

## 予想以上の改善となった12月短観

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

### 1. 業況判断DIは予想以上の改善

12月調査の日銀短観では、最も注目される大企業・製造業の業況判断DIが▲10と、9月調査の▲27から17ポイント改善した(図表1、2)。これで2期連続の改善で、改善自体は市場の事前予想どおりだが、水準は市場予想の▲15を5ポイント大きく上回った。底だった6月短観の▲34からは、半年間で24ポイントの改善であり、水準的にも3月時点の同▲8に迫ってきた。

大企業製造業の、業況判断の選択肢別社数構成比の9月から12月の変化をみると、良い：7%→12%、さほど良くない：59%→66%、悪い：34%→22%となっている。「良い」と答えた企業は、増えたとはいえまだ1割強だが、「悪い」との回答が3割強から2割強へと減少しており、悪化度合いが緩和したとの企業が増えた結果としての業況改善である。夏場以降の世界の生産活動の予想以上に早い回復(特に中国)に伴う輸出の持ち直しや、国内の設備稼働率の上昇を反映した形とみられる。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9ポイント改善の▲17、国内での製商品・サービス需給判断は7ポイント改善の▲21と、いずれも大きく改善している(図表3)。

一方、大企業非製造業は、7ポイント改善の▲5となった。こちらは事前の市場予想を2ポイント上回る結果である。外出需要の低迷の影響を直接受ける宿泊・飲食サービスと、「巣ごもり消費」やデジタル経済化の恩恵を受けている通信のDIとの間には、まだ95ポイントもの差があるが、今回、サービス関連業種の業況判断が軒並み大きく改善したことで、その差は前回調査から縮小した。

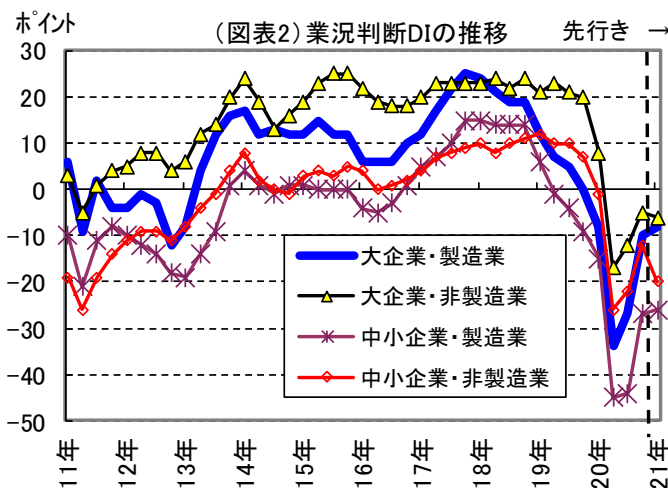
### 2. 自動車けん引

大企業・製造業の業種別の業況判断DIをより詳細にみると、内訳の16業種のうち、15業種が改善、1業種のみ(造船・重機等)が悪化となっている。9月時点では、DIの水準は全16業種でマイナスだったが、今回は

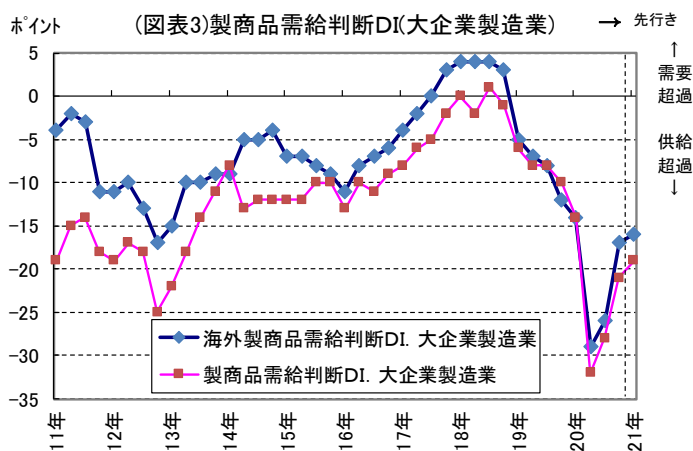
(図表1)日銀短観業況判断DI

	9月調査実績		12月調査実績				12月調査の当社予測値			
	9月	12月	12月		3月		12月		3月	
	最近	先行き	最近	変化	先行き	変化	予測	変化	予測	変化
大企業	▲21	▲14	▲8	13	▲7	1	▲9	12	▲5	4
製造業	▲27	▲17	▲10	17	▲8	2	▲13	14	▲6	7
非製造業	▲12	▲11	▲5	7	▲6	▲1	▲4	8	▲3	1
中小企業	▲31	▲31	▲18	13	▲23	▲5	▲24	7	▲21	3
製造業	▲44	▲38	▲27	17	▲26	1	▲34	10	▲27	7
非製造業	▲22	▲27	▲12	10	▲20	▲8	▲17	5	▲18	▲1

