

2025 年 10 月 1 日
 りそなホールディングス 市場企画部
 佐藤 芳郎

9 月調査日銀短観：トランプ関税の下でも底堅い日本経済の見通し

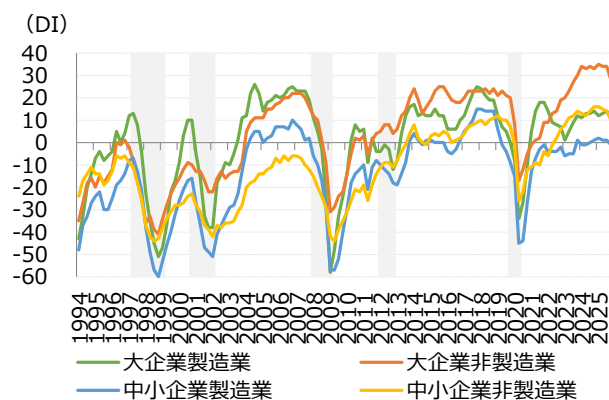
要約

- 9 月調査の日銀短観では、大企業製造業の業況判断 DI が 14（市場予想：14）、大企業非製造業の業況判断 DI が 34（市場予想：34）とトランプ関税の下で 2 四半期が経過した割には製造業の景況感が持ちこたえた。自動車の景況感が持ちこたえており、全体として底堅い内容となった。
- 短観調査で実体経済を捉える重要な判断項目を見ると、特に、①雇用人員判断は人手不足による順調な給与の伸びを示唆し、②海外での製商品需給判断は輸出が概ね横ばいになることを示唆し、③販売価格判断と仕入価格判断は価格転嫁が緩やかながらも進展するとの見込みといった状況が示された。
- 2025 年度の計画を見ると、9 月調査として設備投資計画と経常利益計画は例年程度と評価でき、トランプ関税が賦課されてからある程度の時間を経過しても、企業活動に過度な下押し圧力はかかっていない。
- 日銀の次回利上げ時期について、市場では早ければ今月、遅くとも来年 1 月といった見方が主流となっている。日本経済がトランプ関税の影響に耐えられるとの見方の確度が高まったという意味で、今回の短観は日銀の利上げ判断を後押しする内容といえる。弊社で予想している 10 月利上げへの最後のチェックポイントとして、6 日に開催される日銀支店長会議での企業ヒアリングで、日本経済がトランプ関税の影響に持ちこたえられるとの見通しが更に強まることが重要になってくる。

トランプ関税の下で 2 四半期が経過しても底堅い企業景況感

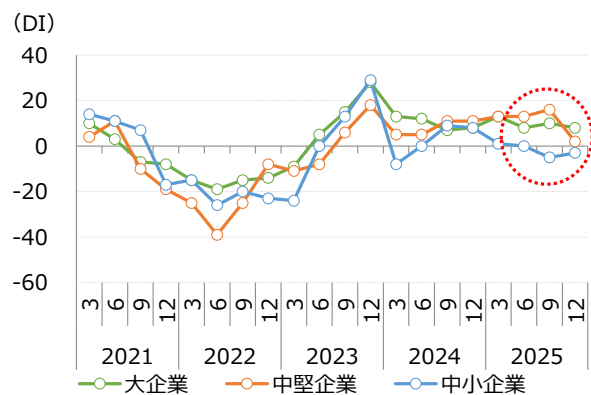
9 月調査の日銀短観は大企業製造業の業況判断 DI が 14（市場予想：14）、大企業非製造業の業況判断 DI が 34（市場予想：34）となり、トランプ関税が賦課されてから 2 四半期が経過しても企業の景況感は底堅い。業況判断 DI は景気の転換期をとらえ、また先行きについて企業が慎重な見通しを回答する傾向があるとの特性を踏まえても、景気は拡大していくと企業は見ている。関税の影響が懸念された自動車産業の景況感は、中堅企業の先行きの慎重さが目立ったものの、全体として底堅い内容と判断できる（図表 1、2）。

