

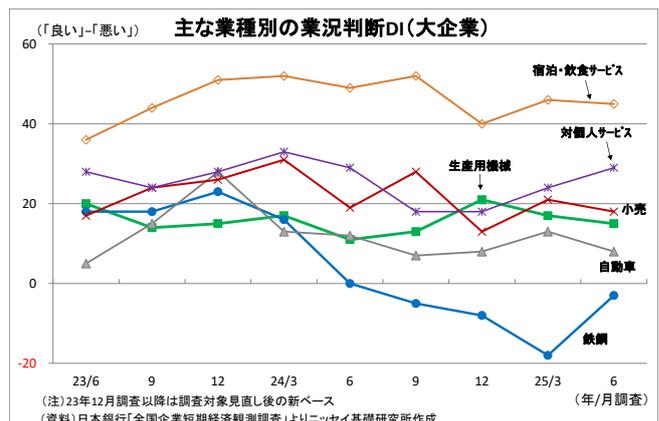
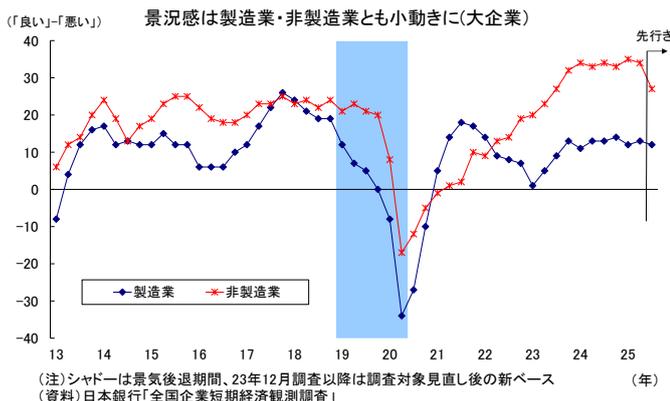
Weekly
エコノミスト・
レター

日銀短観(6月調査)

～トランプ関税の悪影響は今のところ限定的だが、早期の利上げには直結せず

経済研究部 主席エコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

- 6月短観では、注目度の高い大企業製造業で景況感が小幅に改善した。関税の悪影響が一部顕在化したものの影響は限られた一方、価格転嫁の進展や原材料高の一服が景況感の改善に寄与した。非製造業では、物価上昇による消費マインドの低迷が重石となり、景況感が弱含んだ。
- 先行きの景況感は総じて悪化が示された。製造業では、関税の長期化懸念が重石になった。非製造業では、物価高による消費の腰折れや人手不足等に対する懸念が強く現れたとみられる。
- 2024年度設備投資(実績・全規模)は、前年比7.5%増と例年同様、前回からやや下方修正された。2025年度設備投資計画は、2024年度実績比で6.7%増と前回調査から大きく上方修正された。今回の上方修正幅は6.6%ポイントと例年をやや上回っており、堅調と言える。トランプ関税が投資計画にとって抑制に働いている可能性があるものの、省力化や脱炭素、DXの推進など構造的な課題への対処に向けた投資需要が追い風となったと考えられる。関税についても情勢が極めて流動的であるだけに様子見地合いになっているとみられ、投資計画の取り下げの動きが広がるまでにはまだ至っていないようだ。
- 企業の「物価全般の見通し」や「販売価格の見通し」は前回からほぼ変わらず、中期的なものも含めて企業のインフレ予想が高止まりしている様子を示唆している。
- 今回の短観において企業の景況感や設備投資計画などが総じて堅調な結果となり、関税の影響の顕在化が限定的に留まったことは、日銀にとってひとまずの安心材料になりそうだが、早期の利上げに直結するものではないだろう。なぜなら、日本経済にとって最大の不確実性の発生源であり、下振れリスクでもあるトランプ関税を巡る情勢には今のところ変わりがないためだ。日銀は今後数ヵ月にわたって利上げを見送りつつ、トランプ関税の行方とその影響の見定めにも専念する可能性が高いと見ている。



1. 全体評価：関税の影響は今のところ限定的だが、仮置き色彩も

7月1日に公表された日銀短観6月調査では、注目度の高い大企業製造業の業況判断DIが13と前回3月調査から1ポイント上昇した。同DIの上昇は2四半期ぶりとなる。トランプ政権による相次ぐ関税の発動・拡大を受けて輸出環境は悪化しているものの、今のところ景況感への影響は限定的に留まった。一方、大企業非製造業では、コメを始めとする食品価格上昇による消費者マインドの低迷等を受けて、業況判断DIが34と前回比1ポイント低下した。

