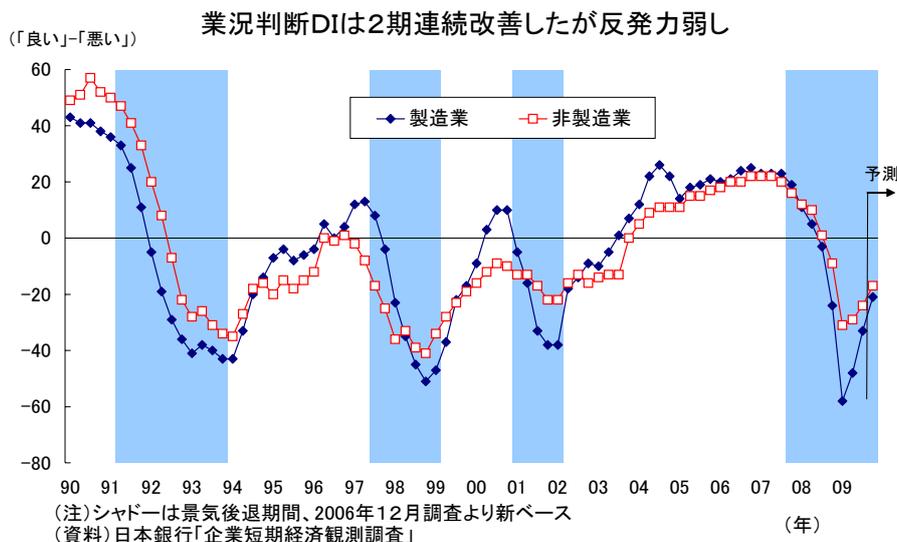


Weekly  
エコノミスト・  
レター9月調査短観～大企業・製造業の景  
況感は2期連続改善

経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次  
 (03)3512-1837 yyajima@nli-research.co.jp  
 副主任研究員 上野 剛志  
 (03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 9月短観・大企業製造業・業況判断DIはマイナス 33 と前回6月調査（マイナス 48）から 15 ポイント上昇、2期連続の改善となった。政策効果の下支えもあって、生産・輸出の持ち直しから、国内景気は最悪期を脱したことが裏付けられた。
2. ただし、①業況判断の改善は前回同様、大企業製造業中心で非製造業、中小企業の反発力は弱いこと、②売上・利益の年度計画が小幅ながら下方修正されていること、③雇用、設備投資の過剰感はやや改善したが依然強く、ストック圧力から設備投資計画も下方修正されていることなど、回復に力強さは感じられない。
3. また、大企業・製造業の想定為替レートは 94.50 円/ドルと、足元の 90 円割れの状況と乖離があり、現状の為替水準が続くと企業収益悪化を通じて景気が下振れする可能性があるなど、今後の景気回復には依然不安材料が多く、2番底に陥るリスクを抱えている。
4. 日銀にとっては前回同様、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。



## 1. 9月短観全体評価と今後の金融政策：景気は最悪期を脱したことを裏付ける結果だが、反発力弱く、円高など先行き不安材料多し、2番底リスクを意識した金融政策運営が続く

9月短観・大企業製造業・業況判断D Iはマイナス33と前回6月調査（マイナス48）から15ポイント上昇、2期連続の改善となった。政策効果の下支えもあって、生産・輸出の持ち直しから、国内景気は最悪期を脱したことが裏付けられた。

ただし、①業況判断の改善は前回同様、大企業製造業中心で非製造業、中小企業の反発力は弱いこと、②売上・利益の年度計画が小幅ながら下方修正されていること、③雇用、設備投資の過剰感はやや改善したが依然強く、ストック圧力から設備投資計画も下方修正されていることなど、回復に力強さは感じられない。

また、大企業・製造業の想定為替レートは94.50円/ドルと、足元の90円割れの状況と乖離があり、現状の為替水準が続くと企業収益悪化を通じて景気が下振れする可能性があるなど、今後の景気回復には依然不安材料が多く、2番底に陥るリスクを抱えている。