図表 1：トランプ関税でも落ち込まなかった業況判断



備考 1：図の最新値は 9 月調査での 12 月見込み
 備考 2：網掛け部は景気後退期
 出所：日本銀行、内閣府、りそなホールディングス

図表 2：持ちこたえる自動車の業況判断



備考：図の最新値は 9 月調査での 12 月見込み
 出所：日本銀行、りそなホールディングス

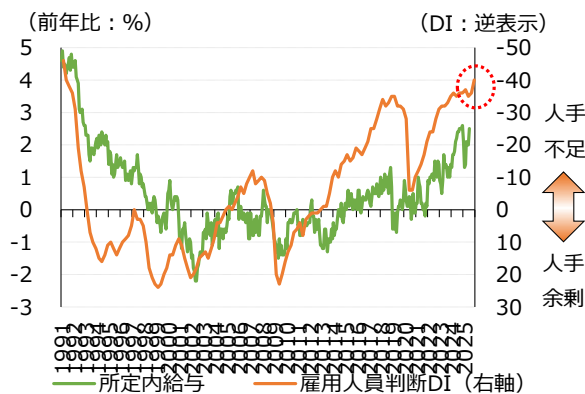
◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあり得ます。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

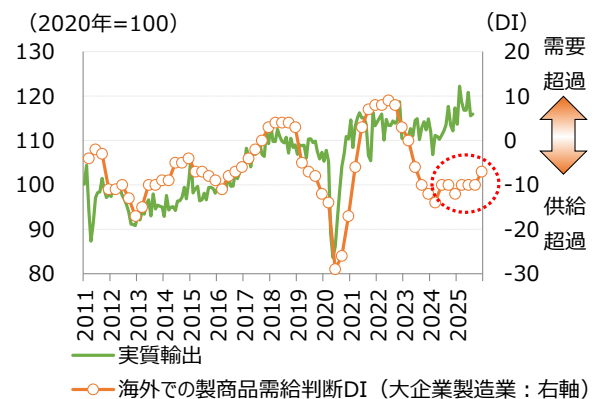
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

業況判断の他にも実体経済を示唆する重要 DI：トランプ関税に耐えられる確度が高まった輸出

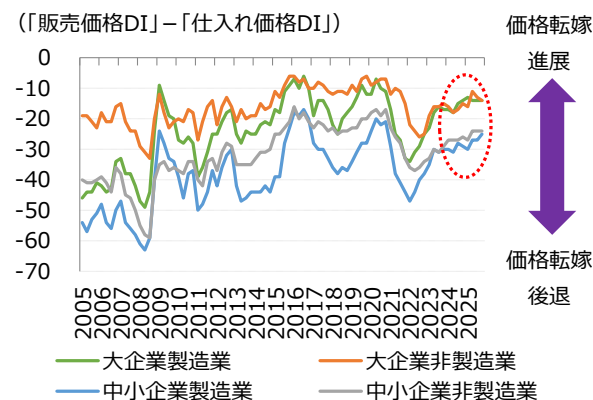
日銀短観調査では、景気の全体感を示す業況判断 DI 以外にも、実体経済の動向を捉える重要な判断 DI がある（図表 3～5）。第一に、企業が現状の雇用水準をどのように感じているのかを示す雇用人員判断 DI が挙げられる。足元で同 DI は 1990 年代の序盤以来の水準となっており、企業が感じている人手不足感は、引き続きバブル期とほぼ同様であることが示唆されている。また、同 DI は基本給と概ね連動しており、深刻な人手不足によって労働市場で売り手市場が続いており、賃金の伸びが順調に推移することが示唆されている。第二に、製造業の輸出動向を見ていく上で、海外での製商品需給判断 DI が挙げられる。同 DI は先行きにかけてほぼ横ばいが見込まれており、同 DI の実質輸出との連動性を踏まえると、財輸出も同様に横ばいの推移が示唆されている。トランプ関税が賦課されてから 2 四半期が経過したことを踏まえると、輸出が持ちこたえるとの見方の確度は高まったといえる。第三に、販売価格判断 DI と仕入価格判断 DI が挙げられる。それぞれ独立した判断項目ではあるものの、販売価格判断 DI から仕入価格判断 DI を引くことで、企業の価格転嫁動向を見ることができる。これを見ると、足元では大企業はやや足踏み気味であるものの、全体として緩やかに価格転嫁が進展する見込みであることが示唆されている。

