

Weekly
エコノミスト・
レター3月調査短観～大企業・製造業の景況感
は4期連続の改善、設備投資にも下げ止まり感

経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次

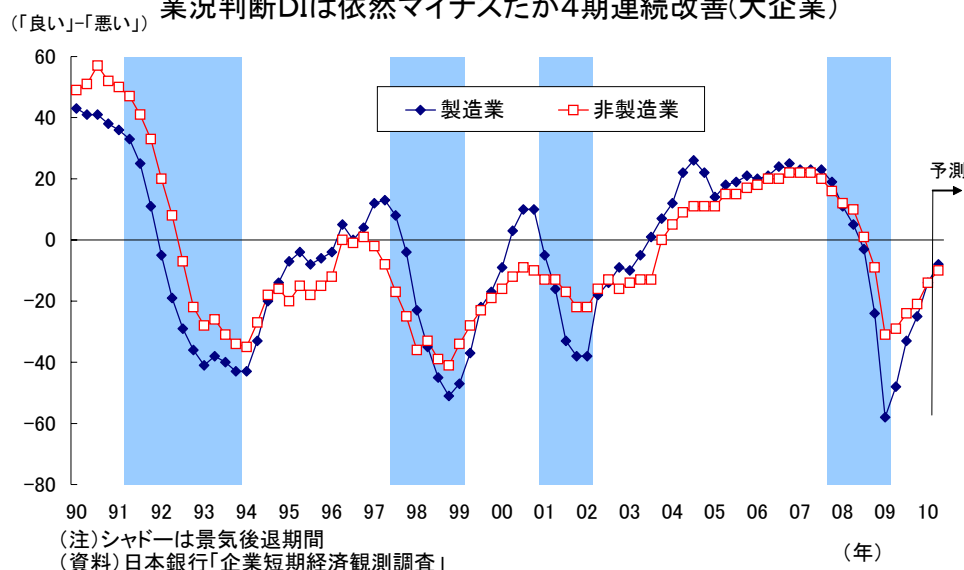
(03)3512-1837 yyajima@nli-research.co.jp

シニアエコノミスト 上野 剛志

(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 3月短観の大企業・製造業業況判断DIは▲14と前回12月調査から11ポイントの改善、依然マイナス圏ながら改善は4期連続となった。前回12月調査における先行き(▲19)をかなり上回り、改善ペースが上ぶれしている。
2. 今回短観のポイントは今回初めて公表された2010年度の設備投資計画だ。全規模・全産業で対前年▲3.9%(2009年度は▲17.8%)と下げ止まり感が出てきている。例年3月調査の数字は低めに出る傾向があり、今回も慎重さがうかがわれるものの、今後企業収益の改善に伴って上方修正が予想されるため、かなり前向きな兆候と言えるだろう。
3. 今回は輸出を牽引役とした景況感の回復が一部に波及してきている結果となったが、同時に依然として残るストック調整圧力や企業マージンの縮小も確認された。円高などとともに、今後を考えるうえでの下ぶれ要因となるだろう。
4. 「景気は持ち直している」という日銀の認識を裏付けることになったが、デフレ、円高への懸念もうかがわれる結果となった。この払拭に向けて、日銀への追加緩和期待が続くことになりそうだ。

業況判断DIは依然マイナスだが4期連続改善(大企業)



1. 3月短観全体評価と今後の金融政策：全体的に上ぶれ感あり、2010年度設備投資計画の下げ止まりは前向きな兆候

3月短観の大企業・製造業業況判断D Iは▲14と前回12月調査から11ポイントの改善、依然マイナス圏ながら改善は4期連続となった。前回12月調査における先行き(▲19)をかなり上回り、改善ペースが上ぶれしている。ただし、改善幅では企業規模を問わず、堅調な新興国経済の恩恵を受けやすい製造業が非製造業を上回っており、国内の雇用・所得環境低迷やデフレに苦しむ非製造業との景況感格差が鮮明になっている。

短観全体では事前予想の範囲内との印象を受けるが、サプライズとしては中小企業・製造業の景況感改善幅が大企業・製造業と同じ11ポイントと、前回同様かなり強めに出了ことだ。製造業においては、企業規模を問わず、景況感改善が現れている。

