

日銀短観予測

2019年3月20日

中国経済やIT需要の減速で
業況判断は悪化（3月調査予測）

経済調査部主任エコノミスト

酒井才介

03-3591-1241

saisuke.sakai@mizuho-ri.co.jp

- 業況判断DI予測：大企業・製造業 +15%Pt（12月調査から4ポイント悪化）
大企業・非製造業 +23%Pt（12月調査から1ポイント悪化）
- 2018年度設備投資計画（全規模・全産業）予測：前年比+8.2%（12月調査：同+10.4%）
- 2019年度設備投資計画（全規模・全産業）予測：前年比▲4.6%

大企業の業況判断は、製造業、
非製造業ともに悪化

4月1日発表の日銀短観（3月調査）では、大企業・製造業の業況判断DIが+15%Pt（12月調査：+19%Pt）と、前回調査から4ポイント悪化を予測する（図表1）。海外環境の悪化を背景に、多くの業種で景況感が下押しされたとみている。素材業種では、中国の需要減少に伴い商品市況が悪化している鉄鋼や非鉄金属などで悪化となろう。前期に大幅改善した石油・石炭製品や窯業・土石製品も、1月以降の原油価格の反発に伴い悪化を見込む。加工業種については、中国経済の減速や半導体を含むIT関連需要の低迷などを背景に、電気機械や自動車で悪化したとみている。中国の設備投資需要の低迷を受けて、生産用機械なども悪化するだろう。

図表1 業況判断DIの予測

(%Pt)	2018年9月調査		2018年12月調査		2019年3月調査			
	最近	先行き	最近	先行き	最近	(変化幅)	先行き	(変化幅)
大企業	21	20	21	18	19	▲2	17	▲2
製造業	19	19	19	15	15	▲4	13	▲2
非製造業	22	22	24	20	23	▲1	22	▲1
中堅企業	17	14	17	12	15	▲2	12	▲3
製造業	15	13	17	11	14	▲3	10	▲4
非製造業	18	15	17	13	16	▲1	13	▲3
中小企業	12	7	12	6	11	▲1	7	▲4
製造業	14	11	14	8	11	▲3	8	▲3
非製造業	10	5	11	5	10	▲1	6	▲4

(注) 2019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

**先行きも、製造業、非製造業
ともに悪化**

大企業・非製造業の業況判断D Iは+23%Pt（12月調査：+24%Pt）と、前回調査から1ポイント悪化を予測する。根強いインバウンド需要に加え、冬季賞与や堅調な雇用環境を受けたサービス消費の増加が押し上げ要因となった一方、人手不足の深刻化が幅広い業種で業況感を下押ししたとみている。小売業は、中国での電子商取引法の施行による転売目的の購入の減速や、暖冬による冬物衣料など季節商材の販売不振が響き、悪化したとみられる。運輸・郵便も、人手不足や1月以降の原油価格の上昇により悪化となろう。建設業や不動産業も悪化を見込む。補正予算を受けた復興事業の進捗や消費増税前の駆け込み着工の顕在化を受けて受注は高水準で推移するも、人手不足や資材価格上昇が逆風となった模様である。

先行きの製造業・業況判断D Iは2ポイント悪化を予測する。

当面は中国経済やIT関連需要の減速が継続することが見込まれることから、先行きの景況感も慎重なものとなるだろう。米国が対中制裁関税の引き上げを延期したことはプラス材料となるものの、米中合意を巡る不透明感が払拭されたわけではない。また、今後本格化する日米交渉の行方を懸念する声も多い。仮に米中間で合意が実現したとしても、米国が次の標的として日本の自動車分野への圧力を強めてくる可能性があるからだ。仮に自動車に追加関税が課された場合、自動車だけでなくそれ以外の幅広い業種に影響が出る恐れがあり、物品貿易協定（TAG）を巡る不確実性が先行きの景況感を下押しするだろう。日米交渉において米国が為替政策を議題に挙げてくる可能性がある、急激な円高圧力が生じるリスクも懸念される。こうした対外的な不確実性が残存している中では、業況感の改善は見込みづらだろう。

