

Today's Headline 今日のヘッドライン

“ジュネーブから今を見る”

梅澤 利文
ストラテジスト



3月の日銀短観、忍び寄る関税の影響

3月の日銀短観では大企業製造業の業況判断DIが低下したものの、大企業非製造業DIは市場予想を上回り、中小企業製造業はプラス圏を確保するなどトランプ政権の関税政策の影響が懸念される中、全体に底堅かった。また企業の物価見通しにも日銀の追加利上げを支持するものも見られた。しかし、調査期間から見てトランプ関税懸念が今回の短観に反映されたのか疑問も残り、解釈に注意は必要だ。

■ 25年3月日銀短観、注目度の高い大企業製造業業況判断指数(DI)は悪化

日銀は4月1日に3月の全国企業短期経済観測調査(短観)を発表した。注目度が高い大企業製造業の景況感を示す業況判断指数(DI)は12と、前回(24年12月調査)の14を小幅下回った(図表1参照)。大企業非製造業の業況判断DIは35と、市場予想、前回調査(共に33)を上回った。

中小企業製造業の業況判断DIは3月が2となり、市場予想のマイナス1、前回の1を上回り、プラス圏を確保した。中小企業非製造業の業況判断DIは3月が16と前月に一致し、市場予想の15を上回った。今回の短観の調査期間は2月26日から3月31日までだった。回収基準日は3月12日で、それまでに7割程度が回収された。

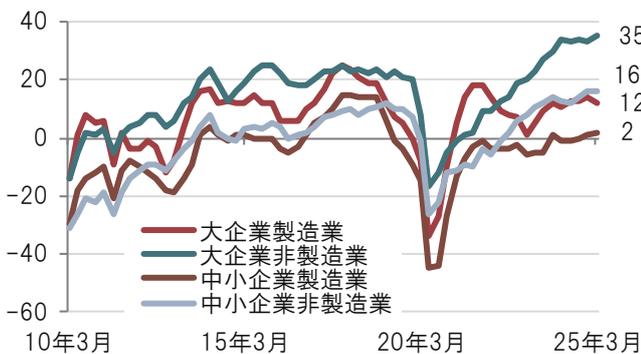
■ 3月日銀短観は比較的底堅かったが、トランプ関税の影響度合いには注意

今回(3月)の短観の調査期間は3月末までであったが、7割程度の回答は12日までに回収されたと伝えられている(図表2参照)。トランプ政権の関税政策などを懸念して日本の株式市場が大幅下落に転じた先週のセンチメントほどには悲観的でない回答が含まれている可能性はありそうだ。また、4月2日以降は今回の短観で示された回答とは異なる見解となる可能性に注意が必要だろう。

図表1に示した景況感は概ね底堅い。非製造業は大企業、中小企業ともに前回調査を上回った。製造業は、大企業が12と前回を下回ったが、中小企業は底堅さを見せた。製造業は2月の鉱工業生産が前月比で2.5%と、伸び率が4ヵ月ぶりに

図表1: 日銀短観の企業規模別業況判断指数の推移

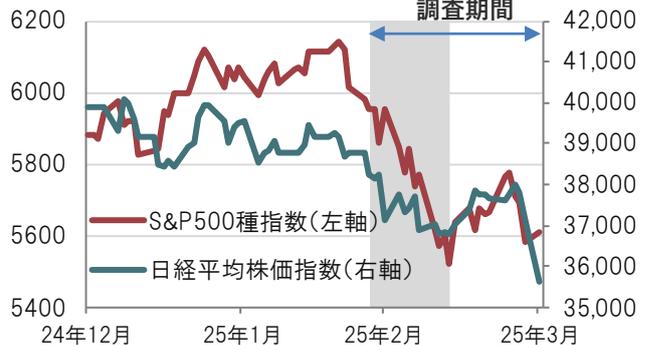
四半期、期間: 2010年3月~2025年3月、DI: 「良い」-「悪い」



出所: ブルームバーグのデータを基にピクテ・ジャパン作成

図表2: S&P500種指数と日経平均株価指数の推移

日次、期間: 2024年12月末~2025年3月31日、グレーの期間は2月26日~3月12日まで



出所: ブルームバーグのデータを基にピクテ・ジャパン作成

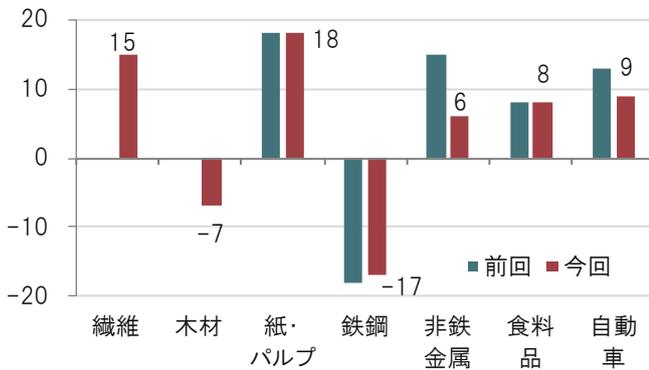
データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