日銀にとっては前回同様、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。

## 2. 業況判断D I：大企業製造業は改善、非製造業、中小は反発力弱し

足元の業況判断は、全規模全産業で7ポイント改善した。うち製造業は15ポイントとかなり改善がみられるが、非製造業では5ポイントの改善に留まった。前回調査における先行き予想並びに市場の事前予想に概ね沿った形となったが、生産・輸出の持ち直しが製造業の業況判断の改善をもたらした一方で、雇用・所得環境の悪化、消費の低迷を受けて、消費者と直接接する非製造業の厳しさは続いている。

規模別に見ると大企業製造業は、中国を中心とした輸出の持ち直しなどから生産に増加の動きが見られ、業況判断は、前回調査よりも大幅な改善となった。特にエコカー減税、エコポイントといった需要喚起政策の対象となった自動車、電気機械では比較的大きな改善が確認できる。

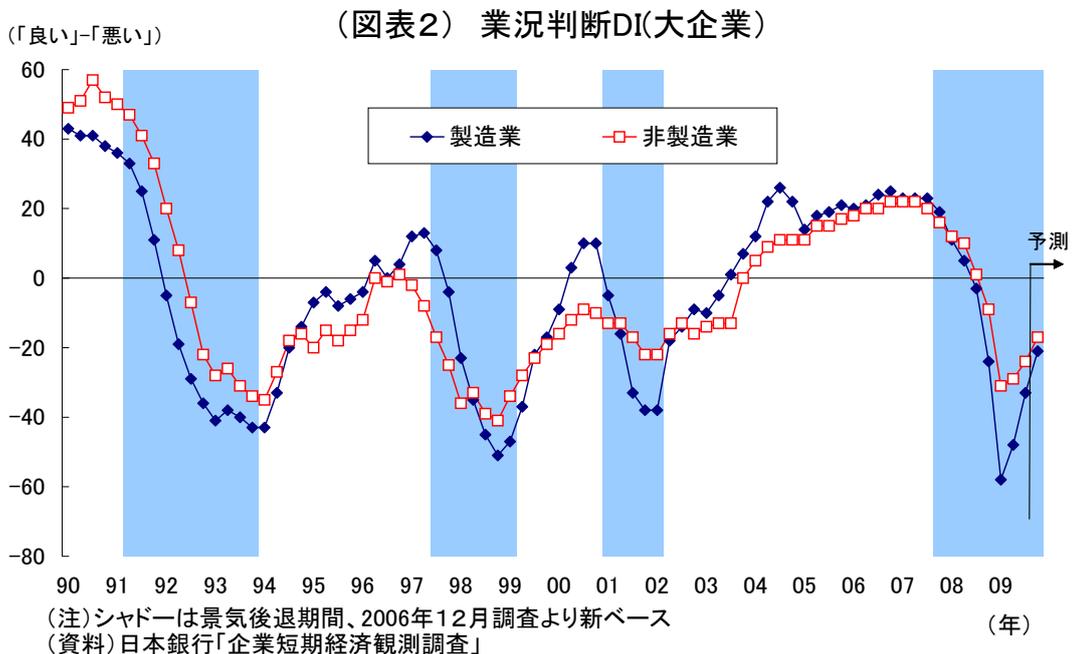
しかし、価格競争力・交渉力の弱い中小企業製造業では景況感の改善は大企業製造業よりも小さい。また非製造業については、雇用所得環境が大きく悪化するなかで消費の低迷から、大企業、中小企業ともに改善が小幅に止まる。大企業製造業とその他で格差がますます拡大している。

(図表1) 業況判断DI

(「良い」-「悪い」・%ポイント)

		2009年6月調査		2009年9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	-48	-30	-33	15	-21	12
	非製造業	-29	-21	-24	5	-17	7
	全産業	-39	-26	-28	11	-19	9
中堅企業	製造業	-55	-46	-40	15	-35	5
	非製造業	-36	-32	-30	6	-28	2
	全産業	-44	-39	-35	9	-31	4
中小企業	製造業	-57	-53	-52	5	-44	8
	非製造業	-44	-45	-39	5	-40	-1
	全産業	-49	-48	-43	6	-41	2

(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。



(大企業)

大企業製造業のDIは▲33と前回6月調査から15ポイントと大きく改善した。

また、改善幅もさることながら、業種的にも幅広く改善がみられ、15業種中、造船・重機を除く14業種で改善した。中国を中心とする輸出、生産の持ち直しの動きから、自動車、電機をはじめ10業種が二桁の改善を示している。

