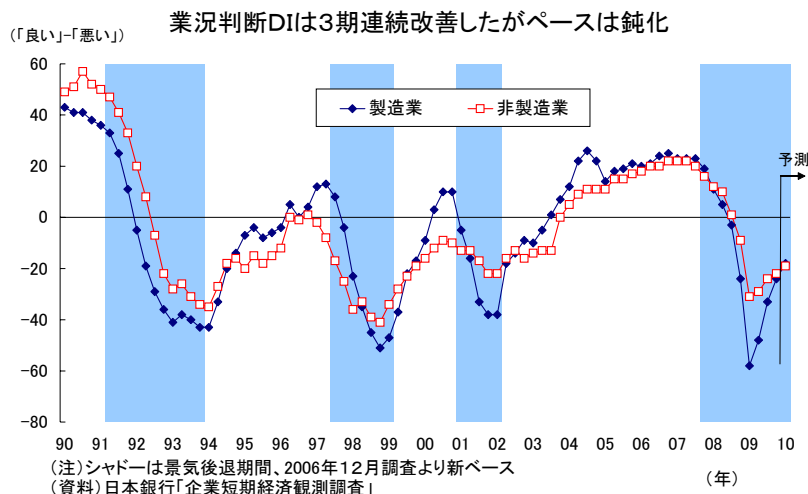


Weekly  
エコノミスト・  
レター12 月調査短観～大企業・製造業の景況  
感は3期連続の改善だが、ペースは鈍化

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. 12月短観・大企業製造業・業況判断DIはマイナス24と前回9月調査（マイナス33）から9ポイント上昇、3期連続の改善となった。生産・輸出の持ち直しから、国内景気は回復を続けていることが示されている。
2. 短観全体では事前予想の範囲内であるとの印象を受けるが、プラスのサプライズとしては業況判断で大企業に比べて中堅・中小企業の改善幅が大きかったことだ。輸出、生産の回復、国内の経済対策などがラグを伴って中小企業に波及してきている。マイナスのサプライズとしては、設備投資が予想以上に弱いということだ。大企業製造業は前年度比▲28.2%と、12月調査のマイナス幅としては過去最大を示した。大企業の収益環境が相当程度戻らない限り設備投資の増加は期待しにくい状況だ。雇用所得環境の厳しさを考えると内需から景気回復の力強さがでてくる可能性は低いということになる。
3. 今後の展開を考えると、新興国経済の牽引は期待できる一方で、ストック調整圧力、円高、デフレが企業の景況感低迷をもたらし始めており、引き続き景気上振れリスクよりは、下振れリスクが高い状況に変化はなさそうだ。
4. 日銀は12月1日に追加の金融緩和策の導入を決定したが、引き続きマーケットや政治からの日銀への期待は高く、追加緩和圧力が続くだろう。



## 1. 12月短観全体評価と今後の金融政策：景気は持ち直していることを裏付ける結果だがペースは鈍化、円高やデフレなど先行きの下ぶれリスクが残り、日銀への追加緩和圧力が続く

12月短観・大企業製造業・業況判断D Iは▲24と3期連続の改善を示した。ただし、改善幅は前回9月調査よりも小幅にとどまっている。新興国経済に牽引され、輸出や生産の回復が続いているが、ストック調整圧力、円高、デフレが企業の景況感低迷をもたらし始めている。

短観全体では事前予想の範囲内であるとの印象を受けるが、プラスのサプライズとしては業況判断で大企業に比べて中堅・中小企業の改善幅が大きかったことだ。輸出、生産の回復、国内の経済対策などがラグを伴って中小企業に波及してきているとの面がでていいる。

マイナスのサプライズとしては、設備投資が予想以上に弱いということだ。大企業製造業は前年度比▲28.2%と、12月調査のマイナス幅としては過去最大を示した。大企業の収益環境が相当程度戻らない限り設備投資の増加は期待しにくい状況だ。雇用所得環境の厳しさを考えると内需から景気回復の力強さがでてくる可能性は低いということになる。

今後の展開を考えると、新興国経済の牽引は期待できる一方で、ストック調整圧力、円高（大企業・製造業の下期想定為替レートは91.16円/ドルと、前回の94.08円からは上方修正されたが、足元の90円割れの状況とは乖離があり、先行きの下ぶれリスクが残り）デフレが企業の景況感低迷をもたらし始めており、引き続き景気上振れリスクよりは、下振れリスクが高い状況に変化はなさそうだ。

