2025. 4. 2

【日銀短観（25 年 3 月）】

嵐の前の静けさのなか、強まる利上げへの誘惑

～次回調査確認後では動けない可能性、製造業はマイナス方向へ～

経済調査部　エコノミスト
吉川　裕也

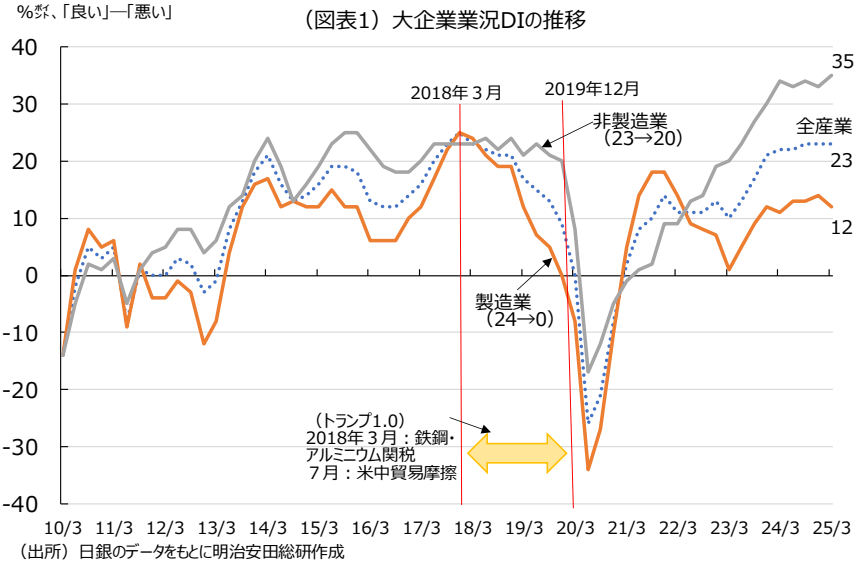
ポイント

- **大企業製造業の業況は米関税政策の消化が不十分であり、9 月調査までにはマイナス転落の可能性。企業のインフレマインドは継続。物価全般よりも値上げする意向であり、インフレ圧力に**
- **日銀タカ派が注視する加重平均 DI が上昇しており、需給ギャップ過小推計の議論がより活発に**
- **中小の資金繰り DI は業種間でばらつきが大きく、苦戦している業種への目配りも必要に**
- **設備投資と収益動向は安定しているが、海外投資の 2025 年計画が低調な出だしになるなど、不安要素も。6 月調査は相応の悪化が見込まれることから、調査発表前かつ参議院選挙前の 6 月会合で追加利上げに動かないと、機会を逸する可能性も**

1．製造業の業況は大幅悪化へ、9 月調査にはマイナスの可能性も

日銀短観 3 月調査で、大企業製造業の業況 DI は前回比▲2 ﾎﾟｲﾝﾄの 12%ﾎﾟｲﾝﾄとなった。先行き DI は 12%ﾎﾟｲﾝﾄで変わらずであるが、米関税政策の消化が不十分である可能性が高い。3 月調査の調査期間は 2 月 26 日～3 月 31 日であり、3 月初旬の中国への追加関税と 12 日発動の鉄鋼・アルミニウム関税は大方考慮されているものの、関税政策の本丸ともいうべき自動車関税と相互関税は 3 月下旬に現実味を帯びてきた事象のため、製造業の先行き DI は相当割り引いて評価する必要がある。

