

日銀短観予測

2014年3月20日

日銀短観(2014年3月調査)予測

経済調査部エコノミスト
大和香織
03-3591-1284
kaori.yamato@mizuho-ri.co.jp

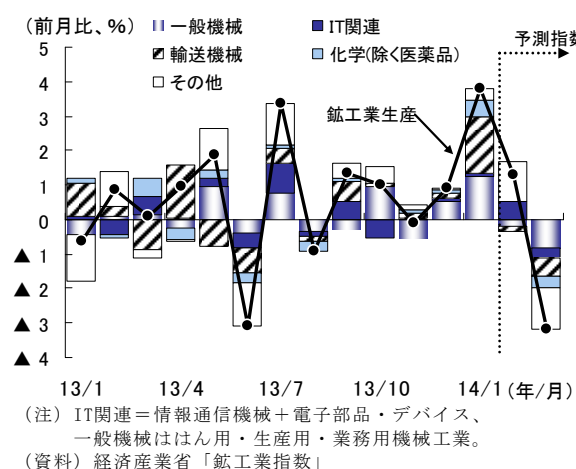
- 業況判断DI予測：大企業・製造業 +18%Pt (12月調査から2ポイント改善)
大企業・非製造業 +24%Pt (同4ポイント改善)
- 2013年度設備投資計画(全規模・全産業)予測：前年比+4.4% (12月調査：同+4.5%)
2014年度設備投資計画(全規模・全産業)予測：前年比▲1.4%

1. 短観3月調査をめぐる状況

日本経済は回復が続く

10～12月期の実質GDP(2次速報)は前期比+0.2%(年率+0.7%)と7～9月期の同+0.2%(年率+0.9%)に続き低めの成長率となった。輸入の増加により外需寄与度が前期比▲0.5%Ptと大幅なマイナスとなったほか、緊急経済対策の効果剥落に伴い公的資本形成の伸びが縮小したことが押し下げに寄与した。一方、設備投資は緩やかながらも回復が続いたほか、個人消費や住宅投資は消費増税前の駆け込みの影響により拡大した。1月以降、増税前の駆け込みにより個人消費が大幅に増加したとみられるほか、企業収益の回復傾向が続くなかで設備投資も拡大が続いているとみられる。消費増税に伴うシステム対応なども投資押し上げに寄与した模様である。鉱工業生産指数は1月に大きく上昇し、予測指数によれば

図表1 鉱工業生産指数の業種別寄与度分解



図表2 ドル・円相場と原油価格



ドル・円レートは一進一退

2月まで増産の後、3月は減産計画となっている。駆け込み対応の生産ピークは2月となりそうだ（前頁図表1）。

4月以降は、駆け込み需要の反動減によって個人消費が減少するなど、経済活動は一時的に落ち込む見通しである。今後半年間の消費者意識を示す消費者態度指数は2013年10月以降、下落基調が続いており、2014年2月には安倍政権発足以来の最低水準まで低下した。一方、2014年春闘では主要企業を中心にベースアップを決める企業が相次いでおり、連合の第一回集計結果（3/14）では平均賃上げ率が2.16%と（2013年1.74%）大幅に上昇した。こうした賃金上昇は、4月以降の消費増税に伴う実質賃金押し下げを幾分か和らげることが期待される。設備投資は緩やかな回復基調を維持するとみられるが、中小企業の一部で4月以降の収益悪化を受けたキャッシュフロー制約から投資抑制の動きが生じ、投資の回復テンポはやや鈍化するだろう。国内需要の停滞の一方で、輸出は海外経済の回復を背景に持ち直すとみられ、2014年度前半の日本経済を下支えすると見込まれる。

ドル・円相場は3月短観の調査期間である2月以降、ウクライナ情勢への不安や中国経済の減速懸念などから100～105円/ドルの間で一進一退が続いている（前頁図表2）。それでも、企業の採算円レート（92.2円、「2013年度企業行動に関するアンケート調査」）に比べると大幅な円安であることには変わりはなく、輸出企業では採算改善や製品価格引き下げによる競争力強化が期待されよう。

