

日銀短観予測

2025年9月10日

調査部
主任エコノミスト
東深澤武史
080-1069-4919
takeshi.higashifukasawa@mizuho-rt.co.jp

大企業・製造業の景況感は 小幅改善を予測（9月調査予測）

- 業況判断D I 予測：大企業・製造業 +14%Pt（6月調査から1ポイント改善）
大企業・非製造業 +34%Pt（6月調査から横ばい）
- 2025年度設備投資計画（全規模・全産業）予測：前年度比+7.7%

大企業の業況判断は、製造業が小幅改善、非製造業が横ばいを予想

10月1日公表予定の日銀短観（9月調査）では、大企業・製造業の業況判断D I が+14%Pt（6月調査：+13%Pt）と予測。日米関税交渉が合意に達し、ビジネス上の不透明感が後退するなかで、前回調査から小幅な改善を見込む（図表1）。まず生産動向をみると、7月の製造工業生産指数は4～6月期平均対比▲0.2%と小幅減産で（図表2）、全15業種中9業種が減産となった。輸送機械工業（4～6月期平均比▲4.7%）は減産幅が顕著となった。7月についてはカムチャツカ沖地震による工場の稼働停止など一時的な要因も減産に寄与したとみられるが、トランプ関税による下押し圧力が発現している可能

図表1 業況判断D I の予測

(%Pt)	2025年3月調査		2025年6月調査		2025年9月調査			
	最近	先行き	最近	先行き	最近	(変化幅)	先行き	(変化幅)
大企業	23	20	23	20	24	1	20	▲4
製造業	12	12	13	12	14	1	12	▲2
非製造業	35	28	34	27	34	0	29	▲5
中堅企業	19	12	19	12	18	▲1	12	▲6
製造業	11	4	10	6	10	0	6	▲4
非製造業	25	18	25	17	24	▲1	17	▲7
中小企業	10	5	10	5	9	▲1	4	▲5
製造業	2	▲1	1	▲2	1	0	▲2	▲3
非製造業	16	9	15	9	14	▲1	8	▲6

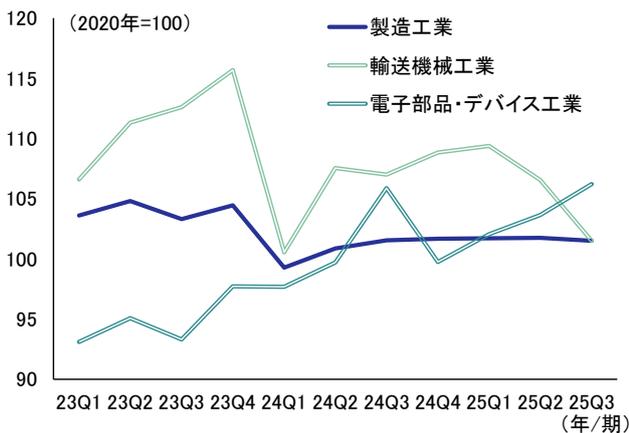
(注) 2025年9月調査はみずほリサーチ&テクノロジーズ予測値
(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

性も否定できず、留意が必要だ。半導体市況の改善を受け、電子部品・デバイスが増産となったほか、OSのサポート終了に伴うPCの買い替え需要や猛暑によるエアコンの需要増などを受けて、電気・情報通信機械が増産となったものの、生産活動は力強さに欠ける展開が継続している。

また、7月の輸出数量指数（みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値）を4～6月期対比でみると、全世界向けでは▲0.4%、特に米国向けは▲0.7%と小幅減となった。トランプ関税による対米輸出数量への影響は7月までの時点では限定的と評価できる。日系企業、特に自動車産業は輸出価格を引き下げることに関税コストを実質的に負担していることが背景にあり、5月以降、関税コスト（25%）の7～8割を負担しているとみられる。

日米首脳は7月に関税交渉で合意し、当初トランプが示していた関税率と比較すると、相互関税率は25%→15%、自動車関税は25%→12.5%（既存税率除く）に引き下げられた。ただし、4月以降の多くの期間は、相互関税率が一時的に引き下げられ、10%の適用が続いていたため、同期間と比較すると関税率が5%引き上げられる格好となる。図表3は、当初トランプ案・従来（相互関税の暫定的な引き下げ期間）・今般の日米合意の下での平均関税率を示している。自動車関税は引き下げられた一方で相互関税率は実質的に引き上げられた影響で、平均関税率は従来対比でほぼ不変だ。今般の日米合意によって、ビジネス上の不確実性が後退した点はポジティブである一方、業種別の濃淡はあれどマクロ経済全体として景況感が大幅に改善する公算は小さいだろう。第二次トランプ政権発足前と比較すれば、日本経済への下押し圧力は継続することとなる。

