

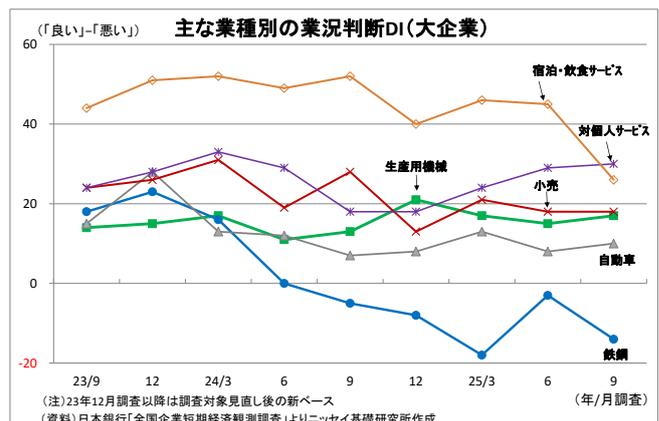
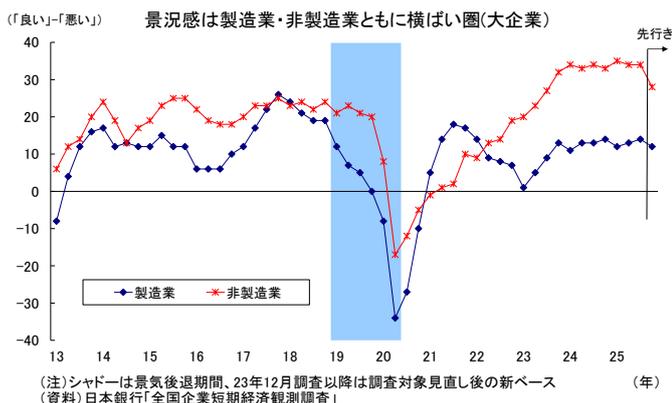
Weekly エコノミスト・ レター

日銀短観(9月調査)

～トランプ関税の影響は依然限定的、利上げ
路線をサポートするも、決め手にはならず

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

- 9月短観では、注目度の高い大企業製造業で景況感がわずかながら改善した。関税を巡る日米合意や堅調な設備投資需要が支援材料になった。一方、非製造業では、物価上昇に伴う消費者マインドの低迷やインバウンドの伸び悩み等を受けて、業況判断DIが横ばいに留まった。
- 先行きの景況感は総じて悪化が示された。高関税の継続や予測困難なトランプ政権の出方に対する警戒感が煽っているとみられる。非製造業では、物価高による消費の減速や各種コストの増加、人手不足への懸念が反映されたとみられ、先行きの景況感が明確に悪化している。
- 2025年度の設備投資計画(全規模)は、前年比8.4%増へと上方修正された。上方修正幅は例年と比べてもやや大きめだ。企業収益が堅調を維持する中で、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けん引したとみられる。また、関税の水準が一旦定まったことで、一部で投資計画を具体化する動きが出た可能性もある。
- 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トランプ関税の影響が限定的に留まったことは、日銀の利上げ継続路線をサポートする内容と言える。しかし、筆者としては、今回の短観は早期利上げの決め手にはならないと見ている。なぜなら、日銀は直近9月MPMの声明文やその後の総裁会見でも、「トランプ関税等の影響を受けて今後の成長ペースは一旦鈍化し、基調的な物価上昇率も伸び悩む」とのシナリオを崩していないためだ。今回の短観は、関税の影響がこれから顕在化してくるといふ日銀の中心的な見方を覆したり、警戒感を払拭したりするものではない。従って、日銀は当面、関税の影響の広がり等についてハードデータも含めて確認することに注力すると予想している。



1. 全体評価：景況感は小動き、設備投資は強め、インフレ期待は高止まり

10月1日に公表された日銀短観9月調査では、注目度の高い大企業製造業の業況判断DIが14と前回6月調査から1ポイント上昇し、わずかながら、景況感の改善が示された。景況感の改善は2四半期連続となる。7月下旬に日米両政府がトランプ関税を巡って合意に至ったことや堅調な設備投資需要が支援材料になった。一方、大企業非製造業では、物価上昇に伴う消費者マインドの低迷やインバウンドの伸び悩み等を受けて、業況判断DIが34と横ばいに留まった。

