

## 2013年3月日銀短観の予測

発表日：2013年3月21日（木）

～黒田総裁は景気改善のトレンドに乗りスタート～

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

短観3月調査は、大企業・製造業の業況DIが前环比+4ポイント改善すると予想する。円安進行に伴って、企業収益を巡る環境改善が、企業マインドを好転させているとみられる。次回短観では、2013年度の売上・収益計画が初めて発表され、それらは前向きな数字として評価されることになるだろう。黒田総裁は、短観の先行きDIの改善に注目しながら、無制限緩和に向けてモチベーションを上げることだろう。

### 先行きに強い改善期待

4月1日に発表される次回の日銀短観3月調査では、大企業・製造業の業況判断DIが前环比+4ポイント改善すると予想する。前回12月調査の業況判断DI（▲12）と比べると、3月調査は▲8まで改善が進むかたちである（図表1、2）。

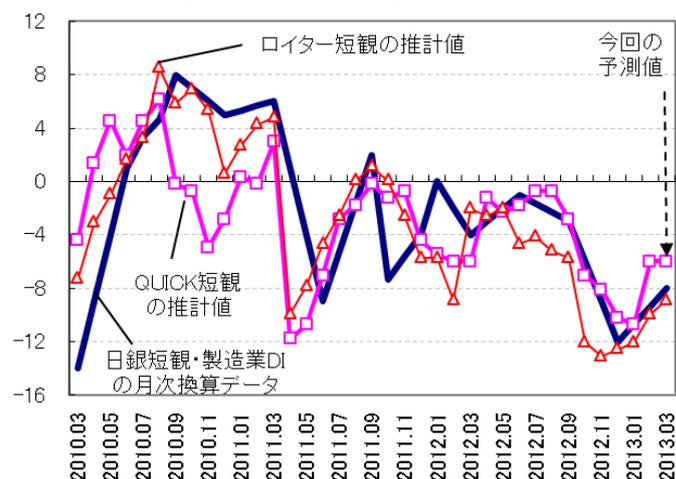
背景にあるのは、円安進行による輸出企業の業績改善の兆しと、世界経済の好転である。企業決算は、10～12月期の段階で、ごく僅かな円安効果であっても大きく喧伝された。円安効果が本格的に企業決算に好影響を及ぼすのは2013年度計画であるだろう。現段階でも企業マインドは、5月の本決算の発表を控えて、大きく改善していることが予想される。なお、2月15日に調査が行われた財務省・内閣府の「法人企業景気予測調査」では、「国内の景況」は1～3月から改善していたが、「貴社の景況」に関しては大企業・製造業は1～3月は以前マイナスが続いていた（4～6月にプラス見込み）。調査時点が3月に入ってから次回短観では、「御社の業況」（短観の質問内容）がいよいよ改善し始めることが期待される。

（図表1）日銀短観（2013年3月調査）の予測値

		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
2010年	9月調査	8	2	-14	-21
	12月調査	5	1	-12	-22
2011年	3月調査	6	3	-10	-19
	6月調査	-9	-5	-21	-26
	9月調査	2	1	-11	-19
2012年	12月調査	-4	4	-8	-14
	3月調査	-4	5	-10	-11
	6月調査	-1	8	-12	-9
見通し	9月調査	-3	8	-14	-9
	12月調査	-12	4	-18	-11
	3月調査	-8	7	-16	-8
	先行き	4	10	-11	-4

注：実績は日本銀行「短期経済観測調査」。見通しは第一生命経済研究所。

（図表2）月次で推計した日銀短観の業況DI



出所：日本銀行、ロイター通信、日経QUICK

半面、円安進行だけでは企業マインドが改善するかどうかについては懐疑的な見方もある。ちょうど1年前の3月前半は日銀の金融緩和期待によって円安が年初来9%程度進んでいたが、当時の景況感は横ばいだった（2011年12月▲4→2012年3月▲4）。

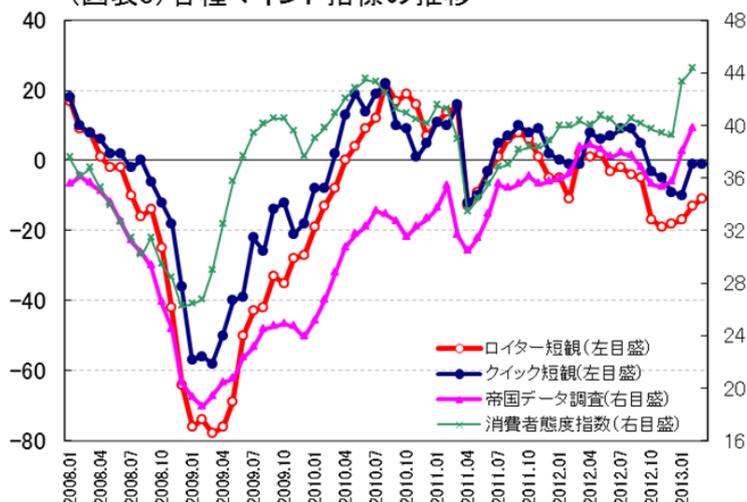
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

