

3月短観は+4ポイントと改善に転換

発表日：2013年4月1日（月）

～円安効果がさらに浸透する必要が感じられる～

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

大企業・製造業の業況判断DIは、+4ポイントの改善となり、景気回復へ転じている流れが確認された。業況改善の半分近くは自動車の要因で、電気機械は出遅れ気味だった。想定為替レートは2013年度1ドル85円と慎重な見方であり、マーケットが期待するほどアベノミクス効果に大きく反応してはいなかった。黒田総裁は、短観結果をみて、円安効果がより基調的に浸透していくことの必要性を感じただろう。これを受けて、日銀は4月4日にも大胆な金融緩和に打って出るはずだ。

改善の中心は自動車

大企業・製造業の業況判断DIは、▲8となり、前回調査比では+4ポイントと三四半期振りの改善になった。先行きは、▲1と、現状よりも+7ポイントの改善する期待感を抱いている。景気局面は昨年2012年4月から景気後退局面入りしたとみられるが、ごく短期間で後退期を抜け出したことを裏付ける内容である。

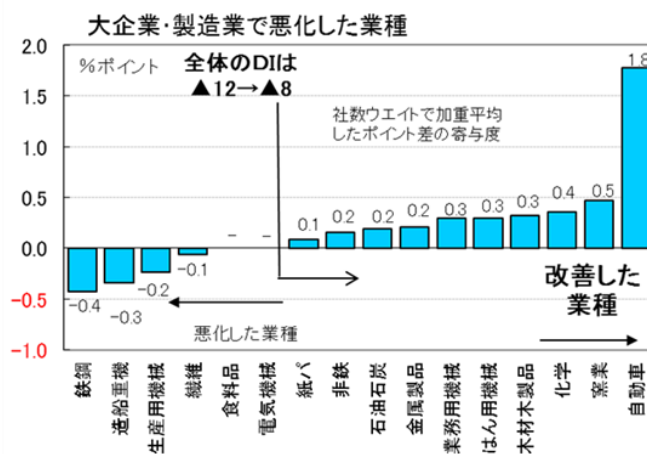
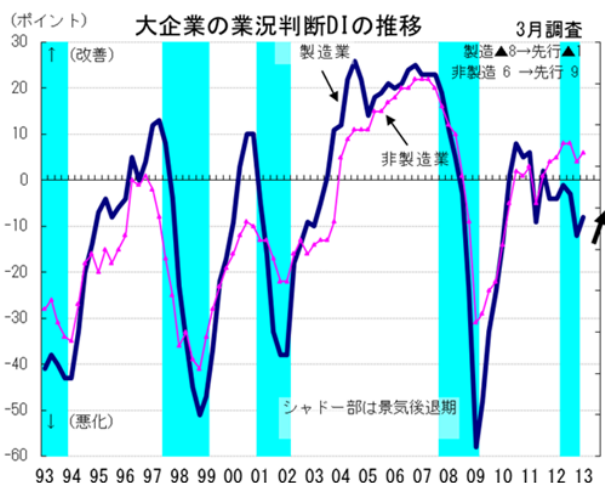
内訳をみると、改善幅の約4割の寄与は自動車（前回▲9→今回10<+19ポイント>）によって説明できる。エコカー補助金切れによる国内販売の減少が小幅に止まり、輸出拡大・円安効果によって業況改善となった。ほかには、窯業、化学といった素材業種には、公共事業効果が表れて改善となった。

やや意外感があったのは、電気機械が横ばいに止まったことである。これは、最近の生産統計における予測の実現率の弱さにも表れているが、情報通信関連の生産増が足踏みしていることや、大手の業績不振によるものだと考えられる。ただし、そうした電気機械も、先行きに関しては+14ポイントの改善（前回+4ポイント）を予想しており、改善のモーメンタムはやや遅れて働いてくると考えられる。

