

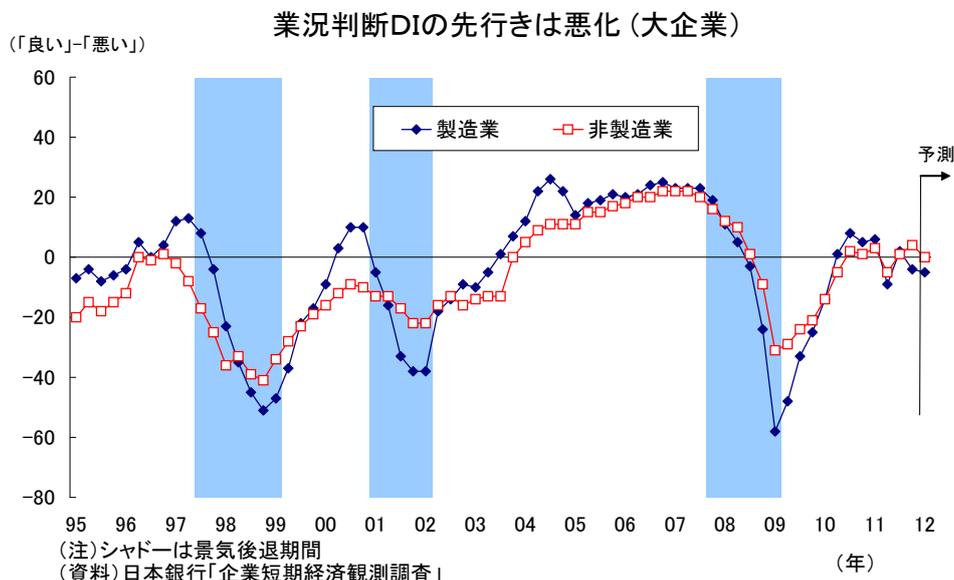
Weekly
エコノミスト・
レター

12月調査日銀短観

～大企業・製造業の景況感は6悪化の▲4、
先行きはさらに悪化

経済調査部門 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▲4と前回9月調査の2から6ポイント悪化、欧州財政危機の緊迫化や新興国経済の減速、円高、タイの洪水など海外に端を発する数多くの抑制要因を受け、景況感が悪化に転じた。一方、大企業非製造業の同D.I.は4と3ポイント改善。海外要因の直接的な影響が限定的であることに加え、復旧・復興の動きも関係しているようだ。中小企業では製造業でも景況感の改善が続き、非製造業の改善幅も大企業を上回る。海外展開の度合いが大企業ほどではないため、景況感下押し圧力が現状限定的に留まったようだ。
2. 先行きについては、企業規模や製造・非製造業を問わず幅広く悪化となった。不透明感の強い海外要因による下押し圧力が幅広く出た形になっている一方、今後本格化が期待される復興需要はあまり織り込まれなかったようだ。
3. 11年度設備投資計画はやや下方修正された。例年9月から12月調査にかけては、中小企業において大幅な上方修正が行われ、全体としても大きめの上方修正となることが多いだけに、評価としてはかなり弱い印象だ。大企業で今回大きめの下方修正が行われたことが響いた。収益計画も下方修正され、「下期挽回シナリオ」は修正を余儀なくされた形に。ただし、これまで実勢に追いついていなかった想定為替レートが円高方向に大きく修正されたことは、為替要因での収益下方修正リスクが低減したという点でプラスに評価できる。



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悪化は予想以上、先行きは幅広く悪化

12月短観の大企業製造業業況判断D.I.は▲4と前回9月調査の2から6ポイント悪化、欧州財政危機の緊迫化や新興国経済の減速、円高、タイの洪水など海外に端を発する数多くの抑制要因を受けて、景況感が再び悪化に転じた姿が明らかになった。なお、前回調査では、震災後の供給網回復を受けて景況感がV字回復となり、先行きも若干の改善が見込まれていた。一方、大企業非製造業の業況判断D.I.は4と前回から3ポイント改善した。製造業とは異なり、円高や海外経済減速の直接的な影響が限定的であることに加え、復旧・復興の動きも関係しているようだ。中小企業では製造業でも景況感の改善が続いており、非製造業の改善幅も大企業を上回る。海外展開の度合いが大企業ほどではないことから、海外要因による景況感下押し圧力が現状限定的に留まったようだ。

