

収益悪化が著しい短観09年3月調査

発表日：2009年4月1日(水)

～外需から内需への下押し圧力が拡大するリスク～

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

3月調査の大企業・製造業は▲58（前回比▲34ポイント減）と、過去最悪のレベルまで下がった。背景には、経常利益計画が、08年度前年比▲62.7%と大幅減益になったことがある。さらに、09年度も前年比▲19.7%と減益予想なので、調整圧力は雇用削減・設備投資抑制に及び、内需面で景気下押し要因となっていくとみられる。こうした見通しに基づき、政府の経済対策が4月中に打ち出されるのにあわせて、日銀は新たに緩和策を追加するであろう。

未曾有の自動車不況のインパクト

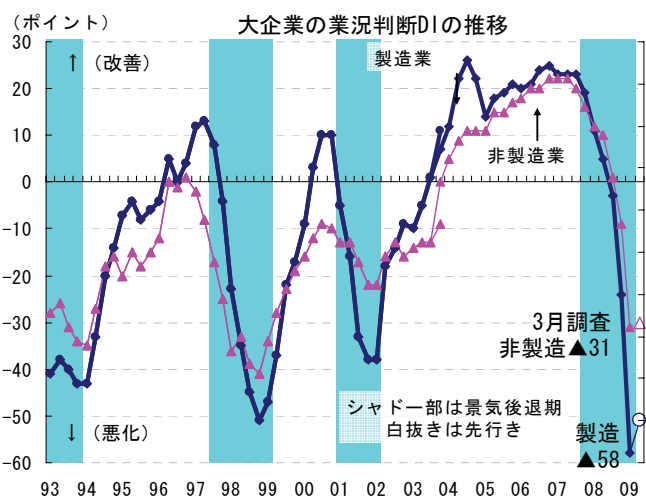
2009年3月の業況判断DIは、大企業製造業が▲58と前回比▲34ポイント悪化した。▲58の水準は、第一次石油危機（75年2Q▲57）、金融不安時（98年4Q▲51）を下回り、過去最低を更新する数字である。業種別にみると、鉄鋼（前回比▲77ポイント減）、自動車（同▲51ポイント減）、一般機械（同▲42ポイント減）の悪化が目立つ。この点は、表面処理鋼板、産業ロボットの需要減を通じて、自動車不況の打撃が裾野を広げていることの表れであろう。

先行きDIは、▲51と今回比+7ポイントの改善が見込まれているが、過去、足とものDIが大きく下がったときには、改善期待が高まる「くせ」がみられるので、先行きDIの改善は期待感とみるのが妥当であろう。むしろ、読み取る情報は、業種別にみた先行き改善にばらつきがある点である。石油石炭製品、化学、非鉄などで改善幅が大きいのは、原油下落など市況低下を反映しているのであろう。つまり、先行き改善の期待としては、市況下落が収益改善に働くとみているのである。

○日銀短観（2009年3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 |
| 2006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 |
| 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 | -24 | -9 | -29 | -29 |
| 2009年 | 3月調査 | -58 | -31 | -57 | -42 |
| | 先行き | -51 | -30 | -63 | -52 |

