

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  
は改善したが、先行きは大きく悪化

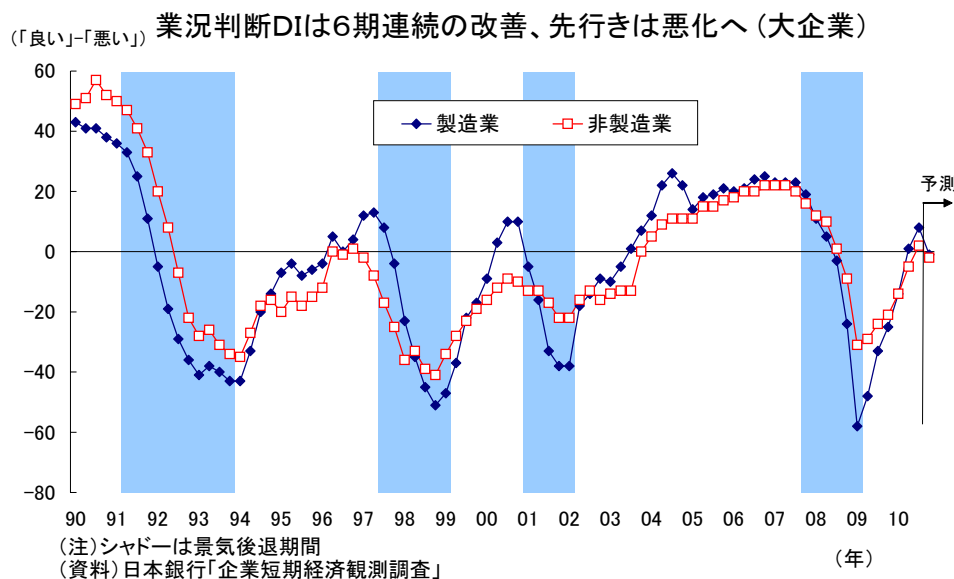
経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次

(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. 9月短観の大企業製造業業況判断 D.I.は8と前回調査から7ポイント改善、景況感の改善は6期連続となった。現状評価としては、引き続き景況感の回復が続いた形となったが、輸出や生産の足踏み感を背景に改善幅は前回調査(15ポイント)を大きく下回り、減速感が見られる。
2. 注目ポイントの先行きについては、大企業製造業の D.I が▲9ポイント悪化の▲1と落込みが顕著になった。また下期想定為替レートは1ドル 89.44 円と、前回調査から僅かに円高修正されている。足元の為替水準(80円台前半)との乖離は大きく、足元の水準では計画を立てられないという企業の苦しさを示している可能性が高い。売上計画についても、2010年度下期の上方修正幅が輸出を中心に上期を下回り減速感が出ており、世界経済の停滞感、円高の影響が今後色濃く出てきそうという企業の警戒感が滲み出ている。
3. 上記の想定為替レートと実態の乖離、政策効果の剥落、今回短観には織り込まれていないが、日中関係の緊迫など、下ぶれリスクは山積している。日銀が「回復傾向をたどるとみられる」としてきた先行きについて、これまで以上に下ぶれリスクを強く意識せざるを得なくなりそうだ。下ぶれリスクを注視したさらなる金融緩和を行わざるを得ないだろう。



# 1. 9月短観全体評価と今後の金融政策：景況感の先行きは大きく悪化、円高が企業マインドに大きく影響

9月短観の大企業・製造業業況判断D.I.は8と前回6月調査から7ポイント改善、景況感の改善は6期連続となった。現状評価としては、引き続き景況感の回復が続いた形となったが、輸出や生産の足踏み感を背景に改善幅は前回調査（15ポイント）を大きく下回り、減速感が見られる。従来非製造業については改善が遅れていたが、今回は製造業で改善幅が縮小したことで、遜色ない改善幅となった。中小企業は引き続き大企業に比べて改善が小幅に留まっている。