先行きについては、大企業製造業のD.I.が▲5と現状から1ポイントの悪化、非製造業も0と4ポイントの悪化となった。不透明感の強い海外要因による下押し圧力が幅広く出た形になっている。一方、今後本格化が期待される復興需要はあまり織り込まれなかったようだ。中小企業については製造業で9ポイント悪化、非製造業では7ポイント悪化と悪化幅が大きい。今回の改善が強く出た反動もあるが、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が高まりやすい傾向があり、大企業に比べて先行きへの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9月調査時点の同0.2%からやや下方修正された。例年9月から12月調査にかけては、中小企業において大幅な上方修正が行われ、全体としても大きめの上方修正となることが多いだけに、評価としてはかなり弱い印象だ。大企業で今回大きめの下方修正が行われたことが響いた。輸出環境悪化で先行きへの不透明感が強まり、年度内設備投資計画の見合わせや先送りの動きが出たとみられる。企業の設備投資に対する慎重なスタンスが明確に現れる結果となった。

2011年度収益計画（全規模全産業）は、売上前年比が前回調査から0.1%、経常利益前年比が2.4%下方修正され、前年比でも▲4.8%の減益見通しとなっている。前回までは上期の減収減益を下期の増収増益でカバーし、通年でほぼ前年並みの計画であったが、今回下期の利益が大きく下方修正されており、「下期挽回シナリオ」は修正を余儀なくされた形に。ただし、これまで実勢に追いついていなかった想定為替レートが円高方向に大きく修正されたことは収益計画上プラスに評価できる。企業の為替に対する諦めが反映されたとも捉えられるが、為替要因での収益下方修正リスクが低減した。

日銀は景気の先行きについて、「海外経済の減速や円高に加えて、タイの洪水の影響を受けるとみられる。もっとも、その後は、新興国・資源国に牽引される形で海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していくと考えられる」と回復シナリオを維持している。同時に、日銀は下方リスクについて警戒感を強めてきたが、今回の短観で先行きにかけての企業マインド悪化が幅広く確認されることで、今後とも下方リスクを注視しつつ、成長経路復帰を下支えするための緩和的な金融政策スタンスを継続することになるだろう。

2. 業況判断 D.I. : 全規模全産業の景況感は2改善したが、先行きは大きく悪化

全規模全産業の業況判断 D.I. は▲7（前回は2ポイント改善）、先行きは▲13（現状比6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▲4と前回調査の2から6ポイント悪化。業種別では、全16業種中悪化が10業種と大半を占め、特に非鉄金属（17ポイント悪化）や電気機械（16ポイント悪化）で大幅な悪化が見られる。一方、改善は自動車など4業種に留まった（横ばいが2業種）。先行きについても悪化が8業種と、改善の6業種を大きく上回り、大企業製造業全体でも1ポイントの悪化が見込まれている。自動車については現状、先行きともに改善を示しており、上期落込みの反動が下支えになっているとみられる。

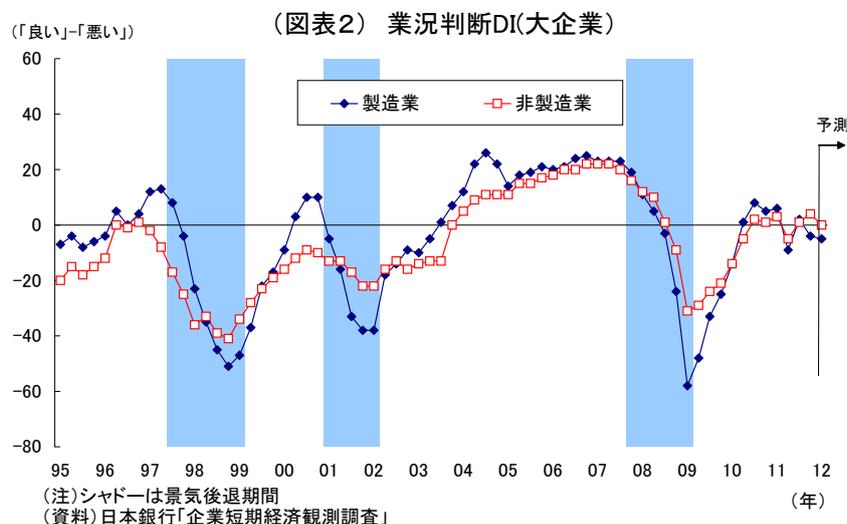
大企業非製造業の D.I. は4と前回調査の1から3ポイント改善。業種別では、全12業種中改善が10業種と悪化の2業種を大きく上回った。特に宿泊・飲食サービスで顕著な改善がみられるほか、建設、不動産、物品賃貸、運輸・郵便など震災からの復旧・復興と関連が深いとみられる業種も軒並み改善を示した。その反面、先行きについては悪化が8業種と改善の4業種を上回り、全体では4ポイント悪化。海外要因に伴う製造業からの悪影響波及や消費マインド低迷が懸念される一方で、今後本格化が期待される復興需要については具体的な影響が未だ不透明であることもあり、あまり織り込まれなかった可能性がある。

