

【日銀短観（23年3月）】

大企業・製造業の業況が大きく低下

～非製造業は改善も、先行き不透明感は大きい～

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は大幅低下

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（現状判断）が+1と、12月調査から6ポイント大きく低下した。これは、4ポイントの低下を予想していた市場予想を下回り、

5期連続の低下となった（図表1、2）。コロナ禍からの回復に伴う既往ピークである2021年12月調査の18からは、17ポイントの低下であり、かろうじて9期連続のプラス圏に収まったものの、10期ぶりのマイナス転換まで後がない状況となった。

今回の回答期間は2月27日～3月31日となっており、米国における金融不安の台頭と時期が重なったことが、製造業にとっては業種横断的に業況を押し下げる要因になったとみられる。原燃料費の上昇、軟調な輸出なども引き続き重荷になっている様子がうかがえる。

一方で大企業・非製造業の業況判断DIは1ポイント改善の20となった。海外経済への不安が製造業ほどダイレクトに業況の下押し圧力にならないのに加え、人流の回復や政府の観光テコ入れ策、インバウンド需要の急回復等が引き続き下支え要因になったとみられる。主要12業種中、小売のみが二桁の回復だった。ただ、全体では製造業の悪化幅が上回ったため、景気全体の姿に近い全産業ベースでは3ポイントの悪化となった。

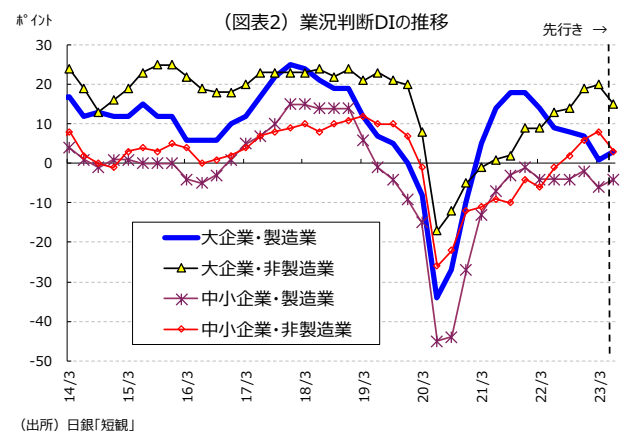
先行き判断については、大企業・製造業が2ポイントの改善、大企業・非製造業が5ポイントの悪化と、現状判断とは逆の結果となった。製造業が持続的な業況悪化を見込んでいるわけではないことが示されたのは好材料だが、石油・石炭製品が33ポイント、紙・パルプが22ポイントの改善となるなど、振れの大きい特定業種の急回復に助けられた面も大きい。海外経済への不透明感や原燃料高は引き続き業況の重石になっているとみられ、先行きは予断を許さない。

非製造業については、反動増的な需要回復の一巡や、観光支援策の縮小、物価高等が影響している可能性が高い。この結果、全規模・全産業ベースでは1ポイントの悪化と、2期連続の悪化を見込む形となっている。世界

（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		6月 先行き		3月 予測		6月 予測	
			変化	変化	変化	変化	変化	変化	変化	変化
大企業	13	8	10	▲3	9	▲1	12	▲1	12	0
製造業	7	6	1	▲6	3	2	4	▲3	5	1
非製造業	19	11	20	1	15	▲5	21	2	19	▲2
中小企業	4	▲2	3	▲1	0	▲3	3	▲1	2	▲1
製造業	▲2	▲5	▲6	▲4	▲4	2	▲4	▲2	▲3	1
非製造業	6	▲1	8	2	3	▲5	7	1	5	▲2