今回の短観は、「景気は持ち直している」という11月の日銀決定会合における認識を裏付けることになるが、同時に円高、デフレなどに起因する企業の先行き不透明感も色濃く出る結果となった。12月1日に追加の金融緩和策の導入を決定したが、引き続きマーケットや政治からの日銀への期待は高く、追加緩和圧力が続くだろう。

## 2. 業況判断D I：製造業は改善、非製造業は反発力弱し

足元の業況判断は、全規模全産業で6ポイント改善した。うち製造業は11ポイントとかなり改善がみられるが、非製造業では3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を上回る改善を示したが、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が見て取れる。

今回業況判断を見て、サプライズであったのは、規模別に見て製造業、非製造業とも大企業に比べて中小企業の業況の改善幅が大きかったことだ。輸出、生産の増加の動きが遅れて中小企業に波及してきたという見方もできそうだ。ただし、先行きを見ると製造業、非製造業とも大企業が改善を見込む中、中堅・中小企業は製造業、非製造業とも悪化を見込み、先行きへの不安は規模の小さいところではかなり強くでている。

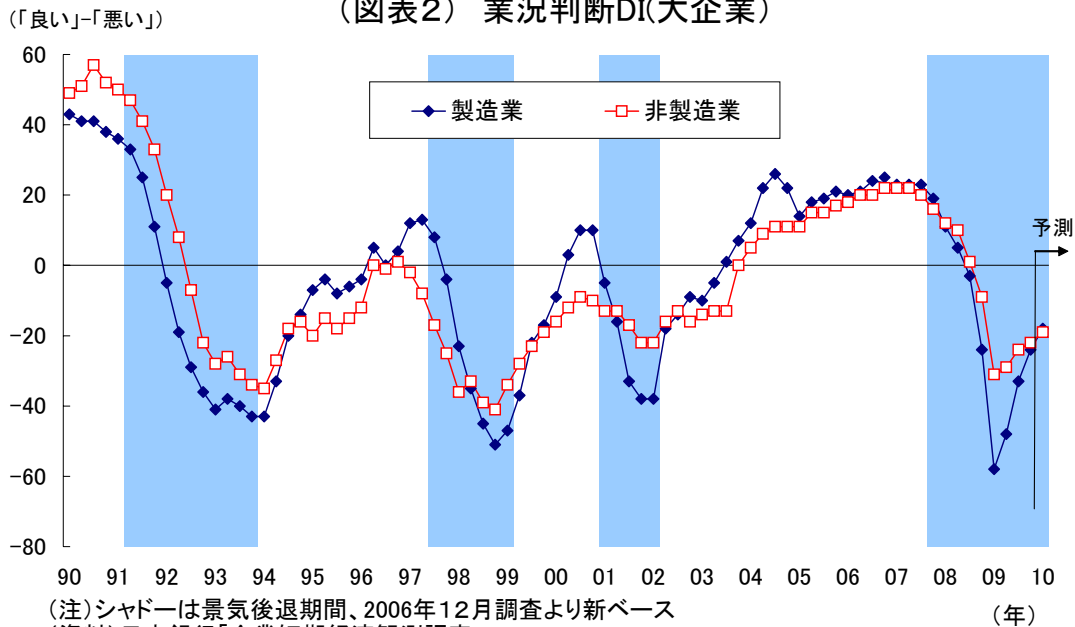
(図表1) 業況判断DI

(「良い」-「悪い」・%ポイント)

		2009年9月調査		2009年12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	-33	-21	-24	9	-18	6
	非製造業	-24	-17	-22	2	-19	3
	全産業	-28	-19	-23	5	-19	4
中堅企業	製造業	-40	-35	-30	10	-31	-1
	非製造業	-30	-28	-29	1	-33	-4
	全産業	-35	-31	-29	6	-32	-3
中小企業	製造業	-52	-44	-40	12	-42	-2
	非製造業	-39	-40	-35	4	-41	-6
	全産業	-43	-41	-37	6	-42	-5

(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▲24と前回9月調査から9ポイント改善した。業種別では15業種中、11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4業種が二桁の改善を示している。

先行きについても、食料、精密を除く13業種が改善を見込んでおり、全体で6ポイントの改善を見込んでいる。

大企業非製造業は▲22と前回調査から2ポイント改善。12業種中5業種で改善となったが、二桁の改善を示す業界はない。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。

