

2019年3月20日 全4頁

2019年3月日銀短観予想

業況判断・設備投資計画ともに拡大幅縮小への転換点

経済調査部
エコノミスト 小林 俊介

[要約]

- 4月1日に公表予定の2019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10%pt（前回調査からの変化幅：▲9pt）、大企業非製造業の業況判断DI（最近）は20%pt（同：▲4pt）と予想した。日本企業の業況感は、2017年末から2018年前半にピークをつけたのち、現在に至るまで悪化傾向が続いている。
- 前回調査（2018年12月）からの悪化は、主に①中国向けを中心とした輸出の大幅な減少と、②原油価格の再上昇などに伴う交易条件の悪化による部分が大きいとみられる。こうした悪材料が強く反映されるであろう「はん用機械」、「生産用機械」、「石油・石炭製品」などの大企業製造業の業況判断DIが比較的大幅に低下すると見込んでいる。大企業非製造業では、「運輸・郵便」、「電気・ガス」などを中心に、交易条件の悪化が強く作用する業種を中心に業況判断DIの低下を見込んでいる。
- 2018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+7.2%と、前回の12月短観（同+10.4%）から下方修正されると予想した。高水準の企業収益を背景として設備投資計画そのものは強かった一方、グローバル金融市場の動揺や中国を中心とした世界経済の減速、そして資本財供給能力の限界などの問題から、例年の修正パターンよりも若干低い水準での着地を予想した。それでもなお、設備投資の伸び率はリーマン・ショック以降で最も高い結果となる。
- 2019年度の設備投資計画（全規模全産業）は前年度比▲3.9%を予想する。日本経済・世界経済の不透明性が高まる中、きわめて好調だった2017年度初頭、2018年度初頭の設備投資計画に比べると、2019年度初頭の設備投資計画は若干慎重な数値に着地するとみている。

【業況判断DI（最近）】中国向け輸出の大幅減少と原油価格の再上昇で業況悪化

4月1日に公表予定の2019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10%pt（前回調査からの変化幅：▲9pt）、大企業非製造業の業況判断DI（最近）は20%pt（同：▲4pt）と予想した。日本企業の業況感は、2017年末から2018年前半にピークをつけたのち、現在に至るまで悪化傾向が続いている。

前回調査（2018年12月）からの悪化は、主に①中国向けを中心とした輸出の大幅な減少と、②原油価格の再上昇などに伴う交易条件の悪化による部分が大きいとみられる。

輸出の減退、それに伴う在庫の増加と生産調整自体は、2018年の初頭から続いてきたトレンドであり、目新しい話ではない。しかし2018年末から現在にかけての中国向け輸出の減少幅は、前回調査時の企業の想定を遥かに超えている可能性が高い。インバウンド需要に関しても、中国で1月から電子商務法が施行され、代理購入を行う事業者や個人への規制が強化されたことによるマイナスの影響が出始めており、企業の業況感を下押ししている可能性が高い。

原油価格は2018年10月初頭にピークをつけ、年末に一旦ボトムをつけていた。結果として前回調査時点での日本企業は全体として交易条件の改善を受けたことになる。しかし過去3ヵ月で原油価格は再上昇を続けており、前回調査時点のプラス要素も反転することになる。加えて、人件費や原材料費などといった他の投入コストも高止まりしているとみられ、トップライン、ボトムラインの両面から今回調査時点での業況感は一段の下落が見込まれる。

内訳としては、「はん用機械」、「生産用機械」、「石油・石炭製品」など、前述した悪材料がより強く反映されるであろう大企業製造業の業況判断DIが比較的大幅に低下すると見込んでいる。大企業非製造業では、「運輸・郵便」、「電気・ガス」などを中心に、交易条件の悪化が強く作用する業種を中心に業況判断DIの低下を見込んでいる。

図表1：業況判断DIの予想

(DI、%pt)	2018年9月調査(最近)	2018年12月調査			2019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	19	19	0	15	10	▲9	7	▲3
大企業 非製造業	22	24	2	20	20	▲4	18	▲2
中小企業 製造業	14	14	0	8	5	▲9	2	▲3
中小企業 非製造業	10	11	1	5	5	▲6	2	▲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

もつとも、米中を中心とした貿易戦争に対する懸念は、交渉の前進が報道されていることもあり、前回調査時点に比べれば懸念材料ではなくなっている可能性が高い。また、消費増税への懸念も、各種対策が決定される中で後退している可能性が高い。

