

日本経済の展望

小峰隆夫

以下では、次の三つの視点から日本経済を展望してみたい。第1の視点は、日本経済の現状の中に現れている大きな潮流の変化をどう見るかという視点である。日本経済の現状は、大きな外生的な変化がなければ、成長、物価、雇用のいずれについてもそれまでのトレンドに沿った、それほど大きな変化のない姿で推移するものと見込まれる。しかしその従来通りの変化の中に、中長期的な大きな潮流の変化が潜んでいることに注意すべきである。

第2の視点は、中期的な成長力をどう見るかという視点である。中期的な成長力はいわゆる潜在成長率によって決まってくる。その日本の潜在成長率は、他の先進諸国に比べて低い。その背景をどう考え、それにどう対応すべきかが大きな課題である。

第3の視点は、世界における日本の国際的地位をどう評価すべきかという視点である。このところ、GDP規模で見た日本の国際的地位は、2023年にドイツに抜かれて世界第4位となり、2024年にはインドにも抜かれて第5位になるものと見込まれる。こうした国際的地位の変化にはいくつかの要因が複合的に作用している。その要因を精査した上で、こうした国際的地位の低下を経済政策としてどう評価し対応していくかを考えておく必要がある。

1 日本経済の現状と三つの大きな潮流の変化

まず、日本経済の現状を確認しておこう。内閣府が毎月発表している月例経済報告の景気の現状についての判断は「景気は、一部に足踏みが残るものの、緩やかに回復している」となっている。この判断文は、2024年の5月から同じ表現が続いている。つまり、日本経済は基本的には「緩やかに回復している」という状態が続いているということである。筆者もこの判断については同意する。

なお、「一部に足踏み」というのは、物価の上昇に名目賃金の上昇が追いついていないため、実質賃金が低迷しており、このため個人消費の増加ペースが弱いからである。こうした情勢に基づいて、政府も「物価と賃金の好循環の形成」を目指しているわけだが、この点については後述する。

次に、2025～26年にかけての足元の経済をどう展望するかを考えよう。ここではベースとして、日本経済研究センターが毎月調査している「ESPフォーキャスト調査」を使う。この調査は、35人前後の第一線エコノミストに経済予測を具体的な数字で答えてもらい、そのコンセンサス（平均値）を公表するというものだ。つまり、これを見れば専門のエコノミストの平均的な予測を知ることができるのである。なお、詳しい説明は省略するが、このコンセンサス予想は、「良い予想」、つまり予測誤差が小さい予想であることが確かめられている¹。最新のESPフォーキャスト調査（2025年2月）によって、代表的なマクロ経済の指標である成長率、物価上昇率、失業率についてのコンセンサス予想を見てみると、次のようになる。

成長率は、2025年度1.1%、26年度0.9%と予想されている。これはこれまでの日本経済の近年の成長率のトレンドに近いから、多くの人は常識的な成長率だとみなすだろう。消費者物価上昇率

¹ 日本経済研究センターでは、毎年の年度経済の実績が判明した段階でESPフォーキャスト調査に参加したエコノミストの予測誤差を調べているのだが、コンセンサス予想は必ず10位以内に入っている。平均的な予測だから、成績も中位になるのではなく、上位の成績になる。そのメカニズムも明らかにされている。

(生鮮食品を除く総合)は、25年度2.2%、26年度1.7%である。ほぼ政府・日本銀行のインフレターゲット(2%)の範囲である。26年度にはこのターゲットを下回るのがやや気になるが、「2%を切ったから、再び金融を緩和せよ」という声は出そうにないから、政策的にも問題にはならないだろう。失業率は、25,26年度共に2.4%である。これは「働きたい人は誰もが働いている」という完全雇用近く、これ以上下がる余地はもともと少ない。誰もが「人手不足はまだまだ続くだろう」と考えているから、これも常識的な見通しである。

このように見てくると、2025~26年度の見通しは、マクロ経済のデータを見慣れている人たちから見ると、これまでと大きな変化はなく、極めて常識的なものとなっている。しかし、常識的な経済の流れも、それが継続しているうちに、いつの間にか大きな流れの変化が生じていると私は考えている。その流れの変化とは次の三つである。

