

3月調査日銀短観：結果の見た目は良好だが、トランプ関税の影響が含まれていない可能性に注意

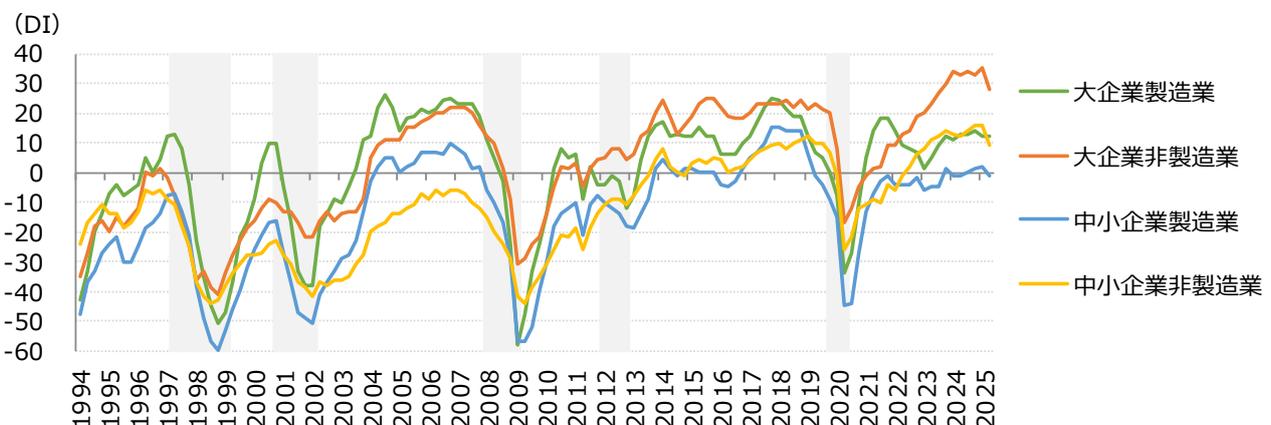
要約

- 3月調査の日銀短観では、大企業製造業の業況判断DIが12（市場予想：12）、大企業非製造業の業況判断DIが35（市場予想：33）と概ね予想通りの結果となった。ただし、景況感は順調に見えるものの、トランプ関税の影響が含まれていない可能性には注意が必要だろう。
- 短観調査で実体経済を捉える重要な判断項目を見ると、特に、①雇用人員判断は人手不足による順調な給与の伸びを示唆し、②海外での製商品需給判断は輸出が概ね横ばいになることを示唆し、③販売価格判断と仕入価格判断は価格転嫁が中小企業で着実に進展するとの見込みといった状況が示された。
- 企業の2025年度の計画は、設備投資と経常利益の見込みは3月調査としては順調に見える。ただし、業況判断DIと同様にトランプ関税の影響が含まれていない可能性には注意を要する。
- 全体として、今回の短観調査も概ね日銀の景気見通しに沿った内容と見られるが、トランプ関税の影響が含まれていない可能性を踏まえれば、過大評価の可能性には注意が必要だろう。4月2日～3日からはトランプ政権による自動車関税と相互関税が発動される見込みであり、その影響の見極めには時間が必要となる。日本の政局が不安定になる可能性も踏まえて、弊社では次回の日銀の利上げは早くとも7月、日銀がより慎重になれば9月もしくは10月と予想している。

業況判断DIは順調な景気拡大を示唆したものの、トランプ関税の影響が含まれていない可能性に注意

3月調査の日銀短観（調査期間：2月26日～3月31日）は大企業製造業の業況判断DIが12（市場予想：12）、大企業非製造業の業況判断DIが35（市場予想：33）と概ね予想どおりの結果となった。業況判断DIは景気の転換期を敏感にとらえる特性があることを踏まえると、先行きには慎重な見方をしているものの、少なくとも現状では順調に景気は拡大しているとの認識が示唆されている（図表1）。

