

Economic Monitor

日本経済は失速すれども二番底に至らず（12月短観）

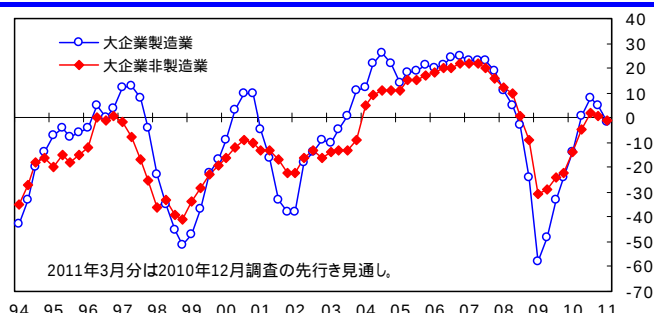
大企業製造業の業況判断は悪化こそしたものの、悪化幅は小幅に過ぎず、日本経済が失速しても二番底入りはしないことを示唆。2010年度下期の想定為替レートは5円超も円高方向へ修正されたが、新興国需要の力強さを梃子に、経常利益計画の引き下げは小幅に留まる。設備や雇用など生産要素に対する過剰感は引き続き和らぐも、企業の慎重姿勢が変わらない限り、新規雇用や設備投資の積極化には結びつきにくい。

12月日銀短観が公表された。業況判断DI（良い－悪い）は多くの規模・業種で悪化したが、悪化幅は総じて小幅に留まる。今回の短観は、景気の減速や踊り場入りを示唆しているものの、二番底懸念を高めるものではない。日本経済は当面「踊り場の状況」を余儀なくされるものの、景気後退には至らず、来年後半にかけては再び回復モメンタムを取り戻すと見込まれる。

最も注目度の高い大企業製造業の業況判断DIは9月調査の8から12月調査では5に低下したものの、市場コンセンサスの3（当社予想2）を上回った。内訳を見ると、輸出の減速や円高による輸出採算悪化を受けて、加工業種を中心に業況判断は低下している。特に半導体関連での生産調整が道半ばである電気機械（9月調査14→12月現状2、変化幅▲12）、電気機械向けの納入が多い化学（16→9、変化幅▲7）や窯業・土石製品（6→▲4、変化幅▲10）、非鉄金属（33→22、変化幅▲11）の低下が目立つ。但し、エコカー補助金の終了に伴い、9月短観で32から▲6への大幅悪化が予想されていた自動車の業況判断DIは21への小幅な悪化に留まった。自動車セクターは先行きを悲観的に見るクセがあるが、それにしても大きな上振れである。補助金終了後の国内販売の落ち込みや円高による悪影響を、新興国や米国での販売拡大が補い、業況判断の悪化を小幅に留めたと推測される。

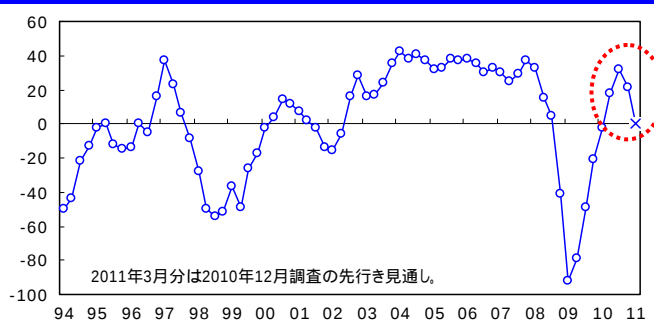
大企業非製造業の業況判断DIは1（9月調査2）へ1ポイント悪化した。小売（9月調査1→12月現状▲3）や対個人サービス（8→7）などが悪化したものの、対事業所サービス（▲1→9）が10ポイントもの大幅改善を示し、下落幅を圧縮した。但し、対事業所サービスの需給状況を反映する企業向けサービス価格指数は下落が寧ろ加速しており、またサービスの需要者である製造業の減速などとも、対事業所サービスの業況判断DIの大幅改善は整合的ではない。対事業所サービスの動きはやや割り引いて見ておくべきだろう。中小企業の業況判断DIは、製造業が9月調査の▲14から12月調査では▲12へ予想外に改善した。素材業種や生産用機械など資

大企業の業況判断DI（%Pt、良い－悪い）



(出所) 日本銀行

自動車の業況判断DI(%Pt、大企業、良い－悪い)



(出所) 日本銀行

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、伊藤忠商事調査情報部が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、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。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

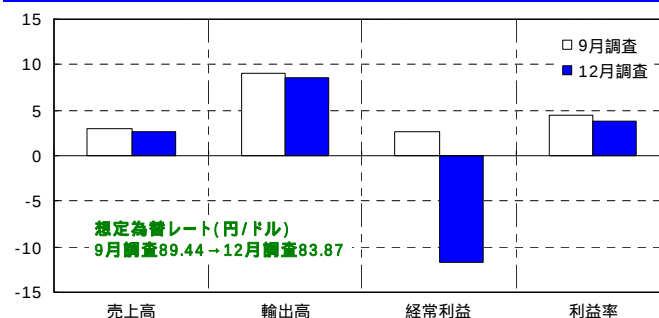
本財関連の改善が寄与したが、大企業での悪化がラグをもって波及する可能性があるため、楽観はできない。なお、非製造業は大企業と同じく1ポイント悪化したため（▲21→▲22）全産業の業況判断DIは横ばいだった（▲18→▲18）。

