

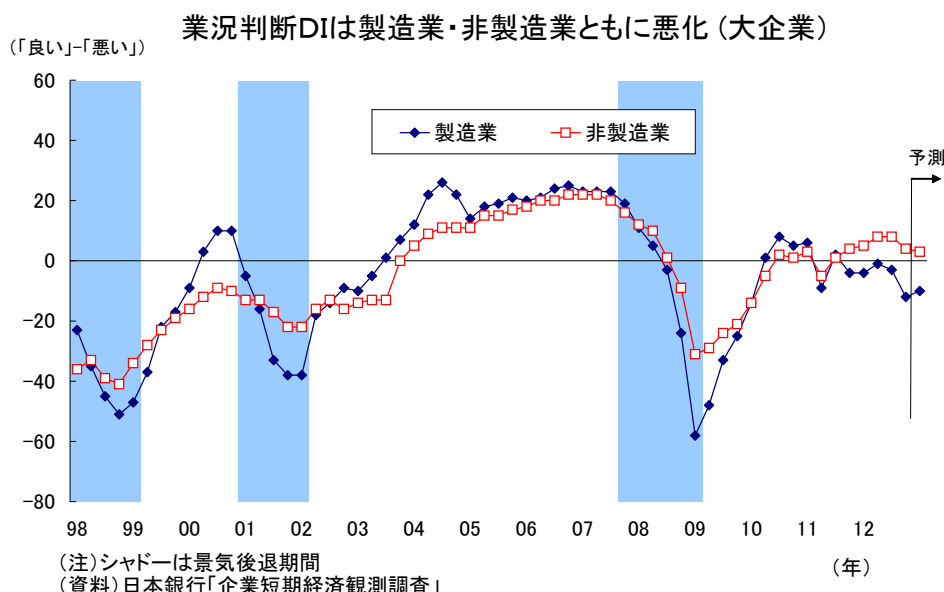
Weekly エコノミスト・ レター

日銀短観(12月調査)

～大企業製造業の景況感は9悪化の▲12、
先行きも改善鈍い

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. 大企業製造業の業況判断D. I. は▲12と前回から9ポイント低下し、景況感の大幅な悪化が示された。また、前回まで堅調を維持してきた大企業非製造業の景況感も6調査ぶりに悪化した。前回調査以降、欧州や中国経済の減速感が強く、世界経済は総じて低迷。さらに中国での日本製品不買運動の影響もあって、輸出は大きく減少した。国内でも牽引役を欠いた消費は全体として弱含んでおり、これらの悪材料が景況感の悪化に繋がったと考えられる。円安は支援材料ではあったが、持続性が不透明であることもあり、景況感下支え効果はかなり限定的であったようだ。中小企業も大企業同様、製造・非製造業ともに景況感悪化が示された。
2. 先行きについても総じて低迷という結果になった。世界経済の回復時期については不確実性が高く、内需もこれといった牽引役を欠いているためと考えられる。
3. 注目の12年度収益計画については、売上・利益ともに下方修正され、経常利益は大震災の悪影響を受けて減益となった昨年度実績さえも下回ってしまうという見通しに。内外需の低迷を受けて回復シナリオ修正を余儀なくされた形となった。一方、12年度設備投資計画については上方修正された。下方修正を予想していただけに意外に強い印象。ただし、上期において先送りされた分がとりあえず下期に回ったためと考えられるだけに、楽観視は出来ない。



1. 全体評価と今後の金融政策：総じて厳しい内容に

日銀短観 12 月調査では、注目度の高い大企業製造業の業況判断 D. I. が▲12 と前回から 9 ポイント低下し、景況感の大幅な悪化が示された。また、前回まで堅調を維持してきた大企業非製造業の D. I. も 4 ポイント悪化の 4 となり、6 調査ぶりに景況感が悪化した。製造・非製造業ともに事前のコンセンサスや筆者予想よりもやや弱めの数字である。

前回 9 月調査では、欧州や中国をはじめとする海外経済の減速、円の高止まりのほか、エコカー補助金効果が終盤に力尽きるなど、事業環境の悪化から大企業製造業で景況感がやや悪化していたが大企業非製造業は横ばいと堅調を維持していた。

