

## 短観:円高により輸出・収益下押し

発表日：2011年10月3日（月）

～業況判断は前回比+11ポイント改善～

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は前回比+11ポイント改善し、2とプラス浮上した。円高急伸に伴って、海外製商品需給、輸出・経常利益計画には下押しの変化が表れている。設備投資計画は、製造業では上方修正だが、非製造業では頭打ちになっている。短観の結果からは、円高が輸出企業に悪影響を及ぼし、そのリスクが広がる可能性があることが窺われる。日銀は、さらなる円高に備えて準備をしているだろう。

### 先行きには慎重さ

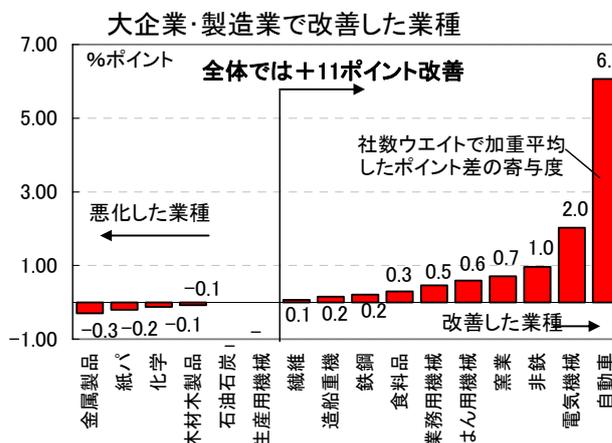
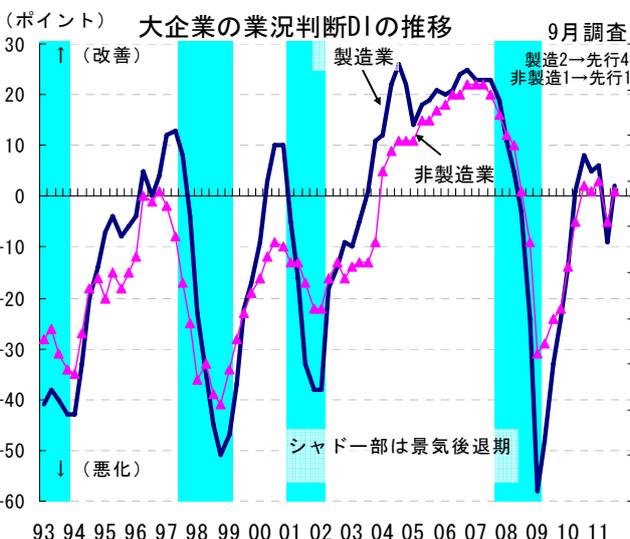
大企業・製造業は、業況判断DIは2の「良い」超とプラス浮上（前回比+11ポイント改善）し、前回▲9から震災復旧が進んでいることを裏付けた。先行き12月は「良い」超の4まで戻ることを予想しているが、それでも+2ポイントの改善予想である。企業は先行きの力強い回復をみていないと理解できる。先行きに自信が持てない理由は、急激な円高と世界経済の減速懸念である。想定為替レートは下期81.06円/ドルをみているが、後述するように実際はもっと厳しくみているはずである。

業況改善の内訳をみると、自動車ではが前回▲52から13へと実に+65ポイントも改善した効果が大きい。寄与度でみると、製造業全体の+11ポイントのうち半分超（+6.2ポイント）が自動車の要因である。サプライチェーンが夏場までに復旧したことが背景である。そのほか、寄与度が大きい順に、電気機械（前回比+11ポイント）、非鉄（同+31ポイント）、窯業土石（同+18ポイント）が続く。これらは液晶・半導体関連であり、夏の地デジ移行に伴ってテレビの買い替えが進んだ影響が表れたとみられる。

### ○日銀短観（2011年9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 |     |
| 2008年 | 12月調査 | -24    | -9   | -29  | -29  |     |
|       | 2009年 | 3月調査   | -58  | -31  | -57  | -42 |
|       |       | 6月調査   | -48  | -29  | -57  | -44 |
|       |       | 9月調査   | -33  | -24  | -52  | -39 |
| 2010年 | 12月調査 | -25    | -21  | -41  | -34  |     |
|       | 3月調査  | -14    | -14  | -30  | -31  |     |
|       | 6月調査  | 1      | -5   | -18  | -26  |     |
|       | 9月調査  | 8      | 2    | -14  | -21  |     |
| 2011年 | 12月調査 | 5      | 1    | -12  | -22  |     |
|       | 3月調査  | 6      | 3    | -10  | -19  |     |
|       | 6月調査  | -9     | -5   | -21  | -26  |     |
| 9月調査  |       | 2      | 1    | -11  | -19  |     |
| 先行き   |       | 4      | 1    | -12  | -22  |     |

