

Weekly
エコノミスト・
レター

3月調査日銀短観

～大企業・製造業の景況感は1改善の6、地震の影響はほとんど反映せず

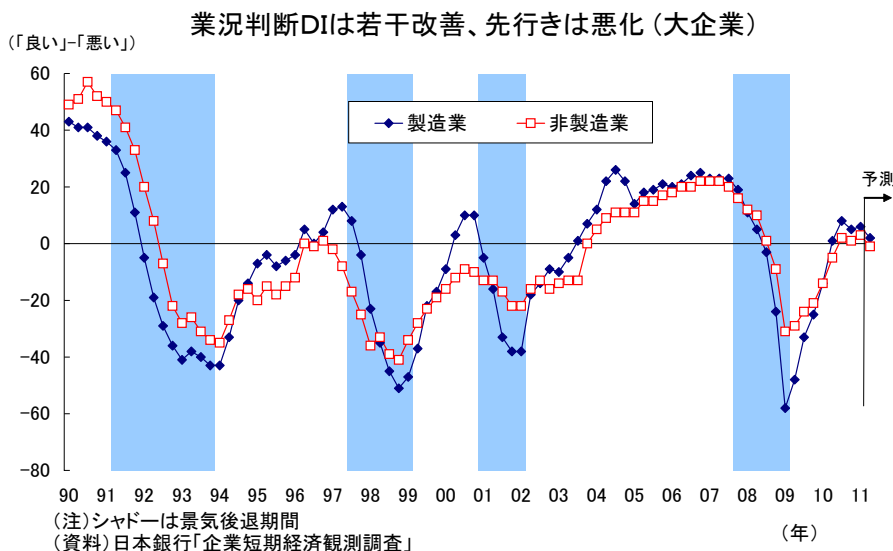
経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次

(03)3512-1837 yyajima@nli-research.co.jp

シニアエコノミスト 上野 剛志

(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 大企業製造業業況判断 D.I.は6と前回12月調査の5から1ポイント改善した。景況感の改善は2期ぶりとなる。3月11日に東日本大震災が発生し、直接的な被害に加えて、原発問題や電力不足等による大きな影響も出ており、この日を境に景況感が大きく異なっているはずであるが、今回短観では11日までに72%が回収済みであり、結果にはほとんど反映されなかった。日銀は4日に11日までの回収分と震災後12日以降の回収分を分けて改めて発表する予定とのことであり、その際に震災前後の景況感の動きが判明する。
2. 3月初旬の時点では、日本経済は円高長期化や原油価格高騰といった懸念材料を抱えつつも、世界経済の回復や政策効果剥落に伴う反動減の底打ちなどから生産にも回復がみられ、足踏み脱却感が出ていた。今回調査ではこの状況が反映され、大企業製造業業況判断 D.I.がわずかながらも改善し、足元の景況感とは大きく乖離した結果となっている。
3. 2010年度の設備投資計画は、全規模・全産業で若干下方修正。また、11年度設備投資計画は全規模・全産業で対前年▲3.7%と10年度のスタート時(▲6.9%)をやや上回るレベルに留まった。企業の設備投資に対する慎重な姿勢がうかがわれる。なお、設備投資計画についても、今後復旧・復興関連以外の企業設備投資の先送りによる低迷が予想されることから、下方修正される可能性が高い。



1. 3月短観全体評価と今後の金融政策：大企業製造業の景況感は若干の改善、地震発生前後の景況感は4日に発表予定

3月短観の大企業製造業業況判断 D.I.は6と前回12月調査の5から1ポイント改善した。景況感の改善は2期ぶりとなる。3月11日に東日本大震災が発生し、地震・津波による直接的な被害に加えて、原発問題や電力不足等による大きな影響も出ており、この日を境に景況感が大きく異なっているはずであるが、今回短観では11日までに72%が回収済みであり、結果にはほとんど反映されなかった。日銀は4日に11日までの回収分と震災後12日以降の回収分を分けて改めて発表する予定とのことであり、その際に震災前後の景況感の動きが判明する。