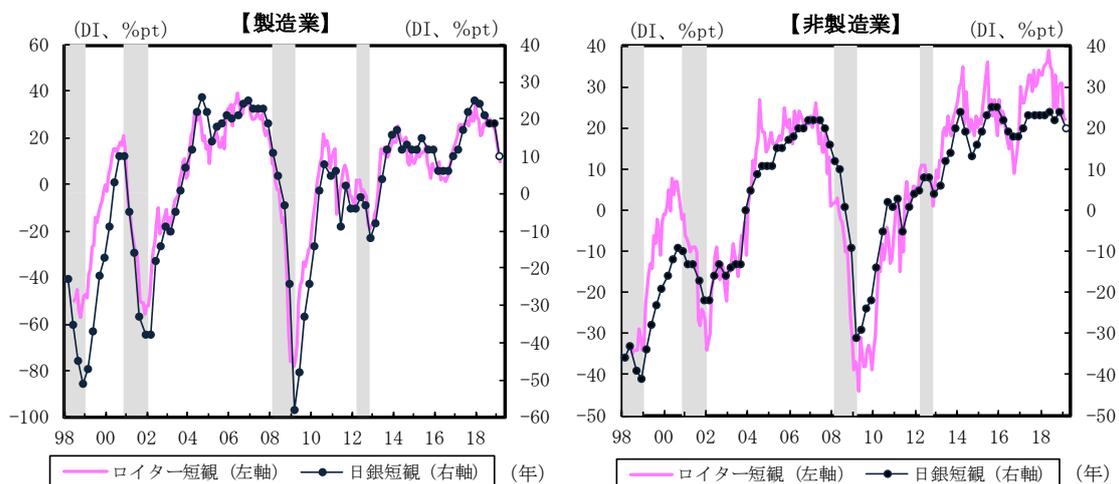
為替環境を確認すると、調査期間中のドル円レートは、前回調査における想定為替レート（大企業製造業、2018年度下期：109.26円/ドル）より円安水準で推移している。このことは、大企業製造業を中心として、企業の業況感や企業業績に対する一定の底支え要因となろう。

【業況判断DI（先行き）】中国の景気対策が顕在化するまで悪化が続く

先行きの日本経済は、在庫調整および外需の低空飛行が続く中、引き続き潜在成長率を下回る低空飛行を続ける公算が大きい。外需が振るわない中、内需の重要性が相対的に増してくる。内需に関連して、消費増税対策は、2019年度内において増税の影響を上回る見通しだが、2020年度以降は消失する。原油価格の下落という好材料も消失しつつある。

結局、日本経済および業況判断の大幅な回復・改善に向けては外需の回復を待つ必要があるようだ。そうした中で中国政府による各種の景気テコ入れ政策が発表されていることは、当面の日本経済・企業にとって好材料となりうる。とは言え、対策効果が目に見えて数値に表れるまで、日本企業は慎重に業況判断を行うだろう。従って、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、いずれも引き続き悪化すると見込む。

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

【設備投資計画】18年度はリーマン・ショック以降で最高水準、先行きは下方修正含み

2018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+7.2%と、前回の12月日銀短観（同+10.4%）から下方修正されると予想した。これは一つに、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。

より本質的な議論は下記となろう。2018年度は、高水準の企業収益を背景として設備投資計画そのものは強かった一方、2018年後半以降のグローバル金融市場の動揺や中国を中心とした世界経済の減速、そして資本財供給能力の限界などの問題から、例年の修正パターンよりも若干低い水準での着地を予想した。それでもなお、設備投資の伸び率はリーマン・ショック以降で最も高い結果を想定している。

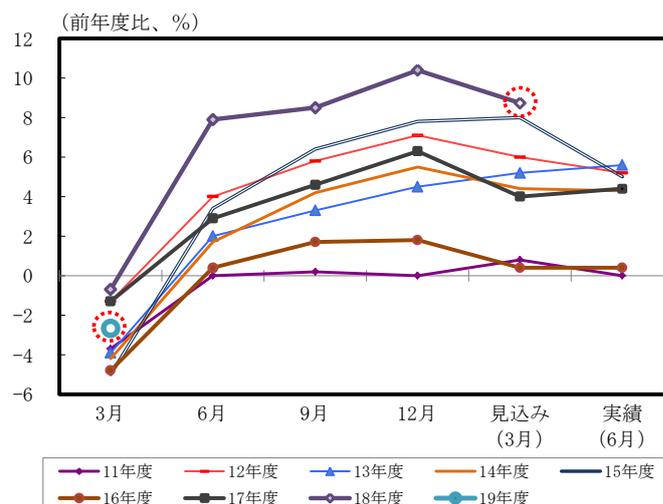
2019年度の設備投資計画（全規模全産業）は前年度比▲3.9%とマイナス成長を予想する。こちらも3月調査において企業が翌年度の設備投資計画を控えめに回答するという「統計上のクセ」があることには注意が必要だ。また、日本では3月決算の企業が多く、年度決算発表前に公表される3月日銀短観において来年度見通しの数字を回答することが難しいという実情があるため、2019年度の数字自体にはあまり意味がない点に留意したい。ただし、予想値としては、日本経済・世界経済の不透明性が高まる中、きわめて好調だった2017年度初頭、2018年度初頭の設備投資計画に比べると、2019年度初頭の設備投資計画は若干慎重な数値に着地するとみている。

図表3：設備投資計画

(前年度比、%)	2018年度			2019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	8.5	10.4	7.2	▲3.9	
大企業	全産業	13.4	14.3	12.0	▲0.4
	製造業	17.5	15.6	13.0	4.0
	非製造業	11.0	13.5	11.5	▲3.0
中小企業	全産業	▲8.4	▲3.7	▲2.8	▲21.2
	製造業	11.6	15.2	12.0	▲10.0
	非製造業	▲18.1	▲12.8	▲10.0	▲28.0

(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