今回の短観で業況判断DIに劣らず、注目されるのは円高の収益への影響である。大企業・製造業の2010年度下期の想定為替レートは9月調査の89.44から83.87へ5円超も下方修正された。それに対応して、下期の経常利益計画も9月調査の前年比2.7%から▲11.7%へ下方修正されているが（修正率▲14.0%）、為替レートの修正に比せば修正幅は小幅であり、上期の上振れ（修正率20.5%）により、2010年度全体の計画は54.3%から57.8%へと寧ろ上方修正されている（修正率2.3%）。これは5円超もの想定為替レート引き下げにも関わらず、下期の輸出高計画が僅か0.5%の下方修正、売上高全体では0.2%の下方修正に留まったためである。円高により下期の売上高経常利益率は9月調査の4.41%から12月調査では3.80%へ0.61Ptも引き下げられたが、売上高の低下が僅かなため（数量ベースでは寧ろ上方修正と考えられる）、経常利益の下方修正が比較的小幅に留まったとのである。つまり、新興国需要等による数量ベースの押し上げが、円高の悪影響を相当程度オフセットしていると言える。

利益面での悪影響は小幅でも、円高は国内生産の利益率悪化を通じて、設備投資計画には押し下げ圧力として働いている。大企業全体の設備投資計画（土地投資を含む）は9月調査の2.4%が12月は2.9%へ0.5Pt上方修正されたが、製造業に限ると4.0%から2.9%へと大きく引き下げられている。円高に伴う国内生産の価格競争力低下を受けて、製造業が国内の設備投資計画を見直しつつあることが分かる。なお、大企業非製造業の設備投資計画（土地投資を含む）は1.6%から3.0%へ上方修正されたが、土地投資を除きソフトウェア投資を含むベースでは4.8%から4.5%へ寧ろ下方修正されており、非製造業が設備投資に強気になったとも言い難い。

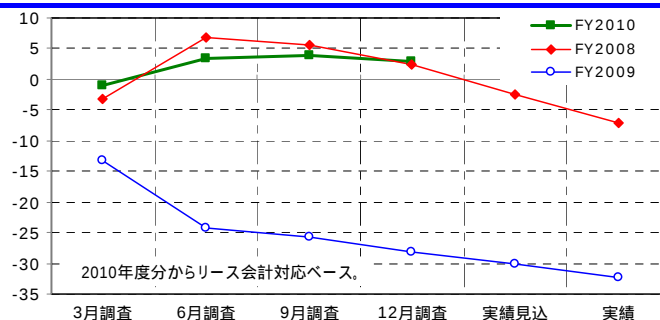
需給ギャップの代理変数である設備や雇用の過剰感を示すDIを見ると、まず生産・営業用設備判断DI（過剰 - 不足）は全規模製造業が14で横ばい、非製造業は4から3に小幅低下した。一方、雇用人員判断DI（過剰 - 不足）は製造業が10から9へ小幅低下、非製造業は6から3へ比較的大きめの低下となっている。世界経済は減速、国内経済は「踊り場な状況」に陥っているものの、設備や雇用に対する過剰感が寧ろ改善へ向かっていることは、今後の日本経済を考える上で明るい材料の一つと言える。

大企業製造業の2010年度下期計画（前年度比%、%）



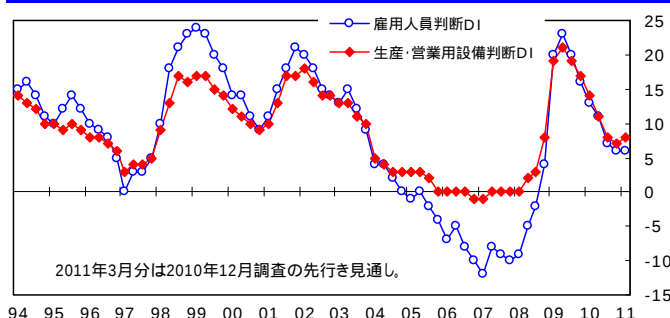
(出所) 日本銀行

大企業製造業の設備投資計画（前年度比、%）



(出所) 日本銀行

設備と雇用の過剰感（過剰 - 不足、全規模全産業）



(出所) 日本銀行

但し、こうした過剰感の低下が設備投資や雇用の増加へ容易に反映されない点こそが、現在の日本経済における最大の問題であることを忘れてはならない。企業が内需の先行きや国内立地に対して慎重な姿勢を維持しているために、過剰感の低下が投資や雇用増加に結びつきにくいのである。実際、同時に発表された 2011 年度の新卒採用計画は上方修正こそされたが、引き続き低調なものに留まっている。全規模全産業（含む金融期間）の採用計画は 2009 年度▲8.0%、2010 年度▲23.0%と大幅な縮小が行われたにも関わらず、2011 年度も未だ▲2.2%と圧縮が計画されているのである。