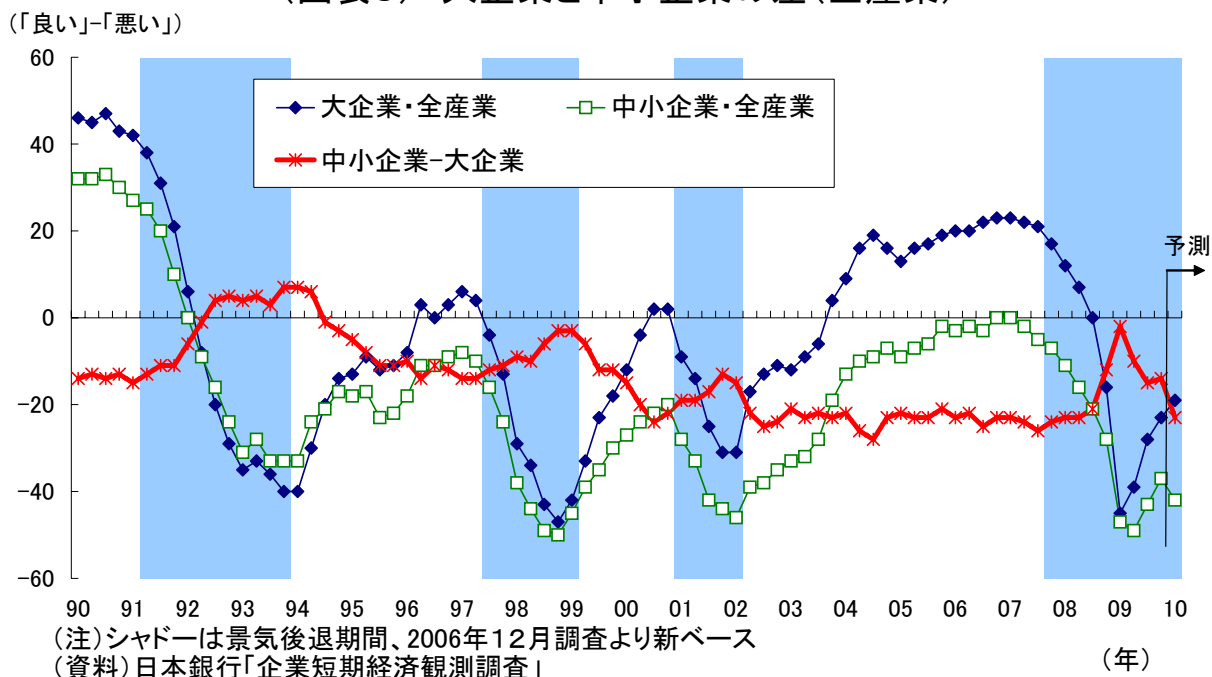
先行きについては、3業種を除いて改善を見込んでおり、全体で3ポイントの改善を見込んでいる。

(中小企業)

中小企業の業況判断は製造業が12ポイント、非製造業が4ポイントの改善となった。製造業では全業種で改善を示しており輸出、生産の改善の動きが大企業に遅れて中小企業に波及してきている姿がうかがわれる。

ただし、先行きについては、製造業、非製造業ともに大半の業種で悪化を見込んでおり、先行き不安が強い状況にある。

(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、デフレ傾向が鮮明な面も

(在庫調整は進む)

