

Weekly  
エコノミスト・  
レター

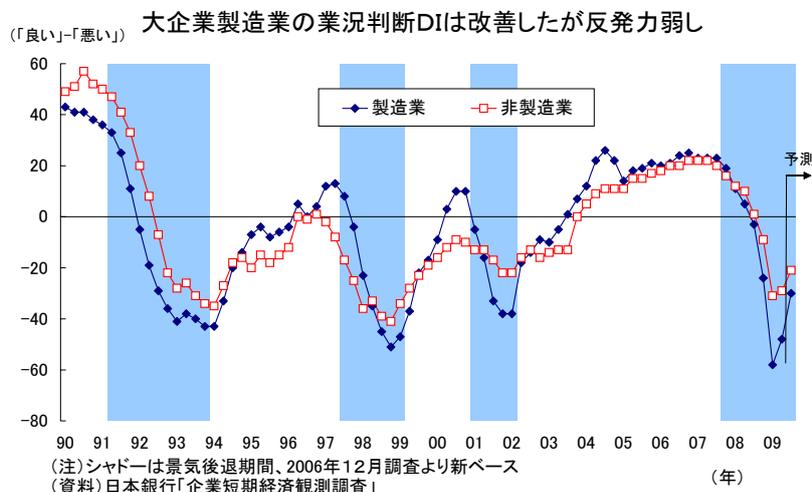
## 6月調査短観

～景気悪化に歯止めはかかるが、反発力弱し、先行き不安材料山積

経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次

(03)3512-1837 yyajima@nli-research.co.jp

1. 6月短観・大企業製造業・業況判断DIはマイナス48と過去最悪だった3月の前回調査（マイナス58）から10ポイント改善した。改善は2006年12月以来2年半ぶりとなる。生産・輸出の持ち直しから、昨年秋から続いてきた景気のフリーフォール状態に歯止めがかかったことが示された。
2. ただし、①大企業製造業の業況判断の改善が市場予想を下回ったこと、②中小企業の業況判断の改善が見られないこと、③雇用、設備投資などについてストック調整圧力がさらに高まっていることなど、短観全体の評価としては「弱い」との印象を受ける。
3. 今回の短観は、景気の底が1-3月にあった可能性を示しているが、反発力そのものは弱く、さらに先行き回復の持続力という点では、不安材料が山積しており、景気が下振れするリスクが高いと読み取るのが素直な解釈だろう。
4. 日銀にとって足元最悪期から脱したとの判断に自信を強める結果となるが、先行きの景気に対して強気になる内容とはならない。当面、従来の政策の効果を見極めながら、先行きの下振れリスクを注視するというスタンスが続くだろう。また今回短観からは企業金融の改善が見られたが、業況判断DI同様、はっきりと二極化が示されている。9月末に期限が切れる一連の企業金融支援などについては、原則延長という方向で検討されることになりそうだ。



## 1. 6月短観全体評価と今後の金融政策：景気悪化に歯止めはかかるが、反発力弱し、先行き不安材料山積、景気の下方リスクを意識した金融政策運営が続く

6月短観・大企業製造業・業況判断D Iはマイナス48と過去最悪だった3月の前回調査（マイナス58）から10ポイント改善した。改善は2006年12月以来2年半ぶりとなる。生産・輸出の持ち直しから、昨年秋から続いてきた景気のフリーフォール状態に歯止めがかかったことが示された。

ただし、①大企業製造業の業況判断の改善が市場予想を下回ったこと、②中小企業の業況判断の改善が見られないこと、③収益、雇用、設備計画などについて、さらに慎重なスタンスが強まっていることなどから、短観全体の評価としては「弱い」との印象を受ける。

今回の短観は、景気の底が1-3月にあった可能性を示しているが、反発力そのものは弱く、さらに先行き回復の持続力という点では、不安材料が山積しており、景気が下振れするリスクが高いと読み取るのが素直な解釈だろう。

6月金融政策決定会後の総裁会見で「内外の在庫調整が終わった後の最終需要の動向がポイントになるが、その点について日銀は慎重に判断している」と述べた。今回の短観は日銀にとって足元最悪期から脱したとの判断に自信を強める結果となるが、先行きの景気に対して強気になる内容とはならない。当面、従来の方針の効果を見極めながら、先行きの下振れリスクを注視するというスタンスが続くだろう。