図表1：景気の順調な拡大を示唆する業況判断DI



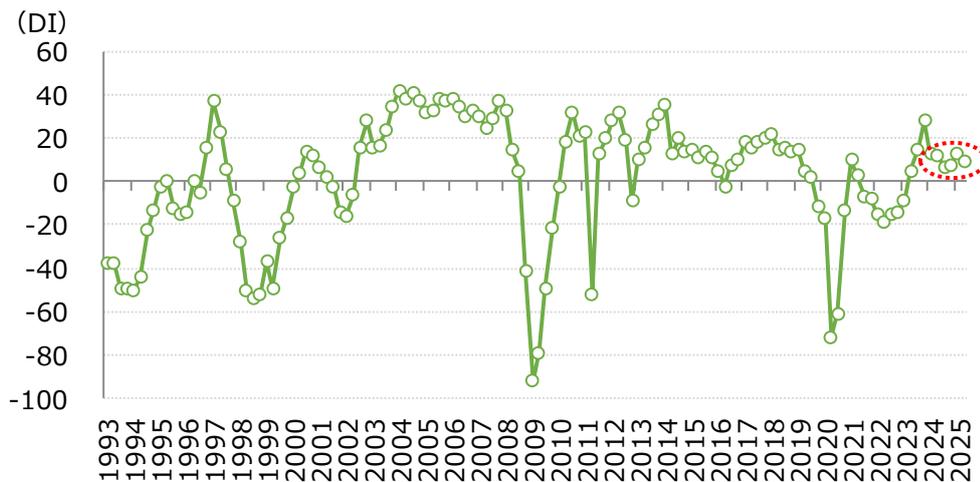
備考：図の最新値は3月調査での6月見込み
 出所：日本銀行、内閣府、りそなホールディングス

◎注意事項

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様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

ただし、業種別で業況判断 DI の詳細を見ると、今回の短観調査ではトランプ関税の影響が回答に加味されていない可能性には注意が必要に見える。上述の通り、短観は凡そ1か月間を調査期間としているものの、多くの企業が早めに回答をすることが知られている。トランプ大統領による25%の自動車に対する輸入関税の公表が3月終盤であったことを踏まえると、今回の回答にはその影響が含まれていない可能性がある。実際に、大企業製造業で自動車の業況判断 DI を見ると（図表2）、今回は13と前回の8から改善となっており、先行きについては9への低下が見込まれているものの、概ね景況感が横ばいとなることが見込まれている。25%もの大幅な関税が賦課される中では楽観に過ぎる印象であり、トランプ関税の影響が加味されていれば、実際には業況判断 DI がそれほど良くなかった可能性がありそうだ。

図表2：楽観に過ぎるように見える大企業の自動車産業の業況判断 DI


備考：図の最新値は3月調査での6月見込み

出所：日本銀行、りそなホールディングス

業況判断の他にも実体経済を示唆する重要 DI

日銀短観調査では、景気の全体感を示す業況判断 DI 以外でも、実体経済の動向をうまく捉えている重要な判断 DI があり、短期的な景気の推移を見ていく上でも参考になる（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、企業が肌で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。また、同 DI は基本給と概ね連動しており、深刻な人手不足によって労働市場でいわゆる売り手市場が続いており、賃金の伸びが順調に推移することが示唆されている。

第二に、製造業の輸出動向を見ていくうえで、海外での製商品需給判断 DI が挙げられる。足元で同 DI はほぼ横ばいとなっており、海外での需要が底打ちをしつつもやや低迷していることが示唆されている。同 DI は実質輸出との連動性が観察され、財輸出も概ね横ばいに留まることが示唆されている。輸送機械を中心として、日本の主要産業は海外現地生産が進展しており、輸出だけで必ずしも企業業績を評価できないものの、国内生産への影響という観点から輸出は依然として重要な需要項目である。

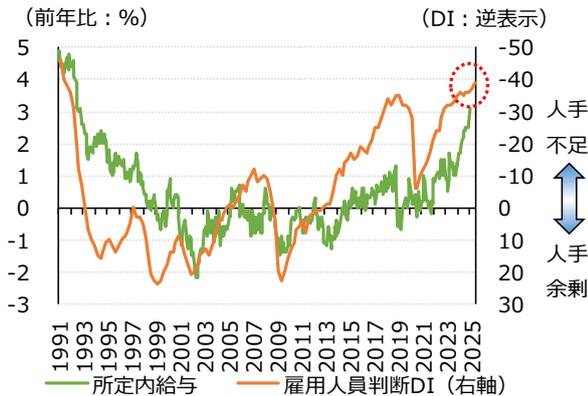
第三に、販売価格判断 DI と仕入価格判断 DI が挙げられる。それぞれに独立した判断項目ではあるものの、統計を加工した分析方法として、販売価格判断 DI から仕入価格判断 DI を引くことで、企業の価格転嫁動向を見ることができる。これを見ると、足元では大企業はやや足踏み気味であるものの、中小企業では着実に価格転嫁が進展する見込みであることが示唆されている。