その後の状況を見ると、海外では米国こそ底堅さを見せるものの、欧州や中国経済は減速感が強く、世界経済は総じて低迷。さらに、中国での日本製品不買運動の影響もあって、輸出は大きく減少している。国内では復興需要こそ続いているものの、牽引役を欠いた消費は全体として弱含んでいる。これらの結果、足元の日本の生産は大きく落ち込んでおり、景気後退色が濃厚である。これらの結果、今回の大企業景況感悪化し、特に海外の影響を受けやすい製造業の悪化が顕著になった。欧州危機の一股と安倍自民党総裁発言などを受けた円安は支援材料ではあったが、ともに持続性が不透明であることもあり、景況感の下支え効果はかなり限定的であったようだ。

中小企業については、製造業が前回比 4 ポイント悪化の▲18、非製造業が 2 ポイント悪化の▲11 となった。大企業同様、製造業・非製造業ともに悪化したが、製造業の悪化幅が大きくなった。中小企業製造業の景況感悪化は 4 調査連続となる。

先行きについても総じて低迷という結果になった。比較的堅調な米国経済も“財政の崖”問題が未解決であることから、世界経済の回復時期については不確実性が高く、先行きについての警戒感は強い。また、内需もこれといった牽引役を欠いている状況にある。とりわけ環境変化に対する抵抗力の点などから悲観が高まりやすい中小企業では、製造業・非製造業ともに先行きにかけての大幅な景況感悪化が示された。

12 年度設備投資計画（全規模全産業）については、前回調査時点の対前年 5.8% 増から同 7.1% へと上方修正された。景況感悪化を受けた下方修正を予想していただけに、意外に強い印象。例年 12 月調査では年度計画が固まってくることに伴って、特に中小企業において設備投資額の上方修正が行われる傾向がある。今回についても、中小企業で例年と遜色ないレベルの上方修正が行われたうえ、大企業が若干上方修正したことが効いた。ただし、上期下期で分けて見ると、上期が下方修正された一方、下期がかなり上方修正されている。上期において先送りされた分がとりあえず下期に回ったためと考えられ、今後さらに先送りされる可能性もあるだけに、楽観視は出来ない。

12 年度収益計画（全規模全産業）については、売上・利益ともに下方修正され、対前年 1.0% の増収、1.1% の経常減益となった。経常利益は大震災の悪影響を受けて減益となった昨年度実績さえも下回ってしまうという見通しに。前回までは 12 年度収益の回復シナリオがかろうじて維持されてきたが、内外需の低迷を受けて今回シナリオ修正を余儀なくされた形となった。

日銀は今年 9 月、10 月に異例とも言える連月の追加緩和を実施。また、景気判断についても相次いで下方修正を行ってきた。しかしながら、景気の底入れ感が未だ見えないことに加えて、衆議院総選挙を控

えた各党の日銀への緩和圧力は過去に例を見ないほどに高まっており、早期に収束することは考えられない。

従って、日銀が今後も追加緩和を実施せざるを得ないことはもはや既定路線と化しているが、問題はそのペースだ。今回短観において企業の大幅な景況感悪化が示されることで、追加緩和を正当化する材料が増え、早ければ年内の追加緩和期待が強まる可能性が高い。

2. 業況判断 D.I. : 全規模全産業の景況感は5ポイント悪化、先行きも横ばい

全規模全産業の業況判断 D.I. は▲3 (前回比5ポイント悪化)、先行きも▲3 (現状比横ばい) 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▲12 と前回調査の▲3 から9ポイント悪化した。悪化は2期連続となるが、悪化幅は前回調査を上回り、震災後のサプライ・チェーン寸断の悪影響を受けた11年6月調査以来の大きさに。業種別では、全16業種中悪化が12業種にのぼり、改善の2業種を大きく上回った(横ばいが2業種)。特にエコカー補助金終了に加え、日本製品不買運動の影響を大きく受けている自動車(28ポイント悪化)の悪化が突出しており、業務用機械(17ポイント悪化)、非鉄金属(13ポイント悪化)、はん用機械(同)が続く形に。先行きについては改善が9業種と悪化の4業種を上回ったものの(横ばいが3業種)、全体での改善幅は2ポイントと力強さは見られず。

