

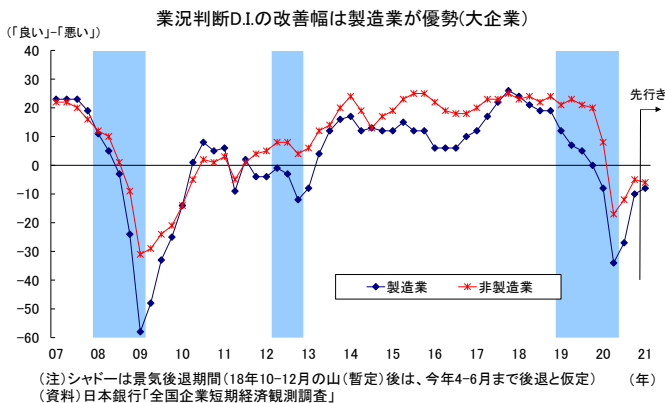
# Weekly エコノミスト・ レター

## 日銀短観(12月調査)

～企業の景況感は2期連続で改善も、警戒感  
は根強い、投資は軒並み下方修正

経済研究部 上席エコノミスト 上野 剛志  
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

- 12月短観では、前回に続き景況感の明確な改善が示された。大企業製造業では、海外経済回復に伴う輸出の持ち直しや、国内外での自動車需要の回復等を受けて景況感が大きく改善した。特に改善が目立つ自動車産業は裾野が広いだけに、幅広い業種に好影響が波及した。非製造業も「Go To キャンペーン」拡充などを受けて景況感が改善したが、対面サービスの自粛ムードが続いているうえ、11月に鮮明化した「コロナ感染第3波」とそれに伴う「Go To キャンペーン」の一部縮小などが重荷になったとみられ、改善は製造業に比べて鈍い。D.I.の水準でみると、それぞれ依然としてコロナ拡大前を明確に下回っており、とりわけサービス需要への打撃が大きいコロナ禍の特徴を反映して非製造業の水準が低い。景気回復の道りはまだ長い。
- 先行きの景況感には警戒感が色濃く表れている。特に非製造業は内需型産業が多いだけに、国内で拡大を続けている新型コロナの感染やそれに伴う需要喚起策縮小への懸念が強く、景況感の悪化が示されている。製造業はサービス業に比べてコロナ禍の影響を受けづらいほか、中国など海外経済回復への期待もあり、先行きにかけての景況感悪化は回避されている。ただし、製造業でも内外でのコロナ感染動向など先行きの不透明感が景況感の重荷になっているとみられ、小幅な改善に留まっている。
- 2020年度の設備投資計画(全規模全産業)は、前年度比3.9%減へと下方修正された。下方修正は3期連続となる。例年、12月調査では上方修正される傾向が強いものの、コロナ禍で収益が大幅に悪化したうえ、事業環境の先行き不透明感も依然として強いことから、企業の間で設備投資の見合わせや先送りの動きが広がり、この時期としては稀な下方修正となっている。研究開発投資やソフトウェア投資も含め、企業の投資計画は軒並み下方修正されており、利益・キャッシュフローの確保や先行きへの懸念から、投資圧縮姿勢を強めている姿がうかがわれる。



### 業況判断DIが大幅上昇した事例(2000年以降) (大企業製造業)

調査	低下幅 (Pt)	背景
2002/6	20	ITバブル崩壊後の景気回復
2020/12	17	新型コロナ拡大後の経済再開
2009/9	15	リーマンショック後の景気回復
2010/6	15	リーマンショック後の景気回復
2000/6	12	ITバブル
2013/6	12	異次元緩和開始後の円安
2011/9	11	東日本大震災後の復旧
2010/3	11	リーマンショック後の景気回復

(注)2000年以降で業況判断DIが前回比10ポイント超上昇した事例  
(資料)日銀「全国企業短期経済観測調査」よりニッセイ基礎研作成

## 1. 全体評価：景況感は2期連続で改善も、先行きへの警戒感は根強い

日銀短観12月調査では、内外での需要回復を受けて、注目度の高い大企業製造業の業況判断D.I.が▲10と前回9月調査から17ポイント上昇し、前回調査に続き、景況感の持ち直しが確認された。D.I.の上昇幅は過去最高であった2002年6月調査（20ポイント）に次ぐ大きさにあたる（表紙図表参照）。また、大企業非製造業の業況判断D.I.も▲5と前回調査から7ポイント上昇している。ただし、D.I.の水準でみると、それぞれ依然として新型コロナ拡大前（2019年12月調査では製造業が0、非製造業が20）を明確に下回っており、とりわけサービス需要への打撃が大きいというコロナ禍の特徴を反映して、非製造業の水準が低い。景気回復の道のりはまだ長い。

前回9月調査では、夏場の新型コロナ感染第2波や設備投資の減少などが重荷となったことで力強さには欠けたものの、内外での経済活動再開や経済対策の効果を受けて、製造業・非製造業ともに、景況感の底入れが確認されていた。

前回調査以降も中国や米国をはじめ海外経済が回復傾向にあり、輸出・生産の持ち直しが続いたほか、国内では10月から経済対策である「Go To トラベル」に東京が追加されたほか、「Go To イート」も開始され、回復が遅れていた対面サービス需要が喚起された。

