

## 物価高騰の認識と賃上げ期待のはく落

調査レポート

2025年6月9日  
経済部 シニアエコノミスト  
鈴木 将之

## 概要

- 日本経済は、足踏みが一部に残る中で、緩やかに回復してきた。二転三転する米国の関税政策の不確実性ととも、これから次第に景気への下押し圧力が強まると予想される。
- 足元で、コメなど食料や電気・ガス代など生活必需品の価格上昇が継続していることが懸念される。これらは生活必需品なので、購入頻度が高く目にしやすいものが多いため、消費者に物価上昇が強く認識されやすい。期待インフレ率が2%前後で固定される効果よりも、物価高騰の強い認識によって個人消費が過度に抑制される悪影響の方が大きいように見える。そうすると、先行きの緩やかな回復の前提条件が成り立たなくなる恐れがある。
- 日本経済は、緩やかな回復を続けると期待されてきた。しかし、下振れリスクが引き続き大きい。年初からドル高修正の中で、対ドルの円相場が円高・ドル安方向に振れたり、超長期金利が上昇したりするなど、金融市場の変動も目立っている。相互関税の上乗せ部分の猶予期限が7月9日に迫る中で、関税政策などを見極めるために見かけ上、様子見の姿勢を取りつつも、企業の事業計画や投資家の姿勢などに変化が生じている点にも注意が必要だ。

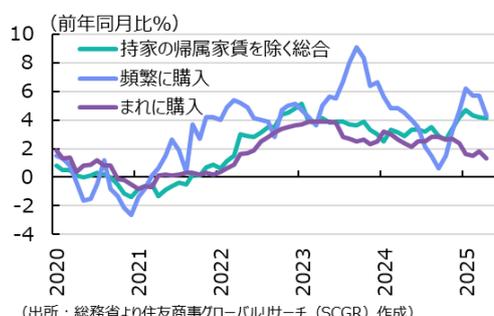
## 1. 物価高騰の認識と賃上げ期待のはく落

日本経済は、足踏みが一部に残る中で、緩やかに回復してきた。2025年Q1の実質GDP成長率（前期比▲0.0%、前期比年率▲0.2%）は、4四半期ぶりのマイナス成長だった。前期比成長率（▲0.0%）の内訳を見ると、内需（寄与度+0.8pt）が成長をけん引した一方で、外需（▲0.8pt）が押し下げた。ただし、けん引と言っても押し上げ要因は民間企業の設備投資や在庫積み上げであり、個人消費（前期比+0.1%）はほぼ横ばいにとどまった。それに対して外需では、輸出（▲0.5%）が減少した。米国で3月に鉄鋼・アルミニウム製品、4月に自動車への追加関税、相互関税（基本税率10%）が開始されたものの、日本の輸出には目立った影響はないようだ。その一方で、輸入（+3.0%）が増加したことで、マイナス寄与が拡大しており、内容は悪かった。

期待を集める賃上げについて、2年連続の5%台で着地しそうだ。実際、2025年度の春季労使交渉による賃上げ率は5.32%（連合第5回回答集計）と、2024年度を上回っている。ただし、消費者物価指数が2024年度（+3.0%）まで3年連続で3%台と大幅に上昇しており、これまでの賃上げ率は物価上昇に遅れて表れているにすぎない。しかも、実質賃金は依然として低下しており、実質的な購買力の回復はさらに遅れている。加えて、米国の関税引き上げなどから世界経済の減速懸念が強まっている中で、2026年度の賃上げ率が大幅に縮小するという見方も広がりつつある。賃金・物価の好循環が実現するか、雲行きが怪しくなってきた。

その一方で、物価高騰の痛みが強く認識されている。物価上昇率は欧米よりも高いままで、コメ不足などから生活費の上昇が目立っている。こうした中で、目にする機会の多い品目、すなわち購入頻度が高い品目（年間購入頻度15回以上）の価格上昇が、必要以上に物価高騰の認識を強めている恐れがある（図表①）。デフレではない状況の日本経済において、物価上昇率がある程度高まると、期待インフレ率が2%前後で固定される効果が期待される。その一方で、経験した記憶が乏しい物価高騰によって、物価上昇が強く認識されすぎること、個人消費が過度に抑制される懸念もある。後者の場合、先行きの個人消費が持ち直す姿を描き難くなるだろう。5月の「月例経済報告」（内閣府）では、先行きについて「雇用・所得環境の改善や各種政策の効果が緩やかな回復を支えることが期待される」としており、雇用・所得環境が引き続き改善していくことが、緩やかな景気回復の前提になっている。しかし、その前提条件が成り立たなくなれば、緩やかな回復という見通しの実現も不透明になる。