ちなみに、前回6月調査¹では、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を受けて大企業製造業の景況感が若干改善した一方、非製造業では、物価上昇による消費マインドの低迷を受けて景況感が弱含んでいた。

前回調査後、7月下旬に日米両政府が関税を巡って合意に至り、米国が課していた自動車関税の税率引き下げ（27.5%→15%）と、8月から課すとしていた新しい相互関税の税率引き下げ（25%→15%）が決定された。これによって先行きの不透明感が緩和したほか、3月以前に比べて高税率が続くとはいえ、最悪の事態が回避されたことで、いわゆる「アンカリング効果」²が生まれたことで、大企業製造業の景況感に対してプラスに働いたと考えられる。また、堅調な設備投資需要も支えになったとみられる。

一方、大企業非製造業では、食品を中心とする物価上昇による消費マインドの低迷や人手不足、物流費・人件費等のコスト上昇、インバウンド需要の伸び悩みが、景況感の抑制に働いたとみられる。

中小企業の業況判断DIについては、製造業が前回から横ばいの1、非製造業が1ポイント低下の14となった。大企業同様、製造業・非製造業ともに景況感が小動きに留まった。

一方、先行きの景況感は総じて悪化が示された。製造業では、最悪の事態は回避されたとはいえ、高関税が続くことでその影響の広がり懸念されたうえ、予測困難なトランプ政権の出方に対する警戒感燻っているとみられる。非製造業では、長引く物価高による消費の減速や各種コストの増加、人手不足への懸念が反映されたとみられ、先行きの景況感が明確に悪化している。

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15、当社予想も15）は市場予想をわずかに下回ったが、先行きの景況感（QUICK集計予測値12、当社予想は13）は市場予想と一致した。大企業非製造業については、足元の景況感（QUICK集計33、当社予想は32）は市場予想（QUICK集計29、当社予想は27）は予想を若干下回っている。

2025年度の設備投資計画（全規模全産業）は、前年比8.4%増と前回調査時点の6.7%増から上方修正された。

例年、9月調査では年度計画が固まってくることで、中小企業を中心に投資額が上乘せされる傾

¹ 回収基準日は前回6月調査が6月12日、今回9月調査が9月10日（基準日までに約7割が回答するとされる）。

² 先に提示された数値や情報が無意識に基準となつて、その後の判断や印象に強い影響を与える認知バイアスのこと。

向が強いが、今回の上方修正幅は、例年³と比べてもやや大きめとなっている。引き続き企業収益が堅調を維持する中で、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けん引したとみられる。また、7月に関税の水準が一旦定まったことで、一部で投資計画を具体化する動きが出た可能性もある。

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%（前回から不変）、3年後が2.4%（前回から不変）、5年後が2.4%（前回から0.1%ポイント上昇）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2.8%（前回から0.1%ポイント低下）、3年後が4.3%（前回から不変）、5年後が5.2%（前回比0.1%ポイント上昇）と、中長期的な値上げ意向も維持されている。

現実の物価上昇率が高水準で推移するなか、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。

今回の短観では、製造業景況感が小幅ながら改善し、設備投資計画も堅調を維持したほか、インフレ予想も高止まりしていることが確認された。総じて、トランプ関税の影響は限定的となっており、日銀の利上げ継続路線をサポートする内容と言える。

しかし、筆者としては、今回の短観は早期利上げの決め手にはならないと見ている。なぜなら、日銀は直近9月MPMの声明文やその後の総裁会見でも、「トランプ関税等の影響を受けて今後の成長ペースは一旦鈍化し、基調的な物価上昇率も伸び悩む」とのシナリオを崩していないためだ。今回の短観は9月時点の企業の状況やスタンスにおいて、関税の影響があまり顕在化していないことを示すものであり、関税の影響がこれから顕在化してくるという日銀の中心的な見方を覆したり、警戒感を払拭したりするものではない。