大企業非製造業の D.I. は4 と前回調査から4ポイントの悪化となった。業種別では、全12業種中悪化が9業種と改善の2業種を上回った(横ばいが1業種)。宿泊・飲食サービス(16ポイント悪化)、対事業所サービス(15ポイント悪化)で二桁のマイナスとなったが、前者は中国からの旅行客減少の影響を受けた可能性がある。製造業からの波及を受けやすい運輸・郵便も6ポイント悪化している。一方、復興需要の影響を受けやすい建設、不動産では引き続き底堅い推移になっている。先行きについては、改善が2業種に対して悪化が7業種となり、全体でも1ポイントの悪化を示している。

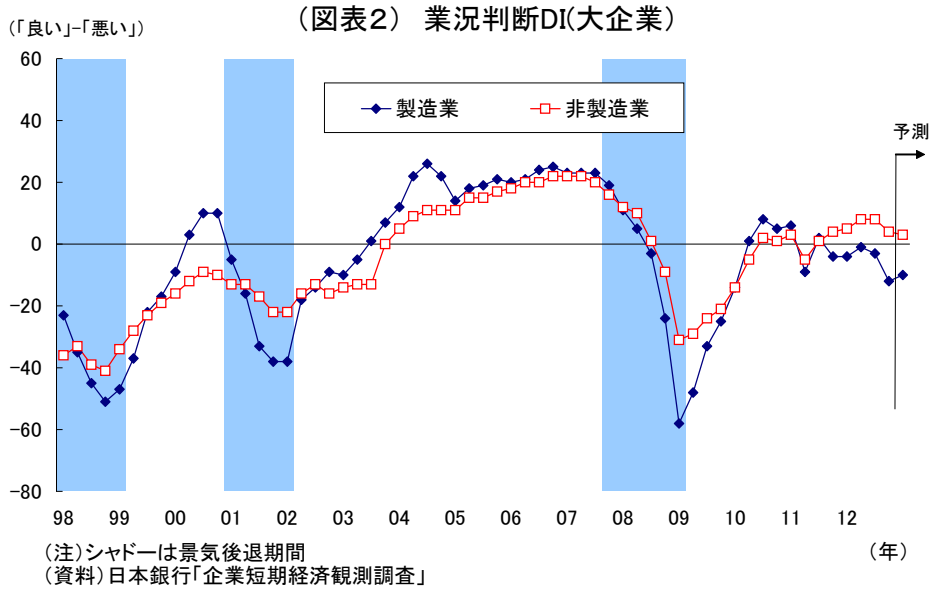
なお、足元の景況感について、製造業と非製造業の乖離は16ポイントと前回の11ポイントからさらに拡大している。海外経済の低迷感が強い現状を反映して、外需の影響を受けにくい非製造業の景況感が相対的に優位な状況が続いている。

(図表1) 業況判断DI

(「良い」-「悪い」・%ポイント)

		2012年9月調査		2012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	-3	-3	-12	-9	-10	2
	非製造業	8	5	4	-4	3	-1
	全産業	2	1	-3	-5	-3	0
中堅企業	製造業	-6	-13	-12	-6	-20	-8
	非製造業	2	-3	-1	-3	-7	-6
	全産業	-2	-7	-5	-3	-12	-7
中小企業	製造業	-14	-16	-18	-4	-26	-8
	非製造業	-9	-16	-11	-2	-19	-8
	全産業	-11	-15	-14	-3	-22	-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。

