

2008年9月短観は▲8ポイント悪化

発表日：2008年10月1日（水）

～原油反落効果が素材業種にはみられる～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生（Tel：03-5221-5223）

大企業・製造業の業況判断DIは▲3と水面下に沈み、前回比▲8ポイントの大幅悪化をみた。悪化は大企業・非製造業にも広がり、これまで底堅かった要因もいくつか崩れている。一方、原油反落効果がみられ始めたのは一筋の光明だ。素材業種は業況DIが横ばいになり、2008年度収益計画は上方修正された。リーマン破綻のショックは、新興国経済の悪化を経由して、今後、原油反落効果を減殺してくるとみられる。その綱引きがどうなるかが景気後退からいつ抜け出せるかという鍵を握っている。

加工業種と素材業種の動きに変化

大企業製造業の業況判断DIは前回比▲8ポイントと大幅に悪化した。業況DIの水準は、今次景気後退局面としては高い水準（2007年12月調査19）から始まったが、それでも現在は▲3とマイナス域まで悪化が進んでいる。業況DIのマイナス転化は、2003年3月調査以来のことである。

内訳は、加工業種の悪化が大きく進んだことが特徴的である（前回比▲11ポイント悪化）。これは、海外経済の悪化が背景にあらう。加工業種の「海外での製商品需給判断」はここきて大幅に低下している。おそらく、今回の短観にリーマン破綻のショックはまだ十分には織り込まれていないが、先々新興国経済の悪化を通じて、海外需給の悪化に効いてくると推察される。加工業種の中で、一般機械（前回比▲20ポイント）、精密機械（同▲16ポイント）、電気機械（同▲12ポイント）と広義のIT関連セクターの悪化が進んだことは、北京五輪が終了して需要減をみているのに加え、新興国経済が悪化していることを反映しているのだろう。

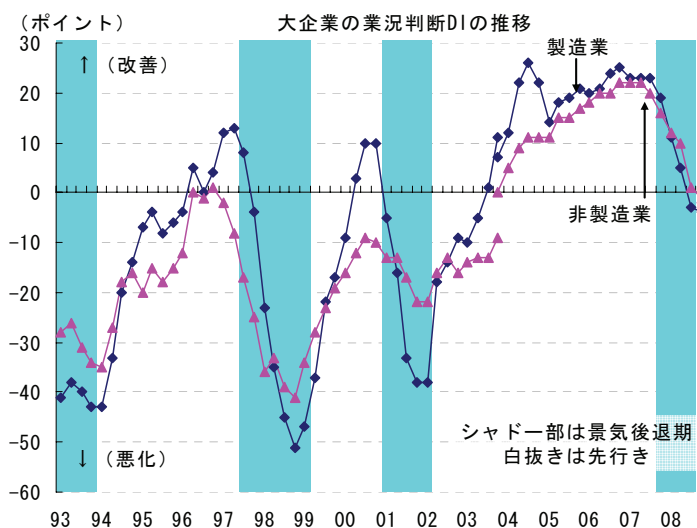
一方、素材業種については、業況悪化が止まった格好である（前回▲3→今回▲3）。ここには原油反落効果が表れている。仕入価格が反落し、製品価格は引き上げられて点からは、利鞘の圧縮を戻していることが窺われる。個別には、鉄鋼（前回比+25ポイント）、窯業土石（同+6）、石油石炭製品（同+4）という改善の動きがみられる。

そのほか、大企業・非製造業では、前回10から今回1へと前回比▲9ポイントの大幅悪化となっている。これは

○日銀短観（2008年9月調査）資料

		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	19	15	3	-11
	12月調査	21	17	7	-7
2005年	3月調査	20	18	7	-9
	6月調査	21	20	7	-6
	9月調査	24	20	6	-8
	12月調査	25	22	12	-4
2006年	3月調査	23	22	8	-6
	6月調査	23	22	6	-7
	9月調査	23	20	1	-10
	12月調査	19	16	2	-12
2007年	3月調査	11	12	-6	-15
	6月調査	5	10	-10	-20
	9月調査	-3	1	-17	-24
先行き		-4	-1	-25	-31

