

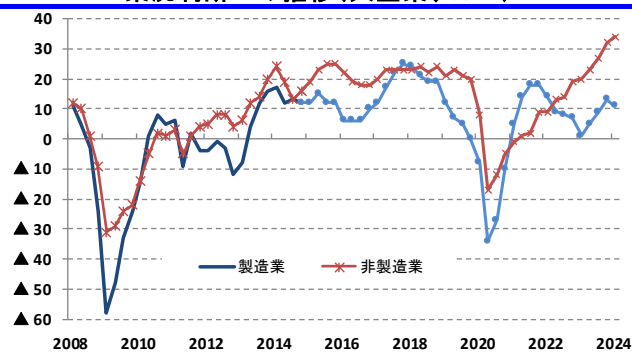
日銀短観 3 月調査: 景気は良好な状態を維持、円安やコスト増の価格転嫁で企業業績が改善、設備・人手不足で設備投資拡大と賃金上昇は継続

3 月調査の日銀短観では、代表的な指標である大企業製造業の景況感が悪化するも高水準を維持、非製造業は改善するなど、景気の良い状態が続いていることを確認。2023 年度の業績見通しは円安やコスト増の価格転嫁で増収増益、2024 年度は増収減益ながらこの時期としては無難な数字。設備投資計画は製造業で先送りの動き見られるが、非製造業は堅調、企業の前向きな姿勢を確認。背景には引き続き設備不足と人手不足があり、今後も設備投資は拡大基調を維持、賃金の上昇も続こう。期待インフレは変わらず、利上げ促す要因に。

景気は良好な状態を維持

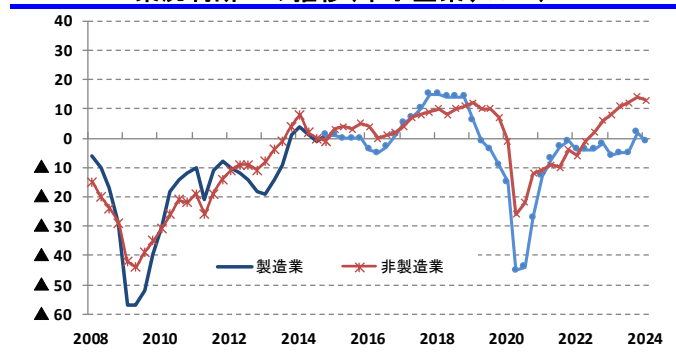
本日発表された 3 月調査の日銀短観は、企業景況感を示す代表的な指標である業況判断 DI (良い-悪い) が、製造業 (大企業) で前回 12 月調査の +13¹から +11 → 2 ポイント悪化したが、前回調査時点での 3 月予想 (+8) を上回る高水準であり、景気が良好な状態を維持していることを示した (左下図)。さらに、非製造業 (大企業) の業況判断 DI は 12 月の +32 から +34 へ上昇、現行系列 (2014 年 12 月調査以降) での最高を更新²、一段と景況感が改善した。

業況判断DIの推移 (大企業、%Pt)



(出所) 日本銀行

業況判断DIの推移 (中小企業、%Pt)



(出所) 日本銀行

中小企業については (右上図)、製造業 (12 月調査 +2 → 3 月 ▲1) がマイナスに転じ、非製造業 (+14 → +13) も小幅悪化した。その結果、全産業 (規模合計) の業況判断 DI は 12 月の +13 から 3 月は +12 へ悪化した。依然として比較的高い水準であり、日本経済全体として見ても景気は良好だと言える。

大企業製造業の景況感が悪化した主因は、大手自動車メーカーの出荷停止の影響を受けた自動車の悪化 (12 月 +28 → 3 月 +13) であり、その影響は大企業の非鉄金属 (+15 → +6) や、中小企業の自動車 (+24 → ▲8) および鉄鋼 (▲1 → ▲19) などにも波及している。ただ、中業企業の自動車や鉄鋼は先行きの改善を見込んでおり、落ち込みは一時的なもので悪影響はピークを越えたとも言えそうである。

