

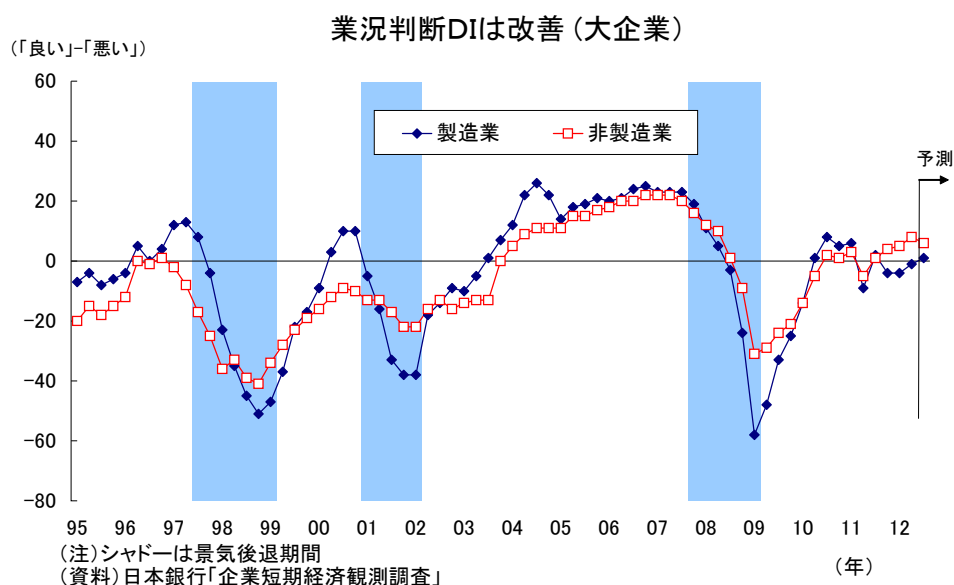
Weekly エコノミスト・ レター

6月調査日銀短観

～大企業・製造業の景況感は3改善の▲1、
先行きはプラスへ

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▲1、前环比+3ポイントと景況感の改善が示された。前回以降、内需は復興需要の顕在化やエコカー補助金という政策効果が大きく寄与する形で堅調を維持。一方、海外では欧州債務危機が再燃し、米国、中国経済も減速傾向が強まるなど不透明感を増したが、輸出も含め好調な自動車からの波及効果が上回ったと考えられる。一方、中小企業は前回から悪化。価格交渉力ならびに経営環境悪化への対応力が大企業に比べ相対的に乏しいためと考えられる。非製造業は底堅い消費や復興需要を素直に反映して、大企業、中小企業ともに改善した。
2. 先行きについても大企業製造業は引き続き改善見通したが、復興需要の縮小、エコカー補助金の終了を控える非製造業では逆に小幅に悪化。中小企業についてはさらに慎重な見方が強く、製造業、非製造業ともに景況感の悪化が示された。
3. 注目の12年度事業計画について、収益はともに上方修正され増収増益シナリオが維持された。また、設備投資計画も今回かなりの上方修正となった。例年6月調査では、計画が固まってくるに伴って上方修正される統計上のクセがあることや、比較対象となる11年度の値が今回下方修正された分、見た目の伸び率が押し上げられている面があることを考慮しても強めの印象。これまで長らく抑制されてきた反動や復興に伴う投資増が反映された可能性がある。