(出所)日銀短観等より明治安田総合研究所作成



(出所)日銀「短観」



(出所)日銀「短観」

食料品 (+5) と、はん用機械 (±0) がマイナス圏を脱した。素材、加工別では、素材業種が 16 ポイント改善の▲13、加工業種が 18 ポイント改善の▲9 となっている (図表 4)。

改善した業種の中では、自動車 (9 月: ▲61 → 12 月: ▲13、+48)、鉄鋼 (▲55 → ▲25、+30)、非鉄金属 (▲36 → ▲9、+27)、生産用機械 (▲43 → ▲21、+22) 等の改善幅が大きい (図表 5、6)。自動車については、米国におけるペントアップディemandや、中国がいち早くパンデミックから脱したことが、世界的な販売・生産台数の回復につながっている。実際、秋口以降、トヨタ自動車が単月で過去最高の販売台数を記録したほか、他の国内メーカー含め、通年の業績予想を上方修正する動きが相次いでいる。鉄鋼、非鉄金属、生産用機械も、水準的には依然として厳しいものの、自動車関連需要や、中国向けを中心とした輸出にけん引される形で回復したと考えられる。

大企業・製造業の業況判断 DI と相関の高いロイター短観 (12 月) を見ると、企業からは「コロナ禍の販売低迷から回復に向かっている (輸送用機器)」、「オフィス・リニューアル需要がある (精密)」等の声が挙がっている。一方で、「感染収束が見通せず、顧客が設備投資に慎重になっており、受注環境は厳しい (機械)」、「鉄鋼業界の回復が遅れており厳しい (窯業)」などの声も挙がるなど、業種によってはまだまだ厳しい環境が残っている様子も示されている。

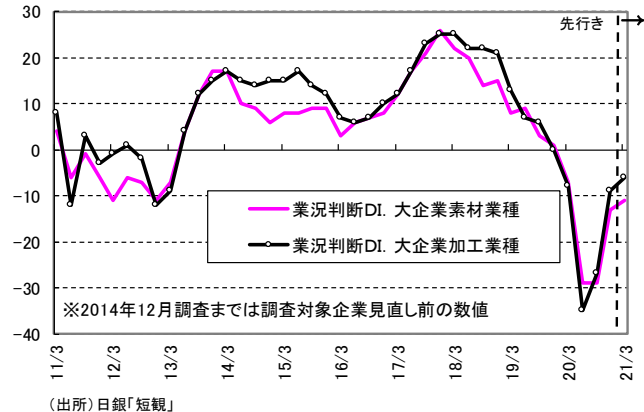
### 3. 3 月も業況改善トレンドが継続

大企業・製造業の 3 月の先行き判断 DI は、12 月から 2 ポイント上昇の▲8 となった。主要 16 業種中、改善が 9 業種、悪化が 5 業種、横ばいが 2 業種と言う結果である。素材業種が 2 ポイントの改善、加工業種は 3 ポイントの改善となっている。このうち、改善幅が大きかったのは、紙・パルプ (12 月: ▲23 → 3 月: ±0、+23)、生産用機械 (▲21 → ▲6、+15) など。自動車

