

## 震災を十分織り込めず+1ポイント改善

発表日：2011年4月1日（金）

～4月4日に震災の影響を再集計～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (Tel : 03-5221-5223)

震災の影響は、十分には織り込めていない結果になった。大企業・製造業は前回は+1ポイントの改善で、非製造業と中小企業も前回は+2～+3ポイントの改善だった。そのため、日銀は震災後の回収分を4月4日に区分して発表するとしている。あえて震災後の影響を公表する理由は、場合によっては何らかの追加緩和をする構えがあることを示すためであろう。

### 震災の織り込みは限定的

発表された大企業・製造業の業況判断DIは6と、前回は+1ポイントの改善になった。しかし、この数字は震災の影響を十分には織り込めてはいないようだ。日銀は、より震災発生後の影響を峻別して見極めるため、4月4日（月）に回収期間2月24日から3月11日の回収分と、3月12日から3月31日の回収分に分けて再集計した結果を発表するとしている。

だから、今回の大企業製造業の6は、震災前のデータと、震災後のデータが混合された結果だと解釈できる。それでも、回収率が96.1%

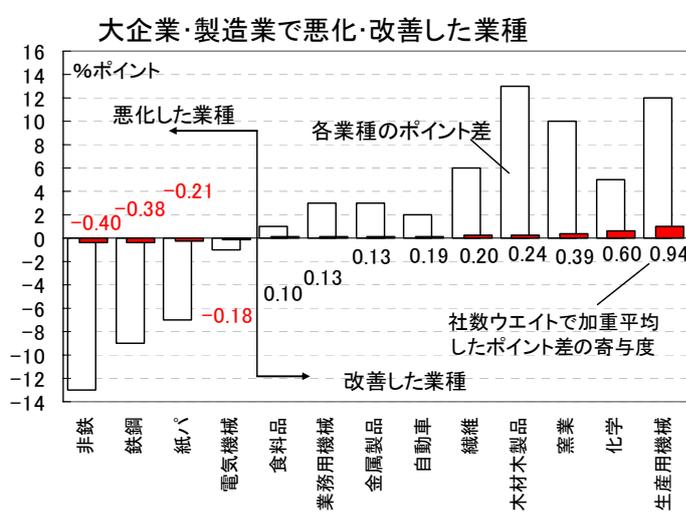
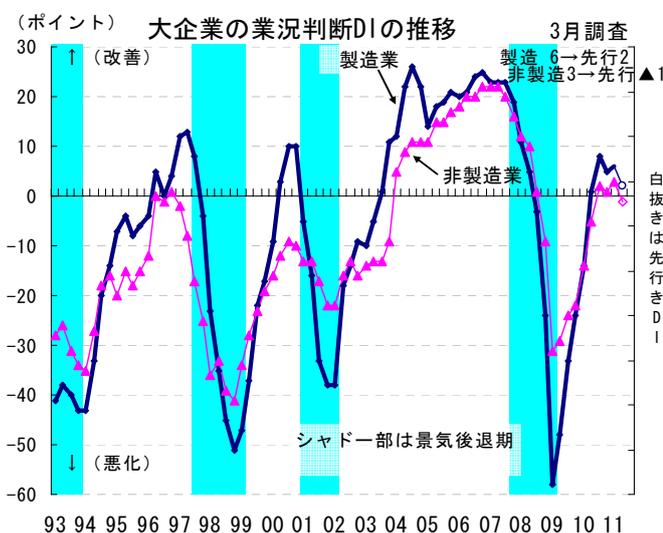
（大企業・全産業、全国95.6%）と低下したことを考えると、回答していない3.9%の企業数の中により悪化した企業が含まれている可能性が濃厚なので、4月4日に内訳が発表されたとしても、真の姿はもっと深刻であるはずだ。

現状では、集計量としての業況判断の変化をみることも重要だが、内訳の微妙な動きをみることで震災の影響を測るうえでは有用だ。業種別にみると、非鉄（前回比▲13ポイント）、鉄鋼（同▲9ポイント）、紙