◎注意事項

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様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

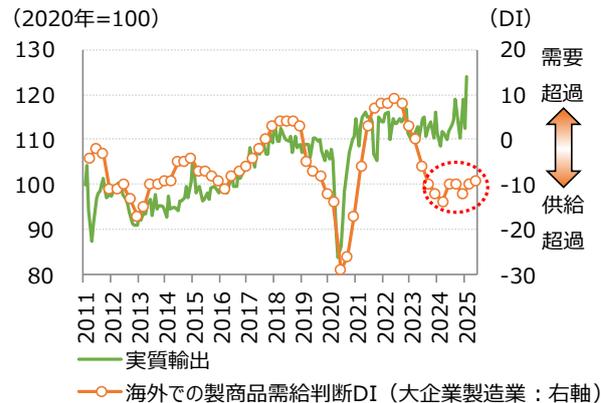
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

図表 3：人手不足による賃金増加



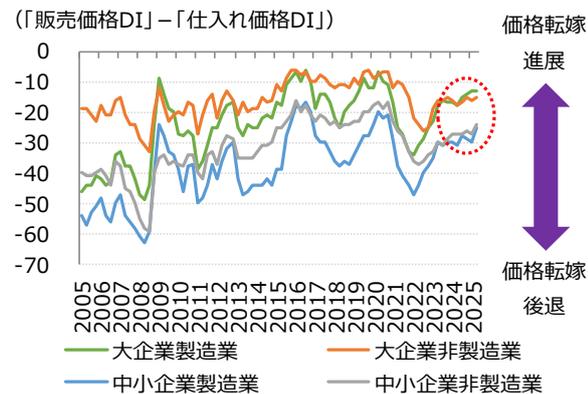
備考：図の最新値は3月調査での6月見込み
 出所：厚生労働省、日本銀行、りそなホールディングス

図表 4：輸出は当面横ばい程度か



備考：図の最新値は3月調査での6月見込み
 出所：日本銀行、りそなホールディングス

図表 5：価格転嫁は中小企業で着実進展



備考：図の最新値は3月調査での6月見込み
 出所：日本銀行、りそなホールディングス

年度当初として2025年の計画は順調に見えるものの、やはりトランプ関税の影響には注意が必要

また、日銀短観調査では、年度計画として種々の調査を実施しているが、中でも当面の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）。毎年3月調査では、次年度（今回では2025年度）の計画の公表が開始される。

2025年度の設備投資計画は0.1%でスタートした。統計的な特徴として、3月調査は保守的な見通しが示される傾向がある。この点を考慮してコロナ禍後の毎年度3月調査時点で計画を比較すると、今回の結果は年度当初としても保守的となっている。他方、2025年度の経常利益計画は-1.4%でスタートした。設備投資と同様に、3月調査では保守的な見通しが示されるとの統計的な特徴があり、利益計画は順調と見て良いだろう。しかし、業況判断DIと同様に、今回の計画にはトランプ関税の影響が加味されていない可能性もあり楽観はできないように見える。

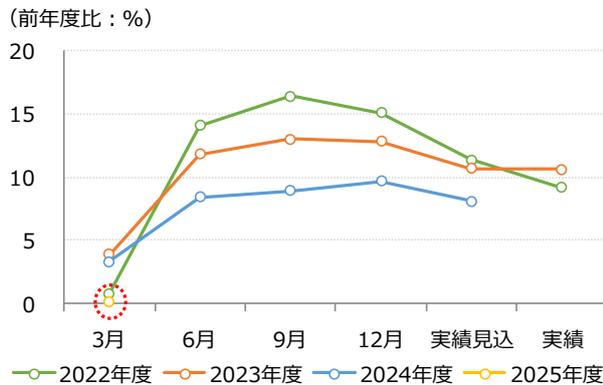
また、事業計画の前提となる想定為替レートは、ドル円で147.06円とされ、市場の為替レートに比較すると円高水準となっており慎重な計画が維持されている。ただし、日本銀行（利上げ方向）と米FRB（利下げ方向）で金融政策の方向性が逆を向いていること、トランプ政権の不透明さが市場でのリスク回避を強める可能性があることを踏まえれば、市場での変動が大きくなり為替が企業業績に与える影響にも依然として警戒が必要だろう。

