



2024年12月25日

2025年度の神奈川県内経済見通し

3つの「上昇」は継続、米関税引き上げの影響で25年度末にかけて減速へ

- 2024年冬までの神奈川県内経済は緩やかに回復した。すなわち、輸出については、インバウンド需要が高水準で推移し、夏場には財輸出も底打ちした。設備投資も、企業業績の回復や、人手不足対応のための省力化投資ニーズの高まり等により、堅調に推移した。一方、個人消費は、急ピッチな物価上昇が長期化する中で浮揚感を欠く展開となった。もっとも、賃金が上昇する中で、個人消費が悪化する事態は回避した。
- 先行きの神奈川県内経済を展望すると、実質県内経済成長率は2024年度が+0.8%、25年度は+0.5%になると予測する。25年度の本県経済最大のリスクは、トランプ氏の米大統領就任による関税引き上げの影響である（トピックスⅠ）。本予測では、予測期間終盤までに米中貿易摩擦が激化した19年並みに製造業の生産活動が減速すると想定した。他方、賃金は、景気後退時にも解消しない近年の人手不足傾向等を背景に、高い上昇率が予想される（トピックスⅡ）。また、非製造業の価格転嫁が進捗し、物価上昇率も高止まりする公算が大きい（トピックスⅢ）。これらの動きは程度の差はあれ、全国でみられる。このため、景気減速にもかかわらず、日本銀行の追加利上げは実施されると予想する（トピックスⅣ）。
- これらを踏まえて、先行きの神奈川県内経済について主要項目別にみると、輸出は、世界的な半導体市場の回復などを背景に、2025年1~3月期までは、回復基調が続くとみる。ただ、米国の関税引き上げの影響が次第に顕在化し、25年半ばから本予測期間終盤にかけて、輸出は次第に減速しよう。企業の設備投資については、人手不足対応のための省力化投資需要が引き続き見込まれる。しかし、米国の通商政策をめぐって先行きの事業環境への不透明感が強まり、25年度の製造業の設備投資は抑制されやすいと予想する。また、個人消費については、物価高の継続で、回復ペースは緩やかなものにとどまろう。

神奈川県内外の最新の経済情勢を踏まえて、浜銀総合研究所は2025年度の県内経済見通しを改訂した。以下では、主要項目（輸出、設備投資、個人消費）の見通しと、先行きの県内経済にかかわるトピックスについて整理する。

1. 主要項目の見通し

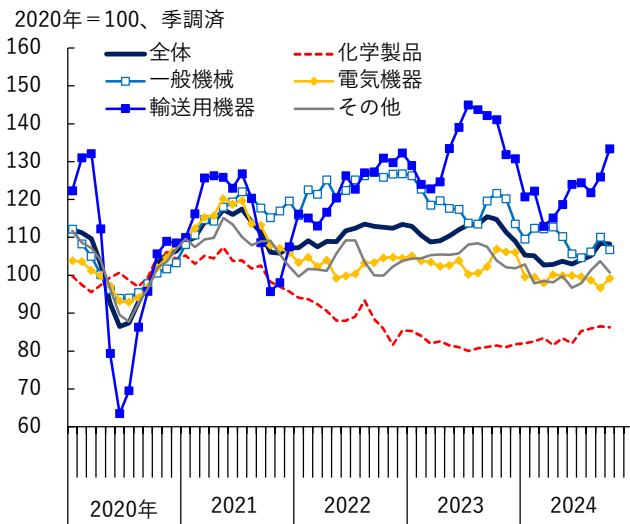
輸出：25年半ばから米通商政策の影響が次第に顕在化

神奈川3港（横浜港、川崎港、横須賀港）の実質（≡数量ベース）輸出は、2024年夏場に底打ちした（図表1）。足元では、半導体市場や工作機械市場が回復基調で推移する下で、半導体製造装置や工作機械を含む一般機械の輸出が下げ止まりつつある。また、米国経済が堅調さを保った

ことを背景に、自動車を含む輸送用機器の輸出も堅調に推移した。

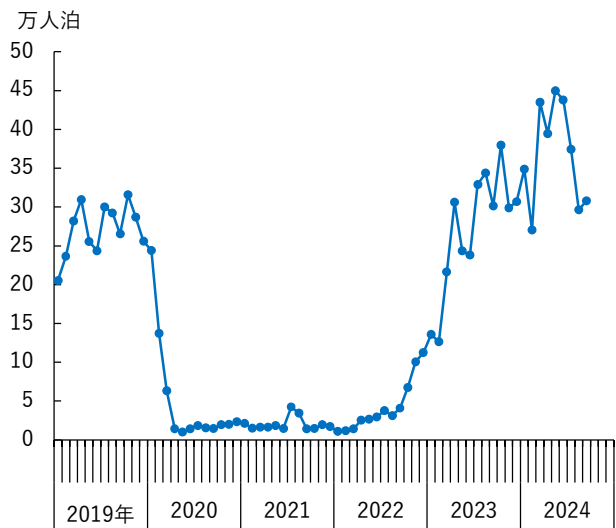
さらに、サービス輸出に該当するインバウンド消費も好調に推移した模様である。神奈川県外国人延べ宿泊者数は、足元でコロナ禍前の水準を上回って推移している（図表2）。対ドル、対ユーロでの円安が、全国に比べて欧米客の比率が高い神奈川県のインバウンド需要の強い追い風になっていると考えられる。

図表1 神奈川3港の実質輸出
(3か月移動平均、財別)
2024年夏場に底打ちした



注：2020年 = 100 として指数化した。
出所：財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」より浜銀総研作成

図表2 神奈川県の外国人延べ宿泊者数
県内インバウンド消費は増加基調

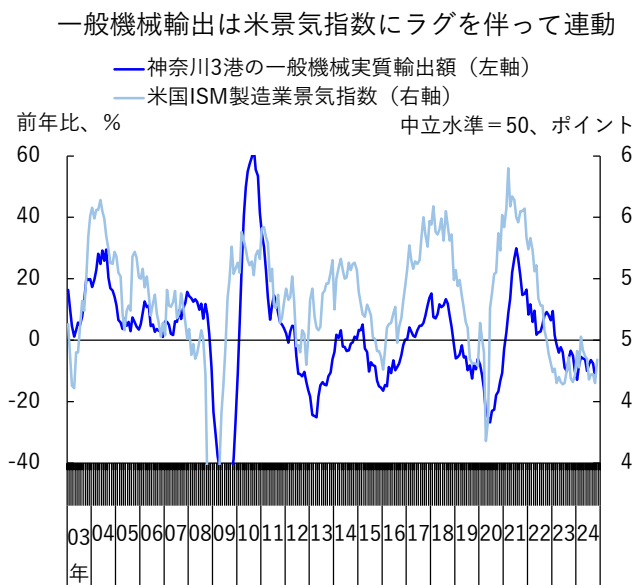


注：2024年1、2、5、7、8、9月値は推計誤差が大きいことに注意。
出所：観光庁「宿泊旅行統計」

2025年入り後の3港輸出は、半導体市場や工作機械市場の回復などを背景に、1~3月期までは増加基調を予想する。もっとも、25年1月に米大統領に就任予定のトランプ氏が掲げる関税引き上げ策の影響で、次第に輸出は減速感を強めると予想する（成長率への影響についてはトピックスIを参照）。一般機械の3港輸出と連動性の高い米国のISM製造業景気指数をみると、大手メーカーのストライキやハリケーンが影響したとみられ、回復が遅れている（図表3）。現状の弱さは一時的要因によるものだが、25年半ば以降は米国の関税引き上げの影響により、世界的にサプライチェーンが混乱し、米国を含めて海外製造業の景況感が弱含むとみる。3港輸出に占める割合の大きい半導体製造装置や工作機械といった製造業企業の設備投資にかかわる財の輸出が伸び悩むと予想され、予測期間の終盤になるほど、3港輸出は減速感を強めよう。

