

12月短観は先行き悪化不安を隠せず

発表日：2008年12月15日（月）

～大企業の貸出態度、CP発行環境は悪化～

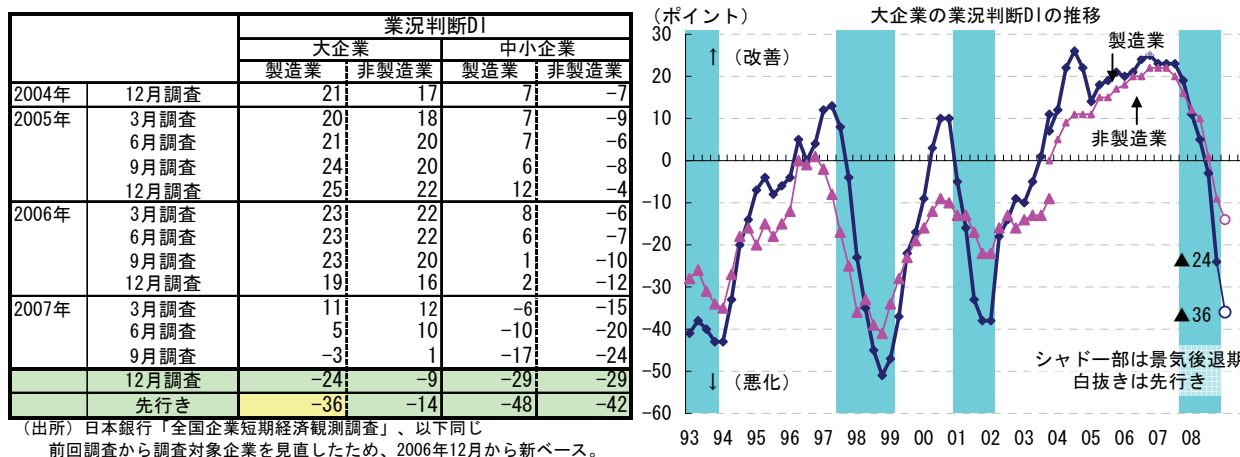
第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生（Tel：03-5221-5223）

大企業・製造業の業況判断DIは▲24と前回比▲21ポイントと悪化し、さらに先行き▲12ポイントの悪化が進むと予想している。企業経営者はまだ景気急落が進んでもおかしくないと覚悟しているのだろう。需給・在庫DI、設備判断DIでは、潜在的な需給ギャップの緩和拡大が示されており、これが今後のデフレ再燃、雇用調整の深まりを予想させる。前回9月調査では、リーマンショックを十分に織り込めていなかったせいで、今回調査では、大企業のCP発行環境が悪化し、金融機関の貸出態度判断CIも「厳しい」超に転じている。日銀は、次回12月18・19日の決定会合で、年内にもCP買い入れのような思い切った民間企業債務の支援策を追加してくると予想される。

