

## 底入れ後も慎重 日銀短観6月調査

発表日：2009年7月1日(水)

～経常利益・設備投資計画は弱さが目立つ～

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

6月調査の大企業・製造業は▲48（前回比+10ポイント増）と、約2年半ぶりに改善し、業況の底入れを示した。とはいえ、その反発力は、現時点ではまだ弱いと言わざるを得ない。背景には、経常利益計画が依然として大幅なマイナス計画であり、限界的に需給が改善していても収益計画の上方修正にまで結び付いていないことがある。企業金融面では、資金繰り・貸出態度・CP発行環境が、厳しさの峠を越えたことが表れている。

### 未曾有の自動車不況のインパクト

2009年6月の業況判断DIは、大企業・製造業が▲48で前回比+10ポイントと約2年半ぶりに改善した。業況が底入れを示していることは、政府・日銀の景気判断が上方修正されたことを裏付けている。

とはいえ、現時点での反発力は、まだ弱いと言わざるを得ない。規模別には、中小企業・製造業が▲57と前回比横ばい、大企業・非製造業は▲29と前回比+2ポイントの改善、中小企業・非製造業は▲44と前回比▲2ポイントの悪化と、低調さを引きずっていることがみられる。

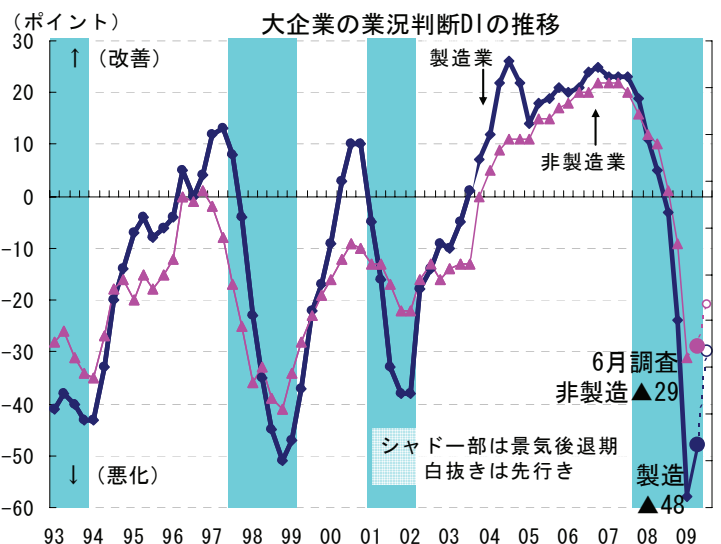
業種別には、大企業・製造業では、前回比の改善幅が電気機械+17ポイント、精密機械+17ポイント、化学+16ポイント、自動車+13ポイントとなっているが、逆に鉄鋼では▲6ポイントの悪化をみている。大企業・非製造業でも、電気ガス+12ポイント、通信+9ポイント、リース+6ポイントと改善をみる一方で、情報サービス▲11ポイント、対事業所サービス▲9ポイントと悪化している。非製造業では、企業収益の悪化によって、企業向け需要が減退していることが悪化につながっている。

一方、先行きについては大企業・製造業のDIが、▲30と現在よりも+18ポイントの上向くと、過去に例がないほどの改善幅が予想されている（1974年以降で最大の改善予想）。足元では、在庫調整の進捗や内外での製商品需給の改善がハイペースであるという前向きな変化があるので、それが業況改善への期待に表れているのだろう。今後、その変化が実際の採算改善に結び付いてくれば、企業収益期待が上向き、非製造業や中小企業などへも好影響の波及が期待できる。実体的な収益体質の改善についての流れがはっきりするまで、もう少し見極めまで時間を要するというのが、今回短観での特徴である。

### ○日銀短観（2009年6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	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
2008年	12月調査	19	16	2	-12
	3月調査	11	12	-6	-15
	6月調査	5	10	-10	-20
2009年	9月調査	-3	1	-17	-24
	12月調査	-24	-9	-29	-29
	3月調査	-58	-31	-57	-42
	6月調査	-48	-29	-57	-44
	先行き	-30	-21	-53	-45

