政策・経済センター 堂本 健太 北川 諒 田中 嵩大

(1) 日本経済の現況

3四半期連続のプラス成長、個人消費は持ち直し継続

24年10-12月期の実質GDPは、季調済前期比年率+2.8%と3四半期連続のプラス成長となった。輸入の減少による成長率押し上げ効果を割り引く必要はあるが、緩やかな景気回復が続いている。民間最終消費(季調済前期比+0.1%)は3四半期連続で増加、民間企業設備投資(同+0.5%)もプラスに転じた。

内需を中心に、緩やかな景気回復を見込む

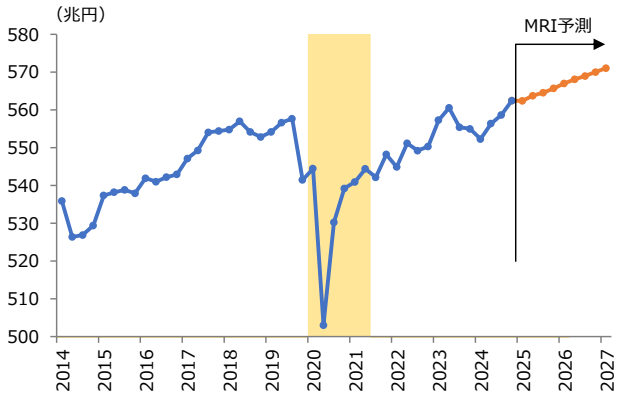
先行きは、米国新政権の政策について不確実性が大きいものの、内需を中心に底堅い成長が続くと予測する。25年春闘の賃上げ率は、23年・24年に続き高い伸び率で着地するとみられ、実質賃金はならしてみれば前年比プラスで推移すると予測する。個人消費は、実質賃金の回復、先行きの賃金期待改善から、緩やかに持ち直すだろう。企業の設備投資は、デジタル化・脱炭素・サプライチェーン強靭化に向けた取り組みや人手不足対応などを背景に、拡大傾向が続くだろう。輸出は、米国の関税政策に左右される面が大きいものの、海外経済の成長軌道継続を前提に底堅い推移を見込む。実質GDP成長率は、24年度前年比+0.7%(24年10-12月期GDPの上振れを踏まえ、前回12月時点同+0.4%から上方修正)、25年度同+0.9%(前回12月時点から据え置き)、26年度同+0.8%と予測する。

消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、以下「コアCPI」)は、24年度前年比+2.6%、25年度同+2.3%、26年度同+1.7%と予測する。エネルギー代負担軽減策の縮小・終了や食料価格(米など)高騰が当面押し上げに作用するとみられるが、影響一巡後は名目賃金の上昇や需給の引き締まりを反映して2%前後の伸び率に収れんする見通しである。日本銀行は、緩和的な金融環境を調整する観点から段階的に利上げを続けると想定する(26年度末の政策金利は1.25%と予想)。

予測の前提として、原油価格(WTI)は26年度末にかけて70ドル程度まで緩やかに下落、為替レートは米FRBの利下げ(25年0.50%pt・26年0.50%pt)を織り込み、対ドルで26年度末に140円程度まで円安が是正されると想定する。また、日経平均株価は、米国政策運営に対する不透明感から振れの大きい動きが予想されるものの、26年度末42,000円と緩やかな上昇傾向を想定する。

図表2-1 日本の実質GDP見通し

年度ベース (前年比%)	実績	予測		
	2023	2024	2025	2026
実質GDP	0.7	0.7	0.9	0.8
民間最終消費	▲0.4	0.7	1.0	1.0
民間住宅投資	0.8	▲1.2	▲0.5	▲0.1
民間企業設備投資	▲0.1	2.1	2.3	1.8
民間在庫品増加 (寄与)	▲0.4	0.0	▲0.0	0.0
政府最終消費	▲0.8	1.5	0.5	0.4
公的固定資本形成	▲0.3	1.8	1.7	1.8
財・サービス 純輸出 (寄与)	1.4	▲0.3	▲0.1	▲0.3
財・サービス 輸出	2.9	1.7	1.6	0.9
財・サービス 輸入	▲3.3	3.3	2.2	2.3
名目GDP	4.9	3.7	3.3	2.7
消費者物価 (生鮮除く総合)	2.8	2.6	2.3	1.7



		実績				予測								
		2024 1-3	4-6	7-9	10-12	2025 1-3	4-6	7-9	10-12	2026 1-3	4-6	7-9	10-12	2027 1-3
実質GDP	前期比	-0.5%	0.7%	0.4%	0.7%	0.0%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
	前期比年率	-1.9%	3.0%	1.7%	2.8%	-0.1%	1.0%	0.6%	0.8%	0.9%	0.8%	0.6%	0.7%	0.7%

注:右上図の黄色の網掛けは景気後退期。
出所:内閣府「国民経済計算」「景気基準日付」、総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

米政権の政策運営の不確実性は高い、日本経済に影響する波及経路は主に4つ

25年1月、米国で第2次トランプ政権が発足した。同政権の政策運営について不確実性は高く、その内容次第で日本経済・企業への影響も変化する。日本経済への主な波及経路として、①日本からの貿易や在米日系企業の収益への影響、②為替相場の変動、③エネルギー価格の変動、④政策不確実性の上昇、の4つがある。

①について、トランプ大統領が就任から2月18日までに予告した追加関税のうち、日本の対米輸出に関係するものは、「(A)鉄鋼・アルミニウムへの25%関税」「(B)相互関税」「(C)自動車・半導体・医薬品への追加関税」である。(A)については、3月からの適用を前に、日本政府が日本企業の適用除外を申し入れしている状況にある。(B)については、日本の対米輸入関税率と、米国の対日輸入関税率の差は小さいが(P.6総論、図表1-7参照)、非関税障壁も考慮される可能性があり、具体的な内容は不透明である。(C)のうち自動車に対する関税について、4月2日前後に実施すると言及されており、日本経済への悪影響が懸念される。自動車関連は日本の対米輸出の約3割を占め、対象範囲・税率次第では輸出が下押しされかねない。

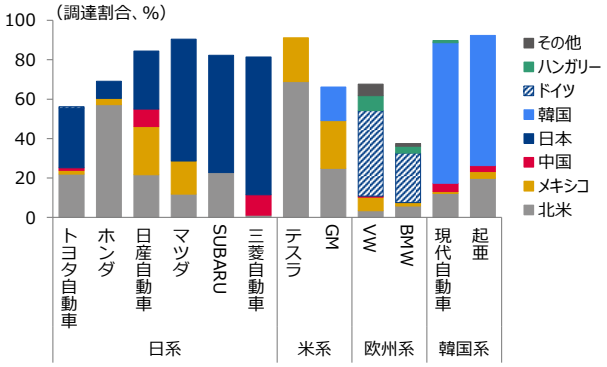
加えて、3月に延期されているメキシコ・カナダへの関税実施も、在米日系企業、特に日系自動車メーカーにとってリスクである。日系メーカーのなかには、米国で販売する自動車を米国内で生産している企業もあれば、生産コストの低いメキシコで製造し、米国に輸出する形を取る企業もある(図表2-2)。前者のような企業は、法人減税の恩恵を受ける可能性がある一方で、後者は一段のコスト高となる恐れがある。