驚かされる業況の先行き悪化予想

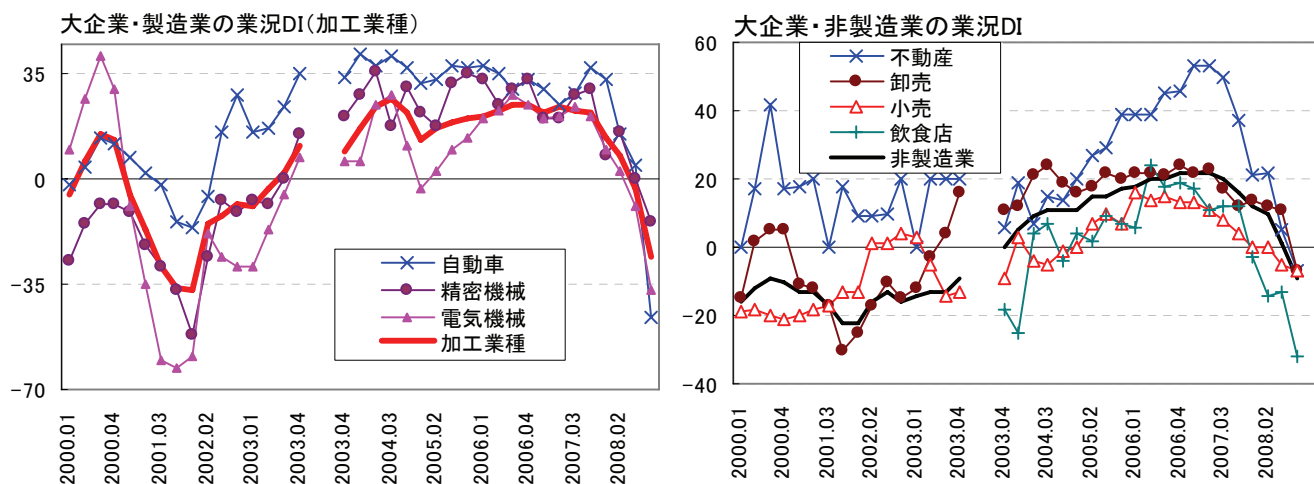
大企業・製造業の業況判断DIは▲24で、前回比では▲21ポイントの悪化。これは34年ぶりの大幅な落ち込みである（1975年2月調査▲21ポイント）。驚かされるのは、先行きが▲36と最近の業況よりもさらに▲12ポイントの悪化を予想している点である（先行き予想の悪化幅は1980年9月調査以来）。過去の経験則で、景況感の落ち込みが相当に進むと、先行きDIはかえって改善するはずなのだが、今回はその限りではない。企業経営者は、世界経済の急速な悪化を背景に、大きな先行き不透明感を抱き、まだ景気急落が進んでもおかしくないと覚悟しているのだろう。

○日銀短観（2008年12月調査）資料



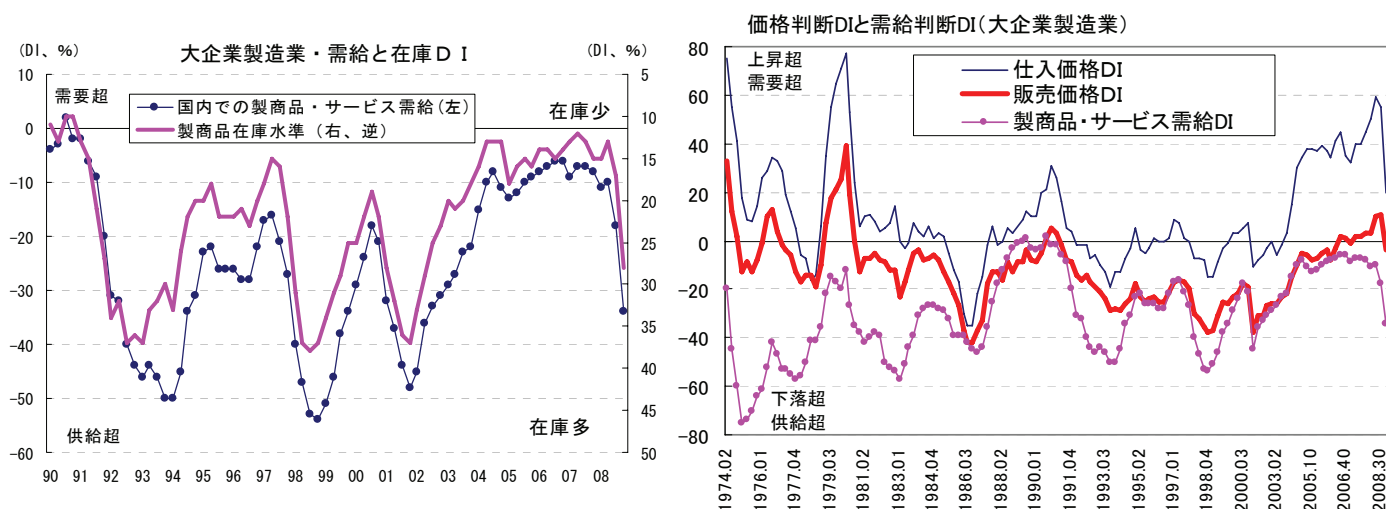
細かく悪化の内訳をみると、未曾有の販売不振に苦しんでいる自動車（前回比▲46ポイント）を筆頭に、電気機械（同▲28ポイント）、一般機械（同▲24ポイント）といった加工業種の悪化幅の大きさが目立つ。これは、円高、世界経済の悪化を受けて、輸出減少・稼働率低下を通じて収益悪化が見込まれることが背景であろう。素材業種では、非鉄金属（同▲40ポイント）、石油・石炭製品（同▲30ポイント）のように、特に市況下落の悪影響を受けている業種もある。また、大企業非製造業では、▲9（前回比▲10ポイント）と2003年以来の水面下に景況感が沈んでしまった。飲食店・宿泊が前回比▲19ポイント、卸売同▲18ポイント、対個人サービス同▲17ポイント、小売同▲13ポイントと、すでに年末にかけて個人消費周りの悪化が進んでいることが窺われる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