（図表1）業況判断DI

（「良い」-「悪い」・%ポイント）

		2011年9月調査		2011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	2	4	-4	-6	-5	-1
	非製造業	1	1	4	3	0	-4
	全産業	1	3	0	-1	-2	-2
中堅企業	製造業	-3	-2	-3	0	-10	-7
	非製造業	-8	-10	-4	4	-8	-4
	全産業	-6	-7	-3	3	-9	-6
中小企業	製造業	-11	-12	-8	3	-17	-9
	非製造業	-19	-22	-14	5	-21	-7
	全産業	-16	-18	-12	4	-20	-8

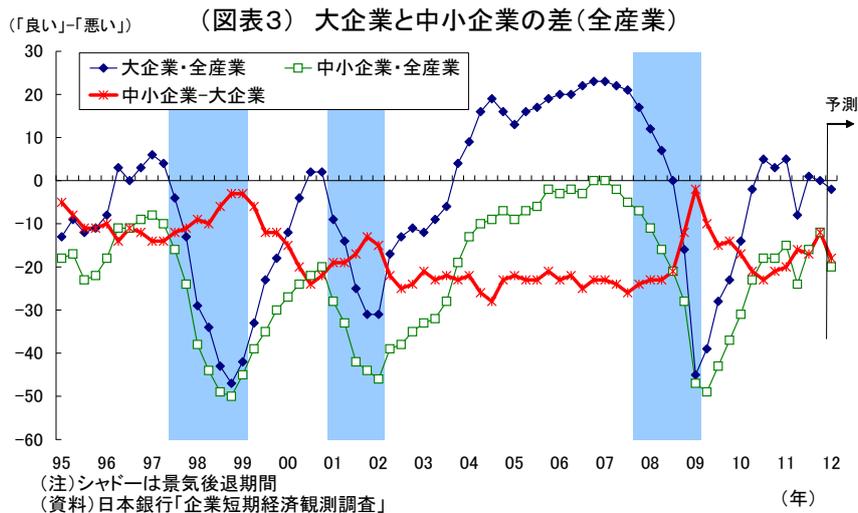
（注）「最近」の変化幅は、前回調査の「最近」との対比。
「先行き」の変化幅は、今回調査の「最近」との対比。



(中小企業)

中小企業製造業の業況判断 D.I.は▲8と3ポイント改善した。全16業種中、改善が8業種と悪化の7業種を上回った(横ばいが1業種)。また、非製造業のD.I.も▲14と5ポイント改善。全12業種中、大半の10業種で改善となった。海外展開の度合いが大企業ほどではないことから、海外要因による景況感下押し圧力が大企業に比べ現状限定的に留まったようだ。

先行きについては、製造業が9ポイント悪化、非製造業が7ポイント悪化とそれぞれ大きく悪化する見通しになっている。足元の改善が強かった反動もあるが、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が高まりやすい傾向があり、大企業より悲観が強く出ている。



3. 需給・価格判断：需給は国内外ともに悪化、マージンは改善

(需給判断：国内・海外ともに需給は悪化)

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4ポイント悪化、中小企業も2ポイントの悪化となった。また、海外での製商品需給については、大企業が8ポイントの悪化、中小企業も4ポイント悪化しており、海外での経営環境は国内よりも厳しさを増している。