②について、トランプ政権が掲げる追加関税や減税は米国のインフレ圧力を高めかねない。トランプ政権はインフレ抑制を目指しているが、思惑どおりに実現するとは限らない。物価高の再燃で米国金利が高止まりすれば、ドル高・円安圧力が強まり、日本国内でコストプッシュ型のインフレが高まる可能性がある。

③について、トランプ政権は国内産業の活性化とインフレ抑制の二兎を追う観点から、環境規制の緩和・撤廃により化石燃料の増産、燃料価格の引き下げを進める可能性がある。エネルギー価格が下落すれば、交易条件改善による国内所得の押し上げが見込まれる。

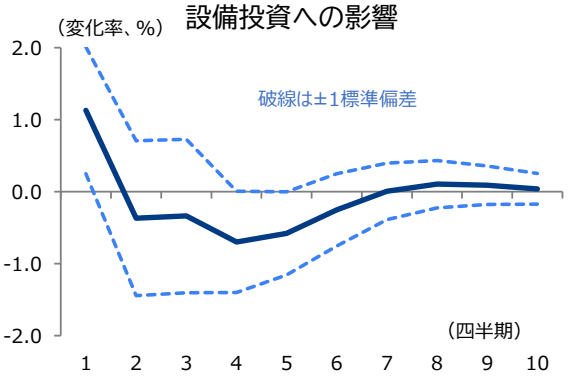
④について、新聞報道などから経済政策の不確実性を定量化した世界の経済政策不確実性指数は、米国大統領選前後の24年10月から11月にかけて急上昇した。構造VARを用いて、経済政策不確実性指数が第1次トランプ政権期間中(コロナ危機の影響が大きい2020年は除く)と同程度上昇(70ポイント程度)した場合に、国内設備投資に与える影響を推計すると、1年後をピークに▲0.7%程度下押しされるとの結果となった(図表2-3)。政策の予見性が低い環境が続くことで国内設備投資が抑制される可能性が示唆される。

図表 2-2　各国自動車ブランド別にみた米国で販売する自動車の調達先



注:北米にはカナダを含む。各モデルの調達割合の単純平均。シェアが「上位2カ国かつ15%以上」でない調達先については、報告義務は発生しないことから、完全に100%とはならない。
出所:NHTSA"Part 583 American Automobile Labeling Act Reports"より三菱総合研究所作成

図表 2-3　不確実性の高まりによる設備投資への影響



注:変数は世界経済政策不確実性指数、世界実質輸入、円実質実効為替レート、日本の実質輸出、日本の実質設備投資の5つ(HP フィルターによりトレンド成分は除去)。ショックの識別は上記順の短期制約による。ラグ次数は SC 基準から2。サンプルは 2010 年代の四半期データ。
出所:Economic Policy Uncertainty、世界銀行、内閣府「国民経済計算」などより三菱総合研究所作成

持続的に成長する経済構造に移行できるか、日本経済は岐路に立つ

海外起点の不確実性は高いものの、日本経済について長期デフレ環境から着実な変化がみられる。過去2年で醸成された賃上げ機運は途切れず、25年春闘でも高めの賃金上昇が実現する見通しだ。賃金上昇が続くなかで、個人消費は徐々に回復の足取りを着実なものとしていくだろう。

今回見通しの注目点は次の3点である。第一に、25年春闘の賃上げ率はどの程度となり、それは消費の回復を後押しするのか(注目点①賃上げの定着)。第二に、実質賃金を左右する企業の生産性は上昇ペースを高められるか(注目点②生産性の底上げ)。第三に、物価上昇率の高止まりを踏まえ、日本銀行は政策金利をどの程度引き上げるのか(注目点③物価・金融政策の展望)である。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

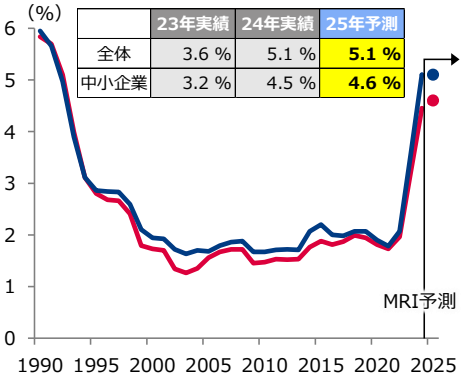
注目点① 賃上げの定着 ―― 25年春闘も5%の賃上げが継続、中小企業も含めて賃上げ定着に前進

25年春闘も前年並みの高い賃上げ率へ

25年春闘の賃上げ率(定期昇給とベースアップの合計)は、5.1%と前年並みの高い伸びを予測する(図表2-4)。中小企業(組合員数300人未満)も、4.6%と前年からやや伸び率を高める見通しである。

深刻な人手不足と物価上昇の継続が賃上げ圧力となる中、労使ともに賃上げ姿勢を強めていることが予測の背景にある。労働者側について、産業別労働組合が指針として掲げるベースアップ目標は前年並みであり(図表2-5)、底堅い企業業績を踏まえると大幅な下振れは見込み難い。企業側について、25年に賃上げを予定する企業の割合は、昨年末時点で大企業74%、中小・中堅企業70%と前年同時期調査を上回る(図表2-6)。そのうち、ベースアップ率3%以上に相当する大幅賃上げを予定する企業の割合も、前年同時期調査を上回る。これらを踏まえると、大企業、中小企業ともに前年並みかそれ以上の賃上げ率で着地する蓋然性は高まっている。

図表 2-4 春闘の賃上げ率



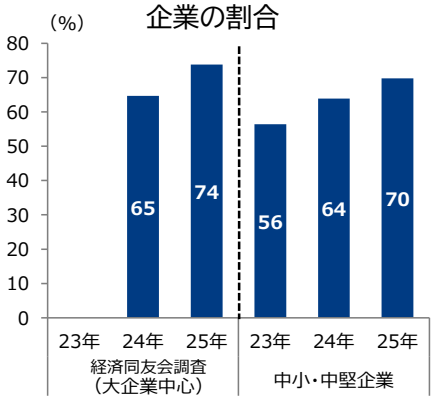
注:24年までは最終集計結果。中小企業は組合員数300人未満。
出所:日本労働組合総連合会「賃上げ状況の推移」より三菱総合研究所作成

図表 2-5 賃上げ目標と妥結水準

		23年	24年	25年
賃上げ率(定期昇給+ベースアップ率)	連合目標	5%程度	5%以上	5%以上
	妥結結果	3.6%	5.1%	
ベースアップ率	連合目標	3%程度	3%以上	3%以上
	産業別組合取り組み方針	2.5%	3.6%	3.7%
	妥結結果	2.1%	3.6%	

