

みずほ総合研究所 経済調査部
 エコノミスト 市川 雄介(03-3591-1416)
yusuke.ichikawa@mizuho-ri.co.jp

日銀短観（2011年3月調査）予測

- 業況判断DI予測：大企業・製造業 ±0%Pt（12月調査から5ポイントの悪化）
 大企業・非製造業▲3%Pt（同4ポイントの悪化）
- 2010年度設備投資計画(全規模・全産業)予測：前年比+1.3%（12月調査：同+0.4%）
 2011年度設備投資計画(全規模・全産業)予測：前年比▲0.7%

■ 短観3月調査をめぐる状況

史上最大規模の震災が発生

3/11 午後、わが国の観測史上最大規模の東北地方太平洋沖地震が発生した。東北地方を中心に地震・津波によって甚大な人的・物的被害がもたらされており、今なお懸命な救出作業が続いている。

震災の影響は被災地域の工場・設備の流失や操業停止といった直接的なものにとどまらず、広範な物流網・交通網の遮断、さらには福島原子力発電所の事故により関東のほぼ全域で電力供給が大きく制限されるという事態にまで発展した。これらの被害は状況を把握できていないものが依然として多い上、事態が大きく改善する見込みも今のところ立っていない。さらに、震災後に円高が進んだことも、企業マインドには向かい風となる。

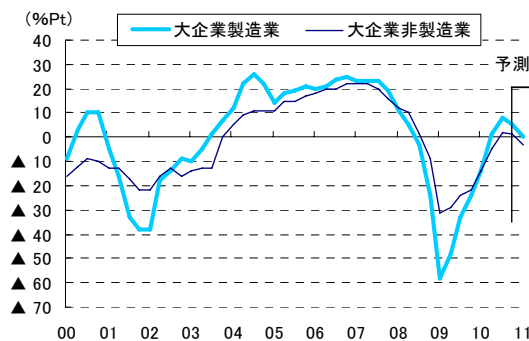
短観には震災の影響が織り込まれない可能性

こうした状況下、4月1日(金)には日本銀行から短観3月調査の結果が発表される。調査は3月31日提出分まで集計されるが、日銀が提示した回収基準日は地震発生当日の3/11であり、回答した多くの企業は震災の影響を織り込んでいない可能性がある（最近の例としては、リーマン・ショックが発生した2008年9月調査で基準日が9/10に設定され、7~8割の企業がリーマン・ブラザーズの破綻(9/15)前に回答したとされる）。このように震災前後の回収率によって結果が大きく変わることを考慮しつつ、3月調査について以下のように予想した。

【 図表1 業況判断の推移と予測 】

(%)Pt	2010年9月調査		2010年12月調査		2011年3月調査(予測)			
	最近	先行き	最近	先行き	最近	(変化幅)	先行き	(変化幅)
大企業	5	▲2	3	▲2	▲1	▲4	▲9	▲8
製造業	8	▲1	5	▲2	0	▲5	▲9	▲9
非製造業	2	▲2	1	▲1	▲3	▲4	▲10	▲7
中堅企業	▲3	▲12	▲6	▲15	▲12	▲6	▲20	▲8
製造業	4	▲10	1	▲12	▲6	▲7	▲13	▲7
非製造業	▲8	▲15	▲10	▲17	▲15	▲5	▲23	▲8
中小企業	▲18	▲27	▲18	▲27	▲24	▲6	▲32	▲8
製造業	▲14	▲22	▲12	▲23	▲18	▲6	▲27	▲9
非製造業	▲21	▲29	▲22	▲29	▲28	▲6	▲36	▲8

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、みずほ総合研究所



(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、みずほ総合研究所

■ 予測の詳細

大企業の業況判断の悪化幅は3月調査時点では限定的

大企業・製造業の業況判断D Iは±0%Pt(12月調査：+5%Pt)、同・非製造業は▲3%Pt(同+1%Pt)と、いずれも2四半期連続の悪化を予想する(前ページ図表1)。今回の震災の被害は阪神・淡路大震災を上回る可能性が高く、全国規模での生産停止に踏み切る企業が相次いでいることから、本来であれば相当な落ち込みが予想されるが、上述したように地震の影響を織り込んでいない企業も多いとみられる。また、日本経済がおかれた状況を踏まえると、大企業の業況判断D Iが3月調査で歴史的な落ち込みを示すことはないと考えられる。マインドが大幅に悪化した過去の局面では(図表2)、①もともと景気が悪くなっていた所に重大なショックが発生した 경우가多く、②悪化幅はイベントが発生してから数四半期経過後に最大になる、という傾向がみられる。今回は、①地震発生前まで輸出・生産や耐久財以外の個人消費が持ち直すなど景気は「踊り場」を脱しつつあったこと、②地震発生から間もない段階であり、被害の全容が判明していないことから、現時点での悪化幅は限定的だろう。

先行きについては、震災後に回答した企業は悪化、震災前に回答した場合でも北アフリカ・中東の政情不安を背景とした資源高が重石になっていたとみられ、いずれにしろ悪化が予想される。中堅・中小企業の業況感は、概ね大企業に沿った動きとなるだろう。

