

予想を大きく上回った3月短観

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 業況判断DIは予想以上の改善

3月調査の日銀短観では、最も注目される大企業・製造業の業況判断DIが+5と、12月調査の▲10から+15ポイントの大幅改善となった（図表1、2）。事前の市場予想は9ポイント改善の▲1で、これを6ポイント上回った。大企業・製造業の業況判断DIはこれで3期連続の改善、底だった6月短観の▲34からは、39ポイントの改善であり、水準的には2019年9月の消費増税直前の水準にまで戻った。

大企業・製造業の業況判断の選択肢別社数構成比の12月から3月の変化をみると、良い：12%→19%、さほど良くない：66%→67%、悪い：22%→14%で、「良い」と答えた企業が7ポイント大きく増加した。国内外別の需給判断DIをみると、海外での製商品需給判断は11ポイント改善の▲6、国内での製商品・サービス需給判断は8ポイント改善の▲13と、いずれも2期連続で大きく改善した（図表3）。海外需給の改善は理解できるが、緊急事態宣言が国内需給に大きな影響を与えていなかったのはやや意外だった。

大企業・製造業の業況判断の選択肢別社数構成比の12月から3月の変化をみると、良い：12%→19%、さほど良くない：66%→67%、悪い：22%→14%で、「良い」と答えた企業が7ポイント大きく増加した。国内外別の需給判断DIをみると、海外での製商品需給判断は11ポイント改善の▲6、国内での製商品・サービス需給判断は8ポイント改善の▲13と、いずれも2期連続で大きく改善した（図表3）。海外需給の改善は理解できるが、緊急事態宣言が国内需給に大きな影響を与えていなかったのはやや意外だった。

2. 素材、加工問わず改善

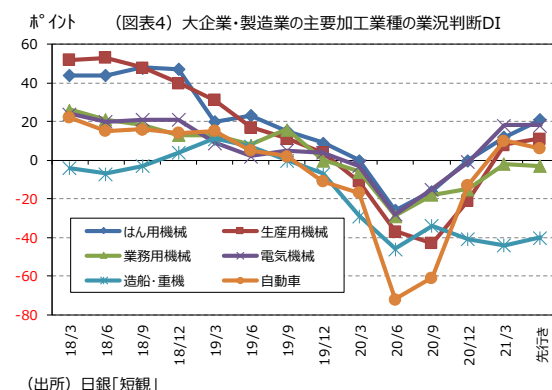
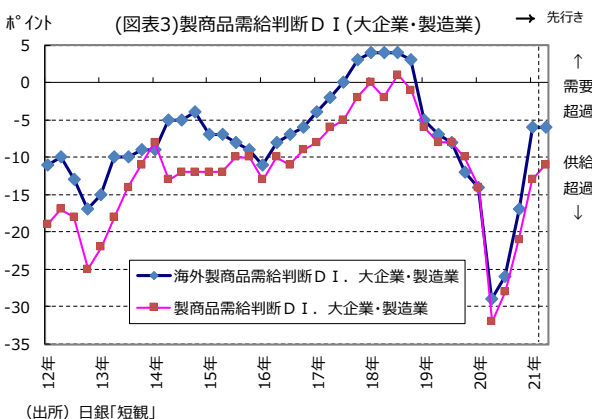
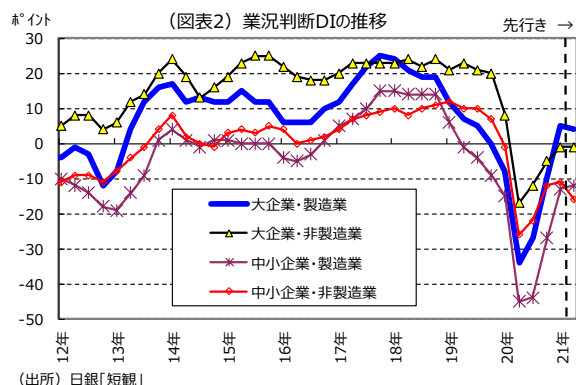
大企業・製造業の業種別の業況判断DIをより詳細にみると（図表4、5）、内訳の16業種のうち、13業種が改善、3業種が悪化となった。素材、加工別では、素材業種が14ポイント改善の+1、加工業種が16ポイント改善の+7といずれも大きく改善している。

