

3月短観は先行きへの警戒感が強い

発表日：2014年4月1日（火）

～業況判断+1ポイント改善、先行き▲9ポイント悪化予想～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生(Tel:03-5221-5223)

大企業・製造業が前回比+1ポイントとなり、5期連続の改善になった。今回は、消費税増税後を見越して、先行きDIがどうなるかが焦点だった。製造業は先行きにかけて▲9ポイントの悪化予想、非製造業は▲11ポイントの悪化予想と、思っていたより慎重だ。製造業・非製造業ともに業況DIに警戒感がみられるのは、2014年度の経常利益計画が小幅のマイナスという慎重な計画と符号する。

先行きには割と強い警戒感

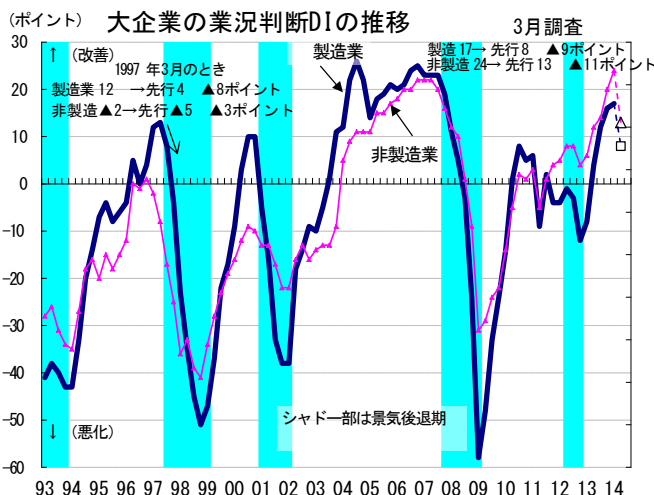
大企業・製造業の業況判断DIは、17と前回比（12月16）+1ポイントの改善となった。先行きDIは8と、最近のDIに比べて▲9ポイントの悪化を予想している。消費税増税の悪影響を測るのには、この先行きDIー最近のDIが注目されるところだ。大企業・製造業でそれが▲9ポイントも落ちたことは、前回1997年3月調査のときの▲8ポイントよりも少し大きい。消費税増税の反動への警戒感が強いことが窺われる。非製造業については、今回は24と前回比+4

○日銀短観（2014年3月調査）

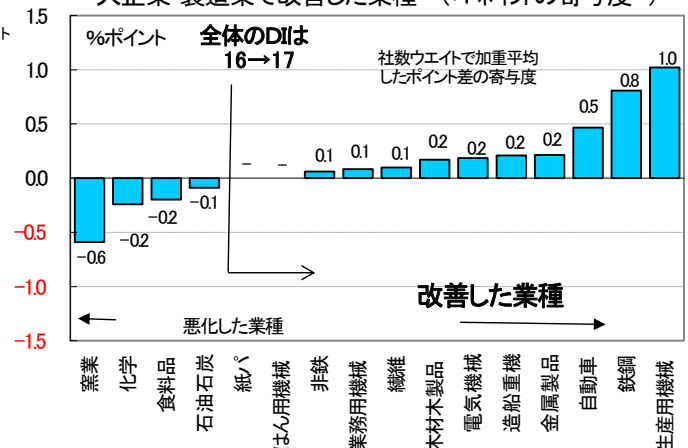
		業況判断DI			
		大企業		中小企業	
		製造業	非製造業	製造業	非製造業
2011年	6月調査	-9	-5	-21	-26
	9月調査	2	1	-11	-19
	12月調査	-4	4	-8	-14
2012年	3月調査	-4	5	-10	-11
	6月調査	-1	8	-12	-9
	9月調査	-3	8	-14	-9
	12月調査	-12	4	-18	-11
2013年	3月調査	-8	6	-19	-8
	6月調査	4	12	-14	-4
	9月調査	12	14	-9	-1
	12月調査	16	20	1	4
2014年	3月調査	17	24	4	8
	先行き	8	13	-6	-4

