

日銀短観の詳細データが示す懸念材料と光明

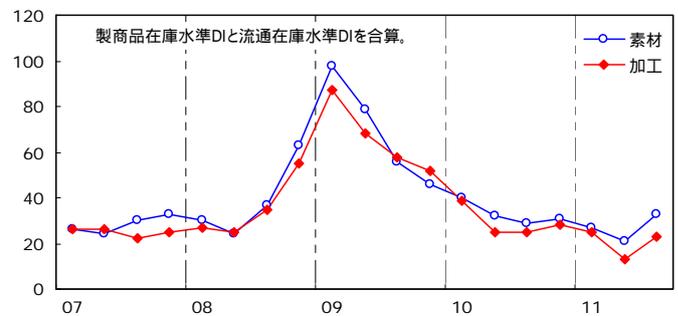
9月日銀短観の概要は10月3日に公表済だが、詳細なデータを含む業種別計数が4日になって示された。詳細データは、今後を考える上での懸念材料と光明を示している。

懸念材料の第一は、非製造業の設備投資計画下方修正である。9月調査時点では中小企業の設備投資計画に正確性は期待できないため、大企業データで投資動向を判断する必要があるが、既に概要で示されたように大企業・非製造業の2011年度設備投資計画は6月調査の1.7%が9月調査では0.6%へ大幅に下方修正された(修正率2.2%)。大企業・非製造業の設備投資は2008年度以降減少が続いており、2011年度も減少すれば4年連続となる。

業種別計数で公表された内訳を見ると、修正率のマイナス幅が大きいのは、物品賃貸の13.9%、運輸・郵便の10.0%、個人向けサービスの3.6%である。いずれのセクターも生産・営業用設備判断DIでは設備過剰感の大幅な高まりは示されておらず、需給というよりも、事業計画そのものが修正を迫られ、それに伴い投資計画そのものが取り止められたものと推察される。物品賃貸では、政府や自治体による復興投資計画の策定遅れにより建設資材や建機などの需要ピークが後ズレした影響が、運輸でも政府などの計画策定の遅延により民間サイドの投資が先送りされた可能性が指摘できるだろう。こうした投資計画の修正は、復興投資の動向により再び上方修正される可能性があるものの、需給とは関係が薄いため、景気動向の上振れによる上方修正は期待できない。そのため、大企業非製造業の2011年度設備投資は前年割れで着地する可能性が高いだろう。

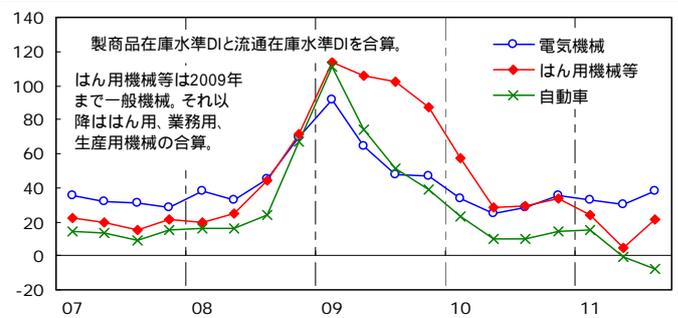
懸念材料の第二は、在庫動向である。在庫関連のDIはメーカー自身が抱える在庫水準を示す「製商品在庫水準DI」と流通段階在庫水準を示す「製商品の流通在庫水準DI」に分かれるが、両者を合算して、在庫水準判断DI(過剰-不足)を作成して見ると、9月調査では加工産業が6月調査から10Pt、素材産業に至っては12Ptも上昇していた。当社では、3日の時点では素材産業に懸念を示したものの、加工産業については自動車による在庫復元に伴う上昇と判断

在庫水準判断DI(製商品在庫判断+流通在庫判断)



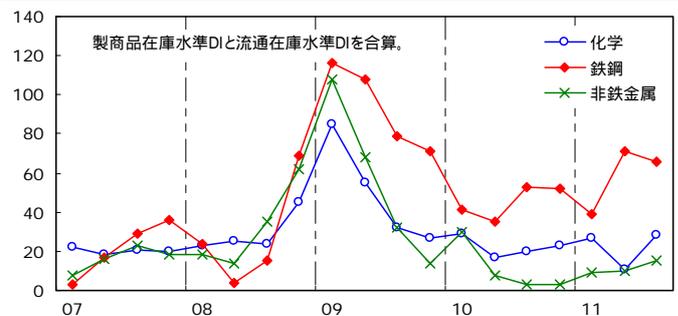
(出所)日本銀行

加工産業の在庫水準判断DI(製商品在庫判断+流通在庫判断)



(出所)日本銀行

素材産業の在庫水準判断DI(製商品在庫判断+流通在庫判断)



(出所)日本銀行

していた。しかし、業種別計数が明らかとした加工産業の業種別内容は想定とやや異なる。

加工産業で、供給制約に伴う在庫払底が解消されたのは、はん用機械など（従来の一般機械）であり、3月調査 24 が6月調査で5へ低下した後、9月調査では21へ上昇した。なお、グラフに示したように21は金融危機前と比べて高い水準ではない。3日時点で在庫水準の上昇を予想していた自動車は、寧ろ在庫水準の不足超幅が更に拡大していた。9月調査での自動車の在庫水準判断 DI はマイナス8と2004年12月調査のマイナス3以来の低水準である。一方、在庫積み上がりが見られるのは電気機械であり、半導体や電子部品など IT 分野での供給過剰などを背景に、在庫水準 DI は6月調査の30が9月調査では38に上昇した。但し、IT 分野の在庫調整は既に生産統計などにより確認されており、サプライズではないだろう。

一方、素材分野では、在庫水準の高まりが顕著なのは、化学（3月調査 27 6月調査 11 9月調査 28）、紙パルプ（36 23 42）、鉄鋼（39 71 66）、非鉄金属（9 10 15）などである。但し、全ての素材セクターが在庫調整の懸念があるとも判断しにくい。先行きの業況判断が、鉄鋼（9月現状 16 先行き 16）や非鉄金属（17 28）などでは大幅に改善しているためである。

種々の業種別動向などを踏まえれば、今後、在庫調整の懸念が大きいのは IT 分野を中心とした電気機械と電気機械などへの納入が多い化学であろう。一方、鉄鋼や非鉄金属の在庫過剰は、業況判断の改善と自動車の在庫不足を踏まえると、今後の自動車増産に備えた一時的な積み上げの側面が大きいと考えられる（化学にもこの動きが一部含まれるかも知れない）。つまり、意図した在庫積み増しである。在庫動向に見え隠れしている自動車の積極増産の動きは、当面、日本の製造業全体を下支えしていこう。欧州ソリン問題や円高進行など懸念材料が多い中で、これは数少ないポジティブな材料と言える。