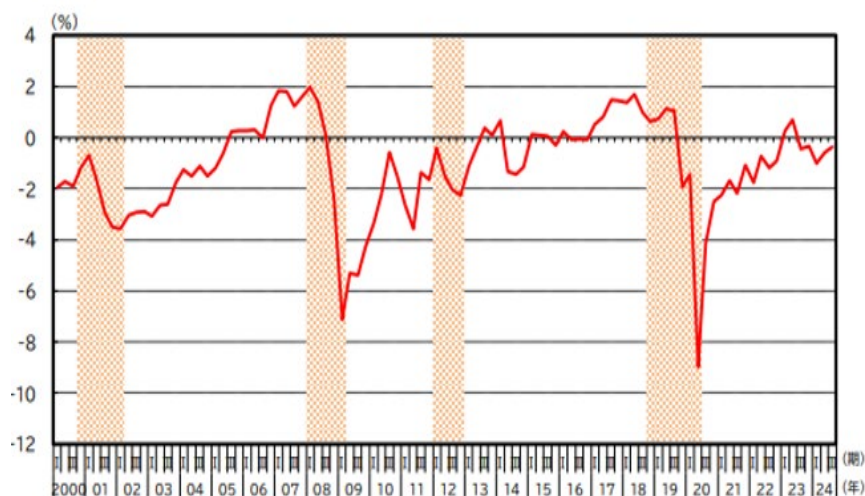
第1は、需給ギャップがほぼ均衡した状態を続けるということである。需給ギャップというのは、経済全体の供給力と需要の差であり、マイナスであれば需要不足(供給超過)、プラスであれば供給不足(需要超過)であることを示している。需要はGDPによって測られるので問題ないが、供給力はいわゆる「潜在成長力」によって計算される。これは推計手法によって結果が異なるので、需給ギャップも推計主体によって異なる結果となる。ここでは、内閣府が推計・公表している潜在成長力、需給ギャップのデータを使うことにする。図表1がその最新の需給ギャップを見たものである。

この推計結果によると、2024年7-9月期時点での需給ギャップはマイナス0.4%であり、ほぼ均衡している²。また、同推計による潜在成長率は0.5%である。すると、前述の2025~2026年にかけて予想されている1%程度の成長率は、潜在成長率を上回っているから、今後需給ギャップは更に均衡に近づき、やや供給力不足になって行く可能性が高い。つまり、日本経済は、需要不足経済から供給力不足経済へと変化しつつあるわけだ。これが私の言う大きな潮流の変化である。

需要不足時代には、政府の経済政策によって需要を底上げすべきだという声が強まりやすい。これまで政府が毎年恒例行事のように経済対策を決定し、補正予算を編成して財政支出を拡大してきた一つの理由は、需要を追加して景気を良くしようという狙いがあったからだ。新型コロナウイルス感染症のような非常時になれば話は別だが、マクロ経済の観点からは、毎年のように「緊急経済対策」を繰り返す時代は終わったのではないかと私は考えている。これからは需要は足りているのだから、供給力を高め、潜在成長力を引き上げていくという方向に経済政策の舵を切り替えていく必要があるのだ。この点は後述する。

² 2024年10~12月期の実質経済成長率(年率)は2.8という高いものとなったので、同期の需給ギャップはプラスになっている可能性がある。

図表1 需給ギャップの推移



(出所) 内閣府 HP より。2024 年 12 月 18 日現在のもの。

第2に、物価についても、消費者物価上昇率が継続的に2%程度で推移することの意味は大きい。物価の上昇基調が続けば、賃金も上昇するし、金利も上がる。所得が増え、デフレタが上昇すれば名目GDPも増える。図表2は、物価、賃金、金利、名目成長率について、物価が上がり始める前の2010～2020年度平均と2024～2026年度の姿を比較したものである。物価上昇前はいずれも1%以下だったものが、24年度以降は1～3%のレベルにシフトしていることが分かる。こうして名目値がプラスの世界に入っていくと、各方面にその影響が及ぶ。

まず、「デフレからの脱却」はもはや政策目標にならない。政府の定義によると、「デフレ脱却」とは「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがないこと」とされている³。要するに、デフレ脱却を政策目標にするということは、「物価が下落しないような状態にすること」を目指しているということになる。しかし、既に2%以上の物価上昇率が約3年も続いており、国民は「物価が上昇して困った」と言っている。そんな状況で「物価が下落しないようにする（物価の上昇を確実なものにする）」という政策はいかにも奇妙である。

更に、よく考えてみると「物価と賃金の好循環」を目指すという政府の方針もデフレ脱却後の経済ではあまり意味がなくなる。「物価と賃金の好循環」と言われて多くの人がイメージするのは、「物価上昇」→「賃金上昇」→「賃金コストの上昇による物価上昇」→「更なる賃金上昇」という循環であろう。しかし、この循環では、賃金コストが上がった分だけ物価が上昇するので、実質賃金は上昇せず、国民生活は良くならない。この循環は「物価の上昇を持続させる」ことを政策目標とする局面で意味を持つのである。もちろん、「物価上昇を上回る賃金上昇」が実現すれば、国民生活は向上するが、それは価格転嫁によってもたらされるわけではなく、基本的には付加価値生産性が上がることによるのみ実現できるのであり、そのためには日本経済全体の成長率を高めなければならないことになるのである。

