

2018年4月2日 全9頁

## Indicators Update

# 2018年3月日銀短観

企業の業況感は晴れから曇りへの変わり目の様相

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]

- 3月日銀短観は、企業の業況感が悪化した点がやや懸念されるものの、業況判断DIの水準などを総じてみると、引き続き良好な状況を維持していることを再確認させる結果となった。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概ね当社の見方に沿った内容だと評価できる。また、日本銀行の「緩やかに拡大している」という景気判断をサポートする内容とも言え、今後の金融政策運営の焦点は、こうした堅調な実体経済の下、依然として2%のインフレ目標のゴールが見えない物価動向となろう。
- 大企業製造業の「業況判断DI（最近）」は+24%ptと前回（+26%pt、新サンプルベース、以下同じ）から悪化し、市場コンセンサス（+25%pt）を小幅に下回った。大企業製造業の悪化は8四半期ぶりのことである。大企業非製造業の「業況判断DI（最近）」は+23%ptと前回調査（+25%pt）から悪化し、市場コンセンサス（+24%pt）を小幅に下回った。堅調なインバウンド需要が下支えする一方、住宅投資と公共投資の弱さや、人件費や物流費の上昇などがマイナスに作用した。
- 2017年度の全規模全産業の「設備投資計画（土地投資額を含む、ソフトウェア投資額と研究開発投資額は含まない）」は、前年度比+4.0%となった。例年の設備投資計画の修正パターンに基づくと、次回の6月実績で下方修正される公算があるものの、高水準の企業収益を背景とする更新・改修投資を追い風に、同+3.0%を超える底堅い結果で着地することが視野に入ってきた。
- 全規模の雇用人員判断DI（最近）は、製造業と非製造業のいずれも低下（需給の引き締め）し、企業の人手不足感が強まった。先行きについては、製造業が小幅に上昇（需給の緩和）する一方で、非製造業が低下（需給の引き締め）しており、いずれの業種も中小企業を中心に大幅なマイナス圏での推移が続く見込みである。労働需給のタイト化は景気が良いことの裏返しでもあるが、一部業種では人手を確保することが困難な状況に直面しており、こうした労働供給制約の問題が今後の景気回復の重石になる可能性が指摘できる。

## 総じて良好な状況を維持する一方で、先行き不透明感が出始める

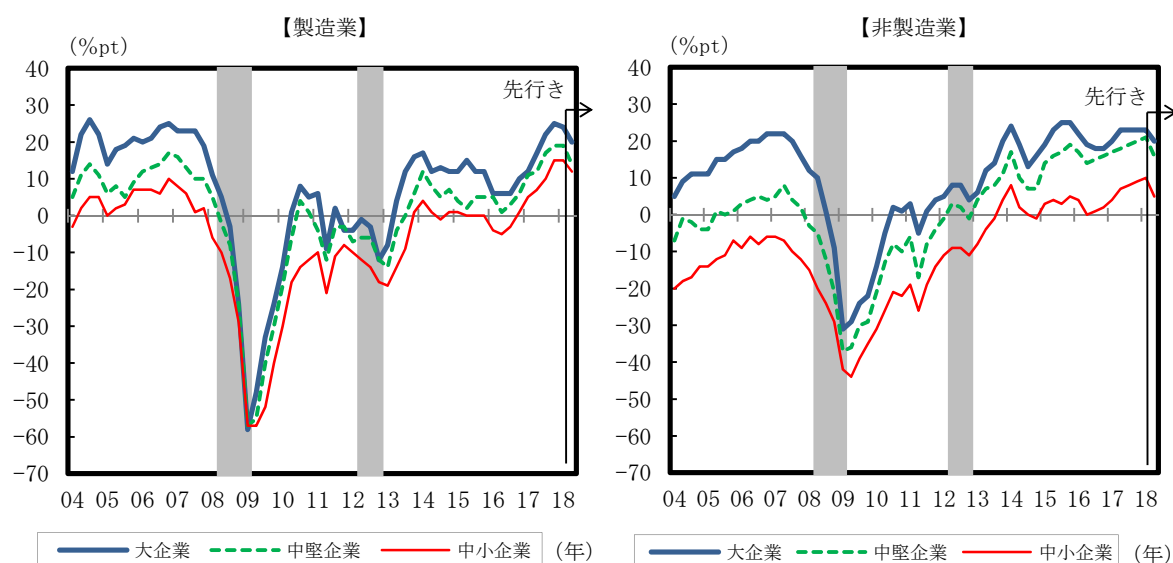
3月日銀短観は、企業の業況感が悪化した点がやや懸念されるものの、業況判断DIの水準などを総じてみると、引き続き良好な状況を維持していることを再確認させる結果となった。当社は、日本経済は緩やかな成長を続けているとみており、3月日銀短観の結果も概ね当社の見方に沿った内容だと評価できる。また、日本銀行の「緩やかに拡大している」という景気判断をサポートする内容とも言え、今後の金融政策運営の焦点は、こうした堅調な実体経済の下、依然として2%のインフレ目標のゴールが見えない物価動向となろう。