図表 3：人手不足は引き続き深刻


備考：図の最新値は 9 月調査での 12 月見込み
 出所：厚生労働省、日本銀行、りそなホールディングス

図表 4：トランプ関税がありながら持ちこたえる輸出


備考：図の最新値は 9 月調査での 12 月見込み
 出所：日本銀行、りそなホールディングス

図表 5：価格転嫁は緩やかに進展


備考：図の最新値は 9 月調査での 12 月見込み
 出所：日本銀行、りそなホールディングス

◎注意事項

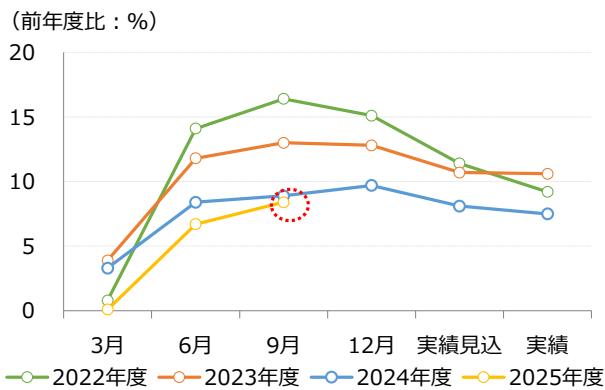
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

6月調査でやや低調に見えた 2025 年度計画は例年程度に

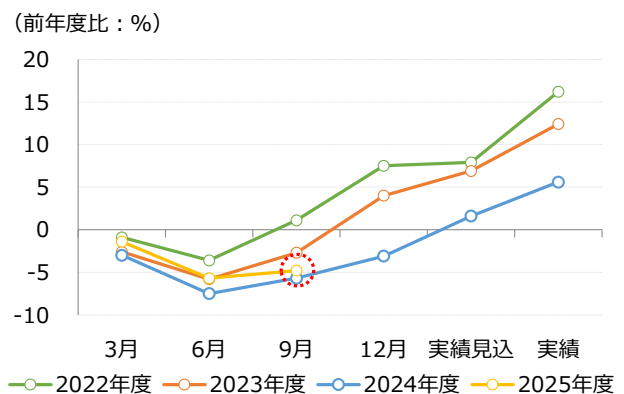
日銀短観調査では、年度計画として種々の調査を実施しているが、中でも当面の動向が注目されるのは設備投資計画、経常利益、企業の想定為替となる（図表 6～8）。2025 年度の設備投資計画は 8.4%となり、6 月調査の 6.7%からは上方修正された。また、経常利益計画も-4.8%と 6 月調査の-5.7%から上方修正された。6 月調査時点では、設備投資計画と経常利益計画はやや低調に見えたものの、9 月調査ではやや慎重さが残りながらも例年程度の巡航速度に戻ってきたと見てよさそうだ。トランプ関税が賦課されてからある程度の時間を経たことを踏まえれば、やはり底堅い内容と判断できる。事業計画の前提となる想定為替レートは、ドル円で 145.68 円とされ、6 月調査の 145.72 円からほぼ横ばいとなり、概ね市場の為替レートに沿った計画となっている。ただし、日本銀行（利上げ方向）と FRB（利下げ方向）で金融政策の方向性が逆を向いていること、トランプ米大統領の政策の不透明さが市場でのリスク回避を強める可能性があることを踏まえれば、円高の進展により為替が企業業績に与える影響にはまだ警戒が必要だろう。

