

日銀短観(2024 年 3 月調査)

企業からの好循環波及継続による、日本経済の成長持続期待を高める結果

～要旨～

- 業況判断 DI(全規模・全産業)は+12。前回調査から-1%Pt 低下となるが、自動車の DI 悪化という特殊要因の影響が大きい。総じて見れば、非製造業を中心に、企業景況感は堅調な推移が継続。
- 企業の人手不足感は一段と強まる傾向。2024 年度の設備投資計画は、3 月調査としては過去最高の伸び率。企業による前向きな支出(賃上げ・設備投資)の拡大継続を示唆する結果に。
- 価格判断や価格・物価見通しは、企業が販売価格上昇が継続するとの見方を強めていることや、企業のインフレ期待が 2%で定着しつつあることを示唆。企業のデフレマインド払拭は着実に進んでいよう。
- 今回の短観の結果は、総合的に見て、企業からの好循環波及継続による、日本経済の成長持続への期待を高める結果であったと判断。2024 年 10 月の追加利上げシナリオを維持。

1. 日銀短観について

日銀短観とは「日銀短観(全国企業短期経済観測調査、以下、短観)」は、全国の調査対象企業に四半期ごとに実施する統計調査(ビジネス・サーベイ)である。海外でも「TANKAN」の名称で広く知られる。業況等の現状・先行きに関する判断(判断項目)、事業計画に関する実績・予測(計数項目)および物価の見通しといった、企業活動全般に関する幅広い調査が実施される。調査対象が約 1 万社と大規模であるにも関わらず、回収率は 99%程度と極めて高く、信頼性が高い。調査の歴史が長く、1974 年以降の時系列データが蓄積されている上、速報性にも優れる。全国の企業動向を的確に把握する上で最も重要な統計の一つである。

2024 年 3 月調査 2024 年 3 月短観における調査対象企業数は 9,118 社、回収率は 99.0%であった。調査対象期間は 2024 年 2 月 27 日～3 月 29 日。回収基準日は 2024 年 3 月 13 日。なお、2024 年 3 月調査では、2～3 年に 1 度の調査対象企業の定例見直しが行われたことから、過去の時系列データとは非連続が生じることとなる。2023 年 12 月調査は新旧両ベースのデータが存在する格好となるが、本稿では、本文中で 2023 年 12 月調査との比較を示す場合は新ベース(見直し後の参考値)を使用するが、図表等の時系列データは旧ベース(見直し前の値)を使用している点に留意されたい。また、本稿では前回調査は 2023 年 12 月調査を指す。

2. 業況判断 DI

全規模・全産業の業況判断 DI は+12、企業景況感は底堅く推移 国内企業全体の最近の景況感を示す、業況判断 DI(全規模・全産業、「良い」-「悪い」、%Pt)は、2024 年 3 月調査において+12 となり、前回調査の+13 からプラス幅が-1%Pt 縮小した。DI 悪化の要因としては、後述の通り、自動車の DI が特殊要因で低下した影響が大きい。総じて見れば、企業の景況感は底堅い推移が継続していると考えられる。先行き判断 DI は+9 と、プラス圏を維持する見通しである。先行き判断 DI が、非製造業を中心に慎重な結果となりやすい傾向があることを踏まえると、次回 6 月調査にかけて、企業の景況感が大きく下振れる懸念は小さいであろう(図表 1)。

製造業の DI 悪化は自動車の特殊要因の影響が大きい 業種別には、製造業の業況判断 DI(前回調査→今回調査、以下同)は+5→+4 と、プラス幅が縮小した。製造業の景況感の下振れは、自動車の一部メーカーの稼働停止の影響により、自動車の DI が大きく低下したことが主因であろう。全規模の新ベースのデータが把握できないため、規模別のデータを見ると、新ベースの自動車の業況判断 DI は、大企業で+28→+13、中堅企業で+19→+5、中小企業で+24→-8 と、全ての規模で大幅な低下となった。むしろこうした特殊な下押し要因にも関わらず、製造業全体の DI の悪化幅が-1%Pt にとどまったことや、先行き判断 DI が+4 と業況判断 DI の水