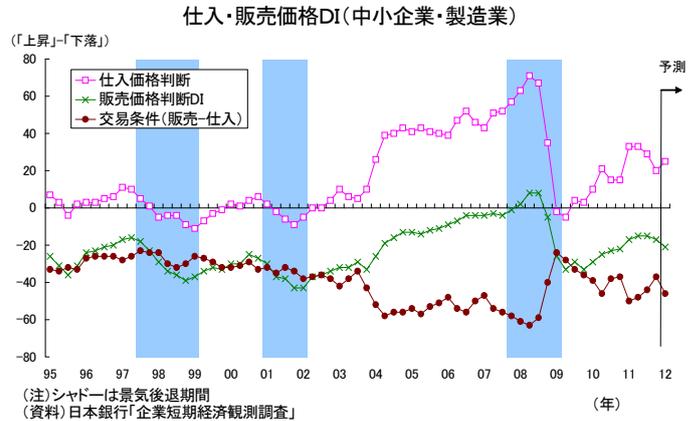
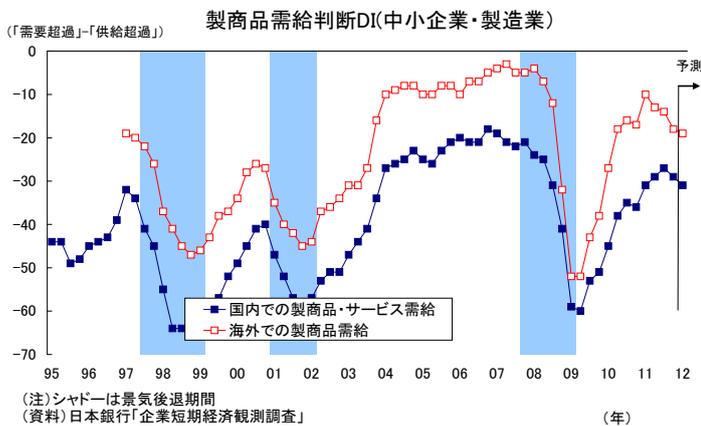
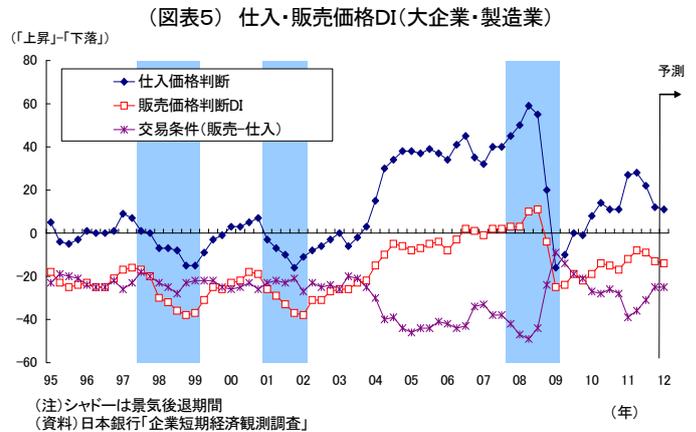
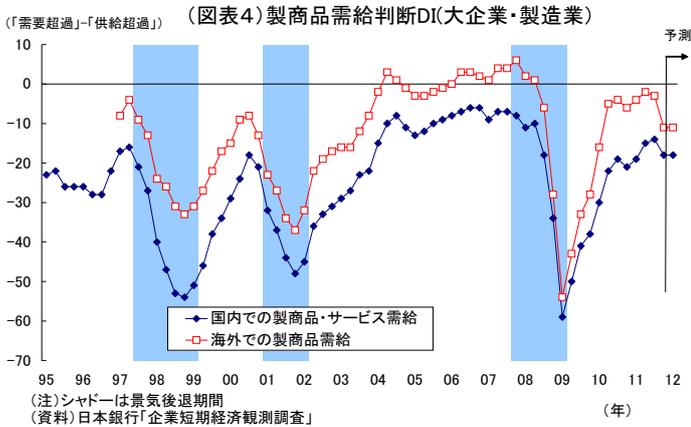
先行きについては、大企業は横ばいながら、中小企業は引き続き国内外ともにやや悪化する見通しとなっている(図表4)。

(価格判断：仕入価格の下落が販売価格の下落を上回る)

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ポイント下落する一方、仕入価格判断 D.I. (上昇-下落)が10ポイントと大きく下落し、差し引きであるマージンは6ポイント拡大した。先行きについては、販売・仕入価格ともに1ポイントの下落でマージンは維持される見通し(図表5)。

中小企業製造業も大企業同様、仕入価格 D.I. が大きく下がったことで足元のマージンが拡大している。ただし、先行きは仕入価格判断 D.I.が5ポイント上昇する一方、販売価格判断 D.I.は4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)。