先行きの非製造業については、1ポイント悪化を見込む。消費増税前の駆け込み需要が徐々に顕在化することに加え、改元や大型連休による特需への期待が、小売業やサービス業の景況感を押し上げる要因となろう。また、オリンピックやインバウンド対応需要も、引き続き改善の押し上げに寄与するとみている。一方で、労働需給のひっ迫に伴う人件費上昇や人手不足による供給制約は引き続き下押し要因となるだろう。1月以降の原油価格の上昇が徐々に仕入価格に波及していくこともマイナス材料だ。加えて、先述した海外環境の悪化が国内景気に波及する懸念が広がることで、幅広い業種で先行きの景況感が下押しされ、全体としては小幅に悪化するとみている。

**中小企業は特に慎重な姿勢が
続く**

なお、中小企業の業況判断についても、海外経済やIT関連需要の減速による影響の広がりや、人手不足とそれに伴う人件費高騰などが引き続き景況感を下押しするだろう。特に中小企業では大企業よりも人手不足が深刻化し

2018年度設備投資計画は、高水準ながらも下方修正

2019年度設備投資計画は、2018年度対比で低い伸びを予想

しており、先行きはより慎重な姿勢が続くとみられる。

2018年度の設備投資計画（全規模・全産業）は前年度比+8.2%と、依然として高水準ながらも12月調査（同+10.4%）から下方修正を予測する（図表2）。

製造業については、中国経済やIT関連需要の減速を背景に、設備投資を先送りする動きも出てきており、伸びを縮める結果となりそうだ。3月調査では、例年、大企業及び中堅企業において設備投資計画が下方修正される傾向があるが、今回の修正幅は例年より大きくなるとみている。

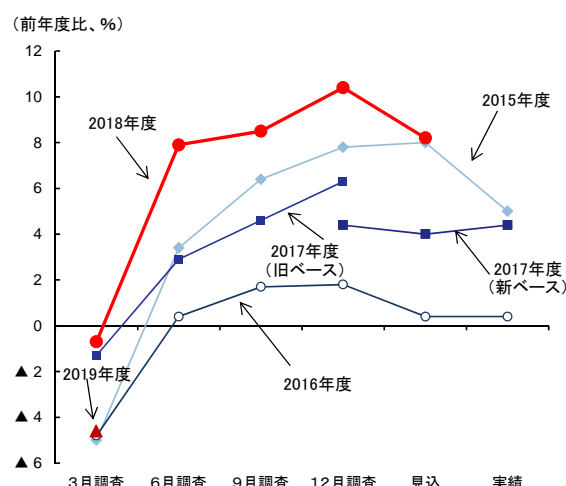
非製造業は、人手不足を背景とした自動化・省力化投資需要が依然としておう盛だ。建設投資の更新需要のほか、インバウンド対応投資も引き続き設備投資を下支えし、底堅い推移となるとみている。中小企業・非製造業については、計画が進捗することで、例年のパターン通り上方修正されるだろう。

2019年度の設備投資計画（全規模・全産業）は、前年度比▲4.6%と予想する。内外経済の不透明感やIT関連需要の低迷を受けて、能力増強投資などに対する企業のスタンスは慎重なものとなるだろう。足元で企業収益が弱含んでいることもマイナス要因だ。設備投資が歴史的な高水準で推移した2018年度の反動もあり、3月時点での発射台としては製造業、非製造業ともに2018年度対比で低い伸びを予想する。もっとも、自動化・省力化投資や建設投資の更新需要などは引き続き堅調であることと見込まれることから、全体としては2015年度、2016年度並の伸びに落ち着くとみている。

