

## 日銀短観2010年3月調査の予測

発表日：2010年3月18日（木）

～二番底懸念を越えて回復度合いを測る～

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

次回4月1月発表の日銀短観3月調査は、大企業製造業が▲12と前回調査(旧ベース)に比べて+12ポイント改善を見込む。二番底懸念が大きく後退し、輸出拡大が収益環境を好転させているのが改善の背景である。例年3月調査は、翌年度の売上・経常利益・設備投資の年度計画の「発射台」が示される調査回である。筆者は、とりわけ、(1)輸出計画に示される外需への期待、(2)経常利益計画と設備投資計画のギャップ、に注目している。

※2010年3月短観では、調査対象企業の定例見直しによる調査対象先見直しが行われる。本稿の直近値は新ベースに基づく。

### 大企業・製造業は▲12ポイントになる見通し

4月1日に発表予定の日銀短観は、大企業・製造業の業況判断DIが、▲12と前回調査・実績(旧ベース)比+12ポイント改善(前回▲24)になると予想する(図表1)。要因は、アジア輸出を中心に電気機械・精密機械の回復が進むことが大きいとみる。前回12月調査は、ちょうど円高が進んで二番底懸念があった時期である。今回は、輸出が伸びて、当時よりも二番底懸念が大きく後退している。従って、改善幅を比較すると前回の改善幅(+9ポイント、前々回+15ポイント)よりはペースは大きいと見込まれる。

(図表1) 日銀短観(2010年3月調査)の予測値

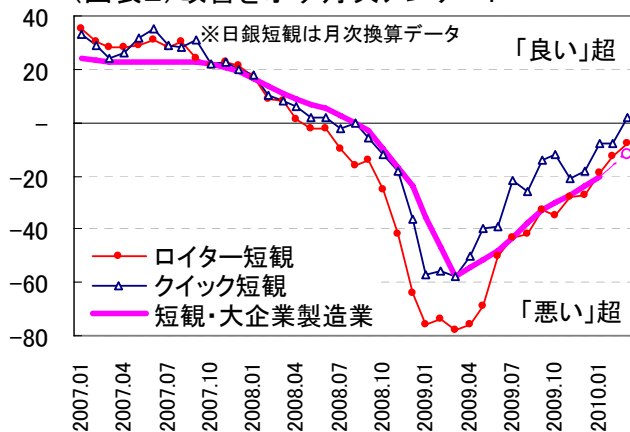
		業況判断DI			
		大企業		中小企業	
		製造業	非製造業	製造業	非製造業
2007年	12月調査	19	16	2	-12
	3月調査	11	12	-6	-15
2008年	6月調査	5	10	-10	-20
	9月調査	-3	1	-17	-24
	12月調査	-24	-9	-29	-29
2009年	3月調査	-58	-31	-57	-42
	6月調査	-48	-29	-57	-44
	9月調査	-33	-24	-52	-39
	12月調査	-24	-22	-40	-35
(新ベース)	12月調査	-25	-21	-41	-34
2010年	3月調査	-12	-17	-29	-30
	見通し 先行き	-9	-13	-36	-35

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経済研究所。

正直に言えば、この改善ペースがどのくらいにな

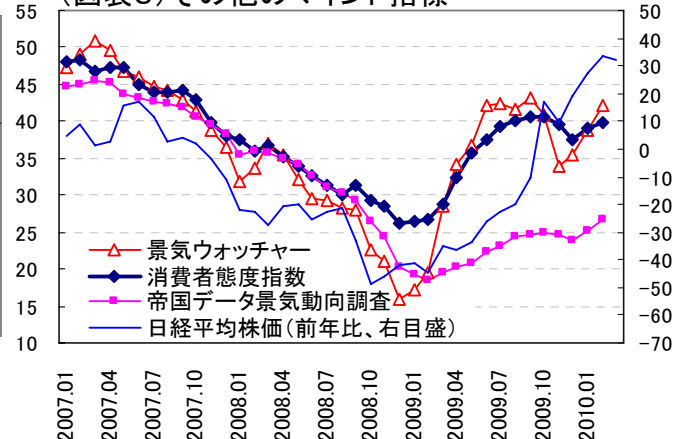
りそうかは少しはつきりしない部分がある。筆者が参考にしてしている月次アンケートのロイター短観、クイック短観では、9月から12月にかけてそれぞれ大幅な改善をみている(図表2、3)。一方、内閣府「法人企業景気予測調査」(1~3月)では、大企業・製造業の景況感の変化幅を示すBSIが2期連続でプラス幅を縮小させている。月次

(図表2) 改善を示す月次アンケート



出所：日銀、ロイター、日経クイック

(図表3) その他のマインド指標



出所：内閣府、帝国データバンク

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。

アンケートの方は、2009年秋ごろに弱い動きをみせたので、その反動がマインド改善に強めに表れている分を割り引く必要があると考える。反面、予測調査は、回収期間が2月中旬と遅く、月次アンケートの3月分に相当する情報が織り込まれていない可能性がある。