3月初旬の時点では、日本経済は円高長期化や原油価格高騰といった懸念材料を抱えつつも、世界経済の回復や政策効果剥落に伴う反動減の底打ちなどから生産にも回復がみられ、足踏み脱却感が出ていた。今回調査ではこの当時の足踏み脱却感が大きく反映され、大企業製造業業況判断 D.I.がわずかながらも改善し、足元の景況感とは大きく乖離した結果となっている。大企業非製造業についても前回比2ポイント改善と、景況感はやや改善した。前回12月調査からは、政策効果剥落、たばこ増税による反動減の底打ちなどが景況感にプラスに作用したとみられる。なお、中小企業については、製造業で2ポイント、非製造業で3ポイントの改善と、改善幅はそれぞれ大企業を若干上回った。もともとのD.I.の水準が低く、回復がやや遅れて波及してきた形だ。

先行きについては企業規模、製造・非製造業を問わず4～8ポイント悪化しており、悲観色が強く出ている。原油高進行、円高長期化のほか、震災の影響が先行きについて強めに反映された可能性もある。

2010年度の設備投資計画は、全規模・全産業で対前年0.1%増と前回(0.4%増)から若干下方修正されている。もともと中小企業では年度終盤にかけて上方修正される統計上のクセがあるが、ウェイトの高い大企業での下方修正の影響が上回った。また、今回から新たに発表された11年度設備投資計画は全規模・全産業で対前年▲3.7%となった。例年3月調査時点では設備計画が固まっていなかったためマイナススタートとなりやすい傾向があるが、景気の先行き不透明感が重石となり、10年度のスタート時(▲6.9%)をやや上回るレベルに留まった。08年度、09年度ともにマイナスとなったことで対前年のハードルは大きく下がっている状況でもあり、企業の設備投資に対する慎重な姿勢がうかがわれる。

なお、設備投資計画についても、今回は景況感同様震災の影響をあまり反映しておらず、今後復旧・復興関連以外の企業設備投資の先送りによる低迷が予想されることから、下方修正される可能性が高い。

今回の短観は、総じて震災の影響反映が限定的で詳細は4日を待つこととなるが、現在の景況感の実態は大きく悪化しているとみられる。日銀としては、3月決定会合時に懸念として指摘していたマインドの悪化を下支えすべく、緩和姿勢を維持、必要であれば資産買い取り枠の拡大といった追加緩和策も辞さないというスタンスを長期にわたって継続することになるだろう。

2. 業況判断 D.I. : 先行きは全般的に悪化

全規模全産業の業況判断 D.I. は▲9 (前回比2ポイント改善)、先行きは▲14 (今回比5ポイントの悪化) となった。規模別、製造・非製造業別の状況は以下のとおり。

(大企業)

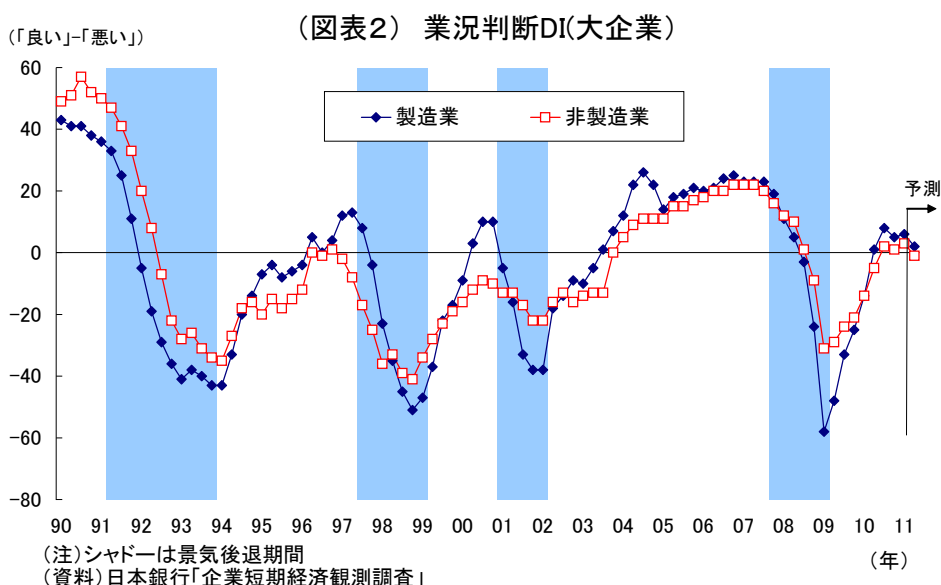
大企業製造業の業況判断 D.I. は6と前回調査から1ポイント改善した。業種別では全16業種中10業種で改善、生産用機械など3業種で二桁の改善がみられた。一方、悪化は4業種で非鉄金属では二桁の悪化となった。先行きについては、悪化が11業種と改善の3業種を大きく上回り、全体では4ポイントの悪化となった。石油・石炭製品(33ポイント悪化)、自動車(25ポイント悪化)の先行き景況感悪化が顕著である。