図表① 消費者物価指数



本資料は、信頼できるとされる情報ソースから入手した情報・データに基づき作成していますが、当社はその正確性、完全性、信頼性等を保証するものではありません。本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社及び住友商事グループの統一的な見解を示すものではありません。本資料のご利用により、直接的あるいは間接的な不利益・損害が発生したとしても、当社及び住友商事グループは一切責任を負いません。本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。

## 2. 足元の経済環境：緩やかな回復

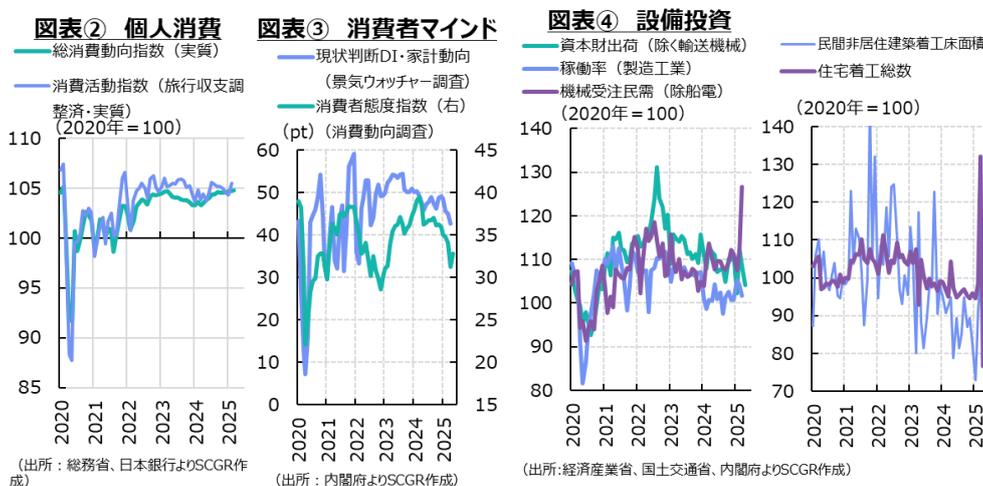
ここでは、今後を見通す上で、個別の経済指標から日本経済の足元の状況を確認しておく。

**個人消費**は、緩やかに持ち直している（図表②）。4月の実質総消費動向指数（前月比+0.0%）は6か月連続でプラスだった。ならしてみれば、2024年4月以降緩やかに上昇してきた実質総消費動向指数は、2024年末から悪天候や物価高騰が重荷となって、横ばい圏にとどまっている。足元にかけて、コメなどの食品価格の上昇が目立っており、物価上昇の痛みが認識されやすい状態が続いている。実際、消費者マインドは2024年末から足元にかけて低下している（図表③）。ドラッグストアでの食料品購入が増えているなど、節約志向も広がっているようだ。

先行きについて、物価上昇率の高止まりが続く中で、2025年度の春闘の結果を示唆するように、今後の賃上げが個人消費の下支えになると期待される。その一方で、米国の関税措置に伴う景気悪化や先行き不透明感が下押し圧力になると懸念されている。このように、個人消費は緩やかな持ち直しが期待されるものの、物価高騰の痛みから下押し圧力が働きやすいため、やや弱めの動きが続くそうだ。

**設備投資**は、持ち直しの動きがみられる（図表④）。4月の資本財（除く輸送機械）出荷（前月比▲4.1%）は2か月連続で減少した。期末期初の影響が大きかったとはいえ、4月の出荷水準は高くなかった。日銀「短観」（2025年3月調査）によると、生産・営業用設備の過剰感はなく、ソフトウェアや研究開発投資などの意欲は損なわれていない。しかし、米国の関税政策など先行きの不確実性が強いこともあって、企業の様子見の姿勢も強まりつつあるようだ。

