

原燃料価格が企業の業況を下押し

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 大企業・製造業の業況判断DIは悪化が続く

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+14と、12月調査から3ポイント低下した。これは、5ポイントの低下を予想していた市場予想を2ポイント上回った（当研究所の予測は3ポイント低下）（図表1）。

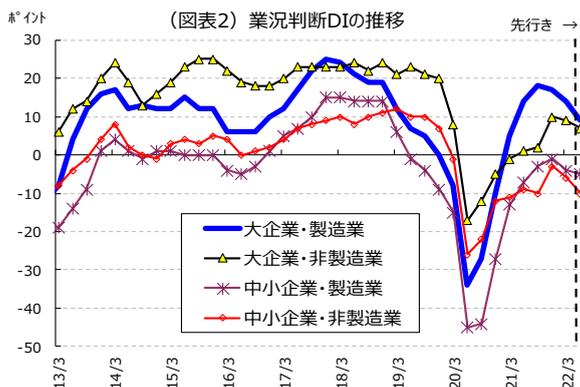
ただ、6月の先行き判断DIは、3月から5ポイント低下の+9で、こちらは市場予想を逆に1ポイント下回った。現状判断DIを上回る低下幅で、企業が現状よりも先行きをより厳しく見ている様子が明らかとなった。中国経済の減速やウクライナ情勢への懸念を反映した形と考えられる。

大企業・製造業の業況判断DIは、これで2期連続の低下となる（図表2）。9月までは5期連続の上昇を続けていたが、コロナ拡大後の反動増的な回復局面はすでに一巡している。業況判断の選択肢別社数構成比の12月から3月の変化を見ると、良い：26%→24%が2ポイント低下した一方、さほど良くない：65%→66%が1ポイント上昇、悪い：9%→10%も1ポイント上昇するという結果だった。

(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月調査の当研究所予測値			
	12月最近	3月先行き	3月最近	変化	6月先行き	変化	3月予測	変化	6月予測	変化
大企業	14	10	11	▲3	8	▲3	10	▲4	11	1
製造業	17	13	14	▲3	9	▲5	14	▲3	15	1
非製造業	10	9	9	▲1	7	▲2	5	▲5	7	2
中小企業	▲3	▲4	▲6	▲3	▲8	▲2	▲5	▲2	▲3	2
製造業	▲1	▲1	▲4	▲3	▲5	▲1	▲5	▲4	▲4	1
非製造業	▲3	▲6	▲6	▲3	▲10	▲4	▲6	▲3	▲3	3

(出所) 日銀短観等より明治安田総研作成



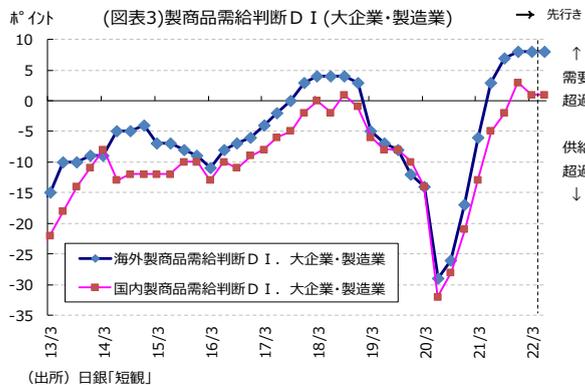
(出所) 日銀「短観」

2. 需給判断は比較的底堅いが

大企業・製造業の国内外の需給判断は、国内が悪化、海外が横ばいという形になった。ただ、需給に関しては意外に強気な見方を維持しているとの印象を受ける。

まん延防止等重点措置の拡大もあり、国内の需給判断の悪化は避けられないところだったが、国内の製商品・サービス需給判断DIは2ポイント悪化の+1と小幅の悪化にとどまり、水準的にはプラスを維持した。過去10年間でプラスになったのは、前回12月の短観を除けば、2018年9月の1回きりである。

また、海外での製商品需給判断DIは、ウクライナ情勢の混迷や、中国経済の減速にもかかわらず、横ばいの+8となった（図表3）。米国景気の力強い回復が下支えになったと考えられる。



(出所) 日銀「短観」

業況悪化に寄与したのは、需給面というよりも価格面の動きだった可能性が高い。一次産品価格の上昇に伴い、販売・仕入価格判断DIは一段と上昇している。大企業・製造業の仕入価格判断DIは、12月から9ポイント大幅上昇の+58となった。これは、WTIが147ドルに達した直前の2008年6月以来の高さである。これに対し、販売価格判断DIも8ポイント上昇した。ある程度価格転嫁が進んでいる様子を示したものの、上昇幅は仕入価格判断DIを下回り、この結果、販売価格判断DI-仕入価格判断DIで示される交易条件はさらに悪化した(図表4)。