財政に対しても従来とは異なる姿勢で臨む必要がある。日本経済がデフレから脱却して、物価、所

³ 衆議院予算委員会への提出資料（2006年3月15日）による。

得上昇率が高まることは、財政にプラス面とマイナス面の影響がある。プラス面は、名目所得が増加することにより税収が増えることであり、マイナス面は、金利が上昇することにより国債費が増えることだ。ただし、こうしたプラス面、マイナス面の影響にはタイムラグの差がある。すなわち、所得が増えて税収が増えるという効果は、タイムラグなしにすぐに顕在化する。一方で、金利上昇の影響には長いタイムラグがある。現時点での国債残高のほとんどはゼロ金利であり、その国債が徐々に借り換えられて行く時に国債費が増えていくからである。

図表 2 物価、賃金、金利、名目成長率がプラスの世界へ

	(参考)2010～ 2020年度平均)	2024年度	2025年度 (予想)	2026年度 (予想)
消費者物価 上昇率	0.6%	2.6%	2.2%	1.7%
名目賃金上昇率	0.1%	3.2%	2.7%	2.5%
長期金利(10年 国債、水準)	0.39%	1.05%	1.37%	1.55%
名目GDP成長率 増加率	0.8%	3.2%	3.0%	2.4%

(出所) 総理府「消費者物価調査」、内閣府「国民経済計算」、日本経済研究センター「ESP フォーキャスト調査 (2025年2月) などによる

すると、このタイムラグの差によって、当面は日本の財政運営は楽になる時期となる。25年度予算では、歳出が3兆円増えて、史上最大の予算規模となったのだが、税収が8.8兆円も増えたので、財政状況はかなり改善したのはその具体的な現われだ。しかし、だからと言って油断していると、やがては国債費の増大がじわじわと効いてくるから、財政運営は苦しくなる。財政運営は難しいかじ取りが求められることになる。

第3に、失業率も重要なポイントを示している。完全雇用状態が続いていくと、労働力不足はさらに強まるのだが、ここで考えなければならないのは、日本経済が近い将来「第2のルイスの転換点」に直面するだろうということだ。

ルイスの転換点という考え方は経済発展論から出てきたものだ。経済発展を始めた国は、当初は生産性の低い農村の余剰労働力が、生産性の高い都市の工業部門に移動することによって経済が成長する。日本の高度成長期がこの時期に当たる。しかし、余剰労働力が枯渇すると、このメカニズムが機能しなくなり、低賃金に依存した発展は転換を迫られる。これがルイスの転換点である。日本は1970年代にこの転換点を迎えたと思われる。

今や日本は第2のルイスの転換点を迎えようとしている。この点については、これからの潜在成長力を考察する際に後述する。

2 日本経済の中期的展望

次に、もう少し長い時間軸で日本経済を展望しよう。前述の「ESP フォーキャスト調査」では、中

期的な経済展望についても調べている。2024年12月の調査によると、実質成長率については、2026～30年度の平均成長率は0.8%、2031～35年度については0.6%と見込まれている。やや上昇率は下がるもの、足元の2025～2026年度とほぼ同様の成長の姿である。消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）についても、2026～30年度の平均上昇率は1.7%、2031～35年度については1.6%と見込まれている。これも、やや上昇率が低下するものの、2025～2026年度の姿と同じである。失業率については調査していないが、2%台の完全雇用が続くという結果になることは明らかである。多くのエコノミストは「0.5～1%の経済成長、1.5～2%の物価上昇率、2%台前半の失業率」が中期的にも続くと予想しているのである。

こうした経済パフォーマンスについて、物価と失業率については問題ないが、成長率についてはもう少し高めるべきだと考える人が多いだろう。この時間問題になるのは、潜在成長率が低いということだ。確かに、日本の潜在成長力は国際的に見ても低い。内閣府「月例経済報告参考資料（2024年12月）」によると、潜在成長率は、アメリカ2.3%、カナダ2.1%、ランス1.4%、ドイツ0.8%などとなっており、日本（0.5%）は主要先進国中でも低い。