大企業非製造業の D.I. は3と前回調査から2ポイント改善した。12業種中、改善5業種に対し、悪化が6業種と上回ったが、小売(13ポイント改善)、情報サービス(11ポイント改善)が牽引した。先行きについては7業種が悪化、全体では4ポイントの悪化と、製造業同様、非製造業の先行き景況感も厳しい状況だ。

(図表1) 業況判断DI

		〔「良い」-「悪い」・%ポイント〕					
		2010年12月調査		2011年3月調査			
		最近	先行き	最近	変化幅	先行き	変化幅
大企業	製造業	5	-2	6	1	2	-4
	非製造業	1	-1	3	2	-1	-4
	全産業	3	-2	5	2	0	-5
中堅企業	製造業	1	-12	-4	-5	-8	-4
	非製造業	-10	-17	-6	4	-12	-6
	全産業	-6	-15	-5	1	-11	-6
中小企業	製造業	-12	-23	-10	2	-16	-6
	非製造業	-22	-29	-19	3	-27	-8
	全産業	-18	-27	-15	3	-23	-8

(注)「最近」の変化幅は、前回調査の「最近」との対比。
「先行き」の変化幅は、今回調査の「最近」との対比。

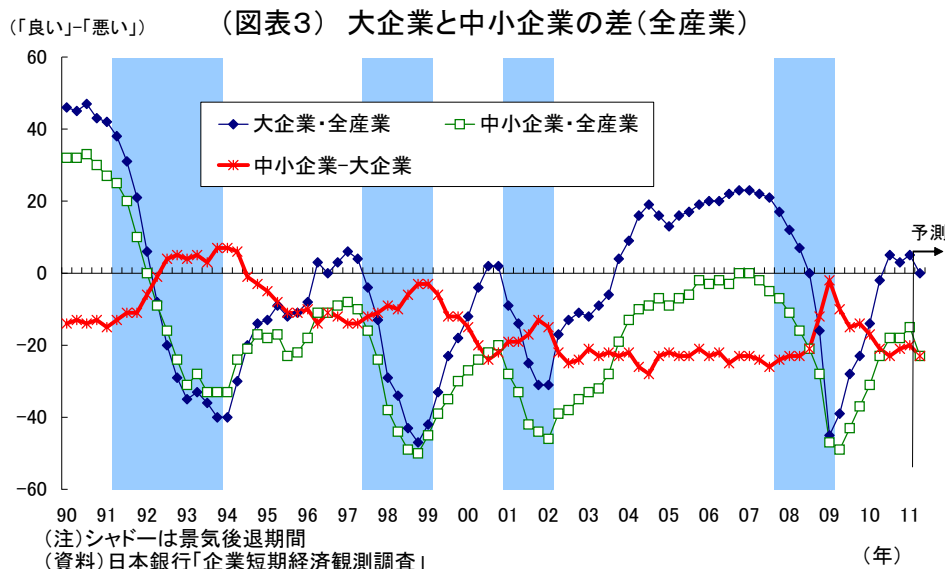


(中小企業)