注:産業別組合取り組み方針は、要求水準を中核組合の組合員数で加重平均して算出。
出所:日本労働組合総連合会、各種報道より三菱総合研究所作成

図表 2-6 賃上げを予定する企業の割合



注:調査時期は大企業で前年12月時点、中小・中堅企業で前年11月時点。
出所:経済同友会「景気定点観測アンケート調査結果」、商工中金「中小企業の賃上げの動向について」より三菱総合研究所作成

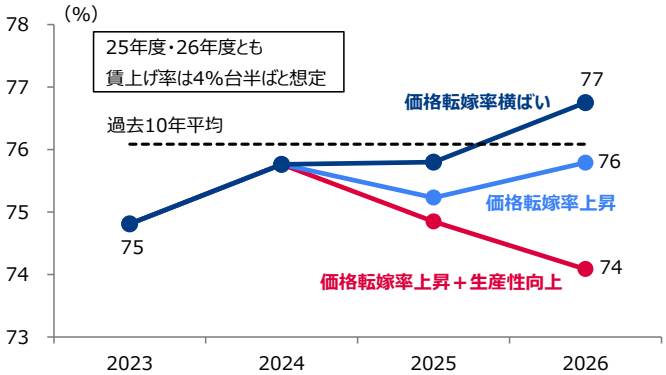
26年以降の賃上げ持続に向けて、中小企業の価格転嫁と生産性向上が焦点

3年連続の大幅賃上げ実現は、賃上げ定着に向けた社会機運の強まりと評価できる。実際、賃上げが続く中でも、大企業の労働分配率は過去平均を大きく下回っており、引き続き賃上げ余力は大きい。大きな景気下振れ要因がなければ、大企業は26年以降も同水準の賃上げが可能だろう。

一方、中小企業の賃上げ持続性には課題が残る。現在の価格転嫁率のまま、26年まで4%台半ばの賃上げ率(ベースアップ3%程度)が続くと仮定すると、労働分配率は過去10年平均を上回り、賃上げの持続性が懸念される(図表2-7●)。

賃上げを継続しつつ労働分配率の上昇を抑えるには何が必要か。まず、原材料や賃金のコスト上昇に対する価格転嫁率を高められれば、労働分配率は過去10年平均に収まる(図表2-7●)。さらに、生産性も向上すれば、労働分配率が一段と低下し、賃金への分配余地が広がる(図表2-7●)。中小企業の賃上げ持続と大企業との格差是正のためには、価格転嫁進展と生産性向上が欠かせない(生産性は注目点②で詳述)。

図表 2-7 中小企業の労働分配率



注:24年度は7-9月期までの平均により延伸。価格転嫁率は24年度45%をベースに、上昇シナリオでは25年度50%、26年度55%と段階的に高まると想定。生産性上昇率は、コロナ前平均への回帰をベースに、向上シナリオでは26年度にかけて0.6%上振れと想定。
出所:財務省「法人企業統計調査」より三菱総合研究所作成

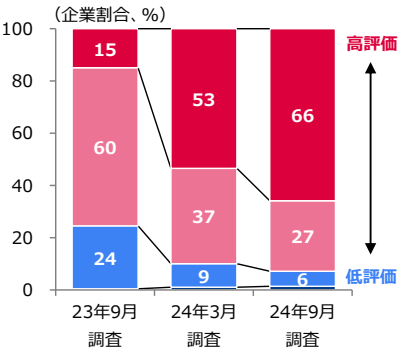
Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

価格転嫁可能な環境が徐々に整備、一段の広がりが賃上げ定着を後押し

賃上げ持続の鍵を握る中小企業の価格転嫁は徐々に進んでいる。中小企業庁の調査によると、中小企業から見た発注企業の価格交渉姿勢について、23年9月調査から24年9月調査にかけて高評価の割合が増加した(図表2-8)。パートナーシップ構築宣言の広がりや公正取引委員会「労務費の適切な転嫁のための価格交渉に関する指針」の公表をはじめ、価格転嫁円滑化の取り組みが効果を上げつつある。それに伴って、中小企業の価格転嫁率は、コスト種別を問わず上昇傾向が続いている(図表2-9)。

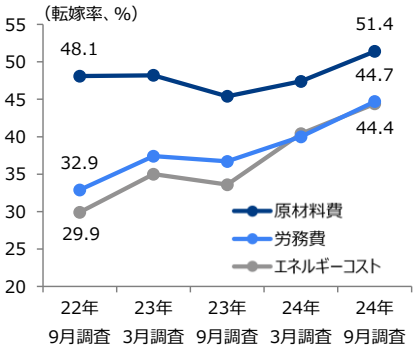
先行きも官民一体の取り組みが後押しする形で、価格転嫁が一段と進むとみる。25年1月、経済3団体(経団連、経済同友会、日本商工会議所)は過去2年に続いて「パートナーシップ構築宣言」への参画を呼び掛けた。中小企業庁も下請法改正を含む取引適正化対策の全体像を示している。社会全体で商慣習を見直す潮流は今後も続くだろう。

図表 2-8 発注企業の価格交渉姿勢



注:発注企業約200社の価格交渉姿勢に対する中小企業の4段階評価。
出所:中小企業庁「価格交渉促進月間の実施とフォローアップ調査結果」より三菱総合研究所作成

図表 2-9 中小企業の価格転嫁率



注:「価格転嫁は不要」との回答を除いて集計・算出。
出所:中小企業庁「価格交渉促進月間の実施とフォローアップ調査結果」より三菱総合研究所作成

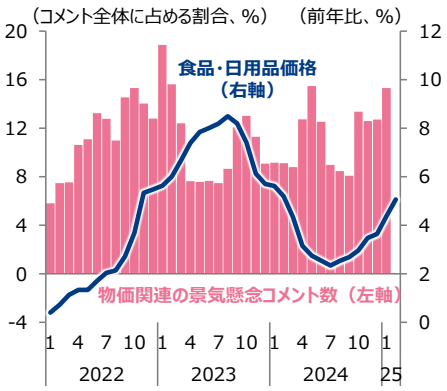
個人消費は食品価格高騰で一時伸び悩みも、実質賃金見合いで持ち直しへ

個人消費は持ち直し傾向にある。24年10-12月期の実質民間最終消費は季調済前期比+0.1%と、食品価格高騰などから鈍化したものの、3四半期連続のプラスを維持した。

実質賃金は、食品価格の高止まりやエネルギー代負担軽減策の縮小を受けて、25年入り後に一時マイナス圏で推移するとみられ(11月見通し時点ではプラス圏での推移を想定)、個人消費の伸び悩みが予想される。実際、昨年後半以降に食品・日用品価格の上昇率は拡大傾向にあり、景気ウォッチャー調査(家計動向、現状)において景気判断理由として物価関連に言及し、弱めの景気判断をする割合が上昇している(図表2-10)。