3. エネルギー価格が業況を押し下げ

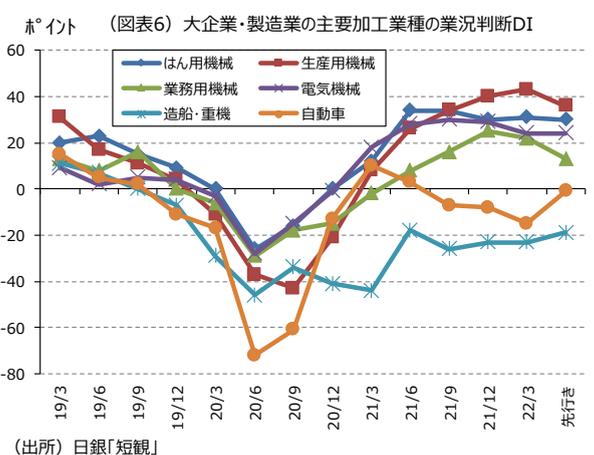
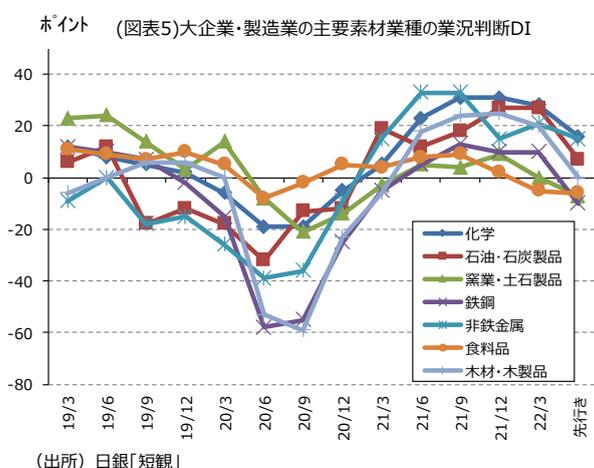
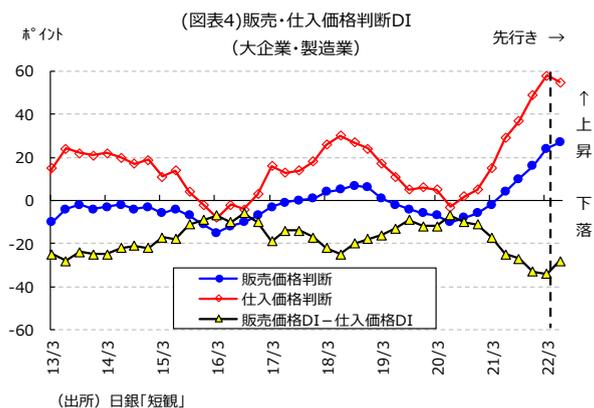
大企業・製造業の業種別の業況判断DIを見ると(図表5、6)、内訳の16業種のうち、3業種が改善、9業種が悪化、4業種が横ばいとなった。素材、加工別では、素材業種が2ポイント悪化の+16、加工業種は4ポイント悪化の+12で、加工業種の悪化幅がより大きい。

素材業種の内訳を見ると、紙・パルプ(12月:+11 → 3月:▲3、▲14)、窯業・土石製品(+9 → ±0、▲9)の低下幅が大きい。大企業・製造業の業況判断DIと相関の高い、3月のロイター短観で寄せられている企業コメントを見ると、「需要は回復基調で良いが、エネルギー価格、原材料価格において値上げ案件ばかりで、収益維持が難しい(繊維・紙・パルプ)」や「原燃料価格の高騰に値上げが追い付かず、さらに出荷量の落ち込みも見られる(化学製品)」など、国際商品市況の上昇による仕入れコストの増加が、素材関連企業の悪材料として指摘されている。

加工業種では、自動車(▲8 → ▲15、▲7)、食料品(+2 → ▲5、▲7)の低下幅が比較的大きかった。前者は部品調達先の操業停止の影響、後者は原材料費の高騰に伴い、小麦製品をはじめ多くの食品が値上げを余儀なくされている影響と考えられる。大きく改善した業種は見当たらないが、前述のロイター短観では「半導体業界を中心とした好調な環境が続き、需要に供給が追い付かない状況が続いている(精密機器・その他製造)」と、半導体需要に関しては引き続き旺盛である様子が示されている。

