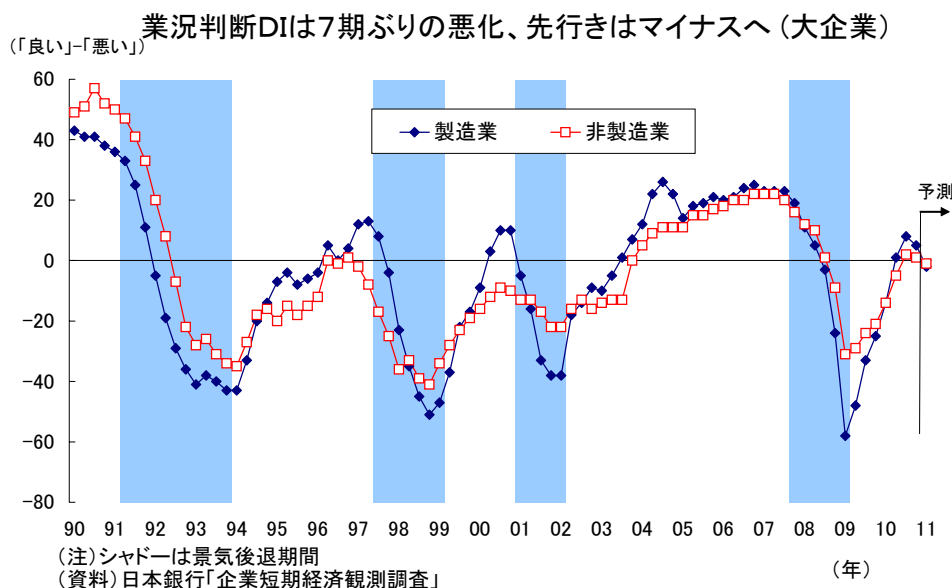


Weekly
エコノミスト・
レター12 月調査日銀短観～大企業・製造業
の景況感は7期ぶりの悪化

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. 大企業製造業業況判断 D.I.は5と前回9月調査の8から3ポイント悪化した。これまで堅調なペースで景況感の回復が続いてきたが、今回7期ぶりに悪化し、景況感の回復にブレーキがかかった。輸出や生産の足踏み感、円高、エコカー補助金など政策効果の剥落を背景としたものとみられる。先行きについてはマイナスに転じており、悲観が強い。
2. 今回短観の注目点の一つであった2010年度下期の大企業製造業の想定円ドルレートは83.87円と、前回時点の89.44円から5.57円の大幅円高修正となった。前回は当時の円高水準に想定レートの間約5円もの乖離が発生していたが、今回は実勢とほぼ同水準となった。今回の大幅修正は長引く円高を受けて、企業が80円台前半の為替を前提として受け入れざるを得なくなったためと考えられ、それが下期収益のマイナス修正にも繋がっている。
3. 2010年度の設備投資計画は、全規模・全産業で対前年0.4%増と上方修正されたが、もともと中小企業を中心にこの時期に上方修正される統計上のクセが主因とみられる。むしろ、08年度、09年度ともにマイナスとなったことで対前年のハードルが大きく下がっている状況で、この程度のプラスに留まった点に企業の設備投資に対する慎重姿勢を感じる。



1. 12月短観全体評価と今後の金融政策：大企業製造業の景況感は悪化、円高などで先行きへの悲観は強い

12月短観の大企業製造業業況判断D.I.は5と前回9月調査の8から3ポイント悪化した。これまで2009年3月調査をボトムとして堅調なペースで景況感の回復が続いてきたが、今回7期ぶりに悪化し、景況感の回復にブレーキがかかった。輸出や生産の足踏み感、円高、エコカー補助金など政策効果の剥落を背景としたものとみられる。調査時点では米国経済にやや明るさが見えており、為替も円安方向に振れていたことが一定の下支えになったと思われるが、景況感の改善を維持するには力不足であったようだ。大企業非製造業についても景況感がわずかに悪化した。長引くデフレに加え、前回調査からの政策効果・猛暑効果の剥落、たばこ増税による反動減などが景況感に現れたようだ。なお、中小企業については、製造業で2ポイント改善、非製造業で1ポイントの悪化となった。急落は避けられたが、もともとの水準が低く、これまでの改善も大企業よりも遅れていただけに前向きな評価はできない。先行きは企業規模、製造・非製造業を問わず大幅に悪化、マイナスに転じており、悲観がかなり強い。