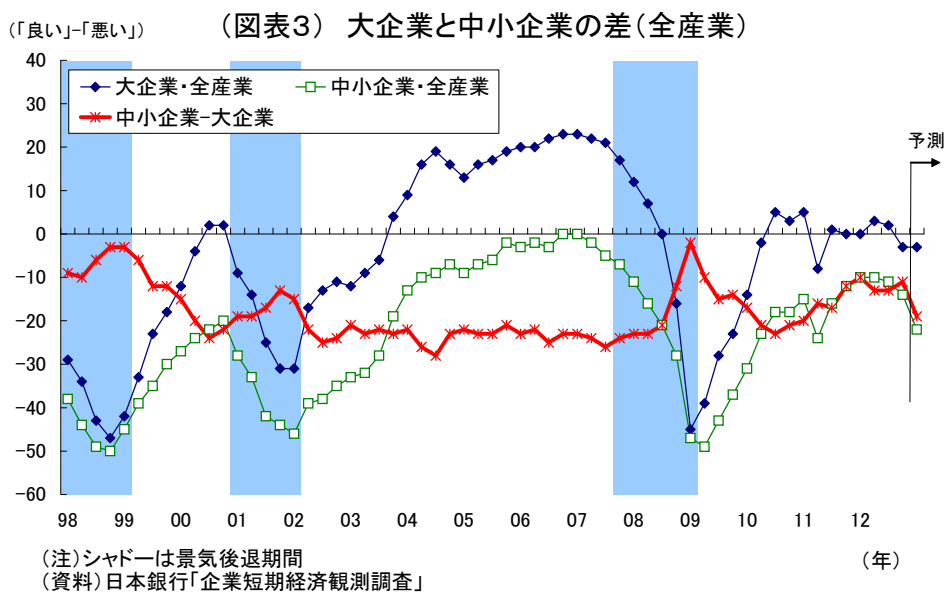


(中小企業)

中小企業製造業の業況判断 D.I.は▲18 と 4 ポイント悪化した。業種別でも全 16 業種中、悪化が 11 業種と改善の 4 業種を大きく上回っている。最大の悪化業種が自動車という点も大企業と同様であるが、中小企業製造業の景況感悪化は 4 調査連続となる。

中小企業非製造業の D.I.も ▲11 と 2 ポイント悪化した。全 12 業種中、悪化が 8 業種と改善の 3 業種を上回った。小売の悪化 (13 ポイント) がかなり大きいのが中小企業の特徴である。

先行きについては、製造業・非製造業ともに 8 ポイントの悪化と、大企業よりもかなり厳しい結果に。事業環境悪化への対応力が大企業に比べて乏しいためとみられるが、中小企業ではこれまでも先行きへの悲観が強まりやすい傾向があり、今回も悲観が台頭している。



3. 需給・価格判断：需給は国内外ともに悪化した、マージンは改善

(需給判断：幅広く悪化)

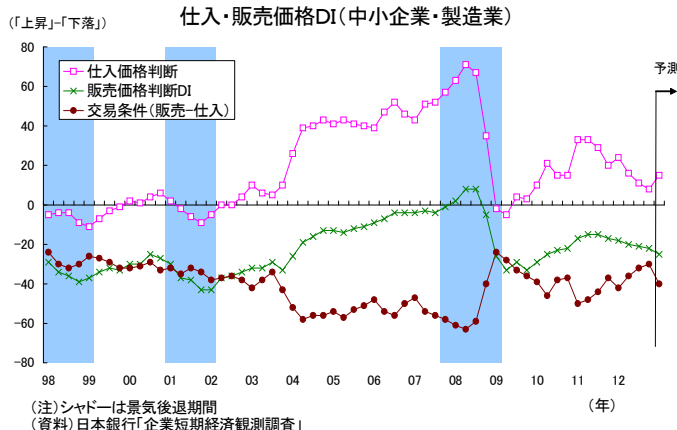
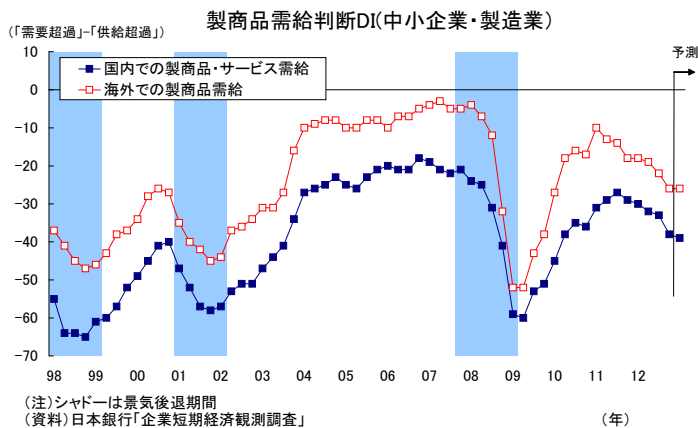
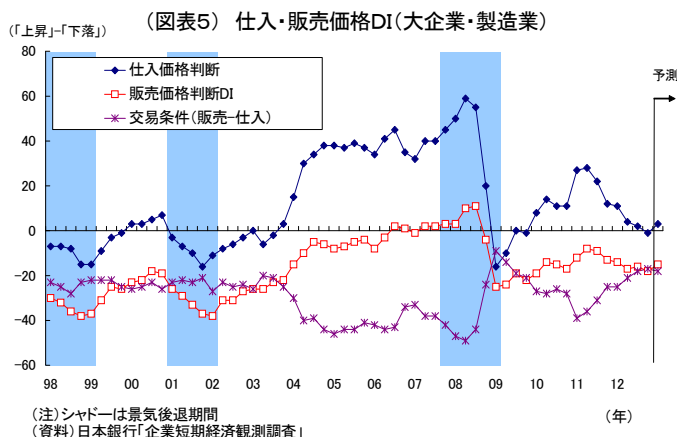
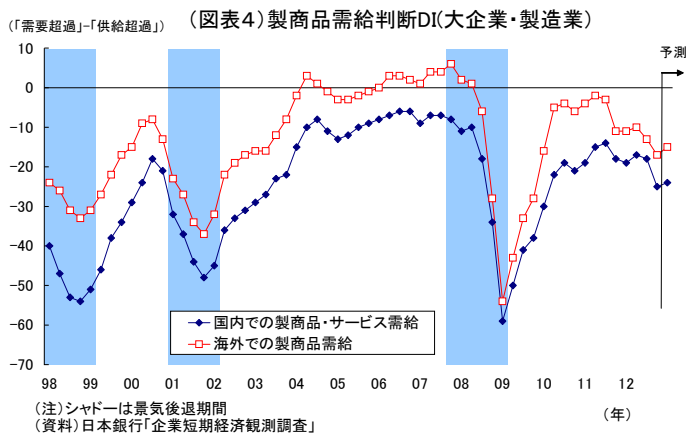
大企業製造業の国内製商品・サービス需給判断 D.I. (需要超過-供給超過) は、前回は7ポイント悪化、海外での製商品需給も4ポイント悪化した。それぞれ悪化は2期連続となるが、悪化幅は前回は上回る。中小企業も国内で5ポイント、海外で4ポイントそれぞれ悪化している。