○日銀短観（2013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
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	3月調査	6	3	-10	-19
	6月調査	-9	-5	-21	-26
	9月調査	2	1	-11	-19
	12月調査	-4	4	-8	-14
2012年	3月調査	-4	5	-10	-11
	6月調査	-1	8	-12	-9
	9月調査	-3	8	-14	-9
	12月調査	-12	4	-18	-11
2013年	3月調査	-8	6	-19	-8
	先行き	-1	9	-14	-8

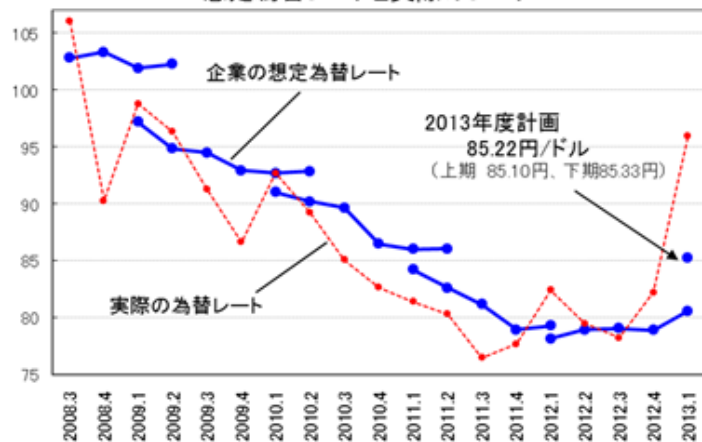
(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、以下同じ



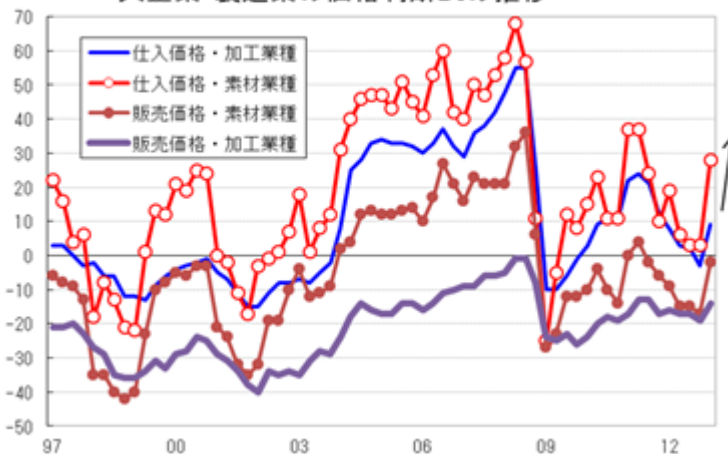
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

注目されていた想定為替レートは、2013年度 85.22 円/ドルと予想外に保守的な見通しになっていた。調査時の3月上旬は94~96 円/ドルだったので、まだ10~13%ほど割引かかれてみられている格好だ。企業は依然、円高リスクの呪縛から完全には解放されていないように見受けられる。巷間言われるアベノミクス効果が企業にも波及という図式は、やや割引いて解釈した方がよいようにも思われる。

円/ドル 想定為替レートと実際のレート



(01, %) 大企業・製造業の価格判断DIの推移



円安を基点にした価格上昇圧力

円安効果がデフレ脱却に寄与するかどうかは、業況判断にダイレクトに効くよりも、価格面を通じた効果かもしれない。販売価格DIは素材業種が前环比+15ポイント、加工業種が同+5ポイント、仕入価格DIでは素材業種が同+25ポイント、加工業種が同+12ポイントと急上昇している。これは原油価格が一頃高騰していたことや、円安による輸入価格上昇があるだろう。今回、中小企業・製造業の業況判断が前环比▲1ポイント悪化していたことは、石油石炭、非鉄、繊維などが仕入価格上昇によって、採算悪化したマイナス面の効果の表れだろう。価格メカニズムが働き始めると、当初の段階では価格転嫁がうまく行かずに採算が圧迫する企業も出てくる。その後、時間が経過すると、業種全体に転嫁の動きが波及していくものである。今回も、最初の段階では円安のプラス効果が表れにくく、中小企業や素材産業では摩擦が生じていると考えられる。