ちなみに、前回3月調査¹では、トランプ関税の悪影響や中国経済の低迷等を受けて大企業製造業の景況感が小幅に悪化した一方で、インバウンド重要などに後押しされて、非製造業では景況感がやや改善していた。

前回調査以降、米国のトランプ政権によって自動車関税（25%）、相互関税（一律10%、上乗せ関税は発動直後に延期）といった大規模な関税が発動され、鉄鋼・アルミ関税の税率も倍（50%）に引き上げられた。また、関税を巡る方針が二転三転し、日米交渉の決着もついていないため、先行きの不確実性も極めて高い状況になっている。このため、既に高関税が課せられている自動車では景況感が押し下げられた。ただし、こうした関税措置はある程度想定されていたものであり、発動後間もない現時点では企業の負担も概ね許容範囲に留まっているようだ。一方で、価格転嫁が幅広く進展するなかで原材料価格の上昇が一服したことが、景況感を後押しする要因となったと考えられる。

大企業非製造業では、コメなどの物価上昇による消費マインドの低迷が景況感を下押しした一方で、堅調なインバウンド需要や価格転嫁の進展が一定の支えになったとみられる。

中小企業の業況判断DIについては、それぞれ前回から1ポイント低下し、製造業が1、非製造業が15となった。大企業同様、製造業・非製造業ともに小動きに留まっている。

さらに、先行きの景況感は総じて悪化が示された。製造業では、トランプ関税への警戒が重石となったものの、状況が極めて流動的で予測が困難であるうえ、関税が緩和される可能性も残ることから、大幅な悪化は回避されている。非製造業では、製造業に比べて足元の景況感が良好であるだけに、物価高による消費の腰折れや人手不足、人件費等のコスト増加に対する懸念が反映されやすいとみられ、先行きの景況感が明確に悪化している。

なお、6月13日にイスラエルがイランへ攻撃を開始し、中東情勢が10日余りにわたって緊迫化した。回収基準日後の情勢変化は織り込まれにくいことから、短観への影響は限られたと推察される。

事前の市場予想との対比では、注目度の高い大企業製造業については、足元の景況感（QUICK集計予測値10、当社予想は8）、先行きの景況感（QUICK集計予測値8、当社予想は6）ともに市場予想を上回った。大企業非製造業については、足元の景況感は市場予想（QUICK集計34、当社予想は

¹ 回収基準日は前回3月調査が3月12日、今回6月調査が6月12日（基準日までに約7割が回答するとされる）。

32) と一致したが、先行きの景況感は市場予想（QUICK 集計 29、当社予想は 28）を下回っている。

2024 年度の設備投資（実績・全規模）は、前年比 7.5%増と前回 3 月調査（8.1%増）からやや下方修正された。

例年、6 月調査（実績）では、大企業において下方修正が入ることで、全体として下方修正される傾向がある²。

一方、2025 年度の設備投資計画（全規模全産業）は、2024 年度実績比で 6.7%増と前回調査の 0.1%増から大きく上方修正された。例年、設備投資計画は計画の策定進捗と前年度実績の下方修正に伴って 6 月調査で大きく上方修正される傾向があるため、上方修正自体に大きな意味合いはないものの、今回の上方修正幅は 6.6%ポイントと例年³をやや上回っており、堅調と言える。

深刻化している建設領域での人手不足やコスト高に加え、トランプ関税による収益圧迫懸念と不確実性の高まりは設備投資計画にとって抑制に働いている可能性がある。ただし、人手不足を背景とする省力化や脱炭素、DX の推進など構造的な課題への対処に向けた投資需要が追い風となったと考えられる。トランプ関税についても情勢が極めて流動的であるだけに様子見地合いになっているとみられ、投資計画の取り下げの動きが広がるまでにはまだ至っていないようだ。

物価関連項目では、企業の「物価全般の見通し（全規模）」が引き続き 2%超で高止まりした。具体的には、1 年後が前年比 2.4%（前回比 0.1%ポイント低下）、3 年後が 2.4%（前回から横ばい）、5 年後が 2.3%（前回から横ばい）となっている。