一方、注目ポイントであった先行きについては、大企業製造業のD.I.が▲1とマイナスに転落、今回対比で▲9ポイントの悪化と落込みが顕著になった。また、大企業製造業の下期想定為替レートは1ドル89.44円と、前回調査時点の90.16円から1円程度円高方向に修正されている。足元の為替水準（80円台前半）との乖離は大きい、先行き円安を想定しているというより、むしろ足元の水準では計画が立てられないという企業の苦しさを示している可能性が高い。売上計画についても、2010年度下期の上方修正幅が輸出を中心に上期を下回り減速感が出ている。先行きにかけて需給の悪化や企業マージンの縮小傾向も顕著となっており、欧米をはじめとする世界経済の停滞感、円高の影響が今後色濃く出てきそうという企業の警戒感が滲み出ている。上記の想定為替レートと実態の乖離、政策効果の剥落、今回短観には織り込まれていないが、日中関係の緊迫など、下ぶれリスクは山積している。これまで堅調に回復してきた景況感のターニングポイントとなる短観になったが、これまで日本経済の回復を牽引してきた製造業の落込みが大きいだけに、実態経済へのマイナスの影響が懸念される。

2010年度の設備投資計画も、全規模・全産業で対前年▲1%と前回調査時点（▲2.3%）から上方修正されているが、もともと中小企業を中心にこの時期上方修正される統計上のクセがあることを考慮すれば殆ど改善していない。先行き不透明感の高まりが、設備投資マインドにも悪影響を与えているようだ。

今回の短観は、「緩やかに回復しつつある」という日銀の従来からの現状判断を確認することになったが、「回復傾向をたどるとみられる」としてきた先行きについては、懸念材料が山積している中、これまで以上に下ぶれリスクを強く意識せざるを得なくなりそうだ。

今後の日銀の金融政策については、FRBが量的緩和に突入する可能性が高まっていることもあり、下ぶれリスクを注視したさらなる金融緩和を行わざるを得ないだろう。

## 2. 業況判断D.I.：製造業で減速感強い、先行きは大幅悪化へ

全規模全産業の業況判断D.I.は▲10（前回は5ポイント改善）、先行きは▲17（今回比▲7ポイントの悪化となった。規模別、製造・非製造業別の状況は以下のとおり。

(大企業)

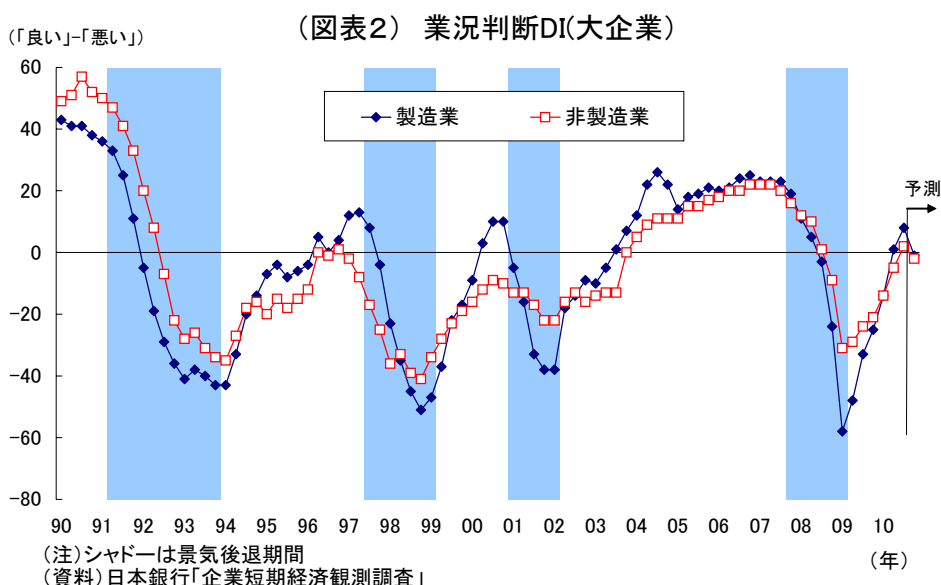
大企業製造業の業況判断 D.I.は8と前回調査から7ポイント改善した。業種別では全16業種中14業種で改善、このうち8業種で改善幅が二桁と幅広く改善がみられる。一方先行きについては、悪化が11業種と改善の5業種を上回り、全体では▲9ポイントの悪化を見込んでいる。全般的に輸出関連業種の悪化が顕著で、急速な円高の悪影響が現れている。特にこれまで堅調に回復してきた自動車の悪化幅は全業種で最大の▲38ポイントに達しており、円高に加えて政策効果剥落に伴う反動減という厳しい事業環境が懸念されているようだ。

