

Indicators Update

2011年12月15日 全6頁

12月日銀短観～海外経済減速の影響で製造業が悪化

経済調査部 エコノミスト 長内 智

景気の先行き不確実性が増している

[要約]

- **【1】業況判断DIの「最近」は非製造業と製造業で明暗**：12月日銀短観の結果は、海外経済の減速、円高の長期化、タイの大洪水などが製造業の業況感に悪影響を及ぼしていることを裏付ける内容であった。大企業・製造業の業況判断DIの「最近」は2四半期振りの悪化となり、市場コンセンサスを下回った。大企業・非製造業の「最近」は、4%ptと2四半期連続の改善となり、市場コンセンサスも上回った。
- **【2】業況判断DIの「先行き」も不透明感の残る結果**：業況判断DIの「先行き」を総じてみると、企業が今後の業況感について慎重姿勢を取っていることを示唆する内容であった。大企業・製造業の業況判断DIは▲5%ptとなり、2四半期連続で悪化する見込み。大企業・非製造業の「先行き」は、0%ptと3四半期振りの悪化が見込まれる。
- **【3】2011年度の収益計画は下期の下方修正が重石**：2011年度の全規模・全産業の経常利益計画は前年比▲4.8%となり、9月短観の同▲2.4%から引き下げられた。企業の収益環境の急速な冷え込みから下期計画が前年比▲3.8%と大幅な引き下げとなった。2011年度下期の想定為替レートは77.9円/ドルとなっており、為替が現在の水準（70円台後半）で推移すれば、企業収益のさらなる下方修正は避けられると考えている。
- **【4】設備投資計画は過去のパターンと異なり下方修正**：全規模・全産業の2011年度の設備投資計画（含む土地投資額）は、前年比+0.0%と前回調査（同+0.2%）から下方修正された。景気の先行き不透明感が高まっている環境下では、企業は復興需要が実際に顕在化してくるまで、能力増強のための設備投資に対して慎重姿勢を継続するとみられる。
- **【5】日銀短観の結果と今後の政策のポイント**：今回の日銀短観では、景気の先行き不確実性が増しているという現状を再確認することができたものの、日本銀行が追加緩和政策に踏み出すための決め手にはならないと考えている。

【1】業況判断D Iの「最近」は非製造業と製造業で明暗

12月日銀短観の結果は、海外経済の減速、円高の長期化、タイの大洪水などが製造業の業況感に悪影響を及ぼしていることを裏付ける内容であった。

非製造業と製造業で明暗

大企業・製造業の業況判断D Iの「最近」は、秋以降に景気の回復テンポが鈍化した影響で▲4%ptと2四半期振りの悪化となり、市場コンセンサス(▲2%pt)を下回った。前回の9月短観からの悪化幅も▲6ptと大きく、企業の業況感は足下で厳しさを強めていることが読み取れる。一方、大企業・非製造業の「最近」は、4%pt(前回調査比+3pt)と2四半期連続の改善となり、市場コンセンサス(▲1%pt)も上回った。震災からの復旧によって国内の個人消費が緩やかな改善傾向を続けていることが支えとなり、海外経済の減速や円高の影響を受けやすい製造業とは対照的に、非製造業の業況感は底堅い結果となった。

自動車は改善傾向を続ける

製造業・大企業を業種別にみると、加工業種では、アジア向け輸出の減速を受けて生産が鈍化傾向にある「一般機械(はん用機械、生産用機械、業務用機械)」、世界的なIT関連製品の需要減少や地デジ化後のテレビ販売の大幅減少が尾を引いている「電気機械」の悪化が注目される。他方、震災後に寸断されたサプライチェーンの復旧が一巡して増産体制に舵を切っていた「自動車」は前回調査比+7ptと改善傾向が続いた。素材業種では、「自動車」の増産などがプラスに作用したとみられる「鉄鋼」が堅調に改善したが、国際商品市況の軟化やアジア向け輸出の鈍化などから、「化学」、「石油・石炭製品」、「窯業・土石製品」、「非鉄金属」は大きく悪化した。

電気・ガスは弱含み傾向が続く

非製造業・大企業については、「電気・ガス」が前回調査比+2ptと小幅に改善したものの、原子力発電所の再稼働問題が長引いている影響で、総じて見れば弱含み基調が継続した。他方、秋口までの消費者マインドの改善や消費自粛ムードの解消を受けて、「宿泊・飲食サービス」が前回調査比+16ptと2四半期連続の大幅改善となった。また、スマートフォンの普及などがプラスに作用しているとみられる「通信」も堅調に推移した。