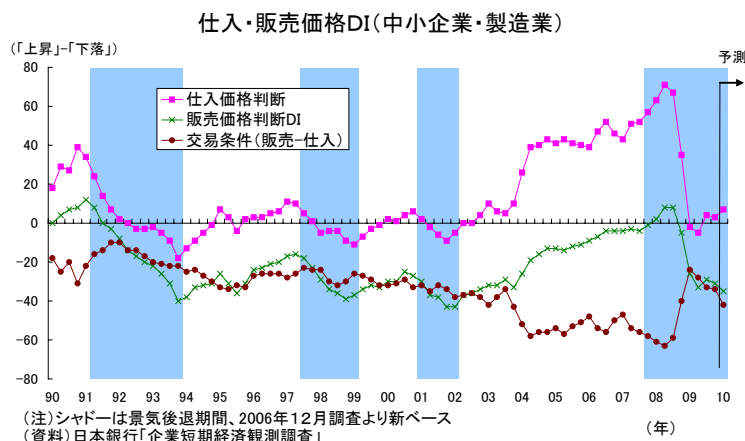
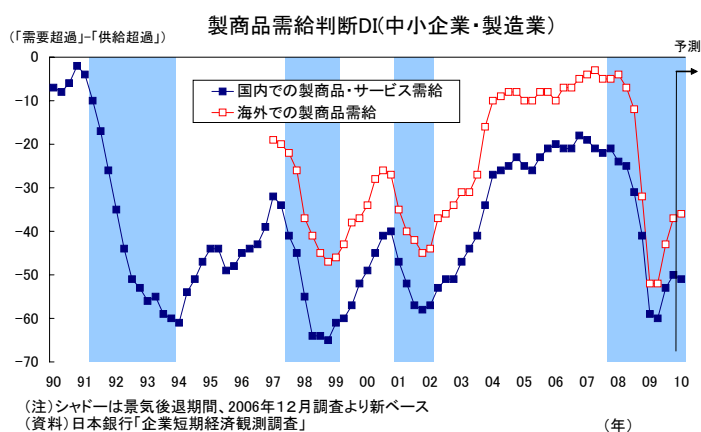
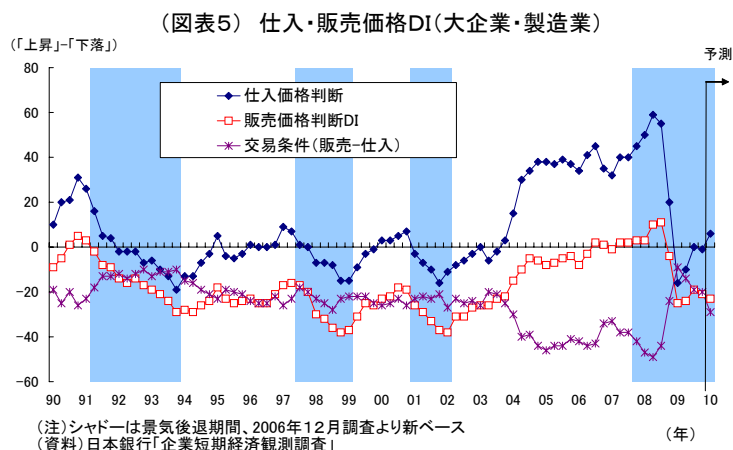
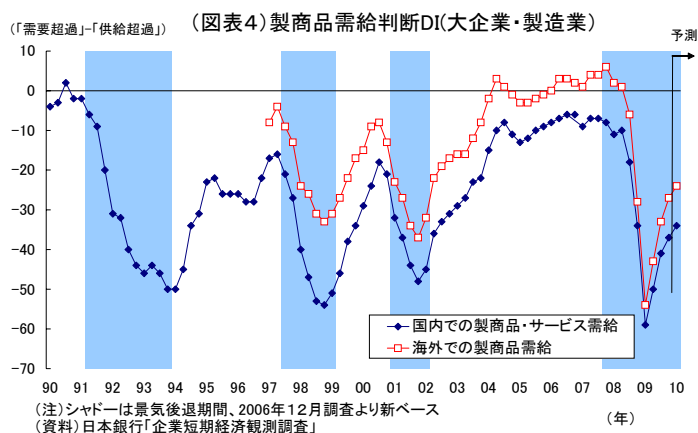
企業は引き続き在庫の圧縮を行ってきたこと、生産が回復してきたことから製造業の在庫調整は大企業、中小企業ともに製商品、流通在庫とも進捗している。

(需給判断：改善はみられるが特に国内での供給超過が続く)

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4ポイント、海外は6ポイントの改善、中小企業製造業については、国内が3ポイント改善、海外が6ポイントの改善となった(図表4)。全体的には改善傾向にあるが、海外に比べ国内の改善は小幅に止まった。新興国の需要増の恩恵を受けられる海外に対し、雇用・所得環境悪化、デフレの影響に苦しむ国内という構図が顕著に出たようだ。

(価格判断：マージン縮小が続く)

販売価格判断、仕入価格判断ともに下落したが、販売価格判断の下落幅が大きく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、中小企業とも販売価格判断については下落を、仕入価格判断の一段の上昇を見込んでおりマージン獲得がいつそう厳しくなっていく見込み（図表5）。



