

Weekly
エコノミスト・
レター日銀短観(12月調査)予測
～大企業製造業の業況判断 DI は2ポイント下落
の16と予想、非製造業の景況感は改善へ

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

- 12月短観では、自動車産業などにおける半導体等の部品不足や原材料価格の上昇が重荷となり、大企業製造業の景況感が弱含むと予想する。この場合、6四半期ぶりに景況感の改善が途絶えることになる。一方、非製造業では、緊急事態宣言の解除ならびにコロナ感染の急減に伴う人流回復が追い風となり、対面サービス業を中心に景況感が改善するだろう。ただし、原材料価格の上昇や人手不足の再燃が重荷となるため、大幅な改善は見込めない。先行きの景況感は総じて改善が示されると予想。製造業では部品不足の緩和、非製造業では人流のさらなる回復と「Go To トラベル」等の経済対策への期待感が現れそうだ。ただし、調査時期の関係で、直近のオミクロン株拡大の影響が十分に織り込まれない点には留意が必要になる。同株の拡大によって先行きの不透明感は確実に高まっている。
- 今年度の設備投資計画は前年度比7.5%増へとやや下方修正されると予想。例年、12月調査では上方修正される傾向が強いものの、今回は供給制約や原材料高による建設コスト増加を受けて、投資を一旦見合わせたり、先送りしたりする動きがやや強まったと見ている。
- 今回の短観でまず注目されるのは供給制約の影響が足元・先行きの景況感や設備投資計画などにどこまで現れるかという点だ。国内景気は供給制約によって下押しされてきただけに、景気の先行きを占ううえで重要性が高い。また、販売・仕入価格判断DIも注目点になる。今回、仕入価格がどれだけ上昇し、どれだけ販売価格に転嫁されているのか、先々の見通しはどうかという点は、今後の企業業績や消費者物価を占う材料になる。加えて、ソフトウェア投資計画の動向も引き続き注目される。同投資額は前回時点で9月調査として過去最高の伸びを記録している。オンライン需要への対応や業務のIT化などの動きを反映したものとみられ、日本企業のデジタル化推進に対する本気度を計る一つの試金石になる。

(図表1) 日銀短観業況判断DIの予測表

		9月調査		12月調査(予測)	
		最近	先行き	最近	先行き
大企業	製造業	18	14	16	19
	非製造業	2	3	6	10
	全産業	10	9	11	15
中堅企業	製造業	6	3	2	5
	非製造業	-6	-7	-3	-1
	全産業	-1	-4	-1	1
中小企業	製造業	-3	-4	-6	-3
	非製造業	-10	-13	-7	-8
	全産業	-8	-10	-7	-6

(資料)9月調査は日本銀行、12月調査予測はニッセイ基礎研究所

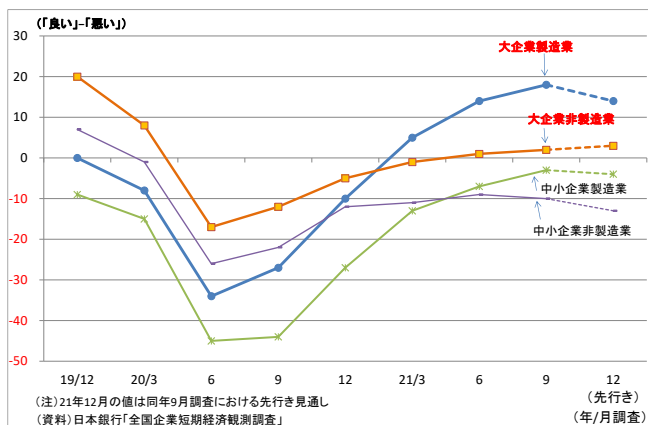
12月短観予測：供給制約が長引き、大企業製造業の景況感は6期ぶりの悪化へ

(大企業非製造業の景況感は改善)

