

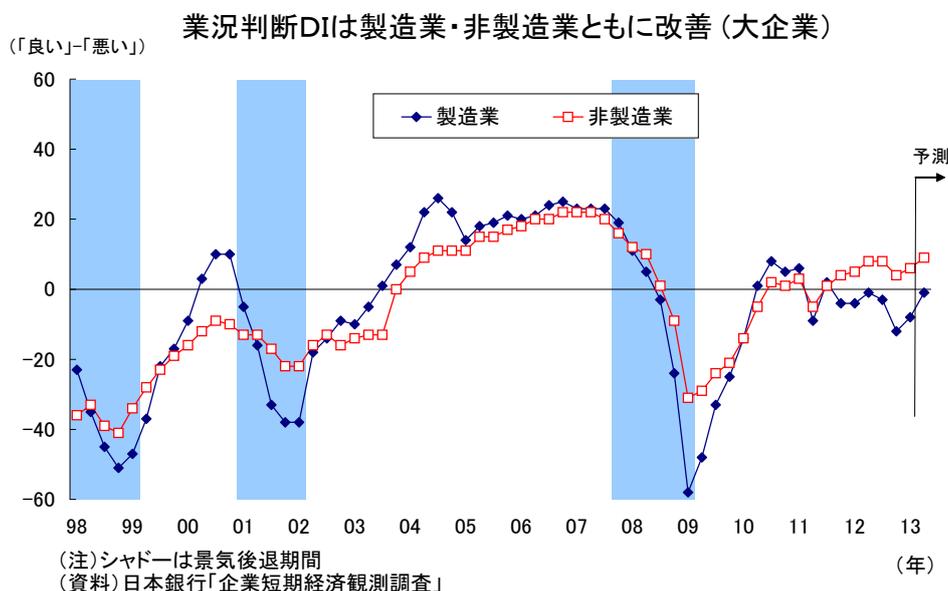
Weekly エコノミスト・ レター

日銀短観(3月調査)

～大企業製造業の景況感は4改善の▲8、先行きはさらに改善

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. 大企業製造業の業況判断D. I. は▲8と前回から4ポイント上昇し、3 四半期ぶりに景況感の改善が示された。大企業非製造業の景況感も2 四半期ぶりに改善。前回調査以降、米中経済の回復やエコカー補助金終了の影響緩和、株高による消費者マインド回復、円安など事業環境が改善しており、景況感に反映された形に。中小企業では製造業がやや悪化した一方、非製造業では改善している。先行きについては、大企業ではさらなる景況感改善が示された。海外経済の回復期待や円安、公共事業拡大というアベノミクスへの期待が現れていると考えられる。また通常、先行きに対して悲観を持ちやすい中小企業でも、今回は製造業で改善、非製造業で横ばいとなっており、幅広く改善期待が出ている。
2. ただし、事前の予想に比べるとやや弱い。生産の水準がまだ低いという、先行きについても、円安などアベノミクスの効果や持続性について慎重なスタンスがうかがわれる。また、仕入れ価格の上昇によって、マージンが圧迫されていることも影響していると考えられる。
3. 今回初の公表であり注目の 13 年度収益計画については、増収増益ながら前年度比で1桁の増加に留まっている。前提となる13年度の想定レートは足元の実勢である約94円よりも9円程度も円高水準。また設備投資についても、12年度の初回調査、いわゆる発射台であった▲1.3%を下回る計画となっており、全般的に企業の慎重姿勢がうかがわれる内容に。



1. 全体評価と今後の金融政策：全体として明るい内容だが、やや弱い印象

3月調査日銀短観では、注目度の高い大企業製造業の業況判断D. I. が▲8と前回調査（12月）から4ポイント上昇し、3四半期ぶりに景況感の改善が示された。大企業非製造業のD. I. も6（前回比2ポイント上昇）と2四半期ぶりに景況感が改善した。

前回12月調査では、エコカー補助金という牽引役を欠いた消費の弱含み、欧州や中国経済の減速に加え、中国での日本製品不買運動という悪材料が重なり、景況感が大きく悪化していた。円安は11月中旬から進行していたものの、持続性への懸念もあって殆ど織り込まれなかった。