また今回短観からは企業金融の改善が見られたが、業況判断D I同様ははっきりと二極化が示されている。9月末に期限が切れるCPと社債の買い入れ、企業金融支援特別オペなど、一連の企業金融支援などについては、原則延長という方向で日銀で検討されることになりそうだ。

## 2. 業況判断D I：大企業は改善、しかし中小は改善を示さず

足元の業況判断は、全規模の製造業は2ポイントの改善、対照的に非製造業は1ポイントの悪化を示した。在庫進展、中国を中心とした輸出の盛り返しが製造業の業況判断の改善をもたらしたが、国内消費の低迷を受け非製造業の厳しさはさらに深まっているとの内容となっている。

規模別に見ると大企業製造業は在庫調整に目処が付き、中国を中心に輸出の減少も止まりかけており生産増加の動きが見られる。自動車、電機などの業況判断D Iが改善し大企業製造業・業況判断は、前回調査よりも大幅な改善となった。

しかし、中堅・中小企業製造業は生産水準の低下から雇用・設備の過剰感が高止まっており景況感の改善は大企業製造業よりも小さい。また雇用所得環境が大きく悪化する中、消費不振は非製造業の業績を直撃しており、非製造業も全体として改善がみられない。大企業製造業とその他で二極化が鮮明とな

ってきている。

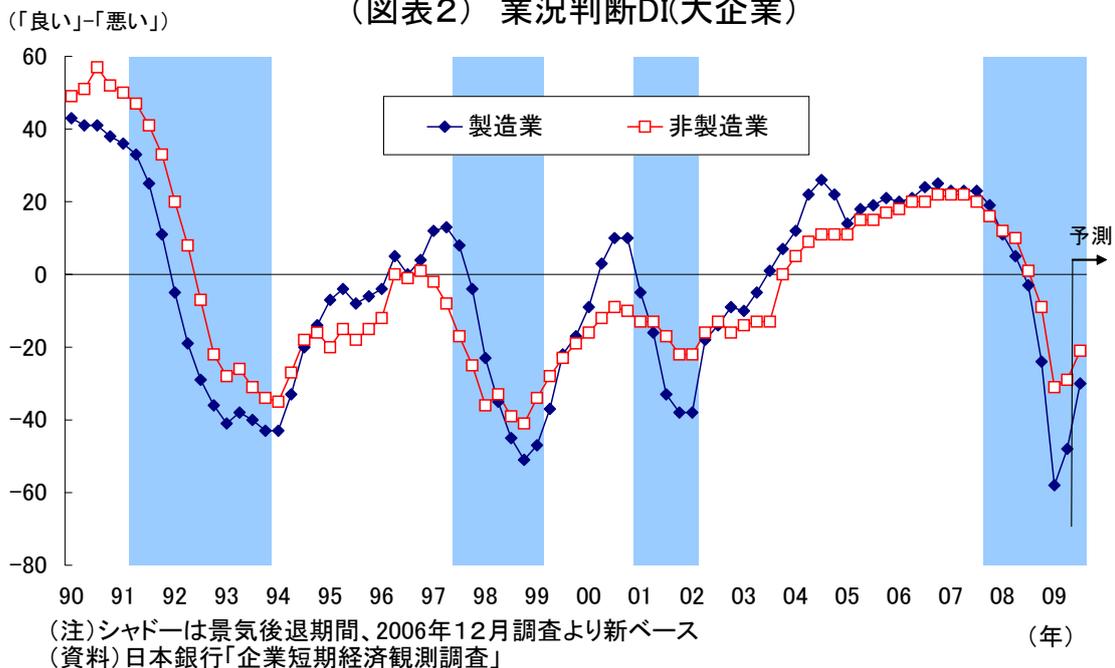
(図表1) 業況判断DI

(「良い」-「悪い」・%ポイント)

		2009年3月調査		2009年6月調査			
		最近	先行き	最近	先行き		変化幅
					変化幅	変化幅	
大企業	製造業	-58	-51	-48	10	-30	18
	非製造業	-31	-30	-29	2	-21	8
	全産業	-45	-41	-39	6	-26	13
中堅企業	製造業	-57	-61	-55	2	-46	9
	非製造業	-37	-45	-36	1	-32	4
	全産業	-46	-51	-44	2	-39	5
中小企業	製造業	-57	-63	-57	0	-53	4
	非製造業	-42	-52	-44	-2	-45	-1
	全産業	-47	-56	-49	-2	-48	1

