

2026年5月29日 全14頁

日本経済は持続的に成長できるのか — マクロモデルによる将来シナリオの検証

民間の行動変容、供給力強化、財政健全化、の一体的推進が必要

経済調査部	シニアエコノミスト	神田 慶司
	エコノミスト	田村 統久
	エコノミスト	畑中 宏仁
	シニアエコノミスト	吉田 亮平
	エコノミスト	山口 茜
	エコノミスト	龐 鈞文

[要約]

- 日本経済の当面の主な下振れリスクは中東情勢だが、それが落ち着いたとしても、低い生産性や労働力の減少、経済安全保障リスクといった中長期的な課題に取り組む必要がある。当社の中期マクロモデルに基づく、現在の経済構造が維持される中では、2040年度にかけて年率+1%を下回る成長率にとどまる。労働力の減少や企業・家計部門の貯蓄超過が続く一方、公債等残高対GDP比は2030年代後半に上昇基調に転じる見込みで、持続的な成長を実現するシナリオとはいいいにくい。
- そこで3つの代替シナリオを作成すると、民間の前向きな行動変容、供給力の強化、財政健全化、を一体的に推進するシナリオが最も望ましい。物価が安定した環境の下で潜在成長率が年率+1%台前半で安定的に推移し、日本経済の持続的成長が見込まれる。こうした経済構造への転換を官民で目指すべきだ。投資拡大余地が比較的大きい「医療・福祉」「情報通信」などへの支援強化のほか、高市政権の看板政策である危機管理投資・成長投資では費用対効果を重視し、基礎的財政収支（プライマリーバランス）に目配りしつつ、メリハリをつけて推進することが求められる。
- 企業の明確な行動変容が見られなかった要因の1つに、投資意欲の高い企業の参入（開業・起業）が少なく、産業の新陳代謝が停滞したことが挙げられる。2024年度の開業率は1981年度以降の最低を更新した。また、上場企業の粗利益率に見る日米の収益力格差は、主に社齢30年超の成熟企業で見られる。スタートアップへの支援強化などに加え、こうした企業のリスクテイクを後押しする取り組みも重要だ。

中東情勢の先にも、日本経済は持続的成長の面で課題

日本経済の当面の主な下振れリスクは中東情勢だが、それが落ち着いたとしても、低い生産性や労働力の減少、経済安全保障リスクといった中長期的な課題に取り組む必要がある。高市早苗政権は「危機管理投資」や「成長投資」などを通じて国内投資を喚起し、経済成長を加速させ、政府債務残高対GDP比を引き下げる方針だ。今後もインフレや金利上昇が見込まれる中、日本経済は具体的にどのような姿を目指す必要があるだろうか。

本稿の概要を図表1で示したが、現在の経済構造が維持される「現状投影シナリオ」では、2040年度にかけて年率+1%を下回る成長率にとどまる。労働力の減少や企業・家計部門の貯蓄超過が続く一方、公債等残高対GDP比は2030年代後半に上昇基調に転じる見込みで、持続的な成長を実現するシナリオとはいいいにくい。

そこで3つの「代替シナリオ」を作成すると、民間の前向きな行動変容や供給力の強化、財政健全化の推進を想定したシナリオ③では、物価が安定した環境の下で潜在成長率は年率+1%台前半で安定的に推移し、日本経済の持続的成長が見込まれる。こうした経済構造への転換を官民で目指すべきだ。高市政権の看板政策である危機管理投資・成長投資では費用対効果を重視し、プライマリーバランス（以下、PB）に目配りしつつ、メリハリをつけて推進することが求められる。

図表1：本稿の概要

「現状投影シナリオ」と3つの「代替シナリオ」

現状投影シナリオ

- 日本経済は2040年度にかけて年率+1%を下回る成長率で、労働力の減少や企業・家計部門の貯蓄超過が継続
- 金利上昇・PB赤字継続により、公債等残高対GDP比は2030年代後半に上昇基調に転じる

需要・供給両面での経済活性化や財政健全化の必要性の大きさを示唆

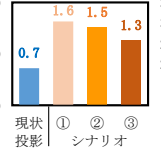
代替シナリオ

想定	シナリオ		
	①	②	③
民需	消費・投資拡大		
供給力	資本ストック増	①+生産性向上、外国人労働者増	
財政	「現状投影」(PB赤字拡大)		PB均衡

シナリオ別の長期推計（2026～40年度）

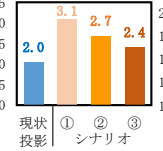
実質GDP成長率

(年率、%)



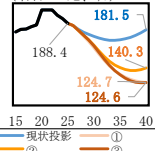
CPI上昇率

(年率、%)



公債等残高

(名目GDP比、%)

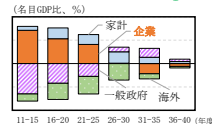


- シナリオ①：成長率の加速だけでなく、インフレも過熱
- シナリオ②：インフレ率高止まり、公債等残高対GDP比が上昇
- シナリオ③：成長率が加速し、物価と財政が安定