その後は明るい材料が増加している。海外では欧州こそ低迷を続けているが、米中経済が回復を見せ、輸出に底打ち感が出ている。国内では復興需要が続いているうえ、エコカー補助金終了に伴う自動車販売の反動減も緩和、株高による消費者マインド回復もあって消費に改善がみられる。これらの結果、生産は持ち直しつつある。前回以降も急速に進んだ円安の効果で輸出企業の採算は改善している。これらの影響で、今回の大企業景況感では製造業、非製造業ともに改善。業種別では、前回大幅な悪化を余儀なくされた自動車が全業種中最大の改善を示し、全体を牽引した。

中小企業については、製造業が前回比1ポイント悪化の▲19、非製造業が3ポイント改善の▲8となった。製造業では、大企業と中小企業で景況感の方向性が逆となり、景況感改善は中小企業まで波及していない。

先行きについては、大企業ではさらなる景況感改善が示された。海外経済の回復期待は従来よりも高まっているうえ、金融緩和強化に伴う円安や12年度補正予算執行に伴う公共事業拡大というアベノミクスへの期待が現れていると考えられる。また通常、先行きに対して悲観を持ちやすく、D. I. が悪化見込みとなりやすい中小企業でも、今回は製造業で改善、非製造業で横ばいとなっており、先行きについては幅広く明るさへの期待が出ている。

上記の通り、景況感には全体的に明るさが見られるが、事前の市場予想に比べるとやや弱い。大企業製造業で見ると、足元（QUICK集計▲7、当社予想▲7）、先行き（QUICK集計1、当社予想2）ともに予想をやや下回る結果に。

足元については、生産の水準が直近ボトムの昨年11月対比で2.7%増とまだ低いこと、先行きについては、円安などアベノミクスの効果や持続性について、慎重に見ているスタンスがうかがわれる。また、仕入れ価格の上昇によって、既にマージンが大きく圧迫されていることも影響していると考えられる。

12年度設備投資計画（全規模全産業）は、対前年6.0%増と前回（同7.1%増）からやや下方修正となった。例年3月調査では大企業で下方修正が入る一方で、中小企業では年度計画が固まってくることに伴って上方修正が行われる傾向があり、今回も同様となったが、大企業の下方修正が上回った。また、今回から集計・公表される13年度設備投資計画は12年度比▲3.9%となった。例年3月調査では計画が固まっていないことからマイナススタートになる傾向があり、数字そのものよりも過年度の初回調査との対比が意味を持つ。▲3.9%という水準は12年度の初回調査、いわゆる発射台であった▲1.3%を下回る。

設備投資は全体的に底堅いものの、企業の慎重姿勢はかなり残っているようだ。設備投資を積極的に積み増すには中長期の成長期待改善が不可欠だが、現時点ではそこまで至っていないためと

考えられる。

12年度収益計画（全規模全産業）については、売上が下方修正された一方で、利益は上方修正された。売上は対前年0.7%の増収（前回は1.0%の増収）、前回は減益計画（▲1.1%）であった経常利益は0.4%の増益と、辛うじてプラス圏に浮上した。

今回初の公表であり注目の13年度収益計画については、12年度対比で1.0%の増収、5.9%の経常増益となった。水準で見ると、経常利益の発射台5.9%は10年度以来3年ぶりの高さであるが、大企業でも6.4%に留まり、上場企業の市場予想が3~5割増益と言われているのと比べると物足りない印象。

企業のアベノミクスに伴う円安の収益計画への織り込みはかなり控え目になっている。

本来、日銀にとって景況感は金融政策決定に当たっての判断材料の一つであり、短観から得られる情報は重要である。しかしながら、今月20日にスタートした日銀新体制は、物価目標2%達成を至上命題として強力な緩和推進を表明しており、早期の追加緩和は必至の情勢。政治と市場からの期待も極めて高く、緩和強化を先取りしているため、様子見するわけにはいかない。

従って、今回短観で示された景況感の方向性とは関わりなく、おそらく4月3~4日の初回決定会合にて従来の枠組みとは異なる追加緩和を実施、その後も検討を進めて緩和スタンスを随時強化していこう。