(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)

大企業製造業のDIは▲48と前回3月調査から10ポイント改善した。ただし、事前の市場予想からすれば下限に近く、「反発力」は極めて弱かった。

大企業製造業の改善は10期ぶり。木材・木製品、鉄鋼を除く13業種で改善した。在庫圧縮、輸出の下げ止まりの動きから、自動車、電機、精密機械など輸出関連が2桁の改善を示している。

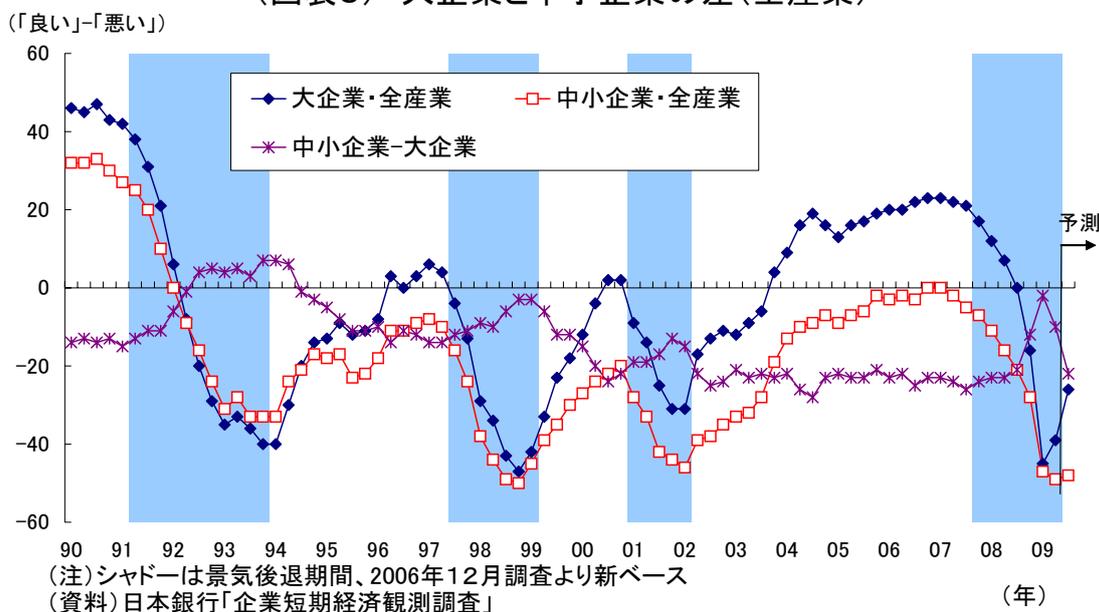
先行きについては、18ポイントの改善を見込んでいる(15業種中14業種が改善を見込む)。

大企業・非製造業は▲29と前回調査から2ポイント改善。改善は10期ぶりとなる。12業種中6業種で改善となった。エコポイントや定額減税などが消費を押し上げている部分はあるが、雇用所得環境の急速な悪化で個人消費は低調で、全体としては改善幅が製造業よりも小幅にとどまっている。

(中小企業)

中小企業の業況判断は製造業が横ばい、非製造業は2ポイントの悪化となった。大企業に比べて経営環境が厳しい中小企業は改善幅が小幅にとどまると筆者は予想していたが、それ以上に結果は悪く、大企業との格差はかなり深刻な状況となっている(図表3)。

(図表3) 大企業と中小企業の差(全産業)



### 3. 需給・在庫・価格判断：足元在庫圧縮は進む。需給判断は大企業と中小企業で

#### 明暗はっきり

(在庫は圧縮が進む)

上半期かなり急ピッチで在庫圧縮を行ってきたことから企業の在庫調整は大企業、中小企業とも進捗している。

(需給判断：国内判断は大企業と中小企業で明暗がはっきり)