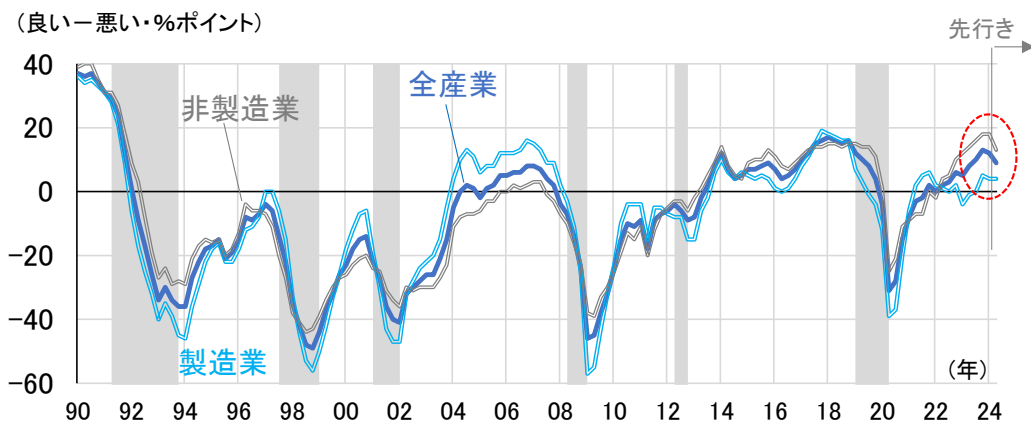
準を維持したことは、製造業の景況感の底堅さを示している。海外景気が減速しつつも、大幅な景気後退を回避する、いわゆるソフトランディングに至る可能性が高いことや、半導体サイクルが底を打ったとみられることが、製造業の景況感の下支え要因になっているとみられる。

良好な水準を保った非製造業の景況感 一方、非製造業の業況判断 DI は+18 で前回調査から横ばい、高水準を維持した。前回調査は旧データでも+18となっており、1991年12月調査以来、32年ぶりの高水準となっていた。今回調査でも同水準を維持したことは、非製造業の景況感が良好さを保っていることを示している。国内家計による消費自体は停滞が続いているが、インバウンド需要の回復が続いていることや、コスト上昇分の価格転嫁が進展し、適切なマークアップ率を確保できていることが、非製造業の景況感が堅調な背景にあるとみられる。非製造業の先行き判断 DI は+13となった。非製造業の先行き判断 DI は統計上、慎重な結果となりやすい傾向があるため、プラス幅が縮小したこと自体は先行きの景況感下振れ懸念を強めるものではない。むしろ、2桁のプラスとなったことは、先行きの非製造業の景況感が頑健性を保つ可能性が高いことを示唆している。

企業からの好循環波及による日本経済の成長持続期待を高める結果に 今回の短観の結果を整理すると、製造業の景況感が自動車の特種要因で下振れしたが、企業全体の景況感の底堅い推移が続いたと考えられる。内外ともに需要面の不透明感は強く、特に内需の面では個人消費の停滞が続いている。こうした中でも、インバウンド需要回復による下支えや、コスト上昇分の価格転嫁を進めるも、企業マインドの頑健性は高まっていると判断される。加えて、後述の通り、人手不足感が一段と強まるも、強い設備投資計画が維持されており、賃上げや設備投資といった、企業による前向きな支出拡大への期待を高める結果であった。また、価格や物価の判断・見通しからは、企業のデフレマインド払拭も進んでいると判断される。今回の短観の結果を総合的に判断すると、企業からの好循環波及継続による、日本経済の成長持続への期待を高める結果であったとみている。

日本銀行の 2024 年内の追加利上げ見通しに修正なし 日本銀行は今回の短観の結果を見る前に、先月の会合でマイナス金利政策の解除に踏み切ったが、今回の短観の結果からは、「賃金と物価の好循環」を見通す上で、懸念される材料は特段なかったものとみている。筆者は、2024年10月に日本銀行による追加利上げが実施されると予想しているが、今回の短観の結果は、その見通しに修正を迫る内容ではなかったと判断している。