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、先行きはさらに改善

全規模全産業の業況判断 D. I. は▲8（前回は1ポイント改善）、先行きは▲5（現状比3ポイント改善）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▲8と前回調査の▲12から4ポイント改善した。業種別では、全16業種中改善が10業種と過半を占め、悪化の3業種を大きく上回った（その他に横ばいが3業種）。業種別で見ると、自動車（19ポイント改善）の改善が最大となっており、以下、木材・木製品（17ポイント改善）、石油・石炭製品（13ポイント改善）と続く。自動車は円安の好影響を受けやすい。エコカー補助金終了の反動が一巡しつつあることも追い風となっていると考えられる。一方で、鉄鋼（10ポイント悪化）が唯一2桁の悪化となった。資源高・円安による材料価格上昇や中国の生産過剰などが影響している可能性がある。先行きについては引き続き改善が9業種と悪化の6業種を上回っており（横ばいが1業種）、全体での改善幅は7ポイントとなっている。足元の景況感を牽引した自動車（12ポイント悪化）、石油・石炭製品（13ポイント悪化）が冴えず、全体の改善を抑制した。

大企業非製造業の D. I. は6と前回調査から2ポイントの改善。業種別では、全12業種中改善が8業種と悪化の3業種を上回っている（横ばいが1業種）。先行きについても、改善の7業種に対して悪化は2業種に留まり、全体でも3ポイントの改善となっている。

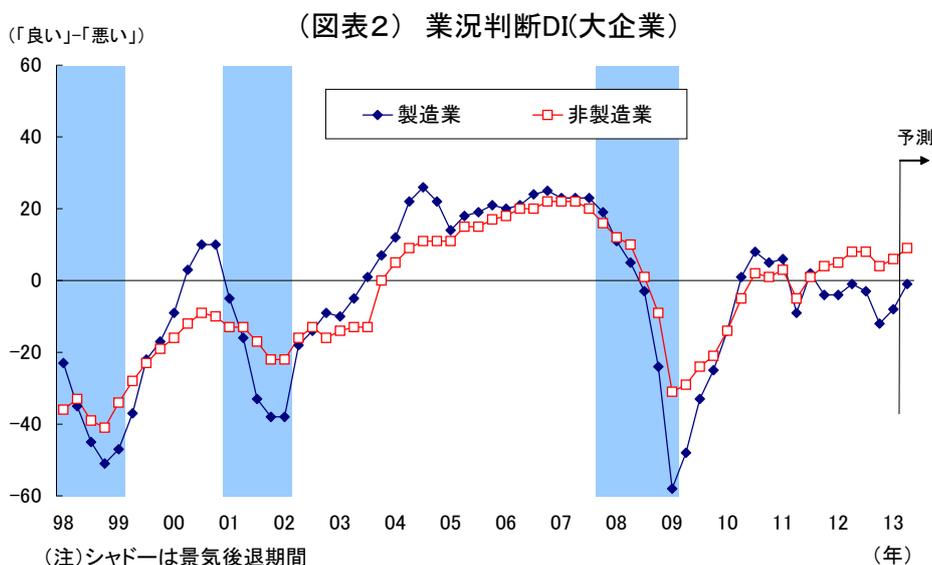
12年度補正予算編成に伴う公共事業拡大の好影響を受けやすい建設や、金利低下の恩恵を受けやすい不動産、株高に伴って高額品の売上好調が伝えられる小売では、足元・先行きともに改善がみられ、アベノミクスの好影響がうかがわれる。

(図表1) 業況判断DI

(「良い」-「悪い」・%ポイント)

		2012年12月調査		2013年3月調査			
		最近	先行き	最近	先行き		先行き
					変化幅	変化幅	
大企業	製造業	-12	-10	-8	4	-1	7
	非製造業	4	3	6	2	9	3
	全産業	-3	-3	-1	2	4	5
中堅企業	製造業	-12	-20	-14	-2	-13	1
	非製造業	-1	-7	4	5	0	-4
	全産業	-5	-12	-3	2	-5	-2
中小企業	製造業	-18	-26	-19	-1	-14	5
	非製造業	-11	-19	-8	3	-8	0
	全産業	-14	-22	-12	2	-11	1

