

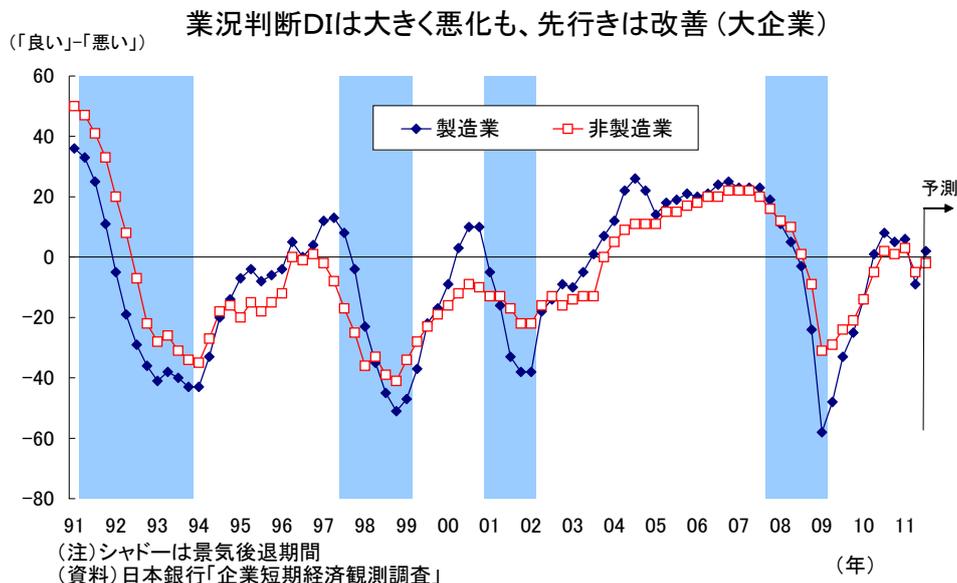
Weekly エコノミスト・ レター

6月調査日銀短観

～大企業・製造業の景況感は15悪化の▲9、先行きはV字回復

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▲9と前回から15ポイント悪化、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た。震災後、サプライチェーンの回復は順調に進み生産も回復基調が明確になってきているため、企業景況感の最悪期は既に脱していると考えられる。但し、水準自体は未だ震災前を大きく下回っていることから、前回調査との対比では大幅な悪化という構図。サプライチェーン寸断の影響は大企業に留まらないこと、消費も本格回復には至っていないことから、企業規模や製造・非製造の別なく、景況感は大きく悪化した。
2. 先行きについては大企業製造業のD.I.が2と11ポイントの大幅改善。夏場の電力逼迫が企業活動の制約要因となる懸念が残り、先行きでもD.I.水準は震災前に届かないものの、サプライチェーンの復旧や復興需要による生産回復期待が押し上げた形。中小企業製造業の先行き改善もかなり大きい。一方、非製造業の先行きはやや弱い印象。特に中小企業では悲観が強い。
3. 11年度設備投資計画（全規模全産業）は対前年0.0%と前回調査から上方修正となったが、3月調査からの修正率は昨年同時点をやや下回る。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ことに伴って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修正幅が制約された要因もあるとみられる。悲観するような水準ではないが、やや力強さには欠け、復興を見越して設備投資を積み上げる状況にはないようだ。



1. 6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大きく悪化したが見込み内、先行きの大きな改善が確認されたことが今回のポイント

6月短観の大企業製造業業況判断 D.I.は▲9と前回3月調査の6から15ポイント悪化、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た。景況感の悪化は2期ぶりとなる。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。

震災後、サプライチェーンの回復は順調に進み生産も回復基調が明確になってきている。従って、企業景況感の最悪期は既に脱していると考えられるが、水準自体は未だ震災前を大きく下回っていることから、前回調査との対比では大幅な悪化という構図になった。サプライチェーン寸断の影響は大企業に留まらないこと、自粛ムードは緩和しているものの消費の本格回復には未だ至っていないことから、企業規模や製造・非製造の別なく、景況感は大きく悪化している。

一方、先行きについては大企業製造業のD.I.が2と現状に対し11ポイントの大幅改善。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懸念が残り、先行きでもD.I.水準は震災前に届かないものの、サプライチェーンの復旧や復興需要による生産回復期待が押し上げた形とみられる。中小企業製造業も先行き改善も6ポイントとかなり大きい。製造業について、幅広くV字に近い形で先行きの回復が示された点が今回のポジティブ要素である。一方、非製造業の先行きは大企業で3ポイント改善、中小企業で3ポイント悪化とやや弱い印象。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。特に経営余力が乏しくショックの影響を引きずりやすい中小企業では悲観が強く出ている。