今回短観の注目点の一つであった2010年度下期の大企業製造業の想定円ドルレートは83.87円と、前回時点の89.44円から5.57円の大幅円高修正となった。前回は当時の円高水準に想定レート間に約5円もの乖離が発生していたが、今回は実勢とほぼ同水準となった。

今回の大幅修正は長引く円高を受けて、企業が80円台前半の為替を前提として受け入れざるを得なくなったためと考えられ、それが下期収益のマイナス修正にも繋がっている。ただし、今回想定レートが実勢と揃ったことで、今後の企業収益は為替レートによって、上下両方向に修正される状況となった。

2010年度の設備投資計画も、全規模・全産業で対前年0.4%増と前回(▲1.0%)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に上方修正される統計上のクセがあることが主因である。むしろ、08年度、09年度ともにマイナスとなったことで対前年のハードルが大きく下がっている状況で、年度計画がほぼ固まる12月調査においてもこの程度のプラスに留まった点に企業の設備投資に対する慎重姿勢を感じる。

今回の短観は、11月に下方修正された「緩やかに回復しつつあるものの改善の動きに一服感がみられる」という日銀の現状判断を裏付けるとともに、先行きに対する悲観と下振れリスクを改めて認識する結果となった。日銀としては、海外経済の動向を注視しつつ緩和姿勢を維持、今後必要となれば資産買い取り枠の拡大といった追加緩和策も辞さないというスタンスをしばらく継続することになるだろう。

2. 業況判断D.I.：全体的に厳しい

全規模全産業の業況判断D.I.は3(前回は2ポイント悪化)、先行きは▲2(今回比5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5と前回調査から3ポイントの悪化となった。業種別では全16業種中8業種で改善したが、二桁の改善は2業種と前回の8業種から大きく減少。一方で悪化は7業種で二桁の悪化は自動車、電気機械など4業種に達している。先行きについては、悪化が13業種と改善の2業種を大きく上回りほぼ総崩れの様相、全体では7ポイントの悪化を見込んでいる。円高、政策効果の剥落で牽引役が見当たらない状況だ。

大企業非製造業のD.I.は1と前回調査から1ポイント悪化した。12業種中、改善が2業種に対し、悪化が9業種と大きく上回る。先行きについても、8業種が悪化、全体では2ポイントの悪化を見込んでいる。製造業同様、非製造業の景況感も厳しい。

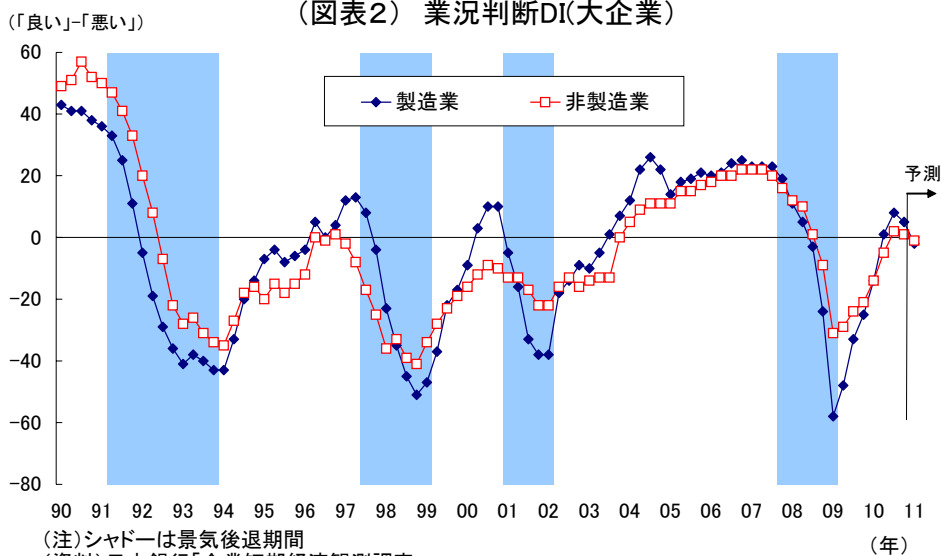
(図表1) 業況判断DI

(「良い」-「悪い」・%ポイント)