従って、日銀は当面、関税の影響の広がり等についてハードデータも含めて確認することに注力すると予想している。

ただし、物価上昇率が目標（2%）を大きく上回る状況が続いているため、日銀としても、ビハインド・ザ・カーブに陥るリスクや、物価抑制を望む世論の声の高まりを意識せざるを得ない。日銀がにわかにロジックを転換し、早期利上げに踏み切る可能性を完全に排除することもできない。

2. 業況判断DI：足元は横ばい圏、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10（現状比5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14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9業種と下落の5業種を上回った（横ばいが2業種）。

関税が引き下げとなった自動車（2ポイント上昇）のほか、堅調な設備投資需要を受けるはん用機械（4ポイント上昇）、生産用機械（2ポイント上昇）、AI関連需要の追い風を受ける電気機械（5

³ 直近10年間（2015～24年度）における9月調査での修正幅は平均で+1.0%ポイント

ポイント上昇)、価格転嫁が進む窯業・土石（13ポイント改善）などで景況感が改善した。一方で、国際市況悪化に苦しむ鉄鋼（11ポイント下落）、住宅着工減の悪影響を受ける木材・木製品（8ポイント下落）などで下落が目立った。

先行きについては下落が8業種と上昇の5業種を上回り（横ばいが3業種）、全体では2ポイントの下落となった。

トランプ関税が続き、今後さらなる引き上げもあり得ることから、自動車（2ポイント下落）、電気機械（7ポイント下落）、生産用機械（3ポイント下落）、造船・重機（4ポイント下落）など、関税の影響を受けやすい加工業種での下落が目立っている。

大企業非製造業の業況判断DIは前回から横ばいの34となった。業種別では、全12業種中、上昇が6業種と下落の4業種を上回った（横ばいが2業種）。

価格転嫁が進む建設（5ポイント上昇）、設備投資需要が寄与する物品賃貸（4ポイント上昇）、猛暑需要のあった電気・ガス（4ポイント上昇）などで上昇した。一方、物価高による消費マインド低迷やインバウンド需要の鈍化、人手不足を受けたとみられる宿泊・飲食サービス（19ポイント下落）、運輸・郵便（5ポイント下落）、金利上昇が逆風になる不動産（2ポイント下落）などが全体の重石となった。

