

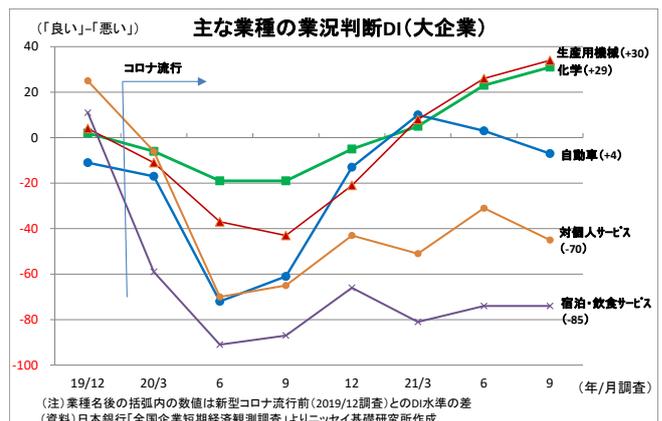
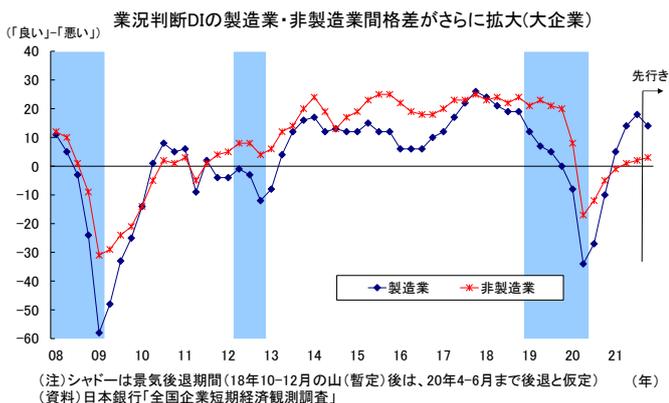
Weekly エコノミスト・ レター

日銀短観(9月調査)

～大企業製造業の景況感改善は鈍化、非製造業は低迷継続、先行きの見方は総じて慎重

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

- 9月短観では、堅調な海外経済や設備投資需要の持ち直しを受けて注目度の高い大企業製造業の業況判断DIが18と前回6月調査から4ポイント上昇した。景況感は堅調を維持しているものの、半導体をはじめとする部品不足の深刻化や原材料価格の高騰が抑制要因となり、改善ペースは鈍化している。また、大企業非製造業では、原材料の高騰に加えて行動制限措置の延長・拡大が対面サービス需要の逆風となり、業況判断DIが1ポイントの上昇に留まった。大企業(全産業)と中小企業(同)の景況感格差は18ポイントと2011年3月調査以来の水準に拡大している。大企業に比べて海外経済回復の恩恵を受けにくい中小企業の回復が遅れている。
- 先行きの景況感は総じて弱含みとなった。製造業では自動車の減産や中国経済減速による影響への懸念が現れている。一方、非製造業では冬場に向けてコロナ感染の再拡大が懸念される。特に日本は脆弱な医療体制が行動制限措置導入に繋がりがやすいだけに、楽観に傾きにくい。
- 2021年度の設備投資計画(全規模全産業)は、前年度比7.9%増へ上方修正され、前年度の落ち込みから大幅に持ち直すとの計画が維持された。例年、9月調査では中小企業において計画の具体化に伴って上方修正される傾向が強いほか、製造業を中心に企業収益が持ち直した結果として投資余力が回復していること、昨年度から今年度へ先送りされた計画が存在することがその理由として考えられる。ただし、コロナ禍の収束が未だ見通せないうえ、厳しい事業環境が続く対面サービス業の投資低迷が抑制に働いたとみられ、6月調査からの上方修正幅は例年の平均値をやや下回った。
- ソフトウェア投資額は前回から若干下方修正されたものの、前年度比14.3%増と大幅な増額計画が維持されている。企業において、オンライン需要への対応やDX、リモートワークへの対応などが進められているとみられる。



1. 全体評価：景況感は改善一服、先行きは慎重、設備投資は堅調

日銀短観9月調査では、堅調な海外需要や設備投資需要の持ち直しを受けて注目度の高い大企業製造業の業況判断DIが18と前回6月調査から4ポイント上昇した。景況感は堅調を維持しているものの、半導体をはじめとする部品不足の深刻化や原材料価格の高騰が抑制要因となり、改善ペースは鈍化している。また、大企業非製造業では、原材料価格の高騰に加えて緊急事態宣言の延長・拡大が重荷となり、業況判断DIが2と前回調査から1ポイントの上昇に留まった。製造業の改善幅が非製造業をやや上回ったことで、製造業・非製造業間の景況感格差はさらに拡大し、業種間の大幅な格差も継続している。

