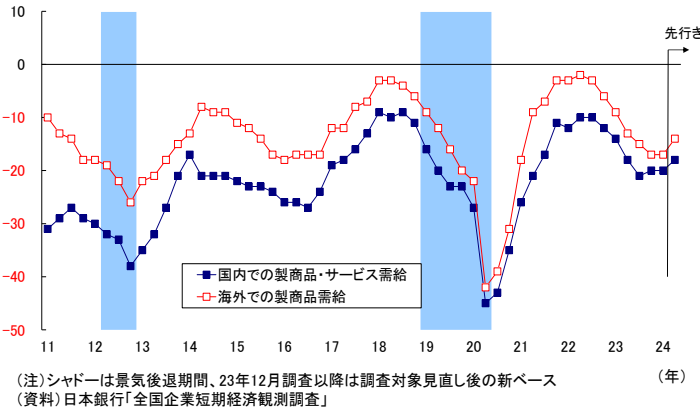
（「需要超過」-「供給超過」）（図表4）製商品需給判断DI(大企業・製造業)



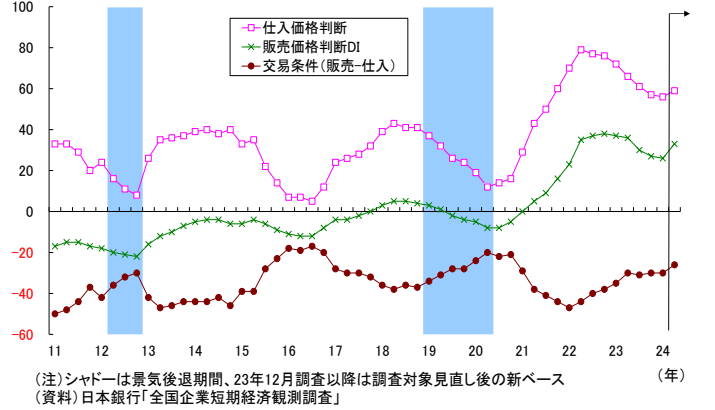
（「上昇」-「下落」）（図表5）仕入・販売価格DI(大企業・製造業)



（「需要超過」-「供給超過」）製商品需給判断DI(中小企業・製造業)



（「上昇」-「下落」）仕入・販売価格DI(中小企業・製造業)



4. 売上・利益計画：23年度収益は上方修正、24年度は増収減益スタート

2023年度収益計画（全規模全産業）は、売上高が前年比 2.7%増（前回は 2.5%増）、経常利益が 6.9%増（前回は 3.2%増）とそれぞれ上方修正された。例年、経常利益計画は初回の 3月調査時点で保守的に見積もられて前年比で小幅なマイナス圏でスタートし、6月調査で比較対象となる前年度分の上方修正などを受けてやや下方修正されるが、9月調査以降は、景気が悪化していない限り、上方修正が続く傾向が強い。

今回も同様のパターンとなり、もともと保守的ぎみであった想定を実績が上回ったことが上方修正に繋がったとみられる。

なお、2023年度の想定ドル円レート（全規模・全産業ベース）は140.36円と、前回（139.38円）から1円程度円安方向に修正されたが、年度の実績（144.6円）との対比では、かなりの円高水準に留まっている。短観の想定為替レートは修正に時間がかかる傾向があるためだ。従って、今後6月調査（実績）で想定為替レートが円安方向に修正されることで、輸出企業が牽引する形で全体の収益計画が上方修正される余地が残っている。

また、今回から集計・公表された2024年度収益計画（全規模全産業）は、売上高が前年比1.0%増、経常利益が同3.0%減となっている。

例年、経常利益計画は年度始時点では保守的に見積もられ、前年比で小幅なマイナスでスタートする傾向が強く、今回も同様となった。また、今後は賃上げに伴う景気回復が期待される一方で、中国など海外経済の減速や物価高による消費減速などの下振れリスクが残るため、とりあえず小幅な減益に仮置きして様子見している企業も多いと推測される。

なお、2024年度の想定ドル円レート（全規模・全産業ベース）は141.42円（上期141.60円、下期141.25円）と、足下の実勢（151円台）から大幅な円高水準に設定されている。米FRBによる利下げ開始や、日銀による利上げなどによる円高の進行が見込まれていると考えられる。

