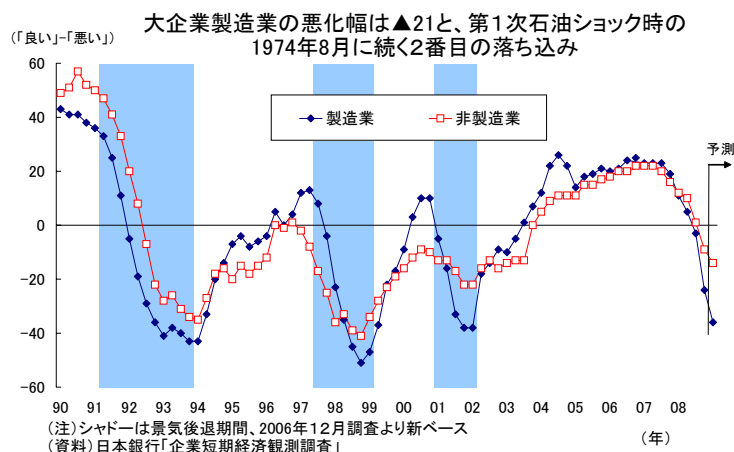


Weekly
エコノミスト・
レター12月調査短観
～歴史的悪化だが、まだ現実の悪化を
追いきれていない面も

経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次
(03)3512-1837 vvaiima@nli-research.co.jp

1. 12月短観は仕入れ価格判断DIが大きく低下した以外は、良いところなし。10月以降マクロ経済指標が示すように急速に景気が悪化している姿を鮮明にした。
2. 歴史的な悪化幅となった大企業製造業業況判断DIが示すように、企業マインドは足元急激に悪化、さらにマインドだけでなく、収益、設備、雇用などの事業計画も大きく下方修正されている。雇用と設備判断DIから作られる短観加重判断DIで経済全体の需給バランスを見ると、いよいよ「需要不足」に転じてきた。景気後退が「深く、長く」なるとの材料だらけとなっている。
3. さらに想定為替レート（下期想定レート101.04円）などを見る限り、まだ現実の悪化に「追いついていない面」があり要注意だ。円高が進むと企業の中期の期待成長率が大きく後退し、今以上に雇用、設備の「過剰感」が高まるリスクが高いと言える。
4. 資金繰り、金融機関貸出態度は急ピッチで悪化している。97年頃のクレジットクランチと状況が似ており、企業金融周りの対策が緊急課題であることを示している。
5. 日銀は次回決定会合で景気認識をもう一段下方修正するだろう。2002年5月以来の「悪化」との判断となってもおかしくない。年度末までにもう一段の追加緩和策が実施されるだろう。円高の行方によっては次回決定会合で動くことも十分想定される。



1. 12月短観全体評価と今後の金融政策：年度末までに緩和策実施へ

12月短観は仕入れ価格判断DIが大きく低下した以外は、良いところなし。10月以降マクロ経済指標が示すように急速に景気が悪化している姿を鮮明にした。

歴史的な悪化幅となった大企業製造業業況判断DIが示すように、企業マインドは足元急激に悪化、さらにマインドだけでなく、収益、設備、雇用などの事業計画も大きく下方修正されている。雇用と設備判断DIから作られる短観加重判断DIで経済全体の需給バランスを見ると、いよいよ「需要不足」に転じてきた。景気後退が「深く、長く」なるとの材料だらけとなっている。

さらに想定為替レート（下期想定レート 101.04 円）などを見る限り、まだ現実の悪化に「追いついていない面」があり要注意だ。円高が進むと企業の中期の期待成長率が大きく後退し、今以上に雇用、設備の「過剰感」が高まるリスクが高いと言える。

日銀は次回決定会合で景気認識をもう一段下方修正するだろう。2002年5月以来の「悪化」との判断となってもおかしくない。年度末までにもう一段の追加緩和策が実施されるだろう。円高の行方によっては次回決定会合で動くことも十分想定される。