前回6月調査では、輸出の増加や円安基調の継続などを受けて、注目度の高い大企業製造業の景況感が順調に回復した一方で、3度目の緊急事態宣言発令が重荷となった大企業非製造業の景況感は伸び悩んでいた。

前回調査以降も、欧米を中心に海外経済の回復基調は続いたものの、半導体等部品不足の影響拡大によって自動車を中心に輸出・生産が抑制された。また、国内では夏場を通じてコロナデルタ株の感染急拡大に伴って緊急事態宣言等の行動制限措置が延長・拡大され、飲食・宿泊を中心とする対面サービス消費などへの逆風が続いた。

今回、大企業製造業では、堅調な海外需要や設備投資需要の持ち直しが追い風となる形で景況感が改善したものの、資源価格高騰に伴う原材料価格の上昇や、主に自動車産業における半導体等部品不足の深刻化が抑制要因となり、改善ペースが鈍化した。

また、非製造業では、製造業同様、原材料価格の高騰が重荷になったほか、デルタ株の感染急拡大や緊急事態宣言など行動制限措置の延長・拡大が対面サービス需要の逆風となり、景況感の低迷が続いた。

中小企業の業況判断DIは、製造業が前回から4ポイント上昇の▲3、非製造業が1ポイント低下の▲10となった。大企業同様、製造業では改善ペースが鈍化し、非製造業では低迷が続いている。ちなみに、大企業（全産業）と中小企業（同）の景況感格差は18ポイント（前回比2ポイント上昇）と2011年3月調査（20ポイント）以来の水準に拡大している。大企業に比べて海外経済回復の恩恵を受けにくい中小企業の回復が遅れている。

先行きの景況感は総じて弱含みとなった。製造業では半導体不足に苦しむ自動車産業の減産や中国経済減速による影響への懸念が現れている。一方、非製造業では、ワクチンの普及等に伴う経済活動の回復が期待されるものの、冬場に向けて感染力の強い変異株の拡大やブレークスルー感染によるコロナ感染の再拡大も懸念される。特に日本は脆弱な医療体制が行動制限措置の導入に繋がりにくいだけに、楽観に傾きにくい。原材料価格の高止まり懸念も燻っている。なお、中小企業非製造業については、もともと先行きを慎重に見る傾向が強く、先行きにかけて景況感の改善が示されることが極めて稀であるだけに、今回も小幅な悪化が示された。

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13、当社予想は17）を上回った一方、先行きの景況感は市場予想（QUICK集計

14、当社予想は 18) に一致した。大企業非製造業については、足元の景況感が市場予想 (QUICK 集計 0、当社予想は 2) をやや上回ったものの、先行きの景況感は市場予想 (QUICK 集計 5、当社予想は 4) をやや下回った。

2021 年度の設備投資計画 (全規模全産業) は、前年度比 7.9% 増 (前回調査時点では同 7.1% 増) へ上方修正され、前年度の落ち込みから大幅に持ち直すとの計画が維持された。

例年、9 月調査では中小企業において計画の具体化に伴って上方修正される傾向が強いほか、製造業を中心に企業収益が持ち直した結果として投資余力が回復していること、昨年度から今年度へ先送りされた計画が存在することがその理由として考えられる。

ただし、コロナ禍の収束が未だ見通せないうえ、厳しい事業環境が続く対面サービス業の投資低迷が抑制に働いたとみられ、6 月調査からの上方修正幅 (0.8% ポイント) は例年の平均値 をやや下回った。また、設備投資計画の金額はコロナ前である 2019 年度実績を 1.2% 下回っており、設備投資が完全に回復したわけではない。

なお、今回の短観が当面の日銀金融政策に与える影響は殆どないだろう。

まず、企業の景況感は全体としては悪化が避けられ、設備投資計画も前年度の落ち込みから大幅に持ち直すとの計画が維持されたためだ。今後も内外でのコロナの拡大懸念は燻り、半導体などの部品不足問題が長引くリスクもあるものの、ワクチンの普及が進んでいるうえ、当面は緊急事態宣言等の行動規制が解除されたことで消費の回復が期待される。なお、宿泊・飲食サービスなど一部の業種では厳しい資金繰りが続いているとみられるが、日銀は既に 6 月に資金繰り支援策の来年 3 月末までの延長を決めており、粘り強く支援していく姿勢を示している。こうした業種で資金繰りがさらに逼迫していることが確認されれば追加対応を行う可能性も出てくるが、日銀が追加的に出来ることは限られている。

もともと追加緩和余地が尽きかけていることもあり、日銀は変異株を中心とする新型コロナの感染動向やワクチンの普及ペースとそれが景気に与える影響等を見定めるべく、しばらく様子見姿勢に徹すると見込まれる。

2. 業況判断 D. I. : 景況感の方向性はまちまち、水準の格差は依然大きい

全規模全産業の業況判断 D. I. は▲2 (前回比 1 ポイント上昇)、先行きは▲5 (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 DI は 18 と前回調査から 4 ポイント上昇した。業種別では、全 16 業種中、上昇が 11 業種と低下の 3 業種を大きく上回った (横ばいが 2 業種)。