他方、2017年末以降の円高進行や輸出と生産の拡大傾向の一服、さらには交易条件の悪化などに伴い、業況感の先行き不透明感が出始めている点には注意が必要だ。なお、今回調査では、調査対象企業のサンプル替えが行われている点にも留意しておきたい。

## 業況判断DIは高い水準を維持

大企業製造業の「業況判断DI（最近）」は+24%ptと前回（+26%pt、新サンプルベース、以下同じ）から悪化し、市場コンセンサス（+25%pt）を小幅に下回った。大企業製造業の悪化は8四半期ぶりのことである。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が重石となった。一見冴えない結果となったものの、業況判断DIの水準や前回からの反動を割り引くと、大企業製造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。

図表1：業況判断DI



(注1) シェードは景気後退期。2017年12月は旧サンプル。  
 (注2) 直近の定例見直しにより、2017年12月調査と2018年3月調査に不連続が生じることになる。  
 (出所) 日本銀行、内閣府統計より大和総研作成

(注1) シェードは景気後退期。2017年12月は旧サンプル。  
 (注2) 直近の定例見直しにより、2017年12月調査と2018年3月調査に不連続が生じることになる。  
 (出所) 日本銀行、内閣府統計より大和総研作成

素材業種は+22%pt と前回 (+27%pt) から大きく悪化した。これは、前回調査で大きく改善した反動が出たことに加え、2017 年夏場以降の原油高の影響や、輸出と生産の弱さがマイナスに作用したことによる。

個別業種では、「鉄鋼」「化学」「非鉄金属」「紙・パルプ」「繊維」が悪化した。「鉄鋼」と「非鉄金属」については、投入コストの上昇や、輸出と生産が冴えないことがマイナスに作用したと考えられる。これらの業種は、米国のトランプ大統領が、3月1日に鉄鋼とアルミニウムに対して輸入制限を実施する方針を示したことに端を発する貿易摩擦激化の影響が懸念される。ただし、実際の関税引き上げの発動が期末の3月23日であったことを踏まえると、3月日銀短観の業況感への直接的な影響は限定的なものにとどまったとみている。「化学」は、9月と12月日銀短観で強い結果となった反動の影響が主因である。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。「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。

加工業種は+25%pt (前回+26%pt) と小幅に悪化した。個別業種では、「金属製品」「電気機械」「食料品」が悪化した。「食料品」に関しては、値上げの動きが広がっており、そのことが業況感の改善に作用しているものの、それ以上にコスト上昇の悪影響が大きくなっていると考えられる。他方、「造船・重機等」は横ばい、「生産用機械」「はん用機械」「業務用機械」「自動車」の業況感は改善した。「はん用機械」と「業務用機械」は、国内外の好調な需要がプラスに作用した。「自動車」は、検査不正問題の影響が緩和したことがプラスに作用したとみられる。

大企業非製造業の「業況判断 DI (最近)」は+23%pt と前回調査 (+25%pt) から悪化し、市場コンセンサス (+24%pt) を小幅に下回った。堅調なインバウンド需要が下支えする一方、住宅投資と公共投資の弱さや、人件費や物流費の上昇などがマイナスに作用した。