(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、以下同じ

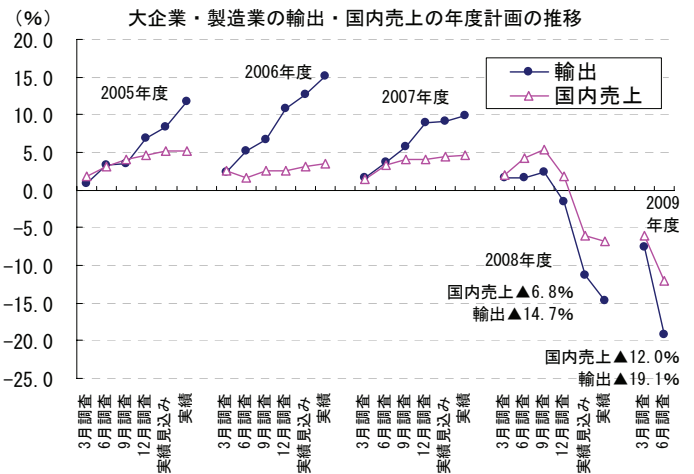
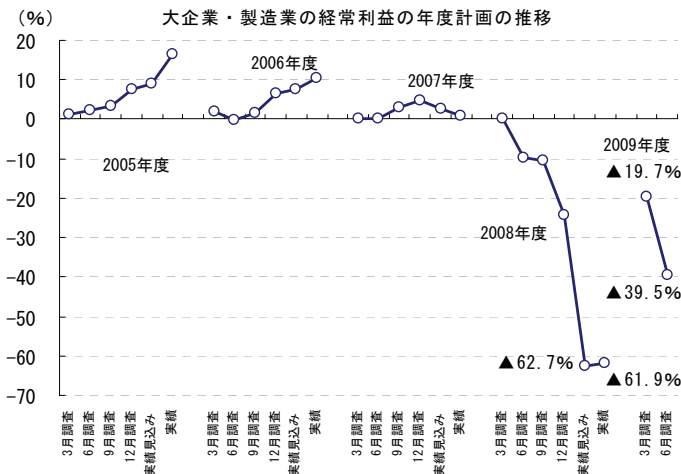


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

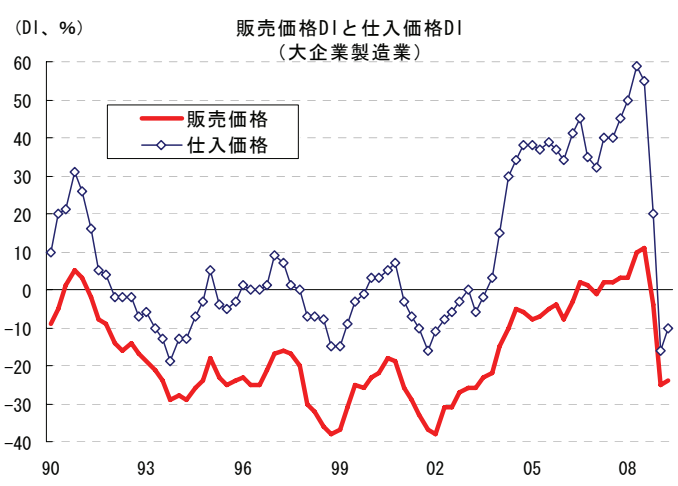
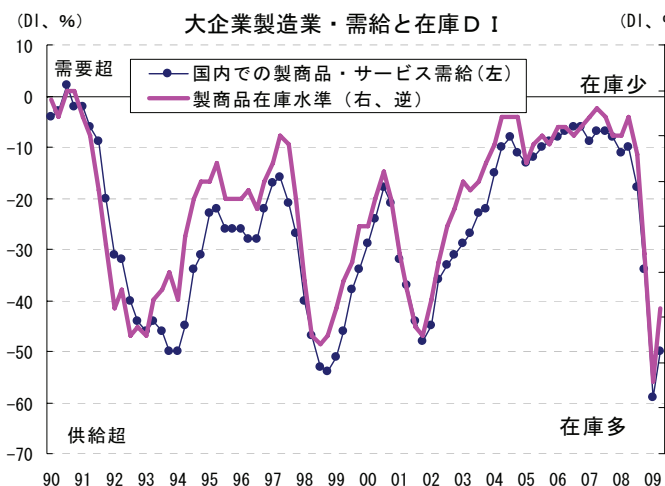
## 収益環境は厳しい見方