（図表1）大企業業況DIの推移

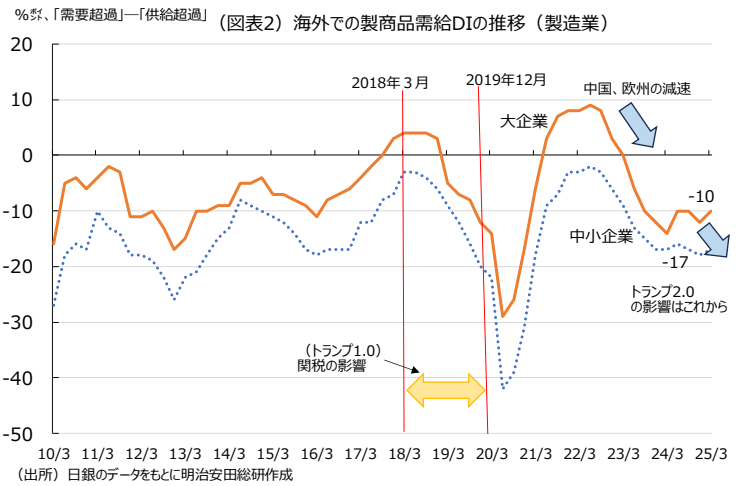


（出所）日銀のデータをもとに明治安田総研作成

トランプ第一次政権時（以下トランプ 1.0）において、関税賦課が本格化した 2018 年 3 月調査から 2019 年 12 月調査にかけて、大企業製造業の業況 DI は 20 ﾎﾟｲﾝﾄ程度低下した（図表 1）。今回の関税は日本も直接標的になるもようであり、中国・欧州向けの減速ですでに海外需給が脆弱（図表 2）な製造業に大きな打撃を与えよう。次回調査以降、少なくともトランプ 1.0 時と同程度の業況悪化が想定され、9 月以降現状判断 DI はマイナス圏に踏み込む可能性もあろうう。6 月調査の発表

（7 月 1 日）前の 6 月会合で動かない場合、日銀は追加利上げの機会を失うリスクがある。

一方、足もと堅調な大企業非製造業の業況 DI については、トランプ 1.0 での動向からみて関税の影響は限定的とみられる。今後、内需中心の非製造業と外需中心の製造業における業況格差は拡大しよう。



（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

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、国内生産の持ち直しにより自動車が改善し、非鉄金属や自動車部品を含むはん用機械も堅調である。この 3 業種の先行きはいずれも悪化方向ながら、低下余地はかなり大きいとみる。米関税の影響を受ける鉄鋼の業況が 2 桁のマイナス圏に突入しているが、自動車等の加工業種も後を追う可能性が高い。電気機械は底堅いが、半導体への関税が打ち出される可能性もあり、先行き安泰とは言い切れない。

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。先行きが悪化傾向なのは人手不足などの供給制約により受注が捌けないことへの懸念を反映しているとみられる。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、小売の改善は価格転嫁の進展によるとみる。

卸売の先行きが大幅に悪化したことは、非製造業における唯一の懸念材料である。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反映し始めた可能性があり、注視が必要である。

