

9月短観は回復も市場予想には届かず

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

<要 約>

9月調査の日銀短観では、大企業・製造業の現状判断DIが▲27と、6月調査の▲34から7ポイントの改善となった。11四半期ぶりの改善だが、市場予想の▲24には3ポイント届かなかった。前回6月調査の同DIが▲26ポイントの大幅悪化だったことを考えれば、戻りの鈍さは否めない。

また、設備投資計画は下方修正された。6月調査時は、2020年度の業績見通し自体がまだ定まらず、多くの企業が公表を先送りしていたが、ここにきて影響が見えてきたことで、改めて設備投資の下方修正に踏み切る企業が増えたとみられる。

世界景気の回復ペースは、良くて「レ」型とみられる。昨年9月以降、大企業・製造業の業況判断DIは累計で39ポイント低下したが、これを取り戻すのは数年単位の時間を要する可能性がある。

1. 11四半期ぶりの改善も市場予想には届かず

9月調査の日銀短観では、最も注目される大企業・製造業の現状判断DIが▲27と、6月調査の▲34から7ポイントの改善となった（図表1, 2）。11四半期ぶりの改善だが、市場予想の▲24には3ポイント届かなかった。前回6月調査の同DIが▲26ポイントの大幅悪化だったことを考えれば、戻りの鈍さは否めない。

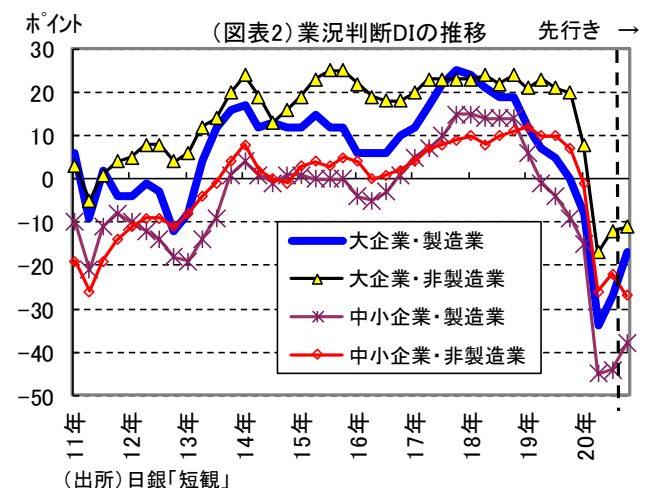
経済活動の再開や、ペントアップディマンド(繰越需要)の発現、世界景気の持ち直しに伴う輸出の回復等を反映した形だが、欧州等における感染再拡大や、猛暑といった天候要因が一定程度下押し要因となった可能性がある。大企業製造業について、業況判断の選択肢別社数構成比の6月から9月の変化をみると、良い：7%→7%、さほど良くない：52%→59%、悪い：41%→34%となっている。「良い」の占率は変わっておらず、あくまで悪さのレベルが多少緩和したなかでの業況改善とすることができる。

一方、大企業非製造業は、5ポイント改善の▲12となった。こちらも事前の市場予想を3ポイント下回る結果。こちらは、外出需要の低迷の影響を直接受けるサービス関連業種と、「巣ごもり消費」の恩恵を受ける業種との格差が極めて大きい。

(図表1) 日銀短観業況判断DI

	6月調査実績		9月調査実績				9月調査の当社予測値			
	6月 最近	9月 先行き	9月 最近	変化	12月 先行き	変化	9月 予測	変化	12月 予測	変化
大企業	▲26	▲21	▲21	5	▲14	7	▲19	7	▲14	5
製造業	▲34	▲27	▲27	7	▲17	10	▲25	9	▲18	7
非製造業	▲17	▲14	▲12	5	▲11	1	▲13	4	▲10	3
中小企業	▲33	▲38	▲31	2	▲31	0	▲29	4	▲25	4
製造業	▲45	▲47	▲44	1	▲38	6	▲39	6	▲34	5
非製造業	▲26	▲33	▲22	4	▲27	▲5	▲21	5	▲19	2