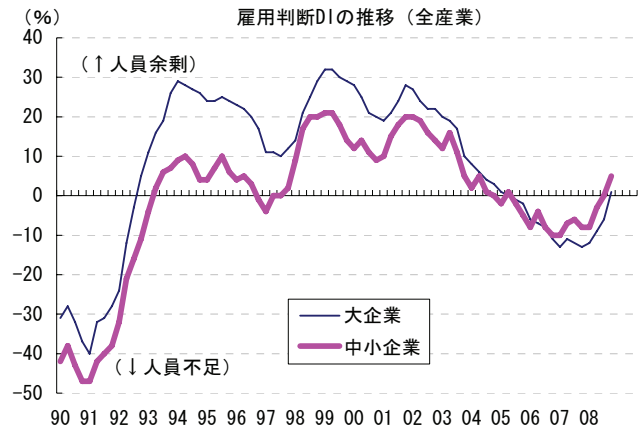
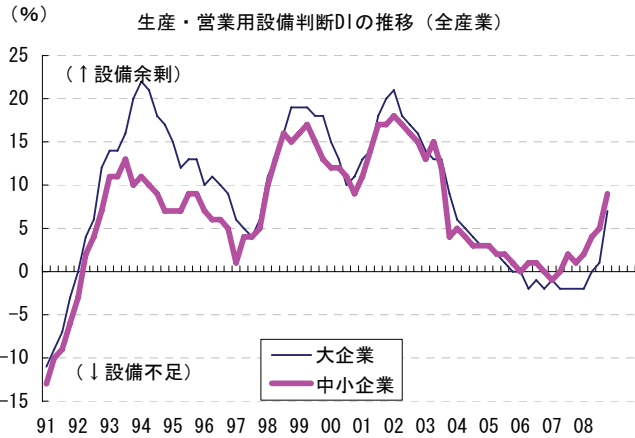


デフレ再燃が予想される

需給・在庫面では、デフレ再燃の色合いが高まっている。今まで積み上がりが抑制されてきた在庫DIでも、前回比+11ポイントと過剰方向に一気に増えた。製商品需給DIも、海外需給が前回比▲22ポイント、国内需給が同▲16ポイントと軒並み悪化した。販売価格DIも前回比▲15ポイント、仕入価格DIも同▲35ポイントの下落（過去最大幅）となっている。世界経済減速と円高のダブルパンチで輸出環境が悪化しているうえ、商品市況の急落が加わって、需給が総崩れの様相を呈している。



