

借入金利上昇、現状は物価より業況を抑制

短観判断 35 年ぶり高水準、供給インフレ「金利対応」制約

2025/10/8 (水)

9 月の日銀短観では借入金利水準の判断（上昇－低下）が約 35 年ぶりの大幅プラスになったが、物価は高止まりが続く一方、需要を示す企業の業況判断（良い－悪い）は抑制されている。国内では供給減・人手不足・製商品不足・円安等によるコスト・プッシュ型（供給要因発）の物価上昇が続くなか、日銀の利上げや長期金利の上昇といった物価抑制要因も見られているが、現状段階では供給インフレに対する金利対応での効果に制約が見られている。今後の利上げ幅や金利上昇幅の行方次第では、物価下落より需要悪化のリスクも注視される。

供給インフレ、利上げは供給増・人的投資を阻害

「現在の日本経済は、労働力不足、技術導入の遅れ（AI 等）、スキルのミスマッチ（企業の求めと労働者の能力・スキルの不適合）といった供給不足経済にある」、「供給不足は人手不足から部品不足、製商品不足、生産遅れといった大きな影響を及ぼす」、「（政策対応を含めて）需要を増加させても、供給や GDP は増えずに物価が上がってしまう」、「その中で利上げ等の金融引き締めを行うと、GDP が下がり、供給増強への投資や人的投資などが阻害される」――。

東京大学大学院の柳川範之教授は、かねてからこのような指摘を行ってきた（最近では 8 月末のテレビ東京など。政府・経済財政諮問会議の民間議員等を歴任）。現状の日本ではこうした要因のほか、円安や輸入物価の高止まりなども重なり、コスト・プッシュ型（供給要因発）の物価上昇が続いている。

その中で最新 9 月の日銀短観・企業判断では、借入金利水準（上昇－低下）のプラス幅拡大でも価格判断は高止まり（上昇－下落）が続き、一方で需要を示す企業の業況判断（良い－悪い）は抑制となっている。昨年以降、金利面では日銀の利上げや長期金利の上昇といった物価抑制要因も見られているが、現状段階では供給インフレに対する金利対応の効果に制約が見られている。今後の利上げ幅や金利上昇幅の行方次第では、物価下落より需要悪化のリスクも注視されそうだ。

先行き日本の金融市場への影響としては、インフレ抑制効果が限られる中での利上げ継続や長期金利の上昇持続による景気悪化（株安と円金利上昇等での円高）、インフレ抑制効果が限られる中での物価の高止まり持続と、過度な利上げや金利上昇の抑制による実質金利の低位持続（金利＜物価、円安と株高）、供給インフレの持続による円の価値希薄化と適度なインフレによる名目 GDP のカサ上げ継続（円安と株

高）、利上げや金利上昇が効果を発揮する形での物価下落と内需悪化（株安とリスク回避等での円高）などが注視される。

日銀短観では全規模・全産業ベースで、最新 9 月に借入金利水準が+48 となった。前回の+54 や直近最高である 3 月の+62 からは低下しているが、1990 年以来、約 35 年ぶりの高水準が続いている。

一方で販売価格は+27 で、直近最高である 2022 年 12 月の+32 からはやや鈍化ながら、1980 年以来の高水準が持続。仕入価格は+49 で、直近最高である 2022 年 12 月の+64 からは低下しているものの、1979－80 年以来の高水準で高止まりとなっている。

需要面では 9 月短観で業況判断が+24 となり、昨年 9 月から 4 期連続での+23 からは小幅な改善となった。それでもトレンドを示す前年比変化幅では+1 となり、昨年 3 月の+12 を最高ピークに勢いは鈍化となっている。中小企業・製造業に至っては、+1 と低迷していた。

資源食糧とモノ輸入依存、輸入増・円安・物価高

しかも販売価格が需要の強さを反映されたものか否かの参考になる「業況（+24）－販売価格（+27）」の格差は－3 の業況下振れとなっている（業況＜価格）。販売価格の上昇と比較しての需要の弱さを示唆するもので、供給インフレの現実を示すものだ。

過去、日銀の利上げ等で借入金利水準が+30 から+40 超えに上昇した 2006－2007 年の場合、当時はデフレ環境で価格が抑制されていたが、それでも同格差は+20 から+30 の業況上振れという需要の強さが示されていた。

現在と同じように物価上昇と日銀利上げ等で借入金利水準が上昇した 1989－1990 年の場合、「業況－販売価格」の格差は+30 から+50 という業況の上振れが見られていた。当時はバブル要因もあるが、現状の－3 という業況の下振れと比較すると、需要の強さと、それに連動した借入金利水準の上昇が示されている。

