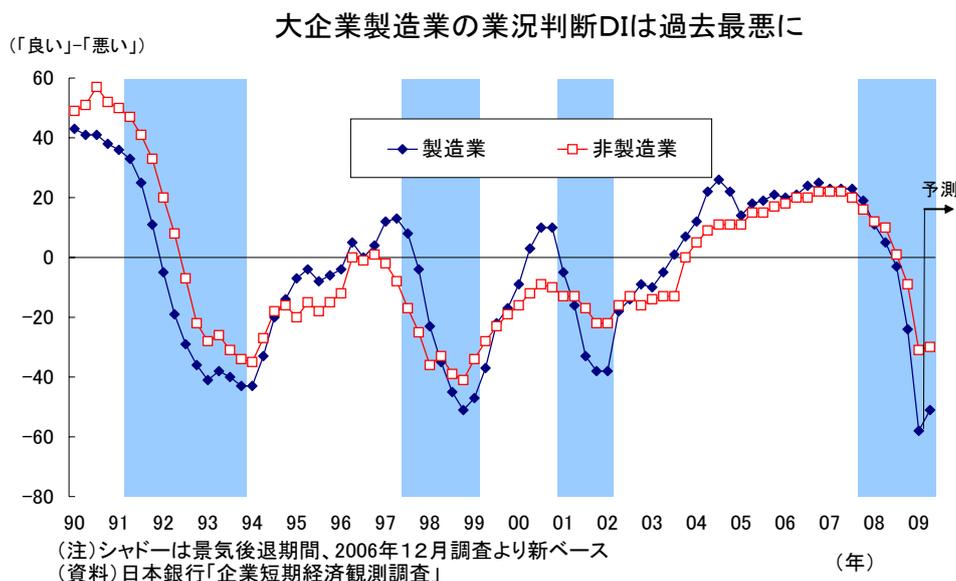


Weekly
エコノミスト・
レター3月調査短観
～大企業製造業の業況判断DIは過去
最悪に

経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次
(03)3512-1837 vvaiima@nli-research.co.jp

1. 3月調査短観は、注目度が高い大企業製造業・業況判断DIが▲58と1975年5月調査の▲57を抜いて過去最悪、悪化幅も34ポイントとこちらも過去最大の落ち込みとなった。収益、設備、雇用といった事業計画が大きく腰折れするなど、現在の景気後退が水準、悪化スピードとも「戦後最悪」であることを裏付ける内容となった。
2. ただし、大企業製造業、非製造業の業況判断（先行き）が改善、国内外とも需給判断（先行き）が改善見込みなど足元の真っ暗な状況から少し明るい「芽」と見られるポイントも。その芽が強くなってくれば、景気回復のパスが見えてくるが、現在の海外経済・金融市場の状況からすれば、今後さらにストック調整が本格化し、景気が下振れするリスクが高いと読み取るのが3月調査短観の素直な解釈だろう。
3. 日銀にとって今回の短観は、足元の最悪の状況を改めて認識させる結果となった。ただし、先行きについていくつかの「芽」が見えていたことで、2009年度後半以降、経済は持ち直すとのシナリオは維持されると読む。金融政策は今後も危機対応で動くことになるだろう。



1. 3月短観全体評価と今後の金融政策：短観を受けて即動く可能性は低いが、次なる緩和策は必要不可欠

3月調査短観は、注目度が高い大企業製造業・業況判断D Iが▲58と1975年5月調査の▲57を抜いて過去最悪、悪化幅も34ポイントとこちらも過去最大の落ち込みとなった。収益、設備、雇用といった事業計画が大きく腰折れするなど、現在の景気後退が水準、悪化スピードとも「戦後最悪」であることを裏付ける内容となった。

業況判断D Iは、相対的にみれば製造業・業況判断の悪化幅が大きい、規模・業種問わず全般的に業況の悪化が続いている。海外経済の悪化から輸出製造業が最初に大きく悪化した、ここに来て内需低迷も重なり、総倒れ状況となっている。

国内外とも売上が急速に落ち込む中、①設備、雇用といった過剰感が急速に高まる、②貸出市場のタイト化の動きなども見られ、今後企業業績がV字で回復するというシナリオは短観からはまったく見えない。

