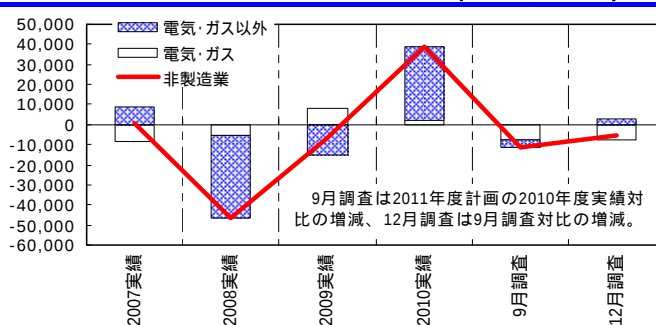


12 月日銀短観と東日本大震災

12 月 15 日に発表された 12 月日銀短観は、大企業製造業の業況判断 DI 大幅悪化（9 月調査 2→12 月調査 ▲4）や、輸出計画（修正率 ▲2.7%）と設備投資計画の下方修正（修正率 ▲3.5%）など、欧州を中心とする海外経済からの逆風を鮮明に示した。ただ同時に、非製造業の業況判断 DI 改善（9 月調査 1→12 月調査 4）や売上計画の上方修正（修正率 0.2%）などは、内需の太宗を占める個人消費の見通しが暗転したわけではないことも明らかとしている。そうした 12 月短観において、不可解だったのが、業況判断 DI が改善する下での大企業非製造業による経常利益計画の 3.6% 下方修正であった。

16 日に公表された業種別データによって、その疑問は氷解した。経常利益計画の下方修正は、電気・ガス（一般的な用語で言えば、電力とガス）による利益計画が 9 月時点の 4,014 億円から ▲3,683 億円へ 7,697 億円も引き下げられたのが主因である。電気・ガスを除くと、経常利益計画は 9 月調査対比で 2,547 億円、1.8% の上方修正となる。これであれば、大企業非製造業の業況判断 DI 改善と整合的であろう。

非製造業の経常利益計画・増減（年度、億円）



(出所) 日本銀行

個人消費は、7～9 月期を大きく押し上げた自動車販売急増や地デジ特需の反動などにより、10～12 月期に少なくとも伸びが大幅に鈍化、場合によっては減少する可能性もある。しかし、そうした一時的要因と関係のない分野、特にサービス分野において持ち直しの動きが継続しているのも、また確かであろう。個人消費の趨勢を左右する雇用所得環境が大きく悪化しないことが前提条件となるのだろうが、企業側は個人消費が緩やかながらも持ち直しを続けると判断している。

なぜ、こうした歪みが生じたのか。電気・ガス産業はもともと社数が少ないため、社数構成比によって算出される業況判断 DI の上部カテゴリー、すなわち非製造業や全産業への影響はそもそも僅少である。加えて、12 月調査短観での経常利益計画の下方修正には、東京電力に限っての計数の下方修正が大きく影響したと推測される。11 月 4 日に公表された東京電力の決算資料¹によると 2011 年度の経常損益は前年度比 ▲7,200 億円の ▲4,000 億円である。一方、9 月調査時点では、業績予想は不能として回答していない可能性が高い。その場合、日銀短観による欠測値補完²では当年度計数が入手できない場合には、直近回答値すなわち 2010 年度データが用いられる。従って、9 月調査までは 2010 年度実績が、12 月調査では ▲4,000 億円が反映されたため、東京電力一社で 7,200 億円もの下方修正が生じたと推測できるのである。これは電気・ガスの下方修正額の 94% に相当し、推測の確からしさを裏付ける。総合すれば、東京電力 1 社の変動であるため、業況判断 DI には大きく影響しない一方、9 月までの業績予想不能とも相俟って 12 月調査の経常利益計画は大幅な下方修正になったということである。

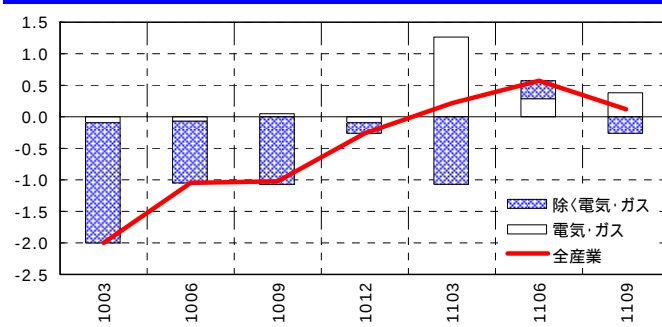
¹ 11 月 4 日付け資料。

² 「短観」(全国企業短期経済観測調査) の FAQ。

こうした一部企業の大きなデータ変動による統計の歪みは、他でも観察される。日銀が月次で公表している貸出・資金吸収動向によると銀行の貸出残高は 10 月前年比 0.1%、11 月 0.2%と 2 ヶ月連続でプラスを記録した。これは金融危機による手元資金需要が膨らんでいた 2009 年 11 月以来である。但し、広く報道されている通り、資金需要拡大と社債リファイナンスの難しさから電力会社による金融機関借入が 2011 年 3 月以降に大きく膨らんでいる。日銀短観では大企業・全産業の金融機関借入額が 3 月末前年比 0.2%、6 月末 0.6%、9 月末 0.1%と 3 四半期連続でプラスとなったが、これは電気・ガスが 3 月末 21.6%、6 月末 3.9%、9 月末 5.1%と増加している影響が大きい。電気・ガスを除くと金融機関借入残高は 6 月末こそ 0.3%（3 月末▲1.1%）と増加に転じたものの、9 月末は▲0.3%と再び水面下に沈んでいる。6 月末までは、大震災を受けた手元資金需要の影響で金融機関からの借入れが膨らんだものの、9 月にはそうした動きも沈静化したためと考えられる。手許流動性が潤沢、かつ世界経済及び日本経済の先行きが不透明な下で企業の資金調達ニーズは引き続き低調である。

東日本大震災は様々な面において、極めて稀有な事象である。そのため、統計などにも大きなゆがみをもたらす可能性が高い。そうしたゆがみについては、統計作成者側の注意喚起も重要だが、統計ユーザー側でも解釈面で十分に注意する必要があるだろう。

大企業・全産業の金融機関借入の推移(前年比、%)



(出所)日本銀行