(出所) 日銀短観等より明治安田総合研究所作成



が特徴である。

2. 加工業種の業況が改善

大企業・製造業の業種別の現状判断 DI をより詳細にみると、内訳の 16 業種のうち、11 業種が改善、4 業種が悪化、1 業種が横ばいと言う結果になっている。もっとも、DI の水準は前回に続き、全 16 業種でマイナスであった。素材、加工別では、素材業種が▲29 で 6 月から横ばい、加工業種が 8 ポイント改善の▲27 となっており、加工業種の改善幅がより大きい（図表 3）。

改善した業種のうち、石油・石炭製品（6 月：▲32→9 月：▲13、変化幅+19）、電気機械（▲28→▲15、+13）、業務用機械（▲29→▲18、+11）、自動車（▲72 →▲61、+11）、はん用機械（▲26→▲16、+10）等の 6 業種が二桁の改善となっている（図表 4, 5）。このうち、石油・石炭製品は原油価格の安定を反映、自動車および機械類は、輸出の回復や国内の生産活動の再開を受け、企業活動が全般的に活性化しつつある状況を反映したとみられる。

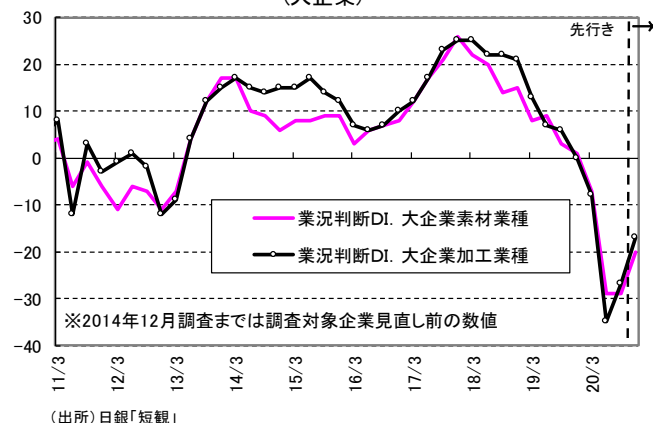
なお、大企業・製造業の業況判断 DI と関連の高いロイヤ一短観（9 月）を見ると、企業からは「コロナ禍からの回復が速く、8 月以降の受注が増加（輸送用機器）」と、リバウンドの強さを挙げる声があるほか、「半導体メモリー向けの需要が好調（電機）」と、半導体需要の好調を指摘する声もある。一方で、「新型コロナによる自動車市場の縮小、および需要の落ち込みの影響が大きい（鉄鋼）」など、コロナの悪影響の大きさを指摘する声も引き続き多い。

大企業・製造業の国内外別の需給判断 DI をみると、海外での製商品需給判断は 3 ポイント改善の▲26、国内での製商品・サービス需給判断は 4 ポイント改善の▲28 となっている（図表 6）。いずれも改善だが、前回 6 月調査ではそれぞれ 15 ポイント、18 ポイントの悪化だったことを考えれば、こちらも戻りの鈍さは否めない。なお、2020 年度下期の想定為替レート（全規模・全産業）は 107.30 円/ドルと、足元の水準よりもやや円安方向となっている。為替相場では円高圧力がかかり続けており、今後円高方向への動きが強まることで製造業の業況の下押し要因となるリスクが残る。