ただし、

① 大企業製造業、非製造業の業況判断（先行き）が改善

② 自動車の業況判断（先行き）が改善

③ 先行き国内外とも需給判断が改善：売上計画などでも09年度下期の底打ちを見込むなど足元の真っ暗な状況から少し明るい「芽」と見られるポイントも幾つか捉えられる。

その芽が強くなってくれば、景気回復のパスが見えてくるが、現在の海外経済・金融市場の状況からすれば、今後さらにストック調整が本格化し、景気が下振れするリスクが高いと読み取るのが3月調査短観の素直な解釈だろう。

日銀にとって今回の短観は、足元の最悪の状況を改めて認識させる結果となった。4月30日の展望レポートでは09年度の成長率など、もう一段の景気下ぶれを織り込んだシナリオへの変更が必要になるだろう。

ただし、先行きについていくつかの不確実ではあるが「芽」が見えていたことで、景気・物価の先行きについては、「2009年度後半以降、国際金融資本市場が落ち着きを取り戻し、海外経済が減速局面を脱するにつれ、わが国経済も持ち直し、物価の下落幅も縮小していく姿が想定される」との従来の日銀の見方は基本的に維持されると読む。

今回の短観を受けてすぐに日銀がすぐに動くという可能性は少ないだろう。日銀はこれまで実施したCP、社債、銀行保有株、劣後債務の引き受けなど、完全に財政政策の領域に踏み込んだ政策の効果を見極めるスタンスだろう。

しかし、経済、金融市場の機能回復はいつこうに見えず、金融政策は今後も危機対応で動くことになるだろう。

2. 業況判断DI：大企業製造業の業況判断DIは過去最悪、輸出から国内産業に悪化が広がる、自動車は先行き改善を見込む

足元の業況判断は、全規模の製造業・非製造業とともに悪化した。今回の業況判断DIの悪化の特徴は、①輸出急減速を受け製造業のほうが非製造業に比べて悪化が激しい、②とはいえ非製造業も内需低迷に広がりを見せており悪化幅が拡大してきている。

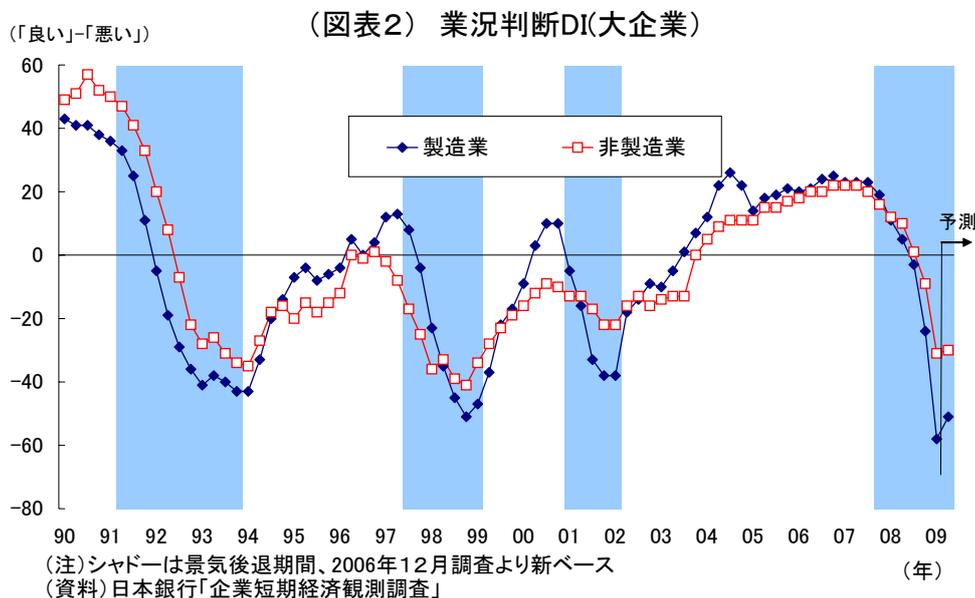
先行きについては、悪化が他よりも先行してきた大企業製造業、自動車、精密機械といった輸出企業で改善の予想がでており、少し明るい材料だ。

(図表1) 業況判断DI

(「良い」-「悪い」・%ポイント)