一方、11月に入るとコロナの感染拡大が鮮明となり、従来の感染の波を上回る「感染第3波」が到来したことが客足の重荷になったばかりでなく、下旬には政府が「Go To トラベル」の一部地域除外を決定、一部自治体では「Go To イート」食事券の発効延期や飲食店への時短要請を再開するなど、コロナ禍の様相が再び強まった。

今回、大企業製造業では、中国や米国などの海外経済回復に伴う輸出の持ち直しや、国内外での自動車需要の回復、家電などでの好調な巣ごもり需要等を受けて景況感が大きく改善した。特に改善が目立つ自動車産業は裾野が広いだけに、同産業が牽引する形で素材系など幅広い業種に好影響が波及した形となっている。ただし、依然として生産の水準がコロナ前を大きく下回っているため、景況感の水準はコロナ前には戻っていない。

非製造業も、「Go To キャンペーン」拡充の効果などを受けて景況感が改善したが、対面サービスの自粛ムードが続いているうえ、11月に鮮明化した「コロナ感染第3波」とそれに伴う「Go To キャンペーン」の一部縮小などが重荷になったとみられ、景況感の改善は製造業に比べて鈍い<sup>1</sup>。

中小企業の業況判断D.I.は、製造業が前回から17ポイント上昇の▲27、非製造業が10ポイント上昇の▲12となった。大企業同様、製造業・非製造業ともに景況感は明確に回復している。

一方、先行きの景況感には警戒感が色濃く表れている。

特に非製造業は内需型産業が多いだけに、国内で拡大を続けている新型コロナの感染やそれに伴う政府による需要喚起策縮小への懸念が強く、大企業では小幅な悪化、危機への対応力が限られる中小企業では明確な悪化が示されている。

製造業は、財需要がサービス需要に比べてコロナ禍の影響を受けづらいほか、コロナの感染が抑制されている中国など海外経済回復への期待もあり、先行きにかけての景況感悪化は回避されている。ただし、製造業でも内外でのコロナ感染動向など先行きの不透明感が景況感の重荷になっている。

<sup>1</sup> もともと、非製造業のD.I.は製造業よりも変動しにくいという面もある。

るとみられ、小幅な改善に留まっている。

なお、事前の市場予想との対比では、注目度の高い大企業製造業については、足元の景況感が市場予想(QUICK 集計▲14、当社予想も▲14)を明確に上回ったほか、先行きの景況感も市場予想(QUICK 集計▲10、当社予想は▲8)をやや上回った。大企業非製造業については、足元の景況感は市場予想(QUICK 集計▲6、当社予想は▲4)を若干上回ったが、先行きの景況感は市場予想(QUICK 集計▲6、当社予想は▲4)と一致した。

2020年度の設備投資計画(全規模全産業)は、前年度比3.9%減(前回調査時点では同2.7%減)へと下方修正された。設備投資計画の下方修正はこれで3期連続となる。

例年、12月調査では、中小企業において計画が具体化してくることによって上方修正される傾向が強い。しかしながら、新型コロナの感染拡大に伴って収益が大幅に悪化したことで設備投資の原資となるキャッシュフローが減少したうえ、コロナ禍の行方など事業環境の先行き不透明感も依然として強い。このことから、企業の間で引き続き設備投資の見合わせや先送りの動きが広がり、この時期としては稀な下方修正となっている。

研究開発投資やソフトウェア投資も含め、企業の投資計画は軒並み下方修正されており、利益・キャッシュフローの確保や先行きへの懸念から、投資を圧縮する姿勢を強めている企業の姿がうかがわれる。

ちなみに、今回の短観が当面の日銀金融政策に与える影響は限定的と考えられる。

景況感の先行きに慎重姿勢がみられ、設備投資計画が下方修正されている点には警戒が必要だが、国内景気は最悪期を脱しているうえ、今のところ、緊急事態宣言の再発動など厳しい行動規制も課されていない。

また、日銀は今回のコロナ禍において、金融市場の安定と企業の資金繰り対応を優先課題としてきたが、企業の資金繰りは小幅ながら改善が示されている。もともと政策金利の引き下げ余地がほぼ枯渇していることもあり、日銀は今後とも現行の金融緩和スタンスを維持したうえで、金融市場の安定策と企業の資金繰り対応策を適宜延長・拡充していくに留めると見込まれる。目先では、今月の決定会合において、政府の追加経済対策と歩調を合わせる形で「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」を延長すると見込まれるが、既存の政策の引き延ばしに過ぎない。

## 2. 業況判断 D. I. : 総じて持ち直しも、対面サービスの遅れは残る

全規模全産業の業況判断 D. I. は▲15(前回比13ポイント上昇)、先行きは▲18(現状比3ポイント低下)となった。大企業について、製造・非製造業別の状況は以下のとおり。