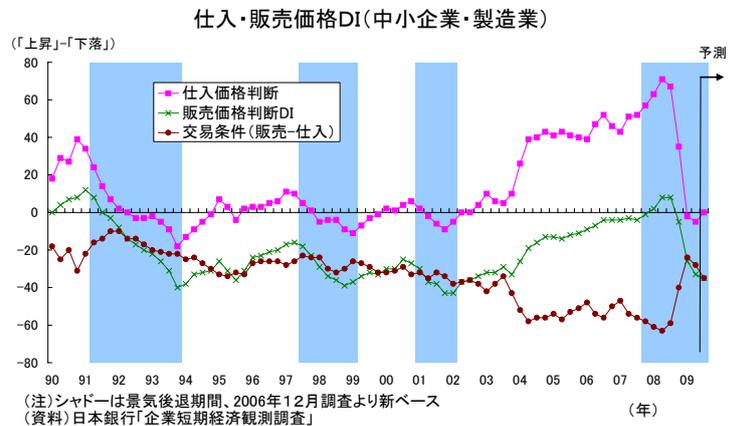
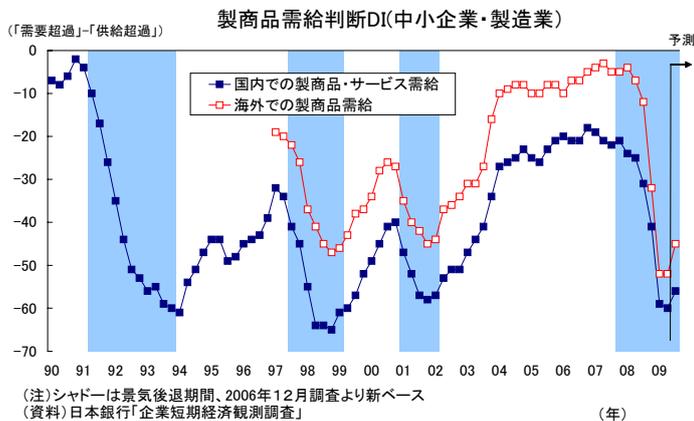
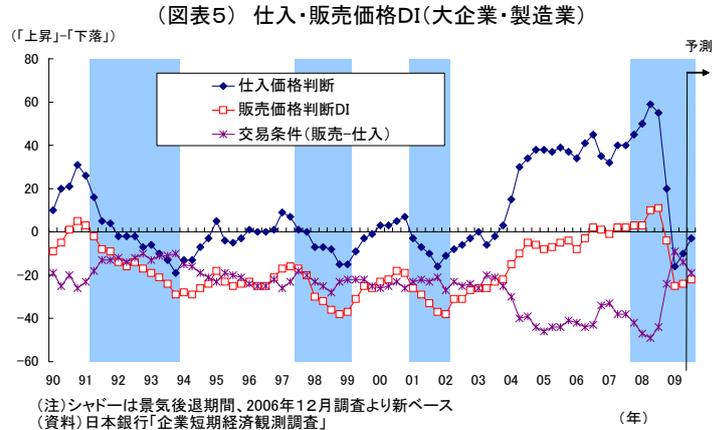
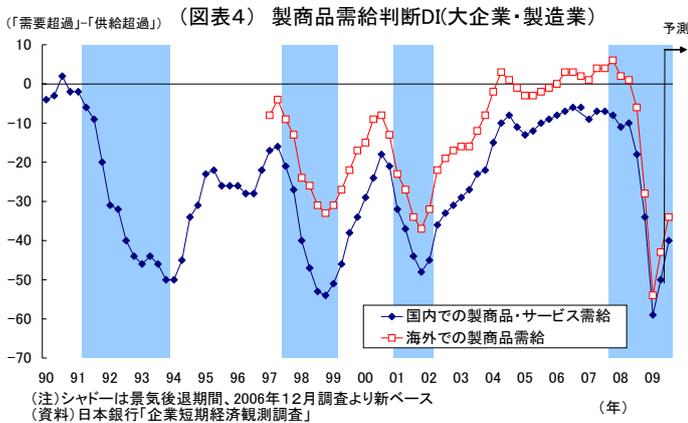
大企業製造業の製商品・サービス需給判断を見ると、国内は9ポイント、海外は11ポイントの改善、中小企業については、国内が1ポイント悪化、海外が変化なしとなった(図表4)。大企業は国内では低価格を押し進め売上を伸ばす中、中小企業は低価格路線には体力的にきついという状況が顕著にでている。

海外についても中国向けを中心に戻り始めている輸出の恩恵を大企業は受けているが、中小企業の状況を改善するにはいたっていない。先行きを見ると大企業、中小ともに非製造業は国内需要の改善は見込んでいないが、やはり大企業に比べて中小企業の改善幅は小さくなっている。

