

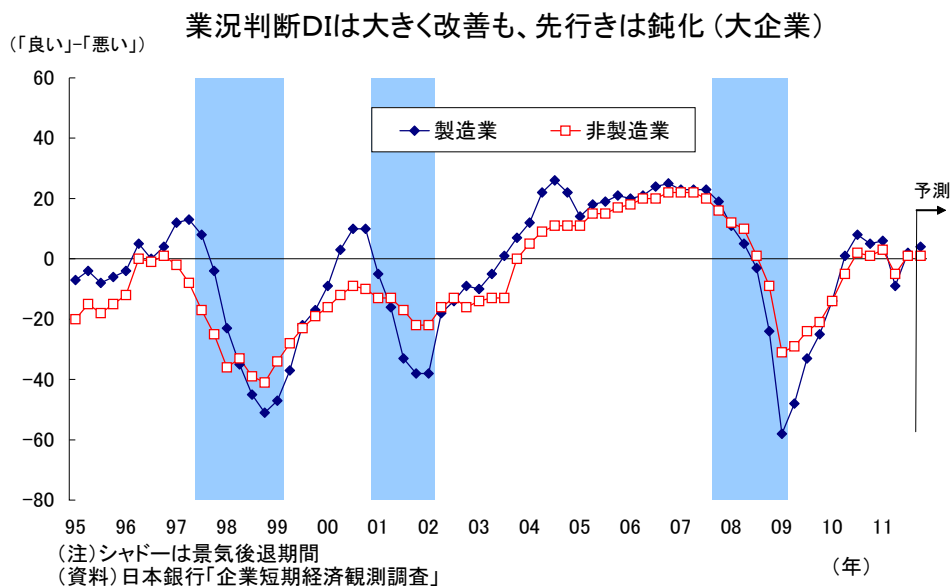
Weekly エコノミスト・ レター

9月調査日銀短観

～大企業・製造業の景況感は11改善の2、先行きは改善鈍化

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2と前回6月調査の▲9から11ポイント改善、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た。大企業非製造業の業況判断 D.I.も1と前回から6ポイント改善した。萎縮していた消費が堅調に回復してきたことや製造業から関わりの深い業種への波及効果などが大きく寄与したとみられる。中小企業も堅調に回復、改善ペースは製造・非製造業とも大企業と遜色ないレベルとなった。
2. 先行きについては大企業製造業ではかろうじて回復シナリオを維持したが改善ペースは大幅に鈍化。非製造業では横ばい見通しに留まっている。今後の日本経済には復興需要が期待される一方で、海外経済減速や円高の影響、駆け込み需要の反動減などが景況感の抑制要因となったようだ。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っている。
3. 11年度設備投資計画は対前年0.2%増と前回調査時点からほぼ横ばい。例年9月調査では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り、今回も中小企業を中心に上方修正が行われたが、大企業の下方修正が相殺。企業の設備投資に対する慎重なスタンスを反映する結果となった。11年度収益計画はわずかに上方修正されたが、計画の前提となる為替レートには実勢と大きな乖離があり、円高修正が進まなければ計画下方修正の可能性が高まりそうだ。



1. 9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予想通りのV字回復、注目の先行きはかろうじて改善維持だが

9月短観の大企業製造業業況判断 D.I.は2と前回6月調査の▲9から11ポイント改善、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た。前回6月調査は完全に震災の影響を反映する初の短観であったため、景況感が大幅な悪化を示す一方で9月にかけて11ポイントのV字回復が見込まれていたが、この時の見通しに沿った展開となった。

大企業非製造業の業況判断D.I.も1と前回から6ポイント改善した。萎縮していた消費が堅調に回復してきたことや製造業から関わり深い業種への波及効果などが大きく寄与したとみられる。中小企業も堅調に回復、改善ペースは製造・非製造業とも大企業と遜色ないレベルとなった。