こうした認識に基づき、4/1発表の日銀短観（3月調査）を以下の通り予測した。

2. 予測の詳細

大企業・製造業の業況判断D Iは改善を予想

大企業・製造業の業況判断D Iは+18%Pt（12月調査：+16%Pt）と2ポイントの改善を予測する（次頁図表3）。

加工業種では、消費増税前の駆け込み向け増産が3月には一服することから自動車や電気機械が小幅に悪化する一方で、輸出向け出荷が好調な一般機械類（はん用・生産用・業務用機械）や金属製品の業況改善が見込まれる。素材業種については、輸出採算向上が続く化学に加え、厳冬やガソリンの駆け込み消費対応などから石油・石炭の改善が予想される。

先行きは、輸出の回復が続く一方で、駆け込みの反動や実質所得低下に伴う国内需要の減少を見込んで、加工業種を中心に悪化すると予想している。

大企業・非製造業の業況判断D Iも改善

大企業・非製造業の業況判断D Iは+24%Pt（12月調査：+20%Pt）と、製造業を上回る改善幅を予想する。

駆け込みがピークとなる小売業で大幅に改善するほか、卸売の改善も見込まれ

る。また増税に対応したシステム投資の増加を受けて情報サービスも大きく改善するだろう。建設では緊急経済対策関連の公共事業が一般するものの、受注採算の改善が続いていることから、業況も上向く見通しである。一方、駆け込み後の反動減に見舞われつつある不動産では小幅に悪化するとみられる。

先行きは、駆け込み需要の反動減が予想される小売業を中心に、悪化する見通しである。なお、1997年度の消費増税時には、大企業製造業の業況判断D I（+13%Pt）に比べて3月調査時の先行き判断D I（+3%Pt）がより慎重であり、逆に大企業非製造業では6月調査の現状判断D I（▲8%Pt）に比べて3月調査時の先行き判断D I（+2%Pt）の方が楽観的であった。今回は、非製造業も先行きについて慎重な結果となると想定している。

中小企業のD Iも改善を予想

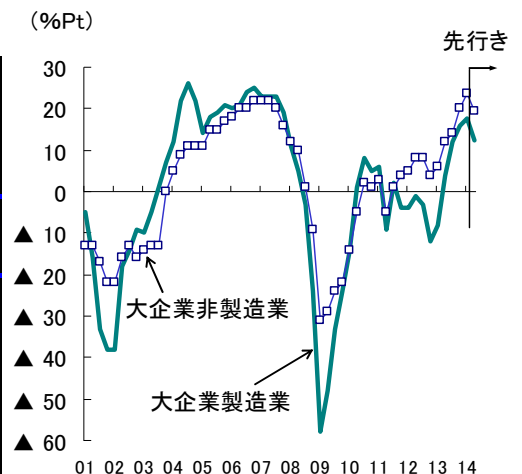
中堅・中小企業の業況判断D Iは、製造業では大企業に比べて海外売上比率が低いことから円安メリットが小さく、改善幅は小幅になるだろう。一方で、非製造業では増税前の駆け込み需要による売上げが規模に関わらず幅広く及んでいるとみられ、製造業よりも改善幅が大きくなると見込んだ。先行きは、製造業・非製造業ともに悪化する見通しである。

2013年度の設備投資計画は小幅の下方修正を予想

2013年度の設備投資計画（全規模・全産業）は前年比+4.4%と、12月調査（同+4.5%）から小幅な下方修正を予想している（次頁図表4）。設備投資の先行指標をみると、2013年下期（7～12月）の機械受注（船舶・電力を除く民需）は製造業で前期比+13.1%、非製造業は同+5.4%と製造業の勢いが増してきている。2013年下期の非居住用建築物着工床面積（みずほ総合研究所の季節調整値）も製造業同+7.3%、非製造業同+1.1%と、製造業の伸びが非製造業を大きく上回っ

図表3 業況判断D Iの予測

(%Pt)	2013年9月調査		2013年12月調査		2014年3月調査(予測)			
	最近	先行き	最近	先行き	最近	(変化幅)	先行き	(変化幅)
	大企業	13	13	18	16	21	3	16
製造業	12	11	16	14	18	2	12	▲ 5
非製造業	14	14	20	17	24	4	19	▲ 4
中堅企業	5	5	9	7	11	2	10	▲ 1
製造業	0	2	6	3	7	1	5	▲ 2
非製造業	8	7	11	10	13	2	12	▲ 1
中小企業	▲ 4	▲ 3	3	0	5	2	4	▲ 1
製造業	▲ 9	▲ 5	1	▲ 1	2	1	▲ 1	▲ 3
非製造業	▲ 1	▲ 2	4	1	6	2	5	▲ 1