大企業・非製造業のD.I.は2と前回調査から7ポイント改善した。12業種中、通信を除く11業種で改善、このうち4業種で二桁の改善となった。政策効果を受けやすい小売、不動産、猛暑効果があったとみられる電気・ガスなどの改善幅が大きい。先行きについては、3業種で改善、8業種で悪化、全体では▲4ポイントの悪化を見込んでいる。製造業ほどではないが、これまで改善傾向が続いていた非製造業の先行きも厳しい。

(図表1) 業況判断DI

		業況判断DI (「良い」-「悪い」・%ポイント)					
		2010年6月調査		2010年9月調査			
		最近	先行き	最近	変化幅	先行き	変化幅
大企業	製造業	1	3	8	7	-1	-9
	非製造業	-5	-4	2	7	-2	-4
	全産業	-2	0	5	7	-2	-7
中堅企業	製造業	-6	-8	4	10	-10	-14
	非製造業	-13	-14	-8	5	-15	-7
	全産業	-10	-11	-3	7	-12	-9
中小企業	製造業	-18	-19	-14	4	-22	-8
	非製造業	-26	-29	-21	5	-29	-8
	全産業	-23	-25	-18	5	-27	-9

(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。

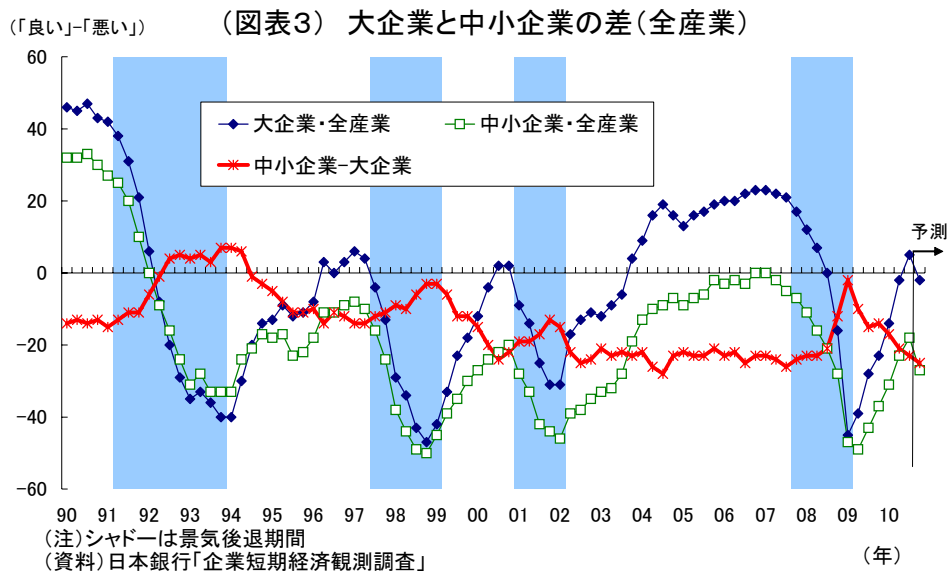


(中小企業)

中小企業の業況判断 D.I.は製造業が4ポイント、非製造業が5ポイントの改善となった。製造業では全16業種中改善が9業種、このうち5業種が二桁改善となり、非製造業でも全11業種中通信

を除く 10 業種で改善、うち 3 業種で二桁改善となった。大企業同様、中小企業でも景況感の改善が続いた形となったが、製造業の改善幅は前回調査（12 ポイント）を大きく下回った。

