

予想外の改善となった 9 月短観

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 大企業・製造業の業況判断 DI は予想外の改善

9 月調査の日銀短観では、最も注目される大企業・製造業の業況判断 DI が +18 と、6 月調査の +14 から 4 ポイントの改善となった。これは、1 ポイントの低下を予想していた市場予想を 5 ポイント大きく上回った（当研究所の予測は 2 ポイント低下）

（図表 1）。大企業・製造業の業況判断 DI はこれで 5 期連続の改善である。底だった昨年の 6 月短観の▲34 から、累計 52 ポイントの改善で、水準的には 2018 年 12 月の +19 以来の高さとなっている（図表 2）。

大企業・製造業の業況判断の選択肢別社数構成比の 6 月から 9 月の変化を見ると、良い：23%→27%、さほど良くない：68%→64%、悪い：9%→9%で、「良い」が 4%ポイント増加し、全体の 3 割に近づいてきた。

引き続き、国内外の需給環境の回復が、企業の業況判断を支えている。海外での製商品需給判断は 4 ポイント改善の +7、国内での製商品・サービス需給判断は 3 ポイント改善の▲2 と、いずれも 5 期連続の改善となった（図表 3）。海外需給判断 DI は、6 月短観でプラスに転じたが、過去 10 年間で同 DI がプラス圏に浮上したのは、2017 年 12 月短観から 2018 年 12 月短観までの 5 回のみであった。中国景気減速の影響はまだ現れていない。また、製造業の国内需給に対しては、緊急事態宣言が大きく影響していない様子も改めて示された。

一次産品価格の上昇に伴う製造業の収益の下押し圧力

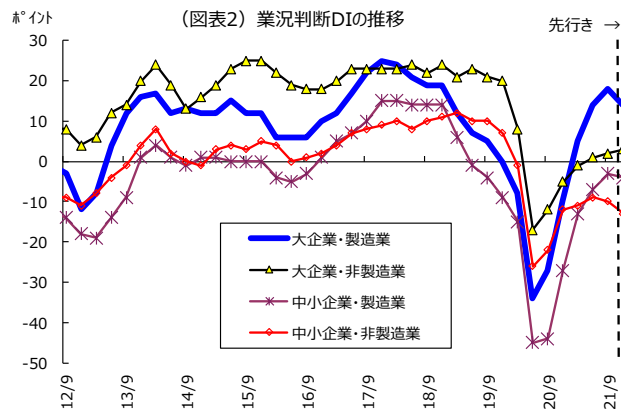
も、一段と深刻化するには至らなかった。大企業・製造業の仕入価格判断は 8 ポイント上昇したものの、販売価格判断も 6 ポイント上昇しており、交易条件を示す販売価格 DI－仕入価格 DI は 2 ポイントの低下にとどまった。素材産業を中心に、ある程度価格転嫁に成功している様子が確認できる。とはいえ、販売価格 DI－仕入価格 DI は 2013 年 6 月以来の水準にまで下がっており、今後の収益圧迫要因としてなお警戒が必要である（図表 4）。

（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	9月	9月		12月		9月		12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	8	8	10	2	9	▲1	5	▲3	10	5
製造業	14	13	18	4	14	▲4	12	▲2	14	2
非製造業	1	3	2	1	3	1	▲1	▲2	5	6
中小企業	▲8	▲10	▲8	0	▲10	▲2	▲11	▲3	▲9	2
製造業	▲7	▲6	▲3	4	▲4	▲1	▲10	▲3	▲8	2
非製造業	▲9	▲12	▲10	▲1	▲13	▲3	▲12	▲3	▲9	3