（出所）「日銀短観」等より明治安田総研作成



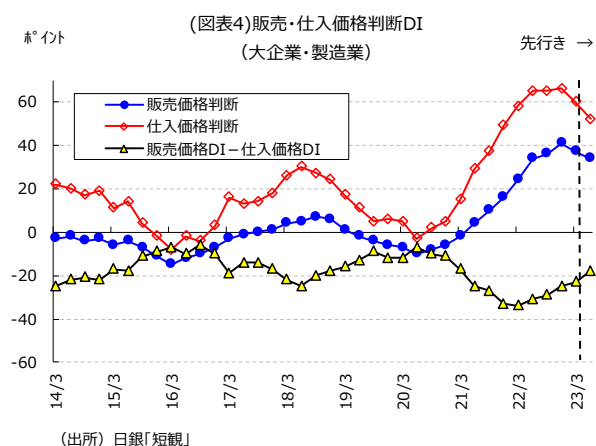
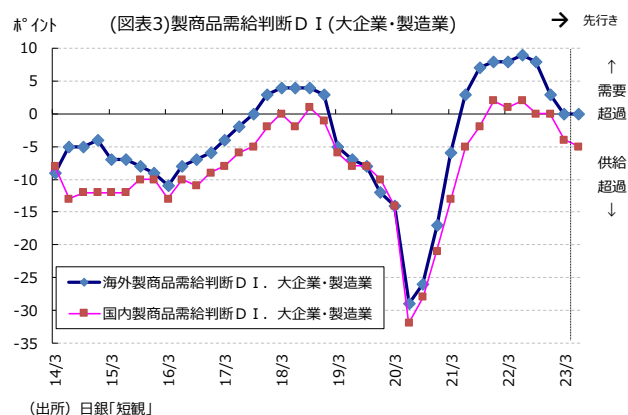
的な高インフレと景気減速、特に米国景気の先行きへの不確実性が高いのに加え、国内でも食品を中心に物価高が長引く見通しで、先行きの日本経済は楽観できない状況にある。

2. 価格判断 DI の低下は好材料

大企業・製造業の国内外の需給判断は、国内が4ポイントの悪化、海外が3ポイントの悪化となった。海外は12月の5ポイント悪化に続き、2期連続の悪化となっている。

歴史的な高水準で推移していた海外の需給判断だが、昨年の9月短観以降、急速に悪化している（図表3）。昨年末の中国におけるコロナ感染急拡大に加え、インフレと利上げ、金融不安などから欧米経済の先行きへの不安が広がったことが影響しているとみられる。

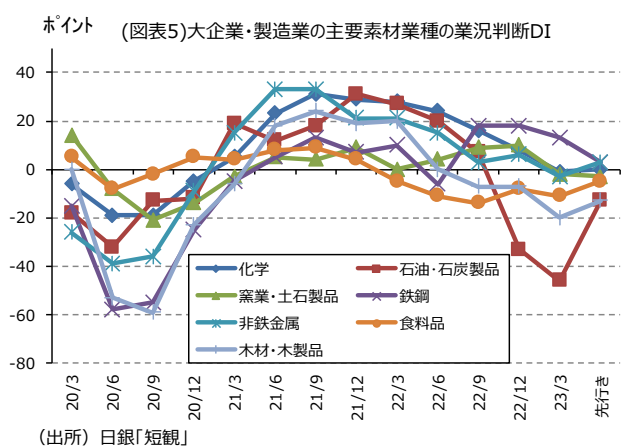
価格面の動きを見ると、販売価格判断 DI は4ポイント低下の37、仕入価格判断 DI は6ポイント低下の60 となり、両者とも上昇トレンドが一服した。この結果、販売価格判断 DI－仕入価格判断 DI で示される交易条件は2ポイント改善した（図表4）。仕入価格上昇の主因であった原油高、円安ともすでにピークアウトしていることが、時間差をおいて仕入価格判断 DI の低下、ひいては販売価格判断 DI の低下に波及したとみられる。近い将来、消費者物価の上昇圧力が緩和に向かうことを期待させる内容である。



3. 素材業種が相対的に軟調

大企業・製造業の業種別の業況判断 DI を見ると、16 業種中 12 業種が悪化、2 業種が改善、2 業種が横ばいという結果だった（図表 5、6）。うち、悪化幅が二桁になったのは、はん用機械（12 月：+31 → 3 月：+16、▲15）、電気機械（+18 → +3、▲15）、木材・木製品（▲7 → ▲20、▲13）、石油・石炭製品（▲33 → ▲46、▲13）、窯業・土石製品（+10 → ▲2、▲12）の 5 業種である。このほか、化学（+8 → ▲1、▲9）、非鉄金属（+6 → ▲3、▲9）、金属製品（+8 → ±0、▲8）等も苦戦している。

いまだ多くの企業が価格転嫁に苦しんでいる模様で、大企業・製造業の業況判断 DI と相関の高い3月ロイター短観のアンケートでは、「原燃料価格の高止まりを製品価格に転嫁しきれていない（ガラス・土石）」、「客先の在庫の調整局面にあること、またエネルギー価格、資材価格の高騰による収益圧迫（非鉄）」等の声が寄せられていた。化学については、IT サイクルの一巡に伴う半導体材料やパソコン部材の需要減を反映している可能性もある。原油価格の下落は、化学にとっては在庫評価益の押し下げにもつながる。ロイター短観では「国内需要が減退し原価が上昇している（石油）」との声も上がっていた。