(価格判断：先行きの仕入れ価格上昇を見込む)

価格判断では大企業で販売価格判断に比べて仕入れ価格判断の上昇が目立つ。先行きについては大

企業、中小企業とも仕入価格判断の一段の上昇を見込んでおり、販売価格への転嫁が難しい中、マージン獲得が厳しくなっていることがわかる（図表5）。



#### 4. 売上・収益計画：3月調査よりもさらなる下方修正、頼みの輸出計画も大きな修正

2009年度の売上高は全規模・全産業は3月調査から5.3ポイント下方修正され、前年度比▲9.5%と昨年度に続いての減収見込みとなっている（図表6）。

09上下期の両方で下方修正されている。大企業製造業の輸出計画を見ると、下期に前年同期比4.8%のプラスを見込むが、これも3月調査からマイナス7.2%（しかも上期もマイナス23.9%の下方修正をしている）とかなり大きな下方修正を行なっている。

2009年度の経常利益は全規模・全産業で前回調査からマイナス9.8%下方修正され、前年度比▲16.4%と2期連続の減益見通しだ。09上下期でみると下期急回復のシナリオとなっているが、国内外の販売動向によってはさらなる下方修正の可能性が高い状況だ。

(図表6) 売上高計画

		2008年度		2009年度 (計画)		上期		下期	
			修正率		修正率	(計画)	修正率	(計画)	修正率
大企業	製造業	-9.2	-1.6	-14.0	-9.5	-26.3	-15.8	1.2	-3.1
	国内	-6.8	-0.8	-12.0	-7.0	-22.4	-12.5	0.0	-1.5
	輸出	-14.7	-3.9	-19.1	-15.9	-35.7	-23.9	4.8	-7.2
	非製造業	-1.6	-2.3	-8.7	-6.9	-14.9	-8.1	-2.1	-5.7
	全産業	-4.7	-2.0	-10.8	-7.9	-19.5	-11.1	-0.8	-4.7
中堅企業	製造業	-6.8	-0.4	-12.9	-4.3	-23.0	-5.9	-1.3	-2.8
	非製造業	-3.4	-0.7	-6.1	-1.4	-11.9	-2.0	-0.1	-1.0
	全産業	-4.3	-0.6	-7.8	-2.1	-14.7	-2.9	-0.4	-1.4
中小企業	製造業	-4.7	0.2	-13.8	-3.2	-21.5	-4.0	-5.4	-2.5
	非製造業	-4.1	0.2	-6.6	-1.3	-10.4	-1.9	-2.7	-0.6
	全産業	-4.2	0.2	-8.2	-1.7	-12.9	-2.4	-3.3	-1.0
全規模	製造業	-8.1	-1.1	-13.8	-7.7	-25.0	-12.5	-0.4	-2.9
	非製造業	-2.7	-1.2	-7.5	-4.1	-13.0	-5.1	-1.8	-3.3
	全産業	-4.5	-1.2	-9.5	-5.3	-17.0	-7.4	-1.4	-3.2

