

日銀利上げ継続の条件

賃金・物価動向は26年利上げ継続の可能性を示唆

調査部
上席主任エコノミスト

井上 淳
080-1069-4827
jun.inoue@mizuho-rt.co.jp

- 市場では2025年の追加利上げがすでにコンセンサス。関心は2026年の利上げ継続に移りつつあり、条件となる賃金上昇に起因する物価上昇（基調的な物価上昇）の持続性が注目点に
- 利上げ継続の1つ目の条件である賃上げについては、背景にある構造的な人手不足が当面解消しないことから、持続しやすい環境。賃金は、2025年に続いて、2026年も高い伸びが続く見通し
- 2つ目の条件である賃金の価格転嫁も進展。2025年中に物価安定目標を達成する可能性があり、2026年の利上げ継続も視野に入る。ただし、高い賃上げを毎年実現するには生産性上昇も重要に

1. 日銀の追加利上げを織り込む市場

日銀は1月の金融政策決定会合で政策金利を0.25%から0.5%に引き上げた（図表1）。マイナス金利を解除した2024年7月以降、3回目の利上げである。さらに今後についても、植田総裁は1月会合後の会見で「経済・物価が想定通りに推移すれば、基本的には利上げを継続する」という趣旨の発言をしていることから、2025年中に追加利上げが実施される可能性が高い。そのため、市場では年内の追加利上げが既定路線として織り込まれ始めており、長期金利は上昇傾向にある（図表1）。さらに市場の関心は政策金利の到達点（ターミナルレート）へと移りつつあり、日銀が2026年も利上げを継続する

図表 1 日本の政策金利と長期金利



(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

かが注目されている。

そこで本稿では、利上げの継続について、その条件面から考察したい。まず第2章で日銀のスタンスについて整理したうえで、3章と4章でポイントとなる「賃上げの持続性」と「賃金の価格転嫁」について分析し、日銀が利上げ継続の条件として掲げる賃金上昇を伴うインフレの持続性について検証する。

2. 利上げの継続には「持続的な賃上げ」と「賃金の価格転嫁」が必要

日銀が1月に追加利上げを行った最大の理由は、「基調的な物価上昇」が見込めるとの判断にあり、2026年には物価安定目標（インフレ目標）の達成が見込めとしている。利上げの根拠となる「基調的な物価上昇」が続くためには、①持続的な賃上げと、②賃金の価格転嫁が必要となる。

（1）日銀は人手不足を背景に賃上げが続くとの立場

日銀は、労働需給の引き締めによって賃金が増え、それが物価を押し上げる圧力を「第2の力」と呼んでいる。そして、その「第2の力」に起因した物価トレンドを「基調的な物価上昇」と定義し¹、それが物価安定目標である2%に到達すると予想できるようになることが、利上げ継続の条件であると説明してきた。つまり、利上げの継続には、①賃金上昇が続き、②それを企業が価格転嫁することが必要だとしている。これは、別の言い方をすると、企業が販売価格を引き上げ、それを原資に賃上げを実施することでもある。

1つ目の条件である「持続的な賃上げ」について、日銀が根拠としているのは、現在の深刻な人手不足だ。2025年1月の金融政策決定会合でも、「業種によって違いはあるものの、労働力不足を受けて需給ギャップが実態的にプラスにあることが、高い物価上昇率が続く背景にある」²と指摘されている。筆者も3章で述べるように人手不足はすぐには解消しないとみており、今後も潜在的な賃上げ圧力は続くと考えている。2つ目の条件である「賃金の価格転嫁」についても、4章で示すように相応に進展しているとみている。そして、日銀同様、「基調的な物価上昇率」は物価安定目標に近づきつつあるというのが筆者の見立てである。