また、企業の「販売価格の見通し（全規模・現状との比較）」も 1 年後が 2.9%（前回から横ばい）、3 年後が 4.3%（前回比 0.1%ポイント低下）、5 年後が 5.1%（前回比 0.1%ポイント低下）と、中長期的な値上げ意向も維持されている。

物価関連項目は総じて堅調を維持しており、中期的なものも含めて企業のインフレ予想が高止まりしている様子を示唆している。

日銀は展望レポートで示している経済・物価の見通しが実現していくとすれば、引き続き政策金利を引き上げる方針を維持しつつ、見通しの実現性については「不確実性が極めて高い状況にある」として、内外経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認する姿勢を表明している。

そうした意味で、今回の短観は、自動車関税や相互関税というトランプ政権による大規模な関税が発動されてから初の調査にあたることから、日銀が関税の影響を推し量るための重要な初期材料にあたる。

今回の短観において、企業の景況感や設備投資計画などが総じて堅調な結果となり、トランプ関税の影響の顕在化が限定的に留まったことは、日銀にとってひとまずの安心材料になりそうだが、早期の利上げに直結するものではないだろう。

なぜなら、日本経済にとって最大の不確実性の発生源であり、下振れリスクでもあるトランプ関税を巡る情勢には変わりがないためだ。植田総裁は、6 月会合後の会見において、「これ（日米の関税協議の合意）が後ずれすればするほど、通商政策を巡る状況が不確実であるという判断は続いていく」、「通商政策がどこかのレベル内容で落ち着いたとしても、それが経済にどのような影響を及ぼしていくかについての不確実性も極めて高い」、「ハードデータ（実体経済の動向を示す指標）が今

² 直近 10 年間（2014～23 年度）における 6 月調査（実績）での修正幅は平均で▲2.1%ポイント。

³ 直近 10 年間（2015～24 年度）における 6 月調査での修正幅は平均で+6.4%ポイント

後どうなっていくかということのみてみたい」などと発言し、関税の行方などを見定める方針を示唆している。従って、日銀は今後数ヶ月にわたって利上げを見送しつつ、トランプ関税の行方と影響の見定めに専念する可能性が高いと見ている。

2. 業況判断DI：足元は小動き、先行きは総じて悪化

全規模全産業の業況判断DIは15（前回から横ばい）、先行きは9（現状比6ポイント下落）となった。大企業について、製造・非製造業別の状況は以下のとおり。

（大企業）

大企業製造業の業況判断DIは13と前回調査比で1ポイント上昇した。業種別では、全16業種中、上昇が7業種と下落の4業種を上回った（横ばいが5業種）。

米政権によって既に大幅な関税が課せられている自動車（5ポイント下落）、中国経済低迷の影響を受けるはん用機械（4ポイント下落）、生産用機械（2ポイント下落）などが全体の重石となった。一方で、価格転嫁が一定進展する中で原材料価格が下落したことで、鉄鋼（15ポイント上昇）、紙・パ（11ポイント上昇）、石油・石炭（9ポイント上昇）、窯業・土石（2ポイント上昇）などの素材業種が大きく上昇し、全体の牽引役となった。

先行きについては下落が10業種と上昇の5業種を上回り（横ばいが1業種）、全体では1ポイントの下落となった。

既に発動されている自動車、鉄鋼・アルミ関税の長期化懸念が重石となり、自動車（1ポイント下落）、鉄鋼（3ポイント下落）、非鉄（6ポイント下落）で下落しているほか、値上げによる需要減退が警戒されているとみられる食料品（4ポイント下落）、住宅着工減少の影響を受ける木材・木製品（7ポイント下落）などで下落している。

大企業非製造業の業況判断DIは前回から1ポイント下落の34となった。業種別では、全12業種中、下落が7業種と上昇の4業種を上回った（横ばいが1業種）。

物価高による消費マインド低迷の影響を受ける小売（3ポイント下落）、宿泊・飲食サービス（1ポイント下落）、金利上昇の悪影響を受けやすい不動産（5ポイント下落）、物品賃貸（7ポイント下落）などが全体の重石となった。一方で、訪日客増加の追い風を受ける対個人サービス（5ポイント上昇）、価格転嫁が進展する建設（5ポイント上昇）、IT化の追い風を受ける情報サービス（5ポイント上昇）などが景況感の下支えとなった。