中小企業の業況判断 D.I. は製造業が▲10と2ポイント改善した。D.I. の水準は低いものの改善は

09年6月調査以降7期連続と緩やかな回復が続いている。全16業種中改善が10業種と悪化の4業種を上回った。非製造業のD.I.は▲19と3ポイントの改善。改善は2期ぶりとなる。全12業種中、運輸・郵便、宿泊・飲食サービスを除く10業種で改善した。中小企業はもともとD.I.の水準が低く、回復がやや遅れて波及してきた形だ。

先行きについては、製造・非製造業を問わず、悪化見込みの業種が大半となっており、悪化幅は製造業で6ポイント、非製造業で8ポイントとなっている。大企業に比べて中小企業の先行きに対する見方は悲観的となっている。



3. 需給・価格判断：国内外とも需給は改善したが、マージンは大幅に悪化

(需給判断：需給が改善に転じる)

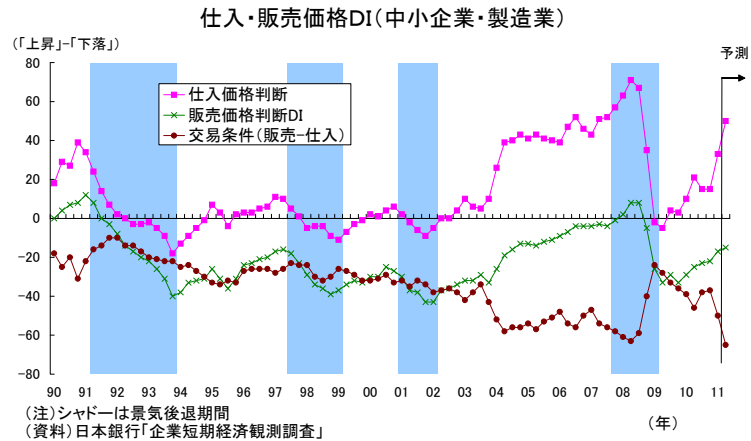
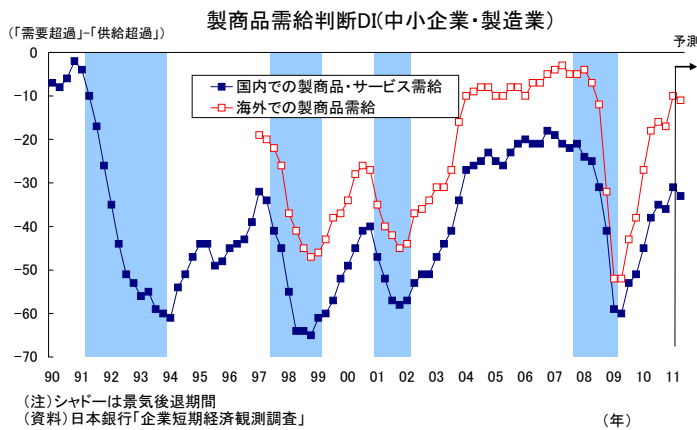
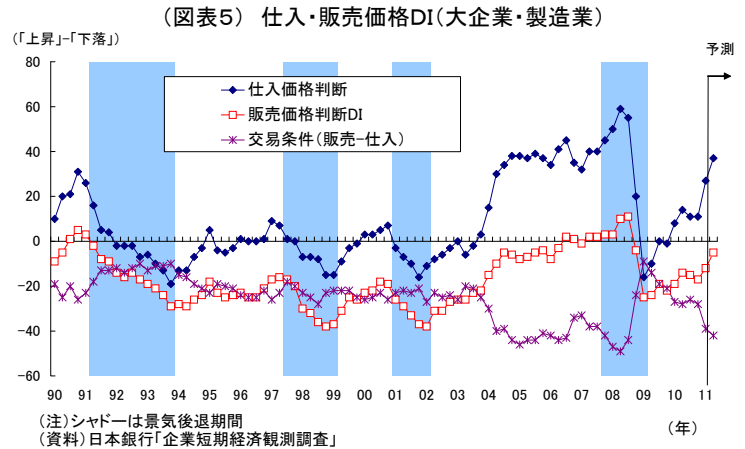
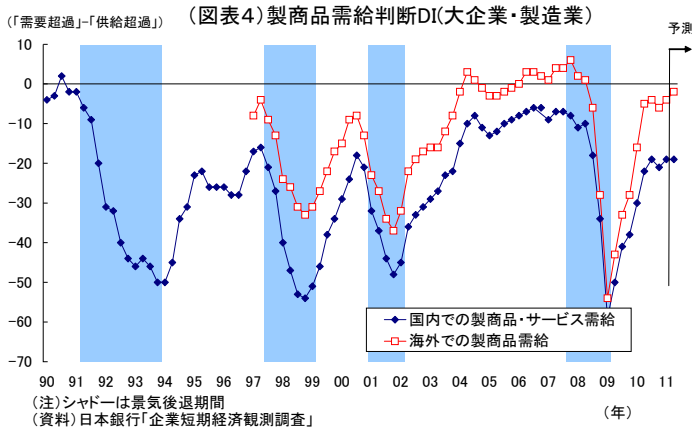
製造業の製商品・サービス需給判断D.I. (需要超過-供給超過)は、大企業では国内・海外ともに2ポイントの改善、中小企業では国内が5ポイント、海外が7ポイントと大きく改善した(図表4)。前回は一旦需給が悪化となったが今回再び改善に転じた。先行きについては大企業では国内が横ばい、海外は2ポイント改善の一方、中小企業では国内外ともにやや悪化する見通しとなっている。