（出所）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、以下同じ
前回調査から調査対象企業を見直したため、2006年12月から新ベース。



ど大きな幅で非製造業が悪化するの、1997・98年の金融危機以来のことである。内訳は、リース（前回比▲21ポイント）、情報サービス（同▲19ポイント）、不動産（同▲17ポイント）、対事業サービス（同▲16ポイント）、電気・ガス（同▲16ポイント）で大きな悪化幅が目立つ。リースの会計基準の変更、不動産での海外マネーの減退といった個別の要因もあるが、設備投資需要が鈍化しはじめたことも底流には効いている。さらに、企業部門では収益悪化を背景にして、経費削減圧力を急速に高めているので、それが利益面で下押し要因として響いていることも無視できない。

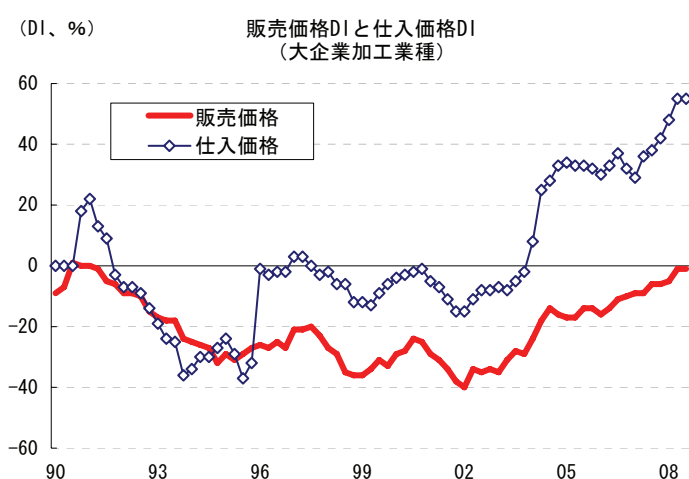
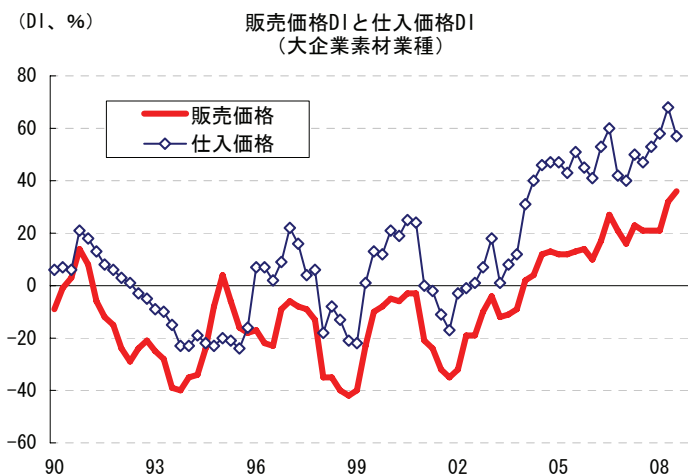
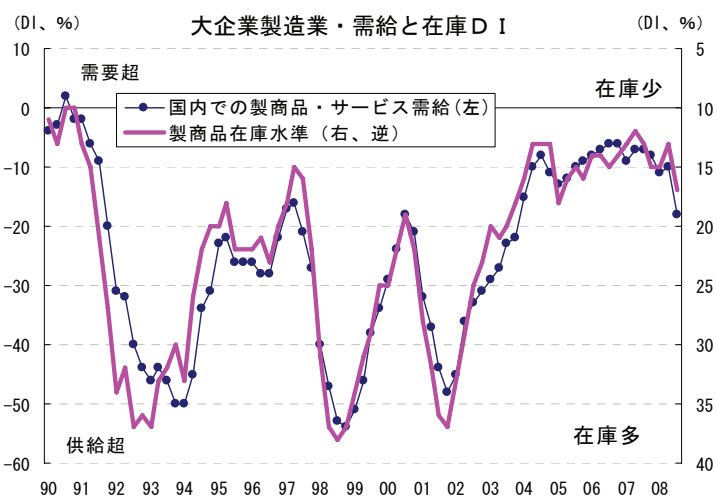
全体として、業況判断は大幅な悪化となったが、流れとしては原油反落効果が今後は収益面での下支えとなってくるという明るさはある。これまでの「真つ暗闇」に、原油反落が「光明」となっている点は、今までとの相違である。しかしながら、リーマン・ショックは、これから新興国経済を悪化させていくと予想されるので、価格面の悪化圧力は和らいでいくにしても、数量面では追加的な「濃い霧」が広がって、原油反落効果を減殺していくことが気かりである。

