2025. 7. 1

【日銀短観（25 年 6 月）】

低調な中小の利益計画、価格転嫁停滞の可能性も

～輸出価格引き下げなどによるコストカット圧力の兆候か～

経済調査部　エコノミスト
吉川　裕也

ポイント

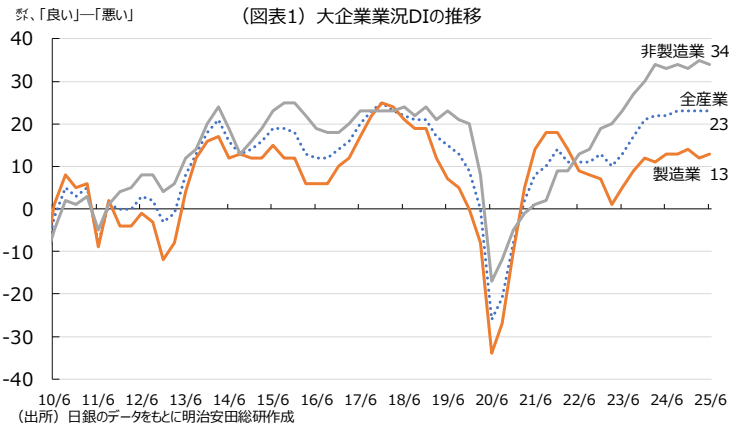
- **製造業の業況、海外需給判断ともに横ばい圏の動き、乗用車の輸出価格引き下げなどが一定の成果**
- **中小企業の経常利益計画が大幅下方修正に。大企業によるコストカット圧力により、価格転嫁要請が却下されている可能性も**
- **日銀タカ派が注視する加重平均 DI が上昇傾向、需給ギャップ過小推計の議論がより活発に**
- **業況感は底堅く、企業のインフレマインドも確認された。設備投資計画は堅調であり、利上げによる資金繰り悪化もみられない。総じて日銀の追加利上げを後押しする内容**

1．製造業の業況、海外需給判断ともに横ばい圏の動き

日銀短観 6 月調査で、大企業製造業の業況 DI は前回比＋1 ﾎﾟｲﾝﾄの＋13 ﾎﾟｲﾝﾄとなり、先行き DI は＋12 ﾎﾟｲﾝﾄと小幅悪化にとどまった（図表 1）。

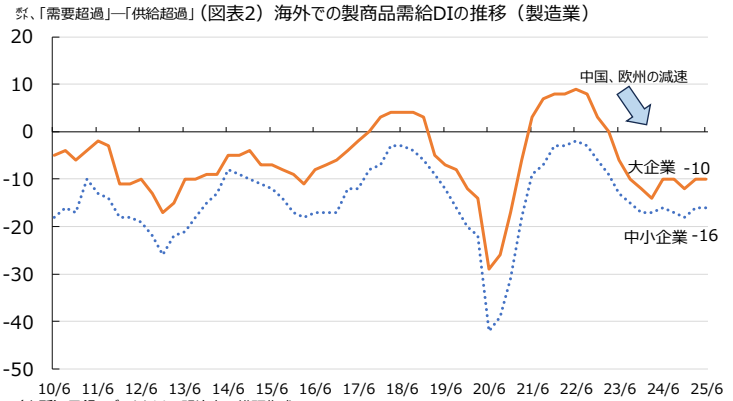
4 月初旬に公表された米国による高率の相互関税や中国向け関税のエスカレートは世界を震撼させたものの、トランプ米大統領の態度は次第に軟化し、5 月 12 日には互いに掛け合った関税を一時的に引き下げる米中合意が成立した。もっとも、同大統領の自動車や自動車部品をはじめとする分野別関税へのこだわりは強く、日米交渉の進捗ははかばかしくない。対北米の 5 月乗用車輸出価格指数が前年同月比▲18.9%（契約通貨ベース）になるなど、現地での販売価格上昇を回避しようとする輸出企業の取組みは、海外での製商品需給 DI の悪化を食い止める（図表 2）など、一定の成果を上げているが、中小企業の経常利益計画が大幅な下方修正（後