（出所）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、以下同じ



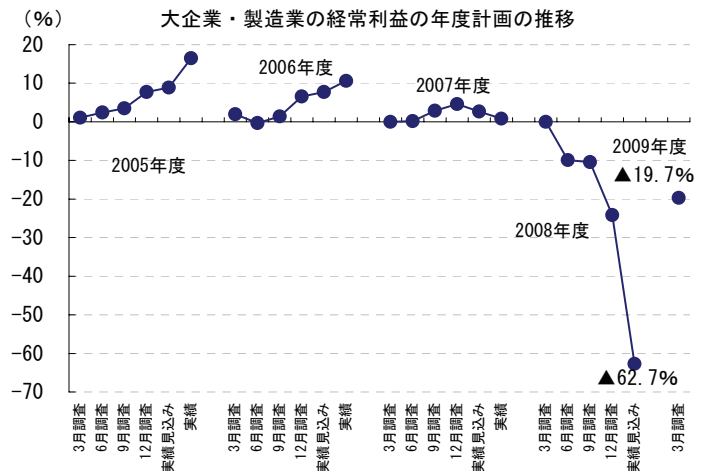
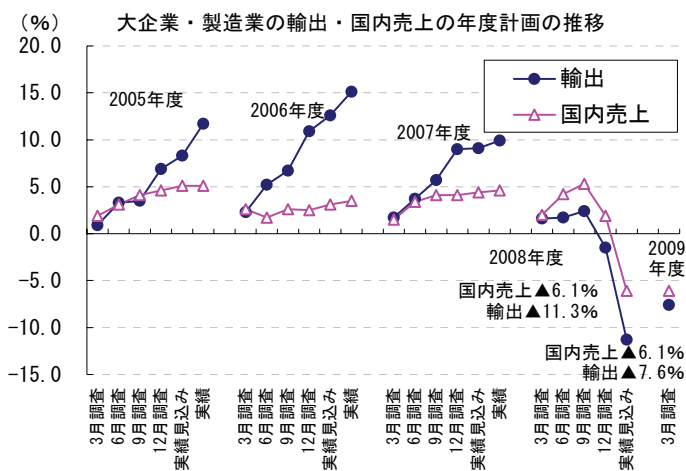
大企業非製造業の業況判断については、▲31と前回比▲22ポイントの悪化であった。内訳の変化幅が、運輸（前回比▲39ポイント減）、卸売（同▲37ポイント減）、リース（同▲31ポイント減）の悪化が目立っていた。この動きは、製造業の調整圧力が、荷動き鈍化、貿易低迷、設備投資抑制として、非製造業に浸透してきている現象だと理解できる。今後は、さらに、雇用悪化・消費下押しなどのチャネルを通じて、非製造業の業況を悪化させる可能性がある。

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。

悪化が目立つ収益計画

業況判断DIの悪化は、企業収益の悪化と連動するものであろう。大企業製造業が2008年度▲62.7%（実績見込み）、2009年度▲19.7%（計画）と大きな減益を見込んでいた。2008年度の減益幅は過去最悪である。そのインパクトを実数に置き換えてみると、大企業製造業の経常利益は2007年度18.2兆円だったが、2008年度6.8兆円、2009年度5.5兆円と1/3まで著しく縮減していると計算できる。特に、加工業種では2007年度11.6兆円から2008年度2.8兆円、2009年度2.0兆円と1/5にひどく縮減するかたちだ。半期計画をみると、2008年度下期は欠損で、それが2009年度下期も欠損で見込まれている。加工業種が欠損に陥ること自体が稀であるが、それが2009年度下期も続くという点で、雇用調整圧力に発展していくリスクは小さくないとみられる。今次不況は、外需ショックから始まったが、2009年度に入ってこれからその波及が国内に広がると警戒しておく方がよさそうだ。

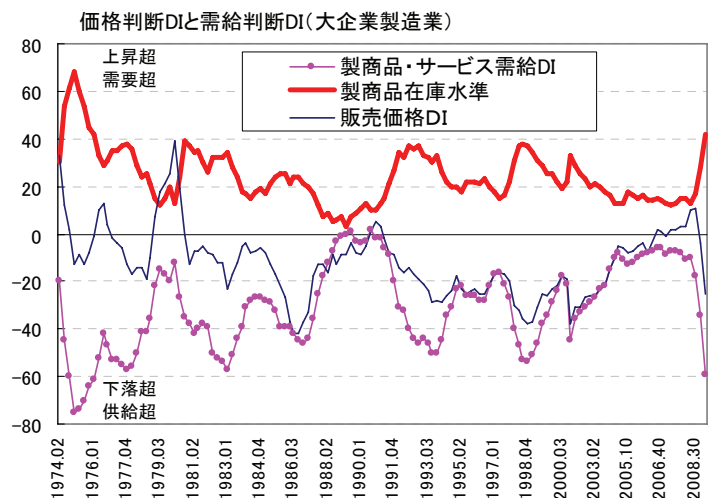
なお、景気の帰趨を握るのは、外需の先行きである。今回調査の大企業製造業の2009年度輸出計画は、前年比▲7.6%と極めて慎重である。内訳は上期前年比▲15.4%だが、下期には前年比2.7%へとプラスに転化する見通しを持っている。これは、企業が米中の経済対策が年度下期に奏功することに期待感を持っているということだろう。