業種別に見ると、「物品賃貸」「電気・ガス」「卸売」「運輸・郵便」「建設」「宿泊・飲食サービス」が悪化した。「電気・ガス」については、厳冬によって家計の電力・ガス需要が伸びた一方、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ことによる。「運輸・郵便」は、昨年以降の値上げの効果が出るとみていたが、それ以上にコスト上昇圧力が高まっているとみられる。「建設」に関しては、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。「宿泊・飲食サービス」に関しては、堅調なインバウンド需要や値上げの動きがプラスに作用する一方、人件費や物流費の上昇などが下押し要因になったと考えられる。

他方、「小売」と「通信」が横ばい、「対事業所サービス」「不動産」「対個人サービス」「情報サービス」が改善した。「情報サービス」は、企業の堅調なシステム投資が引き続き追い風になっているとみられる。「不動産」は、建設統計で見る住宅市場に変調の兆しが見られるものの、底堅いオフィス需要や低金利を背景に業況判断 DI は引き続き高水準にあり、事業環境は引き続き良好だと評価できる。

## 企業の業況感が短期的に軟化する可能性

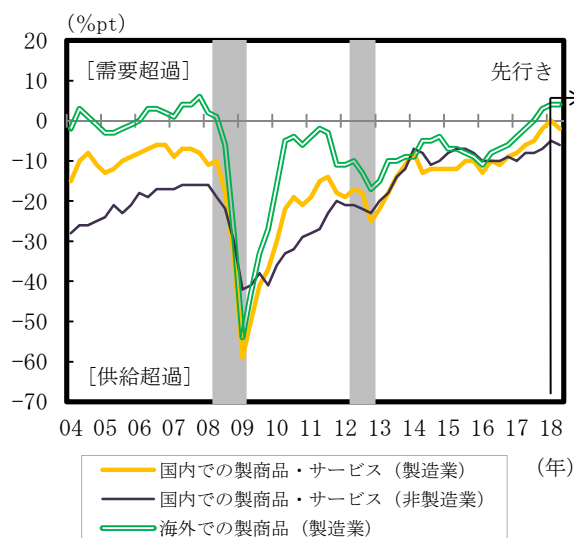
「業況判断DI（先行き）」を見ると、大企業製造業が+20%pt（今回から▲4%pt悪化）、大企業非製造業は+20%pt（今回から▲3%pt悪化）となり、企業は先行きに対して慎重姿勢を続けている。この背景としては、最近の日銀短観で、先行きにかなり慎重な結果が示されるという下方バイアスが continuing ことや、円高進行の影響、さらには2018年に入ってからのグローバル金融市場の動揺やコスト上昇に伴う交易条件の悪化が、企業の業況感の重石になっていることを指摘できる。いずれにせよ、企業の業況感が短期的に軟化する可能性が生じている点に注意が必要であろう。

## 交易条件の悪化が企業収益の重石へ

大企業の「国内での製商品・サービス需給判断DI（最近）」は、製造業が6四半期連続の改善、非製造業が2四半期連続の改善となった。大企業製造業の「海外での製商品需給判断DI（最近）」は、+4%ptと前回（+3%pt）から改善した。海外経済の回復傾向を反映して、8四半期連続の改善となった。総じてみると、国内外の需給状況は堅調だと判断できる。

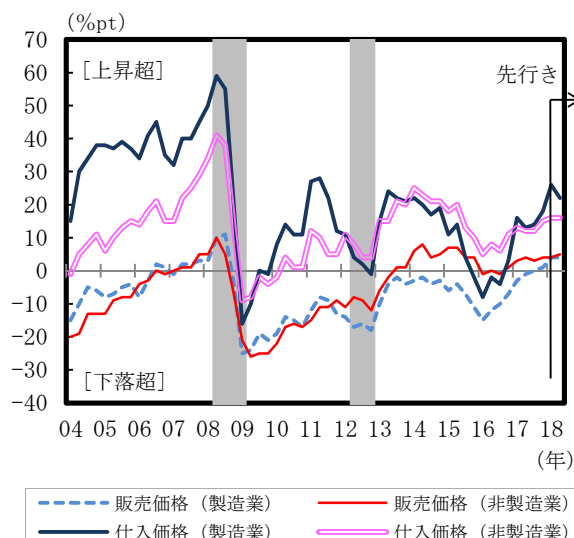
また、大企業の「販売価格判断DI（最近）」は、製造業が上昇した一方で、非製造業は横ばいとなった。非製造業では、労働需給のタイト化などに伴うコスト上昇圧力が生じているものの、全体として価格転嫁の動きが限定的なものにとどまっている様子が見える。これは、CPI統計において、一般サービス価格が冴えない状況にあることとも整合的である。他方、夏場以降の原油高や、人件費と物流費の上昇などを背景に、「仕入価格判断DI（最近）」が「販売価格判断DI（最近）」以上に上昇した結果、「交易条件（販売価格判断DI（最近）－仕入価格判断DI（最近）」は、製造業と非製造業ともに悪化した。交易条件の悪化が、今後の企業収益に対してマイナスに作用する点には留意したい。

