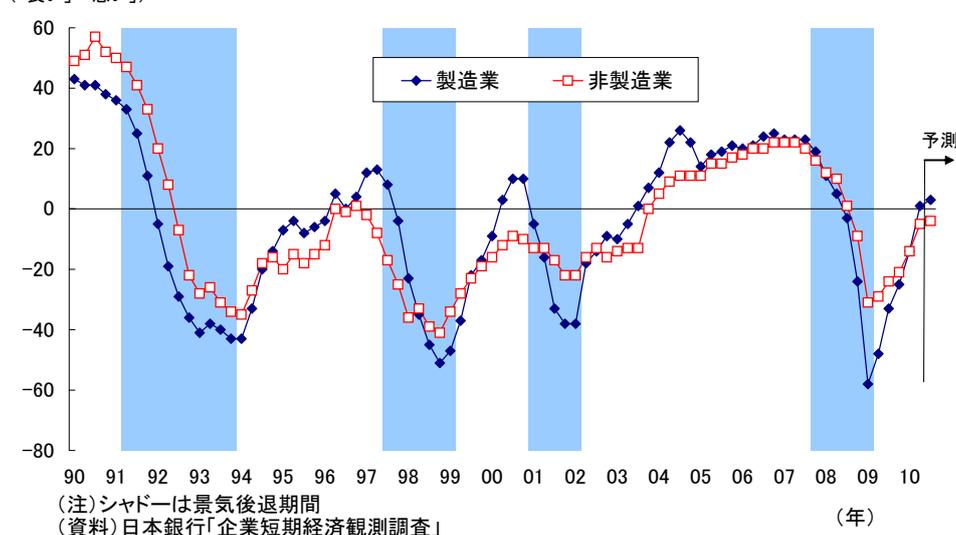


Weekly  
エコノミスト・  
レター6月調査短観～大企業・製造業の景況感  
は2年ぶりにマイナス脱却、設備投資もプラスへ

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. 6月短観の大企業・製造業業況判断 D.I.は1と前回調査から15ポイントの改善、08年6月調査以来のプラスとなった。足元は予想以上に堅調な回復と言える。非製造業、中小企業の改善幅も前回を上回り、輸出を起点とした景況感の改善が幅広く波及してきている。一方、先行きについては、世界経済の先行き不安や政策効果剥落等から、慎重になっている企業の姿がうかがわれる。
2. 注目ポイントの2010年度の設備投資計画は、全規模・全産業で対前年0.5%増と、前回(▲3.9%)から上方修正された。過去2年にわたるマイナスの反動という面や、更新投資が中心とみられる点もあり、力強くはないが、プラスに転じたことは前向きに評価できる。
3. 懸念材料は、依然として残る設備・雇用面でのストック調整圧力、企業マージンの縮小、円高だ。特に企業マージンの縮小は顕著であり、これを数量増で賄えるかが今後のカギとなる。
4. 今回の短観は、「海外経済の改善を起点に緩やかに回復しつつある」という日銀の現状判断を裏付けるものの、同時に、先行きへの懸念が払拭できない姿もうかがわれる。積極的な財政出動が出来る地合いにはないため、今後も日銀への対応を求める声は続くだろう。

業況判断DIIは5期連続の改善、製造業はプラスへ(大企業)



## 1. 6月短観全体評価と今後の金融政策：景況感の回復が広い範囲に波及、設備投資のプラス化も明るい兆しだが、先行きには慎重さも

6月短観の大企業・製造業業況判断 D.I.は1と前回3月調査から15ポイントの改善（改善は5期連続）、D.I.の水準は2008年6月調査以来のプラス、すなわち業況が「良い」企業数が「悪い」企業数を上回った。前回3月調査における先行き（▲8）を大きく上回り、足元は予想以上に堅調な回復と言えるだろう。依然として、企業規模を問わず、堅調な輸出の恩恵を受けやすい製造業の改善が国内デフレの影響を受けやすい非製造業を上回る構造、また中小企業の改善が大企業を下回る構造は続いているが、非製造業、中小企業の改善幅も前回は上回っており、輸出を起点とした景況感の改善が幅広く波及してきている。一方、先行きについては、全規模・全産業で1ポイントの悪化となるなどかなり慎重だ。欧州問題など世界経済の先行き不安や政策効果の一巡等から、先行きに対しては慎重になっている企業の姿がうかがわれる。