また、インバウンド消費は、先行き円安修正が緩やかに進展すると見込まれるため、拡大基調が一服すると予想する。インバウンド消費に影響を与える為替レートは日米の実質長期金利差（長期金利－期待インフレ率）との連動性が高い（図表4）。今後、米国ではトランプ氏による大規模な減税策や関税の引き上げによって、インフレ率が高止まりするとみられる。このため、米国の利下げは緩やかに進むとみる。一方、トピックスIVで後述するように、物価上昇率が高止まりする下では、日本銀行は追加利上げに踏み切ると考えられる。これらの結果、日米実質長期金利差は緩やかに縮小し、円安修正が徐々に進むと予想する。

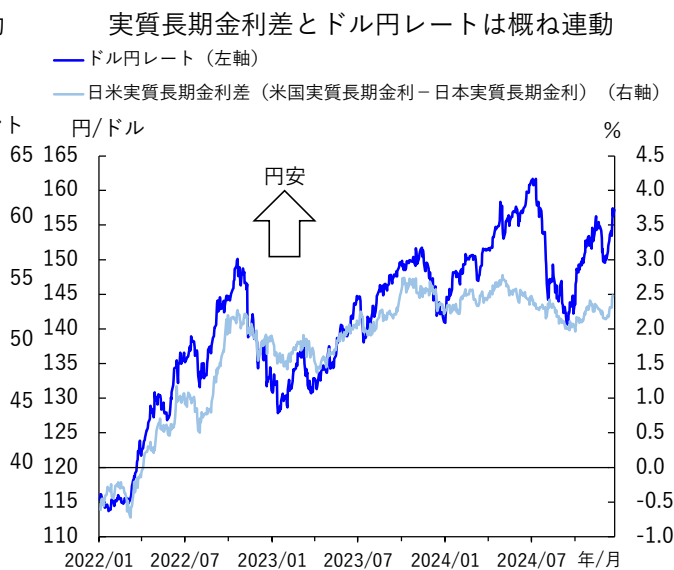
図表3 米国ISM製造業景気指数と神奈川3港の一般機械実質輸出



注：神奈川3港の一般機械の実質輸出額は前年比の3か月移動平均を表示。

出所：財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」、ISM（米サプライマネジメント協会）、CEICより浜銀総研作成

図表4 日米実質長期金利差とドル円レート



注1：実質長期金利は、各国の長期金利から期待インフレ率を差し引いた値とした。

注2：米国の期待インフレ率は10年のブレイクイーブン・インフレ率とした。日本は10年のインフレスワップレートとした。

出所：財務省「国債金利情報」、Bloombergより浜銀総研作成

設備投資：省力化投資の高まりと米通商政策の影響が交錯

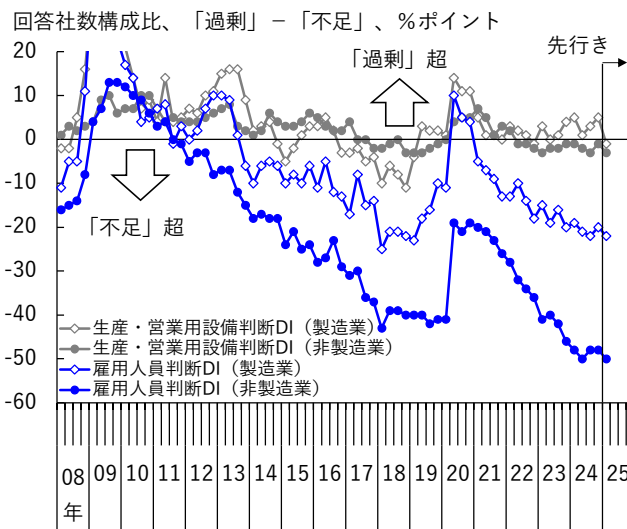
設備投資の動向に影響を与える神奈川県内企業の業績は、2025年1～3月期までは堅調に推移すると見込む。日本銀行横浜支店が12月13日に発表した「短観（神奈川県分、2024年12月調査）」では、24年度下期の売上高計画（全産業）は前年比+4.8%、経常利益計画（全産業）は同+0.6%と増収かつ小幅増益の見込みである。相対的に価格転嫁が進んでいる製造業が増益となる見通しである一方、価格転嫁が遅れている非製造業では減益になる見込みである。続く25年度については、輸出の減速により、製造業で業績が次第に悪化するとみる。一方、非製造業では、遅れていた価格転嫁が進捗し、業績悪化は回避すると予想する。

このような業績見通しを踏まえると、神奈川県内の設備投資は次第に減速すると見込まれる。「短観（神奈川県分）」によれば、2024年度の神奈川県内企業（全産業）の設備投資計画（ソフトウェア・研究開発を含み、土地投資を含まない）は前年比+9.9%となった。24年度の設備投資は、業績計画対比で堅調である。県内企業では、雇用人員の不足感が強まっており、特に非製造業では製造業以上に人手不足が深刻である（図表5）。このため、人手不足に対応するために、事務作業の効率化などを図るためのソフトウェア投資などが活発化しているとみられる。実際、横浜財務事務所が発表している「法人企業景気予測調査（神奈川県分）」の24年度7～9月期調査をみると、設備投資の対象としてソフトウェアを選択した企業の割合は非製造業で製造業以上に高い（図表6）。

