

日銀短観2008年12月調査の予測

発表日：2008年12月2日(火)

～過去最大の落ち込みでもおかしくない情勢に～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

次回12月短観では、大企業・製造業の業況判断が前回比▲19ポイントと極めて大きく悪化する見通しである。過去、これほど大きく悪化したのは98年3月しかなく、このときは金融危機に襲われた直後だった。次回は、(1)輸出企業が米クリスマス商戦前に生産抑制をしていること、(2)10月中に進んだ株安・円高がすべて織り込まれた効果、の両面で企業マインドが強烈に冷え込んでいると予想される。次回短観では、デフレ再来の可能性、金融機関の貸出抑制、など一変しつつある環境が、短観データでどう捉えられているか注目である。

大企業製造業は前回比▲19ポイントまで悪化する可能性

次回12月15日に発表される予定の日銀短観は、大企業・製造業の業況判断が▲22と前回9月調査(▲3)比で▲19ポイント低下となる見通しである(図表1、2)。このマイナス幅は、過去に前回比で最大で下落した98年3月調査に並ぶ大幅なものになる。このときは、97年11月末から連鎖的な金融危機が起こっていた。

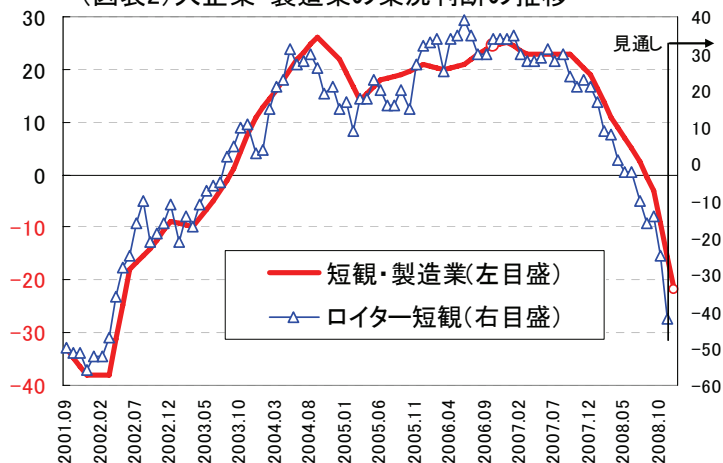
現在の急激な景況感の悪化も、2001年のITバブル崩壊、1998年の金融危機などに匹敵する根深いものである(図表3)。背景には、まず、輸出セクターが、米クリスマス商戦を前にして、生産抑制で臨んでいることがある。鉱工業生産では、11・12月と生産予測指数が大幅に下振れている特徴があった。サプライズになったこの生産統計では、自動車部門が過去に経験したことがないほどに予測指数の減少を見込んでいたほか、電子部品部門でも急激に在庫が積み上がっていた。世界的な需給緩和で、鉄鋼など素材需要も低下しており、製造業全般が悪化する可能性がある。

(図表1) 日銀短観(2008年12月調査)の予測値

		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
2006年	9月調査	24	20	6	-8
	12月調査	25	22	12	-4
2007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
2008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
	12月調査	-22	-8	-32	-30
見通し	先行き	-24	-9	-35	-33

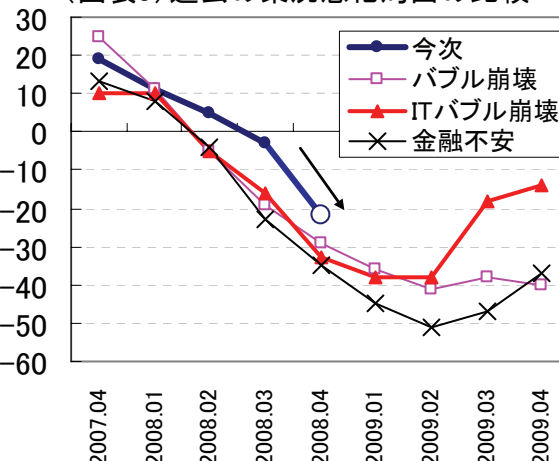
注:実績は日本銀行「短期経済観測調査」、以下同じ。

(図表2) 大企業・製造業の業況判断の推移



出所: 日本銀行、ロイター通信

(図表3) 過去の業況悪化局面の比較



さらに、次回調査では、相場環境の悪化も効いてくる。前回調査（9月下旬）時点では、まだ円高・株安が大規模には進んでいなかった。それが次回調査（12月上旬）では悪材料がすべて織り込まれてくるはずだ。その場合、9月調査と12月調査の景気の落差は極めて大きくなる。

この作用は、製造業だけでなく、非製造業の中にも表れるだろう。非製造業部門では、不動産・建設が引き続き需要減に苦しんでいるほか、企業の経費節減によってサービス・飲食などで業績悪化が進んでいる。過去のコスト増を価格転嫁できない電力についても、業況悪化が広がっていると予想される。

需給判断DIでデフレ圧力の広がりを確認

現状の景況感が2001・98年並みに悪化するのであれば、当時のようなデフレ環境に近づくことになる。現時点で消費者物価指数はプラスであるが、他の物価指標ではすでにデフレ作用があらわに確認される。短観でも、製商品サービス需給判断DI（大企業・製造業）が前回▲18からどこまで進むかが注目される。

