けいざい・かわら版

より身近な経済に関する事象や出来事を平易に解説するコーナーです

2007年９月の日銀短観は業況横ばい

～サブプライム問題は先行きの懸念材料～

経済調査部　熊野 英生

（要旨）

○大企業･製造業の業況判断は23と２期連続で横ばいとなった。今回の短観では、サブプライム問題の悪影響は今のところは広がっていないことが確認された。企業は先行きにまだ慎重な見方を崩しておらず、中小企業・製造業が大幅に業況悪化をみたことも気になるが、悲観的な見方に一応の歯止めにはなったと考えられる。

○内訳をみると、加工業種では輸出増を背景に経常利益計画を改善させ、全般的に進んでいるコストプッシュの減益圧力を相殺した姿だ。需給面でも、素材業種での需給悪化・在庫増に対して、加工業種は需給改善というコントラストがみられる。大企業が中小企業よりも改善していることからも、アジアなど新興国向けの輸出増加の恩恵を受けられるかどうかが分かれ目となったようだ。

○今回の短観は、日銀の政策判断には「足元のダウンサイドリスクの後退」と映ったであろう。次回利上げ時期のメインシナリオは2008年１月22日と考える。ただし、12月短観の結果次第ではあるが、僅かながら年内利上げの芽は残された。

１．サブプライム問題は現在よりも先行きの懸念材料

大企業･製造業の業況判断ＤＩは、23 と２期連続で横ばいとなった（資料１）。サブプライム問題が実体経済に悪影響を及ぼしているのではないかとの懸念が強かっただけに、業況が横ばいを維持したことはポジティブに評価できる。今回の結果が悲観的な見方に対する一応の歯止めにはなったと考えられる。業種別には電気機械（前回比＋３）、精密機械（同＋８）、造船・重機等（同＋６）、自動車（同＋４）と加工業種を中心に、改善が進んでいるのが特徴だ。

一方､先行きの業況判断は19とこれから▲４ポイント悪化する見通しである（先行き▲４ポイント以上の悪化は2004年12月以来)。ここには、企業がサブプライム問題に対して慎重な見方を崩していない姿勢が色濃く反映されている。また、中小企業･製造業は前回比▲５（前回６→今回１）と大きく業況を後退させている。

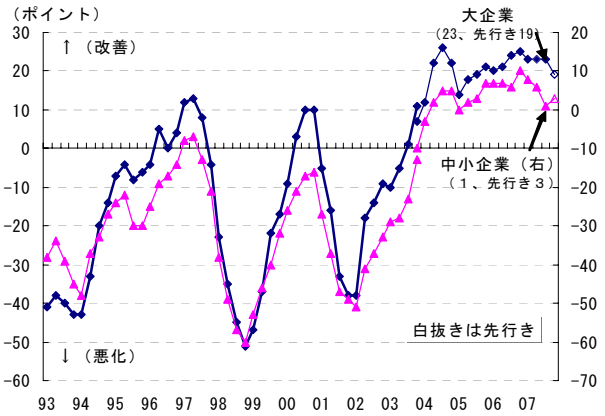
資料１　日銀短観（2007年９月調査）

		業況判断DI			
		大企業		中小企業	
		製造業	非製造業	製造業	非製造業
2004年	9月調査	26	11	5	−17
	12月調査	22	11	5	−14
	3月調査	14	11	0	−14
2005年	6月調査	18	15	2	−12
	9月調査	19	15	3	−11
	12月調査	21	17	7	−7
	3月調査	20	18	7	−9
2006年	6月調査	21	20	7	−6
	9月調査	24	20	6	−8
	12月調査	25	22	12	−4
	3月調査	23	22	8	−6
2007年	6月調査	23	22	6	−7
	9月調査	23	20	1	−10
	先行き	19(22)	21(23)	3(4)	−11(−10)

（出所）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
（注）　カッコ内は前回調査の先行き

では、なぜ製造業で大企業と中小企業のコントラストが発生しているのか（資料２）。大きな理由は、企業のグローバル化の恩恵の違いであろう。大企業でもコストプッシュがいくつかの業種の業況を悪化させているが、最近の貿易統計や生産統計にみられるように、電機・自動車セクターではアジア向けの輸出増が生産計画を押し上げる傾向がある。大企業・製造業の 2007 年度の輸出計画は、前年度比＋5.7%と前回（同＋3.7%）から伸び率が上方修正されている。大企業ではコストプッシュ圧力があっても、数量拡大により利益が押し上げられている可能性を示唆している。中小企業は成長するアジア等新興国からの追い風を受けにくく、コストプッシュを数量増でこなせないので、大企業との間に差が出ている。