段ボールや家庭紙が堅調な紙・パルプ (15 ポイント上昇)、価格引き上げが進む化学 (8 ポイント上昇)、鉄鋼 (同)、IT 領域など内外での設備投資需要回復を受けた生産用機械 (同)、業務用機械 (同) などの上昇が目立つ。一方、半導体不足による減産が深刻化している自動車 (10 ポイント低下) では前回に続いて景況感が大きく悪化した。中国・韓国勢との競争が激しい造船・重機 (8 ポイント低下) の悪化も目立つ。

先行きについては、低下が 11 業種と低下の 4 業種を大きく上回り (横ばいが 1 業種)、全体では

4ポイントの低下となった。

半導体等部品不足の緩和を見込む自動車（9ポイント上昇）や今回落ち込みの大きかった造船・重機（8ポイント上昇）では回復を見込むものの、非鉄金属（21ポイント低下）、化学（11ポイント低下）、鉄鋼（6ポイント低下）など素材業種が軒並み大幅な悪化を示している。大口販売先である自動車産業の減産や中国経済減速への懸念が現れているとみられる。また、ウッドショックによる仕入価格上昇の悪影響が見込まれる木材・木製品（24ポイント悪化）の悪化も目立つ。

大企業非製造業のDIは前回から1ポイント上昇の2となった。業種別では、全12業種中、低下が7業種と上昇の4業種を上回った（横ばいが1業種）。

資源価格上昇が追い風となる商社を含む卸売（8ポイント上昇）のほか、製造業からの需要回復を受けやすい運輸・郵便（7ポイント上昇）、五輪関連需要が発生した対事業所サービス（12ポイント上昇）などで改善がみられた一方、緊急事態宣言の発令・延長が逆風となった小売（6ポイント低下）や対個人サービス（14ポイント低下）が悪化した。宿泊・飲食サービス（横ばい）はもとの水準が極めて低かったため、さらなる低下は避けられたものの、景況感の底這いが続いている。

先行きについては、低下が5業種と上昇の4業種を上回り（横ばいが3業種）、全体では1ポイントの上昇となった。

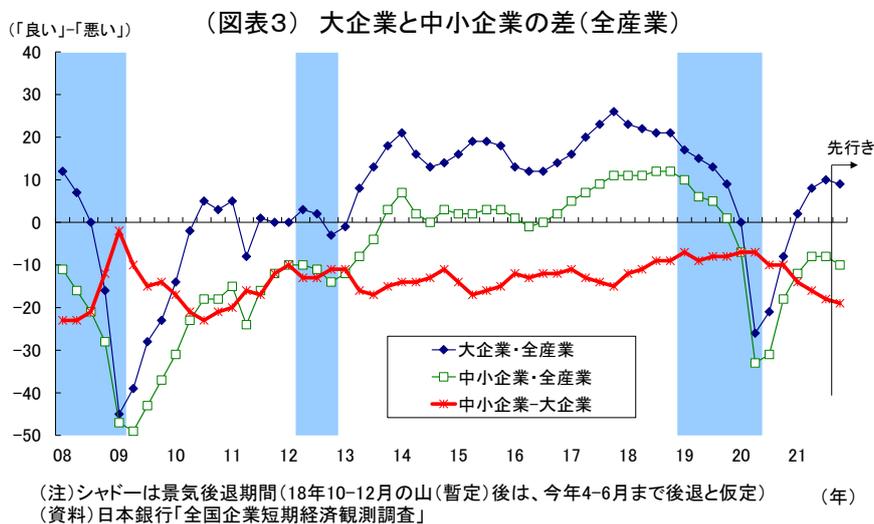
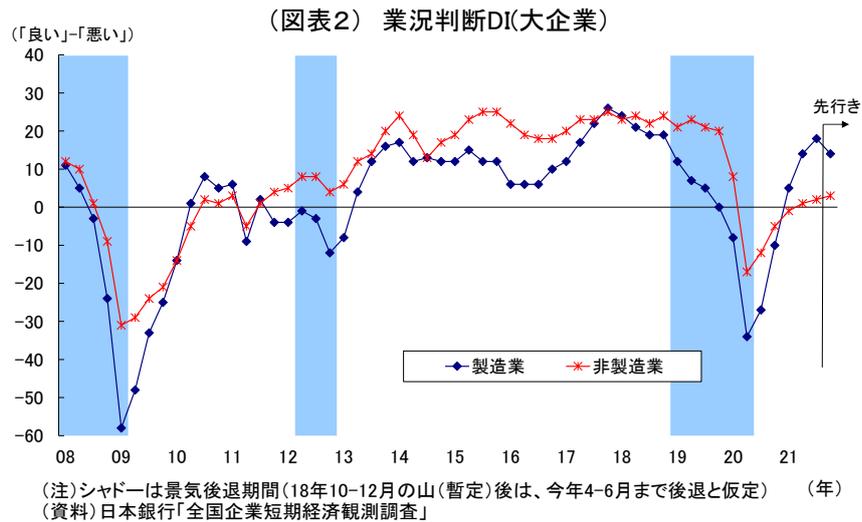
ワクチンの普及に伴う経済活動回復への期待を反映し、対個人サービス（27ポイント上昇）、宿泊・飲食サービス（15ポイント上昇）、小売（4ポイント上昇）などが上昇し、全体の牽引役となった。一方、五輪関連需要が剥落する対事業所サービス（8ポイント低下）、外出回復によって巣ごもり需要減が見込まれる通信（同）などで悪化が見込まれている。

