

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 丸山義正 03-3497-6284 maruyama-yo@itochu.co.jp

3 月短観は今後の輸出回復に対する企業の期待を色濃く反映

3 月短観は、足元の景気回復が個人消費など家計部門主導にとどまり企業部門の改善が遅れる一方、今後は円安の好影響が幅広い業種へ広がり景況感の改善に繋がることを示唆。企業の想定為替レートは、未だ保守的であり、収益計画に上方修正余地。設備投資については慎重姿勢が滲む。

大企業製造業と非製造業共に業況判断が改善

4 月 1 日に公表された 3 月の日銀短観では、最も注目される大企業・製造業の業況判断 DI（良い－悪い、現状）が前回 12 月調査の▲12 から▲8 へ上昇した。先行きは▲1 へ更なる上昇が見込まれている。足元では、日中間のトラブルによる悪影響の緩和が、先行きについて円安による輸出増加見通しが、製造業の景況感を押し上げた。また、大企業・非製造業の業況判断 DI は 12 月調査の 4 が 3 月調査で 6 へ上昇、先行きは 9 となっている。個人消費や住宅投資関連の改善が目立つ。

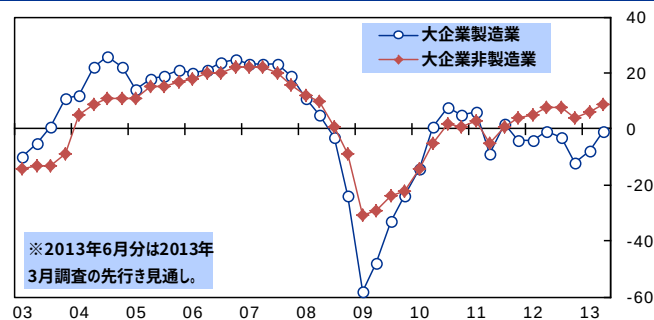
個人消費を中心に家計部門が回復する一方、輸出や設備投資など企業部門に遅れ

今回の短観の業況判断DIは、足元の日本経済の状況を鮮明に映している。製造業の現状判断DIが改善したとは言え、▲8 とゼロを大きく下回る一方、非製造業が 6 と大幅プラスを示している点は、1～3 月期の日本経済が個人消費や住宅投資と言った家計部門主導で回復しているものの、輸出や設備投資など企業部門の持ち直しが進んでいないことを示している。また、製造業の現状判断DIは大企業こそ 12 月調査から 4Pt 改善したものの、中堅企業は 2Pt、中小企業も 1Pt 悪化しており、企業規模における回復の広がりも未だ見られない。円安は、円建輸出価格の押し上げを通じて収益にプラスの寄与となっているが、輸出数量の拡大は未だ限定的なため、中小企業への波及には至っていないと言える。また、大企業製造業の 3 月の業況判断改善は、日中間トラブルの悪影響緩和による自動車的大幅改善（12 月現状判断DI▲9→3 月 10）の寄与が極めて大きい¹。販売数量の増加にコスト負担の拡大が先行する鉄鋼（▲28→▲38）では、寧ろ景況感が悪化、また国際競争力低下が懸念される電気機械では現状判断DIが改善していない。

今後は円安のメリットが広がる

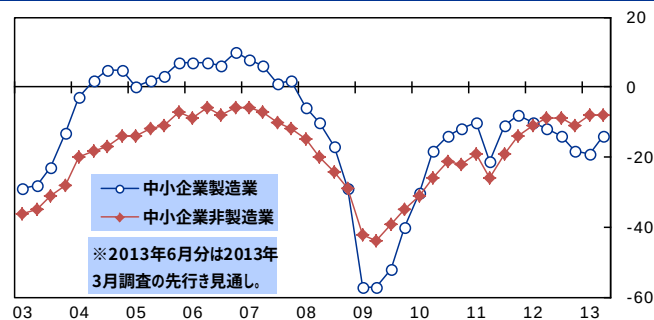
但し、今後は、円安のメリットが輸出価格から輸出数量の押し上げへと広がるに連れ、景況感の改善が進む見通しである。既に述べたように大企業製造業の業況判断 DI は現状▲8 が先行き▲1 へ上昇、中堅企業（現状▲14→先行き▲13）や中小企業（▲19→▲14）でも上昇の見通しとなっている。これは、大企業製造業