（図表6）売上高計画（前年度比・%）

		2023年度 (見込み)				2024年度 (計画)
			修正率	上期	下期	
大企業	製造業	3.4	-0.5	4.2	2.7	0.8
	国内	4.0	-0.7	5.1	3.0	0.7
	輸出	2.3	-0.1	2.5	2.1	1.0
	非製造業	1.5	0.3	2.6	0.5	1.0
	全産業	2.3	0.0	3.3	1.4	0.9
中堅企業	製造業	1.9	-0.3	1.4	2.4	1.9
	非製造業	3.7	0.7	4.7	2.9	1.8
	全産業	3.2	0.4	3.8	2.8	1.8
中小企業	製造業	2.1	-0.1	3.4	0.8	1.5
	非製造業	3.1	0.7	5.1	1.4	0.1
	全産業	2.9	0.5	4.7	1.2	0.4
全規模	製造業	2.9	-0.4	3.5	2.3	1.2
	非製造業	2.6	0.5	3.9	1.4	0.9
	全産業	2.7	0.2	3.8	1.7	1.0

（注）修正率は前回調査（対象見直し後の新ベース）との対比。

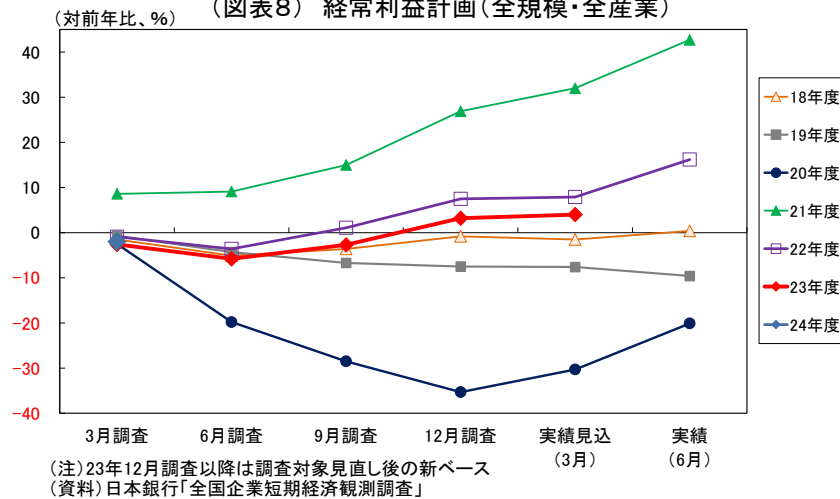
(図表7) 経常利益計画

(前年度比・%)

		2023年度 (見込み)		上期	下期	2024年度 (計画)
			修正率			
大企業	製造業	7.4	4.3	4.5	11.6	-4.0
	素材業種	-5.5	3.5	-17.4	16.6	-8.3
	加工業種	12.0	4.5	13.5	10.1	-2.6
	非製造業	8.7	2.3	27.1	-10.1	-3.4
	全産業	8.0	3.3	14.7	0.0	-3.7
中堅企業	製造業	1.5	3.4	-16.9	25.0	-5.4
	非製造業	5.9	6.0	10.9	1.9	-2.5
	全産業	4.5	5.2	0.5	8.3	-3.4
中小企業	製造業	2.2	2.2	0.7	3.7	0.8
	非製造業	5.2	3.9	16.2	-3.1	0.1
	全産業	4.4	3.5	11.9	-1.6	0.3
全規模	製造業	6.3	4.0	1.8	12.4	-3.7
	非製造業	7.4	3.3	22.1	-6.0	-2.5
	全産業	6.9	3.6	12.2	1.1	-3.0

(注)修正率は前回調査(対象見直し後の新ベース)との対比。

(図表8) 経常利益計画(全規模・全産業)