（2）持続的な賃金上昇には労働生産性の上昇も重要

1月の金融政策決定会合では、「個人消費が上向き基調になるためには、実質賃金のプラス転換が必要と考える。春季労使交渉での賃金上昇モメンタムの持続と、米や生鮮食品の価格上昇やドル高円安の継続に伴う物価の上振れの行方が現時点の焦点である」³との指摘もあった。労働力不足によって賃上げが継続しても、コストプッシュインフレが続けば、実質賃金の伸びが抑えられて、家計が購入できる財サービスの数量（実質消費）は増えないという指摘だ。

企業がコストプッシュを価格転嫁して利益率を維持しようとしても、実質消費（販売数量）が減少すれば結果的に減益となり、企業の賃上げ余力が縮小して、せつかくの賃上げ機運が先細りになりかねない。そのため、持続的な賃金上昇を実現するには、価格転嫁に加え、労働生産性の上昇でも賃上げの原資を確保することが望ましい（労働生産性の上昇に伴う賃上げであれば、価格転嫁と異なり負担が消費者に帰着せず、実質賃金・実質消費が下押しされないためだ）。労働生産性の重要性につい

ては、4章で価格転嫁の状況と合わせて考察したい。

3. 日銀の見立て通り賃上げ圧力は今後も続く

1つ目のポイントである「賃上げの持続性」について考えるにあたり、日本の直面している人手不足の状況を分析する。以下の分析によれば、日本の足元の人手不足は早期に解決するのが困難であり、今後も賃上げの圧力が持続する可能性が高い。

(1) 背景にあるのは構造的な人手不足

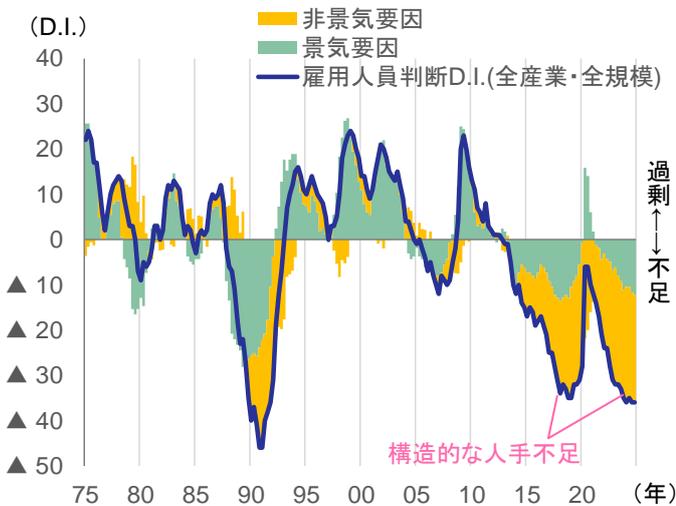
日本経済は90年代初頭まで続いたバブル期に比肩する人手不足に直面している。図表2は推計によって日銀短観の雇用人員判断D.I.を景気要因と非景気要因に寄与度分解したもののだが、2010年代以降、景気の良し悪しに因らない構造的な（非景気要因の）人手不足が続いているのがわかる。

こうした構造的な人手不足は、①少子化による人口減少と、②働き方改革による労働時間の短縮に原因がある（図表3）。企業も手をこまねいていたわけではなく、構造的な人手不足が拡大し始めた2010年代半ばから女性の雇用を拡大することで対応を図ってきた。実際、同じ時期から女性の就業率は上昇ペースが加速しており、労働投入量の減少にも一旦は歯止めがかかった。

しかし、減少に歯止めがかかっただけで、構造的な人手不足が解消するには至らなかった。その後、2020年代になると女性の就業率は上昇ペースが鈍化したため、労働投入量を押し上げる力が弱まり、労働投入量はコロナ禍の落ち込みから回復できないままの状態になっている。そのため現在も構造的な人手不足が続いており、企業は賃上げによる人手の確保に向かわざるを得ない状況にある。