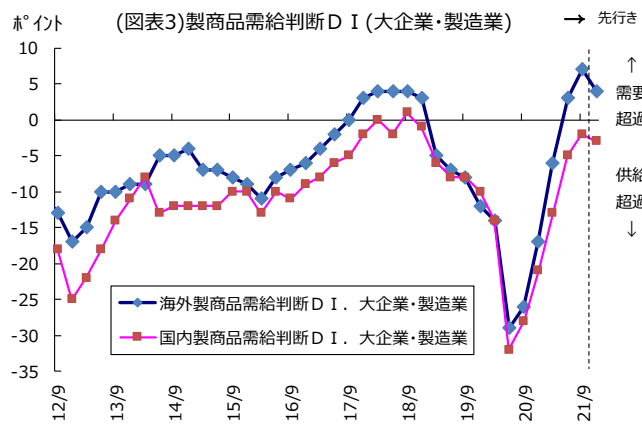
（出所）日銀短観等より明治安田総研作成

（図表 2）業況判断 DI の推移



（出所）日銀「短観」

（図表 3）製商品需給判断 DI（大企業・製造業）



（出所）日銀「短観」

2. 素材業種が改善

大企業・製造業の業種別の業況判断 DI をより詳細に見ると（図表 5、6）、内訳の 16 業種のうち、11 業種が改善、3 業種が悪化、2 業種が横ばいとなった。素材、加工別では、素材業種が 7 ポイント改善の +20、加工業種が 1 ポイント改善の +17 と、素材業種の改善幅が大きかった。

素材業種の内訳では、紙・パルプ（6 月：+4 → 9 月：+19、+15）、化学（+23 → +31、+8）、鉄鋼（+5 → +13、+8）、繊維（▲16 → ▲8、+8）等の改善幅が大きかった。紙・パルプの大幅改善は理解に苦しむ面もあるが、製造業の活動回復に伴う産業用段ボールやオフィス用紙の需要回復を反映している可能性がある。化学は、半導体生産に関係した素材需要が世界的に上昇している。これは日本メーカーの強い分野である。化学製品の基礎原料であるエチレンの 8 月の生産設備稼働率は 92.5%と、好不況の目安となる 90%を 15 ヶ月連続で上回っている。

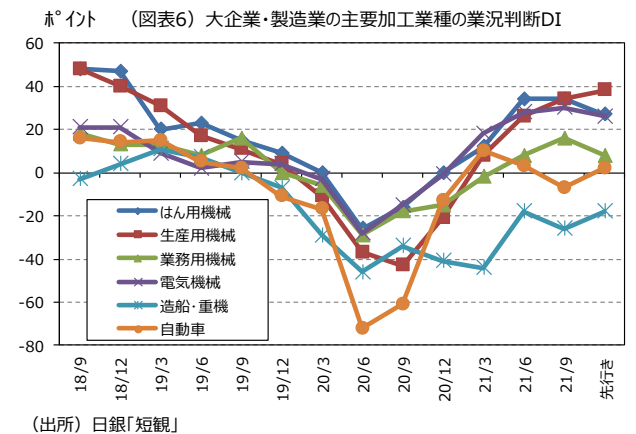
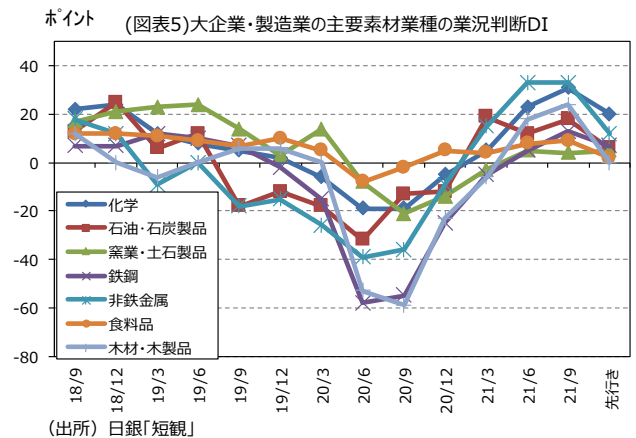
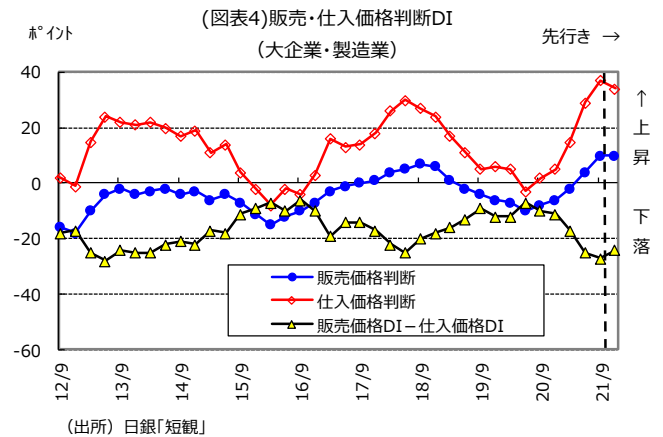
鉄鋼は、脱炭素を推進する中国の粗鋼減産で、需給緩和懸念が和らいでいる。8 月には鉄鋼大手が自動車向け鋼材価格の大幅値上げに成功した。繊維は、水準的にはまだマイナスだが、自動車向けの出荷が好調に推移していることを反映している可能性がある。