(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。

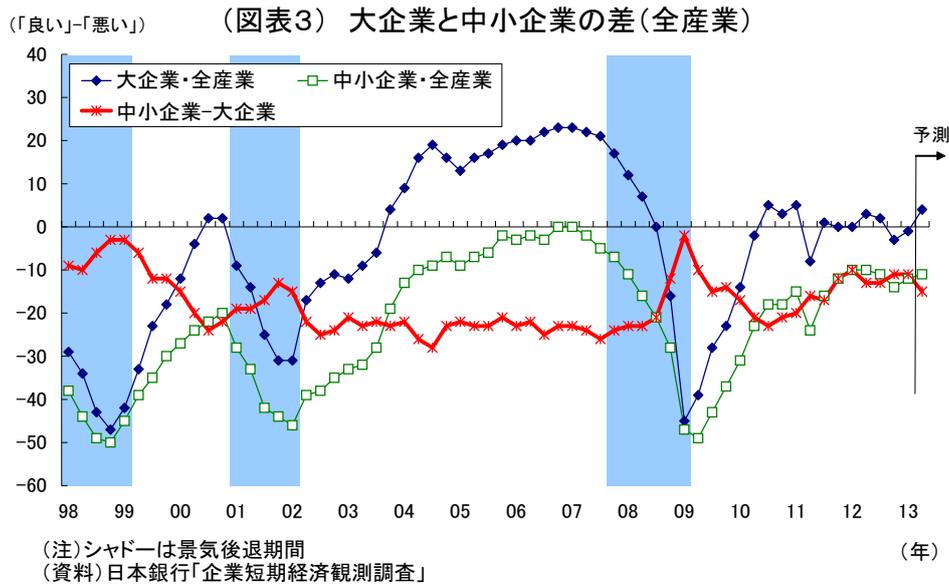


(中小企業)

中小企業製造業の業況判断 D.I.は▲19 と 1 ポイント悪化した。中小企業製造業の景況感悪化は 5 期連続となる。業種別では全 16 業種中、悪化が 10 業種と改善の 5 業種を大きく上回っている。大企業では大幅な改善を見せた自動車も横ばいに留まっており、景況感改善の波及は見られない。

中小企業非製造業の D.I.は▲8 と 3 ポイント改善した。全 12 業種中、改善が 7 業種と悪化の 4 業種を上回っている。業種別では小売と情報サービスの改善（ともに 12 ポイント）が大きい。

先行きについては、製造業が 5 ポイントの改善、非製造業が横ばいとなっている。中小企業は通常先行きへの悲観が強まりやすく、先行きの D, I. が低下しやすい傾向があるだけに、今回の改善期待の強さには数字以上のものがあると言えるだろう。



3. 需給・価格判断：需給は国内外ともに改善したが、マージンはかなり悪化

(需給判断：幅広く改善)

大企業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、前回事 3 ポイント改善、海外での製商品需給も 2 ポイント改善した。それぞれ改善は 3 期ぶりである。中小企業も国内で 3 ポイント、海外で 4 ポイントそれぞれ改善している。

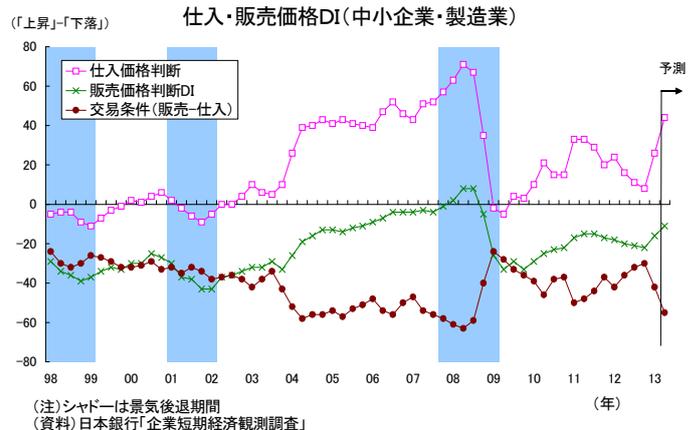
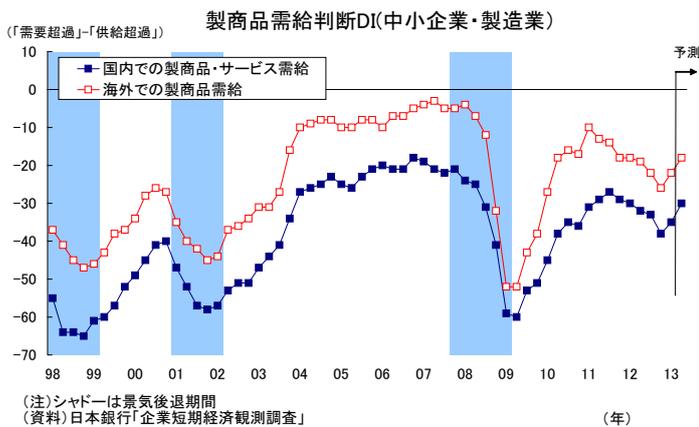
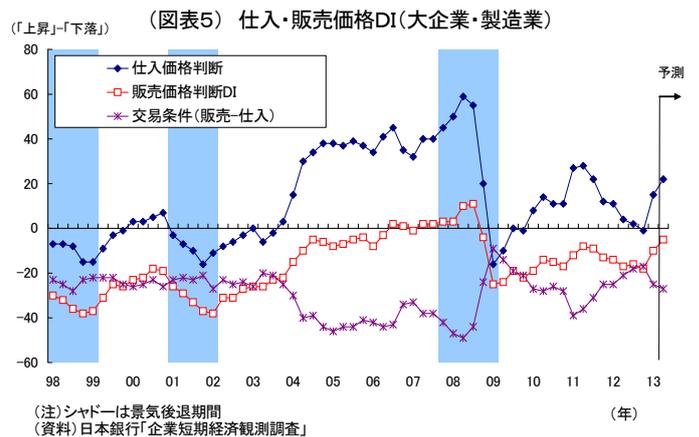
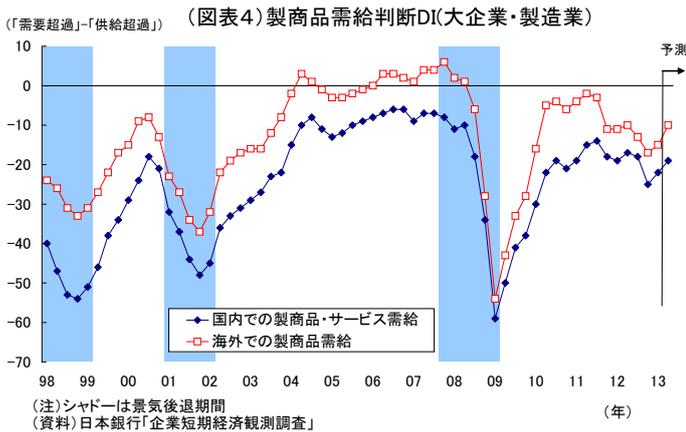
先行きについても、企業規模を問わず、国内外ともに需給の改善が見込まれており、幅広く明るさが見える (図表 4)。