2. 業況判断DI：第一次オイルショック以来の落ち込み

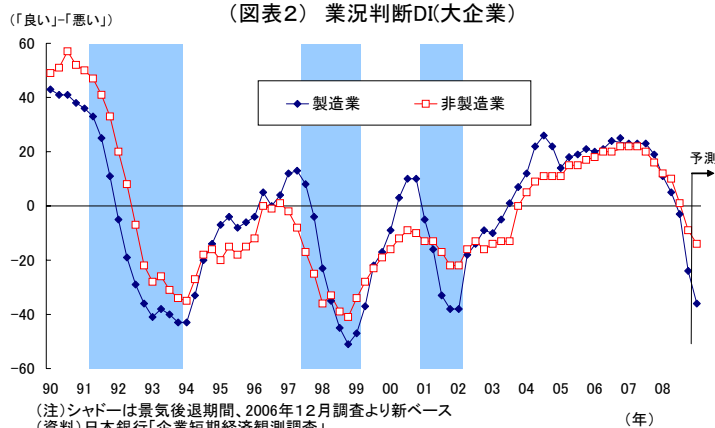
業況判断は、全規模の製造業・非製造業ですべて悪化した。大企業製造業の悪化幅は▲21と、第1次石油ショック時の1974年8月に続く2番目の落ち込み幅になった。10月以降景況感が急速に悪化していることを裏付けている。

(図表1) 業況判断DI

| | | 「(良い)-(悪い)」・%ポイント | | | | | |
|------|------|-------------------|-----|------------|-----|-----|-----|
| | | 2008年9月調査 | | 2008年12月調査 | | | |
| | | 最近 | 先行き | 最近 | 変化幅 | 先行き | 変化幅 |
| 大企業 | 製造業 | -3 | -4 | -24 | -21 | -36 | -12 |
| | 非製造業 | 1 | -1 | -9 | -10 | -14 | -5 |
| | 全産業 | 0 | -2 | -16 | -16 | -25 | -9 |
| 中堅企業 | 製造業 | -8 | -12 | -24 | -16 | -45 | -21 |
| | 非製造業 | -12 | -17 | -21 | -9 | -32 | -11 |
| | 全産業 | -10 | -15 | -22 | -12 | -38 | -16 |
| 中小企業 | 製造業 | -17 | -25 | -29 | -12 | -48 | -19 |
| | 非製造業 | -24 | -31 | -29 | -5 | -42 | -13 |
| | 全産業 | -21 | -29 | -28 | -7 | -44 | -16 |

(注)「最近」の変化幅は、前回調査の「最近」との対比。
「先行き」の変化幅は、今回調査の「最近」との対比。

(図表2) 業況判断DI(大企業)



(大企業)

大企業・製造業は▲24と前回調査から21ポイント悪化（5期連続）。15業種すべてが悪化した。輸出産業は海外販売の不振で雇用・生産調整などが報じられておりマインドの悪化が大きくでている。自動車（▲46ポイント：5→▲41）、電気機械（▲28ポイント：▲9→▲37）一般機械（▲24ポイント：2→▲22）と景況感を悪化させている。先行きについては▲12ポイントと大きな悪化を見込んでいる（15業種中13業種が悪化を見込む）が、自動車が▲27ポイントの悪化を見込んでお