原料費上昇の影響を直接受ける素材業種（+3 → ▲5、▲8）の悪化幅が加工業種（+10 → +4、▲6）の悪化幅を2ポイント上回っているが、加工業種も悪化しているのは同じである。はん用機械や電気機械は、輸出の低迷の影響が大きいと考えられる。改善した業種は自動車（▲14 → ▲9、+5）と造船・重機等（▲12 → ▲8、+4）の2業種のみであった。自動車は部品不足の緩和が影響しているとみられるが、DIの水準自体はまだマイナスである。自動車産業のすそ野は広い。前述のロイター短観でも、「自動車関連受注の低迷や主原料価格の乱高下によるマージン圧縮（鉄鋼）」、「自動車生産の遅れやエネルギーの高騰（繊維）」等の声が上がっていた。生産の正常化が待たれるが、自動車は先行きも9ポイントの改善となっているのは好材料である。海外景気の失速がなければ、製造業の業況のけん引役になることが期待できる。

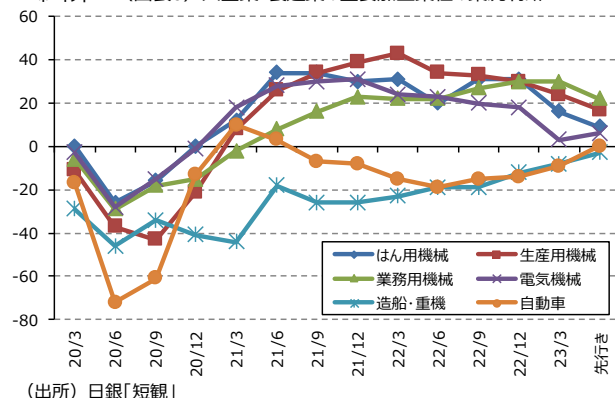
4. 大企業・非製造業は小幅改善、先行きは悪化

大企業・非製造業の業況判断DIは1ポイント上昇の+20となった。こちらは事前の市場予想と一致した。内訳の12業種のうち、6業種が改善、2業種が悪化、4業種が横ばいである（図表7、8）。二桁の改善となったのは前述のとおり小売（12月：+8 → 3月：+18、+10）だけで、二桁マイナスの業種はなく、業況は総じて安定している。ただ、先行きは5ポイントのマイナスとなっている。対個人サービスが11ポイント、宿泊・飲食サービスが13ポイントのプラスになる一方で、物品賃貸が13ポイント、卸売が15ポイントの大幅マイナスとなった。物品賃貸、卸売とも企業活動との連動性が高いが、前者はコロナ対策が段階的に終了するなかで、企業倒産がリース債権の貸し倒れにつながることに警戒感が働いている可能性がある。中小企業の業況が相対的に伸び悩むことで、リースを利用した設備投資も急回復は期待できない。後者は物流コスト等、物価上昇への不安を反映している可能性が高い。2月のロイター短観では卸売から「メーカーの値上げにより需要が落ち込んでいる」、「半導体供給の課題や値上げ交渉などがあり順調とは言えない」等の声が寄せられていた。対個人サービス、宿泊・飲食サービスにしても、反動増の一巡や、観光支援策の縮減、物価高等懸念材料は多く、先行きは楽観できない状況である。

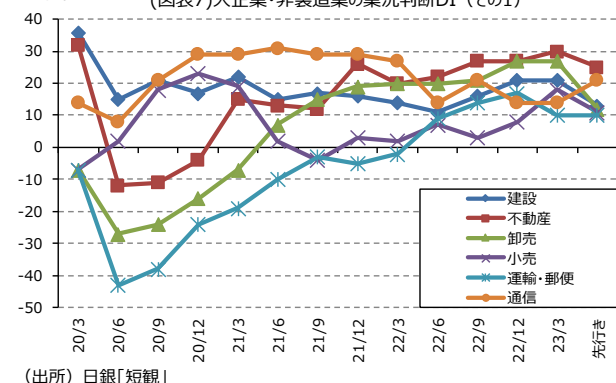
5. 設備投資計画は依然良好だが

今回が実績見込みとなる2022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+15.1%から同+11.4%まで下方修正されたが、依然として二桁の伸びを保っている（図表9、10）。例年の修正パターンであれば、実績となる6月短観では最終的に二桁を割り込みそうだが、それでも例年に比し高めの着地となるのは間違いない。2022年度の円安進行に伴う輸出企業の投資余力の拡大や、底堅いDX（デジタルトランスフォー