11年度設備投資計画（全規模全産業）は対前年0.0%と前回3月調査時点の同▲3.7%から上方修正された。金額ベースの修正率は1.8%（3.7%との差は比較対象である前年度実績の下方修正▲1.9%）と昨年6月調査の修正率2.5%をやや下回る。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ことに伴って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修正幅が制約された要因もあるとみられる。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・先送りの動きも一部生じているとみられ、現状力強さにはやや欠ける展開となった。悲観するような水準ではないが、復興を見越して設備投資を積み上げる状況にはないようだ。

収益計画（全規模全産業）は景況感同様、上期の減収減益を下期の増収増益でカバーし、通年でもほぼ前年並みとの計画（前回調査からは上方修正）だが、足元雇用過剰感が出ていること、中小企業の収益マージンが今後大きく圧迫される見通しとなっていることなど、今後のリスク要因も確認された。

今回の短観では、製造業を中心に景況感の足元下落、先行き改善が示され、「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」という日銀の判断を概ね裏付ける結果となった。ただし、足元の景況感の水準は震災前を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。

2. 業況判断 D.I. : 全規模全産業の業況判断は9悪化、先行きは3改善

全規模全産業の業況判断 D.I. は▲18 (前回比9ポイント悪化)、先行きは▲15 (現状比3ポイントの改善) 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▲9と前回調査から15ポイント悪化した。業種別では全16業種中11業種で悪化、特に生産の落ち込みの大きかった自動車(75ポイント悪化)や石油・石炭製品(40ポイント悪化)の悪化が著しい。改善は4業種に留まったうえ改善幅は小幅。一方、先行きについては、改善が9業種と悪化の6業種を上回り、全体では11ポイントの改善となった。足元大きく悪化している自動車の先行き改善(58ポイント)が全体を牽引。

大企業非製造業の D.I.は▲5と前回調査から8ポイント悪化した。12業種中、改善3業種に対し、悪化が8業種と大きく上回り、特に宿泊・飲食サービス(25ポイント悪化)、電気・ガス(20ポイント悪化)で景況感の落ち込みが激しい。先行きについては8業種が改善、全体で3ポイントの改善と、目に見える形で復旧が進む製造業には及ばないものの、非製造業でも先行き景況感改善。

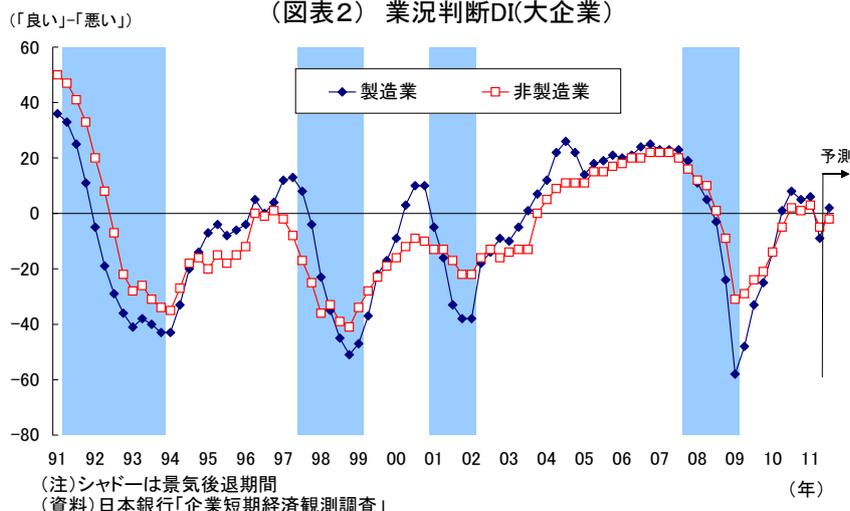
(図表1) 業況判断DI

(「良い」-「悪い」・%ポイント)

