

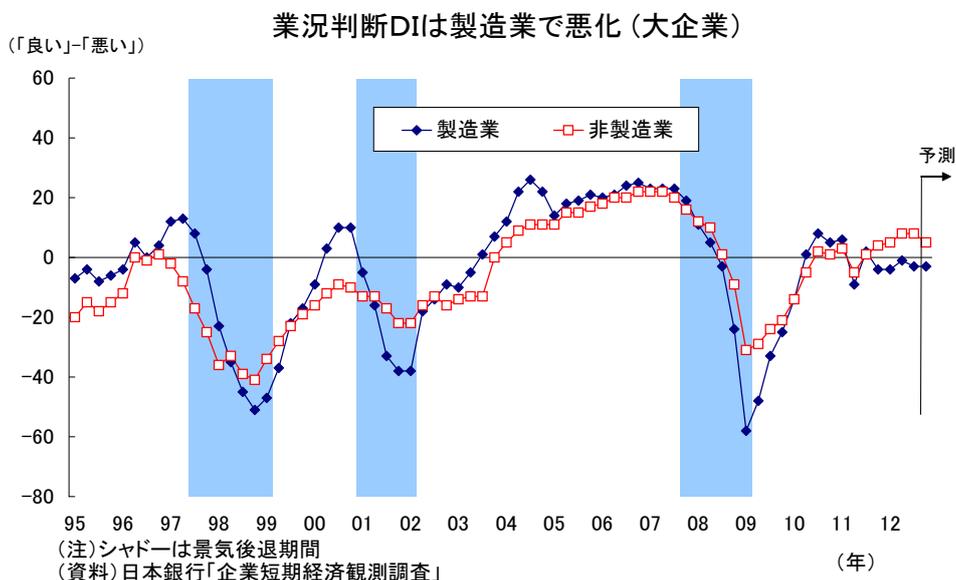
Weekly エコノミスト・ レター

日銀短観(9月調査)

～大企業製造業の景況感は2悪化の▲3、先行きも低迷

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▲3と前回から2ポイント低下し、事前に懸念されていた景況感の悪化が確認された。また、前回まで4調査連続で改善を示していた大企業非製造業のD.I.も横ばいとなり、改善が止まった。前回調査以降、欧州や中国経済の減速感がますます色濃くなり、米国経済も精細を欠くなど、海外経済は低迷。国内でも復興需要こそ続くものの、エコカー補助金は終盤で力を失うなど、事業環境が厳しさを増したためと考えられる。中小企業も大企業同様、製造業で悪化、非製造業で横ばいとなった。
2. 先行きについても総じて低迷が示された。大企業製造業については横ばいでとどまったが、非製造業では悪化、環境変化に対する抵抗力の点などから先行きへの悲観が高まりやすい中小企業では、製造業・非製造業ともに今回も景況感悪化が示された。
3. なお、政府が尖閣諸島を国有化した時点(9月11日)では大半の企業が調査票を提出済みであったと考えられるため、その後のデモ激化等に伴う影響はあまり織り込まれていないとみられ、現時点の景況感はさらに悪化している可能性が高い点には注意が必要だ。
4. 注目の12年度事業計画について、収益はともに下方修正されたが増収増益シナリオはかろうじて維持された。また、設備投資計画は上方修正となりかなり強めの印象。ただし、ともに今後の下方修正懸念は全く払拭できず、今後の海外情勢が大きなカギとなる。



1. 全体評価と今後の金融政策：直近ではさらに悪化している可能性も

9月調査日銀短観では、注目度の高い大企業製造業の業況判断D.I.が▲3と前回から2ポイント低下し、事前に懸念されていた景況感の悪化が確認された形に。また、前回まで4調査連続で改善を示していた大企業非製造業のD.I.も横ばいの8となり、景況感の改善が止まった。

前回6月調査では、欧州危機の再燃や米国・中国経済の減速、円の高止まりなどの逆風はあったものの、堅調な対米輸出のほか復興需要やエコカー補助金という政策効果が内需に寄与する形で製造・非製造業ともに景況感の改善が示されていた。