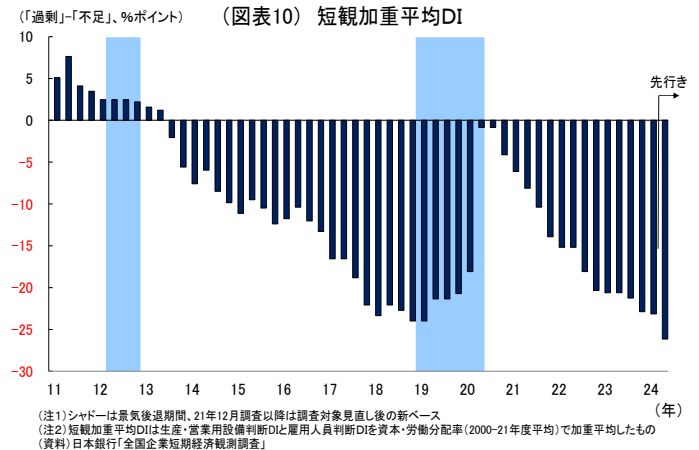
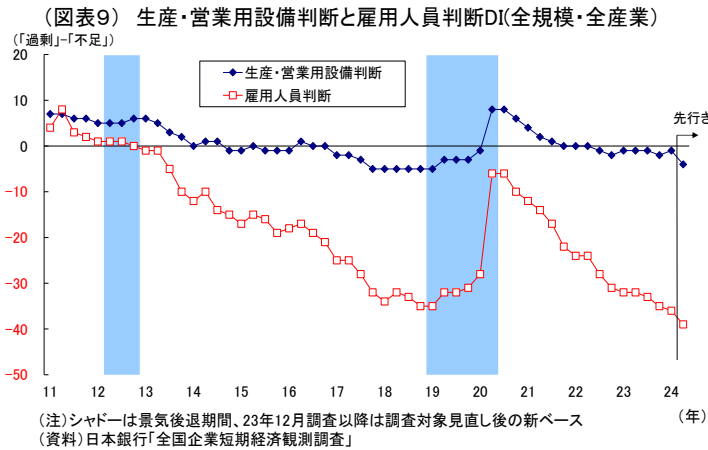


5. 設備・雇用：設備投資計画は堅調維持、人手不足感は33年ぶりの水準に

生産・営業用設備判断DI(「過剰」－「不足」)は、全規模全産業で前回から1ポイント上昇の▲1となった。設備の需給は概ね均衡ながら、若干不足ぎみの状況が続いている。

一方、雇用人員判断DI(「過剰」－「不足」)は、全規模全産業で前回から1ポイント低下の▲36となった。コロナ禍で一旦縮小したDIのマイナス幅は、コロナ禍前のピーク(2018年12月調査・2019年3月調査の▲35)を超え、1991年以来約33年ぶりの水準を記録した。人手を多く要する対面サービス需要の回復や少子化の影響を受けて人手不足感がさらに強まってきている。

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DI」(設備・雇用の各DIを加重平均して算出)も前回から0.2ポイント低下の▲23.1となり、2019年3月調査以来のマイナス幅となった。



先行きの見通し(全規模全産業)は、設備判断DIが▲4、雇用人員判断DIが▲39と各3ポイントの低下が見込まれており、設備・雇用ともに不足感がさらに強まる見通しになっている。この結果、「短観加重平均DI」も▲26.1と足元からさらに3.0ポイント低下する見込みとなっている。

2023年度の設備投資計画(全規模全産業)は前年比10.7%増となり、前回12月調査(11.8%増)からやや下方修正された。

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り⁵、今回も同様のパターンとなった。ただし、3月調査における前年比10.7%増という伸び率は、直近10年間で2番目の高水準に当たり、引き続き堅調な投資計画と言える。一方、人手不足による工事の遅れや資材価格高騰を受けて、年度前半の投資が低迷していたことから、今後、翌年度計画への先送りが発生しやすい点には留意を要する。

また、今回から新たに調査・公表された2024年度の設備投資計画(全規模全産業)は、2023年度見込み比で3.3%増となった。従来、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かった⁶。しかし、2024年度については、収益回復を受けた投資余力の改善に加え、脱炭素・DX・省力化・供給網再構築等に向けた投資需要の存在がプラスに働いたとみられ、23年度3月調査に次ぐ高い伸び率からのスタートとなっている。

2023年度設備投資計画(全規模全産業で前年比10.7%増)は市場予想(QUICK集計9.4%増、当社予想は9.3%増)を上回る結果だった。さらに、2024年度設備投資計画(全規模全産業で前年比3.3%増)も市場予想(QUICK集計2.2%増、当社予想も2.2%増)をやや上回る結果だった。

2023年度のソフトウェア投資額(全規模全産業)は前回(14.6%増)から下方修正されたものの、前年度比11.0%増と大幅な増額計画が維持されている。企業において、オンライン需要への対応や生産性向上・省力化等に向けた業務のIT化が加速している証左とみられ、前向きな動きと言える。特に人手不足感の強い中小企業では2割を超える伸びが示されている。また、今回から新たに調査・公表された2024年度の計画(全規模全産業)も2023年度比6.6%増と引き続き堅調な伸びが示さ