		2010年9月調査		2010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	8	-1	5	-3	-2	-7
	非製造業	2	-2	1	-1	-1	-2
	全産業	5	-2	3	-2	-2	-5
中堅企業	製造業	4	-10	1	-3	-12	-13
	非製造業	-8	-15	-10	-2	-17	-7
	全産業	-3	-12	-6	-3	-15	-9
中小企業	製造業	-14	-22	-12	2	-23	-11
	非製造業	-21	-29	-22	-1	-29	-7
	全産業	-18	-27	-18	0	-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。

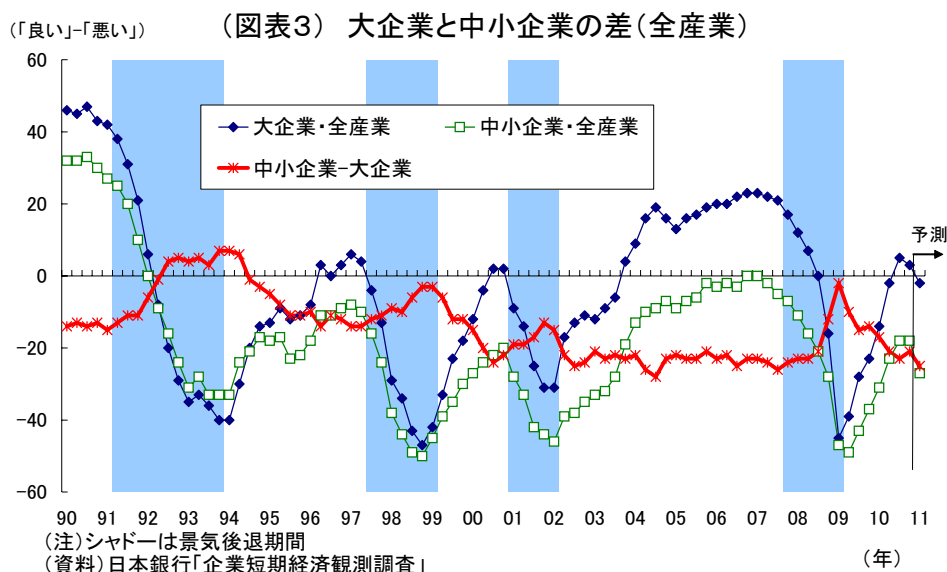
(図表2) 業況判断DI(大企業)



(中小企業)

中小企業の業況判断 D.I.は製造業が▲12と2ポイントの改善となった。全16業種中改善が8業種と悪化の7業種をやや上回った。非製造業のD.I.は▲22と1ポイントの悪化。全12業種中改善が6業種、悪化が5業種となった。大企業と遜色ない動きとなったが、中小企業の水準はもともと低く、これまでの改善も遅れていただけに前向きな評価は出来ない。

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、悪化幅は製造業で 11 ポイント、非製造業で 7 ポイントとなっている。大企業に比べて中小企業の先行きに対する見方はかなり悲観的だ。



3. 需給・在庫・価格判断：需給は悪化、マージンも厳しい

(需給判断：需給が悪化に転じる)