今回短観のポイントは今回初めて公表された2010年度の設備投資計画だ。全規模・全産業で対前年▲3.9%(2009年度は▲17.8%)と下げ止まり感が出てきている。例年3月調査の数字は低めに出る傾向があり、今回も慎重さがうかがわれるものの、今後企業収益の改善に伴って上方修正が予想されるため、かなり前向きな兆候と言えるだろう。

今回は輸出を牽引役とした景況の回復が色々な部分に波及してきている結果となったが、同時に依然として残るストック調整圧力や企業マージンの縮小も確認された。円高などとともに、今後を考えるうえでの下ぶれ要因となるだろう。

今回の短観は、「景気は持ち直している」という11月以降の日銀決定会合における認識を引き続き裏付けることになったが、同時に企業のデフレ、円高への先行き懸念もうかがわれる結果となった。

日銀は金融緩和色を強めている。景況や日銀の景気認識の方向性とは異なるが、デフレ等の課題払拭に向けて、引き続きマーケットや政治からの日銀への追加緩和期待が続くことになりそうだ。

2. 業況判断D I：改善は製造業で大きく、非製造業では緩慢

足元の業況判断は、全規模全産業で7ポイント改善した。特に、製造業で10ポイントの改善と前回調査(11ポイントの改善)に続いて高い伸びとなった。一方、非製造業も改善しているものの5ポイントと前回同様製造業を下回った。生産・輸出の持ち直しが製造業の業況判断の改善に繋がっている一方で、雇用・所得環境の悪化、消費の低迷を受けて、非製造業の改善が遅れる構造が続いている。

先行きについても、製造業が1ポイントの改善を見込むのに対して、非製造業は▲3ポイントと悪化を見込んでいる。国内市場の低迷感が非製造業の先行き景況感に影を落としているようだ。

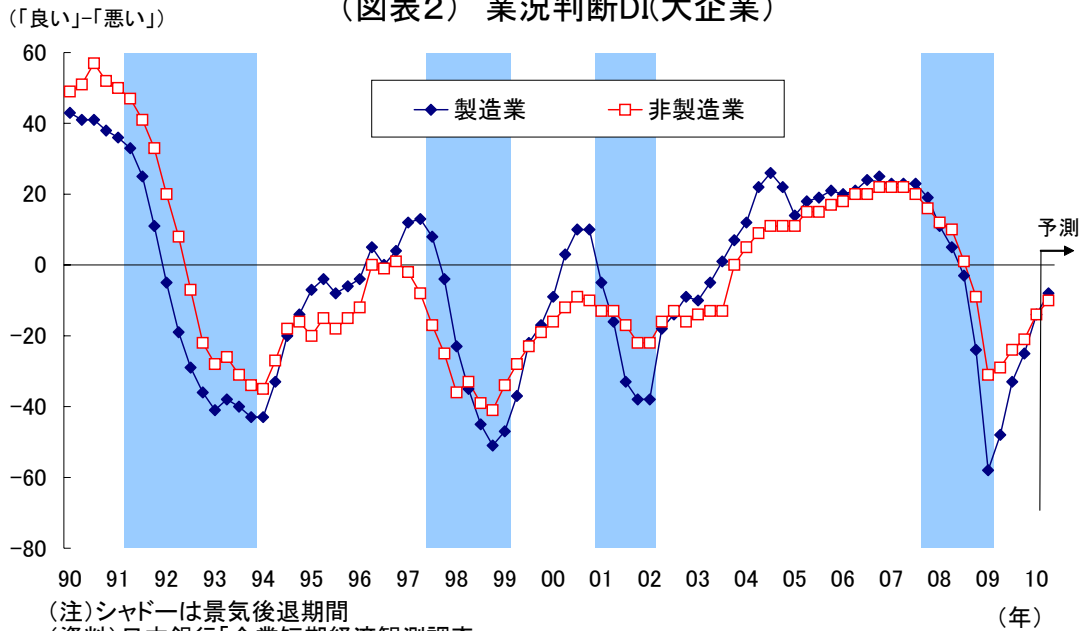
(図表1) 業況判断DI

(「良い」-「悪い」・%ポイント)

		2009年12月調査		2010年3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	-25	-19	-14	11	-8	6
	非製造業	-21	-18	-14	7	-10	4
	全産業	-23	-18	-14	9	-9	5
中堅企業	製造業	-28	-30	-19	9	-20	-1
	非製造業	-27	-29	-21	6	-21	0
	全産業	-27	-29	-20	7	-21	-1
中小企業	製造業	-41	-40	-30	11	-32	-2
	非製造業	-34	-41	-31	3	-37	-6
	全産業	-37	-41	-31	6	-35	-4