先行きについては、下落が11業種（横ばいが1業種）とほぼ全業種が下落し、全体では7ポイントの下落となった。

長引く物価高による消費減速懸念が燻る小売（7ポイント下落）、宿泊・飲食サービス（6ポイント下落）、人手不足感の強い建設（10ポイント下落）、運輸・郵便（7ポイント下落）などで下落が目立つ。

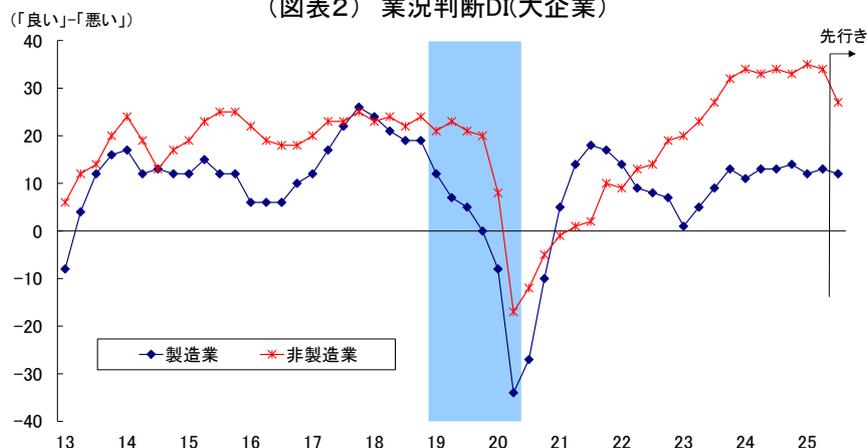
(図表1) 業況判断DI

(「良い」-「悪い」・%ポイント)

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

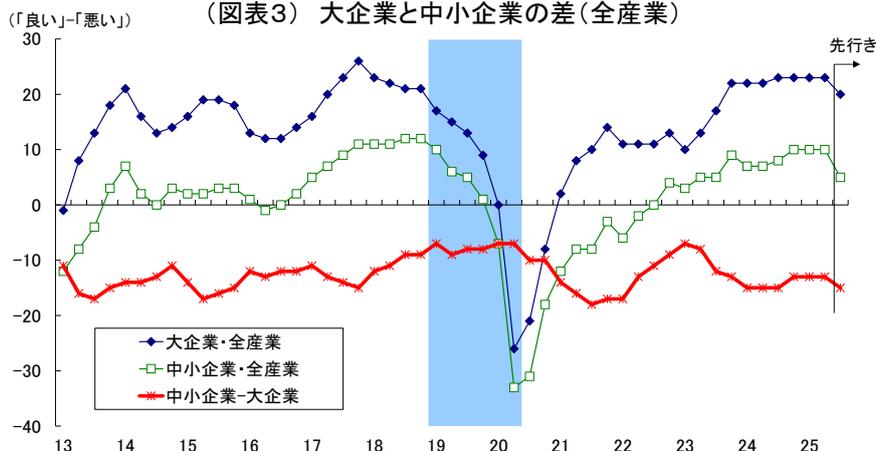
(注)「最近」の変化幅は、前回調査の「最近」との対比。
 「先行き」の変化幅は、今回調査の「最近」との対比。

(図表2) 業況判断DI(大企業)



(注)シャドーは景気後退期間、23年12月調査以降は調査対象見直し後の新ベース (年)
 (資料)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

(図表3) 大企業と中小企業の差(全産業)



(注)シャドーは景気後退期間、23年12月調査以降は調査対象見直し後の新ベース (年)
 (資料)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

3. 価格判断：値上げ意向は継続、物価見通しは2%超で高止まり

大企業製造業の仕入価格判断DI（上昇-下落）は前回から2ポイント低下の39、非製造業は3ポイント低下の45となった。国際的な資源価格の下落や円高を受けた輸入物価の下落が反映されたとみられる。

一方、販売価格判断DIは製造業では3ポイント低下の25、非製造業では2ポイント上昇の34となった。

製造業では仕入価格判断DIの低下幅を販売価格判断DIの低下幅が若干上回ったため、差し引きであるマージン（採算）は若干悪化している。一方、非製造業では、仕入価格判断DIが低下する一方で販売価格判断DIが上昇したため、マージンは改善した。