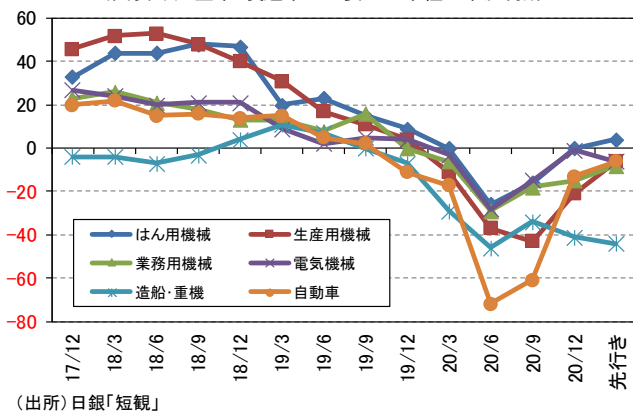
(▲13 → ▲6、+7) も引き続き改善を見込む形である。紙・パルプはここまで、自粛下での実店舗の売上低迷やレジ袋有料化による受注減等が業況の下押し圧力となっており、12 月の業況判断 DI の改善幅は +3 と小さいが、その分、先行きの回復期待が大きめとなった可能性がある。

ただ、ロイター短観では、「自動車向けを筆頭に回復傾向ではあるが、足元でコロナウイルスの罹患が増えており、予断を許さない (化学)」等、感染再拡大への不安を示す声が多く挙がっており、不確実性は高い。また、2020 年度下期の想定為替レート (大企業・製造業) は 106.42 円/ドルと、足元の実績よりもやや円安水準となっており、今後も円高方向での推移が続けば、製造業の業況の下押し要因となろう。

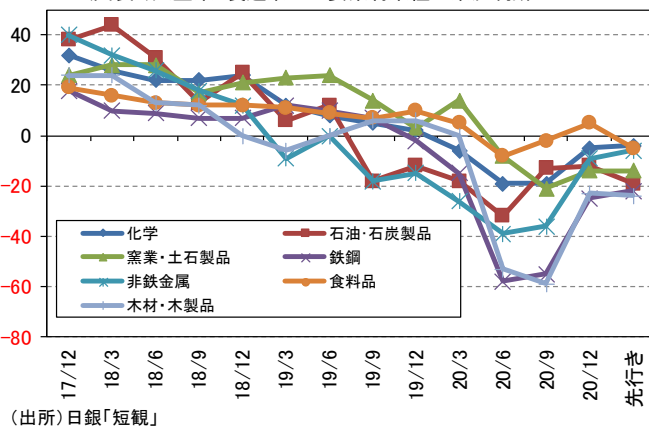
ポイント (図表4) 製造業、素材業種・加工業種別業況判断DI (大企業)



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) 大企業・製造業の主要素材業種の業況判断DI



#### 4. 大企業・非製造業も大きく改善

大企業・非製造業の業況は、引き続き業種別の格差が大きいものの、回復が遅れていた対個人サービス（9月：▲65 → 12月：▲43、+22）と、宿泊・飲食サービス（▲87→▲66、+21）が大きく改善したことが、全体の底上げにつながった（図表7、8）。Go To Travel、Go To Eat、Go To Event等の各種政策効果を反映した形と考えられる。他には、運輸・郵便（▲38→▲24、+14）、物品賃貸（▲10→+3、+13）の改善幅が比較的大きい。運輸・郵便は、水準的にはまだまだ厳しいものの、人の動きが戻ってきたことが輸送需要を喚起した結果と考えられる。物品賃貸は、在宅勤務の増加で低迷していたオフィス更新需要が、ここへきて持ち直してきたことを反映している可能性がある。

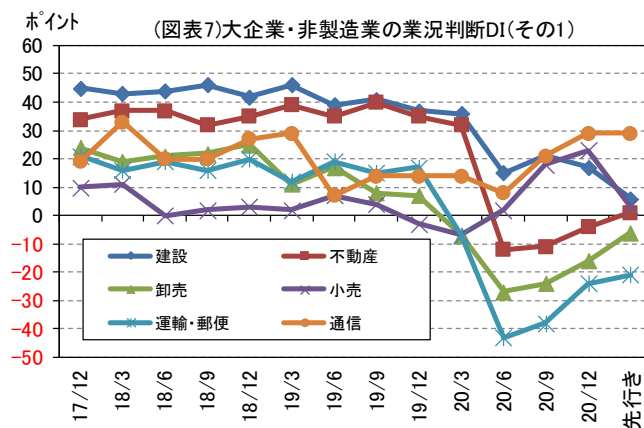
なお、製造業では16業種中、14業種の業況判断DIがまだマイナスなのに対し、非製造業は12業種中半分の6業種がすでにプラスとなっている。なかでも、通信（業況判断DI：+29）、小売（+23）、情報サービス（+23）、建設（+17）などの水準が高い。これらの業種は、巣ごもり需要やデジタル需要を反映している面が大きいと考えられる。小売業からは、「自家用車需要増で販売堅調（ロイター短観）」等の声も挙がっている。