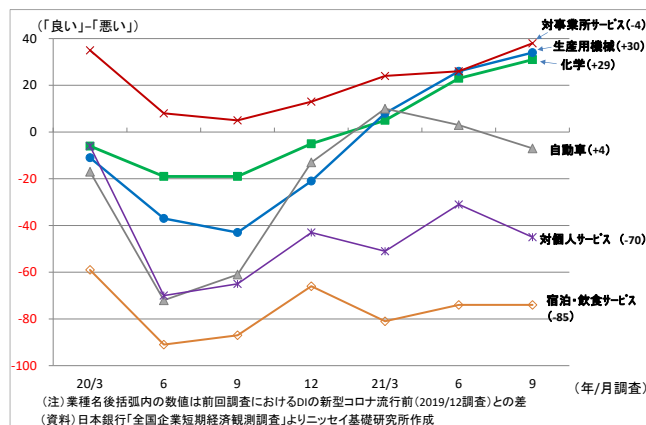
12月13日に公表される日銀短観12月調査では、半導体等部品不足の長期化や原材料価格高騰が重荷となり、注目度の高い大企業製造業の業況判断DIが16と前回9月調査から2ポイント下落すると予想(表紙図表1)。昨年秋以降続いてきた景況感の改善は6四半期ぶりに途絶えることになる。一方、大企業非製造業では、緊急事態宣言の解除に伴う人流回復を受けて、業況判断DIが6と前回調査から4ポイント上昇すると見込んでいる。これまで低迷が続いていた対面サービス業の景況感が持ち直すことで、業種間の格差もやや縮小に向かうだろう。

前回9月調査¹では、半導体等の部品不足が重荷になったものの、堅調な海外経済やIT関連需要を受けて、注目度の高い大企業製造業の景況感が回復を続けた一方で、緊急事態宣言の延長が逆風となった大企業非製造業の景況感はほぼ横ばいに留まっていた(図表2・3)。

(図表2) 前回調査までの業況判断DI



(図表3) 主な業種の業況判断DI



前回調査以降も半導体等の部品不足という供給制約が長引いたことで、自動車産業を中心に輸出・生産が落ち込んだ。部品不足は既に最悪期を脱しているものの、生産は未だ完全回復に至っていないとみられる²(図表4・5)。

一方、国内では9月末に緊急事態宣言が解除されたうえ、コロナの感染が急速に鈍化したことを受けた人流の回復に伴って、飲食・宿泊など対面サービスを中心に消費が持ち直している(図表4・6)。

なお、資源・エネルギー価格高騰に伴う原材料価格の上昇は、価格への転嫁が進んでいる一部素材業種を除いた幅広い業種で収益の圧迫要因になっているとみられる(図表7)。

今回、大企業製造業では、円安の進行が一定の支えになったものの、自動車産業などにおける半導体等の部品不足や原材料価格の上昇が抑制要因となり、景況感が弱含むだろう(表紙図表1)。

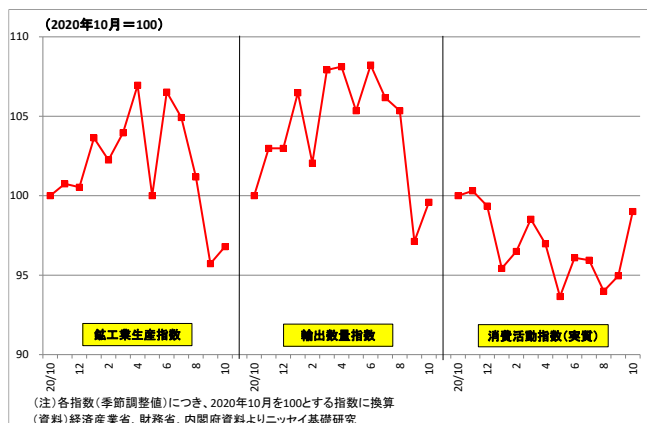
一方、非製造業では、緊急事態宣言の解除ならびにコロナ感染の急減に伴う人流回復が追い風となり、対面サービス業を中心に景況感が改善するだろう。ただし、原材料価格の上昇や人手不足の再燃が重荷となるため、大幅な改善は見込めない。

