

# 日本経済の展望と課題

講師：熊谷 亮丸 氏

株式会社大和総研 代表取締役副社長 兼 副理事長

## はじめに

大和総研の熊谷です。私はこれまで様々な公職を務めてきましたが、中でも、菅政権、岸田政権では、内閣官房参与として様々な政策提言をしてきました。本日はそうした経験も踏まえながらお話しします。最初に日本経済の現状と展望、次に日本経済が抱える課題を論じます。目先の課題といえば実質賃金です。賃金の上昇率が物価上昇率(インフレ率)に負けている点について、問題の所在と解決策をご説明します。また長い目でみて日本が成長を取り戻すためにはどうしたらよいかという、経済再生の構想にも触れ、最後に地方創生の実現に向けて考察します。

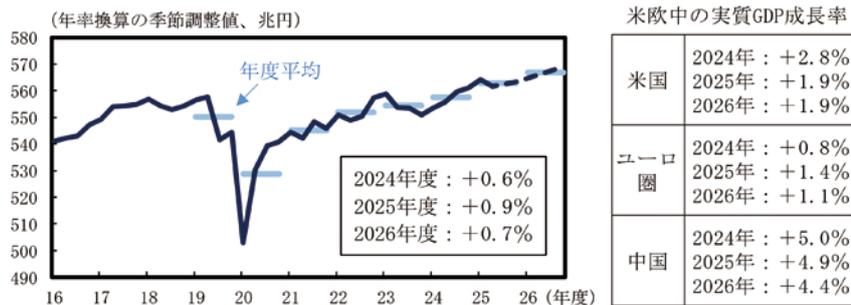
## 1. 日本経済の現状と展望

まず、日本の経済成長率見通しですが、2025年度+0.9%、2026年度+0.7%の成長がメインシナリオです(大和総研作成、2025年11月21日

現在)。日本の潜在成長率は概ね+0.5%前後と言われますので、これを少し上回り、景気の緩やかな拡大が続いていくということです。わが国の実質GDPは7-9期に6四半期ぶりのマイナスとなりましたが、これは省エネ基準の改訂を背景とした住宅投資の特殊要因によるものです。10-12月期以降については、内需の柱である個人消費と設備投資によって、景気は緩やかに拡大していく可能性が高い状況です。ただ海外経済はどうでしょうか。まず米国は、2024年が+2.8%でしたが、2025年からはトランプ政権の政策の影響で+1%台へと緩やかに減速すると見込まれます。欧州は、2025年+1.4%、2026年+1.1%、米国と比べて少し弱めの予想です。中国については、2024年まで+5%成長できましたが、今後の成長率は+4%台に落ちるとみられます。いや、実態としてはもっと厳しいかも知れません(図表1)。

改めて日本経済ですが、わが国は「賃上げと設備投資の好循環」を目指しており、賃上げ率も設

図表1. 日本の実質GDP見通し(左)と海外経済の前提(右)

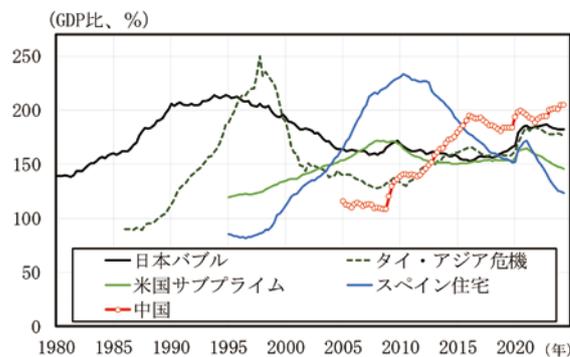


備投資も漸く 30 数年ぶりにいい形となってきました。起点は構造的な人手不足でして、20 年前に 570 万人いた余剰労働力が 220 万人まで減り、人が足りない状況になりました。そういう中で 30 数年ぶりの大胆な賃上げが行われています。そうすると、企業としては割高な労働を使い続けるのか、設備投資をするのかを選択することになり、設備の方が割安だと判断から設備投資が増加します。もっとも、日本の資本ストックは最適な水準を 250 兆円も下回ってしまっていて、資本設備が +1% 増えると労働生産性は +0.4% 上昇します。また、人への投資による労働の質の向上も潜在 GDP を押し上げる効果があります。こうして労働生産性が上昇すれば、実質賃金も上がるという循環になるわけです。賃上げと設備投資の好循環は一度始動したのですが、トランプ関税の影響を若干受けているという認識です。