在庫・需給環境の改善はみられない

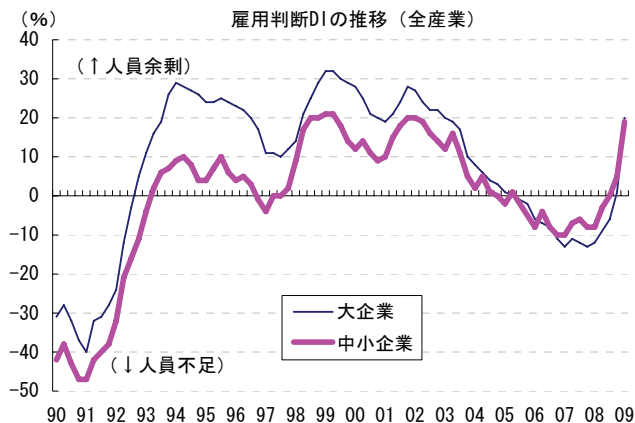
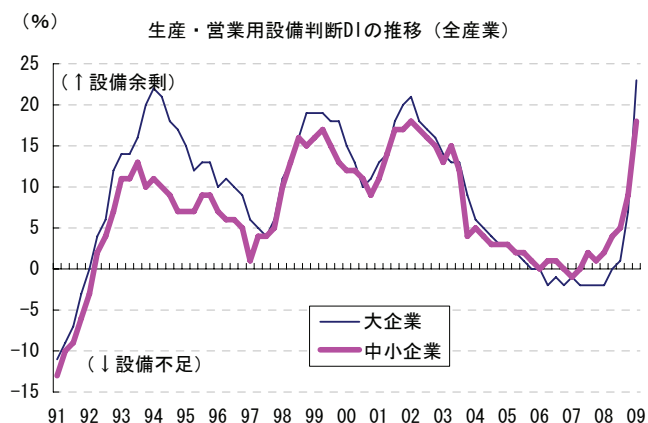
生産統計を見ると、製造業の大規模な在庫調整も、4~6月あたりから調整圧力を一服させてくるのではないかと期待を感じる。その点、今回短観ではそうした期待を裏付ける材料は見つからず、まだ予断を許さない状況であった。大企業製造業の在庫判断DIは42と90年代の水準を抜いて過剰レベルの更新を示している。製商品需給判断DIも▲59と同じく第一次石油危機時のレベルまで悪化している。これだけでみれば、4~6月の在庫調整の進捗目処について、楽観的にみることはできないと考えるべきであろう。過去、製商品需給判断DIは、業況判断DIとオーバーラップして動いてきた。つまり、在庫ストックの過剰が、収益環境を改善させないと、採算面でも企業は制約を受け続けるという構図である。

採算面で見ると、今回の販売価格DIは、下落しているものの、その下落幅は他項目よりは小幅であった。ただし、この点は、販売価格に粘着性があるため、タイムラグを置いてデフレ圧力が表面化するとみた方がよい。



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。

調整圧力に関しては、生産・営業用設備判断DIが大きく上昇し、雇用判断DIも過剰感がそれに追従する動きをみせていた。ストック面で、「在庫過剰」に加え、「設備過剰」、「雇用過剰」の3つの調整圧力が働くときには、フローの面ではデフレ圧力がかかることになる。外需環境に大きな改善がみられなくては、調整圧力の重さは、設備投資抑制・雇用削減というかたちで、内需面での下押しへと作用すると考えられる。