### (大企業)

大企業製造業の業況判断 D. I. は▲10と前回調査から17ポイント上昇した。業種別では、全16業種中、造船・重機を除く15業種が上昇となった。

内外での需要回復が鮮明な自動車(48ポイント上昇)が大幅な改善を示し、自動車との関連が強い鉄鋼(30ポイント上昇)や非鉄金属(27ポイント上昇)もつれ高となった。また、好調な半導体需要や中国のインフラ需要を受けた生産用機械(22ポイント上昇)、巣ごもり需要を取り込んだ

電気機械（14ポイント上昇）、木材・木製品（36ポイント上昇）の改善も目立つ。

一方、世界的な航空機需要減少を受けた造船・重機（7ポイント低下）は唯一景況感が悪化している。

先行きについては、上昇が9業種と低下の5業種を上回り（横ばいが2業種）、全体では2ポイントの上昇となった。

引き続き、自動車（7ポイント上昇）、鉄鋼（3ポイント上昇）、非鉄金属（同）、生産用機械（15ポイント上昇）などでは改善するものの、改善ペースの鈍化が見込まれている。また、造船・重機（3ポイント低下）が引き続き悪化するほか、食料品（10ポイント低下）、石油・石炭（7ポイント低下）、電気機械（5ポイント低下）などが悪化に転じる見通しとなっている。

大企業非製造業のD.I.は前回から7ポイント上昇の▲5となった。業種別では、全12業種中、建設を除く11業種が上昇した。

人出の回復を受けた対個人サービス（遊園地など、22ポイント上昇）、「Go To キャンペーン」による追い風を受けた宿泊・飲食サービス（21ポイント上昇）、運輸・郵便（14ポイント上昇）などの改善が目立つ。一方、設備投資や住宅着工の低迷を受けた建設（4ポイント低下）は唯一景況感が悪化している。

先行きについては、上昇が6業種と低下の4業種を上回ったが（横ばいが2業種）、全体では1ポイントの低下となった。

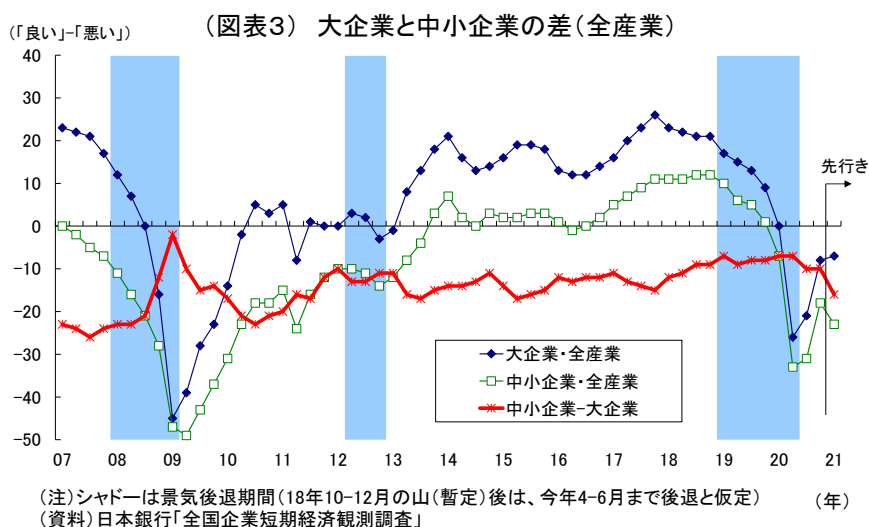
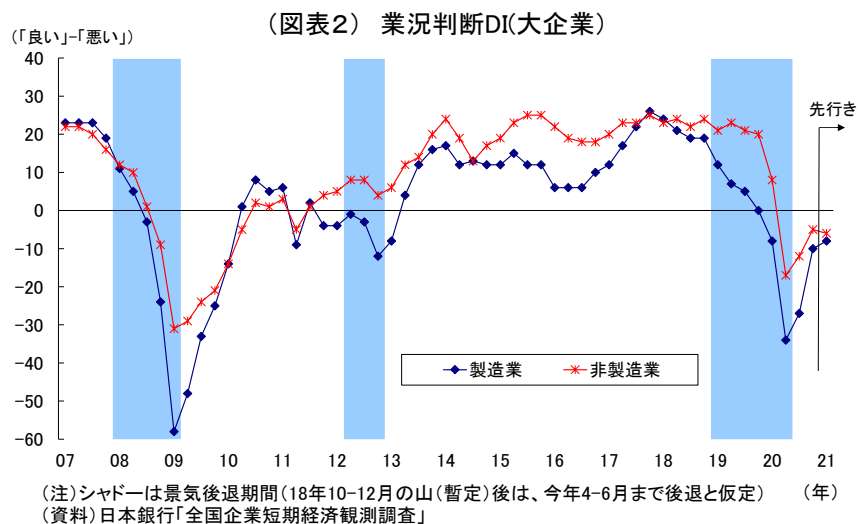
引き続き建設（11ポイント低下）で低下が見込まれているほか、小売（20ポイント低下）や情報サービス（7ポイント低下）、電気・ガス（8ポイント低下）で悪化に転じる見通しが示されている。一方、対個人サービス（18ポイント上昇）、宿泊・飲食サービス（4ポイント上昇）、運輸・郵便（3ポイント上昇）などでは引き続き改善が見込まれているものの、回答基準日である11月下旬以降、新型コロナの感染がさらに拡大し、今後の人出や「Go To キャンペーン」継続に関する不透明感が強まっている点には留意が必要になる。

