

## (日本)日銀短観 6 月調査の見通し

米国が導入した相互関税によって、世界経済が大幅に悪化するとの懸念が広がったことから、4月上旬にマーケットは大きく動揺した。その後、米国は相互関税の対象国・地域と個別交渉を開始し、90 日間は相互関税の基本税率の 10%にとどめることを決定したほか、中国に対する高率関税を撤回することで合意したことで、トランプ政権は柔軟姿勢に転じたとの見方が広まった。これらを受けて景気悪化懸念は後退、マーケットも回復した。とはいえ、鉄鋼・アルミニウムへの追加関税を 50%へ引き上げるなど、予断を許さぬ状況が続いている。これまでのところ、一連のトランプ関税が米国内の物価への影響は限定的であるが、米国向けの自動車など輸出物価(日本)には下落圧力がかかっており、輸出製造業の業績悪化が現実味を帯びつつある。

一方、国内に目を転じれば、労働力不足を背景に、25 年春闘は前年を上回る高い賃上げが実現したものの、足元の物価高はその効果を相殺、家計の節約志向は根強く、消費は低調なままである。

こうしたなか、日銀は利上げ継続の方針を表明し続けているが、トランプ関税による景気下振れリスクも意識されており、利上げ時期は後ずれするとの見方が大勢である。一方で、物価高やトランプ関税への対応策として各党とも財政支出拡大を訴えていることから、財政規律が喪失されつつあるとの警戒が高まり、超長期ゾーンの金利には上昇圧力がかかっている。

### (1)業況判断 DI

まず、類似のビジネスサーベイにおける企業の景況感を確認したい。法人企業景気予測調査(4～6 月期)によれば、「貴社の景況」BSI(「上昇」-「下降」、%ポイント)は大企業・製造業は 2 期連続、同・非製造業は 11 期ぶりで、ともにマイナス(「下降」超)となるなど、景況感は悪化した。景気ウォッチャー調査(5 月)によれば、足元の景況感は製造業では 15 か月連続、非製造業は 4 か月連続で、判断基準である 50 を下回っている。au じぶん銀行 PMI(5 月)によれば、製造業は 11 か月連続で判断基準である 50 を下回っている半面、サービス業は 2 か月連続で 50 超である。さらに、日銀短観の DI 作成と類似の手法をとる QUICK 短観(6 月)からは、製造業・非製造業ともに「良い」超での推移であるが、いずれも 3 か月前比では悪化している。

さて、製造業については、トランプ関税などを巡って各国の通商政策の不確実性が高まるなど、輸出環境が悪化するなか、物価高止まりによって国内消費も冴えない動きが続いている。法人企業統計季報によれば、1～3 月期は増収ながらも減益(2 期ぶり)となるなど、コスト高の影響も出ている。また、鉱工業生産も 2 期ぶりの低下であった。さらに、法人企業景気予測調査からは、対米輸出に 25%の追加関税が課せられた鉄鋼業や自動車製造業では大幅な業況悪化が見て取れる。鉱工業生産指数も総じて頭打ち気味に推移している。以上を踏まえ、製造業の業況判断 DI は、

### 業況判断DI(「良い」-「悪い」、%ポイント)

|      |      | 2025年3月調査 |     | 6月調査 |        |      |        |
|------|------|-----------|-----|------|--------|------|--------|
|      |      | 最近①       | 先行き | 最近②  | 変化幅②-① | 先行き③ | 変化幅③-② |
| 大企業  | 製造業  | 12        | 12  | 8    | ▲4     | 6    | ▲2     |
|      | 非製造業 | 35        | 28  | 33   | ▲2     | 26   | ▲7     |
| 中小企業 | 製造業  | 2         | ▲1  | ▲3   | ▲5     | ▲5   | ▲2     |
|      | 非製造業 | 16        | 9   | 13   | ▲3     | 7    | ▲6     |

(資料)日銀短観を基に農林中金総合研究所作成

大企業が 8、中小企業は▲3 と、前回調査からそれぞれ▲4 ポイント、▲5 ポイントと予想する。なお、大企業の「良い」超は 18 期連続、中小企業の「悪い」超は 4 期ぶりとなる。

非製造業については、企業業績は増収増益となっているが、物価高の影響で消費動向は鈍いほか、インバウンド需要も高水準ながらも勢いがなくなりつつある。以上を踏まえ、非製造業の業況判断 DI は、大企業は 33(17 期連続の「良い」超)、中小企業は 13(12 期連続の「良い」超)と、前回調査からそれぞれ▲2 ポイント、▲3 ポイントと予想した。

先行きに関しても、製造業を中心にトランプ関税の影響が徐々に出てくる可能性が高い。また、賃上げによる消費回復への期待は根強いもの、人件費増が業績圧迫につながることへの警戒もあるほか、人手不足感が高い非製造業を中心に業務を順調にこなせないことへの不安もあるとみられる。以上から、製造業では大企業が 6、中小企業が▲5 と、今回予測からいずれも▲2 ポイントと予想する。非製造業についても大企業が 26、中小企業が 7 と、今回予測からそれぞれ▲7 ポイント、▲6 ポイントと予想する。

## (2)設備投資計画

1～3 月期の GDP ベースの民間企業設備投資は名目ベースで前期比 2.0%と 7 期連続のプラス(実質ベースでも同 1.1%と 4 期連続のプラス)であり、緩やかな増加基調をたどっている。一方、月次の設備投資関連指標を見ると、トランプ関税の影響からか、直近はやや弱い動きも散見されている。4 月の資本財出荷(国内向け)は前月比▲0.9%、工作機械受注(内需)に至っては同▲17.9%と大幅に減少した。

なお、法人企業景気予測調査(4～6 月期)によれば、25 年度の設備投資計画(ソフトウェア投資を含む、土地購入額を除く、全規模・全産業)は前年度比 7.3%へ上方修正されており、トランプ関税などを巡る不確実性は依然として高いものの、設備投資マインドは底堅いことが確認できる。維持更新のニーズが強いほか、根強い人手不足へ対応するための省力化・省人化ニーズ、さらには情報化ニーズも根強い。そのため、大企業(全産業)が前年度比 4.0%へ、中小企業(同)も同▲5.0%へ、ともに上方修正されるだろう。全体でも同 1.5%へ上方修正されると予想する。

設備投資計画調査(対前年度比、%)

|      | 2024年度 |      |      | 2025年度 |       |
|------|--------|------|------|--------|-------|
|      | 実績見込み  | 6月調査 | 3月調査 | 6月調査   | 3月調査  |
| 全規模  | 8.1    | 8.4  | 3.3  | 1.5    | 0.1   |
| 大企業  | 8.7    | 11.1 | 4.0  | 4.0    | 3.1   |
| 中小企業 | 5.7    | ▲0.8 | ▲3.6 | ▲5.0   | ▲10.0 |

(資料)日銀短観を基に農林中金総合研究所作成

(注)全産業ベース、土地投資額を含み、ソフトウェアは含まず。