#### 4. 売上・収益計画：輸出が頼みの綱、円高による下方修正のリスク

2009年度の売上高は全規模・全産業は9月調査から1.0ポイント下方修正され、前年度比▲11.4%と2008年度に続いての減収見込みとなっている（図表6）。

企業規模別で見ても中小企業・製造業が前回調査から修正率が0.0%と踏ん張っているが、その他はすべて下方修正している。

製造業と非製造業では、製造業で輸出回復の流れを受け輸出が前回調査上方修正になっている分、非製造業に比べて売上計画の下方修正は小幅にとどまっている。内需の弱さを浮き彫りにしている。

2009年度の経常利益は全規模・全産業で前回調査から3.9%上方修正されたが、前年度比▲16.1%との減益見通し。上下期でみると上期は対前年度比▲52.8%から下期は91.3%に急回復を見込んでいる。ただし、今回上期が大幅上方修正となる一方で、下期は下方修正しており、足元の想定為替レート(下期91.16円)と実際の為替レートの乖離を考えるとさらに下方修正される可能性は高い。

(図表6) 売上高計画

		2008年度	2009年度 (計画)					
			修正率	上期		下期		
				(計画)	修正率	(計画)	修正率	
大企業	製造業	-9.2	-14.5	-0.3	-27.1	-0.5	0.8	-0.1
	国内	-6.8	-12.6	-0.7	-23.6	-1.4	0.0	0.0
	輸出	-14.7	-19.6	1.0	-35.4	2.2	3.2	-0.1
	非製造業	-1.6	-11.8	-2.6	-19.8	-4.6	-3.1	-0.7
	全産業	-4.7	-12.8	-1.7	-22.7	-3.0	-1.6	-0.5
中堅企業	製造業	-6.8	-13.6	-0.1	-23.6	0.1	-2.2	-0.3
	非製造業	-3.4	-7.6	-0.4	-14.0	-0.4	-0.9	-0.4
	全産業	-4.3	-9.1	-0.3	-16.5	-0.3	-1.2	-0.3
中小企業	製造業	-4.7	-15.0	0.0	-22.4	0.2	-6.7	-0.2
	非製造業	-4.1	-8.5	-0.1	-12.6	0.1	-4.3	-0.3
	全産業	-4.2	-9.9	-0.1	-14.9	0.1	-4.8	-0.3
全規模	製造業	-8.1	-14.5	-0.2	-25.8	-0.3	-1.0	-0.1
	非製造業	-2.7	-9.9	-1.4	-16.5	-2.3	-3.0	-0.5
	全産業	-4.5	-11.4	-1.0	-19.6	-1.7	-2.4	-0.4