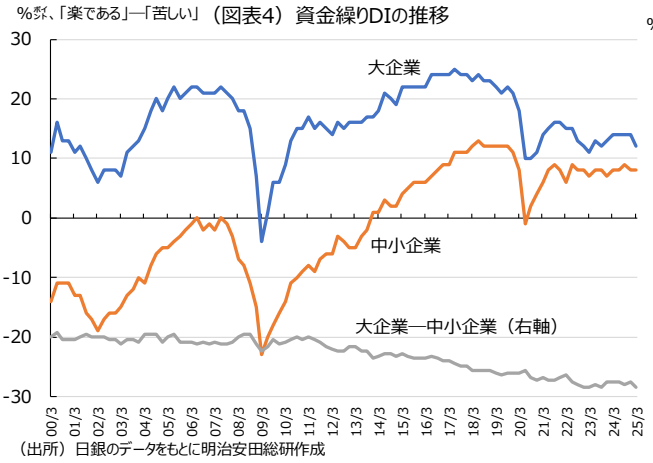
（図表3）大企業業況DIの変遷

12月 大企業 順位	業種	DI	3月 大企業 順位	業種	DI	6月（先行き）大企業 順位	業種	DI
1	不動産	57	1	不動産	59	1	不動産	48
2	情報サービス	53	2	情報サービス	46	2	情報サービス	47
			2	宿泊・飲食サービス	46			
			4	通信	42			
3	対事業所サービス	40	5	対事業所サービス	40	3	対事業所サービス	40
3	宿泊・飲食サービス	40						
			6	建設	39			
5	通信	38	6	物品賃貸	39			
						4	通信	37
						5	宿泊・飲食サービス	36
	非製造業	33		非製造業	35			
6	建設	33						
6	運輸・郵便	33						
8	物品賃貸	32	8	運輸・郵便	32	6	物品賃貸	32
						7	建設	29
							非製造業	28
9	はん用機械	29	9	卸売	29			
9	卸売	29						
			10	はん用機械	27			
			10	造船・重機等	27	8	造船・重機等	27
						9	運輸・郵便	26
						9	対個人サービス	26
11	紙・パルプ	25						
			12	対個人サービス	24			
全産業		23	全産業		23			
12	繊維	23						
13	窯業・土石製品	22						
13	業務用機械	22						
15	化学	21						
15	生産用機械	21						
			13	小売	21			
						全産業		20
			14	業務用機械	19	11	はん用機械	19
						11	業務用機械	19
						11	卸売	19
17	造船・重機等	18	15	紙・パルプ	18	14	紙・パルプ	18
17	対個人サービス	18				14	窯業・土石製品	18
19	石油・石炭製品	17	16	生産用機械	17	16	小売	17
20	電気・ガス	16				17	生産用機械	16
			17	窯業・土石製品	15	18	繊維	15
	製造業	14	17	非鉄金属	15	18	化学	15
21	小売	13	19	電気・ガス	14	20	電気機械	14
			20	化学	13			
			20	自動車	13			
				製造業	12		製造業	12
22	非鉄金属	12	22	電気機械	11			
23	食料品	10						
			23	食料品	8	21	自動車	9
24	電気機械	8				22	食料品	8
24	自動車	8				22	電気・ガス	8
26	金属製品	6				24	非鉄金属	6
			24	金属製品	3			
			25	繊維	0			
			25	木材・木製品	0			
			25	石油・石炭製品	0	25	石油・石炭製品	0
						26	金属製品	-6
27	木材・木製品	-7				27	木材・木製品	-7
28	鉄鋼	-8						
			28	鉄鋼	-18	28	鉄鋼	-17

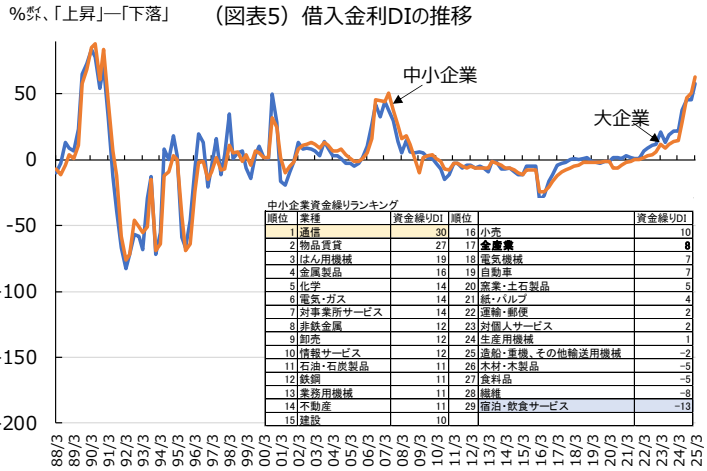
（出所）日銀のデータより明治安田総研作成

3．利上げは資金繰りに影響していない

資金繰り DI は大企業、中小企業ともに悪化はみられない（図表 4）。日銀の利上げによって借入金利 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障害にはならないとみられる。もっとも、中小企業は業種間の資金繰り DI にばらつきが大きいことには留意が必要である。