先行きについても、当面は様子見の姿勢が維持されるだろう。3月の民需（除く電力・船舶）の機械受注額（前月比+13.0%）は急増した。1～3月（前期比+3.9%）は2四半期連続で増加したものの、4～6月（▲2.1%）には3四半期ぶりのマイナスになる見通しだ。米国の関税政策を巡る不確実性も払しょくできず、企業は設備投資に慎重な姿勢を崩せていない。その一方で、米国向け投資を増やすなど海外事業戦略の見直しに伴い、国内の設備投資計画も修正される可能性が高い。全体として、関税政策の落ち着きどころが見えてくるまでは、当面は様子見の姿勢が続くものの、一部では先を見越した動きもありそうだ。



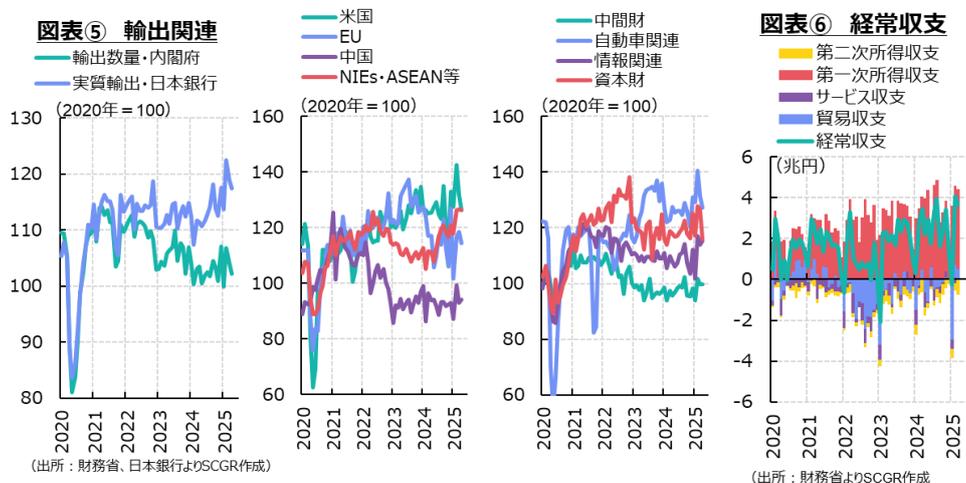
**輸出**は、持ち直しつつある（図表⑤）。4月の実質輸出（前月比▲1.3%）は、2か月連続で減少した。2月（+7.7%）の増加の反動が表れている。輸出先別に見ると、2月には米国（+12.0）、EU（+14.8%）、中国（+13.9%）がそれぞれ増加した。3月にはEU（+1.6%）が引き続き増加した一方で、米国（▲7.7%）や中国（▲6.5%）は減少しており、ユーロ圏で対米国輸出が急増したような関税引き上げ前の駆け込みはなかったようだ。なお、財別に実質輸出を見ると、情報関連（+1.4%）が2か月ぶりに増加した一方で、自動車関連（▲3.3%）や資本財（▲8.5%）が2か月連続で減少した。

今後、米国の関税措置やそれに伴う世界景気の減速が、輸出の重荷になる。すでに3月に鉄鋼やアルミニウム製品、4月に自動車、5月に自動車部品に25%の追加関税が課されている。相互関税も上乗せ分については適用が7月9日まで延期されている一方で、基本税率の10%はすでに適用されている。今後も、銅や半導体製品、医薬品、木材などの追加関税も検討されている。関税に伴うコスト増が販売価格に転嫁されれば、米国産製品との競争条件が厳しくなり、米

国向け輸出が弱含む恐れがある。また、2025 年初めに比べて足元の対ドルの円相場が円高・ドル安方向に振れており、円建て価格を据え置いた場合に、追加関税と円高・ドル安が輸出価格を押し上げることになり、競争力が損なわれることにも注意が必要だろう。

もちろん、これまで円高耐性を強めるために、高付加価値化を進めており、またコロナ禍後の供給網の混乱時に単価を引き上げてきたこともあり、一定のバッファがあることも事実だ。しかし、それらが関税の影響をすべて吸収できる訳ではないので、悪影響が広がる恐れは払しょくできない。また、米国以外の市場では、行き場を失った中国製品が安価な価格で流入する、いわゆる「デフレ輸出」も懸念されている。輸出先で日本製品が価格競争に巻き込まれ、結果的に輸出に下押し圧力がかかることになりかねない。