続く2025年度は、米国の通商政策をめぐって先行きの事業環境への不透明感が強まり、製造業

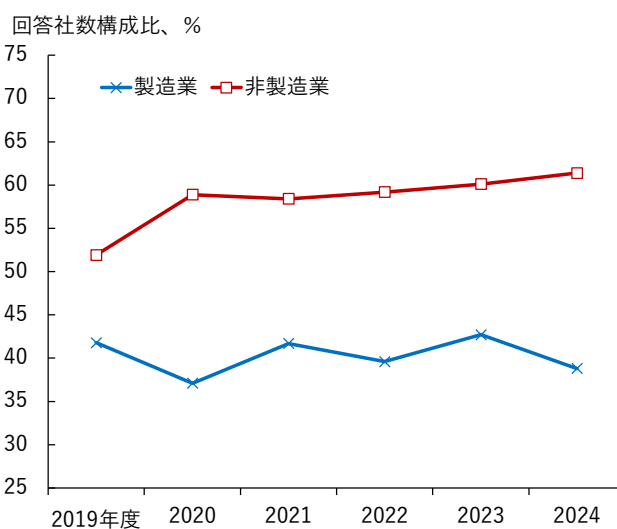
の設備投資は抑制されやすいとみる（詳細はトピックス1参照）。このため、25年度の神奈川県内企業の設備投資の増勢鈍化は不可避であろう。ただし、人口減少による働き手の減少圧力が高まる中、近年は12年や19～20年の景気後退時にも雇用人員判断DIは大幅な「過剰」超とならなかった。特に非製造業では、19～20年の景気後退時は「不足」超が維持された。このため、25年度も、省力化投資のニーズは非製造業を中心に衰えず、県内設備投資の一定の下支えになると予想する。

図表5 神奈川県の雇用人員判断DIと
生産・営業用設備判断DI
非製造業で製造業以上に人手不足



出所：日本銀行横浜支店「短観（神奈川県分）」

図表6 設備投資の対象としてソフトウェアを選んだ企業の割合（神奈川県分）
非製造業は製造業に比べてソフトウェア投資のニーズが高い



注1：10項目のうち、1社3項目以内の複数回答。

注2：各年度の7～9月期調査の結果。

出所：関東財務局横浜財務事務所「法人企業景気予測調査（神奈川県分）」

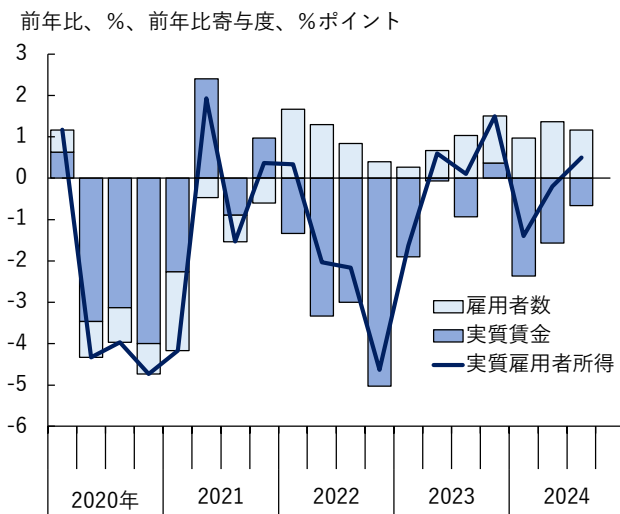
個人消費：家計の購買力改善は小幅、回復ペースは緩やかに

神奈川県内の個人消費に影響を与える実質雇用者所得（実質賃金×雇用者数）について、足元までの動きをみると、2024年7～9月期に前年比小幅なプラスとなった（図表7）。内訳をみると、雇用者数は緩やかに増加したものの、実質賃金上昇率が依然として前年比マイナスとなっている。7～9月期の横浜市消費者物価上昇率は、生活実感に近い「持家の帰属家賃を除く総合」で+3.6%と、同期間の神奈川県の名目現金給与総額（事業所規模5人以上）の平均上昇率である+2.9%を上回った。物価高により、家計の購買力の改善は乏しかったと評価できる。

こうした状況下、2024年冬までの神奈川県内の個人消費も、浮揚感を欠く展開となった。県内の実質財消費の動向をみると、総じて鈍い動きとなった（図表8）。もっとも、認証不正問題の影響が和らいだことを受けて、乗用車販売は高い水準で推移した。他方、サービス消費についても、内閣府「景気ウォッチャー調査（南関東）」の景気判断理由集からは、前回予測（2024年7月）時以降の回復ペースは緩やかだったことがうかがえる。

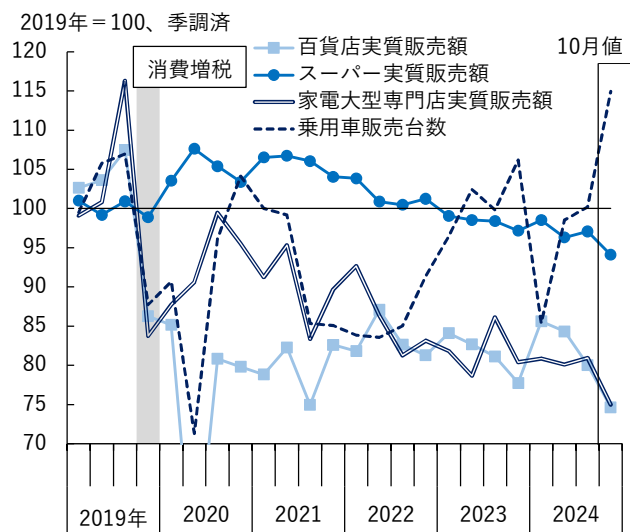
2025年年明け以降の神奈川県の実質雇用者所得も前年比で小幅なプラス圏での推移が続こう。

図表7 神奈川県の実質雇用者所得
足元の前年比プラス幅は小さい



注1：実質雇用者所得前年比＝事業所規模5人以上の常用労働者数前年比＋事業所規模5人以上の実質現金給与総額前年比。
注2：月次データの伸び率の四半期平均値を用いている。
出所：神奈川県「毎月勤労統計調査地方調査」より浜銀総研作成

図表8 神奈川県の実質財消費の動向
乗用車販売以外は、秋は鈍い動きに



注1：季節調整は当社が施した。
注2：百貨店とスーパーのそれぞれの月次販売額を、衣料品、飲食料品、家具＋家庭用電気機械器具、その他の4つの項目に分けて実質化をし、季節調整を施した。各項目の概念に近い消費者物価指数（横浜市）を用いて簡易的に実質化をしている。
注3：家電大型専門店実質販売額は月次販売額を、横浜市の家庭用耐久財、教養娯楽用耐久財の消費者物価の加重平均値で簡易的に実質化している。
注4：2024年10～12月期については、10月値が3か月続いた場合の値を示している。
出所：経済産業省「商業動態統計」、総務省「消費者物価指数」、神奈川県自動車販売店協会資料、全国軽自動車協会連合会資料より浜銀総研作成

実質雇用者所得を、実質賃金と雇用者数に分けて考えると、まず、実質賃金は25年度にプラスゼロ%台で推移すると予想する。慢性的な人手不足と物価高の長期化を背景に、名目賃金の伸びは来年度も高水準を維持しよう（トピックII参照）。一方、非製造業の価格転嫁が引き続き進捗し、物価上昇率も高止まりする公算が大きい（トピックIII参照）。また、25年冬のボーナスは輸出企業の業績が弱含むことを受けて、伸びが鈍化すると予想される。したがって、実質賃金は緩やかに回復しつつも、大幅な改善には至らないとみる。一方、雇用者数は、24年と異なり25年はその増勢が鈍化すると予想する。これまでの雇用者数の増加は、女性や高齢者の労働市場への参加が進んだことが背景にある。ただ、白須（2023a）で述べたように、女性や高齢者の労働市場への参加は既に進捗しており、25年に働き手の数が減少に転じる可能性は否定できない¹。

