

日銀短観予測

2025年12月10日

大企業・製造業の景況感は 小幅改善を予測（12月調査予測）

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

- 業況判断DI予測：大企業・製造業 +15%Pt（9月調査から1ポイント改善）
大企業・非製造業 +34%Pt（9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+9.5%

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

12月15日公表予定の日銀短観（12月調査）では、大企業・製造業の業況判断DIが+15%Pt（9月調査：+14%Pt）と予測する。米関税政策の影響が徐々に後退するなかで、前回調査から小幅な改善を見込む（図表1）。

10月の輸出数量指数（内閣府による季節調整値）は、アジア向けが7～9ヶ月期対比▲0.8%、欧州向けが同+0.2%と軟調に推移したこと、同+0.1%（全世界向け）と小幅な改善にとどまった。他方、関税影響で落ち込んでいた米国向けは同+4.6%と大きく改善した（図表2）。米国向けは関税発動を見据えた駆け込み輸出が一巡した後、その反動から8月にかけて輸出

図表1 業況判断DIの予測

(%)	2025年6月調査		2025年9月調査		2025年12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	24	21	24	0	18	▲ 6
製造業	13	12	14	12	15	1	13	▲ 2
非製造業	34	27	34	28	34	0	26	▲ 8
中堅企業	19	12	19	14	18	▲ 1	12	▲ 6
製造業	10	6	12	8	12	0	8	▲ 4
非製造業	25	17	24	18	23	▲ 1	16	▲ 7
中小企業	10	5	9	5	8	▲ 1	4	▲ 4
製造業	1	▲ 2	1	▲ 1	1	0	▲ 1	▲ 2
非製造業	15	9	14	10	13	▲ 1	9	▲ 4

（注）2025年12月調査はみずほリサーチ&テクノロジーズ予測値

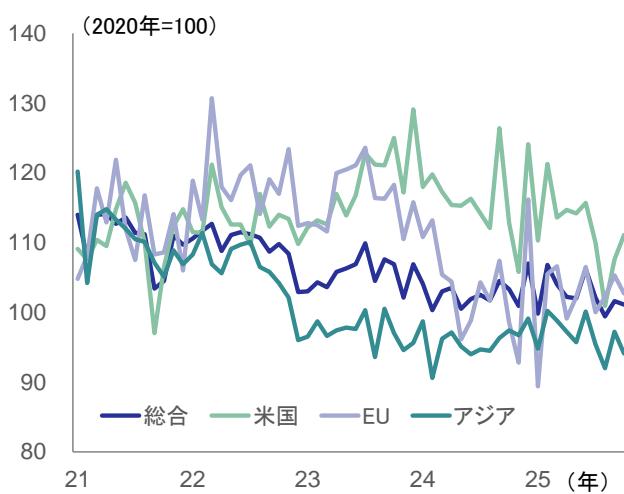
（出所）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

数量が急減していたものの、その後9・10月は2カ月連続で回復している。とりわけ自動車がはっきりとした回復傾向を示しており、10月の鉱工業生産指数でも自動車の増産が確認できる。輸出数量からみた関税影響は徐々に後退しつつあるとみられる。加えて、ドル円が円安水準で推移しているほか、原油安を受けて交易条件が改善していることも下支えとなり、企業収益は総じてみれば底堅く推移すると予想される。以上を踏まえ、製造業の景況感は改善方向を予想する。

ただし、景況感の改善は緩やかなペースにとどまるとみている。自動車の輸出数量が回復に転じている要因のひとつとして、輸出価格の引き下げが挙げられる。米国側の輸入企業が支払う追加関税コストを、事実上、日本の自動車メーカーが一部負担している格好だ。こうした企業行動は限界利益率の低下を通じて経常利益を大幅に下押ししている（図表3）。そうしたもので、2025年度の業績については自動車産業など、米国の輸入関税率が大きく引き上げられた業種を中心に悪化が見込まれる。米国市場で過度に価格を引き上げれば売上数量に下押し圧力がかかるため、安い価格転嫁は難しい。こうした事情を踏まえると、自動車産業では当面関税コスト負担が継続する可能性が高い。その他の製造業においても15%の追加関税が適用されているが、関税上昇分のフル転嫁は当面難しいだろう。

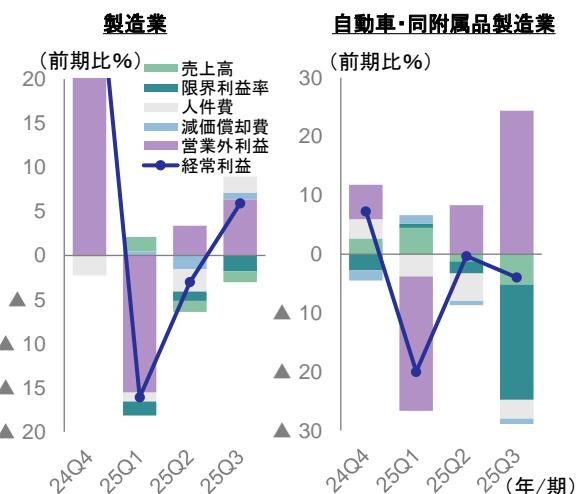
大企業・非製造業の業況判断DIは+34%Pt（9月調査：+34%Pt）と、高水準継続を見込む。個人消費は決して力強いとは言えない一方で、堅調な投資需要を受けて建設業で堅調が見込まれるほか、不動産価格上昇を背景に不動産業も好調を維持する可能性が高い。また、10月の訪日外客数は390万

図表2 輸出数量指數



(出所) 内閣府「輸出・輸入数量指數」より、
みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表3 経常利益の要因分解