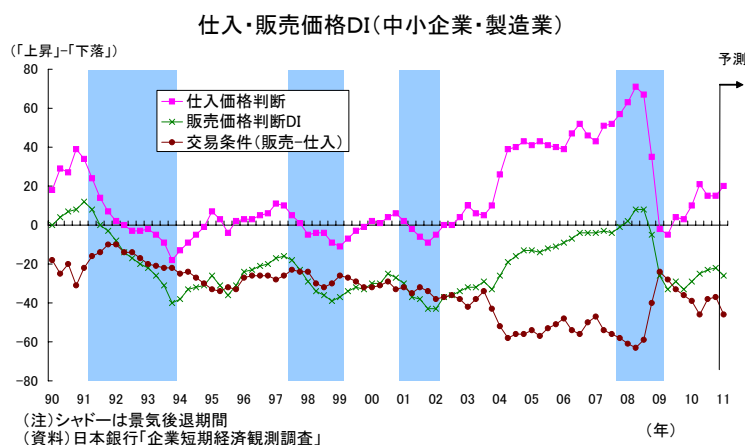
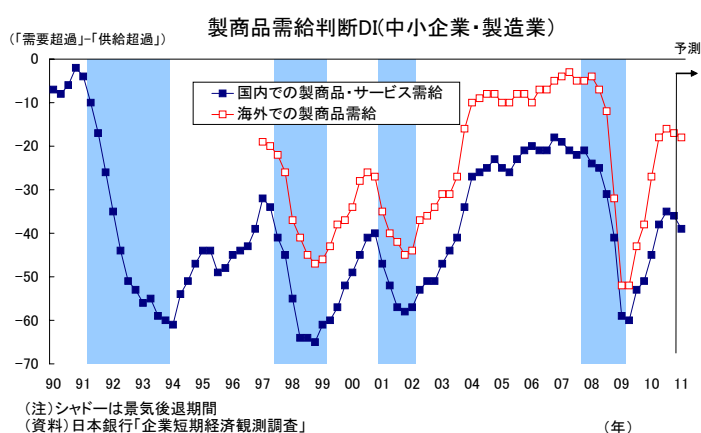
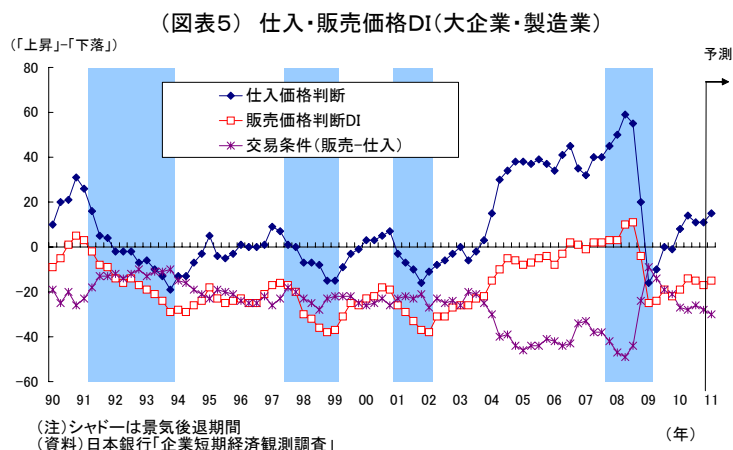
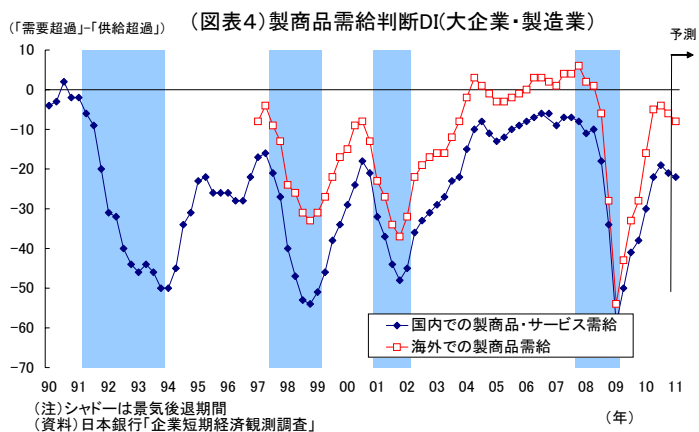
製造業の製商品・サービス需給判断 D.I. (需要超過-供給超過) は、大企業では国内・海外ともに 2 ポイントの悪化、中小企業では国内・海外ともに 1 ポイントの悪化となった (図表 4)。これまで堅調に需給が改善してきたが、景況感同様、今回需給悪化となった。先行きについても国内外、大・中小企業ともに悪化している。