1. 全体評価と今後の金融政策：大企業製造業の景況感は改善に向かう

6月短観の大企業製造業の業況判断D.I.は▲1と依然としてマイナス圏ながら、前环比+3ポイントと景況感の改善が示された。

前回3月調査は円高是正や堅調な米経済、タイ洪水からの復旧など複数の事業環境改善要素にも関わらず、大企業製造業の景況感が横ばい（中堅・中小企業では悪化）と、かなり慎重な内容であった。その後、4月以降の事業環境を見ると、国内需要は復興需要の顕在化ならびにエコカー補助金という政策効果が大きく寄与する形で堅調を維持している。一方で、海外では、欧州債務危機が再燃し、危機の震源地である欧州のほか、米国、中国経済も減速傾向が強まるなど不透明感を増し、為替も再び円高へと回帰した。従って、海外経済の影響を受けやすい製造業の景況感は前回同様に抑制的なものとなることが予想されたが、輸出も含め好調な自動車からの波及効果が上回ったと考えられる。大企業非製造業の業況判断D.I.は8と前环比3ポイントの改善。上記政策効果での追い風もあって内需は改善しており、消費も底堅く推移している。

中小企業については、製造業が前环比2ポイント悪化の▲12、非製造業が同2ポイント改善の▲9となった。非製造業の改善は大企業と共通だが、製造業は悪化。価格交渉力ならびに電力料金値上げといった経営環境悪化への対応力が大企業に比べ相対的に乏しいためと考えられる。

先行きについてもばらつきが出た。大企業については、欧州債務問題の政策対応前進や米中経済の底打ちへの期待を織り込む形で製造業では引き続き改善見通しだが、復興需要の縮小、エコカー補助金の終了を控える非製造業では逆に悪化。中小企業については先行きの不透明感が払拭されないを嫌気して慎重な見方が強く、製造業、非製造業ともに景況感の悪化が示され、とりわけ非製造業の悪化幅（現状比▲6ポイント）は大きい。

11年度設備投資計画（全規模全産業）は、対前年0.0%（横ばい）と前回調査時点の同0.8%増から小幅な下方修正になった。例年6月調査にかけては大企業において下方修正が行われる傾向がある。注目される12年度設備投資計画については対前年4.0%増と前回から4.5%の上方修正、プラスに転じた。例年6月調査では、計画が固まってくるに伴って上方修正される統計上のクセがあることや、比較対象となる11年度設備投資が今回下方修正された分、見た目の伸び率が押し上げられている面があることを考慮しても強めの印象。これまで長らく抑制されてきた反動や復興に伴う投資増が反映された可能性がある。

11年度収益計画（全規模全産業）は、売上が前年比2.2%増と前回調査から0.6%上方修正、経常利益も同▲3.2%と6.9%上方修正された。震災や海外経済減速等の影響を受けて経常利益は2年ぶりの減益での着地となったが、上方修正はかなり大きめであり、3月調査時点では織り込み切れなかった円安の影響が今回改めて反映された可能性がある。12年度収益計画は2.4%の増収（1.6%の上方修正）、3.4%の経常増益（8.3%の上方修正）とともに上方修正となった。12年度の収益回復シナリオは維持されている。大企業製造業の輸出売上も大きく上方修正されており、海外経済の底打ちが織り込まれているようだ。

日銀は景気の現状について、「復興関連需要などから国内需要が堅調に推移するも、緩やかに持ち直しつつある」と前向きに評価。先行きについても「緩やかな回復経路に復していくと考えられる」との回復シナリオを維持している。とはいえ、世界経済の不透明感は強く、足元の物価動向も「物価安定の目処」

とする1%からほど遠いため、いずれにせよ緩和スタンスを継続せざるを得ない。

今回の短観にて、非製造業の先行き景況感は悪化、すなわち内需の先行き減速懸念が織り込まれている。大企業製造業は先行きも改善を示すが海外情勢次第の面が強く、もし海外が底割れするような事態になると、内外需ともに牽引役を欠いてしまう。このため、海外の下振れリスクへの警戒を一層強める必要性も出てきそうだ。