（図表1）業況判断DI

（「良い」-「悪い」・%ポイント）

		2021年6月調査		2021年9月調査			
		最近	先行き	最近	先行き		変化幅
					変化幅	変化幅	
大企業	製造業	14	13	18	4	14	-4
	非製造業	1	3	2	1	3	1
	全産業	8	8	10	2	9	-1
中堅企業	製造業	5	-1	6	1	3	-3
	非製造業	-8	-8	-6	2	-7	-1
	全産業	-3	-5	-1	2	-4	-3
中小企業	製造業	-7	-6	-3	4	-4	-1
	非製造業	-9	-12	-10	-1	-13	-3
	全産業	-8	-10	-8	0	-10	-2

（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：製造業では需給が改善、仕入価格は明確に上昇

(需給判断：製造業の内外需給は改善の一方、非製造業の国内需給は低迷)

大企業製造業の国内製商品・サービス需給判断DI(需要超過-供給超過)は前回は3ポイント上昇、海外需給も前回から4ポイント上昇とともに需給が改善した。内外での堅調な財需要が需給改善に寄与したとみられる。一方、非製造業の国内製商品・サービス需給判断DIは横ばいに留まっている。緊急事態宣言の発令・延長によって需要が抑制されたためとみられる。

先行きの需給については、製造業の国内需給が1ポイントの低下、海外需給は3ポイントの低下とともに弱含んでいる。また、非製造業の国内需給も横ばいに留まっており、総じて需給の改善は見込まれていない。変異株の流行などコロナ感染再拡大への懸念が根強いうえ、製造業では中国経済の減速懸念が燻っていることが背景とみられる。

(価格判断：仕入価格上昇によりマージンが圧迫)

大企業製造業の販売価格判断DI(上昇-下落)は前回から6ポイント上昇、非製造業は3ポイント

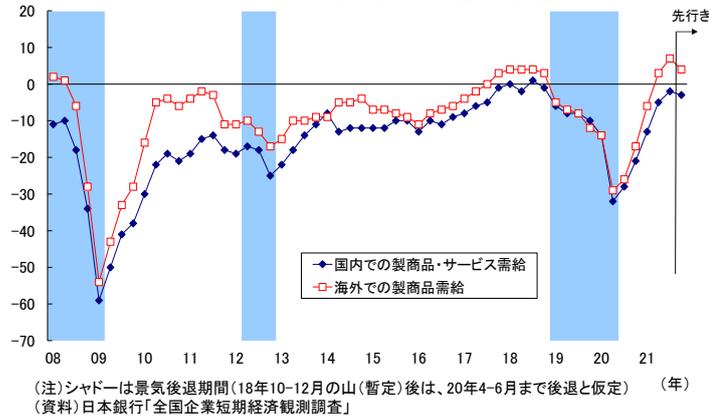
ト上昇とともにやや上昇した。

一方、仕入価格判断DIも製造業で8ポイント上昇、非製造業でも4ポイントの上昇とともに上昇している。世界的な景気回復に供給制約が加わり、資源・エネルギー価格が大きく上昇したことが響いた。製造業、非製造業ともに仕入価格判断DIの上昇幅が販売価格判断DIの上昇幅を上回った結果、差し引きであるマージンが悪化している。

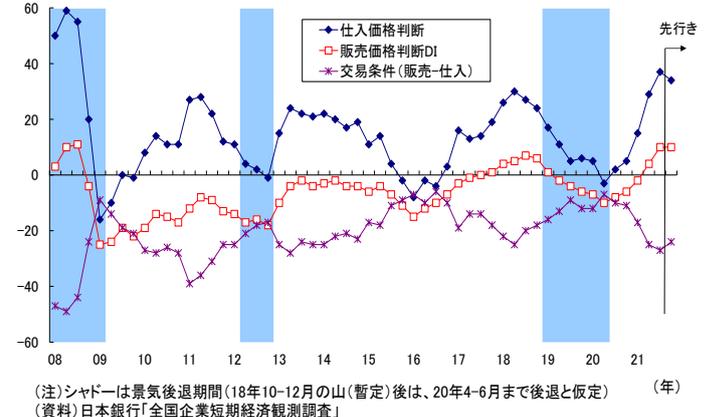
なお、大企業製造業の交易条件（販売価格判断DI－仕入価格判断DI、低いほどマージンを圧迫）は▲27ポイントと、2013年6月調査（▲28ポイント）以来の水準に落ち込んでいる。