(価格判断：マージンは再び悪化へ)

大企業製造業の販売価格判断 D.I. (上昇-下落) は前回から 2 ポイント下落した一方、仕入価格判断 D.I. (上昇-下落) は横ばいであったため、差し引きであるマージンは 2 ポイント悪化した。先行きについても、仕入価格の上昇が販売価格を上回り、マージン獲得が厳しくなっていく見込み (図表 5)。

中小企業製造業では足元のマージンがわずかに改善したが、先行きの仕入価格判断 D.I. の上昇が大きい反面、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であると思われるが、マージンが特に厳しい見通しとなっている。

先進国の緩和マネーが国際商品市況に流れ込み、資源価格が上昇する懸念が高まっている中、販売価格への転嫁はなかなか難しい状況であるため、マージン縮小見通しとなっているようだ。



4. 売上・収益計画：為替は大きく円高修正、下期収益は下方修正

2010年度の全規模・全産業の売上高は前年度比+4.3%、経常利益は同+28.2%と、ともに前回から0.2%、2.8%の上方修正となった。ただし、上方修正の理由は上期が堅調であったためであり、下期売上は今回-0.4%、経常利益にいたっては-8.7%の下方修正で前年同期比でもマイナスに転落している。なかなか明るい材料が見当たらない中で、下期については景況感同様、円高や政策効果剥落、海外経済への懸念が如実に現れた形だ(図表6)。

今回短観の注目点の一つであった2010年度下期の大企業製造業の想定円ドルレートは83.87円と、前回時点の89.44円から5.57円の大幅円高修正となった。前回は当時の円高水準に想定レートの間約5円もの乖離が発生していたが、今回は実勢とほぼ同水準となった。

今回の大幅修正は長引く円高を受けて、企業が80円台前半の為替を前提として受け入れざるを得なくなったためと考えられ、それが今回下期収益のマイナス修正に繋がっている。ただし、今回想定レートが実勢と揃ったことで、今後の企業収益は為替レートによって、上下両方向に修正される状況となった。

(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	--	8.0	0.5	14.2	1.3	2.6	-0.2
	国内	-11.0	--	5.3	0.3	10.8	0.8	0.5	-0.1
	輸出	-17.3	--	15.6	0.9	24.0	2.5	8.5	-0.5
	非製造業	-16.0	--	4.4	0.3	5.8	1.0	3.1	-0.4
	全産業	-14.8	--	5.8	0.4	9.0	1.1	2.9	-0.3
中堅企業	製造業	-13.1	--	7.7	0.4	12.8	0.8	3.3	0.1
	非製造業	-8.9	--	3.4	-0.9	6.0	-0.7	1.1	-1.1
	全産業	-10.0	--	4.5	-0.5	7.8	-0.3	1.6	-0.8
中小企業	製造業	-12.9	--	4.5	0.5	7.9	1.0	1.4	0.1
	非製造業	-8.3	--	-0.1	0.4	2.0	1.4	-2.1	-0.5
	全産業	-9.4	--	0.9	0.5	3.3	1.3	-1.4	-0.3
全規模	製造業	-12.8	--	7.3	0.5	12.8	1.2	2.5	-0.1
	非製造業	-12.4	--	2.9	0.1	4.7	0.7	1.1	-0.5
	全産業	-12.6	--	4.3	0.2	7.3	0.9	1.6	-0.4

