

## 2011年3月の日銀短観の予測

発表日：2011年3月17日(木)

～震災の影響も部分的に織り込んで業況は大幅悪化～

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

2011年3月の日銀短観は、大企業製造業の業況判断が前回比▲8ポイントも悪化する見通しである。3月短観では、回答企業が東日本巨大地震の悪影響を完全には織り込んでいないものの、原油高騰の効果は織り込んでいる。1995年の阪神・淡路大震災は、製造業の業況判断が落ち込まなかったが、今回はより大きな悪影響が心配される。

### 特殊要因を除くと物価はプラスに

4月1日に発表予定の2011年3月調査の業況判断DIは、大企業の製造業・非製造業はともに前回比▲8ポイントの大幅な悪化となると予想される(図表1)。

短観の回収期間は、2月中旬から3月末とされる。東日本巨大地震が起こったのが3月11日であるが、過去の事例から言えば3月上旬までに7～8割の企業が回答している。つまり、対象企業の2～3割しか地震後のマインドを織り込んでいないことになる。それでも、原油市場では2月22日にリビアの政情不安で原油高騰が加速しているので、7～8割の企業は原油の悪材料は織り込んでいることになる。

もしも、地震・原油高がなかりせば、製造業は海外経済の再加速を背景にして、業況判断は+5ポイント程度改善していただろうが、2月中旬以降の立て続けのショックによって経済情勢は一転して悪化を余儀なくされている。震災以前の回答結果を反映したロイター短観やクイック短観は、改善の流れになっている(図表2)。

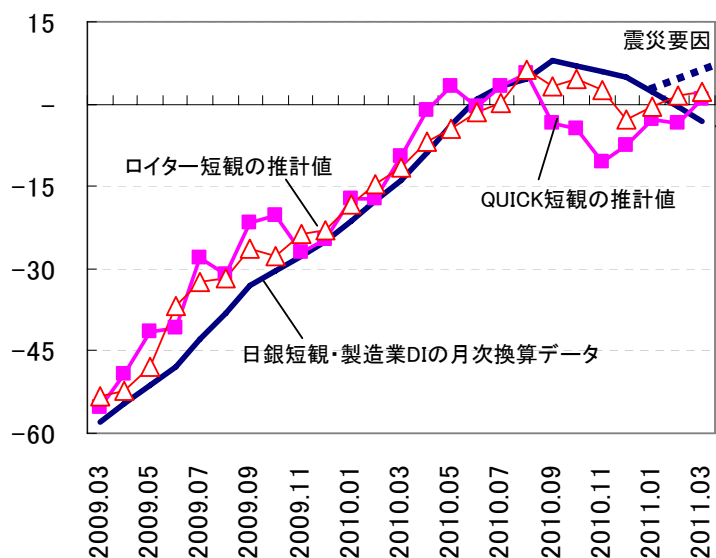
全国短観対象企業のサンプル数をみると、東北地方7%、関東地方34%と併せて4割のウエイト(製造業)を占めている。関東地区などの大規模な計画停電は、企業活動を広範囲に抑制して、生産設備の稼働率を極端に押し下げていると予想される。そのため、企業は余剰設備・人員過剰を感じ、収益面での固定費負担の上昇を意識している先もあるだろう。また、震災の影響は、物流のストップあるいは停滞によって、仕入・納品ができなくなり、正常な運営が見通せない障害もある。これらの要因は、企業マインドを大きく冷え込ませていると予想される。

(図表1) 日銀短観(2011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
		2008年	9月調査	-3	1
	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	-25	-21	-41	-34
2010年	3月調査	-14	-14	-30	-31
	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	-3	-7	-18	-27
見通し	先行き	-8	-11	-23	-30