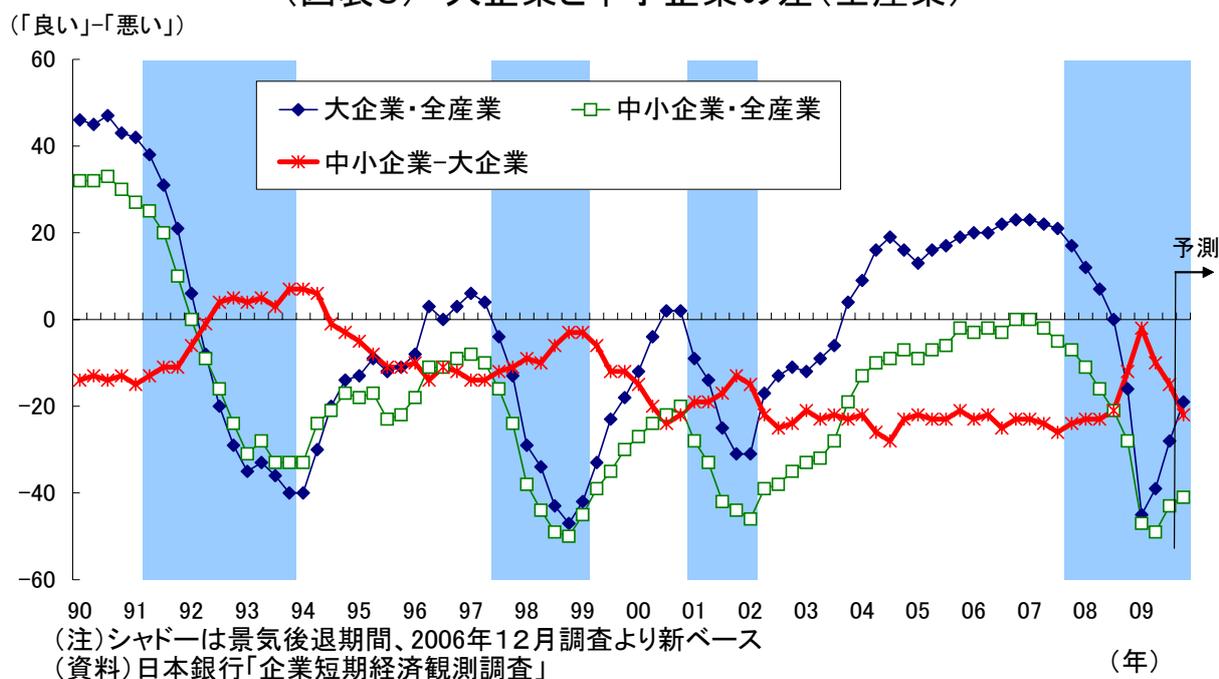
先行きについても、精密を除く14業種が改善を見込んでおり、全体で12ポイントの改善を見込んでいる。

大企業・非製造業は▲24と前回調査から5ポイント改善。12業種中9業種で改善となったが、二桁の改善は不動産と卸売の2業種に留まる。厳しい雇用所得環境から個人消費は低調に推移しており、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、非製造業ともに5ポイントの改善となった。大企業に比べて経営環境が厳しい中小企業では改善幅が小幅に留まっており、特に製造業15業種中、大企業より改善が大きかった業種はわずか3業種と、大企業との格差はますます鮮明になってきている(図表3)。先行きも非製造業で悪化を見込むなど、厳しい状況が続く見通し。

(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：在庫圧縮は引き続き進展、需給判断は改善したが依然 大幅な供給過多

(在庫は圧縮が進む)

