

金融市场

Point of View～エコノミストの見方～

12月短観から今後の金融政策を見通すポイントを考える

主任研究員 飯田 馨 Tel:026-224-0508 Mail:kaoru.iida@neri.or.jp

1. 金融正常化の「第2フェーズ」への突入

■ 日本銀行は、今月18~19日にかけて開催される金融政策決定会合において、政策金利を0.75パーセントへ引き上げることがほぼ確実視されている。この決定は、約30年ぶりの利上げサイクルを象徴するものとなる。本稿では、12月短観および関連データに基づき、今回の利上げの背景を整理するとともに、市場の関心が移りつつある26年以降の利上げパスとリスクについて考察する。

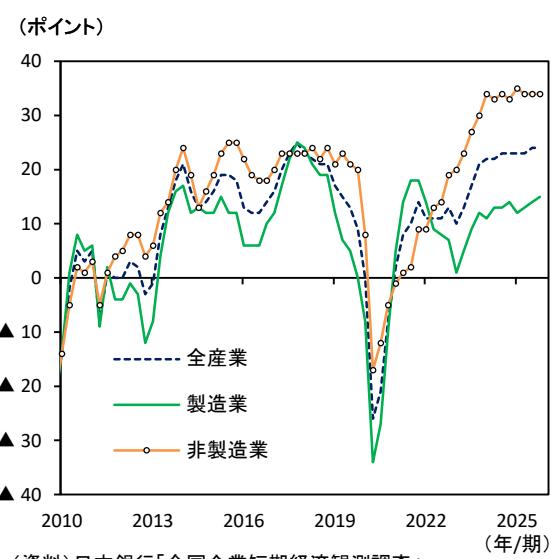
2. 12月利上げを正当化するエビデンス

■ 日銀が今月15日に公表した全国企業短期経済観測調査(短観)では、大企業製造業の業況判断D.I.は+15ptとなり、21年12月以来4年ぶりの高水準を記録した(図表1)。前回9月調査から+1ptの改善を示し、3四半期連続の改善となっている。また、大企業非製造業も+34ptと高水準横ばいで推移しており、企業のセンチメントは概ね良好であった。

■ また、“春闘の初動のモメンタム”が確認された点も重要である。日銀が12月15日に公表した「2026年度賃上げスタンスの動向(12月初時点)」では、現時点での26年度の賃上げ率の見通しが、高水準だった25年度並みとなることを示唆する内容であった。これは、12月9日のさくらレポート別冊「地域企業の設備投資の動向と最近の変化」の調査に合わせて本支店を挙げて情報収集が行われたものと推察され、企業部門が構造的な人手不足とインフレ定着を前提とした「持続的な賃上げ」を26年度も織り込み始めていることが窺われる。

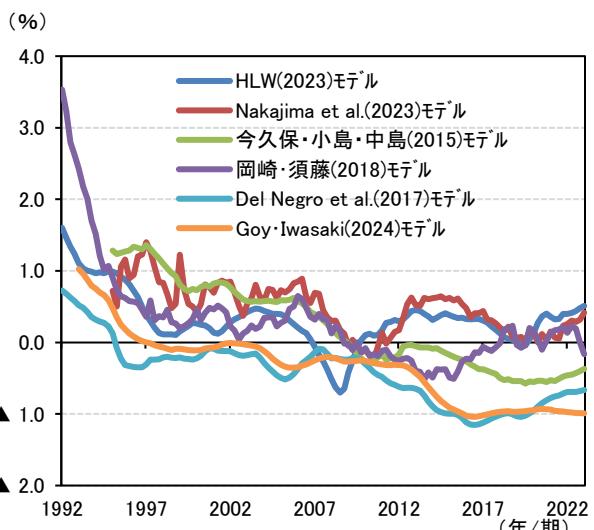
■ こうした中、焦点はもはや、足元の利上げではなく、日銀がどこまで金利を上げるのかという着地点の議論に移っている。この点は、景気を熱しも冷ましもしない金利水準である中立金利について、植田総裁が「次回利上げをすることがあれば、そのときにその時点での考えをもう少しあはっきりと明示」(12月1日「名古屋での経済界代表者との懇談における挨拶」後の記者会見)と言及したことが事の発端だが、その後の報道によれば中立金利の最新推計結果は公表しないとの情報もある。既に周知のとおり、図表2の自然利子率からインフレ目標の2%を加算した中立金利のモデル推計値は1.0~2.5%とかなり幅がある(またそれぞれのモデル推計値自

(図表1) 大企業の業況判断 D.I.