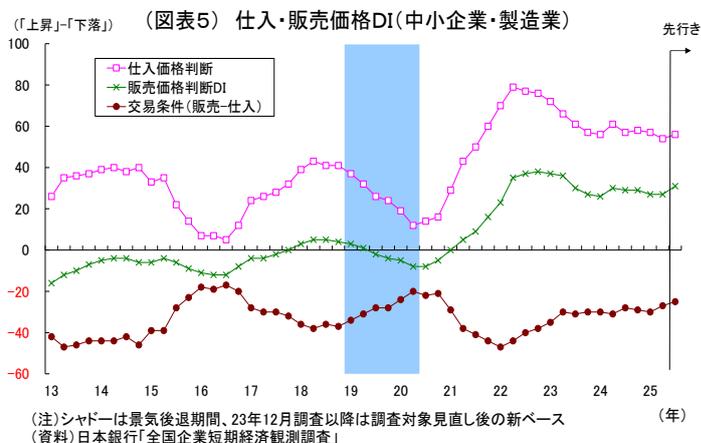
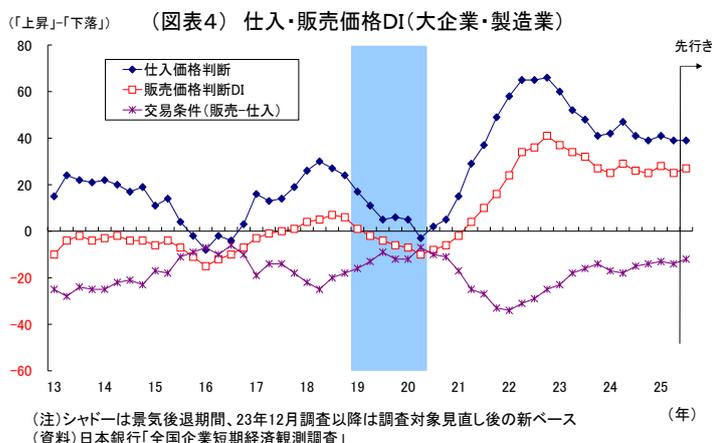
仕入価格判断DIの3か月後の先行きは大企業製造業で横ばい、非製造業で1ポイントの低下とそれぞれ小動きが見込まれている。販売価格判断DIの3か月後の先行きは、製造業で2ポイントの上昇、非製造業で4ポイントの低下が見込まれていることから、非製造業ではマージンが悪化する見込みとなっている。製造業、非製造業ともに販売価格判断DIの先行きの水準は30%ポイント前後（コロナ前は概ねゼロ%ポイント）で高止まりしており、一定程度の値上げが定着している。

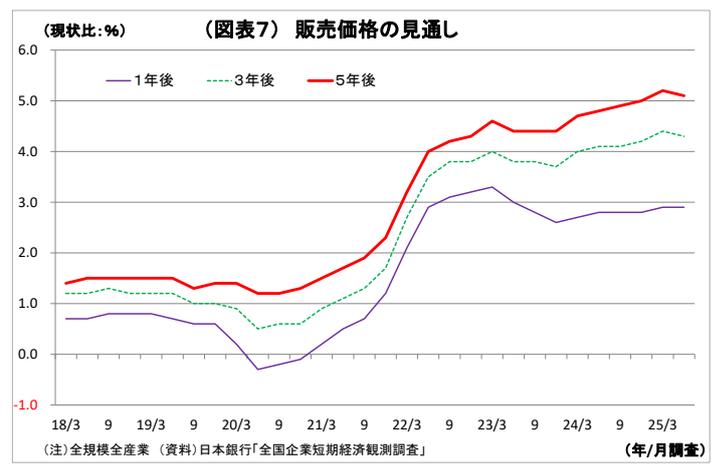
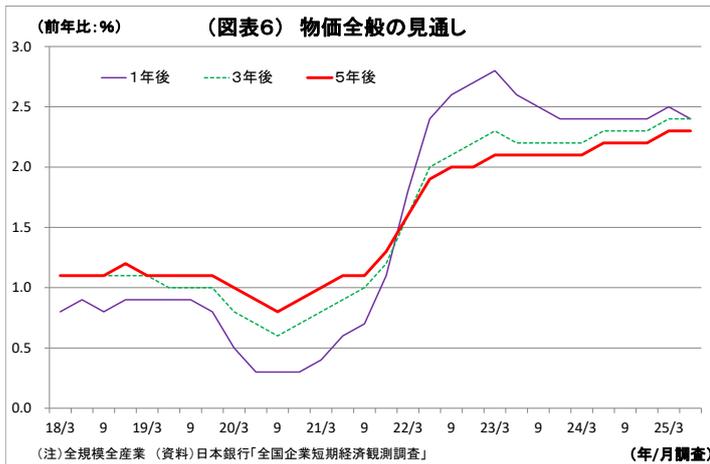
なお、中小企業では、販売価格判断DIの先行きとして、製造業で4ポイントの上昇、非製造業で3ポイントの上昇が見込まれている。DIの先行きの水準もそれぞれ大企業よりもやや高めだ。これまでの価格転嫁の遅れもあり、中小企業の先行きの値上げ意欲は相対的に強い。