改善した業種の中では、石油・石炭製品（12月：▲12 → 3月：+19、+31）、生産用機械（▲21 → +8、+29）、非鉄金属（▲9 → +15、+24）、自動車（▲13 → +10、+23）等の改善幅が大きい。石油・石炭製品の改善は、原油価格上昇に伴う元売企業の改善を反映しているとみられる。他の業種は、昨年後半の世界的な自動車販売・生産台数の回復とその

（図表1）日銀短観業況判断DI

	12月調査実績		3月調査実績				3月調査の当社予測値			
	12月最近	3月先行き	3月最近	変化	先行き	変化	3月予測	変化	6月予測	変化
大企業	▲8	▲7	2	10	2	0	▲4	4	2	6
製造業	▲10	▲8	5	15	4	▲1	▲4	6	4	8
非製造業	▲5	▲6	▲1	4	▲1	0	▲7	▲2	▲1	6
中小企業	▲18	▲23	▲12	6	▲15	▲3	▲19	▲1	▲14	5
製造業	▲27	▲26	▲13	14	▲12	1	▲24	3	▲21	3
非製造業	▲12	▲20	▲11	1	▲16	▲5	▲15	▲3	▲10	5

（出所）日銀短観等より明治安田総合研究所作成



関連需要、中国向け輸出の回復等を反映していよう。大企業・製造業の業況判断 DI と相関の高いロイター短観（3 月）からは、「得意先の海外向け販売が好調（輸送用機器）」等の声が挙がっていた。また、全規模・全産業ベースの想定為替レートをみると、2020 年度は 106.66 円/ドル、2021 年度は 106.07 円/ドルとなっている。もし、足元の円安トレンドが定着するようなら、製造業の業況判断にはさらなる上振れ余地がある。

一方、一次産品価格上昇に伴う仕入れ価格判断の上昇は、一定程度業況の下押し圧力になっているとみられる（図表 6）。食料品は、今回業況判断 DI が低下した 3 業種のひとつだが、ロイター短観からは、「原料、燃料高、コンテナ料金上昇が響いている（食品）」等の声が挙がっていた。また、「顧客である小売業の実店舗販売が落ち込んでいる（紙パルプ）」など、非製造業の不振が自社に悪影響を与えているとする声も挙がっている。こうした悪材料があるなかでも、大企業・製造業全体で+15 ポイントもの改善が実現したというのは、先行きの景気を見通すにあたり心強い材料である。