(資料)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

(図表2) 自然利子率の推移



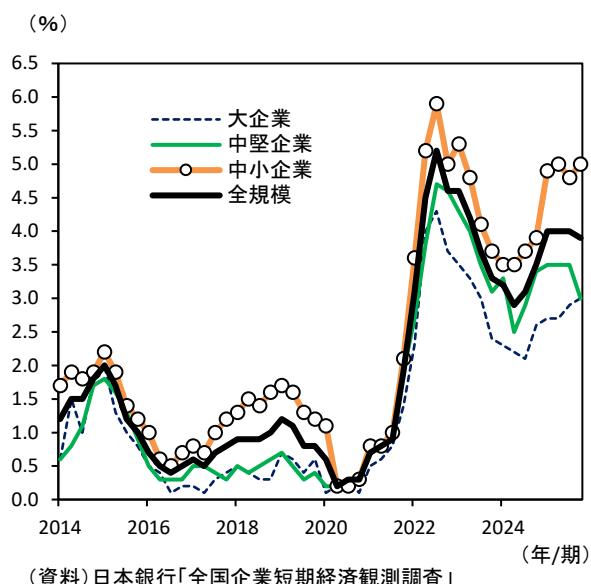
(資料)日本銀行「自然利子率の計測をめぐる近年の動向」を基に当研究所作成

体も幅をもって評価すべきものである)。言ってみればグラデーションの上にグラデーションを重ねたような推計レンジとなっているものである。こうした中、時系列モデルを用いて推計された自然利子率が相対的に低めの水準となっており、それがマーケットにおいて中立金利の下限(1%)として強く意識されている。0.75%まで利上げをすれば、これまでの“緩和的な環境を調整する”という利上げロジックが使いにくくなり、利上げ打ち止め感に起因した円安の再加速も考えられる。日銀は対外的に説明できないが、この間の円安進行が(26年1月会合ではなく)12月会合で利上げする背景だとすれば、利上げをしてかえって円安進行を惹起すれば元も子もない。この点に対する記者会見での植田総裁の発言に注目したい。