【2】業況判断D Iの「先行き」も不透明感の残る結果

タイの大洪水の影響は徐々に解消へ

業況判断D Iの「先行き」を総じてみると、企業が今後の業況感について慎重姿勢を取っていることを示唆する内容であった。大企業・製造業の業況判断D Iは▲5%ptとなり、2四半期連続で悪化する見込みである。海外経済の減速や円高の長期化を背景に、輸出や生産などの先行き不透明感が残っていることが背景だと考えている。業種別に注目されるのは、「自動車」が小幅ながらも改善基調を続け、「電気機械」が2四半期振りの改善に転じるという見通しになったことである。この結果を踏まえると、足下で懸念されているタイの大洪水の影響は限定的なものに留まる可能性がある。大企業・非製造業の「先行き」は、0%ptと3四半期振りに悪化して、これまでの回復の動きに一服感が出始める見通しとなった。

【3】2011年度の収益計画は下期の下方修正が重石

下期の経常利益計画がマイナスの伸びへ

2011年度の全規模・全産業の経常利益計画は前年比▲4.8%となり、9月短観の同▲2.4%から引き下げられた。通常、収益計画は年度計画をあまり変えず、上期と下期で調整するという「統計上のクセ」があり、今回も上期が上方修正された一方で、下期が下方修正された。しかし、企業の収益環境の急速な冷え込みから、下期計画が前年比▲3.8%（9月短観は同+7.4%）と大幅な引き下げとなり、年度計画全体が押し下げられた格好である。

下期の想定レートは、77.9円/ドルと現状を織り込む

大企業・製造業の製商品の需給判断D Iの「最近」が、国内と海外ともに大幅な悪化となったことから、海外経済の減速の影響が国内経済にまで影響を及ぼし始めている可能性が指摘できよう。また、海外経済減速と円高長期化が企業収益に与える影響については、引き続き注視する必要があると考えている。ただし、2011年度下期の想定為替レート（大企業・製造業）は77.9円/ドルとなっており、為替が現在の水準（70円台後半）で推移すれば、円高による企業収益のさらなる下方修正は避けられると考えている。

【4】設備投資計画は過去のパターンと異なり下方修正

ネガティブな内容

全規模・全産業の2011年度の設備投資計画（含む土地投資額）は、前年比+0.0%と前回調査（同+0.2%）から下方修正された。12月短観では、中小企業を中心に設備投資計画が上方修正されるという「統計上のクセ」がある。しかし、今回は中小企業・全産業の上方修正が通常よりも小幅なものに留まったことに加え、大企業・全産業の下方修正が重石となり、全規模・全産業の上方修正という過去のパターンとは異なる結果となった。この背景として、（1）復興需要計画の遅れ、（2）海外経済の減速に伴う輸出と生産の鈍化、（3）企業業績の下振れ懸念、が指摘できる。

空洞化が加速するリスクに注意

企業は減価償却費を下回る水準まで設備投資を絞り、生産・営業用設備判断D Iが緩やかな改善傾向を続けているように企業の設備過剰感も緩和傾向にある。しかし、景気の先行き不透明感が高まっている環境下では、企業は復興需要が実際に顕在化してくるまで、能力増強のための設備投資に対して慎重姿勢を継続するとみられる。また、国内の工場を閉鎖・再編する企業、国内より海外で設備投資を増強する企業が増えており、産業の空洞化が加速するような動きが出始めている点にも注意が必要であろう。

【5】日銀短観の結果と今後の政策のポイント

金融緩和への決め手とはならず

今回の日銀短観では、景気の先行き不確実性が増しているという現状を再確認することができたものの、日本銀行が追加緩和政策に踏み出すための決め手にはならないと考えている。その理由として、①日本の金融システムの安定性が確保できている、②資産買入等の基金の上限まで余裕が残っている、という2点が指摘できる。