4. 製造業の交易条件が悪化

大企業・製造業の先行きは、2業種が改善、13業種が悪化、1業種が横ばいという結果となった。数少ない改善業種である自動車は、14ポイントの大幅改善だが、東南アジア各国では依然としてオミクロン株が猛威を振っているほか、ガソリン自動車の排ガス浄化装置に使用されるパラジウムをはじめ、レアメタルの多くをロシアから調達していることを考えれば、先行きの不確実性は高い。先行きDIが悪化した業種のなかでは、木材・木製



品、石油・石炭製品、鉄鋼がそれぞれ 20 ポイント大きく悪化している。原燃料費の高騰や、値上げに伴う先行きの需要悪化への懸念を反映した形と考えられる。

先行きについては、円安の進行が業況の改善要因となる可能性がある。全規模・全産業ベースの想定為替レートを見ると、2021 年度下期は 110.96 円/ドル、2022 年度は 111.93 円/ドルとなっており、足元の水準よりも 10 円前後の円高となっている。円安は輸出企業にはプラス、輸入企業にはマイナスだが、トータルでは景気に与える影響はプラスである。これは円安と株高が同時進行する足元の金融市場にも反映されている。いわゆる「日本売り」のような形で加速度的に円安が進んでいくのであれば深刻な問題になるが、足元の円安は加工業種を中心に先行きの業況の押し上げ要因になると考えられる。一方で、中国経済の減速は引き続き押し下げ要因になると考えられるほか、ウクライナ問題も今後の展開が読めない状況が続いており、製造業の業況が安定的に上昇していく姿は描きにくい。

5. 大企業・非製造業は「まん防」が下押し

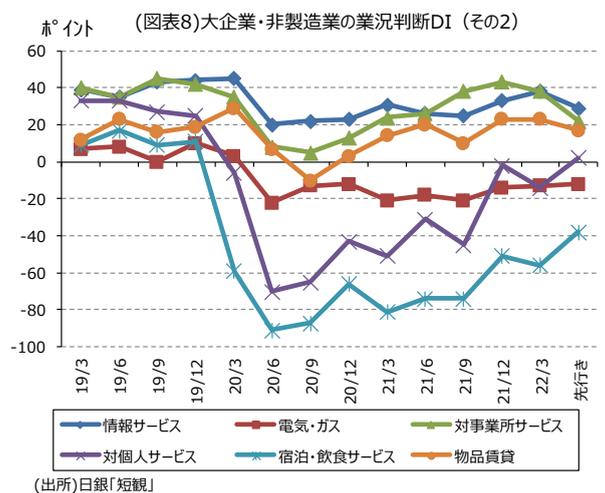
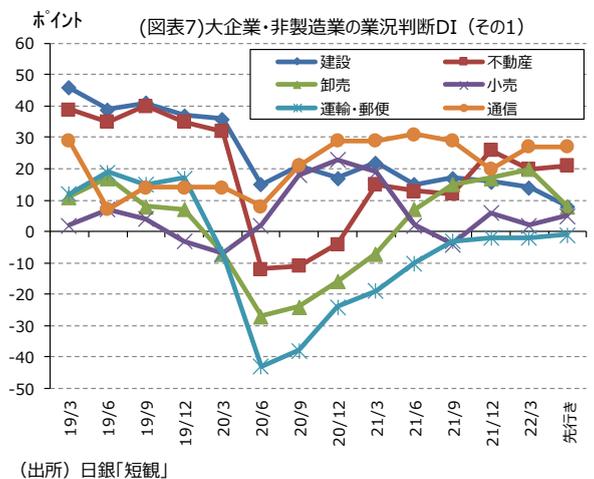
大企業・非製造業の業況判断 DI は 1 ポイント低下の +9 となった。こちらは、5 ポイントの悪化を見込んでいた市場予想を 4 ポイント上回った（前掲図表 1）。オミクロン株の感染拡大と、まん延防止等重点措置の全国的な拡大が、対面サービス産業を中心に業況の重しとなった形である。主要 12 業種のうち、改善が 4 業種、悪化が 6 業種、横ばいが 2 業種となっている（図表 7、8）。