今回は、為替以外の経済状況をみても、1年前とは異なっている。鉱工業生産指数は、11月をボトムに上昇に転じてきており、さらに2・3月の生産予測指数はプラスが予想されている。3月の予測指数の水準は、ボトム比+8.5%の上昇になり、2012年4月以来の生産水準まで戻す予想である。生産水準の回復は、企業収益を押し上げる要因になるとみられる。各種マインド調査でも、株価上昇に反応した家計マインドに連動するように、企業マインドも2013年に入ってから月次で改善している(図表3)。

次回調査で目立ちそうなのは、先行きDIの改善である。企業決算を控えて、3か月後により企業収益が改善するという予想は、先行きDIに反映するだろう。筆者の見通しでは、大企業・製造業は現状▲8の予想は、先行きでは+12ポイント改善へとDI4へと大きく上昇すると予想する。

非製造業は、昨年来の堅調さを維持し、前回調査で一旦弱まった景況感が、7まで回復(前回比+3ポイント)すると見込む。製造業の生産改善の波及によって運輸などが回復したり、企業サービスに明るさが見え始めるほか、小売で株価上昇に伴う消費拡大の動きがみられると予想される。一方、輸入物価の上昇によって卸・小売の中には価格転嫁に苦しむような変化が現れるかもしれない。

(図表3)各種マインド指標の推移



出所:内閣府、ロイター通信、日経QUICK、帝国データバンク

### 年度の初回計画に注目

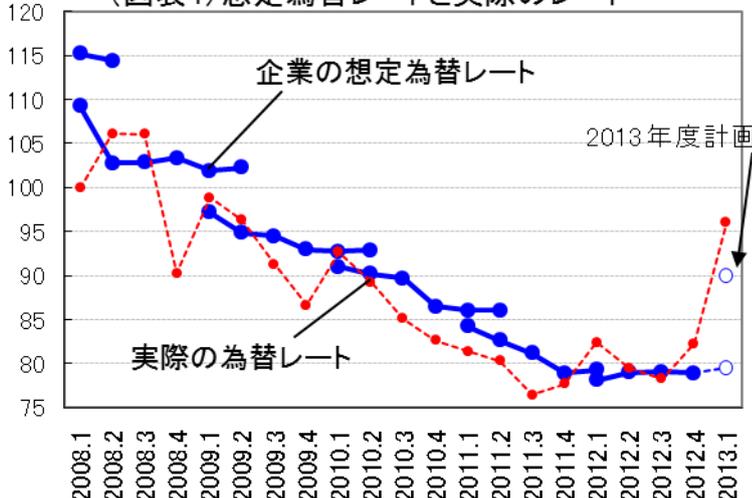
毎回3月調査は、来年度の年度計画が初めて回答される点が注目される。前述のように、製造業に円安効果が顕在化するのならば、2013年度の経常利益計画の伸び率は強い数字になる可能性がある。2011・2012年度は、円高圧力にさらされて、ともに3月調査で前年比0.6%と低い伸び率であった。一方、2000～2008年度までは平均9.1%の伸び率となっている。こうした数字と比べて、2013年度はどのくらいの数字を企業は回答してくるだろうか。

次に、興味深い数字になりそうなのは、2013年度の輸出計画である。3月調査は、2011年度1.6%、2012年度2.3%であった。2000～2008年度は平均1.3%である。次回は、円安傾向を織り込んで5～10%の伸び率まで強気の予想になる可能性がある。

さらに、売上経常利益率はどうなるだろうか。リーマンショック後の歴史的円高によって、大企業・製造業の経常利益率は、3～4%台にまで低下した。リーマンショック前の2004～2008年の経常利益率は5～6%台であった。2013年度の経常利益率が5～6%と見込まれていけば、リーマンショック前まで収益体質が戻ったという一定の評価ができることになる。