非製造業 (大企業) では、宿泊・飲食サービス (12 月 +52 → 3 月 +52) が高水準を維持、情報サービス (+

¹ 今回から調査対象企業が見直されたため、前回調査以前の実績は改定されている。非製造業など、他の系列も同様。

² 連続性はないが、旧系列で過去を遡ると 1990 年 9 月調査の +57 が過去最高。

49→+54) や対事業所サービス (+33→+40)、対個人サービス (+28→+33) が大きく改善するなど、狭義のサービス分野で好調さが目立つ。そのほか、不動産 (+46→+52) が地価上昇や緩和的な金融環境を背景に一段と改善した。

先行き (2024年6月) については、大企業製造業で+10へ (12月比▲1)、非製造業で+27へ (12月比▲7) へ、それぞれ悪化が見込まれているが、水準が高くなると先行き悪化を見込む傾向があることを割り引けば、引き続き良好な状態を見込んでいると考えて良いだろう。中小企業に至っては、非製造業こそ+8への悪化 (12月比▲5) であるが、製造業は0へ改善 (12月比+1) を見込んでいる。全体で見れば、今後も企業景況感は、自動車分野の一時的な悪化から回復し良好な状態が続く見通しだと評価できよう。

円安や価格転嫁で増収増益

2023年度の売上計画 (規模合計) は、製造業で前回 (12月) から0.4%下方修正され前年比+2.9%へ、非製造業は0.5%上方修正の+2.6%となり、全産業で前年比+2.7%へ増収幅が拡大 (0.2%上方修正) する見通しとなった。

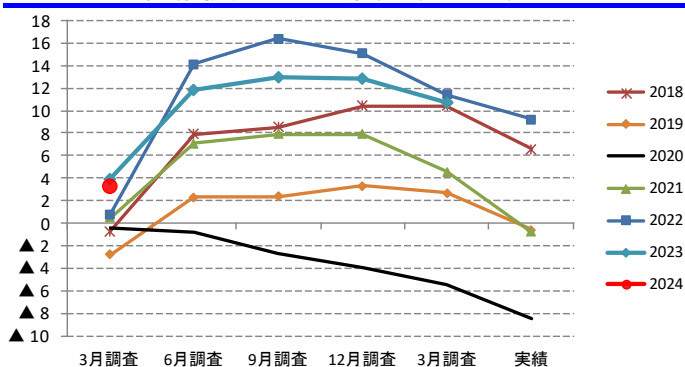
経常利益も製造業で前回から4.0%上方修正の前年比+6.3%へ、非製造業も3.3%上方修正の前年比+7.4%へ増益幅を拡大、その結果、全産業でも前年比+6.9%へ上方修正されている。製造業では2023年度平均の想定為替レートが円安方向に修正 (12月調査: 1ドル=139.38円→3月調査: 140.36円) され輸出産業の利益が押し上げた影響が大きいとみられる。また、非製造業では、仕入価格判断DIの上昇 (12月+40→3月+43) が示すように仕入価格の上昇は続いているが、販売価格への転嫁も進み (販売価格判断DI: 12月+25→3月+27)、収益環境は改善している模様である。

なお、今回より発表された2024年度の売上高は全規模合計で前年比+1.0%、経常利益は▲3.0%と増収減益の見通しとなった。ただ、3月調査時点では減益になることが常であり、昨年3月時点の2023年度経常利益見通しが前年比▲2.6%であったことも踏まえると、無難なスタートだと言える。

設備投資計画は2024年度も強気を継続

2023年度の設備投資計画は、全産業で12月調査の前年比+12.8% (前回公表値) から今回の3月調査では+10.7%へ下方修正された。この時期の設備投資計画としては、最近5年間では2022年度 (+11.4%) に次ぐ伸びの高さであり、2018年度 (+10.4%) に近い。最終的に2022年度は前年比+9.2%で、2018年度でも+6.6%で着地したことを踏まえると、2023年度の実績は前年比+7~9%程度の高い伸びとなる可能性が高い。

設備投資計画の推移 (前年比、%)