【 図表2 過去に業況判断D Iが大幅に悪化した局面(大企業) 】

(%Pt)	大企業製造業 (1974年6月調査～)			大企業非製造業 (1983年6月調査～)		
	下げ幅	調査月	関連イベント	下げ幅	調査月	関連イベント
過去最大	▲34	2009/3	リーマン・ショック後	▲22	2009/3	リーマン・ショック後
過去2番目	▲26	1974/9	第一次石油危機	▲15	1992/9	バブル崩壊後
同3番目	▲21	1975/3	〃	▲15	1992/12	〃
同4番目	▲21	2008/12	リーマン・ショック後	▲13	1992/3	〃
同5番目	▲19	1998/3	金融危機	▲12	1992/6	〃
同6番目	▲17	1974/12	第一次石油危機	▲11	1998/3	金融危機
同7番目	▲17	2001/9	ITバブル崩壊後	▲10	2008/12	リーマン・ショック後
同8番目	▲16	1992/3	バブル崩壊後	▲9	1997/9	金融危機
同9番目	▲15	2001/3	ITバブル崩壊後	▲9	2008/9	リーマン・ショック後
同10番目	▲14	1991/12	バブル崩壊後	▲8	1991/12	バブル崩壊後
	▲14	1992/6	〃	▲8	1997/12	金融危機

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

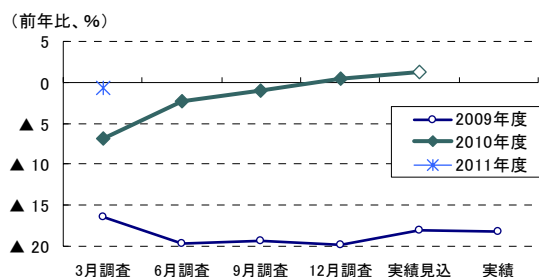
2010年度設備投資計画は小幅に上方修正、2011年度計画は大企業でプラスを予想

2010年度の設備投資計画(全規模・全産業)は前年比+1.3%と、前回調査(同+0.4%)から上方修正されると予想する(次ページ図表3)。年度を通じて上方修正する傾向のある中小企業が全体を押し上げるだろう。震災を受けて取り止めた投資はまだ今回の調査では反映されないとみている。

今回新しく調査される2011年度計画(全規模・全産業)は、前年比▲0.7%と小幅なマイナスを予想する。現時点で詳細な年度計画が定まっていない中小企業が押し下げるといって例年のパターン通りになりそうだ。比較的計画の定まっている大企業は、輸出増の期待される製造業を中心にプラスでのスタートとなるだろう。非製造業は期待成長率が低く、相対的にプラス幅は小さくなる可能性が高い。

【 図表3 設備投資計画（土地を含みソフトウェアを除く） 】

(前年度比、%)	10年度					11年度
	6月計画	9月計画	12月計画	実績見込	修正率	3月計画
全規模	▲ 2.3	▲ 1.0	0.4	1.3	0.9	▲ 0.7
製造業	2.1	3.7	3.9	4.1	0.1	1.7
非製造業	▲ 4.5	▲ 3.4	▲ 1.4	▲ 0.1	1.3	▲ 2.0
大企業	2.7	2.4	2.9	2.6	▲ 0.4	2.4
製造業	3.3	4.0	2.9	2.4	▲ 0.5	5.0
非製造業	2.4	1.6	3.0	2.6	▲ 0.3	1.0
中堅企業	▲ 6.0	▲ 3.8	▲ 3.5	▲ 1.5	2.1	0.7
製造業	4.4	6.2	4.7	5.2	0.5	2.0
非製造業	▲ 11.3	▲ 8.9	▲ 7.8	▲ 5.1	3.0	0.0
中小企業	▲ 23.3	▲ 15.0	▲ 8.3	▲ 2.1	6.7	▲ 18.2
製造業	▲ 7.3	▲ 0.5	8.3	11.5	3.0	▲ 15.0
非製造業	▲ 30.8	▲ 21.8	▲ 16.1	▲ 8.5	9.0	▲ 20.0



(注) 全規模・全産業。土地を含みソフトウェアを除く(リース会計対応)。
 (資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

(注) 1. 土地投資を含みソフトウェアを除く(リース会計対応ベース)。
 2. 2011年度計画は2010年度実績見込み(みずほ総研予測値)に対する増減率。
 (資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、みずほ総合研究所

震災・停電の影響は6月調査以降に本格的に表れる見込み

今回の短観では震災の影響が全て織り込まれないため、足元の企業マインドを十分に反映していない点は認識しておく必要がある。日本銀行は市場の不安沈静化のため、資産買い入れ基金の拡大や大量の資金供給を実施しているが、短観の結果を受けてその方針が変わることはないと思われる。

今回の東北地方太平洋沖地震では、関東の停電が夏場にも実施される可能性が高くなっているなど、その影響は長期化する公算が大きい。したがって、震災の影響は6月調査以降に表れてくると予想される。「踊り場」を脱しつつあった日本経済は、震災の影響で著しく不透明さが増している。しかし、被災地復興の動きが始まり、物流やインフラが徐々に機能を取り戻し、夏場の電力不足を乗り切った後の経済活動は上向いている可能性が高い。短観も6月、9月調査では厳しい結果が予想されるが、その後は企業マインドも上向きに転じていくことが期待される。