

国内経済ウォッチ (No.11-94)

2011年12月15日
 広告審査番号 MFB154-111215-01
 MSRC 審査番号 06-B-111215-01

日銀短観の概要と評価 (2011年12月調査)

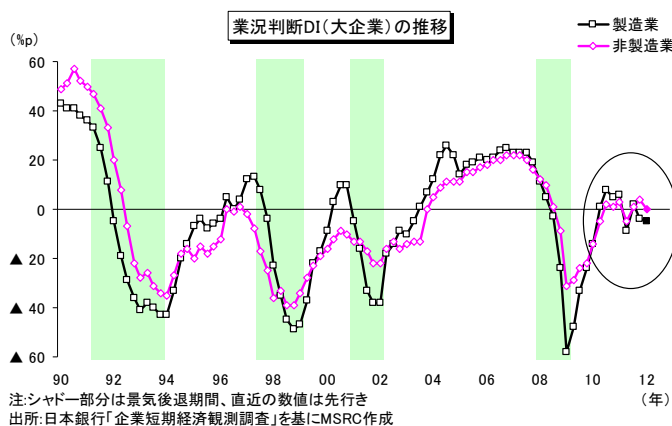
投資調査部 宮川 憲央

ポイント

- 大企業・製造業の業況判断DIは▲4（前回調査比▲6%p）と前回調査から悪化した。海外経済の減速や円高の進行などから、企業マインドが慎重化してきていることを反映しているとみられ、収益計画も下方修正されている。
- 一方、非製造業や中小企業の業況判断DIは前回調査から改善しており、外部環境の悪化による影響が相対的に軽微に留まるとともに、復旧・復興需要が支えられている可能性が考えられる。ただ、先行きについては、総じて慎重さを残している。
- 全規模・全産業の11年度設備投資（含む土地投資額）計画は前年度比+0.0%（前回調査比▲0.1%の下方修正）となっている。機械受注の動きにもみられたように、企業は先行きに対する不透明感が高まるなかで、不要不急の投資については一旦先送りしている可能性が考えられよう。

足元では内需に底堅さも、先行きには総じて慎重姿勢

大企業・製造業の業況判断DIは▲4（前回調査比▲6%p）と前回調査から悪化した。海外経済の減速や円高の進行などから、企業マインドが慎重化してきていることを反映しているとみられる。業種別の内訳をみると、自動車（前回調査比+7%p）のほか、紙・パルプ（同+14%p）、鉄鋼（同+6%p）、金属製品（同+4%p）の4業種で業況判断が改善する一方、非鉄金属（同▲17%p）、電気機械（同▲16%p）、窯業・土石製品（同▲16%p）、石油・石炭製品（同▲13%p）など、10業種で業況判断が悪化した。



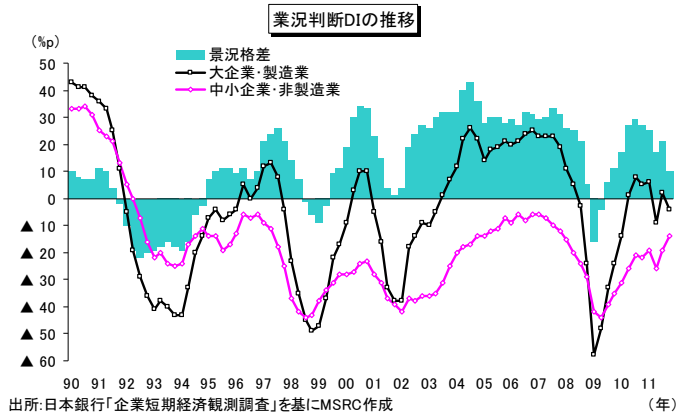
大企業・非製造業の業況判断DIは4（前回調査比+3%p）と前回調査から改善した。非製造業については、中堅、中小企業でも業況が改善しており、外部環境の悪化の影響が製造業に比べて限定的であったといえる。業種別では、宿泊・飲食サービス（前回調査比+16%p）、対事業所サービス（同+7%p）、対個人サービス（同+6%p）など12業種中10業種で前回調査から業況判断が改善している一方、小売（同▲4%p）、情報サービス（同▲2%p）では業況が悪化している。個人消費関連の動きとしては、小売が悪化する一方で、サービス消費は底堅さを示していると考えられる。

