

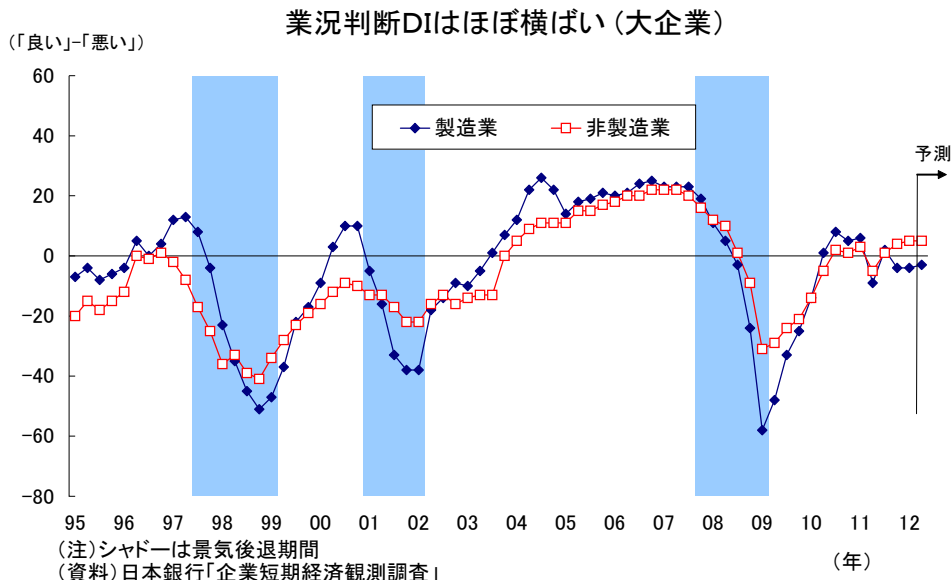
# Weekly エコノミスト・ レター

## 3月調査日銀短観

～大企業・製造業の景況感は横ばいの▲4、  
先行きの改善もわずか

経済調査部門 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▲4と前回から横ばいとなった。前回調査以降もしばらくは欧州問題で緊張感の高い状況が継続し、円も高止まった。その後はタイ洪水の影響剥落に加え円高修正など輸出企業の経営環境は改善したはずだが、前回水準を上回るほどの反発には至らなかったようだ。欧州等の景気減速感や原油価格の上昇などが制約要因となった可能性も高い。中小企業は前回から2ポイント悪化。円高修正の直接効果が限定的となる一方で原油高の影響を受けやすいことが影響した可能性がある。非製造業は消費が底堅く推移する中、スマホ人気や復興需要もあり、大企業、中小企業ともに改善した。
2. 先行きについては、大企業でほぼ横ばい、中小企業ではかなりの悪化を示し、企業の慎重姿勢が明らかとなった。とりわけ景気低迷や事業環境悪化への対応力が相対的に乏しい中小企業では悲観的な見方が強い。
3. 今回から公表された12年度計画について、収益は増収増益見通しとなったものの、経常利益は11年度の落ち込み分も取り戻せず、市場が描いている「12年度大幅増益シナリオ」とは乖離がある。前提となる12年度想定為替レートも78円台前半とかなり慎重な印象。一方、12年度設備投資計画については11年度のスタート時点を上回り、近年では最も高い水準。本格回復を示唆しているとはまだ判断しかねるが、先行きについての一つの明るい兆しではある。