(価格判断：マージンは大きく悪化、先行きも悪化)

大企業製造業の販売価格判断 D.I. (上昇-下落) は前回から 8 ポイント上昇したが、仕入価格判断 D.I. (上昇-下落) の上昇が 16 ポイントとこれを大きく上回ったため、差し引きであるマージンは 8 ポイント悪化した。悪化は 4 期ぶりである。資源など一次産品の国際価格が高止まりしているうえ、円安による輸入価格上昇の影響が大きく出た形に。先行きも仕入価格上昇が販売価格上昇を上回り、マージンが悪化する見通し (図表 5)。

中小企業製造業についても、販売価格 D.I. の上昇 (6 ポイント) を、仕入価格 D.I. の上昇 (18 ポイント) が大きく上回り、足元のマージンは悪化している。先行きについては、大企業以上にマージンが大きく悪化する見通しになっている。価格交渉力を反映したものと思われるが、中小企業の採算への懸念は大企業以上に厳しいものになっている (図表 5)。

アベノミクスに関連して、企業の販売価格判断の先行きは大企業、中小企業ともに 5 ポイント改善する見通しとなっている。ただし、D, I, の水準は依然としてともにマイナス、すなわち「下落」とする回答が優勢となっており、企業の販売価格に対するインフレ期待はまだあまり高まっていない模様。



4. 売上・収益計画：13年度収益は改善の見込みだが、改善幅は一桁に留まる

12年度収益計画（全規模全産業）については、売上が下方修正された一方で、利益は上方修正された。売上は対前年 0.7%の増収（前回は 1.0%の増収）、前回は減益計画（▲1.1%）であった経常利益は 0.4%の増益と、辛うじてプラス圏に浮上した。

今回初の公表であり注目の 13年度収益計画については、12年度対比で 1.0%の増収、5.9%の経常増益となった。水準で見ると、経常利益の発射台 5.9%は 10年度以来 3年ぶりの高さであるが、大企業でも 6.4%に留まり、上場企業の市場予想が 3～5割増益と言われているのとは物足りない印象。

大企業製造業の売上の内訳を見ると、輸出売上が 12年度で下方修正、13年度でも 3.1%増と小幅な増収に留まっている。また、下記のとおり、想定為替レートが実勢に比べてかなり円高に設定されていることから、アベノミクスに伴う円安の収益計画への織り込みはかなり控え目になっている（図表 6～8）。