		2008年12月調査		2009年3月調査			
		最近	先行き	最近	変化幅	先行き	変化幅
大企業	製造業	-24	-36	-58	-34	-51	7
	非製造業	-9	-14	-31	-22	-30	1
	全産業	-16	-25	-45	-29	-41	4
中堅企業	製造業	-24	-45	-57	-33	-61	-4
	非製造業	-21	-32	-37	-16	-45	-8
	全産業	-22	-38	-46	-24	-51	-5
中小企業	製造業	-29	-48	-57	-28	-63	-6
	非製造業	-29	-42	-42	-13	-52	-10
	全産業	-28	-44	-47	-19	-56	-9

(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。



(大企業)

特に注目が高い大企業製造業のDIは▲58と1975年5月調査▲57を抜いて過去最悪となった。また悪化幅も前回調査の21ポイントに続き34ポイントと過去最大の悪化幅となった。業況判断は急速かつ水準も過去最低となり、現在の景気後退が過去最悪という状況を示している。

大企業・製造業の悪化は6期連続。食料品を除く14業種で悪化した。特に目を引くのが自動車

だ。51ポイント悪化の▲92となっている。

先行きについては、7ポイントとの改善を見込んでいる（15業種中10業種が改善を見込む）。大企業製造業が最初に悪化してきただけに、そろそろ大企業製造業・業況判断はサイクル的に大底に達してきているとの見方ができそうだ。

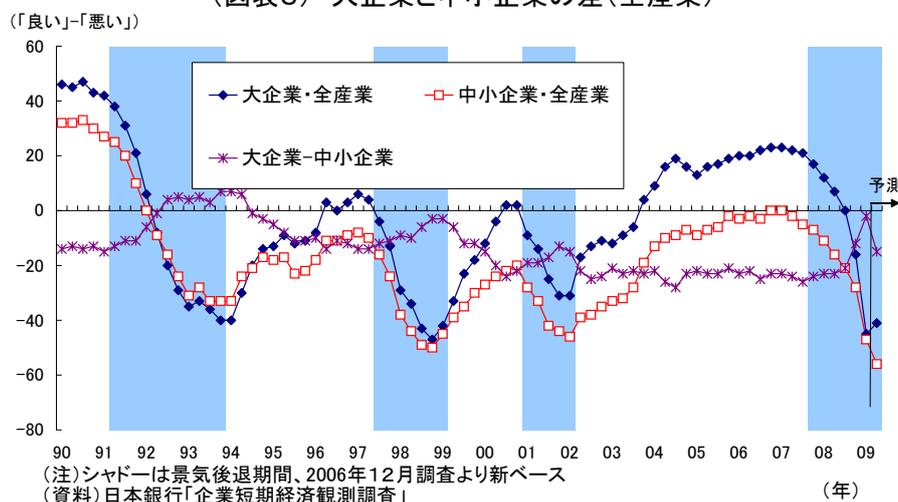
大企業・非製造業は▲31と前回調査から22ポイント悪化（悪化は7期連続）。12業種中10業種で悪化となった。

ここに来て内需の悪化が顕著になってきており、非製造業の悪化幅が拡大してきている。

（中小企業）

中小企業の業況判断は製造業が28ポイント、非製造業は13ポイント悪化している。大企業に比べ悪化幅が小さいが、中小企業を巡る環境は遅れて冷え込んでくることが予想され、中小企業の悪化幅は今後大きくなる可能性はあるだろう（図表3）。

（図表3）大企業と中小企業の差（全産業）



3. 需給・在庫・価格判断：需給悪化、在庫積みあがり。先行きについては国内外とも需給環境の改善を見込む

足元企業は生産調整を行い、在庫圧縮を急ピッチで進めている。しかし、足元の判断は、在庫、需給とも状況が悪化しているという姿となった。

大企業の製商品・サービス需給判断を見ると、国内は25ポイント、海外は26ポイントの悪化、中小企業については、国内が18ポイント悪化、海外が20ポイントの悪化となった（図表4）。悪化幅は前回12月調査よりも拡大している。