(出所) 財務省「法人企業統計」より、
みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

先行きは、非製造業中心に悪化へ

人（前年比+17.6%）とインバウンド需要が好調に推移していることも、非製造業の景況感を下支えするだろう。

一方、大企業・非製造業の業況判断D I の先行きは8ポイントの悪化を予測する。日中関係悪化を受け、インバウンド需要を中心に悪影響が懸念されており、今回調査では先行きの悲観論が強まる可能性が高い。中国・香港は訪日外客数の3割弱を占める。2012年の尖閣諸島を巡る日中関係悪化時と同様に、中国・香港からの訪日客が前年比▲25%程度減少すると想定した場合、今後1年間の訪日外客数は中国からが▲469万人程度、香港からが▲100万人程度減る計算だ。消費単価を考慮すると名目GDPベースでは0.2%（1.3兆円）程度下振れる計算となり、相応の影響があり得ることから、先行きの日本経済の下振れリスクとして認識しておく必要がある。

なお、日中関係悪化による「最近」の業況判断D I に対する下押し影響は限定的とみている。11月7日の高市総理大臣の台湾有事に関連した国会答弁に対して中国政府が反発し、14日に自国民に日本への渡航を当面控えるように注意喚起したほか、25日には国内航空会社に減便を要請した。ただし、今回の短観の調査票発送日は11月11日、回収基準日は11月26日である点を踏まえると、回答企業の多くは日中関係悪化の展開を「最近」の業況判断D I に織り込んでないとみている。実際、12月ロイター短観（調査期間は11月26日～12月5日）の結果をみても、非製造業の景況感は底堅く、日中対立の悪化は限定的とみられる。なお、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。

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、非製造業を中心に利益圧迫要因となるためだ。もっとも、大幅な利益悪化は回避される見込みだ。限界利益率は原油安を受けて改善が見込まれる。また、輸出依存度が小さいため米関税影響は大企業ほど大きくなく、総じてみれば底堅い売上高を維持するとみられる。こうしたもとで、2025年度の経常利益は前年度から伸びが縮小するものの、増益での着地となるだろう。

2025年度の設備投資計画（全規模・全産業）は、前年度比+9.5%と、前年度と同程度の底堅い伸びを予測する（図表4）。年度初めは米関税影響に対する懸念もあったものの、企業業績の大幅悪化は回避された。加えて、EV・脱炭素関連など、次世代を見据えた活発な投資や人手不足対応を目的とした省人・省力化投資が続くことが見込まれ、設備投資需要は底堅く推移しよう。

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

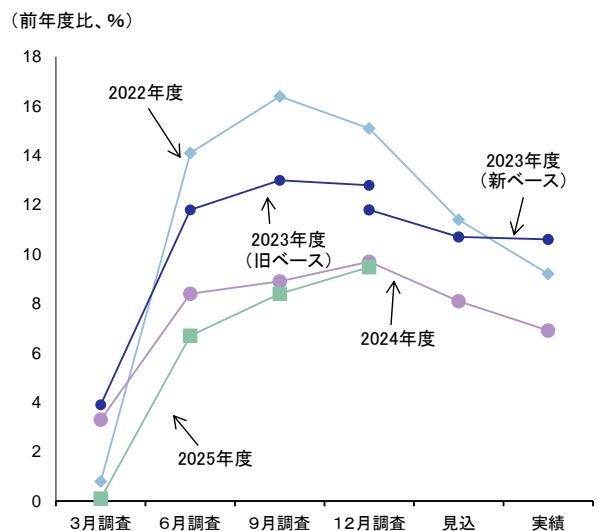
2025年度の設備投資計画は底堅く増加すると予測

想定為替レート対比円安継続 なら収益上振れ余地

想定為替レートにも注目したい。2025年9月調査時点での25年度の想定為替レート（全規模・全産業）は1ドル=145.68円と、足元の実勢レート（本稿執筆時点で1ドル=156円程度）は想定為替レート対比で円安だ。先行きも、当面は円安が継続するだろう。日米の金融政策については米国で利下げ、日本で利上げが見込まれるもの、既に金融市場では織り込みが進んでいるため円高圧力は限定的となりそうだ。実需面からみても、貿易・サービス収支の大幅改善が見込みづらいほか、米国向けを中心に対外直接投資の拡大が続くとみられ、円高要因になるとは想定しづらい。想定為替レート対比での円安が続ければ、原材料の輸入依存度が高い中小企業を中心に限界利益率が悪化する要因となる一方で、輸出依存度が高い大企業・製造業では収益の上振れ要因となるだろう。

図表4 設備投資計画の予測

(前年度比%)	25年度				
	3月計画	6月計画	9月計画	12月計画	修正率
全規模	0.1	6.7	8.4	9.5	1.1
製造業	5.4	12.4	13.9	13.6	▲ 0.3
非製造業	▲ 2.9	3.6	5.3	7.3	2.0
大企業	3.1	11.5	12.5	12.5	▲ 0.0
製造業	4.8	14.3	16.3	14.7	▲ 1.6
非製造業	2.1	9.9	10.4	11.1	0.7
中堅企業	0.3	3.4	5.6	7.2	1.6
製造業	11.1	15.7	15.3	16.1	0.8
非製造業	▲ 6.8	▲ 4.2	▲ 0.5	1.9	2.4
中小企業	▲ 10.0	▲ 5.6	▲ 2.3	2.9	5.2
製造業	0.2	1.6	3.4	7.3	3.9
非製造業	▲ 15.0	▲ 9.0	▲ 4.9	1.1	6.0



(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12月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 調査リポート（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で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。