加工業種では、自動車（+3 → ▲7、▲10）の大幅マイナスが足を引っ張った。自動車の DI の水準は 3 期ぶりにマイナス圏へ逆戻りした。背景にある半導体不足の影響は、少なくとも年内いっぱい残る可能性が高い。造船・重機等（▲18 → ▲26、▲8）も大幅マイナスだが、これは、海運大手の大型受注を反映して 6 月に +26 ポイントの大幅改善となった反動であろう。他の加工業種は、生産用機械（+26 → +34、+8）、業務用機械（+8 → +16、+8）がともに 8 ポイントの改善となるなど底堅い。8 月の工作機械受注額は前年比 +85.2%の 1,259 億円で、好不調の目安とされる 1,000 億円を大きく上回る状況が続いている。

なお、全規模・全産業ベースの想定為替レートを見ると、2021 年度は 107.64 円/ドルとなっており、足元の水準よりもかなり円高水準にある。もし、足元の円安トレンドが定着するようなら、製造業の業況判断には、加工業種を中心にさらなる上振れ余地がある。

3. 先行き DI は悪化

大企業・製造業の 12 月の先行き判断 DI は、9 月から 4 ポイント低下の +14 となった。主要 16 業種中、改善が 4 業種、悪化が 11 業種、横ばいが 1 業種という結果。素材業種が 9 ポイントの悪化、加工業種が 3 ポイントの悪化となっている。半導体不足の影響で、自動車大手が 9 月、10 月と大幅減産の継続を発表しているが、その



影響が他の業種にも波及する懸念を反映している可能性がある。自動車産業のすそ野は極めて広い。また、中国経済の減速の影響も、今後加工業種中心に広がってくるとみられる。前述の工作機械受注も、北米向けがけん引役となる一方で、中国向けは鈍化していた。

大企業・製造業の業況判断DIと関連の高い9月のロイター短観では、先行きに関して「新型コロナ、半導体不足などの影響により主要顧客で減産が行われており、先の見通しも立っていない（化学）」との声が上がっている。緊急事態宣言明けで国内の経済活動が活発化すれば、製造業の需給改善に繋がると考えられるが、これに関してはどちらかと言えば非製造業の恩恵の方が大きいだろう。12月短観における大企業・製造業の業況判断DIは、改善がいったん足踏みとなる可能性が高い。