その後の事業環境を見ると、欧州危機が長引く中で欧州や中国経済の減速感がますます色濃くなり、米国経済も精細を欠くなど、海外経済は低迷。金融市場では世界的な金融緩和から円が高止まってきた。国内の事業環境を見ると、復興需要こそ続くものの、エコカー補助金は終盤で力を失った。これらの結果、足元の日本の輸出・生産は落ち込んでおり、消費も弱含みに。結果として、大企業景況感は製造業・非製造業ともにかなり慎重なものとなったが、不透明感の強い海外への依存度が高い製造業では悪化する一方、復興需要が続く非製造業では何とか悪化は回避された。

中小企業についても大企業と同様、製造業が前回比2ポイント悪化の▲14、非製造業が横ばいの▲9となった。中小企業製造業の景況感悪化は3調査連続。大企業とは異なり海外への直接展開力が限られるため、円高長期化の影響が強めに出ている可能性がある。

先行きについても総じて低迷が示された。大企業製造業については横ばいでとどまったが、非製造業では悪化、環境変化に対する抵抗力の点などから先行きへの悲観が高まりやすい中小企業では、製造業・非製造業ともに今回も先行きにかけての景況感悪化が示された。

なお、現時点の景況感は中国での反日デモ等の影響でさらに悪化している可能性が高い点には注意が必要だ。今回短観の調査期間は8月28日から9月28日の1ヵ月間となっているものの9月上旬に基準日が設定されているとみられ、政府が尖閣諸島を国有化した時点(9月11日)では大半の企業が調査票を提出済みであったと考えられる。実際、2011年3月11日に発生した東日本大震災直後に発表された短観では、地震の影響が殆ど織り込まれず景況感が改善したという先例もある。

従って、国有化後のデモ激化や日本製品ボイコットに伴う自動車の減産等のマイナス影響はあまり織り込まれていないとみられ、現時点における足元ならびに先行きの景況感はさらに悪化している可能性が高い。今後も影響が長期化した場合、次回12月短観の重石となりそうだ。

12年度設備投資計画(全規模全産業)については、対前年5.8%増と前回調査時点の同4.0%増から上方修正となった。例年9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。今回も中小企業中心の上方修正となったが、かなり強めの印象。ただし、上期下期で見ると、上期で下方修正、下期で上方修正となっており、景況感の悪化に伴って一部に凍結や先送りの動きが出てきているとみられる。今後も景況感が回復しない場合、さらに先送りされる懸念がある。

12年度収益計画(全規模全産業)は対前年1.7%の増収、0.8%の経常増益と、売上、利益ともに12年度の回復シナリオはかろうじて維持されたものの、内外需の弱含み・縮小を受けて前回調査から下方修正されている。上期下期で見ると、前回時点では経常利益について、「上期5.5%減益→下期12.0%増

益」と年度下期での2桁回復を織り込んでいたが、今回は「上期 8.4%減益→下期 9.7%増益」と上期下期ともに下方修正となり、下期の増益幅も1桁台に抑えられた。ただし、大企業の輸出売上が下期について若干上方修正されているように、海外経済の底打ちを織り込んでいるため、海外情勢次第の面も大きい。

日銀は先月、景気判断を下方修正するとともに基金増額による追加緩和を実施した。最新の景気の現状判断は「持ち直しの動きが一服」となり、先行きについては「当面、景気は横ばい圏内の動きにとどまる」となっている。そして今月末、日銀は新たな「展望レポート」を公表し、先行きの経済・物価見通しを改定する。加えて、今回は初めて2014年度分についても道筋を示さなければならない。先行きにかけての回復シナリオはいずれにせよ維持されるだろうが、白川総裁が会見にて「(回復時期は)半年程度後ずれする」と発言していることから、下方修正は必至の状況とみられる。

9月の追加緩和はややサプライズ的に受け止められたが、金融市場では既に効果が息切れしている。今回短観の弱い結果は、年内のさらなる追加緩和を求める声を正当化する材料になりそうだ。