(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D.I.は▲14と前回12月調査から11ポイント改善した。業種別では16業種中、食料品を除く15業種で改善、さらにこのうち11業種で二桁の改善となった。自動車や電機など輸外型業種の改善が続いているなか、生産用機械など設備投資型業種の改善も顕著になっている。製造業については、輸出の恩恵が全般に波及してきている姿がうかがえる。先行きについても、11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・非製造業のD.I.は▲14と前回調査から7ポイント改善。12業種中10業種で改善となったが二桁の改善は4業種に留まった。製造業の生産増加の恩恵を受けたとみられる運輸、エコポイントなど政策の恩恵を受けたと思われる小売などの改善が相対的に高い。

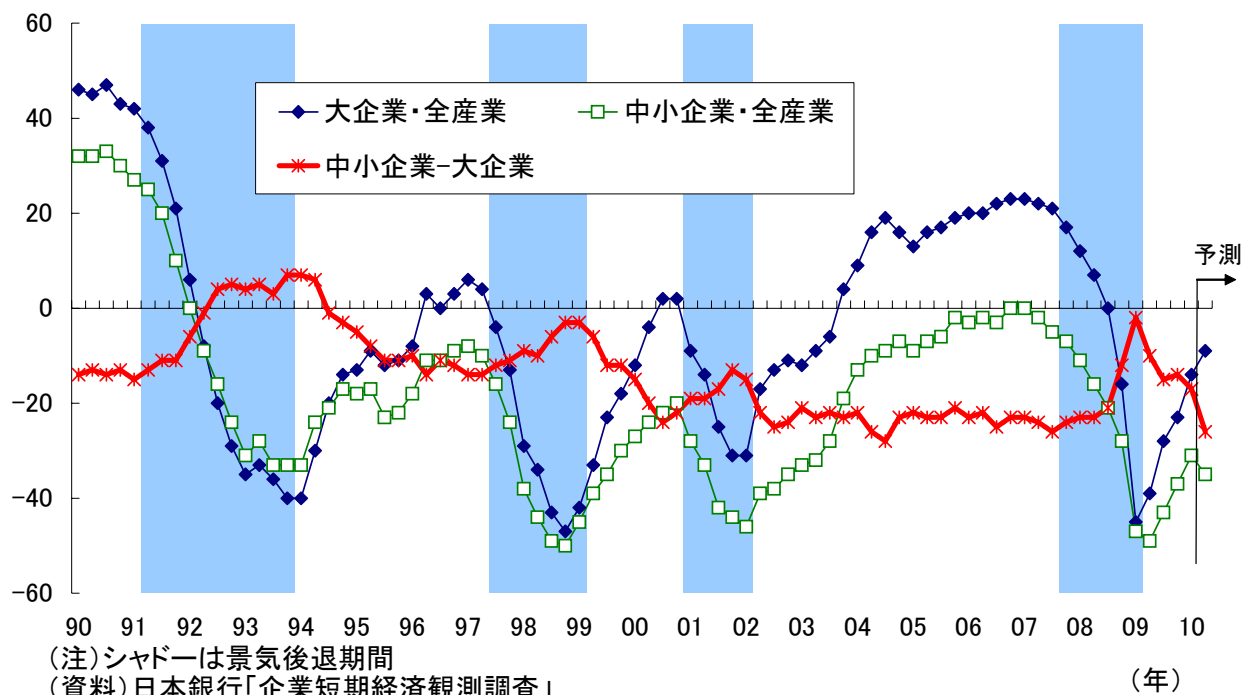
先行きについても、9業種で改善を見込んでおり、全体では4ポイントの改善を見込んでいる。

(中小企業)

中小企業の業況判断 D.I.は製造業が 11 ポイント、非製造業が 3 ポイントの改善となった。製造業では 14 業種が改善、このうち 10 業種が二桁改善となった一方、非製造業では 9 業種で改善したものの二桁改善の業種はない。

先行きについては、悪化見込みの業種が過半となっており、製造業では今回対比▲2 ポイント、非製造業では▲6 ポイントとなっている。中小企業の先行きへの見方は厳しい。

(「良い」-「悪い」) (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：国内外の需給にギャップが広がる

(在庫水準判断：在庫調整が進む)