同様に、在庫に関しても悪いシグナルが点灯している可能性がある。生産統計では電子部門デバイスなどで急激な在庫積み上がりが目立っていた。在庫・価格DIに、デフレ作用がどの程度表れるのかは気になるところである。

なお、その場合、過去のデフレ局面との程度の差が注目点である。これまで日本経済は、デフレ期と比べて負の遺産を相対的には負っていないと言われてきた。だが、その状況が急速に変わってきていることには警戒すべきだろう。万が一、あっという間にデフレ期並みに近づく変化が再現されようとしているのならば、スパイラル的悪化に対する経済対策が重要ということになる。

設備投資の下振れ

企業部門の悪化は、収益減少から設備投資抑制へと展開してきている。一次QEや機械受注統計では、設備投資の減少がいよいよ目立つようになってきた。短観でも、企業収益悪化の深度を図りながら、設備投資への下押し圧力がどのくらいまで強まりそうかを見極めたい。企業収益には、そろそろ原油反落の下支え効果が表れてもおかしくはないが、景気局面の悪化はそれを完全に吸収している可能性もある。

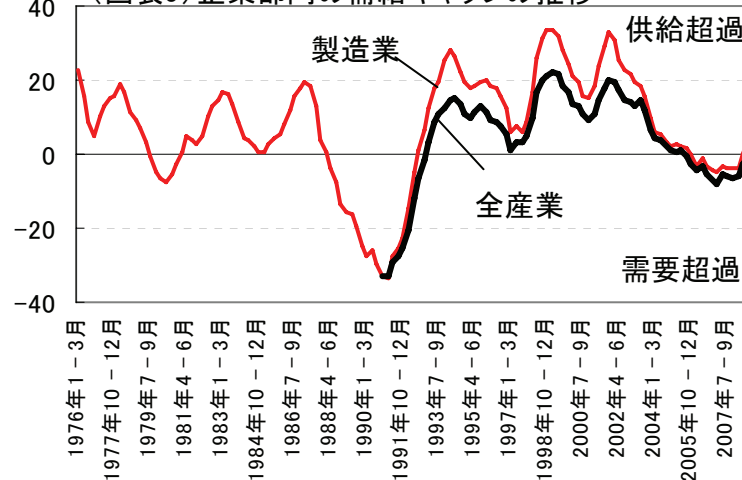
なお、短観の設備投資計画は、大企業・製造業を除くと前年比マイナスの抑制的な計画で望んでいる。次回12月調査では、これまで5%程度のプラスを見込んでいた大企業・製造業が、2%程度まで計画を絞り込んでくると予想される（図表4）。

また、日頃はあまり注目されないが、設備投資DIがどの程度悪化するのかが気になる。急激な生産水準の落ち込みに伴って、稼働率低下＝生産設備の余剰感の高まりを企業が感じる可能性があるからだ。

（図表4）設備投資計画の見通し

		年度の前年比伸び率%					
		大企業			中小企業		
		製造業	非製造業	全産業	製造業	非製造業	全産業
2007年	3月調査	2.5	3.1	2.9	-16.5	-18.3	-17.7
	6月調査	11.2	5.6	7.7	-18.7	-15.0	-16.3
	9月調査	12.1	6.7	8.7	-13.6	-8.9	-10.5
	12月調査	10.8	10.2	10.5	-7.6	-2.9	-4.6
	実績見込み	9.5	5.2	6.8	-5.7	-2.9	-1.1
	実績	4.6	5.0	4.9	3.5	5.1	2.1
2008年	3月調査	-3.3	-0.6	-1.6	-20.7	-25.9	-24.2
	6月調査	6.7	-0.1	2.4	-16.7	-21.9	-20.2
	9月調査	5.6	-0.7	1.7	-7.2	-15.7	-12.9
	12月調査(予)	2.1	-0.1	0.7	-2.9	-9.7	-8.2

（図表5）企業部門の需給ギャップの推移



注：日銀短観の雇用DIと設備DIを労働分配率、資本分配率で加重平均

この余剰感は、雇用D I でも同じである。設備が余剰になれば、雇用の余剰感も高まる。設備D I と雇用D I を資本・労働分配率で加重平均した擬似的需給ギャップを計算すると、すでに余剰になっており、次回短観の結果はその余剰幅が拡大すると見込まれる（図表5）。

企業の資金繰りの状況

日銀は12月2日に臨時の決定会合を開催し、企業金融円滑化の対応を検討した。これは、急激な金融環境の変化に伴って、企業の資金繰りが年末にかけて苦しくなっていることへ配慮したものである。おそらく、日銀短観の金融機関の貸出態度判断DI（中小企業・全産業）でもそれを反映した動きになるだろう。前回2008年9月調査では、約4年半振りに「貸出態度が厳しい」超（▲3）に転じていた。今回は、景気悪化も加わって、貸出態度が厳しいと企業を感じるような割合が増えていると予想される。当面、日銀が金融機関の資金繰り支援に取り組んでいかざるを得ない中で、短観を通じて企業がどのような実感を持っているかを把握することは、一段の緩和策を打つ必要性を吟味する上で重視されるだろう。