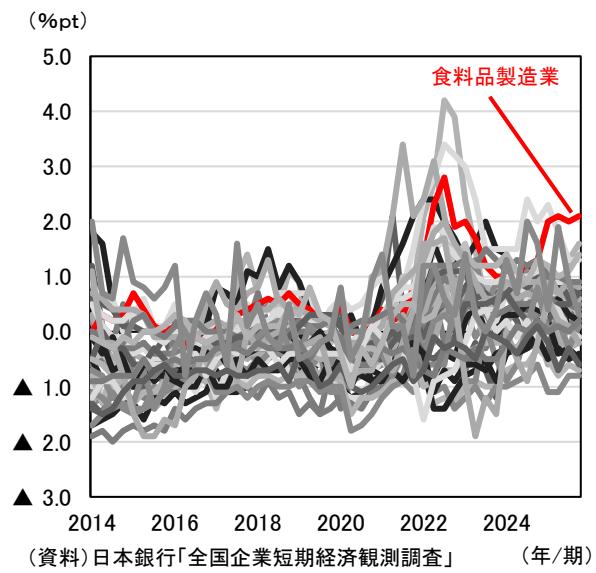
3. インフレの粘着性と中小企業の価格設定行動

- こうした中、筆者は今年5月のコラム¹において、日銀は金融システムの観点から1.25%までの利上げに対してゴーサインを出していると考察した。今回の0.75%への利上げを経ても、実質金利はなお大幅なマイナス圏にあるほか、不動産向けを中心に貸出も増加基調が続いていること²から、少なくとも26年度末までに1.25%を目指して半年に一度のペースで利上げを行っている。
- では、本当にそのようなシナリオは実現するのだろうか。この点、12月短観が発するシグナルは見逃せない。特に注目すべきは、食料品製造業における1年後の販売価格見通しである(図表3)。当該セクターの販売価格見通しは依然として高水準にあり、既往のコスト上昇に対する価格転嫁圧力が継続していることを示唆している。また、今年4月のコラム³で紹介した販売価格の見通しと物価見通しの差分について、中小企業・全業種の推移を図表4で確認すると、食料品製造業が最も高い乖離幅となっており、相対的に価格転嫁意欲の強さが窺われる。このため、来年にかけて物価上昇率が減速するという従来の物価見通しが上振れる可能性があり、食料品インフレの粘着性を裏付ける。この価格転嫁意欲の根強さは、今後の利上げ継続を後押しする要因となるだろう。

(図表3)食料品製造業・1年後の販売価格見通し



(図表4)中小企業・全産業の1年後の販売価格見通しと物価見通しの差分



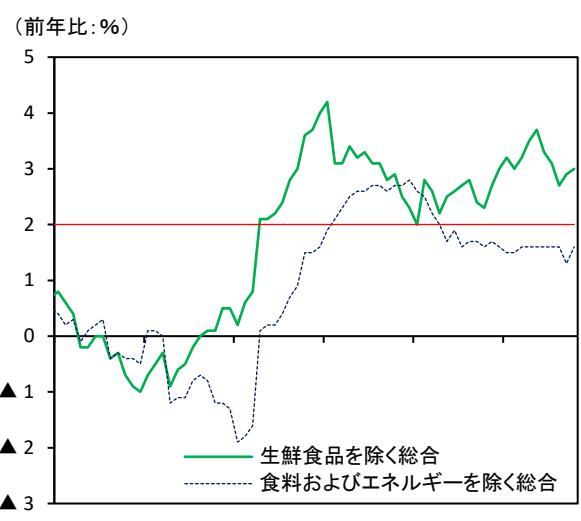
1 「日本の金融システムは1.25%の利上げまで耐えられる?」(2025年5月14日付)

2 「10月会合はなぜハトだったのか~金融システムレポートから読み解く~」(2025年11月5日付)

3 「防衛的賃上げのその後~中小企業にも価格転嫁の動き~」(2025年4月17日付コラム)。平均的な物価見通しに対して販売価格の見通しが高ければ価格転嫁意欲が高いと推察される。

■ なお、一部で日銀の利上げを否定する論拠として、消費者物価指数の「食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合」(いわゆる米国型コア CPI)が前年比+2%に達していない点がある(図表5)。しかし、この基準は、足元の日本経済の状況に照らして過度に厳格な前提であると言わざるを得ない。これまでのインフレは、主に食料品とエネルギーの価格高騰によって惹起してきた。これらは家計にとって必需品的なものであり、価格上昇は可処分所得を直接圧迫し、購買力を削いでいる(実際、消費性向の代理変数であるマインド指標も基礎的支出項目のインフレに連動して悪化してきた)。このような状況下で、食料・エネルギーを除外した指標を過度に重視すれば、実際の家計負担や経済全体への影響を見逃すことにつながる恐れがあるのではないだろうか。