		2011年3月調査		2011年6月調査			
		最近	先行き	最近	先行き		変化幅
					変化幅	先行き	
大企業	製造業	6	2	-9	-15	2	11
	非製造業	3	-1	-5	-8	-2	3
	全産業	5	0	-8	-13	0	8
中堅企業	製造業	-4	-8	-12	-8	-7	5
	非製造業	-6	-12	-17	-11	-16	1
	全産業	-5	-11	-15	-10	-13	2
中小企業	製造業	-10	-16	-21	-11	-15	6
	非製造業	-19	-27	-26	-7	-29	-3
	全産業	-15	-23	-24	-9	-24	0

(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)

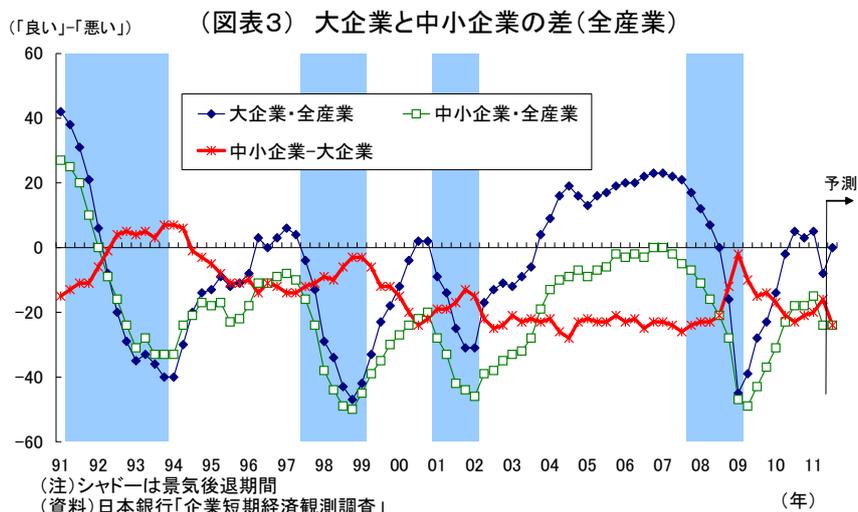


(中小企業)

中小企業製造業の業況判断 D.I.は▲21と11ポイント悪化した。従来、09年9月調査以降7期連続にわたる緩やかな回復が続いていたが、8期ぶりの悪化となった。全16業種中悪化が14業種と

改善の2業種（繊維、食料品）を大きく上回った。非製造業のD.I.は▲26と7ポイントの悪化。全12業種中、不動産を除く11業種で悪化した。中小企業は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いたようだ。

先行きについては、製造業が6ポイント改善、非製造業が3ポイント悪化と対照的になった。製造業では自動車を筆頭に改善の業種が過半となっている一方、非製造業では悪化業種が過半を占める。目立った牽引役のみられない中小企業非製造業では悲観が強く出ている。



なお、全体への影響は限られるが、前回95.6%と落ち込んでいた回収率が今回98.0%に戻っており、被災の結果前回回答出来なかった企業の厳しい状況が今回になって反映された影響もあった可能性がある。