企業は引き続き在庫の圧縮を行なってきたことから、在庫調整は大企業、中小企業ともに進捗している。

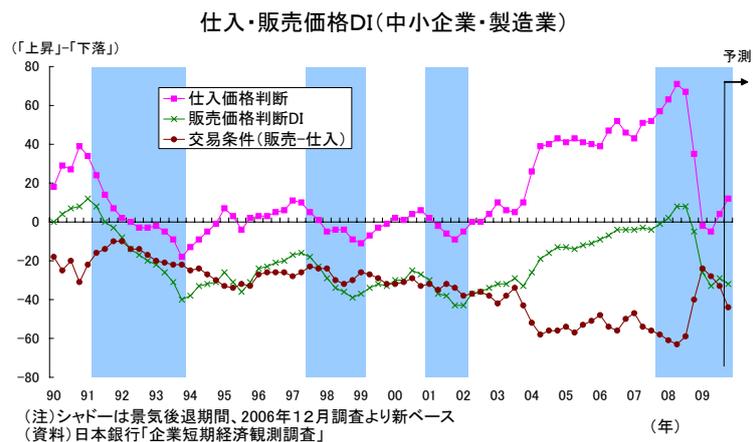
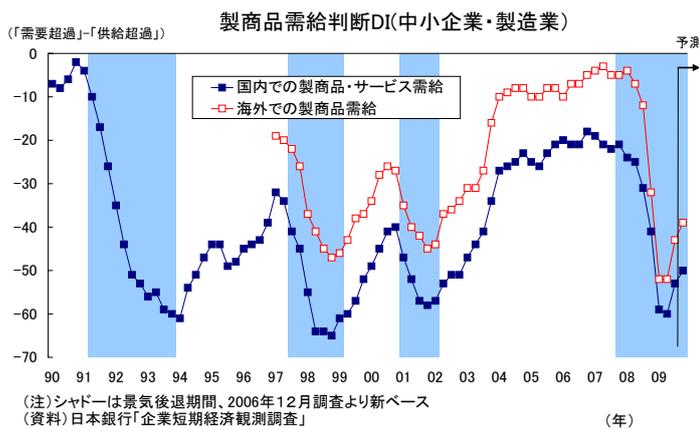
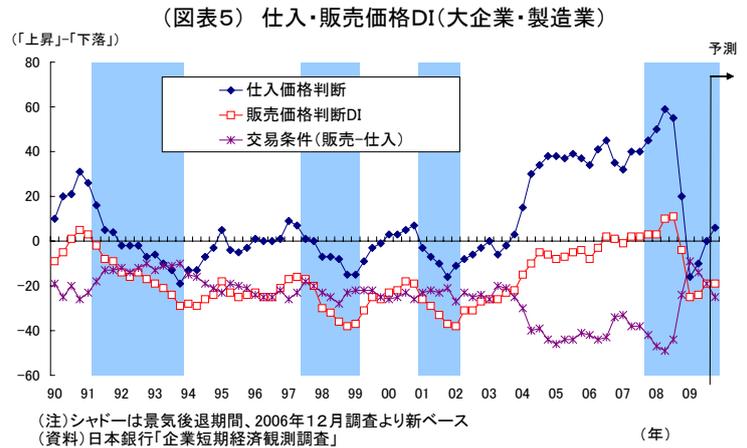
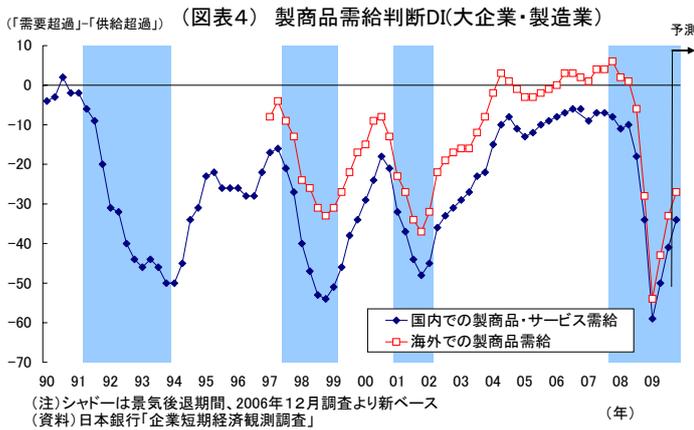
(需給判断：改善はみられるが大幅な供給過多の状況続く)

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10ポイントの改善、中小企業製造業については、国内が7ポイント改善、海外が9ポイントの改善となった(図表4)。前回調査では大企業と中小企業で明暗が分かれたが、回復局面がしばらく続いたことで、中小企業にも需要の改善感が波及したのであろう。

先行きを見ると、製造業は大企業、中小企業ともに改善を見込んでいるが、大企業の方が強い見通しを持っている。非製造業は大・中小ともにほぼ横ばいで国内需要の改善は見込んでいない。