なお、3月調査時点で設備投資計画が定まっていない中小企業が大幅なマイナスの伸びとなり、全体を押し下げる構図は例年通りと見込んでいる。特に

図表2 設備投資計画の予測

(前年度比、%)	18年度					19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	7.9	8.5	10.4	8.2	▲ 2.0	▲ 4.6
製造業	16.0	16.5	15.4	8.7	▲ 5.8	0.2
非製造業	3.3	4.0	7.5	7.9	0.4	▲ 7.6
大企業	13.6	13.4	14.3	11.3	▲ 2.6	▲ 2.0
製造業	17.9	17.5	15.6	8.5	▲ 6.1	2.1
非製造業	11.2	11.0	13.5	13.0	▲ 0.5	▲ 4.4
中堅企業	7.8	9.0	11.1	8.8	▲ 2.1	▲ 1.4
製造業	16.7	17.2	15.0	7.7	▲ 6.4	3.8
非製造業	2.1	3.7	8.6	9.6	0.8	▲ 5.5
中小企業	▲ 11.8	▲ 8.4	▲ 3.7	▲ 3.1	0.6	▲ 20.0
製造業	7.6	11.6	15.2	10.7	▲ 4.0	▲ 12.5
非製造業	▲ 21.2	▲ 18.1	▲ 12.8	▲ 9.8	3.5	▲ 24.8



(注) 土地を含みソフトウェア及び研究開発投資を除く。右図は全規模・全産業。

(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

海外需給判断D I、想定為替レート、交易条件にも注目

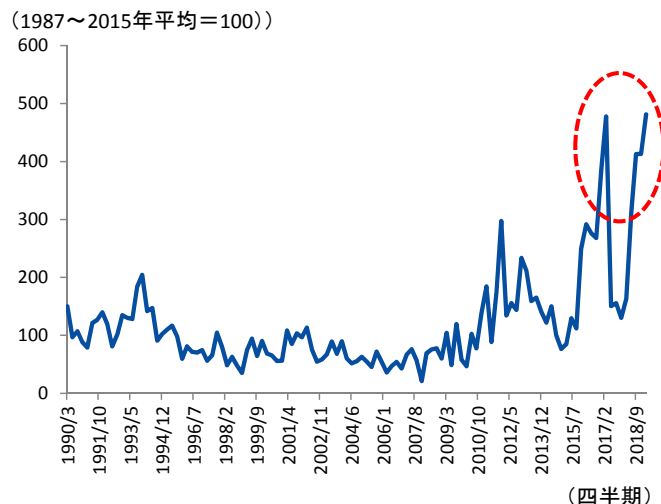
中小企業・非製造業は人件費の上昇が重石となり、資金繰りの面からも設備投資に対して慎重姿勢をとる可能性が高いとみている。

景況感、設備投資計画以外の注目点として、海外での製商品需給判断D Iの先行きが挙げられる。先述したとおり米中合意や日米交渉に対する不透明感が残存しており、足元の通商政策不確実性指数は高水準で推移している(図表3)。先行きを悲観視する動きが広がれば設備投資が更に下振れることにつながりかねないため、企業が外部環境の先行きをどう想定しているかが注目される。

想定為替レートの動向も見逃せないポイントとなろう。12月調査の想定レートは109.41円/ドルと、当時の実勢レート(112~113円台)対比で円高に設定されていた。足元の水準(3月調査の回収基準日(3月11日)時点で111円台)に合わせて円安方向に修正されれば、2018年度の経常利益の下支え要因となろう。一方で、2019年度については、米国の金融政策の利上げ打ち止めや日米通商交渉の不透明感等を背景に、想定為替レートは円高に見積もられる可能性がある。その場合は2019年度の経常利益計画は慎重なものとなるだろう。

また、企業収益への影響という点でいえば、交易条件の動向にも着目したい。非製造業を中心に人手不足は深刻化しており、人件費上昇は企業収益の圧迫要因となっている。企業がコスト上昇圧力を販売価格にどこまで転化できるかが、物価の先行きを占う上でも重要だ。

図表3 通商政策不確実性指数(日本)の推移



(注) 2019年1~3月期は1~2月の平均(季節調整値)。
 (資料) Arbatli, et al. (2017) 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、取引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。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。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。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。