仕入価格判断DIの3か月後の先行きは大企業製造業が3ポイント低下、非製造業が1ポイント低下と見込まれている。一方で、販売価格判断DIの3ヵ月後の先行きは、大企業製造業が横ばい、非製造業が1ポイントの低下となっているため、両者の差し引きであるマージンは製造業でやや改善、非製造業でやや悪化するとの見通しが示されている。ただし、仕入価格判断DIの高止まりが見込まれており、マージンの大幅な改善は想定されていない。

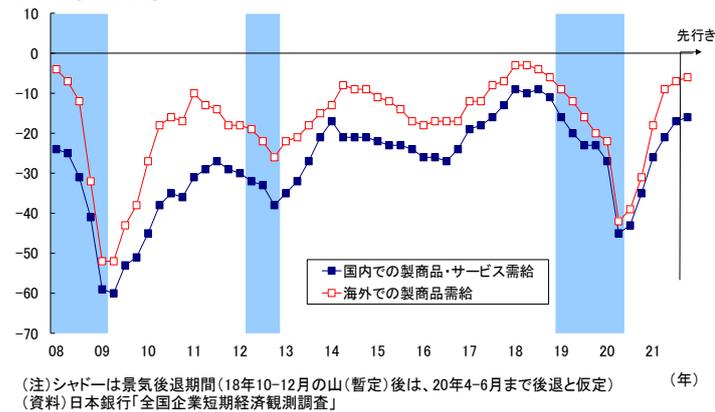
（「需要超過」-「供給超過」）（図表4）製商品需給判断DI(大企業・製造業)



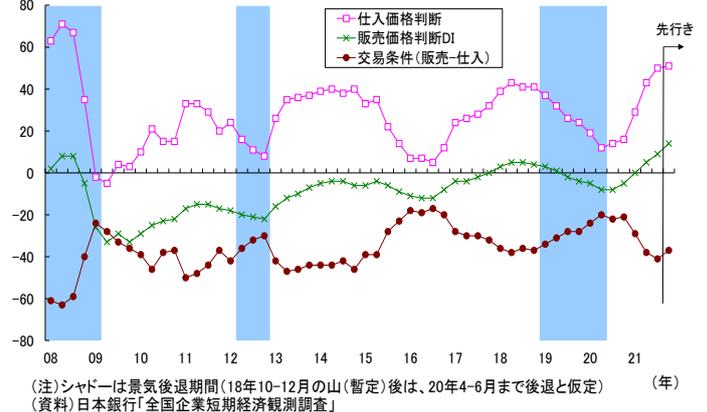
（「上昇」-「下落」）（図表5）仕入・販売価格DI(大企業・製造業)



（「需要超過」-「供給超過」）製商品需給判断DI(中小企業・製造業)



（「上昇」-「下落」）仕入・販売価格DI(中小企業・製造業)



4. 売上・利益計画：2021年度収益はさらに上方修正

2021年度収益計画（全規模全産業）は、売上高が前年比3.2%増（前回は2.8%増）、経常利益が同15.0%増（前回は9.1%増）とそれぞれ前回調査に続いて上昇修正され、増収増益計画が維持されている。

例年、経常利益計画は年度始の段階で保守的に見積もられ、9月調査以降、緩やかに上方修正されていく傾向があり、今回もそれに沿った展開となっているが、上方修正の度合いはやや大きめとなっている。コロナ禍の不透明感から年度始の計画が例年よりも保守的に設定された一方、海外経済の回復などを受けて、足元にかけての収益が堅調に推移してきたことを受けた修正とみられる。

ただし、今回上方修正されたとはいえ、今年度の利益計画は、昨年度の落ち込み（19年度比20.1%減）を取り戻せてはいない。

なお、2021年度の想定ドル円レート（全規模・全産業ベース）は107.64円（上期107.64円、下期107.64円）と、前回調査時点（106.71円）からやや円安方向に修正された。今年度上期のドル円レートが前回の見積もりよりもドル高水準で推移したことを受けた修正とみられるが、足下の実勢（111円台）よりはまだまだかなりの円高水準に設定されている。今後、米金融緩和が縮小に向かい、ドル円が堅調に推移すれば、想定レートのさらなる円安方向への修正が収益計画の上振れ要因になる。

(図表6) 売上高計画 (前年度比・%)