最新 9 月の短観では、中小企業・製造業の業況判断が+1 に低迷となっていた。昨夏以降の日銀利上げや物価上昇にあって、昨年 12 月以降は+1 前後での伸び悩みが続いている。過去の日銀利上げや借入金利水準の上昇局面である 2006 年時の+10 や、物価上昇時である 1989－1990 年時の+30 超え、1979 年時の+19 などに比べると、大幅な業況の下振れとなっている。

まさに現状の「内需伸び悩み下での供給インフレ上昇」を示すものだ。中小企業の低迷は各種コスト

高、人手不足、人件費負担の上昇、モノ作りに関する各種制約、海外移転などが影響しており、現在は経営者の高齢化などもあって統廃業が増加傾向にある。同時に上場企業は株主重視や資本効率化の改革などにより、国内での無駄な投資や価格下落につながる余剰生産、供給増投資は手控えを徹底させてきた。

その中での日銀利上げや長期金利の上昇は、中小企業を始めとした国内企業の整理・淘汰を促し、一段の企業数減少と供給減少へと作用していく。デフレ時のような企業増、過剰生産、モノ余り、価格下落や値下げ競争は完全に変容し、生き残り企業の優位による価格設定と値上げ、賃上げ・価格転嫁の可能企業による価格影響力の増大につながる。好悪両面をはらみつつも、国内での物価上昇トレンドを定着させていく可能性を秘めている。改めて、それ以上の賃上げが焦点となっていく。

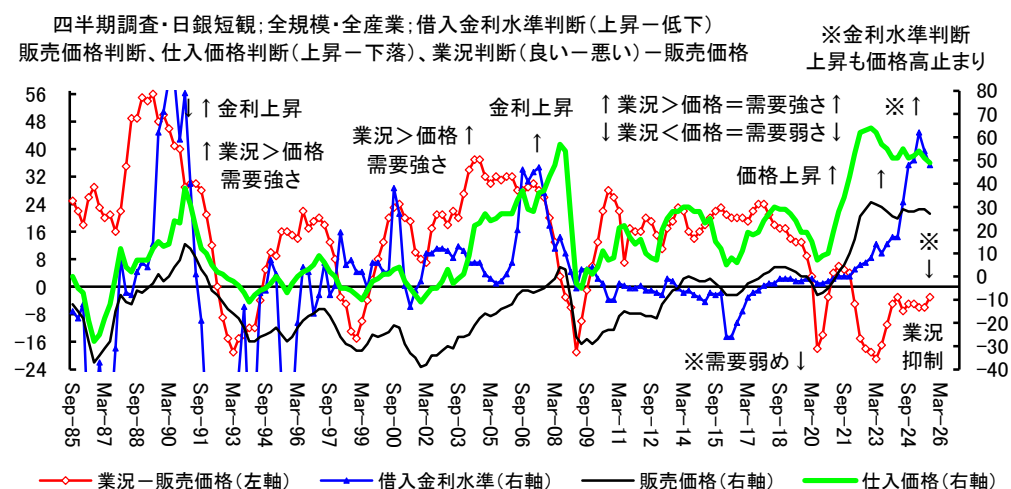
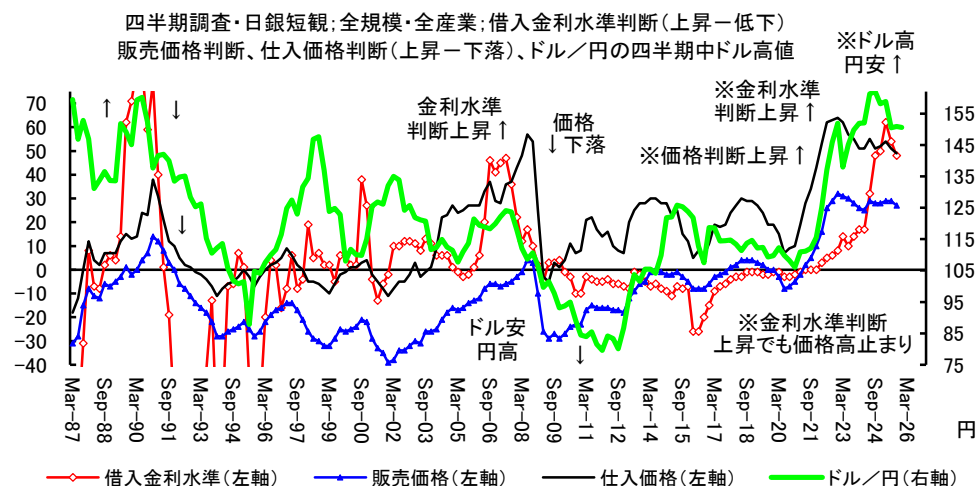
しかも国内での企業減、供給減、生産減、各種不足は、日本の輸入依存度を一段と高める。日本では資源エネルギーと食糧に続き、消費財を含めたモノ