3. 需給・価格判断：国内需給は改善、マージンは中小企業で先行き大幅悪化

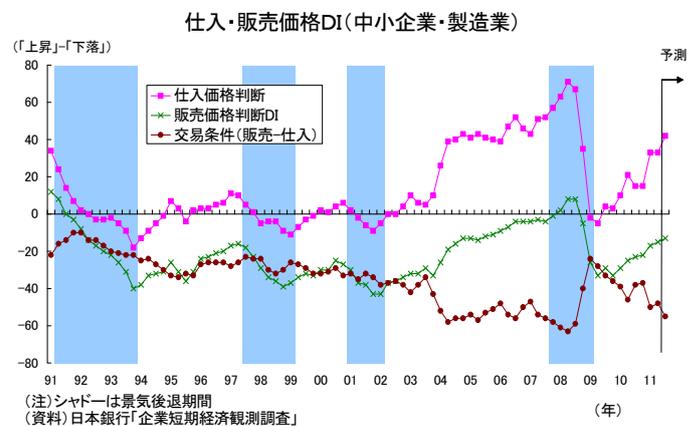
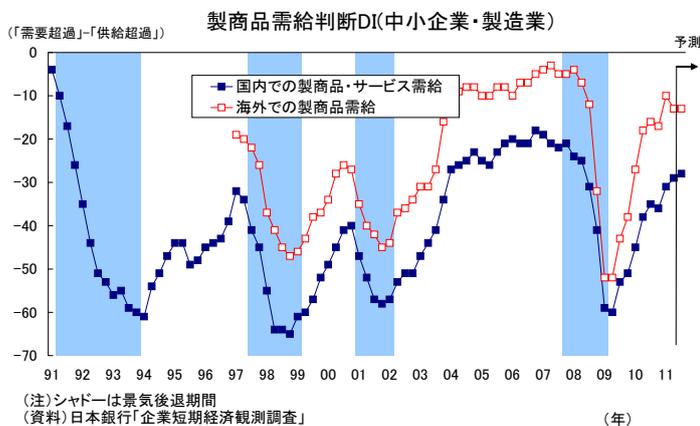
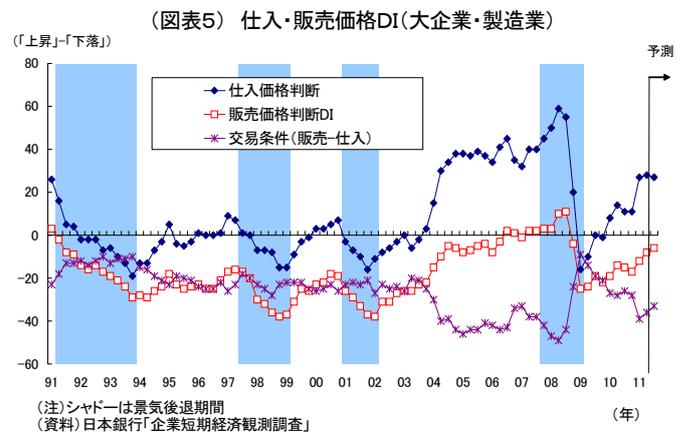
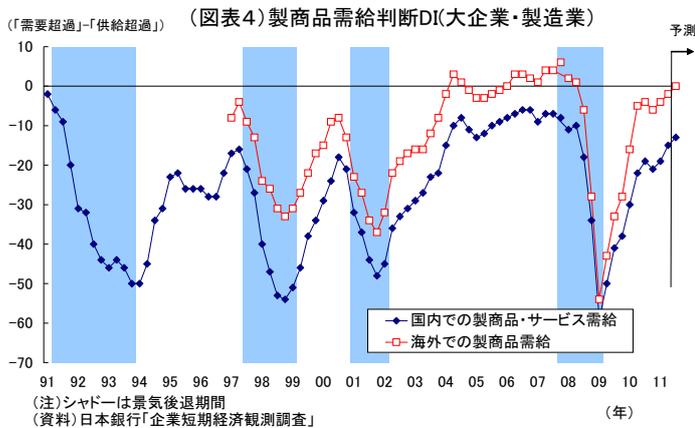
(需給判断：国内需給は供給過剰感弱まる)

製造業の国内製商品・サービス需給判断D.I.（需要超過-供給超過）は、大企業で4ポイント改善、中小企業でも2ポイント改善となった。D.I.の水準としてはともにマイナス、すなわち供給超過だが、震災の影響で供給の減少が需要の減少を上回った形とみられる。製造業の海外での製商品需給については、大企業が2ポイント改善した一方中小企業では3ポイント悪化しており、海外経済の減速感を反映している可能性がある。先行きについては、大企業では国内外ともに引き続き緩やかに改善、中小企業では国内外ともにほぼ横ばい見通しとなっている（図表4）。

(価格判断：足元のマージンは改善だが)

大企業製造業の販売価格判断D.I.（上昇-下落）は前回から4ポイント上昇、仕入価格判断D.I.（上昇-下落）は1ポイントの上昇に留まったため、差し引きであるマージンは3ポイント改善した。先行きについては、仕入価格が若干下落、販売価格はやや上昇で、マージンはさらに改善（図表5）。中小企業製造業も足元の状況は大企業とほぼ同様だが、先行きは仕入価格判断D.I.上昇が販売価格判断D.I.の上昇を大きく上回り、交渉力を反映したものと思われるが、マージンが縮小する見通しとなっている（図表5）。

原油価格は足元やや調整済みであるが、一次産品全体的に水準としては高止まりしており、思うように価格転嫁もできない中小企業のマージン（収益率）への縮小圧力は続きそうだ。採算の悪化を今後の量の拡大で賄えるかどうかポイントとなる。