一方、先行きについては大企業製造業のD.I.が4で現状から2ポイントの改善と、かろうじて回復シナリオを維持したが改善ペースは大幅に鈍化。非製造業では1と横ばい見通しとなっている。今後の日本経済には復興需要が期待される一方で、海外経済減速や円高の影響、駆け込み需要の反動減などが景況感の抑制要因となったようだ。なお、中小企業については製造業で1ポイント、非製造業では3ポイントの悪化を示しており、景気低迷への対応力が相対的に乏しい中小企業では先行きへの警戒感から悲観が強まっている。

11年度設備投資計画（全規模全産業）は対前年0.2%増と前回6月調査時点の同0.0%からほぼ横ばい。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修正が行われる傾向があり、今回も中小企業を中心に上修正が行われたが、大企業の下修正が相殺した。今回の修正幅0.2%は昨年度同時期の修正幅(1.3%)よりも小幅で力強さがみられない。円高、電力不足問題、海外経済の減速など先行きへの不透明感が強い中で、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、企業の設備投資に対する慎重なスタンスを反映する結果となった。

11年度収益計画（全規模全産業）は売上・経常利益ともわずかに上修正された。前回同様、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の計画。ただし、下期経常利益については製造業で大きめの下修正が行われている。さらに、今回は想定為替レートが円高方向に修正されたが、実勢とは5円程度の大きな乖離があるため、今後円高修正が起これなければ、収益計画が下方修正される可能性が高まる。

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った。ただし、一方で先行きについての企業の慎重なスタンスも確認され、日銀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を継続するだろう。

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

全規模全産業の業況判断 D.I. は▲9（前回は9ポイント改善）、先行きは▲11（現状比2ポイント悪化）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2と前回調査から11ポイント改善。業種別では、全16業種中改善が9業種と過半を占め、特に震災後に供給網寸断の影響が大きく出ていた自動車（65ポイント改善）を含む加工業種の改善（15ポイント）が牽引。悪化は紙パ、金属製品など4業種に留まった（横ばいが2業種）。先行きについて自動車や鉄鋼など引き続き7業種で改善するが、悪化の8業種を下回り、全体の改善幅も2ポイントと改善ペースは大きく鈍化。

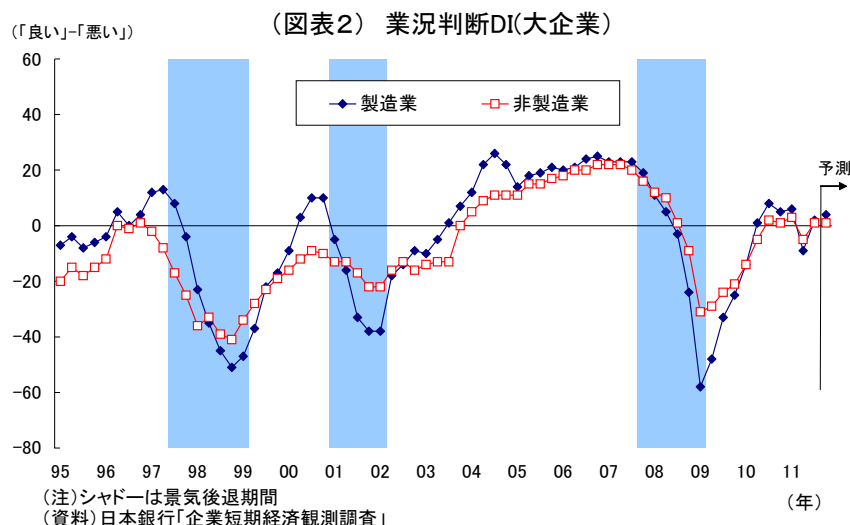
大企業非製造業の D.I. は1と前回調査から6ポイント改善。業種別では、全12業種中、改善が8業種と悪化の3業種を大きく上回った（横ばいが1業種）。特に前回落込みの大きかった宿泊・飲食サービス（22ポイント改善）で顕著な改善がみられるほか、製造業とかかわりの深い運輸・郵便の改善幅（13ポイント）も大きい。一方、電気・ガス（11ポイント悪化）では引き続き景況感の大幅な落ち込みが継続している。先行きについては改善が5業種、悪化が6業種で全体では横ばいと、改善シナリオが途絶えている。