大企業・非製造業の先行き判断DIは▲1ポイントの悪化となった（12月：▲5→3月：▲6、▲1）。対個人サービス（▲43→▲25、+18）が大幅改善の継続を見込む一方で、小売（+23→+3、▲20）は大幅悪化を見込むなど、業種別の差が大きい。こうした傾向は9月短観時と同じだが、先行きはあくまで感染動向次第である。ロイター短観では、サービス業から「宴会、婚礼需要の落ち込みは続いており、厳しい事業環境が継続している」、「第3波への懸念からか、新規予約受注の鈍化に加え、忘新年会等のキャンセルも増してきた」と、危機感を示す声が挙がっている。

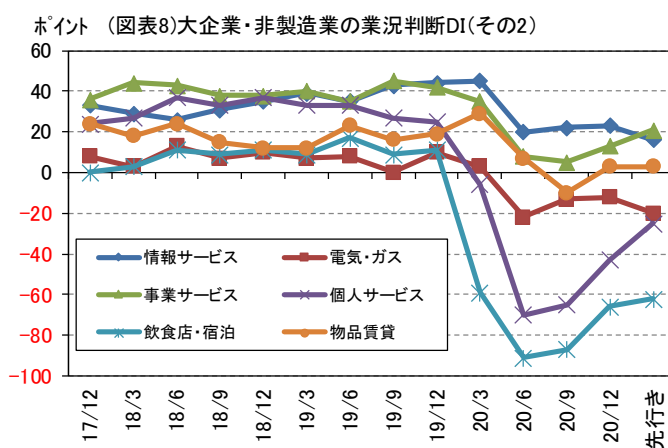
#### 5. 中小企業・製造業も大企業と同じ改善幅

中小企業に目を向けると、まず、中小企業・製造業の業況判断DIは▲27と、9月調査から17ポイントの改善となった。こちらは市場予想を8ポイント大きく上回った。水準の▲27ポイントは、大企業の▲10ポイントを17ポイント下回っているものの、大企業同様、国内外の需給判断が大きく改善しているほか、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も、業況の下支えとなった可能性がある。全16業種が改善しており、うち13業種が二桁の改善、6業種が20ポイント以上の改善となっている。もっとも大きく改善したのは自動車（▲54→▲5、+49）で、これは大企業と同じ。中小企業・製造業の先行き判断DIは+1ポイントの▲26で、こちらも大企業同様、小幅の回復を見込む形となっている。

中小企業の業況と関連の高い景気ウォッチャー調査（11月調査）で判断理由を見ると、「これまで低迷していた自動車関連部品がV字回復し、11月は前年並みにまで戻ってきている（近畿＝金属製品製造業）」など、す



(出所)日銀「短観」



(出所)日銀「短観」

そ野の広い自動車産業の回復の恩恵を指摘する声が挙がっている。一方、先行きに関しては、「年末年始の一番出荷が多い時期に、ますます悪化する新型コロナウイルスの影響で、他県との人の移動が制限される上、業務店、飲食店からの受注も大幅に減少すると考えられる（甲信越＝食料品製造業）」と、やはり感染動向を懸念する声が挙がっている。

中小企業・非製造業の業況判断DIは▲12で、9月から10ポイントの大幅改善となった。こちらは市場の事前予想を7ポイント上回った。大企業同様、宿泊・飲食サービス（▲74→▲41、+33）、対個人サービス（▲57→▲43、+14）、物品賃貸（▲27→▲14、+13）、運輸・郵便（▲41→▲28、+13）等の改善幅が大きくなっている。

ただし、先行きは▲8ポイント悪化の▲20と、業況は再び大きく悪化するとの見通しである。全12業種が悪化を見込んでおり、大企業では+18ポイントの改善が見込まれている対個人サービスも、中小企業は▲1ポイントの悪化、大企業では4ポイントの改善が見込まれている宿泊・飲食サービスは、▲12ポイントの大幅悪化となっている。大企業と大きな差が出る理由はよくわからないが、地方における、大都市圏からの旅行客増への期待の低下や、高齢化率の高さが、地方の中小企業の業況に影響を与えている面はあるかもしれない。11月の景気ウォッチャー調査では、「当地域でも今まで以上に新型コロナウイルスの感染者数が増加しているため、当社の重要な客である、高齢者の来店がますます減ることが予想される（近畿＝百貨店）」等、やはり第3波の動向を懸念する声が多く出されている。