4. 売上・収益計画：11年度収益は上期下方修正だが、下期V字回復を見込む

2010年度の全規模・全産業の売上高は前年度比4.5%増、経常利益は38.3%増と増収増益。前回調査からもそれぞれ0.2%、5.8%の上方修正となった。

2011年度収益計画（全規模・全産業）には、今回になって震災の影響が色濃く現れた。上期は売上、利益がそれぞれ前回から1.0%、10.3%下方修正となり対前年減収減益計画。一方、下期は売上が1.9%、経常利益が12.7%上方修正され、対前年で増収増益計画となっている。この下期V字回復の結果、年度でも前年度とほぼ同水準の収益を確保する見通し。大企業製造業においては下期の輸出売上げが前年比7.7%増に達しており、全体の回復を牽引している（図表6～8）。

なお、計画の前提となる円ドル為替レートについて、2011年度の想定レートは、上下期ともに82.59円となっている。前回調査（上期が84.04円、下期が84.36円）から為替相場の実勢に合わせる形で円高ドル安方向に修正されている。上記の通り、下期の収益回復では輸出が牽引する形になっており、今後の為替の動向が大きなカギとなる。

(図表6) 売上高計画

		2010年度		2011年度 (計画)		上期 (計画)	下期 (計画)
			修正率		修正率		
大企業	製造業	6.9	-0.3	2.9	0.9	-0.8	6.4
	国内	3.7	-0.8	2.7	0.2	-0.7	6.0
	輸出	16.1	1.0	3.4	2.8	-0.9	7.7
	非製造業	4.7	0.4	2.2	1.4	1.2	3.2
	全産業	5.6	0.1	2.5	1.2	0.4	4.5
中堅企業	製造業	7.5	-0.4	2.8	0.5	0.4	5.2
	非製造業	4.0	0.1	1.0	-0.5	-0.2	2.1
	全産業	4.9	0.0	1.5	-0.2	-0.1	3.0
中小企業	製造業	5.5	0.5	0.3	0.1	-0.9	1.6
	非製造業	0.7	0.4	-1.0	-0.7	-2.0	-0.1
	全産業	1.7	0.5	-0.7	-0.5	-1.7	0.3
全規模	製造業	6.8	-0.2	2.4	0.7	-0.6	5.4
	非製造業	3.4	0.4	1.0	0.4	0.0	2.0
	全産業	4.5	0.2	1.5	0.5	-0.2	3.1

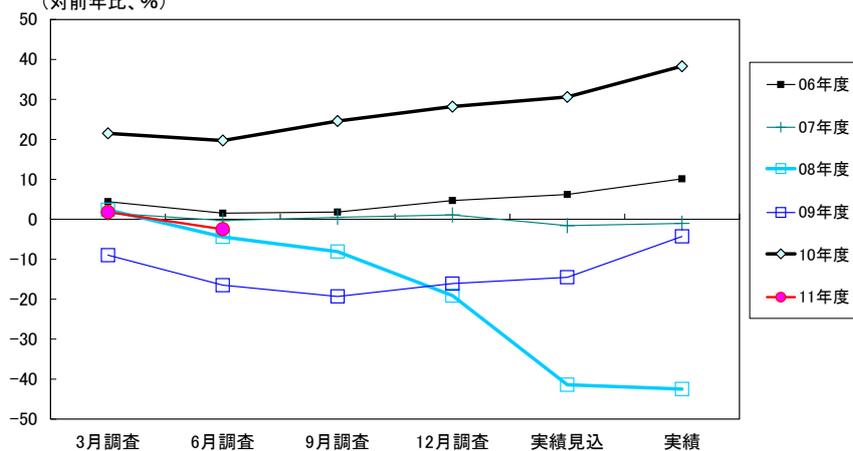
(注)修正率は、前回調査との対比。

(図表7) 経常利益計画

		2010年度		2011年度 (計画)		上期 (計画)	下期 (計画)
			修正率		修正率		
大企業	製造業	67.9	5.6	0.4	5.3	-18.1	21.4
	素材業種	59.8	4.5	2.9	5.9	-2.8	8.9
	加工業種	74.2	6.4	-1.4	4.9	-28.3	30.9
	非製造業	33.2	8.9	-6.1	2.7	-14.0	2.0
	全産業	46.0	7.5	-3.4	3.8	-15.8	9.9
中堅企業	製造業	70.9	3.1	-1.7	-0.8	-16.0	12.2
	非製造業	16.5	3.2	-4.7	-3.6	-13.9	2.5
	全産業	31.9	3.1	-3.6	-2.6	-14.7	5.8
中小企業	製造業	61.6	0.9	2.3	-3.1	-18.2	24.8
	非製造業	5.2	2.3	1.9	-4.6	-9.1	10.7
	全産業	17.6	1.9	2.0	-4.1	-12.1	14.5
全規模	製造業	67.5	4.6	0.3	3.3	-17.8	20.3
	非製造業	24.2	6.7	-4.4	0.1	-13.2	3.8
	全産業	38.3	5.8	-2.5	1.4	-15.1	10.0