(価格判断：先行きもマージン縮小を見込む)

製造業の販売価格判断は大・中小企業ともに今回上昇に転じたが、仕入価格判断はそれ以上に上昇しており、マージンは引き続き縮小している。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、マージン獲得がますます厳しくなっていく見込み(図表5)。



#### 4. 売上・収益計画：売上は輸出を中心に前回調査よりもさらに下方修正

2009年度の売上高は全規模・全産業は6月調査から1.0ポイント下方修正され、前年度比▲10.5%の減収見込みとなっている(図表6)。

企業規模が小さいほど下方修正幅が大きくなっており、ここでも中小企業の厳しさが垣間見えるが、大企業製造業でも輸出を中心に下方修正されている。上期下期でみると、上期中心の修正で、足元の計画下振れを反映したものと思われるが、下期についても▲0.6%と若干下方修正された。

2009年度の経常利益は全規模・全産業で前回調査から3.5%下方修正され、前年度比▲19.3%との減益見通し。上下期でみると上期の修正率▲2.5%に対して下期の修正は▲4.0%と高い。前回調査時の当レポートにおいて、下期急回復のシナリオとなっている点について、下方修正の可能性を

指摘したが、予想が的中してしまった形となった。

(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	-	-14.3	-0.4	-26.7	-0.5	0.9	-0.3
	国内	-6.8	-	-12.0	0.0	-22.5	-0.1	0.1	0.1
	輸出	-14.7	-	-20.4	-1.6	-36.8	-1.7	3.3	-1.5
	非製造業	-1.6	-	-9.4	-0.8	-15.9	-1.2	-2.4	-0.4
	全産業	-4.7	-	-11.3	-0.6	-20.3	-0.9	-1.2	-0.4
中堅企業	製造業	-6.8	-	-13.6	-0.7	-23.7	-0.8	-1.9	-0.6
	非製造業	-3.4	-	-7.2	-1.2	-13.7	-2.0	-0.5	-0.4
	全産業	-4.3	-	-8.8	-1.1	-16.2	-1.7	-0.8	-0.5
中小企業	製造業	-4.7	-	-15.0	-1.3	-22.5	-1.4	-6.6	-1.3
	非製造業	-4.1	-	-8.4	-1.9	-12.7	-2.6	-4.0	-1.3
	全産業	-4.2	-	-9.8	-1.8	-15.0	-2.3	-4.5	-1.3
全規模	製造業	-8.1	-	-14.3	-0.6	-25.6	-0.7	-0.9	-0.5
	非製造業	-2.7	-	-8.7	-1.2	-14.5	-1.8	-2.5	-0.7
	全産業	-4.5	-	-10.5	-1.0	-18.2	-1.5	-2.0	-0.6