先行きについては、製造・非製造業を問わず、悪化見込みの業種が大半となっており、悪化幅は製造業、非製造業ともに▲ 8 ポイントとなっている。前回調査でも中小企業の先行きへの見方は厳しかったが、ますます先行きへの警戒感が顕著になってきた。



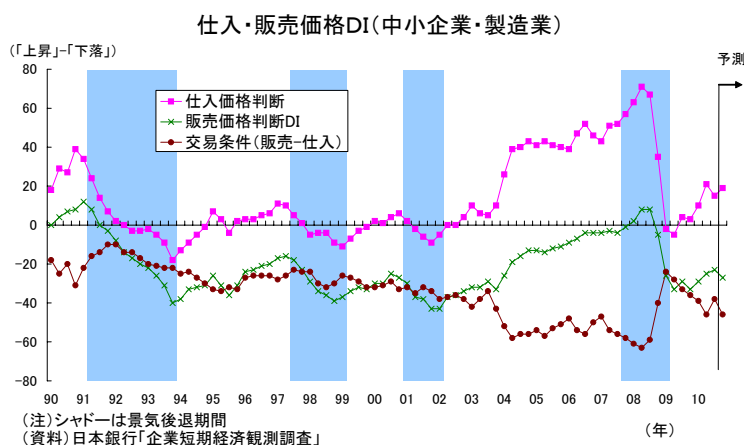
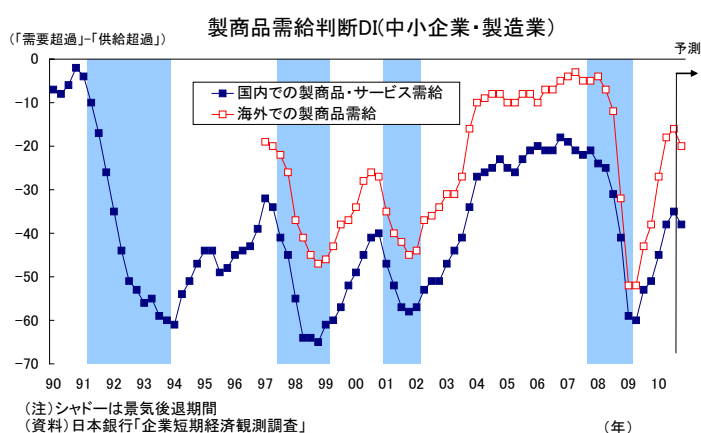
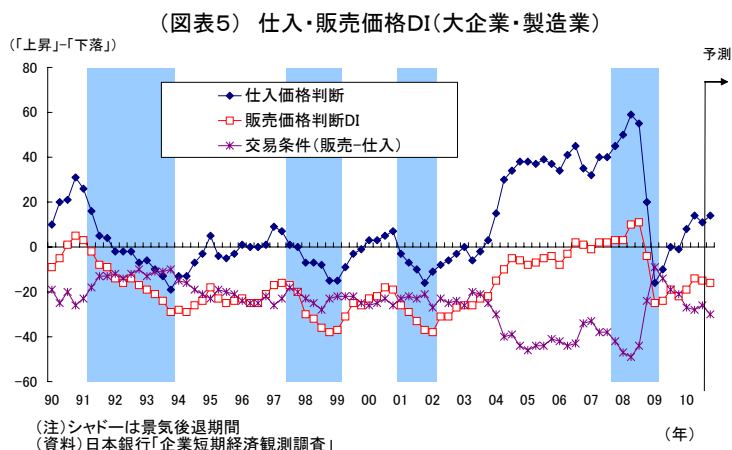
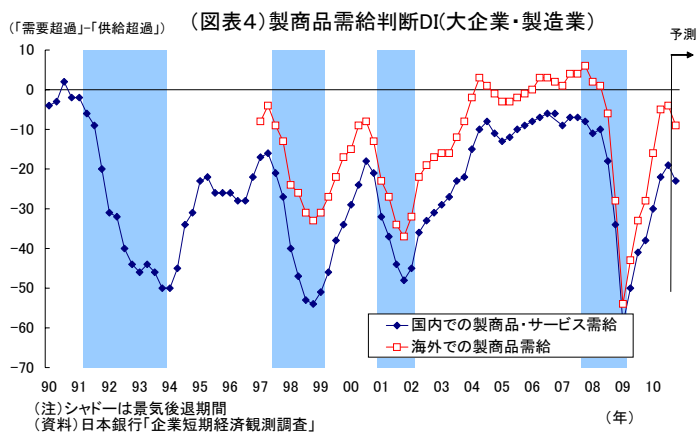
### 3. 需給・在庫・価格判断：マージンは悪化見込み

