

Economic Trends

発表日：2025年12月5日(金)

2025年12月調査の日銀短観予測 ～追加利上げを占う最重要指標～

第一生命経済研究所 経済調査部

首席エコノミスト 熊野 英生 (Tel:03-5221-5223)

12月15日に発表される日銀短観では、大企業・製造業の業況判断DIが+1ポイント改善する見通しである。日銀は12月18・19日の次回金融政策決定会合で追加利上げに踏み切る可能性があるため、この短観の結果はそれを判断する最重要指標になるとみられる。想定為替レートと資金繰り判断・貸出態度判断DIも、利上げの正当性を訴える材料になると考えられる。

業況判断DIが焦点

12月の短観調査が12月15日に発表される。この短観は、その数日後に控える日銀の金融政策決定会合の結果を左右する最重要指標となる。筆者は、大企業・製造業が前回比+1ポイントの業況判断DIの改善になると予想する(図表1、2)。ロイター短観の製造業でも11月調査は大きくリバウンドしている。そうした背景には、トランプ関税の恐怖感が一服して、同時に半導体関連セクターの業績改善が進んでいることが考えられる。財務省「法人企業統計」では、製造業・経常利益の7-9月データが前期比+5.9%と増加していた。これは主に一般機械関連の収益増によるものだ。企業決算の半期データでも、AI需要に関連した半導体関連の決算は意外に良かった。自動車でも、

トランプ関税導入後でも北米で健闘しているメーカーがあると報じられる。確かに、トランプ関税は重石にはなっているものの、最も厳しかった時期は4-6月に通過している。そうした山場を越えて、製造業はいくらか持ち直しが進んでいる。また、そうした変化を反映して景気動向指数CIでも、4月をボトムにして7-9月にかけて上向きに変化している

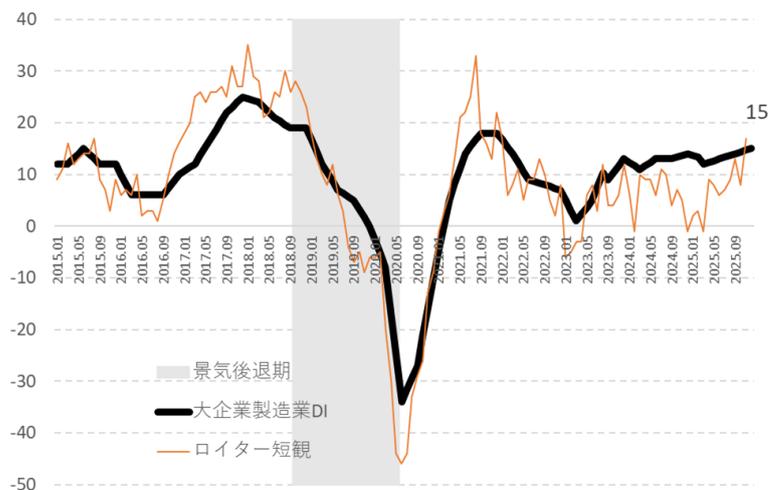
(図表3)。トランプ関税導入後の限界的な変化は、徐々に改善へと向かっている。米国では、11月中旬からクリスマス商戦が始まって、そこで

(図表1) 日銀短観の予測値(2025年12月調査)

		業況判断DI			
		大企業		中小企業	
		製造業	非製造業	製造業	非製造業
2022年	3月調査	14	9	▲4	▲6
	6月調査	9	13	▲4	▲1
	9月調査	8	14	▲4	2
	12月調査	7	19	▲2	6
2023年	3月調査	1	20	▲6	8
	6月調査	5	23	▲5	11
	9月調査	9	27	▲5	12
	12月調査	12	30	1	14
2024年	3月調査	11	34	▲1	13
	6月調査	13	33	▲1	12
	9月調査	13	34	0	14
	12月調査	14	33	1	16
2025年	3月調査	12	35	2	16
	6月調査	13	34	1	15
	9月調査	14	34	1	14
	12月調査	15	33	2	14
	先行き	13	28	0	10