（出所）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、以下同じ

ポイント改善しているが、先行きは13と今回よりも▲11ポイントも悪化をみている。1997年3月調査のときは、▲3ポイントだったので、非製造業は今回の方が先行きへの警戒感がより強いことがわかる。



大企業・製造業で改善した業種（+1ポイントの寄与度）



個別の業種でみると、自動車は最近では36と前回比+5ポイント改善したが、先行きにかけては▲38ポイント悪化するとみている。この変化幅は、1997年3月調査のときの▲30ポイントよりも大きい。小売では最近では24と前回比+13ポイント改善した。先行きにかけては▲29ポイントの悪化を予想している。

1997年3月は▲2ポイントだったので、今回の方が悪化することへの警戒感が強い。

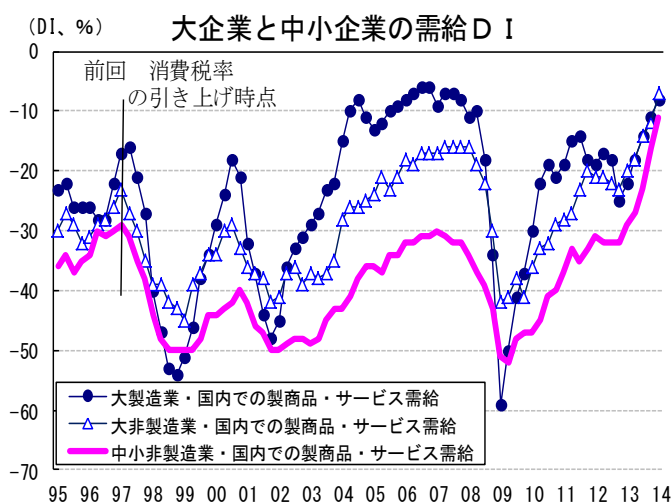
中小企業は、製造業の業況D I が+3ポイント改善、非製造業が+4ポイント改善であった。先行きにかけては、中小企業・製造業が▲10ポイントの悪化予想、非製造業が▲12ポイントの悪化予想であり、ほぼ大企業並みの悪化幅を予想している。

今回の業況判断D I では、住宅の反動減に対する警戒感が強かったことも見逃せない特徴である。木材木製品は、先行きD I ー最近のD I が大企業▲69ポイント、中小企業▲51ポイントと大きく悪化する予想になっている。住宅着工の動向には1月辺りから鈍化する動きが出始めているので、先行きも慎重なのだろう。

一方、反動減があまり見込まれていなかった分野として目を引くのは、電気機械である。大企業では、最近が+1ポイントの改善にとどまり、先行きにかけても▲4ポイントと割と小幅のマイナスになる予想である。全体でみると、反動減をより大きく予想するのは、自動車、木材木製品、小売、そして宿泊・飲食サービスである。

消費税増税後の需給

国内での製商品需給判断D I は、製造業は最近が+3ポイントと改善したものの、先行きにかけては▲6ポイント悪化する予想である。前回1997年3月の先行き見通しは▲2ポイントの悪化予想だったので、今回の方が警戒感は強いということになる。先行きの需給不安が特に強いのは、中小企業・非製造業であり、先行きにかけて▲8ポイントもの悪化予想である。この悪化幅はバブル崩壊直後の1991年3月調査に並んで、もっとも大きな悪化予想幅である。



ただし、最近の需給環境に関しては、大企業以上に中小企業で趨勢的に「供給超過」超の縮小が進んでいる。中小企業・非製造業では、高齢者消費が膨らんでいく効果が、最近になるほどに強まっていて、需要底上げになっている。総合すると、筆者の見方は、先行きの警戒感は強いものの、過度に悲観的にみるべきではというものである。

