

Weekly  
エコノミスト・  
レター

## 日銀短観(6月調査)予測

～大企業製造業の業況判断 D.I.は 13 ポイント  
悪化の▲7、先行きは改善へ

経済調査部門 シニアエコノミスト 上野 剛志  
TEL:03-3512-1870 E-mail: tueno@nli-research.co.jp

1. 震災の影響が完全に反映される6月調査短観では、震災によって企業マインドが大きく下振れした姿が示される結果になりそうだ。生産再開、サプライチェーン復旧は順調に進んでおり、大企業製造業の景況感是最悪期を脱しているとみられるものの、生産水準は未だ震災前をかなり下回っている。資源高に伴うコスト上昇もあり、量・採算両面での厳しさが足元の景況感として現れる。非製造業でも震災直後の自粛ムードは緩和しているものの、消費の萎縮は続いており悪化は避けられない。中小企業では、取引先の減産や消費の萎縮を通じたマイナス影響が強く働くだらう。一方、先行きについては、今後サプライチェーンの完全復旧や復興需要が期待されるため、製造業を中心に改善を示すだろう。
2. 11年度設備投資計画については、前回からやや上方修正されると予想。例年6月調査では、計画の具体化に伴い大きめの上方修正が行われる傾向があるが、今回は震災の影響で計画策定が遅れているため修正幅が制約される。実態面でも、復旧等に伴う投資需要が発生している反面、計画先送りの動きも生じているとみられ、力強さにはやや欠ける展開となる。
3. 今回短観では企業の景況感の先行きの改善がどのように示されるかが注目される。夏場の電力需給逼迫など抑制要因も存在する中で、「V字回復が見込まれるのか」勢いが注目される。他にも、稼働率が落ちている中で企業の雇用・設備過剰感がどこまで出ているか、需要・供給ともに減少している中で需給バランスはどう判断されているかなど、今後の回復の実現性をみる上で注目点は目白押しだ。

(図表1) 日銀短観業況判断D.I.の予測表

業況判断		3月調査		6月調査(予測)	
		最近	先行き	最近	先行き
大企業	製造業	6	2	-7	2
	非製造業	3	-1	-4	-1
	全産業	5	0	-6	1
中堅企業	製造業	-4	-8	-17	-11
	非製造業	-6	-12	-14	-11
	全産業	-5	-11	-15	-11
中小企業	製造業	-10	-16	-22	-17
	非製造業	-19	-27	-29	-28
	全産業	-15	-23	-27	-24

## 6月短観：景況感は大きく悪化も先行きは改善へ

### (震災の影響が完全に織り込まれる初の短観)

7月1日公表の6月調査日銀短観では、大企業製造業の足元の業況判断D.I.が大きく下落し、震災によって企業マインドが大きく下振れした姿が示される結果になりそうだ。同時に先行きの改善も顕著に現れ、底割れの回避ならびに今後の順調な回復の兆しが示されるだろう。

前回3月調査では、震災発生日までに大半が回収済みであり、また参考系列として示された震災後回収分のみでの計数も直後であったことから、殆ど震災の影響が反映されなかった。その意味では、今回の6月調査が完全に震災影響が反映される初の短観という位置づけとなる。この間の多くの経済指標は、震災後に大きく下落した後、下げ止まりや改善の兆しを見せている。生産の再開、サプライチェーンの復旧は順調に進んでおり、今後の電力需給は厳しいものの計画停電は回避される見通しであること、原発問題も徐々にではあるが解決に向けた取り組みが進められていることなどから、景況感は4月頃を底として最悪期を脱していると考えられる。

注目度が高い大企業製造業の業況判断D.I.は▲7と前回から13ポイントの悪化を予想。上記の通り生産出来る体制には戻りつつあるが、生産水準自体は未だ震災前を大きく下回っており、さらに国際的な資源高に伴うコスト上昇圧力が強い。量・採算両面での厳しさが足元の景況感として現れる。大企業非製造業の業況判断D.I.は▲4と前回比7ポイントの悪化を予想。震災直後の品不足や自粛ムードは緩和しているものの、依然として高額品やレジャー、不動産関連等を中心に消費の萎縮が続いていることを反映する。中小企業は製造業が▲22ポイント、非製造業が▲29ポイントと、それぞれ前回比12ポイント、10ポイントの悪化を予想。地理的な事業範囲やサプライチェーンが大企業に比べ限定的であることから直接的な影響は大企業ほどではないが、経営体力が相対的に弱く、取引先の減産を通じた影響や消費の萎縮を通じたマイナス影響が強く働く。

先行きの景況感については、今後サプライチェーンの完全復旧による生産回復や復興需要が期待されるため、製造業を中心に改善を示すだろう。

11年度設備投資計画(全規模全産業)については、対前年▲1.8%と前回3月調査時点の同▲3.7%からやや上方修正されると予想する。例年3月から6月調査にかけては、設備投資計画が固まってくるに伴い大きめの上方修正が行われる傾向があるが、今年度は震災の影響で計画策定が遅れているため修正幅が制約される。また実態面においても、震災からの復旧や非常用電源の設置などの投資需要が発生している反面、もともと計画されていた投資の見合わせ・先送りの動きも生じているとみられる。円の高止まりも投資抑制的に働き、現状力強さにはやや欠ける展開となる。