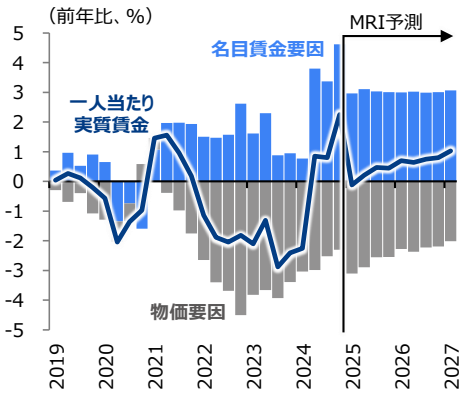
25年半ば以降、物価押し上げ要因の剥落に伴い実質賃金は前年比プラスで推移するとみられ(図表2-11)、個人消費は家計の購買力見合いで持ち直すだろう(25年度前年比+1.0%、26年度同+1.0%)。さらに、家計の期待所得の改善も個人消費の押し上げ要因となる。当社の生活者市場予測システム(mif)上で実施したアンケートによると、3~5年後の賃金上昇率について、23年以降1~2年のみで賃上げを見込む就労者は±0%との見方が最多となる一方、3年連続で賃上げを見込む就労者はプラスとの見方が大多数となった(図表2-12)。3年連続の賃上げが実現との認識が広がることで、過度な節約志向の緩和が期待される。

図表 2-10 食品・日用品価格と物価関連の景気懸念コメント数



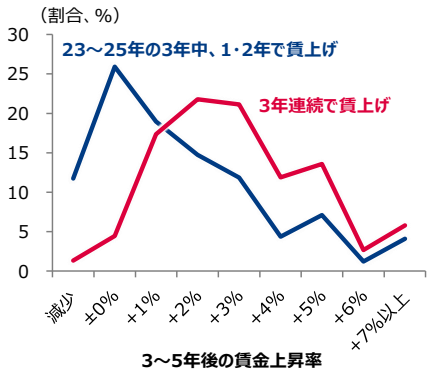
注:コメント数は、景気ウォッチャー調査の家計動向関連(現状)景気判断理由のうち、物価に関連し、判断を「やや悪」「悪」とした割合。食品・日用品価格の直近は2月11日までの平均。
出所:内閣府「景気ウォッチャー調査」、ナウキャスト「日経CPINOW」より三菱総合研究所作成

図表 2-11 一人当たり実質賃金



注:四半期ごと。名目雇用者報酬/雇用者数を家計最終消費支出デフレーター(除く持家の帰属家賃)により実質化。
出所:内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-12 家計の期待所得(MRI 調査)



注:20-69 歳の就労者 1,632 人を対象に集計。
出所:三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート(25 年 1 月 24-26 日実施)

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

注目点② 生産性の底上げ ―― 生産性向上の取り組み進展が、実質賃金を押し上げ

実質賃金の動向を左右する労働生産性は改善傾向

賃上げが定着するのみならず、物価上昇を上回る賃金上昇が実現するためには、生産性向上が不可欠である。労働生産性の伸び率は、付加価値率上昇を主因に近年徐々に高まっている（図表2-13）。先行きは、①設備投資の拡大、②人的投資の増加、③新陳代謝の活発化、の3点が労働生産性を押し上げるとみる。

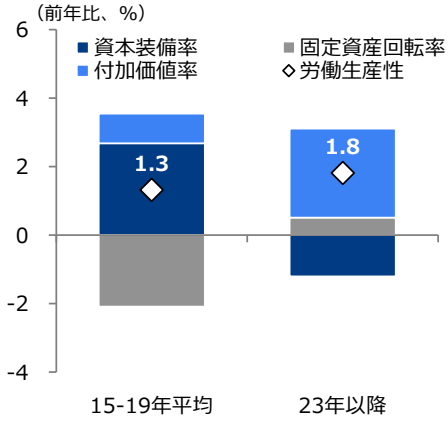
企業の設備投資は拡大余地あり

24年10-12月期の実質民間企業設備投資は、季調済前期比+0.5%と2四半期ぶりに増加した。もっとも、設備投資キャッシュフロー比率は底這い推移であり、配当金の伸びと比較すると引き続き投資慎重姿勢もみられる（図表2-14）。

先行きの実質民間企業設備投資は、25年度前年比+2.3%、26年度同+1.8%と拡大すると予測する。その背景として、人手不足対応のための省力化投資に加え、（A）産業政策による投資促進、（B）デジタル化の進行、がある。これらは中長期的な取り組みが求められるため、供給制約や海外経済の不確実性の下でも、設備投資の回復は継続するだろう。

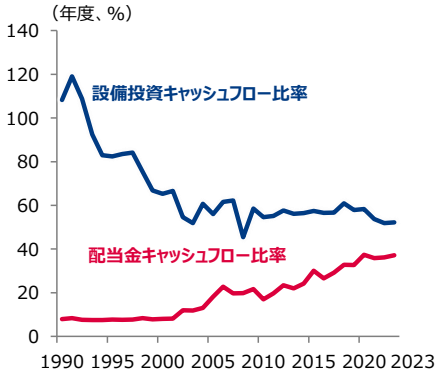
（A）について、半導体産業支援やGX経済移行債など政府による投資促進策が民間投資の呼び水となるだろう（図表2-15）。米国の先行研究では公的なR&D関連支出（大学や企業への委託・助成など、防衛分野は除く）は民間の投資やTFPに対して正の外部性を持つ傾向が指摘されている（Fieldhouse&Mertens（2023）[1]）。GX経済移行債（初回発行分）の資金使途の過半が研究開発であるほか、AI・半導体基盤強化フレームでは次世代技術開発支援が重視されており、R&D支援の強化を起点とする民間投資の喚起が期待される。

図表 2-13 時間当たり実質労働生産性



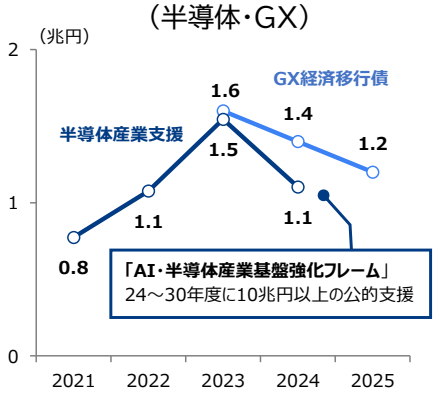
注：23年以降は24年7-9月期まで。固定資産は無形資産を含み、土地は除く。
出所：財務省「法人企業統計」、厚生労働省「毎月勤労統計」より三菱総合研究所作成