また、経常収支は、黒字基調を維持している（図表⑥）。1 月には春節の影響から貿易赤字（▲2.9 兆円）が大幅に拡大したものの、それ以降は黒字が続いている。ただし、貿易黒字はそれほど大きくないため、海外で稼ぐ力のけん引役は月額 4 兆円弱の第一次所得収支に変わりない。足元では、関税政策や米景気後退懸念からドル高観測が修正されつつあるため、今後の経常黒字にも影響が及ぶ可能性がある。



**生産**は、足踏みしている（図表⑦）。4 月の鉱工業生産指数（前月比▲0.9%）は、3 か月ぶりに減少した。生産活動は引き続き一進一退の状況にある。内訳を見ると、全 15 業種中、電子部品・デバイス（+5.4%）や汎用・業務用機械（+3.4%）など 8 業種が上昇した一方で、生産用機械（▲8.7%）や輸送機械（▲7.0%）など 6 業種が低下した。これまでのところ、生産面でも、米関税引き上げに伴う駆け込み需要などの影響はあまり見られていない。

先行きについて、当面、足踏みが続く可能性が高い。製造工業生産予測指数は 5 月（+9.0%）と増加した後、6 月（▲3.4%）に再び減少するなど、一進一退の状況が続くようだ。関税措置に伴う米国の景気減速懸念は、なかなか払拭できない。また、懸念されるのは、安価な中国製品が米国以外の国内外の市場に流入することだろう。日本企業から見れば、価格競争にさらされることで、それが生産の下押し圧力になると懸念される。

第 3 次産業の活動も、一進一退の状態にある（図表⑧）。3 月の第 3 次産業活動指数（前月比▲0.3%）は 5 か月ぶりに低下した。内訳を見ると、広義対個人サービス（▲1.2%）が 5 か月ぶりに、広義対事業所サービス（▲0.4%）が 4 か月ぶりに低下した。運輸業、郵便業（+4.7%）や不動産業（+1.2%）などが上昇した一方で、生活娯楽関連サービス（▲4.5%）や金融業、保険業（▲1.6%）、情報通信業（▲1.0%）などの低下が目立った。

先行きについても、第 3 次産業の活動では一進一退の状況が続くようだ。個人消費は緩やかな持ち直しも、弱めの動きになると予想され、それに伴った対個人サービスも弱めの活動となるだろう。それに対して、関税の影響などから、生産活動などは様子見姿勢が当面継続するため、対事業所サービスも横ばい圏の動きになりそうだ。ドル高修正の中で円安・ドル高方向に為替相場が向かえば、その分、観光消費の押し上げ効果がはく落するため、観光関連産業は下押し圧力を受けやすくなるだろう。

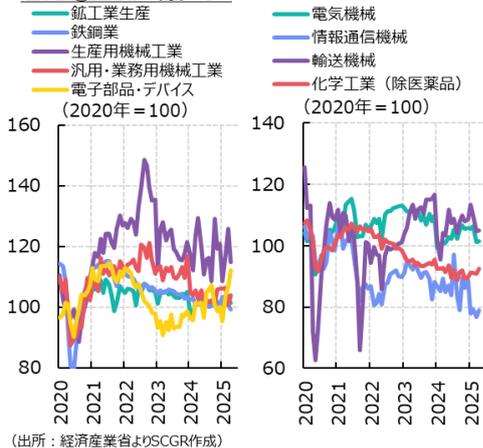
**物価**は、上昇率を拡大させている（図表⑨）。4 月の消費者物価指数（前年同月比+3.6%）は、5 か月連続で 3%超の伸び率となった。電気・ガス補助金によって押し下げられているため、それらの効果を除くと 4%前後の物価上昇が

継続している計算になる。特に、備蓄米の放出が大きな話題になったようにうるち米（+98.6%）やおにぎり（+18.1%）、すし（外食、+5.0%）などのコメ関連の物価上昇が目立っている。生鮮食品は3月（+13.9%）から4月（+3.9%）にかけて落ち着きつつあるものの、食料全体では6.5%と依然として高い上昇率が続いている。食料や電気・ガス代など生活必需品の価格上昇が、消費者にとって大きな負担になっている。