需給面の底堅さは崩れつつある

これまで景気情勢は、後退局面といっても、今回に限っては需給が崩れる様子もなく、在庫の積み上がりも小さいという点が特徴であった。しかし、今回の短観では、底堅さの前提であった需給面で、通常の景気後退局面と同じように悪化し始めている。まだ、在庫の積み上がりは比較的マイルドであるが、海外需給の弱まりや、設備投資など内需要因の鈍化が少しずつ悪い方に進んでいる。こうした需給変化は次第に、価格動向にも影響を及ぼしていくだろう。すなわち、企業物価などにはしばらくすると下落圧力を生じさせ、加工業種の仕入価格に値下げが表れてくるはずである。

一方、今回の仕入価格は、素材業種では前回比▲11ポイントの下落方向の変化を見せ、加工業種では前回比0と横ばいになっている。この効果は、素材から加工業種へと原油反落効果が浸透していくというプラスのメカニズムとして理解できるだろう。

加工業種の景況感、今後、世界経済の悪化を受けた数量減に対して、このコスト面での下支えがどこまで効いてくるかが焦点になる。

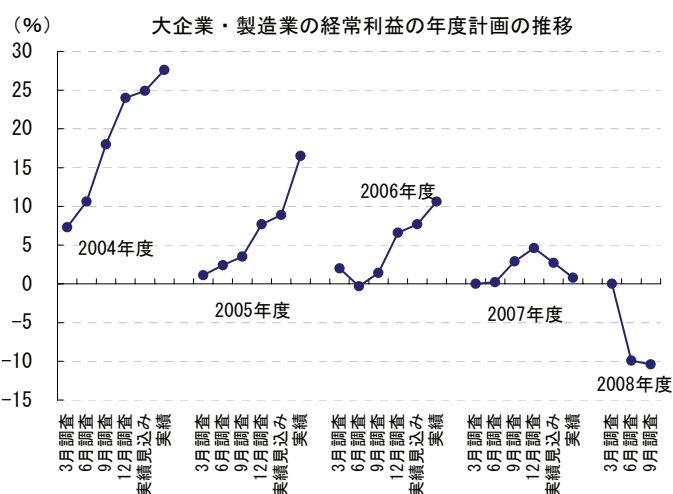
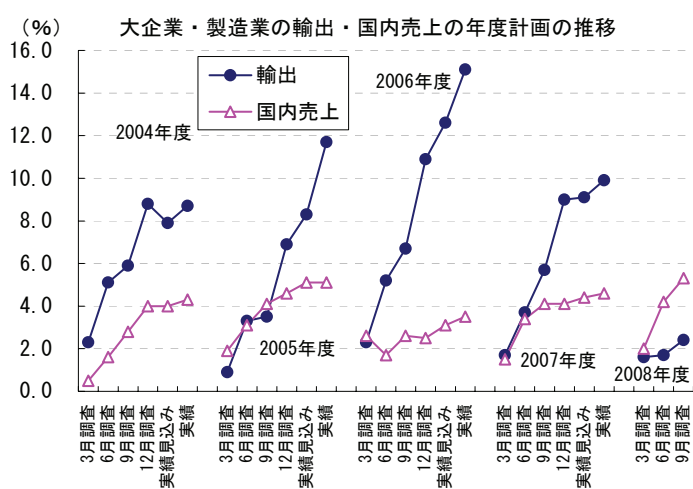