図表2：需給判断DI（大企業）



(注1) シャドーは景気後退期。  
 (注2) 直近の定例見直しにより、2017年12月調査と2018年3月調査に不連続が生じることになる。  
 (出所) 日本銀行、内閣府統計より大和総研作成

図表3：価格判断DI（大企業）



(注1) シャドーは景気後退期。  
 (注2) 直近の定例見直しにより、2017年12月調査と2018年3月調査に不連続が生じることになる。  
 (出所) 日本銀行、内閣府統計より大和総研作成

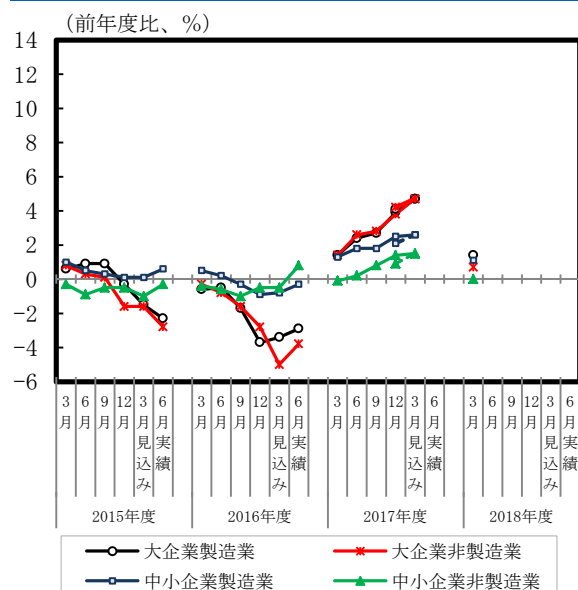
## 2017 年度の大企業の売上高と経常利益がともに上方修正

大企業全産業の 2017 年度の売上高計画は前年度比+4.7%（修正率+0.5%）と上方修正された。2016 年度が減収となった反動がプラスに作用しているものの、売上高の伸びが上方修正された点はプラスに評価できよう。経常利益計画も前年度比 12.0%と上方修正（修正率+3.0%）された。海外経済の回復に伴う輸出の増加や円安を背景に製造業が上方修正されたほか、国内需給の改善などにより非製造業も大きく上方修正された。

大企業全産業の 2018 年度の売上高計画は前年度比+1.0%、経常利益計画は同▲2.2%となった。売上高計画が 2 年連続の増収となった点は評価できる。ただし、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も留意しておきたい。

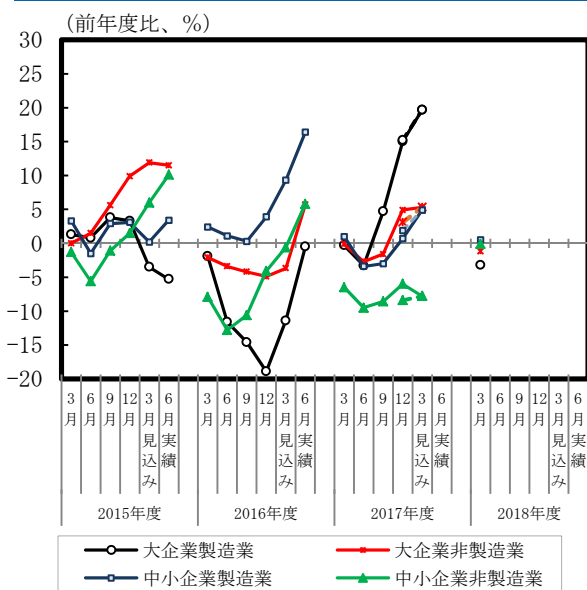
企業の 2018 年度通期の想定為替レート（大企業製造業）は 109.66 円/ドルとなった。現在の為替水準は、その想定為替レートよりも円高水準にあることから、輸出関連製造業の通期の経常利益（実績値）は、3 月日銀短観の計画から下振れするリスクがある点に注意が必要だ。