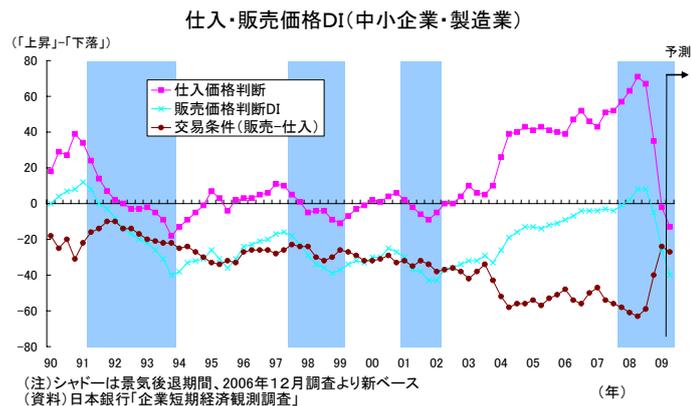
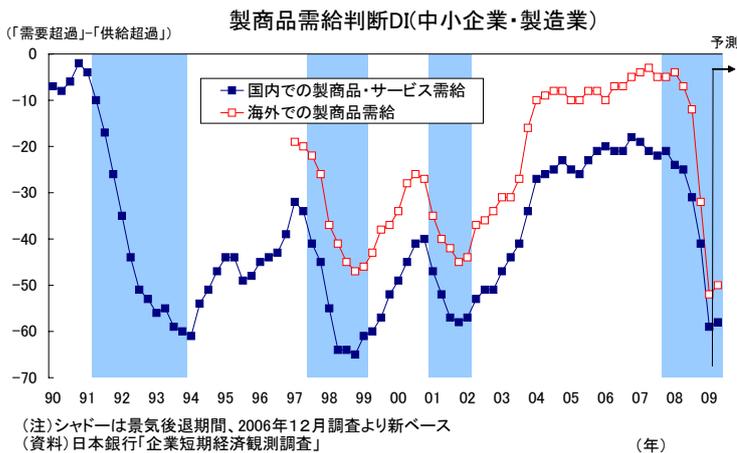
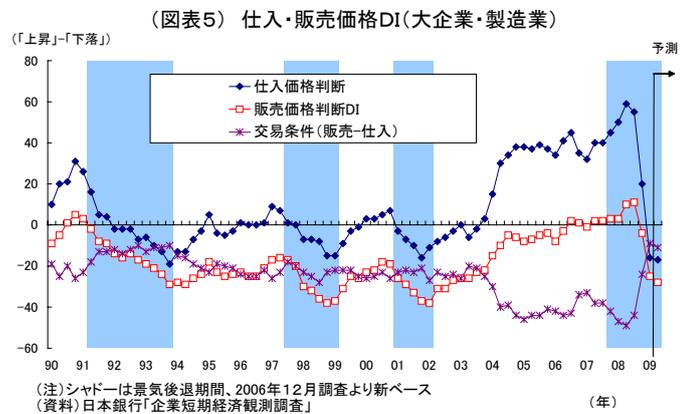
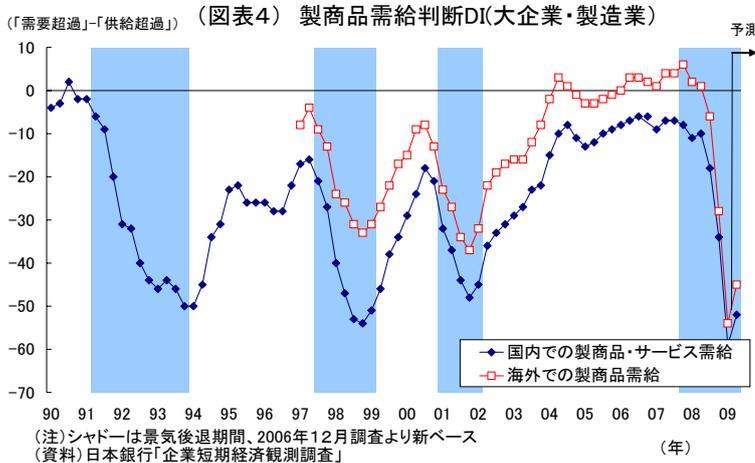
先行きについては、国内外とも需給環境は改善を見込んでいる（ただし、この調査項目のくせで改善が出やすい傾向がある）。

在庫は、大企業、中小企業ともに悪化しており、3月調査では在庫水準が高いという判断のようで、今後も在庫圧縮に向けた動きが続きそうだ。

価格判断では仕入判断が大きく低下した。大企業・製造業、中小企業・製造業とも30ポイント

以上の大幅な低下となった（図表5）。

販売価格も需要の落ち込みから低下傾向にあるが仕入判断の低下のほうが大幅になっており、企業が直面する交易条件は大幅に改善している。



4. 売上・収益計画：09年度は2期連続の減益計画、ただし下期の改善を見込む

2008年度の売上高は全規模・全産業で前年度比▲3.3%と前回調査から4.7ポイント下方修正された（図表6）。2009年度の当初計画は、全規模・全産業で前年度比▲5.7%とマイナススタート。すべての規模の製造業・非製造業でマイナス計画と厳しい見方となっている。