図表 1 企業景況感是非製造業を中心に底堅い推移が継続 : 業況判断 DI の推移



(注) 全規模ベース。シャド一部分は景気後退期。(出所) 日本銀行、SBI 新生銀行金融調査室

3. 生産要素(人員・設備)の過不足に関する判断 DI と設備投資計画

雇用人員判断 DI: 2018~2019 年の人手不足局面を上回る不足超過 2024年3月調査における雇用人員判断 DI(全規模・全産業、「過剰」-「不足」、%Pt、前回調査→今回調査)は-35→-36 と、不足超過(マイナス)幅が拡大(人手不足感が強まり)、2018年12月調査と2019年3月調査に記録した-35を上回った。2018~2019年の人手不足局面よりも、足元の企業の手不足感は強まっていると判断される。先行き判断 DI は-39 と、人手不足の一段の強まりが見込まれている(図表 2)。

非製造業の人手不足感が引き続き顕著 業種別に雇用人員判断 DI を見ると、製造業が-21→-22、非製造業が-44→-45 と、両者とも不足超過幅が拡大した。先行き判断 DI についても、製造業が-27、非製造業が

－48 と、不足超過幅が一段と拡大する見通しである。非製造業の人手不足が深刻さを増している傾向は変わらない。特に対面型サービス業種では、対個人サービスの DI が－54、飲食・宿泊サービスの DI が－70 となるなど、顕著な人手不足状態が続いている。

設備に対する過不足判断：小幅な不足超過傾向が継続 設備に関する過不足判断を示す、生産・営業用設備判断 DI(全規模・全産業、「過剰」－「不足」、%Pt、前回調査→今回調査)は－2→－1 となり、前回調査から不足超過幅が小幅ながら縮小した(図表 2)。人員に対する判断とは対照的に、設備に対する不足感が強まる傾向は見られず、小幅な不足超過傾向が継続している。先行き判断 DI は－4 と、設備不足感が強まる見通し。

2024 年度の設備投資計画：3 月調査(来年度計画)としては過去最高を更新 続いて、企業の設備投資(全規模・全産業、ソフトウェア含む・土地投資除くベース、前年度比)の実績見込と計画について確認したい。2024 年 3 月調査における、2023 年度の設備投資実績見込は、+11.9%となった。実績見込の数字としては、遡及して確認できる 2003 年度以降で最も高い結果である。次回 6 月調査で明らかとなる最終的な実績としては、+10%を下回る可能性は高いものの、昨年度の+7.0%を上回る高水準で着地するとみている(図表 3)。

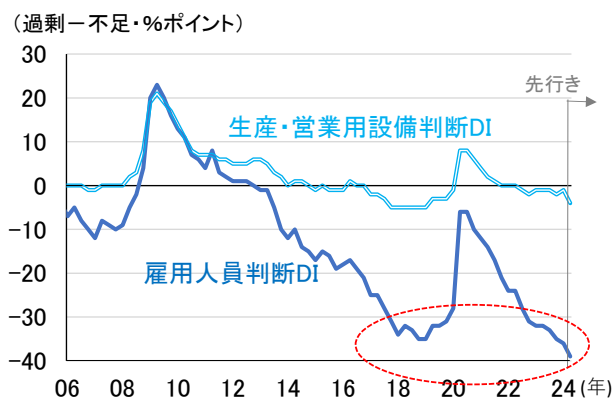
また、今回調査から、2024 年度設備投資計画が公表、+5.8%との計画が示された。3 月調査における来年度計画の数字としては、昨年度の+5.6%を上回り、遡及して確認できる 2004 年度以降では過去最高となった。こうした企業の設備投資計画の数字は、企業の積極的な設備投資スタンスの継続を示唆していよう(図表 3)。

賃上げと設備投資拡大の継続を示唆する結果 企業の生産要素の過不足に関しては、人手不足・設備不足との判断が継続、特に人手不足感が一段と強まっていることが明らかとなった。また、2024 年度の設備投資計画からは、企業の設備投資に対する積極姿勢が維持されていることが見て取れる。人手不足という中長期的な経営課題に対して、企業が賃上げや設備投資といった手段で対応していく傾向は強まっていくとみられる。したがって、今回の短観は、企業からの前向きな支出拡大、すなわち、賃上げと設備投資拡大の継続を示唆する結果と言えよう。ただし、人手不足については、非製造業を中心に、事業運営上の制約になるほどの深刻さになっているとみられ、先行きの不安材料でもある点に留意が必要であろう。