先行きについては、下落が9業種と上昇の2業種を大きく上回り（横ばいが1業種）、全体では6ポイントの下落となった。

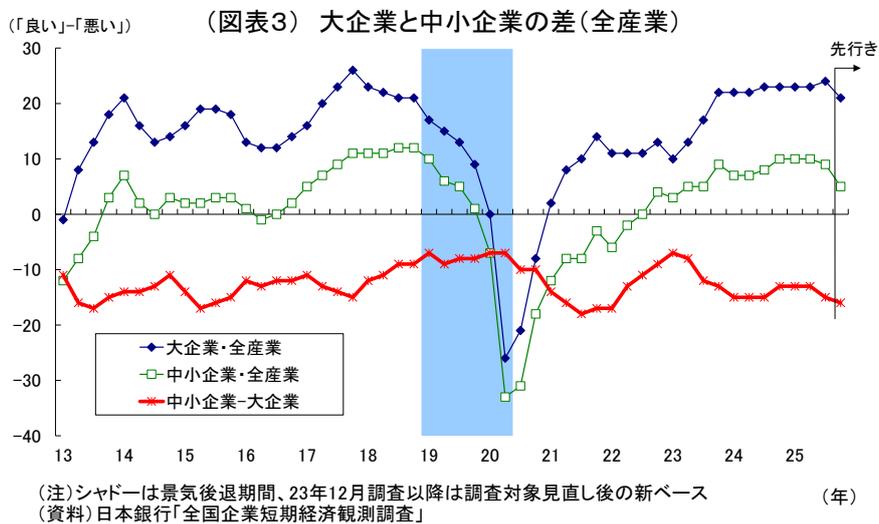
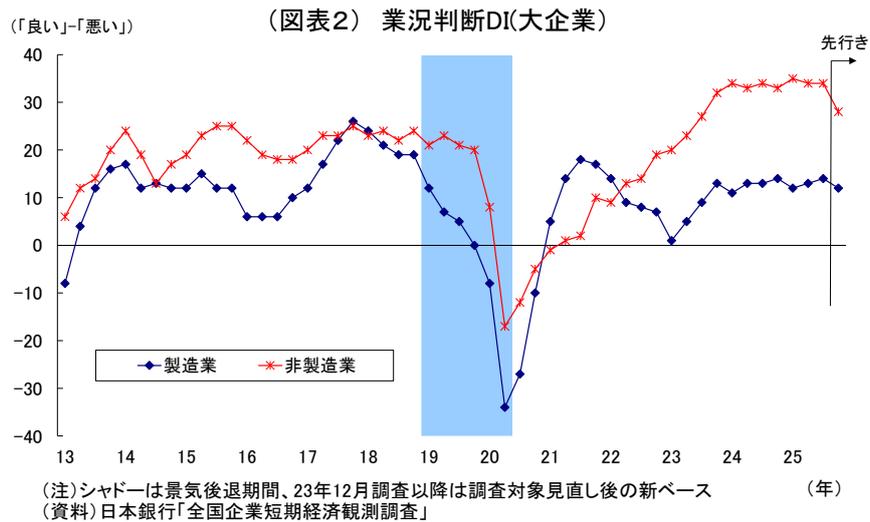
長引く物価高による消費減速懸念が燃える対個人サービス（3ポイント下落）、卸売（12ポイント下落）や、人手不足感の強い建設（10ポイント下落）、運輸・郵便（3ポイント下落）などで下落がみられる。

（図表1）業況判断DI

（「良い」-「悪い」・%ポイント）

		2025年6月調査		2025年9月調査			
		最近	先行き	最近	先行き		変化幅
					変化幅	変化幅	
大企業	製造業	13	12	14	1	12	-2
	非製造業	34	27	34	0	28	-6
	全産業	23	20	24	1	21	-3
中堅企業	製造業	10	6	12	2	8	-4
	非製造業	25	17	24	-1	18	-6
	全産業	19	12	19	0	14	-5
中小企業	製造業	1	-2	1	0	-1	-2
	非製造業	15	9	14	-1	10	-4
	全産業	10	5	9	-1	5	-4

（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。



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1ポイント低下の38、非製造業は4ポイント低下の41とそれぞれ上昇圧力がやや弱まった形になった。最近の輸入物価が落ち着いた推移を示していることが影響したとみられる。

また、販売価格判断DIは製造業では1ポイント低下の24、非製造業では6ポイント低下の28となった。

製造業では仕入価格判断DIの低下幅と販売価格判断DIの低下幅が同等となったため、差し引きであるマージン(採算)は前回から変わっていない。一方、非製造業では、仕入価格判断DIの低下幅よりも販売価格判断DIの低下幅が大きかったため、マージンは悪化を示している。

仕入価格判断DIの3ヵ月後の先行きは大企業製造業で1ポイント上昇、非製造業で5ポイント上昇とそれぞれ上昇が見込まれている。販売価格判断DIの3ヵ月後の先行きは、製造業で1ポイントの上昇、非製造業で4ポイントの上昇が見込まれていることから、非製造業ではマージンが若干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20~30%ポイント台(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