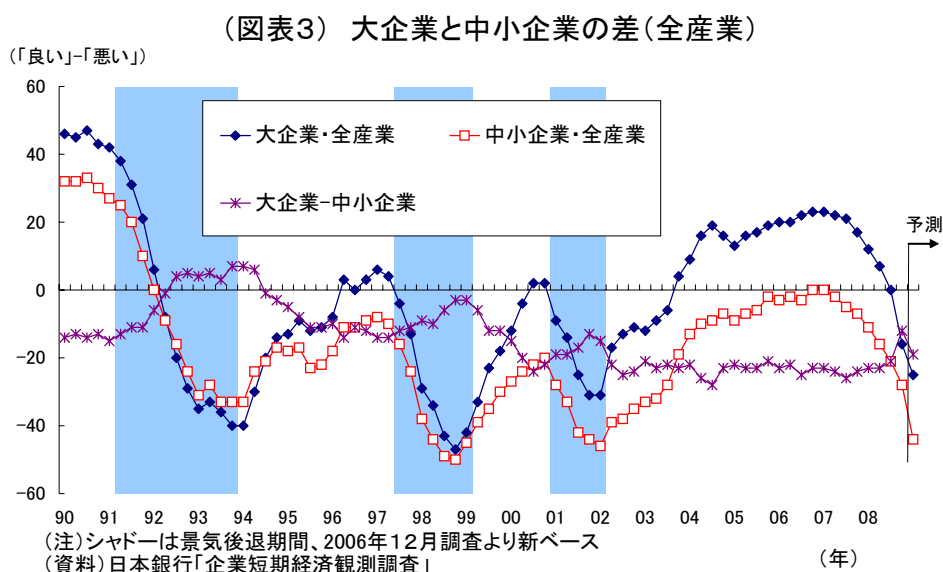
り、かなり慎重・弱めとなっており気がかりだ。

大企業・非製造業は▲9と前回調査から10ポイント悪化（悪化は6期連続）。12業種中10業種悪化となった。不動産市場のいっそうの冷え込みやマンションの買い控えなどが顕著となっており不動産（▲12ポイント：5→▲7）が悪化している。個人の買い控え・節約の動きから飲食店・宿泊（▲19ポイント：▲13→▲32）、卸売（▲18ポイント：11→▲7）、対個人サービス（▲17ポイント：6→▲11）、小売（▲13ポイント：▲5→▲18）と消費関連が総崩れしている。

（中小企業）

中小企業の業況判断は製造業が12ポイント、非製造業は5ポイント悪化している。大企業に比べ悪化幅が小さいが、今後内需がいっそう冷え込んでくることが予想され、中小企業の悪化幅は今後大きくなる可能性はあるだろう。

大企業と中小企業の景況感格差（中小企業－大企業）を見ると、前回調査から縮小し▲12ポイントとなった（図表3）。



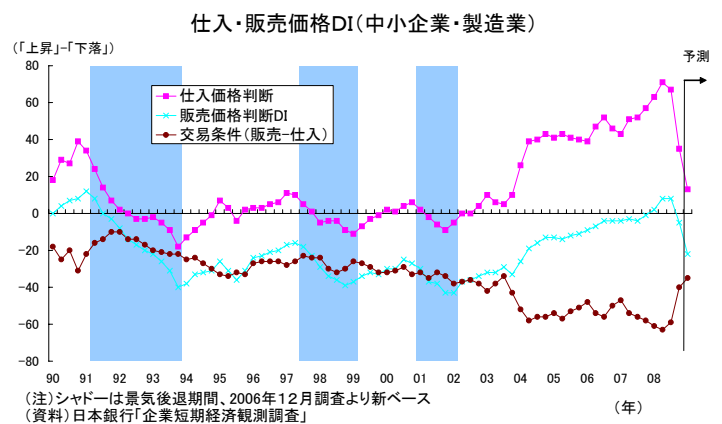
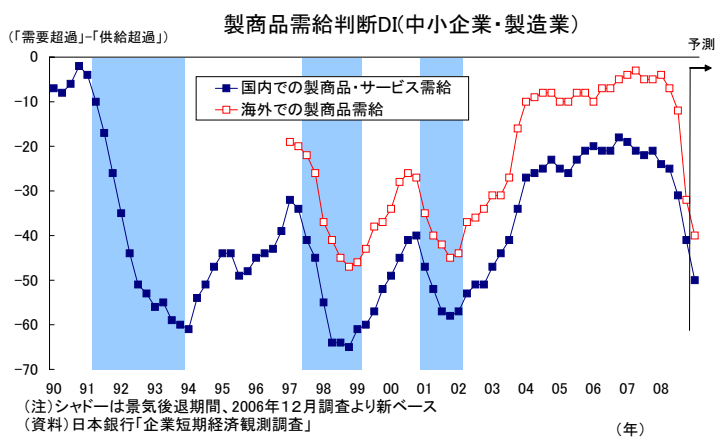
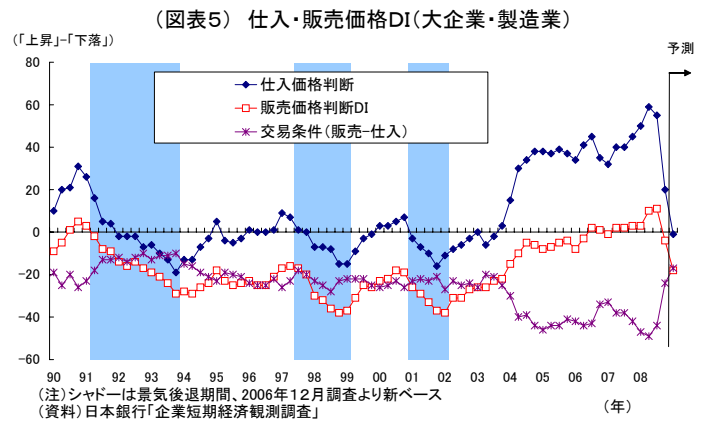
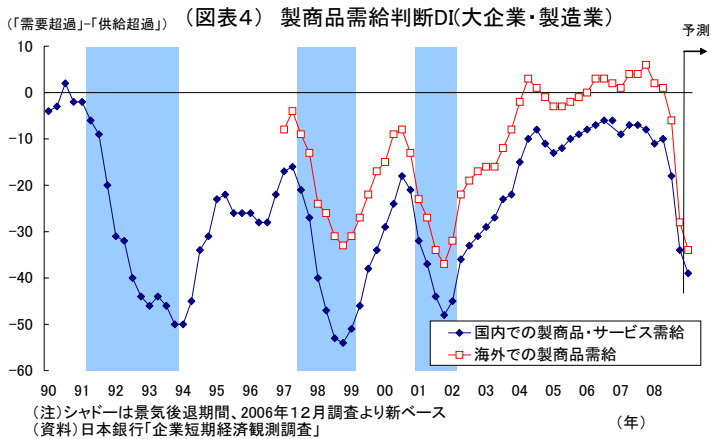
3. 需給・在庫・価格判断：コスト増から需要増に問題がシフト