◎注意事項

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様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

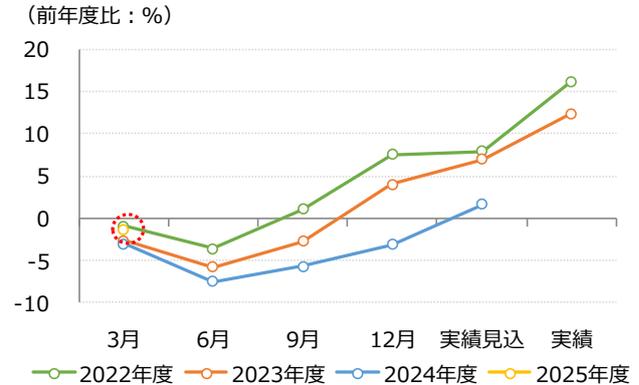
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

図表 6 : 2025 年度の設備投資計画は慎重



出所：日本銀行、りそなホールディングス

図表 7 : 2025 年度経常利益計画は順調



出所：日本銀行、りそなホールディングス

図表 8 : 市場実勢よりもやや円高を見込む想定為替



備考：市場実勢値は 3 月 31 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

企業の物価見通しはインフレ予想の高止まりを示唆

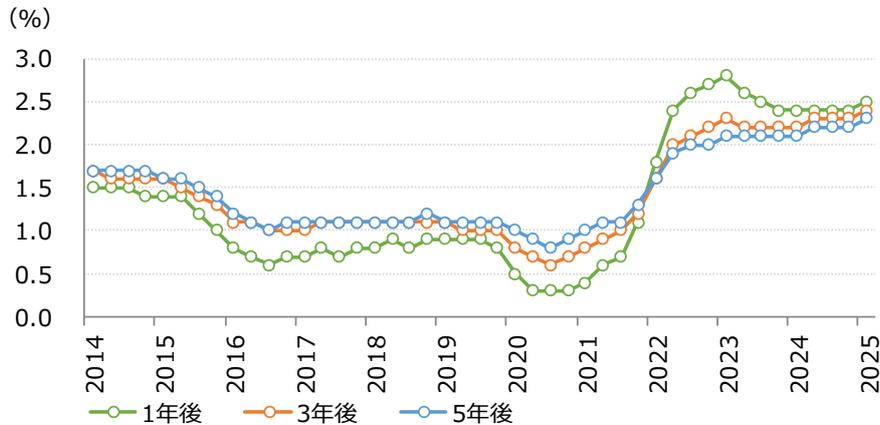
企業の物価見通しでは、消費者物価インフレ率を想定して質問される物価全般の見通しは、1 年後、3 年後、5 年後で前回調査から小幅に上昇となり、総じて企業の予想インフレが高止まりしていることが示唆されている（図表 9）。この調査のデータ開始が 2014 年 3 月以降で、日銀が量的・質的金融緩和（QQE）を行った以前の動向が確認できないことから、大規模金融緩和が企業の予想インフレに対してどの程度の影響を持ったのかは観察できない。しかし、少なくとも QQE を行った以降は企業の中長期的なインフレ予想が高止まりしていることは、インフレ率の上昇によって価値が目減りする現預金での資産保有から脱却させる要因となり、長い目で見れば景気には好影響となる。

◎注意事項

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様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

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

日銀は次回利上げの判断については慎重になることを弊社では予想

日銀は政策金利正常化へ向けた判断基準としている賃金と物価の好循環という観点を重視している。今回の短観の内容は、人手不足によって順調な賃金の伸びが当面は維持される、企業の価格転嫁が中小企業を中心として着実に進展している、企業のインフレ期待が維持されているといった内容を示した。こうした結果は、景気が日銀の想定通り（いわゆる「オントラック」）であることを示唆している。しかし、業況判断 DI は企業の計画項目がトランプ関税の影響を加味していない可能性もあり、4月2日～3日から発動予定である自動車関税と相互関税は、実体経済への影響を評価するにはある程度の時間が必要だろう。また、足元の石破政権の支持率の低迷を踏まえれば、7月20日に予定されている参議院選挙を経て、日本の政治が不安定化する可能性も否定できない。これらの影響を鑑み、弊社では日銀の次回の利上げは早くとも7月と見ており、判断に時間がかかる場合には9月もしくは10月になると予想している。

◎注意事項

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様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。