	2020年度	2021年度 (計画)		上期	下期	
			修正率			
大企業	製造業	-7.8	7.6	1.6	14.0	2.4
	国内	-7.2	5.6	0.8	10.2	1.7
	輸出	-9.0	12.0	3.2	22.3	3.8
	非製造業	-9.0	0.3	-0.1	1.3	-0.5
	全産業	-8.5	3.4	0.7	6.5	0.7
中堅企業	製造業	-6.4	7.1	1.1	11.1	3.6
	非製造業	-6.9	2.5	-0.3	4.6	0.7
	全産業	-6.8	3.6	0.1	6.2	1.4
中小企業	製造業	-7.7	5.4	1.4	9.4	1.9
	非製造業	-7.0	1.7	0.0	4.1	-0.4
	全産業	-7.2	2.5	0.3	5.3	0.1
全規模	製造業	-7.6	7.1	1.5	12.6	2.5
	非製造業	-7.9	1.3	-0.1	2.9	-0.2
	全産業	-7.8	3.2	0.4	6.1	0.7

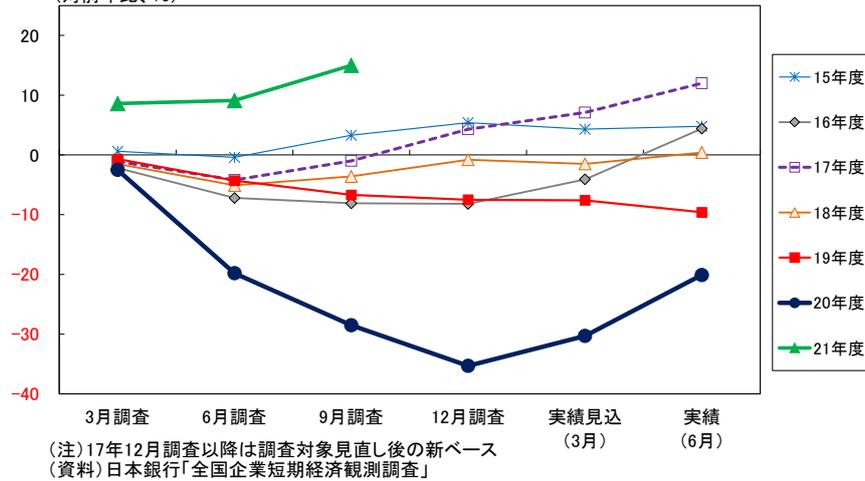
(注)修正率は前回調査との対比。

(図表7) 経常利益計画 (前年度比・%)

	2020年度	2021年度 (計画)		上期	下期	
			修正率			
大企業	製造業	-1.4	12.7	8.4	56.8	-14.1
	素材業種	-5.7	10.0	10.5	40.4	-11.3
	加工業種	0.5	13.9	7.5	64.5	-15.2
	非製造業	-37.9	23.1	2.6	24.6	21.6
	全産業	-21.6	17.3	5.6	40.4	-0.4
中堅企業	製造業	-11.5	14.2	8.8	55.0	-10.3
	非製造業	-23.9	12.8	2.2	49.4	-4.8
	全産業	-20.0	13.3	4.5	51.6	-6.6
中小企業	製造業	-10.2	23.4	12.0	97.5	-11.5
	非製造業	-16.1	4.0	3.2	34.1	-11.5
	全産業	-14.7	8.9	5.6	49.4	-11.5
全規模	製造業	-3.8	14.0	8.8	60.3	-13.3
	非製造業	-30.4	15.9	2.7	30.5	5.1
	全産業	-20.1	15.0	5.4	43.5	-3.9

(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：設備投資計画は上方修正、人手不足感が強まる

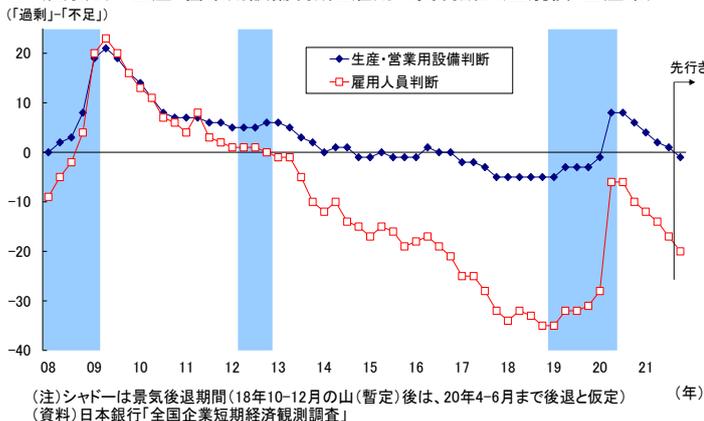
生産・営業用設備判断DI（「過剰」－「不足」）は、全規模全産業で前回から1ポイント低下の1となった。製造業での内外需給改善に加え、昨年度の設備投資の落ち込みが過剰感の緩和に寄与したと考えられる。

