

# Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp  
主任研究員 丸山義正 03-3497-6284 maruyama-yo@itochu.co.jp

## 不安を抱えつつも業況判断は改善継続（9月短観）

大企業製造業の業況判断は大幅に改善しプラス圏に復帰。先行きも自動車の牽引でプラス圏維持の予想。海外需要鈍化を国内需要の持ち直しが補うと企業は想定。但し円高進行や販売価格引き下げにより利益率は悪化。設備投資計画は製造業で小幅上方修正も、非製造業が大幅に下方修正。

### 大企業は不安を抱えつつも、プラス圏の業況判断の継続を予想

10月3日に9月調査の日銀短観が公表された。最も注目される大企業製造業の業況判断 DI は6月調査の▲9が9月調査では2へ11ポイント改善、先行きも4への改善が見込まれている。市場コンセンサス（現状2、先行き3、当社予想も同じ）に概ね沿った結果であり、サプライズはない。一方、非製造業は6月調査▲5が9月調査では1、先行きも同じく1となり、こちらは市場コンセンサス（現状2、先行き2、当社予想は現状1、先行きゼロ）から若干だが下振れた。

大企業の業況判断 DI は、製造業と非製造業が共に中立のゼロを上回り、先行きも大幅な改善こそ期待できないものの、プラスを維持するとの見通しである。円高進行や販売価格下落、輸出鈍化、在庫積み上がりなどの懸念を抱えつつも、現時点で大企業は業況の大幅な悪化はないと考えている。後述するように、こうした先行き判断は自動車が牽引するところが大きく、良くも悪くも2011年度下期の企業部門、特に製造業は自動車セクターの動向次第である。

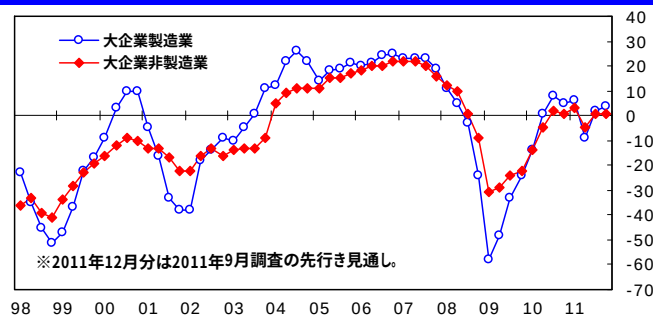
### 中小企業は先行きに慎重

一方、中小企業でも、大企業と同様に足元の業況判断は改善したが、先行きは再悪化が予想されている。製造業は6月調査▲21が9月調査▲11に改善した後、先行きは▲12、非製造業は6月調査▲26が9月調査▲19に改善した後、先行きは▲22である。円高などによる収益環境悪化のしわ寄せが厳しいと、中小企業は判断している。

### 製造業の先行きは自動車が牽引

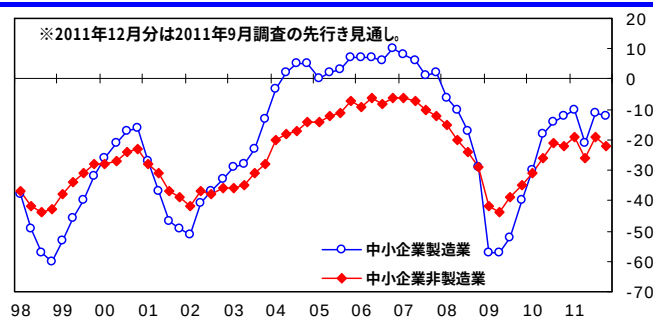
大企業製造業の業況判断を業種別に見ると、3日発表の概要段階で判明する16業種中10業種で業況判断が改善した。自動車が6月調査▲52から13へ大幅に改善したのが目立つものの、加工業種の電気機械（6月現状▲16→9月現状▲5）やはん用機械（7→21）、素材業種の鉄鋼（▲21→▲16）、非鉄金属（▲14→17）

大企業の業況判断DI (%Pt, 良い-悪い)



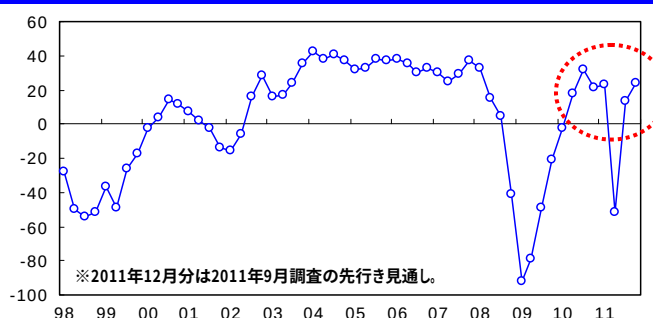
(出所) 日本銀行

中小企業の業況判断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、伊藤忠経済研究所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。