### (注目ポイント：先行きの改善がどのように示されるか)

今回短観では企業の景況感の先行きの改善がどのように示されるかが注目される。上記の通り、製造業を中心に先行きは改善を示すとみられるが、一方で、夏場の電力需給逼迫の動きが全国的に広がりを見せつつあり、今後の企業活動の制約要因となるほか、消費の萎縮は半ば生活スタイルとして長引く可能性もある。

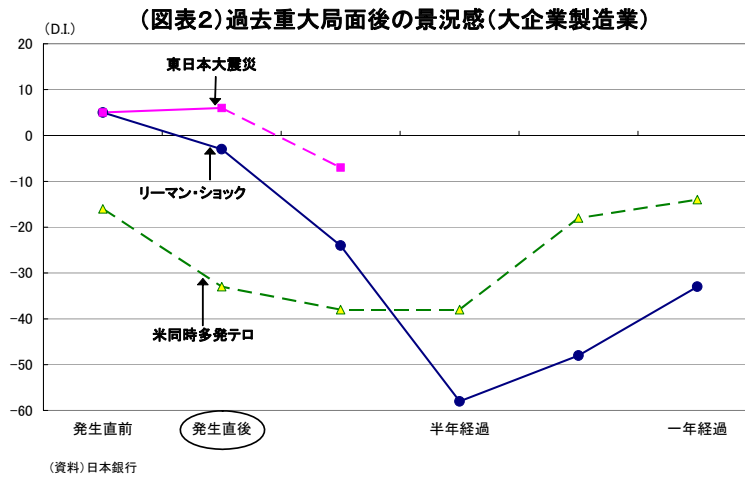
2008年のリーマン・ショック後の短観では、足元の景況感悪化に加えて先行きでもさらなる悪化が見込まれ、実際に複数回にわたって景況感はずるずると底割れしていった(図表2)。今回はそ

のような形にはならないとみるが、「V字回復が見込まれるのか」勢いが注目される。また、回復の広がりという点では、見える形で復旧が進む製造業と比べて回復の実感が沸きにくいとみられる非製造業の動向がポイントとなる。

その他にも、稼働率が落ちている中で企業の雇用・設備過剰感がどこまで出ているか、資源価格等の上昇が企業の収益マージンをどの程度圧迫しているか、需要・供給ともに減少している中で需給バランスはどう判断されているかなど、今後の回復の実現性をみる上で注目点は目白押しだ。

**(日銀金融政策：緩和的な金融スタンスが続く)**

今回の短観では、業況判断 D.I.の足元の下落、先行きの改善が示され、「震災の影響により、生産面を中心に下押し圧力が続いているが、持ち直しの動きもみられている」、「年度後半以降、緩やかな回復経路に復していく」という日銀の現状・先行き判断の裏付けになるだろう。ただし、足元の景況感の水準は震災前を未だ大きく割り込んでおり、内外経済に多くのリスク要因を抱えているため、日銀は今後とも下振れリスクを注視しながら緩和的な金融スタンスを維持、必要とあれば追加緩和策を打ち出すことになるだろう。

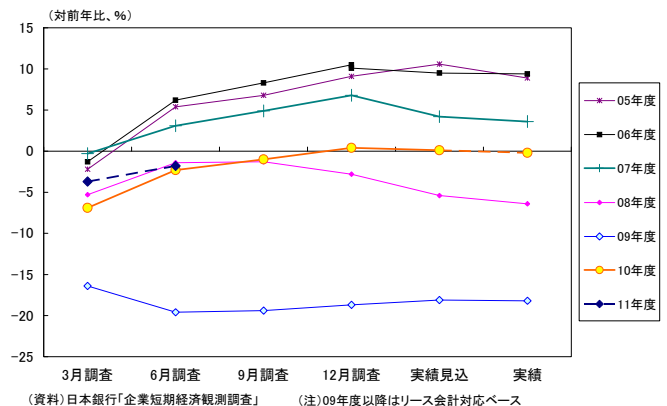


(図表3) 設備投資予測表

		設備投資額(含む土地投資額) (前年度比%)				2011年度計画の修正率
		3月調査		6月調査(予測)		
		2010年度	2011年度	2010年度	2011年度	
大企業	製造業	0.5	4.3	-1.5	7.8	3.5
	非製造業	2.1	-2.9	0.9	-1.0	1.9
	全産業	1.6	-0.4	0.5	2.0	2.4
中小企業	製造業	11.8	-8.1	13.7	-6.3	1.8
	非製造業	-9.0	-33.9	-5.1	-33.0	0.9
	全産業	-2.3	-24.5	1.0	-23.4	1.1
全規模	製造業	2.0	4.9	0.8	7.7	2.8
	非製造業	-1.0	-8.2	-0.9	-6.8	1.4
	全産業	0.1	-3.7	-0.2	-1.8	1.9

(注) リース会計対応ベース

(図表4) 設備投資計画(全規模全産業)



(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もありません。