09年度を上下期で見ると、下期の底打ちを見込んでいる。特に大企業製造業では、輸出の改善を受け下期計画がプラスとなっている点が目を引く。

2008年度の経常利益は全規模・全産業で前回調査から27.5ポイント下方修正され、前年度比▲41.4%と2期連続の減益となった。

2009年度の当初計画は全規模・全産業で前年度比▲9.0%とかなり慎重な見方となっている。（図表7、8）。

(図表6) 売上高計画

		2008年度 (計画)		2009年度 (計画)		
			修正率		上期 (計画)	下期 (計画)
大企業	製造業	-7.6	-8.5	-6.5	-12.5	0.5
	国内	-6.1	-7.9	-6.1	-11.2	-0.2
	輸出	-11.3	-9.9	-7.6	-15.4	2.7
	非製造業	0.7	-3.8	-4.2	-7.2	-1.2
	全産業	-2.7	-5.6	-5.1	-9.3	-0.6
中堅企業	製造業	-6.4	-7.0	-9.4	-18.2	0.5
	非製造業	-2.7	-3.7	-5.4	-9.9	-0.8
	全産業	-3.7	-4.6	-6.4	-12.1	-0.5
中小企業	製造業	-4.9	-4.1	-10.7	-17.9	-2.7
	非製造業	-4.3	-2.4	-5.2	-8.2	-2.2
	全産業	-4.4	-2.8	-6.4	-10.4	-2.3
全規模	製造業	-7.0	-7.5	-7.7	-14.2	0.0
	非製造業	-1.5	-3.4	-4.7	-8.0	-1.4
	全産業	-3.3	-4.7	-5.7	-10.1	-1.0

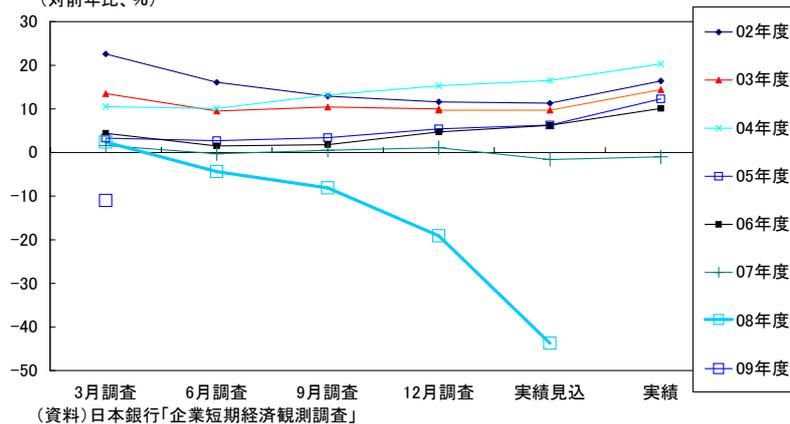
(注)修正率は、前回調査との対比。

(図表7) 経常利益計画

		2008年度 (計画)		2009年度 (計画)		
			修正率		上期 (計画)	下期 (計画)
大企業	製造業	-62.7	-50.8	-19.7	-47.0	利益
	素材業種	-40.4	-32.8	-13.8	-38.8	83.7
	加工業種	-75.8	-64.5	-28.2	-52.6	欠損
	非製造業	-23.2	-7.9	-6.4	-19.6	12.8
	全産業	-43.7	-29.1	-11.0	-33.5	73.3
中堅企業	製造業	-50.5	-42.3	-25.1	-71.5	5.3倍
	非製造業	-28.6	-16.6	-0.1	-24.5	28.4
	全産業	-36.7	-26.1	-7.4	-43.7	58.8
中小企業	製造業	-49.8	-38.6	-33.6	-78.0	3.7倍
	非製造業	-29.6	-15.7	6.1	-11.7	22.3
	全産業	-35.4	-22.2	-2.8	-34.4	38.4
全規模	製造業	-60.0	-48.4	-22.2	-53.0	利益
	非製造業	-25.5	-11.0	-2.9	-19.0	17.7
	全産業	-41.4	-27.5	-9.0	-35.0	60.5