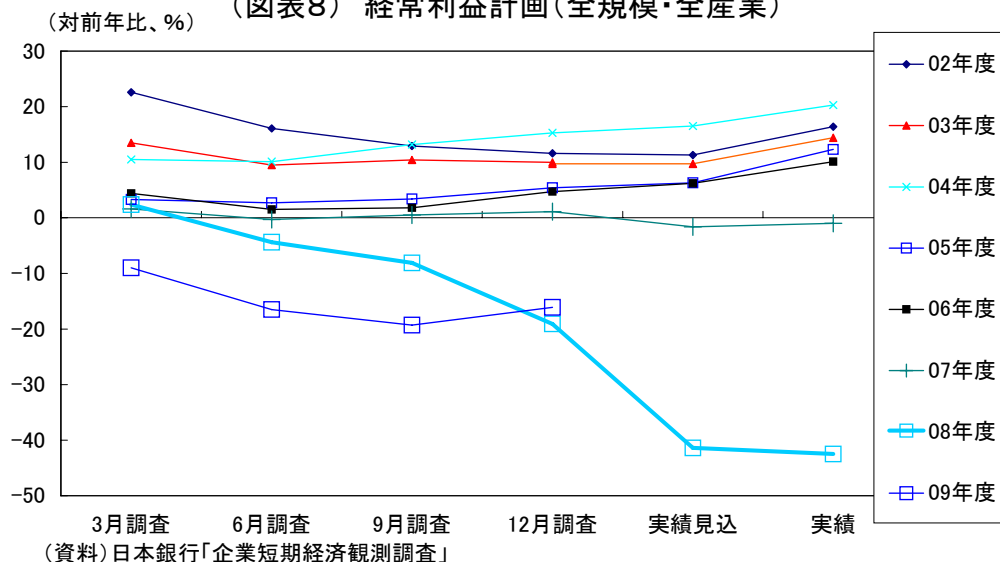
(注) 修正率は、前回調査との対比。

(図表7) 経常利益計画

		2008年度	2009年度 (計画)					
			修正率	上期		下期		
				(計画)	修正率	(計画)	修正率	
大企業	製造業	-61.9	-34.7	6.9	-86.7	2.5倍	利益	-8.7
	素材業種	-46.5	-25.1	-3.1	-69.9	17.0	4.2倍	-11.5
	加工業種	-70.9	-45.1	26.1	-98.1	利益	利益	-5.7
	非製造業	-27.6	-10.5	2.2	-24.4	23.1	13.2	-14.3
	全産業	-45.4	-19.3	3.5	-56.0	33.3	2.4倍	-12.1
中堅企業	製造業	-51.3	-26.7	10.1	-76.8	2.0倍	6.8倍	-7.2
	非製造業	-29.9	2.5	1.4	-23.1	13.8	36.4	-6.2
	全産業	-37.9	-6.0	3.3	-44.6	22.6	73.4	-6.4
中小企業	製造業	-50.9	-35.1	20.6	-82.2	2.1倍	4.6倍	5.9
	非製造業	-26.9	-7.2	3.5	-25.1	14.7	8.4	-2.2
	全産業	-33.8	-13.1	5.9	-44.6	20.8	26.3	-0.8
全規模	製造業	-59.6	-33.7	8.9	-85.1	2.3倍	利益	-7.0
	非製造業	-27.9	-7.7	2.3	-24.3	20.0	15.7	-9.9
	全産業	-42.5	-16.1	3.9	-52.8	29.3	91.3	-8.9

(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)



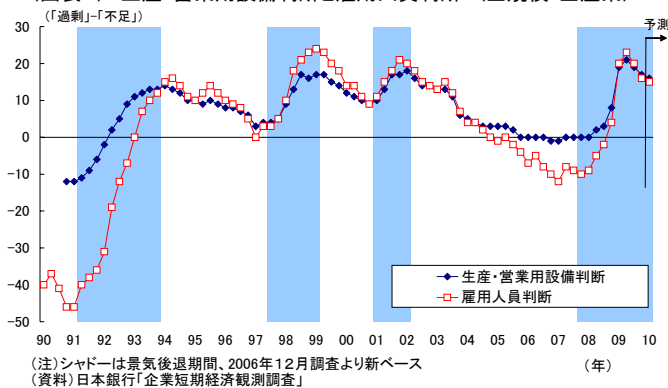
## 5. 設備投資・雇用：大企業の設備投資は過去最大の落ち込み

生産・営業用設備判断DI（「過剰」－「不足」）は、全規模・全産業で17（前回比▲2ポイント）と若干低下したが、7期連続で過剰超過となった（図表9）。

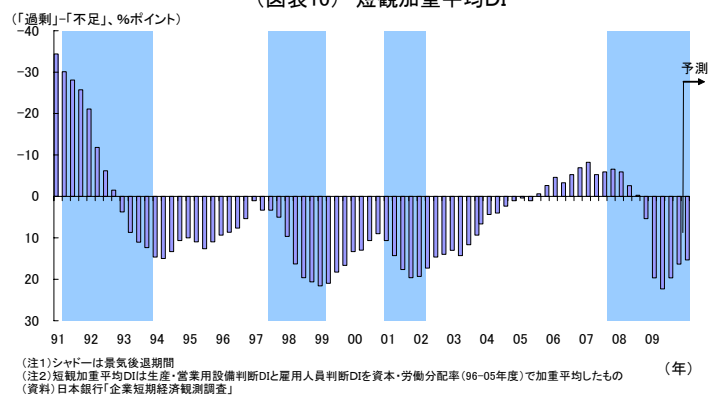
雇用人員判断DI（「過剰」－「不足」）も同様に、全規模・全産業で16（前回比▲4ポイント）と低下（図表9）した。

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）も供給超過が緩和基調にある。ただし、依然として過剰感が強い状況にあり、生産の回復も緩やかになることが予想されるため、ストック調整圧力は今後とも続くだろう（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）