4. 大企業・非製造業も予想上回る

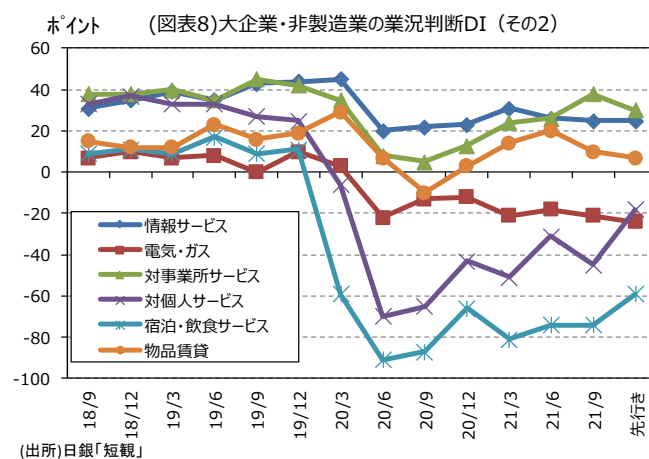
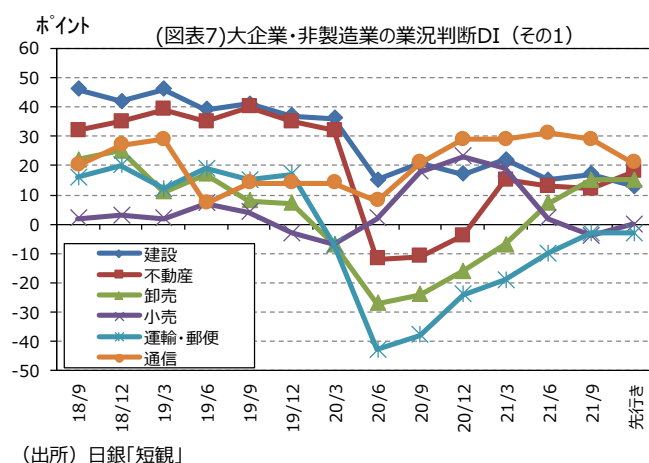
大企業・非製造業の業況判断DIは1ポイント改善の+2となった。こちらも1ポイントの低下を見込んでいた市場予想を2ポイント上回った（前掲図表1）。主要12業種のうち、改善が4業種、悪化が7業種、横ばいが1業種で、数の上では悪化した業種の方が多い（図表7、8）。上昇した業種の中では、対事業所サービス（6月：+26 → 9月：+38、+12）、卸売（+7 → +15、+8）、運輸・郵便（▲10 → ▲3、+7）の改善幅が大きかった。対事業所サービスと卸売は製造業の活動回復を受けた形と考えられる。卸売に関しては、鋼材価格上昇の恩恵も受けていよう。運輸・郵便は、水準的にはまだマイナスだが、海運のコンテナ船発注を通じた輸送力増強の動き等を反映している可能性がある。反面、ガソリンや軽油価格の上昇は、陸運を中心に業況を抑える要因になっているとみられる。

悪化した業種では、対個人サービス（▲31 → ▲45、▲14）、物品賃貸（+20 → +10、▲10）のマイナス幅が大きい。対個人サービスは、緊急事態宣言延長を受けた娯楽業の不振などを反映している可能性がある。物品賃貸は、飲食業やホテル向けの設備リースの低迷などを反映している可能性があろう。非製造業は業況の水準差が大きく、DIの水準がもっとも高い対事業所サービス（+38）と、宿泊・飲食サービス（▲74）とのDIには112ポイントもの格差がある。

非製造業の先行き判断DIは+3と、1ポイントの改善を見込む形となっている。対個人サービス（▲45 → ▲18、+27）、宿泊・飲食サービス（▲74 → ▲59、+15）の回復が大きく、緊急事態宣言明け後の人流回復を見込んでいると考えられる。

5. 中小企業・製造業も改善

中小企業・製造業の業況判断DIは▲3と、6月調査から4ポイントの改善となった。こちらも市場予想を6ポイント上回った。16業種中11業種が改善、4業種が悪化、横ばいが1業種という結果。先行きは1ポ



イント悪化の▲4 となった。

大企業同様、国内外とも需給判断が改善している。中小企業の業況と相関の高い景気ウォッチャー調査（8 月調査）では、「半導体不足の影響で低迷しているが、それ以外は徐々に回復している（中国＝輸送用機械器具製造業）」、「北米自動車向け設備投資では今まで止まっていたプロジェクトが再開するなど、引き合い、受注共に増えている（東海＝一般機械器具製造業）」等の声が上がっている。一方で、「東南アジアでのロックダウンの影響で、半導体などの部品供給が遅れており、自動車生産に大きな影響が出ている（南関東＝輸送用機械器具製造業）」と、半導体不足の影響を指摘する声も上がっている。

中小企業・非製造業の業況判断 DI は▲10 で、6 月から 1 ポイントの小幅悪化となった。こちらは市場予想を 1 ポイント上回った。12 業種中、改善が 7 業種、悪化が 5 業種と言う結果。悪化業種の中では小売のみが二桁マイナス（▲11 → ▲21、▲10）となっている。景気ウォッチャー調査では、「ネットや法人向けの注文は堅調に推移しているが、まん延防止等重点措置が適用されたことにより、来客数は減少し、店頭売上は落ち込んでいる（四国＝一般小売店[生花]）」と、人流抑制の影響を指摘する声が出ていた。先行きは 3 ポイント悪化の▲13 となっている。ただ、先行きを厳しめに見積もるのは、中小企業・非製造業の最近の傾向でもある。緊急事態宣言後の人流回復と個人消費のペントアップディマンド（繰越需要）の動向次第では改善の可能性もあろう。