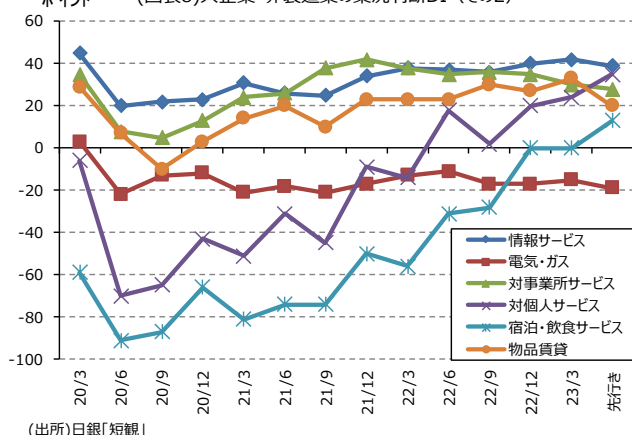
ポイント（図表6）大企業・製造業の主要加工業種の業況判断DI



ポイント（図表7）大企業・非製造業の業況判断DI（その1）



ポイント（図表8）大企業・非製造業の業況判断DI（その2）



メーション)、GX (グリーントランスフォーメーション) 需要の存在、オミクロン株やウクライナ紛争の影響で、元々2021 年度に実施されるはずだった設備投資計画が 2022 年度に先送りされたことが押し上げ要因になったと考えられる。

生産・営業用設備判断 DI も、先行きは低下に向かうという見通しで(低下なら不足方向、上昇なら過剰方向)、水準的にも、設備の不足超を示すマイナス圏にある(図表 11)。

ただ、機械受注や資本財出荷等、各種の設備投資先行指標には陰りが見える。バブル崩壊とデフレ不況を経て、日本経済が外需主導の成長を余儀なくされるようになって以来、設備投資は、短期的には外需に左右される性格が強まった。大企業・製造業にとっては、2022 年度は円安が輸出の押し上げ要因になったが、為替相場はすでに円高方向への揺り戻しが進んでいる。中国景気も、大規模な経済対策への期待が萎んだことで、力強い回復は期待できないのに加え、米国景気も失速に向かうようなことになれば、設備投資計画の大幅下方修正は避けられない。

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1 ポイントの低下となり、人手不足が一段と深刻さを増している様子が示された。先行きも 2 ポイントの低下で(図表 12)、同じ基準で遡れる過去最低値の▲35 (2018 年12 月、2019 年3 月) にあと1 ポイントとなっている。

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。景気が力強さを欠く状況が続いているにもかかわらず、雇用需給がこれだけ引き締まっているのは、日本の構造的な人手不足の深刻さを示しており、マクロ的には潜在成長率の低下の一因である。米国景気の失速で日本の景気も悪化に向かえば、雇用需給はいったん緩む可能性があるが、再び回復に向かう過程で、地方を中心とした人手不足が、日本経済が抱える深刻な問題として改めてクローズアップされる可能性が高い。

6. 先行きの業況は米景気次第で大きく振れる

3 月調査の日銀短観では、大企業・製造業の業況判断 DI が6 ポイント低下、大企業・非製造業は1 ポイントの上昇

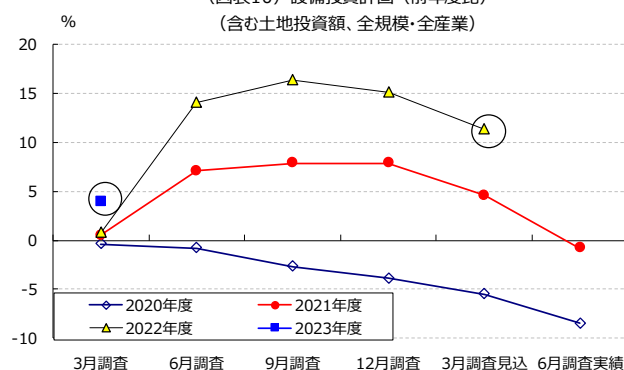
(図表9) 日銀短観設備投資計画 (全産業・前年比)

	21年度	22年度						23年度	
		3月	6月	9月	12月	3月	3月	3月	3月
	実績	調査	調査	調査	調査	調査	当研究所 予測	調査	当研究所 予測
	%	%	%	%	%	%	%	%	%
全規模	▲ 0.8	0.8	14.1	16.4	15.1	11.4	10.1	3.9	0.6
製造業	1.1	9.0	20.5	21.2	20.3	15.7	12.6	6.3	5.5
非製造業	▲ 1.9	▲ 4.0	10.5	13.6	12.1	8.9	8.6	2.4	▲ 3.3
大企業	▲ 2.3	2.2	18.6	21.5	19.2	16.4	16.2	3.2	4.1
製造業	▲ 0.5	8.4	21.5	22.0	21.1	17.8	17.2	5.8	10.4
非製造業	▲ 3.3	▲ 1.6	16.8	21.2	18.0	15.6	15.6	1.6	0.3
中小企業	6.2	▲ 11.4	▲ 1.4	1.3	3.8	0.7	4.3	1.4	▲ 13.1
製造業	6.8	▲ 1.0	4.8	8.6	11.0	10.0	10.5	2.2	▲ 5.2
非製造業	5.9	▲ 16.9	▲ 4.6	▲ 2.4	0.1	▲ 4.2	1.2	1.0	▲ 17.0