(図表5) コア CPI、米国型コア CPI



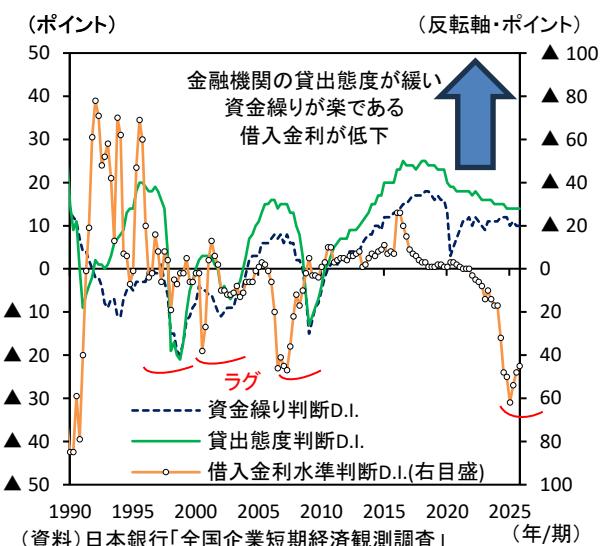
(資料) 総務省「消費者物価指数」

4. 金融環境の「見かけ上の緩和」とタイムラグの罠～倒産増加という政治的ハドル～

■ 他方で、物価以外の面で利上げを阻む要因が出てくるとみている。現状、12ヶ月短観における資金繰り判断 D.I. や貸出態度判断 D.I. は、依然として緩和的な水準にあり、これが先行きの利上げ余地につながるとの見方は多い。しかしながら、筆者はこの解釈には注意が必要とみている。近年の長期固定貸出の増加により、足元の金利引き上げが即座に企業の支払利息増加に直結していない可能性がある⁴。つまり、現在の資金繰り判断は、単に「利上げの影響がまだ本格的に出ていないだけ」とも捉えられるのである。過去のデータをみると、借入金利判断 D.I. と資金繰り判断 D.I. の間には一定のラグが存在する。今次利上げサイクルの影響が本格化するのはこれからであり、0.75%に利上げされればなおさらであろう。

■ こうした下で、今後の利上げの制約要因となり得るのが、このところの企業倒産の増加である。足元で企業の借入金利子率の増加に合わせて倒産件数が増加しており、今年の倒産件数は久方振りに年間 1万件を突破する蓋然性が高まっている(次頁図表7)。人手不足や、ゼロゼロ融資の返済負担、物価高騰などが中小企業を直撃しており、倒産増加が政治的なマターとなる可能性は十分に想定される。この点、金融政策の正常化を進める中で企業の新陳代謝が進むのは十分想定される事象だが、デフォルトが増加すれば緩和

(図表6) 企業からみた金融環境関連の D.I.

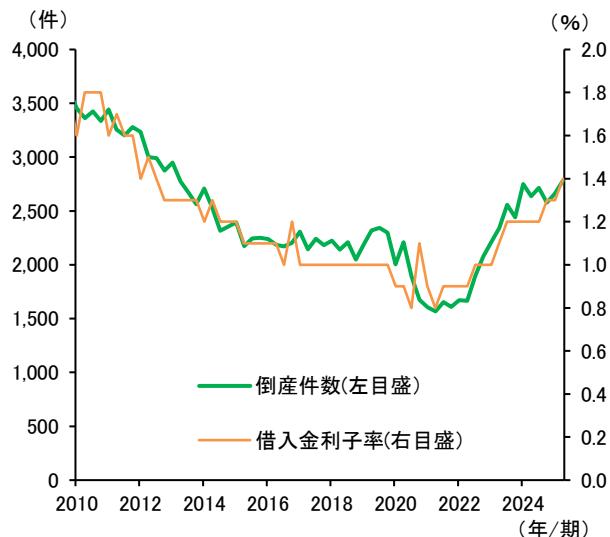


(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

⁴ 詳細は「利上げをしても引き締まらない～長期固定金利貸出の増加でラグが長期化？～」(2025年10月15日付コラム)を参照されたい。

的だった金融機関の貸出態度も徐々に厳格化の方向へ変化すると考えられる。そうなれば、経済的にみた“べき論”とは別の次元の話として、政治的な影響⁵が来年以降の利上げのハードルとなる（当然、海外経済や為替の動向なども引き続き重要な要素である）。

（図表7）倒産件数と借入金利子率（全規模・全産業＜除く金融保険業＞）の推移



（資料）財務省、（株）東京商エリサーチ

以 上

【Disclaimer】

本資料は、情報提供を目的として作成したもので、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく書類ではありません。当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当研究所は責任を負いません。当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。当資料は執筆者が信するに足ると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。当資料の内容に関する一切の権利は当研究所にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。本資料で示された意見は執筆者に属し、必ずしも当研究所およびグループ会社の見解を示すものではありません。

⁵ 政府の「「強い経済」を実現する総合経済対策」でも、「中小企業・小規模事業者、地方、そしてあらゆる世代の国民に恩恵が行き渡る経済の実現」として、資金繰り支援など中小企業関連の支援メニューが列挙されている。