注目ポイントであった2010年度の設備投資計画は、全規模・全産業で対前年0.5%増と、前回（▲3.9%）から上方修正された。過去2年にわたるマイナスの反動という面や、更新投資が中心とみられる点もあり、力強くはないが、プラスに転じたことは前向きに評価できる。また収益計画についても、2010年度は増収増益シナリオが維持されている。

一方、懸念材料は、依然として残る設備・雇用面でのストック調整圧力、企業マージンの縮小、円高が挙げられる。特に企業マージンの縮小は顕著であり、これを数量増で賄えるかが今後のカギとなる。

今回の短観は、「海外経済の改善を起点に緩やかに回復しつつある」という日銀の現状判断を引き続き裏付けるものの、同時に、先行きへの懸念が払拭できない姿もうかがわれる結果となった。

日銀はリーマン・ショック以降、異例の対応を次々に導入、今後も、8月を目処に「成長基盤強化を支援するための新貸出制度」を開始する。現在は積極的な財政出動が出来る地合いにはないため、今後も日銀への対応を求める声は続くだろう。

## 2. 業況判断 D. I. : 改善は製造業で大きい、非製造業でも改善ペースが加速

足元の業況判断は、全規模全産業で9ポイント改善した。内訳は、製造業で13ポイントの改善、非製造業で9ポイントの改善となり、ともに前回調査（11ポイント、7ポイント）を上回り、改善ペースが加速している。製造業は引き続き堅調な輸出の恩恵を受けている一方、非製造業は国内のデフレの影響を大きく受けているとはいえ、製造業からの直接的な波及に加え、雇用・所得環境に下げ止まりや政策効果などにより消費が持ち直してきている点が景況感の改善に繋がっているとみられる。

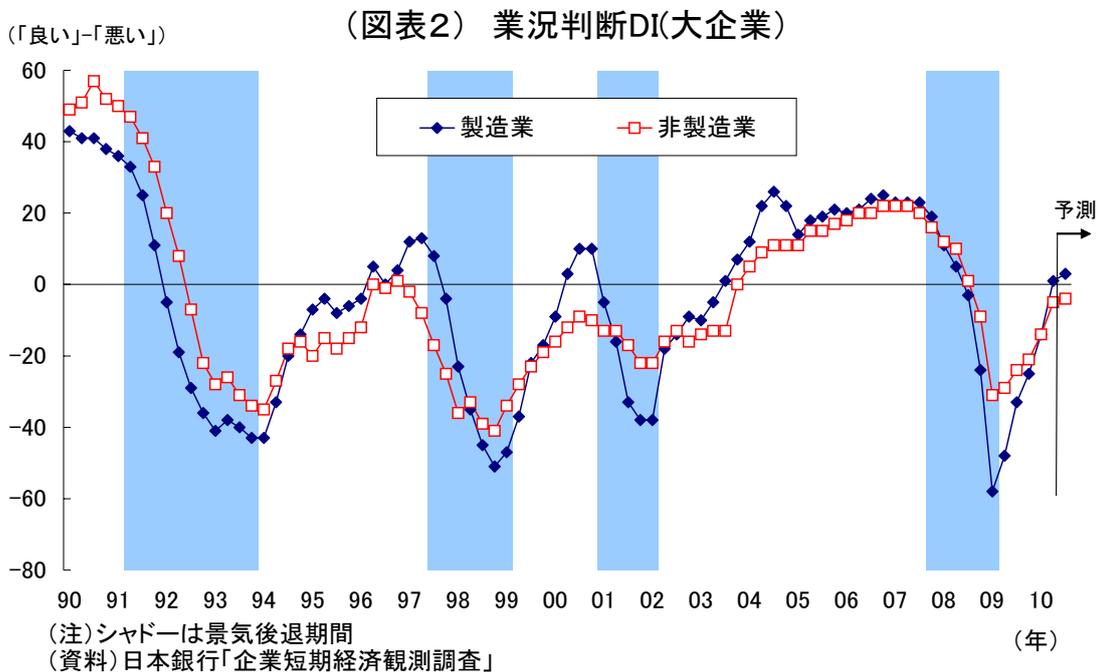
先行きについては、製造業が横ばい、非製造業は▲1ポイントの悪化を見込んでいる。非製造業ではデフレと政策効果の剥落、製造業でも海外経済の不透明感の高まりなどから、先行きについてはなかなか強気にはなれないようだ。足元の実事としての改善との間でコントラストが際立っている。