中小企業の業況判断DIは製造業で▲8（前回調査比+3%p）、非製造業で▲14（同+5%p）となった。大企業と異なり、中小企業では製造業でも業況判断が改善する結果となっている。業種別の内訳をみると、自動車、電気機械など加工業種では業況判断が悪化する動きもみられる一方、窯業・土石製品（前回調査比

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

+25%p)、木材・木製品 (同+15%p)、鉄鋼 (同+12%p) など、素材業種における改善が目立つ結果となっている。また、中堅企業の業況判断DIは製造業で▲3 (前回調査比横這い)、非製造業で▲4 (同+4%p) となっている。この結果、全規模・全産業ベースの業況判断DIは▲7 (前回調査比+2%p) となっている。

なお、「先行き」の業況判断DIについてみると、足元では改善がみられた非製造業や中小企業でも悪化が見込まれているなど、総じて先行きは慎重な見通しとなっている



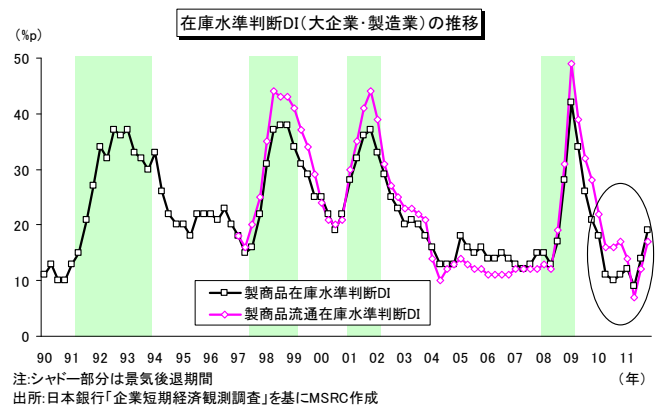
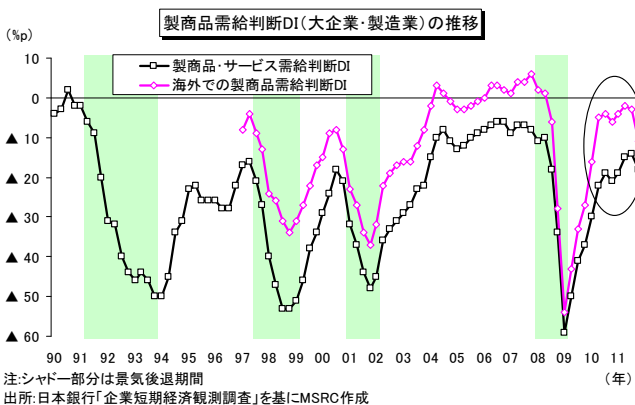
日銀短観・業況判断DI

業況判断DI (%ポイント)		11年9月調査		11年12月調査	
		最近	先行き	最近	先行き
大企業	製造業	2	4	▲4	▲5
	非製造業	1	1	4	0
中堅企業	製造業	▲3	▲2	▲3	▲10
	非製造業	▲8	▲10	▲4	▲8
中小企業	製造業	▲11	▲12	▲8	▲17
	非製造業	▲19	▲22	▲14	▲21
全規模・全産業		▲9	▲11	▲7	▲13

