

Weekly
エコノミスト・
レター

日銀短観(9月調査)予測

～大企業製造業の業況判断 D.I.は10改善の1

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. 9月短観では、企業マインドの順調な回復が示される結果となりそうだ。製造業では供給網の急ピッチの回復によりこれまで重石となってきた生産制約がほぼ解消しており、非製造業でも夏場の節電要請に伴う関連商品の売上げ増、地デジ対応テレビの駆け込み需要という特殊要因もあり消費が堅調に回復してきた。中小企業も堅調に回復するが、景気の回復局面では大企業に遅れる傾向があるため、改善幅は大企業には及ばない。先行きについては、今後復興需要が期待されることから大企業では引き続き改善を示すものの、足元の海外経済減速や長引く円高、駆け込み需要の反動減などが抑制要因となり改善は鈍化、景気低迷への対応力が相対的に乏しい中小企業では警戒感から悲観が強まるだろう。
2. 11年度設備投資計画については、前回から若干上方修正されると予想。例年9月調査では、設備投資計画が固まってくることに伴い中小企業において大きめの上方修正が行われる傾向があるためである。先行きへの不透明感が強い中で慎重姿勢が残り、例年に比べ上方修正幅が限定的に留まる可能性が高い。
3. 今後の日本経済には遅れ気味とはいえ復興需要というプラス要因がある一方、海外経済減速と円高のマイナス影響が懸念される。この2つの相反する要因のバランスが企業マインドの先行きにどう現れるかが今回の注目点だ。また、想定為替レートにどこまで円高が織り込まれるか、雇用の過剰感やマージンの逼迫状況に変化があるかなど、震災からの回復局面後の日本経済を占う上で、今回短観の中で注目すべき点は多い。

(図表1) 日銀短観業況判断D.I.の予測表

業況判断		6月調査		9月調査(予測)	
		最近	先行き	最近	先行き
大企業	製造業	-9	2	1	4
	非製造業	-5	-2	3	4
	全産業	-8	0	2	4
中堅企業	製造業	-12	-7	-4	-3
	非製造業	-17	-16	-10	-12
	全産業	-15	-13	-8	-8
中小企業	製造業	-21	-15	-14	-14
	非製造業	-26	-29	-20	-24
	全産業	-24	-24	-18	-20

9月短観：景況感は力強く回復、先行きには慎重さも

（供給網復旧に伴って反発）

10月3日公表の9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.が大きく上昇し、震災後に急ピッチで進んだ供給体制の復旧により、企業マインドが順調に回復してきた状況が顕著に示される結果となりそうだ。一方で、先行きは引き続き改善を示すものの、抑制要因が多く、改善ペースは大きく鈍化する。なお、前回6月調査では、既に景気の最悪期は脱していたと考えられるが、完全に震災の影響を反映する初の短観であったため3月比で大幅な景況感悪化を示す一方、9月にかけてのV字回復が見込まれていた。

注目度が高い大企業製造業の業況判断D.I.は1と前回から10ポイントの改善を予想。供給網（サプライチェーン）の急ピッチの回復により、震災後の重石となってきた生産制約がほぼ解消しており、これに伴う生産量の回復が景況感の改善に現れる。とはいえ、生産水準は7月時点で震災前（2月）との比較で95%に留まっていることから、景況感も震災に伴う下落分を取り戻すまでには至らない。大企業非製造業の業況判断D.I.は3と前回比8ポイントの改善を予想。夏場の節電要請に伴う関連商品の売上げ増、地デジ対応テレビの駆け込み需要という特殊要因もあって消費が堅調に回復してきたほか、製造業に関わりの深い業種では生産増に伴うプラス効果が波及する。中小企業については、製造業が▲14、非製造業が▲20とそれぞれ前回比7ポイント、6ポイントの改善を予想。中小企業も堅調に回復しているものの、もともと景気回復局面では大企業の景況感改善が先行、中小企業はやや遅れる傾向があるため、改善幅は大企業には及ばない。

先行きの景況感については、今後復興需要の顕在化が期待されることから大企業では引き続き改善を示すものの、足元の海外経済減速や長引く円高、駆け込み需要の反動減などが抑制要因となり、改善は大きく鈍化、景気低迷への対応力が相対的に乏しい中小企業では警戒感から悲観が強まるだろう。