図表 4：売上計画の修正パターン



(注) 2017年度3月見込みは、新サンプルの12月結果から延長。  
(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

図表 5：経常利益計画の修正パターン



(注) 2017年度3月見込みは、新サンプルの12月結果から延長。  
(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

## 2017 年度の設備投資は底堅い結果で着地する見込み

2017 年度の全規模全産業の「設備投資計画（土地投資額を含む、ソフトウェア投資額と研究開発投資額は含まない）」は、前年度比+4.0%となった。例年の設備投資計画の修正パターンに基づくと、次回の 6 月実績で下方修正される公算があるものの、高水準の企業収益を背景とする更新・改修投資を追い風に、同+3.0%を超える底堅い結果で着地することが視野に入っ

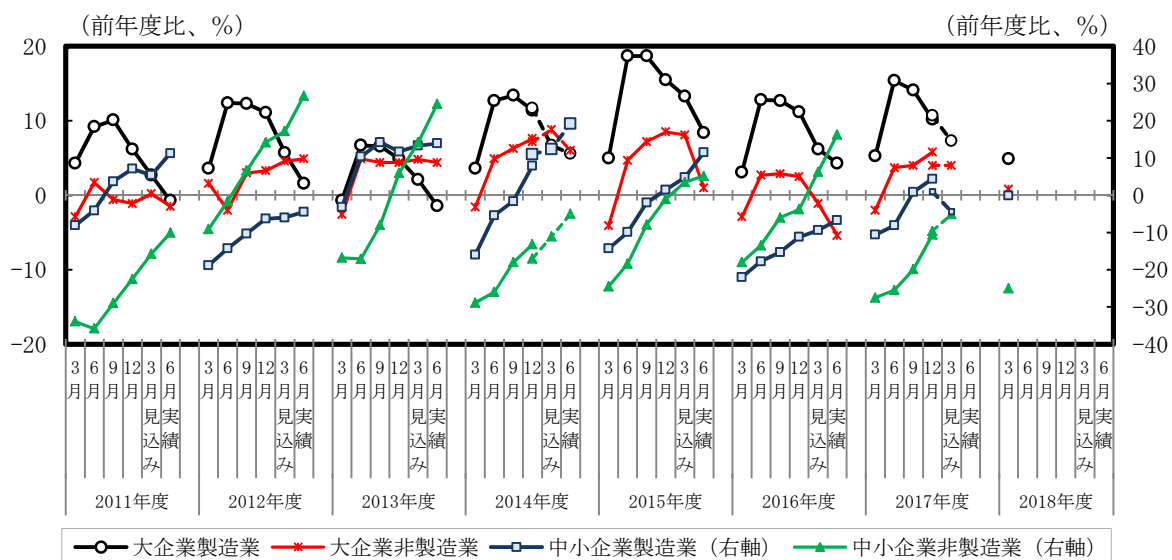


きた。大企業を業種別に見ると、製造業が同+7.3%（市場コンセンサス同+7.0%）、非製造業が同+4.0%（市場コンセンサス同+4.4%）となった。

2018年度の全規模全産業の「設備投資計画（土地投資額を含む、ソフトウェア投資額と研究開発投資額は含まない）」は、前年度比▲0.7%と減少する計画となったものの、市場コンセンサス（同▲4.3%）を大きく上回った。例年の3月日銀短観の設備投資計画では1%を超えるマイナスとなるケースが多いなか、今回の計画は総じて強めな計画だと評価できる。なお、前述の通り、2018年度の数字自体にはあまり意味がない点にも留意しておきたい。