## 1. 全体評価と今後の金融政策：大企業製造業の景況感は慎重な印象

3月短観の大企業製造業業況判断 D.I.は▲4と前回12月調査の▲4から横ばい、2期連続のマイナスとなった。足元の経営環境は好転しているものの景況感の回復には至っていない。前回調査では欧州債務危機の緊迫化や新興国経済の減速、円高、タイの洪水など海外に端を発する数多くのマイナス要因を受けて、大企業製造業の景況感が悪化に転じており、その後も2月半ばまでは欧州問題で緊張感の高い状況が継続、円も高止まりしていた。しかし、以降は欧州危機が一服、米経済が堅調さを見せる中で、円高の修正が進み、タイ洪水の影響剥落も相俟って輸出企業の経営環境は改善しているはずだが、前回水準を上回るほどの反発には至らなかったようだ。欧州や新興国の景気減速感や原油価格の上昇などが制約要因となった可能性も高い。大企業非製造業の業況判断 D. I.は5と前回から1ポイント改善。エコカー補助金の復活など新たな政策面での追い風もあって消費が概ね底堅く推移した中、スマホ人気に伴う通信料増加も貢献したようだ。中小企業は、製造業が▲10と前回から2ポイント悪化。海外展開が大企業ほどではないため円高修正の直接効果が限定的となる一方で、サプライ・チェーンの川下に位置することと交渉力の問題から原油高の影響を受けやすいことが影響した可能性がある。一方、非製造業は復興関連業種の伸びなどから、▲11と3ポイント改善している。

先行きについては、大企業製造業が▲3と改善幅は1に留まる。世界経済の不透明感は従来より後退、円高にも修正が入ったが、この持続性や原油高波及等への懸念も影響したとみられ、企業は慎重姿勢を崩していない。非製造業では復興と関連の深い一部業種で改善がみられるものの全体では横ばい。景気低迷や東電管内の電力料金値上げなど事業環境悪化への対応力が相対的に乏しい中小企業では悲観的な見方が優勢であり、製造業、非製造業ともに景況感が大きく悪化している。

11年度設備投資計画（全規模全産業）は、対前年0.8%増と前回調査時点の同0.0%増から小幅の上方修正に留まった。例年3月調査にかけては中小企業において大幅な上方修正が行われる傾向があり、被災地での復旧・復興の動きもプラスに作用しているはずだが、今年度の企業収益は厳しく、全体での勢いには欠ける結果に。一方、12年度設備投資については対前年▲1.3%となった。例年この時期はマイナスでスタートする統計上の癖があるので数字自体にはあまり意味はないが、11年度のスタート時点（▲3.7%）を上回り、近年では最も高い水準となっている。

11年度収益計画（全規模全産業）は、前年比で売上が前回調査から0.3%、経常利益が4.8%下方修正された。結果、経常利益は前年比▲9.4%と1割近い減益見通しとなっている。2月以降の円高修正は輸出企業にとっては収益のプラス要因だが、数量増にはタイムラグもあるため11年度収益への寄与は限定的となったようだ。一方、12年度収益は1.4%の増収、2.1%の増益見通しに。経常利益は11年度の落ち込み分も取り戻せず、金融市場が描いている「12年度大幅増益シナリオ」とは乖離がある。この前提となる12年度想定為替レートも78円台前半とかなり慎重な印象。

日銀は景気の現状について、「持ち直しに向けた動きもみられているが、なお横ばい圏内」とする一方、先行きについては、「次第に横ばい圏内の動きを脱し、緩やかな回復経路に復していくと考えられる」との回復シナリオを予想しているが、今回の短観では先行きにかけての企業の慎重姿勢が明らかになった。また、物価上昇率も2月に公表した「物価安定の目処1%」からほど遠い状況にある。今後とも日銀の緩やかな政策スタンスに揺るぎは見られないだろう。

## 2. 業況判断 D.I. : 全規模全産業の景況感は1ポイント改善

全規模全産業の業況判断 D.I. は▲6 (前回は1ポイント改善)、先行きは▲9 (現状比3ポイント悪化) 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▲4 と前回調査の▲4 から横ばい。業種別では、全 16 業種中悪化が 9 業種と改善の 6 業種を上回った (横ばいが 1 業種)。一方、先行きについては改善が 10 業種と、悪化の 6 業種を上回るが、大企業製造業全体での改善幅は 1 ポイントに留まる。なお、足元は「素材業種悪化、加工業種改善」の構図だが、先行きは「素材業種改善、加工業種悪化」と景況感の方向性が逆転しており、現在川下に悪影響を与えている原材料高の影響が、今後川下に波及していく可能性を織り込んでいく可能性がある。