図表 2-14 設備投資と配当金のキャッシュフロー比率



注：キャッシュフロー＝経常利益/2＋減価償却費。設備投資はソフトウエアを除く。直近は23年度。
出所：財務省「法人企業統計」より三菱総合研究所作成

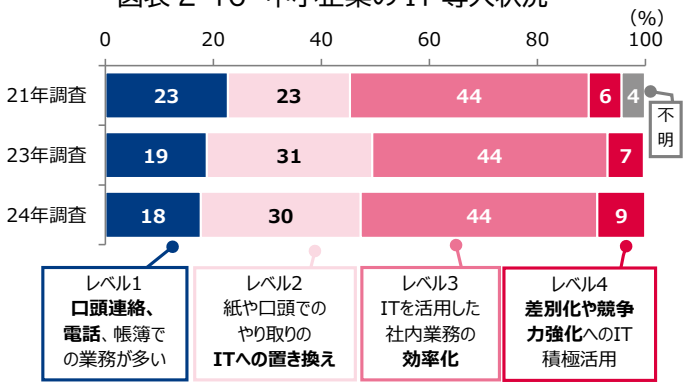
図表 2-15 政府による投資支援額（半導体・GX）



注：半導体は予算計上年度、GX経済移行債は発行年度。AI・半導体基盤強化フレームにはGX経済移行債の活用等も含まれる。
出所：経済産業省予算資料、財務省財政制度審議会資料などより三菱総合研究所作成

（B）について、ソフトウエア投資は拡大傾向にあるが、デジタル化の取り組み度合いに企業差は大きく、投資拡大余地は依然大きい。中小企業を対象とした東京商工会議所の調査によれば、IT導入割合は年々増加傾向にあり、24年時点で80%を上回る（図表2-16 ■■■）。ただし、うち30%は「■紙や口頭でのやりとりのITへの置き換え」であり、より高度な「■差別化や競争力強化へのIT積極活用」の割合は9%にとどまる。前者よりも後者の方が、IT導入の効果として、販路・売上拡大、新製品・サービス開発、などを挙げる傾向が強い。業務効率化目的にとどめず、付加価値向上につなげる観点から、デジタル化を進める取り組みが期待される。

図表 2-16 中小企業の IT 導入状況



注：24年調査の調査期間は10月15日～11月15日。回答企業は主に東京区内の中小企業1,218社。
出所：東京商工会議所「中小企業のデジタルシフト・DX実態調査」より三菱総合研究所作成

[1] Andrew J. Fieldhouse and Karel Mertens.2023. “The Returns to Government R&D: Evidence from U.S. Appropriations Shocks.” Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper2305

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

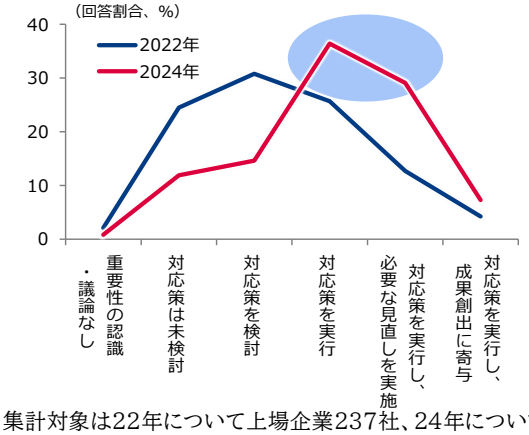
人的投資の増加が生産性向上効果を補完

デジタル投資による生産性向上効果を最大化するためには、人的資本投資とセットで実行することが重要である。デジタル投資とITスキルの補完性について、滝沢・宮川(2024)[2]は日本の企業データを用い、ICT 投資による生産性向上にICT リテラシーを高める追加的な投資が必要である点を指摘している。さらに、Brynjolfsson et al.(2024)[3]によると、ITスキルが生産性へ与える影響は近年高まっている。

そうした中、人的投資に対する企業の関心は高まりつつある。経済産業省の調査によると、リスキリング機会の従業員への提供について「実行している」と回答した企業の割合は22年から24年にかけて増加している(図表2-17)。

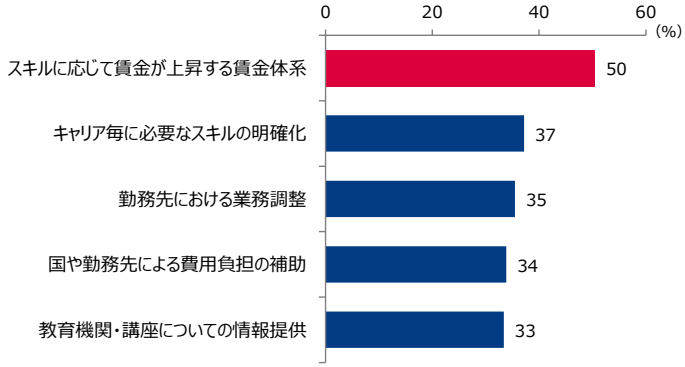
もっとも、リスキリングを効果的に推進するためには、国際的に低い日本の労働者のスキルアップ意欲を底上げする必要がある。当社のアンケート調査では、リスキリングを取り組むうえで重視する項目として「スキルに応じて賃金が上昇する賃金体系」を挙げる割合が最も高かった(図表2-18)。リスキリング推進に際し、金銭面や情報面の支援拡充だけでなく、スキルが適切に評価される賃金体系の整備が急務である。

図表 2-17 リスキリングの機会提供の状況



注:集計対象は22年について上場企業237社、24年について人的資本経営コンソーシアム会員企業261社。
出所:経済産業省「人的資本経営に関する調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-18 リスキリングを取り組む上で重要な要素(mif 調査)



注:回答はIT基礎分野のリスキリング未実施層を対象に1,482名。上記5項目に加え、「キャリアパス具体化」「受講環境柔軟化」「家事育児介護負担の軽減」「その他」「あてはまるものはない」の中から3つまで選択。
出所:三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート(25年1月24-26日実施)

経済全体の新陳代謝の促進も生産性向上の追い風

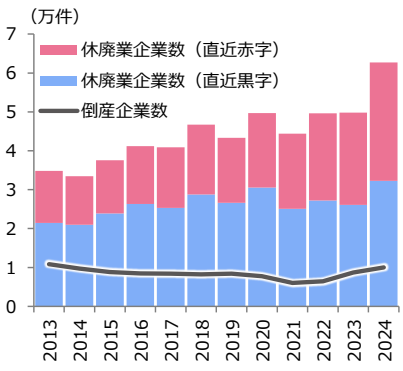
経済全体の新陳代謝も活発化の兆しがある。東京商工リサーチによると、24年の倒産企業数は13年以来、11年ぶりに1万件を超え、休廃業企業も過去最高を更新した(図表2-19)。物価・賃金・金利の上昇がコスト増となって企業の退出を促したほか、経営者の高齢化により事業継続を断念する例が増えているとみられる。

もっとも、休廃業・解散企業の中には黒字経営のものも多く、経営資源を散逸することなく円滑に移行することができれば、生産性向上につながる。事業承継を実施した企業は、企業ごとの属性の違いをコントロールしたうえでも売上高などの経営指標が有意に良好な傾向がある(図表2-20)。