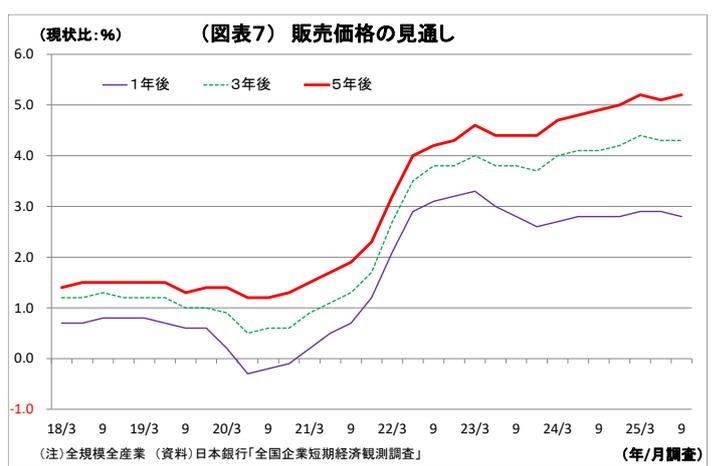
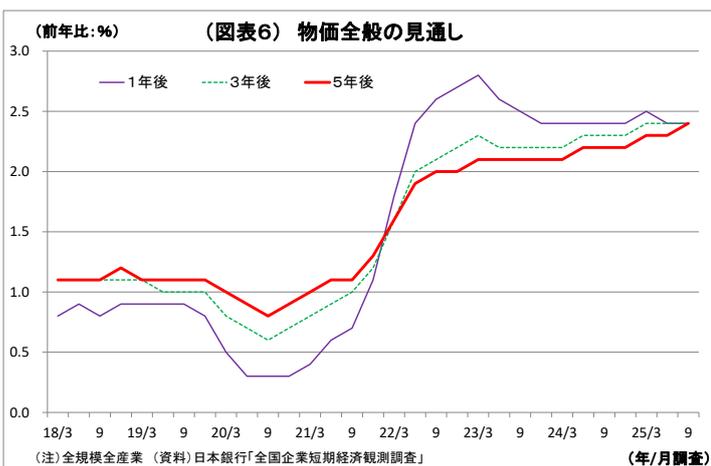
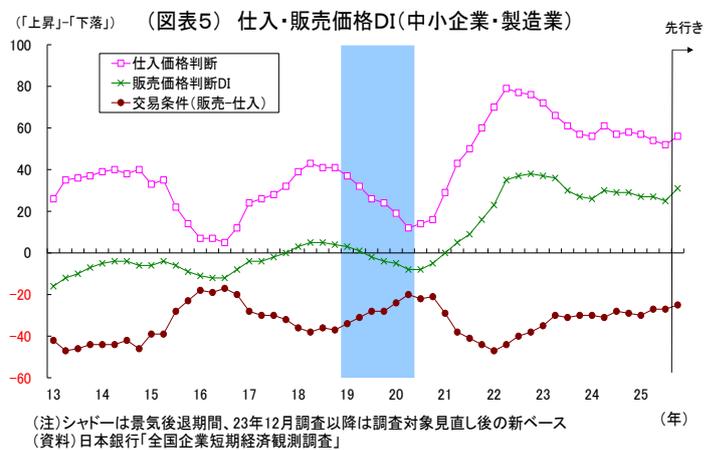
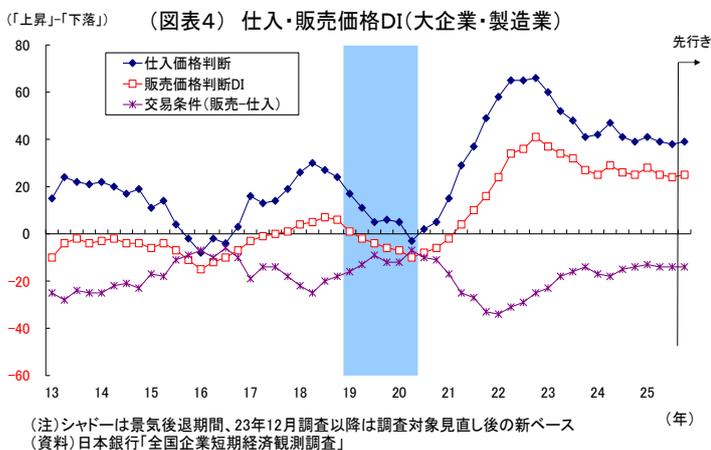
している。

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 6 ポイントの上昇、非製造業で 5 ポイントの上昇が見込まれている。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%（前回から不変）、3 年後が 2.4%（前回から不変）、5 年後が 2.4%（前回から 0.1%ポイント上昇）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 2.8%（前回から 0.1%ポイント低下）、3 年後が 4.3%（前回から不変）、5 年後が 5.2%（前年比 0.1%ポイント上昇）と、中長期的な値上げ意向も維持されている。

