

春闘初動のモメンタム・インフレ予想の強さ、政府の積極財政で、日銀利上げのゴールは遠のく

2025年12月19日

調査部 副主任研究員 白須 光樹

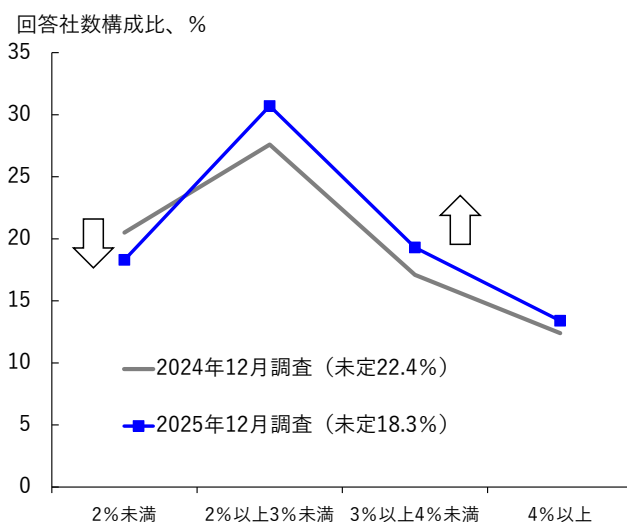
26年春闘の初動のモメンタムは強いとみられる

本日2025年12月19日の金融政策決定会合において、日本銀行は0.5%から0.75%への利上げに踏み切った。前回会合で話題となった26年春闘の「初動のモメンタム¹」はどうだったのだろうか。

企業の来年の賃上げ動向については、例えば、当社が昨日発表した「[企業経営予測調査（2025年12月調査、速報値）](#)」において、特別調査を実施している。神奈川県内の中堅・中小企業に限ったデータではあることに注意は必要だが、来春の賃上げ意向を尋ねた設問では、「賃上げを予定する」（「実施する」＋「一部実施する」）との回答割合が71.3%に上り、24年12月調査（64.5%）を上回った。賃上げ率のレンジについての回答を昨年12月調査と比べると、「2%未満」との回答割合が低下し、「2%以上3%未満」、「3%以上4%未満」、「4%以上」との回答割合がいずれも上昇し

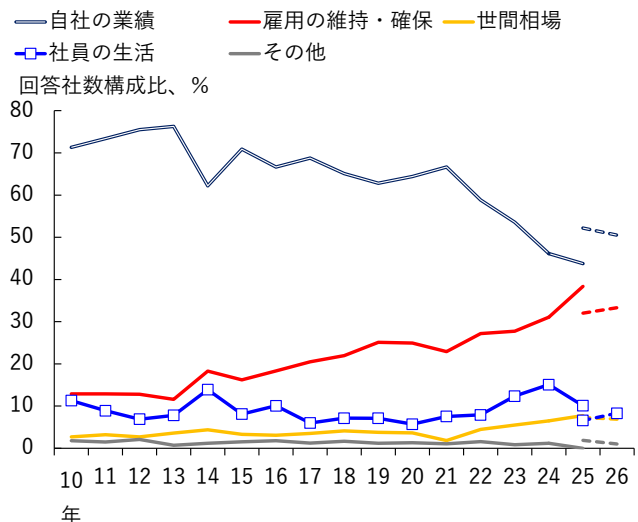
図表1 神奈川県内中堅・中小企業の賃上げ率のレンジ（全産業）

24年12月調査時よりも平均賃上げ率は上昇か



図表2 神奈川県内中堅・中小企業が賃上げを決定する際に最も重視する項目（全産業）

「雇用の維持・確保」が依然高水準



¹ 2025年10月30日の総裁定例記者会見において、植田日本銀行総裁は来年の春闘について「初動のモメンタムがどう感じるかということをもっと情報を集めたいということでございます」（日本銀行（2025）11ページより抜粋）と述べている。

ている（図表1）。このように、中堅・中小企業の調査で賃上げの実施意欲は昨年以上に高まっている。

この背景には、企業の人手不足が深刻さを増していることがある。賃上げを検討する際に最も重視する項目について尋ねた設問では、「雇用の維持・確保」（24年12月調査：32.0%⇒25年12月調査：33.3%）との回答割合が上昇し、「自社の業績」（24年12月調査：52.2%⇒25年12月調査：50.5%）との回答割合が低下した（図表2）。賃上げは収益力が高まった企業が実施するのが一般的だ。このため、「自社の業績」との回答が1位を占めるのは当然のことであるが、深刻な人手不足を背景に、業績の伸びが限定的な企業でも賃上げを進める動きが来春さらに広がりそうだ。今回会で日本銀行が利上げに踏み切った背景には、ここで紹介したような傾向が、全国的に、かつ、大企業でも確認されたことがあると推測される。