企業の抱えている問題が、コスト上昇から販売数量減に急速にシフトしていることを示している。

価格判断では仕入判断が大きく低下した。前回9月調査以降、原油価格などが急落しており、大企業・製造業、中小企業・製造業とも30ポイント以上の大幅な低下となった（図表5）。

販売価格も需要の落ち込みから低下傾向にあるが仕入判断の低下のほうが大幅になっており、企業が直面する交易条件は大幅に改善している。

一方、需給は急速に悪化している。大企業・製造業の製商品・サービス需給判断を見ると、国内は16ポイント、海外は22ポイントの悪化、中小企業については、国内が10ポイント悪化、海外が20ポイントの悪化となった（図表4）。内外とも需給関係は急速に崩れている。



4. 売上・収益計画：08年度は2期連続の減益、下期の下振れリスク高い

2008年度の売上高は全規模・全産業で前年度比1.5%と前回調査から1.4ポイント下方修正された(図表6)。

2008年度の経常利益は全規模・全産業で前回調査から12.0ポイント下方修正され、前年度比▲19.1%と2期連続の減益見通しとなった(図表7、8)。下期計画を見ると、すべての規模で2桁の下方修正が行われているが、想定為替レート(下期想定レート101.04円)と実際の為替レートの乖離などを考えると、下期もう一段の下方修正の可能性は高いと言えそうだ。

(図表6) 売上高計画

| | | 2007年度 | 2008年度 (計画) | | | | | |
|------|------|--------|----------------|------|------|------|------|------|
| | | | 修正率 | | 上期 | | 下期 | |
| | | | (計画) | 修正率 | (計画) | 修正率 | (計画) | 修正率 |
| 大企業 | 製造業 | 6.1 | 0.9 | -3.4 | 4.3 | 0.0 | -2.2 | -6.6 |
| | 国内 | 4.6 | 1.9 | -3.3 | 5.1 | -0.8 | -0.9 | -5.5 |
| | 輸出 | 9.9 | -1.5 | -3.9 | 2.4 | 2.0 | -5.4 | -9.3 |
| | 非製造業 | 4.5 | 4.6 | 0.0 | 5.6 | 1.2 | 3.6 | -1.1 |
| | 全産業 | 5.2 | 3.1 | -1.4 | 5.1 | 0.7 | 1.2 | -3.3 |
| 中堅企業 | 製造業 | 3.7 | 0.7 | -2.8 | 3.4 | -0.3 | -1.9 | -5.1 |
| | 非製造業 | 4.2 | 1.0 | -1.2 | 3.4 | -0.1 | -1.1 | -2.3 |
| | 全産業 | 4.1 | 0.9 | -1.6 | 3.4 | -0.1 | -1.3 | -3.0 |
| 中小企業 | 製造業 | 2.5 | -0.9 | -2.6 | 3.1 | 0.5 | -4.6 | -5.6 |
| | 非製造業 | 1.8 | -1.9 | -1.1 | 0.2 | 0.8 | -3.8 | -2.8 |
| | 全産業 | 2.0 | -1.7 | -1.4 | 0.8 | 0.8 | -4.0 | -3.5 |
| 全規模 | 製造業 | 5.1 | 0.6 | -3.2 | 3.9 | 0.0 | -2.6 | -6.2 |
| | 非製造業 | 3.6 | 1.9 | -0.6 | 3.6 | 0.8 | 0.4 | -1.8 |
| | 全産業 | 4.1 | 1.5 | -1.4 | 3.7 | 0.6 | -0.6 | -3.3 |

