

我が国経済の変遷

—— 企業の期待・マインドの観点から30年を振り返って ——

参事官（経済財政分析－総括担当）付	川東 響
参事官（経済財政分析－総括担当）付	松崎 大成
参事官（経済財政分析－総括担当）付	宮部 泰成
参事官（経済財政分析－総括担当）付参事官補佐	直野 未悠

【概要】

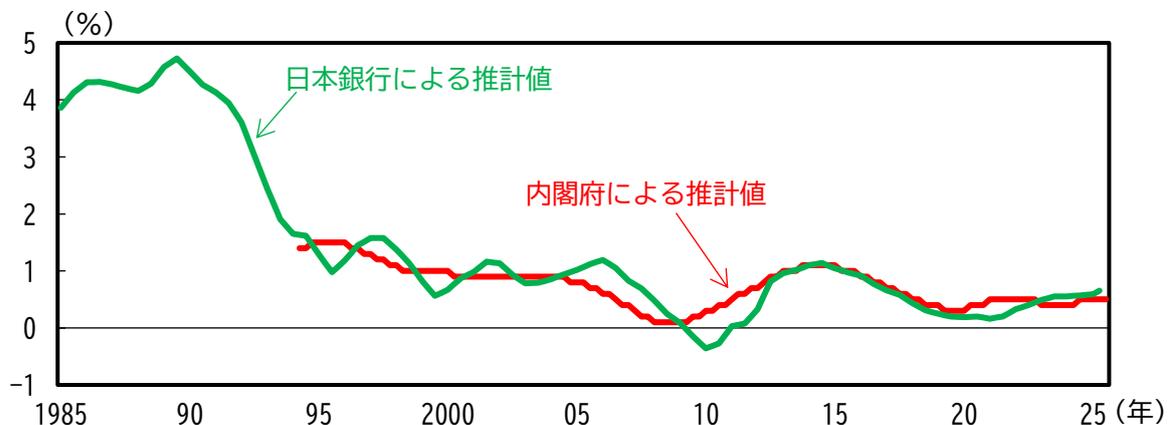
1. バブル崩壊以降のおよそ30年間、我が国の経済成長は名目・実質ともに平均して1%を下回る成長率となり、物価と賃金が安定して緩やかに上昇するメカニズムは失われてきた。もっとも、ここ数年、物価と賃金がともにはっきりと上昇するようになるなど、停滞からの脱却の兆しも見え始めている。本稿では、こうした我が国経済の変遷を、企業の持つマインド（景況感）や先行きに対する予想・期待がどのように変化していったかを追うことを通じて振り返った。
2. 我が国企業のマインドは、バブル崩壊後の厳しい金融環境に直面する中で悪化し、その後もなかなか回復しなかったが、2013年以降は緩和的な金融政策や円高の巻き戻し、機動的な財政政策などのもとで改善に転じた。特に、バブル崩壊のトラウマが徐々に薄れてきたこともあり、感染症拡大の影響があった局面でもマインドの悪化は短期間にとどまった。こうした動きの一方で、我が国企業の経済成長に対する予想は、現在に至るまであまり上昇がみられていない。
3. 我が国企業の予想物価上昇率は、バブル崩壊以降低下し、2%の物価安定目標を下回って推移してきた。もっとも、最近では、2022年頃の輸入物価の上昇をきっかけとして、予想物価上昇率は2%を上回るどころまで上昇している。ただし、企業は物価の先行きに不確実性を感じていることもうかがわれる。
4. 今後は、企業の成長期待が高まっていくこと、予想物価上昇率が2%に収斂していくことが、我が国経済がこれまでの30年とは異なる持続的な成長経路に移行するためにも重要である。

※ 本稿の作成では、茂呂賢吾氏（内閣府大臣官房審議官（経済財政分析担当））、加藤卓生氏（内閣府政策統括官（経済財政分析担当）付参事官（総括担当））から有益な助言を頂いた（肩書は2026年2月現在）。記して感謝したい。ただし、あり得べき誤りは全て執筆者に属する。なお、本稿の内容や意見は執筆者個人のものであり、必ずしも内閣府の見解を示すものではない。

1. はじめに

「今回こそはこれまでと違う」—— バブル崩壊以降およそ 30 年の長きにわたって、我が国の経済においては名目 GDP 成長率、実質 GDP 成長率ともに平均して 1% を下回り、消費者物価上昇率や賃金上昇率はともにマイナスからゼロ% 近傍となるなど、バブル崩壊以前にみられた物価や賃金が安定して緩やかに上昇するメカニズムは失われてきた²。しかし、ここ数年の我が国経済の動きをみると、きっかけは輸入財価格の上昇などの外生的なショックであったものの、物価と賃金が目に見えて上昇するようになっており（石井ほか（2023）、安達・加藤（2025））、名目 GDP も 2024 年に 600 兆円を突破するなど、この 30 年間の経済物価動向から脱し、力強い成長軌道に復する明るい兆しがみられるようになってきている³（図 1～3）。

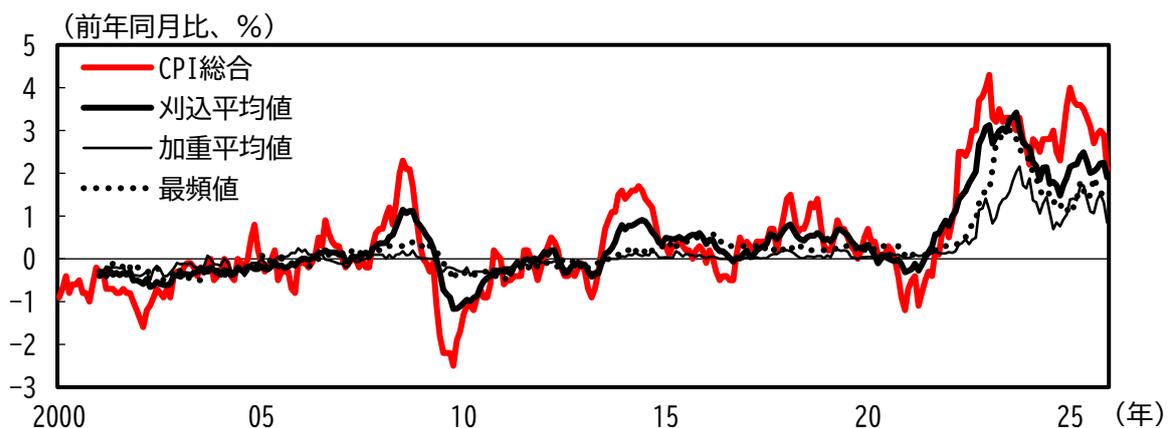
【図 1】我が国の潜在成長率の推移



（備考）内閣府、日本銀行の各種公表資料より作成。日本銀行のデータは半期毎のものを線形補間。

【図 2】我が国の物価指標の推移

① 消費者物価指数とその加工値

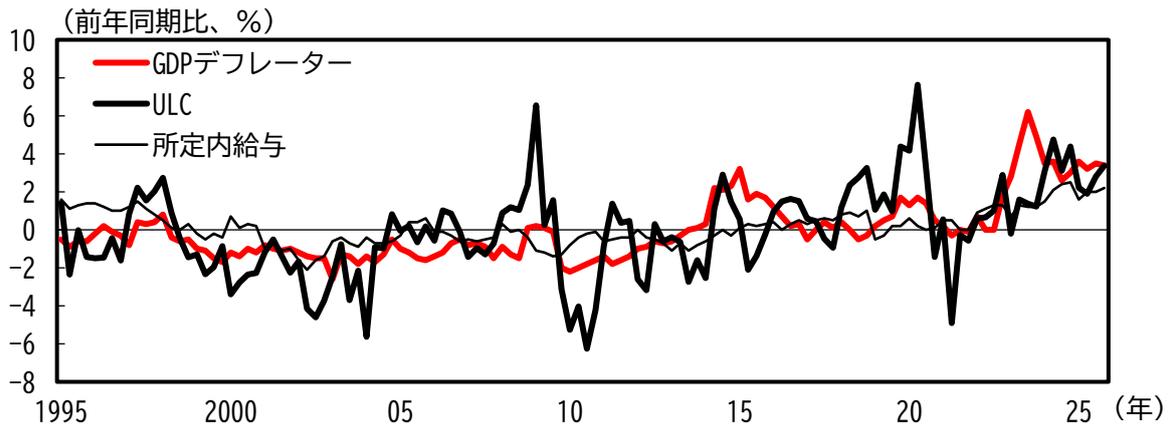


¹ 内田（2024）は、我が国のデフレと非伝統的金融政策の歴史を振り返った講演をこの言葉で締めくくっている。

² 成長率の低迷と物価の停滞との関係を理論的に考えると、標準的なモデル（たとえば Smets and Wouters(2003)）では両者は互いに無関係となるものの、金利の実効下限制約の存在があるもとでは相互に関連しうる（Benhabib et al. (2001)、Cuba-Borda and Singh(2024)、Krugman et al. (1998)など）。