(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)

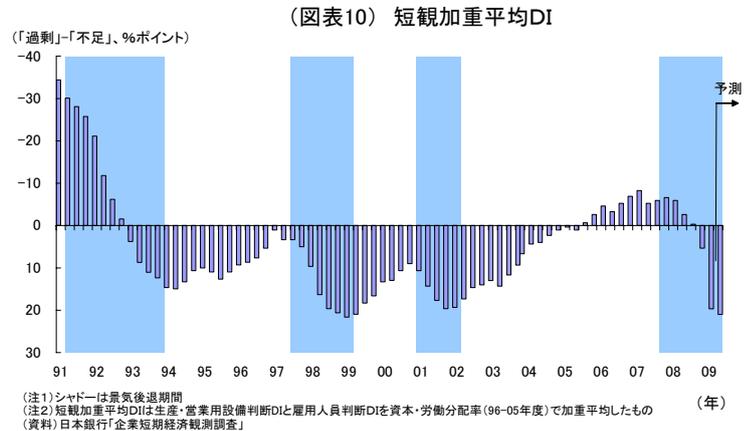
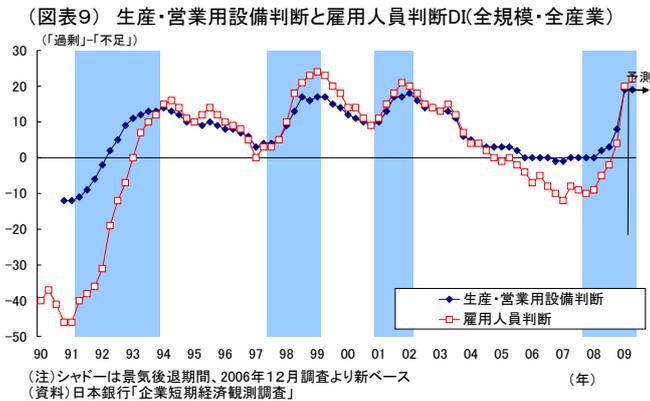


5. 設備投資・雇用：急速に高まるストックの過剰感

生産・営業用設備判断DI(「過剰」－「不足」)は、全規模・全産業で19(前回調査8)と4期連続で過剰超過となった(図表9)。

雇用人員判断 DI (「過剰」 - 「不足」) は、全規模・全産業でも 20 (前回調査 4) と急速に過剰感が高まっている。図表 9)。企業の設備・雇用の過剰感が足元急速に高まってきている。

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 DI を加重平均して算出) は、今回大幅に需要超過となっている (図表 10)。



設備投資計画については、2008 年度計画は、全規模・全産業で前年度比▲5.4%、修正率が▲2.7ポイントとなった。年度でマイナスということになれば、2002 年度以来となる。

2009 年度当初計画は、全規模・全産業で▲14.3%と大幅なマイナススタート。3 月調査時点の計画としては、93 年度の▲16.3%に次ぐ低水準だ。また大企業製造業の前年度比▲13.2%となり、調査を開始した 75 年度以降で最低となっている。

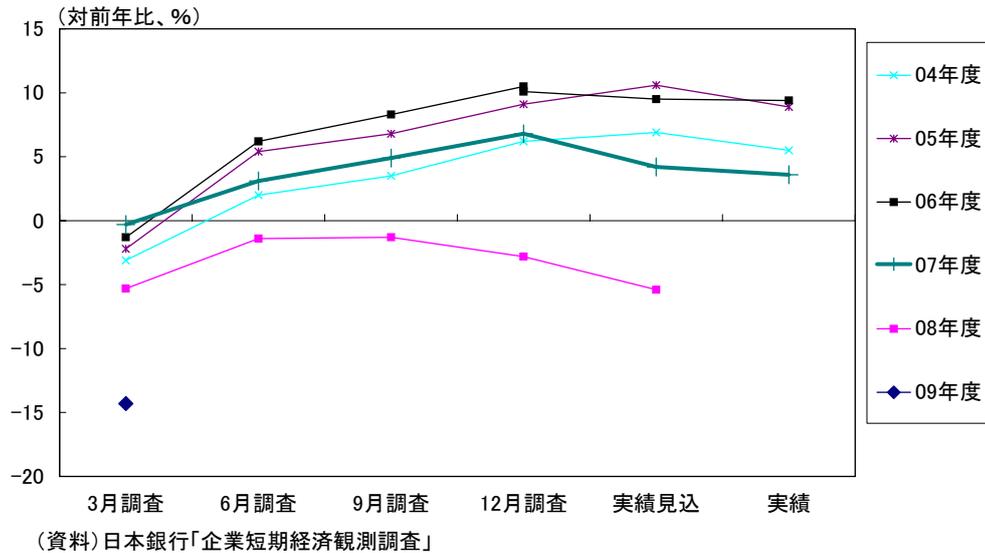
利益の急激な落ち込み、設備に対する過剰感の高まりなど設備投資を巡る企業の環境は最悪の状況にある。今後を見通せば、利益が明確に回復してこなければ、企業の設備に対する慎重なスタンスに変化はできそうになく、時間がかかりそうだ (図表 12)。