また、大企業の「生産・営業用設備判断DI（最近）」を見ると、製造業は▲4%pt（前回、▲3%pt）、非製造業は▲3%pt（前回、▲2%pt）と低下（不足感の強まり）した。先行きは、製造業と非製造業のいずれも横ばいとなった。均してみると、大企業の設備過剰感は解消していると評価できる。

図表6：設備投資計画の修正パターン



(注1) 土地投資額を含む、ソフトウェア投資額と研究開発投資額は含まない。

(注2) 直近の定例見直しにより、2017年12月調査と2018年3月調査に不連続が生じることになる。

(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

## 労働需給のタイト化が今春闘の賃金押し上げ要因へ

全規模の雇用人員判断DI（最近）は、製造業と非製造業のいずれも低下（需給の引き締め）し、企業の人手不足感が強まった。先行きについては、製造業が小幅に上昇（需給の緩和）する一方で、非製造業が低下（需給の引き締め）しており、いずれの業種も中小企業を中心に大幅なマイナス圏での推移が続く見込みである。

労働需給のタイト化は景気が良いことの裏返しでもあるが、一部業種では人手を確保することが困難な状況に直面しており、こうした労働供給制約の問題が今後の景気回復の重石になる

可能性が指摘できる。実際、人手不足感が強い外食や小売業などでは、営業時間の短縮や新規出店ペースを抑制する動きが出ている。最近、日本郵便が、配達員の負担軽減やコスト削減などを背景に、「ゆうパック」の再配達サービスを縮小した点も注目される。

正社員化や賃金引き上げなどの処遇改善、柔軟な働き方の促進を通じた人員確保に加え、合理化・省力化投資による労働生産性向上といった対応が引き続き重要な課題となろう。2018年の春闘の賃上げ率とベースアップ（ベア）は、いずれも昨年を上回る見通しとなっているが、その要因の一つとして、こうした労働需給のタイト化を指摘できる。

他方、企業が人件費上昇分を販売価格に十分転嫁することができない場合、中小企業や労働集約的な業種を中心に企業収益に対してマイナスに作用する点には注意が必要だ。この点に関しては、先に見た「交易条件（販売価格判断DI（最近）－仕入価格判断DI（最近）」の動向を確認することが有用となる。

## 参考1：業種別の業況判断DI

（「良い」-「悪い」・%ポイント）

	大 企 業						中 小 企 業					
	2017年12月調査		2018年3月調査				2017年12月調査		2018年3月調査			
	最近	先行き	最近	先行き		最近	先行き	最近	先行き			
				変化幅	変化幅				変化幅	変化幅		
製造業	26	21	24	-2	20	-4	15	11	15	0	12	-3
繊維	6	0	3	-3	6	3	-21	-27	-24	-3	-26	-2
木材・木製品	24	12	24	0	12	-12	0	-3	-1	-1	-3	-2
紙・パルプ	8	-4	4	-4	4	0	-1	-14	-9	-8	-12	-3
化学	35	20	26	-9	17	-9	23	12	20	-3	13	-7
石油・石炭製品	44	31	44	0	19	-25	-4	-4	0	4	-4	-4
窯業・土石製品	26	19	28	2	19	-9	8	16	14	6	20	6
鉄鋼	19	15	10	-9	8	-2	43	39	42	-1	37	-5
非鉄金属	38	32	32	-6	18	-14	37	35	38	1	36	-2
食料品	19	15	16	-3	14	-2	7	7	2	-5	4	2
金属製品	16	8	10	-6	13	3	23	23	26	3	25	-1
はん用機械	37	41	44	7	43	-1	34	15	28	-6	16	-12
生産用機械	44	44	52	8	51	-1	27	22	28	1	30	2
業務用機械	23	29	26	3	29	3	19	14	23	4	18	-5
電気機械	28	25	24	-4	23	-1	14	14	14	0	10	-4
造船・重機等	-4	-4	-4	0	-7	-3	17	12	16	-1	10	-6
自動車	20	15	22	2	13	-9	37	27	42	5	31	-11
素材業種	27	16	22	-5	14	-8	12	8	12	0	9	-3
加工業種	26	23	25	-1	23	-2	17	12	17	0	14	-3
非製造業	25	20	23	-2	20	-3	9	4	10	1	5	-5
建設	46	39	43	-3	37	-6	18	8	20	2	5	-15
不動産	35	28	37	2	27	-10	16	8	17	1	10	-7
物品賃貸	27	21	18	-9	18	0	28	22	30	2	21	-9
卸売	24	17	19	-5	16	-3	3	-1	4	1	1	-3
小売	11	16	11	0	10	-1	-8	-5	-5	3	-1	4
運輸・郵便	20	13	16	-4	14	-2	9	5	5	-4	3	-2
通信	33	33	33	0	33	0	28	23	23	-5	23	0
情報サービス	28	25	29	1	28	-1	17	16	22	5	19	-3
電気・ガス	10	0	3	-7	-5	-8	17	20	30	13	17	-13
対事業所サービス	42	37	44	2	35	-9	15	9	16	1	11	-5
対個人サービス	26	30	27	1	27	0	5	3	0	-5	-1	-1
宿泊・飲食サービス	5	5	3	-2	7	4	-4	-1	-4	0	4	8
全産業	26	21	23	-3	20	-3	11	7	11	0	7	-4