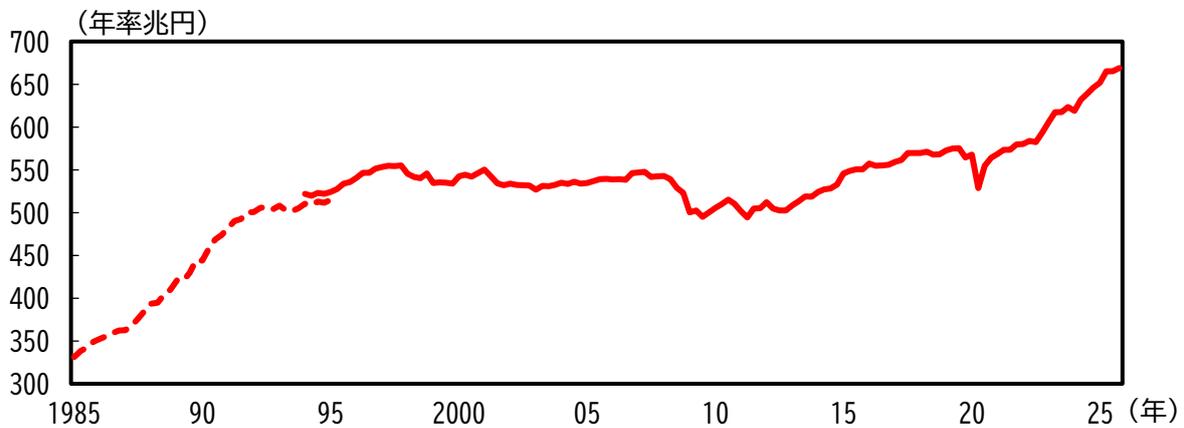
³ 最近の我が国経済について包括的にまとめたものとしては、内閣府政策統括官（経済財政分析担当）（2026）を参照。

②物価の基調・背景を表す指標（GDPデフレーターなど）



(備考) 内閣府、総務省、厚生労働省、日本銀行の各種公表資料から作成。
ULC = 名目雇用者報酬 / 実質GDPとして計算。

【図3】我が国の名目GDPの推移



(備考) 内閣府「国民経済計算」より作成。点線部分は簡易遡及系列。

本稿では、こうした我が国経済の停滞及び変化の萌芽を、各種の先行研究と照らし合わせつつ、企業のマインド —— 経済学的にいえば期待⁴ —— の面から確認してみたい。経済主体が将来についてどのように見通しているかは、経済それ自身を左右する非常に重要な要素である。学界においては、現在からおよそ1世紀遡った1930年頃にはすでに期待の持つ役割の重要性が認識されていた⁵ほか、Lucas(1976)やKydland and Prescott(1982)の先駆的な着想をきっかけに、期待が経済に与える影響のフォーマルな定式化も進められるようになった。Calvo(1983)などを嚆矢として発展した粘着価格の理論においては、企業の物価上昇率に対する予想は実際の物価上昇率を規定するほとんど最重要といってもよい要素である。我が国に関する実証的な分析に目を転じてみると、福永ほか(2024)は先行き緩やかな物価上昇を見込む企業は設

⁴ 本稿では、多分に定性的な面を含む景気の見方については「マインド」ないし「景況感」、物価上昇率等の定量的な見通しやそれに関連する事項については「期待」ないし「予想」という語を用いることにする。もちろん、用語の使い分けに本質的な意味があるわけではない。

⁵ 平易な解説として、黒田(2017)の講演を参照。

備投資を増加させる傾向があることを示している。加えて、Koga and Kato(2017)は、先行きの成長期待が楽観的な企業が設備投資を増加させやすいとの結果を得ているほか、日本銀行(2024)は、企業に対する大規模なアンケート調査によって、我が国企業が直近25年ほどにわたって設備投資を抑制していた主因の一つが、経済成長期待の乏しさであったことを明らかにしている。また、内閣府(2025)第1章や並木・直野(2026)は、経済の先行きに不確実性がある状況下では設備投資や賃金が下押しされることを示している⁶。こうした先行研究を踏まえると、我が国経済が成長へ向かう変曲点にさしかかろうとしている中であって、企業が経済の現状や先行きをどのようにイメージしているのか、認識を深めておくことがぜひとも必要といえよう。

本稿の構成は以下のとおりである。2節において、まずは企業の景況感や、経済成長に対する期待の推移について振り返る。バブル崩壊以降、不良債権問題の表面化に伴う金融面での調整から企業の景況感は悪化し、その後も総じて厳しい状態が続いていたものの、2008年の世界金融危機からの回復以降徐々に改善に転じ、特に2010年代後半においては、緩和的な金融環境と好調な収益のもとで良好な景況感が醸成されていたことを確かめる。特に、2020年の感染症拡大時には景況感の落ち込みがみられたものの、その後の回復はかなり急速であったほか、足もとの景況感も良好に維持されていることが確認された。一方、経済成長への期待は、2000年代前半にかけて低下したのち概ね横ばいで推移し、現在も高まりきっていないこともわかった。3節では、企業の予想物価上昇率とその背景について分析する。デフレ的な経済環境が長引くもとで、企業の予想物価上昇率も低下していたが、2022年頃から、企業自身が仕入価格の高騰に直面し、またそれを販売価格に転嫁する経験を積む中で、予想物価上昇率ははっきりと上昇する姿となっている。また、企業経営において物価上昇への対応が重要性を増している一方、先行きの物価の推移について不確実性を感じている企業が増加していることも確認された。4節は、これらの分析を踏まえたまとめである。

2. 企業のマインドと成長期待

(1) 企業のマインドと金融環境

まず、企業の景況感についてみていこう。日銀短観の業況DIをみると(図4)、1989年に最高点に達した後、バブル崩壊とともに急速に景況感が悪化したことがわかる。つるべ落としのような景況感の悪化は1990年代半ばには底を打ったものの、1998年頃には、再び景況感は悪化している。その後、DIが0(業況を「良い」と判断する先と「悪い」と判断する先が同数である水準)を一時上回るが、2007年末ごろから再

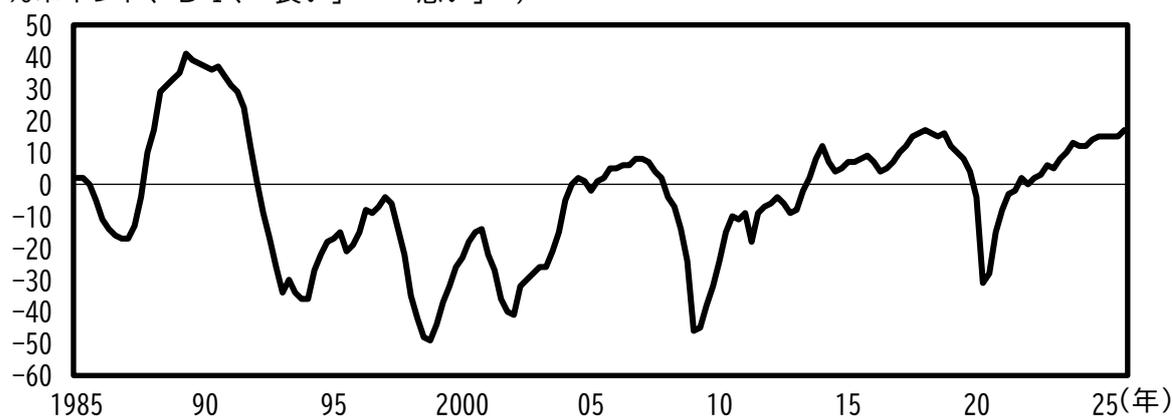
⁶ 本稿では企業以外の経済主体の持つ期待・マインドについては論じないが、家計等も含む我が国経済主体の期待・マインドとその影響については、喜舎場ほか(2024)、開発ほか(2024)、Ueda(2010)、小林(2025)、Kikuchi and Nakazono(2020)、Fukuda and Soma(2025)などを参照。

び悪化する。その後は息長い改善に転じ、感染症の影響があった2020年の一時的な落ち込みを除けば、景況感は良好である。なお、こうした傾向は、企業規模、製造・非製造業という業種の区別によらず確認できる。また、同じく景況感を確認するサーベイである景気ウォッチャー調査のデータにおいても、おおむね同様の動きがみられる(図5)。

【図4】業況DI(日銀短観)の推移

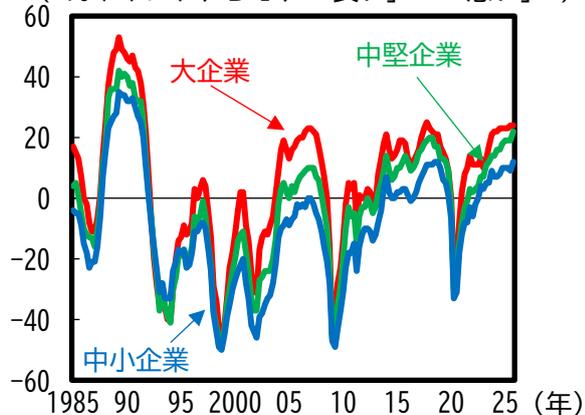
① 全業種・全産業

(%ポイント、DI、「良い」-「悪い」)



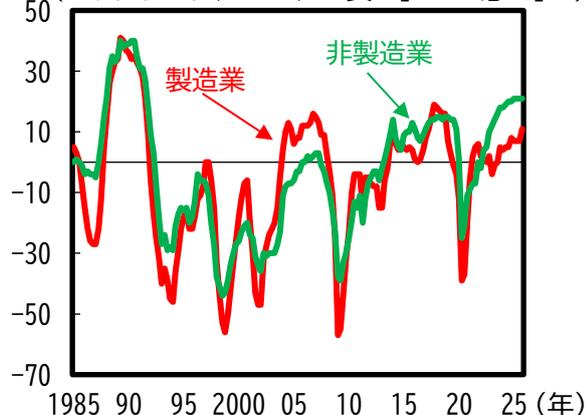
② 企業規模別

(%ポイント、DI、「良い」-「悪い」)