¹ 前回9月調査の基準日は9月10日、今回12月調査の基準日は11月29日(基準日までに約7割が回答するとされる)。

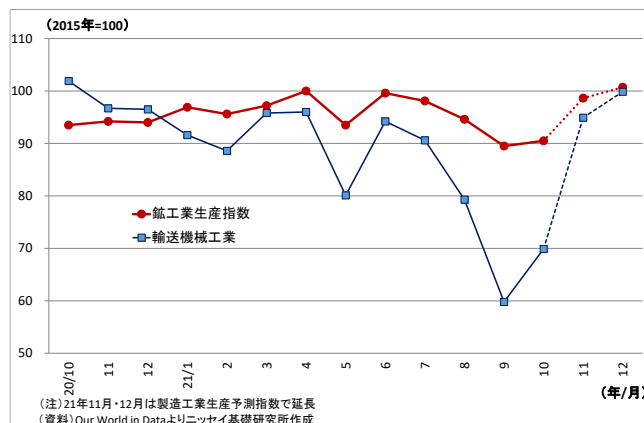
² 製造工業生産予測指数は、11月における生産の大幅回復を示しているが、同指数はもともと高めに出る傾向がある。

中小企業の業況判断 DI は、製造業が前回から 3 ポイント下落の▲6、非製造業が 3 ポイント上昇の▲7 と予想（表紙図表 1）。大企業同様、製造業では景況感が悪化する一方、非製造業では改善すると見ている。

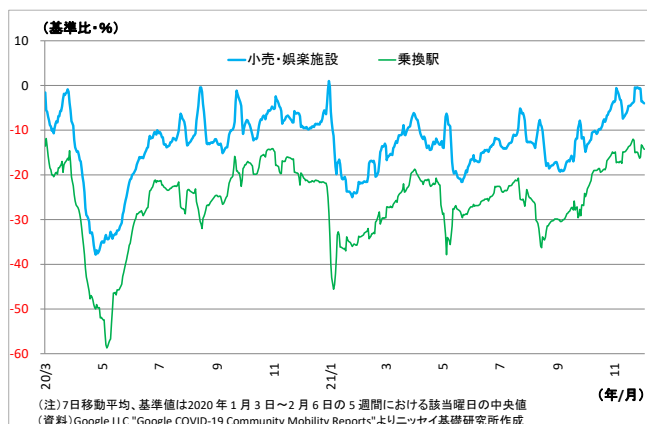
（図表 4）生産・輸出・消費の動向



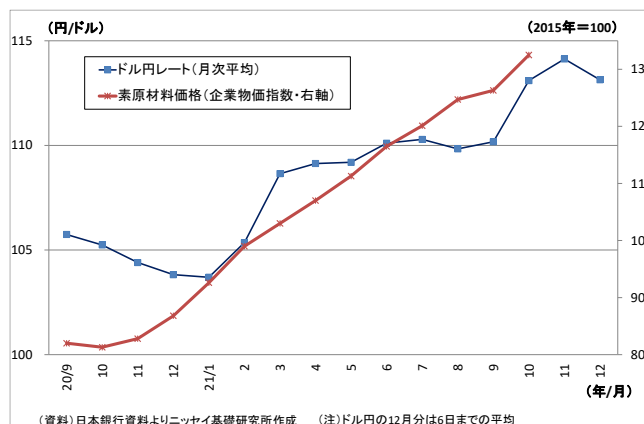
（図表 5）鉱工業生産の動向（実績・予測）



（図表 6）人出の動向（全国）



（図表 7）ドル円と原材料価格の動向



先行きの景況感については総じて改善が示されると予想（表紙図表 1）。製造業では部品不足の緩和による生産の回復、非製造業ではコロナ感染抑制に伴う人流のさらなる回復と「Go To トラベル」等の経済対策への期待感が現れそうだ。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ると予想している。

ただし、今回の先行きの景況感に関しては、調査時期の関係で、直近発生したオミクロン株の世界的な拡大の影響が十分に織り込まれない点には留意が必要になる。オミクロン株の感染力や毒性はまだ不明だが、同株の拡大によって先行きの不透明感は確実に高まっている。