2. 業況判断 D.I. : 全規模全産業の景況感は2ポイント悪化、先行きも厳しい

全規模全産業の業況判断 D.I. は▲6 (前环比2ポイント悪化)、先行きは▲10 (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▲3 と前回調査の▲1 から2ポイント悪化した。悪化は3期ぶりとなる。業種別では、全16業種中悪化が8業種に対し、改善は7業種に留まった(横ばいが1業種)。特にこれまで牽引役となっていた自動車(13ポイント悪化)がエコカー補助金効果の剥落で全業種最大の悪化を示したほか、生産用機械(12ポイント悪化)、鉄鋼、非鉄金属(ともに11ポイント悪化)といった業種で2桁の悪化となっている。先行きについては改善が7業種と悪化の6業種を上回ったものの(横ばいが3業種)、全体では横ばいに。自動車の悪化が24ポイントに達し、大きな下押し要因となった。

大企業非製造業の D.I. は8 と前回調査から横ばいに。業種別では、全12業種中改善が5業種と悪化の4業種を上回った(横ばいが3業種)。消費の弱含みを受けて小売が5ポイントの悪化を示したほか、従来景況感が高止まりしてきた通信も4ポイント悪化した。一方、対事業所サービス(8ポイント改善)のほか、復興需要の影響を受けやすい建設、不動産が引き続き改善を示し、全体の下支え役となった。先行きについては、改善の3業種に対し悪化が9業種となり、全体でも3ポイントの悪化を示している。エコカー補助金終了のほか復興需要の先細り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11ポイントと前回の9ポイントから拡大している。水準感で見ても、引き続き海外の影響を受けにくい非製造業が相対的に優位な状況にある。

(図表1) 業況判断DI

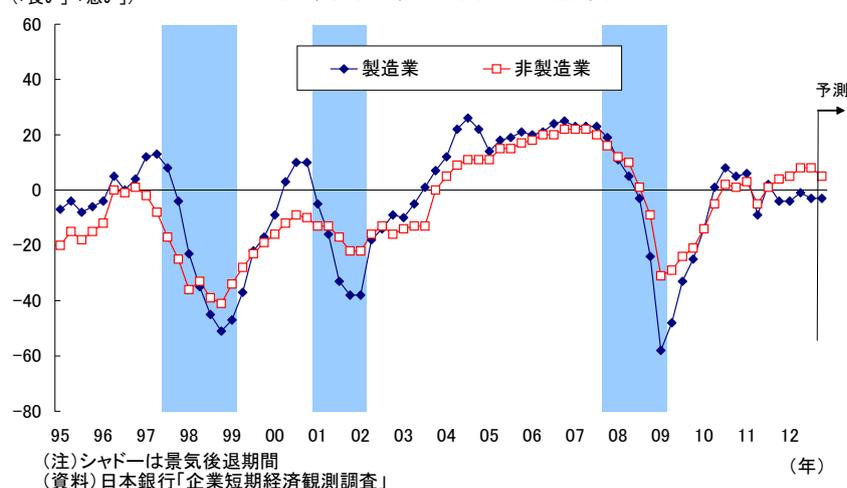
(「良い」-「悪い」・%ポイント)

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

(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。

(「良い」-「悪い」)