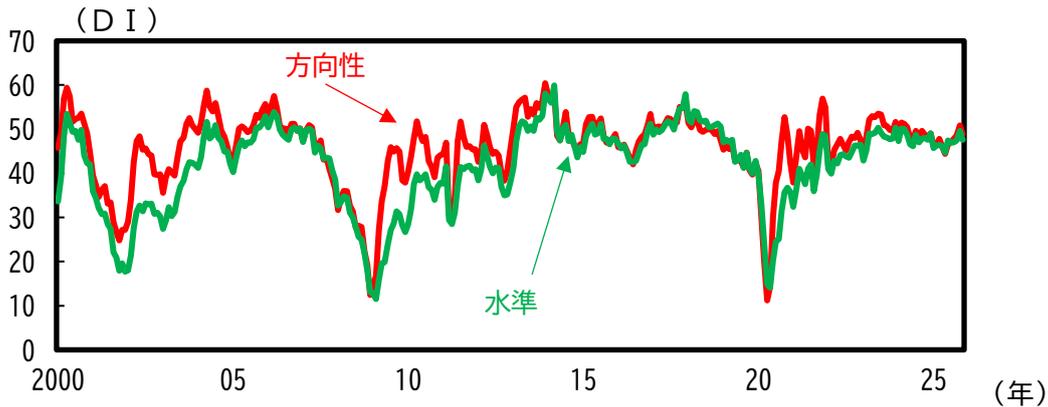
③ 業種(製造・非製造)別

(%ポイント、DI、「良い」-「悪い」)



(備考) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より作成。図7・8・10・14・15・16も同様。

【図5】D I（景気ウォッチャー）の推移



（備考）内閣府「景気ウォッチャー調査」企業動向関連D Iより作成。「方向性」は景気の改善／悪化、水準は景気の良し悪しを尋ねたもの。

次に、我が国経済が停滞を始めた契機が、バブル崩壊という金融面での蹉跌だった（石川（2011））ことを踏まえ、こうしたマインド面の動きと金融情勢とを照らし合わせてみてみよう⁷。

まず、1980年代～2000年代半ばまでの倒産件数の推移（図6）をみると、バブル崩壊が誰の目にも明らかになった1990年代入り後⁸急速に増加し、2001年にピークに達している⁹。この間、金融機関は大量の不良債権を抱えており、毀損した自らのバランスシートを回復させる必要に迫られていた（大村ほか（2002）、伊豆（2013））。こうしたことから、企業が直面する金融機関の貸出態度（図7）は、特に1990～92年頃や、97～99年頃にかけて急速に厳しいものとなり、資金繰りの悪化（図8）をもたらした。このような資金調達環境の悪化は、設備投資などの企業活動に下押しの作用を及ぼしたと考えられるが（Motonishi and Yoshikawa(1999)、Hoshi and Kashyap(2004)、福田ほか（2005））、企業の景況感も、こうした金融環境・実体経済両面の冷え込みを受けて悪化したものと整理できる。もっとも、その後倒産件数が減少に転じたことや、金融機関のノンパフォーミング貸付によるバランスシートの毀損額（図9）が減少した¹⁰ことを踏まえると、不良債権の整理は2000年代前半にはほぼ完了していたことが推察される（須田ほか（2008））。

2000年代後半から2010年代初頭の動きをみると、やはり世界金融危機に端を発する景気後退の影響が大きかったことが確認できる¹¹。もっとも、この間金融機関の貸出態度の厳格化や、倒産件数の増加はみられたものの、不良債権の増加は限定的だった

⁷ これに関連して、1998年（新日本銀行法施行）以降の金融政策をクロニクル的に整理した研究として、中島ほか（2025）も参照。

⁸ 内閣府経済社会総合研究所の景気基準日付によると、1991年2月が景気の山となっている。

⁹ この間、アジア通貨危機（1997年頃）や我が国における大手金融機関の破綻等の金融危機による影響もあったと考えられる。また、一時的に金融機関の貸出態度が緩和的になった時期がみられることについては、いわゆる追い貸しが発生していたことが原因である可能性もある。

¹⁰ ここで用いたSNAベースのノンパフォーミング貸付のデータは2000年以降しか利用可能でなく、バブル崩壊後の調整が最も苛烈であった1990年代の動きを捕捉できていない点には留意が必要である。

¹¹ 特に、我が国においては輸出産業に対する下押しを介した影響が大きかったことが指摘されている（Kawai and Takagi(2009)、塩路・内野（2011）、遠藤・平形（2010））。

こともわかる。この時期の景気後退は、90年代初頭の我が国のバブル崩壊とそれに伴う不良債権問題や金融不安を伴う景気後退とは性質を異にしていたといえよう。

世界金融危機の間にも不良債権の増加が限定的にとどまり、我が国の金融システムの健全性が保たれていたことは、2010年代から足もとまでの我が国経済の回復につながっていった。特に、2013年から、いわゆるアベノミクスによる機動的な財政政策¹²が打ち出され、「量的・質的金融緩和」の枠組みのもとで日本銀行が大規模な金融緩和を開始したことによって、金融機関の貸出態度ははっきりと緩和し、企業の資金繰りにもゆとりが生まれてきたほか、倒産件数も減少している。こうした緩和的な金融環境は、2011～12年頃にかけて大幅に進んだ円高が巻き戻しに向かったことともあいまって（藤原（2013）、一方井ほか（2024）、Baak（2017））、企業のマインドが長く改善傾向をたどったことにも寄与したと考えられる。特筆すべきは、2020年に感染症拡大による危機に見舞われた際も、各種の施策により緩和的な金融環境が維持された（直野（2025a））もとで、倒産件数は抑制され、企業の景況感の悪化もごく短期間で収まったことである。こうしたことは、2022年頃から現在に至るまで良好な景況感が保たれていることに寄与していると考えられる。

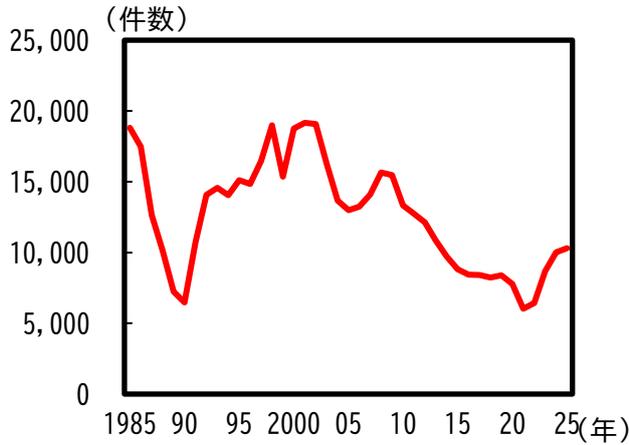
以上をまとめると、1990年代の、バブル崩壊による危機は、金融システムの機能回復に長い時間を要したことも相まって、経済に深刻な影響をもたらし、企業のマインドを大きく傷つけたといえる。日本銀行（2024）や内閣府（2025）第3章は、このときの手痛い経験がトラウマとなり、企業の行動に影響を及ぼしてきた可能性を指摘している。一方、世界金融危機時に我が国の金融システムが頑健に保たれたこと、その後粘り強く金融緩和が行われてきたことなどによって、企業のマインドは感染症拡大のショックに対しては相応のレジリエンスを示した。このことは、長い時間をかけてではあるが、我が国企業の経済に対する見方からトラウマが薄れ、スタンスが前向きに変化してきていることを示唆している。この傍証として、2025年4月以降の米国による関税措置の影響を目下色濃く受けている業種である自動車産業の景況感が、これまでほとんど悪化していない（図10）ことを挙げることもできる。

なお、倒産や不良債権、資金繰りといった観点からこれまでの動きを振り返ったが、企業収益、株価でもおおむね同様の傾向が確認できる（陣内ほか（2024）も参照¹³）。特に、ここ1年ほどの間企業収益は（上述の通り一部業種は関税の影響を受けているものの）既往ピーク圏であり、株価も日経平均が5万円を突破するなど過去最高水準で推移している（図11）。これらの要素も、企業マインドの押し上げに寄与していると考えられる。

¹² アベノミクス期の経済政策についての学術研究には金融政策を論じたものが多いが、財政政策等も含めて検討を加えたものとして、Ito（2021）、加藤ほか（2017）などを参照。

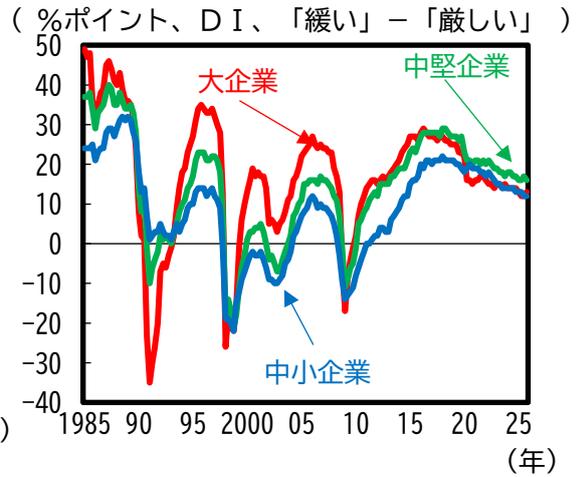
¹³ この陣内ほか（2024）は、本稿と類似のクロニクル的整理を行ったうえで、バブルの発生期待が経済成長に与える影響を論じている。我が国に「再びバブル景気が訪れるかもしれない」という予想が存在したか、またそうした予想が経済にどのような影響をもたらすのかは、期待と経済の関連に根差した興味深い先端的テーマであるが、本稿では触れない。