6. 設備投資計画は当研究所の予想を上回る

全規模・全産業ベースの設備投資計画は前年比+7.9%で、当研究所予想の同+6.8%を小幅上回った（図表 9、10）。この時期としては 3 年ぶりの高い伸びとなる。大企業・製造業は同+13.3%と二桁の伸びで、やはり 3 年ぶりの高さとなっている。日本の設備投資の増減は、短期的には外需に左右される傾向が強い。昨年度の外需は主として中国にけん引されていたが、今年度は米国経済も一段と力強さを増しており、これが輸出企業を中心に堅調な設備投資計画に繋がった可能性がある。

また、当研究所の予測を（いい方向に）裏切ったのは中小企業である。中小企業の設備投資計画は、年度始の時点では決まっていなかった企業が多いため、期を追うごとに上方修正される傾向がある。当研究所は、想定以上に緊急事態宣言が長期化した影響で、9 月に関しては 6 月の前年比+0.9%から同+0.8%へと小幅下方修正を予想していた。しかし、ふたを開けてみれば同+4.7%と予想を大きく上回った。製造業、非製造業とも伸びており、中小企業の設備投資意欲の底堅さを示している。特に、中小企業・製造業のソフトウェア投資計画は、同+57.4%と高い伸びとなった。6 月の同+44.6%からも上方修正されている。コロナ禍を受けて、DX 関連投資の必要性を認識する企業が増えている様子を示している可能性がある。大企業・製造業のソフトウェア投資計画は同+22.6%で、こちらも 6 月の同+21.7%から小幅上方修正されている。

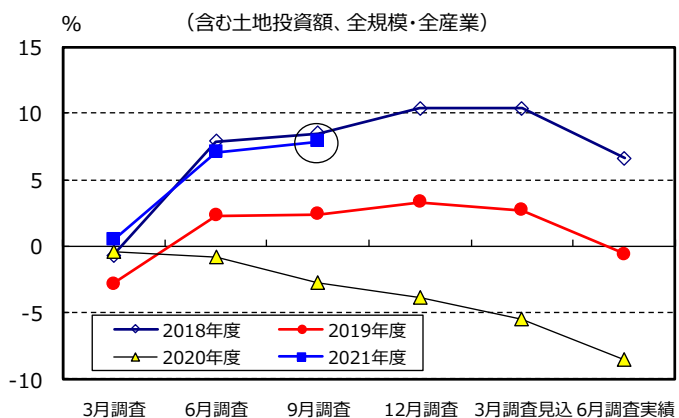
（図表9）日銀短観設備投資計画（全産業・前年比）

	20年度	21年度			
	実績	3月調査	6月調査	9月調査	9月当社予測
	%	%	%	%	%
全規模	▲ 8.5	0.5	7.1	7.9	6.8
製造業	▲ 10.0	3.0	11.5	12.0	12.6
非製造業	▲ 7.5	▲ 1.0	4.5	5.5	3.7
大企業	▲ 8.3	3.0	9.6	10.1	9.1
製造業	▲ 8.8	3.2	13.3	13.3	13.5
非製造業	▲ 8.1	2.9	7.4	8.2	6.6
中小企業	▲ 8.5	▲ 5.5	0.9	4.7	0.8
製造業	▲ 12.4	▲ 1.1	2.3	6.4	4.2
非製造業	▲ 6.3	▲ 7.9	0.2	3.8	▲ 0.6