デフレ経済の色合いが残る中で、消費税の価格転嫁が進むのかどうかは大きな課題であった。販売価格D I と仕入価格D I では、記入要領には「消費税などの制度の変更の要因は除いて」とあるので、直接的にはここに表れないが、既往のコスト分をきちんと企業が転嫁できているかどうかは確認できる。その点、素材業種の販売価格D I は前回比+3ポイントの「上昇」超と値上げを進めていた。全体で価格転嫁が著しく行いにくいという訳ではないだろう。

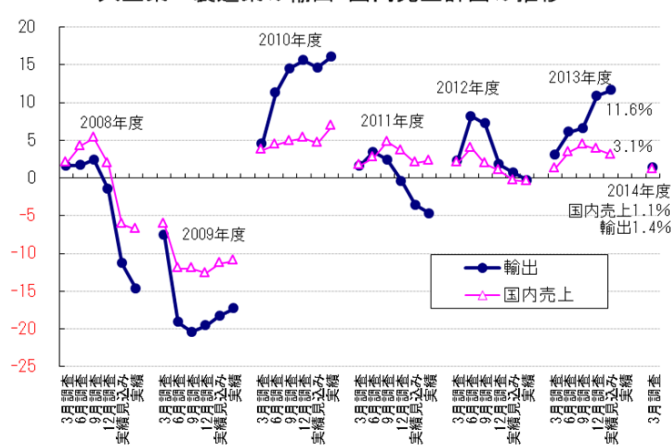
ただし、素材・加工ともにそのペースは一頃に比べて頭打ちになっており、デフレ解消に向けた動きがそれほど勢いがついていないとはみられない。需給環境が改善している割に、価格上昇のペースが鈍い点で、黒田総裁の「2年で2%の消費者物価上昇」という見通しとはいくらか距離感があるようだ。

売上・経常利益計画の初回調査

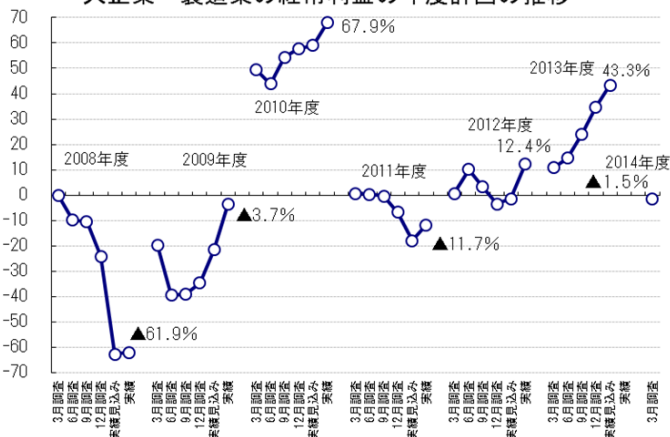
毎回3月調査の短観は、新年度の事業計画が初めて記入される調査回になる。大企業・製造業の売上計画は、2014年度1.2%（国内売上1.1%、輸出1.4%）と小幅のプラス計画であった。過去の初回調査と比べると、今回程度のプラス計画は極端に慎重な結果とは言えない（2011年度1.6%、2012年度2.0%、2013年度1.7%、2014年度1.2%）。

むしろ、大企業・製造業の経常利益計画が、2014年度でマイナス計画から始まったことはやや意外であった。すなわち、2011年度以降は、ずっとプラスの経常利益計画で始まっていたのに、今回は2014年度▲1.5%と僅かなマイナスだった。2013年度計画が43.3%（6.4%の上方修正）と強かっただけに、マイナスになっている部分もある。2013年度は駆け込み需要で嵩上げされて、2014年度は反動減で下押しされる部分があろう。