【図6】倒産件数の推移

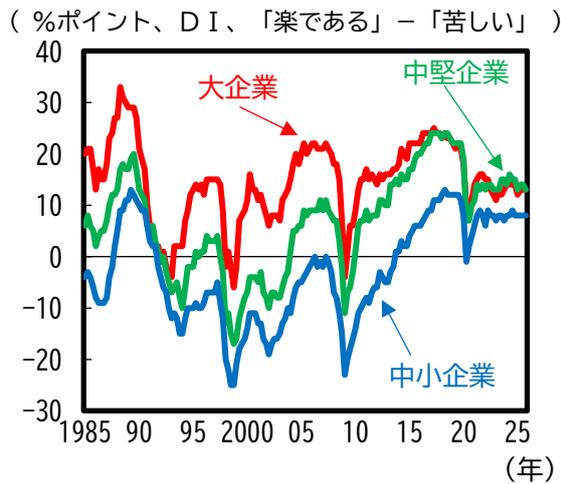


(備考) 東京商工リサーチ「倒産月報」より作成。

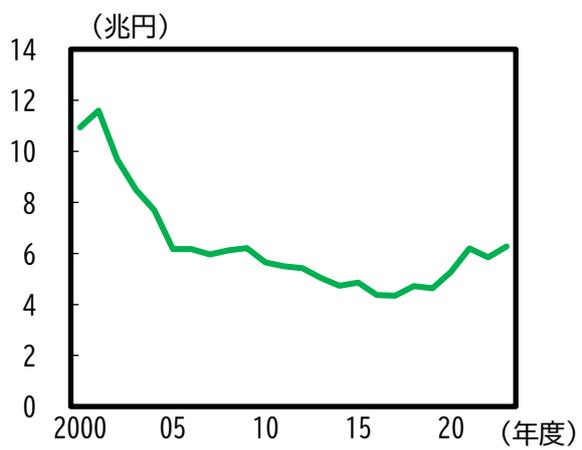
【図7】金融機関の貸出態度判断D Iの推移



【図8】資金繰り判断D Iの推移

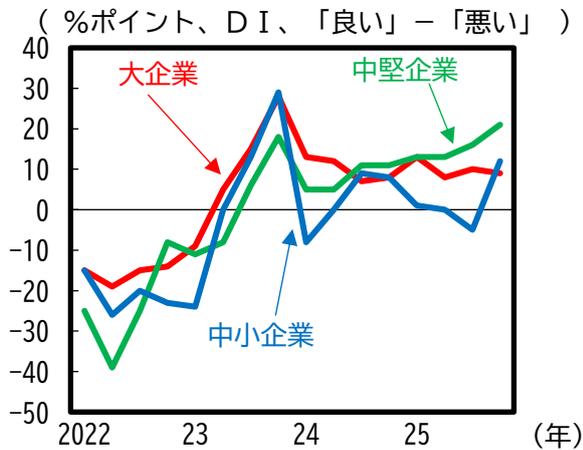


【図9】ノンパフォーミング貸付の毀損額の推移

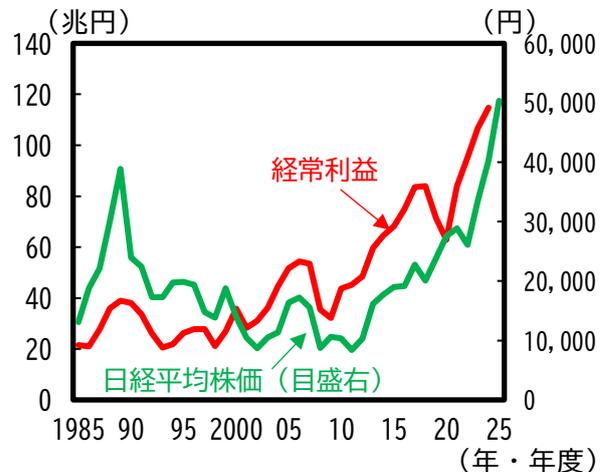


(備考) 内閣府「国民経済計算」より作成。

【図10】自動車産業の業況判断D I (直近4年)



【図11】企業収益と株価の推移



(備考) 財務省「法人企業統計」、Bloombergより作成。日経平均株価は年末値、経常利益は金融保険業除く年度ベース。

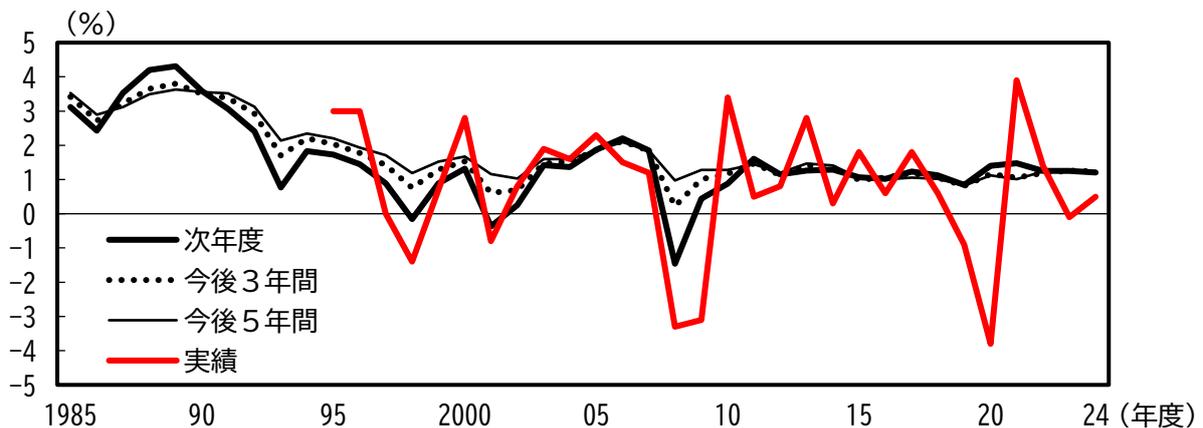
(2) 企業の成長期待

次に、企業の我が国の経済成長率に対する期待を確認してみよう。長期的にみると、バブルが崩壊した1990年代以降、2000年代前半までにかけて、1・3・5年先の見通しのいずれも低下傾向をたどり、世界金融危機等による振れはあるものの、その後も横ばいで推移している（図12）。

冒頭にも触れた通り、こうした成長期待の低下は、設備投資等の企業行動を慎重化させたと考えられる。また、北・直野（2026）が指摘しているように、成長期待の低下と設備投資の抑制とが連鎖的に作用し、我が国経済の成長率を下押しした可能性もある。

このように、企業の景況感は相応に安定して良好な水準で推移するようになった一方で、成長期待については現在に至るまであまり上昇がみられていない点には留意が必要であろう。景況感に比べて成長期待がなかなか浮上しない理由について、明確に特定することは容易でないものの、リーディング産業の不在が経済成長を鈍化させてきたこと（Shirota and Tsuchida (2025)）、世界金融危機の影響が一時的なショックにとどまらず長期的に成長率の押し下げに働く可能性（Ikeda and Kurozumi (2019)）、長期的な人口の減少トレンドが成長率を低下させること（寺本 (2025)、川本ほか (2025)）、といった構造的なマイナスの要素を企業が認識し、これらの課題の解決が（少なくとも短期的には）難しいと考えていることが、成長期待を低位にとどめている要因であるかもしれない。

【図12】企業の経済成長予想の推移



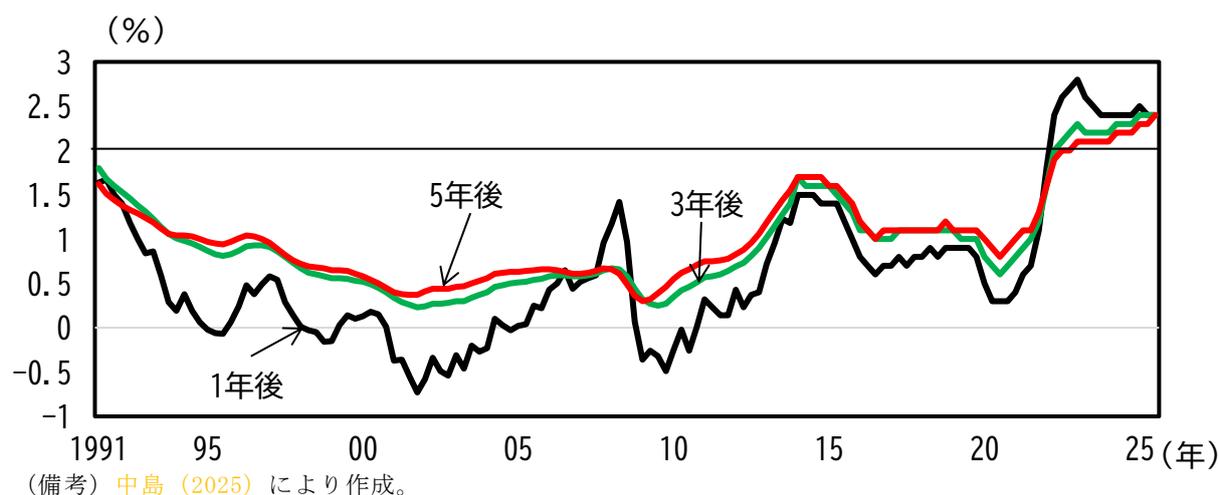
（備考）内閣府「国民経済計算」、「企業行動に関するアンケート調査」（各年度1月時点（例えば、2024年度調査は25年1月に実施））により作成。「実績」は当該年度の実質GDP成長率。

3. 企業の物価上昇予想

(1) 企業の予想物価上昇率の推移

次に、物価上昇率に対する企業の予想がどのように推移したかをみていこう。中島(2025)による企業の1・3・5年先予想物価上昇率の推移をみると、3・5年先予想がデフレ期においてもマイナスの値をとらないといったバイアスはあるものの¹⁴、バブル崩壊後の調整過程において徐々に低下し、日本銀行が2%の物価安定の目標を設定した2013年¹⁵以降も、それを下回る水準での推移を続けてきた(図13)。中央銀行がコミットメントを伴う強力な金融緩和を推進するなかにあっても、予想物価上昇率が高まらなかった背景には、稲次ほか(2019)や北村・田中(2019)が示唆するように、企業が過去の経験を参照しつつ物価予想を形成する傾向(いわゆる適合的期待形成)や、物価に関する情報の収集を行う手間を省く傾向(いわゆる合理的無関心)を有していたことがあると考えられる¹⁶。