ロイター短観では、「まん延防止等重点措置の継続等によりコロナ前水準の売上・来店客数の回復には至っていない（小売）」や、「まん延防止等重点措置の適用により、警戒感からか宴会の予約のキャンセルが相次ぎ、宿泊も県境移動の抑制推奨によって客足が伸びない（サービス・その他）」などといった声が上がっている。

対個人サービス（12 月：▲2 → 3 月：▲14、▲12）と宿泊・飲食サービス（▲51 → ▲56、▲5）は、前回 12 月短観では大幅改善だったが、今回は再び悪化した。一方で、コロナ禍でも高めの水準を維持してきた通信（+20 → +27、+7）、情報サービス（+33 → +38、+5）は比較的大きな回復を示し、非製造業の業況判断 DI の悪化を小幅にとどめる要因となった。

大企業・非製造業全体の先行き判断 DI は 2 ポイント低下の +7 となった。対個人サービスが 16 ポイント、宿泊・飲食サービスが 18 ポイントの大幅上昇となる一方、対事業所サービスが 16 ポイントの悪化、卸売も 12 ポイントの悪化となるなど、業種別の格差が大きくなっている。前者は、まん延防止等重点措置終了後の需要回復や、Go To Travel キャンペーンの再開を期待した動き。後者は、ウクライナ情勢や中国景気減速の影響で、製造業を中心に再び経済活動が鈍ることへの不安を反映した形と考えられる。

年明け以降、非製造業の景況感を下押ししていたまん延防止等重点措置は、3 月 21 日にすべて解除されたものの、国内の新規感染者数は高水準での状態が続いている。「第 7 波」の到来がなければ、今夏にも Go To Travel



キャンペーンの再開が期待できるが、不透明感が高い。身の回り品の価格上昇が消費者マインドに与える悪影響も懸念され、非製造業の業況についても安定的な上昇は見込みにくい。

6. 中小企業・製造業も悪化

中小企業・製造業の業況判断DIは▲4と、12月調査から3ポイントの低下となった。こちらは市場予想を2ポイント上回った。16業種中4業種が改善、12業種が悪化という結果。先行きは▲1ポイントの悪化である。

大企業同様、需給判断が著しく悪化しているわけではない。国内の製商品・サービス需給判断DIは1ポイント悪化の▲12、海外での製商品需給判断DIは横ばいの▲3となっている。この点、中小企業の業況と関連の高い景気ウォッチャー調査(2月調査)を見ると、「原材料価格が値上がりし、ここに来て、フィルム、パック、添加物といった製品原価にかかわる物が全て値上げとなっている。商材自体はまだ値上げができていないので、かなり大変な事態になってきている(甲信越=食料品製造業)」、「燃料の価格高騰、原材料の価格高騰、人手不足など、マイナス要因が多くみられる(北海道=その他サービス業[建設機械リース])」と、やはりエネルギー価格の悪影響を指摘する声が多く上がっている。実際、仕入価格判断DIは10ポイント大きく上昇している。これに対し、販売価格判断DIの上昇は7ポイントにとどまっており、交易条件の悪化度合いは大企業を上回る。

中小企業・非製造業の業況判断DIは▲6で、12月から3ポイントの悪化となった。こちらは市場予想を3ポイント上回った。12業種中、改善が3業種、悪化が7業種、横ばいが2業種という結果である。飲食・宿泊サービス(12月:▲36→3月:▲66、▲30)が大きく悪化したことが足を引っ張った。景気ウォッチャー調査では、「まん延防止等重点措置の適用が長引いているために、県内の飲食店や対人サービスを主とする業種を中心に、地域経済は委縮している。人の流れが一部で滞り、経営不振の状態が続く企業が多い(北関東=経営コンサルタント)」との声が上がっている。

以上の結果、全規模・全産業ベースの業況判断DI(+2→±0、▲2)は2ポイントの悪化となった。前回12月は2年ぶりのプラスだったが、再びゼロまで押し戻された。

7. 2022年度の設備投資計画は堅調なスタート

2021年度の設備投資計画(全規模・全産業ベース)は、12月調査の前年度比+8.0%から同+4.6%へと下方修正された(図表9、10)。業種別では、製造業(全規模ベース)が同+11.7%から同+7.6%、非製造業が同+6.0%から同+2.9%へと、いずれも下方修正された。オミクロン株の感染拡大や原材料価格の上昇による企業収益の悪化懸念が投資意欲を削いだ形である。規模