(図表1) 業況判断DI

(「良い」-「悪い」・%ポイント)

| | | 2011年6月調査 | | 2011年9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 | -9 | 2 | 2 | 11 | 4 | 2 |
| | 非製造業 | -5 | -2 | 1 | 6 | 1 | 0 |
| | 全産業 | -8 | 0 | 1 | 9 | 3 | 2 |
| 中堅企業 | 製造業 | -12 | -7 | -3 | 9 | -2 | 1 |
| | 非製造業 | -17 | -16 | -8 | 9 | -10 | -2 |
| | 全産業 | -15 | -13 | -6 | 9 | -7 | -1 |
| 中小企業 | 製造業 | -21 | -15 | -11 | 10 | -12 | -1 |
| | 非製造業 | -26 | -29 | -19 | 7 | -22 | -3 |
| | 全産業 | -24 | -24 | -16 | 8 | -18 | -2 |

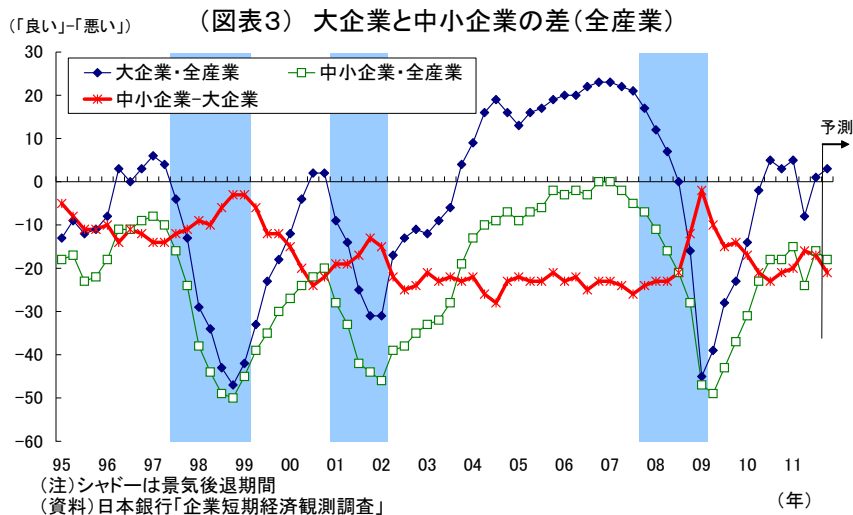
(注)「最近」の変化幅は、前回調査の「最近」との対比。
「先行き」の変化幅は、今回調査の「最近」との対比。



(中小企業)

中小企業製造業の業況判断 D.I.は▲11 と 10 ポイント改善。全 16 業種中、窯業・土石製品を除く 15 業種で改善と幅広く回復。また、非製造業の D.I.も▲19 と 7 ポイント改善。全 12 業種中、改善が 10 業種となった。中小企業も堅調に回復、改善ペースは製造・非製造業とも大企業と遜色ないレベルとなった。

一方、先行きについては、製造業が 1 ポイント悪化、非製造業が 3 ポイントの悪化とそれぞれ悪化に転じる見通しとなっている。景気低迷への対応力が相対的に乏しい中小企業では先行きへの警戒感から悲観が強まっている。



3. 需給・価格判断：海外需給はやや悪化、マージンは改善

(需給判断：国内需給は改善、海外はやや悪化)