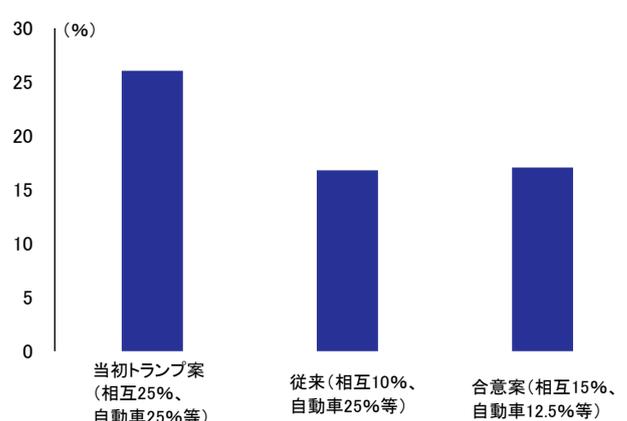
図表2 製造工業生産指数の推移



(注) 四半期平均値。直近のみ7月の数値。製造工業は鉱工業全体から鉱業を除いたもの

(出所) 経済産業省「鉱工業指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表3 日本からの輸入に対する米平均関税率



(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

大企業・非製造業の業況判断D Iは+34%Pt（6月調査：+34%Pt）と、前回調査から横ばいで高止まりするとみている。

インバウンド消費の増加傾向は継続しており、7月の訪日外客数は344万人（19年同月対比+14.9%、24年同月対比+4.4%）と増加幅は縮小しつつも、前年比プラスが継続している。

対照的に、国内消費マインドは力強さに欠ける動きが継続している。8月の景気ウォッチャー調査では家計動向関連の現状判断D Iが上昇した。政府による電気・ガス代補助等を背景に消費者物価指数（CPI）の伸びが鈍化するなかで、4月以降消費マインドは底打ちし、反転の兆しもみられる。記録的猛暑下でもサービス関連のD Iが改善している点もポジティブである。他方、物価高を懸念するコメントは依然として多く、D Iの水準も低い状態が継続している。

**先行きは、製造業、非製造業
ともに悪化を予測**

大企業・製造業の業況判断D Iの先行きは、2ポイントの悪化を予測する。前述のとおりトランプ関税の影響が国内の生産活動に一部影響を与え始めている可能性も否定できず、こうした影響が一段と顕在化するリスクが相応に高い。国内に目を転じてみても、足元生産増に寄与しているPCやエアコンなどは一時的な押し上げ要因であり、先行きについては反動減が見込まれる。

大企業・非製造業の業況判断D Iの先行きは5ポイントの悪化を予測する。景気下振れ懸念がある状況では、企業は先行き慎重姿勢を維持する傾向がある。食料インフレの継続が個人消費の重石となることが懸念されるほか、関税影響が完全に払拭されたわけではない足元の状況を踏まえると、今回調査においても同様のパターンを予想するが、悪化幅は比較的小さいとみている。輸入物価の低下に伴うCPIの上昇ペース鈍化などを受け、実質賃金が徐々に改善することにより先行きの個人消費は緩やかながらも回復するとみられるほか、インバウンド消費は高水準での推移が続く公算が大きく、景況感を下支えする見込みだ。

**中小企業について製造業は横
ばい、非製造業は小幅悪化を
予測**

中小企業の業況判断については、製造業は横ばい、非製造業は小幅悪化を見込む。人件費や利払い負担の増加が、非製造業を中心に中小企業の収益を圧迫するだろう。他方、東京商工リサーチの「トランプ関税に関するアンケート調査（8月調査）」では、「業績影響なし」が67%と6月調査（38%）から急増した一方で「マイナス」影響との回答は32%と、6月調査（57%）から低下した。当初想定ほどトランプ関税によるマイナス影響が波及していない可能性が伺える。自動車メーカーが輸出価格引下げを通じて輸出数量・生産の落ち込みを回避したことでサプライチェーン全体への影響が緩和されたことや、採算

2025年度の設備投資計画は底堅く増加すると予測

想定為替レートや収益計画にも注目

円レート対比でドル円相場が円安水準であることが背景にあるとみている。

2025年度の設備投資計画（全規模・全産業）は、前年度比+7.7%と予測する（図表4）。直近3年間と比較すると伸びは鈍化するものの、総じてみれば底堅い伸びが継続すると見込む。日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査（2025年6月）」をみると、製造業では自動車に加えて化学、鉄鋼などでEV関連投資が見込まれるほか、脱炭素関連の投資も目立つ。非製造業では、建設投資関連で工期の遅れや工事費高騰による見直しなど供給制約の影響もみられるものの、都市開発関連投資や、デジタル化・原子力・データセンター（DC）関連の投資が目立つ。後述するように製造業では関税コストを輸出価格引下げで吸収することでマージンが圧縮されるため、先行きの設備投資が下押しされる可能性が高いものの、全体としてみれば、省力化対応や脱炭素関連など持続的な投資需要が顕在化することが押し上げ要因になるとみている。