2. 業況判断 D.I. : 全規模全産業の景況感は2ポイント改善、先行きは悪化

全規模全産業の業況判断 D.I. は▲4（前回比2ポイント改善）、先行きは▲8（現状比4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▲1と前回調査の▲4から3ポイント改善した。業種別では、全16業種中改善、悪化ともに7業種（横ばいが2業種）となったが、自動車（4ポイント改善）のほか、非鉄金属（22ポイント改善）、化学（11ポイント改善）といった素材系の改善が全体に大きく寄与した。先行きについては改善が12業種と、悪化の3業種を上回り、全体でも2ポイントの改善となったが、足元とは逆に、エコカー補助金終了を迎える自動車が大幅な悪化（17ポイント悪化）に転じる影響が全体の改善を抑制している。

大企業非製造業の D.I. は8と前回調査の5から3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2業種を大きく上回った（横ばいが2業種）。復興需要の影響を受けやすい建設、不動産、運輸・郵便のほか、堅調な消費を背景として対個人サービス、宿泊飲食サービスも大きく改善した。一方先行きについては総じて悪化、改善の2業種に対し悪化が9業種となり、全体でも2ポイントの悪化を示している。復興需要の減退やエコカー補助金終了といった悪材料を織り込んでいる可能性が高い。

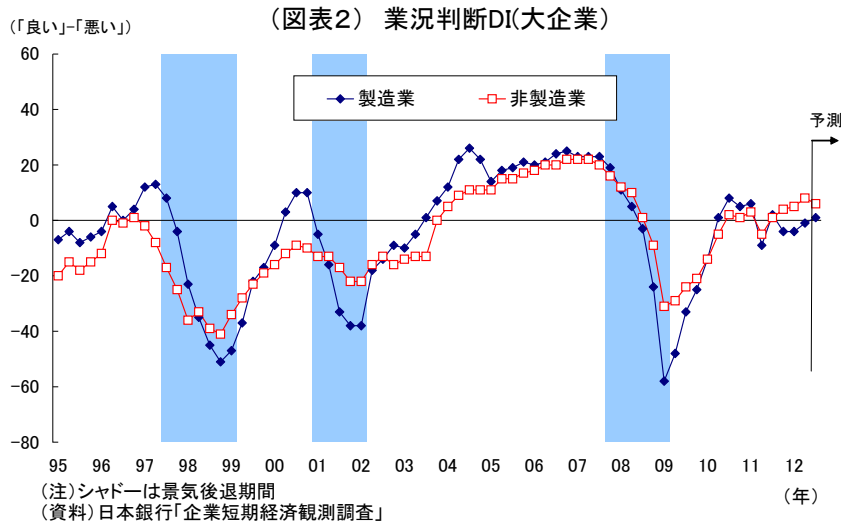
なお、足元の景況感について、製造業と非製造業の乖離は前回同様9ポイントに達している。水準感で見ると、引き続き非製造業の堅調さが際立っている。

（図表1）業況判断DI

（「良い」-「悪い」・%ポイント）

		2012年3月調査		2012年6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	-4	-3	-1	3	1	2
	非製造業	5	5	8	3	6	-2
	全産業	0	1	3	3	3	0
中堅企業	製造業	-7	-8	-6	1	-7	-1
	非製造業	-1	-5	3	4	-3	-6
	全産業	-3	-6	0	3	-5	-5
中小企業	製造業	-10	-15	-12	-2	-15	-3
	非製造業	-11	-16	-9	2	-15	-6
	全産業	-10	-16	-10	0	-15	-5