⁵ 直近10年間(2013~22年度)における3月調査(実績見込み)での修正幅は平均で▲0.9%ポイント。

⁶ 直近10年間(2014~23年度)の3月調査(新年度計画)における伸び率は平均で前年比▲1.4%。

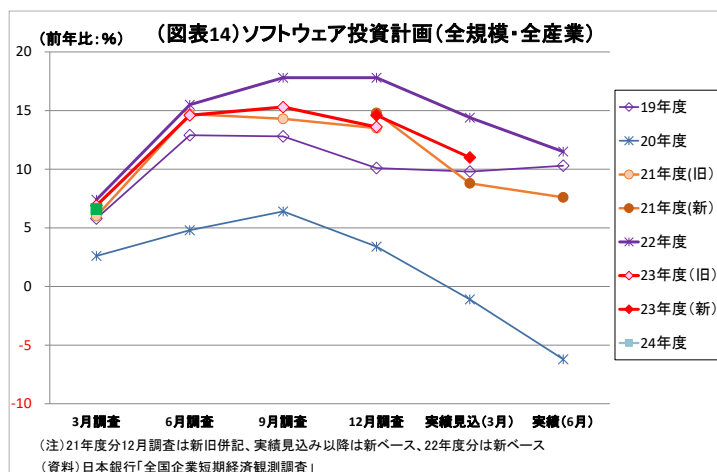
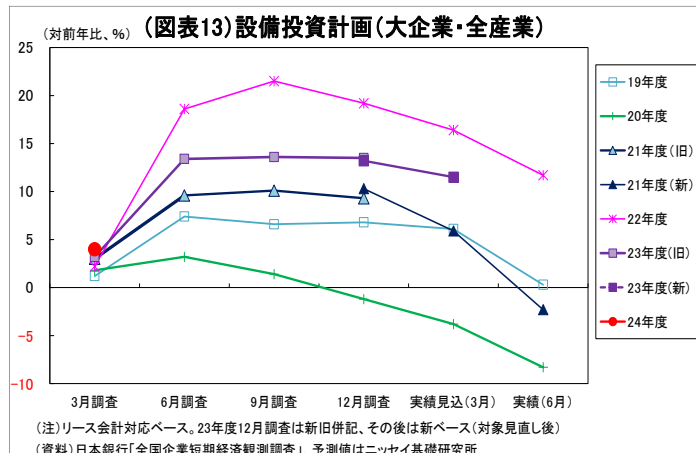
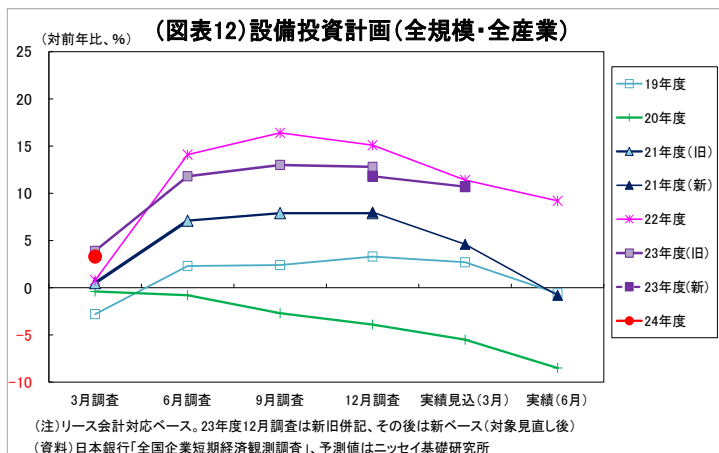
れている。

(図表11) 設備投資計画とソフトウェア投資計画 (前年度比・%)

		設備投資計画			ソフトウェア投資計画		
		2023年度 (見込み)		2024年度 (計画)	2023年度 (見込み)		2024年度 (計画)
			修正率			修正率	
大企業	製造業	14.5	-2.8	8.5	16.1	-2.6	6.6
	非製造業	9.8	-0.7	1.5	6.3	-3.2	6.5
	全産業	11.5	-1.5	4.0	9.8	-3.0	6.5
中小企業	製造業	-8.6	-4.7	3.6	12.4	-7.8	11.4
	非製造業	18.9	2.7	-6.9	23.3	-6.5	2.1
	全産業	8.4	0.2	-3.6	20.3	-6.9	4.5
全規模	製造業	9.4	-3.3	8.2	16.1	-3.1	7.0
	非製造業	11.6	0.4	0.5	8.5	-3.2	6.4
	全産業	10.7	-1.0	3.3	11.0	-3.2	6.6

(注1) 設備投資は含む土地投資額(リース会計対応ベース)。

(注2) 修正率は前回調査(対象見直し後の新ベース)との対比。



(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。