（注）2017年12月は定期見直し後の新サンプルで、前回の公表値と異なる。

（出所）日本銀行統計より大和総研作成

## 参考2：売上・収益計画

売上高		（前年度比・%）			経常利益		（前年度比・%）		
		2017年度	2018年度	修正率			2017年度	2018年度	修正率
		（計画）	（計画）		（計画）	（計画）	（計画）		
大 企 業	製造業	4.7	1.4	—	大 企 業	製造業	19.7	-3.2	—
	国内	3.9	1.5	—		うち素材業種	22.8	-3.1	—
	輸出	6.3	1.3	—		加工業種	18.4	-3.2	—
	非製造業	4.7	0.7	—		非製造業	5.3	-1.2	—
	全産業	4.7	1.0	—		全産業	12.0	-2.2	—
中堅企業	製造業	3.9	2.2	—	中堅企業	製造業	0.8	-1.9	—
	非製造業	2.2	2.1	—		非製造業	0.5	0.5	—
	全産業	2.6	2.2	—		全産業	0.6	-0.3	—
中小企業	製造業	2.6	1.1	—	中小企業	製造業	4.9	0.5	—
	非製造業	1.5	0.0	—		非製造業	-7.8	-0.1	—
	全産業	1.8	0.2	—		全産業	-4.3	0.1	—
全規模合計	製造業	4.2	1.5	—	全規模合計	製造業	15.4	-2.6	—
	非製造業	3.1	0.8	—		非製造業	1.4	-0.7	—
	全産業	3.5	1.0	—		全産業	7.1	-1.5	—