こうした中、2025年年明け以降の神奈川県内の個人消費も、引き続き回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。財・サービス別に個人消費を展望すると、まず、財消費は先行き緩やかに増加する。円安修正の進展で食料品の値上がりがいくぶん和らぎ、食料品を含む非耐久財の消費はやや増加するとみる。また、白須(2023b)は、24年度終盤にはPCなどのテレワーク関

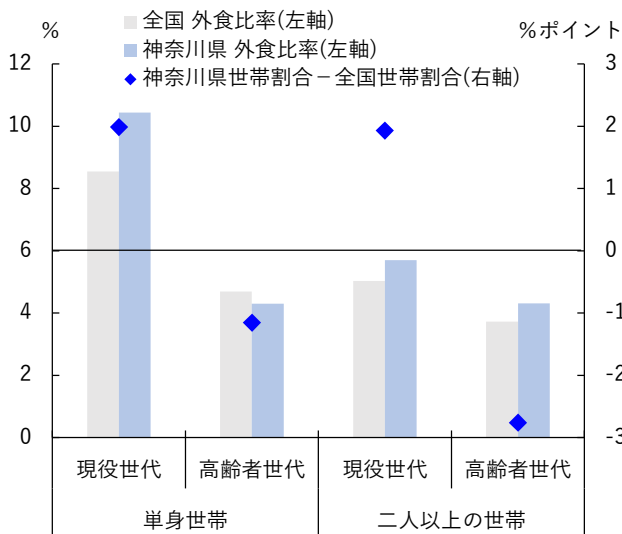
¹ もっとも、白須（2023a）の推計に反して、就業者数は全国、神奈川県ともに、なお増加傾向にある。高齢者の労働参加の一段の進展といった白須（2023a）で十分に織り込めていなかった事象が発生していると考えられ、この点については追加的な調査が必要である。

連機器の買い替え需要が発生し、家電販売が持ち直すことを見込んでいた。現状、物価高の影響もあり、買い替え需要の発現がやや遅れているとみられるが、25年度には相応の需要が発生するとみる。テレワークの普及率が高い神奈川県では、関連機器の買い替え需要は、財消費の一定の下支え役となる。

他方、サービス消費も回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。サービス価格も上昇傾向が続くとみられ、外食や旅行などのレジャー支出も大幅な増加は見込みにくい。神奈川県民の消費構造には、消費支出全体に占める外食の割合（以下、外食比率）が全国比で高いという特徴がある。これは、外食比率が高い現役世代の世帯の割合が、全国に比べて高いことが大きく影響している（図表9）。また、外食サービスは、他の消費活動に比べて価格上昇によって需要が減少しやすい。図表10では、価格上昇によって需要がどのくらい減少するかを示す価格弾性値（全国）を推計した。これをみると、外食の価格弾性値は他の項目を上回っており、価格上昇によって需要が減少しやすいことが示唆される。以上を踏まえると、本県のサービス消費は全国以上に伸びづらい面もあることには注意が必要である。

図表9 神奈川県の世帯割合の全国差と神奈川県と全国の外食比率

神奈川県は全国に比べて、外食比率の高い現役世代が多い



注1：世帯割合とは、国勢調査における一般世帯数に占める割合。単身世帯は「単独世帯」、二人以上の世帯は「親族のみの世帯」と「非親族を含む世帯」の合計。ただし、ここでの計算では、世帯の家族類型が不詳、世帯主の年齢が不詳の世帯数を除いたベースで計算している。

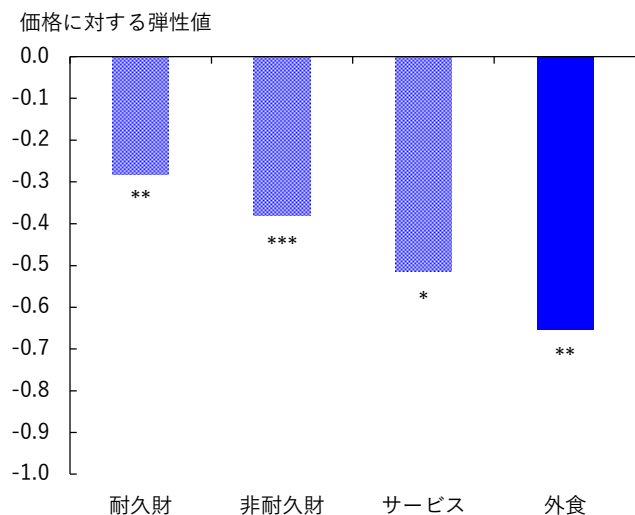
注2：世帯主の年齢が65歳未満の世帯を現役世代、65歳以上の世帯を高齢者世代とした。

注3：外食比率とは、消費支出全体に占める一般外食の割合。なお、現役世代の外食比率については、世帯主の年齢階級別の支出を、各世帯数分布で加重平均した値を用いている。

出所：総務省「2019年全国家計構造調査」、「令和2年国勢調査」より浜銀総研作成

図表10 消費活動別の価格弾性値（全国）

価格上昇で外食の需要は減少しやすい



注1：***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%有意。

注2：各消費項目の前年比を被説明変数、各消費項目に該当するデフレーターの前年比を説明変数にした回帰分析を実施した。なお、消費増税直後の期間（2014年4月～2015年3月、2019年10～12月）にはダミー変数を入れている。

注3：外食産業はコロナ禍の影響が甚大であったため、推計期間は全て、コロナ禍前の2004～2019年までとした。

注4：各消費項目のデータは、日本銀行公表の基礎データにおける実質原指数を用いた。また、デフレーターも基礎データの数値を用いた。耐久財、非耐久財、サービスについては、品目別の値をウエイトで加重平均した。

出所：日本銀行「消費活動指数」より浜銀総研作成

2. 見通しのまとめ

成長率は2024年度+0.8%、2025年度+0.5%と予測

以上を踏まえて、先行きの神奈川県内経済を展望すると、実質県内経済成長率は2024年度が+0.8%、25年度は+0.5%になると予測する（図表19）。

輸出は、世界的な半導体市場の回復などを背景に、2025年1~3月期までは、回復基調が続くとみる。ただ、米国の関税引き上げの影響が次第に顕在化し、25年度については、輸出が次第に減速感を強めると予想する。企業の設備投資については、人手不足対応のための省力化投資需要が引き続き見込まれる。しかし、米国の通商政策をめぐって先行きの事業環境への不透明感が強まり、25年度の製造業の設備投資は抑制されやすいと予想される。また、個人消費に影響を与える雇用所得情勢については、25年も近年では高い賃金上昇率が見込まれるものの、物価上昇率も高止まりする公算が大きく、実質雇用者所得は前年比小幅プラス圏の推移になると予想する。このため、個人消費の回復ペースも緩やかなものにとどまろう。