【図13】企業の予想物価上昇率の推移



もっとも、冒頭でも述べた通り、2022年頃には輸入物価の高騰を起点として、実際に国内物価も横ばいから上昇へと転じたことによって、企業の予想物価上昇率も上昇するようになってきている。特に、直近のデータを確認すると、1・3・5年先いずれの予想物価上昇率も2%を上回っている。現在みられているコストプッシュショックの多くが減衰するであろう5年先の予想物価上昇率が高まっていることは、企業が我が国の物価上昇のトレンド(基調)に変化を感じている——足もとのコストプ

¹⁴ このバイアスについては、Gorodnichenko and Sergeyev(2021)が「インフレ予想の Zero lower bound」と名付けて考察している。

¹⁵ 2013年以前にも、日本銀行は「中長期的な物価安定の理解」(2006年)、「中長期的な物価安定の目途」(2012年)を公表している(これらの「理解」や「目途」は、安定を目指す物価上昇率について幅をもって示したうえで、その目安を1%としていた)。

¹⁶ こうした物価予想の形成プロセスに関しては、学術的見地からの先行研究が多数存在する。一例としてCoibion et al.(2018)を参照。

ッシュ的な物価上昇が持続性を伴ったものに転化していくのではないかとの予想を持つようになってきている ―― ことを示唆している。

より詳しく足もとの状況を分析するため、日銀短観の回答における予想物価上昇率の分布をみると、ここ数年では0%近傍の物価上昇率を見込む企業が減少している一方、4%や5%といった高い物価上昇率、すなわち物価上昇のさらなる加速を予想する企業が増加傾向にある(図14)。また、先行きの物価上昇率について「イメージを持っていない」と回答する企業の割合¹⁷が増加する姿となっていることも特徴的である。こうしたことは、物価が上昇する経済を体験しなくなって久しい我が国企業が、感染症拡大の不確実性や、輸入物価を起点とした外生的な物価上昇圧力に思いがけず直面するなか、先行きに見極め難さを感じていることを示唆している。実際、尾崎ほか(2024)や植田(2023)など多くの研究が指摘するように、物価上昇を一時的なコストプッシュの要素と、経済の内部で自律的に継続する要素とに切り分けることは(専門的なエコノミストであっても)極めて困難な作業であり、企業が先行きを見通しにくいと考えるのも自然なことであるといえるだろう。

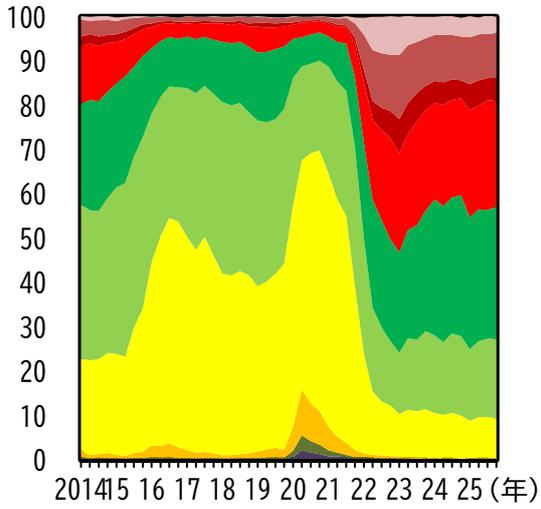
なお、こうした動きを踏まえつつ、日銀短観の仕入価格・販売価格D Iを確認すると、企業規模や業種を問わず、仕入れコストの上昇を価格に転嫁する動きが広がってきていることが確認できる(図15・16)。また、企業に自社の利益を左右する重要な要素を尋ねた調査によると、販売数量を上げる先の割合が低下している(図17)。販売単価や人件費といった価格面の要素を上げる先の割合が横ばいにとどまっている¹⁸点には留意が必要であるものの、物価が横ばいで推移し、利益を生むためには販売数量を増加させるしかなかった状況が変化し、利益をあげるために様々な工夫の余地が生まれている可能性が考えられる。

¹⁷ なお、宇野・安達(2018)によると、「イメージを持っていない」という回答が予想物価上昇率の集計値に与える影響はほとんどない。そうであっても、「イメージを持っていない」という回答が増えたこと自体から、何らかの事実がわかるということはある。

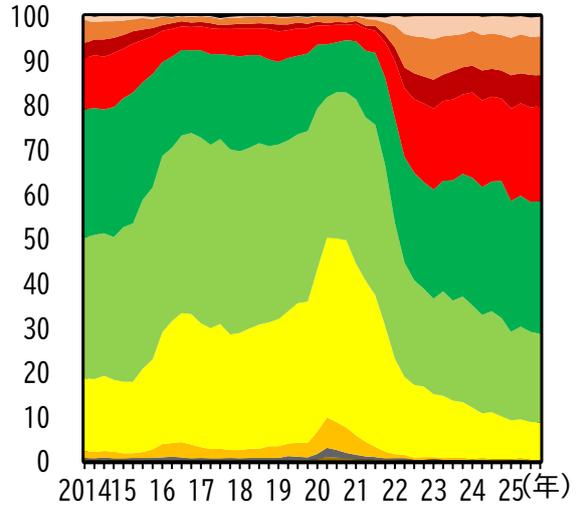
¹⁸ もっとも、同じ「販売価格を重視する」という企業の中にも、これまでは価格維持(引下げ)を目指して工夫を重ねていたところ、最近では価格引上げのためのプライシング戦略を検討するようになった、というような変化が隠れている可能性もある。氷見野(2023)も参照。