（注）修正率は、前回調査との対比。

（出所）日本銀行統計より大和総研作成

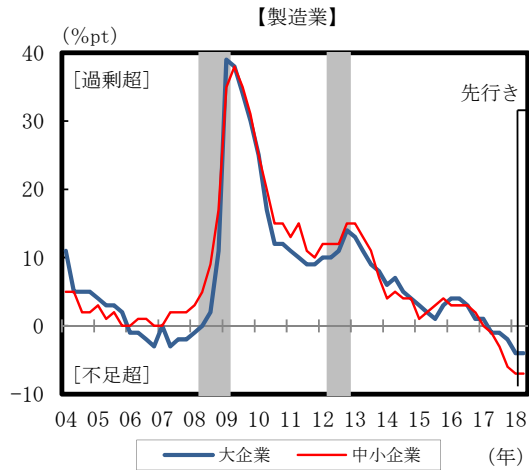


参考3：設備投資計画

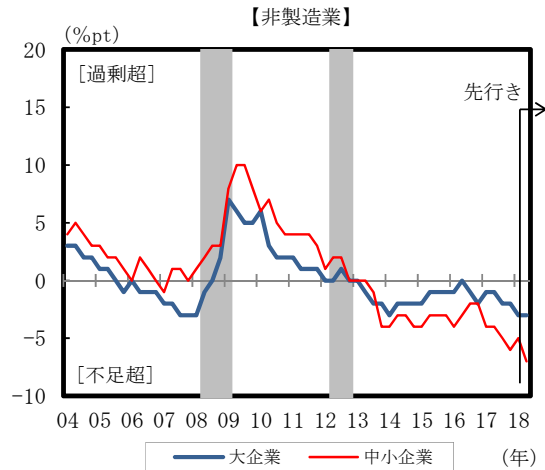
設備投資額		(前年度比・%)			ソフトウェア投資額		(前年度比・%)		
		2017年度	2018年度				2017年度	2018年度	
		(計画)	(計画)	修正率			(計画)	(計画)	修正率
大企業	製造業	7.3	4.9	—	大企業	製造業	1.4	5.1	—
	非製造業	4.0	0.8	—		非製造業	4.1	5.6	—
	全産業	5.2	2.3	—		全産業	3.2	5.4	—
中堅企業	製造業	12.8	15.6	—	中堅企業	製造業	-4.5	23.2	—
	非製造業	7.7	-1.7	—		非製造業	11.8	27.2	—
	全産業	9.7	5.3	—		全産業	8.8	26.6	—
中小企業	製造業	-2.2	-0.1	—	中小企業	製造業	28.0	3.8	—
	非製造業	-5.1	-25.0	—		非製造業	-6.2	5.7	—
	全産業	-4.2	-16.8	—		全産業	1.6	5.1	—
全規模合計	製造業	6.5	6.0	—	全規模合計	製造業	2.7	6.3	—
	非製造業	2.7	-4.5	—		非製造業	4.2	8.8	—
	全産業	4.0	-0.7	—		全産業	3.7	8.1	—

(注) 修正率は、前回調査との対比。設備投資は、含む土地投資額、ソフトウェア投資額、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

参考4：生産・営業用設備判断DI

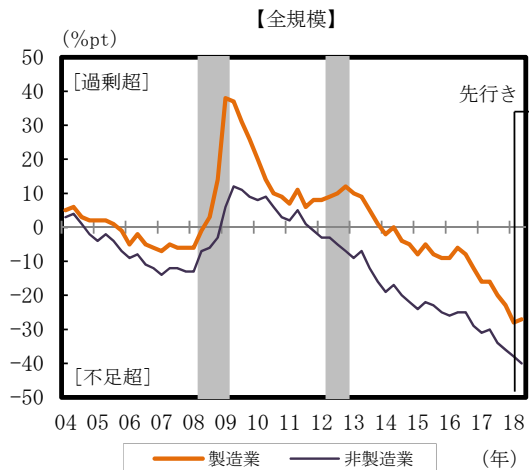


(注1) シャドローは景気後退期。  
 (注2) 直近の定例見直しにより、2017年12月調査と2018年3月調査に不連続が生じることになる。  
 (出所) 日本銀行、内閣府統計より大和総研作成

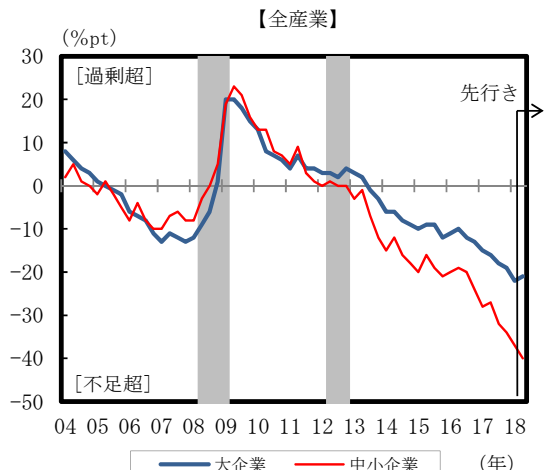


(注1) シャドローは景気後退期。  
 (注2) 直近の定例見直しにより、2017年12月調査と2018年3月調査に不連続が生じることになる。  
 (出所) 日本銀行、内閣府統計より大和総研作成

参考5：雇用人員判断DI



(注1) シャドローは景気後退期。  
 (注2) 直近の定例見直しにより、2017年12月調査と2018年3月調査に不連続が生じることになる。  
 (出所) 日本銀行、内閣府統計より大和総研作成



(注1) シャドローは景気後退期。  
 (注2) 直近の定例見直しにより、2017年12月調査と2018年3月調査に不連続が生じることになる。  
 (出所) 日本銀行、内閣府統計より大和総研作成