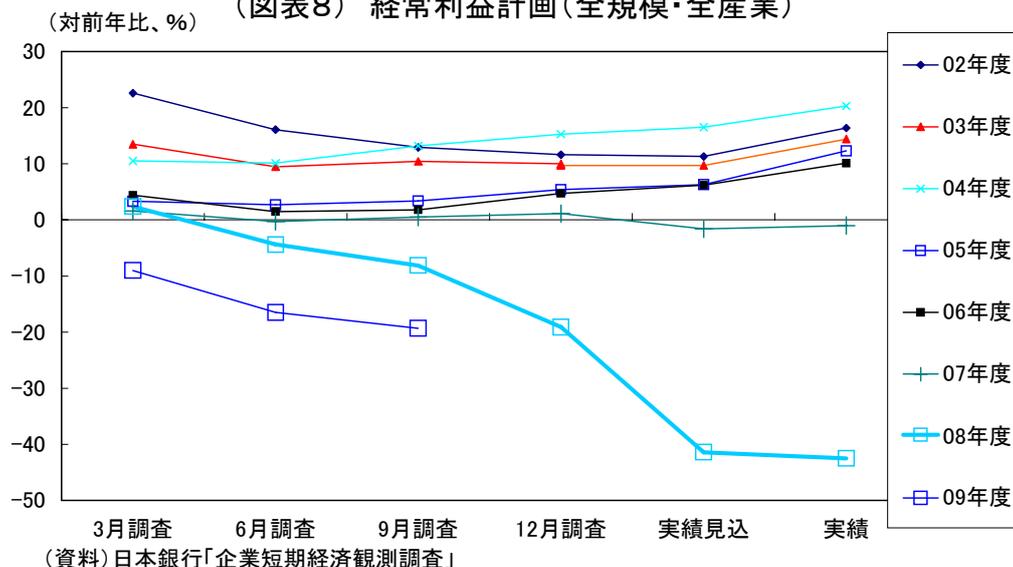
(注)修正率は、前回調査との対比。

(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	-	-38.9	1.0	-94.6	66.0	利益	-3.3
	素材業種	-46.5	-	-22.7	-2.4	-74.3	-10.1	4.8倍	1.3
	加工業種	-70.9	-	-56.5	8.2	欠損	欠損	利益	-7.6
	非製造業	-27.6	-	-12.4	-4.2	-38.6	-2.8	32.1	-5.3
	全産業	-45.4	-	-22.0	-2.8	-67.0	0.7	2.8倍	-4.5
中堅企業	製造業	-51.3	-	-33.4	3.0	-88.4	12.7	7.4倍	1.4
	非製造業	-29.9	-	1.1	-4.9	-32.4	-5.9	45.4	-4.3
	全産業	-37.9	-	-9.0	-3.3	-54.8	-4.3	85.3	-2.8
中小企業	製造業	-50.9	-	-46.2	26.5	-91.6	23.2倍	4.3倍	9.7
	非製造業	-26.9	-	-10.3	-9.6	-34.7	-16.7	10.9	-5.5
	全産業	-33.8	-	-17.9	-5.8	-54.1	-11.4	27.4	-3.1
全規模	製造業	-59.6	-	-39.1	3.6	-93.6	69.6	利益	-1.4
	非製造業	-27.9	-	-9.8	-5.5	-36.9	-6.1	28.4	-5.2
	全産業	-42.5	-	-19.3	-3.5	-63.5	-2.5	2.1倍	-4.0

(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)



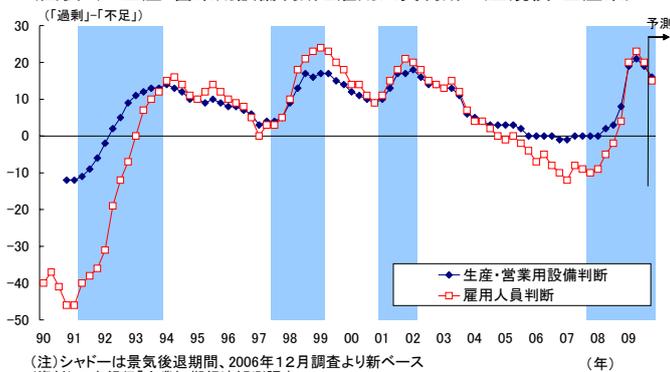
## 5. 設備投資・雇用：ストック調整圧力は緩和傾向だが、引き続き強い

生産・営業用設備判断DI（「過剰」－「不足」）は、全規模・全産業で19（前回比▲2ポイント）とやや低下したが、6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」）も同様に、全規模・全産業で20（前回比▲3ポイント）とやや低下（図表9）。特に景況感の改善が大きい大企業・製造業において低下が顕著である。

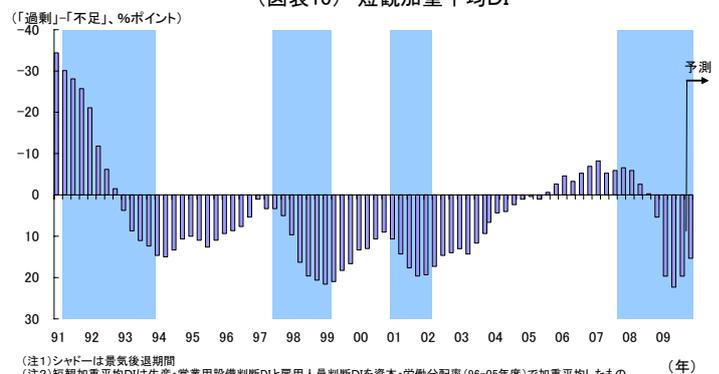
結果、需給ギャップの代理変数とされる「短観加重平均 D. I.」（設備・雇用 DI を加重平均して算出）も、供給超過がやや緩和しているが、依然として足元、先行きともに過剰感が強い状況に変わりはなく、ストック調整圧力は続くだろう（図表10）。

