りそなグループ RESONA

りそな経済フラッシュ

2025 年 12 月 15 日
りそなホールディングス 市場企画部
佐藤 芳郎

12 月調査日銀短観：底堅い利益計画で日銀は利上げへ

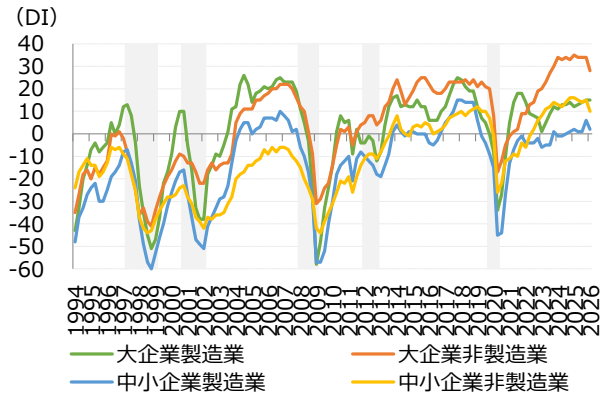
要約

- 12 月調査の日銀短観では、大企業製造業の業況判断 DI が 15（市場予想：15）、大企業非製造業の業況判断 DI が 34（市場予想：32）とトランプ関税の下で製造業の景況感が引き続き順調となった。
- 短観で実体経済を捉える重要な判断項目を見ると、特に、雇用人員判断は人手不足による堅調な労働需要を示唆、海外での製商品需給判断は輸出が底堅い推移になることを示唆、などといった状況が示された。
- 2025 年度の各種計画を見ると、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。
- 日銀は次回利上げへのチェックポイントとして、米国の関税が設備投資を下振れさせていないか、輸出を下振れさせていないか、企業収益を低下させていないか、そして日米の金融政策の兼ね合いで為替が円高方向に降れていないのかが重要としてきた。前回９月短観でもある程度はこれらが大丈夫であることが示唆されていたが、今回の短観で更に確度が高まったといえる。また、企業の利益計画が順調なことで、やはり日銀が重要としている「春闘の初動のモメンタム」についても手ごたえが確認できたのではないか。弊社では 12 月 19 日の金融政策決定会合で 0.75%への利上げが決定されると見込んでいる。

トランプ関税の下でも順調な企業景況感

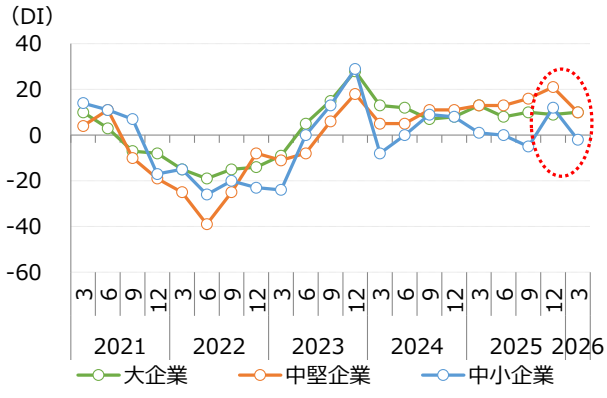
12 月調査の日銀短観は大企業製造業の業況判断 DI が 15（市場予想：15）、大企業非製造業の業況判断 DI が 34（市場予想：32）となり、日中関係の緊張化と見られる非製造業から慎重な先行き見通しが示されたものの、トランプ関税が賦課されてから 3 四半期が経過しても企業の景況感は底堅さが確認される結果となった。業況判断 DI は景気の転換期をとらえ、また先行きについて企業が慎重な見通しを回答する傾向があるとの特性を踏まえても、景気は拡大していくと企業は見ている。関税の影響が懸念された自動車産業の景況感は、日米関税合意によって 15%関税が残りながらも、不透明感が低下したことで特に中堅・中小企業の景況感の足元の改善が顕著だ（図表 1、2）。

図表 1：順調な業況



備考 1：図の最新値は 12 月調査での 3 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：関税合意で足元改善した自動車の業況



備考：図の最新値は 12 月調査での 3 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　お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。
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。