一次製品の価格は一時期に比べれば調整し、円高も輸入価格抑制要因になっているものの、原油など一部市況は最近強含んでいる。需要の低迷などから価格転嫁は難しい状況にあり、今後の国際商品市況次第で国内企業の採算性が大きく圧迫される懸念も残る。



4. 売上・収益計画：11年度収益は下方修正、前年比での減益が鮮明に

2011年度収益計画(全規模全産業)は、売上前年比が前回調査から0.1%、経常利益前年比が2.4%下方修正され、前年比で見ると1.9%の増収、4.8%減益の見通しとなっている。前回までは上期の減収減益を下期の増収増益でカバーし、通年でほぼ前年並みとの計画であったが、今回は下期利益が大きく下方修正されており「下期挽回シナリオ」は修正を余儀なくされた形に。

詳細に見ると、下期売上が0.2%下方修正となっている中で、注目度の高い大企業製造業の輸出売上の下方修正幅が3.6%と顕著に。下期経常利益についても製造業で大きめの下方修正が行われており、全体でも10.4%の下方修正となっている(図表6～8)。

今回の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)は、上期80.26円、下期77.90円と、実勢を織り込む形でそれぞれ前回調査(上期81.26円、下期81.06円)から円高ドル安方向に修正された。これまで実勢に追いついていなかった想定為替レートが円高方向に大きく修正されたことは収益計画上プラスに評価できる。企業の為替に対する諦めが反映されたとも捉えられるが、為替要因での収益下方修正リスクが低減した。

(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	2.4	-1.6	-2.7	7.4
	国内	3.7	3.6	-1.2	-1.5	8.5
	輸出	16.1	-0.4	-2.7	-5.6	4.8
	非製造業	4.7	2.6	0.2	1.5	3.6
	全産業	5.6	2.5	-0.5	-0.2	5.1
中堅企業	製造業	7.5	2.7	-0.2	0.0	5.3
	非製造業	4.0	1.4	0.0	-0.2	3.0
	全産業	4.9	1.8	0.0	-0.2	3.6
中小企業	製造業	5.5	1.0	0.2	0.4	1.5
	非製造業	0.7	0.3	1.0	-0.6	1.1
	全産業	1.7	0.5	0.9	-0.4	1.2
全規模	製造業	6.8	2.2	-1.1	-1.7	6.1
	非製造業	3.4	1.7	0.4	0.6	2.8
	全産業	4.5	1.9	-0.1	-0.2	3.8

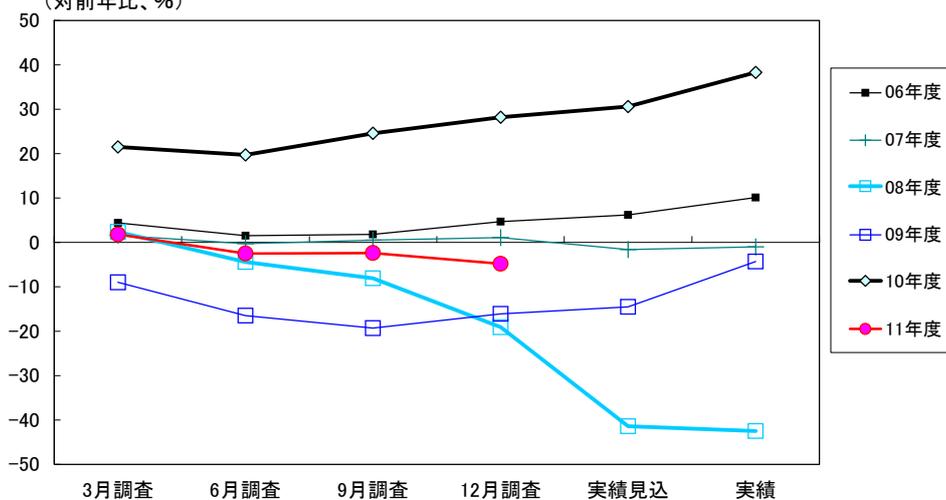
(注)修正率は、前回調査との対比。

(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	-6.7	-6.4	-9.2	-3.9
	素材業種	59.8	9.0	3.0	26.6	-9.5
	加工業種	74.2	-17.9	-13.9	-33.1	0.4
	非製造業	33.2	-10.6	-3.6	-9.0	-12.2
	全産業	46.0	-9.0	-4.9	-9.1	-8.8
中堅企業	製造業	70.9	-1.9	-2.6	-2.9	-0.9
	非製造業	16.5	2.3	4.3	7.2	-1.5
	全産業	31.9	0.8	1.7	3.2	-1.3
中小企業	製造業	61.6	0.1	-2.1	-11.9	13.5
	非製造業	5.2	10.3	5.2	7.0	12.9
	全産業	17.6	7.2	3.0	0.6	13.1
全規模	製造業	67.5	-5.2	-5.3	-8.7	-1.3
	非製造業	24.2	-4.6	-0.5	-3.8	-5.3
	全産業	38.3	-4.8	-2.4	-5.8	-3.8