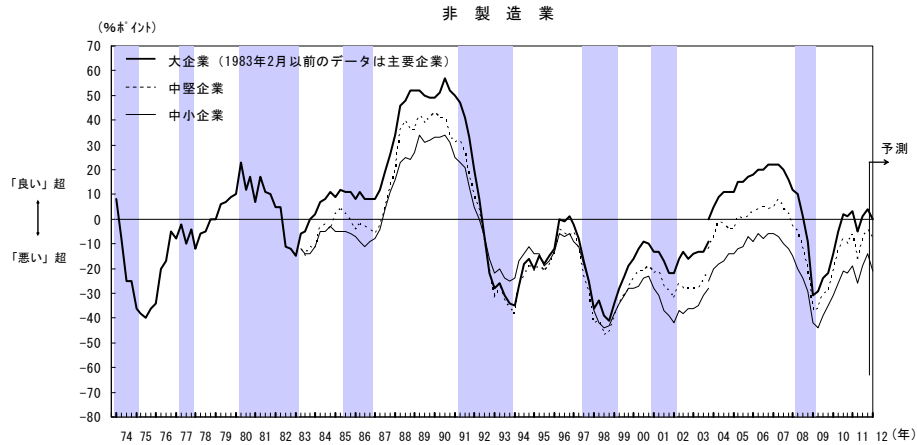
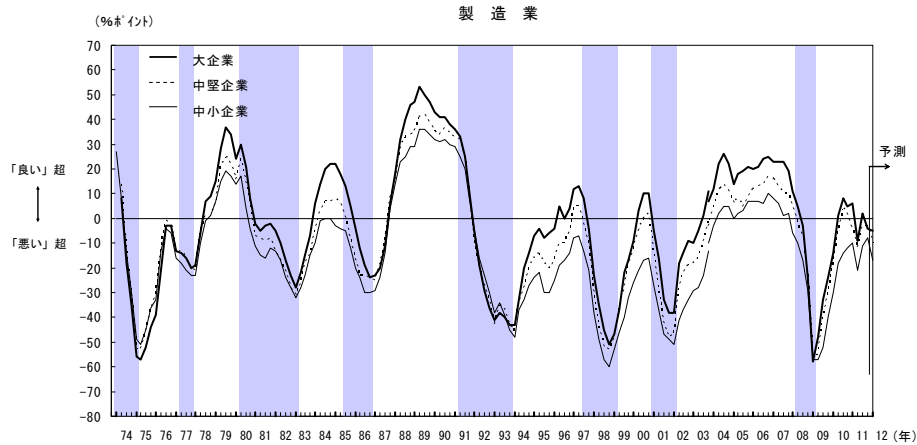
基金の残高積み増しが重要

欧州の財政・金融問題を受けて、欧州金融機関のドル資金の調達環境が厳しさを増している一方で、今のところ日本の金融機関にそのような兆候は見られない。東日本大震災以降に懸念された企業の資金繰りも、資金繰り判断D Iがリーマン・ショック後のように大きく悪化しなかったことから、全体としてみれば逼迫している状況にないと判断できる。そのため、金融市場の緊張が一段と高まらない限り、日本銀行はこれまで通り円資金を潤沢に供給し、ドル資金についても現行の国際協力体制の下で粛々と資金供給を行えば事足りる。加えて、資産買入等の基金の上限まで十分な余裕が残っていることを鑑みると、基金規模の拡大という見かけ上の金融緩和にはアナウンスメント効果しか期待できない。そのため、金融緩和の実効性という観点からは、基金規模の拡大よりも基金残高の積み増しペースを上げることが優先されるべきであろう。

日銀の外貨資産の購入は？

また、円高の長期化によって企業収益の下振れリスクが高まっている状況が示されたことから、日本銀行の今後の円高対応も注目される。これまで日本銀行は、円高が企業収益の悪化などを経由して实体经济に大きな影響を及ぼすと認められたときに追加的な金融緩和を実施してきた。他方、主要先進国で金融緩和競争のような状況となっている中で、日本銀行が単独で円高基調を反転させられる特効薬がないのも事実である。そのため、日本銀行は、①基金による長期国債の買入、②長期金利のさらなる低下、③海外との金利差拡大による円高圧力の緩和、という通常の金融政策の波及経路を地道に推し進めるだけに留まろう。なお、日本銀行による外貨資産の購入という妙手が考えられるが、外貨資産の選択など具体的な枠組み作りが難しいことに加えて、財務省が権限を握る為替介入との境界線が不明確になるという政治的な複雑さもあり、実現までの道のりは平坦なものではない。

【業況判断DI】



(注)シャドーは景気後退期
(出所)日本銀行

(「良い」-「悪い」・%ポイント)