このもとでの今後の日本経済の下支え・押し上げ要因を挙げますと、第一に、2026 年春闘でも相応の賃上げが行われ、家計の所得環境が改善するであろうこと、第二に、昨年を上回る補正を組んだ政府の経済対策が、少なくとも短期的には効果を発揮すること、第三に、緩和的な金融環境の継続、そして第四に、2,300 兆円もの家計の金融資産の存在です。これは名目消費額の 6.7 ~ 6.8 年分に当たり、景気悪化時のバッファーとなるでしょう。

一方、日本経済の下振れリスクを整理しますと、第一に、トランプ関税による米国景気の悪化です。第二に、日中関係の悪化です。高市総理の発言を受けた中国政府の渡航自粛要請によってインバウンドが減少し、日本の実質 GDP は軽くみても▲0.1% は下がり、海産物を含めて対中輸出が大幅に減少するなど事態が深刻化すれば▲0.4% 程度の影響が出るとみられます。第三に、中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化です。第四は、円相場急落への懸念です。高市政権による総合経済対策の財源の 6 割は国債発行で、これを日本銀行が買うと円安が進み、円安が進むと輸入物価主導のインフレとなって実質賃金が減少します。財政の悪化、円安、インフレ、実質賃金の低迷という悪い形の

図表 2. 民間非金融の債務残高～過去の危機との比較



(出所) BIS/Ouver Analyticsより大和総研作成

スパイラルには警戒が必要です。第五に、中国の過剰債務問題の顕在化です。中国の資本ストックは経済規模対比でみて 2,840 兆円ほど過剰であるのに対し、中国政府の経済対策は極めて小規模なので、焼け石に水という印象です。また、中国に対するトランプ関税の行方も、日米欧経済に大きな影響を与えます。シミュレーションしたところ、対中関税が 20% の場合でも、2029 年の日本の実質 GDP は▲0.68% のダメージを受けますが、米中が揉めて仮に対中関税が 120% になると、影響は▲1.41% に拡大してしまいます。

ここで、中国経済の厳しい実態について今一度考えたいと思います。過去バブルを起こした国々における民間非金融債務残高の対 GDP 比率の推移をみてみますと、日本、タイ・アジア、米国、スペインでは頂点でバブルがはじけ、大きな調整が起きたことがわかります。これに中国を重ねますと、既に各国のピーク(バブルが弾けるタイミング)と遜色ない水準となっています(図表 2)。

また、かなりの比率を占めている国有企業の債務を公共部門とみなせば、公的部門の実質的な債務は GDP の 2 倍程度となります。日本の財政ほどではないにしても、国際的にみて極めて厳しい状況です。そんな中国に対して日本は依存し過ぎているのではないのでしょうか。日本の地域別輸出(付加価値ベース)をみると、中国向けは米国向けと同水準で、全体の 2 割に上ります。貿易の集中度指数の中国の寄与も、日本は欧米に比べてかなり高くなっています。バランス良く様々な地域と貿易することが重要です。

## 2. 日本経済が抱える課題

日本経済の課題に話を移します。足元の最大の懸案は実質賃金の減少です。実質賃金の変動要因は、労働生産性、労働時間のほか、企業の稼ぎがどれだけ国民に回っているかという労働分配率、そして交易条件、保険料等の企業負担の5つです。過去20年間の年平均の実質賃金の増減率をみますと、日本は▲0.1%、米国は+1.1%ですが、この差▲1.2%ポイントは何によって生じていたのでしょうか。分析しますと、▲0.6%ポイントは日本の時間当たり労働生産性の低さによって、もう半分は働き方改革等による労働時間の減少によって説明できます。したがって、実質賃金を増やすためには、根本的には労働生産性を引き上げるような構造改革や、健康を前提とした上での労働