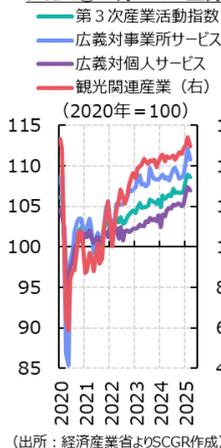
また、川上の物価上昇圧力も根強い。4月の国内企業物価指数（+4.0%）は5か月連続で4%台を推移している。4月の企業向けサービス価格指数（+3.1%）も2024年半ばからおおむね3%を上回る上昇率になっている。川上の財・サービスの物価上昇が継続しているため、今後これらが川下の消費者物価に転嫁されていくと予想される。そのため、先行きの消費者物価指数は当面高い伸びに止まりそうだ。2025年度も引き続き賃金が高めの伸び率になるため、それも今後サービス価格などを通じて物価上昇圧力になると考えられる。

企業は、これまでのところ販売価格の引き上げに前向きな姿勢を維持していることも、今後の物価上昇圧力としてあげられる。人手不足も継続しており、賃上げにも以前にも増して前向きになっている。このため、物価と賃金の相互参照による上昇がこれまで続いてきた。仮に、米国関税政策などによって、国内景気が大きく崩れなければ、その上昇傾向が続くだろう。しかし、景気減速感が強まれば、その上昇ペースはより緩やかなものになるに違いない。足元では、コストプッシュ型の物価上昇であり、実質購買力が低下しているため、需要が弱含みしやすい。日銀が予想するように、賃金・価格の好循環が継続するかが、今後の注目点の一つだ。

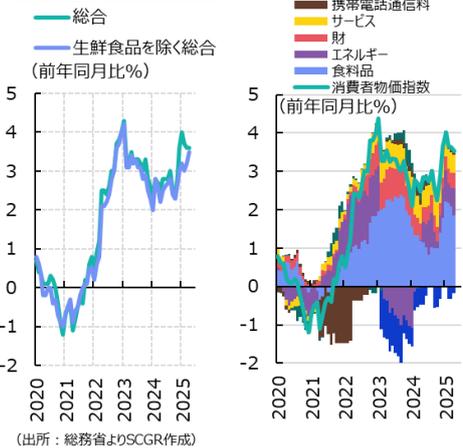
図表⑦ 鉱工業生産



図表⑧ 第3次産業



図表⑨ 消費者物価



雇用環境は、底堅く推移している（図表⑩）。4月の失業率（2.5%）は、低水準を維持している。雇用者数が増加する一方で、失業者数は減少傾向にある。2024年半ばから持ち直しつつあった有効求人倍率（1.24倍）は、横ばい圏を推移している。有効求人倍率は2023年（平均1.31倍）から2024年（平均1.25倍）、さらに足元にかけて低下しており、労働需要の弱含みを示している。

ただし、日銀「短観」などから、今後も人手不足が継続すると予想されているため、労働需要が大きく崩れるとは想定し難い。先行きの雇用環境も、底堅く推移すると期待される。こうした中で、米関税政策に伴う景気減速などから、派生需要である労働需要が弱含む恐れがあるため、下振れリスクは以前よりも大きくなっていることも注意が必要だ。

2025年度にかけて2年連続で5%超の賃上げとなった春闘に象徴されるように、名目賃金が増加している（図表⑪）。4月の名目賃金の上昇率（前年同月比+2.3%）は40か月連続のプラスとなった。その一方で、実質賃金（▲1.8%）は4か月連続のマイナスとなった。実質賃金には小幅プラスに転じた月もあったものの、2022年4月以降、マイナス傾向にあるため、実質的な購買力が損なわれたままになっている。

先行きについて、2025年度の春闘では高めの賃上げ率となり、それが今後、徐々に統計上反映されるだろう。賃上げへの期待は大きい。その一方で、米関税政策に伴う景気減速懸念から、2026年度の春闘の賃上げ率はこれまでから大きく低下するとみられている。賃金上昇自体は続くものの、その上昇率が縮小するならば、実質賃金がプラスで定着するまで時間がかかるだろう。