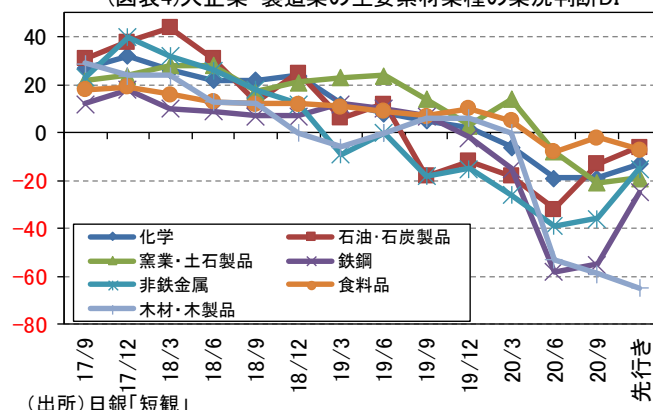
3. 12 月も業況改善トレンドが継続

大企業・製造業の 12 月の先行き判断 DI は、9 月から 10 ポイント上昇の▲17 となった。主要 16 業種中、改善が 12 業

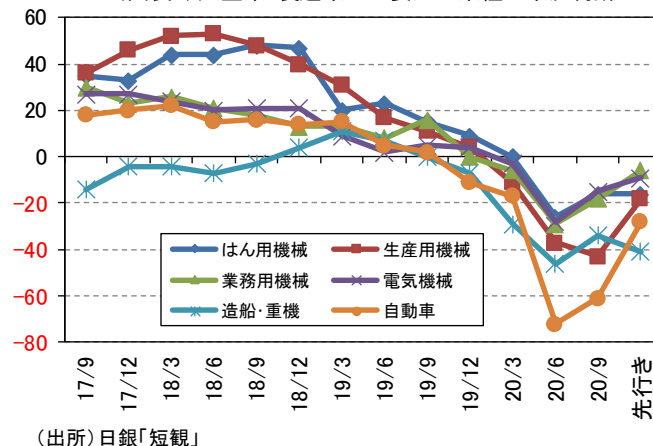
ポイント（図表3）製造業、素材業種・加工業種別業況判断DI
（大企業）



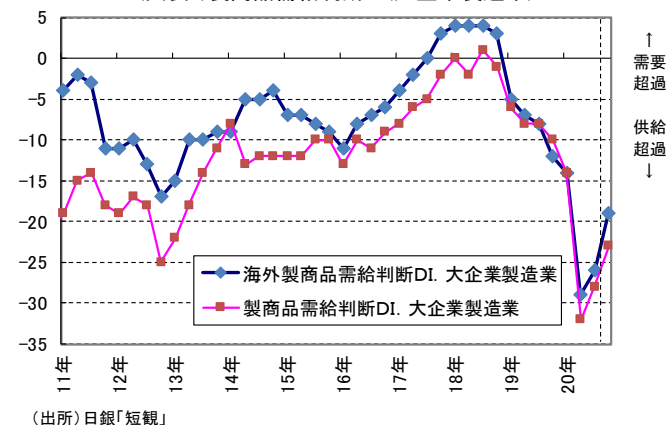
ポイント（図表4）大企業・製造業の主要素材業種の業況判断DI



ポイント（図表5）大企業・製造業の主要加工業種の業況判断DI



ポイント（図表6）製商品需給判断DI(大企業製造業)



種、悪化が3業種、横ばいが1業種と言う結果。素材業種が9ポイントの改善、加工業種は10ポイントの改善で、共に改善している。このうち、改善幅が大きかったのは、自動車（9月：▲61→12月：▲28、変化幅+33）、鉄鋼（▲55→▲25、+30）、生産用機械（▲43→▲18、+25）、非鉄金属（▲36→▲15、+21）の4業種。元々DIの水準の低い業種の回復が反動で大きくなっている形だが、自動車は、引き続き世界的な生産回復トレンド持続への期待、鉄鋼、非鉄金属は、こうした製造業の生産活動の回復への期待を反映していると考えられる。ただ、ロイター短観では、「現在の売上は、対前年で70%程度。下期の見通しも95%程度で、回復はかなり緩やか。秋冬にコロナが猛威を振ると、さらに悪化する（輸送用機器）」との声も寄せられており、引き続き第2波への警戒感が高い。欧州やアジアで再び感染者数が増加していること、日本でもインフルエンザシーズンに入ることを考えれば、先行きの不確実性は高い。また、ワクチンの早期実用化がない限り先行き不安は根強く残ると考えられ、2021年以降の業況判断の回復ペースは緩慢なものとなる可能性が高い。