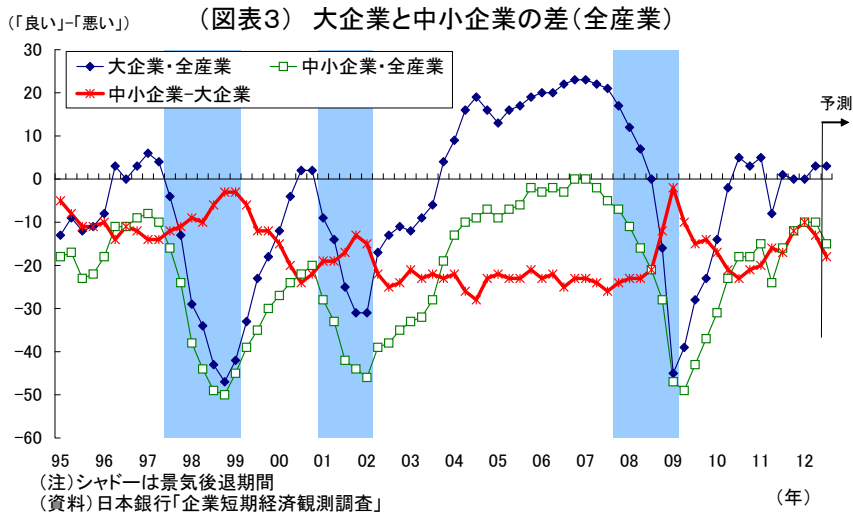
（注）「最近」の変化幅は、前回調査の「最近」との対比。
「先行き」の変化幅は、今回調査の「最近」との対比。



(中小企業)

中小企業製造業の業況判断 D.I.は▲12 と 2 ポイント悪化した。業種別でも全 16 業種中、悪化が 12 業種と改善の 4 業種を大きく上回っている。一方、非製造業の D.I.は▲9 と 2 ポイント改善。全 12 業種中、過半の 7 業種で改善している。大企業同様、非製造業の堅調さと製造業の低迷の構図となっている。

先行きは、製造業で 3 ポイント、非製造業で 6 ポイントの悪化になっている。景気低迷や電力料金値上げなど事業環境悪化への対応力が相対的に乏しいためとみられるが、中小企業では先行きへの悲観的な見方が強い。



3. 需給・価格判断：需給は大企業では改善、マージンは全般的に改善

(需給判断：大企業では国内外とも改善)

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、大企業では前回比 2 ポイントの改善。海外での製商品需給も 1 ポイント改善した。一方、中小企業では国内外ともに小幅に悪化しており、企業規模によって差が出た。