(注)2014年3月調査はみずほ総合研究所予測値。
 (資料)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より
 みずほ総合研究所作成

(資料)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」よりみずほ総合研究所作成

雇用人員判断D I や生産・営業用設備判断D I のほか、販売価格判断D I にも注目

ている。製造業の設備投資の回復傾向が強まっていることに鑑みて、3月短観では製造業で小幅な上方修正、非製造業で小幅な下方修正を予想した。

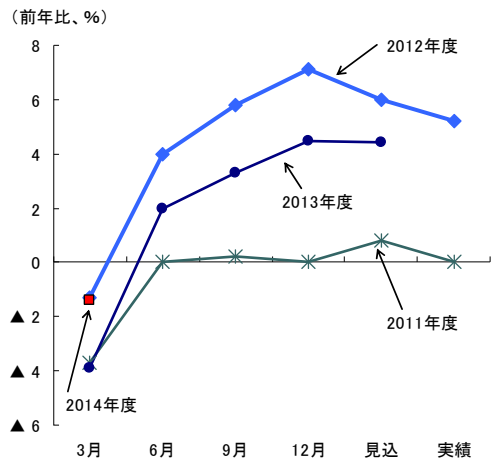
2014年度の設備投資計画（全規模・全産業）は前年比▲1.4%と予測した。製造業では前年比+2.1%と2年ぶりにプラスの発射台が見込まれる。非製造業は3月調査段階では例年マイナスとなることが多いが、2013年度計画に比べてマイナス幅が縮小すると見込んでいる。

その他の調査項目では、まずは雇用人員判断D I が注目される。12月調査では、製造業は大企業を中心に雇用過剰感が残存していた。3月調査では増産に伴い過剰感は解消に向かうとみられるが、先行きで過剰超に逆戻りするかどうかのポイントとなろう。製造業では設備過剰感も根強く、大幅増産となった1月も生産能力指数は低下していた（稼働率は上昇）。3月調査でも先行き判断を含めて設備過剰感が残存していれば、2014年度の設備投資は力強さに欠けるスタートとなりそうだ。そのほか、12月調査では中小企業の販売価格判断D I（上昇-下落）が製造業・非製造業とも改善しており、3月調査でも引き続き改善がみられるかが注目される。

3月調査から調査項目に「物価見通し」（「販売価格の見通し」及び「物価全般の見通し」）が追加される。1年後、3年後、5年後それぞれについて、企業が何%程度の物価上昇を見込んでいるかが示されることで、日銀が目指す期待インフレ率の上昇がどの程度実現しているか、より明確になると思われる。

図表4 設備投資計画の予測

(前年度比、%)	13年度			14年度		
	6月計画	9月計画	12月計画	実績見込	修正率	3月計画
全規模	2.0	3.3	4.5	4.4	▲0.0	▲1.4
製造業	6.4	7.0	5.3	5.4	0.1	2.1
非製造業	▲0.2	1.3	4.1	3.9	▲0.1	▲3.2
大企業	5.5	5.1	4.6	4.2	▲0.3	0.5
製造業	6.7	6.6	4.9	5.0	0.1	2.7
非製造業	4.9	4.4	4.4	3.9	▲0.5	▲0.7
中堅企業	▲2.9	▲0.9	0.8	1.1	0.3	▲1.2
製造業	1.5	1.9	1.3	1.5	0.2	3.5
非製造業	▲5.5	▲2.5	0.6	0.9	0.3	▲4.0
中小企業	▲8.1	▲0.7	7.9	8.6	0.7	▲9.3
製造業	10.4	14.2	11.7	11.9	0.2	▲2.0
非製造業	▲17.1	▲8.0	6.0	7.0	1.0	▲13.0



(注) 2013年素実績見込及び2014年度3月調査はみずほ総合研究所予測値。全規模・全産業。土地を含みソフトウェアを除く。
(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」よりみずほ総合研究所作成

(注) 土地を含みソフトウェアを除く。
(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」よりみずほ総合研究所作成

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。