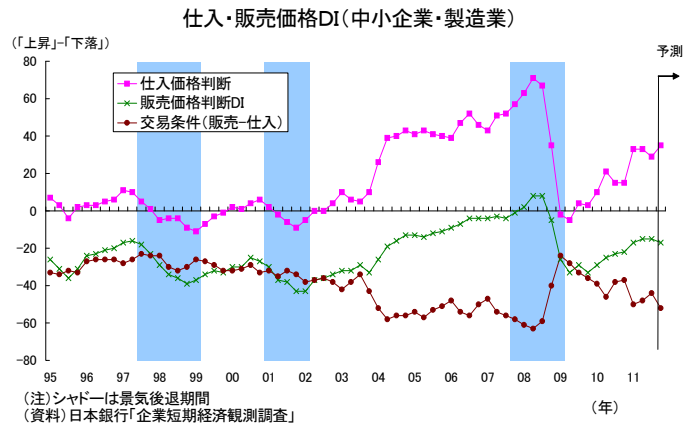
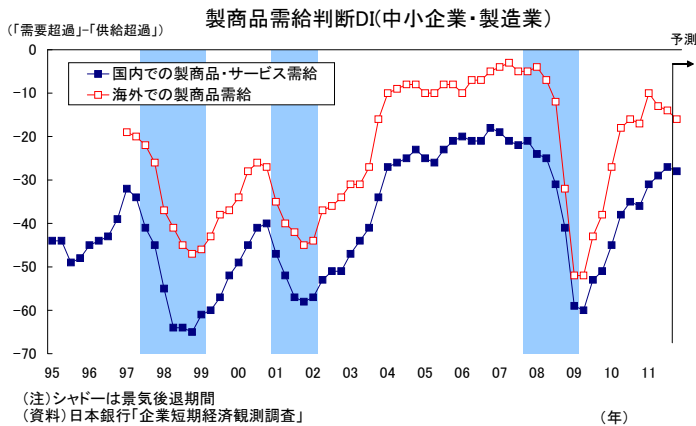
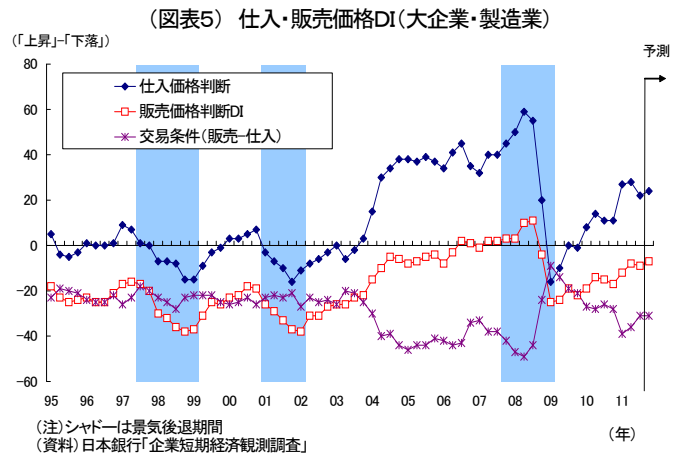
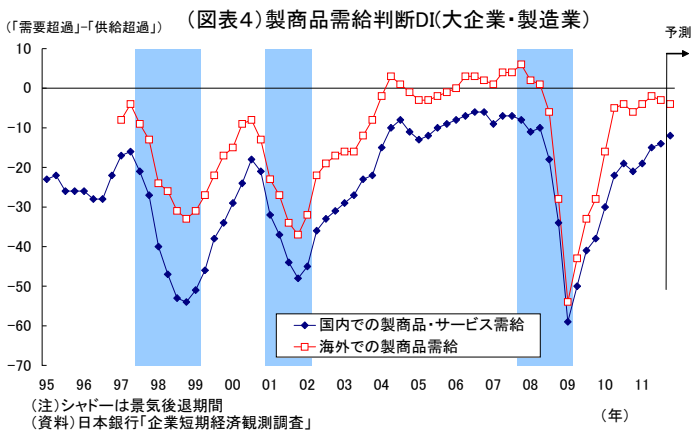
製造業の国内製商品・サービス需給判断 D.I. (需要超過-供給超過)は、大企業で 1 ポイント改善、中小企業も 2 ポイントの改善となった。前回から供給力が回復するとともに需要も堅調に回復してきた姿が現れた形だ。一方、製造業の海外での製商品需給については、大企業、中小企業ともに 1 ポイント悪化しており、海外経済の減速や円高の影響を既に反映している可能性がある。先行きについては、大企業では引き続き国内改善・海外やや悪化となっているが、中小企業では国内外ともに需給がやや悪化する見通しとなっている (図表 4)。