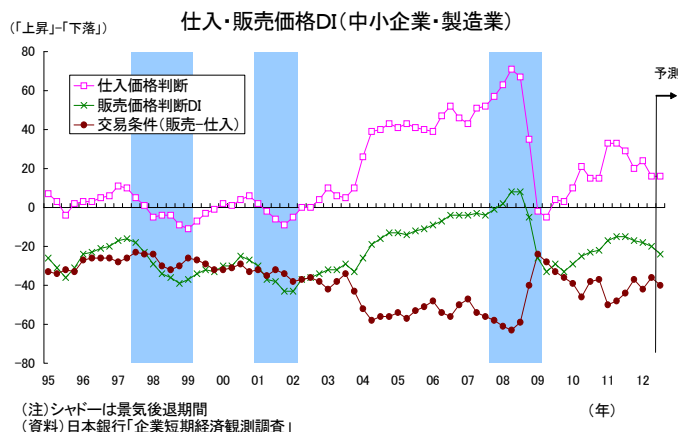
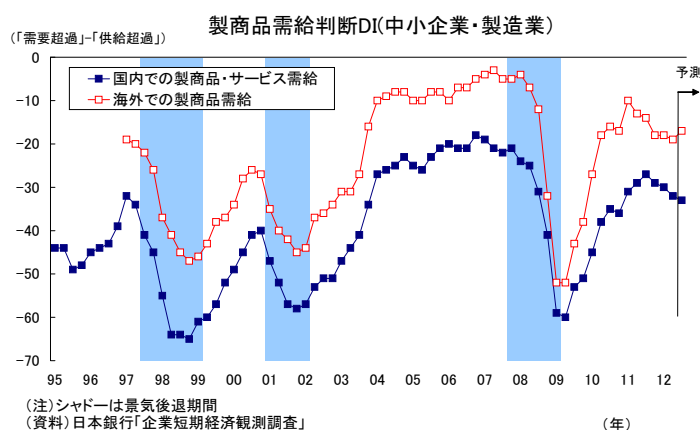
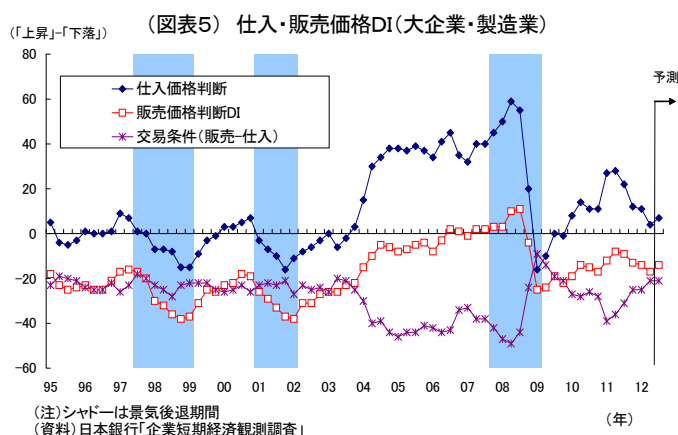
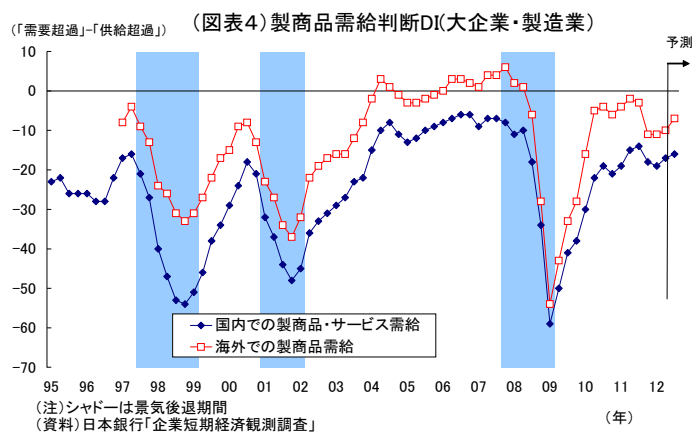
先行きについても、大企業では国内外ともにやや改善を示す。中小企業では国内需要は悪化、海

外はやや改善だが大企業の改善幅には及ばない（図表4）。

（価格判断：仕入価格の下落が鮮明に）

大企業製造業の販売価格判断 D.I.（上昇→下落）は前回から3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7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4ポイント改善した。欧州危機緊迫化や新興国減速等を背景とした資源価格の下落の影響とみられる。なお、先行きについては、販売価格、仕入価格ともに上昇が見込まれており、マージンは横ばいとなる見通し（図表5）。

中小企業製造業も大企業同様、販売価格 D.I. の下落（2ポイント）を、仕入価格 D.I. の下落（8ポイント）が上回ったため、足元のマージンは改善した。ただし、先行きについては交渉力を反映したものと思われるが、販売価格 D.I. の下落が大企業を上回り、仕入価格は横ばいとなり、マージンは縮小する見通しになっている（図表5）。



4. 売上・収益計画：12年度の回復シナリオは維持

11年度収益計画（全規模全産業）は、売上が前年比2.2%増と前回調査から0.6%上方修正、経常利益も同▲3.2%と6.9%上方修正された。震災や海外経済減速等の影響を受けて経常利益は2年ぶりの減益での着地となったが、上方修正はかなり大きめであり、3月調査時点では織り込み切れなかった円安の影響が今回改めて反映された可能性がある。

12年度収益計画は2.4%の増収（1.6%の上方修正）、3.4%の経常増益（8.3%の上方修正）とともに上方修正となった。12年度の収益回復シナリオは維持されている（図表6～8）。大企業製造業の輸出売上も大きく上方修正されており、海外経済の底打ちが織り込まれているようだ。

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78.95円（上期78.98円、下期78.93円）と前回の78.14円から小幅に円安ドル高方向に修正されている。前回は実勢よりもかなり円高ドル安水準に設定されていたが、その後80円前後での膠着推移が続いたため、一段の円高への警戒感が若干薄れたためと考えられる。