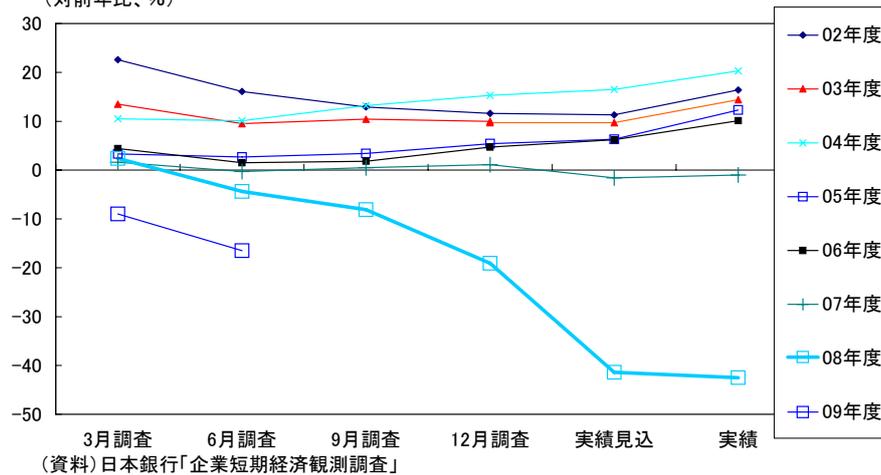
(注)修正率は、前回調査との対比。

(図表7) 経常利益計画

		2008年度		2009年度 (計画)		上期		下期	
			修正率		修正率	(計画)	修正率	(計画)	修正率
大企業	製造業	-61.9	2.2	-39.5	-23.1	-96.7	-93.8	利益	3.1倍
	素材業種	-46.5	-10.3	-20.8	-17.6	-71.4	-53.3	4.7倍	28.8
	加工業種	-70.9	20.1	-59.8	-32.7	欠損	欠損	利益	利益
	非製造業	-27.6	-5.8	-8.6	-7.9	-36.8	-21.4	39.5	6.1
	全産業	-45.4	-3.0	-19.8	-12.6	-67.2	-50.7	2.9倍	42.1
中堅企業	製造業	-51.3	-1.7	-35.4	-15.1	-89.7	-63.9	7.3倍	10.7
	非製造業	-29.9	-1.9	6.3	4.4	-28.1	-1.1	51.9	8.2
	全産業	-37.9	-1.8	-5.8	-0.2	-52.8	-14.1	90.7	8.8
中小企業	製造業	-50.9	-2.2	-57.5	-37.4	-99.6	-98.4	4.0倍	-12.7
	非製造業	-26.9	3.8	-0.8	-2.9	-21.6	-10.3	17.3	2.0
	全産業	-33.8	2.5	-12.8	-8.1	-48.3	-20.5	31.5	0.5
全規模	製造業	-59.6	1.1	-41.2	-23.5	-96.2	-91.9	利益	2.1倍
	非製造業	-27.9	-3.2	-4.5	-4.8	-32.8	-16.4	35.4	5.4
	全産業	-42.5	-1.9	-16.4	-9.8	-62.6	-42.1	2.2倍	25.0

(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)

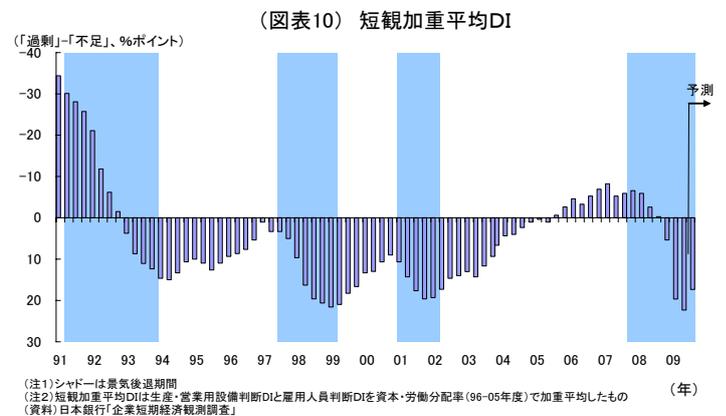
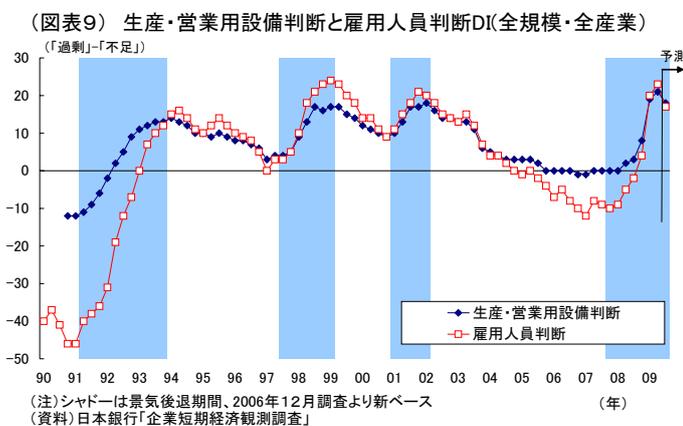


## 5. 設備投資・雇用：製造業はストック調整圧力が和らぐが、中堅、中小では過剰感が高まる

生産・営業用設備判断 DI（「過剰」－「不足」）は、全規模・全産業で 21（前回調査 19）と 5 期連続で過剰超過となった（図表 9）。

雇用人員判断 DI（「過剰」－「不足」）は、全規模・全産業でも 23（前回調査 20）と過剰感が高まっている。図表 9）。大企業は設備、雇用とも足元では過剰感が少し緩んでいるが、中堅、中小は急速に過剰感が高まっており、全体としても過剰超過幅が拡大している。