(価格判断：マージンは大幅に悪化)

大企業製造業の販売価格判断D.I. (上昇-下落)は前回から5ポイント上昇したが、仕入価格判断D.I. (上昇-下落)は16ポイントと大きく上昇したため、差し引きであるマージンは11ポイント悪化した。先行きについても、仕入価格の上昇が販売価格を上回り、マージン獲得がさらに厳しくなっていく見込み(図表5)。中小企業製造業も同様足元、先行きともにマージンが悪化したが、大企業と比べ仕入価格判断D.I.の上昇が大きく、交渉力を反映したものと思われるが、マージンが特に厳しい状況となっている。

昨秋以降、先進国の金融緩和に伴い国際商品市況が上昇していたのに加え、2月下旬からは中東情勢緊迫化で原油価格が高騰している。従来はマージン(収益率)の悪化を景気回復に伴う量の改善で賄っ

てきたが、現在は、震災の影響で電力に制約が生じているため量の拡大も見込めず、企業経営にとっては厳しい状況になりそうだ。



4. 売上・収益計画：10年度利益は上方修正、11年度も増収増益見通し

2010年度の全規模・全産業の売上高は前年度比+4.3%、経常利益は同+30.6%と増収増益。売上げは前回と同様だが、経常利益は1.9%の上方修正となった。経常利益は、下期について前回のマイナス計画が1.8%の増益に上方修正されている。昨年末以降、生産の持ち直しが鮮明になったこと、円高は長期化しているものの動き自体は一服したことで、下期収益に慎重であった企業に上方修正の動きが出たとみられる(図表6)。

今回新たに発表された2011年度の収益計画は、売上が対前年+1.2%、経常利益は同+1.8%と2010年度に続いて増収増益計画となっている。製造業、非製造業ともに緩やかな収益改善が続く見通しとなっているが、震災の影響により今後下方修正される可能性が高い。

2010年度は円高が急速に進んだ一年であったが、今回短観の大企業製造業の想定円ドルレートは2010年度下期が82.98円と前回(83.87円)から1円弱円高方向に修正、実勢にほぼ追いついた。

2011年度の想定レートについては、上期が84.04円、下期が84.36円と緩やかに円安が進む想定になっている。為替がこれ以上に円安に振れば収益のサポート要因になる。