(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)



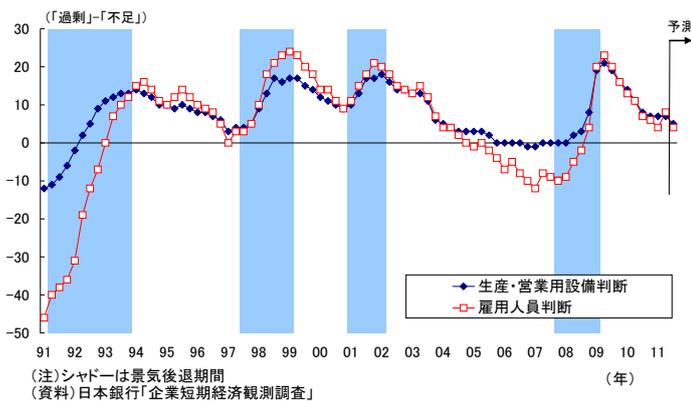
(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

5. 設備投資・雇用：設備投資計画には慎重姿勢も残る

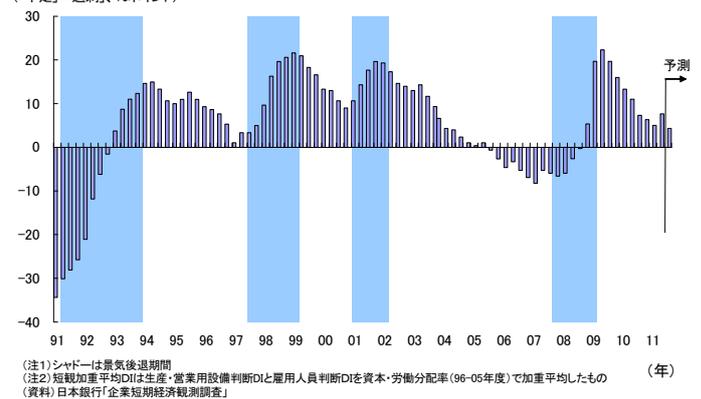
生産・営業用設備判断 D.I.（「過剰」－「不足」）は全規模・全産業で7と前回から横ばいとなったが、雇用人員判断 D.I.（「過剰」－「不足」）は11と前回から4ポイント上昇しており、過剰感が高まっている。（図表9）。

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）も上昇し、これまで解消傾向にあった過剰感が再び高まっている。震災に伴う生産や消費の低迷に伴うものと考えられ、先行きについては景況感同様、改善に向かう見通し（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



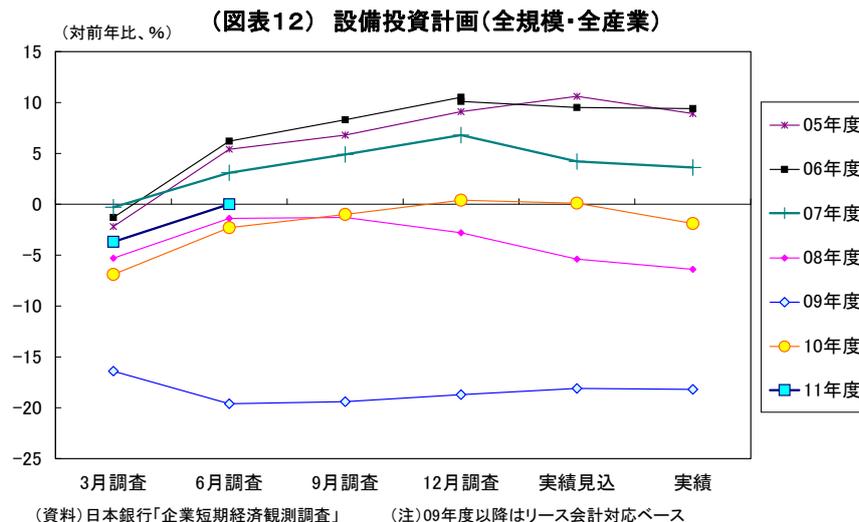
2010年度の設備投資計画は、全規模・全産業で対前年1.9%減と前回(0.1%増)からやや下方修正された。もともとウェイトの高い大企業において、この時期に下方修正になりやすい傾向がある。