（出所）日銀のデータをもとに明治安田総研作成

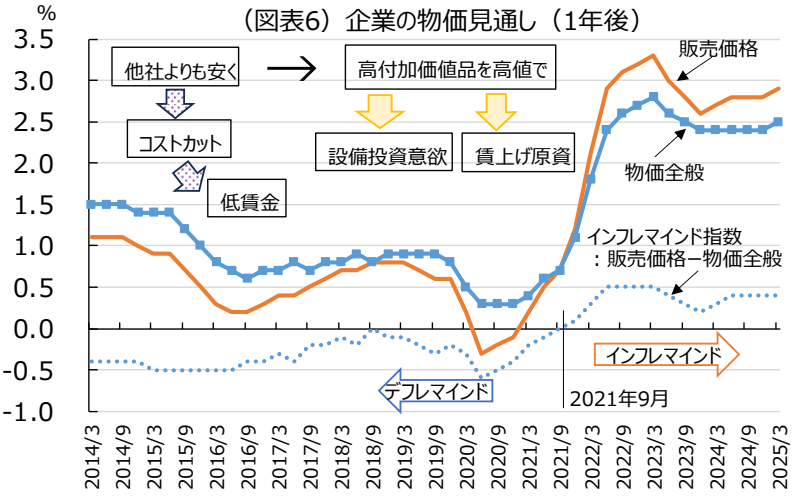


順位	業種	資金繰りDI	順位		資金繰りDI
1	通信	30	16	小売	10
2	物品賃貸	27	17	**全産業**	**8**
3	はん用機械	19	18	電気機械	7
4	金属製品	16	19	自動車	7
5	化学	14	20	窯業・土石製品	5
6	電気・ガス	14	21	紙・パルプ	4
7	対事業所サービス	14	22	運輸・郵便	2
8	非鉄金属	12	23	対個人サービス	2
9	卸売	12	24	生産用機械	1
10	情報サービス	12	25	造船・重機、その他輸送用機械	-2
11	石油・石炭製品	11	26	木材・木製品	-5
12	鉄鋼	11	27	食料品	-5
13	業務用機械	11	28	繊維	-8
14	不動産	11	29	宿泊・飲食サービス	-13
15	建設	10			

（出所）日銀のデータをもとに明治安田総研作成

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 0.4 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なるため、好循環定着を図る尺度になるとみられる。

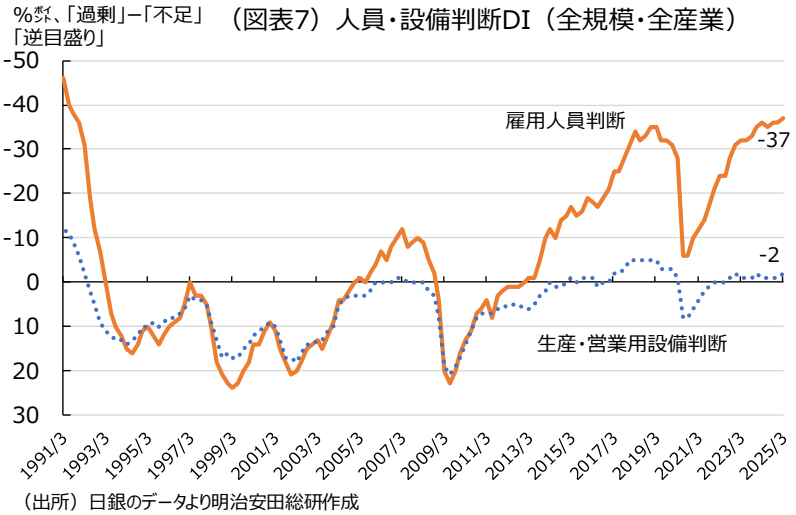


（出所）日銀のデータより明治安田総研作成

５．タカ派が注視する加重平均 DI は上昇、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）。

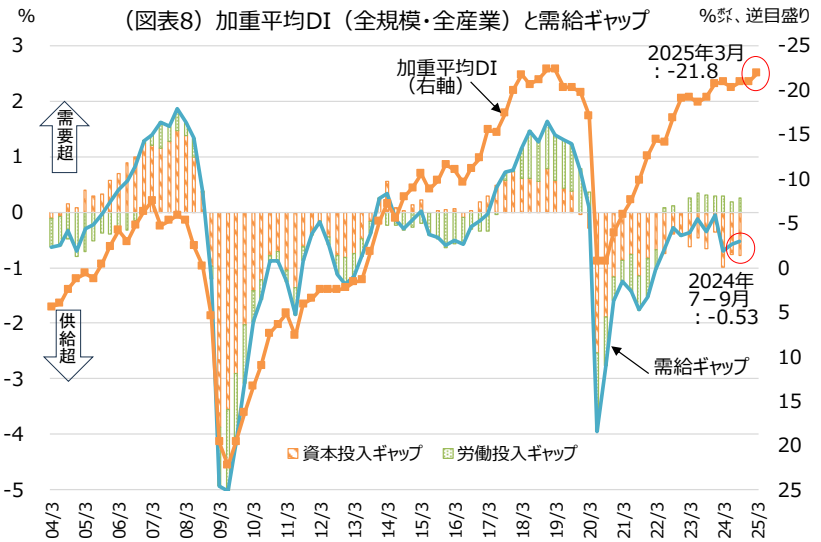
生産・営業用設備の不足感がないのは需要が少ないからではなく、人手不足により設備を稼働できないからである、との解釈が可能であり、追加利上げに前向きな田村日銀審議委員の講演（2 月 6 日）でも言及されている。



（出所）日銀のデータより明治安田総研作成

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、というのが同氏の主張である。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 12 月調査の▲20.8 から 3 月調査では▲21.8 へと低下しており、需給ギャップとの乖離は同氏の講演時よりも拡大している（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。