(図表1) 業況判断DI

(「良い」-「悪い」・%ポイント)

		2010年3月調査		2010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	-14	-8	1	15	3	2
	非製造業	-14	-10	-5	9	-4	1
	全産業	-14	-9	-2	12	0	2
中堅企業	製造業	-19	-20	-6	13	-8	-2
	非製造業	-21	-21	-13	8	-14	-1
	全産業	-20	-21	-10	10	-11	-1
中小企業	製造業	-30	-32	-18	12	-19	-1
	非製造業	-31	-37	-26	5	-29	-3
	全産業	-31	-35	-23	8	-25	-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D.I.は1と前回3月調査から15ポイント改善した。業種別では全16業種で改善、さらにこのうち9業種で二桁の改善となった。自動車や電機など輸出型業種の改善が引き続き大きいに加え、生産用機械、はん用機械、業務用機械など、設備投資に関連する業種の改善幅が大きく拡大している。先行きについては、改善が5業種、悪化が7業種で、全体では2ポイントの改善を見込んでいる。ただし、これまで堅調に回復してきた自動車が▲15ポイントと最大の悪化を見込んでいる。最も海外展開が進んでいる業種だけに、海外経済の不透明感や円高リスクを織り込んだ可能性が高い。

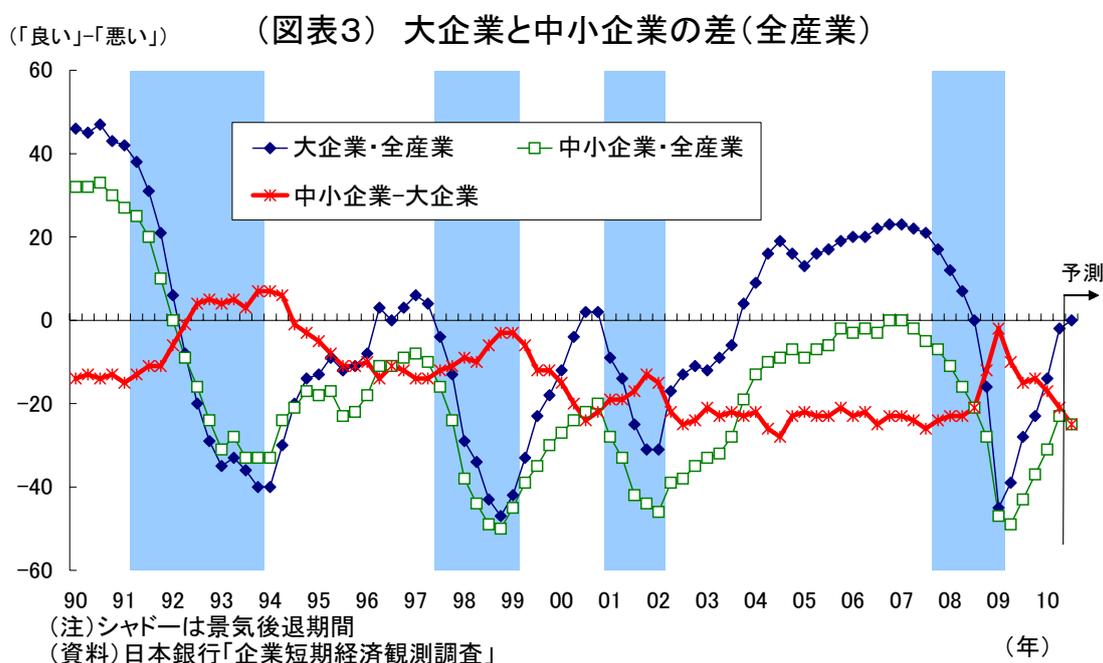
大企業・非製造業のD.I.は▲5と前回調査から9ポイント改善した。12業種中、対個人サービスを除く11業種で改善、このうち二桁の改善も5業種となった。製造業の生産増加の恩恵を受けたとみられる運輸や卸売のほか、これまで回復が最も遅れていた宿泊・飲食サービスの改善が高い。

先行きについては、7業種で改善、4業種で悪化を見込んでおり、全体では1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12ポイント、非製造業が5ポイントの改善となった。製造業では石油・石炭、窯業・土石を除く14業種が改善、このうち8業種が二桁改善となり、非製造業でも7業種で改善、うち3業種で二桁改善となった。これまで回復が遅れていた中小企業・非製造業でも徐々に回復が出てきている。