(価格判断：マージンは改善したが、中小企業では先行き警戒感強い)

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 ポイント下落したが、仕入価格判断 D.I. (上昇-下落)の下落が 6 ポイントと上回ったため、差し引きであるマージンは 5 ポイント改善した。先行きについては、販売・仕入価格ともに 2 ポイント上昇、マージンは変わらない見通し (図表 5)。中小企業製造業も大企業同様、仕入価格の下落によってマージンが改善したが、先行きは仕入価格判断 D.I.が 6 ポイント上昇する一方、販売価格判断 D.I.は 2 ポイント下落、交渉力を反映したものと思われるが、マージンが大きく縮小する見通しとなっている (図表 5)。

原油など一次産品の価格は一時期に比べれば調整しているが、水準としては高止まり感がある一方、

価格転嫁は難しい状況にあり、特に中小企業で警戒感が続いている。



4. 売上・収益計画：11年度収益は上方修正だが、下期利益は下方修正

2011年度収益計画（全規模全産業）は前年比で売上が前回比0.5%、経常利益が0.1%と、ともにわずかに上方修正された。前回同様、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。詳細では、下期売上は0.9%上方修正、注目された製造業の輸出売上も1.0%上方修正されている一方で、下期経常利益については製造業で大きめの下方修正が行われ、全体でも2.4%の下方修正と、先行きへの懸念が表れている（図表6～8）。

さらに、事業計画の前提となる2011年度の想定レート（大企業製造業）が今後の懸念点となる。上期81.26円、下期81.06円とそれぞれ前回調査（上期、下期ともに82.59円）から円高ドル安方向に修正されているものの、上期は実績と約1.5円、下期については実勢と約4円の円安方向への乖離が発生している。今後円高の修正が起こらなければ、収益計画が下方修正される可能性が高まってくる。

(図表6) 売上高計画

| | 2010年度 | 2011年度 (計画) | | | | |
|------|--------|----------------|------------|------------|------|-----|
| | | 修正率 | 上期 (計画) | 下期 (計画) | | |
| 大企業 | 製造業 | 6.9 | 4.1 | 1.2 | -1.2 | 9.0 |
| | 国内 | 3.7 | 4.8 | 2.1 | -0.1 | 9.5 |
| | 輸出 | 16.1 | 2.4 | -1.0 | -4.0 | 8.7 |
| | 非製造業 | 4.7 | 2.4 | 0.2 | 1.2 | 3.6 |
| | 全産業 | 5.6 | 3.1 | 0.6 | 0.2 | 5.9 |
| 中堅企業 | 製造業 | 7.5 | 2.9 | 0.0 | 0.0 | 5.7 |
| | 非製造業 | 4.0 | 1.4 | 0.4 | -0.1 | 2.8 |
| | 全産業 | 4.9 | 1.8 | 0.3 | -0.1 | 3.6 |
| 中小企業 | 製造業 | 5.5 | 0.7 | 0.4 | -0.6 | 2.0 |
| | 非製造業 | 0.7 | -0.7 | 0.3 | -1.7 | 0.2 |
| | 全産業 | 1.7 | -0.4 | 0.3 | -1.4 | 0.6 |
| 全規模 | 製造業 | 6.8 | 3.3 | 0.9 | -0.9 | 7.5 |
| | 非製造業 | 3.4 | 1.3 | 0.3 | 0.1 | 2.5 |
| | 全産業 | 4.5 | 2.0 | 0.5 | -0.3 | 4.1 |