先行きについては、大企業では国内外ともにわずかながら需給の改善を見込むが、中小企業では国内で悪化、海外で横ばいを見込んでいる(図表4)。

(価格判断：マージンは改善したが、先行きは悪化へ)

大企業製造業の販売価格判断 D.I. (上昇-下落) は前回から2ポイント低下したが、仕入価格判断 D.I. (上昇-下落) の低下が3ポイントとこれを上回ったため、差し引きであるマージンは1ポイント改善した。改善は3期連続。世界的な景気低迷に伴う資源価格下落の影響が寄与したようだ。一方、先行きは仕入価格上昇が販売価格上昇を上回り、マージンが悪化する見通し(図表5)。

中小企業製造業についても、販売価格 D.I. が1ポイント下落したものの、仕入価格 D.I. の下落(3ポイント)が上回り、足元のマージンは改善している。先行きについては、販売価格が3ポイント下落するうえ、仕入価格が7ポイント上昇し、マージンは大きく縮小する見通しになっている(図表5)。



4. 売上・収益計画：12年度収益の回復シナリオは修正へ

12年度収益計画（全規模全産業）については、売上・利益ともに下方修正され、対前年1.0%の増収、1.1%の経常減益となった。経常利益は大震災の悪影響を受けて減益となった昨年度実績さえも下回ってしまうという見通しに。前回までは12年度収益の回復シナリオがかろうじて維持されてきたが、内外需の低迷を受けて今回シナリオ修正を余儀なくされた形となった（図表6～8）。

上期下期で見ると、前回時点では経常利益について、「上期8.4%減益→下期9.7%増益」と下期に10%近い増益幅を計画していたが、今回は「上期3.0%減益→下期0.7%増益」と上期の上方修正以上に下期が大きく下方修正され、前年比で見てもほぼ横ばいにまで修正されている。

事業計画の前提となる12年度想定レート（大企業製造業）は、1ドル78.90円（上期79.09円、下期78.73円）と前回の79.06円からわずかに円高方向へ修正された。11月中旬以降円安が進み、下旬以降の市場レートが82円前後で推移してきたにもかかわらず慎重な見通しに。現在の円安の持続性は不透明感が強く、企業は今のところ為替について楽観姿勢を示していない模様だ。