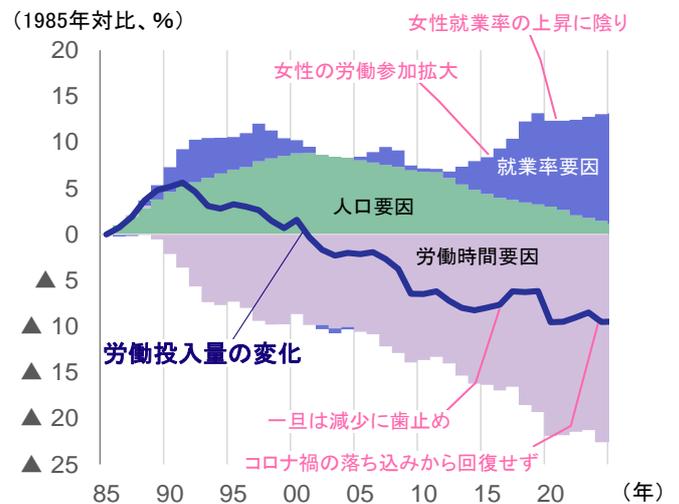
それは、企業の人件費にも表れている。名目賃金と雇用者数をかけた名目雇用者所得の推移をみると（図表4）、女性の就業率が上昇した2010年代は雇用者の増加が人件費（名目雇用者所得）の主な増加要因だったが、ここ数年は名目賃金の上昇が人件費増加の主因となっている。女性の雇用拡大がペースダウンしたことで人手の確保が以前にも増して困難になり、そのために名目賃金の伸びが一段と

図表 2 雇用人員判断D.I.の推移（日銀短観）



(注) 雇用人員判断D.I.を業況判断D.I.で単回帰し、景気要因を算出
(出所) 日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 3 労働投入量の変化



(注) 就業率=就業者÷15歳以上人口
(出所) 総務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

顕著になっていると考えられる。

(2) 女性就業率の上昇だけでは人手不足は解消せず、賃上げ圧力は今後も続く

女性の就業率は2010年代からペースが半減したとはいえ、上昇傾向は維持している。男性の就業率とも依然差があり、数字上はさらに引き上げることが可能だ(図表5)。そのため、女性の社会進出に対するサポートを拡充していくことは、今後も重要な政策課題である。

しかし、人口減少による労働投入量の下押しは今後も続くため、女性就業率の上昇だけでは労働投入量の目に見えた増加は難しくなっている。仮に労働時間の短縮が一服し、且つ女性の就業率が現状のペースで今後も上昇し続けた場合でも、労働投入量は現状の水準を維持する程度だと予想される(図表6)。

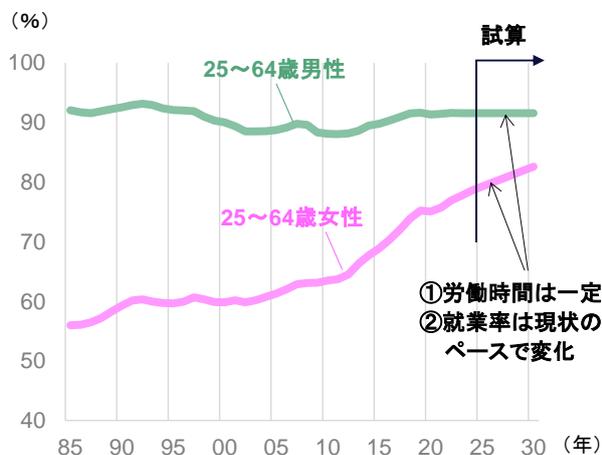
そもそも女性の労働参加による労働投入量の増加余地が限られてきているという問題もある。女性