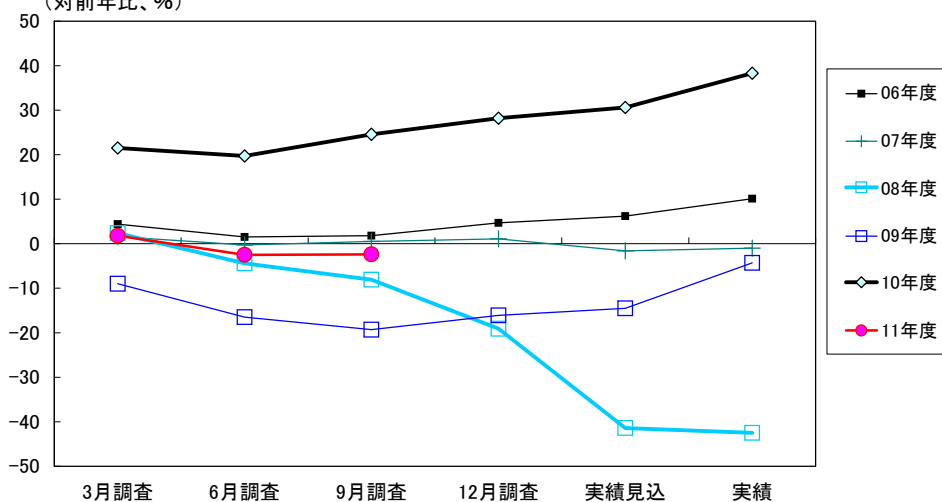
(注)修正率は、前回調査との対比。

(図表7) 経常利益計画

| | 2010年度 | 2011年度 (計画) | | | | |
|------|--------|----------------|------------|------------|-------|------|
| | | 修正率 | 上期 (計画) | 下期 (計画) | | |
| 大企業 | 製造業 | 67.9 | -0.3 | -0.7 | -15.7 | 17.2 |
| | 素材業種 | 59.8 | 5.8 | 2.8 | 10.5 | 0.9 |
| | 加工業種 | 74.2 | -4.6 | -3.3 | -33.2 | 29.7 |
| | 非製造業 | 33.2 | -7.2 | -1.2 | -13.9 | -0.5 |
| | 全産業 | 46.0 | -4.3 | -1.0 | -14.7 | 6.7 |
| 中堅企業 | 製造業 | 70.9 | 0.7 | 2.4 | -10.0 | 11.0 |
| | 非製造業 | 16.5 | -1.9 | 2.9 | -4.1 | -0.1 |
| | 全産業 | 31.9 | -0.9 | 2.8 | -6.4 | 3.7 |
| 中小企業 | 製造業 | 61.6 | 2.3 | 0.0 | -12.7 | 18.8 |
| | 非製造業 | 5.2 | 4.8 | 2.9 | -3.7 | 11.8 |
| | 全産業 | 17.6 | 4.1 | 2.0 | -6.8 | 13.7 |
| 全規模 | 製造業 | 67.5 | 0.2 | -0.1 | -14.6 | 16.4 |
| | 非製造業 | 24.2 | -4.1 | 0.3 | -10.7 | 2.0 |
| | 全産業 | 38.3 | -2.4 | 0.1 | -12.3 | 7.4 |

(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)



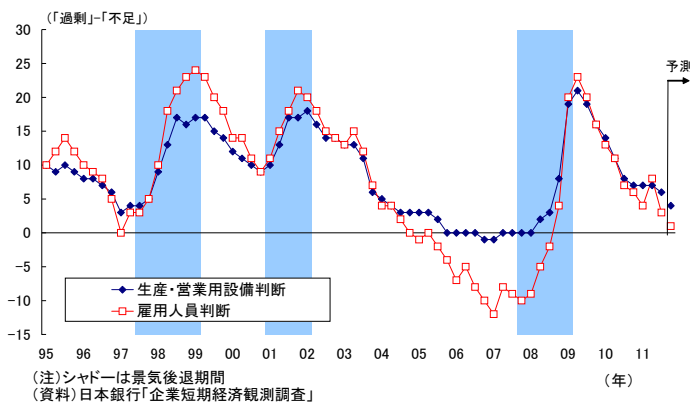
(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