ただし、為替がこのままの水準で推移すれば、今後の企業収益の上方修正要因になる。

（図表6）売上高計画

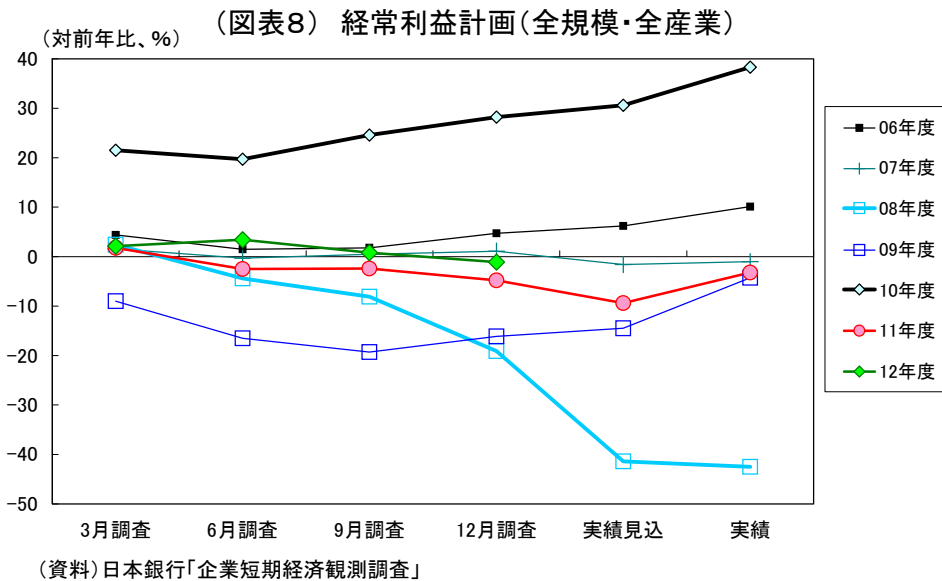
	2011年度	2012年度 (計画)				
		修正率	上期	下期 (計画)		
大企業	製造業	0.4	1.2	-2.0	-1.7	0.6
	国内	2.3	1.0	-0.9	-0.7	-0.8
	輸出	-4.7	1.8	-5.1	-4.3	4.6
	非製造業	3.5	1.0	-0.6	-1.3	0.8
	全産業	2.3	1.1	-1.2	-1.5	0.7
中堅企業	製造業	2.3	-0.5	-1.3	-1.1	-2.1
	非製造業	2.8	2.2	-0.2	-0.3	1.4
	全産業	2.7	1.4	-0.5	-0.5	0.5
中小企業	製造業	1.2	-0.8	-0.6	0.1	-2.3
	非製造業	1.6	0.7	0.3	0.4	-1.2
	全産業	1.5	0.3	0.1	0.3	-1.4
全規模	製造業	0.8	0.6	-1.7	-1.3	-0.3
	非製造業	2.8	1.1	-0.3	-0.6	0.3
	全産業	2.2	1.0	-0.7	-0.8	0.1

（注）修正率は、前回調査との対比。

（図表7）経常利益計画

	2011年度	2012年度 (計画)				
		修正率	上期	下期 (計画)		
大企業	製造業	-11.7	-3.5	-6.4	-16.4	12.4
	素材業種	1.6	-28.0	-8.9	-49.7	11.5
	加工業種	-21.1	19.0	-5.0	26.1	12.9
	非製造業	-7.2	-1.3	1.0	-1.5	-1.2
	全産業	-9.1	-2.2	-2.2	-7.9	4.1
中堅企業	製造業	-3.6	-7.5	-3.9	-9.8	-5.1
	非製造業	11.9	2.2	1.3	11.6	-4.9
	全産業	6.2	-1.0	-0.4	3.7	-4.9
中小企業	製造業	1.7	0.4	-5.8	7.3	-5.5
	非製造業	17.5	3.4	-0.9	12.6	-3.1
	全産業	12.7	2.6	-2.3	11.0	-3.7
全規模	製造業	-8.9	-3.6	-6.0	-12.6	6.7
	非製造業	0.5	0.3	0.6	3.4	-2.4
	全産業	-3.2	-1.1	-1.9	-3.0	0.7