事業計画の前提となる 12年度想定レート（大企業製造業）は、1ドル 80.56円（上期 79.15円、下期 81.94円）と前回の 78.90円（上期 79.09円、下期 78.73円）からやや円安方向へ修正された。また、13年度想定レートも 85.22円（上期 85.10円、下期 85.33円）とさらに円安水準となっている。

ただし、13年度の想定レートは足元の実勢である約94円よりも9円程度も円高水準にあり、企業の為替への見方はかなり慎重である。一方、為替が少なくとも現状程度の水準で推移すれば、今後の企業収益の大幅な上方修正要因になる。

(図表6) 売上高計画

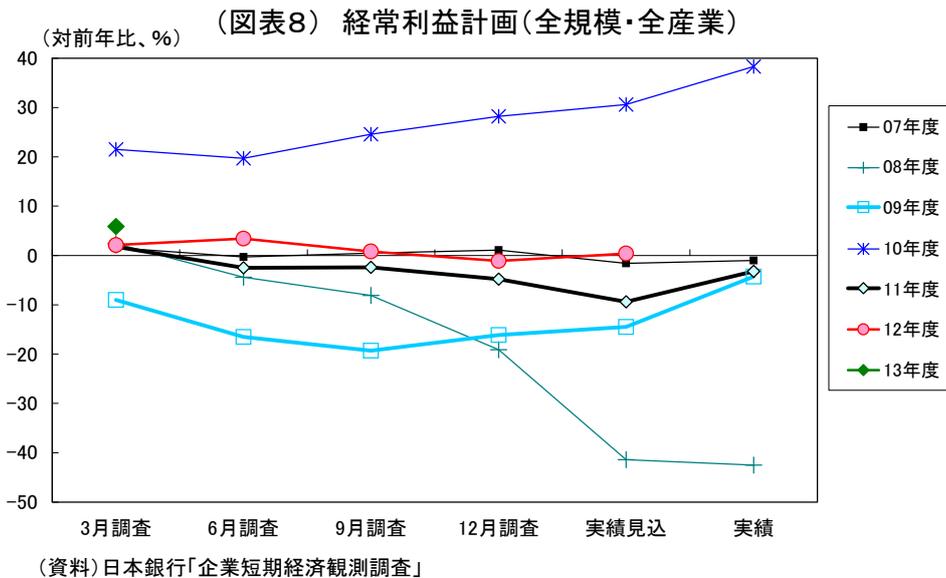
		2012年度 (計画)		2013年度 (計画)
			修正率	
大企業	製造業	0.0	-1.2	1.7
	国内	-0.3	-1.3	1.2
	輸出	0.7	-1.1	3.1
	非製造業	0.8	-0.2	0.7
	全産業	0.5	-0.6	1.1
中堅企業	製造業	-1.5	-1.0	0.1
	非製造業	2.6	0.4	1.7
	全産業	1.5	0.0	1.3
中小企業	製造業	-1.3	-0.5	0.0
	非製造業	1.3	0.6	0.6
	全産業	0.7	0.4	0.4
全規模	製造業	-0.5	-1.1	1.2
	非製造業	1.3	0.2	0.9
	全産業	0.7	-0.2	1.0

(注)修正率は、前回調査との対比。

(図表7) 経常利益計画

		2012年度 (計画)		2013年度 (計画)
			修正率	
大企業	製造業	-1.4	2.1	10.9
	素材業種	-30.9	-4.0	10.6
	加工業種	25.5	5.4	11.0
	非製造業	0.0	1.4	3.3
	全産業	-0.6	1.7	6.4
中堅企業	製造業	-7.2	0.3	1.9
	非製造業	5.4	3.2	3.3
	全産業	1.2	2.3	2.9
中小企業	製造業	-0.8	-1.2	10.6
	非製造業	4.2	0.7	5.8
	全産業	2.8	0.2	7.1
全規模	製造業	-2.3	1.4	9.5
	非製造業	1.9	1.6	3.9
	全産業	0.4	1.5	5.9