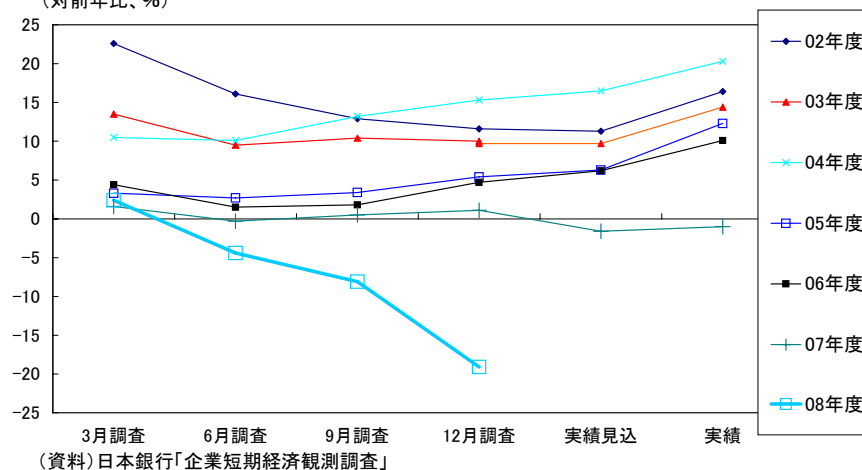
(注)修正率は、前回調査との対比。

(図表7) 経常利益計画

| | | 2007年度 | 2008年度 (計画) | | | | | |
|------|------|--------|----------------|-------|-------|------|-------|-------|
| | | | 修正率 | | 上期 | | 下期 | |
| | | | (計画) | 修正率 | (計画) | 修正率 | (計画) | 修正率 |
| 大企業 | 製造業 | 0.8 | -24.2 | -15.4 | -18.3 | 3.1 | -30.9 | -31.8 |
| | 素材業種 | -4.9 | -11.2 | -1.1 | -14.9 | 7.1 | -6.6 | -9.0 |
| | 加工業種 | 4.5 | -31.8 | -23.8 | -20.5 | 0.5 | -44.0 | -44.3 |
| | 非製造業 | 0.3 | -16.7 | -9.1 | -14.8 | 0.6 | -18.8 | -18.4 |
| | 全産業 | 0.6 | -20.6 | -12.3 | -16.6 | 1.8 | -25.1 | -25.5 |
| 中堅企業 | 製造業 | -9.8 | -14.2 | -11.8 | -11.7 | 4.2 | -16.8 | -24.5 |
| | 非製造業 | -0.4 | -14.4 | -9.0 | -9.3 | -5.3 | -18.2 | -11.9 |
| | 全産業 | -4.1 | -14.3 | -10.1 | -10.3 | -1.6 | -17.7 | -16.7 |
| 中小企業 | 製造業 | -12.3 | -18.2 | -15.7 | -8.8 | 1.4 | -27.0 | -29.6 |
| | 非製造業 | -1.6 | -16.5 | -11.1 | -24.3 | -9.6 | -10.4 | -12.1 |
| | 全産業 | -4.9 | -17.0 | -12.4 | -19.5 | -6.0 | -14.9 | -16.9 |
| 全規模 | 製造業 | -2.0 | -22.4 | -15.0 | -16.7 | 3.1 | -28.8 | -30.6 |
| | 非製造業 | -0.2 | -16.2 | -9.5 | -15.8 | -2.2 | -16.7 | -15.7 |
| | 全産業 | -1.0 | -19.1 | -12.0 | -16.2 | 0.2 | -22.1 | -22.5 |

(注)修正率は、前回調査との対比。

(図表8) 経常利益計画(全規模・全産業)