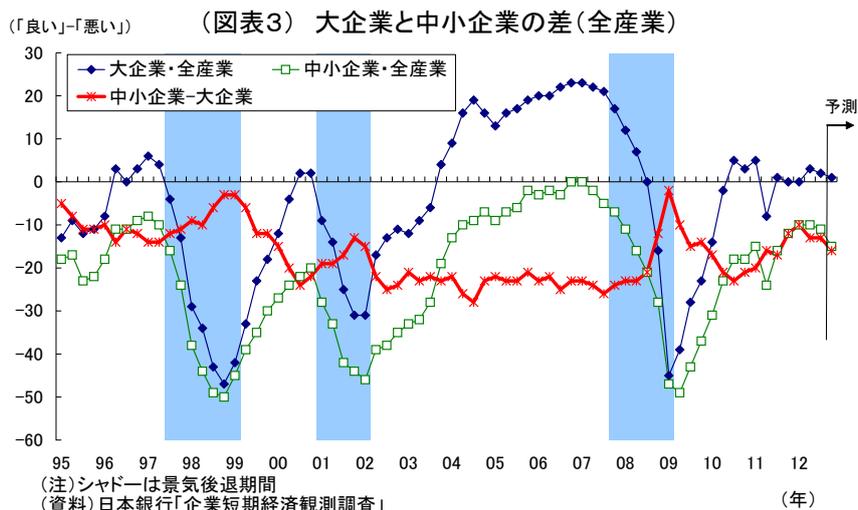
(図表2) 業況判断DI(大企業)



(中小企業)

中小企業製造業の業況判断 D.I.は▲14 と 2ポイント悪化した。業種別でも全 16 業種中、悪化が 9 業種と改善の 5 業種を上回っている。中小企業製造業の景況感悪化は 3 調査連続。大企業とは異なり海外への直接展開力が限られるため、円高長期化の影響が強めに出ている可能性がある。一方、非製造業の D.I.は▲9 と横ばいに。全 12 業種中、悪化が 6 業種と改善の 5 業種を上回ったが、大企業同様、建設、不動産、物品賃貸といった復興需要の恩恵を受けやすい業種の改善が下支えとなった。

先行きについては、製造業で 2ポイント、非製造業で 7ポイントの悪化と、大企業よりも厳しい結果に。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、中小企業では従来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：需給は海外を中心に悪化した、マージンは改善

(需給判断：企業規模を問わず悪化)

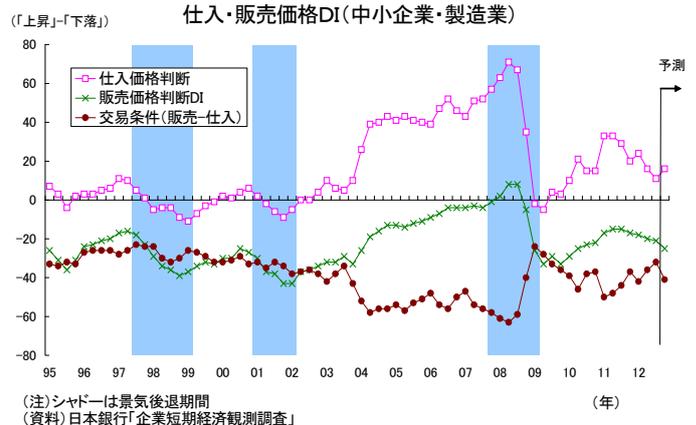
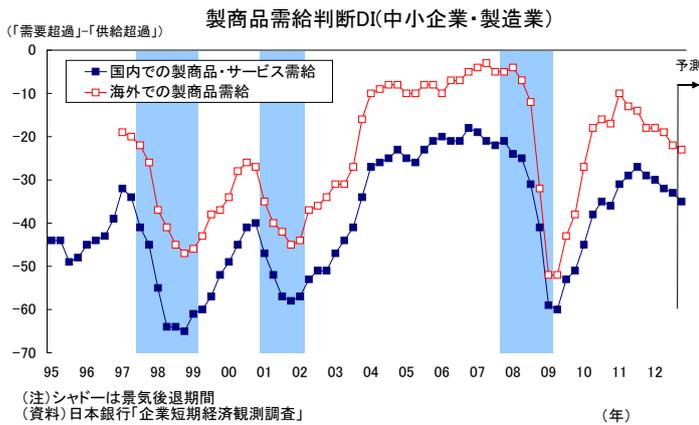
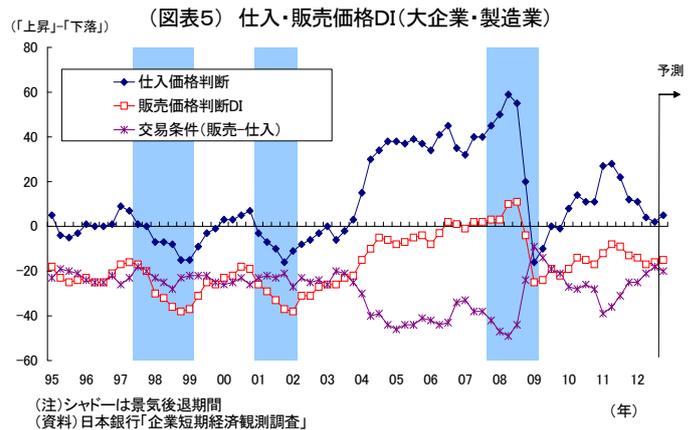
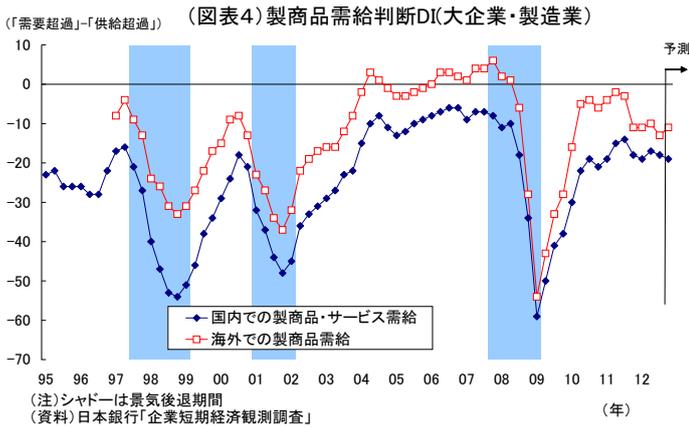
製造業の国内製商品・サービス需給判断 D.I. (需要超過-供給超過) は、大企業では前回比1ポイントの悪化。海外での製商品需給も3ポイント悪化した。それぞれ悪化は2期ぶりとなる。中小企業も国内外ともに悪化しており、今回は企業規模に関わらず悪化がみられる。