4. 大企業・非製造業は業種別の格差が顕著

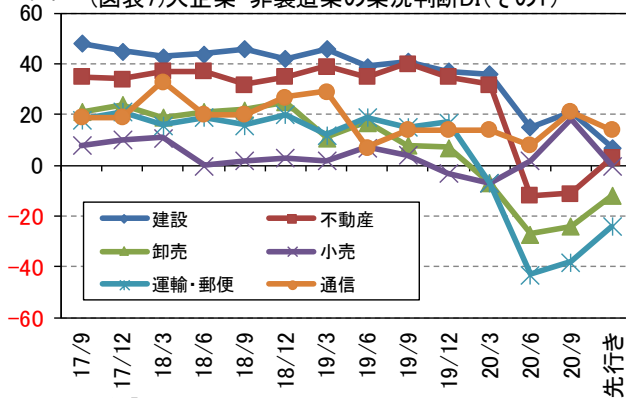
大企業・非製造業の業況は、業種別の明暗が鮮明になっている（図表7, 8）。小売（+2→+18、+16）、通信（+8→+21、+13）といった「巣ごもり消費」の恩恵を受けている業種が二桁の改善を示している一方、物品賃貸（+7→▲10、▲17）は二桁マイナス、対個人サービス（▲70→▲65、+5）、宿泊・飲食サービス（▲91→▲87、+4）といったサービス業も、DI自体が極めて低い水準にもかかわらず、戻りは極めて限定的なレベルにとどまっている。物品賃貸は、在宅勤務の増加等に伴うオフィス更新需要の減少のほか、業況が低迷している業種からの受注悪化を反映している可能性がある。対個人サービスは、大型テーマパークで入場者数の制限を継続しているなど、娯楽産業全般における客足の戻りの鈍さを反映している可能性がある。

なお、製造業では全業種のDIがマイナスなのに対し、非製造業は12業種中5業種がプラスとなっている。なかでも、建設（現状判断DI：21）、小売（18）、通信（21）、情報サービス（22）は二桁プラスである。反面、対個人サービス（▲65）、宿泊・飲食サービス（▲87）等の水準は極めて低く、業種により100ポイント以上の格差があるのが、非製造業の特徴である。

大企業・非製造業の業種別の先行き判断DIは1ポイントの改善で、10ポイントの改善を見込む製造業よりもかなり小さい。対個人サービスが27ポイントの改善を見込む一方で、小売は▲18ポイントの悪化となるなど、同じ個人消費関連業種でも、モノの消費を扱う業種とサービスの消費を扱う業種で先行きへの見方が分かれているのが特徴である。対個人サービスに関しては、元々水準が低い分上昇幅が大きくなりやすいということもあるが、Go ToトラベルやGo Toイベントなどの政策が旅行業や娯楽産業の先行き期待に繋がっている可能性が高いだろう。

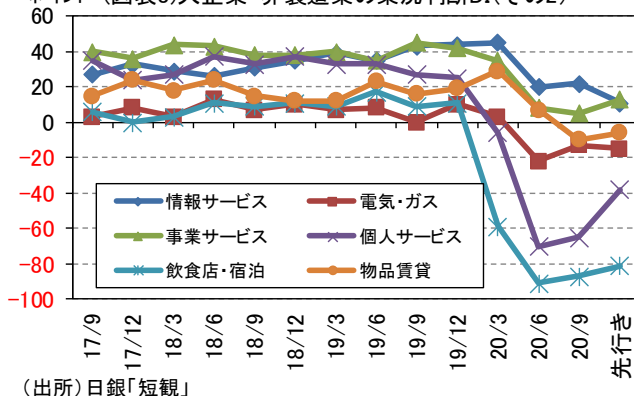
ロイター短観（9月）のコメントを見ると、「コロナの影響は底を打ったが、回復の足取りは大変鈍い状況（運輸）」、「7月下旬以降の新型コロナウイルス感染者の急激な増加を伴う外出自粛ムードや酷暑の影響によって入店客数の大幅減が継続し、夏休みやお盆の3世代ファミリー層の来店が振るわなかった（小売）」など、感染再拡大の影響に