金融政策について、日銀は5月1日の金融政策決定会合で、政策金利を0.5%程度に据え置いた。日銀からは、「経

本資料は、信頼できるとされる情報ソースから入手した情報・データに基づき作成していますが、当社はその正確性、完全性、信頼性等を保証するものではありません。本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社及び住友商事グループの統一した見解を示すものではありません。本資料のご利用により、直接的あるいは間接的な不利益・損害が発生したとしても、当社及び住友商事グループは一切責任を負いません。本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。

「経済・物価の見通しが実現すれば、金融政策を調整して政策金利を引き上げる」という方針を維持している。この背景には、物価上昇によって実質金利がマイナス圏を推移しており、金融緩和の状態が継続しているという認識がある。そのため、経済成長が継続し、物価上昇率が2%前後で推移するという見通しに確信を持つことができれば、追加利上げが実施されるという考えになる。ただし、足元では、米国の関税政策に伴う不確実性が高い。言い換えると、関税政策がどのようになるのか分からず、日本経済・物価への影響も見通し難いため、日銀は様子見姿勢をとっている。

先行きについて、5月1日に発表された「経済・物価上昇の展望」によると、実質GDP成長率は2027年度にかけて0.5%から1%程度の潜在成長率前後となり、消費者物価指数（除く生鮮食品）は2%前後で推移すると予想されている。見通し期間の後半にかけて、物価の基調が2%程度で推移するという確度が高まれば、追加利上げが実施されるだろう。経済・物価が見通しに沿って推移したと仮定して、中立金利（▲1～+0.5%程度）や物価上昇率（2%）を踏まえると、政策金利は1～2.5%程度になる計算だ。米関税政策を含めて、経済・物価次第であるものの、年内1～2回の利上げもあり得る。



### 3. 先行き：緩やかな回復、下振れリスクが大きい

日本経済は、緩やかな回復を続けると期待されてきた（図表⑫）。しかし、下振れリスクが大きくなっている。2025年の名目賃金上昇率も比較的高めとなり、実質賃金がプラスを回復できれば、個人消費も持ち直すだろう。ところが、米国の関税措置などによって、輸出が減速するなど、国内景気が弱含む恐れが大きくなっている。そうなれば、賃上げペースは鈍化し、実質購買力の回復が後ずれし、個人消費も弱いまま推移することになるだろう。先行きに対する不確実性が高い中では、企業や家計は慎重な姿勢を取らざるを得ず、思い切った設備投資を実施したり、耐久財を購入したりすることに慎重になる。それが、経済成長の押し下げ要因となりうる懸念される。

米国経済の先行き懸念から、「米国経済一強」と見られた市場の予想も修正され始めている。円相場も一時に比べると、円高・ドル安方向に終始され、1ドル=140～150円のレンジを推移している（図表⑬）。また、財政懸念から、長期金利も上昇している。マイナス金利やイールドカーブ・コントロール政策が終了し、足元の政策金利は0.5%程度に設定されている。その利上げに伴って、各年限の金利は上昇してきた（図表⑭）。市場では、海外での財政拡大に加えて、国内では夏の参院選を前にした消費税減税を巡る思惑から、財政拡大が想起されやすくなっている。こうした中、超長期国債の金利の上昇が目立つようになった。特に、新発40年債の金利は3%超と、2007年の発行開始以来の高水準まで上昇した。一方で、日本銀行は国債買い入れペースを減額しており、6月会合でその中間評価を実施することになっている。債券市場関係者に対するヒアリングに基づくと、買い入れペースを減額して、債券市場の機能を回復することに大きな異論はないようだ。ただし、減額幅について意見が分かれており、日銀が最終的にどのような判断を下すのかが注目される。

相互関税の上乗せ部分の猶予期限が7月9日に迫る中で、関税政策やそれらの影響を見極めるために見かけ上、様子見の姿勢を取っている。しかし、国内外の投資家は金融市場における投資ポジションを調整している。企業も、将来の収益のために事業計画を見直して行動に移しているケースもある。世の中の体勢が様子見の姿勢をとっている中で、着実に変化が生じていることにも注意が必要だ。

以上

本資料は、信頼できるとされる情報ソースから入手した情報・データに基づき作成していますが、当社はその正確性、完全性、信頼性等を保証するものではありません。本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社及び住友商事グループの統一した見解を示すものではありません。本資料のご利用により、直接的あるいは間接的な不利益・損害が発生したとしても、当社及び住友商事グループは一切責任を負いません。本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。