など幅広い業種で改善が確認できる。サプライチェーン復旧や生産設備の再開が、生産や収益回復に広く寄与したと判断される。なお、業況判断が悪化した紙・パルプ（▲16→▲23）や金属製品（2→▲5）などでは、価格転嫁の遅れによる収益環境悪化が響いたと考えられる。

一方、先行き判断は製造業全体で引き続き改善を見込むものの（9月現状2→9月先行き4）、16業種中で改善は7業種に留まる。自動車（13→24）や自動車改善の影響を色濃く受ける鉄鋼（▲16→16）や非鉄金属（17→28）の大幅改善が製造業全体を押し上げる。2011年度下期以降、製造業の回復は自動車セクターに大きく依存と言えるだろう。但し、逆に言えば、裾野の広い自動車セクターが増産基調を維持すれば、製造業全体が腰折れするとも考えにくい。

### 非製造業は個人消費関連の改善が顕著

大企業非製造業も、12業種中8業種と幅広い業種で足元の業況判断が改善した。自粛ムード巡と地デジ・節電特需を受けた個人消費関連での業況判断上昇が顕著であり、小売（6月現状10→9月現状14）や対個人サービス（▲10→3）、宿泊・飲食サービス（▲40→▲18）が軒並み改善している。一方、大幅悪化は、原子力発電所停止に加え、台風による水力発電所損壊などの影響を受けた電気・ガス（6月調査▲3→9月調査▲14）に留まる。先行きについては、地デジ・節電特需剥落により小売（9月現状14→9月先行き6）こそ低下を見込むものの<sup>1</sup>、対個人サービス（3→9）や宿泊・飲食サービス（▲18→▲13）は底固い推移を予想している。10～12月期については、当社もサービス消費が底固く推移すると予想しているが、地デジ特需の反動減次第で財消費は落ち込む可能性が否定できない。小売の出来不出来が非製造業全体を左右するだろう。なお、小売の動向にも自動車販売が大きく影響するため、非製造業も自動車セクターの影響を色濃く受ける。

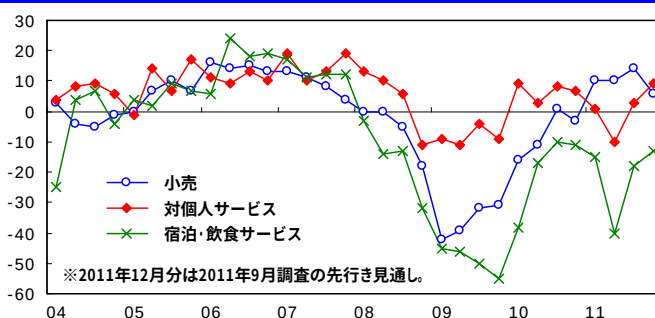
### 海外需要の悪化を国内が補う

大企業の業況判断変化の背景を考えるため、需給や在庫、価格判断を見ると、まず海外での需給判断（需要超過－供給超過）が緩やかに悪化しているのが目立つ（製造業：6月調査▲2→9月調査▲3→先行き▲4）。先進国経済の低迷と新興国経済の減速により、企業は海外需要が鈍化すると判断している。これは、2011年度の輸出売上高計画が1.0%下方修正されたことから確認できる。対して、国内需給については底固く推移すると判断されており（製造業：6月調査▲15→9月調査▲14→先行き▲12、非製造業：▲27→▲23→▲24）、国内売上高計画は2.1%上方修正された。企業は国内販売の堅調推移が海外需要の鈍化を補うと判断している。

### 素材産業で在庫調整の懸念

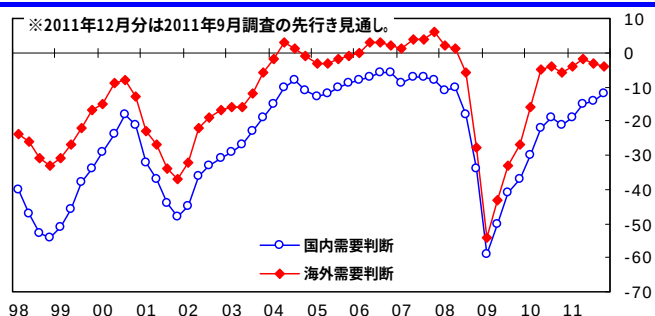
大企業製造業の製商品在庫判断（過大－不足）は6月調査9が9月調査では14へ、同じく流通在庫判断