(出所)「日銀短観」等より明治安田総研作成

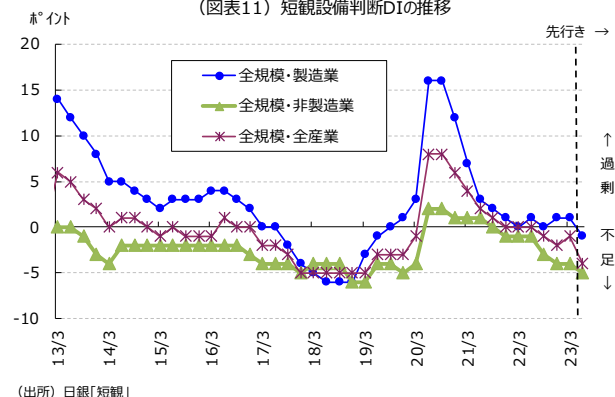
(図表10) 設備投資計画 (前年度比)

(含む土地投資額、全規模・全産業)



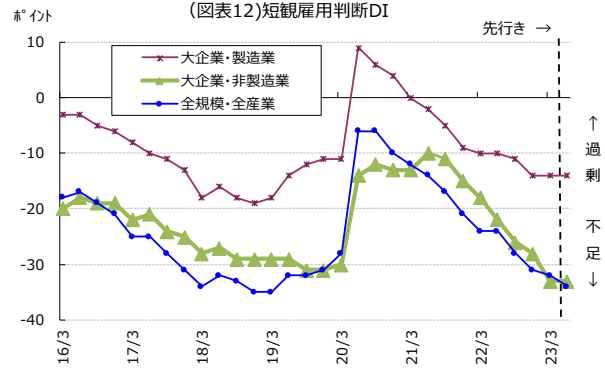
(出所) 日銀「短観」

(図表11) 短観設備判断DIの推移



(出所) 日銀「短観」

(図表12) 短観雇用判断DI



(出所) 日銀「短観」

で、製造業が大きく悪化する結果となった。先行き判断は逆で、製造業が小幅改善、非製造業は大幅悪化を見込む形となっている。全産業ベースでは現状が3ポイント低下、先行きも1ポイント低下で、景気は横ばいからやや弱含みといった推移をたどる可能性が示唆されている。

製造業にとっては、世界的な高インフレと景気減速に伴う需要鈍化懸念が根強い。特に米国景気の不確実性は高い。シリコンバレー銀行（SVB）の破綻に始まった米国の金融不安が、今後どのくらいの広がりや深さを見せるのかは、いまだ不透明である。これで、米国経済のソフトランディングは一段と難しくなった感が強い。米金融当局の行動が早いこともあり、比較的早期に沈静化に向かう展開も期待できないわけではないが、その場合、インフレ再加速のリスクが増す。3月のFOMC（米連邦公開市場委員会）では0.25%の利上げにとどめたが、5月以降再び0.5%、あるいはそれ以上の利上げを実施せざるを得なくなる展開もありうる。これだけ次のFOMCの決定が読みにくい状況は珍しく、先行きの不確実性の高さの現れである。

販売・仕入価格判断DIの低下がCPI（消費者物価指数）のピークアウトを示唆しているほか、自動車の業況回復、好調な設備投資計画など好材料もあるものの、日本の景気の大きな方向性は米国経済に左右される部分が多い。先行きの業況も米景気の動向次第で大きく振れる可能性がある。

こうしたなか、日本では日銀の植田新体制の初動が注目される。国会の所信聴取では金融緩和の継続を強調する姿勢が目立ったが、修正作業まで否定するものではない。YCC（イールドカーブ・コントロール）の金属疲労は明らかである。金融不安が加速するような状況下ではさすがに動けないにしても、国債に過度な売り圧力がかけられない局面の方が、金融政策の柔軟化的な作業は手掛けやすい。金融市場の小康状態が続くようなら、最初の一歩は早いだろう。

※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