（図表1）大企業業況DIの推移



（出所）日銀のデータをもとに明治安田総研作成

（図表2）海外での製商品需給DIの推移（製造業）



（出所）日銀のデータをもとに明治安田総研作成

述）になるなど、大企業のコストカット意識の高まりにより中小企業にしわ寄せが行く兆候が見て取れる。

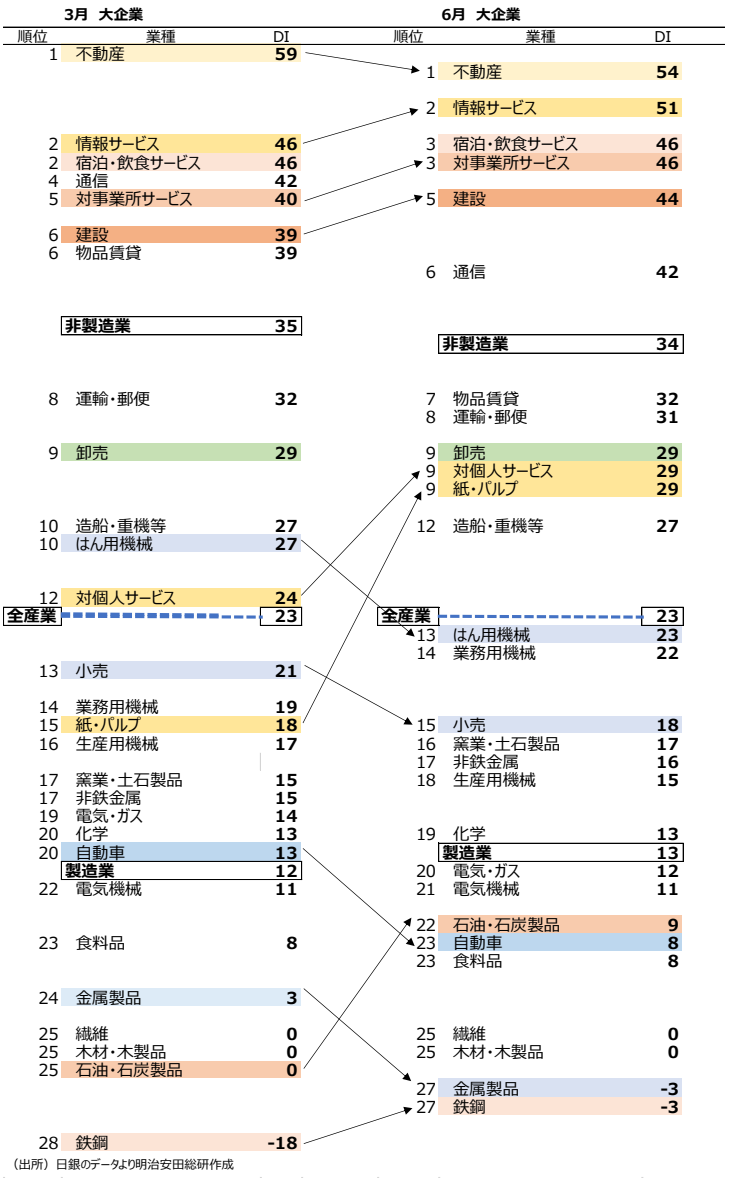
2．製造業で米関税の反映はじまる、非製造業では卸売に警戒

大企業の業況を業種別にみる（図表 3）。まず製造業であるが、米通商政策の影響などで自動車が悪化し、自動車部品を含むはん用機械や金属製品も軟調である。

一方、中東の地政学リスクを受けた原油先物価格上昇などで石油・石炭製品が改善したほか、製品の値上げなどで紙・パルプも改善している。また、メタルスプレッド（鋼材価格―鉄スクラップ価格）の拡大や、大きく悪化した 3 月からの反動といった要因などにより、鉄鋼はマイナス幅を大幅に縮小させた。この 3 業種の改善により、自動車や関連業種の悪化が相殺された恰好となった。

非製造業は引き続き堅調である。価格上昇や受注増加に支えられ、不動産や建設が好調であり、利上げの悪影響は感じられない。企業の活発な DX 投資等により情報サービスと対事業所サービスが堅調を保っているほか、インバウンド需要を反映して宿泊・飲食サービスも好調である。また、緩やかなサービス価格上昇を反映し、対個人サービスが改善している。