（図表8）加重平均DI（全規模・全産業）と需給ギャップ



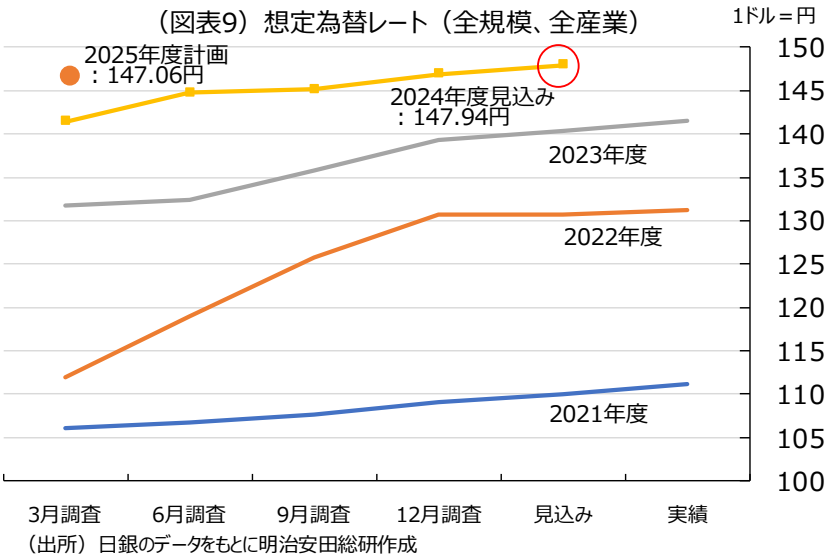
（出所）日銀のデータをもとに明治安田総研作成

6．企業収益は安定も先行きは不安

企業の収益状況は上方修正されている。想定為替レートが緩やかな円安傾向にあり（図表 9）、マイナス見込みだった 2024 年度の大企業経常利益見通しがプラスに浮上した（図表 10）。

中小企業の経常利益見通しも価格転嫁の進展等を背景にプラス圏に浮上しており（図表 11）、足もとの企業業績には安定感が出てきた。もっとも、中小企業の 2025 年度計画は前年度比▲4.9%と低調であり、不安要素である。

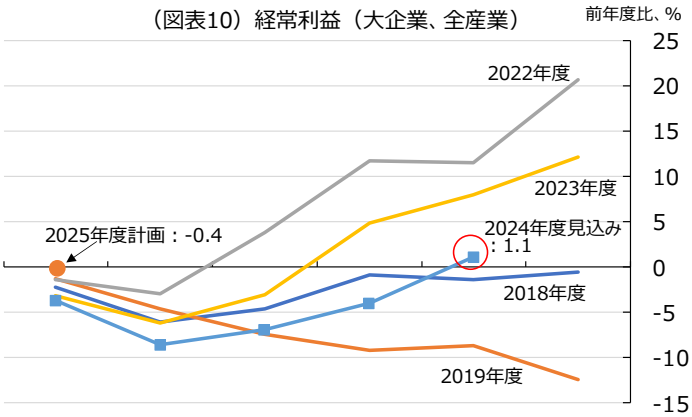
（図表9）想定為替レート（全規模、全産業）



（出所）日銀のデータをもとに明治安田総研作成

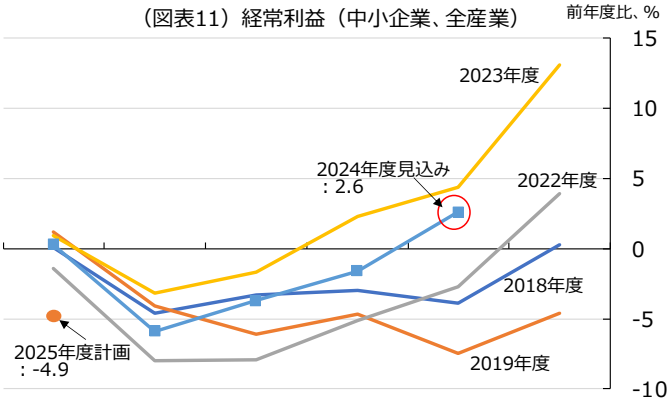
トランプ 1.0 の期間で、関税への懸念が高まった 2019 年においては、大企業、中小企業ともに低調な利益見通しとなったため、今後 2025 年度計画が例年通り上方修正経路をたどる保証はなさそうだ。