(注)修正率は、前回調査との対比。

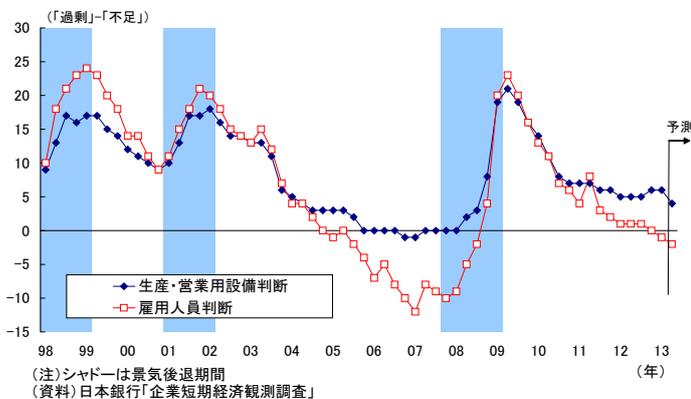


5. 設備投資・雇用：12年度設備投資計画は下方修正、来年度も慎重

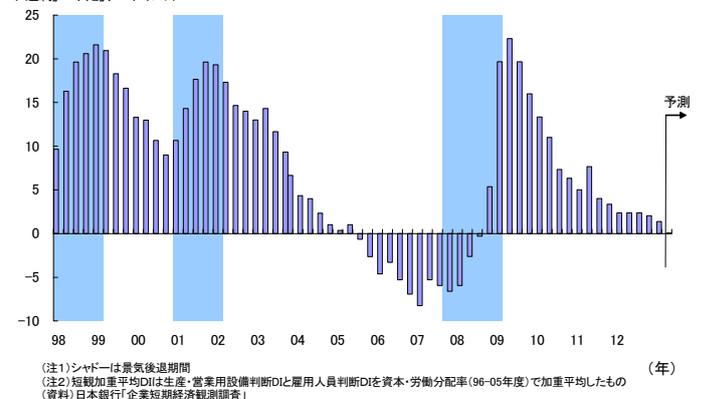
生産・営業用設備判断 D.I. (「过剩」－「不足」) は全規模・全産業で6 と前回から横ばいとなった。一方、雇用人員判断 D.I. (「过剩」－「不足」) は▲1 と前回から1ポイント低下した。景気の回復を受けたものとみられるが、企業の雇用に対する判断は全体として不足超過に転じた。この結果、需給ギャップの代理変数とされる「短観加重平均 D.I.」(設備・雇用の各 D.I. を加重平均して算出) も前回からやや低下している。また、先行きについては、設備は过剩感が緩和、雇用は不足感がやや強まる見通しとなっている (図表 9, 10)。

ただし、足元について内訳を見ると、製造業の生産・営業用設備判断 D.I.水準は 14、雇用人員判断 D.I.は 10 とそれぞれ非製造業を 14 ポイント、19 ポイントも上回っており、引き続き过剩感がかなり強い。生産量は改善してはいるものの、その水準が未だ低いためと考えられる。

(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



12年度設備投資計画(全規模全産業)は、対前年6.0%増と前回(同7.1%増)からやや下方修正となった。例年3月調査では大企業で下方修正が入る一方で、中小企業では年度計画が固まってくること

に伴って上方修正が行われる傾向があり、今回も同様となったが、大企業の下方向修正が上回った。なお、上期下期で分けて見ると、円安が進んだ下期についても0.4%下方向修正されている。

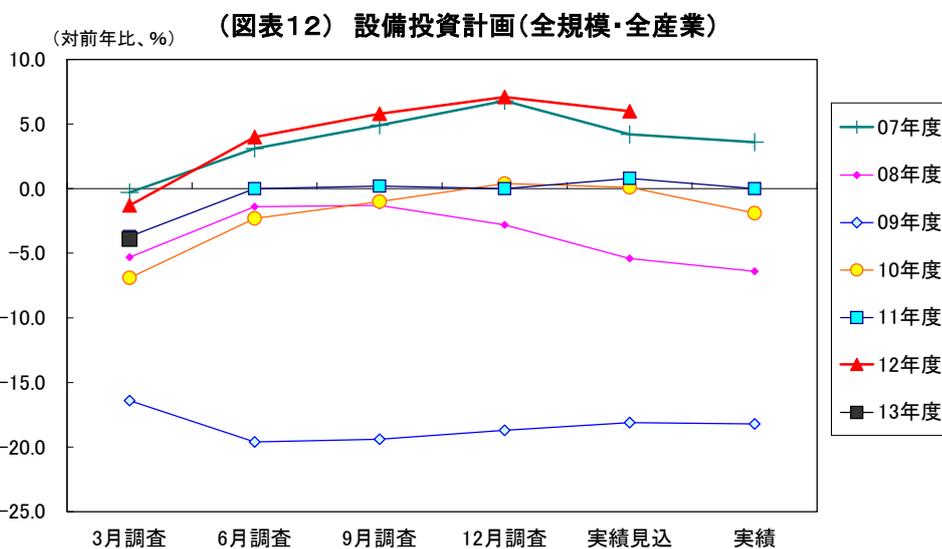
また、今回から集計・公表される13年度設備投資計画は12年度比▲3.9%となった。例年3月調査では計画が固まっていないことからマイナススタートになる傾向があり、数字そのものよりも過年度の初回調査との対比が意味を持つ。▲3.9%という水準は12年度の初回調査、いわゆる発射台であった▲1.3%を下回る。

