

2018年3月20日 全4頁

2018年3月日銀短観予想

製造業に変調の兆しが出始める可能性

経済調査部

シニアエコノミスト 長内 智

エコノミスト 小林 俊介

[要約]

- 4月2日に公表予定の2018年3月日銀短観において、大企業製造業の業況判断DI（最近）は25%pt（前回調査からの変化幅：0pt）、大企業非製造業の業況判断DI（最近）は25%pt（同：+2pt）と予想した。なお、円高進行の影響に関しては、為替ヘッジによって当面影響を抑えられる企業が少なくないことから、3月日銀短観では円高進行の影響が一定程度緩和されるとみている。
- 大企業製造業の業況判断DIは、これまでの改善ペースが速かった反動がマイナスに作用することや、足下の輸出と生産の弱さ、さらには2017年末以降の円高進行を受けて、横ばいになると予想した。大企業非製造業は、堅調なインバウンド需要や、運送料と郵便料金の値上げの動きなどに支えられ、3四半期ぶりに改善すると予想した。
- 2017年度の設備投資計画（全規模全産業、含む土地、ソフトウェアと研究開発投資額は含まない）は前年度比+6.0%と、前回の12月短観（同+6.3%）から下方修正されると予想した。前年度比や修正パターンを総じてみると、3月短観で見る日本企業の設備投資計画は堅調な内容になると想定している。2018年度の設備投資計画（全規模全産業）は前年度比▲5.1%とマイナス成長を予想する。ただし、このマイナス幅自体は概ね例年並みになると想定した。

図表1：業況判断DIの予想

(DI、%pt)	2017年 9月調査	2017年12月調査			2018年3月調査（予想）			
		最近	変化幅	先行き	最近	変化幅	先行き	変化幅
大企業 製造業	22	25	3	19	25	0	21	▲4
大企業 非製造業	23	23	0	20	25	2	22	▲3
中小企業 製造業	10	15	5	11	13	▲2	10	▲3
中小企業 非製造業	8	9	1	5	8	▲1	5	▲3

(注) 先行き（予想）の変化幅は、業況判断DI（予想）からの変化幅。

(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

【業況判断 DI（最近）】全体としては良好さを維持

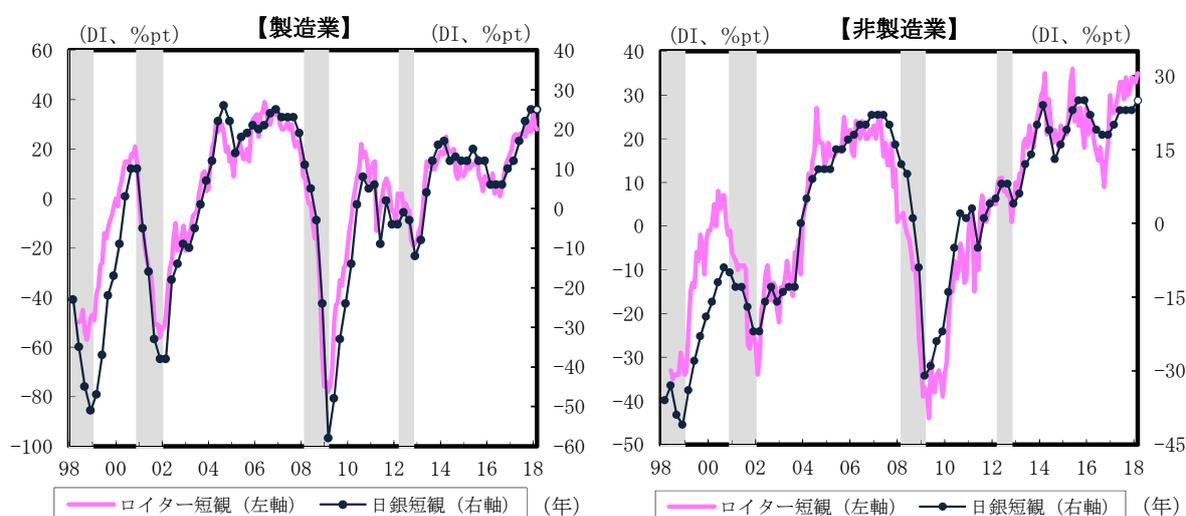
4月2日に公表予定の2018年3月日銀短観において、大企業製造業の業況判断DI（最近）は25%pt（前回調査からの変化幅：0pt）、大企業非製造業の業況判断DI（最近）は25%pt（同：+2pt）と予想した。