(需給判断：特に海外の先行きには厳しさあり)

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 3 ポイント、海外が 1 ポイントの改善、中小企業では国内が 3 ポイント、海外が 2 ポイントの改善となった (図表 4)。国内外ともに需給の改善が続いているが、改善ペースには減速感がみられる。さらに先行きについては国内外、大・中小企業ともに悪化しており、特に海外での悪化が顕著になっている。

(価格判断：マージンは改善したが、先行きは悪化へ)

大企業製造業の販売価格判断 D.I. (上昇-下落) は前回から▲ 1 ポイント下落したものの、仕入価格判断 D.I. (上昇-下落) の下落 (▲ 3 ポイント) が上回ったため、差し引きであるマージンはやや改善した。ただし、先行きについては、再びマージン獲得が厳しくなっていく見込み (図表 5)。また、中小企業製造業も同様の構造であるが、先行きの仕入価格判断 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見通しとなっている。



## 4. 売上・収益計画：下期売上に減速感あり

2010年度の全規模・全産業の売上高は前年度比+4.1%、経常利益は同+24.6%と、ともに前回から0.8%、4.1%上方修正された。ただし、売上について半期ごとの内訳を見ると、上期の上方修正が1%に対して、下期は0.5%に留まっている。特に大企業の輸出売上(上期3.9%、下期1.9%)の減速が顕著となっており、ここでも円高等への懸念が浮き彫りとなっている(図表6)。また、下期の経常利益計画については前回から若干下方修正された。

為替については、2010年度下期の大企業製造業の想定円ドルレートが89.44円と、前回時点の90.16円から若干円高方向に修正されている。前回調査以降に急速に進んだ円高を反映したものと言えるが、足元の円高水準には全く届いておらず、足元の水準では計画が立てられないという企業の苦しさを示している可能性が高い。今後も為替が横ばいで推移すれば、収益が下押しとなる可能性が高い。現在の円高は欧米経済失速に伴うものであるため、介入も含め日本だけの要因ではなかなか収束しづらい。従って、本格的な円高解消は欧米経済の回復を待つ必要があるため、為替が企業の景況感のマイナス要因として作用する状況が当面続くだろう。

(図表6) 売上高計画

		2009年度		2010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	-12.7	--	7.4	1.2	12.7	2.0	2.9	0.4
	国内	-11.0	--	4.9	0.5	9.9	1.3	0.6	-0.1
	輸出	-17.3	--	14.5	2.9	21.0	3.9	9.0	1.9
	非製造業	-16.0	--	4.1	0.4	4.8	0.4	3.5	0.5
	全産業	-14.8	--	5.4	0.7	7.9	1.0	3.2	0.5
中堅企業	製造業	-13.1	--	7.3	1.8	11.9	2.7	3.2	1.0
	非製造業	-8.9	--	4.4	1.3	6.7	1.6	2.2	1.0
	全産業	-10.0	--	5.1	1.4	8.1	1.9	2.4	1.0
中小企業	製造業	-12.9	--	3.9	1.1	6.8	1.6	1.3	0.6
	非製造業	-8.3	--	-0.6	0.1	0.6	0.1	-1.7	0.1
	全産業	-9.4	--	0.4	0.3	2.0	0.4	-1.0	0.2
全規模	製造業	-12.8	--	6.8	1.3	11.6	2.0	2.6	0.6
	非製造業	-12.4	--	2.8	0.5	4.0	0.6	1.7	0.5
	全産業	-12.6	--	4.1	0.8	6.4	1.0	2.0	0.5