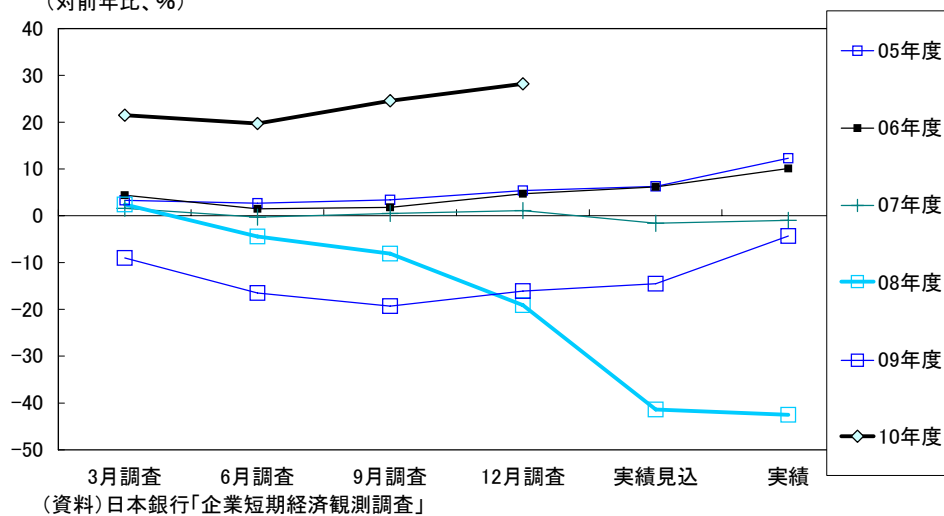
(注)修正率は、前回調査との対比。

(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	--	57.8	2.3	4.3倍	20.5	-11.7	-14.0
	素材業種	-17.5	--	53.0	6.1	2.5倍	10.4	6.4	1.6
	加工業種	10.7	--	61.5	-0.4	8.4倍	28.5	-22.3	-23.4
	非製造業	-7.7	--	17.1	3.3	24.4	15.8	9.2	-8.7
	全産業	-6.3	--	32.0	2.9	80.8	17.8	-1.0	-11.1
中堅企業	製造業	-7.4	--	66.3	4.1	3.8倍	13.4	5.1	-3.9
	非製造業	2.7	--	8.4	2.5	25.8	11.6	-3.1	-4.2
	全産業	-0.4	--	24.9	3.1	71.7	12.3	-0.3	-4.1
中小企業	製造業	-7.2	--	58.1	0.2	3.1倍	8.8	3.6	-7.7
	非製造業	1.8	--	6.5	3.5	26.4	13.0	-5.6	-3.1
	全産業	-0.4	--	17.9	2.5	56.5	11.5	-3.3	-4.4
全規模	製造業	-4.7	--	59.1	2.3	4.0倍	17.9	-7.5	-11.7
	非製造業	-4.0	--	13.3	3.2	25.0	14.6	3.0	-6.6
	全産業	-4.3	--	28.2	2.8	75.2	16.0	-1.3	-8.7

(注)修正率は、前回調査との対比。

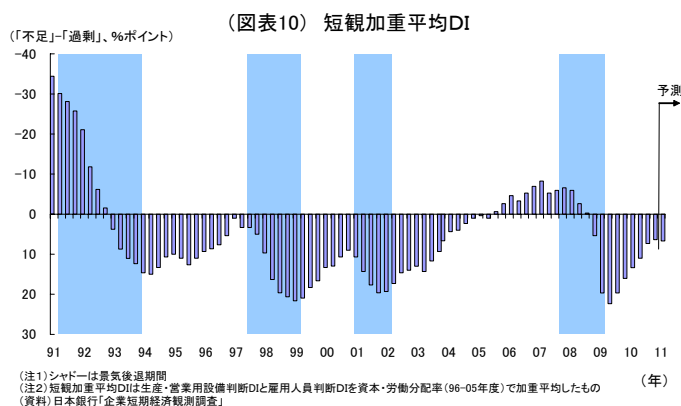
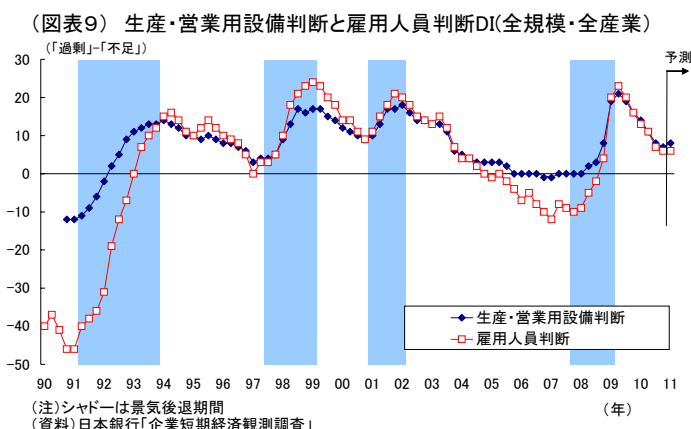
(図表8) 経常利益計画(全規模・全産業)