(%) 大企業・製造業の輸出・国内売上計画の推移



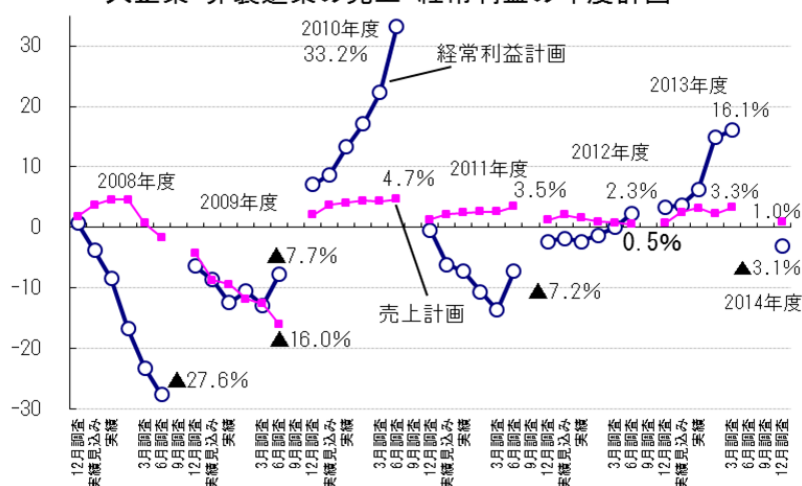
(%) 大企業・製造業の経常利益の年度計画の推移



もともと、経常利益計画は、財務省・内閣府の「法人企業景気予測調査」で2014年度の経常利益計画が2.3%とプラスだったのと比べると、日銀短観の結果はやや弱く見える。おそらく、大企業・製造業の先行きD Iが自動車などを中心に慎重である背景には、2014年度の経常利益計画を弱めにみているという事情があるのだろう。

なお、大企業・非製造業の売上・経常利益計画は、2014年度は売上1.1%、経常利益▲3.1%と、こちらでも収益見通しのところで慎重である。

(%) 大企業・非製造業の売上・経常利益の年度計画

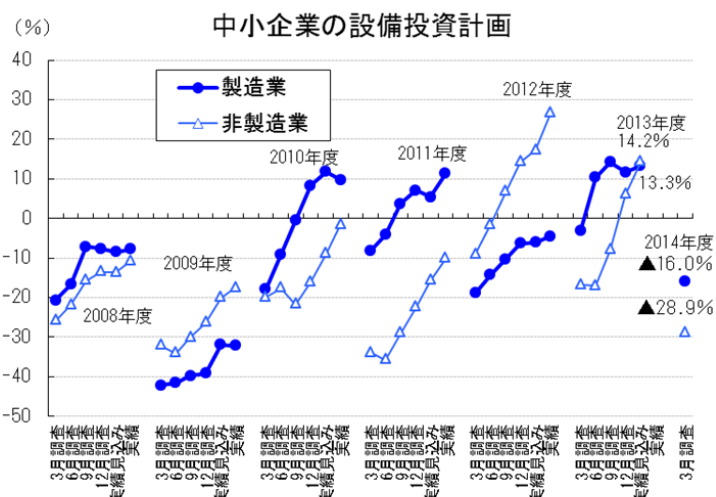
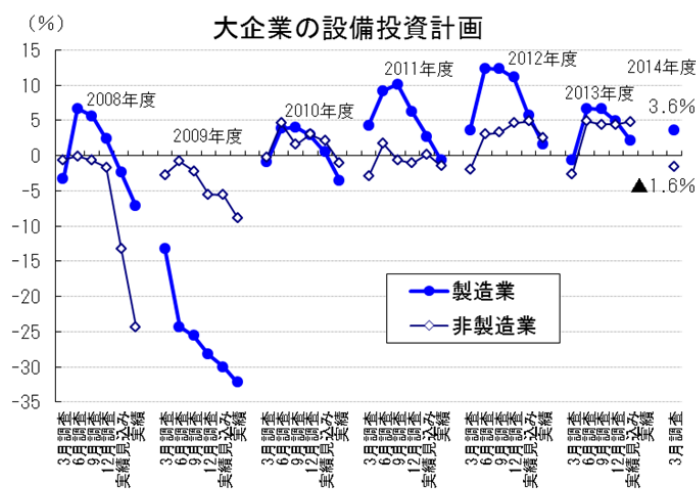