### ○日銀短観（2011年3月調査）

|       |            | 業況判断DI      |           |            |            |
|-------|------------|-------------|-----------|------------|------------|
|       |            | 大企業         |           | 中小企業       |            |
|       |            | 製造業         | 非製造業      | 製造業        | 非製造業       |
| 2008年 | 6月調査       | 5           | 10        | -10        | -20        |
|       | 9月調査       | -3          | 1         | -17        | -24        |
|       | 12月調査      | -24         | -9        | -29        | -29        |
|       | 3月調査       | -58         | -31       | -57        | -42        |
| 2009年 | 6月調査       | -48         | -29       | -57        | -44        |
|       | 9月調査       | -33         | -24       | -52        | -39        |
|       | 12月調査      | -25         | -21       | -41        | -34        |
|       | 3月調査       | -14         | -14       | -30        | -31        |
| 2010年 | 6月調査       | 1           | -5        | -18        | -26        |
|       | 9月調査       | 8           | 2         | -14        | -21        |
|       | 12月調査      | 5           | 1         | -12        | -22        |
|       | 2011年      | <b>3月調査</b> | <b>6</b>  | <b>3</b>   | <b>-10</b> |
|       | <b>先行き</b> | <b>2</b>    | <b>-1</b> | <b>-16</b> | <b>-27</b> |

(出所)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、以下同じ



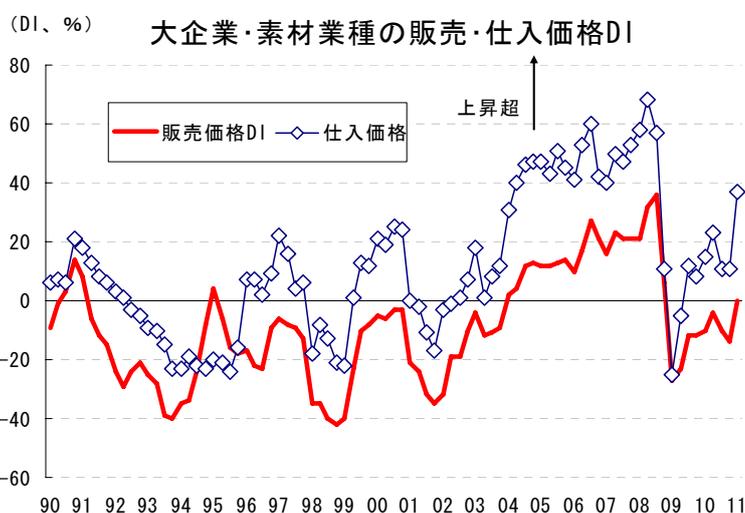
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

パ（同▲7ポイント）、電気機械（同▲1ポイント）で業況DIがマイナスに転じている。素材産業は、震災以外にも原材料・原油高騰によって収益環境が悪化しているため、より悪化度合いが大きいのだろう。電気機械は、東北地方に多く立地している、震災の影響が大きかったと考えられる。震災後、物流が機能不全に陥ったことは、素材産業に大きなダメージを与え、活動のボトルネックを生じさせたという読み方もできる。

非製造業については、大企業で3と前回比+2ポイントの改善となった。内訳は、小売（前回比+13ポイント）、情報サービス（同+11ポイント）が目立つ。小売は自動車販売がエコカー補助金後の反動に苦しんでいる一方、スーパー・百貨店の売上持ち直しの効果を震災前の段階で好感していて全体で改善したのだろう。悪化している業種は、対個人サービス（同▲6ポイント）、運輸・郵便（同▲5ポイント）、宿泊・飲食サービス（同▲4ポイント）となっている。こちらには、震災で物流やサービス消費が落ち込んだことを反映している。