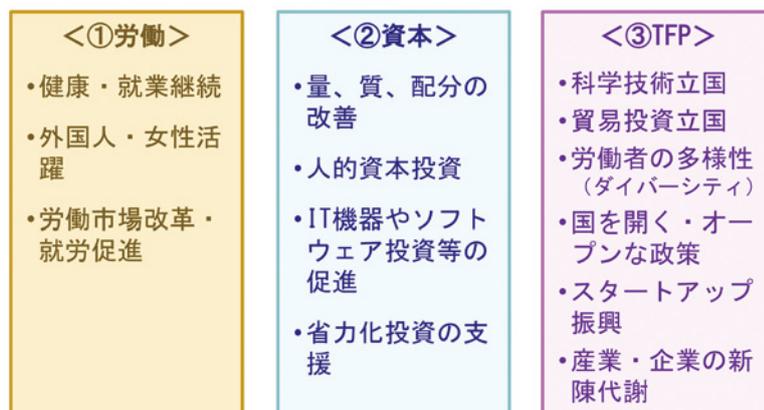
時間規制の修正が必要です。これに対して、今回の補正予算にあるインフレ対策などは**びほうさく**の色彩が強いと云わざるを得ません。ちなみに、足元の物価上昇率+3.0%程度のうち+1.1%程度は円安の影響です。にもかかわらず、現政権の経済政策は円安の進行、輸入物価の上昇、実質賃金の低迷を招き、再度の**びほうさく**に迫られるリスクを抱えています。

次に、より長い目でみて、2040年度に向けて、日本は何をすべきでしょうか。必要なのは、「労働」、「資本」、イノベーションを含む「TFP」の3つの側面からの成長力強化です。労働投入を増やし、資本設備を増やし、技術レベルを上げる。この3つを均等にやったらすれば、2040年度の日本の名目GDPは1,000兆円になる可能性があります。しっかり実行せねばなりません（**図表3**）。

まず、「労働」では、健康寿命を伸ばして高年齢者の就労を促進し、また法律を順守する外国人に働いてもらい、女性にも活躍してもらおうということです。加えて、不本意非正規をなくすなど、全てを行えば、日本の潜在GDPは+14.6%、86兆円程度増加すると試算され、ここにGDPの大きな伸び代を見出すことができます。

次に「資本」ですが、日本の資本ストックは、量、質、配分のいずれにおいても問題を抱えています。量に関しては、企業が収益を最大化するための設備投資規模を推計してみますと、現実の資本スツ

図表3. ①労働、②資本、③TFPの3つの側面から経済の成長力強化を



(出所) 大和総研作成

クは 250兆円足りておらず、これによって 15% の GDP を逸失しています。また質の点では、設備の老朽化によって先進諸国対比でみた日本の生産性は▲ 10%押し下げられています。そして、配分の問題は、多くの設備が低生産性分野に偏在していることによって、生産性が相対的にみて▲ 18% 損なわれているという点です。こうした中、特に重要になってくるのが省力化投資です。先行きの人口減少を設備で補い、また産業の中で介護・福祉など労働集約的分野の構成比が高まる影響もカバーするならば、現在の 10 倍、毎年 54 兆円の省力化投資が必要です。こうした投資には徹底的に恩典を与えるべきです。

最後に「TFP」にもいくつか課題があって、まず人に対する投資が足りていませんし、ベンチャーキャピタルなど事業創出に向けた投資も足りません。さらに、外国人や女性を含めた労働者の多様性、貿易の活発化、外資系企業の参入に関しても伸びず余地が残っています。

当社では 2040 年度に向けて 3 つの経済シナリオを作っています。「現状投影シナリオ」という今までの延長線上でいきますと、日本の実質 GDP は年率僅か + 0.3%しか伸びません。一方、「衰退シナリオ」では GDP が年率▲ 0.5%減ってしまいます。しかし、労働投入、資本投入、TFP 向上の 3 つをバランス良く実施する「高成長シナリオ」ならば、GDP は年率 + 1.5%で成長し、2040 年度の GDP は実質で 700兆円超え、名目では前述のとおり 1,000兆円超えとなります。最善の手を打てば実現可能です。

問題は財政でして、私はある程度の財政規律を保つことが必要だと考えています。過去 20 年間でみると、日本の名目 GDP は 1.16 倍になりましたが、一般歳出は 1.56 倍に拡大しました。国債残高も 2.2 倍超になりました。ですから、財政出動が足りなかったという言い分は事実と反するわけで、質の部分に問題があったのです。費用対効果をみた上で優先度を整理し、また規制改革を伴いながら、財政支出の質を改善しなければなりません。また、高市政権の政策をみると、「官の力」に