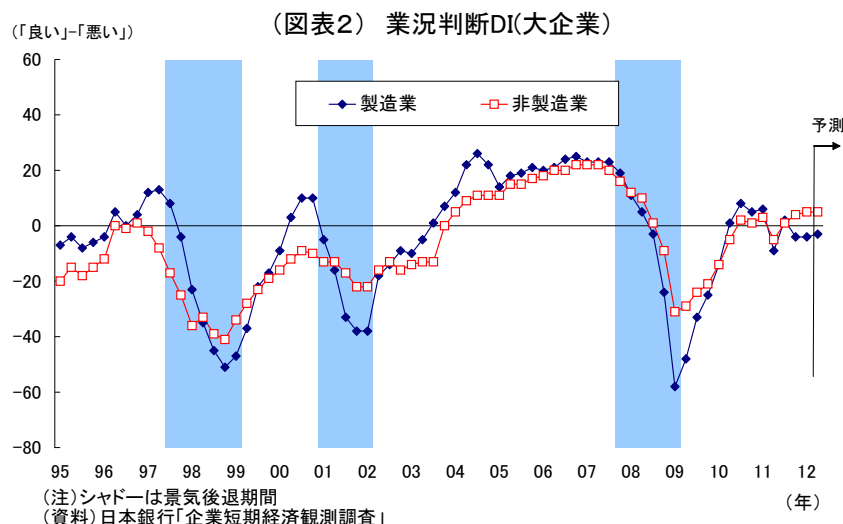
大企業非製造業の D.I. は 5 と前回調査の 4 から 1 ポイント改善。業種別では、全 12 業種中改善が 6 業種と悪化の 4 業種を上回った (横ばいが 2 業種)。対事業所サービス (10 ポイント改善)、電気・ガス (9 ポイント改善) に加え、スマホ人気による通信量増大の追い風を受けている通信 (8 ポイント改善) で顕著な改善がみられる。先行きについては、建設や不動産など復興と関連性の強い業種を含め改善が 6 業種と悪化の 4 業種を上回るが、全体では横ばいとなっている。

(図表1) 業況判断DI

(「良い」-「悪い」・%ポイント)

		2011年12月調査		2012年3月調査			
		最近	先行き	最近	先行き		変化幅
					変化幅	変化幅	
大企業	製造業	-4	-5	-4	0	-3	1
	非製造業	4	0	5	1	5	0
	全産業	0	-2	0	0	1	1
中堅企業	製造業	-3	-10	-7	-4	-8	-1
	非製造業	-4	-8	-1	3	-5	-4
	全産業	-3	-9	-3	0	-6	-3
中小企業	製造業	-8	-17	-10	-2	-15	-5
	非製造業	-14	-21	-11	3	-16	-5
	全産業	-12	-20	-10	2	-16	-6

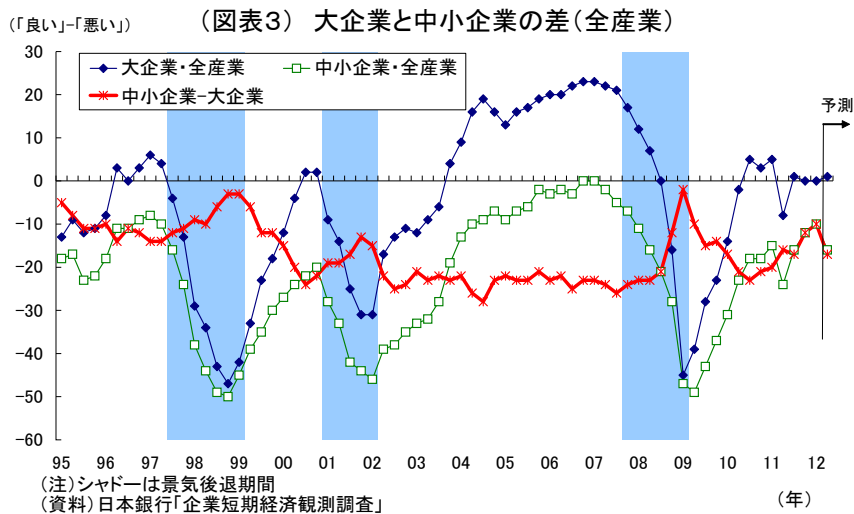
(注)「最近」の変化幅は、前回調査の「最近」との対比。  
「先行き」の変化幅は、今回調査の「最近」との対比。