別に見ると、大企業・全産業は同+10.3%から同+5.9%に下方修正された。中小企業の設備投資計画は、年度始の時点では決まっていなかった企業が多いため、期を追うごとに上方修正される傾向があるが、今回は同+3.6%から同+4.3%に上方修正された。ソフトウェア投資が引き続き好調で、中小企業・全産業は同+26.9%の高い伸びとなっている(大企業・全産業は同+7.9%)。

今回新たに発表された2022年度の設備投資計画(全規模・全産業ベース)は、前年度比+0.8%となった。昨年3月は+0.5%で、同時期の現行統計が遡れる2006年3月以降、初めてのプラス圏でのスタートだったが、それを小幅上回る堅調なスタートとなった。

(図表9) 日銀短観設備投資計画(全産業・前年比)

	20年度		21年度						22年度	
	実績	3月調査	6月調査	9月調査	12月調査	3月調査	3月当研究所予測	3月調査	3月当研究所予測	
										%
全規模	▲8.5	0.5	7.1	7.9	8.0	4.6	5.8	0.8	▲1.6	
製造業	▲10.0	3.0	11.5	12.0	11.7	7.6	7.8	9.0	2.9	
非製造業	▲7.5	▲1.0	4.5	5.5	6.0	2.9	4.9	▲4.0	▲4.3	
大企業	▲8.3	3.0	9.6	10.1	10.3	5.9	7.8	2.2	2.4	
製造業	▲8.8	3.2	13.3	13.3	12.0	7.9	9.2	8.4	5.1	
非製造業	▲8.1	2.9	7.4	8.2	9.3	4.7	7.1	▲1.6	0.4	
中小企業	▲8.5	▲5.5	0.9	4.7	3.6	4.3	5.8	▲11.4	▲9.2	
製造業	▲12.4	▲1.1	2.3	6.4	9.4	7.0	11.0	▲1.0	0.3	
非製造業	▲6.3	▲7.9	0.2	3.8	0.6	3.0	4.2	▲16.9	▲13.6	

(出所) 日銀短観等より明治安田総研作成

生産・営業用設備判断DIも、改善傾向が続いている（図表11）。大企業・製造業（12月：±0 → 3月：▲2、▲2）、大企業・非製造業（+1 → ±0、▲1）、全規模・全産業（±0 → ±0、±0）といった形で（低下なら不足方向、上昇なら過剰方向）、先行きの全規模・全産業ベースは約2年ぶりに不足超に転じる見通しとなった。

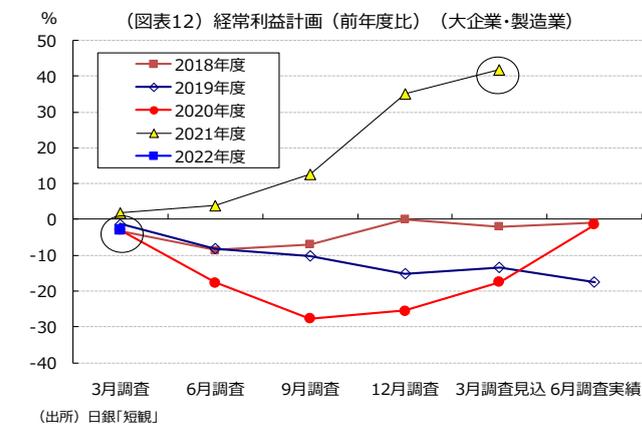
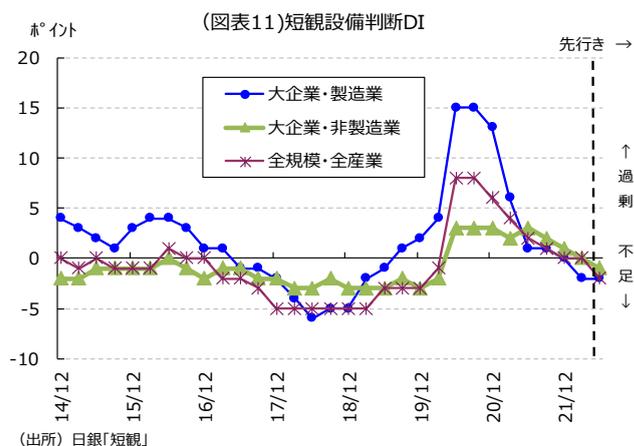
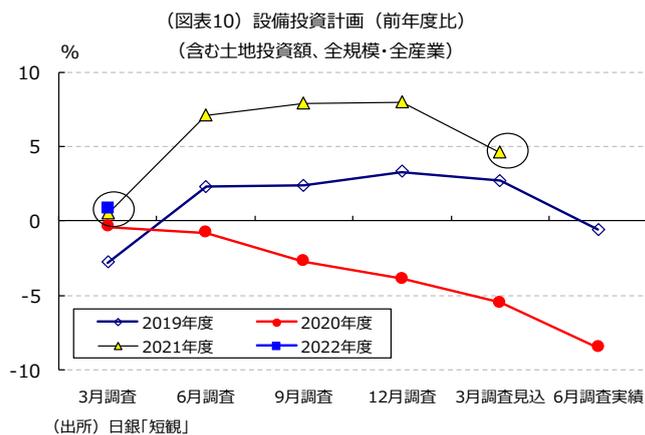
日本の設備投資の増減は、短期的には外需に左右される傾向が強い。この点、中国経済の減速は痛手だが、円安トレンドが続けば、回復を一定程度後押しするだろう。当研究所の経済モデル（OEGM）では、円/ドルレートが年間を通じて115円/ドルで推移した場合をベースラインとし、120円/ドルまで円安が進んだとすると、年間の実質設備投資を+0.38%押し上げる。120円/ドルの場合は+0.74%、125円/ドルの場合は+1.08%、130円/ドルの場合は+1.41%である。