図表 6：例年程度に戻ってきた設備投資計画



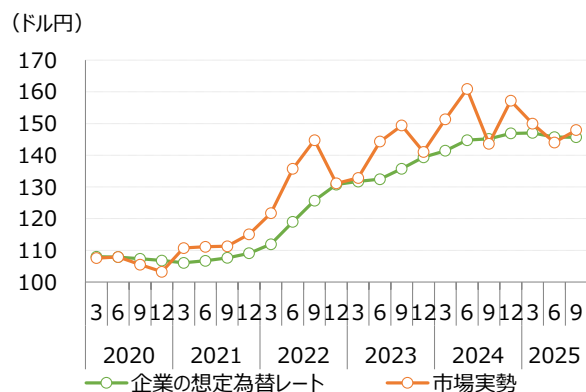
出所：日本銀行、りそなホールディングス

図表 7：同様に例年程度に戻ってきた経常利益計画



出所：日本銀行、りそなホールディングス

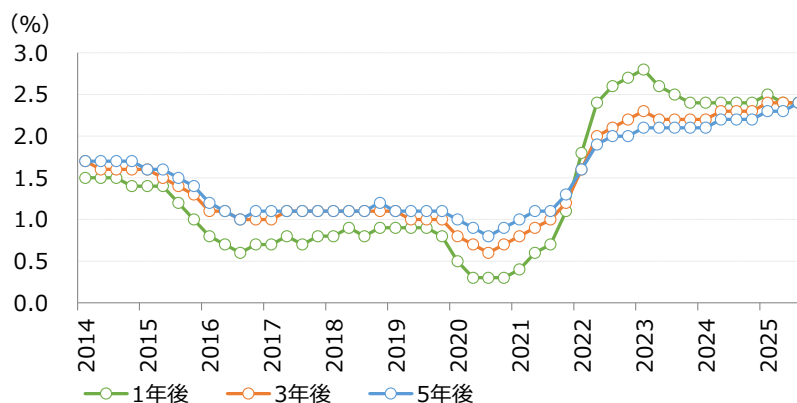
図表 8：市場実勢に沿った想定為替



企業の物価見通しはインフレ予想の高止まりを示唆

企業の物価見通しでは、消費者物価インフレ率を想定して質問される物価全般の見通しは、1年後、3年後、5年後で前回調査から概ね横ばいとなり、総じて企業の予想インフレが高止まりしていることが示唆されている（図表9）。この調査のデータ開始が2014年3月以降で、日銀が量的・質的金融緩和（QQE）を行った以前の動向が確認できないことから、大規模金融緩和が企業の予想インフレに対してどの程度の影響を持ったのかは観察できない。しかし、少なくともQQEを行った以降は企業の中長期的なインフレ予想が高止まりしていることは、インフレ率の上昇によって価値が目減りする現預金での資産保有を脱却する要因となり、長い目で見れば景気には好影響となる。

図表9：高止まりを続ける企業の予想インフレ



出所：日本銀行、りそなホールディングス

10月利上げへの最終チェックポイントは6日の日銀支店長会議

トランプ関税の影響がある中で、日銀が利上げを決断するためには、トランプ関税の影響に日本経済が耐えきることが出来るという確度の高い見通しが必要になる。その観点で見れば、今回の短観調査は、企業景況感が底堅い推移になる見通しが示された、設備投資や経常利益計画が腰折れしない目途が立った、日銀がこれまで重視してきた賃金と物価の好循環も維持されるとの蓋然性が高まった、などが確認されたことから、日銀の利上げ判断を後押しする内容だったと見て良いだろう。ブルームバーグによるアナリスト調査では、日銀の次回の利上げ時期は早ければ今月、遅くとも来年1月という見方が根強い。弊社で見ている10月利上げへの最終チェックポイントは、6日に開催される日銀支店長会議となりそうだ（図表10）。前回7月の同会議での地域経済報告銀では、トランプ関税によって経済見通しの不透明感が高まったことが全面で強調された内容となっていた。今回の同会議での報告で、不透明感が利上げの決断を阻害しないと読み取れる文章内容になるのかが注目となる（図表10）。

図表10：「日本経済は関税に耐えられる」ことを確認するチェックポイント

日付	イベント	重要ポイント	利上げの後押し要因？
8月15日	4-6月期GDP	● トランプ関税下でも設備投資と輸出は底堅かった	○
9月1日	4-6月期法人企業統計	● トランプ関税下でも企業利益は底堅かった	○
9月19日	日銀決定会合	● 声明文がハト派な内容に留まった ● 2名の審議委員が利上げ提案を行った	△

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

10月1日	9月調査短観	● 自動車を中心に企業景況感が持ちこたえた ● 利益計画と設備投資計画が腰折れしなかった	○
10月6日	日銀支店長会議	● 10月に利上げをするのであれば、最終チェック段階 ● 関税の影響に企業は耐えられているのか ● 関税を踏まえても賃上げは大丈夫そうなのか	
10月30日	日銀決定会合	● トランプ米大統領が突如として関税合意を翻意しないことなどを政府と確認しつつ利上げへ	

出所：りそなホールディングス

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。