売上・利益の年度計画

国内売上上の2008年度計画は、物価上昇もあって、5.3%（前回比1.1%上方修正）と過去の年度計画よりも高い伸びが見込まれるかたちとなった。反面、輸出計画は2.4%と上方修正（前回比0.7%）だったが、例年9月調査の変化幅からみれば、小幅の上方修正に止まっている。輸出の2008年度下期計画は前年比4.4%（前回比修正幅は0.6%上方修正）であり、この点も、リーマン・ショックの影響を織り込んでいないと考えられる。

一方、経常利益計画は、素材産業が2008年度前年比▲10.3%と減益ながら、前回比では+1.3%の上方修正で回答してきた。加工業種は、前年比▲10.5%で前回比▲1.6%と下方修正されたのとはコントラストがある。原油反落効果が収益見通しには織り込まれてきている。

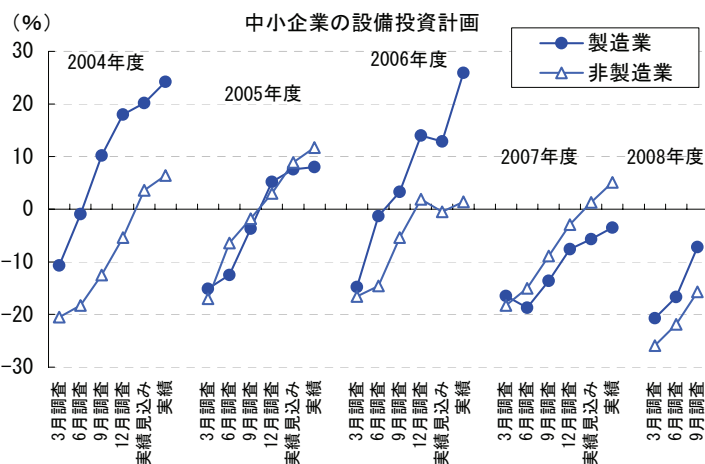
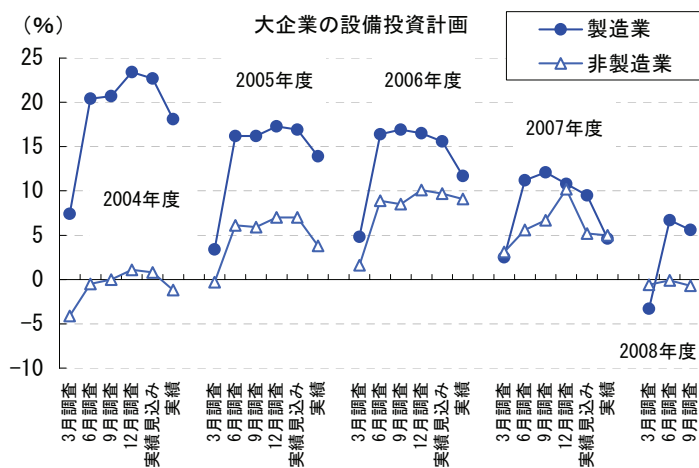
なお、売上高経常利益率は、大企業・製造業5.51%（前回比▲0.08%下方修正）と低下傾向が続いている。前回のような利益率の大幅なレベルダウンではなかったが、収益環境はまだ水準として厳しいとみられる。