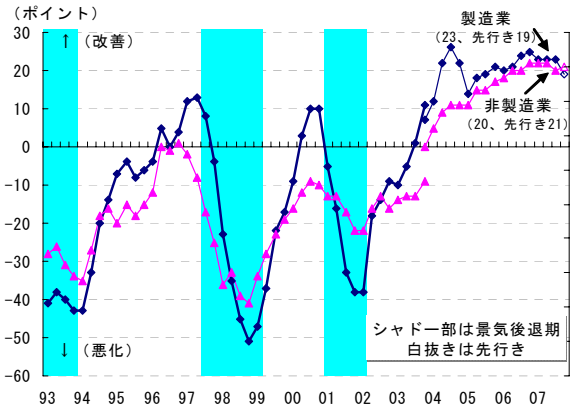
資料２　製造業の業況判断ＤＩの推移



（出所）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

また、大企業・非製造業は 20 と、前回 22 から▲２ポイント悪化した（資料３）。業種別に内訳をみると、定率減税廃止などにより個人消費が下押しされた影響で、卸売（前回比▲６）、小売（同▲３）は低下した。その他にも、原油価格高騰の影響で電気・ガス（同▲６）が、改正建築基準法施行で住宅着工が激減していることの影響で不動産（同▲３）が低下している。非製造業でも、業況悪化は、大企業（同▲２）よりも中小企業（同▲３）の方がやや低下幅が大きい。

資料３　大企業の業況判断ＤＩの推移

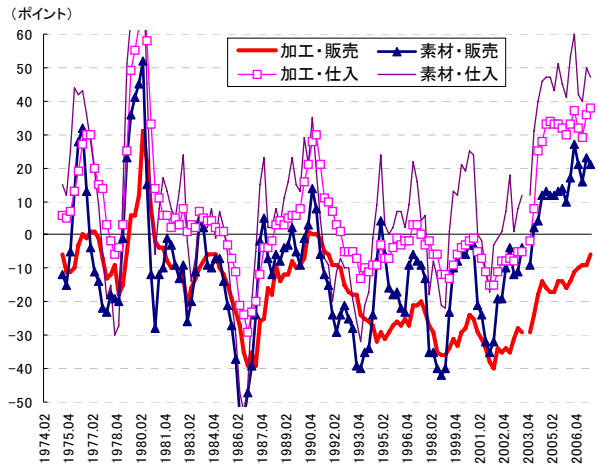


（出所）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

２．需給のコントラスト

大企業・製造業の製商品・サービスの需給判断ＤＩは▲７と前回から横ばいであるが、素材業種が前回比▲５で、加工業種が前回比＋２とコントラストがある（資料４）。海外での製商品需給判断ＤＩでも素材業種が前回比▲３、加工業種が前回比＋２と同様の変化だ。また、在庫判断ＤＩでも素材業種の方だけ前回比＋５と在庫増がみられている。輸出の恩恵の強さによって、素材と加工の需給判断の差が生じているのだろう。

資料４　価格判断ＤＩの推移（大企業・製造業）



（出所）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

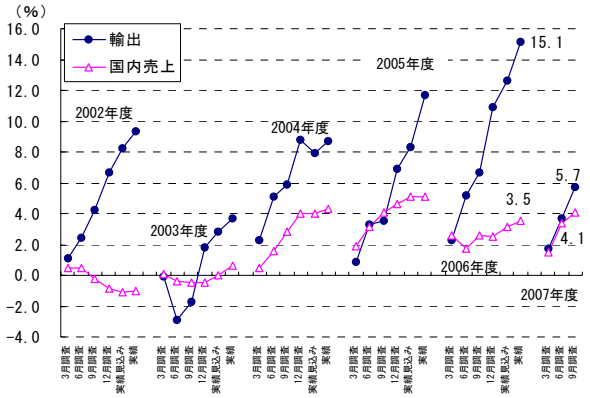
３．年度計画は全般的に上方修正

大企業･製造業では、業況判断同様、売上、収益計画といった計数面でも底堅さをみせた（資料５、６）。2007 年度の大企業・製造業の売上計画は､輸出計画が前回比＋1.9%ポイントの上方修正（前回：前年度比 3.7%→今回：同 5.7%）となったほか､国内売上も前回比＋0.7%ポイントの上昇修正（前回：前年度比 3.4%→今回：同 4.1%）され、全体では前回比＋1.0%ポイント上方修正された。これに対して、中小企業・製造業の売上計画は 2007 年度の上方修正幅が前回比＋0.4%ポイントと小幅である印象だ。

経常利益計画では、大企業・加工業種が前回比＋2.9%ポイントの上方修正（前回：前年度比 2.5%→今回：同 5.4%）している。業況判断ＤＩなどでのコントラストと同様に、ここでも輸出の影響力の差が表れているのであろう。大企業･非製造業、中小企業の製造業･非製造業は、収益計画は軒並み下方修正になった。