5. 設備投資・雇用：設備投資計画は慎重スタンスを反映

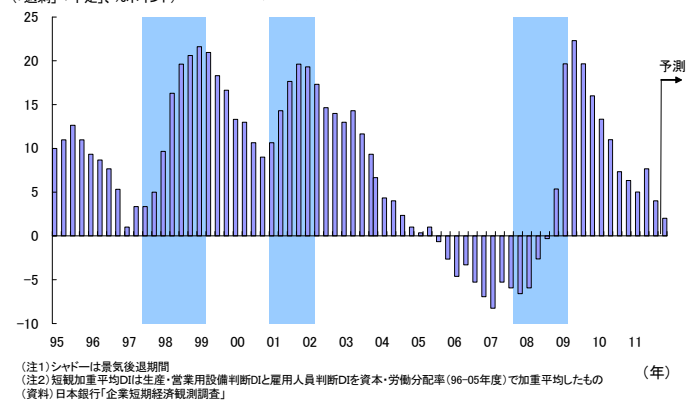
生産・営業用設備判断 D.I.（「過剰」－「不足」）は全規模・全産業で6と前回から1ポイント低下、前回過剰感が高まっていた雇用人員判断 D.I.（「過剰」－「不足」）についても3で5ポイント低下と、過剰感は緩和している（図表9）。

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）も低下、復旧に伴う生産量の増加、消費の持ち直しに伴い改善した形であり、先行きについても、緩やかに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



11年度設備投資計画（全規模全産業）は対前年0.2%増と前回6月調査時点の同0.0%からほぼ横ばい。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り、今回も中小企業を中心に上方修正が行われたが、大企業、特に非製造業の下方修正がこれを相殺した。今回の修正幅0.2%は昨年度同時期の修正幅（1.3%）よりも小幅に留まり力強さがみられない。

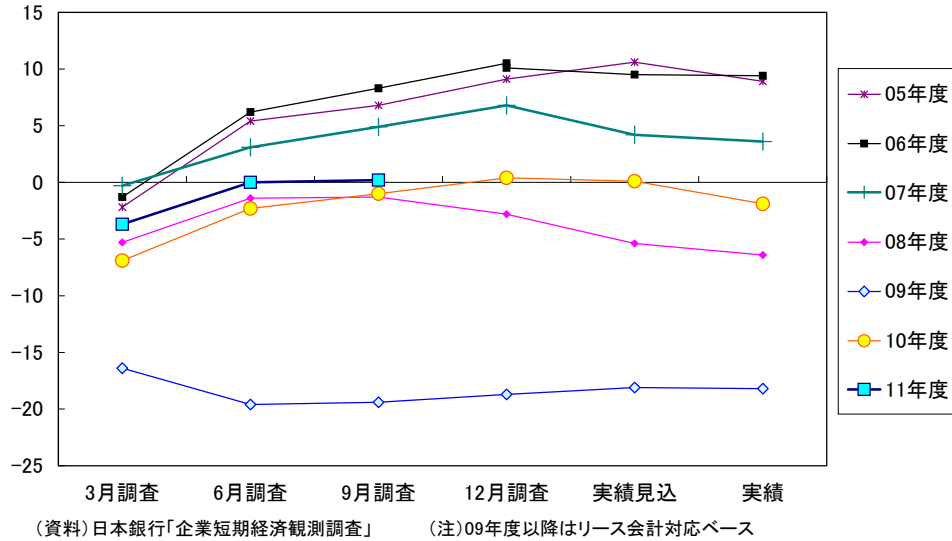
半期で見ると上期計画で4.9%の大きめの下方修正が行われており、下期の上方修正5.0%もこれを埋め合わせているに過ぎない。円高、電力不足問題、海外経済の減速など先行きへの不透明感が強い中で、投資計画の見合わせや先送りの動きも生じたとみられ、企業の設備投資に対する慎重なスタンスを反映する結果となった。（図表11、12）。