製造業の在庫水準判断 D.I. (過大ー不足) は大企業、中小企業とも、製商品、流通在庫とも低下した。全般的に在庫調整が進捗している。

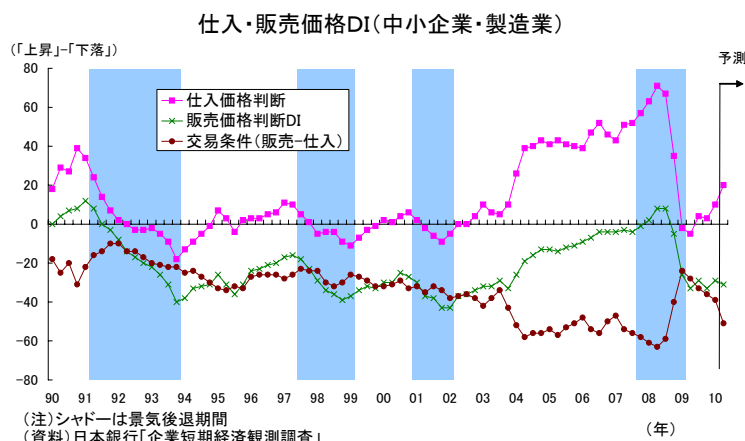
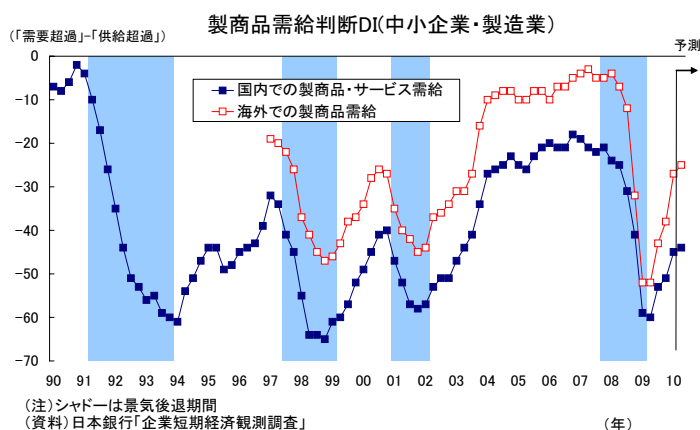
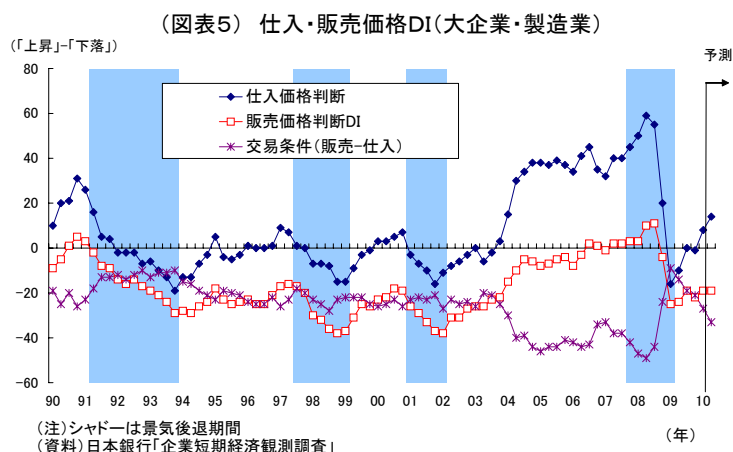
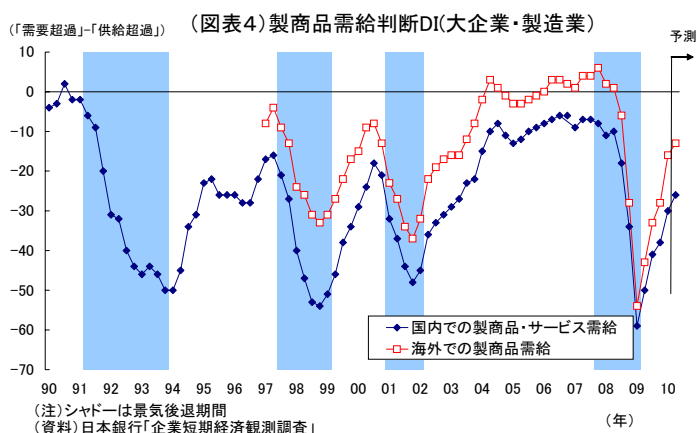
(需給判断：国内外のギャップが広がる)