3. トピックス

1. リスク：トランプ氏再選で、景気下振れリスクが増す

2025年1月に、トランプ氏が米大統領に就任する予定である。同氏が掲げる政策の中で特に県内経済への影響が大きいと考えられるものは、関税の引き上げといった通商政策の変更である。白須（2024d）では、日本からの米国向けの輸出品に対して課される関税が10%引き上げられるケース①と、20%引き上げられるケース②を試算した。試算の結果、神奈川県の対米輸出などの減少を通じて、県内経済成長率が最大で0.3%ポイント程度下押しされるとの結果が得られた（図表11）。米国向け輸出に対する関税引き上げのみの影響であることを踏まえると、大きなインパクトである。もっとも、外交交渉次第では、日本の輸出品に対する関税の引き上げは軽微となる可能性も残っている。しかしながら、米中貿易摩擦が激化した19年の経験を踏まえると、例えば「米国が対中国の関税を引き上げ、中国の生産活動が停滞し、日本の中国向け輸出が減少する」という間接的な影響も想定される。仮に、19年当時の本県の工業生産の落ち込みの全てが、米中貿易摩擦や米欧貿易摩擦の影響であると想定する（ケース③）と、県内経済の成長率は-0.9%ポイント程度下押しされる計算になる²。

さらに、米国の通商政策変更の影響は、輸出の減少だけにとどまらない。多くの先行研究において、先行きの事業環境への不確実性の高まりは、企業の設備投資を先送りすることが知られている。白須（2024g）では、全国のデータを用いた分析ではあるが、前回のトランプ氏の在任期間中、通商政策の不確実性の高まりが、製造業の設備投資を抑制したことを指摘した（図表12）。

このように、米国の通商政策の動向次第で、2025年度の景気見通しは大きく変化する可能性が

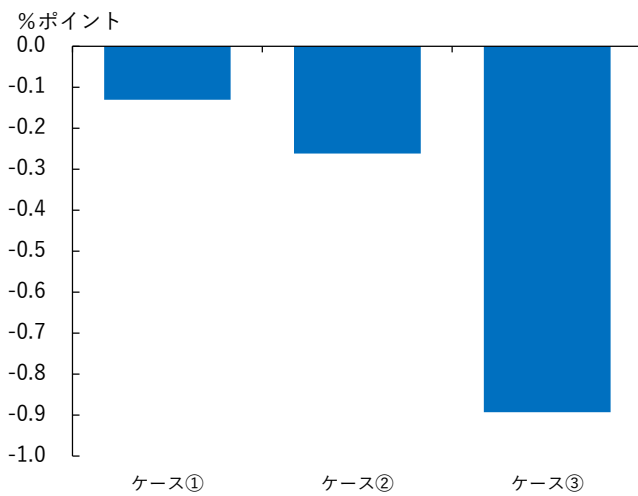
² 神奈川県の「工業生産指数」の業種別の増減率を、神奈川県の「産業連関表」（37部門）に当てはめて、マイナスの経済波及効果を試算した。試算結果を2019年度の実質県内総生産で除することで、成長率の下押し効果とした。単純化のため、デフレーターは考慮していない。また、業種の割付は、「工業生産指数」と「産業連関表」で概念が近い業種同士を割り当てたが、一部業種は「工業生産指数」で合成した同じ増減率を用いている。様々な仮定を置いているため、試算結果は相当の幅を持つ必要がある。

ある。トランプ氏の掲げる政策には、米国内での減税など景気浮揚策も多く含まれている。しかし、現状では、日本、神奈川県景気に対しては、上振れリスクよりも、下振れリスクの方が大きいと考える。

また、今回予測では織り込んでいないが、米通商政策の変更が貿易の縮小に作用した場合、生産性の低下を通じて中長期的に成長率が下押しされ続けるという懸念もある。白須、山口(2019)が指摘したように、1国の貿易開放度と生産性の間には強い関係性がある。日本としては、自由貿易を推進する姿勢を堅持することで、生産性の停滞を回避することが必要である。

図表 11 神奈川県の成長率への対米輸出関税上昇等による下押し効果

景気動向を左右するほどのインパクト



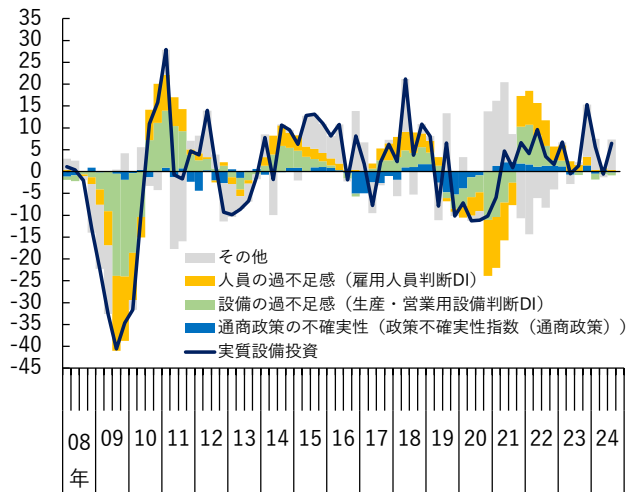
注：①、②は白須(2024d)の移出を含む影響。試算方法は白須(2024d)と脚注2を参照。

出所：神奈川県「神奈川県県民経済計算」、「2015年神奈川県産業連関表」、「工業生産指数」、財務省「貿易統計」、総務省「2020年産業連関表」、日本銀行「実質輸出入の動向」、「企業物価指数」、OECDより浜銀総研作成

図表 12 製造業の実質設備投資(全国)の前年比

19年は通商政策の不確実性が設備投資を下押し

前年比、%、前年比寄与度、%ポイント



注：白須(2024g)の図表3を再掲。

出所："Policy Uncertainty in Japan" by Elif C. Arbatli, Steven J. Davis, Arata Ito, Naoko Miake, and Ikuo Saito (経済産業研究所 HP より取得)、財務省「法人企業統計」、日本銀行「最終需要・中間需要物価指数(FD-ID指数)」、「短観」より浜銀総研作成

II. 賃金上昇：25年県内ベア3%前後へ、生産性の向上が急務

前述の通り2024年度も物価高が続き、家計の購買力はあまり改善しなかった。また、人手不足の状況も変わっておらず、特に近年は景気後退時でも非製造業において人手不足が解消しない。こうした中で、神奈川県内事業所の賃金も自然体で上昇しやすいと考えられる。白須(2024e)では、25年度の全国の春闘賃上げ率が+4.8%になると予測するとともに、県内事業所の名目所定内給与(基本給に相当)の上昇率が+3.1%になると予測した。本稿執筆時点までの最新のデータなどを踏まえて、改めて予測したところ、白須(2024e)時の予測とほぼ変わらず、全国の春闘賃上げ率が+4.7%、県内事業所の名目所定内給与上昇率が+2.9%になるとの結果が得られた(図表13)。名目所定内給与の上昇率はベースアップに相当するため、来年の県内のベアは3%前後となる計算である。

