

2014年3月日銀短観の予測

発表日：2014年3月20日（木）

～消費税の反動減の深さはどのくらいか～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (TEL:03-5221-5223)

日銀短観の3月調査は、大企業・製造業が+2ポイントほど改善して18の「良い」超になる予想である。消費税増税を目前に控えて、企業はどのくらい深さで反動減をみているか。反動減の警戒は、製造業よりも非製造業の方で強いと予想される。

大企業・製造業は+2ポイントの拡大予想

4月1日に発表される日銀短観では、大企業・製造業の業況判断DIが18と前回12月調査(16)に比べて+2ポイントの改善となる見通しである(図表1、2)。先行きDIは13と3月調査よりも▲5ポイント悪化する※かたちである。

足元では、消費税の駆け込み需要が見込まれるものの、その範囲はあまり広がっていないとみる。景気のモーメンタムはさほど加速感が強まっておらず、10～12月に比べると、1～3月の各種経済指標は改善幅がやや小さくなっている。個別業種でみると、駆け込み需要が特に目立つのは、自動車に限られる。ロイター短観では、素材業種や自動車以外の加工業種は駆け込みの恩恵は乏しいように見える。反動減を伴う一過性の需要増に企業マインドは一喜一憂しないのだろう。

※前回消費税が上がった1997年3月調査では、大企業・製造業の業況DIは、足元で+8ポイントの改善になり、先行き見通しは▲8ポイントであった。その後、6月調査は、足元が+1ポイントと落ち込まなかった。悪化したのはアジア通貨危機の影響が表れた9月調査以降であった。

ただ、自動車販売に限って言えば、今回の駆け込み需要は前回1997年の規模を上回っている(図表3)。これは、同時に反動減の大きさも、今回の方が大きいことを暗示するものである。

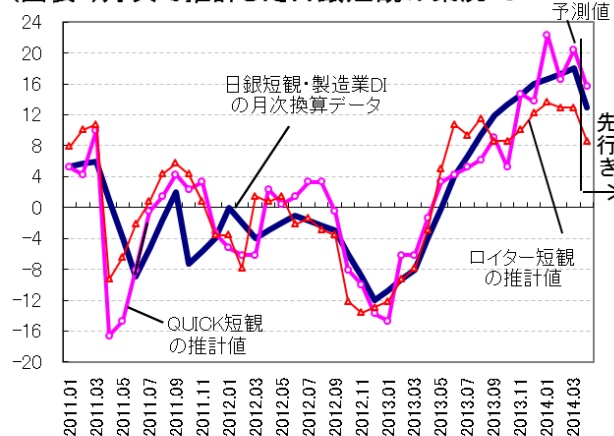
今回短観で消費税に絡んで注目されるのは、非製造業がどのくらい反動減を大きく見込んでいるかである。小売、卸売では反動減を大きく見込むだろう。予想は、大企業・非製造業の足元の業況DIと先行きのDIの変化幅が、▲8ポイント程度まで悪化する見方である。これは、先の自動車販売の影響に加えて、現在、高級品などが売れている百貨店では需要の息切れを予想することが背景だ。

(図表1)日銀短観(2014年3月調査)の予測値

		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	9月調査	2	1	-11	-19
	12月調査	-4	4	-8	-14
	3月調査	-4	5	-10	-11
2012年	6月調査	-1	8	-12	-9
	9月調査	-3	8	-14	-9
	12月調査	-12	4	-18	-11
	3月調査	-8	6	-19	-8
2013年	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	18	24	2	8
	見通し 先行き	13	16	-3	-1