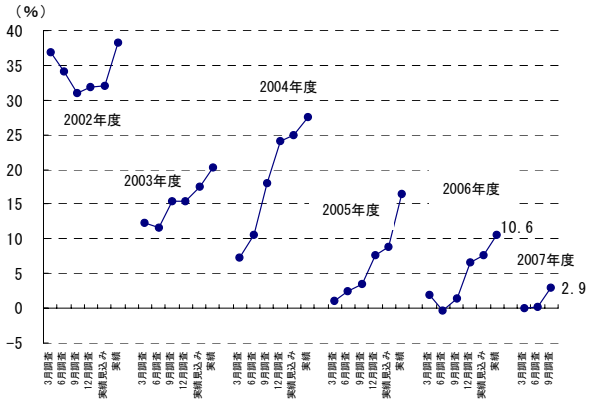
資料５　輸出、国内売上の年度計画の推移

（大企業･製造業）



（出所）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

資料６　大企業・製造業の経常利益の年度計画の推移



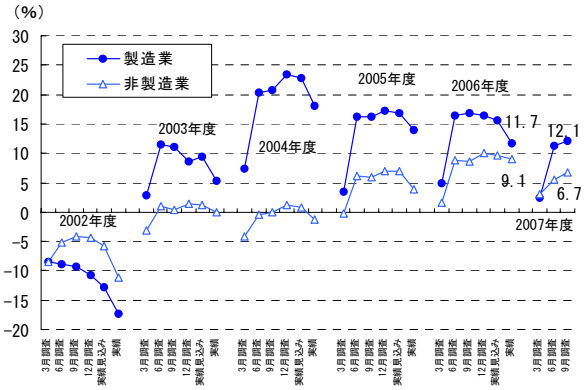
（出所）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

４．設備投資は堅調

大企業･製造業の 2007 年度の設備投資計画は、前年度比＋12.1%（前回比＋0.8%ポイントの上方修正）と高い伸び率を維持した（資料７）。だが、９月調査は、計数の修正が毎回あまり行われない調査回である。むしろ、設備投資は年度実績で経常利益の伸び率と同程度になりやすいので、経常利益計画に注目したい。経常利益計画は前年度比＋2.9%（前回：同＋0.2%）へと上方修正されており、この動きが続けば設備投資計画も強いものなるだろう（資料８）。設備投資の潜在的な余力はより強まっていると前向きな評価ができよう。

中小企業の 2007 年度の設備投資に関しては、製造業が前年度比▲13.6%（前回比＋6.2%ポイント）と順調に上方修正されている（資料９）。中小企業･製造業は前回異例の下方修正だっただけに心配していたが、今回は順調な動きに戻ったかたちだ。中小企業･非製造業についても、

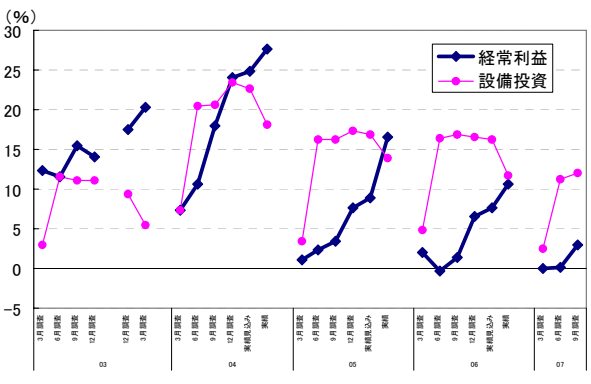
資料７　大企業の設備投資計画



（出所）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

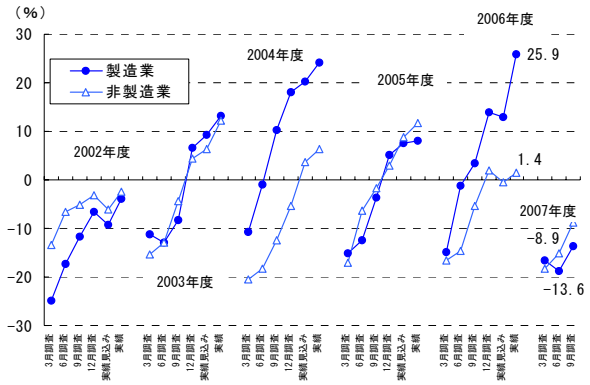
資料８　経常利益・設備投資の前年比の推移

（大企業・製造業、前年比）



（出所）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

資料９　中小企業の設備投資計画



（出所）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

前年度比▲8.9%（前回比＋7.2%ポイント）と順調な上方修正である。設備投資の全体感は、堅調さが維持されているという見方が成り立つ。法人企業統計、二次ＱＥなどでは伸び率が大幅に鈍化しているが、短観では設備投資にそうしたネガティブな印象は感じられない。

５．金融政策への影響

今回の短観は、日銀の政策担当者には「足元のダウンサイドリスクの後退」と映ったであろう。仮に、９月調査で大企業･製造業が悪化していれば、年内利上げの可能性はまったくなかったと考えられる。しかし、９月調査が横ばいだったことで、12 月短観の結果次第ではあるが、僅かながら年内利上げの芽は残されたと考えられる（12 月短観：12/17 公表予定、12 月決定会合：12/20 開催予定）。

次回利上げ時期についてのメインシナリオは、引き続き 2008 年１月 22 日と考える。ただし、年内利上げのシナリオの可能性も含めてみていかざるを得ないだろう。

くまの　ひでお（主席エコノミスト）