図表 4 名目雇用者所得の推移



(出所) 総務省、厚生労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

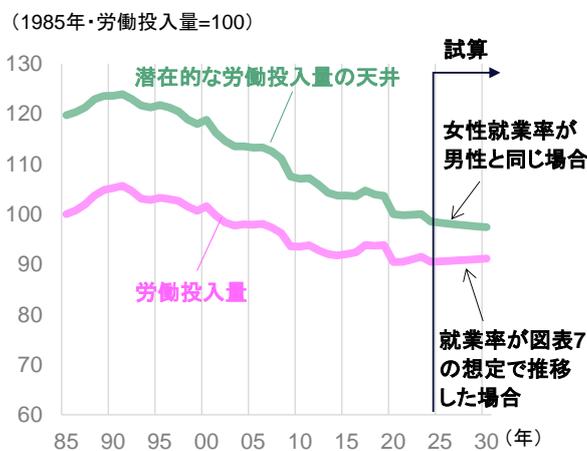
図表 5 就業率の推移



(注) 就業率=就業者÷15歳以上人口

(出所) 総務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 6 労働投入量と労働投入量の天井



(出所) 総務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

の就業率が男性並みになった場合の労働投入量を「潜在的な労働投入量の天井」とみなすことができるが、人口減少の影響によりこの「天井」が年々下がってきているため、女性就業率の上昇によって労働投入量を増やせる余地自体が限界に近づきつつある（図表6）。

日本ではこのように構造的な人手不足が続いており、それは早期の解消が見込みがたい状況にあることから、賃金に対する潜在的な押し上げ圧力は今後も続くと考えられる。

4. 2つ目の条件「賃金の価格転嫁」も進展。2026年の利上げ継続が視野に

企業は価格転嫁を進めることで賃上げを継続することができ、価格転嫁の結果、賃金に起因する基調的な物価も上昇する。試算によると賃金上昇に起因するインフレ率は2025年中に物価安定目標である2%を達成する可能性があり、2026年の利上げ継続も視野に入る。ただし、毎年の高い賃上げを実現するには、今後、労働生産性の上昇も重要な要因となる。

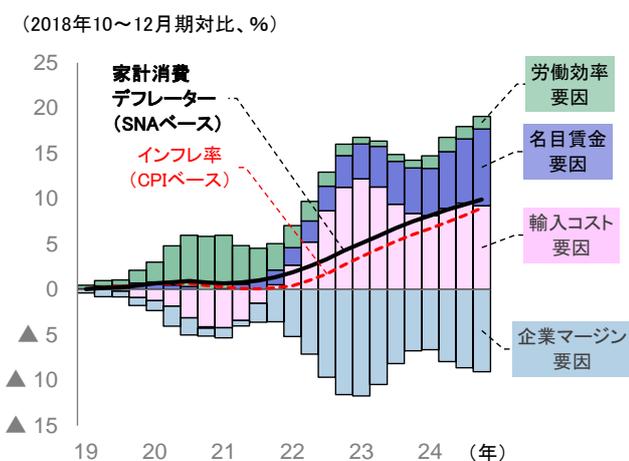
(1) 賃金上昇の価格転嫁率は5~6割まで上昇

賃金の上昇がどの程度価格に転嫁されたかを見るために、家計消費デフレーターを要因分解した（図表7）。家計消費デフレーターの上昇率は、CPIベースのインフレ率と概ね一致しており、インフレ率の要因分解とみなすことができる。

図表7の要因分解によれば、2022年以降は輸入コストの増加と名目賃金の上昇がインフレ率を押し上げる要因となっているのが見て取れる。その一方で、当初、企業は急激なコスト増の大半を価格に転嫁できていなかった。つまり、コストの増加が販売価格の引き上げ幅を上回り、増加したコストの大半を利幅の圧縮によって吸収していたことがわかる。例えば2022年は、2018年と比較して輸入コストと賃金の増加が+15%のインフレ要因となっていたが、そのうち3割しか実際には価格に転嫁されていなかったと考えられる（図表8）。