（図表3）大企業業況DIの変遷

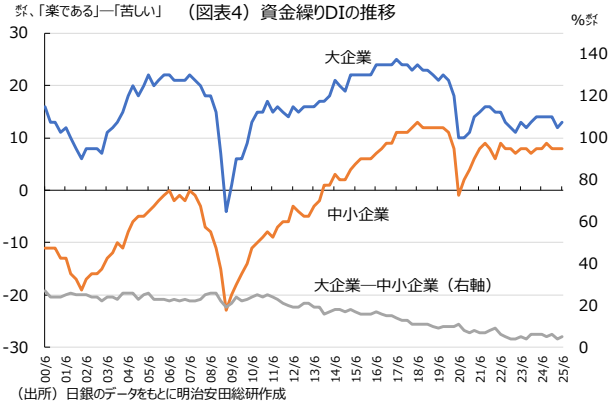


（出所）日銀のデータより明治安田総研作成

一方、小売の悪化は、物価高の長期化を受けた消費者の節約志向を反映している可能性があろう。卸売では、3 月調査先行き（＋19 ポイント）と 6 月実績（＋29 ポイント）の差が大きい。米関税政策と報復関税の連鎖による世界的な商取引の停滞を見込み、悲観的な想定をしていた卸売が横ばいにとどまったところに米通商政策への過度な警戒感の緩和が見て取れる。

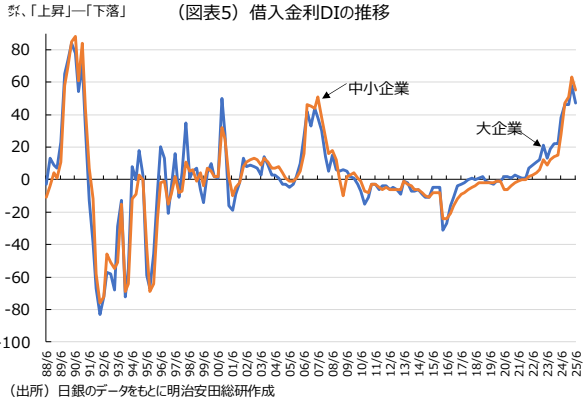
3．利上げは資金繰りに影響していない

（図表4）資金繰りDIの推移



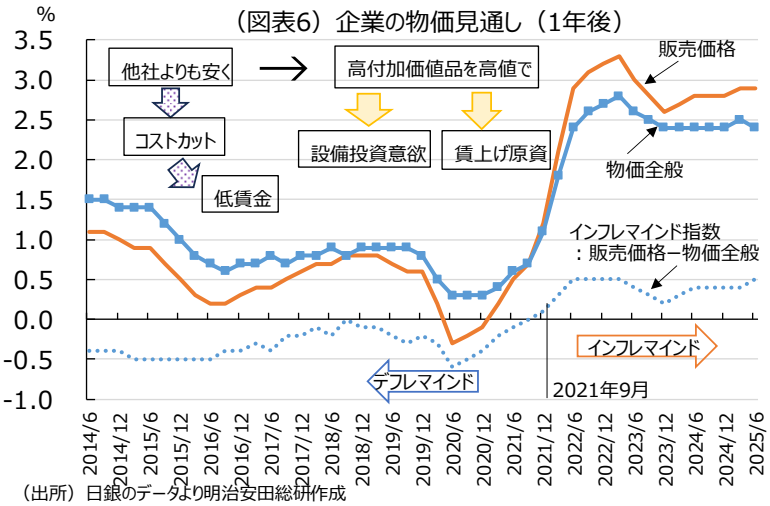
（出所）日銀のデータをもとに明治安田総研作成

（図表5）借入金利DIの推移



（出所）日銀のデータをもとに明治安田総研作成

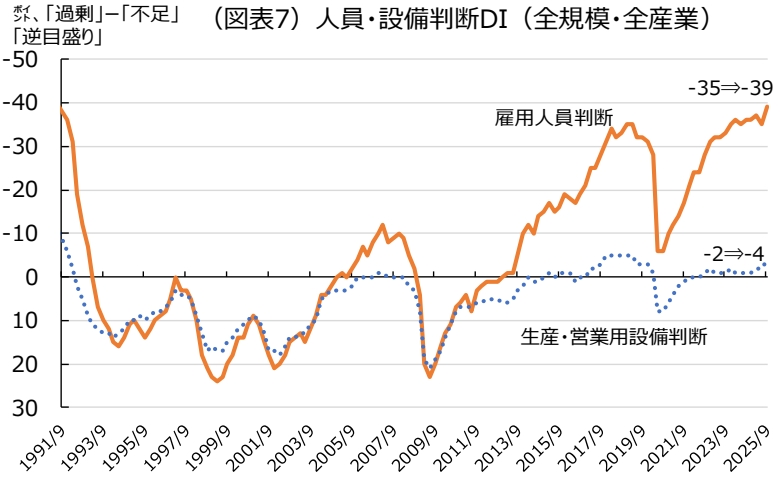
日銀の利上げにもかかわらず、資金繰り DI は大企業、中小企業ともに悪化していない（図表 4）。借入金利 DI は前回の利上げ局面時の水準まで上昇しているものの（図表 5）、借り入れへの依存度が低下していることもあって、資金繰りへの影響は限定的であり、日銀の追加利上げにとって大きな障害にはならないとみられる。