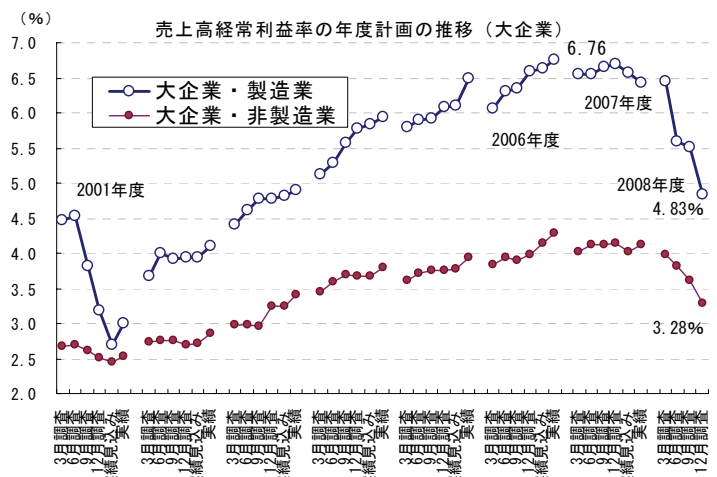
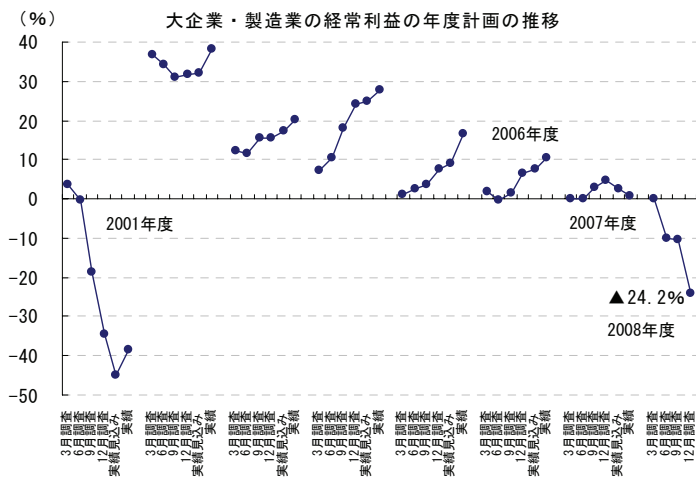
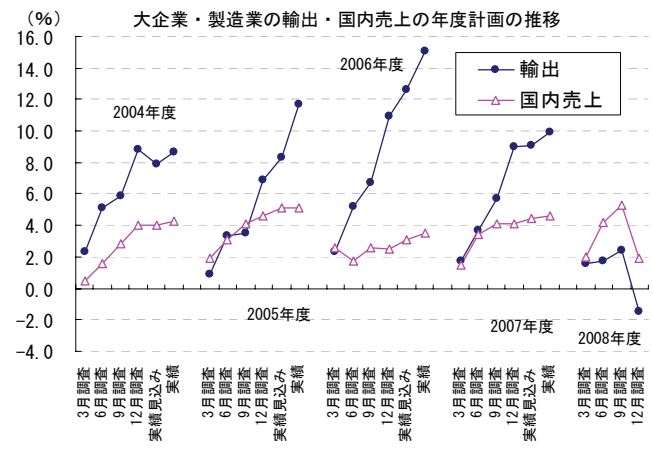
こうしたデフレ傾向がごく短期間で終わりそうにないのは、潜在的な需給ギャップの供給超過幅が広がっていることから感じられる。大企業・製造業の生産・営業用設備判断が、「過剰」超が11（前回比+9ポイント）と明確に需給緩和方向に変化している。雇用判断DIも大企業・製造業が、「余剰」超が8（前回比+10ポイント）に拡大している（中小企業・製造業も+10ポイント）。ここまで企業の設備稼働と雇用人員に余剰感が生じてしまうと、先行きさらに製造業の雇用調整が進むことが十分にあり得る。足元で相次いで発表されている非正規雇用削減のような雇用調整も、その一端の表れであろう。



企業の採算悪化

企業の収益構造は、これまでコストプッシュで変動利益を縮小させてきたが、稼働率が何とか堅調であったので、固定費負担の増加を回避できてきた。ところが、輸出環境の悪化は、現時点ですでに固定費負担が企業に重くのしかかってきている印象がある。