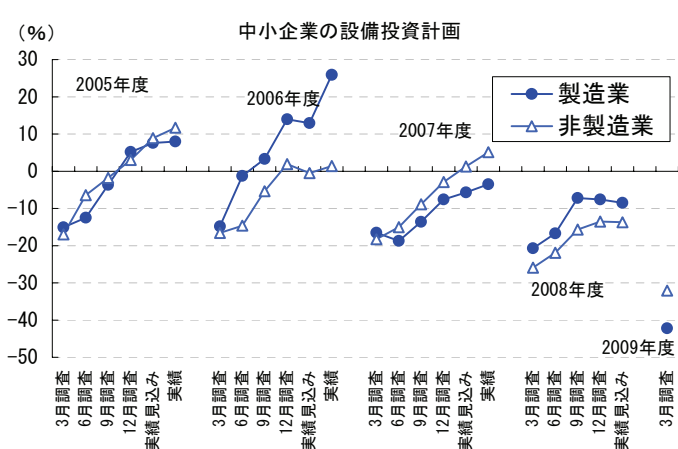
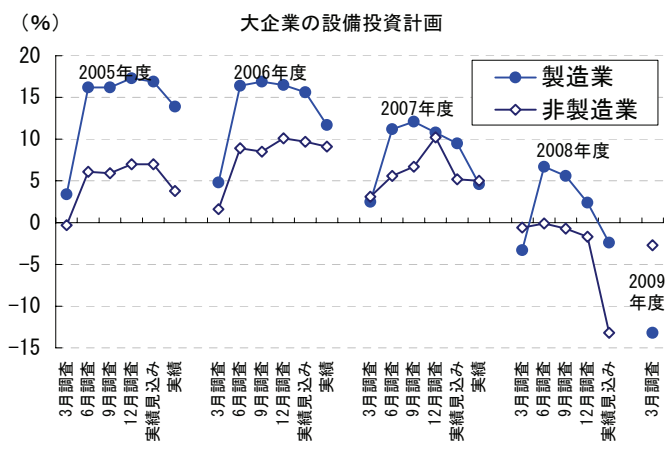


企業の設備投資も抑制的

これまで企業の設備投資は、内部資金を中心に行われてきたので、企業収益が圧縮されると、そのことはダイレクトに設備投資の抑制につながっていく。2009年度の設備投資計画は、大企業製造業が前年比▲13.2%、大企業非製造業が前年比▲2.7%となっている。大企業製造業の初回マイナス計画は、1975年度以降で最大である。一方、大企業非製造業は、他業種よりもマイナス幅が相対的に小さいことが印象的である。

中小企業については、2009年度計画が、製造業で前年比▲42.2%、非製造業で前年比▲32.1%と、過去に例がないくらいに悪い（製造業は過去最低、非製造業は1994年度▲35.6%以来）。

設備投資計画は、経済成長の中長期的なトレンドを決めるファクターであるだけに、その削減が長引けば、潜在成長率が下方屈折するかたちになる。2009年度の設備投資の計画を上期・下期にわけてみると、大企業製造業は上期前年比▲9.8%、下期前年比▲16.4%と削減ペースを緩める気配はない。年度中の設備投資計画がずっと抑制的である点は、かなりネガティブに受け止められるだろう。



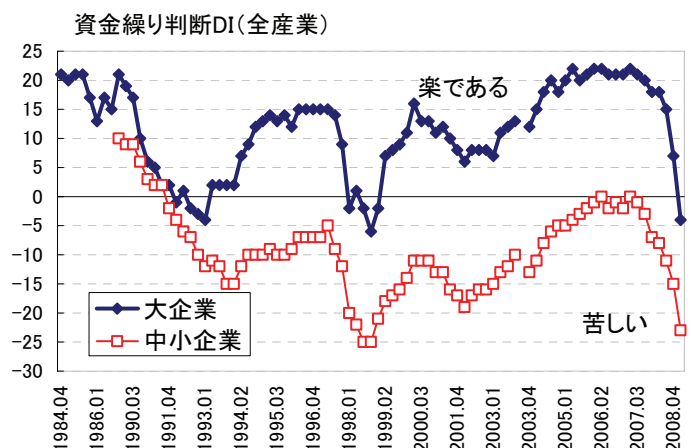
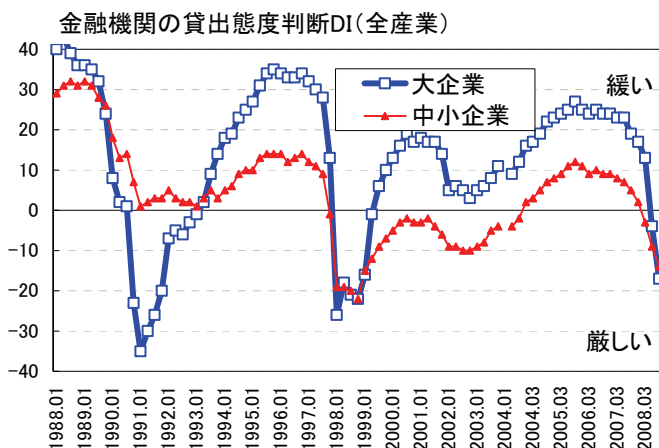
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