そうした事業承継の手段の一つとして、M&Aの重要性が近年高まっている。全国の事業承継・引継ぎ支援センターにおける第三者承継(M&A)は23年度に過去最高を記録し、経営者交代に占めるM&A割合も緩やかに上昇している。

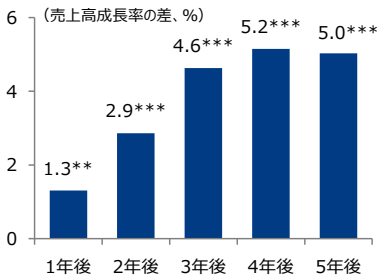
今後、事業承継の手段としてM&Aの有効性をさらに高める観点から、市場参加者の育成と市場ルールの整備が急務である。特に、企業同士のマッチングや買収後の円滑な経営統合に課題が大きく、それを支援する枠組みの一層の拡充が求められる。

図表 2-19 倒産・休廃業企業数



出所:東京商工リサーチ「全国企業倒産状況」、「2024年の「休廃業・解散」企業動向調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-20 事業承継の売上高への影響



注:対象は11年度に事業承継実施の4,535社。対照群と処置群の売上高の対数変化差を傾向スコアマッチングを用いて推定。***が1%、**が5%で有意。
出所:中小企業庁「2019年版中小企業白書」より三菱総合研究所作成

[2] 滝澤美帆、宮川大介(2024)「ICT 投資が生産性に与える効果～ミクロデータに基づく検討～」経済分析第 209 号
[3] Erik Brynjolfsson, Wang Jin and Sebastian Steffen.2024. "Do IT Capabilities still drive Productivity and Innovation in the Digital Age?" Stanford Digital Economy Lab Working Paper

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

注目点③　物価・金融政策の展望 ―― 物価上昇長期化を踏まえ、日本銀行は段階的な利上げを継続

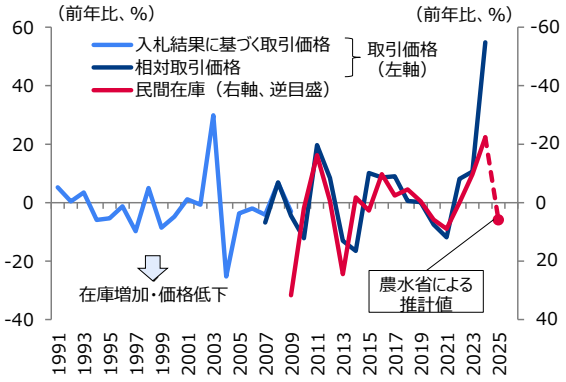
米価格高騰を主因にインフレ圧力高まる

コアCPIの伸び率は、再度拡大傾向にある。24年12月のコアCPIは前年比＋3.0%と16カ月ぶりの3%台となった。その背景として、ガソリン補助金の縮小や電気代・ガス代軽減策の停止の影響もあるが、食料価格高騰の影響が大きい。

特に米価格の上昇が顕著である。米の卸売段階での取引価格は、生産・流通コストの上昇に加え、在庫量に対する懸念から、24年は前年比＋50%超上昇し、比較可能な90年以降で最高値となった（図表2-21）。25年秋にかけて25年の生産量が十分との認識が広まるにつれて価格は鎮静化するとみられるが、当面は価格の高止まりが続くだろう。また、鶏卵価格も、24年の猛暑に加え、鳥インフルエンザの拡大を受け、騰勢を強めている。これらの食料価格高騰の影響により、25年前年のコアCPIは3%程度での高止まりが予想される。

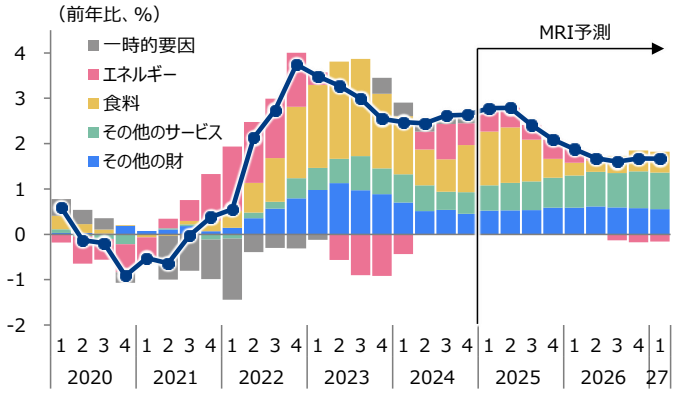
コアCPIには含まれない生鮮野菜も、少雨の影響で24年末以降に高騰し、25年1月以降もキャベツや白菜は平年比2～3倍の高値が続いている。生鮮食品を含む総合CPIの伸び率は、24年12月に前年比+3.6%まで高まっており、家計の購買力に対する下押しが強まっている点にも留意が必要である。

図表 2-21　米の取引価格・在庫量



注：在庫は 6 月末、価格は年産別平均で諸コストを含む。
出所：農林水産省「長期的な主食用米の価格の動向」、「米に関するマンスリーレポート資料編」より三菱総合研究所作成

図表 2-22　コア CPI



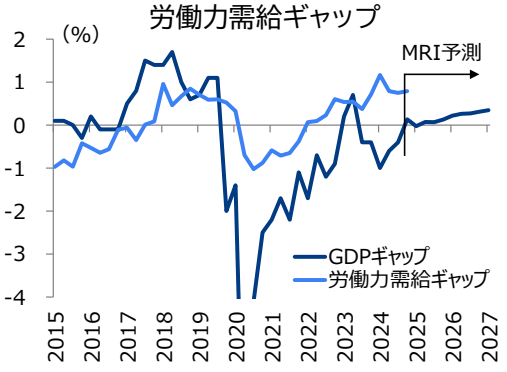
注：電気代・ガス代軽減策は 25 年 1～3 月使用分に適用と想定。ガソリン補助金は 25 年後半にかけて緩やかに縮小と想定。
出所：総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

コア CPI は+2%程度の伸びに収れんする見通し、家計の物価・賃金不変のノルムは着実に変化

先行きのコアCPIについて、24年度前年比＋2.6%（前回11月見通し時点同+2.5%）、25年度同+2.3%（同+2.2%）、26年度同＋1.7%と予想する（図表2-22）。食料価格高騰の影響は、供給安定化に伴い剥落するとみられる。一方、①経済全体の需給の引き締まり、②家計の期待インフレの高まり、が基調的な物価を押し上げることから、2%程度の伸びに収れんするとみる。