（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)シャドローは景気後退期間、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)シャドローは景気後退期間  
(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である  
(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

2009年度の設備投資計画は全規模・全産業で、6月調査より0.3%下方修正（前年度比▲17.3%）された。修正率を上下期でみると、上期▲2.4%、下期1.8%となっており、今回の修正はこの半年の設備投資が想定以下になったことに起因している。

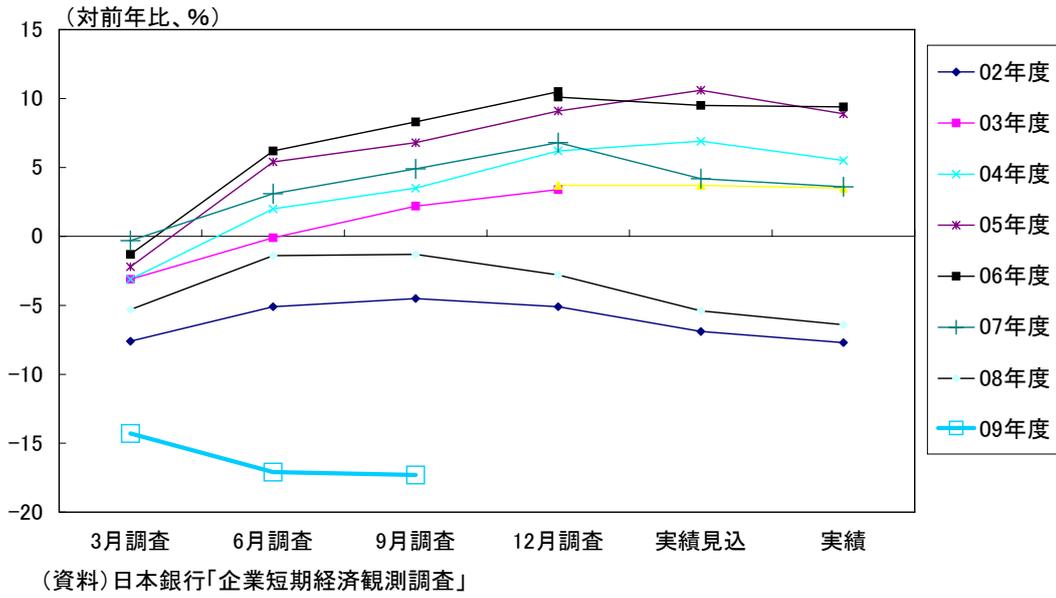
生産が回復基調にあるとはいえ、利益水準の低迷、設備に対する過剰感の高止まりなど設備投資を巡る企業の環境は引き続き厳しい状況にある。稼働率は依然低迷しており、企業の設備に対する慎重なスタンスにはしばらく大きな変化がなさそうだ（図表12）。

（図表11）設備投資計画(含む土地投資額)