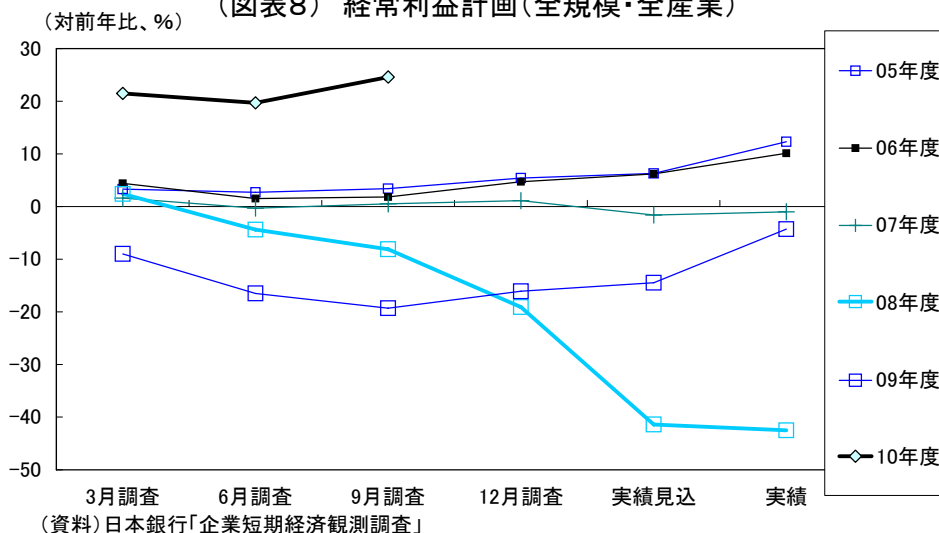
(注)修正率は、前回調査との対比。

(図表7) 経常利益計画

		2009年度		2010年度 (計画)		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	-3.7	--	54.3	7.3	3.5倍	17.0	2.7	-0.1
	素材業種	-17.5	--	44.2	4.5	2.2倍	13.3	4.7	-3.4
	加工業種	10.7	--	62.1	9.4	6.5倍	20.2	1.4	2.0
	非製造業	-7.7	--	13.3	4.2	7.5	7.3	19.6	1.4
	全産業	-6.3	--	28.3	5.6	53.4	11.3	11.3	0.8
中堅企業	製造業	-7.4	--	59.7	7.8	3.4倍	15.2	9.4	2.0
	非製造業	2.7	--	5.8	3.7	12.7	11.2	1.1	-1.3
	全産業	-0.4	--	21.1	5.2	52.9	12.7	3.9	-0.2
中小企業	製造業	-7.2	--	57.8	6.4	2.8倍	15.1	12.2	-0.6
	非製造業	1.8	--	2.9	-5.1	11.9	-6.4	-2.5	-4.2
	全産業	-0.4	--	15.0	-1.9	40.3	-0.1	1.2	-3.2
全規模	製造業	-4.7	--	55.5	7.3	3.4倍	16.5	4.8	0.2
	非製造業	-4.0	--	9.7	2.1	9.0	5.1	10.3	-0.4
	全産業	-4.3	--	24.6	4.1	51.1	9.5	8.0	-0.2

(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)