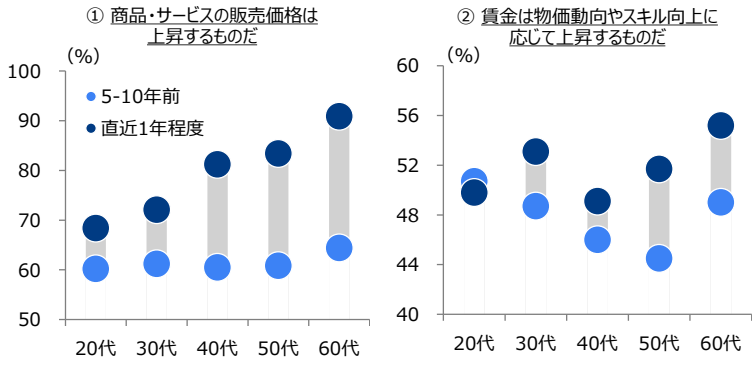
①について、労働力需給ギャップはコロナ危機前以上に引き締まった水準にあり、GDPギャップも25年にプラス転換が見込まれる（図表2-23）。経済全体として供給不足が一層進行し、物価上昇圧力として作用するだろう。

図表 2-23　GDP ギャップ・労働力需給ギャップ



注：労働需要は、「就業者数×就業時間×（1＋欠員率）」、労働供給は「（就業者数＋失業者数）×就業時間」で計算。
出所：内閣府「GDPギャップ、潜在成長率」「国民経済計算」、厚生労働省「労働経済動向調査」、総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-24　物価・賃金上昇に対する認識（mif 調査）



注：図中の選択肢と相反する内容の選択肢の 2 つを示した上で、「図中の選択肢の考えに近い」と回答した割合を示す。
出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム（mif）」アンケート（25 年 1 月 24-26 日実施、各年代 1,000 名ずつ）

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

②について、家計の物価・賃金が変わらないという社会通念（ノルム）にも着実に変化の兆しがみられる。当社のアンケート調査で、物価・賃金に対する認識を尋ねた結果、5-10年前に比べて直近1年程度では「商品・サービスの販売価格は上昇するものだ」、「賃金は物価動向やスキル向上に応じて上昇するものだ」と回答する割合が増加している（図表2-24）。特に販売価格については、長期デフレ前の経済を経験した世代ほど上昇するとの見方が強くなっている点が特徴的である。

日本銀行は段階的に利上げを継続、過度に緩和的な金融環境を調節へ

物価上昇の継続を踏まえ、日本銀行は段階的な政策金利引き上げにより、着実に金融緩和度合いを調整していくであろう。当社では、半年に1度程度のペースでの利上げを想定しており、26年度末の政策金利は1.25%とみている。植田日銀総裁は1月会合後の記者会見にて、政策金利の到達水準の目安となる中立金利について、現在の金利水準と「まだ相応の距離がある」と言及し、利上げ余地が依然大きいとの考えを示しており、経済への影響を見極めつつ利上げを続けるとの姿勢に変化はない。

日本銀行が金融政策正常化を着実に進める背景には、過度に緩和的な金融環境の長期化が経済や金融システムに副作用をもたらすことへの懸念もあろう。24年12月に公表された「金融政策の多角的レビュー」では、2013年以降の異次元緩和について、全体として経済・物価にプラスの影響をもたらしたことを示す一方、今後、国債市場の機能度低迷や金融仲介機能への悪影響など、副作用が拡大する可能性が指摘されている。明確なマイナス圏にある実質金利の引き上げと合わせて、国債買入れ額の減額も計画通り進められるだろう。

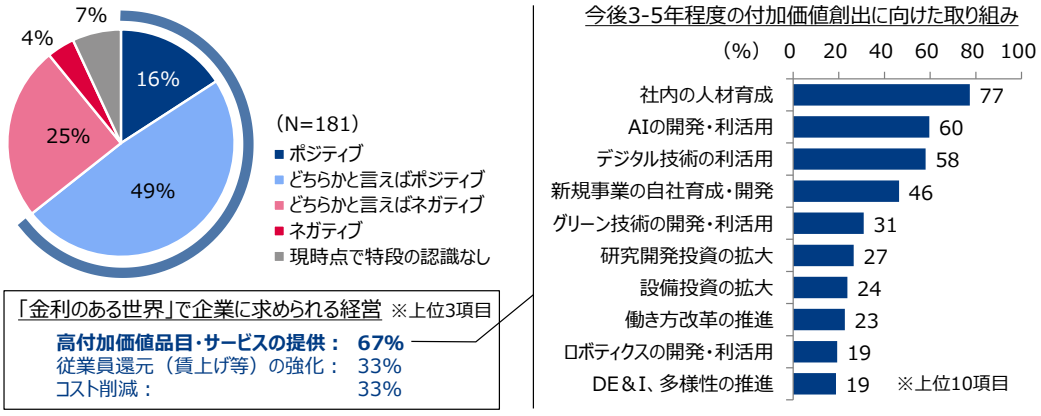
金利上昇の経済・金融システムへの影響は、利上げが進むにつれて徐々に表れるとみられ、日本銀行には政策運営に関する丁寧なコミュニケーションが求められる。特に政策金利が 0.5%を上回ると、日銀に財務上の損失が発生する可能性が高く、適切な利上げが妨げられるのではないかとの思惑が生じうる。日銀が24年末に公表したペーパー[4]では、金融市場参加者の想定する利上げペースなどを前提とした場合に、一時的に損失が発生する可能性があるものの、債務超過には陥らないとのシミュレーションが示された。もっとも、収益は保有 ETF（上場投資信託）の分配金によって相応に押し上げられているとみられるほか、試算の前提条件に曖昧な点も残る[5]。市場の混乱を避けるためにも、丁寧な情報発信をした上で適切な政策運営を求められる。

「金利のある世界」は企業に生産性向上を迫る

日銀の利上げによって、企業向け貸出金利や家計向け住宅ローン金利も引き上げの動きがみられ、本格的に「金利のある世界」に移行しつつある。

企業は「金利のある世界」について、必ずしも逆風と捉えているわけではない。経団連が昨年末に実施した調査によると、約7割の企業が「金利のある世界」を「ポジティブ」「どちらかと言えばポジティブ」と回答した（図表2-25）。こうした企業は、金利上昇の前提となる物価・賃金の上昇といった経済環境の変化が収益機会の拡大につながることを好感しているとみられる。企業は「高付加価値品目・サービスの提供」の重要性を認識し、「社内の人材育成」や「デジタル技術の利活用」といった取り組みを進める姿勢を示している。

図表 2-25 「金利のある世界」に対する認識（企業アンケート調査）



注：「企業に求められる経営」は、1社3つまで、「付加価値創出に向けた取り組み」は1社5つまでの複数回答。
出所：経団連「“金利のある世界”に関するアンケート調査結果」より三菱総合研究所作成

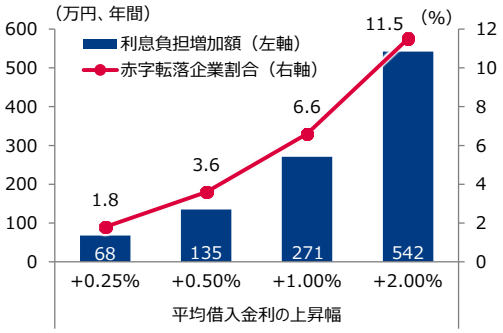
[4] 日本銀行「日本銀行の財務と先行きの試算」https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2024/rev24j15.htm
[5] 例えば、「短期金利は、今後数年程度をかけて 1.0%～2.0%」との前提が置かれているが、想定されている利上げペースについては想像するほかない。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