（出所）日銀短観等より明治安田総研作成

（図表10）設備投資計画（前年度比）

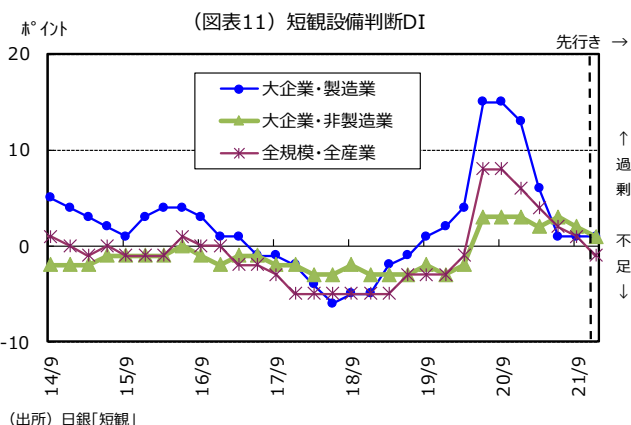
（含む土地投資額、全規模・全産業）



（出所）日銀「短観」

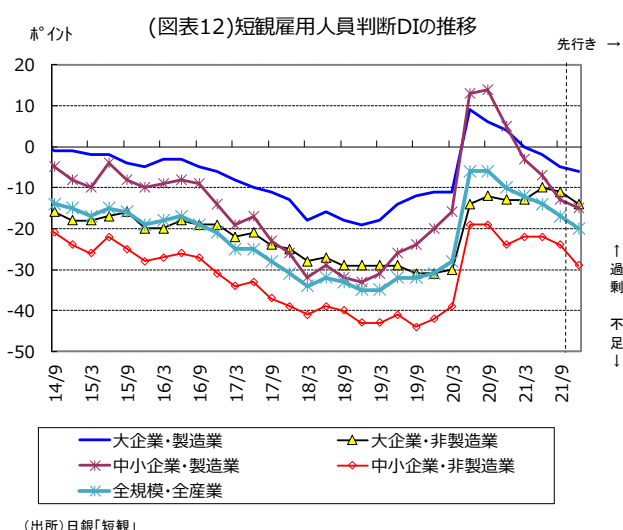
生産・営業用設備判断DIも、多少ペースは鈍ったものの、改善が進んでいる（図表11）。大企業・製造業（6月：+1 → 9月：+1、±0）、大企業・非製造業（+3 → +2、▲1）、全規模・全産業（+2 → +1、▲1）となっており（低下なら不足方向、上昇なら過剰方向）、全規模・全産業では先行きもさらに低下傾向が続くとの見通しである。

今後、中国経済の減速が設備投資意欲の下押し要因になることが予想されるが、国内では19都道府県で発令されていた緊急事態宣言が9月30日で終了した。今後はワクチンパスポートの活用など「With コロナ」に向けた動きを模索する議論も始まっている。行動制限が段階的に緩和されれば、企業の設備投資マインドを刺激する展開が期待できる。また、国策である脱炭素関連投資は、多少の業況の振れに関わらず継続的な実施が求められる。ホテルや飲食店等の新設需要や、航空機や鉄道車両等の更新需要はしばらく低迷を余儀なくされるとみられるものの、来年にかけての設備投資は、外需、DX、脱炭素等をけん引役に、回復基調が続くと予想する。



7. 再び人手不足が表面化か

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3ポイントの低下となった（6月：▲14 → 9月：▲17、▲3）（数字が下がれば需給ひっ迫、上がれば需給緩和）（図表12）。特に中小企業・製造業が6ポイント大きく低下しているのが目立つ。また、全産業ベースの雇用判断DIは、コロナ下でも一度もプラス圏（過剰＞不足）に浮上していない。コロナ下でここまで目立たなかったとはいえ、地方の中小企業を中心とした構造的な人手不足問題は変わっていない可能性を示している。今後、景気回復が進むにつれ、地方の中小企業の人手不足問題が再びクローズアップされる可能性が考えられる。



8. 業況判断は均せば当面改善傾向

9月の日銀短観では、大企業・製造業の業況判断DIは+4ポイントと、予想外の改善を示す結果となった。先行きDIに関しては、同じ幅の低下が予想されている。自動車産業の減産や、中国景気減速の影響を織り込んだ形と考えられるが、一方で個人消費のペントアップディマンドや、欧米景気の回復、新政権の経済対策といったプラス要因もあることから、均せば回復傾向が続くと予想する。企業の設備投資も、DXや脱炭素を支えに堅調に推移する見込みである。

もっとも、少子高齢化で労働力人口が伸びず、かつ生産性も伸び悩むなかで、潜在成長率が低迷を続けるという日本経済の根本的な問題に改善の兆しは見えない。反動増が一巡する2022年度後半以降は、企業景況感も徐々にピークアウトに向かう可能性が考えられる。

※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