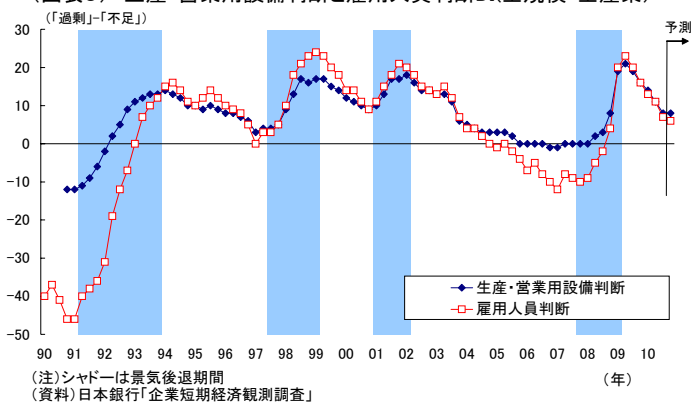


## 5. 設備投資・雇用：設備投資計画は若干の上方修正だが力強さはみられず

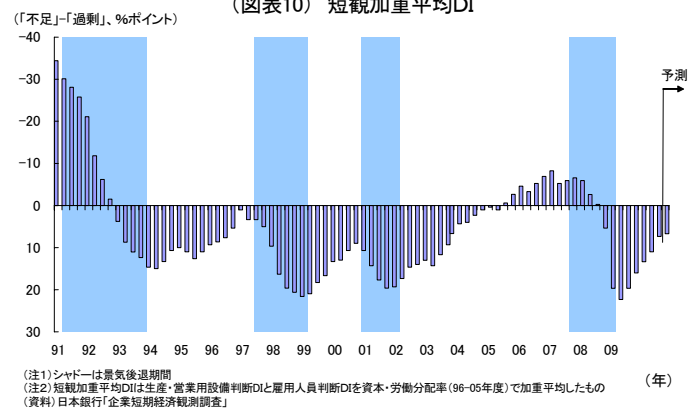
生産・営業用設備判断 D.I.（「過剰」－「不足」）は、全規模・全産業で8（前回比▲3ポイント）と低下したが、10期連続の過剰超過となり、設備の過剰感が残っている（図表9）。雇用人員判断 D.I.（「過剰」－「不足」）も同様で、全規模・全産業で7（前回比▲4ポイント）と低下したものの依然過剰超過となっている（図表9）。

この結果、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）も緩和基調にあるものの、過剰感が続いている。両 D.I. ともに先行きについてはほぼ横ばい見通しとなっており、ストック調整圧力が今後も残るだろう（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



2010年度の設備投資計画も、全規模・全産業で対前年▲1.0%と前回（▲2.3%）から上方修正されているが、もともと中小企業を中心にこの時期上方修正される統計上のクセがあるため、差し引いて考えれば力強さはみられない。先行き不透明感の高まりが、設備投資マインドにも悪影響を与えているようだ（図表11）。

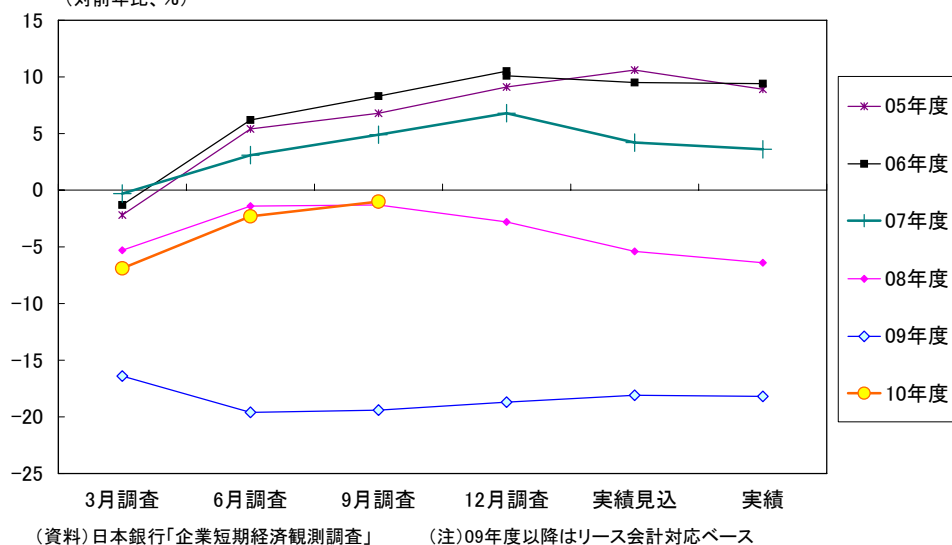
収益の改善やこれまで設備投資を手控えてきたことから、企業の設備投資余力は高まっていると考えられるが、企業はそれだけで投資に前向きになるわけではない。先行きに少しでも明るさが見えて、増産→稼働率上昇→能力増強投資というシナリオが描けるようになるかどうか、本格的な設備投資復活のカギを握っている（図表12）。