また、最低賃金も来年、一段と引き上げられると考えられる。先般の衆議院議員総選挙において、主要政党が最低賃金の引き上げを公約に掲げた。最低賃金の引き上げは、政治的なコンセン

サスが既に得られており、推進されやすい政策と考えられる。

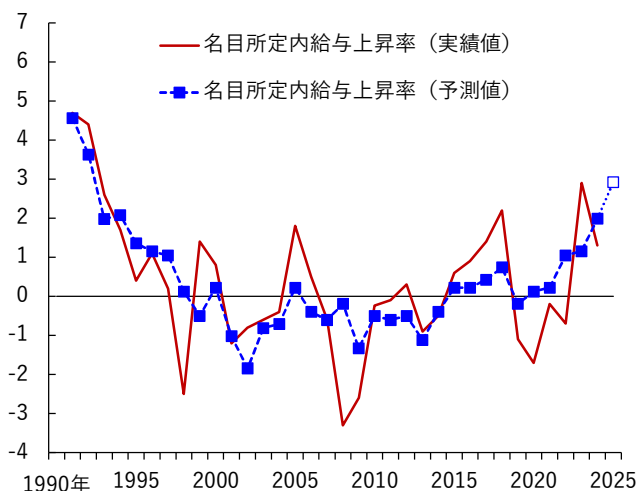
ただ、2024年がまさにそうであったように、高い賃金上昇率でさえあれば、景気が必ず押し上げられるという訳ではない。賃金上昇率が物価上昇率を上回らなければ、家計の購買力は改善しないからである。

企業が物価上昇率を上回る賃金上昇率を実現するためには、労働生産性の向上による収益力の改善が不可欠である。最近の名目所定内給与上昇率（神奈川県）と労働生産性上昇率（全国）をみると、直近4年は、労働生産性上昇率が名目所定内給与の上昇を支えている（図表14）。企業の労働生産性を引き上げる主な方法としては、(A)省力化投資により労働を資本（機械やソフトウェア）に代替すること、(B)研究開発投資を積極的に実施し、付加価値の高い新しい製品やサービスを提供すること、(C)人材投資を積極的に行い、人的資本（働き手のスキル）を高めることの3つが挙げられる。また、トピックス1でも述べたように、貿易と生産性の間には強い関係性がある。(D)自由貿易体制の維持は、現在の生産性の水準を維持するために不可欠である。このように、企業の取り組みだけで解決できない分野もあるため、最低賃金を引き上げる際には、政府や自治体が企業の労働生産性向上を後方支援する役割も重要になるだろう。

図表13 神奈川県の所定内給与（事業所規模5人以上、全産業）と25年の予測

25年の神奈川の所定内給与上昇率も3%前後へ

前年比、%



注1：白須（2024e）の図表4を最新値等でリバイスした。

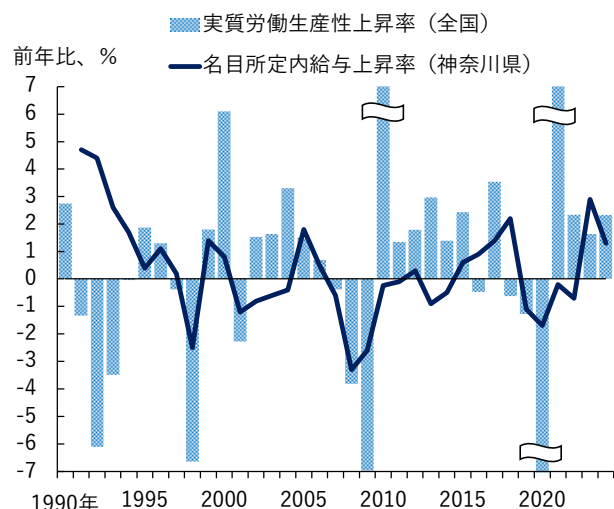
予測方法の詳細は白須（2024e）を参照。

注2：2024年の名目所定内給与上昇率（実績値）は、24年1～9月の平均値。

出所：厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」、財務省「法人企業統計」、総務省「消費者物価指数」、「（参考値）消費税調整済指数」、「労働力調査」、内閣府「四半期別GDP速報」、「国民経済計算」、日本労働組合総連合会資料、神奈川県「神奈川県毎月勤労統計調査地方調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」より浜銀総研作成

図表14 神奈川県の名目所定内給与上昇率と全国の企業の労働生産性上昇率

直近4年は労働生産性が上昇



注：2024年の名目所定内給与上昇率と実質労働生産性上昇率は直近値までの平均値。実質労働生産性の計算方法は白須（2024e）を参照。

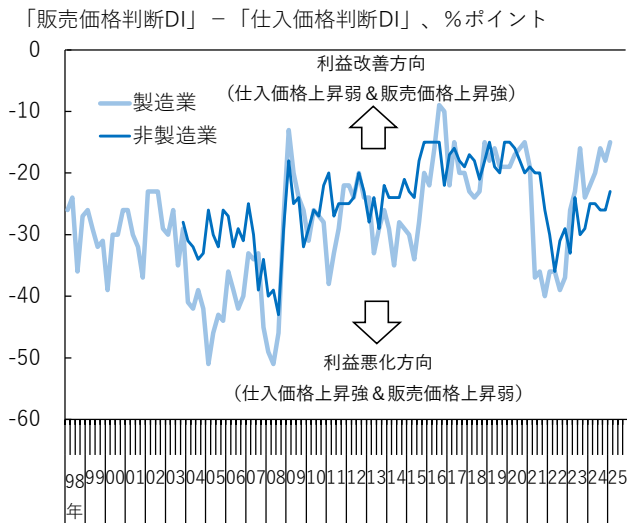
出所：神奈川県「神奈川県毎月勤労統計調査地方調査」、財務省「法人企業統計」、内閣府「四半期別GDP速報」、「国民経済計算」より浜銀総研作成

Ⅲ. 物価上昇：予測期間中、高めの伸びに

今回予測では、2025年も消費者物価上昇率は高止まりすると見込んでいる。白須（2024c）でも指摘したように、神奈川県内企業では特に製造業において価格転嫁が進捗しているものの、非製造業では価格転嫁が遅れている。非製造業には消費者向けのビジネスをしている企業が多いため、仕入コストの上昇ペースに比べて、価格転嫁をゆっくりと進めていると推察される。