(図表6) 売上高計画

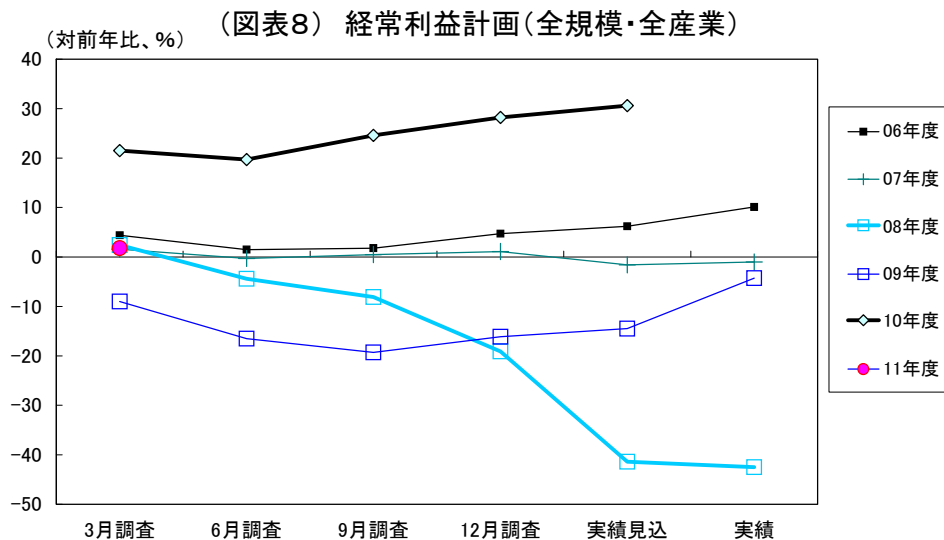
		2010年度		2011年度 (計画)
			修正率	
大企業	製造業	7.3	-0.7	1.6
	国内	4.6	-0.7	1.7
	輸出	14.9	-0.6	1.6
	非製造業	4.3	-0.1	1.3
	全産業	5.5	-0.3	1.4
中堅企業	製造業	8.0	0.2	1.9
	非製造業	3.9	0.5	1.6
	全産業	5.0	0.4	1.7
中小企業	製造業	4.9	0.4	0.8
	非製造業	0.2	0.4	0.2
	全産業	1.3	0.4	0.3
全規模	製造業	7.0	-0.3	1.5
	非製造業	3.0	0.1	1.0
	全産業	4.3	0.0	1.2

(注)修正率は、前回調査との対比。

(図表7) 経常利益計画

		2010年度		2011年度 (計画)
			修正率	
大企業	製造業	59.0	0.8	0.6
	素材業種	52.9	-0.1	1.6
	加工業種	63.8	1.4	-0.1
	非製造業	22.3	4.5	-0.4
	全産業	35.8	2.9	0.1
中堅企業	製造業	65.8	-0.3	2.1
	非製造業	12.9	4.1	2.0
	全産業	27.9	2.4	2.0
中小企業	製造業	60.1	1.2	6.5
	非製造業	2.8	-3.4	9.2
	全産業	15.4	-2.1	8.4
全規模	製造業	60.1	0.7	1.6
	非製造業	16.4	2.8	1.9
	全産業	30.6	1.9	1.8

(注)修正率は、前回調査との対比。



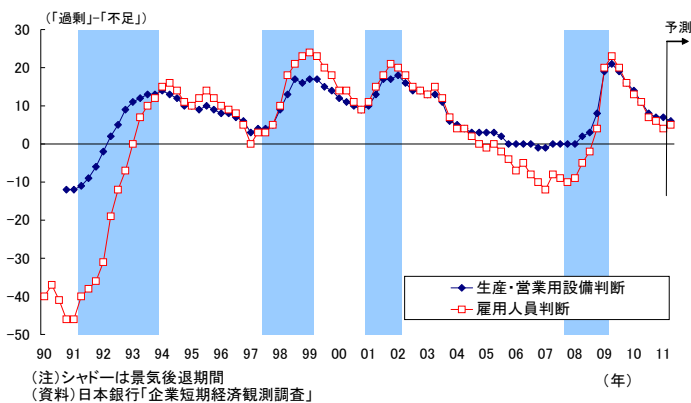
(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