（注）修正率は、前回調査との対比。

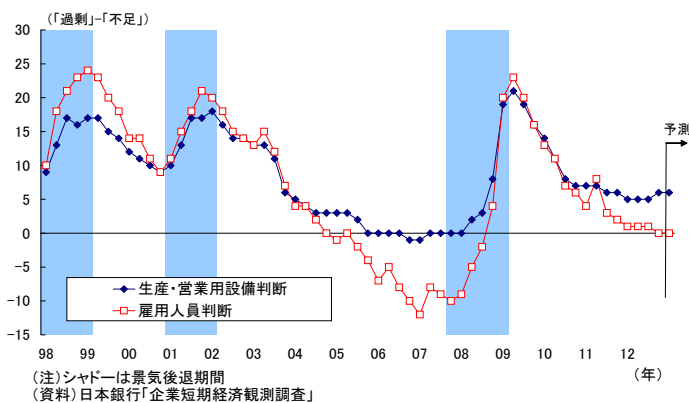


5. 設備投資・雇用：12年度設備投資計画は上方修正

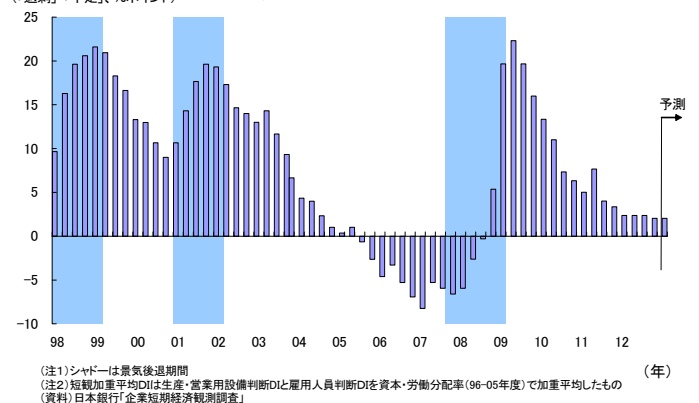
生産・営業用設備判断 D.I. (「過剰」－「不足」) は全規模・全産業で6 と前回から1ポイント上昇した一方、雇用人員判断 D.I. (「過剰」－「不足」) は0 と前回から1ポイント低下した。ともに小動きとなっており、この結果、需給ギャップの代理変数とされる「短観加重平均 D.I.」(設備・雇用の各 D.I. を加重平均して算出) も前回からほぼ変わらず。企業の設備・雇用に対する過剰感はやや過剰超過の水準で横ばい推移が続いている。また、先行きについても、設備・雇用ともに概ね横ばいの見通しとなっている(図表9, 10)。

ただし、足元について内訳を見ると、製造業の生産・営業用設備判断 D.I.水準は14、雇用人員判断 D.I.は12 とそれぞれ非製造業を14ポイント、19ポイントも上回っており、過剰感がかなり強い。世界経済の低迷に伴う生産量・稼働率の低下によるものと考えられる。

(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



12年度設備投資計画(全規模全産業)については、前回調査時点では対前年5.8%増と強めの数字であったが、今回は同7.1%へとさらに上方修正された。景況感悪化を受けた下方修正を予想していただけに、意外に強い印象。

例年 12 月調査では年度計画が固まってくることに伴って、特に中小企業において設備投資額の上
修正が行われる傾向がある。今回についても、中小企業で例年と遜色ないレベルの上修正が行われた
うえ、大企業が若干上修正したことが効いた。

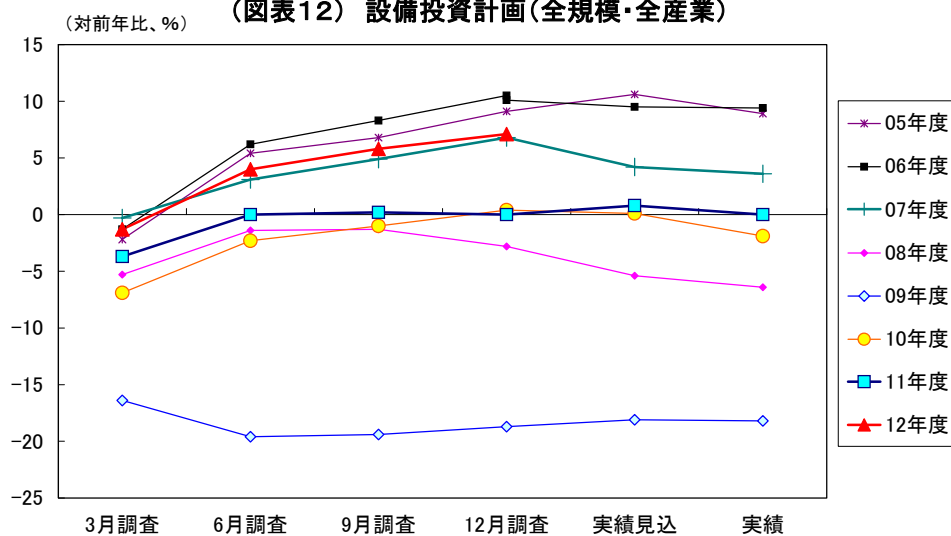
ただし、上期下期で分けて見ると、上期（前回比-4.0%）が下方修正された一方、下期（同+6.0%）
がかなり上修正されている。上期において先送りされた分がとりあえず下期に回ったためと考えられ、
今後さらに先送りされる可能性もあるだけに、楽観視は出来ない。