現下の景気局面で焦点になっているのは、2009年1~3月をボトムに景気拡大局面に転じた後での回復ペースがどのくらいなのかという点である。その回復ペースは、企業収益の改善がどの程度進むのかに依存している。

しかし、今回の経常利益計画は、かなり慎重な印象である。大企業・製造業の2008年度実績が前年比▲61.9%と大きく落ち込み、さらに2009年度計画は前年比▲39.5%と縮減が進んでいる。これは、輸出環境が2009年度も前年比▲19.1%（修正率▲15.9ポイント）と弱いとみているためである。この数字からは、景気局面はまだ最悪期を過ぎたに過ぎず、当面は企業が楽観を許していないことがわかる。



前向きな変化といえば、前述した在庫調整や需給改善が割にハイペースな点である。過去の需給改善の動きと比べると、企業の能動的な調整の活動はV字型で進められているように見える。仮に、限界的な需給改善がもっと進んでいけば、現時点で企業が心配しているデフレ圧力も小幅で済むだろう。その場合、現時点では、まだ鈍い動きになっている販売価格判断DIが改善方向に変化していき、採算改善が進捗することが鍵を握る。



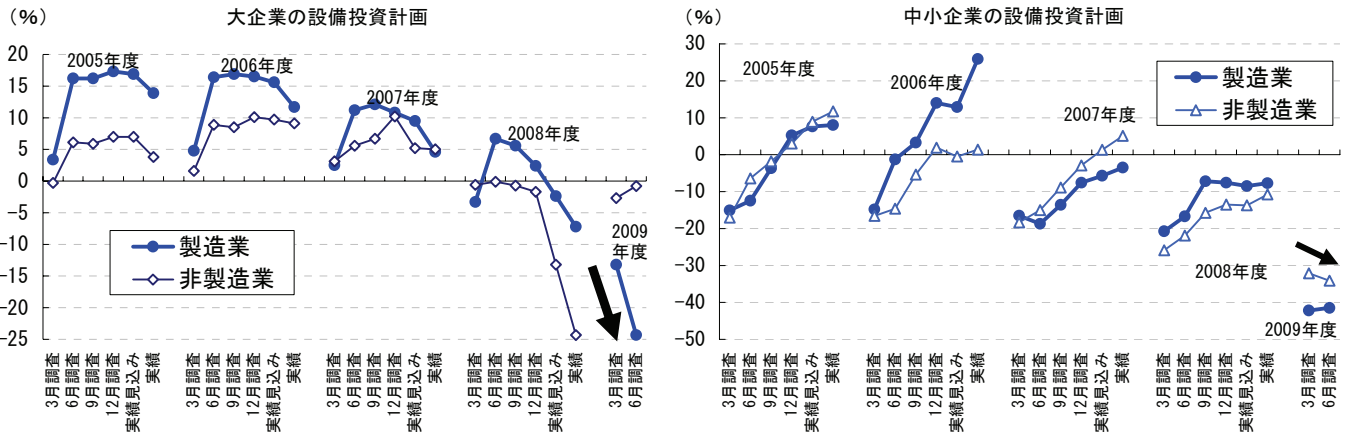
## 大企業・製造業の設備投資の異例の弱さ

過去の傾向を逸脱したマイナス方向の動きは、大企業・設備投資の前年比伸び率が下方屈折していることである。2009年度の設備投資計画は、前回調査前年比▲13.2%から今回調査同▲24.3%（修正率▲17.1%ポイント）と大幅に下方修正されている。この変化は、2009年度の経常利益計画が悪化していることの反映であろう。企業はたとえ