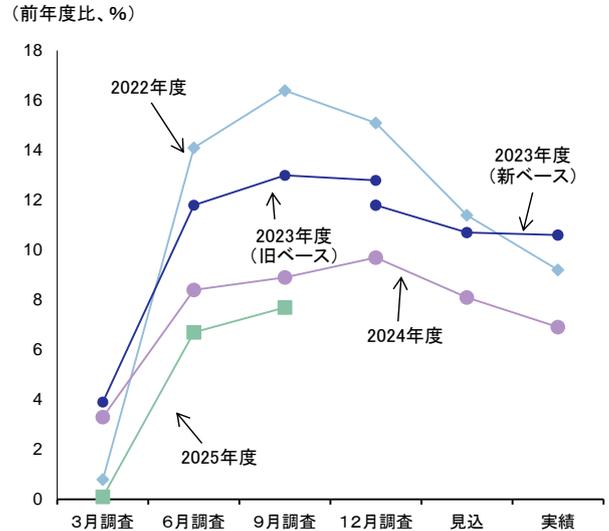
業況判断と設備投資計画以外では、2025年度の想定為替レートや収益計画が注目される。

年初来、ドル円相場は1ドル=140円割れの水準まで円高が進んだのち、4月下旬以降は1ドル=140円台を中心とした推移が続いている。ドルが対ユーロや対フランなど主要通貨に対して軟調推移となった場面でも、対円ではドル安に歯止めがかかっている構図だ。米連邦準備制度理事会（FRB）はトランプ関税による景気減速に配慮する形で9月以降利下げに踏み切るとみられる一方、日銀はインフレ長期化観測や26年度の賃上げ機運の継続を確認しつつ、2026年にかけて利上げを再開するだろう。ただし、こうした日米の金融政策見通しは概ね金融市場で織り込まれているため追加的な円高余地は限定的であり、1ドル=140円を下回って円高が進展する可能性は低いだろう。また、先行きの賃上げ・設備投資余力を見るうえで、2025年度の経常利益計画にも注目だ。輸出比率の高い製造業は、トランプ関税やそれに伴う世界経済の減速による影響を受けやすい。現時点では自動車メーカーは関税コストの大半を価格転嫁せず、自社で負担しているとみられる点は収益の下押し要因となる。その他の業種においても関税上昇分を全て価格転嫁することは難しく、関税上昇の一部は日本企業が負担する公算が大きい。ドル円相場が円安水準で推移しているほか、原油安による輸入物価の低下が交易条件の改善に寄与していることなどが下支えとなり、賃上げ機運が腰折れするほど企業収益が大幅に悪化するとは見ていない。もっとも、こうしたトランプ関税による収益への負の影響の度合いを引き続き注視していく必要があるほか、労働市場の需給軟化を起点とした米国景気の悪化などによって急速に円高が進

展する場合には、企業収益が下振れるリスクがある点には留意したい。

図表4 設備投資計画の予測

(前年度比%)	24年度	25年度			
	実績	3月計画	6月計画	9月計画	修正率
全規模	6.9	0.1	6.7	7.7	1.0
製造業	9.9	5.4	12.4	12.8	0.4
非製造業	5.5	▲ 2.9	3.6	3.9	0.3
大企業	5.3	3.1	11.5	11.3	▲ 0.2
製造業	10.1	4.8	14.3	13.9	▲ 0.4
非製造業	2.6	2.1	9.9	9.8	▲ 0.1
中堅企業	10.0	0.3	3.4	4.4	1.0
製造業	8.5	11.1	15.7	14.1	▲ 1.6
非製造業	10.9	▲ 6.8	▲ 4.2	▲ 3.2	1.0
中小企業	10.3	▲ 10.0	▲ 5.6	▲ 0.9	4.7
製造業	11.1	0.2	1.6	5.0	3.4
非製造業	10.1	▲ 15.0	▲ 9.0	▲ 3.6	5.4



(注) 土地を含みソフトウェア及び研究開発投資を除く。右グラフは全規模・全産業、
2025年度9月調査(計画)はみずほリサーチ&テクノロジーズ予測値

(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

【PR】YouTube®動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート (無料) を配信中! (YouTube は Google LLC の登録商標です)
 ~国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供~

▽メルマガ (登録無料) では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



(QRコードはデンソーウェーブの登録商標です)

お問い合わせ：みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社 調査部メールマガジン事務局

(03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp)

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償のみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。