出所:日本銀行「企業短期経済観測調査」を基にMSRC作成

需給・在庫・価格判断DI

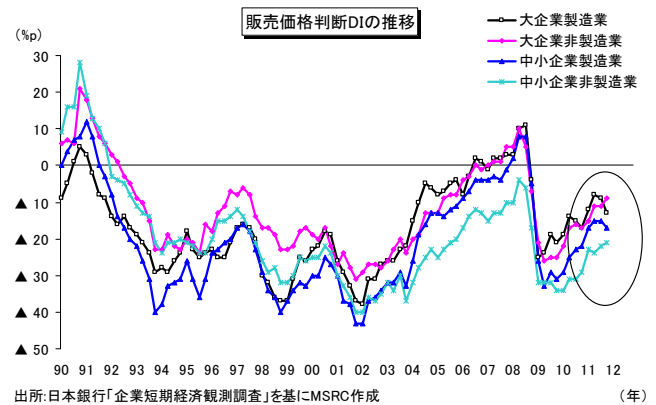
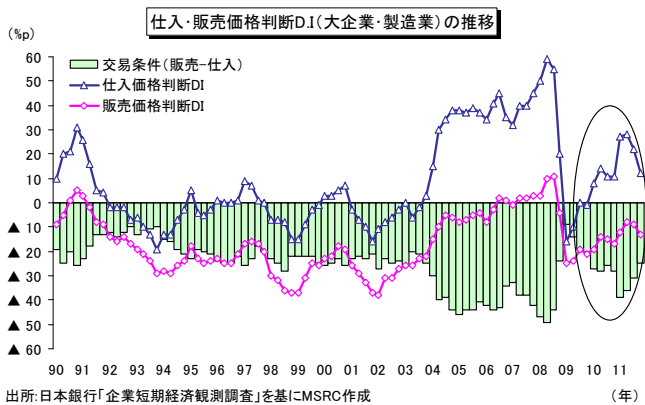
大企業・製造業の製商品・サービス需給判断DIをみると、国内が前回調査比▲4%p、海外が同▲8%pとともに悪化した。相対的に海外需給の悪化幅が大きく、海外経済の減速の影響が反映されているとみられる。また、製商品在庫水準判断DI、製商品流通在庫水準判断DIともに前回調査比+5%pとなっている。震災の発生に伴い取り崩した在庫の復元という面もあるものの、電子部品・デバイスなどで在庫調整圧力が強まっている状況でもあるため、当面の動きに留意が必要であろう。



みずほ証券リサーチ&コンサルティング

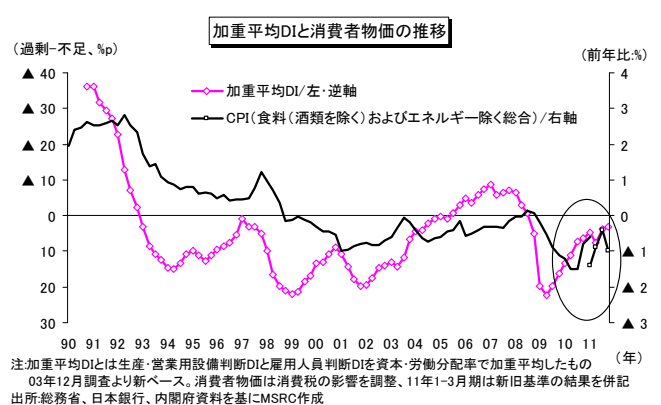
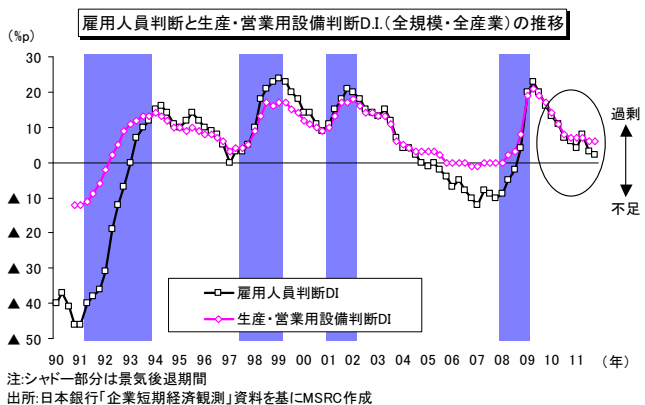
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

大企業・製造業の価格判断DIは、仕入価格が前回調査比▲10%pに対し、販売価格は同▲4%pとなっており、限界的な動きとしてみると、交易条件（販売価格DI－仕入価格DIとした）は改善した。商品市況の高騰が一服していることで、投入コストの上昇ペースも鈍化してきているとみられる。ただし、DIの水準をみると、仕入価格の12に対し、販売価格は▲13と大きな乖離があり、販売価格はマイナスが続いている。川下への価格転嫁の困難さや販売価格の下落圧力が続いていることを示唆していよう。また、インフレ（デフレ）圧力に関連して、販売価格DIに着目すると、非製造業では改善がみられるなど、物価下落のペースは緩やかになってきているものの、DIの水準自体は引き続きマイナスであり、需給ギャップの存在や企業のコスト削減圧力、賃金や消費の低迷、企業および家計のインフレ期待が抑制されていることなどにより、物価下落圧力が根強く残っている可能性が示唆される。