11年度設備投資計画(全規模全産業)は対前年0.0%と前回3月調査時点の同▲3.7%から上方修正された。金額ベースの修正率は1.8%(3.7%との差は比較対象である前年度実績の下方修正▲1.9%)と昨年6月調査の修正率2.5%をやや下回る。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ことに伴って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修正幅が制約された要因もあるとみられる。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・先送りの動きも一部生じているとみられ、現状力強さにはやや欠ける展開となった。悲観するような水準ではないが、復興を見越して設備投資を積み上げる状況にはないようだ(図表11、12)。

（図表11）設備投資計画(含む土地投資額)

		2010年度		2011年度 (計画)	
			修正率		修正率
大企業	製造業	-3.5	-3.9	9.2	0.6
	非製造業	-1.0	-3.1	1.7	1.5
	全産業	-1.9	-3.4	4.2	1.1
中小企業	製造業	9.8	-1.8	-4.1	2.4
	非製造業	-1.6	8.1	-35.8	4.9
	全産業	2.0	4.5	-24.9	3.8
全規模	製造業	-1.1	-3.0	9.4	1.2
	非製造業	-2.3	-1.3	-4.9	2.2
	全産業	-1.9	-1.9	0.0	1.8

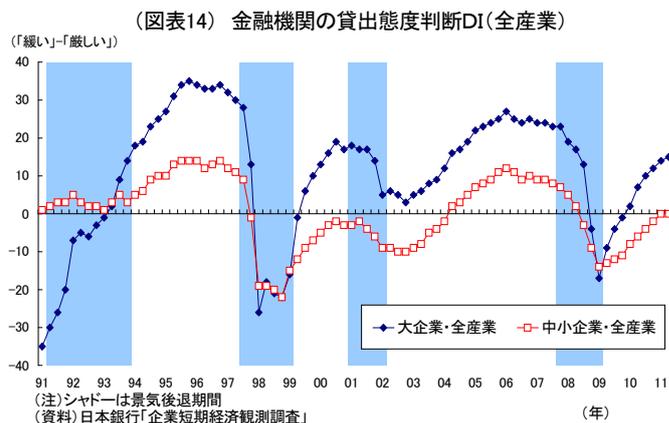
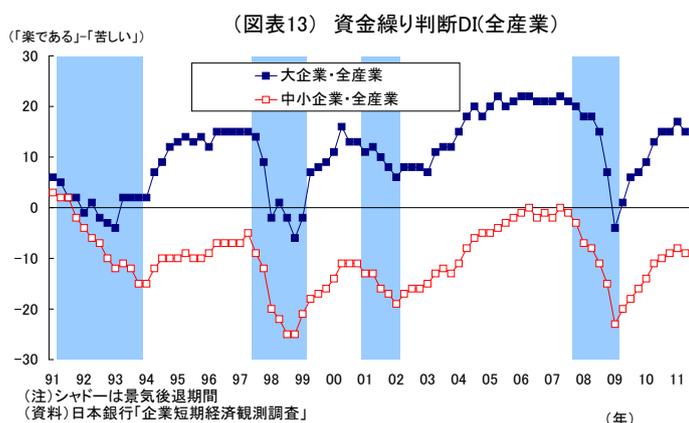
(注)修正率は、前回調査との対比。リース会計対応ベース。



6. 企業金融：資金繰りはやや悪化

企業金融環境は09年3月調査をボトムとして長らく改善基調が続いていたが、今回資金繰り判断D.I.が大企業で2ポイント悪化、中小企業で1ポイント悪化とやや悪化した。金融機関の貸出態度判断D.I.は大企業・中小企業ともにほぼ横ばいとなっている(図表13, 14)。

震災の影響が出た結果とみられるが、リーマン・ショック後のような厳しさは今のところみられない。企業が投資の抑制等によって震災前から手元資金を厚めに確保していたことに加え、震災を受けて政府・日銀が矢継ぎ早に企業金融支援策を打ち出しており、この政策効果も下支え要因として寄与していると考えられる。



(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證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。