なお、需給判断は、国内・海外ともに製造業はそれぞれ国内需給・前环比+3ポイント、海外需給・同+2ポイントと改善していく動きが確認されている。

経常利益率はまだリーマン前に比べて開きがある

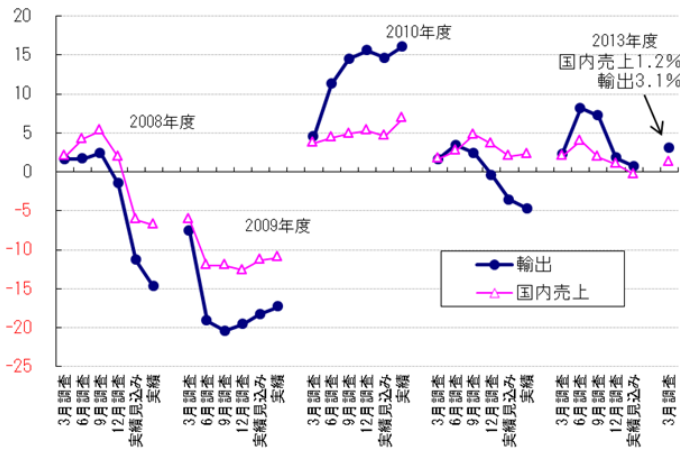
年度計画では、大企業・製造業の経常利益計画が2013年度10.9%の増加を見込んでいる。これはポジティブな数字だ。このデータは、今回が初回調査になり、例年の発射台としてはやや強めだからである(2011年度3月調査0.6%、2012年度3月調査0.6%)。ここにも円安効果や内外景気回復期待が表れている。業況判断DIの先行き改善もこうした収益改善期待を見越したものであろう。

おそらく、企業の収益環境は今後、円安が定着していけば、さらに改善していくと考えられる。大企業・製造業の売上高経常利益率計画は、2012年度4.06%、2013年度4.42%と改善していく見通しになっている。想定為替レートが85.22円/ドルとまだ保守的であるので、2013年度でも4.42%という水準に止まっているのだろう。今後、想定為替レートが円安基調に修正されていけば、売上高経常利益計画もリーマンショック前の5~6%へと厚みを増していき、企業の投資・支出スタンスを前向きに変えていくと考えられる。

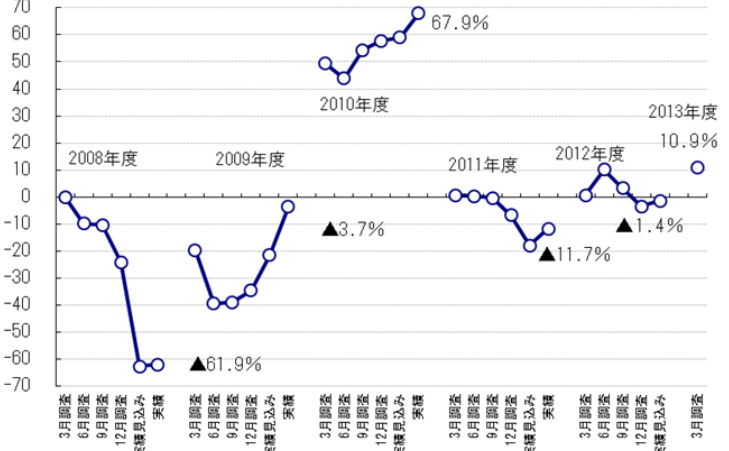
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

また、大企業・製造業の輸出計画は、2013年度3.1%と初回3月調査にははまらずの強さであった。輸出計画にみられる回復期待がそれほど強いものではないことは、想定為替レートの見通しが慎重であることと符合している。