（図表1）業況判断DI

（「良い」-「悪い」・%ポイント）

		2020年9月調査		2020年12月調査			
		最近	先行き	最近	先行き		
					変化幅	変化幅	
大企業	製造業	-27	-17	-10	17	-8	2
	非製造業	-12	-11	-5	7	-6	-1
	全産業	-21	-14	-8	13	-7	1
中堅企業	製造業	-34	-30	-17	17	-17	0
	非製造業	-23	-25	-14	9	-17	-3
	全産業	-28	-27	-15	13	-18	-3
中小企業	製造業	-44	-38	-27	17	-26	1
	非製造業	-22	-27	-12	10	-20	-8
	全産業	-31	-31	-18	13	-23	-5

（注）「最近」の変化幅は、前回調査の「最近」との対比。  
「先行き」の変化幅は、今回調査の「最近」との対比。



### 3. 需給・価格判断：内外需給は改善、販売価格は小動きに

(需給判断：製造業の需給は内外ともに大きく改善、非製造業の国内需給もやや改善)

大企業製造業の国内製商品・サービス需給判断 D.I. (需要超過-供給超過) は前环比 7 ポイント上昇、海外需給も前回から 9 ポイント上昇している。自動車等の内外での需要回復を受けて、需給が大きく改善した。一方、非製造業の国内製商品・サービス需給判断 D. I. は 2 ポイントの上昇に留まった。「Go To キャンペーン」が需要の回復に繋がったものの、依然として残る対面サービスの自粛ムードが重荷になった模様。

先行きの需給については、製造業の国内需給が 2 ポイントの上昇、海外需給も 1 ポイントの上昇に留まっている。また、非製造業の国内需給も 1 ポイントの上昇に留まっており、内外でのコロナ感染拡大を受けて先行きの需要に対する警戒が燻っている。

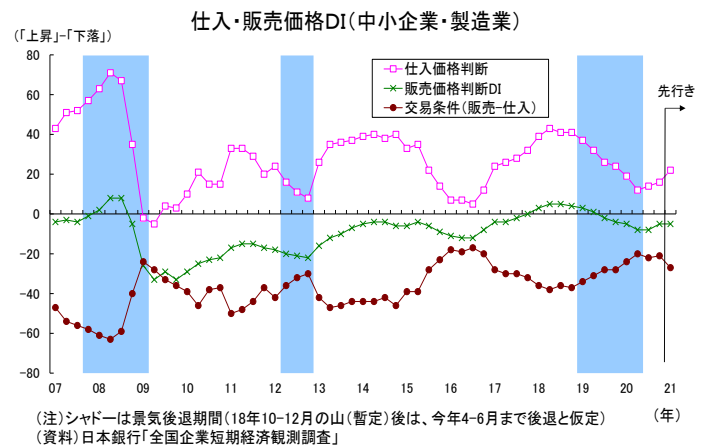
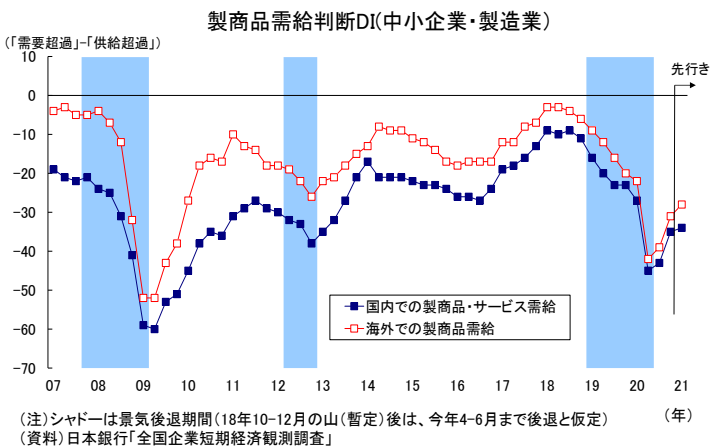
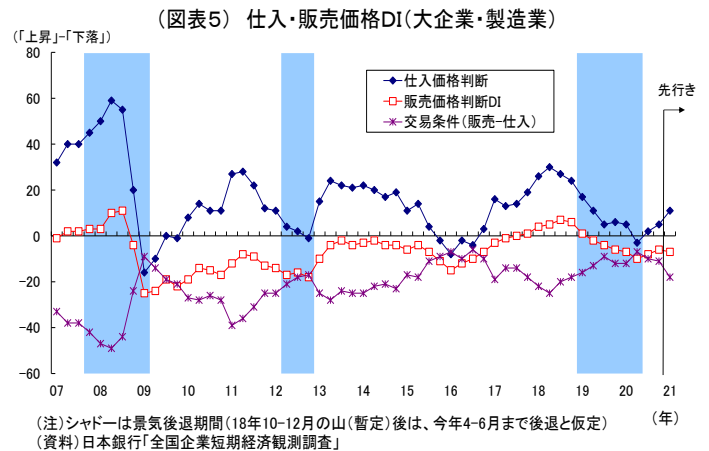
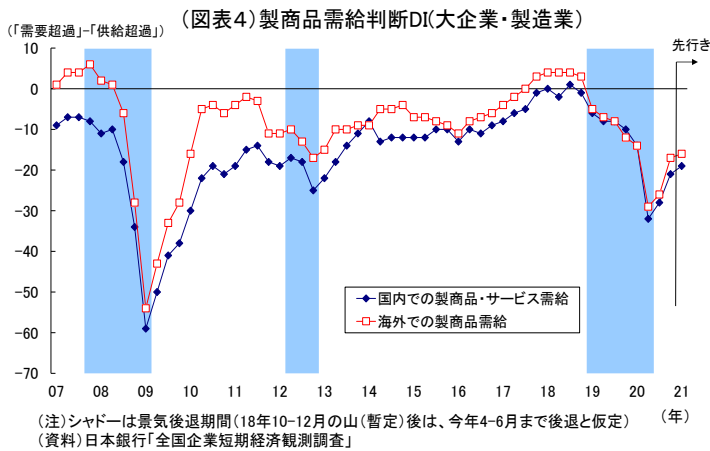
(価格判断：販売価格は小動き、仕入価格上昇への懸念は根強い)