設備投資は全体的に底堅いものの、企業の慎重姿勢はかなり残っているようだ。設備投資を積極的に積み増すには中長期の成長期待改善が不可欠だが、現時点ではそこまで至っていないためと考えられる。

(図表11) 設備投資計画(含む土地投資額)

		2012年度 (計画)		2013年度 (計画)
			修正率	
大企業	製造業	5.7	-4.8	-0.7
	非製造業	4.9	0.3	-2.6
	全産業	5.2	-1.5	-2.0
中小企業	製造業	-6.0	0.4	-3.2
	非製造業	17.2	2.6	-16.8
	全産業	8.1	1.8	-12.1
全規模	製造業	3.3	-3.7	-1.2
	非製造業	7.5	0.4	-5.3
	全産業	6.0	-1.1	-3.9

(注)修正率は、前回調査との対比。リース会計対応ベース。



(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」 (注)09年度以降はリース会計対応ベース

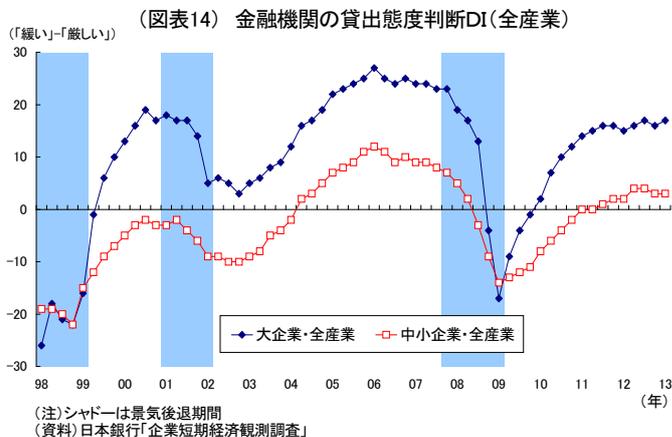
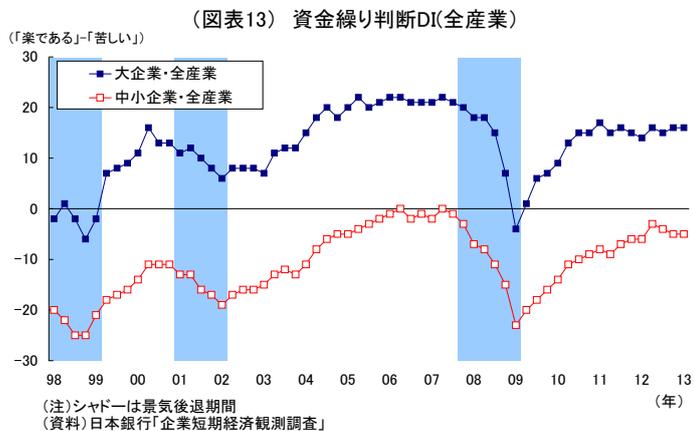
6. 企業金融：金融環境は引き続き良好

企業の資金繰り判断 D.I. (「楽である」－「苦しい」) は大企業が16、中小企業▲5とともに前回から横ばいとなった。また、企業サイドから見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ポイント改善の17、中小企業が横ばいの3と殆ど動きなし(図表13, 14)。

D. I. の水準感では、大企業・中小企業ともに過去との対比で比較的高水準にあり、金融環境は良

好な状態が維持されている。

ただし、これまで長らく中小企業の資金繰りを支えてきた中小企業円滑化法の期限が3月末で終了した。政府は今後も行政指導などで金融機関によるサポートを促すとしているが、節目であるだけに、今後の中小企業の資金繰りに変化が現れるかどうか注目される。



(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。