（出所）日銀のデータより明治安田総研作成

4．インフレマインド継続、企業の値上げ意向の強さがインフレ圧力に

企業の物価見通しに目を向けると、販売価格から物価全般を引いたインフレマインド指数は 0.5 とプラス圏での推移が続いている（図表 6）。2021 年 9 月以降プラス圏であり、販売価格を物価全般よりも引き上げていこうという企業のアニマルスピリットが継続している様子が見て取れる。インフレマインドは設備投資意欲につながるほか、賃上げ原資獲得にも寄与するため、好循環定着を図る尺度になるとみられる。



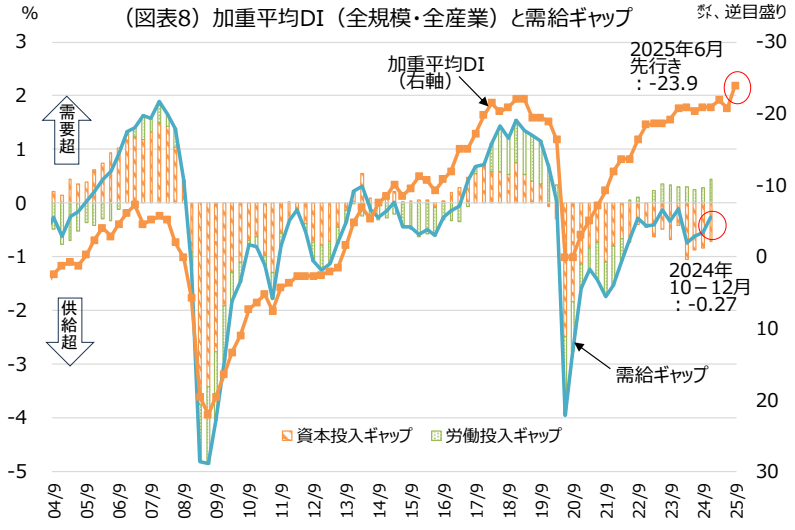
（出所）日銀のデータより明治安田総研作成、右端の数字は（6月実績⇒先行き）

5．タカ派が注視する加重平均 DI は上昇傾向、需給ギャップは過小推計か

雇用人員判断 DI（「過剰」―「不足」）は低下傾向が続く一方、生産・営業用設備判断 DI は横ばい推移となっている（図表 7）。

生産・営業用設備の不足感がないのは需要が少ないからではなく、人手不足により設備を稼働できないからである、との解釈が可能であり、追加利上げに前向きな田村日銀審議委員の講演（2 月 6 日）などでも言及されている。

よって、マイナス推移が続く日銀算出の需給ギャップは過小推計の可能性が高く、実態はプラスではないか、という主張が日銀内にもある。雇用人員判断 DI に労働分配率をかけて、生産・営業用設備判断 DI に資本分配率をかけた加重平均 DI は 3 月調査の▲21.8 ﾎﾟｲﾝﾄから 6 月調査では▲20.7 ﾎﾟｲﾝﾄに上昇したものの、6 月調査先行きでは▲23.8 ﾎﾟｲﾝﾄへと悪化した。需給ギャップとの乖離は拡大傾向にある（図表 8）。需給ギャップの過小推計論が後押しされ、追加利上げに向けた議論が進む可能性もあろう。