製造業の改善傾向にはやや一服感が見られると想定するものの、同業種の業況判断DIが高い水準を維持する見込みであることや、非製造業の業況判断DIが堅調な結果になると予想されることを踏まえると、企業の業況感は全体として良好な状況にあると評価できる。当社は、日本経済は緩やかな成長を続けているとみており、3月日銀短観の結果も、この見方に沿った内容が示されよう。ただし、今後の懸念材料として、製造業の業況感に変調の兆しが出始めていることに注意する必要があると、国内景気の本質が短期的に鈍化する可能性について今後慎重に見極めていくことが重要となる。

大企業製造業の業況判断DIは、国内外の経済成長がプラスに働く一方で、これまでの改善ペースが速かった反動がマイナスに作用することや、足下の輸出と生産の弱さ、さらには2017年末以降の円高進行を受けて、横ばいになると予想した。なお、円高進行の影響に関しては、為替ヘッジによって当面影響を抑えられる企業が少なくないことから、3月日銀短観では円高進行の影響が一定程度緩和されるとみている。内訳については、加工業種が小幅に上昇する一方で、素材業種が低下して全体の重石になると見込む。

素材業種では、「繊維」「紙・パルプ」「化学」「石油・石炭製品」などが悪化すると予想した。「繊維」と「紙・パルプ」に関しては、需要の伸び悩みやコスト増が業況感の重石になったとみられる。「化学」は、9月と12月日銀短観で強い結果となった反動もあり、悪化に転じると予想した。ただし、販売価格の上昇に伴う採算改善や堅調な輸出などを踏まえると、収益環境そのものは決して悪くない状況が続いていると評価する。「石油・石炭製品」に関しては、2018年2月以降の原油価格の下落がマイナスに作用したもようだ。

図表2：日銀短観業況判断DI（大企業）とロイター短観



(注1) 白抜きは大和総研予想。

(注2) シャドローは景気後退期。

(出所) 日本銀行、内閣府、Thomson Reuters調査より大和総研作成

加工業種では、国内外の好調な需要を背景に、「はん用機械」と「業務用機械」の業況感が改善する見込みだ。「はん用機械」に関しては、同業種の輸出と生産が総じて堅調に推移してきたことが追い風になっている。また、「食料品」に関しては、投入コストの増加が引き続き重石となるものの、販売価格の引き上げや、商品の容量と数量を減らす実質値上げの動きを背景に、収益環境に改善の兆しが出ており、小幅ながらも2四半期連続で改善すると予想した。

他方、「生産用機械」と「電気機械」は悪化すると想定した。前者は、6四半期ぶりの悪化となるが、これは急ピッチで業況判断DIが上昇してきた反動を想定したものにすぎず、業況感そのものは良好な状況にあると考えている。後者に関しては、円高進行がマイナスに作用したことに加え、輸出の鈍化も影響したとみている。また、「造船・重機等」は受注状況に改善の兆しが出ているものの、構造不況の様相が続く中で、小幅ながらも悪化して、マイナス圏での推移が続くと予想した。

大企業非製造業は、堅調なインバウンド需要や、送料と郵便料金の値上げの動きなどに支えられ、3四半期ぶりに改善すると予想した。

業種別に見ると、「小売」「対個人サービス」「宿泊・飲食サービス」が改善すると見込む。訪日外国人数が堅調に推移していることや天候不順の影響が緩和したことなどがプラスに作用したと考えている。また、「運輸・郵便」に関しては、送料と郵便料金の値上げにより、収益環境が改善に向かい始めていることが追い風になったとみている。

他方、「建設」と「電気・ガス」は悪化すると予想した。前者については、住宅投資と公共投資の弱さがマイナスに寄与したとみている。後者は、原油やLNG（液化天然ガス）の価格上昇を販売価格へ転嫁するまでに数ヶ月程度のラグが生じることが、まだ足下の収益環境に対してマイナスに働いているためである。

最後に、為替環境を確認しておこう。調査期間中のドル円レートは、前回調査における想定為替レート（大企業製造業。2017年度下期：109.66円/ドル）に比べて、円高水準で推移している。ただし、前述の通り、為替ヘッジによって当面影響を抑えられる企業が少なくないことから、3月日銀短観に対するマイナスの影響は一定程度緩和されたと考えている。

【業況判断DI（先行き）】国内景気のリテンションが鈍化する可能性に注意

当社の基本シナリオとして、先行きの日本経済は、①世界経済の拡大を背景とする堅調な外需、②消費を中心とする内需の底堅さ、を背景に、緩やかな回復を継続すると予想している。ただし、3月日銀短観では、製造業と非製造業の業況判断DI（先行き）が、いずれも悪化すると見込む。これは、最近の日銀短観で、先行きにかなり慎重な結果が示されるという下方バイアスが継続していることに加えて、円高進行の影響や2018年に入ってからグローバル金融市場の動揺が、企業の業況感の重石となることによる。いずれにせよ、国内景気のリテンションが短期的に鈍化する可能性が生じている点には注意が必要であろう。