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。

(図表2) 月次で推計した日銀短観の業況DI



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。

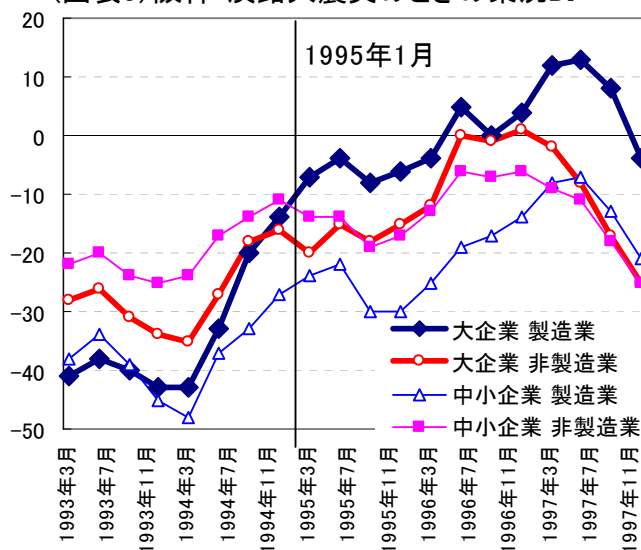
※今回予測の前提では、12月比の判断が+5ポイントほど改善した後で、地震の悪影響を重くみて、企業全体の約15%が業況判断を下方修正したと考えてDIの変化幅を計算した。

## 今回短観の注目点は企業マインドの頑健さ

福島原発の不安定化は、先が見えない不確実性を企業や消費者に与えていると予想される。しかし、実体面でもここまで経済活動が制約されるのは未だに予測不能である。考え方としては、(1) 原発問題の不安定化が終息すること、(2) 物流システムが正常に動き出すことの2つが、経済活動が復元するための必要不可欠な条件となっていると考えられる。

過去の教訓を紐解くと、1995年の阪神・淡路大震災のときは、当時の2月短観では業況判断が悪化することなく、大企業・製造業は業況DIが+7ポイントの改善となり、その一方で大企業・非製造業は▲4ポイントの悪化となった(図表3)。そして、次の5月短観ではともに改善を続ける結果になっている。この当時は1月17日に震災に見舞われた後、ドル円レートが1月の100円前後から3月に80円台へと急変動した点でよく似ている。当時の景気はそれでも1993年10月に始まった景気拡大の流れが1997年4月までは継続していた。今回も、大震災から円高急伸の悪影響が連続して起こっている。1995年は政府の補正予算などの大規模なてこ入れが動員されたことが景気後退を免れた背景になっている。

(図表3) 阪神・淡路大震災のときの業況DI



## 震災被害と企業収益

3月16日に発表された内閣府・財務省の「法人企業景気予測調査」(2月15日調査時点)は、企業の収益体質を考える有益な材料になっている。リビアの政情不安、震災が起こる手前では、企業の経常利益計画は、2010年度の前年比65.7%と大幅な増益計画であった(同調査の前回調査55.2%)。この収益計画は、日銀短観の大企業・製造業の経常利益計画が12月調査時点で57.8%だったのと符号している。短観企業では、輸出については2010年度計画を上方修正し、さらに2011年度の初回計画も堅調な数字で置いてくるだろう。

製造業は、震災の影響を受けにくい外需に対する依存度をより強めるかたちになっている。設備投資に関しては、震災の影響で一旦はその実行を手控えるような停滞が生じているだろうが、2010・2011年度計画は大きく変えていないだろう。企業にとって、収益が堅調である限りは電力供給や物流正常化が進んでいけば、外需拡大に反応して、設備投資動向も増勢を取り戻すと考えられる。

(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
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	-30.0	-5.6	-14.2	-31.9	-20.1	-23.5
	実績	-31.4	-3.9	-15.5	-31.7	-15.5	-21.5
2010年	3月調査	-0.9	-0.2	-0.4	-17.9	-19.9	-19.4
	6月調査	3.8	4.6	4.4	-9.1	-17.6	-15.5
	9月調査	4.0	1.6	2.4	-0.5	-21.8	-15.0
	12月調査	2.9	3.0	2.9	8.3	-16.1	-8.3
	実績見込み	1.1	1.5	1.4	10.3	-12.3	-3.8
	実績	1.3	0.9	1.0	-14.8	-19.0	-17.4

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。