製造業の製商品・サービス需給判断 D.I. (需要超過ー供給超過) を見ると、大企業は国内 8 ポイント、海外は 12 ポイントの改善、中小企業は、国内が 6 ポイント改善、海外が 11 ポイントの改善となった (図表 4)。引き続き国内外とも改善したが、海外に比べ国内の改善は小幅に止まっており両者の水準差は拡大、新興国の需要拡大と国内市場の弱い回復という構図が鮮明になっている。

(価格判断：マージンは縮小)

製造業の販売価格判断 D.I. (上昇ー下落) は依然下落優勢ながら前回からやや上昇したが、仕入

価格判断 D.I. (上昇-下落)の上昇がこれを上回ったため、マージンは悪化している。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ほぼ横ばい、仕入価格判断の一段の上昇を見込んでおり、マージン獲得が一層厳しくなっていく見込み(図表5)。資源価格等が上昇に転じつつあり、先行きのマージンに対する見方は悲観的である。



4. 売上・収益計画：ようやく明るい兆しが見えてきた

2009年度の売上高は全規模・全産業で前年度比▲11.6%と、12月調査同様となった。減収は2年連続となる(図表6)。製造業では1.3ポイントの上方修正となったが、非製造業で▲0.6%の下方修正となっている。経常利益は全規模・全産業で前年度比▲14.5%と、12月調査から3.0%上方修正された。売上同様、製造業で上方修正、非製造業で下方修正となった。

2010年度の全規模・全産業の売上高は前年度比+2.1%、経常利益は同+21.5%と、増収増益を見込む。この2年で比較対象のハードルがかなり下がった面もあるとはいえ、企業収益にはようやく明るい兆しが見えてきた。大企業・製造業では国内向け売上+3.7%に対し、輸出向けが+4.5%と、引き続き輸出の牽引を見込んでいる。ただし、半期ごとに全規模・全産業の収益を見ると、売上・利益ともに下期に伸びが鈍化しており、回復力の持続性が課題となるだろう。

なお、円高は引き続きリスク要因だ。2010年度の想定レート(大企業・製造業)は91.00円と、

2009年度下期の水準（90.91円）から横ばいを見込んでいる。米国の出口が意識され、円安方向へ行けば円安と海外需要増で景況感にプラスとなるが、世界経済が失速する局面になれば、金融危機時同様、円高と海外需要減少がダブルで効いてくる可能性がある点には留意が必要だ。

(図表6) 売上高計画

		2009年度		2010年度 (計画)		
			修正率		上期 (計画)	下期 (計画)
大企業	製造業	-13.2	1.7	3.9	6.3	1.8
	国内	-11.3	1.8	3.7	6.0	1.7
	輸出	-18.3	1.5	4.5	7.2	2.0
	非製造業	-12.6	-0.8	2.1	2.9	1.3
	全産業	-12.8	0.2	2.8	4.2	1.5
中堅企業	製造業	-13.6	0.6	4.3	7.1	1.8
	非製造業	-8.6	-0.5	2.0	3.8	0.3
	全産業	-10.0	-0.2	2.6	4.6	0.7
中小企業	製造業	-13.7	0.5	2.3	4.1	0.7
	非製造業	-9.0	-0.3	-0.3	0.3	-0.8
	全産業	-10.1	-0.1	0.3	1.1	-0.5
全規模	製造業	-13.4	1.3	3.7	6.0	1.6
	非製造業	-10.8	-0.6	1.4	2.3	0.5
	全産業	-11.6	0.0	2.1	3.5	0.9