大企業製造業の販売価格判断 D.I. (上昇-下落)は前回から 2 ポイント上昇、非製造業は 1 ポイ

ント上昇と、ともに小動きになった。

一方、仕入価格判断D. I. は製造業では3ポイント上昇、非製造業では1ポイントの上昇となった。中国をはじめとする世界的な経済活動回復に伴う資源・エネルギー価格の持ち直しが押し上げ圧力になったとみられる。製造業では、仕入価格判断D. I. の上昇幅が販売価格判断D. I. の上昇幅を若干上回った結果、差し引きであるマージンは若干悪化している。

販売価格判断D. I. の3ヵ月後の先行きは、大企業製造業で1ポイント低下、非製造業で1ポイント上昇と、ともに小動きと見込まれている。先行きの景気への警戒が残り、大幅な価格引き上げは見込まれていない。一方、仕入価格判断D. I. の先行きは製造業で6ポイント、非製造業で3ポイントの上昇となっていることから、ともにマージンが悪化するとの見通しが示されている。



#### 4. 売上・利益計画：20年度収益計画はさらに下方修正

20年度収益計画(全規模全産業)は、売上高が前年比8.6%減(前回は6.6%減)、経常利益が同35.3%減(前回は28.5%減)とそれぞれ下方修正された。もともと減収減益の計画であったが、それぞれ減少幅が拡大している。

経常利益計画は、例年期初に保守的に見積もられ、6月調査において前年度実績の上方修正を受けてさらに下方修正された後、9月調査以降は上方修正に向かう傾向が強い。ただし、今年度計画については下方修正が続いている。今回は上半期における収益の大幅な悪化が計画に反映されたい

え、先行きの不透明感が非常に強いことから、下半期計画も下方修正する動きが優勢になっている。

なお、20年度の想定ドル円レート（全規模全産業ベース）は106.79円（上期107.03円、下期106.55円）と前回（107.34円）から0.5円余り円高方向に修正された。もともと円高方向への修正が遅れていたうえ、前回調査以降、為替がさらに円高に振れたためとみられる。ただし、依然として直近（12月11日）までの年度実績（106.23円）や足下の実勢（104円前後）よりも円安水準にあり、修正が遅れている可能性が高い。

例年であれば、3月調査以降も経常利益計画が上方修正に向かうパターンが多いものの、今年度については引き続き不確実性が高い。国内外における新型コロナの感染動向や為替動向次第では今後もさらに下方修正が入るリスクがある。

**(図表6) 売上高計画** (前年度比・%)

	2019年度	2020年度 (計画)		修正率	上期	下期
大企業	製造業	-3.2	-9.1	-2.6	-15.8	-2.6
	国内	-1.9	-8.2	-2.1	-13.8	-2.9
	輸出	-5.9	-10.9	-3.7	-19.9	-1.8
	非製造業	-2.5	-8.5	-4.8	-13.5	-3.5
	全産業	-2.8	-8.7	-3.9	-14.5	-3.1
中堅企業	製造業	-1.2	-7.5	0.3	-11.7	-3.4
	非製造業	1.9	-8.1	-1.2	-11.4	-4.9
	全産業	1.1	-7.9	-0.8	-11.5	-4.5
中小企業	製造業	-2.7	-9.4	0.5	-12.5	-6.3
	非製造業	0.3	-8.5	0.7	-11.8	-5.4
	全産業	-0.4	-8.7	0.6	-11.9	-5.6
全規模	製造業	-2.8	-8.9	-1.6	-14.5	-3.4
	非製造業	-0.6	-8.4	-2.3	-12.5	-4.4
	全産業	-1.4	-8.6	-2.1	-13.2	-4.1