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、さらに需要超過に振れている（図表 10）。



2009 年度の設備投資計画は企業収益が大幅に落ち込み抑制的にならざるを得ないと予想していたが、特に大企業製造業の下方修正幅が大きかった。

2009 年度の設備投資計画は全規模・全産業で、3 月調査より 4.2% 下方修正（前年度比▲17.1%）され、完全に設備投資が抑制の動きになっている。とくに大企業製造業では今回完全に設備投資の過去パターンが崩れ、腰折れという状況になっている。

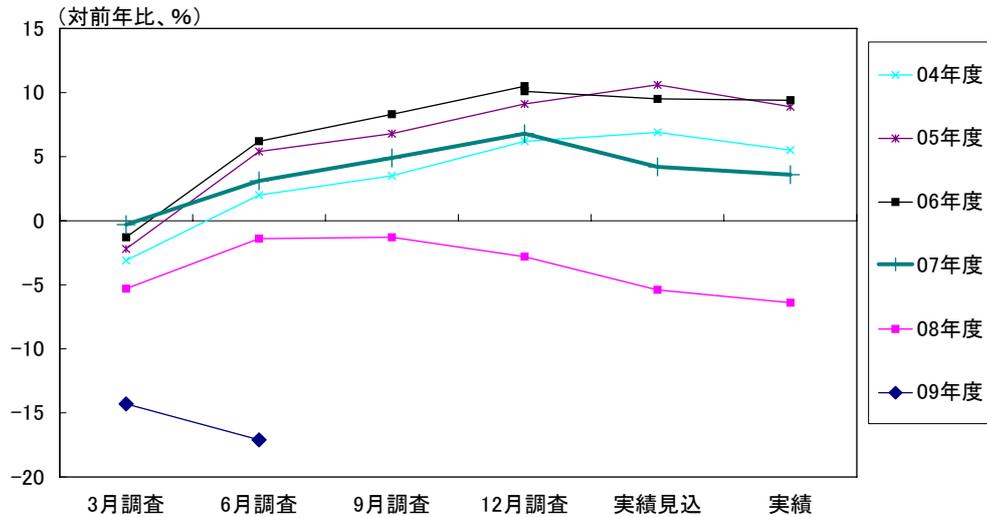
利益の急激な落ち込み、設備に対する過剰感の高まりなど設備投資を巡る企業の環境は最悪の状況にある。今後を見通せば、利益が明確に回復してこなければ、企業の設備に対する慎重なスタンスに変化はできそうにない、時間がかかりそうだ（図表 12）。

(図表11) 設備投資計画(含む土地投資額)