設備・雇用判断DI

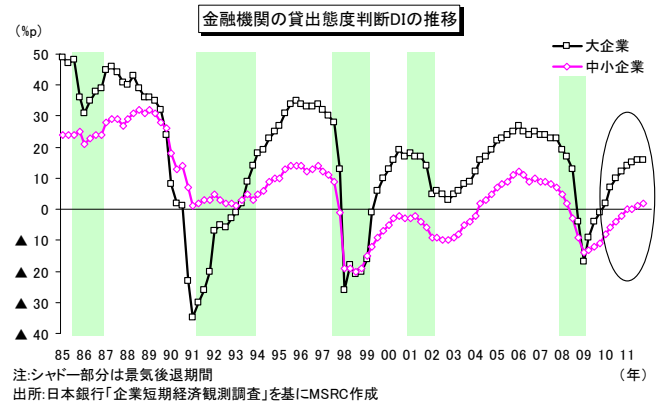
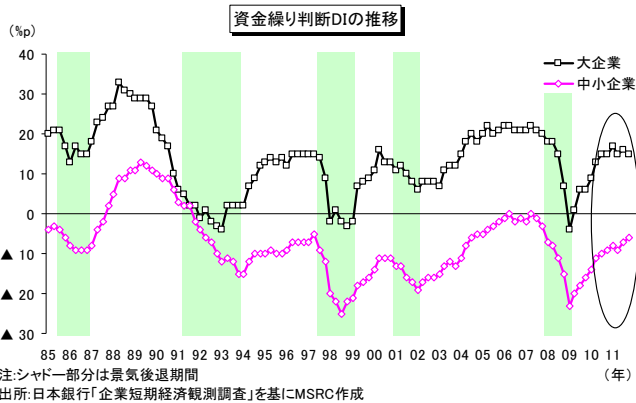
全規模・全産業の生産・営業用設備判断DIは6（前回調査比横這い）、雇用人員判断は2（同▲1%p）となった。総じてみれば、企業活動の持ち直しのペースが鈍化してきたことで、生産要素の過剰感が和らぐ動きも足踏みしている。また、設備・雇用とも過剰感が解消されているわけではないため、生産活動の回復が雇用や設備投資に本格的に波及しづらいという状況も続いているとみられる。ただ、雇用判断については、製造業では前回調査に比べて過剰感が増す一方、非製造業では中堅、中小企業を中心に雇用不足感が生じており、業況判断DI同様、相対的に内需の底堅さや労働集約的な産業が多い非製造業の業況が改善していることを反映しているとみられる。また、この結果、設備・雇用判断DIを加重平均して算出した、需給ギャップの代理変数となる加重平均DIは、前回調査に比べて改善したものの、依然として需給ギャップが存在することを示唆しており、川下におけるデフレ圧力は根強く残るものとみられる。



みずほ証券リサーチ&コンサルティング

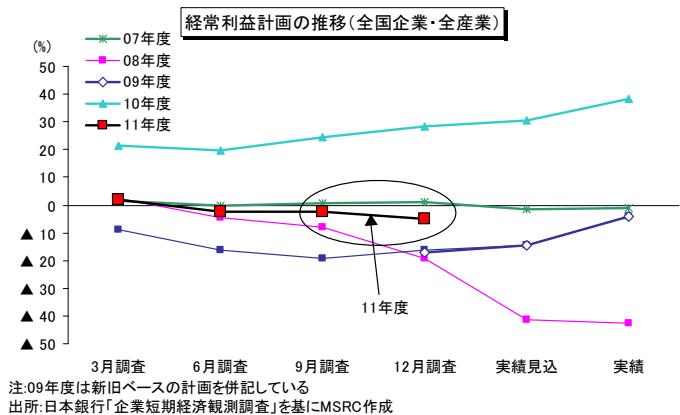
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

企業金融では、全規模・全産業ベースの資金繰り判断DIは2（前回調査比横這い）、金融機関の貸出態度判断DIは7（同横這い）、借入金利水準判断DIは▲5（同横這い）となった。中小企業では相対的に資金繰りが厳しい状況が続いているという課題は残るものの、総じてみれば、企業金融環境は緩和的な状況が続いている。