設備投資計画は中小企業は弱め

企業の設備投資スタンスは、大企業・製造業では堅調さが感じられた。大企業・製造業の2014年度の設備投資計画は、3.6%の伸び率が見込まれている。過去の初回調査（3月調査）は2011年度4.3%、2012

年度 3.6%、2013 年度▲0.7%、そして 2014 年度 3.6%なので、消費税増税があっても堅調とみてよい。

一方、数字が弱めだったところは中小企業である。2014 年度は、製造業▲16.0%、非製造業▲28.9%となっている。中小企業・非製造業は、先行きに対する慎重姿勢が根強いいため、設備投資計画もマイナス幅が大きくなっている。ただし、中小企業の設備投資計画は、時間の経過とともに積み増されていくパターンを描くので、今後、消費税の反動減が徐々に消化されていけば、大幅なマイナス計画ももっと改善すると考えられる。



消費税増税後の物価上昇圧力

日銀の黒田総裁は、消費税増税後も消費者物価上昇率が1%前半を維持して、さらに2015 年にかけて前年比2%へとプラス幅を拡大していくことを展望している。

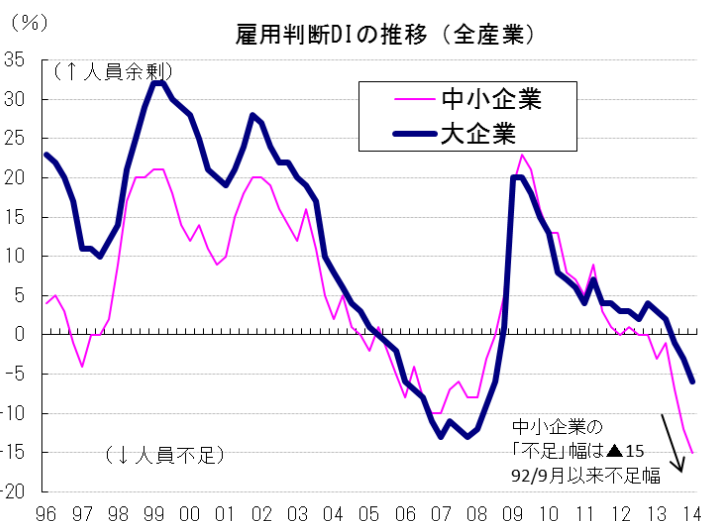
今回の短観はそうした見通しに対して、好材料と悪材料の2つを提示している。好材料の方は、先にも触れた中小企業の最近の国内需給判断DIが継続的に改善している動きと、同じく中小企業の雇用人員判断DIがさらに「不足」超幅を拡大している動きである。中小企業・全産業の雇用人員判断DIは、▲6の「不足」超（前回比▲3 ポイントほど不足方向に変化）になっている。大企業よりも、中小企業において人員不足感が強く、それがマクロの労働需給にも影響を及ぼすと考えられる。

景気情勢に関しては、大企業で始まった賃上げの動きが、中小企業にも波及していくかどうかが鍵になる。中小企業が賃上げをする動機は、人手不足感が大きな影響力を持つことになる。

一方、悪材料は、その中小企業が先行きに対して、同時に強い警戒感を抱いていることにある。これも前述したが、中小企業の先行きの国内需給判断DIは一転して弱い見通しになっている。

ただし、これだけでは、消費税の反

動減が6月以降にどうなるかは読み切れない。中小企業の売上計画は、2013 年度計画こそ4.1%と上方修正（1.7%ポイント）だが、2014 年度▲0.9%とやや慎重である。そちらのデータをみると、先行きの



物価上昇を支える需要動向がまだ心もとないことと読める。

日銀の追加緩和予想は、これまで前のめりの印象が強かったが、最近はやや落ち着いている。筆者は、日銀の経済・物価見通しが大きく崩れない限りは追加緩和はないとみている。今回の短観では、いくつか不安材料があったが、それらを織り込んでも、まだ追加緩和に動くだけの材料はみられないと判断している。