5. 設備投資・雇用：設備投資計画は依然慎重姿勢が強い

生産・営業用設備判断 D.I.（「過剰」－「不足」）は、全規模・全産業で7（前回比▲1ポイント）と前回からわずかに過剰感が改善したが、改善ペースは鈍化している（図表9）。雇用人員判断 D.I.（「過剰」－「不足」）も同様の構図で、全規模・全産業で6（前回比▲1ポイント）と低下したものの勢いは失速ぎみ（図表9）。ここ数ヶ月の生産弱含みが背景にあるようだ。

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）も引き続き緩和基調にあるものの、過剰感が続いている。このなかなか解消されない過剰感がストック調整圧力となり、今後の雇用、設備投資の抑制要因となりそうだ（図表10）。



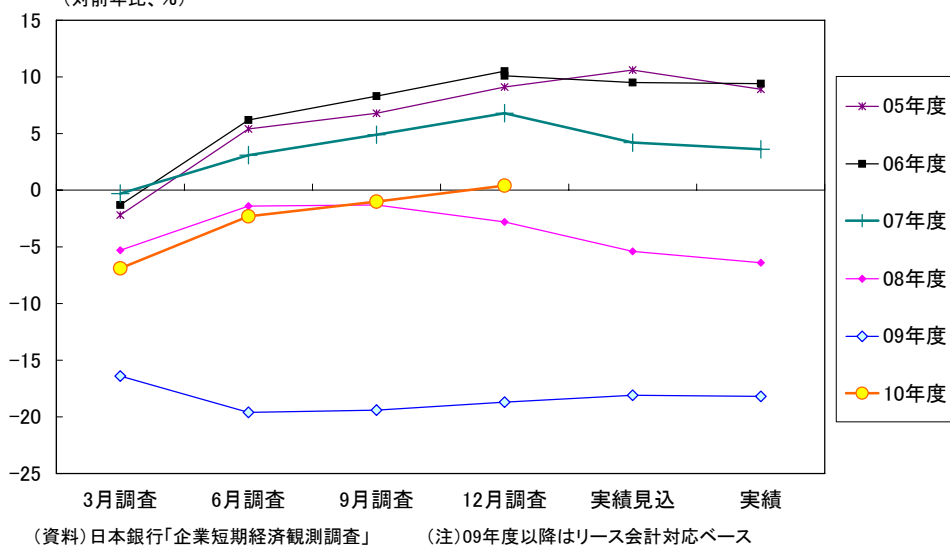
2010年度の設備投資計画は、全規模・全産業で対前年0.4%増と前回（▲1.0%）から上方修正されているが、もともと中小企業を中心にこの時期に上方修正される統計上のクセがあることが主因とみられる。むしろ、08年度、09年度ともにマイナスとなったことで対前年のハードルが大きく下がっている状況で、年度計画がほぼ固まる12月調査においてもこの程度のプラスに留まった点に企業の設備投資に対する慎重姿勢を感じる。日米当局の金融緩和政策などで長期金利はかなり下がっていたものの、借手企業からすればどれだけ調達金利が低下しても、それを上回る収益率が見込めなければ投資には踏み込まず、企業は現預金を積み上げている。世界経済の先行き不透明感が今後払拭されるかが設備投資動向の一つのカギとなるが、企業の期待収益を上げていく視点が政策サイドにも求められる（図表11、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		下期		
					(計画)	修正率	(計画)	修正率	
大企業	製造業	-31.4	—	2.9	-1.0	-9.3	-12.8	14.7	10.5
	非製造業	-3.9	—	3.0	1.3	-3.8	-6.5	8.7	8.0
	全産業	-15.5	—	2.9	0.5	-5.8	-8.8	10.7	8.8
中小企業	製造業	-31.7	—	8.3	8.8	-10.6	-3.0	28.8	19.8
	非製造業	-15.5	—	-16.1	7.2	-1.4	14.6	-27.9	0.1
	全産業	-21.5	—	-8.3	7.8	-4.7	8.1	-11.5	7.5
全規模	製造業	-31.7	—	3.9	0.2	-9.3	-11.0	16.9	10.9
	非製造業	-8.9	—	-1.4	2.0	-4.0	-3.3	0.7	6.7
	全産業	-18.2	—	0.4	1.4	-5.9	-6.1	6.0	8.2