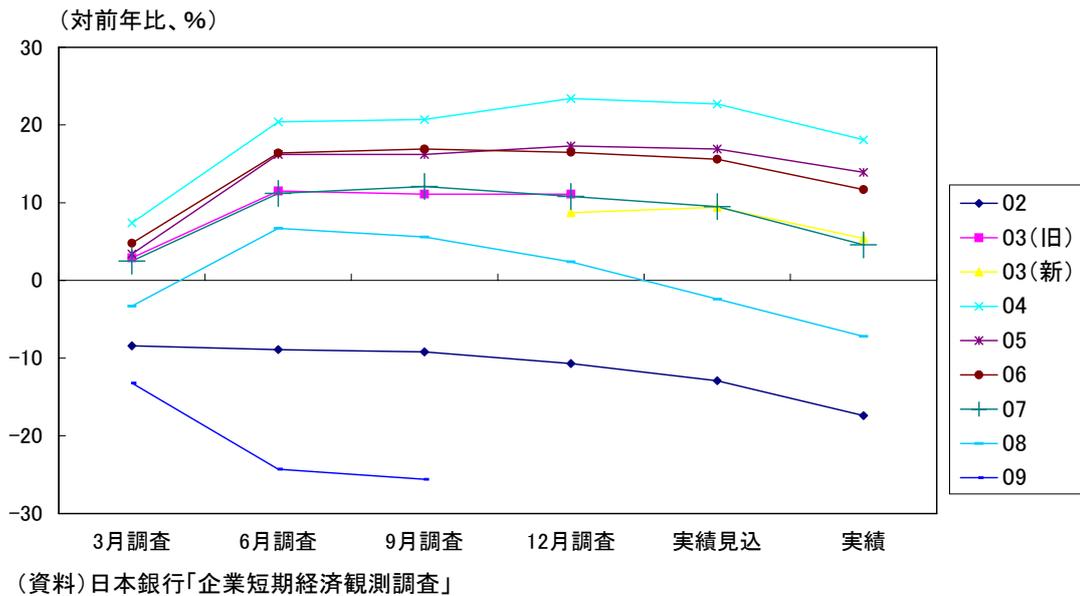
		2008年度		2009年度 (計画)					
			修正率	修正率	上期 (計画)		下期 (計画)		
					修正率	修正率	修正率	修正率	
大企業	製造業	-7.2	-	-25.6	-1.7	-26.0	-5.5	-25.2	2.4
	非製造業	-6.2	-	-2.2	-1.4	-0.3	-2.0	-3.8	-0.8
	全産業	-6.6	-	-10.8	-1.5	-10.2	-3.1	-11.3	0.1
中小企業	製造業	-7.7	-	-39.7	3.0	-42.9	-4.2	-35.9	11.7
	非製造業	-10.8	-	-30.1	6.1	-32.1	2.7	-27.9	10.0
	全産業	-9.8	-	-33.3	5.1	-35.8	0.5	-30.5	10.5
全規模	製造業	-7.4	-	-28.8	-1.2	-30.0	-5.6	-27.6	3.5
	非製造業	-5.8	-	-11.0	0.2	-10.6	-0.9	-11.4	1.2
	全産業	-6.4	-	-17.3	-0.3	-17.7	-2.4	-16.9	1.8

(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)

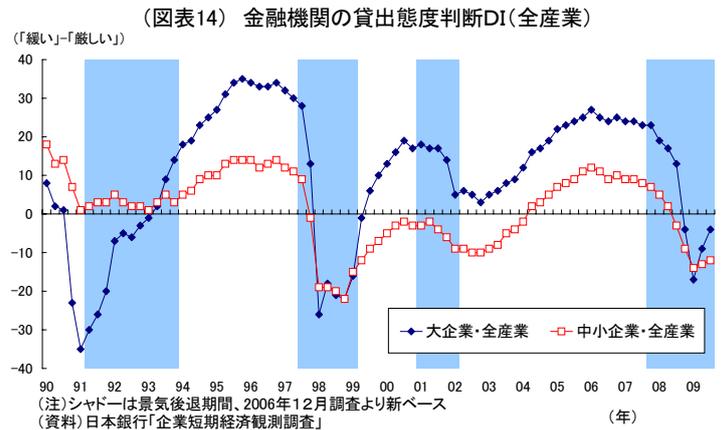
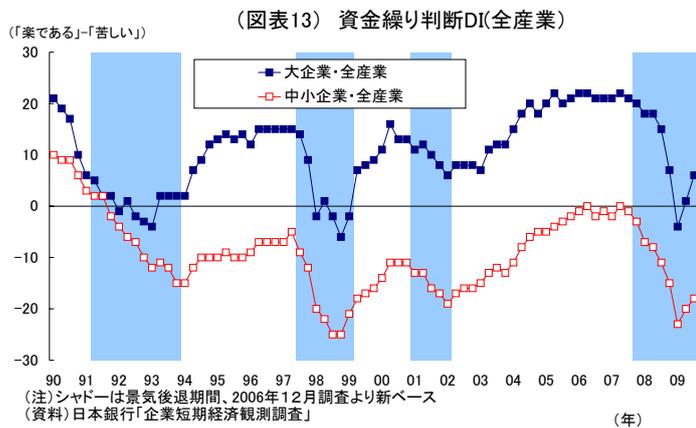


設備投資計画(大企業 製造業)



## 6. 企業金融：平均改善・格差あり、評価割れる

資金繰り、貸出判断ともに2期連続で改善している（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おり、ますます2極化傾向が強まっている。



(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。