(出所) 日本銀行

また、今回から発表された2024年度の設備投資計画は、前年比+3.3%と最近5年間では2023年度 (+3.9%) に次ぐ高い伸びであり、企業の旺盛な投資意欲が確認された。ただ、うち製造業は2023年度の着地見通しが大きく下方修正 (12月+14.6%→3月+9.4%) され、2024年度の計画が前年比+8.2%と2022年度 (+9.0%) に次ぐ記録的な高さとなっており、2023年度の計画が相当程度2024年度へ先送りされた様子が窺える。一方で、非製造業は2023年度計画が小幅な下方修正にとどまり (12月調査+11.7%→

3月+11.6%)、2024年度計画は前年比+0.5%と小幅な増加に抑えられている。それでも、この時期の非製造業の設備投資計画は2023年度を除けば前年比マイナスであり、十分に強気な計画である。

設備投資拡大と賃上げを促す設備・人手不足

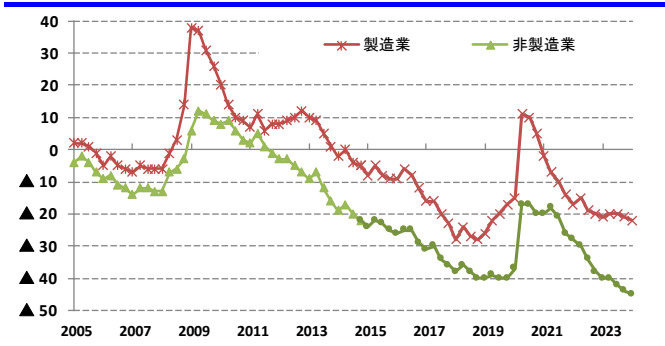
こうした強気な設備投資計画の背景にあるのは、引き続き設備や雇用の不足感である。特に非製造業（規模合計）の生産・営業用設備判断DI（過剰－不足）は、今回の3月調査も前回と同水準の▲4となり、過去最低水準近くでの推移が続いている（左下図）。さらに、6月には▲5へ不足感が強まる見通しである。製造業の生産・営業用設備判断DIは+2と引き続き過剰感を残しているが、2024年3月見通しは▲1と先行き不足を見込んでいる。

生産・営業用設備判断DI(規模合計、過剰－不足、%Pt)



(出所) 日本銀行

雇用人員判断DI(規模合計、過剰－不足、%Pt)



(出所) 日本銀行

人出不足感は、より一層強まっている。人員の過不足を示す雇用人員判断DI（過剰－不足）は（右上図）、非製造業で12月調査の▲44から3月は▲45へ悪化し過去最大のマイナス幅を更新、6月には▲48とさらに人手不足感が強まる見込みである。製造業も12月の▲21から3月は▲22へ悪化、6月には▲27まで不足超過幅が拡大する見通しである。

設備投資は、10～12月期にGDP統計でようやく前期比増加に転じたが、上記のような投資計画や設備不足、人手不足状態に加え、先行指標である機械受注が非製造業で復調の兆しを見せていることもあり、今後も非製造業を中心に拡大基調を維持しよう。また、すでに集計が進んでいる今春闘の高い賃上げ率が示す通り、労働力不足が賃金上昇圧力を高める大きな要因となり続けることも明らかである³。

期待インフレは利上げ余地を示唆

金融政策の行方を占う上で注目の期待インフレ率（企業の物価見通し）は、「物価全般の見通し」（全規模合計）で1年後2.4%、3年後2.2%、5年後2.1%といずれも前回から変化なく、全期間を通じて2%を超えた。一方で、借入金利水準判断DI（上昇－低下）は、現状こそ12月から変わらずの+17であったが、先行き6月は+31と上昇を見込む企業が大幅に増加している。

すなわち、期待インフレは日銀が政策金利を一定の水準まで引き上げていくことを妨げず、企業は金利の先高感を持ちながらも冒頭で見た通り景況感に目立った悪化はなく、将来の金利上昇を冷静に受け止めているということであろう。

³ 設備投資や春闘を踏まえた賃金の見通しについては、2024年3月28日付「日本経済情報 2024年3月号 金利上昇するも内需主導で景気は回復（改定見通し）」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2565/>