（図表6）売上高計画

		2011年度		2012年度 (計画)	
			修正率		修正率
大企業	製造業	0.4	-0.1	5.1	2.9
	国内	2.3	0.3	4.0	2.3
	輸出	-4.7	-1.2	8.2	4.6
	非製造業	3.5	1.0	2.1	1.9
	全産業	2.3	0.6	3.3	2.3
中堅企業	製造業	2.3	0.3	2.0	0.0
	非製造業	2.8	0.5	2.9	0.9
	全産業	2.7	0.4	2.7	0.7
中小企業	製造業	1.2	0.7	0.5	0.4
	非製造業	1.6	1.1	-0.2	0.7
	全産業	1.5	1.0	0.0	0.6
全規模	製造業	0.8	0.1	3.8	2.0
	非製造業	2.8	0.9	1.6	1.3
	全産業	2.2	0.6	2.4	1.6

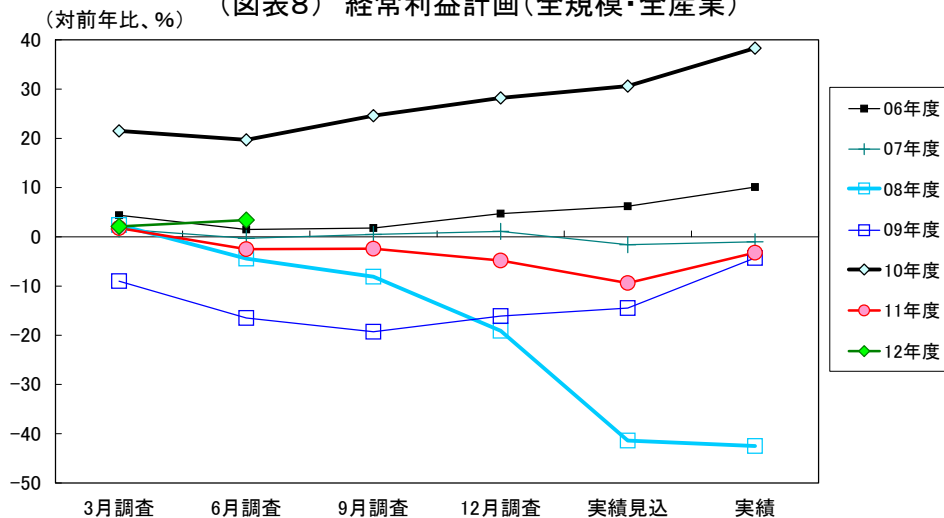
(注)修正率は、前回調査との対比。

（図表7）経常利益計画

		2011年度		2012年度 (計画)	
			修正率		修正率
大企業	製造業	-11.7	7.6	10.1	17.8
	素材業種	1.6	2.2	-13.0	0.9
	加工業種	-21.1	13.1	31.1	31.0
	非製造業	-7.2	7.4	-1.8	7.9
	全産業	-9.1	7.5	3.1	12.0
中堅企業	製造業	-3.6	4.6	3.4	2.6
	非製造業	11.9	7.7	-1.3	2.2
	全産業	6.2	6.6	0.3	2.3
中小企業	製造業	1.7	4.1	11.5	0.2
	非製造業	17.5	5.6	5.7	2.9
	全産業	12.7	5.1	7.3	2.1
全規模	製造業	-8.9	6.6	9.2	12.5
	非製造業	0.5	7.0	-0.1	5.7
	全産業	-3.2	6.9	3.4	8.3

(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)