強い設備投資計画の継続は、中長期的な需要の強さを反映か 設備投資計画が高水準を継続している背景を考えると、設備過不足の判断からは、需要回復等を映じて足元で設備不足感が強まり、そのことが投資計画に反映されているというわけではなさそうである。むしろ、中長期的な経営課題への対処、例えば人手不足の長期化を見据えた労働代替的投資やデジタル化投資等、フォワードルッキングな視点での設備投資需要の強さが設備投資計画に反映されているものと考えている。

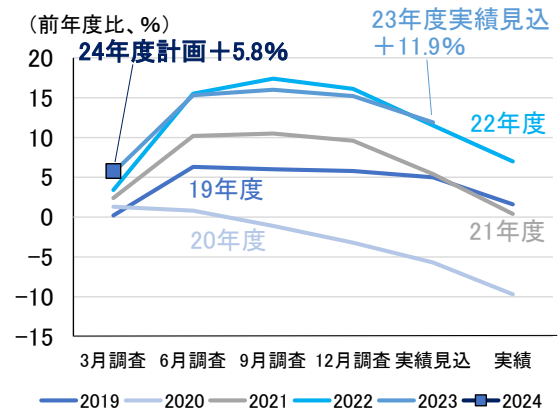
当行の設備投資見通しに沿った結果 当行では、先月公表の「日本経済見通し(第 57 号)¹」において、設備投資見通しを上方修正した。今回の短観の結果は、こうした当行の見通しに沿った結果であったと考えている。

図表 2 企業の人手不足感は 18～19 年を上回る
：雇用人員判断 DI と生産・営業用設備判断 DI の推移



(注) 全規模・全産業ベース。
(出所) 日本銀行、SBI 新生銀行金融調査室

図表 3 24 年度計画は+5.8%と過去最高水準
：企業の設備投資計画の足取り



(注) ソフトウェア含む・土地投資除く。全規模・全産業ベース。
(出所) 日本銀行、SBI 新生銀行金融調査室

¹ 詳細は、『SBI 新生銀行 日本経済見通し(第 57 号)』をご参照ください。

4. 価格判断に関する DI および販売価格・物価見通し

価格判断 DI: 現状判断は販売価格のピークアウト傾向が継続 2024年3月調査における、企業の価格判断に関する DI(全規模・全産業、「上昇」-「下落」、%Pt)を見ると、仕入価格判断 DI が+51、販売価格判断 DI が+25 となった。全規模・全産業の新ベースのデータが不明のため、旧データと比較すると、仕入価格判断 DI は横ばい、販売価格判断 DI は-1%Pt の低下となり、販売価格のピークアウト傾向の継続を示唆する結果である(図表 4)。

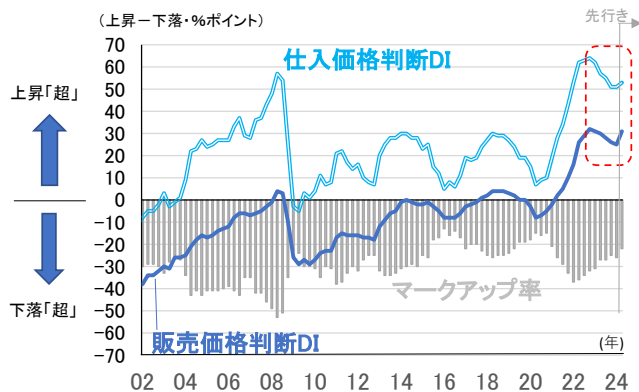
ただし、先行きの販売価格 DI は大幅上昇、価格転嫁継続を示唆 もっとも、先行き判断 DI については、仕入価格が+53、販売価格が+31 とそれぞれ現状判断 DI から上昇、特に販売価格は+6%Pt もの大幅な上昇見通しとなっている。仕入価格の上昇見通しは、人手不足や賃上げを受けた、人件費の上昇が想定されているとみられる。一方、販売価格の上昇見通しは、こうした人件費上昇分についても、販売価格に積極的に転嫁することによって、マークアップ率を確保しようとする企業スタンスを反映したものとみられる。