【図 14】 企業の予想物価上昇率の分布

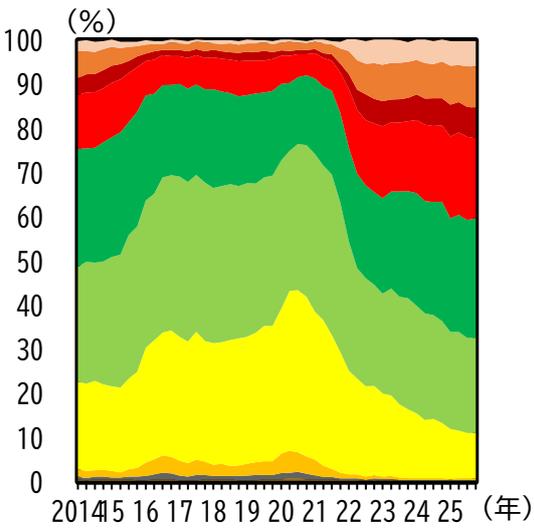
① 1年先



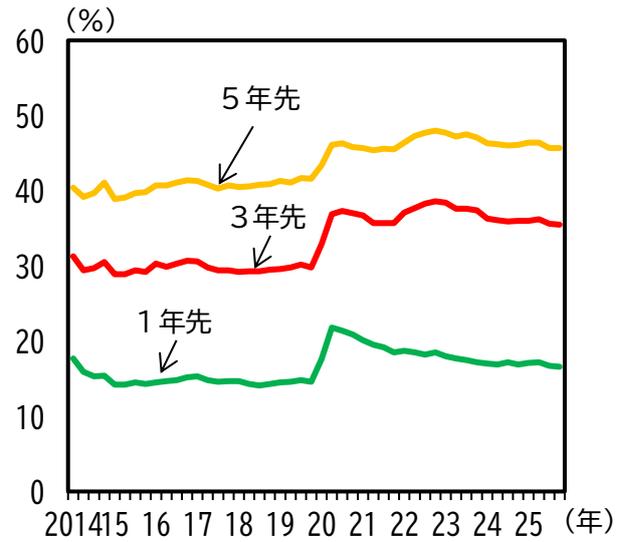
② 3年先



③ 5年先



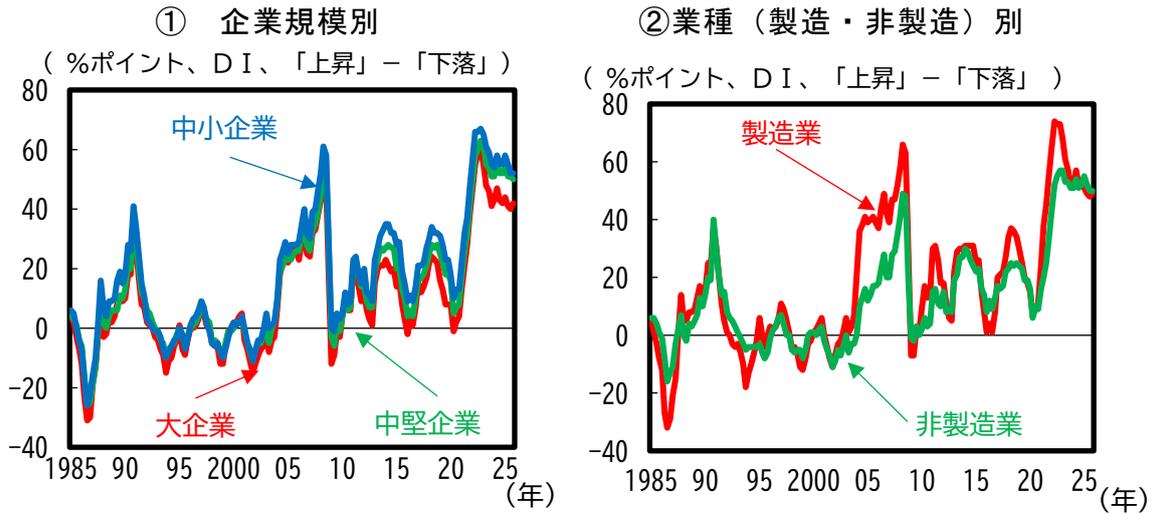
④ 「イメージを持っていない」とする先の割合



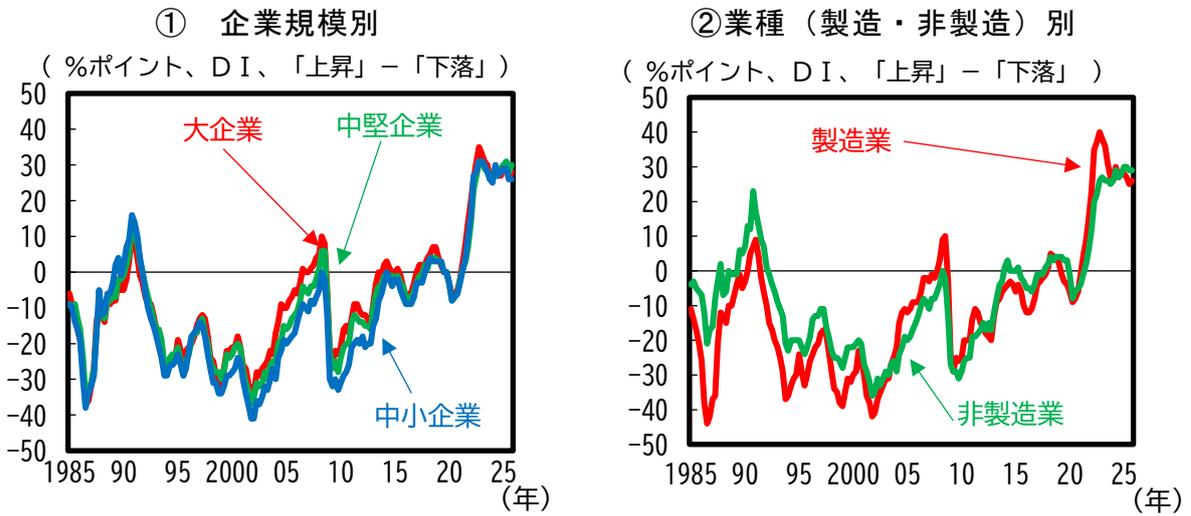
- -3%程度以下 ■ -2%程度 ■ -1%程度
- +0%程度 ■ +1%程度 ■ +2%程度
- +3%程度 ■ +4%程度 ■ +5%程度
- +6%程度以上

(備考) ①～③の凡例は共通。「イメージを持っていない」とする先を除いたベースを100%として各回答の割合を表示。

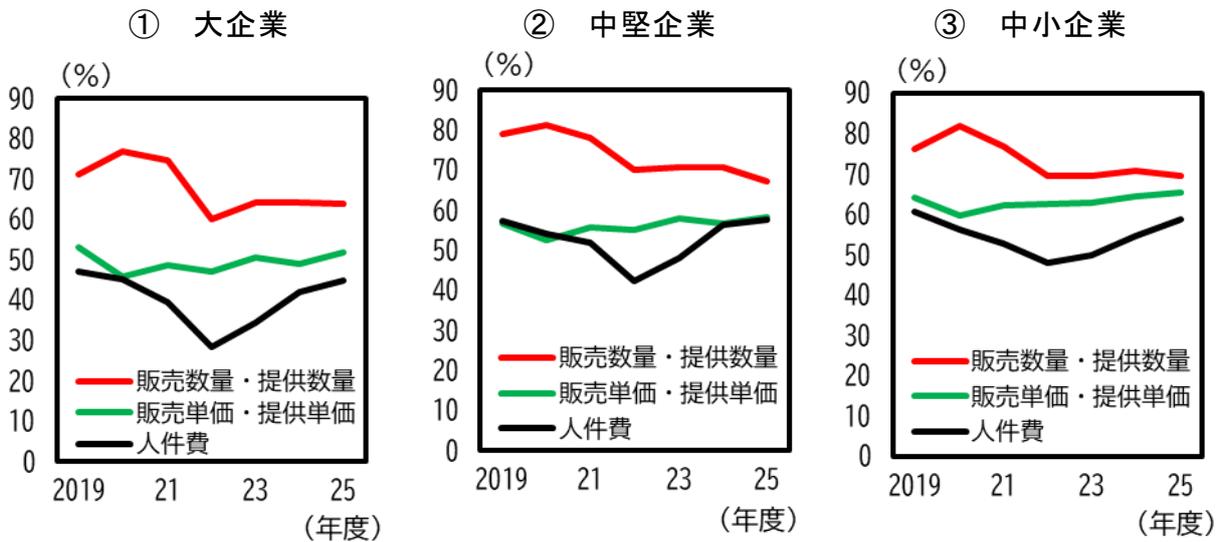
【図 15】仕入価格判断DIの推移



【図 16】販売価格判断DIの推移



【図 17】企業が経常利益の決定要因として重要と考える要素



(備考) 内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」より作成。

(2) 企業の予想物価上昇率の持つ含意

ここまで、外生的なコストプッシュショックにより、低い水準にとどまっていた企業の予想物価上昇率が高まってきたこと、その中でも、先行きの物価の推移に不確実性を感じている企業が増えていることをみてきた。このことは、我が国の経済にとってどのような含意を持つであろうか。

予想物価上昇率が上昇することによる好ましい作用の一つは、(図 16 でみたように) 価格転嫁が行いやすくなることであろう。一般的な消費者物価を対象とした予想物価上昇率がどのような水準であれ、自身の販売する財・サービスの相対価格を動かすことの難易度は変わらないのではないかと¹⁹、という指摘はありうるところであるが、実際には、物価全体が緩やかに上昇していくという予想があるほうが、値上げ・価格転嫁を行いやすいという傾向を示唆する研究結果が複数得られている(渡辺(2012)、古川ほか(2024))。このことから、名目変数である物価に関する予想が上向き始めたことを起点として、実体経済(実質変数)の硬直性や不均衡が緩和される効果が生じる可能性が示唆される。こうした見方は、学術的にはやや目新しい考え方ではあるものの、ここ数年の短観販売価格D Iの動きや企業自身の実感とは整合的である(日本銀行(2024))。加えて、猪熊ほか(2024)やMiyakawa et al.(2022)は、我が国経済に合わせたパラメータのマクロ経済モデルの分析によって、緩やかな物価上昇トレンドを維持することがイノベーションを促進し、経済厚生上望ましいことを示している²⁰。ここ数年の企業の定性的なコメントをみても、もちろん輸入物価の上昇には負担感を示す声があったものの、物価上昇を見通せるようになったことが事業環境を変化させているという傾向をうかがわせるものが少なからず確認できた(補論参照)。

また、予想物価上昇率の上昇によって実際の物価が引き上げられ、金利の実効下限制約(Effective lower bound=E L B)による問題が軽減されるという点も、好ましい作用の一つである。実際、我が国経済は長期にわたってE L Bによる影響を受けている(Ikeda et al.(2024))と考えられ、これを回避するためには、ある程度の正の物価上昇率を維持することが有効な方策となりうる(嶺山ほか(2019))。

以上のような点は、予想物価上昇率が高まってきたことによるプラスの効果と整理できる一方で、注意が必要な点もいくつか存在する。たとえば、先にも述べた通り、予想物価上昇率の分布がばらついており、先行きの物価上昇率はわからないとする先も増加している点は、物価に関して我が国企業が感じる不確実性が高まっていることを示唆している。これは、予想物価上昇率がゼロ近傍から高まってはきたものの、物

¹⁹ 標準的なミクロ経済学のモデル(ワルラスの一般均衡モデル、ベルトラン競争モデルなど)において、各主体にとって重要となるのは相対価格のみであることに留意(Mas-Colell et al.(1995)などを参照)。

²⁰ このほか、直接的に我が国経済を扱ったものではないが、物価上昇率が実体経済に影響を与えることを想定したモデルによって、正の物価上昇率が望ましいことを示唆した研究として、Oikawa and Ueda(2018)、Adam and Weber(2019)などを参照。

物価安定の目標となる水準（2%）で安定的に推移する状態には至っていないことを示唆していると考えられるほか、不確実性の存在そのものが、企業活動にマイナスの影響を与える可能性もある。また、そもそも今般の予想物価上昇率の高まりの起点は輸入物価の高騰であり、それ自体が交易条件の悪化などを介して我が国経済に下押し圧力²¹となったり、企業のマインドを冷え込ませたりする可能性にも留意が必要である²²。

4. むすび

ここまで、我が国企業の景況感や予想物価上昇率などの推移を、その背景にある経済動向を踏まえつつ振り返ってきた。我が国企業はバブル崩壊の痛手から一世代以上の長い時間をかけて立ち直り、経済に対する悲観的な見方は徐々に薄れてきている。また、長らく低位にとどまっていた予想物価上昇率も、物価安定の目標水準をいくぶん上回る²³ところまで高まるなど、企業の我が国経済に対する見方は大きく変化している。

一方で、経済成長に対する期待の高まりは限定的であるほか、物価上昇率の予想にもばらつき等がみられる。この2つの点からは、我が国経済が停滞から脱し、持続的な成長軌道に回帰したかどうかについて、必ずしも多くの企業が確信を持つまでには至っていないとも考えられる。

経済成長期待については、現在、危機管理投資・成長投資を始めとする投資促進策を成長戦略の柱としている。予見可能性の高い投資戦略によって官民が連携しつつ、将来の日本経済の姿を見据えた成長分野に積極的な投資を行える環境・体制を構築することが、企業の成長期待を持続的に高めるためにも大切である。

物価上昇率に関しては、今後物価安定の目標である2%の近傍に予想が収斂していくことが重要である。日本銀行は、2024年3月に金融政策の枠組みの見直しを行い、「量的・質的金融緩和」を終了させて以降、政策金利を0.75%まで引き上げている。今後、このような環境²⁴のもとで、予想物価上昇率が過度に上昇したり、低下したりすることがないかといった点を含めて、丹念に点検していく必要があるだろう。