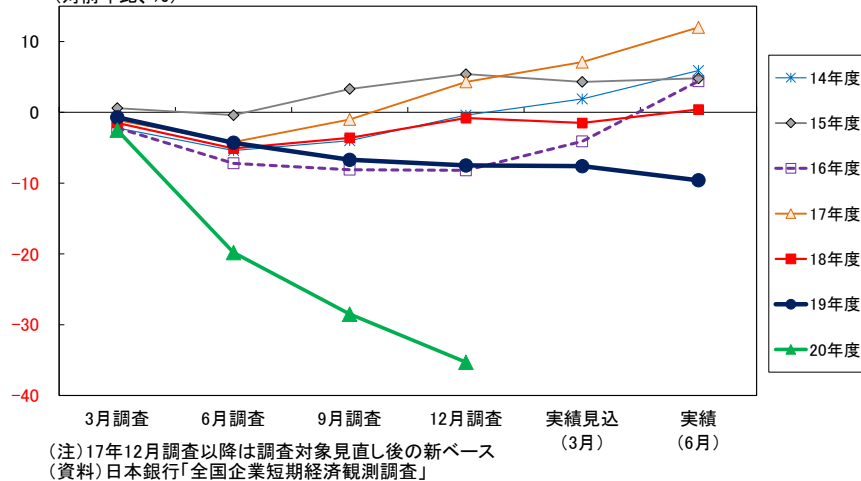
(注)修正率は前回調査との対比。

**(図表7) 経常利益計画** (前年度比・%)

	2019年度	2020年度 (計画)		修正率	上期	下期
大企業	製造業	-17.5	-25.5	2.9	-36.7	-9.6
	素材業種	-14.2	-25.1	-13.8	-31.3	-16.3
	加工業種	-18.9	-25.6	12.7	-39.0	-6.7
	非製造業	-7.8	-41.9	-31.5	-46.4	-36.0
	全産業	-12.4	-34.6	-17.4	-42.0	-24.4
中堅企業	製造業	-3.1	-28.8	12.0	-31.2	-26.5
	非製造業	-2.8	-38.5	4.5	-52.1	-24.7
	全産業	-2.9	-35.4	7.0	-45.6	-25.3
中小企業	製造業	-18.1	-39.7	14.9	-52.0	-25.3
	非製造業	0.7	-36.9	15.6	-45.8	-28.6
	全産業	-4.6	-37.6	15.4	-47.4	-27.9
全規模	製造業	-15.9	-27.5	5.1	-37.7	-14.2
	非製造業	-5.1	-40.2	-18.2	-47.2	-31.9
	全産業	-9.6	-35.3	-9.5	-43.4	-25.3

(注)修正率は前回調査との対比。

(対前年比、%) (図表8) 経常利益計画(全規模・全産業)



## 5. 設備投資・雇用：人手不足感はやや強まる、設備投資計画はまたも下方修正

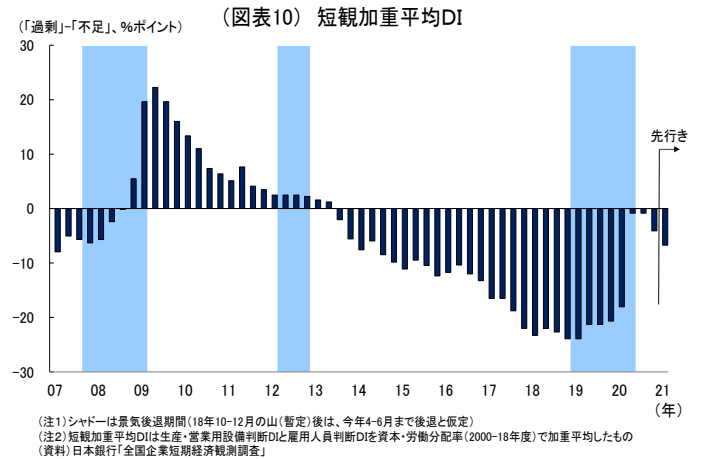
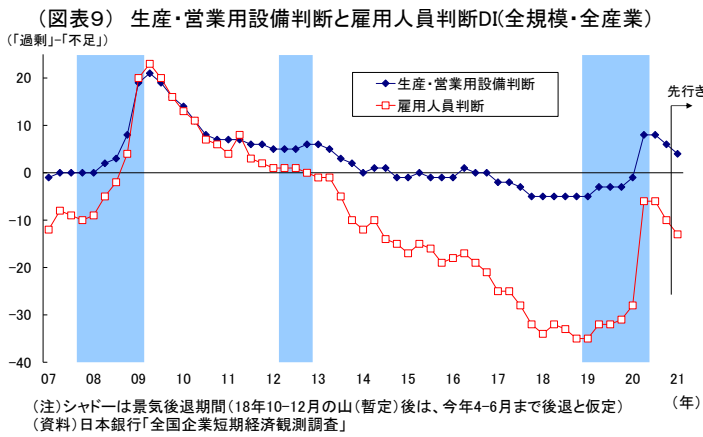
生産・営業用設備判断 D.I. (「過剰」－「不足」) は、全規模全産業で前回から 2 ポイント低下の 6 となった。生産・経済活動の回復に伴って稼働率がやや上昇したとみられ、過剰感がやや緩和したものの、依然としてプラス圏 (「過剰」との回答が優勢) にある。