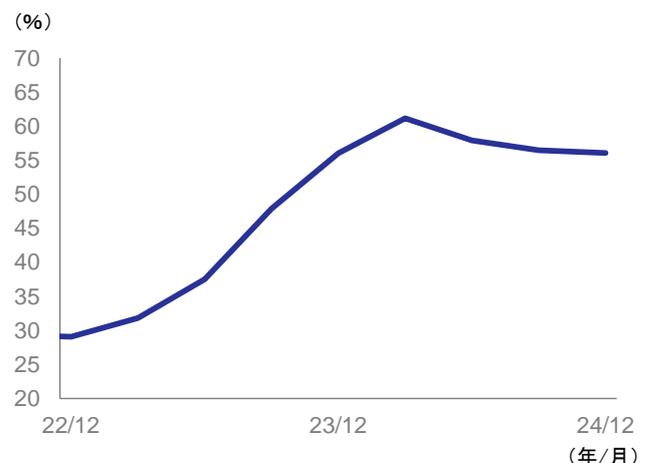
しかし、その後は価格転嫁が進み、価格転嫁率は約6割まで上昇した。これは販売価格の引き上げに

図表 7 家計消費デフレーター要因分解



(注) 4四半期移動平均。要因分解の詳細については、補論2を参照
(出所) 内閣府、総務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 8 賃金上昇の価格転嫁率



(注) 図表7の試算結果から算出。各時点の価格転嫁率は過去1年の平均値を示す。例えば2024年12月の値は2024年平均の価格転嫁率
(出所) 内閣府、総務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

よって価格に転嫁できるコストが増えたことを意味している。それに加えて、2023年に輸入コストが軽減した影響も大きかった。つまり、輸入コストの縮小によって、増加したコストに対する値上げ幅の比率、すなわち価格転嫁率が上昇した面もある。価格転嫁率の上昇は、次節で述べる賃金に起因するインフレ率を押し上げる要因となる。

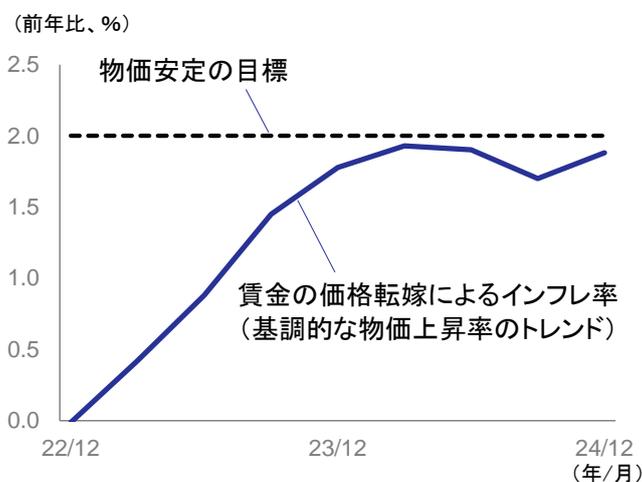
（２）「基調的な物価上昇率」は2025年中に目標の2%を達成する可能性

日銀は、賃金上昇に由来する「基調的な物価上昇」を判断する指標として、CPIの刈込平均やCPIベースのサービス価格のトレンド、あるいは各種の経済モデルによる推計を用いてきた。刈込平均は変動の大きい品目を除くことで外生的なコストプッシュを除いたベースのインフレを近似しようという意図があり、サービス価格は人件費の割合が高いという意味で賃金上昇の影響が表れやすいという考えに基づいている。ただし、いずれも賃金上昇と直接的な関係を示しているわけではなく、賃金上昇がインフレにどの程度寄与しているかを明示的にみることはできない。一方、経済モデルによる捕捉は、賃金上昇とインフレの関係を推計によって紐づけることで賃金上昇の寄与を見ることができ、その関係はモデルに依存する。

いずれも一長一短あるが、複数のアプローチを使うことで、およそその水準を捕捉しようというのが日銀の手法である。本稿ではそれをさらに補足するための試みとして、図表7の名目賃金要因と図表8の価格転嫁率を用いて賃金上昇に起因するインフレ率を試算した。増加したコストの価格転嫁率を加味することで、インフレ率に対する賃金上昇の寄与を明示することができる。