ポイント（図表7）大企業・非製造業の業況判断DI（その1）



（出所）日銀「短観」

ポイント（図表8）大企業・非製造業の業況判断DI（その2）



（出所）日銀「短観」

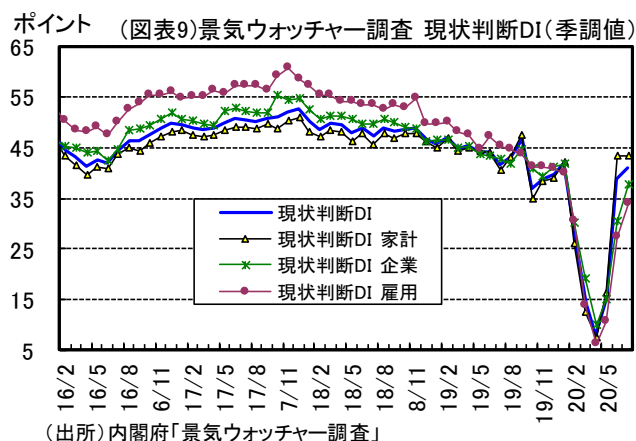
加え、天候要因が夏場の業況悪化につながったとする声も挙がっている。

5. 中小企業・製造業も予想を下回る

中小企業に目を向けると、まず、中小企業・製造業の現状判断DIは▲44と、6月調査からわずか1ポイントの改善にとどまり、8ポイントの改善を予想していた市場の事前予想を大きく下回った。中小企業が依然として厳しい状況下に置かれていることが示された。この点、中小企業の資金繰り支援や休業補償等に注力した政府の対策は正しかったと言えるが、業況の改善という点ではいまだ十分な効果が現れていない。主要16業種のうち、8業種が改善、7業種が悪化、1業種が横ばいである。大企業同様、自動車(▲79→▲54、+25)の改善幅が大きい、他に二桁上昇した業種はなく、回復のすそ野も広がりやを欠いていると言えそうである。中小企業・製造業の先行き判断DIは6ポイントの改善が見込まれているが、均してみればやはり戻りは鈍い。

中小企業の業況と相関の高い景気ウォッチャー調査は改善傾向を続けているが(図表9)、8月調査の判断理由を見ると、「一部の取引先では、緊急事態宣言中に工場の操業を止めた反動で、秋口の増産計画が動き出している(北関東=一般機械器具製造業)」といった反動増的な動きを指摘する声のほか、「新型コロナウイルスの影響で、受注量が減少している(九州=電気機械器具製造業)」など、コロナの影響がいまだ大きいとの見方も多い。「底は脱したように感じるが、回復のテンポとしては悪い(四国=化学工業)」と、回復ペースの鈍さを指摘する声はある程度共通している。

中小企業・非製造業の現状判断DIは▲22で、6月から4ポイント改善したが、市場の事前予想は1ポイント下回った。大企業同様、小売(▲38→▲21、+17)、通信(▲3→+15、+18)の改善幅が大きい。大企業に比べると対個人サービス(▲66→▲57、+9)、宿泊・飲食サービス(▲87→▲74、+13)の改善幅も相対的に大きくなっており、政府の各種中小企業対策の効果が現れている可能性がある。8月の景気ウォッチャー調査には、「前月まで取引先の動きがほとんどなく、通信回線やデータセンターのハウジング注文の問合せも非常に少なかったが、徐々に問合せや注文の動きが出てきている。お盆明け以降、明らかに経済が動き出している(中国=通信業)」といった声が確認できる。



6. 設備投資計画は予想通り下方修正

設備投資計画は、予想通り大きく下方修正された(図表10~12)。

2020年度の全規模・全産業の設備投資計画は、前年比▲2.7%と、6月の同▲0.8%から下方修正された。市場予想よりも悪かったが、当社は同▲3.4%と予想しており、当社の予想は小幅に上回った。製造業(6月:同+3.1%→9月:同▲0.3%)、非製造業(6月:▲3.1%→9月:同▲4.1%)とも下方修正されている。