また、雇用人員判断 D.I. (「過剰」－「不足」) も前回から 4 ポイント低下の▲10 となった。同 D.I. は、今年 6 月調査において新型コロナ拡大に伴う需要の激減や休業によって急上昇し、悪い意味で人手不足感が大きく解消していた。今回、人手不足感がやや強まったことで、失業を抑制する効果が多少なりとも期待されるが、かつての人手不足感とは比べるべくもないほか、人手不足感が特定の業種に偏在している可能性もある。また、今後景気回復が遅れた場合には、人手過剰感が高まることで失業増加が加速する懸念もある。

上記の結果、需給ギャップの代理変数とされる「短観加重平均 D.I.」(設備・雇用の各 D.I. を加重平均して算出) は前回から 3.3 ポイント低下の▲4.1 となり、やや不足超過となっている。

先行きの見通し (全規模全産業) は、設備判断 D.I. が 2 ポイントの低下、雇用判断 D.I. が 3 ポイントの低下となった。経済活動の持ち直しに伴う需要回復を見込んだ動きとみられるが、先行きの不透明感から大幅な低下は見込まれていない。この結果、「短観加重平均 D.I.」も 2.6 ポイント低下の▲6.7 と小幅な低下に留まる見込みだ。





2020年度の設備投資計画(全規模全産業)は、前年度比3.9%減(前回調査時点では同2.7%減)へと下方修正された。設備投資計画の下方修正はこれで3期連続となる。

例年、12月調査では、中小企業において計画が具体化してくることによって上方修正される傾向が強い。しかしながら、新型コロナウイルスの感染拡大に伴って収益が大幅に悪化したことで設備投資の原資となるキャッシュフローが減少したうえ、コロナ禍の行方など事業環境の先行き不透明感も依然として強い。このことから、企業の間で引き続き設備投資の見合わせや先送りの動きが広がり、この時期としては稀な下方修正となっている。

今後についても、新型コロナウイルスの感染やそれに伴う景気の動向次第では、さらに下方修正される可能性が残る。

なお、20年度設備投資計画(全規模全産業で前年比3.9%減)は市場予想(QUICK 集計3.3%減、当社予想は3.4%減)を下回る結果であった。

また、20年度の研究投資計画も前年比2.3%減(前回調査では0.5%減)へと下方修正されている。

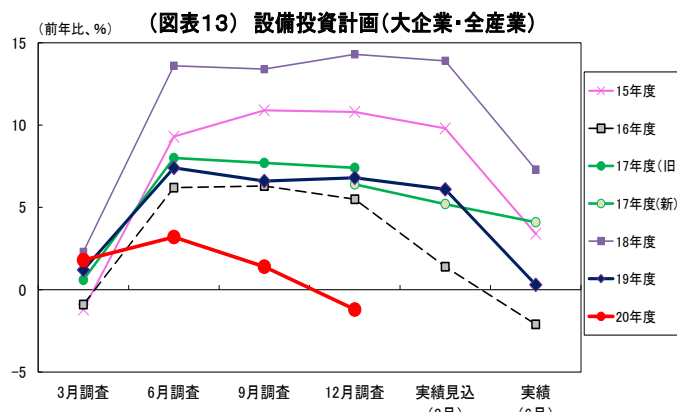
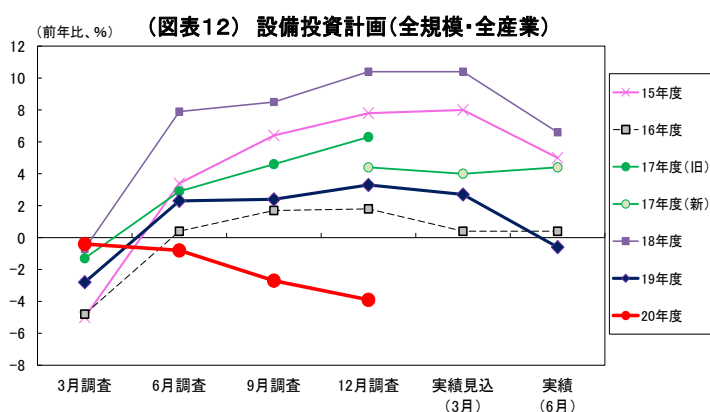
さらに、テレワークの推進や遠隔サービス化の流れを受けて、これまで上方修正されてきた2020年度のソフトウェア投資計画も、今回は前年比3.4%増と前回(前年比6.4%増)から下方修正されている。

企業の投資計画は軒並み下方修正されており、利益・キャッシュフローの確保や先行きへの懸念から、投資を圧縮する姿勢を強めている姿がうかがわれる。

(図表11) 設備投資計画と研究開発投資計画 (前年度比・%)