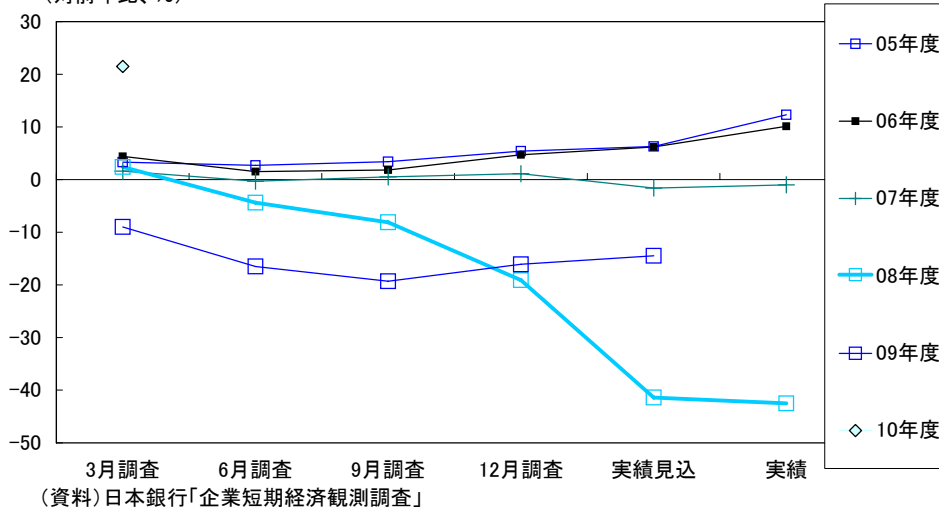
(注)修正率は、前回調査との対比。

(図表7) 経常利益計画

		2009年度		2010年度 (計画)		
			修正率		上期 (計画)	下期 (計画)
大企業	製造業	-21.5	20.0	49.3	2.7倍	13.7
	素材業種	-21.2	4.7	33.9	89.9	4.9
	加工業種	-21.8	41.7	65.4	5.6倍	20.4
	非製造業	-12.8	-2.1	7.1	4.2	10.7
	全産業	-15.9	4.3	21.1	32.4	12.1
中堅企業	製造業	-22.7	15.7	50.0	2.4倍	17.3
	非製造業	-6.5	-4.0	11.5	10.2	12.6
	全産業	-11.5	0.6	21.8	33.9	14.1
中小企業	製造業	-21.1	16.5	60.3	2.3倍	29.5
	非製造業	-9.0	-2.7	12.6	16.0	10.3
	全産業	-11.9	0.8	22.7	35.0	14.9
全規模	製造業	-21.6	18.9	50.8	2.6倍	16.1
	非製造業	-11.0	-2.6	9.0	7.1	11.0
	全産業	-14.5	3.0	21.5	33.1	13.0

(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)

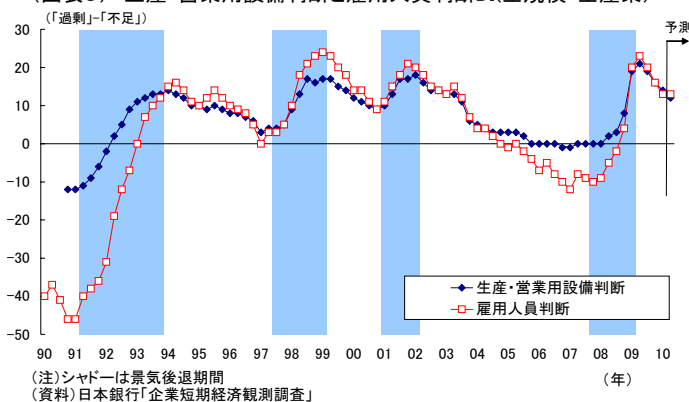


5. 設備投資・雇用：設備投資計画は下げ止まったが過剰感が重しに

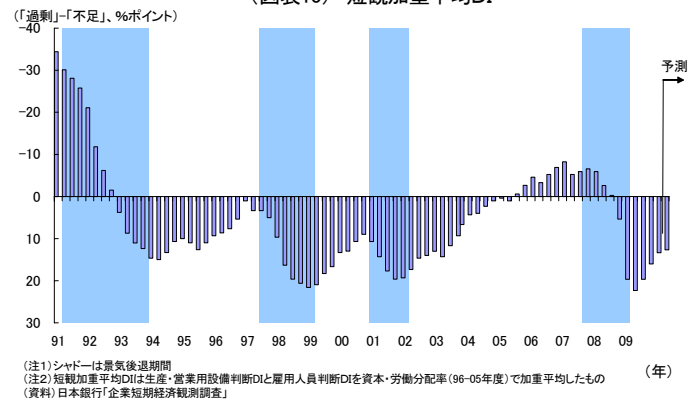
生産・営業用設備判断 D.I.（「過剰」－「不足」）は、全規模・全産業で 14（前回比▲2 ポイント）と低下したが、8 期連続で過剰超過となった（図表 9）。雇用人員判断 D.I.（「過剰」－「不足」）も同様に、全規模・全産業で 20（前回比▲3 ポイント）とやや低下（図表 9）したが依然過剰超過となっている。