企業の販売価格見通し: 前回調査から上方修正 2024年3月調査における企業の販売価格の見通し(全規模・全産業、現在の水準と比較した変化率)は、1年後が+2.7%(前回調査対比の変化幅+0.1%Pt)、3年後が+4.0%(同+0.3%Pt)、5年後が+4.7%(同+0.3%Pt)となり、いずれの調査年限も前回調査から上昇した。販売価格の先行き判断 DI が上昇する見通しも整合的な結果である。短期的にも中期的にも、販売価格の上昇傾向が継続するとの見方を、企業が強めていることを示唆していよう。

企業の物価見通し: 全調査年限で2%台を維持 2024年3月調査における企業の物価全般の見通し(前年比)は、1年後が+2.4%、3年後が+2.2%、5年後が+2.1%となり、全ての調査年限で前回調査から横ばいとなった(図表 5)。中長期の5年後を含む全ての調査年限において、日本銀行の物価目標である2%を上回る水準が、7四半期連続で維持されている。

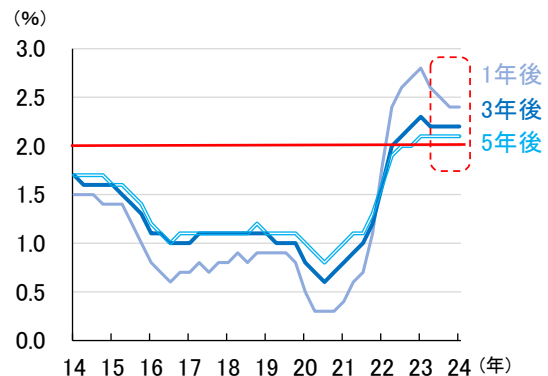
企業のデフレマインド払拭が進んでいることを示唆する結果 今回の短観の価格判断や価格・物価見通しは、企業が積極的にコスト上昇分を価格転嫁しようとする姿勢が継続していることや、販売価格が継続的に上昇するとの見通しを強めていること、企業のインフレ期待が2%で定着しつつあることを示唆している。企業部門においては、デフレマインドの払拭が進んでいると判断されよう。

図表 4 販売価格判断 DI はピークアウト継続も、先行きは上昇見通し : 仕入・販売価格判断 DI の推移



(注1) 全規模・全産業ベース。
(注2) マークアップ率=販売価格判断 DI-仕入価格判断 DI で計算。
(出所) 日本銀行、SBI 新生銀行金融調査室

図表 5 企業の物価見通しは全年限で2%台維持 : 企業の物価全般の見通しの推移



(注1) 全規模・全産業ベース。
(注2) 消費者物価指数の前年比をイメージした回答。
(出所) 日本銀行、SBI 新生銀行金融調査室

- この資料の無断での複写、転写、転載、改竄、頒布または配布は、形式の如何を問わず、厳しく禁止されています。
- この資料は、情報の提供を唯一の目的としたもので、特定の金融商品取引又は金融サービスの申込み、勧誘又は推奨を目的としたものではありません。
- この資料に述べられている見通しは、執筆者の見解に基づくものであり、弊行の売買・ポジションを代表した公式見解ではありません。
- この資料は公に入手可能な情報・データに基づくものですが、弊行がその正確性・完全性を保証するものではなく、その内容を随時変更することがあります。
- この資料に述べられている見通しは実際の市場動向とは異なる可能性があり、今後の推移を弊行ならびに執筆者が約束するものではありません。
- 金融商品取引を検討される場合には、別途当該金融商品の資料を良くお読みいただき、充分にご理解されたうえで、ご自身の判断と責任においてお取引をなさるようお願いいたします。
- 金融商品によっては所定の手数料等をご負担いただく場合があります。また金融商品によっては証拠金や担保をご提供いただく場合があります。なお、具体的な金融商品が定まっていないため、現時点では手数料・証拠金・担保等の額または計算方法およびその比率をお示しすることはできません。
- 金融商品によっては、金利水準、為替相場、株式相場等の金融商品市場における相場その他の指標にかかる変動により、お客様に損失が生じることがあり、またこの損失がお客様からご提供いただいた証拠金・担保(もしあれば)の額を上回るおそれがあります。
- 商号等／株式会社 SBI 新生銀行 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 10 号。
加入協会／日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会