（図表10）短観加重平均DI



2009年度の設備投資計画は全規模・全産業で、9月調査と比べ1.8%下方修正（前年度比▲18.8%）された。大企業製造業は前年度比▲28.2%と、12月調査のマイナス幅としては過去最大。

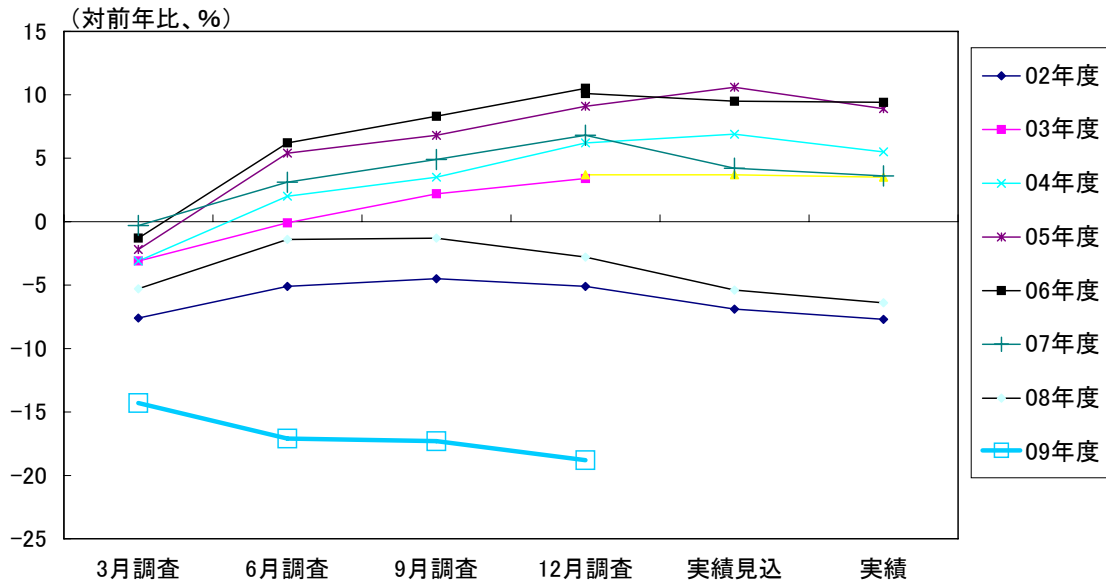
先日発表の7-9月GDPの設備投資同様、かなり弱い。過去の設備投資の修正パターンを見ても、弱さははっきりしており、輸出の回復を背景に生産水準の回復は続いているものの、稼働率は依然低水準にあり、設備に対する過剰感の高止まりなどから、設備投資を活発化する動機は乏しいとみられる。今年度は最終的にも大幅なマイナスが避けられないだろう（図表12）。

（図表11）設備投資計画(含む土地投資額)

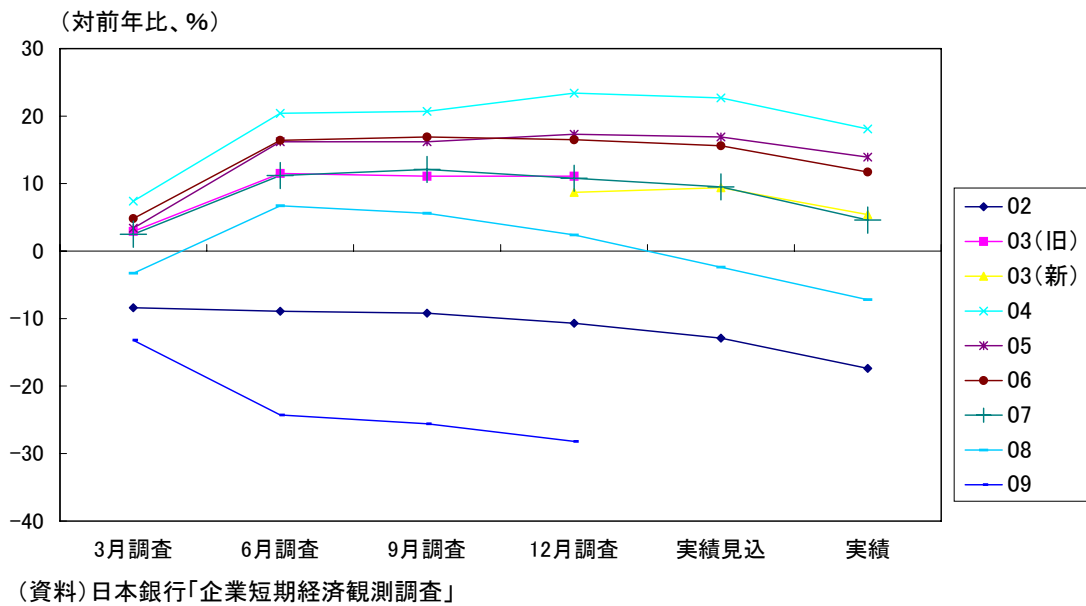
		2008年度	2009年度 (計画)					
			修正率		上期		下期	
大企業	製造業	-7.2	-28.2	-3.4	-33.0	-9.5	-23.3	2.6
	非製造業	-6.2	-5.5	-3.4	-8.9	-8.6	-2.6	1.2
	全産業	-6.6	-13.8	-3.4	-18.2	-8.9	-9.8	1.6
中小企業	製造業	-7.7	-39.1	1.0	-40.0	5.2	-38.1	-3.4
	非製造業	-10.8	-26.4	5.3	-29.4	4.0	-23.1	6.6
	全産業	-9.8	-30.7	4.0	-33.0	4.3	-28.1	3.6
全規模	製造業	-7.4	-30.6	-2.4	-34.8	-6.8	-26.2	2.0
	非製造業	-5.8	-12.4	-1.6	-16.3	-6.3	-8.9	2.9
	全産業	-6.4	-18.8	-1.8	-23.1	-6.5	-14.7	2.6