6月調査時は、2020年度の業績見通し自体がまだ定まらず、多くの企業が公表を先送りしていたが、ここへきて影響

(図表10) 日銀短観設備投資計画(全産業・前年度比)

	19年度 実績	20年度			
		3月 調査	6月 調査	9月 調査	9月 当社予測
	%	%	%	%	%
全規模	▲0.6	▲0.4	▲0.8	▲2.7	▲3.4
製造業	0.9	2.4	3.1	▲0.3	▲1.1
非製造業	▲1.5	▲2.0	▲3.1	▲4.1	▲4.6
大企業	0.3	1.8	3.2	1.4	0.8
製造業	4.3	4.3	6.5	3.5	3.0
非製造業	▲2.0	0.3	1.2	0.1	▲0.5
中小企業	▲0.2	▲11.7	▲16.5	▲16.1	▲15.6
製造業	▲1.2	▲9.4	▲10.4	▲12.0	▲11.0
非製造業	0.5	▲13.2	▲20.1	▲18.4	▲18.0

(出所) 日銀短観等より明治安田総合研究所作成

が見えてきたことで、改めて設備投資の下方修正に踏み切る企業が増えたとみられる。年度始時点では投資計画が固まっている中小企業は、年度後半に向かうに従い、順を追って上方修正される傾向があるが、今回は下方修正されている。

生産・営業用設備判断 DI はほとんど動かなかった（低下なら不足方向、上昇なら過剰方向）。全規模・全産業（6月：+8→9月：+8、変化幅±0）（図表13）、大企業・製造業（+15→+15、±0）、大企業・非製造業（+3→+3、±0）とも横ばい。ただ、先行きは全規模・全産業で2ポイントの低下となっており、設備投資の過剰感が増すとの見方は示されていない。稼働率指数をみると、7月の時点で製造工業の稼働率は前年の8割程度にとどまっているが、電子・デバイスに限れば前年の水準をすでに上回っており、ハイテク関連の投資が一定程度下支えとなる可能性もあろう。

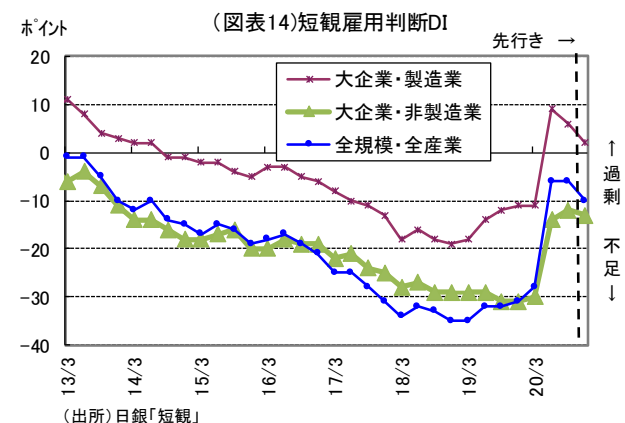
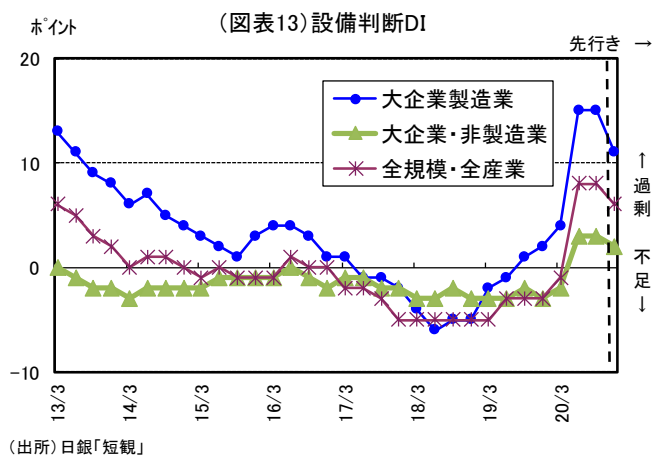
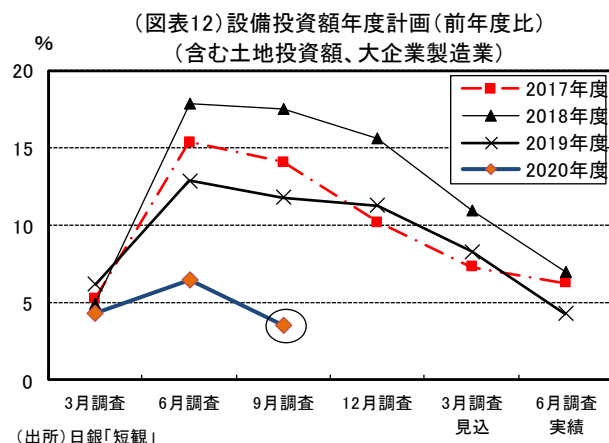
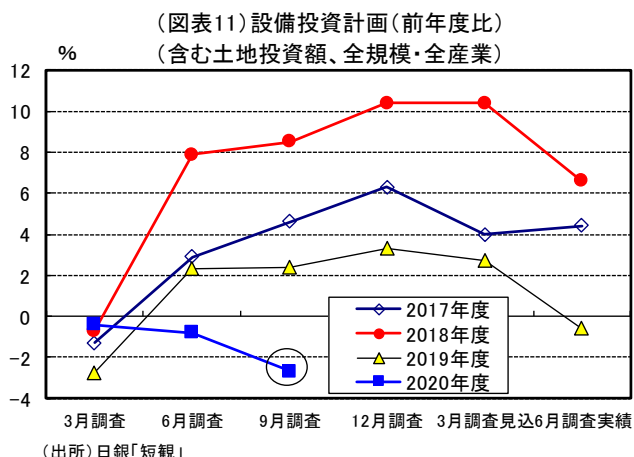
7. 雇用需給は緩まず