(%) 大企業・製造業の輸出・国内売上計画の推移



(%) 大企業・製造業の経常利益の年度計画の推移

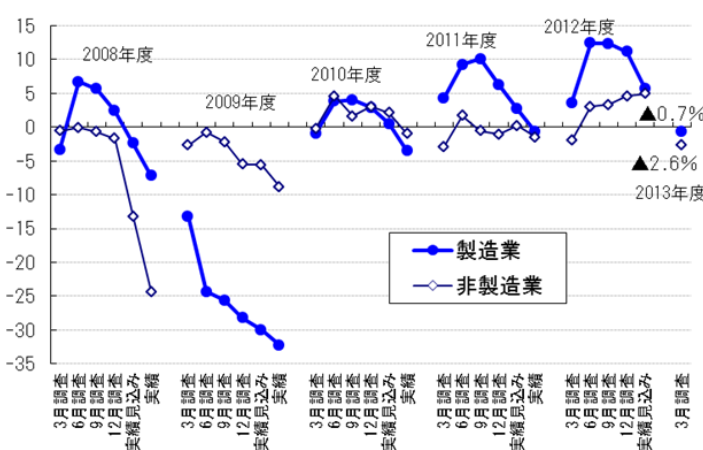


設備投資計画はやや慎重

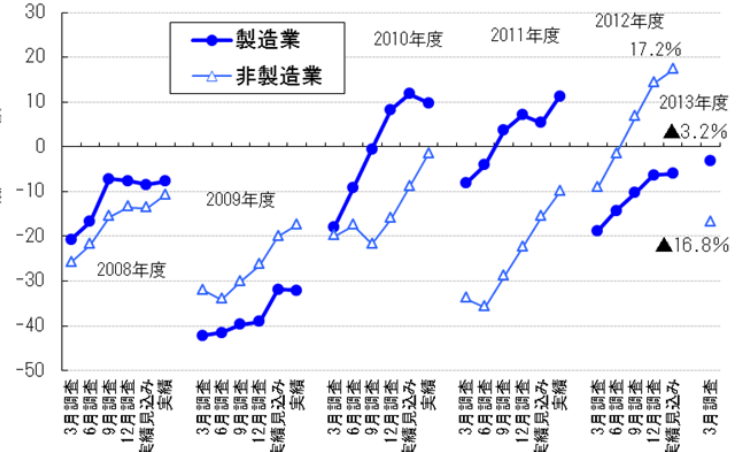
大企業の設備投資計画は、製造業が2013年度▲0.7%、非製造業が同▲2.6%といずれも慎重な数字であった。3月時点の初回調査では、製造業は2011・12年度ともにプラス計画だったが、今回はマイナス計画であった。従来、日銀短観の設備投資計画は強めに出ると言われてきたが、今回は慎重であった。背景には、まだ円高リスクを警戒していることと、生産能力に余剰感が根強いことがある。今後、企業収益が厚みを増してくれば、キャッシュフローの範囲内での投資積み増しの動きも出てこよう。

中小企業の設備投資計画は、製造業が2013年度▲3.2%、非製造業が同▲16.8%といずれもマイナス計画であった。ただし、非製造業は2012年度が17.2%と高い伸びになった反動が表れている点を考慮すると、必ずしも弱い数字とは言えない。製造業の▲3.2%のマイナス計画も、2011・12年度の初回計画に比べれば、マイナス幅はより小幅であり、こちらも弱い数字とは言えない。

(%) 大企業の設備投資計画



(%) 中小企業の設備投資計画



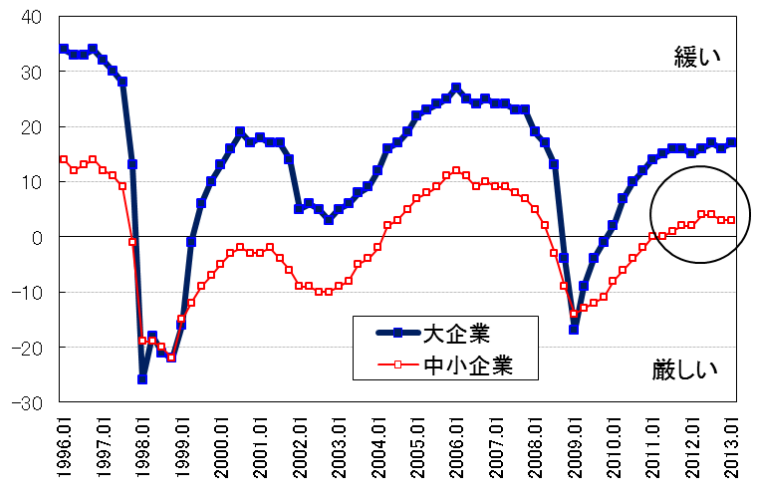
設備投資全体を鳥瞰すると、大企業よりも中小企業の方に堅調さがみられる。大企業は超円高局面が遠のいたとは言え、やはり生産拠点の海外移転のトレンドが働いているとみることができる。それに比べると、中小企業の方が空洞化圧力を受けにくい分、金融環境などの変化を受けて設備投資が強まる可