先行きについては、大企業では海外需給の改善を見込む一方、中小企業では国内外ともに悪化を見込んでいる(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1ポイント上昇したうえ、仕入価格判断 D.I. (上昇-下落)が2ポイント下落したため、差し引きであるマージンは3ポイント改善した。世界的な金融緩和強化に伴う原油価格の上昇の影響は足元限定的であった模様。ただし、先行きについては、仕入価格上昇が見込まれており、マージンは悪化する見通し(図表5)。

中小企業製造業については、販売価格 D.I. が下落(1ポイント)したものの、仕入価格 D.I. の下落(5ポイント)がこれを上回り、足元のマージンは改善している。ただし、先行きについては、販売価格が4ポイント下落するうえ、仕入価格が5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。価格交渉力を反映したものと思われるが、中小企業の採算への懸念は大企業以上に厳しいものになっている(図表5)。



4. 売上・収益計画：12年度の回復シナリオはかろうじて維持

12年度収益計画（全規模全産業）は対前年 1.7%の増収、0.8%の経常増益と、売上、利益ともに12年度の回復シナリオはかろうじて維持されたものの、内外需の弱含み・縮小を受けて前回調査から下方修正されている（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 5.5%減益→下期 12.0%増益」と年度下期での2桁回復を織り込んでいたが、今回は「上期 8.4%減益→下期 9.7%増益」と上期下期ともに下方修正となり、下期の増益幅も1桁台に抑えられた。ただし、大企業の輸出売上が下期について若干上方修正されているように、海外経済の底打ちを織り込んでいるため、海外情勢次第の面も大きい。

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79.06円（上期79.16円、下期78.97円）と前回の78.95円とほぼ同水準になった。前回以降、ドル円レートが80円弱で推移し、値動きが小さかったためと考えられるが、足元の実勢は77円台とやや円高ぎみになっている。現状の水準が続けば収益の下方修正要因となり、年度での増収増益シナリオも危うくなっていくだけに要注目だ。