## (中小企業)

中小企業製造業の業況判断 D.I.は▲10 と 2 ポイント悪化した。大企業と比べ海外展開が限定的であるため円高修正の直接効果も限定的となる一方で、サプライ・チェーンの川下に位置することと交渉力の問題から原油高の影響を受けやすいことが影響した可能性がある。業種別でも全 16 業種中、悪化が 9 業種と改善の 5 業種を上回っている。一方、非製造業の D.I.は▲11 と 3 ポイント改善。全 12 業種中、大半の 8 業種で改善した。小売 (14 ポイント改善)、電気・ガス (12 ポイント改善)のほか、建設や物品賃貸など復興関連業種で改善がみられる。

先行きについては、製造業、非製造業ともに 5 ポイントの悪化となっている。景気低迷や東電管内の電力料金値上げなど事業環境悪化への対応力が相対的に乏しいためとみられるが、中小企業では先行きへの悲観的な見方が強い。



## 3. 需給・価格判断：需給は国内外ともにほぼ横ばい、マージンは厳しい

(需給判断：国内は若干悪化・海外は横ばい)

製造業の国内製商品・サービス需給判断 D.I. (需要超過-供給超過)は、大企業・中小企業ともに前回比 1 ポイントの悪化となった。一方、海外での製商品需給については、大企業・中小企業ともに横ばいとなっており、欧州や一部新興国での需要低迷を米国の回復が補った可能性が高い。

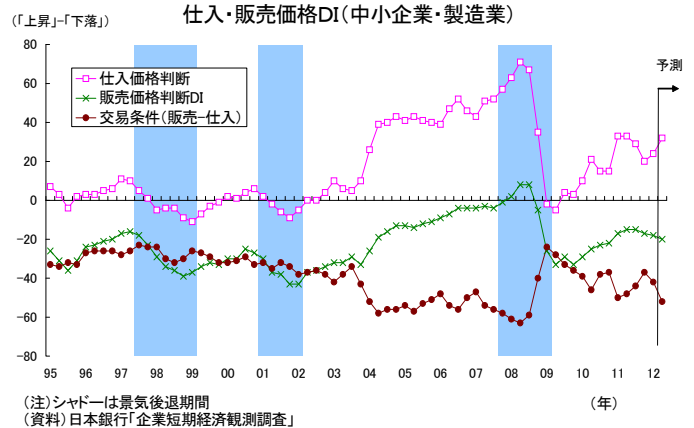
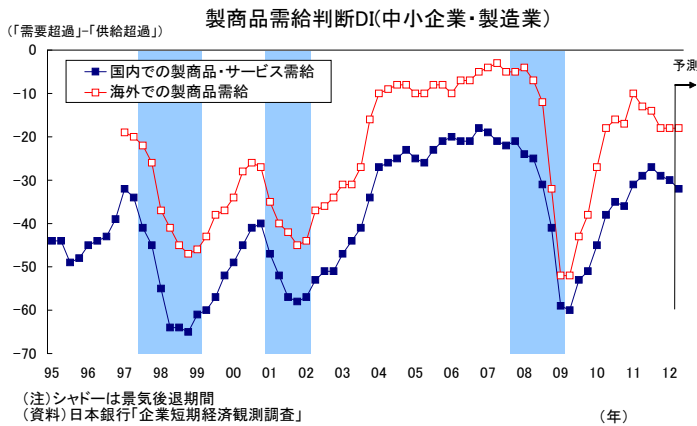
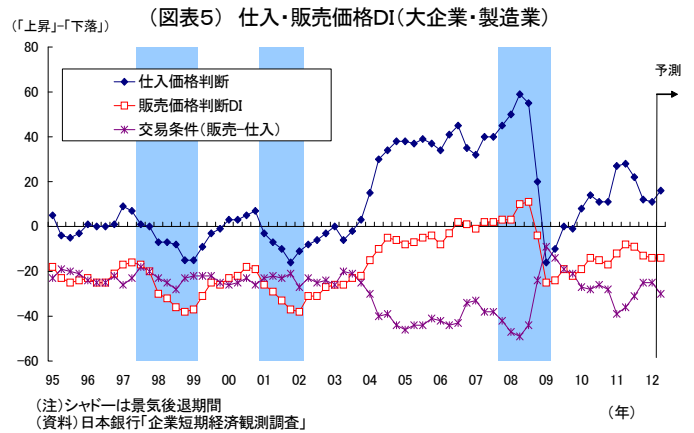
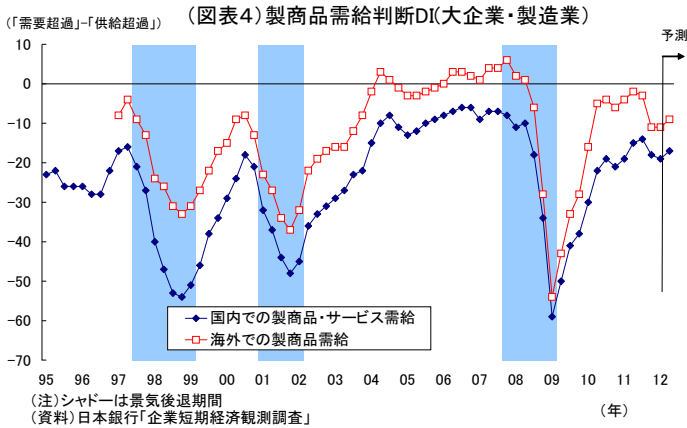
先行きについては、大企業では国内外ともにやや改善を示す一方で、中小企業では国内は悪化、海外では横ばいと大企業に比べて弱い内容に (図表 4)。