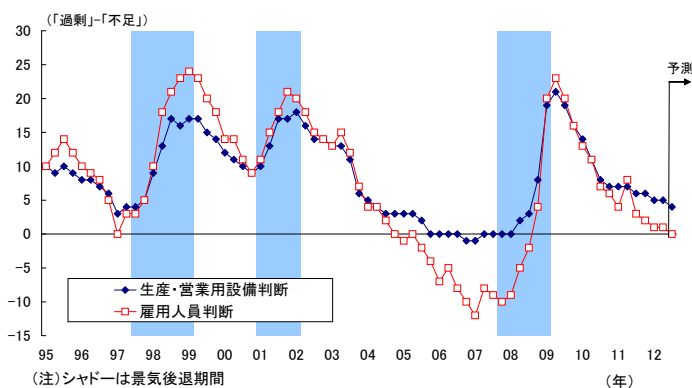
(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

5. 設備投資・雇用：12年度設備投資計画はやや強めの印象

生産・営業用設備判断 D.I. (「過剰」－「不足」) は全規模・全産業で5、雇用人員判断 D.I. (「過剰」－「不足」) は1とそれぞれ前回から変わらなかった。企業の設備・雇用に対する過剰感は幾分残っている(図表9)。また、両指標ともに製造業の D.I. が非製造業をかなり上回っており、景況感と整合的な結果になっている。製造業の過剰感は引き続き強い。

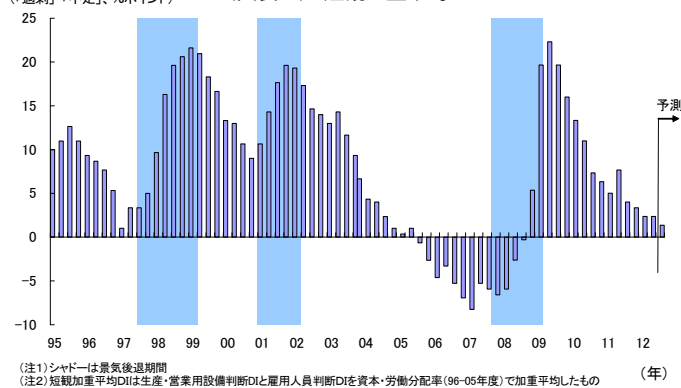
この結果、需給ギャップの代理変数とされる「短観加重平均 D.I.」(設備・雇用の各 D.I. を加重平均して算出) も 2.4 ポイントと依然として過剰超過。先行きについては小幅に改善する見通しとなっている(図表10)。

(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)



(注)シャドーは景気後退期間
(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

(図表10) 短観加重平均DI



(注1)シャドーは景気後退期間
(注2)短観加重平均DIは生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIを資本・労働分配率(96-05年度)で加重平均したものである
(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

11年度設備投資計画(全規模全産業)は、対前年0.0%(横ばい)と前回調査時点の同0.8%増から小幅な下方修正になった。例年6月調査にかけては大企業において下方修正が行われる傾向がある。

注目される12年度設備投資計画については対前年4.0%増と前回から4.5%の上方修正、プラスに転じた。例年6月調査では、計画が固まってくるに伴って上方修正される統計上のクセがあることや、比較対象となる11年度の設備投資が今回下方修正された分、見た目の伸び率が押し上げられている面が

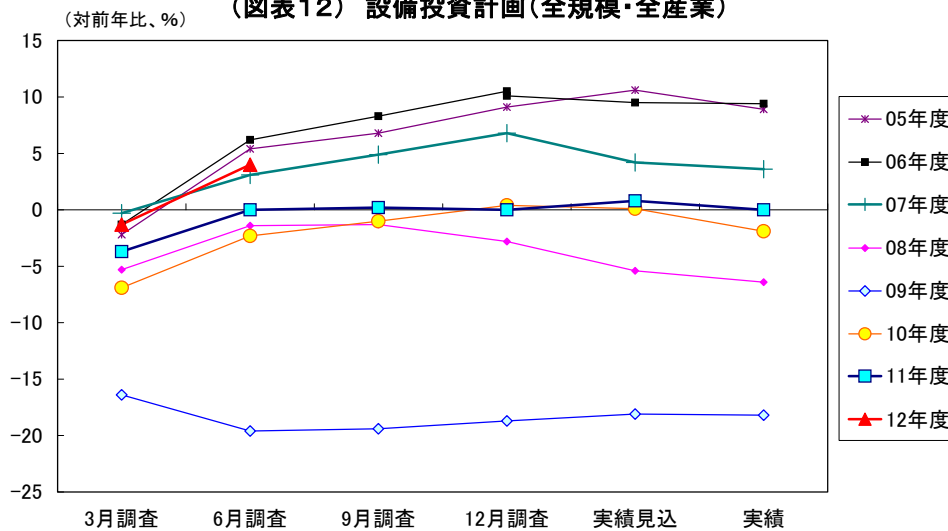
あることを考慮しても強めの印象。これまで長らく抑制されてきた反動や復興に伴う投資増が反映された可能性がある。