ただし、先行きについては、今回も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▲1ポイント、非製造業では▲3ポイントとなっている。中小企業の先行きへの見方は引き続き厳しい。



### 3. 需給・在庫・価格判断：マージンの縮小が止まらない

(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-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。引き続き「過大」超過の状況ではあるが、総じて在庫調整は進捗している。

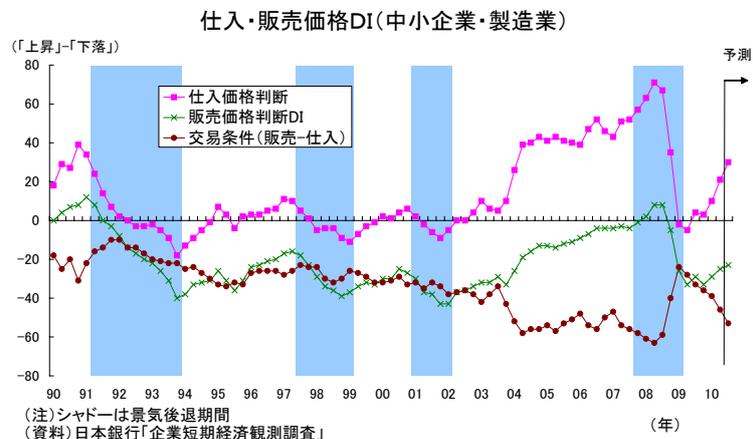
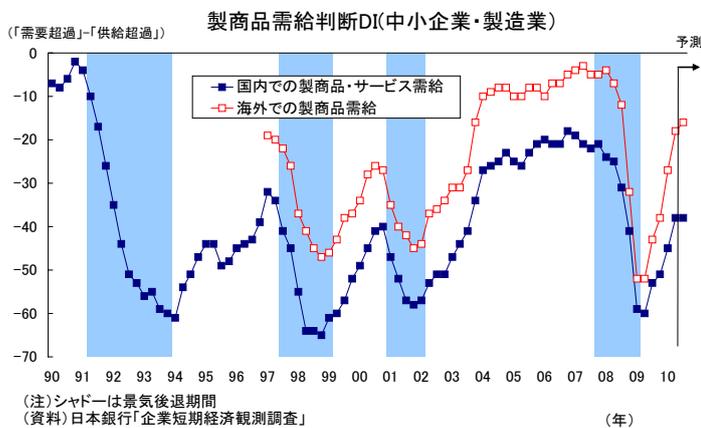
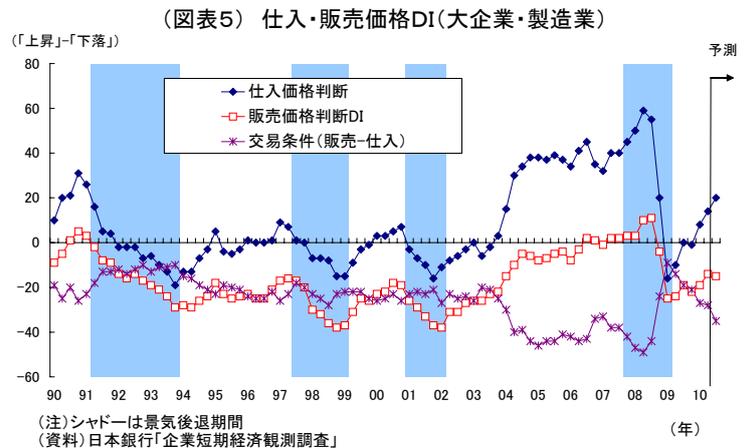
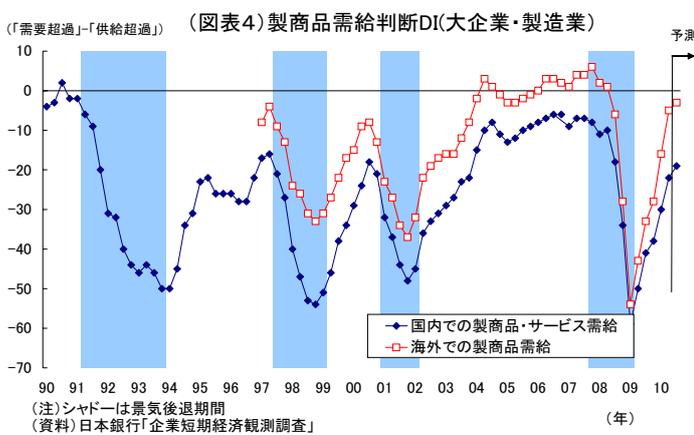
(需給判断：国内も改善が加速)