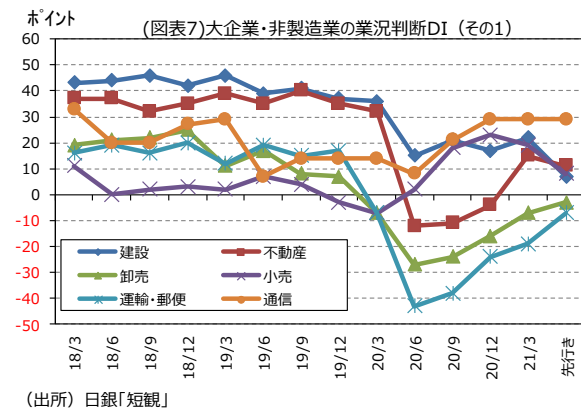
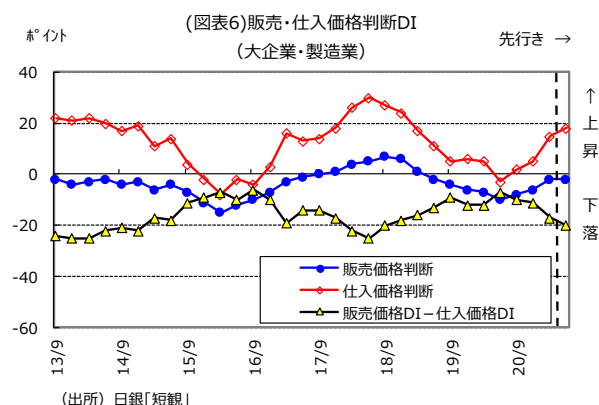
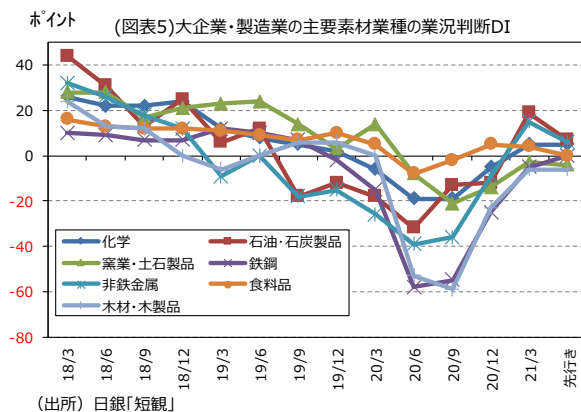
3. 先行きは小幅悪化

大企業・製造業の 6 月の先行き判断 DI は、3 月から 1 ポイント低下の+4 となった。主要 16 業種中、改善が 5 業種、悪化が 8 業種、横ばいが 3 業種という結果である。素材業種が▲2 ポイントの悪化、加工業種が▲1 ポイントの悪化となっている。現状判断が大きく改善した自動車が悪化したほか（3 月:+10 → 6 月:+6、▲4）、石油・石炭製品（+19→+7、▲12）、金属製品（+3→▲8、▲11）等のマイナス幅が大きくなっている。自動車産業にとっては、半導体不足が長期化しつつあるところに、ルネサスエレクトロニクスの火災が追い打ちをかけた形で、これが先行きの業況の下押し圧力になっているとみられる。半導体はリードタイムが半年程度と長く、6 月以降も業況への影響が残る可能性がある。ただ、マクロ的には供給サイドのボトルネックの話であり、需要自体は堅調推移が予想される。先行きの景気のトレンドに大きな影響を与える可能性は低い。

4. 大企業・非製造業も予想上回る

大企業非製造業の業況判断 DI は 4 ポイント改善の▲1 となった。事前の市場予想は 3 ポイント上回ったが、製造業の改善幅は大きく下回っている。非製造業に関しては、さすがに緊急事態宣言の影響は避けられなかった形で、広く予想されていたとおり、宿泊・飲食サービス（12 月:▲66 → 3 月:▲81、▲15）と対個人サービス（▲43 → ▲51、▲8）が再び大きく低下している。

業種別の格差も引き続き大きく（図表 7、8）、不動産（▲4 → +15、+19）、物品賃貸（+3 → +14、+11）、対事業所サービス（+13 → +24、+11）は逆に二桁の改善となっている。不動産は首都圏マンションや戸建住宅の好調、対事業所サービスは製造業を中心とした B to



Bの好調を反映したと考えられる。もっともDIの水準が高い情報サービス（+23 → +31、+8）と、宿泊・飲食サービスとの間には、実に112ポイントもの差がある。

小売（+23 → +19、▲4）も悪化した。悪化幅は比較的小さかった。経産省から発表された2月の商業動態統計では、小売業販売額が季節調整済前月比で+3.1%と伸びており、業界全体としては緊急事態宣言による大きな打撃を受けていない可能性が示されている。3月のロイター短観では、「コロナ禍の生活変容で需要が高まっている（小売）」との声も出ている。