5. 設備投資・雇用：設備投資計画には慎重姿勢残る

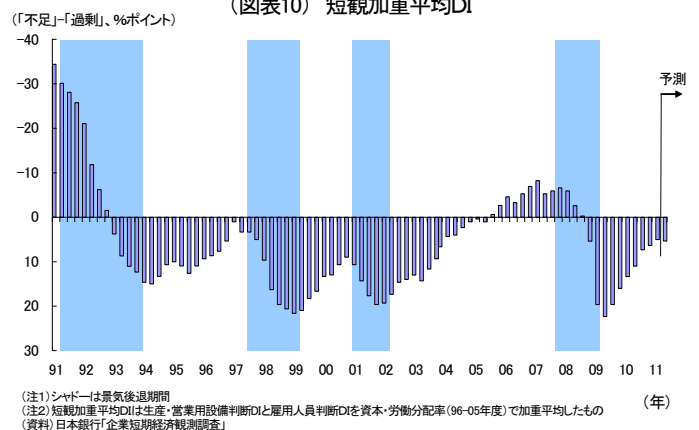
生産・営業用設備判断 D.I.（「過剰」－「不足」）は、全規模・全産業で7と前回から横ばい、引き続き過剰感が高止まりしている（図表9）。一方、雇用人員判断 D.I.（「過剰」－「不足」）は全規模・全産業で4（前回比▲2ポイント）と引き続き過剰感はあるがやや改善がみられる（図表9）。

この結果、需給ギャップの代理変数とされる「短観加重平均 D.I.」（設備・雇用の各 D.I. を加重平均して算出）も引き続き過剰感が続くものの改善している。今後は電力不足が生産の制約となり、設備・人員の過剰感が強まる可能性がある（図表10）。

（図表9）生産・営業用設備判断と雇用人員判断DI(全規模・全産業)



（図表10）短観加重平均DI



2010年度の設備投資計画は、全規模・全産業で対前年0.1%増と前回(0.4%増)から若干下方修正されている。もともと中小企業では年度終盤にかけて上方修正される統計上のクセがあるが、ウェイトの高い大企業での下方修正の影響が上回った。また、今回から新たに発表された11年度設備投資計画は全規模・全産業で対前年▲3.7%となった。例年3月調査時点では設備計画が固まっていなかったためマイナススタートとなりやすい傾向があるが、景気の先行き不透明感が重石となり、10年度のスタート時(▲6.9%)をやや上回るレベルに留まった。08年度、09年度ともにマイナスとなったことで対前年のハードルは大きく下がっている状況でもあり、企業の設備投資に対する慎重な姿勢がうかがわれる。

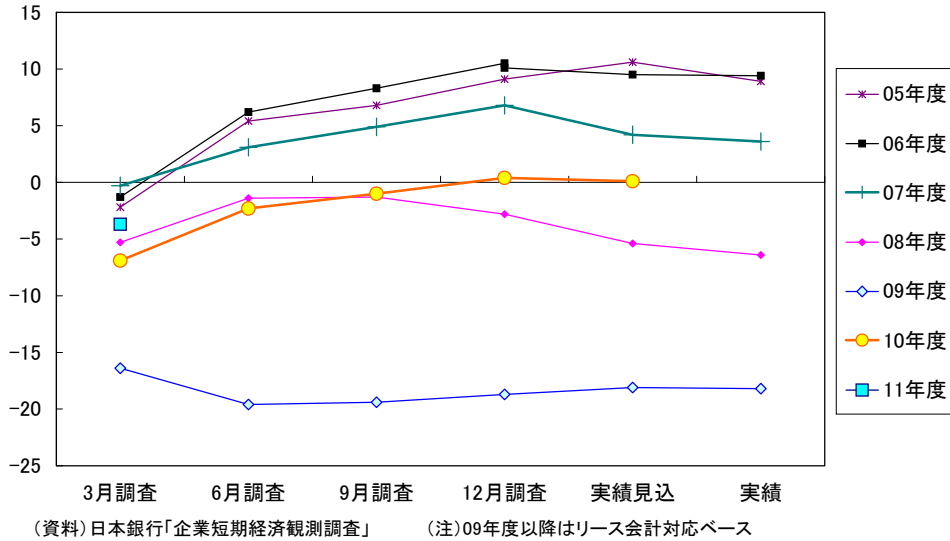
なお、設備投資計画についても、今回は景況感同様震災の影響をあまり反映しておらず、今後復旧・復興関連以外の企業設備投資の先送りによる低迷が予想されることから、下方修正される可能性が高い（図表11、12）。