### 静かに進む資源インフレ

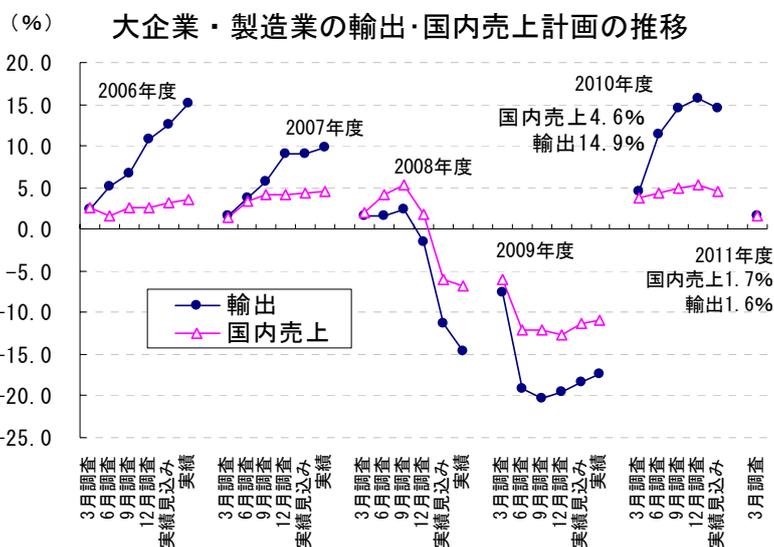
震災以前の段階から、世界的な資源インフレが進んでいた。特に、原油価格は、2月中旬から高騰に拍車がかかっていた。短観でも、販売・仕入価格DIには、価格高騰の影響が表れている。前回比の価格判断DIの変化をみると、素材では販売価格（前回比+14ポイント）も、仕入価格（同+26ポイント）も上昇ペースの速さが目立つ。加工では、販売価格への転嫁は鈍く（同+2ポイント）、仕入価格（同+11ポイント）と相対的に小幅の上昇である。



一方、需給面では、国内・海外ともに製商品需給判断DIが、素材を中心に改善しており、価格高騰とともに需要面での改善が起こっている。おそらく、素材産業では、需給改善は進むものの、仕入価格高騰の価格転嫁が追いつかず、採算悪化を懸念する反応が起こったと考えられる。素材の業況DIの改善が小幅なのは、素材が資源インフレの悪影響を受けているからだと理解できる。

### 売上下方修正・収益上方修正

2010年度の売上計画は、国内・輸出ともに前回調査より下方修正になった。一方、経常利益計画は、2010年度で加工が+1.4%ポイントの上方修正、素材が▲0.1%ポイントの下方修正で、全体で+0.8%の上方修正になった。売上が下方修正で、収益が上方修正というのは、企業が円高対応策や経費節減をしっかりと

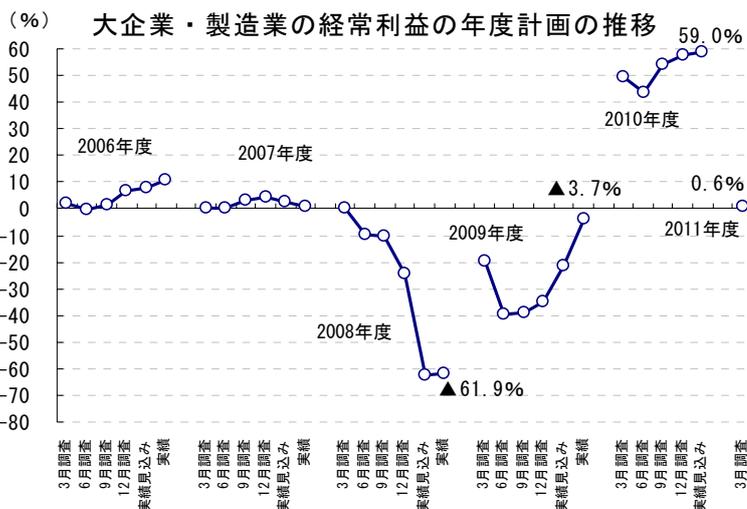


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

と行ってきたことが大きいと理解できる。大企業・製造業は、昨年11月にあれだけの円高に見舞われたのに、2010年度前年比59.0%（12月調査57.8%）と増益である。

今回の3月調査では、2011年度の初回計画が発表される調査回である。

2011年度計画の発射台をみると、製造業の売上計画は1.6%と従来並みの慎重な構えを続けている。経常利益計画についても、2011年度前年比0.6%という発射台は、2007・2008年度の初回計画並みの弱気の数字である。