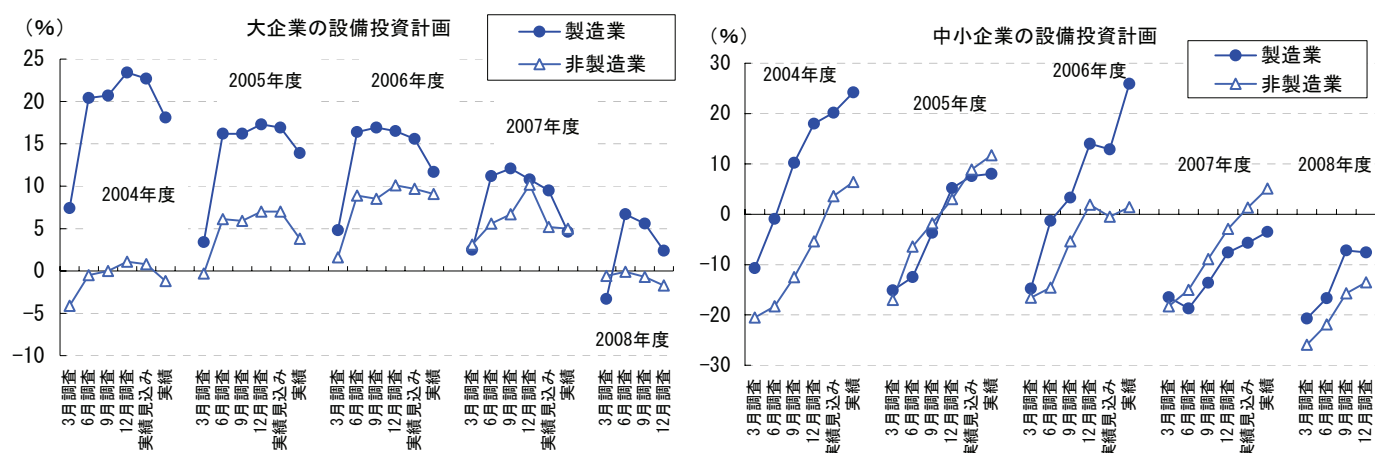
大企業・製造業の2008年度の経常利益計画は、前年比▲24.2%と前回9月調査（前年比▲10.4%）から大幅に悪化している。売上計画自体は、2008年度0.9%とプラス計画なのであるが、輸出計画に関しては前年比▲1.5%（前回比修正率▲3.9%ポイント）と大きく減額修正されている。10月・11月と明確になってきたアジア向け輸出などの失速によって、企業が年度内に深まっていくことを見越していることが、ここに表れている（輸出の2008年度下期計画は前回比▲9.3%ポイント）。



設備投資はさらに下方修正含み

企業の設備投資は、製造業を中心に下方修正が進んでいる。大企業・製造業は前回比▲3.1%ポイント、中堅企業・製造業は同▲1.0%ポイント、中小企業・製造業は同▲1.8%ポイントの下方修正である。大企業は年度計画がプラス（前年比2.4%）であるが、ここにきての下方修正幅は大きい。中小企業・製造業は、例年12月調査は季節性として上方修正されるのが常であるが、今回は逆に下方修正になっており、調整圧力の大きさを感じさせる。この設