（設備投資計画は小幅な下方修正へ）

2021 年度の設備投資計画（全規模全産業）は、前年度比 7.5%増（前回調査時点では同 7.9%増）へやや下方修正されると予想している（図表 9・10）。

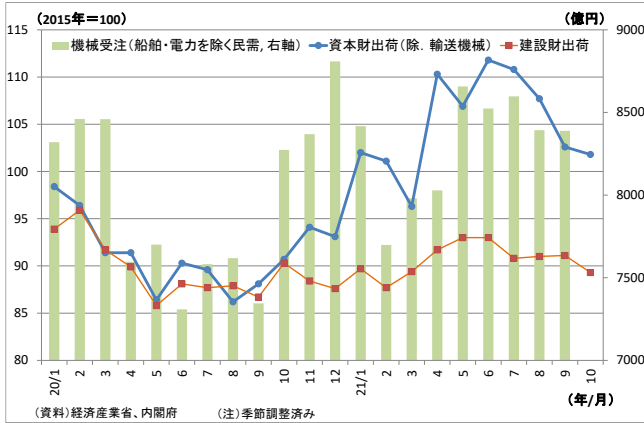
例年、12 月調査では中小企業において計画が具体化してくることで上方修正される傾向が強い³。しかし、今回は供給制約や原材料高による建設コストの増加などを受けて、設備投資を一旦見合わ

³ コロナ禍前の 2010～19 年度における 12 月調査での上方修正幅は平均で 1.1%ポイント

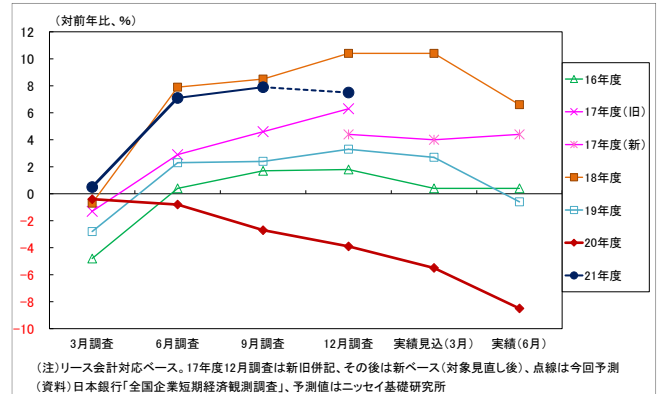
せたり、先送りしたりする動きがやや強まり、今年度計画の下方修正に繋がると予想している。

この場合でも、設備投資が前年度の落ち込みから大幅に持ち直すとの見通しは維持される。ただし、コロナ前である2019年度の水準との差は1.6%と、前回の1.2%からやや広がることになる。

(図表8) 設備投資関連指標の動向



(図表9) 設備投資計画推移 (全規模全産業)



(図表10) 設備投資計画の予測表

		設備投資額(含む土地投資額)		2021年度 計画の 修正率	
		(前年度比:%)			
		9月調査		12月調査 (予測)	
		2020年度	2021年度	2021年度	
大企業	製造業	-8.8	13.3	10.1	-3.2
	非製造業	-8.1	8.2	7.8	-0.4
	全産業	-8.3	10.1	8.7	-1.4
中小企業	製造業	-12.4	6.4	8.4	2.0
	非製造業	-6.3	3.8	7.5	3.7
	全産業	-8.5	4.7	7.8	3.1
全規模	製造業	-10.0	12.0	9.9	-2.1
	非製造業	-7.5	5.5	6.1	0.6
	全産業	-8.5	7.9	7.5	-0.4

(注)リース会計対応ベース。

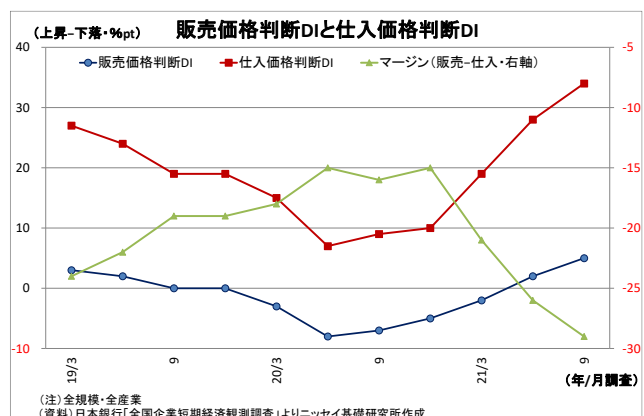
(資料)9月調査は日本銀行、12月調査予測はニッセイ基礎研究所

(注目ポイント：供給制約の影響、仕入・販売価格判断DI など)

今回の短観でまず注目されるのは、半導体等の部品不足、すなわち供給制約の影響が、足元・先行きの景況感や設備投資計画などにどこまで現れるかという点だ。最近の国内景気は供給制約によって下押しされてきただけに、その動向は景気の先行きを考えるうえで重要性が高い。