現実の物価上昇率が高水準で推移するなか、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。



4. 売上・利益計画：2025 年度の利益計画はやや慎重

2025 年度収益計画（全規模全産業）は、売上高が前年比 1.7% 増（前回は 1.4% 増）、経常利益が同 4.8 減（前回は 5.7% 減）となった。

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、上方修正が続く傾向が強い。

今回も同様のパターンとなり、上期業績の上振れを受けて、もともとの保守的ぎみであった想定をやや上方修正する動きが出たと考えられる。

ただし、例年の9月調査と比べると今回の上方修正幅は小幅に留まっており、加工業種（前年比11.6%減、前回比0.8%pt減）の下方修正が主因となっている。対米関税の高止まりが決まったことを受けて、自動車等で先行きの収益減を織り込む動きが強まったと推測される。

なお、2025年度の想定ドル円レート（全規模・全産業ベース）は145.68円（上期145.94円、下期145.41円）と、前回の145.72円からわずかに円高方向に修正されている。前回調査以降に円相場はやや円安に振れており、上期平均レートが147円台半ばにあることを考えると、円安方向への修正が入ってもおかしくなかった。先行きの不透明感が強いなか、前提をやや保守的に置いたままにしている輸出企業が存在するためとみられる。

（図表8） 売上高計画 (前年度比・%)

		2024年度 (実績)	2025年度 (計画)		上期	下期
			修正率			
大企業	製造業	3.0	1.5	-0.2	1.1	1.8
	国内	2.3	1.9	-0.3	1.6	2.2
	輸出	4.4	0.6	0.1	0.3	1.0
	非製造業	3.9	1.7	-0.2	2.0	1.4
	全産業	3.5	1.6	-0.2	1.6	1.6
中堅企業	製造業	3.5	1.9	0.6	2.0	1.8
	非製造業	4.2	3.6	1.0	3.8	3.5
	全産業	4.0	3.2	0.9	3.3	3.0
中小企業	製造業	3.8	1.4	1.0	2.5	0.5
	非製造業	4.0	0.2	0.5	1.5	-1.1
	全産業	4.0	0.4	0.6	1.7	-0.8
全規模	製造業	3.3	1.5	0.2	1.6	1.5
	非製造業	4.0	1.7	0.3	2.3	1.2
	全産業	3.8	1.7	0.3	2.1	1.3

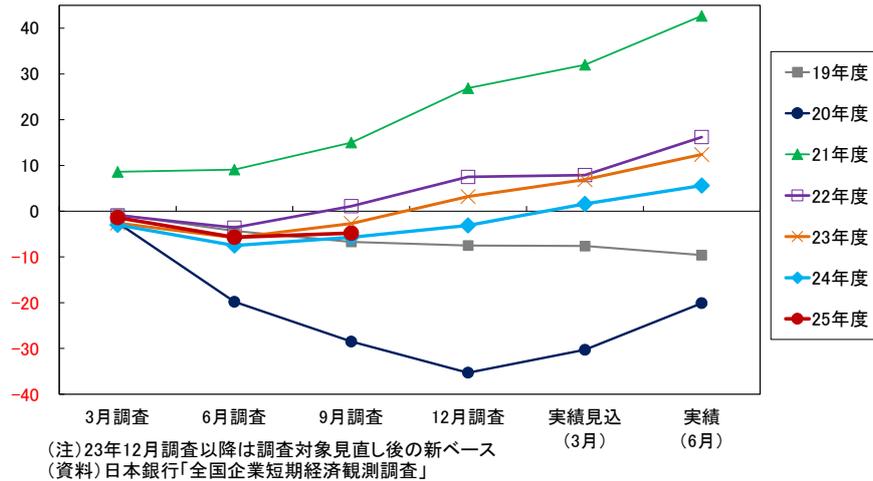
(注) 修正率は前回調査(対象見直し後の新ベース)との対比。

（図表9） 経常利益計画 (前年度比・%)