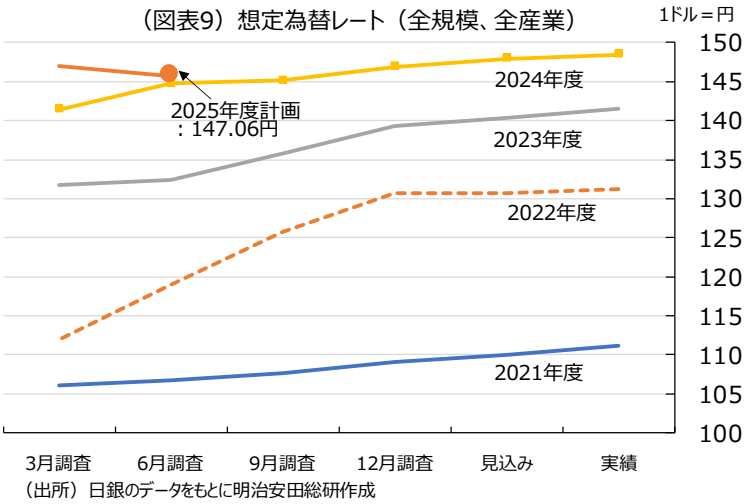
（出所）日銀のデータをもとに明治安田総研作成

６．中小企業の収益見通しが低調

企業の収益状況は下方修正されている。想定為替レートが円高方向に修正され（図表 9）、2025 年度の大企業経常利益見通しがマイナス幅を拡大させた（図表 10）。もっとも、6 月調査は保守的な計画となる傾向が強く、下方修正幅は例年並みといえる。

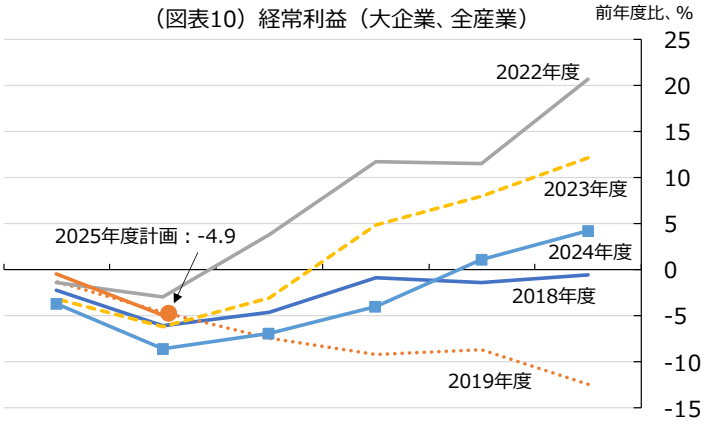
一方、中小企業の 2025 年度の経常利益見通しは例年以上の下方修正であり（図表 11）、前年度比▲10.0％と低調である。米関税政策を巡る不透明感や食料品を中心とする物価高などの悪影響は中小企業に色濃く出ている。また、大企業からのコストカット圧力にさらされている可能性もあろう。中小製造業の販売価格判断 DI は＋27 ﾎﾟｲﾝﾄと、3 月調査から横ばいであるが、3 月調査先行きが＋37 ﾎﾟｲﾝﾄと高水準だったため、価格転嫁要請を却下されている可能性が高いとみられる。今後の中小企業の収益環境については注視が必要となろう。