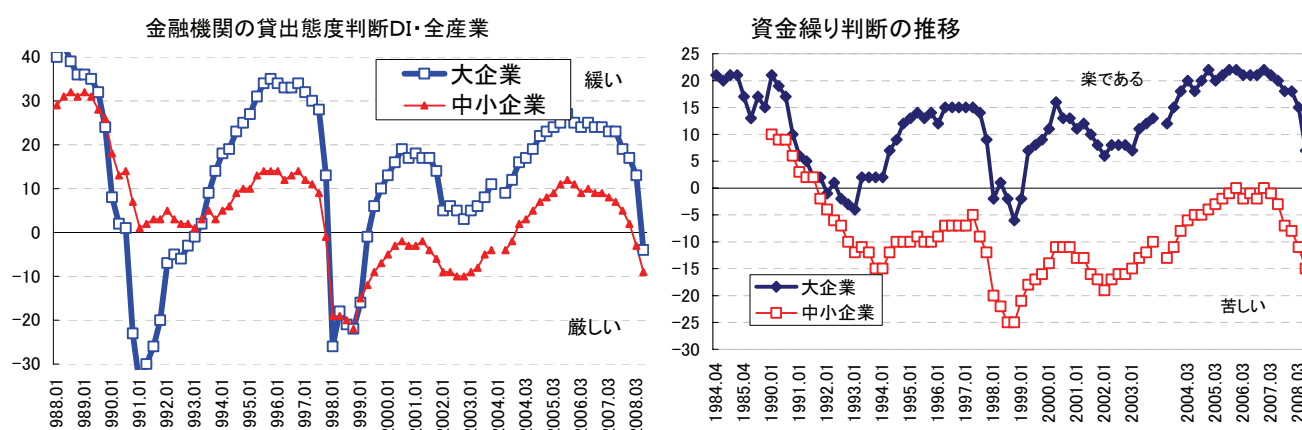
備投資計画は、年度の収益状況に軸寄せされていく経験則があるので、次回3月短観以降で大企業・製造業はさらに下方修正含みであると考えられる。前述した設備判断D Iの余剰幅の拡大については、企業がこれまで予定していた設備投資計画について練り直す可能性を示す材料でもある。その意味でも、中期的な経済成長を支える設備投資が、今後は弱まっていく公算が高い。



企業の金融環境は急変

前回9月調査の時点では、リーマンブラザーズ破綻のショックはまだ十分には織り込まれていなかったのだろう。今回は、世界的な金融不安が、国内の企業金融に異変が起こっている姿が映し出されている。

すなわち、金融機関の貸出態度判断は、大企業・全産業が▲4の「厳しい」超（前回13の「緩い」超）に転化している。中小企業・全産業も▲9と「厳しい」超である。この変化には、企業の金詰り状況が以前に比べると進んできている状況が浮き彫りになっている。短観調査には、日頃は注目されない「C Pの発行環境判断」という項目がある（大企業のための調査）が、その項目も今回は▲20の「厳しい」超になっている。大企業の資金繰りは、C P発行がしにくくなっている分、銀行への依存度が高まっているが、十分に銀行からの支援が受けにくい状況になっていることが窺われる。



日銀の金融政策はC P買取りをするか

企業に対して何らかの資金繰り支援が必要であることは、今回の短観でいよいよ明確になった。すでに、政府は12月12日に日本政府投資銀行による企業からのC P買取りを進めることを発表している。麻生総理は、経済対策の発表の記者会見で、日銀にも協力を要請していることを明かし、その場で「年度内ではなく年内の支援が必要だ」と強調していた。このメッセージは、すでに日銀が準備している2009年1月からの民間企業債務を担保としてオペ

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

レーションよりも早いタイミングで追加措置を講じる必要性を訴えるものだろう。

おそらく、日銀には年内に銀行経由でC P買い切りオペレーションを実施するかどうかを、12月18・19日の政策決定会で議論することになるだろう。筆者は、そこで日銀が貸し倒れ時の政府保証などの条件を加えて、政府・日銀が一体化したかたちでの緩和姿勢を改めて示すと予想する。

また、追加利下げに関しては、もうすでにいつ利下げがあってもおかしくないエリアに入っている。おそらくは、2009年1月21・22日以降の決定会で実施する可能性が高いとみているが、年内に利下げがないとは言い切れない状況である。今回の短観では、日本経済の成長力が中期的に下押しされるという可能性が高まったと受け取れる。さらに、F R Bの利下げが為替レートに及ぼす影響も、微妙な問題になっている。すでに白川総裁は、為替介入に言及するほどに歯止めのかからない円高にナーバスな発言をしている。仮に、為替の動きやすい年末にかけて1ドル80円台後半に円高が定着しそうな状況になれば、日銀は政策金利を0.3%から0.1%へと切り下げて、日米金利差の縮小に対応しようとするだろう。

次回12月18・19日の決定会合では、まず前回会合で予定に組み入れられた民間企業債務を担保にしたオペレーションの仔細を発表し、それと同時にC P買取りを含めた年内の企業支援策を打ち出すとみられる。