		2024年度 (実績)	2025年度 (計画)		上期	下期
			修正率			
大企業	製造業	6.0	-8.6	-0.2	-7.9	-9.3
	素材業種	0.8	0.8	2.0	-6.6	8.6
	加工業種	7.8	-11.6	-0.9	-8.3	-14.9
	非製造業	2.4	-0.7	0.6	2.4	-4.3
	全産業	4.2	-4.7	0.3	-2.6	-6.9
中堅企業	製造業	4.2	-7.7	1.2	-6.9	-8.3
	非製造業	9.0	0.9	3.9	5.7	-2.9
	全産業	7.5	-1.7	3.1	1.8	-4.5
中小企業	製造業	6.3	-5.1	3.1	-1.3	-8.4
	非製造業	11.1	-9.6	1.2	-2.0	-15.4
	全産業	9.9	-8.5	1.7	-1.8	-13.9
全規模	製造業	5.8	-8.1	0.3	-7.2	-9.0
	非製造業	5.5	-2.3	1.4	2.1	-6.8
	全産業	5.6	-4.8	0.9	-1.9	-7.8

(注) 修正率は前回調査(対象見直し後の新ベース)との対比。

(対前年比、%) (図表10) 経常利益計画(全規模・全産業)



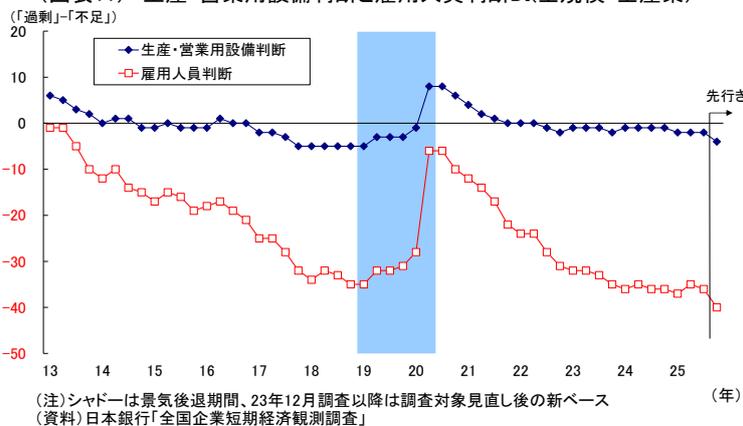
5. 設備・雇用：設備投資計画は強めの動き、人手不足感は若干強まる

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。設備の需給は非製造業を中心に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1ポイント低下の▲36となった。大企業では横ばいに留まったが、中小企業で2ポイント低下した。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。

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▲40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4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。

(図表11) 生産・営業用設備判断と雇用人員判断DI(全規模・全産業)



2025年度の設備投資計画（全規模全産業）は、前年比8.4%増と前回調査時点の6.7%増から上方修正された。

例年、9月調査では年度計画が固まってくることで、中小企業を中心に投資額が上乘せされる傾

向が強いが、今回の上方修正幅は、例年⁴と比べてもやや大きめだ。引き続き企業収益が堅調を維持する中で、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けん引したとみられる。また、7月に関税の水準が一旦定まったことで、一部で投資計画を具体化する動きが出た可能性もある。