### 講師 プロフィール

東京都出身  
 1989 年 東京大学法学部卒業後、日本興業銀行（現みずほ FG）入行  
 2005 年 メリルリンチ日本証券 チーフ債券ストラテジスト  
 2007 年 大和総研入社、シニアエコノミスト（日本経済担当）  
 2020 年 専務取締役 調査本部長 チーフエコノミスト  
 2025 年 代表取締役副社長 兼 副理事長  
 内閣官房参与（経済・金融担当）（2020 年～ 2024 年）  
 政府税制調査会委員（2024 年～）  
 政府税制調査会特別委員（2020 年～ 2023 年）  
 全世代型社会保障構築会議委員（2021 年～）  
 財務省 財政制度等審議会委員（2023 年～）  
 財務省 財政制度等審議会臨時委員（2021 年～ 2023 年）

#### 主な著書

「ポストコロナの経済学 8 つの構造変化のなかで日本人はどう生きるべきか？」（日経 BP）  
 「この一冊でわかる 世界経済の新常識 2026」（日経 BP、監修・共著）  
 「日経プレミアシリーズ：トランプ政権で日本経済はこうなる」（日本経済新聞出版社、共著）  
 「リーダーになったら知っておきたい 経済の読み方」（KADOKAWA、監修・共著）

■各種アナリストランキングで、エコノミスト、為替アナリストとして計 7 回 1 位を獲得  
 ■NHKニュース、「日曜討論」、テレビ東京「ワールドビジネスサテライト」などにも頻繁に出演

対する過信が気懸りです。日本の産業政策は、忌憚なく申し上げれば失敗の連続でした。トヨタや任天堂の世界での活躍は、産業政策でなく自助努力の賜物です。金融市場のコントロールに関しても、為替にせよ債券にせよ今は世界中の人が取引をしていますので、財政運営で不慣れな部分が見えてしまいますと、市場の信頼が一瞬にして崩れ、非常に悪い形で反応する可能性があります。

税収と歳出の比率は、日本は主要国の中で最悪です。民主主義では、身の丈に合わない形で歳出を増やし、次世代に借金を負わせる傾向があります。これに加えて、少数与党の連立政権では歳出要求が強まるわけですから、私には、それに対して定量的な歯止めをかけないと、市場サイドが混乱するリスクが存在するのではないかと懸念しています。

最近ではドーマー条件が話題になっていて、これは国の債務残高の対 GDP 比率の話なのですが、分



母の GDP は名目 GDP 成長率によって増え、分子の債務残高は名目金利次第です。簡単にいえば名目 GDP 成長率と名目金利のどちらが高いか低いかということです。過去 45 年間でみて、名目 GDP 成長率が名目金利より高くなった年は 13 回、僅か 29%しかなく、長い目でみれば名目金利の方が名目成長率よりも高くなっています。現在は、インフレによって税収が増加していますが、時間差で利払いが大変な増え方をしてきますので、程度問題ではありますが、財政規律については維持するという方針をしっかりと出さなくてはなりません (図表 4. 5)。

図表 4. ドーマー条件

$$\text{今期の債務残高対GDP比} = \frac{\text{前期の債務残高} \times (1 + \text{名目金利}(r)) + \text{今期のPB赤字}}{\text{前期のGDP} \times (1 + \text{名目GDP成長率}(g))}$$

基礎的財政収支 (PB) が均衡している状態において、  
 名目金利 (r) > 名目GDP成長率 (g) の場合、債務残高対GDP比は増加  
 名目金利 (r) = 名目GDP成長率 (g) の場合、債務残高対GDP比は一定  
 名目金利 (r) < 名目GDP成長率 (g) の場合、債務残高対GDP比は減少

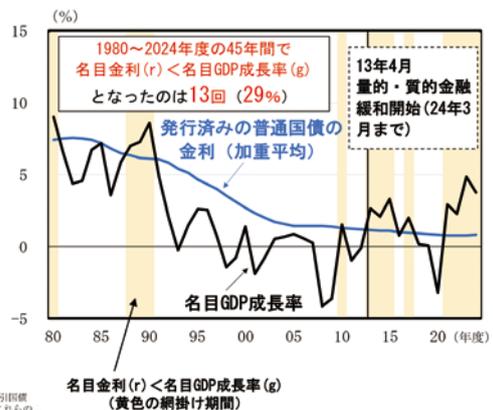
(注) 左図は財務省「日本の財政関係資料」(2025年4月)を参考にした。右図の金利は実質利率(変動利付債は適用利率)による、金利加重平均の計算には、割引国債(無利子分)を除いている。普通国債とは、建設国債、特別国債、減税特別国債、承認債(特別国債)、復興債、年金特別国債、NISA経済移行債、子ども特別国債(これらの借り換えのための国債を含む)。  
 (出所) 内閣府、財務省より大和総研作成