企業、家計ともに、高インフレの長期化を予想、中立金利は上昇している模様

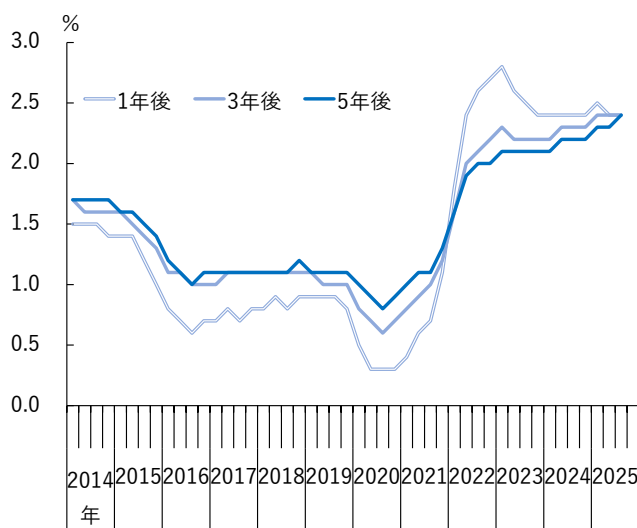
また、今週12月15日に発表された「短観（2025年12月調査）」からは、企業が現在の高インフレの長期化を予想していることがうかがえる。企業の「物価全般の見通し」をみると、全規模・全産業ベースで1年後、3年後、5年後のいずれも物価安定の目標である2%を超えた（図表3）。また、5年後の見通しが2%を超えて上昇傾向にあり、企業は2%を超える高インフレが長期化する予想を強めている。

さらに、家計も高インフレの長期化を予想している。家計の物価の予想は、実際のインフレ率に比べて高い結果となる傾向に注意が必要だが、1年後、5年後ともなお上昇傾向にある（図表4）。

景気を熱しも、冷ましもしない「中立金利」が最近話題であるが、名目の中立金利は将来のイ

図表3 企業の物価全般の見通し
(全規模・全産業)

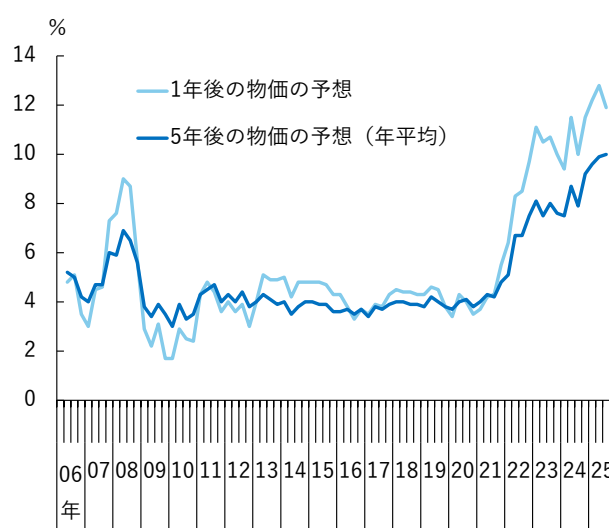
企業の5年後の期待インフレ率は高まっている



出所：日本銀行「短観」

図表4 家計の物価の予想（平均値）

家計でも期待インフレ率は高まる傾向に



出所：日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」

ンフレ予想である期待インフレ率を含んだ概念だ。企業や家計が予想するインフレ率が高まっていることは、名目の中立金利の押し上げ要因である。短期では、他の条件（自然利子率）は大きく変化しないと考えられるので、中立金利は上昇していると捉えるのが自然であろう。

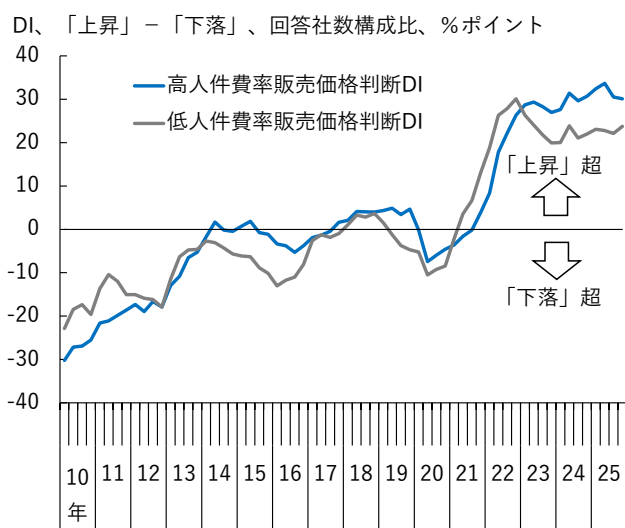
人件費の価格転嫁、供給不足下での積極財政で物価に再加速リスク、遠のく利上げのゴール