5. 設備投資・雇用：短観加重判断DIがプラス（需要超過）に

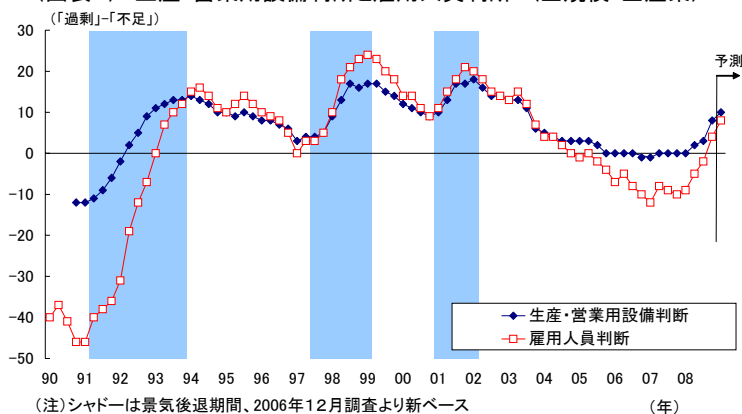
生産・営業用設備判断DI（「过剩」－「不足」）は、全規模・全産業で8（前回調査3）と3期連続で过剩超過となった（図表9）。

雇用人員判断DI（「过剩」－「不足」）は、全規模・全産業でも4（前回調査▲2）と过剩超過に

転じてきた（図表9）。企業の設備・雇用の過剰感が足元急速に高まってきている。

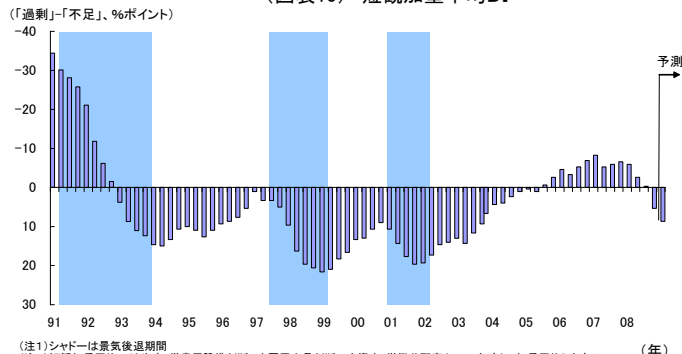
需給ギャップの代理変数とされる「短観加重平均 D.I.」（設備・雇用 DI を加重平均して算出）は、2005年9月調査以降、マイナス（需給ギャップの需要超過を意味する）が続いてきたが、今回供給超過・需要不足に転じた（図表10）。

（図表9）生産・営業用設備判断と雇用人員判断DI(全規模・全産業)



(注)シャドーは景気後退期間、2006年12月調査より新ベース
(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

（図表10）短観加重平均DI



(注1)シャドーは景気後退期間
(注2)短観加重平均DIは生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIを資本・労働分配率(96-05年度)で加重平均したものの
(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

2008年度計画は、全規模・全産業で前年度比▲2.8%、修正率が▲1.5%となった。12月調査は例年上方修正されるクセがあるが、今回修正率がマイナスとなっており、設備投資は弱いと判断可能だ。

大企業製造業が下期4.4%の設備投資を計画している。上下期の修正状況を見ると、上期の投資案件を下期に「先送り」していると思われる。しかし下期もう一段の収益の下方修正は避けられず、投資案件の「先送り」から「見送り」といった可能性が高いだろう。

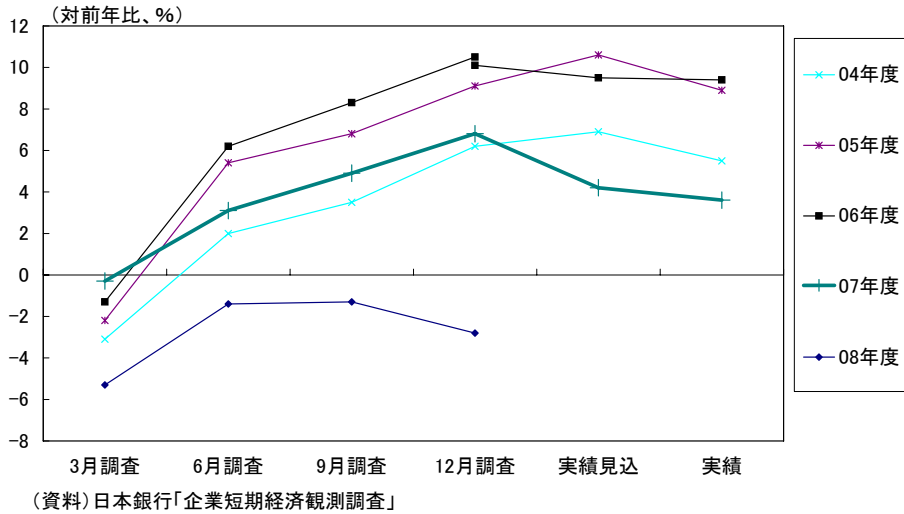
設備投資全体では事前予想よりも、「頑張っている」との見方も可能だが、上記要因を踏まえると下振れリスクは高く、結局年度は設備投資が「減少」ということになる可能性が高い（図表12）。