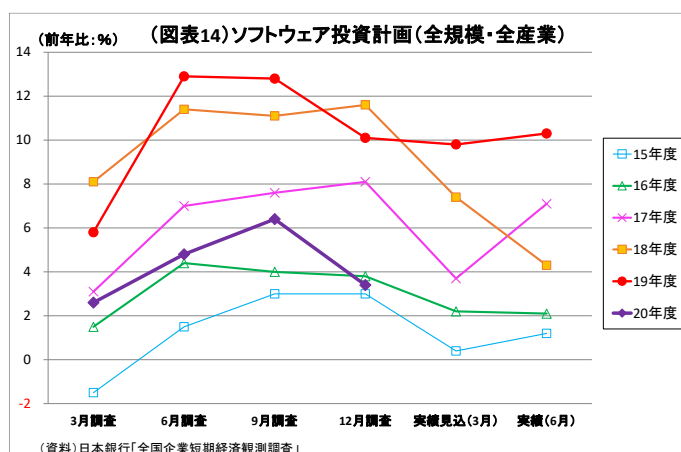
		設備投資計画			研究開発投資計画		
		2019年度	2020年度 (計画)	修正率	2019年度	2020年度 (計画)	修正率
大企業	製造業	4.3	-0.5	-3.9	1.5	-3.3	-2.7
	非製造業	-2.0	-1.6	-1.7	3.7	5.3	6.7
	全産業	0.3	-1.2	-2.6	1.7	-2.7	-2.0
中小企業	製造業	-1.2	-11.3	0.9	-0.3	0.0	-0.7
	非製造業	0.5	-15.4	3.6	-14.7	8.7	3.7
	全産業	-0.2	-13.9	2.6	-2.0	0.9	-0.2
全規模	製造業	0.9	-3.1	-2.8	1.4	-3.0	-2.6
	非製造業	-1.5	-4.5	-0.4	2.4	5.4	6.0
	全産業	-0.6	-3.9	-1.3	1.5	-2.3	-1.9

(注)設備投資は含む土地投資額(リース会計対応ベース)。修正率は前回調査との対比。



(注)リース会計対応ベース。17年度分12月調査は新旧併記、実績見込み以降は新ベース  
(資料)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

(注)リース会計対応ベース。17年度分は12月調査は新旧併記、実績見込み以降は新ベース  
(資料)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」



(資料)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

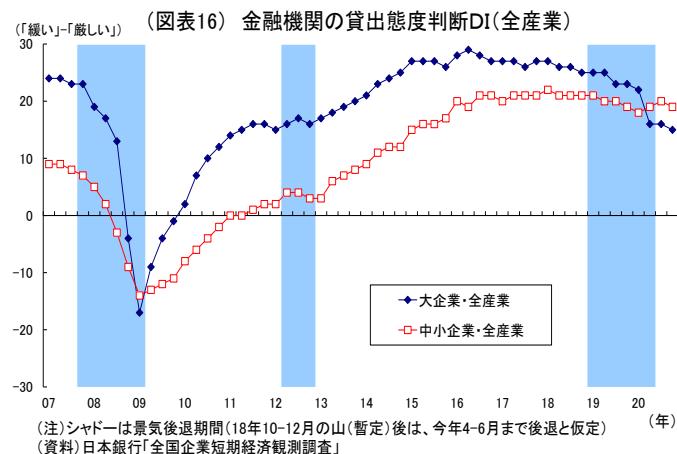
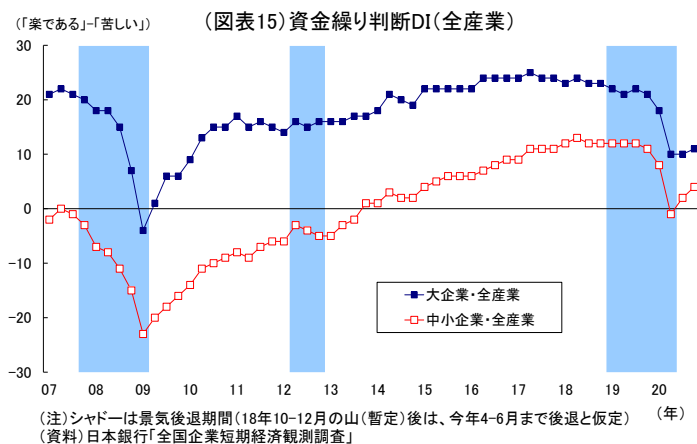
## 6. 企業金融：企業の資金繰りは若干改善

企業の資金繰り判断 D.I. (「楽である」－「苦しい」) は大企業が 11 と前回比 1 ポイント上昇、中小企業が 4 と前回比で 2 ポイント上昇した。D.I. の水準もプラス圏 (「楽である」が優勢) にあり、リーマンショック後 (2008 年終盤～2009 年前半) のような底割れには至っていない。

一方、企業サイドから見た金融機関の貸出態度判断 D.I. (「緩い」－「厳しい」) については、大企業、中小企業ともに前回から 1 ポイント低下したものの、ともに大幅なプラス圏 (「緩い」が優勢) を維持しており、リーマンショック後のような貸出態度の厳格化はみられない。

全体としてみれば、企業の金融環境は概ね問題ない状況が続いている。

新型コロナの拡大を受けて、政府は「持続化給付金」や「無利子・無担保融資の拡充」を、日銀は民間金融機関での無利子・無担保融資のバックファイナンスを行う「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ」を導入し、企業の資金繰り支援に注力してきた。こうした政策の効果が企業の金融環境の安定に寄与しているとみられる。



(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。