(図表6) 売上高計画

	2011年度	2012年度 (計画)		上期 (計画)	下期 (計画)	
			修正率			
大企業	製造業	0.4	3.3	-1.7	3.6	-1.5
	国内	2.3	1.9	-2.0	3.7	-2.1
	輸出	-4.7	7.2	-0.9	3.4	0.1
	非製造業	3.5	1.6	-0.5	2.6	-0.5
	全産業	2.3	2.3	-1.0	3.0	-0.9
中堅企業	製造業	2.3	0.8	-1.1	2.3	-1.3
	非製造業	2.8	2.3	-0.6	3.2	-0.4
	全産業	2.7	1.9	-0.7	3.0	-0.6
中小企業	製造業	1.2	-0.2	-0.7	0.7	-1.0
	非製造業	1.6	0.3	0.5	2.3	-1.5
	全産業	1.5	0.2	0.2	2.0	-1.4
全規模	製造業	0.8	2.3	-1.5	2.9	1.8
	非製造業	2.8	1.4	-0.2	2.6	0.3
	全産業	2.2	1.7	-0.6	2.7	0.8

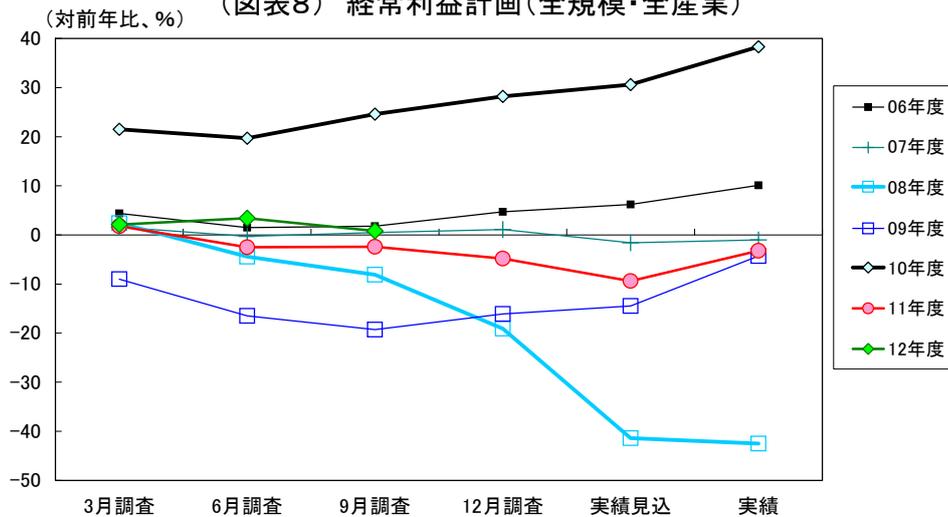
(注)修正率は、前回調査との対比。

(図表7) 経常利益計画

	2011年度	2012年度 (計画)		上期 (計画)	下期 (計画)	
			修正率			
大企業	製造業	-11.7	3.2	-6.2	-18.9	30.2
	素材業種	1.6	-20.9	-9.1	-47.3	27.1
	加工業種	-21.1	25.3	-4.5	17.3	32.1
	非製造業	-7.2	-2.3	-0.5	-10.3	5.8
	全産業	-9.1	0.0	-3.0	-14.0	15.3
中堅企業	製造業	-3.6	-3.7	-6.9	-14.0	6.7
	非製造業	11.9	0.9	2.2	2.0	0.0
	全産業	6.2	-0.7	-0.9	-3.9	2.0
中小企業	製造業	1.7	6.6	-4.5	8.5	4.9
	非製造業	17.5	4.3	-1.3	11.6	-0.8
	全産業	12.7	4.9	-2.2	10.7	0.7
全規模	製造業	-8.9	2.6	-6.1	-14.9	22.3
	非製造業	0.5	-0.3	-0.2	-4.1	3.1
	全産業	-3.2	0.8	-2.5	-8.4	9.7