先行き判断DIをみると、現状判断が大きく悪化した宿泊・飲食サービス（3月：▲81 → 6月：▲58、+23）、対個人サービス（▲51 → ▲25、+26）とも大きく改善しており、緊急事態宣言明け後の需要の戻りへの期待の強さがうかがえる。逆に、小売（+19 → +8、▲11）は二桁の悪化となった。ロイター短観からは、「時短で販促費などが抑制されたが、継続的なものではない（小売）」という声が挙がっており、時短営業終了後のコスト増加を不安視する向きがあるようだ。上昇する業種と低下する業種が分かれた結果、非製造業全体の先行き判断DIは▲1と、3月から横ばいとなった。

5. 中小企業・製造業も大きく改善

中小企業・製造業の業況判断DIは▲13と、12月調査から14ポイントの大幅改善となった。市場予想も7ポイント上回った。16業種中14業種が改善、うち9業種が二桁の改善となっている。大企業同様、国内外の需給判断がいずれも大きく改善しており、これが業況の改善を支えている。中小企業の業況と相関の高い景気ウォッチャー調査（2月調査）で判断理由を見ると、「今年に入り、国内市場が回復基調にある。欧米市場も少しずつ動きが出ている（北陸＝一般機械器具製造業）」、「緊急事態宣言中であるにもかかわらず、受注量は新型コロナウイルス発生以前の活発な動きに戻ってきている（近畿＝金属製品製造業）」等の声が挙がっている。先行きは1ポイント上昇の▲12と、小幅ながら改善基調の持続を見込む形となっている。

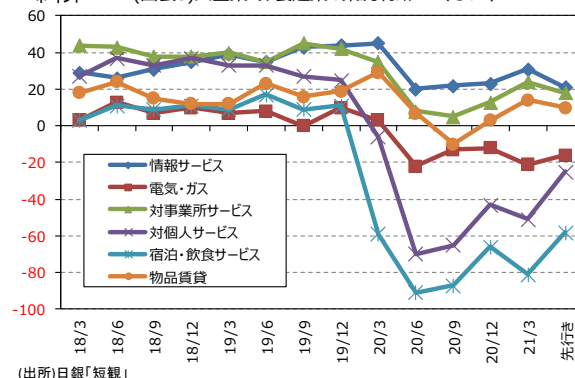
中小企業・非製造業の業況判断DIは▲11で、12月から1ポイントの小幅改善となった。こちらも悪化を見込んでいた市場の事前予想を3ポイント上回った。12業種中、低下したのは4分の1の3業種だったが、宿泊・飲食サービスが12月から▲34ポイント大きく悪化したのが足を引っ張った。2月の景気ウォッチャー調査では、改善した業種から、「都市部の大企業の広告料は、上期に新型コロナウイルスの影響でCMを控えていた反動で、下期からは復調気味で、特に12月からは前年超えが多い。2月も引き続き前年超えとなっているが、12月と比べると微増である（四国＝通信業）」等の声が挙がっていた。

なお、先行きは▲5ポイント悪化の▲16と、やや大きめの低下を見込む形となっている。懸念材料ではあるが、先行きを厳しめに見積もるのは、中小企業・非製造業の最近の傾向でもある。

6. 設備投資計画は予想を下回る

設備投資計画は、下方修正が続く結果となった（図表9～11）。2020年度の大企業製造業の設備投資計画は、前年比▲3.0%と、12月の同▲0.5%から▲2.5%ポイント下方修正された。