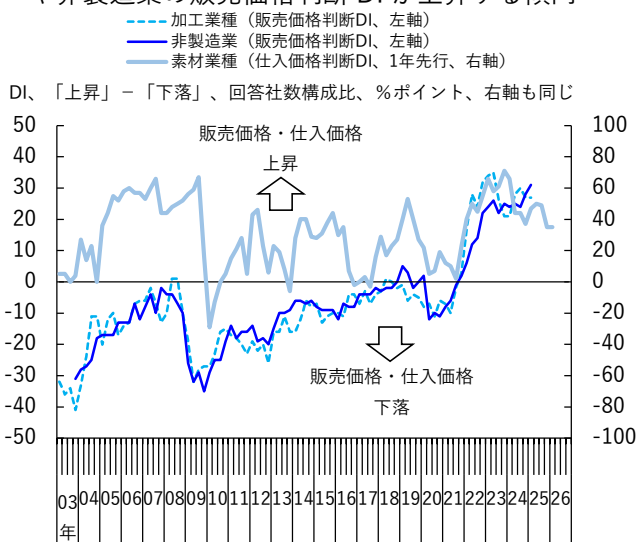
実際、「短観（神奈川県分）」を用いて、企業の価格転嫁の度合いを示す指標である交易条件（販売価格判断DI－仕入価格判断DI）を作成すると、神奈川県内では製造業の交易条件が概ねコロナ禍前と同じ水準で推移している一方、非製造業では回復が遅れている（図表15）。また、統計学的な分析を用いると、産業の川上（原材料の製造）に位置する製造業の素材業種の仕入コスト上昇の影響が、産業の川下（最終製品の製造や販売）に位置する製造業の加工業種や、非製造業の販売価格に波及するまでにはタイムラグが存在するため、1年から1年半程度、上昇の影響が残ることが確認できる³。足元では、県内の素材業種の仕入価格判断DIはピークアウトしているものの、高い水準にとどまっている（図表16）。このことから、県内の加工業種や非製造業の販売価格判断DIも当面は高い水準での推移が続くと予想される。特に非製造業では、これまで価格転嫁が遅れていた分、製造業以上に長期にわたって転嫁が進むと考えられる。従って、消費者物価にも引き続き上昇圧力がかかりやすいと予想される。

図表15 神奈川県内企業の交易条件
非製造業で交易条件の改善に遅れ



注：25年1～3月期は先行きの判断を基に作成。
出所：日本銀行横浜支店「短観（神奈川県分）」より浜銀総研作成

図表16 神奈川県内企業の価格判断DI
素材業種の仕入価格判断DIに遅れて、加工業種
や非製造業の販売価格判断DIが上昇する傾向



注：素材業種の仕入価格判断DIは1年先行させて表示している。直近値は先行きの判断。
出所：日本銀行横浜支店「短観（神奈川県分）」より浜銀総研作成

³ 「素材業種の仕入価格判断DI、販売価格判断DI」と、(ア)「加工業種の仕入価格判断DI、販売価格判断DI」、(イ)「非製造業の仕入価格判断DI、販売価格判断DI」を用いたVAR (Vector Autoregression) モデルを推計 (全てのDIで前年差をとった) し、インパルス応答を計算したところ、素材業種の仕入価格判断DIの上昇ショックから(ア)では7期目程度、(イ)では6期目程度まで、販売価格判断DIが有意に上昇することが分かった。コレスキー分解の順序は前述の順。ラグはSC (シュワルツ情報量規準) に基づき (ア)、(イ) とともに1期とした。推計期間は (ア)、(イ) とともに、2024年9月調査まででデータが取得可能な最大期間を取っているが、データの制約上、(イ) は (ア) よりも期間が短い。簡易的な推計であるため、結果はかなりの幅を持つ必要がある。

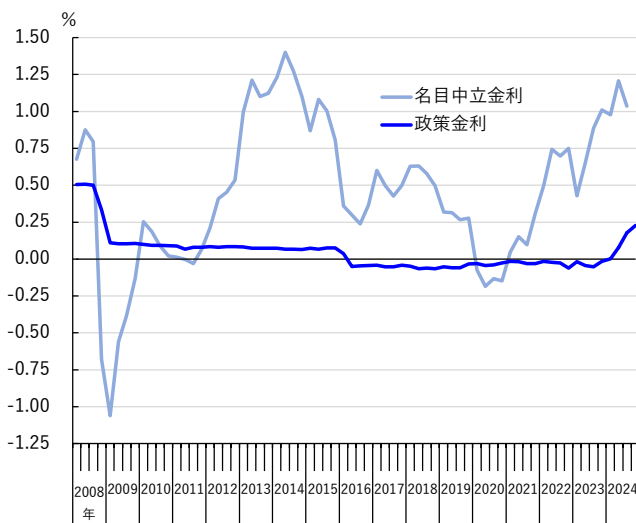
IV. 金利上昇：日銀追加利上げは1%が視野に入る展開に

トピックスⅢでみたように、2025年度も神奈川県内で物価上昇率は高めの伸びが継続する見通しである⁴。これは、程度の差はあれ、全国の統計でも同様の傾向が確認できる。また、米国では、トランプ氏の大規模な減税策や関税の引き上げによって、インフレ率が高止まりする公算が大きく、米金利は高水準にとどまると予想される。このため、為替レートについても、円安修正の進捗は鈍い動きになりやすいだろう。これらの状況を踏まえると、日本銀行が、市場予想より早期に利上げを進めざるをえない状況になりやすいと考えられる。

利上げ打ち止めの目安の1つは、景気を加速も減速もさせない名目中立金利の水準である。白須（2024b）で行った方法を用いて簡易的に推計すると、日本の名目中立金利は足元で1%程度との結果が得られる（図表17）。今回予測では、2025年度に日本銀行が政策金利を1%まで引き上げると見込んだ。

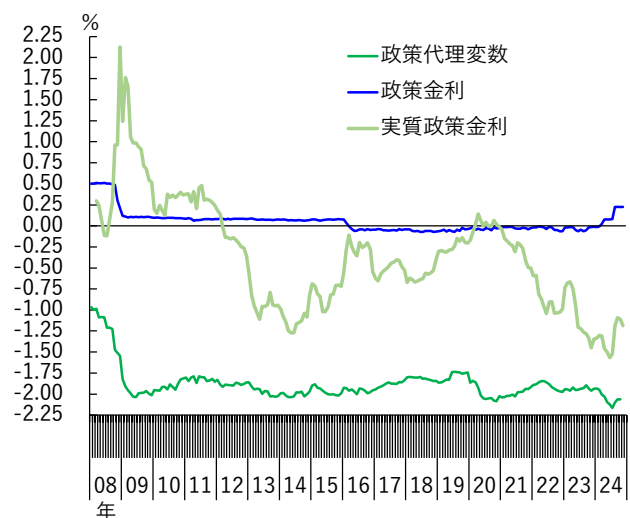
通常、景気減速の際には、利下げが予想される。なぜならば、景気減速の影響で物価上昇率が縮小ないしは、物価が下落するからである。今回局面では、トピックスⅠでみたように景気が減速すると予想される。一方、トピックスⅢでみたように、企業の価格転嫁がなお十分でないため、物価上昇率も高止まりする公算が大きい。加えて、輸入インフレなど円安によるデメリットも考慮すると、低すぎる金利にもリスクがある。現在の日本の金融政策を、期待インフレ率を考慮し