2025年度設備投資計画（全規模全産業で前年比8.4%増）は市場予想（QUICK集計7.3%増、当社予想は7.2%増）を上回る結果だった。

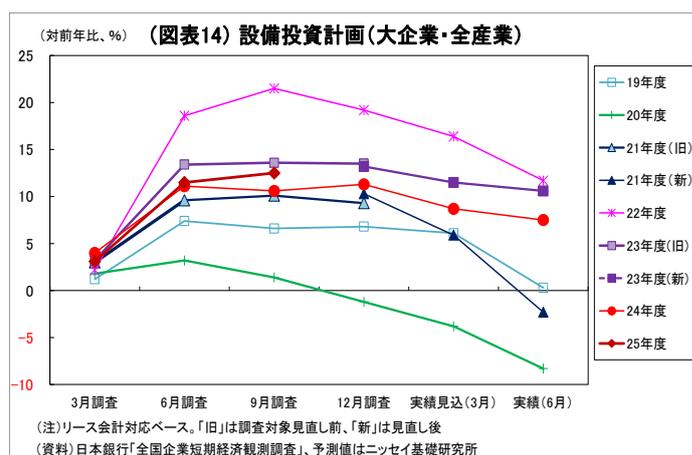
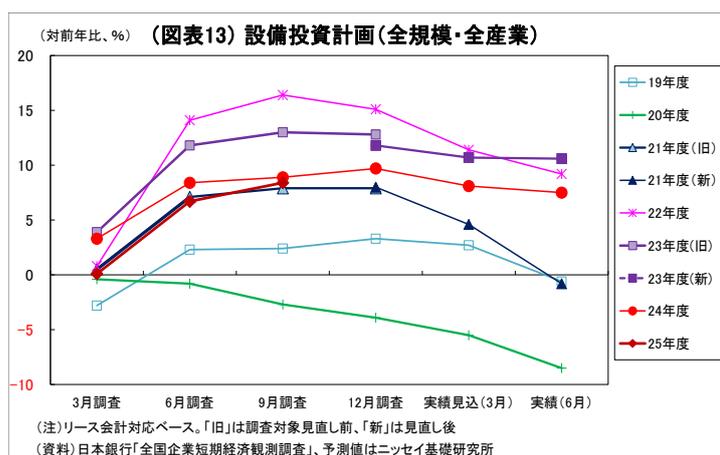
2025年度のソフトウェア投資計画（全規模全産業）は前年比12.9%増と前回時点の12.4%増から小幅に上方修正された。中小企業を中心に省力化等に向けてソフトウェア投資を積極的に進める姿勢が維持されている。

（図表12）設備投資計画とソフトウェア投資計画（前年度比・%）

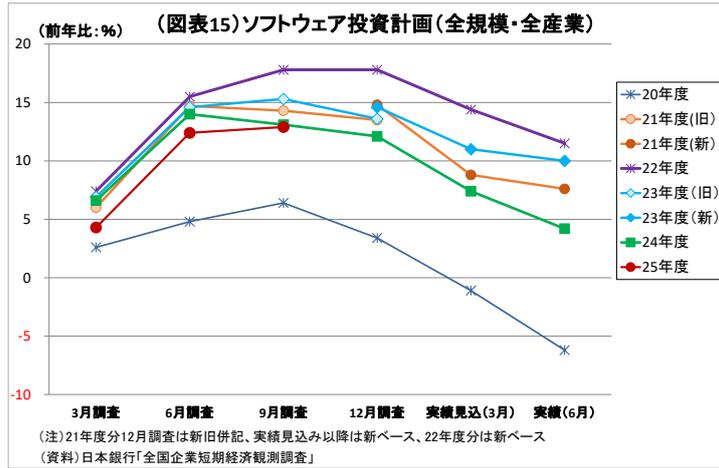
		設備投資計画			ソフトウェア投資計画		
		2024年度 (実績)	2025年度 (計画)	修正率	2024年度 (実績)	2025年度 (計画)	修正率
大企業	製造業	7.6	16.3	1.7	8.5	10.1	1.7
	非製造業	7.4	10.4	0.4	7.6	11.1	-0.3
	全産業	7.5	12.5	0.9	8.0	10.7	0.4
中小企業	製造業	9.5	3.4	1.8	0.3	42.8	1.9
	非製造業	7.0	-4.9	4.4	-8.5	22.9	6.8
	全産業	7.8	-2.3	3.5	-6.4	28.1	5.3
全規模	製造業	7.3	13.9	1.3	7.2	14.5	0.7
	非製造業	7.6	5.3	1.7	2.7	12.0	0.3
	全産業	7.5	8.4	1.5	4.2	12.9	0.4

（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。



⁴ 直近10年間（2015～24年度）における9月調査での修正幅は平均で+1.0%ポイント



本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と完全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。