今回、予測した+12ポイントの改善は、強い月次アンケートと弱い予測調査の中間に相当する勢いである。

また、非製造業については、▲17と前回比+5ポイントとなり、改善幅が過去よりも大きくなるとみる。業種別には、卸売（商社）と運輸が業績を改善させているようだ。これは、円高効果がじわじわと輸入セクターに恩恵を与えていることや、製造業部門から企業向けの非製造業に好影響が波及しているためである。

なお、非製造業の先行き予測には、▲13と今回比+4ポイントの改善になると予想する。ここには、いくら子ども手当の実施などの政策減税への期待感も加わるとみられる。

## 2010年度の発射台に注目

今回の短観の注目点は、二番底懸念を越えた立ち位置から、企業が先行きにどのくらいの成長期待を描いているかという感触をつかむことである。例年3月調査では、翌年度計画（2010年度）が初めて計数としてまとめられる調査回である。売上、経常利益、設備投資の「発射台」がどのくらいに置かれるかは、企業の成長期待に関する見方をうかがう格好の材料になる。

内閣府の予測調査では、計数調査の部分で2010年度の大企業・製造業の売上が前年比5.2%、経常利益70.1%、設備投資1.2%となっている。いずれも2009年度のマイナス幅が極端に大きかったので、対前年比では2010年度は総じてプラスに転じている。目を引くのは、経常利益で2009年度のマイナス幅よりも、2010年度のプラス幅が大きくなっていて、利益水準として2010年度は2008年度を超えてくると点である。おそらく、経常利益に関しては、短観も大企業で予測調査と同じく大幅なプラスを当初計画として置いてくるだろう。

そのほかに、短観の独自の集計項目として、売上の内訳として輸出計画がある。最近の輸出拡大は、予想以上の強さがあるので、2010年度について製造業がどのくらいの輸出拡大の持続性を期待しているかが短観からわかる（2009年12月調査の2009年度計画・前年比▲19.6%）。

## 設備投資の慎重さは変化するか

次に設備投資は、2010年度はどのくらいを見込んでいるのだろうか。筆者の予想では、大企業・製造業は、2010年度前年比▲3.1%と慎重な計画を堅持するとみている（図表4）。設備投資計画の伸び率は、経常利益の伸び率と比べると、強弱がコントラストをなすかたちになるだろう。

マクロ指標では、二次QEや機械受注のデータで設備投資が下げ止まりの様相を呈している。筆者の予想でも、マクロの設備投資は2010年前半に回復過程に入るとみる。

しかし、こうしたマクロ統計は、日銀短観には必ずしも色濃くは表れない可能性がある。企業側では未だに慎重姿勢を崩しておらず、個々の企業のスタンスとマクロ指標は、しばらくは食い違いが表れるとみるからだ。短観の2010年度の設備投資計画は現時点ではやや低めの発射台になると予想する。

（図表4）設備投資計画の見通し

		年度の前年比伸び率%					
		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
2008年	3月調査	-3.3	-0.6	-1.6	-20.7	-25.9	-24.2
	6月調査	6.7	-0.1	2.4	-16.7	-21.9	-20.2
	9月調査	9.5	5.2	6.8	-5.7	-2.9	-1.1
	12月調査	2.4	-1.7	-0.2	-7.6	-13.5	-11.6
	実績見込み 実績	-2.4 -7.2	-3.8 -6.2	-3.3 -6.6	-8.5 -7.7	-13.7 -10.8	-12.0 -9.8
2009年	3月調査	-13.2	-2.7	-6.6	-42.2	-32.1	-35.6
	6月調査	-24.3	-0.8	-9.4	-41.5	-34.1	-36.6
	9月調査	-25.6	-2.2	-10.8	-39.7	-30.1	-33.3
	12月調査	-28.2	-5.5	-13.8	-39.1	-26.4	-30.7
	実績見込み	-31.3	-7.8	-16.4	-36.9	-24.9	-28.9
2010年	3月調査	-3.1	-2.9	-3.0	-12.3	-17.6	-16.0

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。

## 日銀の政策運営のサポートに

日銀は、3月の短観で大幅な改善を期待していると考えられる。3月17日の定例記者会見でも、白川総裁は追加緩和が「企業マインドにも好影響を与える」と述べている。この発言は、追加緩和の効果を確認するのに、今から日銀短観の業況判断が改善していることに注目してほしいという伏線を張っているのだろう。3月の追加緩和の効果が乏しかったという見解に対する反論として、事後的に「日銀短観の業況判断が改善しているのだから、効果はあった」と論証するための布石だとみられる。

短観が発表されて堅調なデータが確認されると、日銀が今後、追加緩和の要請を受けたときに実体経済は底堅いという見解を示すための材料として用いられるだろう。筆者が日銀に注目してほしいのは、企業収益の反発が強めに表れても、相対的に設備投資が慎重姿勢を継続するのはなぜなのかという論点である。おそらく、金融政策が実体的効果を及ぼしにくいのは、ここに自律的回復のメカニズムの機能不全が存在するからであろう。金融政策がもっと実効性を取り戻すには何が必要なのかを考える上で、3月短観が活かされることを願う。