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・雇用の各 D.I. を加重平均して算出）も供給超過が緩和基調にあるものの、過剰感が続いており、今後ともストック調整圧力が残るだろう（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・全産業で前年度比▲17.8%と、12 月調査（▲17.5%）とほぼ同様に大幅な下落となった。製造業は前年度比▲30.9%と下落が著しい。

一方、2010 年度については、全規模・全産業で前年度比▲3.9%と下げ止まり感が出ている。例年 3 月調査は数字が低く出る傾向があるが、今回の水準はこの 2 年の 3 月調査数値を上回っており、今後の上方修正によって、プラス圏に浮上する可能性もかなりある。

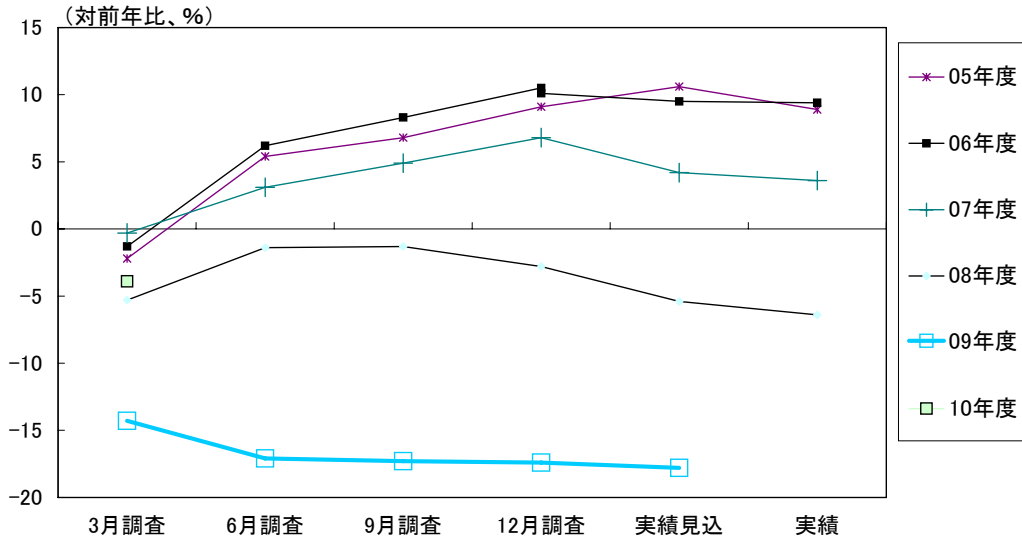
10-12 月期の GDP 統計にて設備投資は前期比で反転したが、設備投資の下げ止まり感が短観でも裏付けられた。企業収益と設備投資には正の相関があるため、10 年度の収益回復予想が設備投資マインドの改善に繋がったと考えられる。一方で、リスク要因は設備の過剰感が強いことだ。生産は回復を続けているが、依然生産水準は金融危機前には戻っていない。今後過剰感が高止まりすれば、設備投資計画のマイナス圧力となるだろう（図表 12）。

(図表11) 設備投資計画(含む土地投資額)

		2009年度		2010年度 (計画)		
			修正率		上期 (計画)	下期 (計画)
大企業	製造業	-30.0	-2.2	-0.9	2.3	-3.8
	非製造業	-5.6	-1.3	-0.2	3.1	-2.8
	全産業	-14.2	-1.5	-0.4	2.8	-3.1
中小企業	製造業	-31.9	3.7	-17.9	-15.2	-20.8
	非製造業	-20.1	8.6	-19.9	-16.5	-22.8
	全産業	-23.5	7.3	-19.4	-16.1	-22.3
全規模	製造業	-30.9	-1.4	-2.4	0.9	-5.5
	非製造業	-11.1	0.0	-4.4	-0.3	-7.8
	全産業	-17.8	-0.4	-3.9	0.1	-7.2