製造業の製商品・サービス需給判断 D.I. (需要超過-供給超過) は、大企業では国内が8ポイント、海外が11ポイントの改善、中小企業では国内が7ポイント、海外が9ポイントの改善となった(図表4)。従来より、海外需要の改善が国内を上回る形が続いているが、国内も堅調な回復が続いている。また、非製造業の国内需要についても、大企業が3ポイントの改善、中小企業が2ポ

イントの改善と、製造業ほどではないが需要は回復している。

(価格判断：マージンはさらに縮小、特に中小は厳しい)

大企業・製造業の販売価格判断 D.I. (上昇-下落)は前回から5ポイント上昇したものの、依然として下落優勢が続いている。一方、仕入価格判断 D.I. (上昇-下落)は6ポイント上昇したため、マージンは引き続き悪化した。先行きについても足元の資源価格上昇などから、仕入価格判断の一段の上昇が見込まれており、マージン獲得が一層厳しくなっていく見込み (図表5)。また、中小企業では仕入価格判断 D.I.の上昇がさらに大きい反面、販売価格判断 D.I.の下落が大きく、交渉力を反映したものと思われるが、マージンが特に厳しい状況にある。



#### 4. 売上・収益計画：増収増益計画、輸出が牽引

2009年度の売上高実績は全規模・全産業で前年度比▲12.6%、経常利益は同▲4.3%と減収減益となったが、3月調査時点の実績見込みと比べると経常利益がかなり上方修正された (図表6)。

2010年度の全規模・全産業の売上高は前年度比+3.3%、経常利益は同+19.7%と、増収増益の計画。前回3月調査時点の見通しからはそれぞれ0.1ポイント、10.2ポイントの上方修正となった。特に大企業の輸出売上は前年比+11.3%、前回からの修正率+7.9%と全体を牽引している。一方、

半期ごとに見ると、全規模・全産業で上期の前年比 5.3%の増収に対し、下期は同 1.5%の増収、うち大企業の輸出は上期 16.5%の増収が下期は 6.9%増に留まっており、売上についても先行きが弱めになっている。

なお、輸出と関連性の高い為替については、2010年度の想定円ドルレート（大企業・製造業）が 90.18 円と、前回時点の 91.00 円からやや円高方向に修正されている。円ドルについては過去の乖離の範囲内。しかし、欧州経済の低迷、ユーロ円での企業採算レートとの乖離が今後収益の下押しとなるリスクはあるだろう。世界経済が失速する局面になれば、リスク回避による円高と海外需要減少がダブルで効いてくる可能性が高い。収益的にも輸出が全体を底上げしているのが現在の状況であるため、今後とも円高はリスク要因と言える。

(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	-12.7	0.5	6.2	10.6	2.4
	国内	-11.0	0.3	4.4	8.5	0.8
	輸出	-17.3	1.2	11.3	16.5	6.9
	非製造業	-16.0	-4.0	3.7	4.4	3.0
	全産業	-14.8	-2.2	4.7	6.8	2.8
中堅企業	製造業	-13.1	0.7	5.3	9.0	2.1
	非製造業	-8.9	-0.3	3.0	5.1	1.2
	全産業	-10.0	-0.1	3.6	6.1	1.4
中小企業	製造業	-12.9	0.9	2.8	5.1	0.7
	非製造業	-8.3	0.8	-0.7	0.5	-1.7
	全産業	-9.4	0.8	0.1	1.5	-1.2
全規模	製造業	-12.8	0.6	5.5	9.4	2.1
	非製造業	-12.4	-1.8	2.3	3.4	1.2
	全産業	-12.6	-1.1	3.3	5.3	1.5