大企業の業況判断DI（%Pt, 良い-悪い）



(出所) 日本銀行

中小企業の業況判断DI（%Pt, 良い-悪い）



(出所) 日本銀行

¹ 自動車（大企業）の先行きは▲2 への悪化が見込まれている。但し、これは先行きを慎重に見る同業種の癖と考えられる。

の海外製商品需給判断 DI（需要超過－供給超過）が現状▲15 から先行き▲10 へ 5Pt の大幅改善が予想されている点からも裏付けられる。上述した大企業の鉄鋼（3 月現状▲38→先行き▲13）や電気機械（▲17→▲3）でも、先行きについては業況判断の明確な改善が見込まれている。

個人消費や住宅投資関連が改善

大企業・非製造業の業況判断 DI の内訳を見ると、**小売**（12 月現状判断 1→3 月現状判断 6→先行き 9）や**宿泊・飲食サービス**（▲10→▲8→▲3）、**不動産**（13→16→18）など**個人消費や住宅投資関係セクターの改善が顕著**である。また、対個人サービスの業況判断 DI は改善こそしなかったが、高水準を維持した（20→19→19）。こうした個人消費関連業種の牽引は中小企業でも同様であり、前述のように製造業の業況判断 DI が悪化する一方、中小企業・非製造業は改善している（12 月現状判断 DI▲11→3 月▲8）。

デフレ脱却を考える上で価格判断の動向に注目

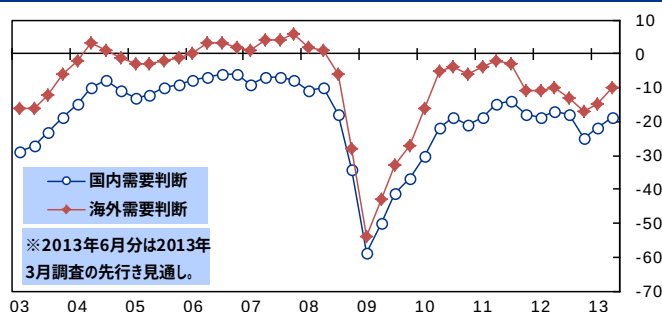
こうした非製造業の景況感の先行きを占うと同時に、**今後のデフレ脱却を考える上では、販売価格判断 DI の動向が重要**となる。大企業・非製造業の販売価格判断 DI（上昇－下落）は 12 月調査の現状▲12 が 3 月調査で▲6 へ上昇、先行きは▲3 へ更なる上昇が見込まれている。但し、現段階では内訳業種が明らかでないため、円安に伴う輸入価格上昇の影響（仕入価格判断 DI は 12 月現状 4→3 月現状 15→3 月先行き→19）が大きいのか、企業の物価観（期待インフレ率）が変化しているのかは判然としない。これは製造業についても同様であり、販売価格判断 DI（▲18→▲10→▲5）と仕入価格判断 DI（▲1→15→22）が足元で同時に上昇している。

現時点の販売価格判断 DI の上昇は物価観の変化よりはコストプッシュ面の影響が大きいと推測されるが、非製造業については景況感の改善が共存しているため、価格転嫁の環境が整いつつあるとの認識が生まれつつあるのかも知れない。いずれにしろ明日に公表される業種別内訳を見極める必要がある。