同じく物価関連項目である企業の「物価全般の見通し（全規模）」は引き続き2%超で高止まりした。具体的には、1年後が前年比2.4%（前回比0.1%ポイント低下）、3年後が2.4%（前回から横ばい）、5年後が2.3%（前回から横ばい）となっている。

また、企業の販売価格の見通し（全規模・現状との比較）も1年後が2.9%（前回から横ばい）、3年後が4.3%（前回比0.1%ポイント低下）、5年後が5.1%（前回比0.1%ポイント低下）と、中長期的な値上げ意向も維持されている。

物価関連項目は総じて堅調を維持しており、物価上昇が継続する可能性を示唆している。





4. 売上・利益計画：2024年度の利益は上方修正、2025年度は下方修正

2024年度収益計画（全規模全産業）は、売上高が前年比3.8%増（前回は3.3%増）、経常利益は5.6%増（前回は同1.6%増）とそれぞれ上方修正された。

例年、経常利益計画は初回の3月調査時点で保守的に見積もられ、前年比で小幅なマイナス圏でスタートし、6月調査で比較対象となる前年度分の上方修正などを受けて、さらに伸び率がやや下方修正された後は、景気が悪化していない限り、上方修正されていく傾向が強い。

今回も同様のパターンとなり、これまでの業績進捗の計画比上振れを受けて、もともとの保守的ぎみであった想定を上方修正する動きが継続したと考えられる。

なお、2024年度の想定ドル円レート（全規模・全産業ベース）は148.44円と、前回（147.94円）からやや円安方向に修正された。前回時点で実勢よりも円高となっていたものが、やや修正された形だ。

また、2025年度収益計画（全規模全産業）は、売上高が前年比1.4%増（前回は0.8%増）、経常利益が同5.7減（前回は1.4%減）となっている。

例年、6月調査では、比較対象となる前年度分の上方修正などを受けて、伸び率がやや下方修正される傾向が強く、今回も同様のパターンとなった。

ちなみに、加工業種における利益の下方修正が目立つことから、トランプ関税の影響が利益計画の下押しに働いている可能性はある。ただし、関税は現在進められている交渉の結果次第で大きく変わり得ることから、現状で具体的に業績に織り込む難易度は高く、一旦仮置きとしている企業も多いと推測される。

なお、2025年度の想定ドル円レート（全規模・全産業ベース）は145.72円（上期145.87円、下期145.56円）と、前回の147.06円からやや円高方向に修正されている。前回調査以降に円相場がやや円高に振れていることを反映した動きと考えられるが、今年度のこれまでの実勢（平均144円台半ば）に対してやや円安水準に留まっている。

(図表8) 売上高計画 (前年度比・%)