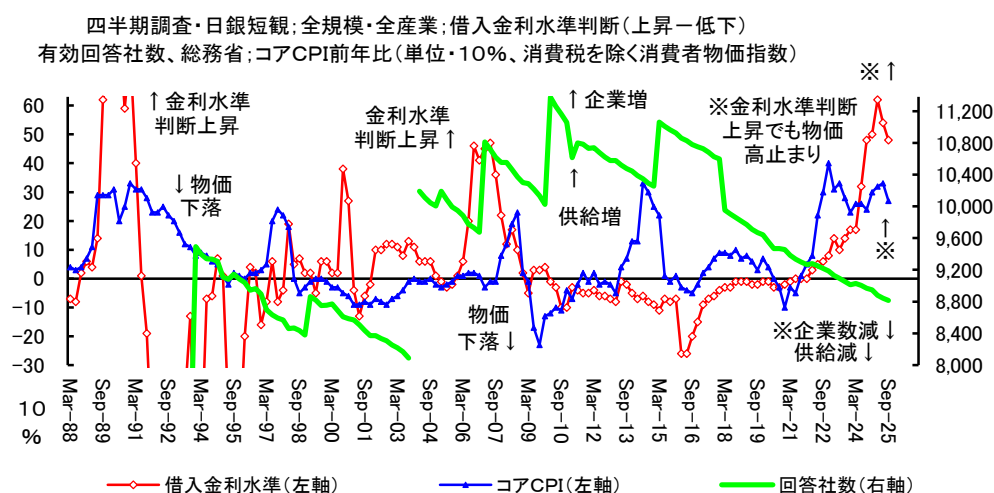
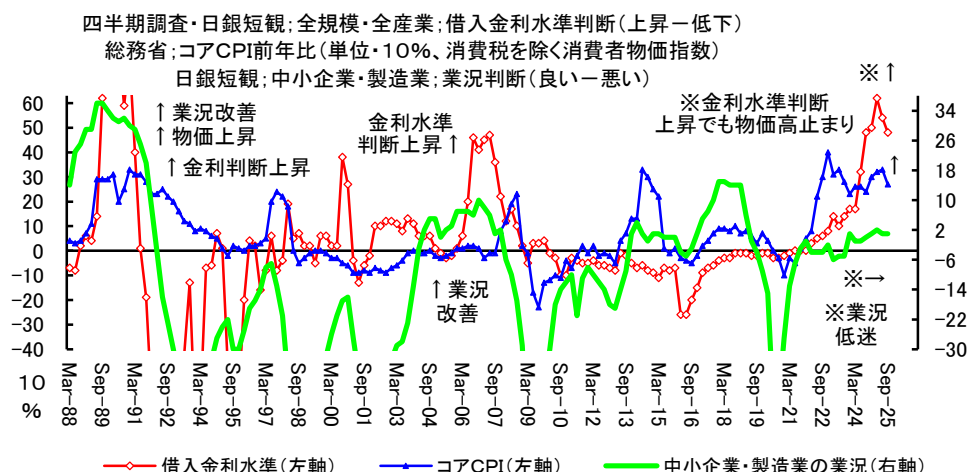
(製商品)の自給率低下が問題になってきた。

輸入の持続的な増加は為替相場で円安持続の要因となり、それがコスト・プッシュ型のインフレ上昇持続と、円の価値希薄化、国内での実質金利押し下げ(金利<物価)へと作用。それが一段の円下落へと跳ね返り、こうしたスパイラル的な円安連鎖を長期化させる余地も無視できない。

なお、日銀の植田和男総裁は7月31日、政策会合後の会見で以下のような利上げジレンマを吐露している。

「需要サイドからの強い圧力で物価が上がっているという場合、金利を上げることで加熱している景気を冷やしつつ物価を下げることになるが、現在の物価高のかなりの部分が供給サイドの要因だ」、「このときに利上げで対応しようとする、景気を冷やして所得が減るから、例えば食料品に対する支出が減って食料品価格も下がることになってしまう。本当に望ましいかどうかは『うーん』と考え込んでしまう」――。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。