## 6. 設備投資計画は予想を下回る

設備投資計画は、下方修正が続く結果となった（図表9～11）。

2020年度の全規模全産業の設備投資計画は、前年比▲3.9%と、9月の同▲2.7%から下方修正された。大方の予想を下回る結果。製造業（9月：前年比▲0.3%→12月：同▲3.1%）、非製造業（同▲4.1%→同▲4.5%）とも下方修正されている。

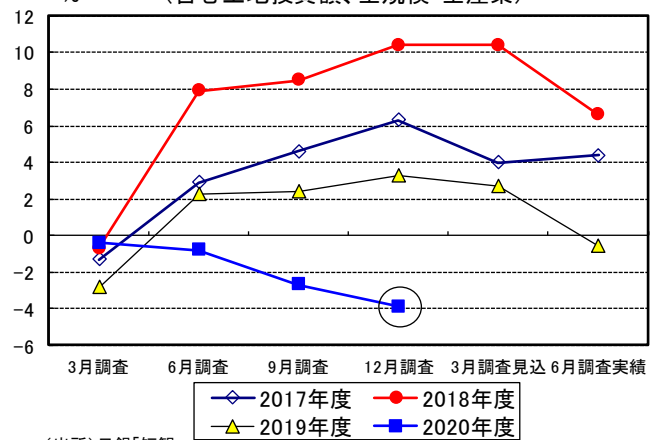
設備投資計画は、業績見通しよりも遅れて修正される傾向がある。今回の結果は、夏場以降、感染症の自社業績への影響が徐々に見えてきたことで、多くの企業の投資計画がまだ下方修正の段階にあることを示していよう。年度始時点では投資計画が固まっていなかった中小企業は、年度後半に行くに従い、順を追って上方修正される傾向があるが、今回の上方修正幅はわずかだった。

（図表9）日銀短観設備投資計画（全産業・前年比）

	19年度	20年度				
	実績	3月調査	6月調査	9月調査	12月調査	12月当社予測
	%	%	%	%	%	%
全規模	▲0.6	▲0.4	▲0.8	▲2.7	▲3.9	▲2.8
製造業	0.9	2.4	3.1	▲0.3	▲3.1	▲1.0
非製造業	▲1.5	▲2.0	▲3.1	▲4.1	▲4.5	▲3.7
大企業	0.3	1.8	3.2	1.4	▲1.2	0.4
製造業	4.3	4.3	6.5	3.5	▲0.5	2.0
非製造業	▲2.0	0.3	1.2	0.1	▲1.6	▲0.8
中小企業	▲0.2	▲11.7	▲16.5	▲16.1	▲13.9	▲15.1
製造業	▲1.2	▲9.4	▲10.4	▲12.0	▲11.3	▲10.8
非製造業	0.5	▲13.2	▲20.1	▲18.4	▲15.4	▲16.2