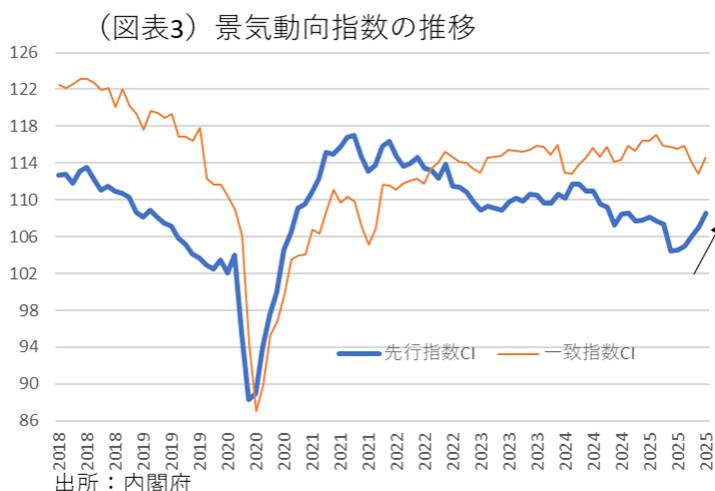
出所:実績は日本銀行 予測値は第一生命経済研究所。

(図表2) 大企業・製造業の業況判断DIの推移



出所：日本銀行、ロイター通信

既往の利下げ効果が表れることが期待されている。まだ製造業の生産活動などは一進一退の流れを脱していないが、企業マインドだけで評価すればいくらか改善方向にある。



心配な訪日外国人の行方

短観では、非製造業の業況判断DIが堅調に推移してきた。直近、大企業・非製造業の業況判断DIは、2025年3月の35→6月34→9月34であった。それが、2025年12月の業況判断DIでは▲1ポイントの33へ若干悪化すると予想する。理由は、日中間での外交摩擦である。今、中国、香港からの訪日消費が減少する懸念が強まっている。この問題が表面化したのは11月上旬である。まだ12月初の時点で、訪日中国人の実績に大きな落ち込みは表れていないが、観光関連の事業者の予約などはキャンセルされて、マインド面では悪影響が出始めていてもおかしくはない。そこで、12月調査の予測では、前回比▲1ポイントの悪化を予想している。

日銀が意識する円安傾向

短観調査項目には、企業の想定為替レートがある。2025年9月調査では、大企業・製造業の2025年度想定為替レートは1ドル=145.68円（下期145.41円）であった。現状のドル円レートが155円だとすると、この水準は企業の想定レートより10円前後も円安になっている。財務省も、現在の円安が行きすぎているとアナウンスしているので、日銀も過剰な円安を是正するために12月19日（決定会合2日目）に、追加利上げを決めて、円安対策に動いても何の違和感もない。そのとき、12月調査の想定為替レートが9月調査と同様に145円前後であるのならば、「現状の円安は行きすぎている」という評価が成り立つ。つまり、利上げの根拠として、この短観結果が植田総裁の判断材料になる可能性が高い。

高市政権に対する申し開き

現状、植田総裁は、高市首相の経済政策との間で特別の配慮を求められている。政府と日銀の政策目標が一致しているのは、過剰なる円安トレンドの修正についてである。しかし、高市首相は金融緩和の環境自体は維持してほしいと願っている。従って、植田総裁はたとえ追加利上げをしたとしても、緩和的な状況に変わりがないことを訴えるつもりであろう。短観の中の資金繰りDIと金融機関の貸出態度DIは、今まで2024年3月、7月、2025年1月と日銀が金融緩和路線の修正を徐々に行って

きても、ほとんど変化はなかった。仮に、日銀が高市首相に対して申し開きをするのならば、きっと「中小企業などが実感する金融緩和環境は不変です」と訴えるであろう。

設備投資の強さを確認

日銀が景気拡大のトレンドに自信を持っている根拠は、設備投資需要が依然として堅調なことにあ
る。各種指標の中で、日銀短観の設備投資は強すぎると言われることがある。それでも、筆者はGDP
統計の名目設備投資の前年比も同様に強いので、かけ離れた動きではないと感じている。

2025年12月調査における大企業の2025年度設備投資計画は、製造業が前年比14.3%、非製造業が
前年比10.6%とともに2桁の伸び率になると見込んでいる(図表4)。これは、引き続き非常に強い
勢いだとみることができそうだ。

中小企業についても、2025年度計画の製造業・前年比が5.2%、非製造業・前年比が▲2.5%になる
と予想している。中小企業・非製造業は12月調査の時点ではマイナスであるが、今後の3月調査、5
月調査(実績)ではプラスに転化することが十分に視野に入っている。こうした設備投資の勢いは、
たとえ日銀が+0.25%程度の利上げをしたとしても揺るぎはしないであろう。そうした腰の強さも、
日銀が円安是正を主眼にして追加利上げをするときの自信につながるだろう。

(図表4) 設備投資計画の推移

年度	大企業・		中小企業・		前年比%
	大企業・	大企業・	中小企業・	中小企業・	
2018	7.0	7.4	17.2	▲4.4	
2019	4.3	▲2.0	▲1.2	0.5	
2020	▲8.8	▲8.1	▲12.4	▲6.3	
2021	▲0.5	▲3.3	6.8	5.9	
2022	6.5	14.8	17.2	▲3.0	
2023	11.1	10.4	▲9.1	20.8	
2024	7.6	7.4	9.5	7.0	
2025	14.3	9.9	1.6	▲9.0	6月計画
	↓	↓	↓	↓	
2025	16.3	10.4	3.4	▲4.9	9月計画
	↓	↓	↓	↓	
2025	14.3	10.6	5.2	▲2.8	12月予測

出所:実績は日本銀行 予測値は第一生命経済研究所。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。