(価格判断：販売価格は下落継続、仕入価格は中小企業で既上昇)

大企業製造業の販売価格判断 D.I. (上昇-下落)は前回から 1 ポイント下落する一方、仕入価格判断 D.I. (上昇-下落)も同じく 1 ポイント下落したため、差し引きであるマージンに変化はなかった。先行きについては、仕入価格の上昇が見込まれており、マージンは縮小する見通し (図表 5)。

中小企業製造業も大企業同様、販売価格 D.I. が下落したが、仕入価格 D.I. が上昇に転じたため、足元のマージンは縮小。先行きについても販売価格が下落する反面大幅な仕入れ価格の上昇から、さらなるマージン悪化が見込まれている。交渉力を反映したものと思われるが、原料価格上昇を販売価格に転嫁しにくい中小企業の苦境が現れている可能性が高い (図表 5)。

前回調査では、一次製品の価格が一旦調整していたことから仕入価格の下落が大きく、マージン改善に繋がっていたが、今回は原油価格の上昇などを背景に中小企業にてマージンが圧迫されている。近年は仕入価格 D.I.の振れが大きくなっており、企業収益の不安定化要因になっている。



#### 4. 売上・収益計画：11年度収益はさらに下方修正、12年度の回復も鈍い

11年度収益計画(全規模全産業)は、前年比で売上が前回調査から0.3%、経常利益が4.8%下方修正された。結果、経常利益は前年比▲9.4%と1割近い減益見通しとなっている。2月以降の円高修正は輸出企業にとっては収益のプラス要因だが、数量増にはタイムラグもあるため11年度収益への寄与は限定的となったようだ。12年度収益は1.4%の増収、2.1%の増益見通しとなっているが、経常利益は11年度の落ち込み分も取り戻しておらず、金融市場が描いている「12年度大幅増益シナリオ」とは乖離がある。(図表6～8)。