(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。

非製造業については、業況判断DIは1の「良い」超と、こちらもプラス転化である。しかし、先行きは1と横ばいであり、慎重さが色濃く表れている。先行きに関しては、いよいよ第三次補正予算が成立する期待感があってもよいところだが、企業レベルでの復興需要への期待感は、すでに半年も経過しているのに、一昔言われていたよりも萎んでしまっている。業種別にみると、宿泊・飲食サービスが震災からのマインド好転で前环比+22ポイントと大きく改善したほか、対個人サービスも前环比+13ポイントと目立っている。一方、震災の影響はまだ尾を引いており、電気ガスは前环比▲11ポイント、不動産は同▲3ポイントと悪化をみている。

中小企業でも、製造業は前环比+10ポイントと大企業並みに回復したが、非製造業では前环比+7ポイントと相対的に小幅だった。

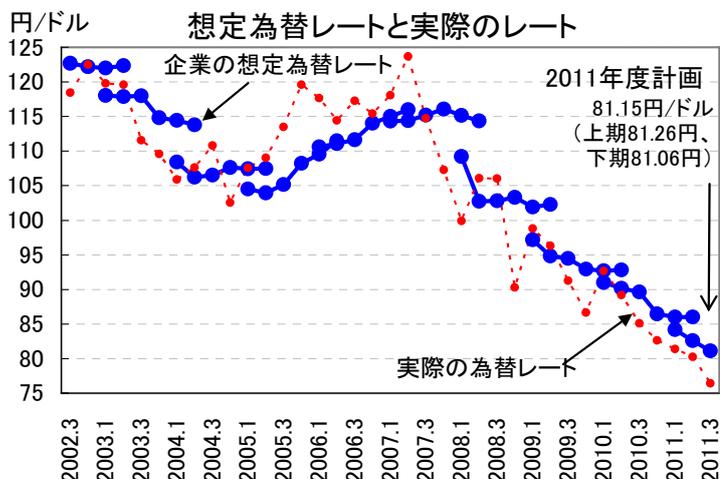
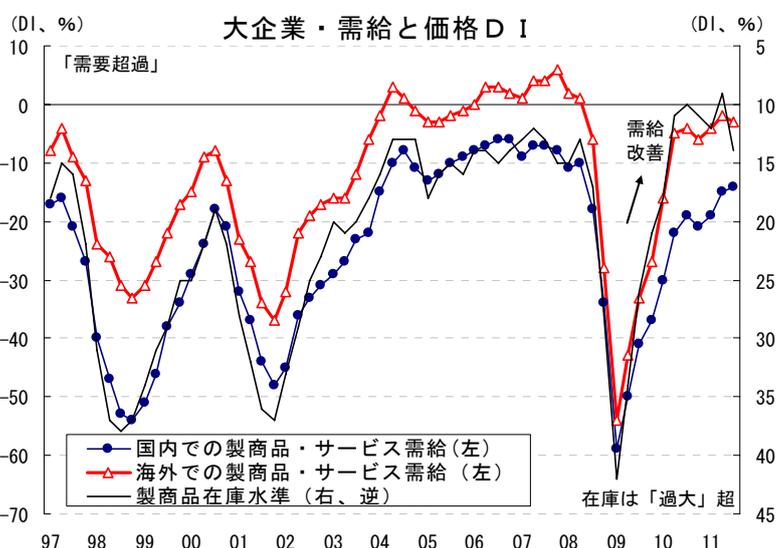
### じわじわと円高の悪影響

需給面では、円高のダメージが徐々に表れている。まず、海外での製商品需給判断は、▲3の「供給超過」超と、前回(▲2)よりも僅かながら需給悪化に転じた。製商品在庫と製商品流通在庫がともに+5ポイントの「過大」超になっている。震災後の在庫手当の要因も含まれるが、需要がやや緩和気味になっていた事情もあるだろう。筆者が注目するのは、国内製商品・サービス需給判断の動きである。こちらは改善幅が+1ポイントと小幅だった。このところの業況判断DIは、工場設備の復旧などの供給制約が収益面にプラスに働く効果があり、平常の景況判断の変化とは異なる。平常は、この国内需給判断が改善しつつ、それと歩調を合わせるかたちで業況判断DIが動くので、国内製商品・サービス需給判断に素直な反応が表れているはずだ。+1ポイントしか改善しなかったことは、円高や世界経済の減速の影響が徐々に国内にも及んでいることを反映している。