もちろん、金利上昇による利払い費の増加は企業収益の下押し要因である。帝国データバンクの試算によると、借入金利が1%上昇することで、6.6%の企業が赤字に転落する見込みだ（図表2-26）。経済環境の変化を前向きに捉えて、事業構造の見直しを進められるかが事業の継続性を左右するだろう。

その過程では、一部の企業が市場から退出を迫られることになるが、経済全体でみれば経営資源の効率化がプラスに作用する。政府には、その際の悪影響を最小限にとどめるため、失業者のセーフティネットを確保しつつ、円滑な労働移動や事業承継・再生を支援することで、新陳代謝を促す役割が求められる。

図表 2-26 借入金利上昇による企業経営への影響試算



注：24年1月-25年1月までに借入金利と支払利息が判明した全国約9．6万社を対象に試算。
出所：帝国データバンク「日銀の追加利上げが企業に与える影響度調査」より三菱総合研究所作成

（3）日本経済の先行きリスク ―― 米国の政策運営が不確定要素

先行きの景気見通しについて、主な下振れリスクとして米国経済政策のマイナス影響の拡大がある。トランプ大統領の掲げる政策の中で、日本を対象とする追加関税が導入された場合に悪影響が大きい。関税率や対象範囲次第では、輸出や企業収益が大きく下押しされかねない。それは、賃金抑制を通じて、消費停滞にもつながるおそれがある。また、中長期的には設備投資の抑制から生産性向上への取り組みが後退し、潜在成長率の低下を招く懸念もある。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

図表2-27 日本経済予測の総括表

（単位：10億円、%）

		年度				年度（前年比）			
		2023 実績	2024 予測	2025 予測	2026 予測	2023 実績	2024 予測	2025 予測	2026 予測
名目	国内総生産（＝GDP）	595,169	617,265	637,555	654,997	4.9%	3.7%	3.3%	2.7%
	民間最終消費支出	323,047	332,885	343,379	353,156	2.4%	3.0%	3.2%	2.8%
	民間住宅投資	22,235	22,581	22,984	23,289	0.9%	1.6%	1.8%	1.3%
	民間企業設備	101,843	107,046	111,810	115,444	3.5%	5.1%	4.5%	3.2%
	民間在庫品増加	640	939	605	661	***	***	***	***
	政府最終消費支出	122,458	126,551	128,981	130,985	0.3%	3.3%	1.9%	1.6%
	公的固定資本形成	30,378	31,861	32,928	34,087	3.1%	4.9%	3.3%	3.5%
	公的在庫品増加	52	172	889	1,025	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲ 5,483	▲ 4,770	▲ 4,021	▲ 3,650	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	132,250	140,727	142,076	141,471	7.1%	6.4%	1.0%	▲0.4%
	財貨・サービス輸入	137,733	145,498	146,096	145,121	▲ 5.8%	5.6%	0.4%	▲ 0.7%
実質	国内総生産（＝GDP）	555,895	560,058	565,338	569,616	0.7%	0.7%	0.9%	0.8%
	民間最終消費支出	296,654	298,875	301,763	304,856	▲ 0.4%	0.7%	1.0%	1.0%
	民間住宅投資	18,629	18,399	18,308	18,285	0.8%	▲ 1.2%	▲ 0.5%	▲ 0.1%
	民間企業設備	91,217	93,119	95,277	97,019	▲ 0.1%	2.1%	2.3%	1.8%
	民間在庫品増加	595	674	504	504	***	***	***	***
	政府最終消費支出	118,029	119,767	120,357	120,849	▲ 0.8%	1.5%	0.5%	0.4%
	公的固定資本形成	25,970	26,438	26,885	27,382	▲ 0.3%	1.8%	1.7%	1.8%
	公的在庫品増加	26	▲ 40	▲ 78	▲ 78	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	4,638	3,021	2,336	814	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	112,063	113,964	115,753	116,792	2.9%	1.7%	1.6%	0.9%
	財貨・サービス輸入	107,425	110,943	113,417	115,979	▲ 3.3%	3.3%	2.2%	2.3%

		2023 実績	2024 予測	2025 予測	2026 予測	2023 実績	2024 予測	2025 予測	2026 予測
指数	鉱工業生産指数	102.9	102.2	104.8	107.4	▲ 1.9%	▲ 0.7%	2.6%	2.4%
	国内企業物価指数	120.0	123.7	126.3	128.4	2.4%	3.0%	2.1%	1.7%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	105.9	108.6	111.1	113.0	2.8%	2.6%	2.3%	1.7%
	GDPデフレーター	107.1	110.2	112.8	115.0	4.2%	2.9%	2.3%	2.0%
	完全失業率	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	80.0	79.2	77.6	77.6	▲ 7.0%	▲ 1.0%	▲ 2.1%	▲ 0.0%
対外バランス	経常収支（10億円）	26,640	29,976	29,813	28,989	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	▲6,335	▲5,578	▲3,815	▲3,274	***	***	***	***
	貿易収支	▲3,738	▲3,526	▲2,007	▲1,161	***	***	***	***
	輸出	101,936	105,638	107,055	106,750	2.2%	3.6%	1.3%	▲ 0.3%
	輸入	105,673	109,164	109,062	107,910	▲ 10.1%	3.3%	▲ 0.1%	▲ 1.1%
	サービス収支	▲2,597	▲2,052	▲1,808	▲2,114	***	***	***	***
	通関収支尻（10億円）	▲6,053	▲4,874	▲3,061	▲2,176	***	***	***	***
	通関輸出	102,897	108,033	109,479	109,163	3.7%	5.0%	1.3%	▲ 0.3%
	通関輸入	108,951	112,907	112,540	111,339	▲ 10.2%	3.6%	▲ 0.3%	▲ 1.1%
為替等	無担保コール翌日物金利（年度末）	0.08%	0.50%	1.00%	1.25%	***	***	***	***
	国債10年物利回り	0.62%	1.02%	1.45%	1.78%	***	***	***	***
	日経平均株価	33,275	38,811	40,250	41,375	22.0%	16.6%	3.7%	2.8%
	原油価格（WTI、ドル／バレル）	77.9	75.4	73.9	71.5	▲ 13.2%	▲ 3.2%	▲ 2.0%	▲ 3.3%
	円／ドル　レート	144.6	152.9	147.0	140.8	***	***	***	***
	ドル／ユーロ　レート	1.085	1.071	1.030	1.030	***	***	***	***
	円／ユーロ　レート	156.8	163.6	151.4	145.0	***	***	***	***

注：国債 10 年物利回り、日経平均株価、原油価格、および為替レートは年度中平均。
出所：実績は各種統計、Bloomberg、予測は三菱総合研究所

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.