事業計画の前提となる想定レート(大企業製造業)は、11年度下期が77.69円(前回調査時点では77.90円)とやや円高方向へ修正。注目の12年度についても78.14円(上期78.04円、下期78.24円)と足元の実勢よりもかなり円高ドル安水準に設定されている。2月以降の円高修正が急であったため収益計画への反映が追いついていないという要因も有り得るが、これまで一方的な円高が続いてきただけに、企業の為替に対する慎重姿勢が反映されている可能性も高い。



(図表6) 売上高計画

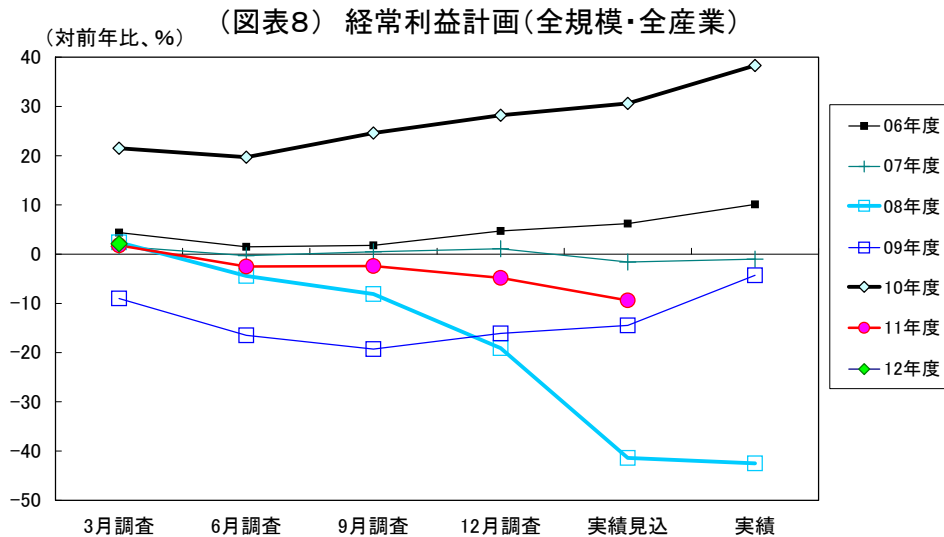
		2011年度		2012年度 (計画)
			修正率	
大企業	製造業	0.4	-2.0	2.0
	国内	2.0	-1.5	2.0
	輸出	-3.6	-3.1	2.3
	非製造業	2.6	0.0	1.2
	全産業	1.7	-0.8	1.5
中堅企業	製造業	2.0	-0.7	2.3
	非製造業	2.4	0.9	2.5
	全産業	2.3	0.5	2.4
中小企業	製造業	0.6	-0.4	0.8
	非製造業	0.5	0.2	0.3
	全産業	0.5	0.0	0.4
全規模	製造業	0.7	-1.5	1.9
	非製造業	1.9	0.2	1.2
	全産業	1.5	-0.3	1.4

(注)修正率は、前回調査との対比。

(図表7) 経常利益計画

		2011年度		2012年度 (計画)
			修正率	
大企業	製造業	-17.9	-12.0	0.6
	素材業種	-0.5	-8.7	-11.9
	加工業種	-30.3	-15.1	13.2
	非製造業	-13.6	-3.4	-2.3
	全産業	-15.4	-7.1	-1.1
中堅企業	製造業	-7.8	-6.0	5.4
	非製造業	3.9	1.6	4.0
	全産業	-0.4	-1.1	4.5
中小企業	製造業	-2.3	-2.5	15.8
	非製造業	11.3	0.9	8.5
	全産業	7.2	0.0	10.5
全規模	製造業	-14.5	-9.9	3.5
	非製造業	-6.1	-1.6	1.2
	全産業	-9.4	-4.8	2.1