売上・収益計画

全規模・全産業の11年度収益計画は、売上高が前年度比+1.9%（前回調査比▲0.1%の下方修正）、経常利益が同▲4.8%（同▲2.4%の下方修正）、当期純利益が同+17.2%（同▲2.1%の下方修正）となっている。内訳をみると、海外経済の減速や円高の進行、さらにはタイの洪水の影響などもあり、売上高は大企業・製造業で国内、海外ともに下方修正となっており、経常利益計画では大企業・製造業のうち、相対的に輸出比率の高い加工業種での下方修正幅が大きくなっている。この点に関して、大企業・製造業における想定為替レートをみると、79.02円/ドル（上期：80.26円/ドル、下期：77.90円/ドル）となっている。前回調査に比べれば2円超、円高方向に修正されており、特に下期はほぼ足元の実勢レートに近い水準となっているため、現状程度の水準であれば、円高による追加的な下方修正圧力は和らいだといえよう。なお、経常利益計画を上期・下期別にみると、上期は前回調査時点の計画を上回って推移したものの、下期の見通しが大きく下方修正されている。



企業の売上・収益計画

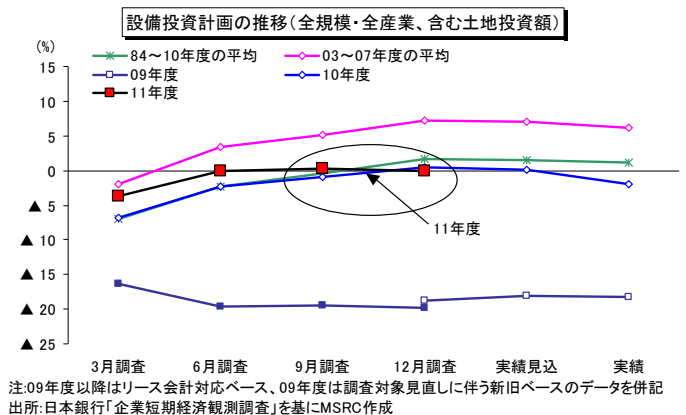
売上高		(前年度比・%)			(前年同期比・%)			
		2010年度	2011年度		2011/上期		2011/下期	
			(計画)	修正率	(計画)	修正率	(計画)	修正率
大企業	製造業	6.9	2.4	▲1.6	▲2.7	▲1.5	7.4	▲1.7
	国内	3.7	3.6	▲1.2	▲1.5	▲1.4	8.5	▲1.0
	輸出	16.1	▲0.4	▲2.7	▲5.6	▲1.8	4.8	▲3.6
	非製造業	4.7	2.6	0.2	1.5	0.4	3.6	0.0
	全産業	5.6	2.5	▲0.5	▲0.2	▲0.4	5.1	▲0.7
中堅企業	製造業	7.5	2.7	▲0.2	0.0	0.0	5.3	▲0.4
	非製造業	4.0	1.4	0.0	▲0.2	▲0.1	3.0	0.2
	全産業	4.9	1.8	0.0	▲0.2	▲0.1	3.6	0.0
中小企業	製造業	5.5	1.0	0.2	0.4	1.0	1.5	▲0.5
	非製造業	0.7	0.3	1.0	▲0.6	1.1	1.1	0.9
	全産業	1.7	0.5	0.9	▲0.4	1.1	1.2	0.6
全規模合計	製造業	6.8	2.2	▲1.1	▲1.7	▲0.8	6.1	▲1.3
	非製造業	3.4	1.7	0.4	0.6	0.5	2.8	0.3
	全産業	4.5	1.9	▲0.1	▲0.2	0.0	3.8	▲0.2

経常利益		(前年度比・%)			(前年同期比・%)			
		2010年度	2011年度		2011/上期		2011/下期	
			(計画)	修正率	(計画)	修正率	(計画)	修正率
大企業	製造業	67.9	▲6.7	▲6.4	▲9.2	7.7	▲3.9	▲18.0
	うち素材業種	59.8	9.0	3.0	26.6	14.5	▲9.5	▲10.3
	加工業種	74.2	▲17.9	▲13.9	▲33.1	0.2	0.4	▲22.6
	非製造業	33.2	▲10.6	▲3.6	▲9.0	5.7	▲12.2	▲11.8
	全産業	46.0	▲9.0	▲4.9	▲9.1	6.6	▲8.8	▲14.6
中堅企業	製造業	70.9	▲1.9	▲2.6	▲2.9	7.8	▲0.9	▲10.8
	非製造業	16.5	2.3	4.3	7.2	11.8	▲1.5	▲1.4
	全産業	31.9	0.8	1.7	3.2	10.3	▲1.3	▲4.9
中小企業	製造業	61.6	0.1	▲2.1	▲11.9	0.9	13.5	▲4.5
	非製造業	5.2	10.3	5.2	7.0	11.2	12.9	1.0
	全産業	17.6	7.2	3.0	0.6	7.9	13.1	▲0.5
全規模合計	製造業	67.5	▲5.2	▲5.3	▲8.7	6.9	▲1.3	▲15.2
	非製造業	24.2	▲4.6	▲0.5	▲3.8	7.7	▲5.3	▲7.2
	全産業	38.3	▲4.8	▲2.4	▲5.8	7.4	▲3.8	▲10.4