また、価格判断については、仕入価格判断が22の「上昇」超と前回

(28)よりも勢いがマイルドになっている。一方、販売価格判断は▲9の「下落」超になっており、円高に伴う輸出価格の引き下げ圧力が、加工業種を中心に強まっていることを示している。円高の影響は、想定為替レートが下期81.06円/ドルと表示されている

が、実際はそれ以上に厳しい外部環境になっているとみられる。



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。

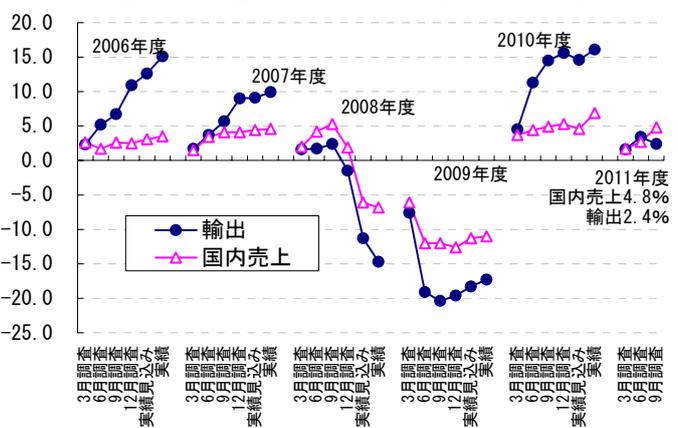
## 非製造業の下期回復期待は下を向く

大企業・製造業の2011年度の売上計画は、国内売上が前年比4.8%（前回比+2.1%ポイント）で、輸出が前年比2.4%（前回比▲1.0%ポイント）となっている。輸出計画がマイナスに転じたのは、円高の悪影響を実感させる。2011年度上期の下方修正率は▲3.1%ポイントであり、下期の上方修正率は+1.0%ポイントとなっている。想定レートよりも円高水準が継続すれば、年度の輸出計画はさらに下振れもあり得る。円高作用は、震災復旧を遂げてきた製造業にとって回復の勢いを抑えるものであり、まことに都合が悪い。

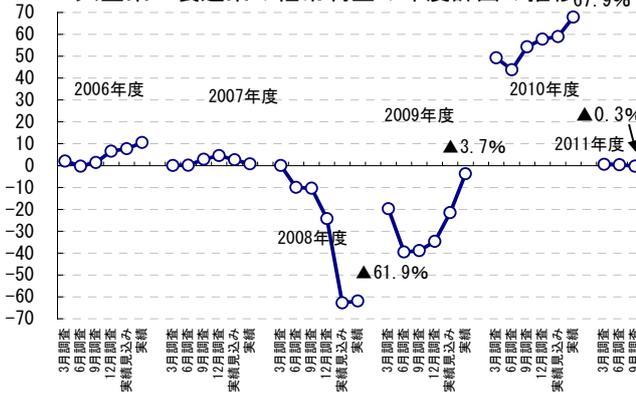
経常利益計画については、2011年度の前年比▲0.3%（前回比▲0.7%ポイント）と頭打ちである。内訳で目を引くのは、加工業種の上期計画が▲6.8%ポイントの下方修正で、ここにも円高・輸出減少の影響が色濃く表れている。

大企業・非製造業の経常利益計画は、前年比▲7.2%（前回比▲1.2%ポイント）と悪化が目立つ。業況判断DIは、大企業・製造業と大企業・非製造業はともにプラス浮上であるが、経常利益計画には両者に差が表れている。特徴的なのは、大企業・非製造業の上期計画が+0.2%ポイント上方修正されているのに、下期計画が▲2.4%ポイントも下方修正されていることである。ここには、内需悪化の見通しが強まっていることが窺われる。節電消費や地デジ対応による家電販売増の反動が下期にかけて予想以上に大きくなりそうだという観測や、株安・円高により逆資産効果などが背景にあると考えられる。また、前述したが、震災から半年が経過するのに、まだ震災復旧・復興の大型予算が国会を通過していないことも、震災後に復興需要を期待した人々を失望させているだろう。