(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」

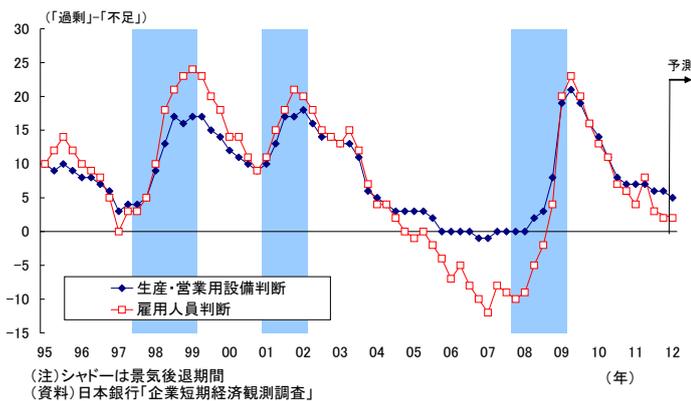
5. 設備投資・雇用：設備・雇用の過剰感は変わらず

生産・営業用設備判断 D.I.（「過剰」－「不足」）は全規模・全産業で6と前回から横ばいになった。雇用人員判断 D.I.（「過剰」－「不足」）についても2と前回の3から殆ど変化がない（図表9）。

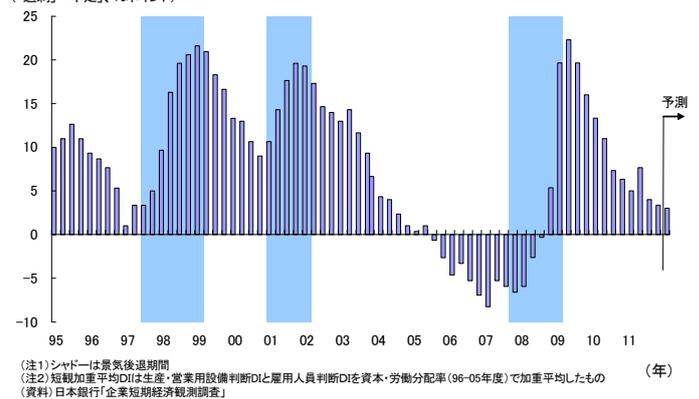
この結果、需給ギャップの代理変数とされる「短観加重平均 D.I.」（設備・雇用の各 D.I. を加重平均して算出）もほぼ横ばいとなった。水準としては依然として過剰感が残っている。

先行きについても、過剰感が残る見通しとなっており、設備投資や雇用の抑制要因となる可能性がある（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 0.0%と前回9月調査時点の同 0.2%からやや下方修正された。例年9月から12月調査にかけては、中小企業において大幅な上方修正が行われ、全体としても大きめの上方修正となることが多いだけに、評価としてはかなり弱い印象だ。大企業で今回大きめの下方修正が行われたことが響いた。