【設備投資計画】2017年度の設備投資は堅調な結果で着地する見込み

2017年度の設備投資計画（全規模全産業、含む土地、ソフトウェアと研究開発投資額は含まない）は前年度比+6.0%と、前回の12月短観（同+6.3%）から下方修正されると予想した。これは、3月日銀短観の設備投資計画に、大企業製造業および中堅企業製造業において設備投資計画が下方修正されるという「統計上のクセ」があることによる。今回は、高水準の企業収益が設備投資に対してプラスに作用する一方で、2018年に入ってからのグローバル金融市場の動揺や、人件費などのコスト上昇を背景に、先行きの業績不透明感が重石となり、概ね例年の修正パターン並みの結果になると想定した。前年度比や修正パターンを総じてみると、3月日銀短観で見る日本企業の設備投資計画は堅調な内容になると想定している。

大企業全産業は前年度比+5.8%と、前回（同+7.4%）から下方修正されると見込む。業種別には、大企業製造業が同+6.1%となり、概ね過去の修正パターン並みの結果になると見込む。高水準の企業収益を背景に、更新・改修投資の動きが継続するとみられる。大企業非製造業は同+5.6%と、こちらも例年の修正パターン並みの結果になるとみている。中小企業全産業は同▲1.6%となり、業種別には、製造業が同+6.0%、非製造業が同▲4.6%になると予想した。非製造業がマイナスであるが、これは昨年度に設備投資が大きく伸びた反動や例年の修正パターンによる影響が強いとみられ、過度に懸念する必要はないだろう。

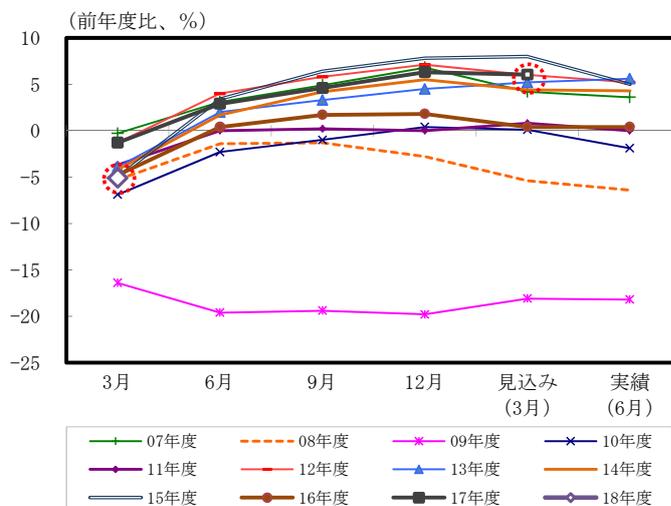
2018年度の設備投資計画（全規模全産業）は前年度比▲5.1%とマイナス成長を予想する。ただし、これは、3月調査において企業が翌年度の設備投資計画を控えめに回答するという「統計上のクセ」があることを反映したものにすぎず、マイナス幅自体は概ね例年並みになると想定した。また、日本では3月決算の企業が多く、年度決算発表前に公表される3月日銀短観において来年度見通しの数字を回答することが難しいという実情があるため、2018年度の数字自体にはあまり意味がない点に留意したい。

図表3：設備投資計画

(前年度比、%)		2017年度			2018年度
		9月調査	12月調査	3月調査 (見込み、予想)	3月調査 (予想)
全規模 全産業		4.6	6.3	6.0	▲5.1
大企業	全産業	7.7	7.4	5.8	▲0.3
	製造業	14.1	10.2	6.1	4.5
	非製造業	4.0	5.8	5.6	▲3.0
中小企業	全産業	▲14.1	▲6.4	▲1.6	▲18.5
	製造業	0.9	4.4	6.0	▲15.0
	非製造業	▲19.9	▲10.6	▲4.6	▲20.0

(注) 含む土地投資額、ソフトウェア投資額と研究開発投資額は含まない。
(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

図表4：設備投資計画の修正過程（全規模全産業）



(注1) 白抜きは大和総研予想。
(注2) 2009年度以降は、リース会計対応ベース（新基準）。
(注3) 含む土地投資額、ソフトウェア投資額と研究開発投資額は含まない。
(出所) 日本銀行統計より大和総研作成