今回合会の利上げで、政策金利は利上げの到達点に近づいたのだろうか。インフレ率が2%を大きく上回る現在の状況が解消されれば、先行き利上げは不要になる。来年は、ガソリン税の暫定税率廃止の効果などのインフレ率の押し下げ要因がある。2026年前半はインフレ率が低下すると予想される。

一方で、インフレ率を押し上げる要因も多い。例えば前述の通り、来年も業績の伸びが限定的でも、人手不足を背景として賃上げを実施する企業が増加すると予想される。収益力の高まっていない企業は、賃上げの原資を価格転嫁に求めざるを得ない。足元の「短観」では、販売価格判断DI（「上昇」マイナス「下落」）が高人件費率の業種で高い状況にあり（図表5）、既に人件費の上昇分を価格転嫁する動きが広がっていることがうかがえる。

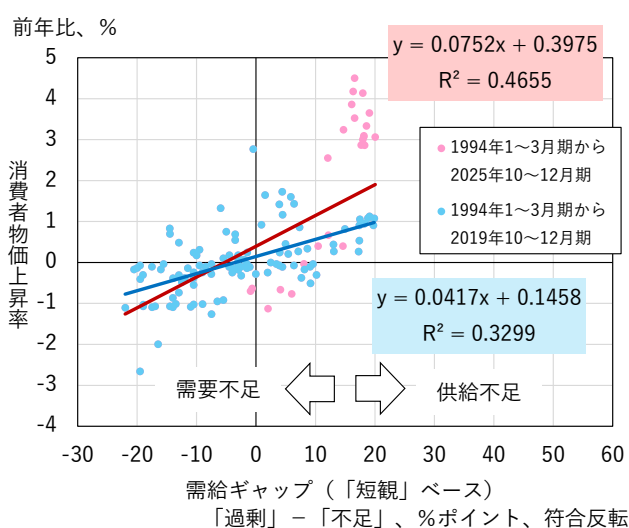
また、令和7年度補正予算では、積極財政の名の下に、前述の「ガソリン税の暫定税率廃止（軽油分を含む）」（1.5兆円）、「基礎控除引上げ等による所得減税」（1.2兆円）、「物価高対応子育て応援手当」（0.4兆円）などの大型の減税・給付策が実施される²。当たり前だが、経済は需要不足に

図表5 販売価格判断DI（全規模）
足元のDIは高人件費率の業種で高い状況にある



注：白須（2025）の図表6に最新データを反映。業種の分類は湯谷他（2024）を参考としている。
出所：総務省「産業関連表」、日本銀行「短観」より浜銀総研作成

図表6 フィリップス・カーブ
経済が供給不足になると、インフレ率は上昇



注：作成方法は本文脚注4（次ページ）を参照。
出所：総務省「消費者物価指数」、「（参考値）消費税調整済指数」、内閣府「四半期別GDP速報」、日本銀行「短観」より浜銀総研作成

² 財務省「令和7年度補正予算（第1号）の概要」を参照。同資料において、「ガソリン税の暫定税率廃止」は「ガソリン・軽油の当分の間税率の廃止」である。また、「物価高対応子育て応援手当の支給」は厳密には3,677億円。

なればインフレ率が低下し、供給不足になればインフレ率が上昇するという関係がある³。例えば、[白須 \(2025\)](#) の図表9で示したように、人手不足によって供給不足気味の日本経済には、こうした需要を喚起する政策はインフレ率の押し上げに作用しやすい。

経済が供給不足であるのか否かを判断する1つの材料は需給ギャップであるが、2020年以降、需給ギャップとインフレ率（消費者物価指数）の関係性は強まっている⁴（図表6）。すなわち、2019年までのデータから得られる関係性（青の直線）と2020年以降のデータを含めて得られる関係性（赤の直線）を比べると、直線の傾きが急になっている（スティープ化している）⁵。現在の状態は、以前に比べて、経済全体の需要の増加にインフレ率が反応しやすくなっている可能性がある。

中立金利の上昇や、インフレ再加速のリスクを踏まえると、日本銀行の利上げの到達点は遠のいていると考えざるを得ない。また、（以前の私も含めて）多くの民間エコノミストは中立金利をまるで利上げの到達点であるかの如く考えているが、そもそもそれ自体に確たる根拠がない。なぜなら、現在のように、インフレ率がターゲットである2%を超え続けている場合には、中立金利を上回る利上げが実施されても不自然とは言えないからである。