企業収益計画に上振れリスク

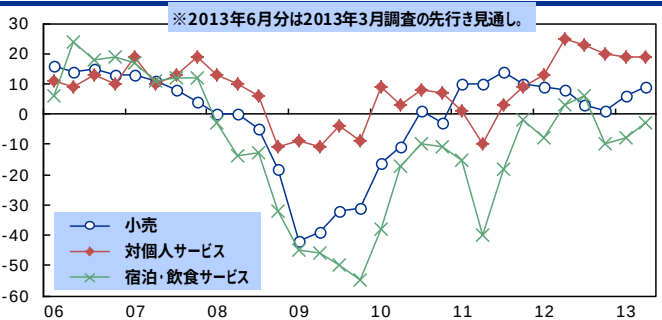
2012 年度の大企業・製造業の経常収益見通しは、円安進展を受けてコスト増加を反映し素材業種が下方修正される一方、同じ円安による販売価格上昇を織り込み加工業種は上方修正され、製造業合計では 2.1% 上方修正の前年比▲1.4%となった。また 2013 年度は素材業種と加工業種共に二桁増益が見込まれ、製造業全体で前年比 10.9%の増益計画である。こうした 2012 年度の修正内容及び 2013 年度二桁増益計画は、円安が原材料を輸入する素材業種にとって当初コスト増加に繋がるものの、その後、輸出セクター向けの

大企業製造業の需要判断DI（%Pt、需要超過-供給超過）



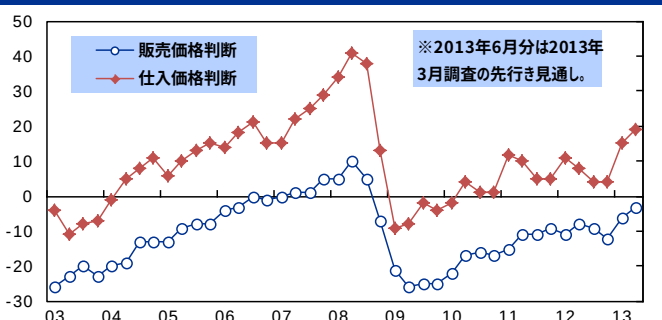
（出所）日本銀行

個人消費関連業種の業況判断DI（大企業、%Pt）



（出所）日本銀行

大企業非製造業の価格判断DI（%ポイント）



（出所）日本銀行

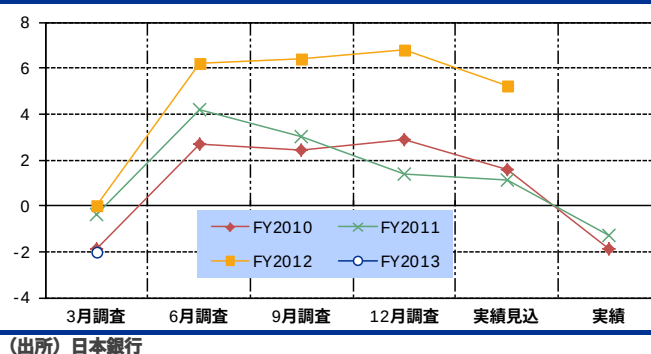
需要拡大を通じて収益拡大に貢献することを示している。なお、2013 年度の想定為替レート（円/ドル）は 85.22 円と 2012 年度の 80.56 円から大幅に上方修正されているものの、現在の実勢レートである 94 円対比では大幅な円高である。今後、想定為替レートが円安方向に修正されるに連れ、収益計画も上方修正される可能性が高い。

設備投資に対しては慎重なまま

明確に上方修正された収益計画に対し、設備投資計画

は 2012 年度が下方修正され、かつ 2013 年度も低調なものにとどまった。大企業全産業の 2012 年度設備投資見通しは 1.5%下方修正の前年比 5.2%、2013 年度は▲2.0%の減少計画となっている。2013 年度の▲2.0%計画は土地投資が現時点で見通せず盛り込まれていない影響が大きく、土地投資を除きソフトウェア投資²を含めたベースで見ると▲0.5%とほぼ横ばいであり、見た目ほど弱くはない。とは言え、2012 年度計画の下方修正も含め、企業が設備投資の拡大を現時点で計画していないことに変わりはない。景況感の改善や業績の回復は、企業の設備投資行動にプラスの影響を及ぼすが、未だ設備投資拡大に踏み切らせるほどの企業側の確信には至っていないと判断される。

大企業全産業の設備投資計画（前年度比、%）



² 大企業・全産業のソフトウェア投資は、2013 年度計画▲1.6%であり、ソフトウェア投資が押し上げている訳ではない。