個人消費関連業種の業況判断DI（大企業、%Pt）



（出所）日本銀行

大企業製造業の需要判断DI（%Pt、需要超過－供給超過）



（出所）日本銀行

<sup>1</sup> 最近の調査では、大企業・小売は先行きを悲観的に回答する傾向もある。

も7が12へ急上昇した。このうち加工業種（製商品在庫9→14、流通在庫4→9）はサプライチェーン復旧で自動車セクターの在庫復元が進んだ影響が大きく、懸念は不要である。加工業種の9月調査の在庫水準判断DIは震災前と比べて高水準にあるわけではない（製商品在庫はやや高いが、流通在庫は極めて低い水準である）。但し、素材業種では製商品在庫水準が2009年12月調査以来の高水準に達するなど、在庫調整が生じる懸念が否定できないだろう。業況判断などから判断すると、先行きを慎重にみている化学などで在庫積み上がりが懸念される。

販売価格判断（上昇－低下）は製造業（6月調査▲8→9月調査▲9）と非製造業（▲11→▲11）の両方で上昇が止まった。製造業での販売価格判断の低下は、輸出セクターで円高進行に伴い値下げを迫られている影響もあると考えられる。売上高計画が上方修正される一方で、円高や販売価格の引き下げによる利益率悪化により、経常利益計画は総じて下方修正された（大企業製造業：売上高1.2%上方修正、経常利益0.7%下方修正、大企業非製造業：売上高0.2%上方修正、経常利益▲1.2%下方修正）。

### 非製造業の設備投資計画下方修正が懸念される

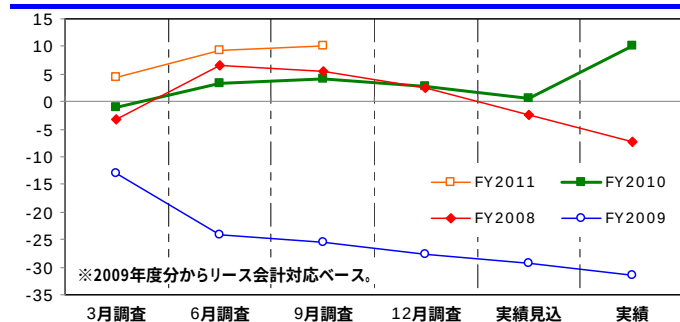
2011年度の設備投資計画（含む土地投資額）は大企業が1.2%下方修正され、前年度比3.0%となった。製造業は小幅上方修正されたものの（6月調査9.2%→9月調査10.1%）、非製造業がプラス計画から減少計画へ大幅に下方修正されている（1.7%→▲0.6%）。電力関連での投資計画大幅修正の影響とも考えられるが、円高の悪影響が及ぶと考えられる製造業ではなく、非製造業での下方修正が大きい点は今後の設備投資動向を考える上で懸念材料と言える（後日公表の業種内訳を確認する必要がある）。なお、設備の過剰感を示す生産・営業用設備投資DI（過剰－不足）は製造業で過剰度合いが小幅縮小したが（大企業製造業：6月調査10→9月調査9）、非製造業では改善が止まった<sup>2</sup>（大企業非製造業：1→1）。

中小企業では設備投資計画の策定企業が増加したことで、例年通り投資計画が上方修正された（中小企業製造業：6月調査▲4.1%→9月調査3.7%、非製造業：▲35.8%→▲29.0%）。

### 雇用人員判断は過剰幅縮小

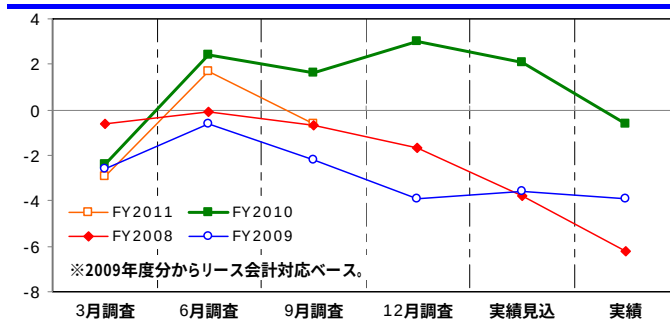
資本と並ぶ投入要素である雇用に関してみると、雇用人員判断DI（過剰－不足）の過剰度合いが大幅に縮小している。サプライチェーン復旧などにより社内での人員余剰が解消したのが主因と考えられる。但し、先行きは改善ペースが中小企業を中心に鈍っている（大企業：6月調査7→9月調査4→先行き2、中小企業：9→3→2）。

大企業製造業の設備投資計画（前年度比、%）



(出所) 日本銀行

大企業非製造業の設備投資計画（前年度比、%）



(出所) 日本銀行

<sup>2</sup> 但し、先行きは過剰度合いの縮小が見込まれている（9月現状1→先行き▲1）。