²¹ 我が国と海外との経済取引については、直野（2025b）を参照。輸入財価格の高騰が我が国経済に与える影響については、本稿の議論の範囲を超えるため詳細には立ち入らないが、内閣府政策統括官（経済財政分析担当）（2026）などを参照。

²² このほか、物価変動が相対価格をゆがめること、物価の動きに注意を払う必要が生じること、なども（これは厳密に言えば予想物価上昇率というよりも実際の物価の上昇に関する議論であろうが）デメリットと考えられる。物価上昇（下落）の理論的なメリット・デメリットについては、Diercks(2019)やAdam and Weber(2024)のサーベイが詳しい。

²³ ただし、予想物価上昇率を特定の水準と比較する場合は、何らかのバイアスが回答に影響を与えている可能性に注意すべきであろう。

²⁴ 実質金利は杉岡ほか（2024）が様々な手法を用いて推計した値の範囲を依然として下回っているとしており、金融政策は引き締めの領域に入っているわけではない可能性が高いことを示唆している。最近の金融環境については直野（2026）も参照。

参考文献

安達孔・加藤直也（2025）「原材料高を起点とした賃金から物価への二次的波及：DSGEモデルによる実証分析」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No. 25-J-5

石井一正・大槻慶・磯野翔（2023）「物価の基調的な動向とマクロ経済政策の課題」マンスリー・トピックス No. 71 内閣府

石川知宏（2011）「バブル/デフレ期の日本経済と経済政策研究 オーラル・ヒストリーに見る時代認識」ESRI Research Note No. 19 内閣府経済社会総合研究所

伊豆久（2013）「金融機関の破綻処理と日本銀行」証券経済研究 第84号 pp. 83-102 日本証券経済研究所

一方井宏汰・川本卓司・桜健一（2024）「わが国の非伝統的金融政策と為替レート変動」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No. 24-J-26

稲次春彦・北村富行・松田太一（2019）「企業のインフレ予想の形成メカニズムに関する考察—短観データによる実証分析—」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No. 19-J-9

猪熊宏士・片桐満・須藤直（2024）「イノベーションの選択と製品サイクルが最適トレンドインフレ率に与える含意」IMES Discussion Paper Series 2024-J-21 日本銀行金融研究所

植田和男（2023）「最近の金融経済情勢と金融政策運営」大阪経済4団体共催懇談会における挨拶 日本銀行

内田眞一（2024）「わが国における過去25年間の物価変動」金融研究 第43巻第4号 pp. 47-68 日本銀行金融研究所

宇野洋輔・安達孔（2018）「『分からない』という回答から分かること？—短観『物価見通し』における無回答バイアス—」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No. 18-J-5

遠藤峻介・平形尚久（2010）「日本の生産変動：グローバル金融ショックと世界経済の構造変化」日銀レビュー 2010-J-05

大村敬一・岩城秀裕・水上慎士・須藤貴英・菅田宏樹（2002）「不良債権の処理とその影響について II — 雇用へのインパクトを中心に —」景気判断・政策分析ディスカッション・ペーパー DP/02-4 内閣府

尾崎達哉・神保真宏・八木智之・吉井彬人（2024）「賃金・物価の相互連関を巡る最近の状況について」日銀レビュー 2024-J-2

開発壮平・中野将吾・山本弘樹（2024）「中長期インフレ予想の変動が経済・物価へ及ぼす影響」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No. 24-J-20

加藤卓生・本橋直樹・堤雅彦（2017）「アベノミクスにおける賃金・所得関連施策の効果試算」

経済財政分析ディスカッション・ペーパー DP/17-2 内閣府

川本琢磨・望月亮治・高橋和宏・野村裕・平井滋（2025）「新しい定量 DSGE モデルによる政策シミュレーションとその含意 ～人口減少下の我が国における超長期の経済の姿～」経済分析 第 210 号 pp. 38-63 内閣府経済社会総合研究所

喜舎場唯・柴田菜緒・福永一郎・米山俊一（2024）「わが国のインフレ予想形成の不確実性—マクロ経済モデル Q-JEM を用いた予想形成メカニズムの分析—」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No. 24-J-23

北大幸・直野未悠（2026）「金融関連分析の手法による我が国経済の構造的解析」経済財政分析ディスカッション・ペーパー DP/26-3 内閣府

北村富行・田中雅樹（2019）「合理的無関心や粘着情報の企業のインフレ予想形成に対する含意—小型マクロモデルを用いた分析—」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No. 19-J-10

黒田東彦（2017）『『期待』に働きかける金融政策：理論の発展と日本銀行の経験』オックスフォード大学における講演の邦訳 日本銀行

小林若葉（2025）「消費者マインドの動向と家計の節約行動」マンスリー・トピックス No. 76 内閣府

塩路悦朗・内野泰助（2011）「外的ショックと日本の景気変動：自動車産業における“Great Trade Collapse”の実証分析」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No. 11-J-1

陣内了・土田悟司・山本庸平（2024）「バブル発生に関する期待と経済成長」経済研究 vol. 75 No. 1

杉岡優・中野将吾・山本弘樹（2024）「自然利子率の計測を巡る近年の動向」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No. 24-J-9

須田侑子・豊蔵力・中野章洋・宮明靖夫（2008）「決算からみた銀行経営の現状と課題」日銀レビュー 2008-J-04

寺本和弘（2025）「DSGE モデルによる中長期経済分析 ～技術成長を内生化した新しい定量 DSGE モデルの意義・特徴～」経済分析 第 210 号 pp. 18-37 内閣府経済社会総合研究所

内閣府（2025）「令和 7 年度 年次経済財政報告」

内閣府政策統括官（経済財政分析担当）（2026）「日本経済レポート（2025 年度）」

直野未悠（2025a）「貸出統計からみた企業の姿について」今週の指標 No. 1389 内閣府

直野未悠（2025b）「わが国の国際収支について—近年の動向と論点の整理—」マンスリー・トピックス No. 78 内閣府

直野未悠（2026）「最近のマネー関連統計の動きと企業をとりまく金融環境について」今週の

指標 No. 1398 内閣府

中島上智 (2025) 「短観D I を用いた企業のインフレ予想の推計」 経済研究 vol. 76 No. 2

中島上智・関根敏隆・服部正純・笛木琢治 (2025) 「新日銀法 25 年間における金融政策決定会合のクロノロジー」 経済研究 vol. 76 No. 2

並木智春・直野未悠 (2026) 「労働市場の合成スラック指標の作成とその応用」 経済財政分析
ディスカッション・ペーパー DP/26-2 内閣府

日本銀行 (2024) 「『1990 年代半ば以降の企業行動等に関するアンケート調査』の集計結果について—— 企業からみた過去 25 年間の経済・物価情勢と金融政策 ——」 地域経済報告—さくらレポート— (別冊シリーズ)

氷見野良三 (2023) 「最近の金融経済情勢と金融政策運営」 大分県金融経済懇談会における挨拶
日本銀行

福永一郎・法眼吉彦・上野陽一 (2024) 「過去 25 年間のわが国経済・物価情勢：先行研究と論
点整理」 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No. 24-J-10

福田慎一・粕谷宗久・中島上智 (2005) 「非上場企業の設備投資の決定要因：金融機関の健全
性および過剰債務問題の影響」 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No. 05-J-2

藤原茂章 (2013) 「最近の株価と為替の同時相関関係の強まりについて」 日銀レビュー 2013-
J-8

古川角歩・法眼吉彦・大高一樹 (2024) 「わが国企業の価格設定行動とゼロインフレ・ノルム」
日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No. 24-J-18

嶺山友秀・平田渉・西崎健司 (2019) 「ニューケインジアン・モデルを用いたインフレと社会
厚生に関する分析：日米を事例に」 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No. 19-J-5

渡辺努 (2012) 「ゼロ金利下の長期デフレ」 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No. 12-J-
3

Adam, K., & Weber, H. (2019). Optimal trend inflation. *American Economic Review*,
109(2), 702-737.

Adam, K., & Weber, H. (2024). The optimal inflation target: Bridging the gap between
theory and policy. Discussion Paper No. 44/024 Deutsche Bundesbank.

Baak, S. (2017). Is the yen misaligned more during the Abenomics period?. *Japan and
the World Economy*, 44, 26-34.

Benhabib, J., Schmitt-Grohé, S., & Uribe, M. (2001). The perils of Taylor rules.
Journal of Economic Theory, 96(1-2), 40-69.

Calvo, G. A. (1983). Staggered prices in a utility-maximizing framework. *Journal of Monetary Economics*, 12(3), 383-398.

Coibion, O., Gorodnichenko, Y., & Kamdar, R. (2018). The formation of expectations, inflation, and the Phillips curve. *Journal of Economic Literature*, 56(4), 1447-1491.

Cuba-Borda, P., & Singh, R. S. (2024). Understanding Persistent ZLB: Theory and Assessment. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 16 (3), 389-416.

Diercks, A. M. (2019). The reader's guide to optimal monetary policy. Available at SSRN 2989237.

Fukuda, S. I., & Soma, N. (2025). The Evolution of Inflation Expectations in Japan. *Asian Economic Policy Review*, 20:207-217.

Gorodnichenko, Y., & Sergeyev, D. (2021). Zero lower bound on inflation expectations. Working Paper 29496, National Bureau of Economic Research.

Hoshi, T., & Kashyap, A. K. (2004). Japan's financial crisis and economic stagnation. *Journal of Economic Perspectives*, 18(1), 3-26.

Ikeda, D., & Kurozumi, T. (2019). Slow post-financial crisis recovery and monetary policy. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11(4), 82-112.

Ikeda, D., Li, S., Mavroeidis, S., & Zanetti, F. (2024). Testing the effectiveness of unconventional monetary policy in Japan and the United States. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 16(2), 250-286.