(注)修正率は、前回調査との対比。リース会計対応ベースに変更。

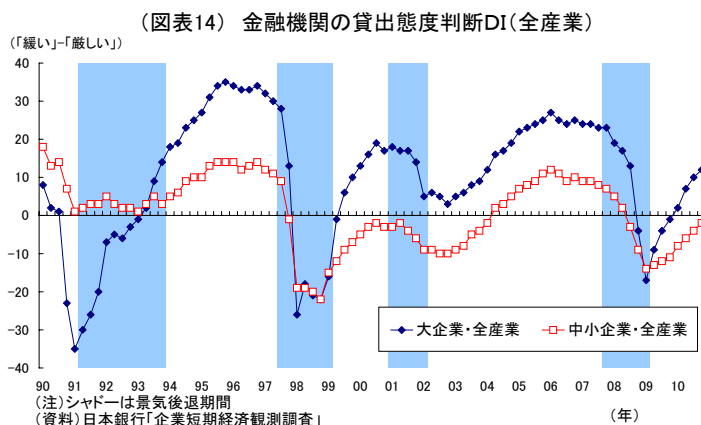
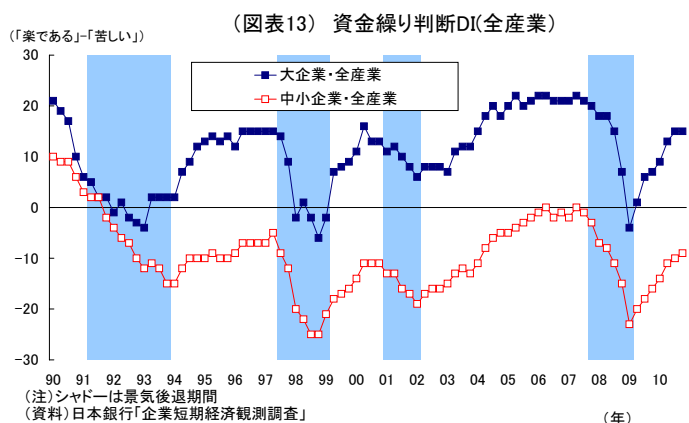
(対前年比、%) (図表12) 設備投資計画(全規模・全産業)



6. 企業金融：リーマン前の水準にほぼ戻る

資金繰り判断 D.I.は大企業で横ばい、中小企業でわずかに改善、金融機関の貸出態度判断 D.I.は大・中小企業ともに改善した(図表 13, 14)。全体として金融環境は徐々に改善してきたと言える。水準もほぼリーマン・ショック直前のレベルにまで戻っている。

日銀による「成長基盤強化のための資金供給」、政府による中小企業金融円滑化法(返済猶予を促す)などが全体を下支えしていると思われるが、今後も無尽蔵に政策支援を行うには無理がある。従来企業金融は景気動向と強い相関があるため、今後の動向は景気動向次第となるだろう。



(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。