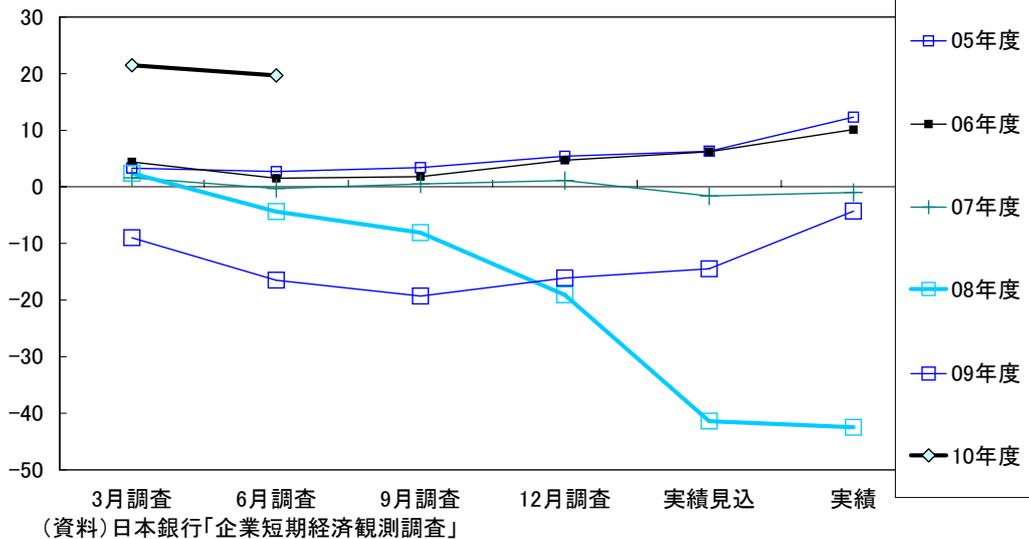
(注)修正率は、前回調査との対比。

(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	-3.7	22.7	43.8	3.0倍	2.7
	素材業種	-17.5	4.6	38.0	97.9	8.4
	加工業種	10.7	41.6	48.2	5.4倍	-0.6
	非製造業	-7.7	5.8	8.7	0.1	17.9
	全産業	-6.3	11.4	21.6	37.9	10.5
中堅企業	製造業	-7.4	19.8	48.2	2.9倍	7.2
	非製造業	2.7	9.9	2.0	1.3	2.5
	全産業	-0.4	12.5	15.1	35.6	4.1
中小企業	製造業	-7.2	17.6	48.4	2.5倍	12.9
	非製造業	1.8	11.9	8.5	19.5	1.8
	全産業	-0.4	13.1	17.2	40.5	4.5
全規模	製造業	-4.7	21.6	45.0	2.9倍	4.6
	非製造業	-4.0	7.8	7.5	3.7	10.7
	全産業	-4.3	11.9	19.7	38.0	8.2

(注)修正率は、前回調査との対比。

(対前年比、%) (図表8) 経常利益計画(全規模・全産業)

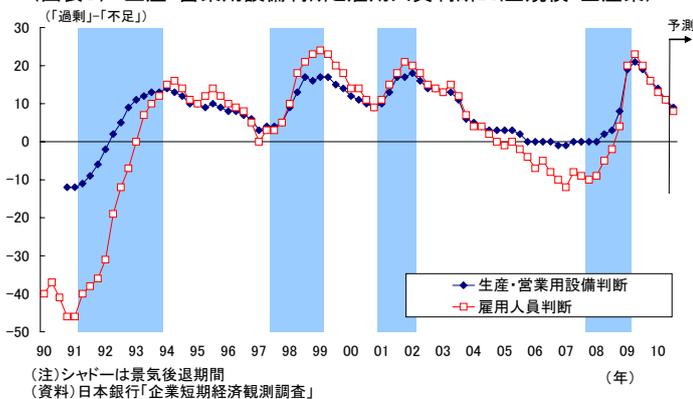


## 5. 設備投資・雇用：設備投資計画は3年度ぶりのプラスに転じる

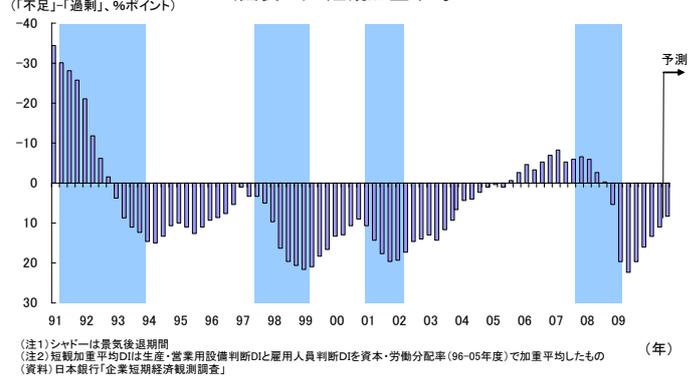
生産・営業用設備判断 D.I. (「過剰」－「不足」) は、全規模・全産業で 11 (前回比▲3 ポイント) と低下したが、9 期連続の過剰超過となり、設備の過剰感は根強い (図表 9)。雇用人員判断 D.I. (「過剰」－「不足」) も同様の構造で、全規模・全産業で 11 (前回比▲2 ポイント) とやや低下したものの依然過剰超過となっている (図表 9)。