（図表8）大企業・非製造業の業況判断DI（その2）



（出所）日銀「短観」

（図表9）日銀短観設備投資計画（全産業・前年比）

	19年度		20年度						21年度	
	実績		3月	6月	9月	12月	3月	3月	3月	3月
	%	%	調査	調査	調査	調査	調査	当社予測	調査	当社予測
全規模	▲0.6	▲0.4	▲0.8	▲2.7	▲3.9	▲5.5	▲6.4	0.5	▲2.8	
製造業	0.9	2.4	3.1	▲0.3	▲3.1	▲5.7	▲5.1	3.0	3.0	
非製造業	▲1.5	▲2.0	▲3.1	▲4.1	▲4.5	▲5.3	▲6.9	▲1.0	▲5.3	
大企業	0.3	1.8	3.2	1.4	▲1.2	▲3.8	▲2.4	3.0	3.5	
製造業	4.3	4.3	6.5	3.5	▲0.5	▲3.0	▲3.1	3.2	8.1	
非製造業	▲2.0	0.3	1.2	0.1	▲1.6	▲4.3	▲2.0	2.9	1.0	
中小企業	▲0.2	▲11.7	▲16.5	▲16.1	▲13.9	▲11.1	▲13.0	▲5.5	▲13.3	
製造業	▲1.2	▲9.4	▲10.4	▲12.0	▲11.3	▲13.1	▲10.5	▲1.1	▲11.2	
非製造業	▲0.5	▲13.2	▲20.1	▲18.4	▲15.4	▲9.9	▲13.7	▲7.9	▲13.9	

（出所）日銀短観等より明治安田総研作成

大企業・非製造業は▲2.7ポイント下方修正の同▲4.3%、大企業・全産業は▲2.6ポイント下方修正の同▲3.8%、全規模・全産業は▲1.6ポイント下方修正の同▲5.5%という結果である。

設備投資計画は、業績見通しよりも遅れて修正される傾向がある。2020年度の例でいえば、6月調査までの設備投資計画は、感染症拡大下にしてはむしろ不自然なほど底堅かった。その後、感染症の自社業績への影響が明らかになるにつれ、下方修正されてきた経緯がある。ただ、設備投資の各種先行指標からは、すでに回復の兆しが見えている。今回初めての調査となる2021年度の設備投資計画（大企業・全産業ベース）も同+3.0%で、例年よりは低めのスタートとなったものの、市場予想の同▲1.4%は上回った。

生産・営業用設備判断DIも改善が進んでいる。大企業・製造業（12月：+13 → 3月：+6、▲7）、大企業・非製造業（+3 → +2、▲1）、大企業・全産業（+8 → +4、▲4）、全規模・全産業（+6 → +4、▲2）と、大企業・製造業を中心に不足方向への動きが続いている（低下なら不足方向、上昇なら過剰方向）（図表12）。先行きも低下傾向が続くとの見通しである。