日本経済の持続的成長に向けた課題

- 「危機管理投資」「成長投資」では費用対効果を重視し、PBに目配りしつつ、メリハリをつけて推進
- 投資拡大の余地が比較的大きい非製造業（医療・福祉、情報通信業など）への支援強化
- 労働市場改革（高齢者などの活躍、外国人労働者の受け入れ拡大、労働移動の円滑化など）、社会保険料率の安定化
- スタートアップへの支援強化や産業の秩序立った新陳代謝の促進、成熟企業のリスクテイクの後押し
- 企業部門の資金不足主体への転換を見据え、社債市場の整備など長期資金の供給強化

ISバランス（シナリオ③）



(出所) 各種統計より大和総研作成

1. 2040 年度を視野に入れた日本経済の「現状投影シナリオ」

現状投影シナリオは現在の経済構造が維持されたままインフレが定着することなどを想定

当社では、「[日本経済見通し：2026年1月](#)」（2026年1月23日）において2035年度までの中期見通しを示したが、今回は直近までの経済状況の変化を考慮しつつ、より長期のトレンドを確認するため推計期間を2040年度まで延長した¹。その結果が**図表2**である。

この経済見通しは当社の中期マクロモデルを利用し、現在の経済構造が維持されたままである場合どうなるかを将来に投影したもので、以下では「現状投影シナリオ」と呼ぶ。ただし、高齢者や女性の労働参加の進展²や、賃金と物価の循環的上昇、金融政策の正常化などの蓋然性が高いとみられる要因については見通しに反映させている。

全要素生産性（TFP）³上昇率の加速も想定している。インフレが定着して金融政策が正常化すれば、経済全体の資源配分の効率化などを通じてTFP上昇率が高まるとみられるためだ⁴。現状投影シナリオでは2019～24年度で年率+0.5%程度だったTFP上昇率が、直近の第16循環の景気拡張期に相当する2013～18年度の平均水準（同+0.7%程度）まで安定的に高まると見込んだ⁵。海外経済については当社の各国担当者の見通しに基づく⁶。

2026～40年度の実質GDP成長率は年率+0.7%にとどまり、民間部門の貯蓄超過が続く見込み

2040年度までの今後15年間の実質GDP成長率は年率+0.7%と見込まれる（**図表2左**）。+1%を下回る低成長が中長期的に続き、2030年代後半にかけて緩やかに減速する見通しだ。民需に目を向けると、個人消費は2040年度にかけて同+0.7%で、設備投資は同+1.2%で推移するとみられる。

¹ 当社の「[第225回日本経済予測（改訂版）](#)」（2025年6月9日）では、経済成長を規定する「労働」「資本」「全要素生産性（TFP）」の3つの生産要素（供給サイド）から2040年度までの経済成長の余地などについて検討した。今回は個人消費や設備投資など需要サイドの動き、マクロの需給バランス、物価・金利動向、貯蓄投資差額なども考慮するため、これらを統合的に描写することができる中期マクロモデルを利用して将来推計を行った。

² 労働参加率（労働力率）については、労働政策研究・研修機構（JILPT）「2023年度版 労働力需給の推計」（2024年8月）における「成長実現・労働参加進展シナリオ」に基づき、高齢者と女性を中心に上昇すると想定している。将来推計人口は国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口（令和5年推計）」（2023年4月26日）における出生中位（死亡中位）推計に基づく。

³ TFPとは労働力や資本の増加によらない経済成長要因であり、TFPの上昇には技術進歩のほか、生産体制の効率化や付加価値の高い部門への経営資源の重点化、ブランディングなどの企業の取り組みが寄与する。