（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	修正率		上期 (計画)		下期 (計画)		
大企業	製造業	-31.4	---	4.0	0.6	4.1	-1.5	3.8	2.8
	非製造業	-3.9	---	1.6	-0.8	2.9	-2.5	0.6	0.7
	全産業	-15.5	---	2.4	-0.3	3.3	-2.1	1.7	1.4
中小企業	製造業	-31.7	---	-0.5	7.4	-7.8	-2.2	7.5	18.1
	非製造業	-15.5	---	-21.8	13.1	-14.0	11.8	-28.0	14.3
	全産業	-21.5	---	-15.0	10.9	-11.8	6.2	-17.7	15.7
全規模	製造業	-31.7	---	3.7	1.6	1.9	-2.4	5.5	5.7
	非製造業	-8.9	---	-3.4	1.2	-0.7	-1.3	-5.6	3.5
	全産業	-18.2	---	-1.0	1.3	0.2	-1.7	-2.0	4.3

(注)修正率は、前回調査との対比。今回より、リース会計対応ベースに変更。

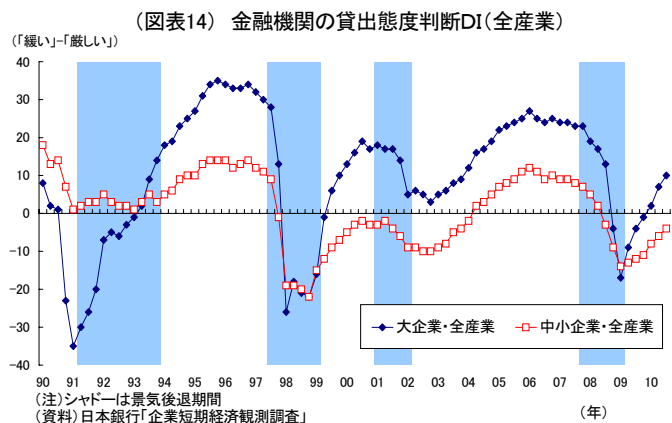
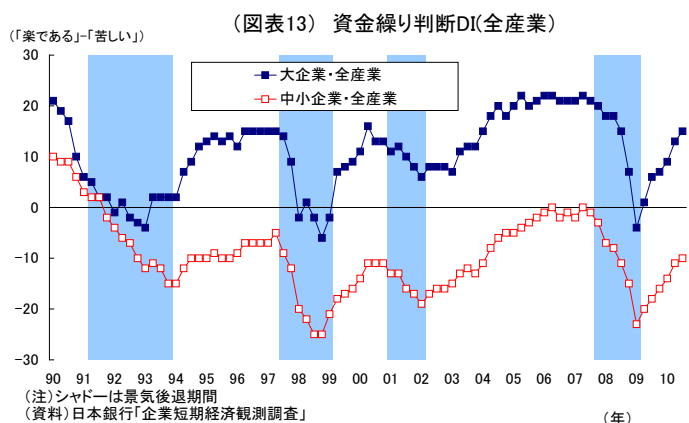
(対前年比、%) (図表12) 設備投資計画(全規模・全産業)



## 6. 企業金融：全体的に改善傾向、中小企業には一部厳しさも残る

資金繰り、貸出態度判断は、大、中小企業ともに改善した（図表 13, 14）。改善は今回で6期連続となり、企業にとっての金融環境は徐々に改善してきたと言える。

ただし、中小企業については、両D.I.が依然としてマイナスとなっている。もともと大企業の水準を下回りやすい傾向があるとはいえ、各種政策の下支えがあっても未だ厳しさが残っている。



(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。