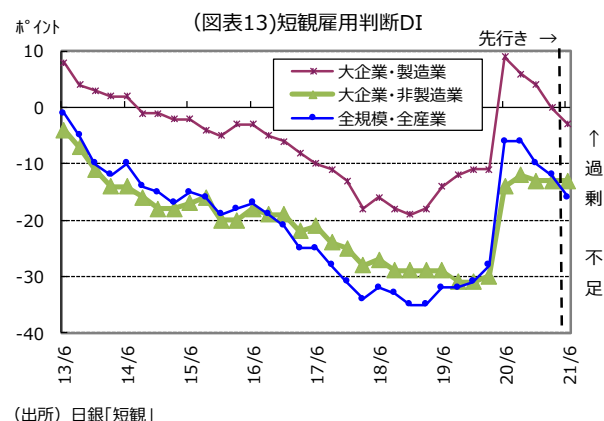
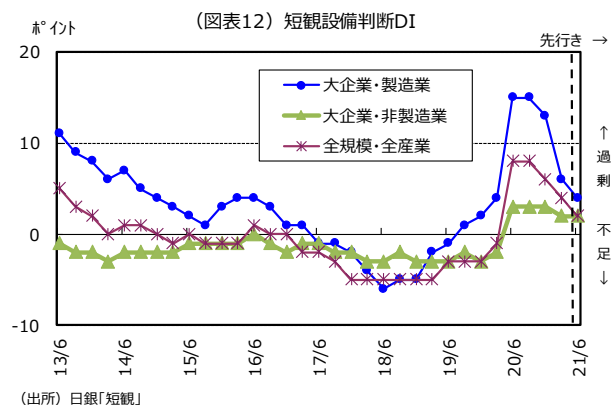
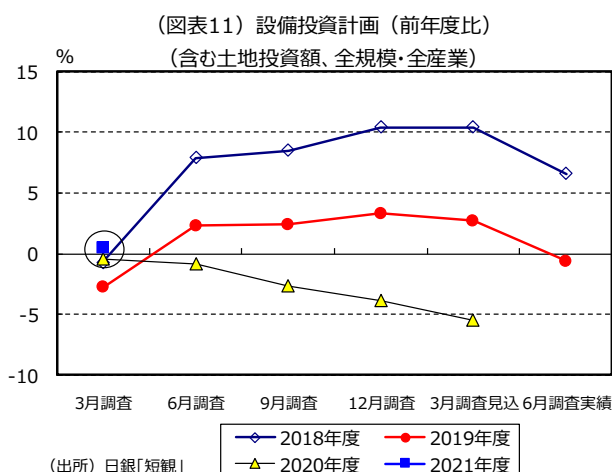
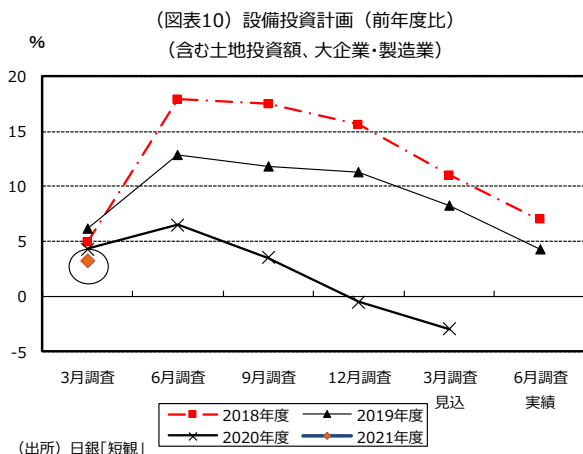
企業の設備投資意欲に影響する、中長期的な成長期待に改善が見られない状況下ではあるが、外需の回復に加え、DX、環境関連といった分野をけん引役に、2021年度の設備投資は回復基調が続くと予想する。

7. 雇用需給は改善

雇用人員判断DI（過剰－不足）は、全規模・全産業ベースで12月から▲2ポイントの低下となった（12月：▲10 → 3月：▲12、▲2）（数字が下がれば需給ひっ迫、上がれば需給緩和）（図表13）。

製造業が大きく低下しており、業況判断の改善と整合的な内容。特に中小企業・製造業は▲8ポイントの大幅低下となっている。大企業・製造業も、先行きは不足超へと転じる見通しである。非製造業に関しては、大企業、全規模共に12月から横ばいだったが、もともとDIの水準は製造業よりも低かった（＝ひっ迫度が高い）。今後、景気回復が進むにつれ、地方の中小企業の人手不足問題が再びクローズアップされる可能性もある。

8. 今後も業況判断は改善傾向が続く



3月の日銀短観では、大企業・製造業の業況判断DIは市場予想を大きく上回る改善となった。

先行きも基本的には改善基調の持続が見込まれる。主要国におけるワクチン接種の進展や、米国の大型財政政策等を背景に、2021年は世界経済の回復基調の持続が予想される。日本でも、ワクチン接種の普及に伴い、年後半は消費マインドが上向く展開が期待できる。

もちろん、先行きは引き続き感染症次第の面が大きいため、不確実性は依然として高く、シナリオは幅広に見積もっておく必要がある。たとえば、感染再拡大により、最終的にオリンピックまで中止に追い込まれるようなことになれば、消費マインドは再び萎み、関連業種への打撃は避けられないだろう。ただし、12月の短観時と比較すれば、そうしたリスクシナリオの示現確率は下がっていると考えられる。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411