(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)

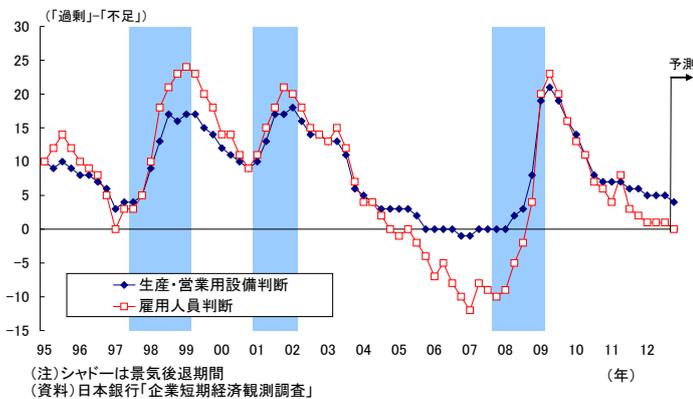


5. 設備投資・雇用：12年度設備投資計画は上方修正

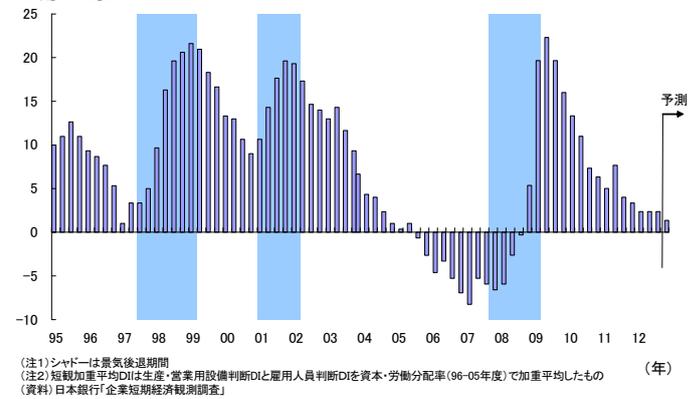
生産・営業用設備判断 D.I.（「過剰」－「不足」）は全規模・全産業で5、雇用人員判断 D.I.（「過剰」－「不足」）は1とそれぞれ前回から変化なしとなった。この結果、需給ギャップの代理変数とされる「短観加重平均 D.I.」（設備・雇用の各 D.I. を加重平均して算出）も2.4ポイントと企業の設備・雇用に対する過剰感は幾分残っているものの、かなり解消されている（図表9）。また、先行きについては、設備・雇用ともに小幅に改善する見通しとなっている（図表10）。

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.は12、雇用人員判断 D.I.は10とそれぞれ非製造業を11ポイント、15ポイントも上回っており、過剰感が強い。今後、世界経済の低迷が色濃くなると、生産量の低下によって製造業にてますます設備・雇用過剰感が高まる懸念がある。

（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、対前年5.8%増と前回調査時点の同4.0%増から上方修正となった（図表11）。例年9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。今回も中小企業中心の上方修正となったが、全体としてかなり強めの印象。