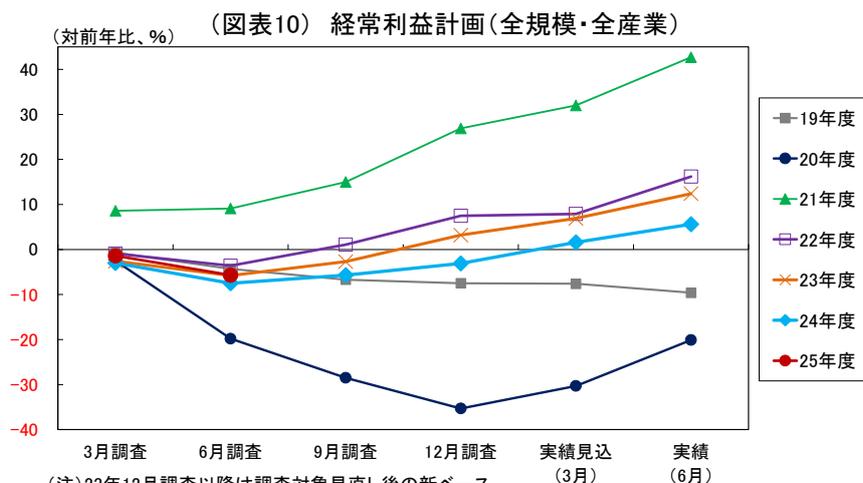
		2024年度 (実績)		2025年度 (計画)	
			修正率		修正率
大企業	製造業	3.0	0.2	1.6	0.8
	国内	2.3	0.2	2.2	1.1
	輸出	4.4	0.2	0.6	0.1
	非製造業	3.9	0.3	1.9	1.4
	全産業	3.5	0.3	1.8	1.1
中堅企業	製造業	3.5	0.0	1.3	-0.3
	非製造業	4.2	0.1	2.6	1.2
	全産業	4.0	0.1	2.2	0.8
中小企業	製造業	3.8	0.8	0.5	0.6
	非製造業	4.0	1.2	-0.3	0.9
	全産業	4.0	1.1	-0.1	0.9
全規模	製造業	3.3	0.3	1.4	0.5
	非製造業	4.0	0.5	1.4	1.2
	全産業	3.8	0.5	1.4	1.0

(注)修正率は前回調査(対象見直し後の新ベース)との対比。

(図表9) 経常利益計画 (前年度比・%)

		2024年度 (実績)		2025年度 (計画)	
			修正率		修正率
大企業	製造業	6.0	3.3	-8.4	-5.6
	素材業種	0.8	0.3	-1.2	-1.3
	加工業種	7.8	4.3	-10.8	-7.1
	非製造業	2.4	2.8	-1.3	2.5
	全産業	4.2	3.0	-4.9	-1.6
中堅企業	製造業	4.2	4.9	-8.7	-0.4
	非製造業	9.0	4.1	-2.8	2.4
	全産業	7.5	4.4	-4.6	1.6
中小企業	製造業	6.3	7.0	-8.0	1.1
	非製造業	11.1	7.2	-10.7	1.5
	全産業	9.9	7.2	-10.0	1.4
全規模	製造業	5.8	3.8	-8.4	-4.5
	非製造業	5.5	4.0	-3.7	2.3
	全産業	5.6	3.9	-5.7	-0.6

(注)修正率は前回調査(対象見直し後の新ベース)との対比。

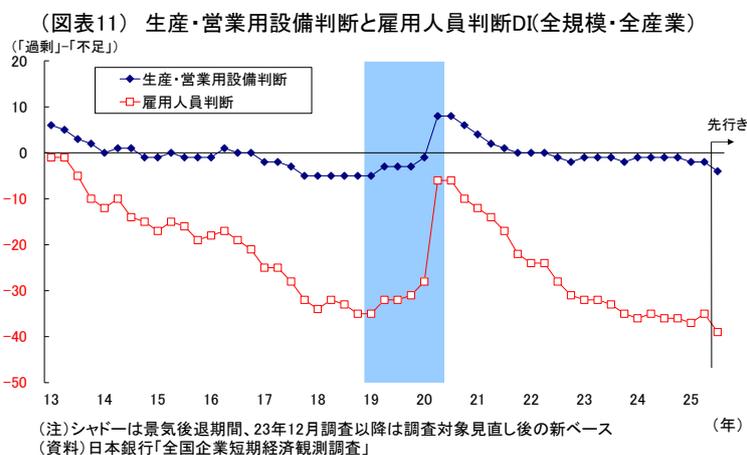


5. 設備・雇用：設備投資計画は今のところ堅調維持、人手不足感は若干緩和

生産・営業用設備判断DI（「過剰」－「不足」）は、全規模全産業で前回から横ばいの▲2となった。設備の需給は若干不足気味ながら、概ね均衡圏での推移が続いている。

一方、雇用人員判断DI（「過剰」－「不足」）は、全規模全産業で前回から2ポイント上昇の▲35となった。大企業で横ばいとなる一方、中小企業で2ポイント上昇した。同DIのマイナス幅は依然として大幅で、人手不足感の極めて強い状況が続いているものの、不足感が若干緩和した。