(図表11) 設備投資計画(含む土地投資額)

		2011年度	2012年度 (計画)	
			修正率	
大企業	製造業	-0.7	11.1	-1.1
	非製造業	-1.5	4.6	1.2
	全産業	-1.3	6.8	0.4
中小企業	製造業	11.3	-6.3	4.5
	非製造業	-10.1	14.2	7.0
	全産業	-2.7	6.2	6.1
全規模	製造業	4.3	7.3	-0.5
	非製造業	-2.3	7.0	2.3
	全産業	0.0	7.1	1.3

(注)修正率は、前回調査との対比。リース会計対応ベース。

(図表12) 設備投資計画(全規模・全産業)



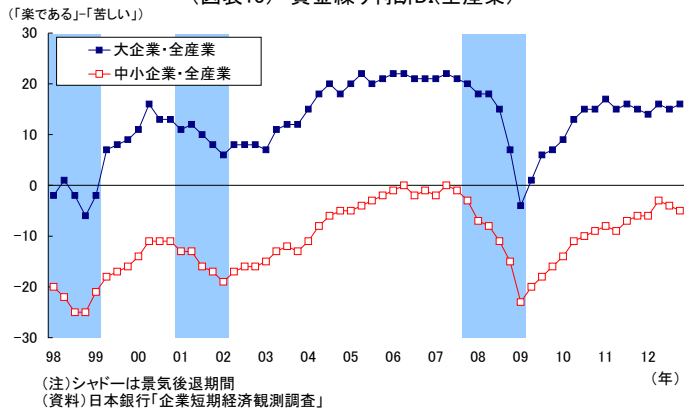
(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」 (注)09年度以降はリース会計対応ベース

6. 企業金融：金融環境は総じて良好

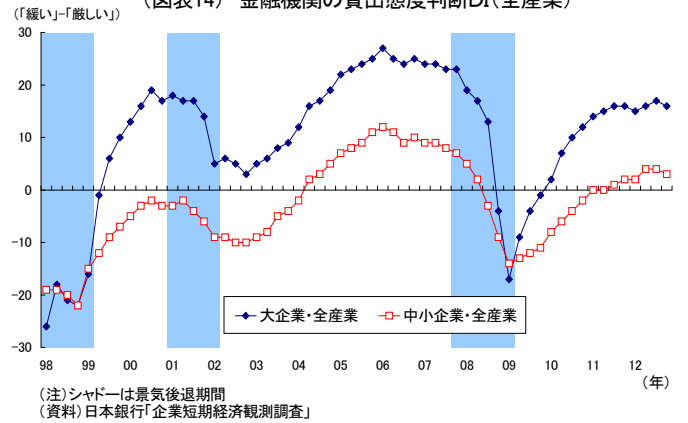
企業の資金繰り判断 D.I.（「楽である」－「苦しい」）は大企業が前回比 1 ポイント改善、中小企業
は 1 ポイント悪化した。また、企業サイドから見た金融機関の貸出態度判断 D.I.（「緩い」－「厳し
い」）については、大企業、中小企業ともに 1 ポイントの悪化となった（図表 13, 14）。

中小企業の資金繰り判断 D. I. が 2 期連続の小幅悪化を示している点は少し気になるが、両 D. I
ともに企業規模を問わず安定しており、過去と対比しても比較的良好な水準を維持している。引き
続き国内金融環境は総じて良好であると言えよう。

(図表13) 資金繰り判断DI(全産業)



(図表14) 金融機関の貸出態度判断DI(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はありません。