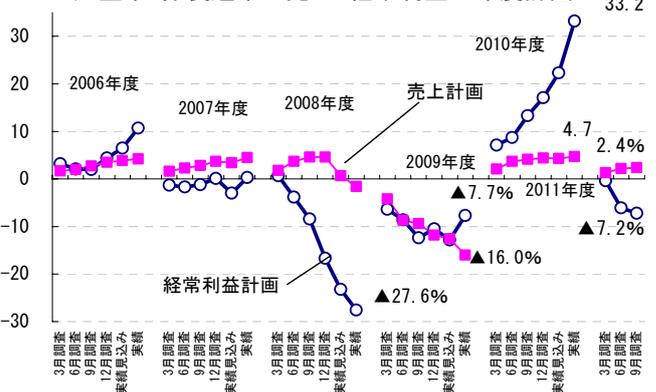
(%) 大企業・製造業の輸出・国内売上計画の推移



(%) 大企業・製造業の経常利益の年度計画の推移



(%) 大企業・非製造業の売上・経常利益の年度計画



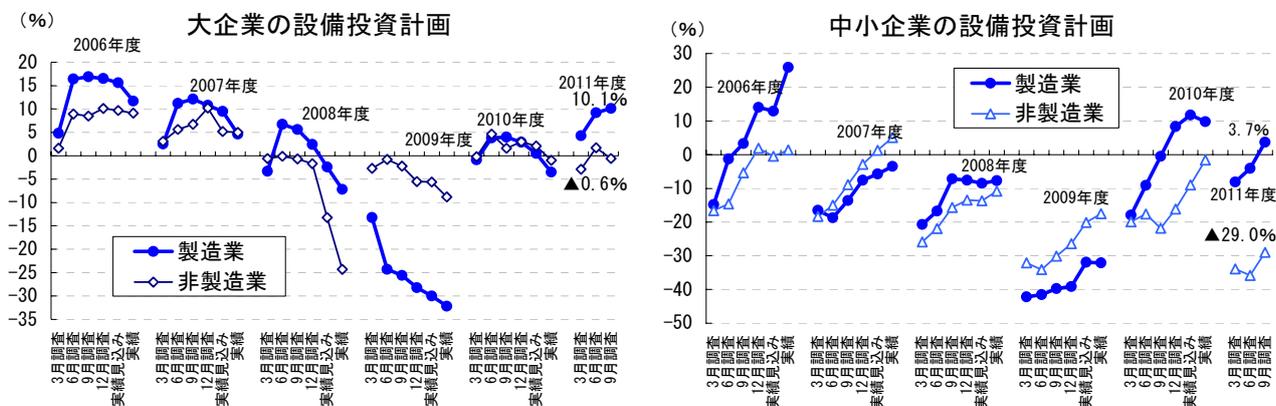
## 増加は製造業が中心

設備投資計画は、製造業と非製造業の間に差が表れている。大企業・製造業は2011年度10.1%（前回比+0.8%ポイント）のプラス計画である。中小企業・製造業も2011年度3.7%（前回比+8.2%ポイント）とプラス浮上した。製造業は、震災復旧・震災予防あるいは自家発設備拡充の必要から設備増強に動かされているのだろう。一方、非製造業では、大企業・非製造業が2011年度▲0.6%（前回比▲2.2%ポイント）と

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。

マイナス計画・下方修正となったほか、中小企業・非製造業も2011年度▲29.0%（前回は+10.7%ポイント）と振るわない。

生産・営業用設備判断は、大企業・製造業が9の「過剰」超だが、その超過幅はゆっくりと縮小を続けている。むしろ、中小企業・製造業の方で、11の「過剰」超となっているものの、前回は▲4ポイントと過剰幅の縮小に動いていることが目立つ。



### 金融政策は円高の影響を重視

今回の短観を受けて、日銀は足元は震災復旧の着実な足取りを確認する一方、円高の影響についても真剣に受け止めることであろう。すなわち、サプライチェーンの回復によって、せつかく輸出主導の回復過程に移ったのに、企業はそこで円高急伸に見舞われている。非製造業に表れている震災の悪影響も、本来は輸出主導の回復が製造業から非製造業へと波及すれば、本来は徐々に改善していくはずだろう。ところが、復旧の途上で起こっている円高リスクは、外需から内需への好影響を減殺するものになっている。

日銀はこうした認識の下、ギリシャ危機の影響などに攪乱された為替相場が、仮に1ドル=75円を割り込んでさらに円高急伸となれば、政府の為替介入と歩調を合わせるかたちで、資産買入基金を増額するなどの追加緩和策を講じてくる可能性がある。こうした対応は、あくまで超円高のリスク・シナリオであるが、日銀はこうしたリスクの蓋然性を短観から感じ取ったことであろう。

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。