注:修正率・幅は、前回調査との対比
出所:日本銀行「企業短期経済観測調査」を基にMSRC作成

設備投資計画

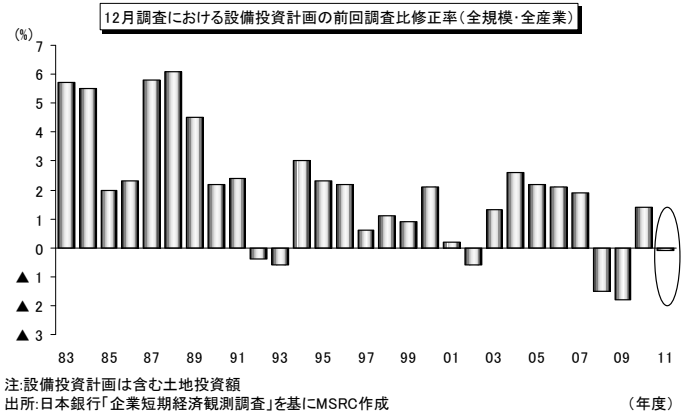
全規模・全産業の11年度設備投資(含む土地投資額)計画は前年度比+0.0%(前回調査比▲0.1%の下方修正)となっている。内訳をみると、製造業が前年度比+8.6%(修正率:▲2.0%)、非製造業が同▲4.5%(同+1.0%)となっており、規模別では、大企業が同+1.4%(同▲1.6%)、中堅企業が同+6.3%(同+1.5%)、中小企業が同▲12.3%(同+6.6%)となっている。例年の傾向に沿って、中小企業では計画の上方修正が



みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

確認される一方、業況判断や利益計画にもみられたように、大企業・製造業で設備投資に対する姿勢が慎重化していることが窺える。機械受注の動きにもみられたように、企業は先行きに対する不透明感が高まるなかで、不要不急の投資については一旦先送りしている可能性が考えられよう。なお、GDPベース設備投資の概念に近いソフトウェアを含む設備投資額（除く土地投資額）の11年度計画は前年度比+3.7%（前回調査比▲0.6%）となっている。



今回の短観については、①海外経済の減速や円高の進行、さらには欧州債務問題の深刻化など先行きの不透明感が高まるなかで、大企業・製造業では業況判断が悪化し、利益、設備投資計画も下方修正となっている、②外部環境の悪化の影響が相対的に軽微に留まり、復旧・復興需要が支えとなる非製造業や中小企業では足元の業況判断が改善する一方、「先行き」については総じて慎重な姿勢を示している一などが確認される結果と捉えている。今後については、復旧・復興需要を支えに緩やかな回復の動きが続くと考えているが、欧州債務問題の深刻化やそれに伴う一段の海外経済の減速や円高の進行など、生産の牽引役である輸出環境を巡るリスクが高い状況にあり、設備投資や雇用などの回復力にも疑問が残るなか、短期的には日本経済は下振れリスクに注意が必要な状況と考えている。また、やや長い目でみれば、設備・雇用の過剰感は解消されておらず、期待成長率の低迷もあって、輸出・生産・企業収益の回復が国内における雇用や設備投資に波及しづらいという問題や輸出の恩恵を享受しやすい大企業・製造業に比べて、内需に依存する度合いが大きい中小企業・非製造業の回復が遅れるといった問題は残されているため、こうした点には引き続き注目しておきたい。◆

【金融商品取引法に係る重要事項】

みずほ証券で取り扱いの商品等にご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料（国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.20750% [税込み]、最低2,625円 [税込み]の委託手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸費用、等）をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料等をよくお読みください。

商号等：みずほ証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第94号

加入協会：日本証券業協会、社団法人日本証券投資顧問業協会、

社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

株式会社みずほ証券リサーチ&コンサルティング

〒103-0027

東京都中央区日本橋1-17-10

TEL: 03-5203-6501 FAX: 03-5203-6499

URL: <http://www.mizuho-msrc.com/>

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。