### 3. 地方創生の実現に向けて

最後は、地方創生の実現です。政府による地方創生の KPI をみると、2015年から 2019年の第 1 期では、約 9 割が成果指標でした。しかし、そうした厳しい条件は減らされて、現在のデジタル田園都市国家構想の KPI では成果指標は 4 割です。テストの点数ではなくて、何時間勉強したかを見る指標の方が多くなっているのです。

しかし地方創生によって、日本の実質 GDP は 10 年で + 10% 以上増加する可能性があります。まず、地方の非製造業の生産性がしっかり引き上

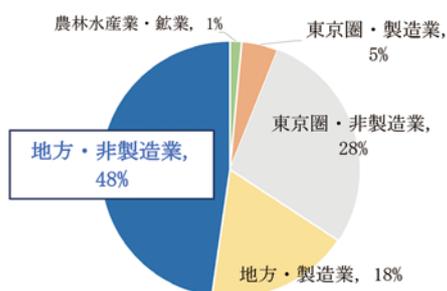
図表 5. 名目 GDP 成長率と発行済み普通国債の金利(加重平均)



げられれば、実質 GDP は+ 9.4%上がると計算されます。また、輸出ポテンシャルを十分に発揮することでも GDP は+ 4.6%増えます。その他の取り組みも合わせて、地方創生が実現できれば、最終的に GDP は+ 14.1%増える余地があるのです。

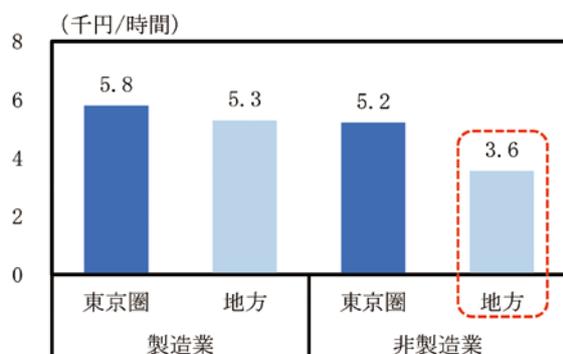
各都道府県の年収と一人当たり生産性をプロットすると1本の線上に並びます。これは、所得の地域格差の背景には労働生産性の差があり、地域格差を解消したいなら労働生産性を上げる必要があるということです。その際に鍵になるのが、「地方」の「非製造業」の生産性です。実は日本全体の付加価値の5割近くは地方の非製造業が生み出しているのですが、その労働生産は「東京圏」あるいは「製造業」に比べて非常に低いのが実情です。地方の非製造業によるソフトウェア投資などに恩

図表6. 地域・業種別の GDP シェア



(注) 2018年時点。GDPは帰属家賃を除くベース。東京圏は、東京都、埼玉県、千葉県、神奈川県を指す (出所) 経済産業研究所より大和総研作成

図表7. 地域・業種別の時間あたり生産性



(注) 2018年時点。GDPは帰属家賃を除くベース。東京圏は、東京都、埼玉県、千葉県、神奈川県を指す。 (出所) 経済産業研究所より大和総研作成



典を与え、しっかりと増やしていかなければなりません (図表6.7)。

ところで、日本の地域格差は国際的にみてどうなのでしょう。生産性でいうと、日本の場合は東京圏が1なら地方は0.72しかありません。米国(ミッドイーストと地方)では0.83、ドイツ(バイエルンと地方)では0.90ですから、日本は米独と比べても地域格差が大きいのです。そこで日本の地方の生産性が向上した場合の経済成長をシミュレーションしてみましょう。日本の生産性格差(0.72)を米国並み(0.83)に是正すると、実質GDPは+12.1%、57兆円程度増加する余地があります。さらにドイツ並み(0.90)になると、日本のGDPは+19.9%増えます。つまり地方創生によって、日本の実質GDPは+12%程度の伸び代があり(米国並みの格差)、一番頑張ったとすれば+2割近く伸ばせる(ドイツ並みの格差)のではないかということです。(文責:ぶぎん地域経済研究所)

日時: 2025年12月2日(火) 15:00~16:30  
会場: 武蔵野銀行本店4階大会議室