(図表11) 設備投資計画(含む土地投資額)

		2008年度 (計画)		2009年度 (計画)		
			修正率		上期 (計画)	下期 (計画)
大企業	製造業	-2.4	-4.7	-13.2	-9.8	-16.4
	非製造業	-3.8	-2.2	-2.7	0.1	-5.0
	全産業	-3.3	-3.1	-6.6	-3.7	-9.1
中小企業	製造業	-8.5	-1.0	-42.2	-43.4	-40.8
	非製造業	-13.7	-0.3	-32.1	-30.2	-34.3
	全産業	-12.0	-0.5	-35.6	-34.7	-36.5
全規模	製造業	-4.3	-4.3	-20.0	-18.1	-21.8
	非製造業	-6.0	-1.8	-11.2	-9.2	-13.0
	全産業	-5.4	-2.7	-14.3	-12.4	-16.1

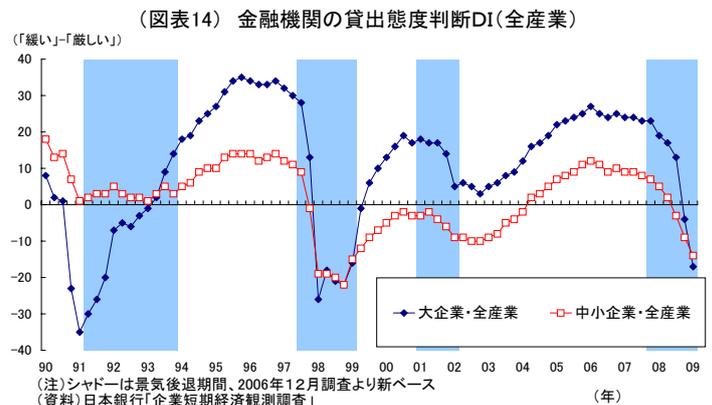
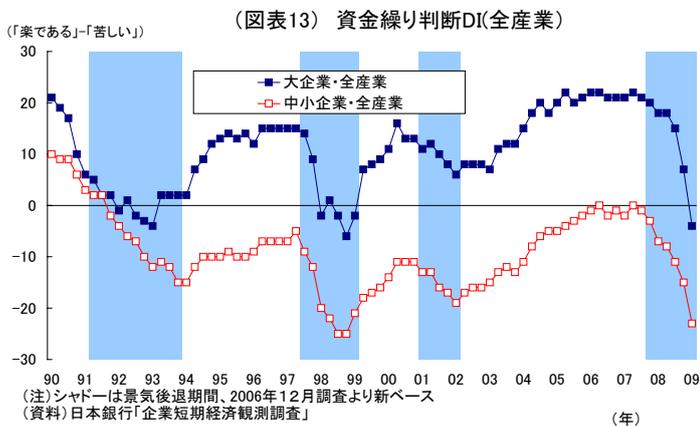
(注)修正率は、前回調査との対比。

(図表12) 設備投資計画(全規模・全産業)



6. 企業金融：政府、日銀の対策でも悪化はとまらず

政府、日銀の企業金融関係の対策が打ち出されているが、資金繰り、金融機関貸出態度の悪化が続いている(図表13, 14)。倒産などが高水準で続く可能性が高く、企業金融の逼迫はいまのところ改善される兆しはない。



(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。