（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 |
| 大企業 | 製造業 | -3.5 | 10.1 | 0.8 |
| | 非製造業 | -1.0 | -0.6 | -2.2 |
| | 全産業 | -1.9 | 3.0 | -1.2 |
| 中小企業 | 製造業 | 9.8 | 3.7 | 8.2 |
| | 非製造業 | -1.6 | -29.0 | 10.7 |
| | 全産業 | 2.0 | -17.7 | 9.6 |
| 全規模 | 製造業 | -1.1 | 10.9 | 1.3 |
| | 非製造業 | -2.3 | -5.4 | -0.5 |
| | 全産業 | -1.9 | 0.2 | 0.2 |

(注)修正率は、前回調査との対比。リース会計対応ベース。

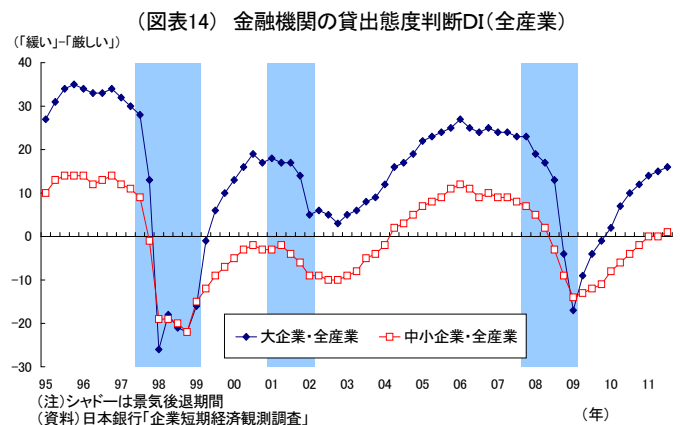
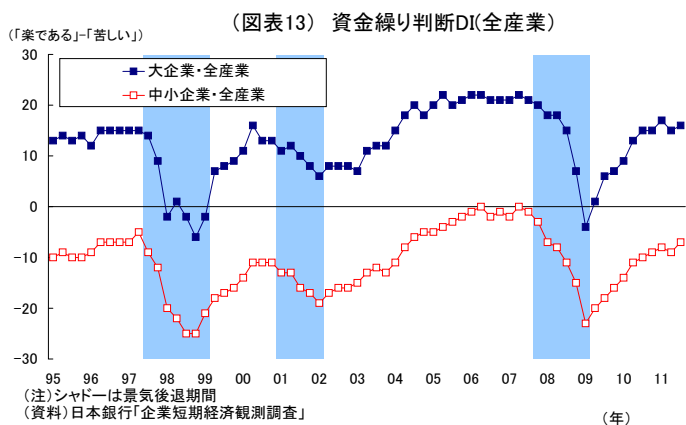
(対前年比、%) (図表12) 設備投資計画(全規模・全産業)



6. 企業金融：金融環境は改善

企業の資金繰り判断 D.I.は前回震災の影響を受けて大企業・中小企業ともに悪化していたが、今回はそれぞれ1ポイント、2ポイントの改善と再び改善に転じている。また、金融機関の貸出態度判断 D.I.についても大企業、中小企業ともに1ポイントの改善とわずかながらも緩和化している(図表 13, 14)。

震災や円高進行を受けて政府・日銀が続々と企業金融支援策を打ち出しており、これら政策効果も金融環境の下支え要因として寄与しているとみられる。



(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。