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 年度の設備投資実績は全規模・全産業で前年度比▲19.4%と、前回調査時点の実績見込▲17.8%から、若干の下方修正となった。例年、大企業を中心に実績値が見込値を下回りやすい傾向

があるため、特に違和感はない。内訳では、特に製造業が前年度比▲32.6%（非製造業は▲12.7%）と設備投資を大幅に絞り込んだ。

2010年度の設備投資計画は、全規模・全産業で前年度比0.5%増と前回調査の▲3.9%から上昇修正となった。例年3月調査で数字が低く出た後6月調査で上方修正される統計上のクセがあるとはいえ、設備の過剰感が（まだ強いものの）緩和方向にあること、企業収益の改善などが背景にあると考えられ、明るい材料と見てよいだろう。

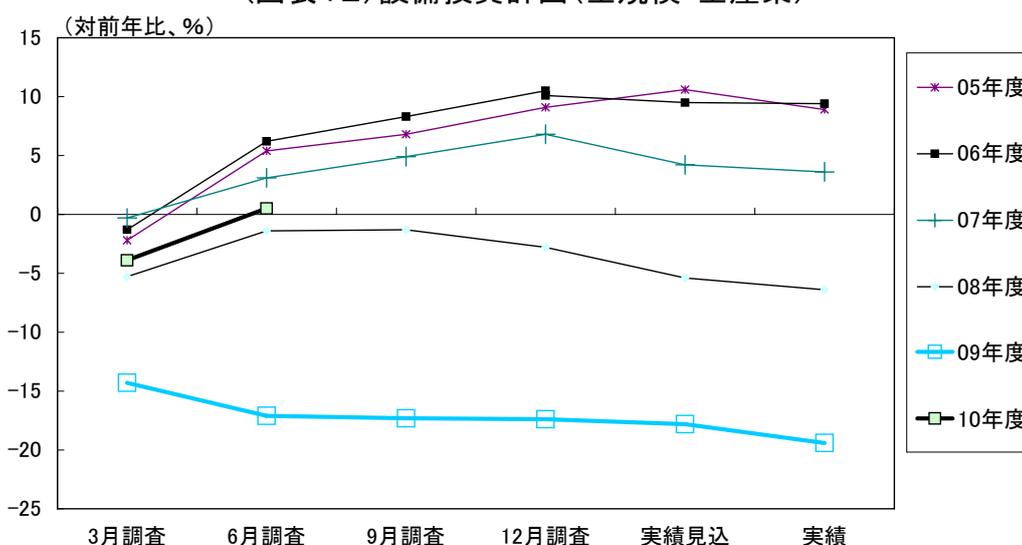
ただし、企業の生産は未だ危機前の水準には戻っておらず、稼働率はまだ低いことから、設備投資の内容は更新投資が中心とみられ、増加幅はまだ小幅だ。世界経済には不透明感も強まっているが、今後も回復シナリオが維持されて、増産→稼働率上昇→能力増強投資というパスが描けるかどうか、設備投資の方向性を決めるだろう（図表12）。

（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	-32.2	-3.1	3.8	5.2	2.5
	非製造業	-8.8	-3.3	4.6	6.6	2.9
	全産業	-17.0	-3.3	4.4	6.2	2.8
中小企業	製造業	-32.1	-0.3	-9.1	-3.9	-14.7
	非製造業	-17.5	32.0	-17.6	-11.0	-23.1
	全産業	-21.7	2.3	-15.5	-9.0	-21.1
全規模	製造業	-32.6	-2.4	2.8	5.2	0.4
	非製造業	-12.7	-1.8	-0.4	4.0	-4.2
	全産業	-19.4	-2.0	0.5	4.4	-3.0