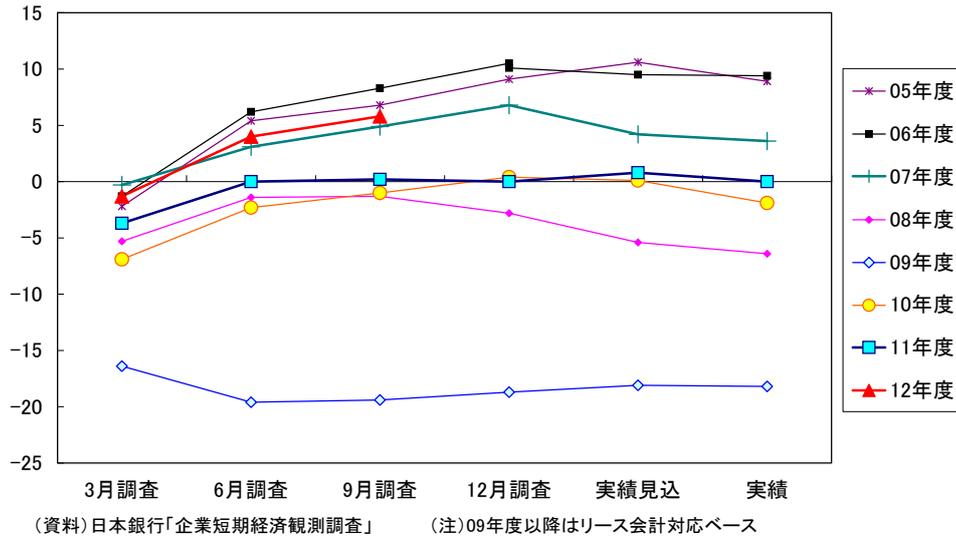
ただし、上期下期で見ると、上期で下方修正、下期で上方修正となっており、景況感の悪化に伴って一部に凍結や先送りの動きが出てきているとみられる。今後も景況感が回復しない場合、さらに先送りされる懸念がある。

（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
大企業	製造業	-0.7	12.3	-0.1
	非製造業	-1.5	3.3	0.3
	全産業	-1.3	6.4	0.2
中小企業	製造業	11.3	-10.3	4.7
	非製造業	-10.1	6.7	8.5
	全産業	-2.7	0.0	7.1
全規模	製造業	4.3	7.9	0.6
	非製造業	-2.3	4.7	2.3
	全産業	0.0	5.8	1.7

(注)修正率は、前回調査との対比。リース会計対応ベース。

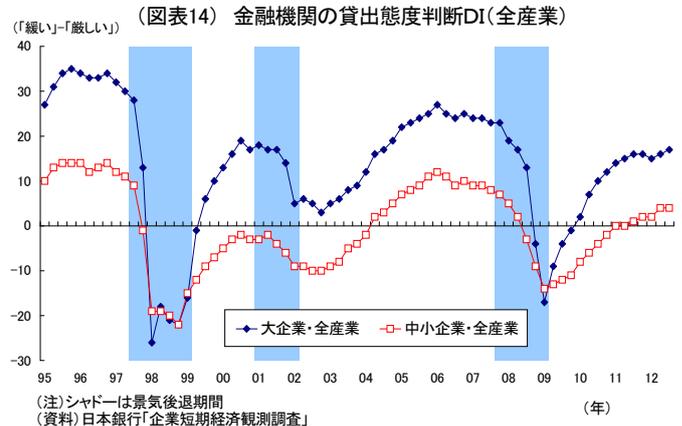
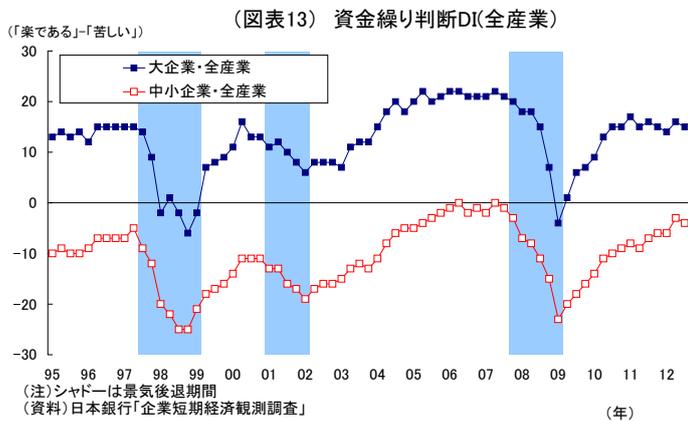
(対前年比、%) (図表12) 設備投資計画(全規模・全産業)



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 1 ポイント悪化、中小企業も同じく 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」) については大企業が 1 ポイント改善、中小企業は横ばいとなった (図表 13, 14)。

両 D.I ともに企業規模を問わず小幅な動きで安定しており、また過去と対比しても比較的良好な水準にある。国内金融環境は安定的に推移していると言える。



(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。