（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）



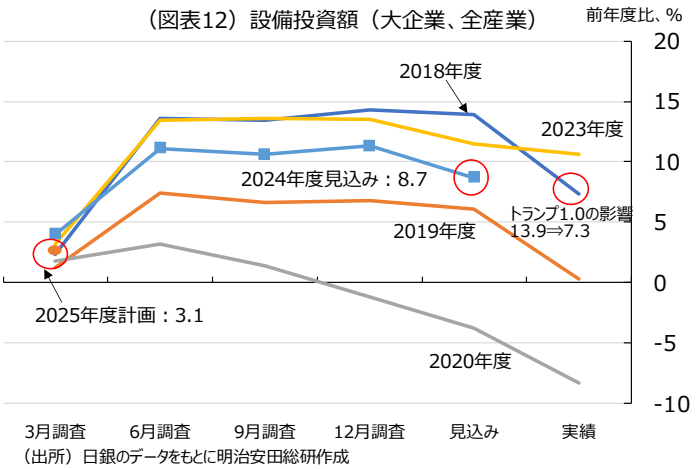
（出所）日銀のデータをもとに明治安田総研作成

7．海外設備投資に慎重姿勢

大企業の 2024 年度設備投資計画は前年度比＋8.7％と底堅い（図表 12）。2025 年度計画は同＋3.1％と例年並みのスタートであるが、例年通り 6 月調査で上方修正されるかどうかは怪しい。

トランプ 1.0 で関税への懸念が高まったタイミング（2018 年の見込みから実績）では 6 ポイント程度の下方修正と、例年よりも大幅な修正となっており、2025 年計画は 6 月調査で下方修正される可能性もあろう。2025 年度の海外設備投資計画は同＋1.3％と低調なスタートであり（図表 13）、米関税政策への懸念が設備投資の重荷となろう。

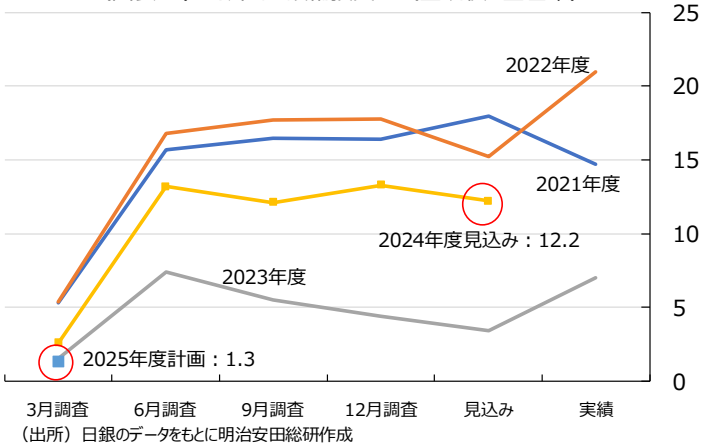
（図表12）設備投資額（大企業、全産業）



（出所）日銀のデータをもとに明治安田総研作成

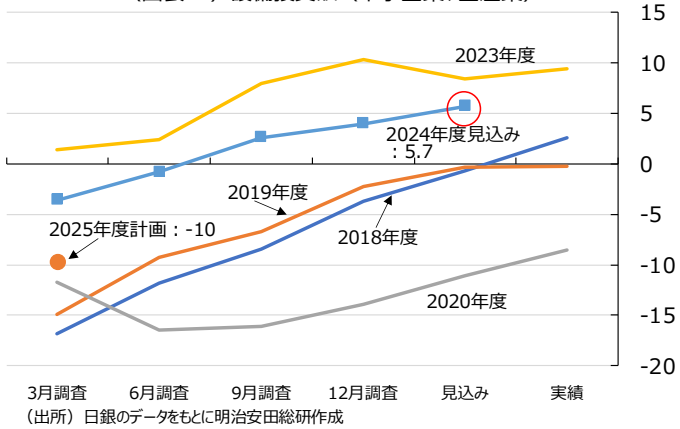
中小企業の設備投資動向はソフトウェア中心に堅調であり、全体でみても 2024 年度計画は上方修正となった（図表 14）。人手不足による省力化投資等が引き続き活発である。

（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

（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

3 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く、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。もっとも、6 月調査は相応の悪化が見込まれることから、調査発表前かつ参議院選挙前の 6 月会合で追加利上げに動かないと、機会を逸する可能性もあろう。

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