(注)修正率は、前回調査との対比。

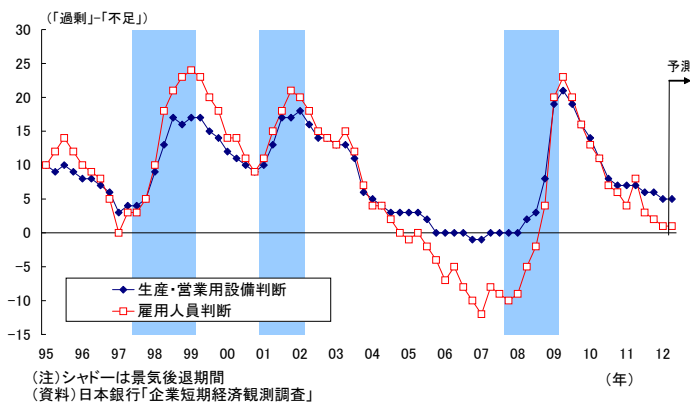


## 5. 設備投資・雇用：12年度設備投資計画は近年では最高に

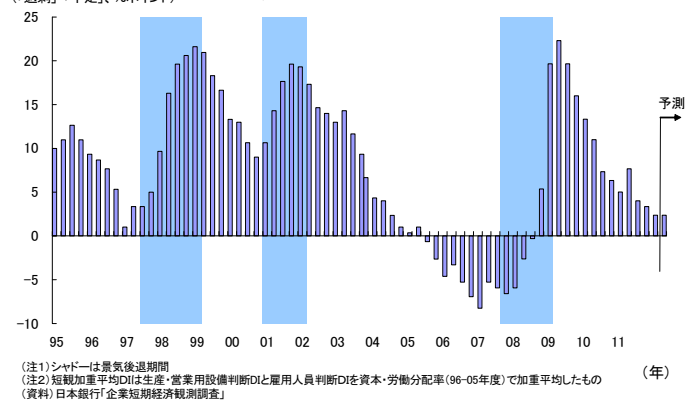
生産・営業用設備判断 D.I.（「過剰」－「不足」）は全規模・全産業で5と前回から1ポイント低下。雇用人員判断 D.I.（「過剰」－「不足」）についても1と前回から1ポイント低下した（図表9）。両指標ともに製造業の D.I. が高く、生産回復基調ではあるものの過剰感は解消されていない。

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5ポイントと依然として過剰超過。先行きについても横ばいで過剰感が残る見通しになっている（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



11年度設備投資計画（全規模全産業）は、対前年0.8%増と前回調査時点の同0.0%増から小幅の上方修正に留まった。例年3月調査にかけては中小企業において大幅な上方修正が行われる傾向があり、被災地での復旧・復興の動きもプラスに作用しているはずだが、今年度の厳しい企業収益が影響しているとみられ、勢いに欠ける結果に。

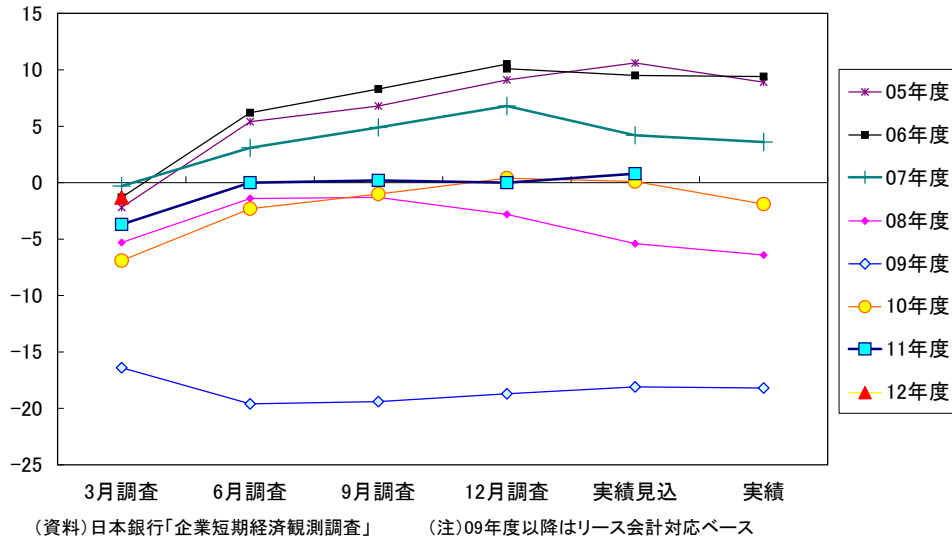
一方、12年度設備投資計画については対前年▲1.3%となった。例年この時期はマイナスでスタートする統計上の癖があるので数字自体にはあまり意味はないが、11年度のスタート時点（▲3.7%）を上回り、近年では最も高い水準となっている（図表11、12）。本格的な設備投資回復を示唆しているとはまだ判断しかねるが、先行きについての一つの明るい兆しではある。