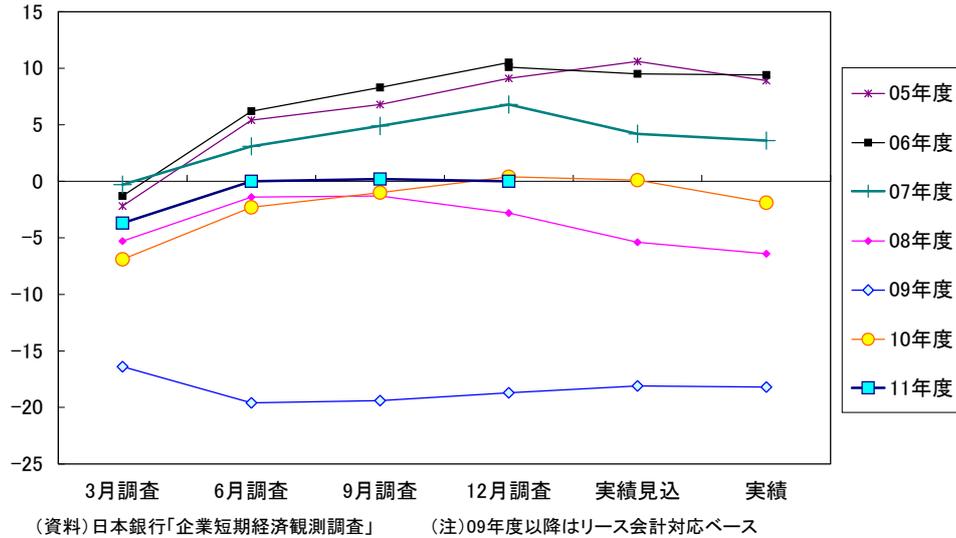
半期ベースで見ると、上期計画について7.8%の下方修正が行われ、下期の上方修正6.4%では埋めきれなかった形になっている。輸出環境の悪化で先行きへの不透明感が強まり、年度内設備投資計画の見合わせや先送りの動きが出たとみられる。企業の設備投資に対する慎重なスタンスが顕著に現れる結果となった（図表11、12）。

（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	6.2	-3.5
	非製造業	-1.0	-1.1	-0.5
	全産業	-1.9	1.4	-1.6
中小企業	製造業	9.8	7.1	3.3
	非製造業	-1.6	-22.5	9.1
	全産業	2.0	-12.3	6.6
全規模	製造業	-1.1	8.6	-2.0
	非製造業	-2.3	-4.5	1.0
	全産業	-1.9	0.0	-0.1

(注)修正率は、前回調査との対比。リース会計対応ベース。

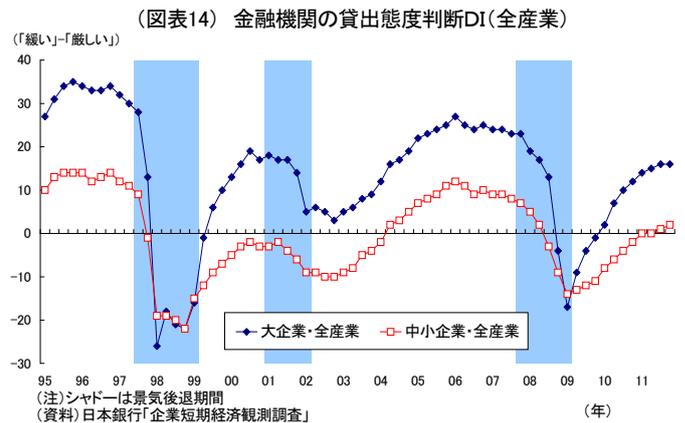
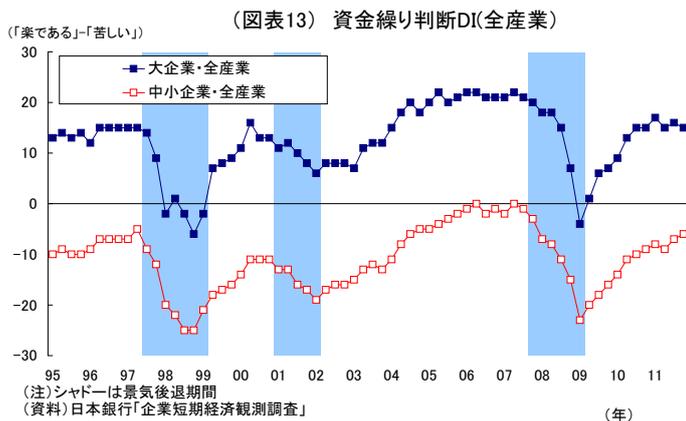
(対前年比、%) (図表12) 設備投資計画(全規模・全産業)



6. 企業金融：金融環境に大きな変化無し

企業の資金繰り判断 D.I. (「楽である」－「苦しい」) は大企業が前回比 1 ポイント悪化、中小企業が 1 ポイント改善と前回とほぼ変わらず。また、金融機関の貸出態度判断 D.I. (「緩い」－「厳しい」) についても大企業で横ばい、中小企業で 1 ポイントの改善と殆ど変化がない (図表 13, 14)。

海外では金融不安による悪影響も出てきているが、国内金融は安定している。邦銀への影響が現状限定的であることに加え、震災や円高進行を受けて政府・日銀打ち出した数々の企業金融支援策の下支え効果が続いていることも背景にあると考えられる。



(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。