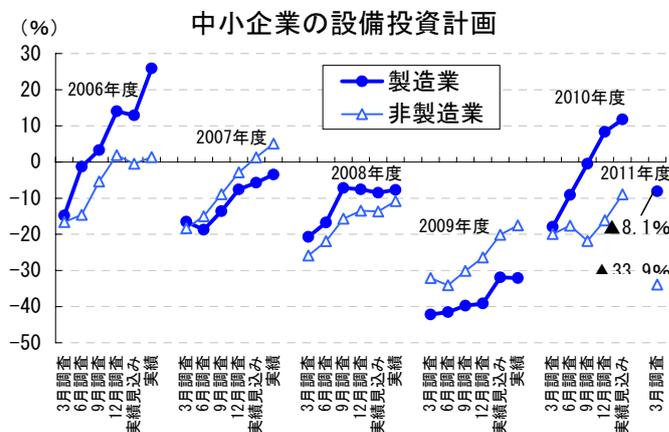
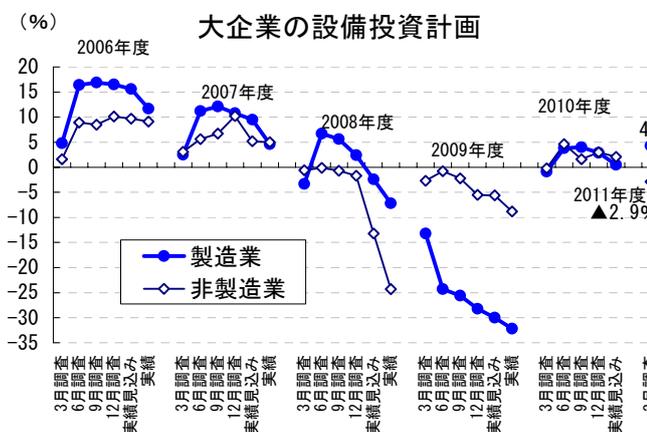


### 設備投資は製造業が堅調

設備投資計画は、製造業がやや前向きになっていることが特徴である。

2011年度の大企業・製造業の前年比は4.3%と例年よりもやや高めの前向きになっている。中小企業・製造業も前年比▲8.1%と、例年よりはマイナス幅がいくらか小さい。これは、2010年末頃から外需主導で景気情勢が改善してきたことを受けている。残念ながら、その勢いが震災によって下振れしていなければよいが、その点は次回調査を待たねばならない。

2011年度設備投資計画を上期・下期で見比べると、上期は前年比プラスで、下期がマイナスと慎重になっている。ここには、企業が2011年度を通じて、強気の姿勢である訳ではなく、未だに慎重な姿勢を続けていて、下期計画はまだ腰だめの数字で回答している様子が窺える。



### 金融政策に対する今回調査のインプリケーション

日銀は、震災の影響が十分に織り込まれていないデータを4月1日時点で発表し、あえて再集計して4月4日に内訳を公表する扱いにしている。なぜ、このような扱いをしたのかが問われるところである。

おそらく、これは日本銀行が追加緩和に含みを持っていることを訴えたいのだろう。4月1日のデータは、十分には震災を織り込んでいないが、4月4日の数字をみせることで、震災が大きな悪影響を及ぼしているという厳しい認識を下すことができる。現状、世の中のエコノミストも、震災の悪影響を織り込んだ速報的なデータがいつ出揃うかを固唾を飲んで見守っている。自然体でいけば、4月下旬までそうしたデータが出

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

てこないが、日銀は4月28日の展望レポートの発表時では積極的な対応に動くには遅いと思っているのだろう。

報道ベースでは、復興支援のために、復興国債の日銀直接引受けの観測もある。日銀執行部はそうした観測には弱い。日銀引き受けという最悪の状態に追い込まれないように、できるだけ早く緩和姿勢を採らないとまずいというのが白川総裁の反応ではないだろうか。

日銀短観は、日銀が実体経済をみて行動するための重要な指標であり、日銀もそれを頼りにしている。震災のあった3月11日の実勢について可能な限りの情報を集約して、4月6・7日の決定会合に臨むというのが、金融政策の姿勢であると理解される。