プラスとなったが、基調判断は「一進一退」に据え置かれるなど回復感に乏しい状況だった。

2月の鉱工業生産指数では生産用機械、電子部品などが堅調であった一方、輸送機器、鉄鋼、アルミや銅など非鉄金属が軟調であった。

日銀短観で業況判断を部門別にみると、鉄鋼のDIは-17と低水準で、アルミなどの非鉄金属は前回に比べ悪化した(図表3参照)。鉱工業生産などの動きとある程度整合的なように見える。またこれらの部門はトランプ関税の影響が懸念される部門でもある。なお、トランプ関税では自動車が最も懸念されるが、短観では3月が9と、前回の13から低下した。しかし、仮に自動車関税が長期にわたり課税されるとなると、センチメントのさらなる悪化も想定される。注目すべきは今後の展開だろう。

図表3:大企業製造業部門別先行き業況判断の推移
四半期、期間:2024年12月(前回)~2025年3月(今回)



■ 短観の一部の内容は日銀の利上げを支持するが、不確実性も高い

トランプ関税により不確実性が高まっているが、その影響を受けやすいのが設備投資だ。今回の短観で25年度の設備投資は大企業(全産業)に限れば前年度比3.1%と、ほぼ市場予想通りだった。

しかし、気がかりなのは、昨年3月に発表された24年度の4.0%を下回ったことと、非製造や、大企業だけでなく中小企業も含めた「全規模・全産業」の25年度の設備投資計画がわずか0.1%にとどまっ

た点だ。昨年3月に発表された全規模・全産業の設備投資計画は3.3%だった。

日本企業の設備投資計画は、年度当初は低いが年度末に向け上方修正する傾向がある。25年度は当初時点の水準が低いことから、設備投資の今後の伸びが例年以上に注目されそうだが、今後明らかになるトランプ関税がどの程度設備投資の伸びにどの程度影響するかは不確実だ。

日銀の金融政策に影響すると思われる「企業の物価見通し」は全規模・全産業ベースで1年後、3年後、5年後が前回に比べ0.1%ポイント上昇した。

また、価格転嫁を反映する「販売価格の見通し」も全規模・全産業ベースで1年後、3年後、5年後が前回に比べ上昇している。ただし、大企業・非製造業の販売価格見通しでは3年後、5年後の価格引き上げに消極的な面も見られた。一部企業は価格引き上げに手控え感があるのかもしれない。

企業の事業計画の前提となる25年度の想定為替レートは全規模・全産業で1ドル=147円06銭だった。前回調査で示された24年度と同レートの146円88銭と、そこからやや円安方向となった。ただし、25年度は上期147円17銭、下期は146円95銭となっており、緩やかながら円高進行を想定している。日米金融政策の方向性を考えれば、ある程度の円高を想定する必要もあるだろう。

今回の短観には、日銀の利上げ判断をある程度支持する内容も見られた。物価見通しなどがその例だ。(筆者にとり)意外だったのは資金繰り判断に大きな変化がなかったことだ。1月の金融政策決定会合で利上げした後の短観で、借入金利水準は「上昇した」の割合が確かに増えたが、資金繰りは意外と「楽である」との回答も多かった。

短観における企業の物価見通しや、資金繰りの余裕は、日銀に利上げの選択肢を残す内容かもしれない。しかし、関税による不確実性への懸念は当面利上げに待ったをかける可能性が高いようで、次の利上げは7月会合以降ではないだろうか。

ピクテ・ジャパンの投資信託をご購入する際の留意事項

1. 投資信託に係るリスクについて

- (1) 投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります)に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆様は投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- (2) また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

2. 投資信託に係る費用について (2025年3月末日現在)

ご投資いただくお客様には以下の費用をご負担いただきます。

- (1) お申込時に直接ご負担いただく費用: 申込手数料 上限3.85%(税込)
※申込手数料上限は販売会社により異なります。
- (2) ご解約時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保額 上限0.3%
- (3) 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用: 信託報酬 上限年率2.09%(税込)
※ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。
※別途成功報酬がかかる場合があります。
- (4) その他費用・手数料等: 監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます(これらの費用等は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を記載することはできません)。
ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、ピクテ・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

当資料をご利用にあたっての注意事項等

■当資料はピクテ・ジャパン株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。■運用による損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。■当資料に記載された過去の実績は、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。■当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。■当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は預金等ではなく、元本および利回りの保証はありません。■投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。■登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。■当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

ピクテ・ジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第380号
加入協会: 一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会 日本証券業協会