また、雇用人員判断DI（「過剰」－「不足」）も前回から3ポイント低下の▲17となった。製造業、非製造業ともに3ポイント低下している。これまでの人員抑制の影響が出たほか、労働需給のミスマッチもあるとみられ、人手不足感がやや強まっている。

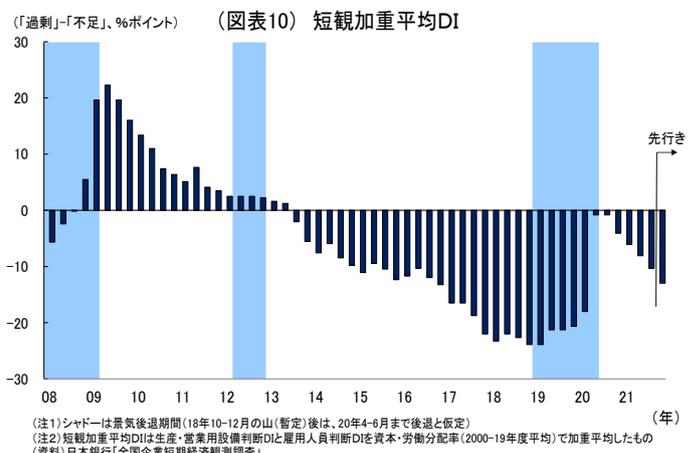
上記の結果、需給ギャップの代理変数とされる「短観加重平均DI」（設備・雇用の各DIを加重平均して算出）は前回から2.2ポイント低下の▲10.3となり、不足超過度合いが強まった。

先行きの見通し（全規模全産業）は、設備判断DIが2ポイントの低下、雇用判断DIが3ポイントの低下となった。ワクチン普及等に伴う内外での景気回復が一部織り込まれているとみられる。この結果、「短観加重平均DI」も▲13.0と2.7ポイント低下する見込みとなっている。

(図表9) 生産・営業用設備判断と雇用人員判断DI(全規模・全産業)



(図表10) 短観加重平均DI



2021年度の設備投資計画（全規模全産業）は、前年度比7.9%増（前回調査時点では同7.1%増）へ上方修正され、前年度の落ち込みから大幅に持ち直すとの計画が維持された。

例年、9月調査では中小企業において計画の具体化に伴って上方修正される傾向が強いほか、製造業を中心に企業収益が持ち直した結果として投資余力が回復していること、昨年度から今年度へ先送りされた計画が存在することがその理由として考えられる。

ただし、コロナ禍の収束が未だ見通せないうえ、厳しい事業環境が続く対面サービス業の投資低迷が抑制に働いたとみられ、6月調査からの上方修正幅（0.8%ポイント）は例年の平均値¹をやや下回った。また、設備投資計画の金額はコロナ前である2019年度実績を1.2%下回っており、設備投資が完全に回復したわけではない。

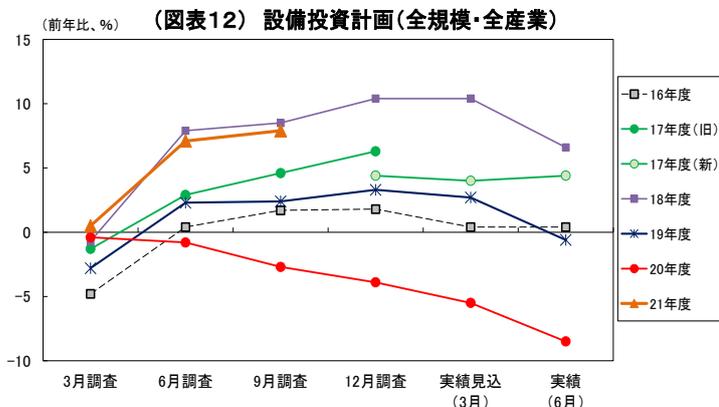
なお、2021年度設備投資計画（全規模全産業で前年比7.9%増）は市場予想（QUICK 集計6.8%増、当社予想は7.3%増）を上回る結果であった。

また、ソフトウェア投資額は前回から若干下方修正されたものの、前年度比14.3%増と大幅な増額計画が維持されている。企業において、オンライン需要への対応やDX、リモートワークへの対応などが進められているとみられる。