³ 経済学ではこの関係性をフィリップス・カーブで表現することが多い。フィリップス・カーブの詳細については例えば、肥後、中田（2000）の解説を参照。

⁴ 需給ギャップは、[白須 \(2025\)](#) の図表9の指標を最新のデータに直したものである。すなわち、日本銀行が「需給ギャップと潜在成長率」で公表している短観加重平均DIを参考に、生産用・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIを労働分配率で加重平均した。労働分配率は、名目雇用者報酬/名目GDPとしている。ただし、2025年10～12月期は、同年7～9月期の労働分配率で計算した。この指標は、内閣府の「GDPギャップ」に比べて人手不足の影響をよく捉えていると考えられるほか、地域経済の分析に応用できるという利点がある。消費者物価上昇率は、基調的な動きを捉えやすい「持家の帰属家賃及び生鮮食品を除く総合」とした。ただし、消費税調整済指数を用いて、消費税増税による押し上げ効果を取り除いている。また、25年10～12月期の消費者物価上昇率は、25年10月と24年10～12月期の比較。

⁵ Hobijn et al. (2023) が指摘したように、これは、いわゆるフィリップス・カーブのスティープ化という現象で、コロナ禍以降、世界的に観察されている（なお、Hobijn et al. (2023) の推計で統計的に有意な結果が得られているのは、失業率ギャップの推計値だった）。また、伊達他（2016）が、当時みられていたフィリップス・カーブのフラット化（スティープ化の逆）の背景について簡潔にまとめている。現在のスティープ化の背景について、伊達他（2016）を基に、当時と逆のことが起きていると捉えて考えると、インフレ予想が中央銀行のターゲットにアンカーされづらくなった可能性や、コロナ禍を経て企業の価格設定行動が変化した可能性などの様々な要因があるとみられる。

参考文献

Hobijn, B., Miles, R., Royal, J., and Zhang, J. (2023) “ The recent steepening of Phillips curves”, Chicago Fed Letter, 475, 15.

白須光樹（2025）「2026年の春闘も5%弱の高い賃上げ率の実現か ベアは3%弱も、生活水準の改善を実感できるか否かは未知数」、HRIテーマレポート、No.43、2025年10月、浜銀総合研究所

(https://www.yokohama-ri.co.jp/html/report/pdf/pdf.html?pdf=report251031_shirasu)

伊達大樹、中島上智、西崎健司、大山慎介（2016）「米欧諸国におけるフィリップス曲線のフラット化—背景に関する3つの仮説—」、日銀レビュー、2016-J-7、2016年5月、日本銀行

日本銀行（2025）「総裁記者会見—2025年10月30日（木）午後3時30分から約60分」

浜銀総合研究所「企業経営予測調査（2025年12月）特別調査結果 神奈川県内中堅・中小企業の来春の賃上げ予定の状況とカーボンニュートラル（脱炭素）に対する取り組みの進捗状況」、HRIテーマレポート、No.49

(https://www.yokohama-ri.co.jp/html/report/pdf/pdf.html?pdf=report251218_hakamata)

肥後雅博、中田（黒田）祥子（2000）「物価変動の決定要因について—需給ギャップと物価変動の関心の国際比較を中心に—」、金融研究、19(1)、49-78、日本銀行金融研究所

湯谷猛磨、ハワードエドモンド通一、吉野知明、東将人（2024）「企業向けサービス価格指数（SPPI）の人件費投入比率に基づく分類指数」、日銀レビュー、2024-J-9、2024年6月、日本銀行

執筆者紹介



白須 光樹（しらす みつき）

浜銀総合研究所 調査部 副主任研究員

（日本証券アナリスト協会認定アナリスト）

神奈川県経済や観光を担当、為替・金利の影響分析など。

神奈川県経済や日本経済の構造分析のほか、為替や金利動向が経済に与える影響などについても分析している。

【本レポートについてのお問い合わせ先】

電話番号：045-225-2375

メールアドレス：chyosabook@yokohama-ri.co.jp

浜銀総合研究所では、景気動向に関するレポートなどの発行情報をメールにてお知らせしています。ご関心のある方は、下記のサイトより、「レポート更新情報お知らせメール」（無料）にご登録ください。

【URL】 https://www.yokohama-ri.co.jp/html/inquiry/inquiry_repo.html?nno=5

本レポートの目的は情報提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載した内容は、レポート執筆時の情報に基づく浜銀総合研究所・調査部の見解であり、レポート発行後に予告なく変更することがあります。また、本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ご利用に際しては、お客さまご自身の判断にてお取扱いいただきますようお願いいたします。