本稿の試算では、賃金上昇に起因するインフレ率はすでに2%近傍まで上昇してきている（図表9）。植田（2024）や内田（2025）で示された経済モデルによるアプローチでも、「基調的な物価上昇率」は1%後半まで上昇してきている可能性が示唆されており、足元の水準は似通っている。2025年は24年を上回る春闘賃上げ率が予想されることから、価格転嫁率が上昇せず現状の水準にとどまったとしても、賃金上昇に起因するインフレ率はさらに上昇する可能性が高い。そのため、賃金上昇に起因するインフレ率は、2025年中に物価安定目標である2%に到達する可能性があると考えられる。

図表 9 賃金上昇に起因するインフレ率



(注) 図表7の名目賃金要因と図表8の価格転嫁率から算出
(出所) 内閣府、総務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(3) 2026年も利上げ継続が視野に。毎年の高い賃上げには生産性の上昇も重要に

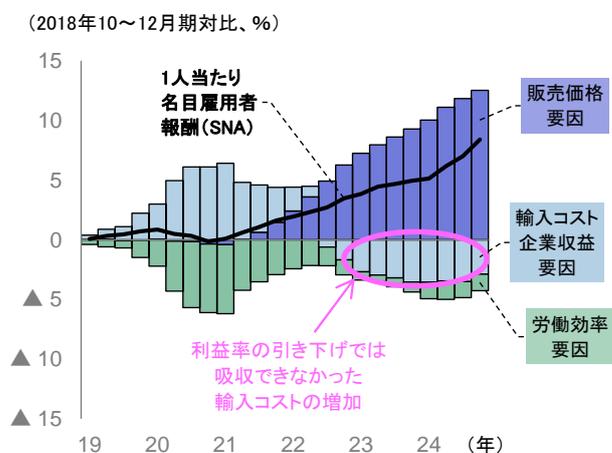
2025年中に物価安定目標が達成され、翌2026年も年初から高い賃上げが予想される状況となれば、日銀は2026年も利上げを継続する可能性がある。2025年の利上げペースが半年に1回程度の緩やかなものであれば、政策金利は2005年末時点でも1%以下に留まっていることになり、2026年の利上げ継続はさらに現実味を帯びてくる。

ただし、円安によってコストプッシュが再燃する場合は、持続的な賃上げが途絶える可能性がある点は指摘しておきたい。そして、その引き金となり得ると考えられるのが、米国の追加関税である。追加関税によって米国のインフレが再燃すれば、米国の長期金利が上昇し、再び円安が進む可能性がある。さらに円安によって輸入コストも増加する。

日銀は、企業の価格行動が変化し価格転嫁に積極的になっていることを理由に、円安が進んだ場合、以前よりも国内物価が上がりやすいと分析している。日銀の分析通り、企業が輸入物価の上昇を価格に転嫁すれば、インフレ率は賃金上昇率を上回り、実質賃金は低下することが考えられる。その結果、実質消費（販売数量）が低迷すれば、企業収益は減益となり、2026年は高い賃上げに応じられない企業が出てくることは想像に難くない。輸入コストの増加を価格に十分転嫁できない企業は、賃上げの継続がさらに困難になる。2022年以降の輸入コスト増の影響が未だ残る現状を考えれば（図表10）、輸入コストの増加による利益率のさらなる引き下げは、2026年の賃上げに影響する可能性がある。

そうした減益リスクへの対応として必要になるのが労働生産性の向上だ。輸入コストの増加だけでなく、価格競争にさらされ価格転嫁を頻繁に行えない企業の対応としても有効である。労働生産性の上昇を原資に賃上げを行えば、減益圧力を緩和できるほか、販売価格の上昇率（インフレ率）を賃金上昇率より低く抑えることができる。その結果、実質賃金は上昇し、販売数量も増加する可能性がある。規模の経済が働くところでは、販売数量が増加することで労働生産性がさらに上昇しやすくなる。しかし、賃金上昇の要因（図表10）をみると、労働効率要因はコロナ禍の悪化から徐々に改善してきているものの、賃上げを大きく後押しする要因とまではなっていない。