なお、円安が定着する見通しに関して、想定為替レートのデータにも、関心が集まりやすくなる。しかし、日銀短観の想定為替レ

(図表4) 想定為替レートと実際のレート



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。

トは、過去のデータをみる限り、かなり保守的で相場の変化に反応しにくい（図表4）。従って、次回短観では、2013年度の想定為替レートが1ドル90円前後と、現状の為替レートとは乖離する数字になる可能性もある。ただし、それは従来からの短観のくせのようなものであり、企業が為替レートの想定に関して過度に保守的と受け止めなくてもよい。

（図表5）設備投資計画の見通し

### 設備投資は慎重

財務省・内閣府「法人企業景気予測調査」は、2013年度の設備投資計画は製造業・非製造業ともにマイナス計画であると予想された。この調査でも、設備投資計画は弱めである。

次回短観では、設備投資の数字は、2013年度がやや弱めになるだろう（図表5）。経常利益計画が円安効果などでプラス幅を広げる一方で、控えめな数字になるとみられる。

なお、2013年度計画では、2014年4月の消費税率の引き上げによって、投資の前倒しが行われるという観測も成り立つ。しかし、筆者は個人の住宅投資などとは異なり、企業には駆け込み需要が発生しにくいとみている。

設備投資のトレンドは、内閣府「機械受注」でみる限り、製造業を中心に低調さを脱していない。財務省「法人企業統計」では、製造業の設備投資は、3四半期連続で前期比マイナスを続けている。今回の短観では、2013年度の数字がマイナスになることで、今まで「短観の設備投資は強すぎる」とエコノミストの間で言われてきた状況が少しばかり改善されるだろう。

### 黒田新総裁にとって最初の短観

黒田東彦総裁が3月20日に就任して、4月1日の短観は初めての発表日となる。4月3・4日に初回の金融政策決定会合を控えて、景気情勢を確認する恰好の判断材料が、次回短観になる。

おそらく、そのデータが景気改善を示すとすると、黒田体制には幸先のよい出発ということになる。景気循環は、2012年3月を山にして景気後退入りし、2012年11月に谷になるとみられる。景気後退期間はわずか8か月間で終了して、2012年12月から再び景気拡大期入りするかたちだ。

歴代総裁は、その任期が景気後退期であったか、景気拡大期であったかによって、その采配に対する評価が大きく異なっている。黒田総裁の任期が景気拡大で始まることは非常にラッキーである。過去の総裁の初回の短観結果（大企業・製造業D I）を振り返ると、速水総裁は前回は▲5ポイント（1998年3月調査）、福井総裁は同+2ポイント（2003年3月）、白川総裁は同▲1ポイント（2008年6月）と、在任期間のパフォーマンスを暗示させるような印象がなくもない。

次回3月調査で業況判断D Iが改善を示すことを黒田総裁がどのように受け止めるのかは、非常に興味深い。黒田総裁は、足許の業況判断D Iが改善するのみならず、先行きD Iがより大きく改善する見通しになっているのを見て、より一段の金融緩和効果を企業が期待すると読むかもしれない。金融緩和への期待感を、短観のD Iに見出すことで、4月3・4日の会合での無制限緩和に向けて、黒田総裁はモチベーションを上げることだろう。

		大企業			中小企業		
		製造業	非製造業	全産業	製造業	非製造業	全産業
2010年	12月調査	2.9	3.0	2.9	8.3	-16.1	-8.3
	実績見込み	0.5	2.1	1.6	11.8	-9.0	-2.3
	実績	-3.5	-1.0	-1.9	9.8	-1.6	2.0
2011年	3月調査	4.3	-2.9	-0.4	-8.1	-33.9	-24.5
	6月調査	9.2	1.7	4.2	-4.1	-35.8	-24.9
	9月調査	10.1	-0.6	3.0	3.7	-29.0	-17.7
	12月調査	6.2	-1.1	1.4	7.1	-22.5	-12.3
	実績見込み	2.7	0.2	1.1	5.4	-15.7	-8.5
2012年	実績	-0.7	-1.5	-1.3	11.3	-10.1	-2.7
	3月調査	3.6	-2.0	0.0	-18.8	-9.1	-12.9
	6月調査	12.4	3.0	6.2	-14.3	-1.6	-6.6
	9月調査	12.3	3.3	6.4	-10.3	6.7	0.0
	12月調査	11.1	4.6	6.8	-6.3	14.2	6.2
2013年	実績見込み	8.7	2.9	4.9	-5.3	13.9	6.3
	3月調査	-1.9	-2.7	-2.4	-16.8	-19.5	-18.6

注：実績は日本銀行「短期経済観測調査」。見通しは第一生命経済研究所。

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。