今後、ウクライナ情勢の深刻化が避けられ、かつ、新たな変異株の劇的な拡大がなければ、設備投資は回復傾向の持続が期待できる。2021年度の企業業績は大企業・製造業中心に大幅回復が見込まれている（図表12）。また、国策ともいえる脱炭素関連投資は、多少の業況の振れにかかわらず継続的な実施が求められる。ホテルや飲食店等の新設需要や、航空機や鉄道車両等の更新需要はしばらく低迷を余儀なくされるとみられるものの、来年にかけての設備投資は、外需、DX、脱炭素等をけん引役に、回復基調が続くというのがメインシナリオである。

一方、ウクライナ情勢が深刻化し、原油価格が再び上昇した場合は、加工業種を中心に企業の設備投資を押し下げる。上記のモデルで、原油価格（ブレント）が年間を通じて90ドル/バレルで推移した場合をベースラインとし、これを110ドル/バレルまで引き上げると、年間の実質設備投資には▲0.50%の下押し圧力がかかる。130ドル/バレルの場合は▲0.96%、150ドル/バレルの場合は▲1.37%、200ドル/バレルの場合は▲2.30%である。

8. 人手不足は深刻化

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：▲22 → 3月：▲24、▲2）（数字が下がれば需給ひっ迫、上がれば需給緩和）（図表13）。再び人手不足が深刻化しつつある様子が示されている。全産業ベースの雇用判断DIは、コロナ禍でも一度もプラス圏（過剰>不足）に浮上していない。



ここまで目立たなかったとはいえ、地方の中小企業を中心とした構造的な人手不足問題は変わっていない。今後、景気回復が進むにつれ、地方の中小企業の人手不足が、深刻な問題として再びクローズアップされる可能性が高い。

9. 安定的な改善は見込みにくい

3月調査の日銀短観では、大企業・製造業の業況判断DIが3ポイント低下、6月の先行き判断DIは5ポイント低下し、先行きをより厳しく見ている様子が示された。中国経済の急減速やウクライナ情勢への懸念を反映した形と考えられる。

今後、短期的にはウクライナ情勢が業況を大きく左右するリスクがある。エネルギー価格や穀物価格に与える影響、レアメタルの調達見通し等が焦点となる。ウクライナ情勢が安定化したとしても懸念材料は残る。ゼロコロナポリシーを貫く中国は、深圳や上海等の経済中核都市でロックダウンに踏み切った。中国の3月の製造業PMIは、好不況の分岐点である50ポイントを再び下回った。不動産開発投資も低迷が続いている。

また、今後も変異株の登場が続く可能性が高いことを考えれば、コロナ下で変容した人々の行動様式は容易に変わらず、繁華街への人出も抑制された状況が続くと考えられる。インバウンドの回復も見込める状況にはなく、宿泊・飲食サービスの業況回復もいずれは壁に当たる可能性が考えられる。政府としては、感染症対策が重要な経済対策となる。感染症が多少拡大しても、経済活動を止めずに済むよう、医療体制の充実に努め、病床ひっ迫を防ぐ対策が必要である。しばらくは、強弱材料の綱引きが続くが、業況判断の安定的な上昇はなかなか見込みにくい。

※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