11年度設備投資計画（全規模全産業）については、対前年0.9%増と前回6月調査時点の同0.0%から若干上方修正されると予想。例年6月から9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い中小企業において大きめの上方修正が行われる傾向があるためである。一方、円高、電力不足問題、海外経済の減速など厳しさを増す経営環境を背景として、投資計画の見合わせや先送りの動きも生じているとみられる。先行きへの不透明感が強い中では慎重姿勢が残り、例年に比べて上方修正幅が限定的となる可能性が高い。

（注目ポイント：海外経済の減速、円高の影響がどこまで出るか）

前回6月調査以降、欧米を中心とする海外経済減速と円高進行が顕著となっている。震災後これまでの間は主に供給サイドの制約が生産量を決定してきたが、今後は需要が生産量を大きく左右する状況に戻る。今後の日本経済には遅れ気味とはいえ復興需要というプラス要因が存在する一方、海外経済減速と円高のマイナス影響が懸念される。この2つの相反する要因のバランス感が企業マインドの先行きにどう現れるかが今回の注目点だ。また、前回短観における想定為替レートは今年度上期下期ともに1ドル82.59円と現在の実勢と5円程度の乖離が発生している。今回は円高方向に修正してくると見込まれるが、どこまで実勢を織り込んでくるのかも重要となる。その他にも、

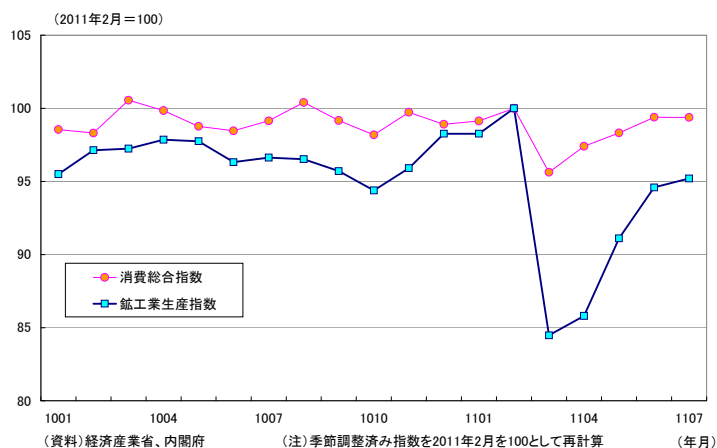
供給制約の緩和によって、企業の雇用過剰感がどこまで改善しているか、圧迫感が続いている収益マージンに変化が見られるかなど、震災からの回復局面後の日本経済を占う上で、今回短観の中で注目すべき点は多い。

（日銀金融政策：緩和的スタンスが継続）

今回の短観では、業況判断 D.I.の足元の幅広い順調な回復が示され、「震災による供給面の制約がほぼ解消する中で、着実に持ち直してきている」という日銀の現状判断を裏付ける結果になるだろう。

ただし、一方で先行きなどについての企業の慎重なスタンスも確認されることで、日銀では引き続き下振れリスクを意識した緩和的な金融政策スタンスが継続されるだろう。

（図表 2）生産と消費の推移

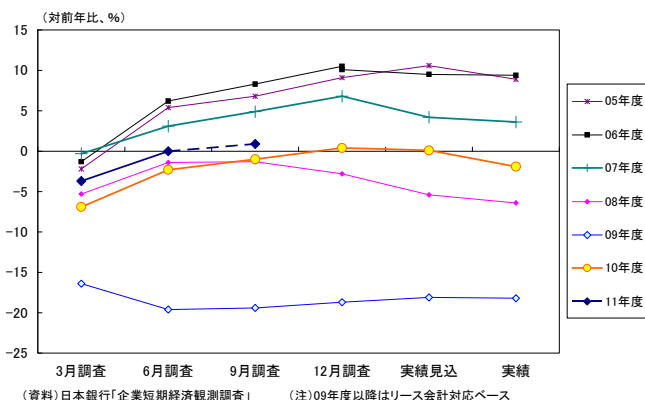


（図表 3）設備投資予測表

		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
		6月調査		9月調査	
		2010年度	2011年度	2011年度	
大企業	製造業	-3.5	9.2	9.6	0.4
	非製造業	-1.0	1.7	1.5	-0.2
中小企業	全産業	-1.9	4.2	4.2	0.0
	非製造業	9.8	-4.1	0.9	5.0
全規模	全産業	-1.6	-35.8	-29.5	6.3
	製造業	2.0	-24.9	-19.0	5.9
	非製造業	-1.1	9.4	10.4	1.0
	全産業	-2.3	-4.9	-4.1	0.8
	全産業	-1.9	0.0	0.9	0.9

(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。