雇用人員判断 DI（過剰－不足）は、全規模・全産業ベースで6月から横ばいとなった（6月：▲6→9月：▲6、変化幅±0）（数字が下がれば需給ひっ迫、上がれば需給緩和）（図表14）。全規模・製造業は1ポイントの低下で（+11→+10、▲1）、全規模・非製造業は横ばいである（▲17→▲17、±0）。非製造業の雇用人員判断 DI は水準的にもマイナスで、景気の大幅悪化にも関わらず、雇用需給が依然ひっ迫した状況にあることを示している。ここまで業況が悪化する中でも、なお人手が不足していることと答える企業が、余っていると答える企業を上回っていることは、ある意味驚くべきことともいえる。先行きは製造業で5ポイントの低下、非製造業で3ポイントの低下、全産業で4ポイントの低下となっており、先行き人手不足の加速を見込む企業が優勢である。コロナ下での雇用の維持は、政府の雇用調整助成金等の政策が効いている面もあるが、底流にある恒常的な人手不足問題がかなり深刻であることを示している。

8. 今後の業況判断の回復ペースは鈍い

今回の日銀短観において、大企業・製造業、大企業・非製造業の業況判断 DI が改善するのは広く予想されていたが、改善幅は事前の市場予想対比では下回った。

今後の業況は、引き続き世界の新型コロナウイルス感染症の動向に大きく左右されることから、依然として不確実性が高い。日本では、6月が業況判断の底だった可能性が高まりつつあるものの、欧州や東南アジアにおける感染者の増加ペースが



再び拡大しているのは不安材料である。

たとえ、感染動向が世界的にピークアウトに向かったとしても、日本を含め多くの国で先行きへの不安が根強く残ることが予想され、経済活動が元の状態に戻るには時間を要する可能性が高い。世界景気の回復ペースは、良くて「レ」型というところだろう。昨年9月以降、大企業・製造業の業況判断DIは累計で39ポイント低下したが、これを取り戻すのは数年単位の時間を要する可能性が高いだろう。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先●

株式会社 明治安田総合研究所

〒102-0073 東京都千代田区九段北 3-2-11 TEL03-6261-6411