図表17 日本の名目中立金利と政策金利
足元は1%程度で推移



注1：白須（2024f）の図表1を再掲。
注2：政策金利は無担保コールレート（オーバーナイト物）。
注3：名目中立金利の推計方法は白須（2024b）を参照。
出所：内閣府「潜在成長率」、日本銀行「短期金融市場金利」、Bloombergより浜銀総研作成

図表18 日本の金融政策の緩和度合い
利上げ実施後も、金融環境は極めて緩和的



注1：白須（2024f）の図表2を再掲。
注2：政策金利は無担保コールレート（オーバーナイト物）。
注3：政策代理変数については、鎌田、須合（2006）を参照。今回は推計結果を鎌田、須合（2006）により近づけるために、政策金利の接続に有担保コールレートのデータを用いるなど、白須（2024a）での推計とは異なる方法を用いている。
注4：実質政策金利は、無担保コールレート（オーバーナイト物）から10年のインフレスワップレートを差し引いて求めた。
出所：日本銀行「貸出約定平均金利」、「短観」、「短期金融市場金利」、Bloombergより浜銀総研作成

⁴ このセクションは白須（2024f）を基に執筆している。

た「実質政策金利」や、過去の量的緩和政策による緩和効果などを考慮した政策金利に相当すると考えられる「政策代理変数」⁵で評価すると、政策金利が大幅なマイナス圏に沈んだ状態に等しいとの結果が得られる（図表 18）。このように考えると、日本銀行が金融政策の正常化を進め、低金利のメリットとデメリットのバランスを取ろうと模索していることは自然なことである。先行きの金利は、下振れる可能性よりも上振れる可能性の方が大きいと考える。

参考文献

- 鎌田康一郎、須合智広（2006）「政策金利ゼロ制約下における金融政策効果の抽出」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.06-J-13、2006年7月、日本銀行
- 白須光樹、山口修平（2019）「貿易取引の停滞、世界的な生産性低下の恐れ－自由貿易の枠組みを広げる取り組み重要に－」、経済百葉箱第137号、2019年9月、日本経済研究センター
- 白須光樹（2023a）「コロナ禍前水準を回復できない就業者数－人手不足が一層深刻化する中、企業にとっては生産性向上が急務となる－」、Economic View No.64、2023年4月、浜銀総合研究所
- 白須光樹（2023b）「2024年度の神奈川県内経済見通し－輸出回復や原材料価格ピークアウトで24年度の成長ペースはやや加速－」、Economic View No.71、2023年12月、浜銀総合研究所
- 白須光樹（2024a）「マイナス金利政策の解除は正常化の通過点」、Economic View No.74、2024年3月、浜銀総合研究所
- 白須光樹（2024b）「日銀の国債保有が無ければ足元の長期金利は2%－日銀の国債保有減額はゆっくりとしたペースで進めざるを得ない」、HRI テーマレポート No.6、2024年6月、浜銀総合研究所
- 白須光樹（2024c）「価格転嫁が進捗、24年度県内企業業績は増益に」、HRI テーマレポート No.14、2024年10月、浜銀総合研究所
- 白須光樹（2024d）「トランプ氏再選で関税による景気下振れリスクが高まる－対米輸出関税上昇のみでも、県内経済成長率を最大-0.3%pt 弱下押し」、HRI テーマレポート No.15、2024年11月、浜銀総合研究所
- 白須光樹（2024e）「25年春闘賃上げ率5%弱、県内ベア3%前後へ」、HRI テーマレポート No.16、2024年11月、浜銀総合研究所
- 白須光樹（2024f）「2025年の日銀の政策金利は1%へ」、HRI 研究員コラム、2024年12月、浜銀総合研究所
- 白須光樹（2024g）「米通商政策の不確実性が25年度設備投資を下押しカートランプ関税によるマイナスの影響と省力化投資需要が交錯」、HRI テーマレポート No.21、2024年12月、浜銀総合研究所

⁵ 政策代理変数については、鎌田、須合（2006）を参照。もちろん、1995年以前のデータで推計した結果を用いた指標が、現在の金融政策の実態を完全に示しているとは言えない。しかし、現在の金融政策が、実体経済の情勢に照らして緩和的であることは間違いないだろう。例えば、日本銀行「短観（2024年12月調査）」では、全国の全規模・全産業の資金繰り判断DI（「楽である」マイナス「苦しい」）が12と、プラス圏内で推移している。

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。



井町 淳哉（いまち じゅんや）

浜銀総合研究所 調査部 研究員補

神奈川県経済を担当。「景気観測（神奈川）」の執筆などに携わりながら、神奈川県の景気動向を中心に分析を行っている。

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

また、本レポートで解説した「神奈川県内経済見通し」に関するセミナーを2025年1月28日に開催いたします。ご関心のある方は、下記のサイトより、お申し込みください。

【URL】 セミナー案内

<https://www.yokohama-ri.co.jp/pdf/152463.pdf>

会場での受講をご希望の場合

https://www.yokohama-ri.co.jp/html/seminar/seminar_inquiry.html?kaijyou=1&kno=749&dt=2141295404

オンラインでの受講をご希望の場合

https://www.yokohama-ri.co.jp/html/seminar/seminar_inquiry.html?kaijyou=2&kno=749&dt=1917133648

図表 19 実質県内経済成長率見通し（2024年12月25日予測）

前年度比、% 寄与度、%ポイント	2021年度 実績	2022年度 実績見込み	2023年度 実績見込み	2024年度 予測	2025年度 予測
実質県内総生産(億円)	346,338	352,055	354,665	357,636	359,579
実質県内経済成長率	3.7	1.7	0.7	0.8	0.5
個人消費	2.1	2.8	0.2	0.6	0.8
住宅投資	0.7	1.5	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 1.0
設備投資	2.6	4.8	1.7	1.5	0.7
政府消費	3.5	1.4	0.8	0.8	0.8
公共投資	▲ 6.8	1.0	0.8	0.8	0.8
移出・輸出	8.9	6.3	2.7	2.2	1.0
移入・輸入	5.8	6.1	2.3	2.0	1.2
実質成長率に対する需要項目別増加寄与度					
県内需要	3.0	2.9	0.6	0.8	0.8
民間需要	2.7	2.7	0.4	0.6	0.6
公的需要	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
県外需要	0.8	▲ 1.3	0.2	0.1	▲ 0.2

注1：2022、2023年度の実績見込み、移出・輸出と移入・輸入の数値は当社による推計。

注2：県外需要（移輸出－移輸入）には、統計上の不突合・開差が含まれている。

注3：実質県内経済成長率は連鎖方式（平成27暦年連鎖価格）による実質県内総生産の対前年度増減率。記載していない項目があること、四捨五入の影響があることから、各年度の需要項目別の寄与度を足し合わせても合計と一致しない。

出所：神奈川県「県民経済計算」などより浜銀総研作成

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り扱いいただきますようお願いいたします。