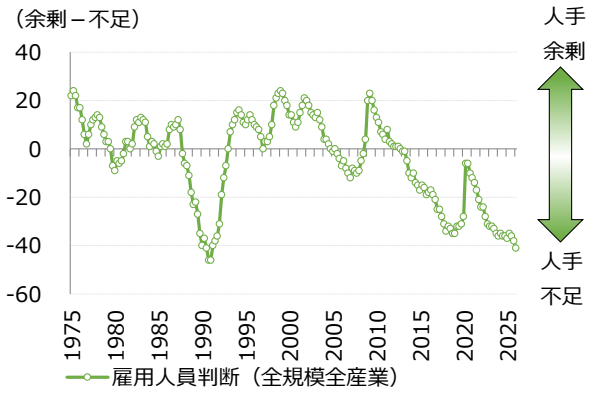
りそなグループ RESONA

りそな経済フラッシュ

業況判断の他にも実体経済を示唆する重要 DI：引き続き底堅い輸出の見込み

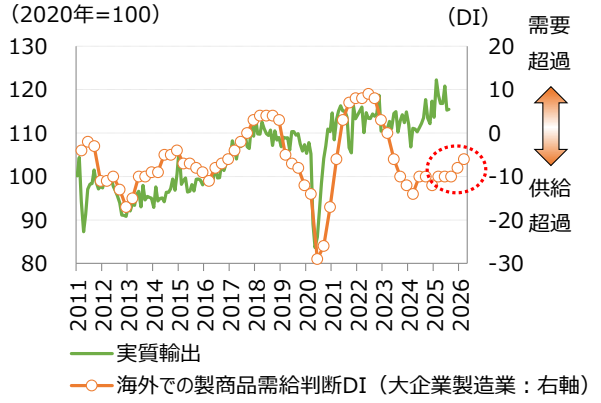
日銀短観調査では、景気の全体感を示す業況判断 DI 以外にも、実体経済の動向を捉える重要な判断 DI がある（図表 3～5）。第一に、企業が現状の雇用水準をどのように感じているのかを示す雇用人員判断 DI が挙げられる。足元で同 DI は 1990 年代の序盤以来の水準となっており、企業が感じている人手不足感は、引き続きバブル期とほぼ同様であることが示唆されている。労働市場が引き続き売り手市場であることが示唆されており、来年の春闘の本格化を控えて所得環境は順調と見て良いだろう。第二に、製造業の輸出動向を見ていく上で、海外での製商品需給判断 DI が挙げられる。同 DI は先行きにかけて底堅い推移が見込まれており、同 DI の実質輸出との連動性を踏まえると、財輸出も同様に底堅い推移が示唆されている。トランプ関税が賦課されてから 3 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更に高まったといえる。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、足元では価格転嫁がやや足踏みし始めており、消費者離れを懸念した慎重なマインドが出始めている可能性には注意が必要だろう。

図表 3：人手不足は引き続き深刻



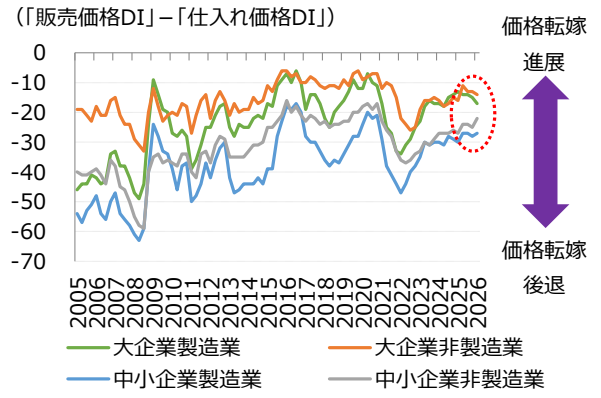
備考：図の最新値は 12 月調査での 3 月見込み
出所：日本銀行、りそなホールディングス

図表 4：トランプ関税がありながら底堅い輸出



備考：図の最新値は 12 月調査での 3 月見込み
出所：日本銀行、りそなホールディングス

図表 5：やや足踏み感が出てきた価格転嫁



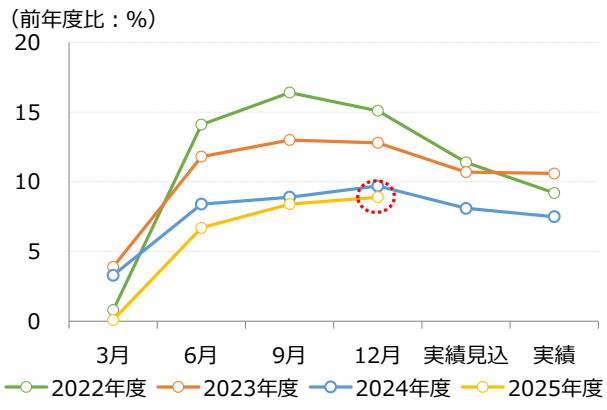
備考：図の最新値は 12 月調査での 3 月見込み
出所：日本銀行、りそなホールディングス

◎注意事項　お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。
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。