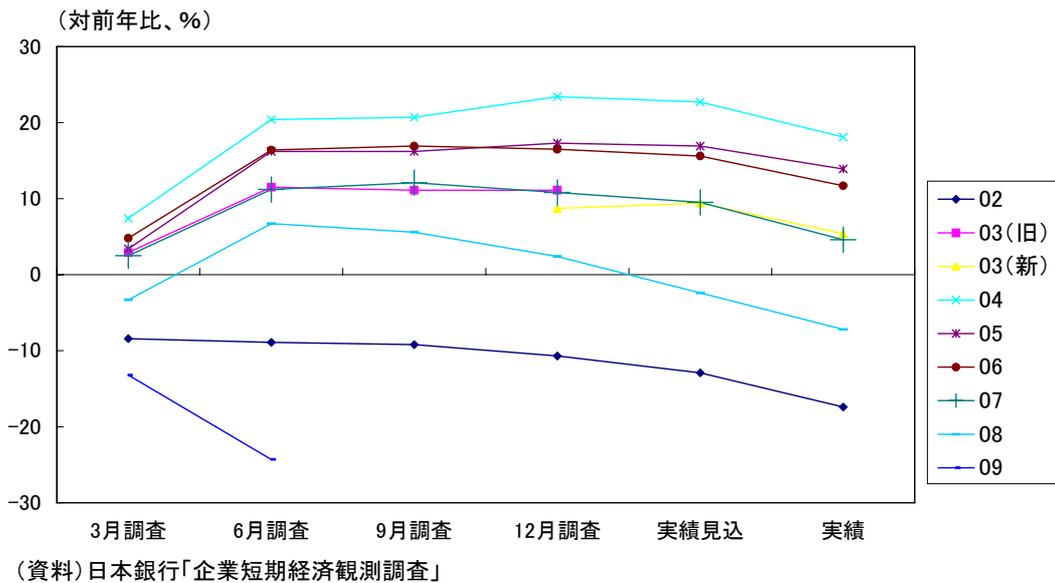
		2008年度		2009年度					
		修正率		(計画)		上期		下期	
		(計画)	修正率	(計画)	修正率	(計画)	修正率	(計画)	修正率
大企業	製造業	-7.2	-4.9	-24.3	-17.1	-21.7	-13.6	-27.0	-20.6
	非製造業	-6.2	-2.5	-0.8	-0.6	1.8	0.0	-3.0	-1.2
	全産業	-6.6	-3.4	-9.4	-6.3	-7.3	-4.9	-11.3	-7.6
中小企業	製造業	-7.7	0.9	-41.5	2.2	-40.4	6.1	-42.6	-2.2
	非製造業	-10.8	3.4	-34.1	0.4	-33.8	-2.4	-34.4	3.8
	全産業	-9.8	2.6	-36.6	0.9	-36.1	0.1	-37.2	1.9
全規模	製造業	-7.4	-3.3	-28.0	-12.9	-25.9	-9.7	-30.1	-16.2
	非製造業	-5.8	0.2	-11.2	0.1	-9.9	0.1	-12.4	0.2
	全産業	-6.4	-1.1	-17.1	-4.2	-15.7	-3.3	-18.4	-5.2

(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)



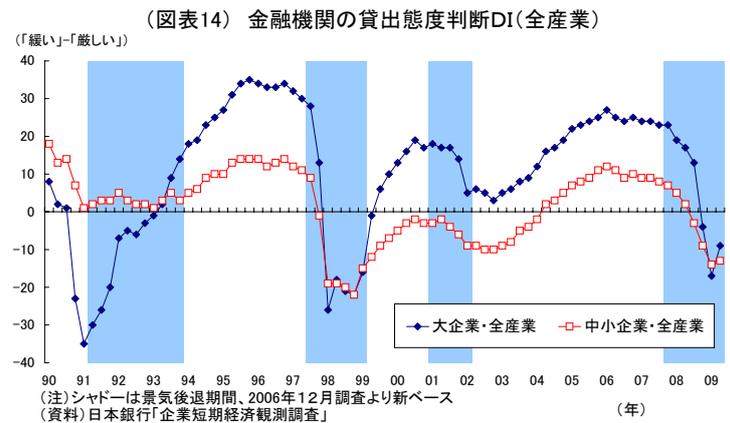
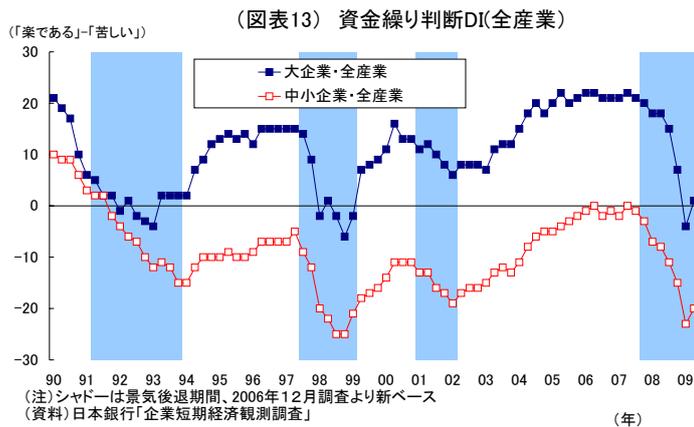
設備投資計画(大企業 製造業)



## 6. 企業金融：改善するも、大企業との中小企業との格差あり

久々に企業金融の改善が見られた。資金繰り、金融機関貸出態度の悪化がとまっている（図表13、14）。ただし、大企業に比べ中小企業の改善が小幅となっていることなどは、白川総裁が述べている企業金融の二極化という状況も示唆している。

9月末に期限が切れる日銀のCPと社債の買い入れ、企業金融支援特別オペなど、一連の企業金融支援などについては、原則延長という方向で検討されることになりそうだ。



(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。