設備投資計画

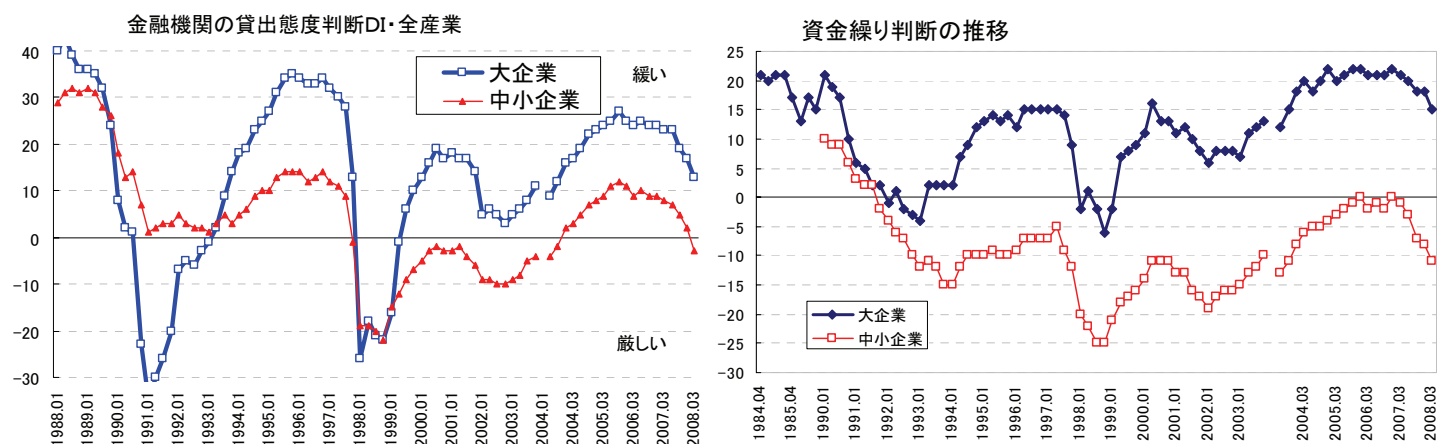
設備投資は、これまで各種調査に比べて、短観の大企業・製造業の2008年度計画が強めであったという特徴があった。それが今回は、若干ながら下方修正を余儀なくされている。大企業製造業は、前回の2008年度計画は6.7%が、今回は5.6%と前回比▲1.0%の下方修正になっている。この9月調査という調査回は、設備投資計画がほとんど動かされることが知られているが、それでも下方修正であったことは設備投資の抑制圧力が小さくないことを暗示させる。下方修正は、大企業・非製造業も同様であり、内需の悪化要因となっていくだろう。

中小企業については、2008年度計画の上方修正がまずまずの動きであり、あまり悲観的な状況はみられない。



資金繰りと金融機関の貸出態度

今回の景気後退局面は、90年代以降の後退期とは違って、金融不況を伴わないとみられている。それでも、企業の資金繰りは、極めて余裕のある状況から、徐々に「楽である」度合いが後退してきている。さらに、金融機関の貸出態度については、大企業・全産業では引き続き、「緩い」超（前回17→今回13）であるが、中小企業・全産業については「厳しい」超に転じてしまった（前回2→今回▲3）。業種別の動向を確認してみなければならないが、不動産・建設業の貸出態度が一層厳しくなっている可能性がある。これは、上場企業などの倒産が相次ぎ、個別には資金繰りに苦しんでいる企業も増えてきているせいであろう。金融面での支えが、景気後退の痛みを緩和すると考えられるだけに、総合経済対策効果がここに好影響を及ぼすことが期待される。



金融政策へのインプリケーション

今回の短観は、景気悪化が進んでいることを確認する材料になった。これまでの「霧の中」の状況から脱却する目処はまだ立たないということだろう。

2点言えることは、原油反落の効果が広がっていけば、景気悪化のモーメントに歯止めがかけられるという展望と、そうなると物価上昇圧力は減圧して利上げの動機は失われていくということだ。日銀は次の利上げを選択できる経済環境として、景気後退局面を抜け出した後でも物価上昇圧力が残る状況をイメージしている。日銀は、そうした経済環境への移行を見極めてから、緩和的な金融環境から平常化していくという選択を採ると考えられる。

そうした基準に照らしてみると、リーマン・ショックの不透明感が深いことと、今回の短観に表れているような原油反落効果について、これからどこまで浸透するかが現時点では景気悪化で見定めにくくなっている点から、利上げの目処は遠のいていると判断できる。