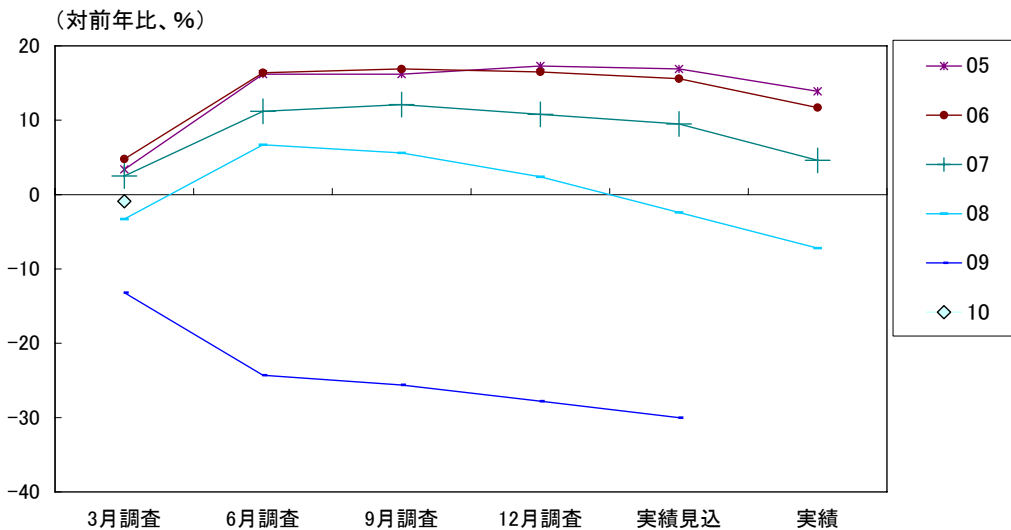
(注)修正率は、前回調査との対比。

(図表12) 設備投資計画(全規模・全産業)



(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

設備投資計画(大企業 製造業)

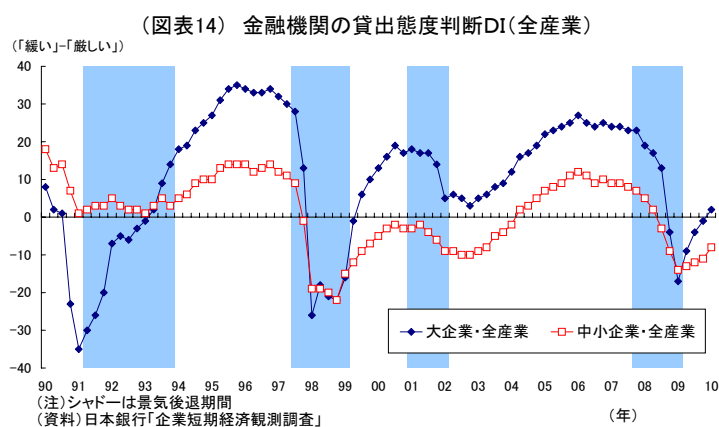
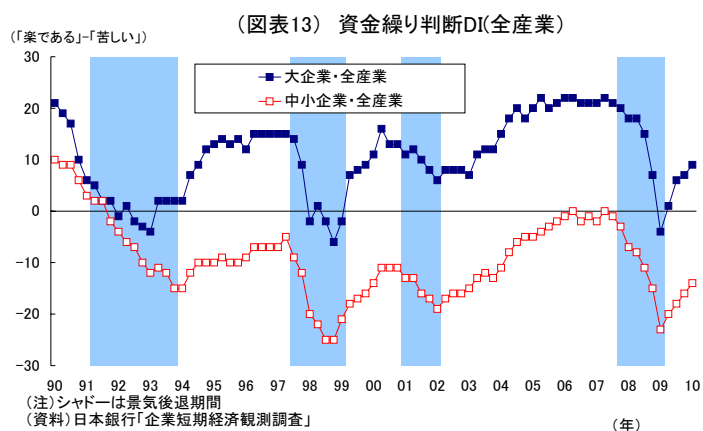


(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

6. 企業金融：中小企業には厳しさが残る

資金繰り、貸出態度判断ともに4期連続で改善している（図表13、14）。ただし、大企業のD.I.水準がプラスである一方、中小企業は依然として大幅なマイナスとなっており厳しさが残る。中小企業の手元流動性比率が2.04月まで上昇し、大企業の倍の水準となっているのも中小企業の資金繰りに対する警戒感の現れと思われる。

中小企業の返済猶予等を金融機関に促す「中小企業金融円滑化法」の施行(09年12月)、「緊急保証制度」のほぼ全業種への拡大(10年2月)など、中小企業の資金繰りへの政策的なサポートも下支えとなっているとみられるが、本格的な改善には今しばらく時間がかかりそうだ。



(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。