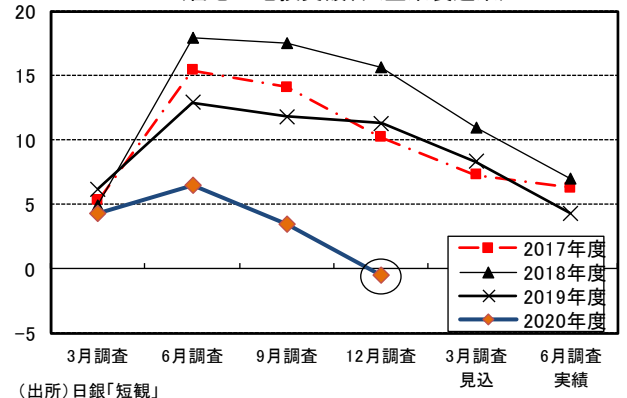
（出所）日銀短観等より明治安田総合研究所作成

（図表10）設備投資計画（前年度比）  
（含む土地投資額、全規模・全産業）



（出所）日銀「短観」

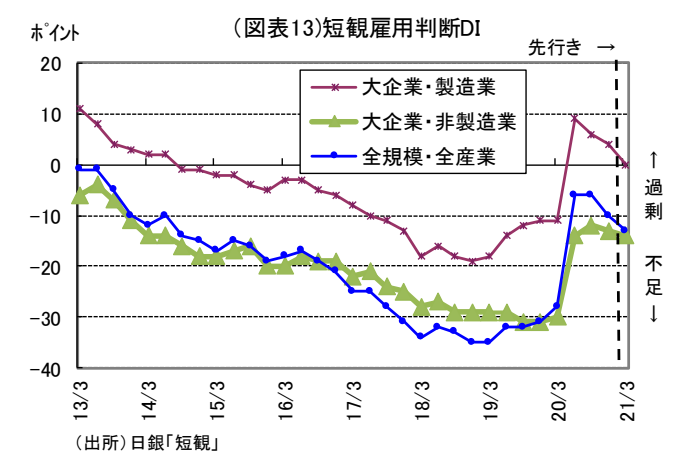
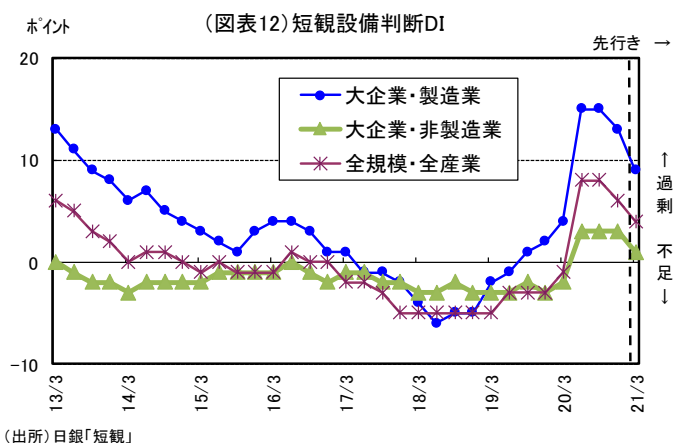
（図表11）設備投資額年度計画（前年度比）  
（含む土地投資額、大企業製造業）



（出所）日銀「短観」

もっとも、全規模・全産業ベースの生産・営業用設備判断DI（9月：+8 →12月：+6、変化幅▲2）は低下している（低下なら不足方向、上昇なら過剰方向）（図表12）。先行きも2ポイントの低下となっており、設備過剰感は弱まるとの見通しである。実際、経産省が発表している稼働率指数をみると、製造工業全体で前年同月の9割の水準まで戻っているほか、電子・デバイスに限れば前年の水準をすでに上回ってきている。

世界的に景気回復ペースが鈍く、企業の中長期的な成長期待も低迷している中では、設備投資の急回復は考えにくいものの、今後、ハイテク、デジタル関連の投資が一定程度下支えとなる可能性は期待できる。今後、設備投資計画が大幅下方修正を繰り返すリスクは和らぎつつある。



## 7. 雇用需給は改善

雇用人員判断DI（過剰－不足）は、全規模・全産業ベースで9月から4ポイントの低下となっている（9月：▲6→12月：▲10、▲4）（数字が下がれば需給ひっ迫、上がれば需給緩和）（図表13）。全規模・製造業は5ポイントの低下で（+10→+5、▲5）、全規模・非製造業は3ポイントの低下と（▲17→▲20、▲3）、いずれも需給は改善している。先行きについても、製造業で5ポイントの低下、非製造業で2ポイントの低下、全産業で3ポイントの低下と、引き続き雇用需給はひっ迫に向かうとの見通しである。こちらも第3波の動向次第ではあるが、雇用環境が大きく悪化する懸念は遠のきつつある。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、特に非製造業の恒常的な人手不足問題がかなり深刻である可能性も示している。

## 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を上回った。特に、大企業・製造業の改善は予想を大きく上回っており、世界的な景気回復を背景に、特に自動車産業がけん引役になっている様子が示された。もっとも、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。

ワクチン普及への期待は根強いとはいえ、日本を含め、多くの国で感染再拡大への不安が根強く残る可能性が高い。世界的に、経済活動がコロナ前の状態に戻るにはかなりの時間を要する可能性が高く、業況判断の回復ペースも今後はスローダウンする可能性が高いとみる。

※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