2025 年度の各種計画も例年程度

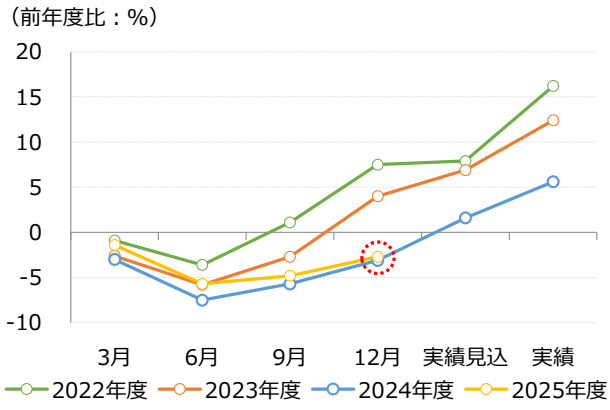
日銀短観では、年度計画として種々の調査を実施しているが、その中でも動向が注目されるのは設備投資計画、経常利益、企業の想定為替となる（図表 6～8）。2025 年度の設備投資計画は 8.9%となり、9 月調査の 8.4%からは上方修正された。また、経常利益計画も-2.7%と 9 月調査の-4.8%から上方修正され、例年程度の巡航速度に戻ってきた。トランプ関税が賦課されてからある程度の時間を経たことを踏まえれば、やはり底堅い内容と判断できる。事業計画の前提となる想定為替レートは、ドル円で 147.06 円とされ、9 月調査の 145.68 円から円安方向に修正されたが、足元の為替レートよりは保守的な計画となっている。また、2025 年度のドル円は先週末時点で平均 148 円程度と計画とほぼ同水準となっている。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もあり急激な円高の進展には予断を許さないが、為替レート計画は現実的だと見て良いだろう。

図表 6：景気拡大が続く中で順調な設備投資計画



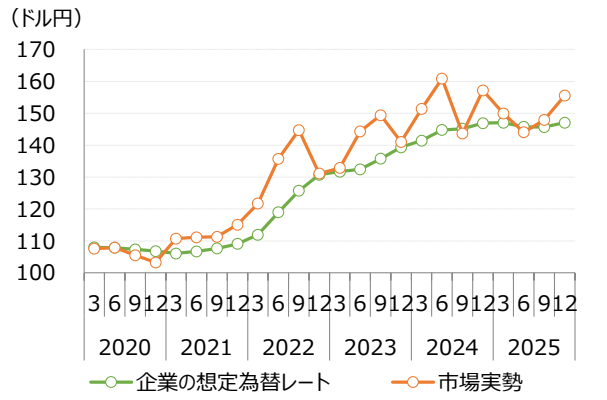
出所：日本銀行、りそなホールディングス

図表 7：経常利益計画は例年程度



出所：日本銀行、りそなホールディングス

図表 8：足元は想定為替よりも円安水準



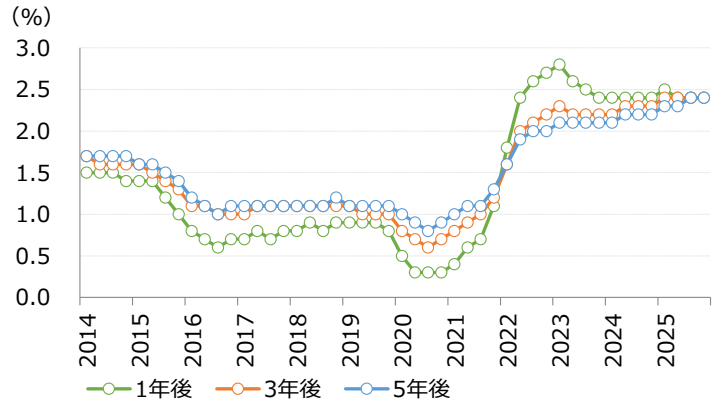
備考：市場実勢値は 12 月 12 日時点
出所：日本銀行、ブルームバーグ、りそなホールディングス

◎注意事項　お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。
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。

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 を行って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

日銀は今週末の決定会合で利上げへ

日銀は次回の利上げへ向けて、①米国の関税が設備投資を下振れさせないのか、②米国の関税によって輸出が下振れしないのか、③米国の関税が企業利益と延いては賃上げのモメンタムを腰折れさせないのか、そして④日米の金融政策が反対側を向いている（日銀は利上げ方向、FRB は利下げ方向）ことによって、為替レートが円高水準に振れることで利益計画に下押し圧力が加わるのか、ということをチェックポイントとしてきた。前回 9 月調査の日銀短観でも本レポートで注目している調査項目の結果を基にすれば、ある程度はそれらのチェックポイントが大丈夫であることは示唆されていた。今回の短観調査でも設備投資計画の順調さ、輸出の底堅さ、企業利益計画の順調さ、現実的な為替レート計画が確認されており、日銀としては、チェックポイントが大丈夫であることの確度が更に高まったと考えているのではないだろうか。また、前回の日銀金融政策決定会合後の記者会見で、植田総裁は次回の利上げに向けては「春闘の初動のモメンタム」が重要との認識を示していた。今回の短観では利益計画の順調さが維持されたことも確認されており、年明け辺りから本格化してくる春闘でも昨年ほどとはならずとも高めの賃上げ率が維持されるとの見通しの妥当性が高まった。日銀が次回の利上げに向けて重要と判断してきたチェックポイントは全てが無事通過と判断して良い状態にあり、弊社では日銀が 12 月 19 日の金融政策決定会合で政策金利が 0.75%へ引き上げられることを引き続き予想している。

◎注意事項　お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。
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。