企業金融の状況

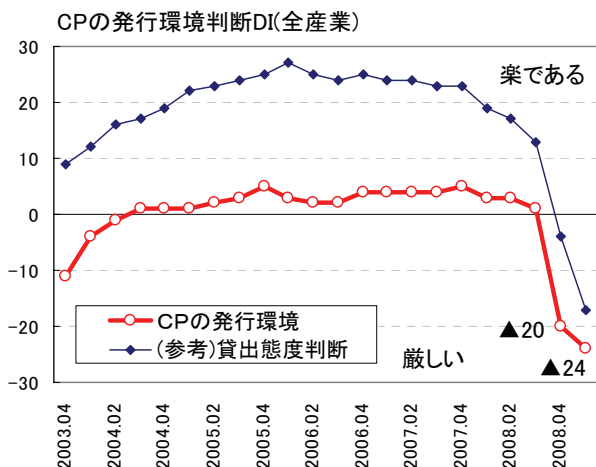
今次不況で焦点になっていたのは、企業の資金繰り不安である。日銀短観では、定性的な企業金融のタイト感がどれほどなのか注目されていた。

企業が感じている金融機関の貸出態度判断DIは、大企業全産業で前回12月調査▲4の「厳しい」超から、今回は▲17の「厳しい」超へと悪化。中小企業全産業では前回▲9の「厳しい」超が今回▲14へと悪化した。

また、資金繰り判断DIは、大企業全産業で前回7の「楽である」超から、今回▲4の「苦しい」超へと転じ、中小企業全産業は前回▲15の「苦しい」超が今回▲23へと悪化幅を拡大した。大企業全産業のCP発行環境判断DIに注目すると、ここでも「厳しい」超が前回▲20から今回▲24へと悪化が進んでいる。企業金融について、未だ改善はみられないのが実情だ。



事前には、企業金融のタイト感が、日銀や政策投資銀行のCP買取などを通じて緩和されているのではないかと期待感があったが、その点は時期尚早だったようである。唯一、借入金利水準判断DIが、中小企業全産業で▲10の「低下」超(前回1の「上昇」超)になっていた点は、公的信用保証枠の拡充で借入ができるようになって企業が、実質的に金利低下と答えている可能性がある。



今後の日銀の金融政策

日本銀行は、政府が4月中に発表すると予想される大型経済対策にあわせて緩和策を講じてくるとみられる。4月7日には決定会合、30日には展望レポートの発表が予定される。日銀は、そのいずれかで追加的なアクションを採るとみられる。

今回の短観の結果で、企業金融まわりの判断DIが厳しかったことは、政府・日銀に年度越えをした後も、金融資産を拡充させる必要性を再確認させるものだろう。また、経常利益・設備投資計画の低調さも、日銀の情勢判断を一層慎重にさせ、さらなる信用緩和の拡充を模索させる材料になると考えられる。具体的にどんな手法を採るかは未知数の部分が多いが、これまでの政策を延長し、CP・社債の買い切り余地の拡大、長期国債買い切りの増額を通じた流動性供給の拡大などが検討されるだろう。

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。見直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。