(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		修正率
大企業	製造業	-0.7	-3.4	12.4	4.8
	非製造業	-1.5	-1.8	3.0	3.2
	全産業	-1.3	-2.3	6.2	3.8
中小企業	製造業	11.3	5.6	-14.3	11.4
	非製造業	-10.1	6.7	-1.6	15.5
	全産業	-2.7	6.3	-6.6	14.0
全規模	製造業	4.3	-1.5	7.2	5.2
	非製造業	-2.3	-0.4	2.3	4.1
	全産業	0.0	-0.8	4.0	4.5

(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)

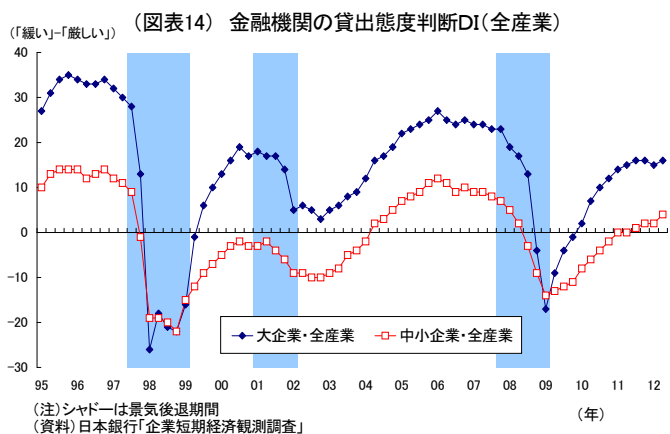
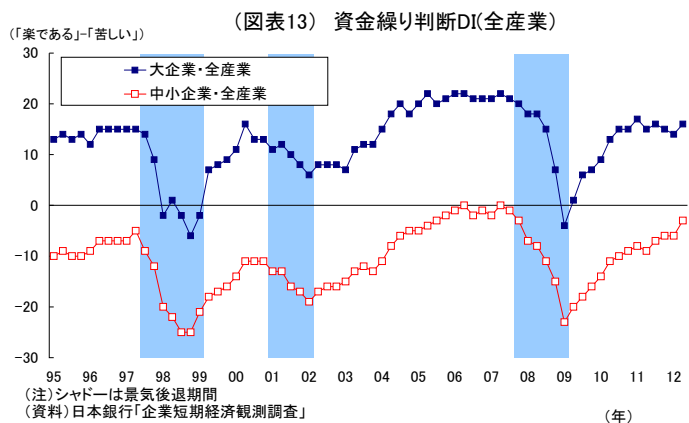


(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」 (注)09年度以降はリース会計対応ベース

6. 企業金融：金融環境はやや改善、引き続き良好

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 2 ポイント改善、中小企業も 3 ポイント改善した。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」) についても大企業が 1 ポイント改善、中小企業も 2 ポイント改善している (図表 13, 14)。企業規模を問わず小幅ながら改善を示しており、また過去との比較でも良好な水準にある。

欧州債務危機が再燃したものの、邦銀への影響は現状限定的であり、国内金融環境は全体として安定的に推移している。



(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。