では日本の潜在成長率はなぜ低いのか。図表3は、1995年と2024年（第1から第3四半期平均）の潜在成長率をその構成要素別に比較したものである。ここでは、一国の潜在成長率は、全要素生産性、資本、労働時間、就業者数の四つの生産要素の合計として計算されている。資本は、企業の設備投資などによる資本ストックの量、労働時間は就業者の総労働時間、就業者は就業者総数でありいずれも多い方が潜在成長率を高める。全要素生産性は、これらの生産要素の投入では説明できない残差であり、一般に技術進歩とされている部分である。

この表で分かるように、日本の潜在成長率は1995年には1.6%だったのが、2024年には0.4%へと1.2%低下している。表の最下段が、どの生産要素が潜在成長率の低下に寄与しているかを見たものだ。何となく「日本は人口が減っているのだから、就業者数の減少が寄与しているのだろう」と考えがちだが、就業者以上にマイナスの寄与が大きいのは、資本と全要素生産性である。

図表3 日本の潜在成長率低下の要因

	潜在成長率	全要素生産性	資本	労働時間	就業者数
1995年	1.6%	0.9%	0.9%	▲0.5%	0.3%
2024年(I～III期平均)	0.4%	0.5%	0.1%	▲0.4%	0.1%
変化	▲1.2%	▲0.4%	▲0.8%	+0.1%	▲0.2%

(出所) 内閣府 HP

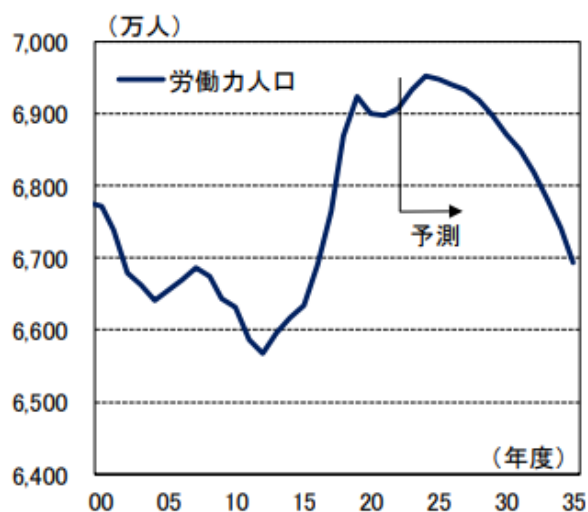
これは、企業の設備投資が不十分であり、その投資によって現実化する技術進歩の寄与も低くなっているものと解される。近年の日本企業は、収益の多くを現預金の積立に回しており、将来の事業拡大のための設備投資の拡大に消極的な姿勢が目立つと言われてきた。事実、企業が保有する現預金の名目 GDP に対する比率を見ると、アメリカ 17.1%、ドイツ 20.3%イギリス 28.5%、フランス

32.8%に対して、日本は60.2%とけた違いに高い(2023年)⁴。これを政策的に引き上げていくことは簡単ではないが、財政赤字への懸念の解消、社会保障制度の維持可能性の確保、スタートアップ企業のための環境整備などを通じて、企業の投資環境を改善していくしかないであろう。

また、これまでは、比較的マイナスの寄与が小さかった就業者についても、今後は厳しい成長制約要因となってくることが考えられる。前述のように、日本は第2のルイス転換点を迎えようとしている。これは人口動態が関係してくる。2013年と2023年を比較してみよう。この間に総人口は306万人減少し、労働力の供給源である生産年齢人口(15~64歳)は506万人減っている。ところが、この間に就業者数は421万人増えている。高齢者と女性の非正規労働の増加が主因だ。女性の非正規は143万人、男性高齢者の非正規は94万人増えている。しかし、これはいつまでもは続かない。やがて、女性と高齢者の非労働力人口のプールが枯渇してくるからだ。図表4は、日本経済研究センターの中期予測で示された労働力人口の中期的な展望である。この展望では、労働力は2025~26年をピークとして減少に転じることが示されている。このピークがまさに第2のルイス転換点である。

近づきつつある第2のルイス転換点後の日本経済は、各面での構造改革を強いられるだろう。企業が人を選ぶ時代は終わり、人が企業を選ぶようになる。労働力の希少性が高まるわけだから、当然賃金も上がる。企業は高い賃金に見合うだけの付加価値生産性を維持しないと生きていけなくなるだろう。

図表4 労働力人口の中期的な展望



(出所) 日本経済研究センター「第51回中期経済予測(2024~2035年度)」(2024年12月)より

潜在成長率を引き上げていくための魔法のような手法はない。技術開発の促進、研究開発の促進などによる全要素生産性の引き上げ、設備投資環境の整備、労働力の流動化、人材の育成とミスマッチの解消などに長期的な視野で取り組んでいくしかないと思われる。