図表 10 賃金上昇の要因分解（SNAベース）



(注) 4四半期移動平均。要因分解の詳細については、補論1を参照
(出所) 内閣府、総務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

以上のように、「賃金上昇」と「価格転嫁」という2つの条件からみた考察では、2026年も利上げが継続する可能性は十分にあるというのが本稿の結論だが、コストプッシュへの耐性は必ずしも高くない、企業が今後、労働生産性をどの程度引き上げられるかも、重要な要因となってくる。また、日銀の実際の利上げ判断では、本稿で検証した賃金・物価だけではなく、海外経済と金融市場の要因も考慮される。特にトランプ大統領の政策運営、それに伴う米国経済の減速や株安のリスク、為替の円高ドル安が日銀の判断に影響を与え得る点には留意が必要である。

補論 1. 名目賃金（1人当たり名目雇用者報酬）の要因分解

GDP統計の名目雇用者報酬を労働力調査の雇用者数で除した1人当たりの名目雇用者報酬を①式のように展開し、さらに①式の右辺第1項の名目雇用者報酬に②式を代入して③式を導出する。

$$\left\{ \frac{\text{名目雇用者報酬}(WL)}{\text{雇用者数}(L)} \right\} = \left\{ \frac{\text{名目雇用者報酬}(WL)}{\text{名目総供給}(P_s Y_s)} \right\} \times \left\{ \frac{\text{名目総供給}(P_s Y_s)}{\text{総供給デフレーター}(P_s)} \right\} \times \text{総供給デフレーター}(P_s) \dots \textcircled{1}$$

ただし、名目総供給($P_s Y_s$) = 名目GDP + 名目財サービス輸入(P_s)

$$= \text{名目雇用者報酬}(WL) + \text{営業余剰等}(\pi) + \text{名目財サービス輸入}(P_s)$$

$$\text{名目雇用者報酬}(WL) = \text{名目総供給}(P_s Y_s) - \text{営業余剰等}(\pi) - \text{輸入}(M) \dots \textcircled{2}$$

$$\left\{ \frac{\text{名目雇用者報酬}(WL)}{\text{雇用者数}(L)} \right\} = \left\{ 1 - \frac{\text{営業余剰等}(\pi) + \text{輸入}(M)}{\text{名目総供給}(P_s Y_s)} \right\} \times \left\{ \frac{1}{\frac{\text{雇用者数}(L)}{\text{実質総供給}(Y_s)}} \right\} \times \text{総供給デフレーター}(P_s) \dots \textcircled{3}$$

(名目賃金)
(輸入コスト・企業収益要因)
(労働効率要因)
(販売価格要因)

③式の右辺第1項は、雇用者1人当たりの売上高（もしくは販売価格）のうち雇用者報酬に分配される比率が輸入コストと利益率の影響を受けることを示す。また、③式の右辺第2項は単位当たりの労働投入量の逆数であり、労働効率を示す指標とみなすことができる。そして③式の右辺第3項の総供給デフレーターはマクロ全体でみた販売価格に相当し、③式の右辺第2項と第3項の積は「雇用者1人当たりの売上高」に相当する。

以上より、③式は以下の3点を意味する。

- (1) 輸入コストが増加するかまたは利益率が上昇した結果、雇用者報酬への分配率が低下すると、名目賃金の減少要因となる（右辺第1項）。
- (2) 労働効率が向上すると、名目賃金の増加要因となる（右辺第2項）。
- (3) 販売価格が上昇すると、名目賃金の上昇要因となる（右辺第3項）。