（図表11）設備投資計画(含む土地投資額)

		2011年度		2012年度 (計画)
			修正率	
大企業	製造業	2.7	-3.2	3.6
	非製造業	0.2	1.3	-2.0
	全産業	1.1	-0.3	0.0
中小企業	製造業	5.4	-1.6	-18.8
	非製造業	-15.7	8.7	-9.1
	全産業	-8.5	4.4	-12.9
全規模	製造業	5.9	-2.5	0.4
	非製造業	-1.9	2.7	-2.2
	全産業	0.8	0.8	-1.3

(注)修正率は、前回調査との対比。リース会計対応ベース。

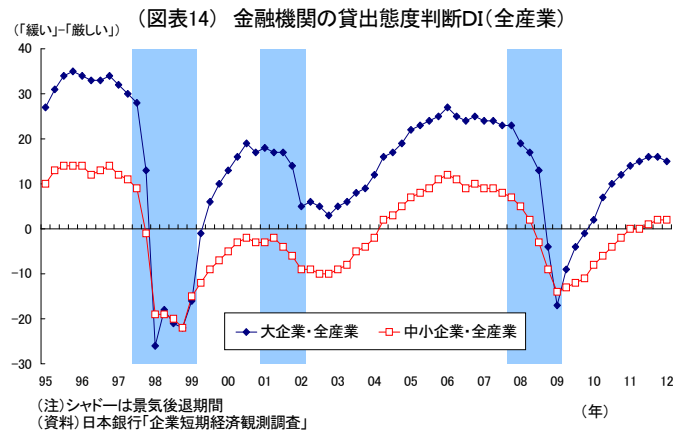
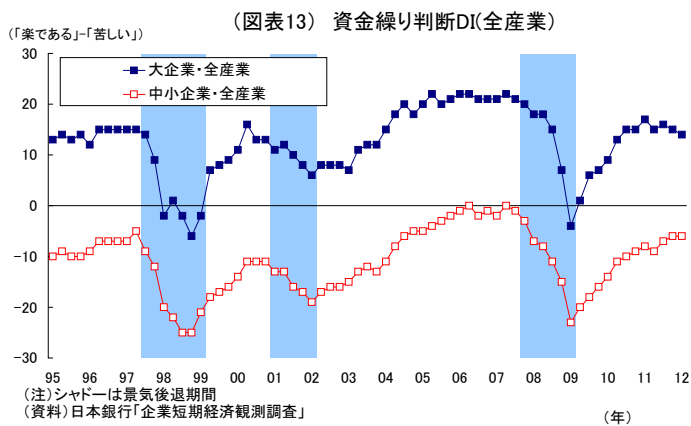
(対前年比、%) (図表12) 設備投資計画(全規模・全産業)



## 6. 企業金融：金融環境は安定的に推移

企業の資金繰り判断 D.I. (「楽である」－「苦しい」) は大企業が前回比 1 ポイント悪化、中小企業は横ばいであった。また、金融機関の貸出態度判断 D.I. (「緩い」－「厳しい」) についても大企業が 1 ポイント悪化、中小企業は横ばいに (図表 13, 14)。中小企業の水準は両指標ともに大企業には大きく及ばないものの、企業規模を問わず、過去との比較では概ね良好な水準にあり、金融環境は全体として安定的に推移している。

政府・日銀は中小企業金融円滑化法の再延長や成長支援資金供給の拡充など企業金融支援策を維持・拡充しており、今後も金融環境安定化に寄与すると考えられる。



(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。