先行きの見通し（全規模全産業）は、設備判断DIが▲4、雇用人員判断DIが▲39とそれぞれ、2ポイント、4ポイントの低下が見込まれている。とりわけ中小企業では、雇用人員判断DIの低下幅が5ポイントと大きい。中小企業では人材確保に対する懸念が強いことが、先行きの人手不足感の高まりという形で表れているものとみられる。



2024年度の設備投資（実績・全規模）は、前年比7.5%増と前回3月調査（8.1%増）からやや下方修正された。

例年、6月調査（実績）では、大企業において下方修正が入ることで、全体として下方修正される傾向がある⁴。

一方、2025年度の設備投資計画（全規模全産業）は、2024年度実績比で6.7%増と前回調査の0.1%増から大きく上方修正された。例年、設備投資計画は計画の策定進捗と前年度実績の下方修正に伴って6月調査で大きく上方修正される傾向があるため、上方修正自体に大きな意味合いはないものの、今回の上方修正幅は6.6%ポイントと例年⁵をやや上回っており、堅調と言える。

深刻化している建設領域での人手不足やコスト高に加え、トランプ関税による収益圧迫懸念と不確実性の高まりは設備投資計画にとって抑制に働いている可能性がある。ただし、人手不足を背景とする省力化や脱炭素、DXの推進など構造的な課題への対処に向けた投資需要が追い風となったと考えられる。トランプ関税についても情勢が極めて流動的であるだけに様子見地合いになっているとみられ、投資計画の取り下げの動きが広がるまでにはまだ至っていないようだ。

⁴ 直近10年間（2014～23年度）における6月調査（実績）での修正幅は平均で▲2.1%ポイント。

⁵ 直近10年間（2015～24年度）における6月調査での修正幅は平均で+6.4%ポイント

2024年度設備投資計画（全規模全産業で前年比7.5%増）は市場予想（QUICK 集計6.8%増、当社予想は7.0%増）を上回る結果だった。また、2025年度設備投資計画（全規模全産業で前年比6.7%増）も市場予想（QUICK 集計4.5%増、当社予想は4.0%増）を上回る結果だった。

2024年度のソフトウェア投資（実績・全規模全産業）は前年比4.2%増（前回は7.4%増）へと下方修正された。例年、6月調査（実績）では下方修正される傾向が強く、今回も同様となった。

一方、2025年度のソフトウェア投資計画（全規模全産業）は前年比12.4%増と前回時点の4.3%増から大きく上方修正された。近年と比べると伸び率の水準はやや低めながら、省力化等に向けてソフトウェア投資を積極的に行う姿勢は維持されている。

（図表12）設備投資計画とソフトウェア投資計画（前年度比・%）

		設備投資計画				ソフトウェア投資計画			
		2024年度 (実績)		2025年度 (計画)		2024年度 (実績)		2025年度 (計画)	
			修正率		修正率		修正率		修正率
大企業	製造業	7.6	-6.1	14.3	3.5	8.5	-5.0	8.2	1.4
	非製造業	7.4	1.2	9.9	9.0	7.6	-0.9	11.4	7.7
	全産業	7.5	-1.2	11.5	6.9	8.0	-2.5	10.2	5.4
中小企業	製造業	9.5	0.5	1.6	1.9	0.3	-16.7	40.2	-6.6
	非製造業	7.0	2.7	-9.0	10.0	-8.5	-1.9	15.1	1.9
	全産業	7.8	2.0	-5.6	7.0	-6.4	-6.3	21.7	-0.8
全規模	製造業	7.3	-3.8	12.4	2.7	7.2	-5.6	13.7	2.1
	非製造業	7.6	1.3	3.6	8.1	2.7	-1.6	11.7	5.8
	全産業	7.5	-0.6	6.7	6.0	4.2	-3.0	12.4	4.5

(注1)設備投資は含む土地投資額（リース会計対応ベース）。
(注2)修正率は前回調査（対象見直し後の新ベース）との対比。

