

## インフレで「日銀短観」の業況判断DIに上方バイアスが発生か

2024年4月3日

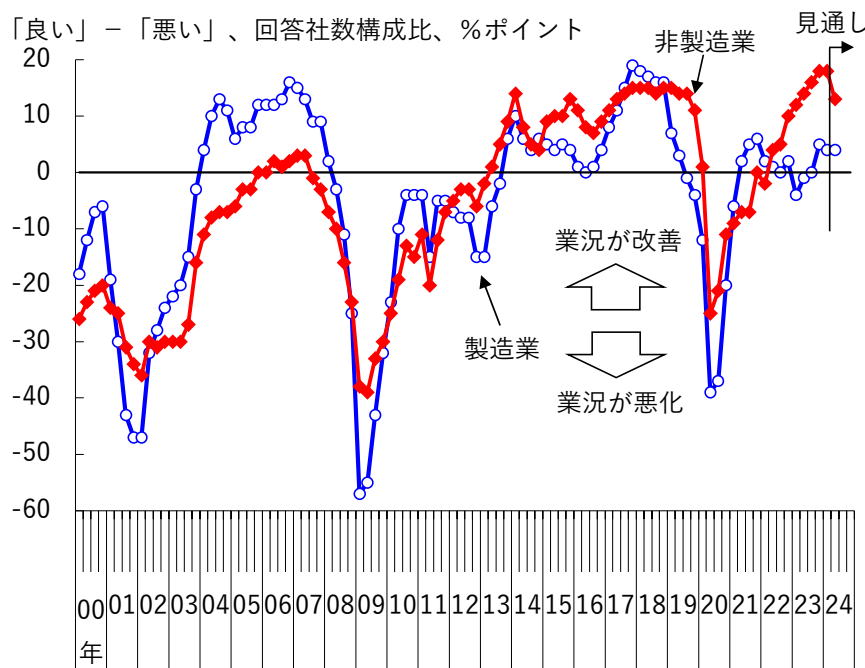
調査部 特任研究員 北田 英治

### 日銀短観（2024年3月調査）では製造業の景況感が4四半期ぶりに悪化

日本銀行が4月1日に公表した「短観（2024年3月調査）」によると、全規模・全産業ベースの業況判断DI（「良い」マイナス「悪い」）は+12となり、前回23年12月調査比1ポイント低下（悪化）した。これを製造業、非製造業別にみると、製造業の同DIは前回調査比1ポイント低下の+4と、4四半期ぶりの悪化となった（図表1）。品質不正問題による一部自動車メーカーの工場稼働停止の影響などで、自動車のDIが大幅に低下した。一方、非製造業の同DIは同横ばいの18と、高水準を維持した。インバウンド需要の増加などを受けて、運輸・郵便や対個人サービスのDIが上昇した。

昔から景気の気は、気分の気と言われており、我々エコノミストは、足元の景気を判断する上で「日銀短観」の業況判断DIの動きを非常に重視している。24年3月調査の全規模・全産業ベースの業況判断DIが小幅ながらも悪化したことは、24年1～3月期の実質GDP（国内総生産）が前期比ベースでマイナス成長になる可能性があることを示唆している。

図表1 業況判断DIの推移



注：全規模ベース。

出所：日本銀行「短観」

## コロナ禍以降、業況判断DIが前回調査比プラスで実質GDP成長率が前期比マイナスという組み合わせが3回発生

一方で、最近気になるのは、日銀短観の業況判断DIが前回調査比で改善したからと言って、必ずしも同期の実質GDPがプラス成長にならないケースが頻発していることである。例えば、直近では、2023年9月調査の全規模・全産業ベースの業況判断DIが前回調査比で2ポイント改善したにもかかわらず、23年7～9月期の実質GDPは前期比-0.8%と大幅なマイナス成長となった(図表2)。21年7～9月期と22年7～9月期にも、業況判断DIが前回比プラスで実質GDP成長率が前期比マイナスという組み合わせが発生している。2000年～2019年までの20年間を検証すると、同様の組み合わせは5回しか発生してしていない。コロナ禍以降の4年間で3回も発生していることは注目に値しよう。

図表2 実質経済成長率と業況判断DIの比較

		実質GDP 前期比 (%)	業況判断DI 前回調査比
2020年	1～3月期	0.5	-8
	4～6月期	-7.8	-27
	7～9月期	5.5	3
	10～12月期	1.9	13
2021年	1～3月期	0.2	7
	4～6月期	0.4	5
	7～9月期	-0.5	1
	10～12月期	1.2	4
2022年	1～3月期	-0.7	-2
	4～6月期	1.2	2
	7～9月期	-0.2	1
	10～12月期	0.4	3
2023年	1～3月期	1.0	-1
	4～6月期	1.0	3
	7～9月期	-0.8	2
	10～12月期	0.1	3
2024年	1～3月期	5月16日公表	-1

注：業況判断DIは全規模・全産業ベース。

業況判断DIの1～3月期は3月調査の値。

出所：内閣府、日銀資料より浜銀総研作成

では、なぜコロナ禍以降、このようなアンバランスな組み合わせが頻発しているのだろうか。その答えの一つは、デフレの時代が終了してインフレの時代に入ったことにあると考える。企業の景況感に大きな影響を与える売上高は名目値であり、例えば家計の名目賃金が増加すれば、小

売業などの売上高も増加しやすくなる。一方で、実質GDPの約6割を占める実質個人消費は物価高で実質賃金が目減りすれば回復の足取りが重くなる。インフレ下では「日銀短観」の業況判断DIが上振れしやすくなっている点に注意する必要があるだろう。

この観点から言えば、24年3月調査の全規模・全産業ベースの業況判断DIが小幅に悪化したことをもって、24年1～3月期の実質GDPのマイナス成長が小幅なものにとどまると考えるのは危険かもしれない。実際、日銀が発表している実質輸出を見ると、24年1～2月の平均は23年10～12月期平均を4.0%下回っている。また、鉱工業生産指数の1～2月の平均は23年10～12月期平均を6.2%下回っている。今回は一部自動車メーカーの工場稼働停止という特殊要因が絡んでいるため、基調として景気が悪くなっている訳ではないものの、1～3月期の実質GDPが大幅なマイナス成長となる可能性にも注意を要しよう。

## 執筆者紹介



北田 英治（きただ えいじ）

浜銀総合研究所 調査部 特任研究員

マクロ経済・金融マーケットを中心とする調査業務を担当。  
各種レポートの作成や講演活動などに携わる。

F Mヨコハマの朝の番組「ちょうどいいラジオ」の経済コーナーに毎週レギュラー出演中。

本レポートの目的は情報提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載した内容は、レポート執筆時の情報に基づく浜銀総合研究所・調査部の見解であり、レポート発行後に予告なく変更することがあります。また、本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ご利用に際しては、お客さまご自身の判断にてお取扱いいただきますようお願いいたします。