⁴ 内閣府政策統括官(経済財政分析担当)「2024年度日本経済レポート」(2025年2月)37ページ

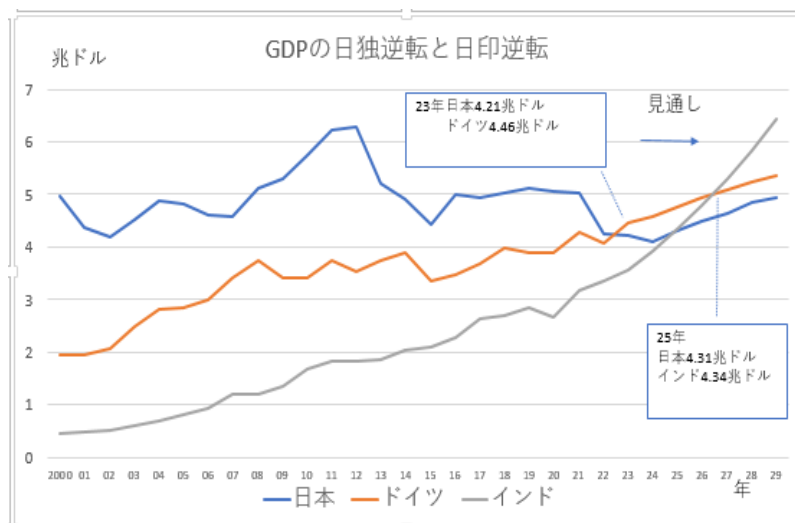
3 日本経済の国際的地位の変化をどう考えるか

最後に、日本経済の国際的地位の変化について考えよう。2023年にはドイツのGDPが日本を上回った。さらに、IMFの見通しによると、2024年にはインドのGDPも日本を上回りそうだという。日本のGDP規模は、1960年代末以降、40年以上もアメリカに次いで世界第2位だったのだが、2010年に中国に抜かれて第3位となっていた。それが第4位、第5位と順位が下がってきたわけだ（図表5参照）。

まず、ドイツとのGDP逆転が起きた背景を考えてみよう。日独逆転の最大の要因は円レート下落である。2012年と2023年の名目GDPを円建てで比較すると、550兆5千億円から591兆9千億円へと7.5%増えている。しかし同じGDPをドル建てで評価すると、6兆9千億ドルから4兆2千億ドルへと39%も減少している。これはこの間に円レートが1ドル79.8円から140.5円へと43%も下落したからである。この大幅な円レート下落がなければ、日本とドイツのGDP逆転はなかったはずだ。

日本経済の低迷も影響している。日本とドイツの2000年から2023年のGDP成長率を比較すると、実質GDPの成長率は日本が0.7%、ドイツが1.1%、自国通貨建てでの名目成長率は日本が0.5%、ドイツが2.9%である。この間にドイツの名目GDPは約2倍になったのだが、日本のGDPは13%増えただけである。この長期的な成長率の差が日独逆転を招いたのだ。

図表5



(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database (April 2024)

次にインドとのGDP比較について考えてみよう。これには人口規模の差が関係してくる。GDP規模は、「人口」と「人口一人当たりGDP」の積である。すると、中国やインドのGDP規模が日本を上回るのは当然である。中国の人口は14億3千万人で、日本（1億2千万人、いずれも2023年）の10倍以上である。ということは、中国の一人当たりGDPが日本の10分の1を上回るだけで、経済規模は日本よりも大きくなる。インドも同じである。2023年のインドの人口も14億3千万人なのだから、いずれは経済規模も日本を上回って当然なのである。

このように考えてくると、GDPの規模で測った日本の国際的地位が低下してきたのは、短期的な

為替要因、中期的な成長要因、長期的な人口要因が重なって作用したためだということが分かる。問題は、こうした国際的地位の低下の意味をどう考えるかである。ここで示した三つの要因のうち、人口要因はどうしようもないことであり、為替要因は短期的な変動が大きく、政策的にも対応が難しい。すると、残るのは成長要因だけであり、これは政策課題としては、成長率を出来るだけ高めていくということに尽きる。

長期的な成長率を、持続的な形でできるだけ高めて行くということは、前述の潜在成長量を高めて行くことに他ならない。それは国民全体のウェルビーイングを高めていくための経済政策の基本中の基本である。筆者の眼から見ると、日本の国際的地位の低下を大きな問題だとして、「日本の国際的地位を保つためにより高い経済成長を目指すべきだ」とする考え方にはやや違和感を覚える。「国民のための経済政策として、高い経済成長を目指すのは当然のことであり、国際的地位がどう変化するかはその結果である」というのが筆者の考え方である。

(大正大学客員教授)