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。

能性がある。

今回調査は、3月末の中小企業金融支援円滑化法の期限切れを前にして、中小企業の資金繰り不安、あるいは貸出抑制への不安が高まるのではないかと懸念も一部にはあった。その点を確認すると、資金繰り判断DIは、中小企業・全産業が先行き前回比横ばい（前回▲5→今回▲5、<▲は「苦しい」超>）であり、金融機関の貸出態度判断DIも同じく中小企業・全産業でも前回比横ばい（前回3→今回3、<「緩い」超>）で推移していた。短観の調査先に関しては円滑化法終了後を悲観的にみている変化は表れていない。

金融機関の貸出態度判断DI(全産業)



デフレ脱却に向けて

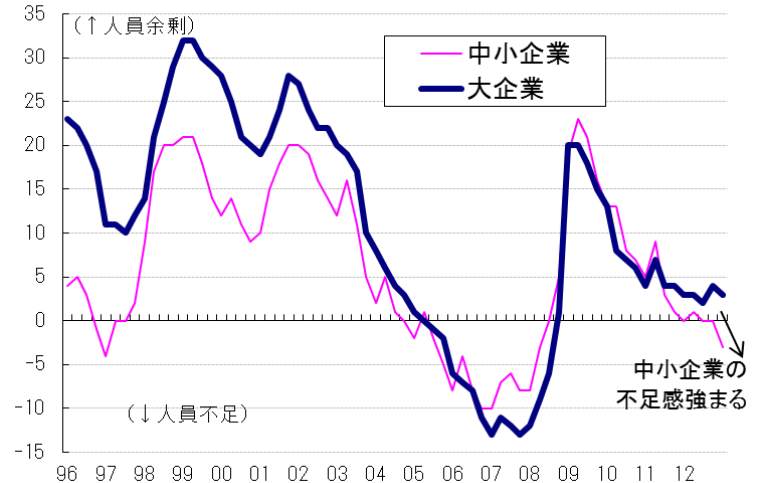
今回の短観結果では、昨年来の円安進行があっても、企業マインドを改善する効果が思ったほど大きくは発揮されていないことが確認された。70円台から90円台半ばまで進んだ円安が「不十分」ということではなく、円安基調がこれから定着していくという「タイムラグ」を示すものだろう。円安効果の実感は、先行き、企業収益へのプラス効果が実績として、より手応えを強めるとともに顕在化してくるだろう。

今回の短観では、①2013年度の企業収益の回復期待、②販売・仕入価格DIの反応、そして③中小企業の雇用人員の不足感、という3点でデフレ脱却に向けた前向きな動きを感じ取ることができる。③は、雇用人員判断DIにおいて、大企業・全産業よりも、中小企業・全産業で前回0→今回▲3（「不足」超）へと変化しているところにみられる。

黒田総裁をはじめとする新体制は、4月3・4日の決定会合で、白川体制の仕切り直しというかたちで、大規模な金融緩和に踏み切ると予想されている。今回の短観は、企業にと

ってさらなる円安効果が必要であるという認識を黒田総裁に与えたことであろう。輸出企業にとって、リーマンショック前の96～112円/ドルのレンジまで為替レートが戻っていることが望ましいと感じられることだろう。黒田総裁は、円安を基点にしたデフレ脱却のシナリオを描いていると考えられるので、今回の結果を受けて、満を持して4月の会合で大規模な金融緩和に踏み出していくと考えられる。

雇用判断DIの推移(全産業)



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。