また、販売価格・仕入価格判断DIの動きも注目点になる。年初以降、原材料価格高騰によって仕入価格判断DIが大きく伸びる一方で、値上げに慎重な企業の姿勢を反映して販売価格判断

(図表11) 仕入・販売価格DI (全規模)



DI は伸び悩みが続いてきた(図表 11)。つまり、これまでコスト増の大半を企業部門が負担する形になってきたわけだ。今回、仕入価格がどれだけ上昇し、どれだけ販売価格に転嫁されているのか、先々の見通しはどうかという点は、今後の企業業績や消費者物価を占う材料になる。

加えて、ソフトウェア投資計画の動向も引き続き注目される。同投資額(全規模全産業)は前回調査時点で前年比 14.3% 増と 9 月調査として過去最高⁴の伸びを記録している(図表 12)。

企業におけるオンライン需要への対応や業務の IT 化などの動きを反映したものとみられ、日本企業のデジタル化推進に対する本気度を計る一つの試金石になる。

(金融政策との関連では資金繰り判断 DI に注目)

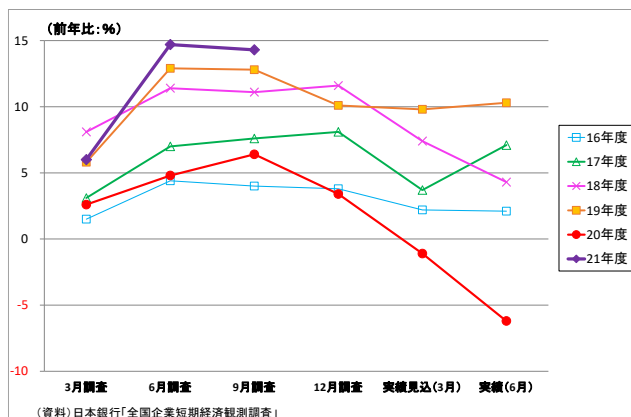
今回の短観が日銀の金融政策に与える影響は限定的に留まりそうだ。

既述の通り、製造業の景況感が悪化し、設備投資計画も下方修正されることが予想されるが、それぞれ小幅な動きに留まり、日銀による早急な対応が求められるほどの内容にはならない。

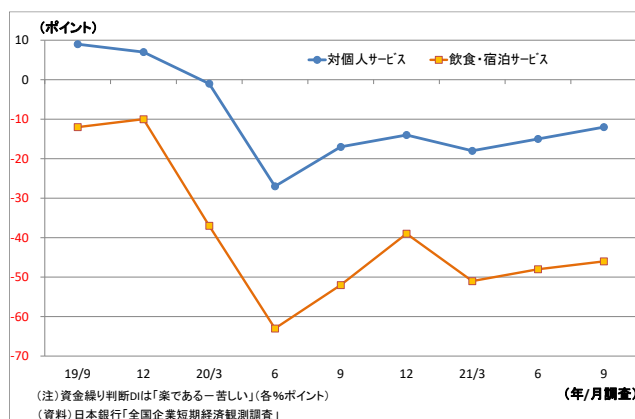
また、そもそも日銀は物価目標の達成が見通せない一方で、追加緩和余地も殆ど残されていないことから、「強力な金融緩和を粘り強く続けていく」という建前を掲げながら、現状の金融緩和の枠組みを長期に継続せざるを得ない。

そうした中で日銀の目先の動きに関連してあえて注目されるのは、資金繰り判断 DI となる。日銀は今月 16~17 日の金融政策決定会合において、来年 3 月に期限が迫っている資金繰り支援策の延長是非を検討する見込みであるためだ。資金繰り判断 DI は前回調査にかけて全体としては改善基調が続いてきたものの、事業環境の厳しい宿泊・飲食サービスなど一部の対面サービス業では厳しい資金繰り状況が続いていた(図表 13)。今回もこうした業種で資金繰りの厳しさが続いていることが確認されれば、中小企業向け銀行貸出のバックファイナンスである「新型コロナ対応特別オペ」を延長するという判断を後押しする材料になる。

(図表 12) ソフトウェア投資計画(全規模全産業)



(図表 13) 資金繰り判断 DI(中小企業対面サービス業)



⁴ 同項目は 2001 年 3 月調査から調査を開始

(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もありません。