	大 企 業						中 小 企 業					
	2011年9月調査		2011年12月調査				2011年9月調査		2011年12月調査			
	最近	先行き	最近	変化幅	先行き	変化幅	最近	先行き	最近	変化幅	先行き	変化幅
製造業	2	4	-4	-6	-5	-1	-11	-12	-8	3	-17	-9
繊維	2	-10	-3	-5	-15	-12	-21	-23	-14	7	-25	-11
木材・木製品	-4	4	-4	0	4	8	-20	-28	-5	15	-23	-18
紙・パルプ	-23	-10	-9	14	-6	3	-27	-24	-30	-3	-28	2
化学	1	-1	-6	-7	-9	-3	0	-1	3	3	-8	-11
石油・石炭製品	0	0	-13	-13	-20	-7	-13	-9	-16	-3	-19	-3
窯業・土石製品	10	0	-6	-16	-6	0	-38	-32	-13	25	-16	-3
鉄鋼	-16	16	-10	6	-16	-6	-2	3	10	12	-17	-27
非鉄金属	17	28	0	-17	0	0	-3	-7	-9	-6	-19	-10
食料品	5	2	5	0	-2	-7	-3	-5	1	4	-4	-5
金属製品	-5	-13	-3	2	-2	1	-24	-15	-23	1	-20	3
はん用機械	21	19	17	-4	13	-4	-3	-4	3	6	-13	-16
生産用機械	9	7	3	-6	-1	-4	-4	-15	-4	0	-16	-12
業務用機械	-2	8	-6	-4	0	6	-6	-5	-10	-4	-19	-9
電気機械	-5	-4	-21	-16	-17	4	-10	-14	-15	-5	-21	-6
造船・重機等	0	-6	-7	-7	-20	-13	4	-15	-5	-9	-16	-11
自動車	13	24	20	7	21	1	20	17	15	-5	1	-14
素材業種	-1	3	-6	-5	-9	-3	-15	-15	-8	7	-20	-12
加工業種	3	4	-3	-6	-3	0	-7	-10	-9	-2	-16	-7
非製造業	1	1	4	3	0	-4	-19	-22	-14	5	-21	-7
建設	-11	-6	-8	3	-9	-1	-24	-33	-19	5	-29	-10
不動産	0	1	3	3	6	3	-8	-14	-10	-2	-19	-9
物品賃貸	15	9	20	5	12	-8	-6	-9	-1	5	-6	-5
卸売	-2	-4	1	3	-8	-9	-18	-19	-13	5	-18	-5
小売	14	6	10	-4	1	-9	-21	-19	-18	3	-20	-2
運輸・郵便	-2	0	3	5	-2	-5	-20	-21	-18	2	-22	-4
通信	40	32	44	4	32	-12	5	3	10	5	5	-5
情報サービス	6	6	4	-2	5	1	-18	-16	-11	7	-10	1
電気・ガス	-14	-15	-12	2	-7	5	-12	-15	-12	0	-2	10
対事業所サービス	3	2	10	7	7	-3	-13	-20	-5	8	-18	-13
対個人サービス	3	9	9	6	12	3	-15	-14	-11	4	-12	-1
宿泊・飲食サービス	-18	-13	-2	16	-14	-12	-34	-32	-28	6	-32	-4
全産業	1	3	0	-1	-2	-2	-16	-18	-12	4	-20	-8

(出所) 日本銀行

【収益計画】

		2010年度		2011年度		2010/上期		2010/下期		2011/上期		2011/下期	
			修正率	(計画)	修正率		修正率		修正率	(計画)	修正率		修正率
大企業	製造業	6.9	—	2.4	-1.6	13.8	—	1.0	—	-2.7	-1.5	7.4	-1.7
	国内	3.7	—	3.6	-1.2	9.3	—	-1.3	—	-1.5	-1.4	8.5	-1.0
	輸出	16.1	—	-0.4	-2.7	26.5	—	7.2	—	-5.6	-1.8	4.8	-3.6
	非製造業	4.7	—	2.6	0.2	6.2	—	3.4	—	1.5	0.4	3.6	0.0
	全産業	5.6	—	2.5	-0.5	9.1	—	2.4	—	-0.2	-0.4	5.1	-0.7
中堅企業	製造業	7.5	—	2.7	-0.2	12.9	—	2.8	—	0.0	0.0	5.3	-0.4
	非製造業	4.0	—	1.4	0.0	6.5	—	1.7	—	-0.2	-0.1	3.0	0.2
	全産業	4.9	—	1.8	0.0	8.2	—	2.0	—	-0.2	-0.1	3.6	0.0
中小企業	製造業	5.5	—	1.0	0.2	8.1	—	3.0	—	0.4	1.0	1.5	-0.5
	非製造業	0.7	—	0.3	1.0	2.3	—	-0.8	—	-0.6	1.1	1.1	0.9
	全産業	1.7	—	0.5	0.9	3.6	—	0.0	—	-0.4	1.1	1.2	0.6
全規模合計	製造業	6.8	—	2.2	-1.1	12.6	—	1.6	—	-1.7	-0.8	6.1	-1.3
	非製造業	3.4	—	1.7	0.4	5.1	—	1.8	—	0.6	0.5	2.8	0.3
	全産業	4.5	—	1.9	-0.1	7.5	—	1.7	—	-0.2	0.0	3.8	-0.2