（図表11）設備投資計画(含む土地投資額)

		2010年度		2011年度 (計画)
			修正率	
大企業	製造業	0.5	-2.4	4.3
	非製造業	2.1	-0.8	-2.9
	全産業	1.6	-1.4	-0.4
中小企業	製造業	11.8	3.2	-8.1
	非製造業	-9.0	8.5	-33.9
	全産業	-2.3	6.5	-24.5
全規模	製造業	2.0	-1.8	4.9
	非製造業	-1.0	0.5	-8.2
	全産業	0.1	-0.3	-3.7

(注)修正率は、前回調査との対比。リース会計対応ベース。

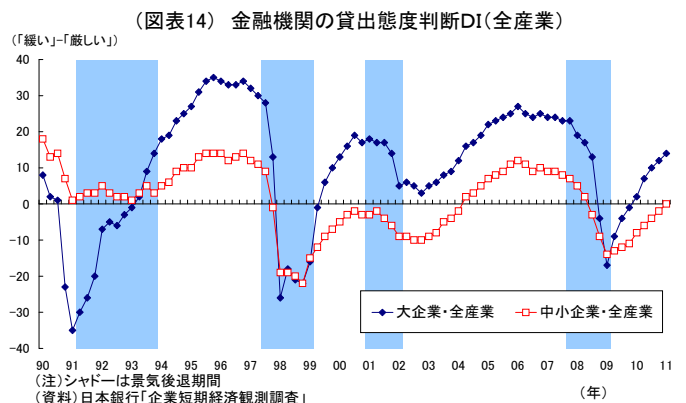
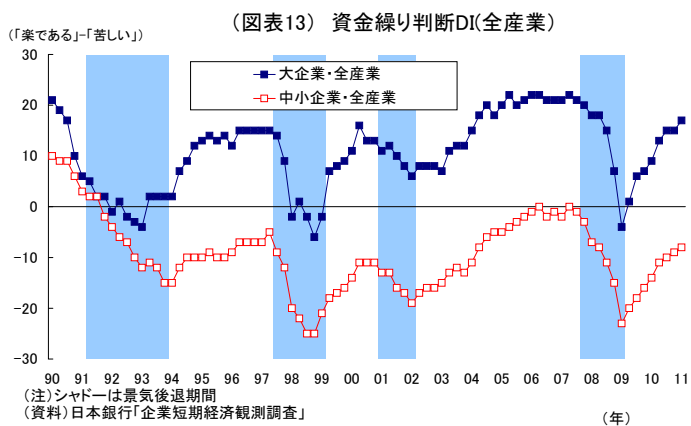
(対前年比、%) (図表12) 設備投資計画(全規模・全産業)



6. 企業金融：緩やかな改善が続いているが、先行きは不透明

資金繰り判断 D.I.は大企業で2ポイント、中小企業で1ポイント改善、金融機関の貸出態度判断 D.I.も大・中小企業ともに2ポイント改善した(図表13, 14)。金融環境は緩やかに改善しており、D.I.の水準もリーマン・ショック前のレベルをほぼ回復している。

金融環境改善の背景には景気の回復のほか、日銀による「成長基盤強化のための資金供給」、政府による中小企業金融円滑化法(金融機関に返済猶予を促す)など政策効果も一定程度寄与してきたとみられる。一方、足元では震災の影響によって資金繰りが困難となっている企業も多いとみられ、政策による対応が動き始めているものの、これまでの金融環境改善基調には変化が出てきそう



(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。