（図表11）設備投資計画(含む土地投資額)

| | | 2007年度 | 2008年度 (計画) | |
|------|------|--------|----------------|------|
| | | | | 修正率 |
| 大企業 | 製造業 | 4.6 | 2.4 | -3.1 |
| | 非製造業 | 5.0 | -1.7 | -1.0 |
| | 全産業 | 4.9 | -0.2 | -1.8 |
| 中小企業 | 製造業 | -3.5 | -7.6 | -0.5 |
| | 非製造業 | 5.1 | -13.5 | 2.6 |
| | 全産業 | 2.1 | -11.6 | 1.5 |
| 全規模 | 製造業 | 2.9 | 0.0 | -2.9 |
| | 非製造業 | 4.0 | -4.3 | -0.7 |
| | 全産業 | 3.6 | -2.8 | -1.5 |

(注)修正率は、前回調査との対比。

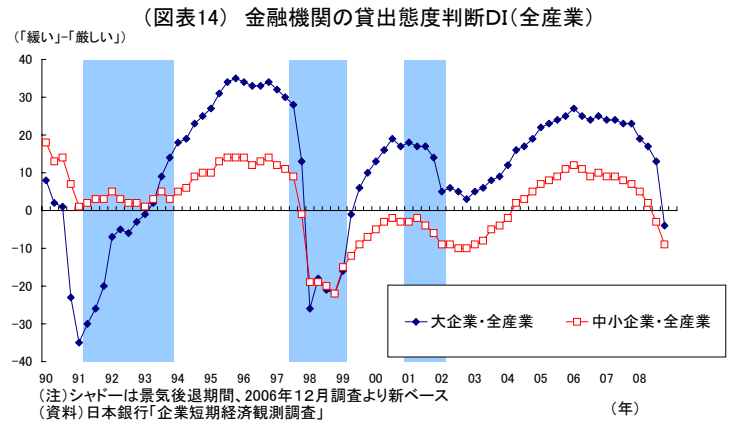
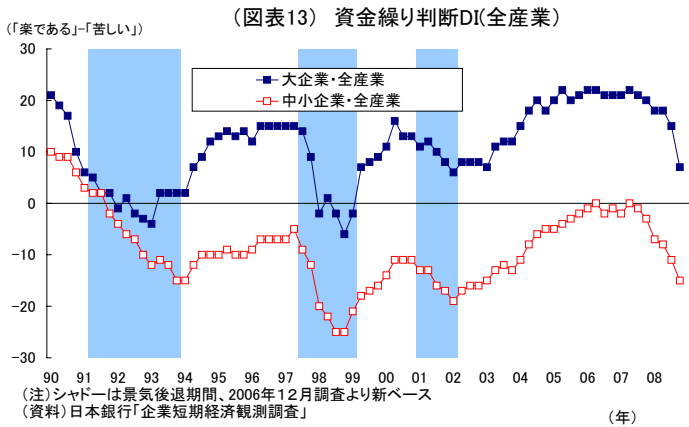
(図表12) 設備投資計画(全規模・全産業)



6. 企業金融：悪化幅急ピッチ、97年頃を思い出させる

資金繰り、金融機関貸出態度は急ピッチで悪化した(図表13, 14)。

リーマン破綻から国内の金融市場にも円金利上昇・信用収縮といった状況が企業金融を直撃している姿が示されている。悪化幅を見ると、97年頃のクレジットクランチと状況が似ており、企業金融周りの対策が緊急課題であることを示している。



(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。