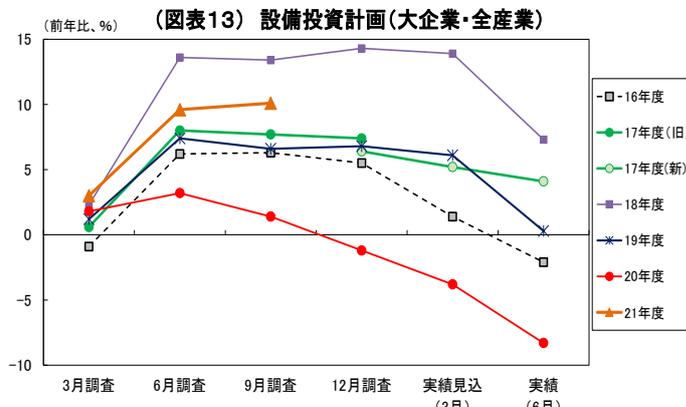
（図表11） 設備投資計画とソフトウェア投資計画 （前年度比・%）

		設備投資計画			ソフトウェア投資計画		
		2020年度	2021年度 (計画)	修正率	2020年度	2021年度 (計画)	修正率
大企業	製造業	-8.8	13.3	0.0	-4.5	22.6	0.8
	非製造業	-8.1	8.2	0.7	-9.5	7.7	-2.3
	全産業	-8.3	10.1	0.4	-7.8	12.9	-1.2
中小企業	製造業	-12.4	6.4	4.0	-22.0	57.4	8.9
	非製造業	-6.3	3.8	3.6	-9.5	15.2	4.4
	全産業	-8.5	4.7	3.7	-13.3	26.7	5.9
全規模	製造業	-10.0	12.0	0.5	-5.9	27.5	1.5
	非製造業	-7.5	5.5	1.0	-6.4	8.3	-1.3
	全産業	-8.5	7.9	0.8	-6.2	14.3	-0.3

（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」

¹ コロナ禍前の2010～19年度の9月調査での上昇修正幅は平均で1.4%ポイント

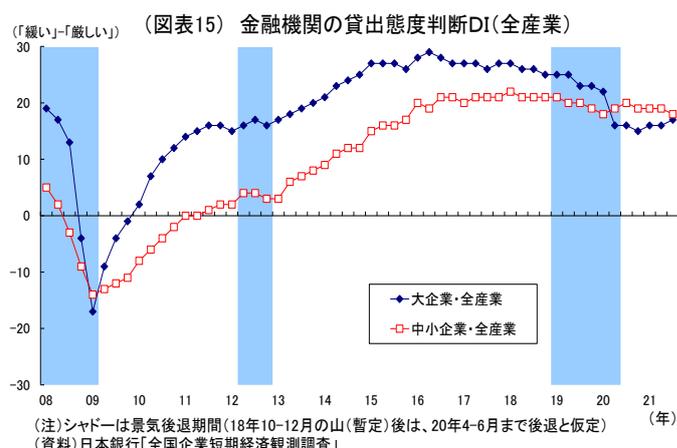
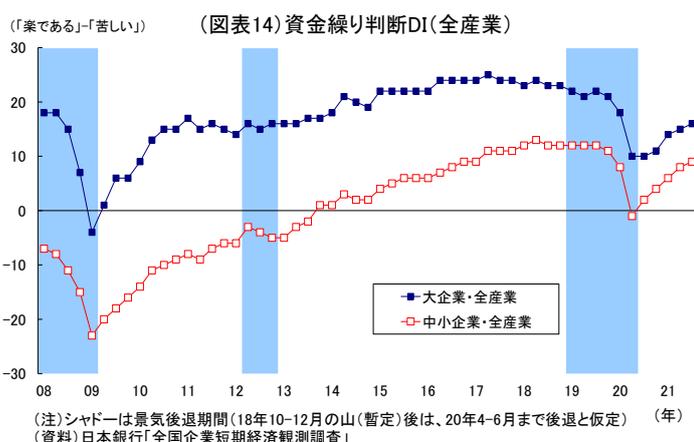
6. 企業金融：企業の資金繰り悪化は回避

企業の資金繰り判断 DI（「楽である」－「苦しい」）は大企業が 16、中小企業が 9 とともに前回は 1 ポイント上昇した。コロナ禍は長引いているが、企業収益の回復に伴うキャッシュフローの持ち直しもあり、全体として、資金繰りの悪化は避けられている。

ただし、DI は未だコロナ禍前の水準を完全には回復していない。コロナ禍が長引き、対面サービス業では収益が回復していないにもかかわらず、コロナ関連融資の返済が一部で始まっているとみられる。業種別の状況は未公表（明日公表の調査全容に掲載）だが、対面サービス業の資金繰りは極めて厳しい状況が続いていると見込まれる。

企業サイドから見た金融機関の貸出態度判断 DI（「緩い」－「厳しい」）については、大企業が 17 と前回は 1 ポイント上昇する一方、中小企業は 18 と前回から 1 ポイント低下した。日銀の資金繰り支援策の効果などもあり、依然として大幅なプラス圏（「緩い」が優勢）を維持しており、リーマンショック後に比べて貸出態度はかなり緩和した水準にある。

ただし、中小企業の DI が徐々に低下してきている点には留意が必要になる。対面サービス業などでは借入残高が膨らみ、追加借入能力が低下している可能性が高い。こうした企業に対して金融機関が一部で追加融資に慎重になったことが、貸出態度の厳格化と映っている可能性がある。



(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。