(注) 修正率は、前回調査との対比(以下、同じ)。

		2010年度		2011年度		2010/上期		2010/下期		2011/上期		2011/下期	
			修正率	(計画)	修正率		修正率		修正率	(計画)	修正率		修正率
大企業	製造業	67.9	—	-6.7	-6.4	4.3倍	—	-0.9	—	-9.2	7.7	-3.9	-18.0
	うち素材業種	59.8	—	9.0	3.0	2.5倍	—	16.5	—	26.6	14.5	-9.5	-10.3
	加工業種	74.2	—	-17.9	-13.9	8.6倍	—	-11.0	—	-33.1	0.2	0.4	-22.6
	非製造業	33.2	—	-10.6	-3.6	29.7	—	37.1	—	-9.0	5.7	-12.2	-11.8
	全産業	46.0	—	-9.0	-4.9	86.4	—	18.5	—	-9.1	6.6	-8.8	-14.6
中堅企業	製造業	70.9	—	-1.9	-2.6	3.8倍	—	11.1	—	-2.9	7.8	-0.9	-10.8
	非製造業	16.5	—	2.3	4.3	27.7	—	9.0	—	7.2	11.8	-1.5	-1.4
	全産業	31.9	—	0.8	1.7	73.2	—	9.7	—	3.2	10.3	-1.3	-4.9
中小企業	製造業	61.6	—	0.1	-2.1	3.2倍	—	5.0	—	-11.9	0.9	13.5	-4.5
	非製造業	5.2	—	10.3	5.2	24.7	—	-6.7	—	7.0	11.2	12.9	1.0
	全産業	17.6	—	7.2	3.0	56.6	—	-3.8	—	0.6	7.9	13.1	-0.5
全規模合計	製造業	67.5	—	-5.2	-5.3	4.1倍	—	1.5	—	-8.7	6.9	-1.3	-15.2
	非製造業	24.2	—	-4.6	-0.5	28.5	—	20.4	—	-3.8	7.7	-5.3	-7.2
	全産業	38.3	—	-4.8	-2.4	79.3	—	12.6	—	-5.8	7.4	-3.8	-10.4

(出所) 日本銀行

【設備投資計画】

		2010年度		2011年度		2010/上期		2010/下期		2011/上期		2011/下期	
			修正率	(計画)	修正率		修正率		修正率	(計画)	修正率		修正率
大企業	製造業	-3.5	—	6.2	-3.5	-10.0	—	2.9	—	-5.8	-17.2	16.3	8.7
	非製造業	-1.0	—	-1.1	-0.5	-2.7	—	0.4	—	-5.1	-7.2	2.2	5.3
	全産業	-1.9	—	1.4	-1.6	-5.3	—	1.2	—	-5.4	-10.9	6.9	6.5
中堅企業	製造業	0.6	—	21.5	-0.3	-8.6	—	9.7	—	14.0	-6.9	27.6	5.1
	非製造業	-8.9	—	-2.4	2.7	-7.7	—	-10.0	—	-11.1	-2.9	5.5	7.5
	全産業	-5.7	—	6.3	1.5	-8.0	—	-3.5	—	-2.3	-4.6	13.8	6.5
中小企業	製造業	9.8	—	7.1	3.3	-10.7	—	32.0	—	6.1	3.4	7.8	3.2
	非製造業	-1.6	—	-22.5	9.1	-0.2	—	-2.7	—	-20.6	11.0	-24.0	7.6
	全産業	2.0	—	-12.3	6.6	-3.9	—	7.3	—	-11.8	7.9	-12.7	5.6
全規模合計	製造業	-1.1	—	8.6	-2.0	-9.9	—	7.6	—	-1.2	-12.9	16.7	7.3
	非製造業	-2.3	—	-4.5	1.0	-3.1	—	-1.6	—	-8.3	-4.6	-1.3	5.8
	全産業	-1.9	—	0.0	-0.1	-5.5	—	1.4	—	-5.9	-7.8	4.9	6.4

(注) ソフトウェア投資額は含まない。

(出所) 日本銀行