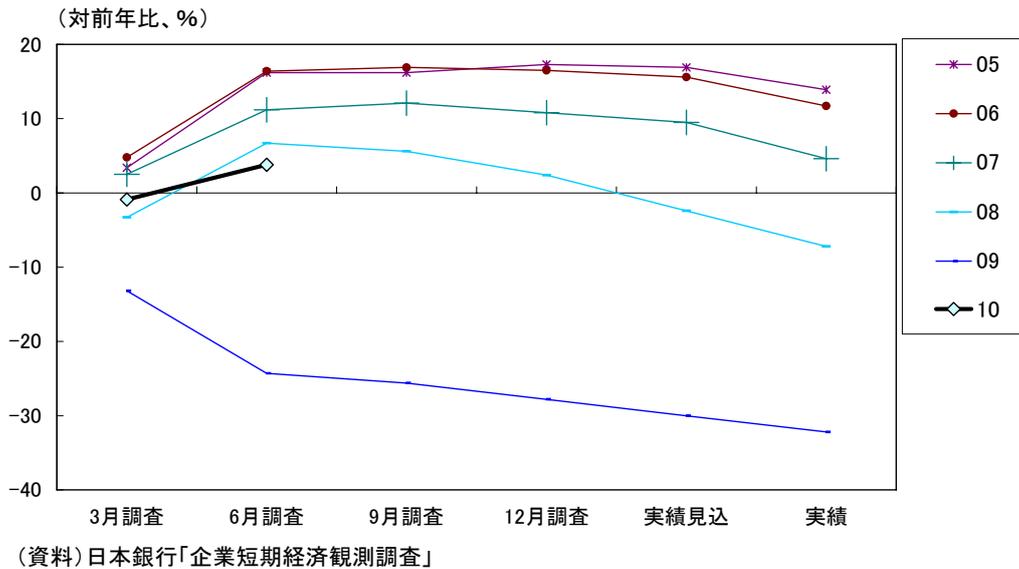
(注)修正率は、前回調査との対比。

（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」

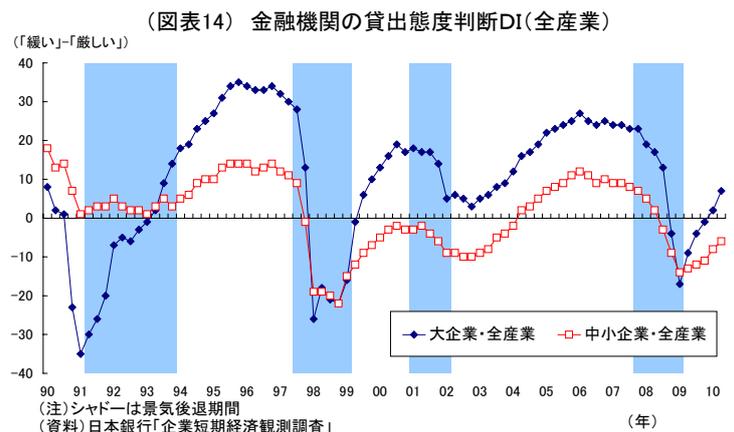
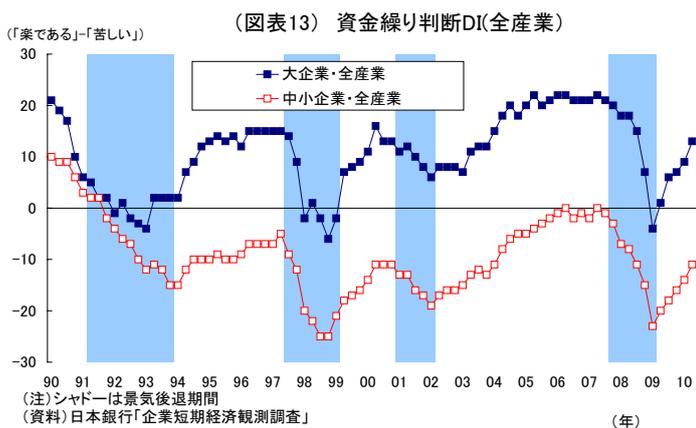
## 設備投資計画(大企業 製造業)



## 6. 企業金融：中小企業も徐々に改善しているが、厳しさ残る

資金繰り、貸出態度判断は、大、中小企業ともに5期連続で改善した(図表13, 14)。もともと中小企業は大企業の水準を下回る傾向があるとはいえ、依然としてマイナス、かつ改善幅も大企業に見劣りする水準となっており、厳しさが残る。

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」の利用は徐々に進んでいる模様だが、一方でこれまで中小企業向け金融を下支えしてきた「緊急保証制度」の効果はほぼ一巡したとみられ、中小企業金融は未だ楽観できる状況にはない。



(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。