補論 2. インフレ率（家計消費デフレーター）の要因分解

補論 1 の③式を変形させた④式を⑤式に代入し、⑥を導出する。

$$\text{総供給デフレーター}(P_s) = \left\{ \frac{\text{名目雇用者報酬}(WL)}{\text{雇用者数}(L)} \right\} \times \left\{ \frac{1}{1 - \frac{\text{営業余剰等}(\pi) + \text{輸入}(M)}{\text{名目総供給}(P_s Y_s)}} \right\} \times \left\{ \frac{\text{雇用者数}(L)}{\text{実質総供給}(Y_s)} \right\} \dots \textcircled{4}$$

$$\text{家計消費デフレーター}(P_c) = \text{総供給デフレーター}(P_s) \times \left\{ \frac{\text{家計消費デフレーター}(P_c)}{\text{総供給デフレーター}(P_s)} \right\} \dots \textcircled{5}$$

$$\text{家計消費デフレーター}(P_c) = \left\{ \frac{\text{名目雇用者報酬}(WL)}{\text{雇用者数}(L)} \right\} \times \left\{ \frac{1}{1 - \frac{\text{営業余剰等}(\pi) + \text{輸入}(M)}{\text{名目総供給}(P_s Y_s)}} \right\} \times \left\{ \frac{\text{雇用者数}(L)}{\text{実質総供給}(Y_s)} \right\} \times \left\{ \frac{\text{家計消費デフレーター}(P_c)}{\text{総供給デフレーター}(P_s)} \right\} \dots \textcircled{6}$$

(インフレ率)
(名目賃金要因)
(輸入コスト・
(労働効率要因)
(価格比)

企業収益要因)

⑥式の右辺第1項は名目賃金の上昇が家計消費デフレーターの上昇要因となることを示しており、右辺第2項は企業が利益率を高めた場合や輸入コストが上昇した場合に家計消費デフレーターの上昇要因になることを示している。また、⑥式の右辺第3項は単位当たりの労働投入量であり、その逆数は労働効率を示す指標とみなすことができる。すなわち、労働効率が向上すると右辺第3項が低下し、家計消費デフレーターの低下要因となる。

なお、⑥式の右辺第4項は、日本の平均的な販売価格である総供給デフレーターと家計バスケットの平均価格である家計消費デフレーターの比率であり、両者の価格転嫁の進展度合いの違いを示す指標とみなすことができる。そのため、図表7の要因分解では企業の調整項目である⑥式の右辺第2項が示す輸入コスト・企業収益要因に合算した。

以上より、⑥式は以下の3点を意味する。

- (1) 名目賃金が増加すると家計消費デフレーターの上昇要因となる（右辺第1項）。
- (2) 輸入コストが増加するかまたは利益率が上昇すると、家計消費デフレーターの上昇要因となる（右辺第2項）。
- (3) 労働効率が向上すると、家計消費デフレーターの低下要因となる（右辺第3項）。

[参考文献]

植田和男（2024）「賃金と物価の好循環と今後の金融政策運営 ―読売国際経済懇談会における講演―」、日本銀行、2024年5月8日

内田眞一（2025）「最近の金融経済情勢と金融政策運営 ―静岡県金融経済懇談会における挨拶―」、2025年3月5日

酒井才介・服部直樹・坂中弥生・中信達彦・今井大輔（2025）「人手不足下で実質賃金が低迷 ―需要・供給の両面から日本経済の低成長の主因に―」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2025年2月26日

日本銀行（2025a）「経済・物価情勢の展望」（2025年1月）、2025年1月27日

日本銀行（2025b）「金融政策決定会合における主な意見」（2025年1月23、24日開催分）、2025年2月3日

¹ たとえば植田（2024）には、以下のように記述されている。

「『第2の力』とは、景気が改善するもとの、労働需要の引き締め等を背景に、賃金と物価が相互に関連しながら伸び率を高めていく力、つまり賃金と物価の好循環を指します」

「物価情勢の評価にあたっては、『第2の力』がもたらす物価のトレンド、すなわち、「基調的な物価上昇率」を捉えることが重要となります」

² 日本銀行（2025b）より抜粋

³ 日本銀行（2025b）より抜粋

【PR】YouTube®動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！（「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です）

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



（QRコードはデンソーウェブの登録商標です）

お問い合わせ：みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社 調査部メールマガジン事務局

(03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp)

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。