（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)



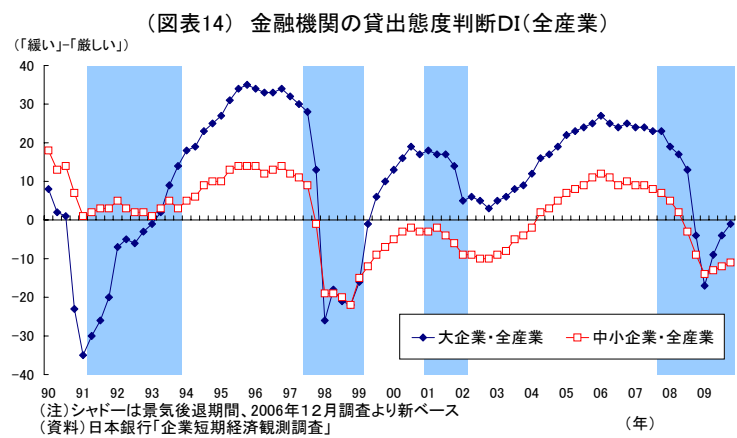
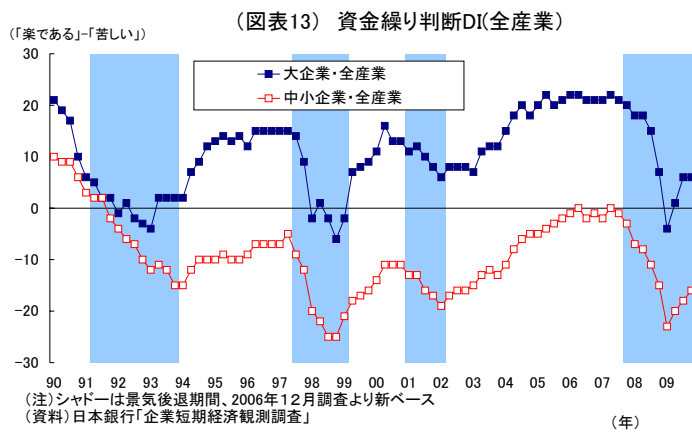


## 6. 企業金融：大企業と中小企業の二極化状態が続く

資金繰り、貸出判断ともに3期連続で改善している（図表13，14）。ただし、中小企業はD.I.の水準も依然として大幅マイナスとなっており引き続き厳しい環境が続いている。

借入れ金利水準を見ると中小企業では1ポイントではあるが、「上昇」した。

12月4日に中小企業の返済猶予等を金融機関に促すための、「中小企業金融円滑化法」が施行され、09年度第2次補正予算において「緊急保証制度」の延長、保証枠拡大が盛り込まれるなど、中小企業の資金繰り支援策がますます拡充されている。これらの施策がどのような影響を及ぼすか注目だ。



(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。