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。

景気拡大期に転じて、需給改善が起こったとしても、まだ設備投資を積み増すほどに先行きに強気にはなれないの  
 だろう。

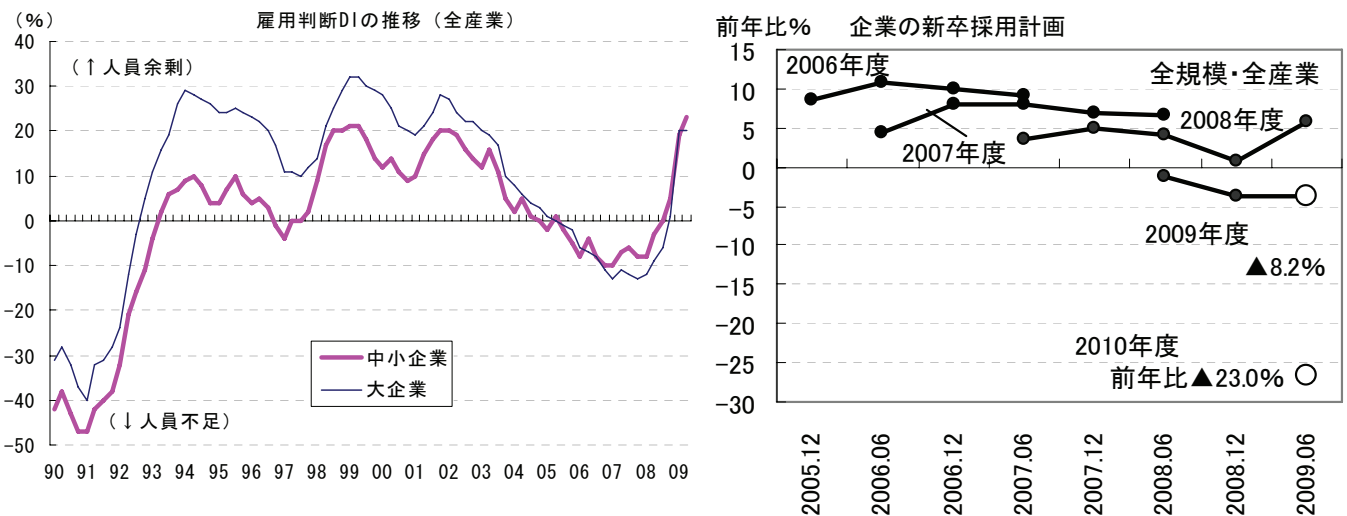
他の規模別の動きをみると、大企業・非製造業は前回比上方修正であるが、筆者には中小企業・非製造業は前回  
 比下方修正であるところが気になる。中小企業・非製造業が、3月から6月の調査回で下方修正するのも、異例中の  
 異例ではないか。ここには、今後、内需悪化が進んでより収益環境が悪化するのではないかという国内中小企業の  
 悲観的な見方が表れている。



### 雇用面はかなり慎重

雇用面でも、規模と業種間でばらつきが生じている。大企業・全産業では雇用人員判断DIが20の人員余剰で、  
 前回比横ばいである。その内訳は、製造業が前回比▲2ポイントの改善、非製造業が前回比+4ポイントの余剰拡大  
 となっている。中小企業では、製造業・非製造業がともに人員余剰幅が広がっている。大企業・製造業だけが減産緩  
 和の好影響が表れて、その他では最終需要の縮減で人員余剰感が強まっている。

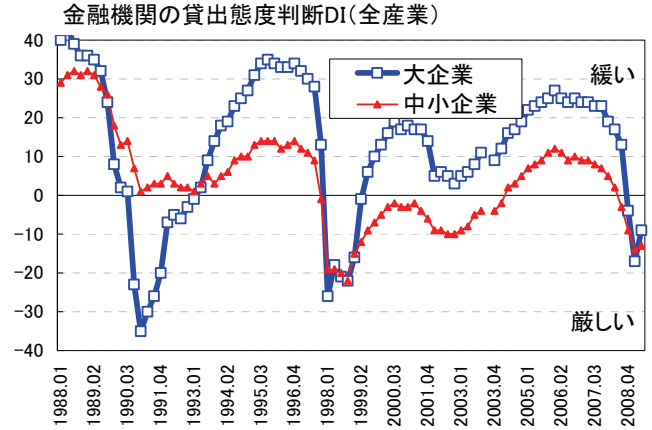
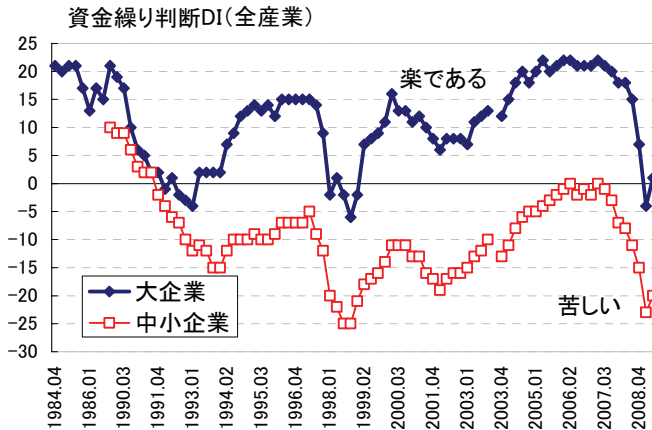
また、雇用者数については、2009年3月末実績が全規模・全産業で伸び率が▲0.6%とマイナスに転化してしまっ  
 ている。そして、半期ごとに調査される新卒採用計画では、全規模・全産業の2010年度が前年比▲23.0%とかなり  
 絞り込んだ計画になっている（大企業・全産業は前年比▲26.7%）。雇用面での慎重さは、企業の収益悪化が長引き  
 そうだという企業の警戒感が強く表れている。