（図表9）想定為替レート（全規模、全産業）



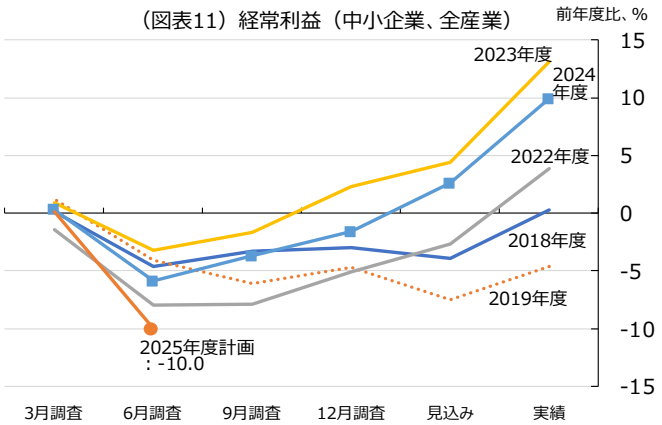
（出所）日銀のデータをもとに明治安田総研作成

（図表10）経常利益（大企業、全産業）



（出所）日銀のデータをもとに明治安田総研作成

（図表11）経常利益（中小企業、全産業）



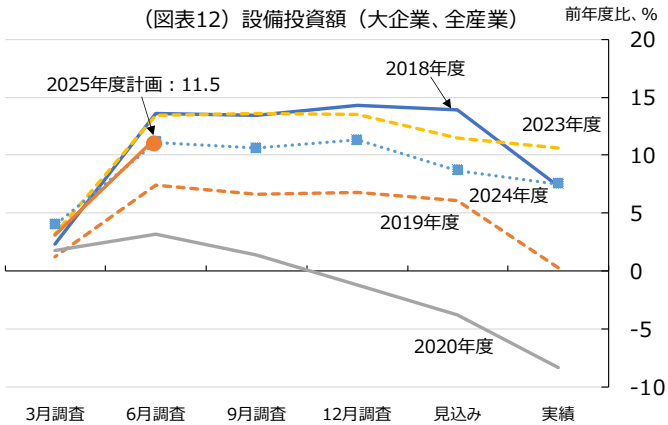
（出所）日銀のデータをもとに明治安田総研作成

７．設備投資意欲は例年並み

大企業の 2024 年度設備投資は前年度比＋7.5％で着地した（図表 12）。2025 年度計画は同＋11.5％と、3 月調査（同＋3.1％）から上方修正されており、こちらは概ね例年通りの動きといえよう。

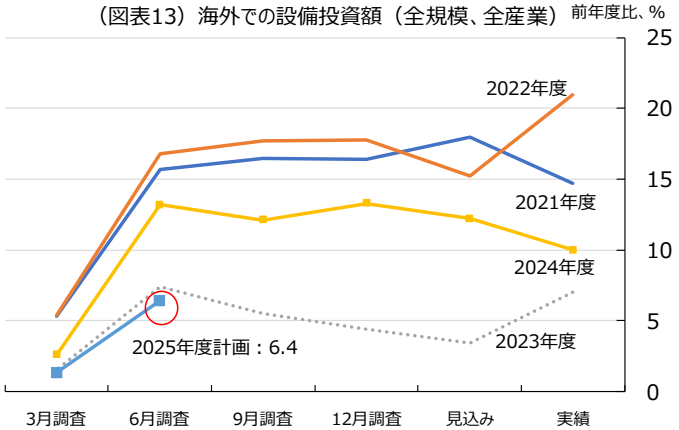
2025 年度の海外設備投資計画は同＋6.4％と、こちらも 3 月調査（同＋1.3％）から上方修正された（図表 13）。

（図表12）設備投資額（大企業、全産業）



（出所）日銀のデータをもとに明治安田総研作成

（図表13）海外での設備投資額（全規模、全産業）

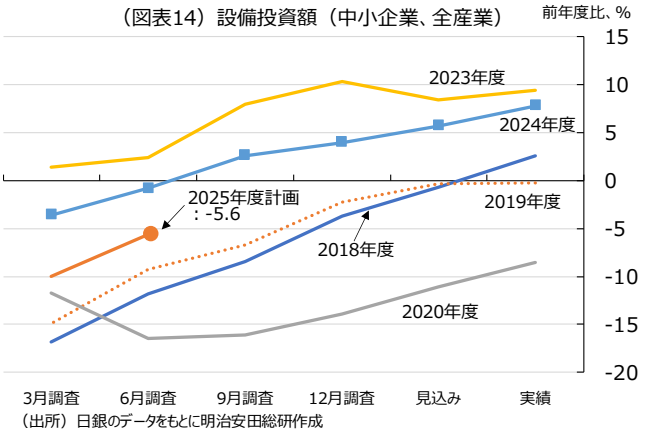


（出所）日銀のデータをもとに明治安田総研作成

米関税政策への懸念や中東の地政学リスクなど、海外情勢の不透明感は根強いものの、一定の海外投資意欲が確認された。

中小企業の 2025 年の設備投資計画も上方修正となった（図表 14）。ソフトウェア投資計画が同＋21.7%と好調であり、人手不足に起因する省力化投資等が引き続き活発である。

（図表14）設備投資額（中小企業、全産業）



（出所）日銀のデータをもとに明治安田総研作成

８．日銀の追加利上げを後押しする内容

6 月調査の業況感は底堅く、需要の高まりによるインフレ圧力と企業のインフレマインドが確認された。設備投資計画も底堅い。中小企業に不安要素はあるものの、企業収益は安定しており、利上げによる資金繰り悪化もみられない。総じて日銀の追加利上げを後押しする内容である。

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください
明治安田総合研究所 エコノミスト 吉川　裕也
電話番号：03-6261-7947
e-mail：yu-kikkawa@myri.co.jp

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●発行元●株式会社明治安田総合研究所　〒102-0073 東京都千代田区九段北3－2－11　TEL03-6261-6411