Ito, T. (2021). An assessment of Abenomics: Evolution and achievements. *Asian Economic Policy Review*, 16(2), 190-219.

Kawai, M., & Takagi, S. (2009). Why was Japan Hit So Hard by the Global Financial Crisis?. ADBI Working Paper 153, Asian Development Bank Institute.

Kikuchi, J., & Nakazono, Y. (2020). Inflation Expectations and Consumer Spending: Micro-data Evidence. ESRI Discussion Paper Series No.353. Economic and Social Research Institute, Cabinet Office.

Koga, M., & Kato, H. (2017). Behavioral biases in firms' growth expectations. Bank of Japan Working Paper Series No. 17-E-9.

Krugman, P. R., Dominquez, K. M., & Rogoff, K. (1998). It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap. *Brookings papers on economic activity*, 1998(2), 137-205.

Kydland, F. E., & Prescott, E. C. (1982). Time to build and aggregate fluctuations.

Econometrica, 1345-1370.

Lucas, R. (1976). Econometric policy evaluation: A critique. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, (1), 19-46.

Mas-Colell, A., Whinston, M. D., & Green, J. R. (1995) Microeconomic Theory. Oxford University Press.

Miyakawa, D., Oikawa, K., & Ueda, K. (2022). Reallocation effects of monetary policy. International Economic Review, 63(2), 947-975.

Motonishi, T., & Yoshikawa, H. (1999). Causes of the Long Stagnation of Japan during the 1990s: Financial or Real?. Journal of the Japanese and International Economies, 13(3), 181-200.

Oikawa, K., & Ueda, K. (2018). The optimal inflation rate under Schumpeterian growth. Journal of Monetary Economics, 100, 114-125.

Shirota, T., & Tsuchida, S. (2025). Aggregate implications of changing industrial trends in Japan. Journal of the Japanese and International Economies, 75, 101351.

Smets, F., & Wouters, R. (2003). An estimated dynamic stochastic general equilibrium model of the Euro area. Journal of the European Economic Association, 1(5), 1123-1175.

Ueda, K. (2010). Determinants of households' inflation expectations in Japan and the United States. Journal of the Japanese and International Economies, 24(4), 503-518.

補論 2022年以降における企業の声

本論では、専ら各種のデータや先行研究をもとに、企業の期待やそれを取りまく経済情勢を確認してきた。一方、企業の認識は、アンケートやヒアリングによって得られたコメントによって定性的に確かめることもできる。

そこで、ここでは2022年以降の「地域経済報告（さくらレポート）」（日本銀行）および「景気ウォッチャー調査」（内閣府）のコメントのうち、足もとの経済情勢の変遷、特に足もとの物価上昇に対する企業の認識・スタンスをみるうえで代表的と思われるものを抜粋した。

コメントをみると、物価高を受けた消費者が節約志向を高め、それが売上や業績の下押し要因となっているとの声もあるものの、値上げをしても販売数量が維持できている、物価高のもとでも需要は堅調であるといった声も確認できる。

また、2023年初頭には、物価高に対応するため従業員に「インフレ手当」といった形で一時金を支給するというコメントが複数みられたが、最近では（一時金による対処ではなく）ベースアップを積極的に行うという声が増えているように見受けられる。これは、物価上昇に相応の持続性があるとの認識が徐々に広まっていることを示唆する。実際、物価高を受けて企業・労働者・消費者の行動パターンが変容していることをうかがわせるコメントもみられた。

こうした点は、足もと企業の景況感が良好であること、予想物価上昇率が上昇していることといった、本論でとりあげた内容とおおむね整合的であると考えられる。今後も、定量的なデータと定性的なコメント・ヒアリング情報の双方を照らし合わせつつ、多角的に経済主体の動向を確認していくことが重要である。

【さくらレポートのコメント】

物価高が業績の下押し圧力となっている

- 物価上昇を受けて消費者の節約志向が強まっており、ディスカウントストアやドラッグストアへの顧客流出の動きがみられる（2022年10月、横浜[スーパー]）。
- 物価高によって消費者の生活防衛意識が高まる中、節約の対象になりやすい菓子類の価格転嫁は今まで以上に難しい状況。このため、原材料費や人件費等の各種コスト上昇分の転嫁ができておらず、利益率は低下している（2025年7月、釧路[食料品]）。

物価高／値上げのもとでも需要は堅調である

- 物価高を受けて生活必需品以外の購入を減らす動きがみられる一方、高級フルーツといった高価格帯の商品の需要が堅調であることなどから、全体の売上は底堅く推移している（2023年1月、秋田[スーパー]）。
- 帰省や夏休み期間などの「ハレの日」に来店する顧客の購買意欲は、物価上昇のもとでも依然として強い状況が続いており、値上げをしても高付加価値商品の注文点数は増加している（2023年10月、青森[飲食]）。
- 物価高の中でも高価格帯商品や季節限定商品の売れ行きは好調であり、価値を認めた商品には支出を惜しまないメリハリ消費の傾向がみられる（2025年10月、松山[飲食]）。

物価高を受けて従業員に一時金を支給する

- 人手不足感の強い建設業界では、人材流出を防ぐ必要性が高いため、当社では、足もと物価上昇を踏まえ、従業員に一律7万円のインフレ手当を支給する予定（2023年1月、松江[建設]）。
- 最近の物価上昇に対応するため、他の企業の支給額を参考にして、社員に「インフレ手当」を3万円支給した（2023年1月、福島[対事業所サービス]）。

物価高を受けてベースアップを実施する

- 物価高を勘案して、今年度はベアを含む賃上げを実施。来年度以降も物価上昇が続く場合、更なる賃上げを検討していくが、その原資獲得のため、業務の効率化や諸コスト増加分の価格転嫁にも積極的に取り組む方針（2023年10月、名古屋[運輸]）。
- これまでの賃上げは、業績連動の賞与一時金での対応が主であったが、足もとの物価高を受け、業績に関係なく従業員への生活支援が必要という考えのもと、2025年度は減益見込みであるものの、ベアを行う方針に転換（2025年4月、岡山[鉄鋼]）。
- 各国の通商政策の影響はみられるものの、収益が堅調さを維持しているもとの、2026年度も物価上昇率を上回る賃金改定を続けていく方針（2026年1月、大阪[電気機械]）。

物価高による企業・労働者の考え方・行動の変容

- 今年の春季労使交渉では、従業員自身がリスキリングなどスキルアップで生産性向上を図ることを前提に、物価上昇率を上回る高めの賃上げ要求を行った組合もみられた。労働者側の意識も変化してきている（2024年4月、本店[業界団体]）。
- 賃上げ率の決定にあたって、過去は生産性向上分のみを勘案してきたが、最近では物価上昇率に力点をおいて判断している（2025年4月、大阪[食料品]）。

【景気ウォッチャー調査のコメント】

物価高が業況を下押ししている（現状に関するコメント）

- ◇ 店頭での値引きが多発している。客も見積りの細分化など、少しでも価格が安くなるような要望が増えている（2022年9月、近畿＝家電量販店）
- ◇ 10月に入り、各種の値上げにより、今まで使っていた化粧品などのランクを下げる客が出てきている。値引き施策を行って、やっと前年並みである（2022年10月、南関東＝その他専門店 [ドラッグストア]）
- ◇ 物価高により、必需品以外の電化製品は買わない傾向がみられる（2023年4月、北陸＝家電量販店）
- ◇ 原料価格の高騰や資材価格及び物流費の値上がりにより、売上は伸びているものの、利益は圧迫されており、厳しい状況にある（2023年10月、甲信越＝食料品製造業）
- ◇ 販売数がやや減少傾向になっている。エネルギー価格の高騰や円安進行による物価上昇への危機感などから、節約志向が高まっている（2024年6月、南関東＝スーパー）
- ◇ 生活必需品の物価上昇に伴い、客の価格に対する意識は一層厳しいものとなっている。ぜいたく品を購入する客層がこれまで以上に限定されている（2024年12月、南関東＝百貨店）
- ◇ 生活必需品が値上がりして生活に負担が重くのしかかっているため、住宅購入資金に回す余裕がなくなっている（2025年8月、東海＝住宅販売会社）

物価高の中でも業況は堅調（現状に関するコメント）

- ◇ 多くの物が値上がりしているため、買い控えも一部みられるが、客単価上昇で売上が微増している（2022年11月、東海＝コンビニ）
- ◇ 物価の上昇が続くなかでも、インバウンドは増加する一方であり、国内需要も高単価、高稼働での推移となっている。宿泊業では消費が増えていることを実感している（2023年4月、近畿＝都市型ホテル）
- ◇ 商品単価が上がっているなか、来客数は100%前後を維持しており、単価が上がった分だけ売上にしっかり跳ね返ってきている（2024年9月、南関東＝コンビニ）
- ◇ 客単価が150円から200円上昇しているほか、買上点数も増えている。価格の上昇も進んでいるが、価格を気にして購入する雰囲気はなくなりつつある（2025年6月、近畿＝その他専門店 [ドラッグストア]）
- ◇ 住宅着工戸数は微減で推移しているが、1棟単価の上昇をカバーできる購入層が増えてきている。また、オプションに掛ける費用も増加している（2025年9月、南関東＝住宅販売会社）

物価高による消費者の考え方・行動の変容（先行きに関するコメント）

- ◇ 現状、購買数に特段の変化はないものの、物価上昇が続いている状況で、家計の備えとして消費を控えるといった発言は少なくなってきた。必需と判断すれば、購買に向かう傾向が少し強まっていくのではないかと予想する（2025年7月、中国＝通信会社）
- ◇ 物価高にも慣れてきており、旅費は高額になるが客層によっては旅行需要も増えるとみられる（2025年11月、沖縄＝旅行代理店）