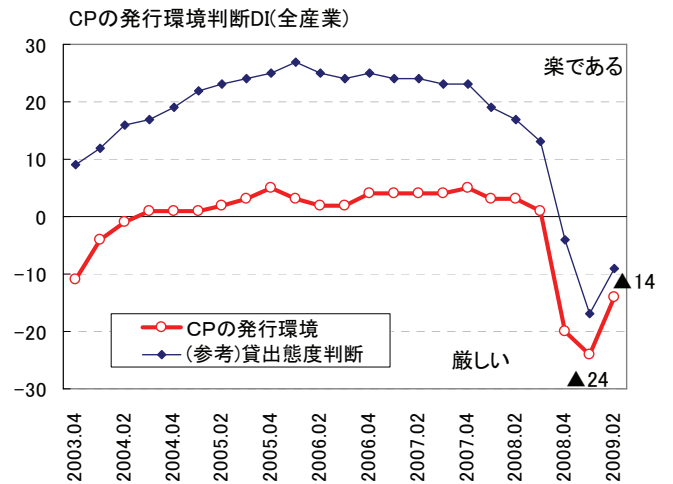
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに  
 足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載  
 された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

## 金融面では緩和方向

企業金融の状況については、資金繰り判断DIが大企業・全産業で前回▲4の「苦しい」超から今回1の「楽である」超に転じた（前回比+5ポイント改善）。中小企業・全産業でも前回▲23の「苦しい」超が今回は▲20へと改善している（前回比+3ポイント改善）。また、金融機関の貸出態度判断DIは、大企業・全産業が▲9の「厳しい」超であるが、前回比+8ポイントの改善となり、中小企業・全産業でも▲13の「厳しい」超ながら前回比では+1ポイントの改善になっている。



前回3月調査は、年度末ということでまだ金融面での警戒感が強かったが、今回は年度明けして以降の緊張緩和が企業金融面でも表れている。金融市場の落ち着きは、大企業だけが回答しているCP発行環境判断DIが、前回▲24の「厳しい」超から、今回▲14へと大きく改善（+10ポイント）していることにも裏付けられる。



## 金融政策へのインプリケーション

日銀にとって今回の短観は、先行きの「出口論」の進め方を占う上で重要な判断材料であったと言える。当然ながら、一足飛びに利下げという構えにはならないが、焦点はこれまで延長してきた2009年9月にかけての「企業金融円滑化の支援のための措置」をどう修正していくかという点であろう。業況判断DI・収益計画に慎重さが色濃く残している面からは、白川総裁のこれまでの慎重な見方を変化させるものではなかっただろう。

一方、企業金融面では、資金繰りDIと金融機関の貸出態度DIが改善方向にあることから、徐々に緩和度合いを後退させていくことを検討させる材料になる可能性はある。例えば、企業金融が最悪期を乗り越えたことが確認されたことで、日銀のCP・社債買入れのサポートを調整していく可能性はある。また、企業金融支援特別オペについては、頻度・期間を2009年2月以前の状態に戻していく可能性がある。今後、日銀は、早すぎる「出口論」への取り組みを想起させないように配慮しながら、緩和度合いについて徐々に修正していくだろう。

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。