注：実績は日本銀行「短期経済観測調査」。見通しは第一生命経済研究所。

(図表2)月次で推計した日銀短観の業況DI



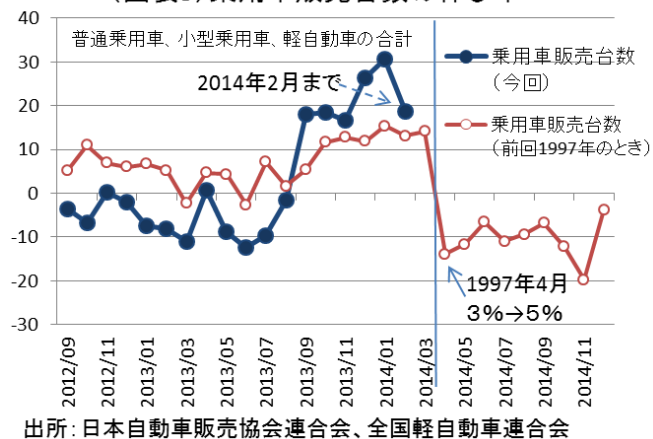
出所：日本銀行、ロイター通信、日経QUICK

また、サービス業では、4月以降の消費税の価格転嫁がうまく行かずに、収益悪化を余儀なくされるという不安もつきまとうだろう。

一方、個人消費の先行きは、夏のボーナス増の影響を受けると予想され、6・7月は悪影響が緩和されそうだ。小売・卸でボーナス増への期待が大きくなれば、先行きDIの悪化も相対的に小幅になろう。

(参考) 今回から新設調査項目に、「企業の物価見通し」が追加される。すでに仕入・販売価格DIがあるが、日銀は何かインフレリスクに関する追加情報を得たかったのだろう。

前年比% (図表3) 乗用車販売台数の伸び率



企業の売上・収益の見通し

3月短観では、毎年、2014年度の売上・収益計画が初めて示される。その計画は、消費税の反動減を織り込んだ上で、企業が円安・株高で潤った2013年度をどのくらい上回るのかをイメージしたものである。これがプラスの計画になっていけば、かなり強気だとみてよい。日銀が見越しているように物価上昇率2%へと近づいていくのならば、理屈の上では売上・収益がともにプラスになりやすいはずだ。

参考までに、内閣府・財務省の「法人企業景気予測調査」(2014年1~3月)では、2014年度の売上は、非製造業が同▲0.5%になっていた。外需の恩恵がある製造業は前年比1.0%と反動減に足を引っ張られるインパクトを小さく見ていた。経常利益計画でも、同じく製造業が2.3%の増益で、非製造業が▲7.8%の減益予想である。消費税増税後の景気の牽引力は、当初の時期には製造業に依存するかたちになろう。

(図表4) 設備投資計画の見通し

設備投資計画

楽観的に考えると、設備投資計画は、消費税が上がる前よりも、上がった後の方が不確実性は解消され、大きな金額を実行しやすくなると推測される。逆に、今まで設備投資の拡大が鈍かった理由を、消費税増税までの不確実性の強さのせいだということもできる。

筆者は、製造業は消費税の影響を受けにくいこともあって、設備投資は3月調査のデータからプラス計画になるとみる。一方、非製造業、あるいは中小企業は慎重な見方に傾くだろう。

年度	調査期	大企業			中小企業		
		製造業	非製造業	全産業	製造業	非製造業	全産業
2012年	3月調査	3.6	-2.0	0.0	-18.8	-9.1	-12.9
	6月調査	12.4	3.0	6.2	-14.3	-1.6	-6.6
	9月調査	12.3	3.3	6.4	-10.3	6.7	0.0
	12月調査	11.1	4.6	6.8	-6.3	14.2	6.2
	実績見込み	5.7	4.9	5.2	-6.0	17.2	8.1
2013年	実績	1.6	2.6	2.2	-4.5	26.7	14.4
	3月調査	-0.7	-2.6	-2.0	-3.2	-16.8	-12.1
	6月調査	6.7	4.9	5.5	10.4	-17.1	-8.1
	9月調査	6.6	4.4	5.1	14.2	-8.0	-0.7
	12月調査	4.9	4.4	4.6	11.7	6.0	7.9
2014年	実績見込み	1.5	4.6	3.6	13.1	9.8	10.9
	3月調査	3.2	-2.4	-0.5	-1.5	-16.2	-13.2

注: 実績は日本銀行「短期経済観測調査」。見通しは第一生命経済研究所。

景気腰折れ説を乗り越えて

日銀短観は、4月1日に消費税率が上がった後に最も早く発表される景気指標になる(調査時期は2月末~3月中旬)。そこで、堅調な結果と先行きのマイナス幅を限定的とみるデータが発表されれば、景気への悲観的な見方はいくらか後退するだろう。筆者は、消費税増税でも景気腰折れしないとみるが、消費税に関しては過度に弱気に判断する人が少なくない。この短観の結果は、エビデンスをもって景気を語るうえで、最初の重要指標になることだろう。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。