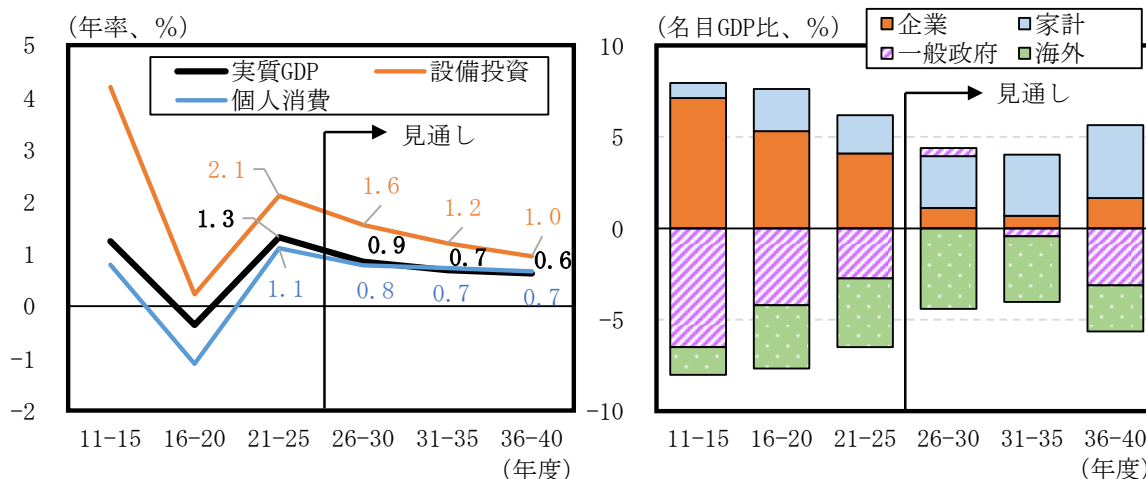
⁴ Fukuda, S. (2025) “Short-run and long-run consequences of unconventional monetary policy in Japan”, *Journal of the Japanese and International Economies*, 77, 101375. では、短期シャドーレートの低下によるTFP上昇率への影響を推計し、1990年代末以降の日銀の大規模金融緩和策が中長期的にTFPを押し下げてきたことを指摘した。今後は、金融政策の正常化がTFPの押し上げ要因になり得ることを示唆している。一方、JILPT「2023年度版 労働力需給の推計」の「成長実現・労働参加進展シナリオ」で示された2040年までの就業者数見通しをもとに、産業別の就業者割合の変化による1人あたり労働生産性への影響を試算すると、小幅ながらも2025～40年で0.2%程度押し上げる。

⁵ 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」（2026年1月22日）では、TFP上昇率を「成長移行ケース」で年率+1.1%程度、「過去投影ケース」で同+0.6%程度と想定している。

⁶ 2021～25年で年率+4.1%だった世界経済成長率は、2026～30年で同+2.7%、2031～35年で同+2.1%、2036～40年で同+1.8%の見通し。

前述のように労働参加の進展を想定しても、2025年度で7,009万人だった労働力人口は2040年度に6,800万人程度まで減少するが、労働生産性の上昇が労働供給減の影響を緩和することで、民需の拡大が一応は続く姿が描かれている。しかし、民需の成長率は十分に高いわけではない。それが顕著に表れているのが貯蓄投資差額（IS バランス）見通しだ（**図表 2 右**）。企業部門と家計部門はいずれも、プラス圏での推移（貯蓄超過の継続）が見込まれる。

図表 2：現状投影シナリオにおける実質 GDP・個人消費・設備投資の成長率見通し（左）、部門別に見た IS バランス見通し（右）



(注) 当社の「日本経済見通し：2026年1月」（2026年1月23日）で示した2035年度までの中期見通しを直近の実績などを踏まえて改訂し、2040年度まで延長推計。右図の2025年度分は実績見込みで、統計上の不突合を除く。企業部門には対家計民間非営利団体が含まれる。

(出所) 各種統計より大和総研作成

振り返ると、企業部門のISバランスは1990年代前半まで資金不足側で推移する状況にあった。だが、資産バブル崩壊後の長期的なバランスシート調整や資産価格の下落などを受けて投資が抑制されるようになり、1990年代後半以降は企業部門の貯蓄超過（負債の圧縮など）が定着した。

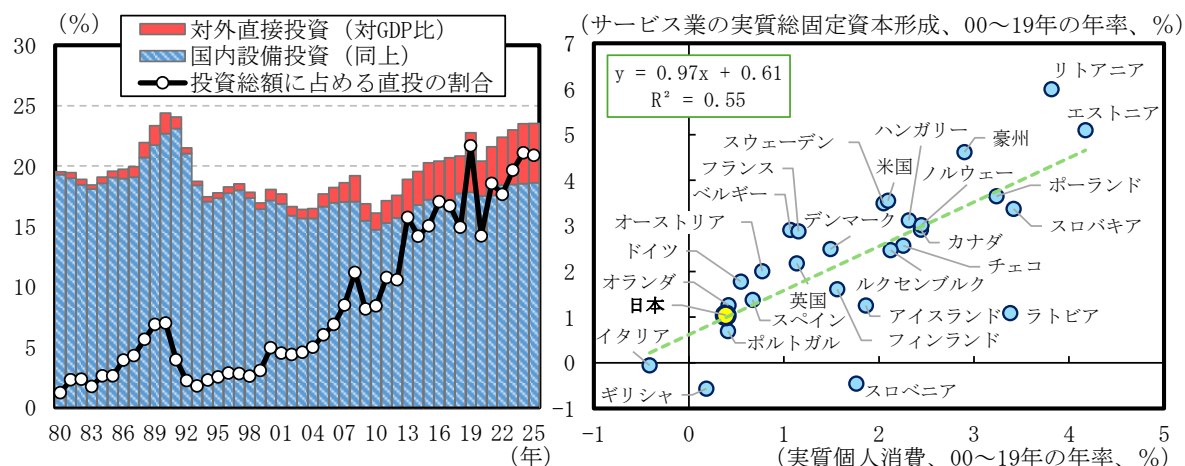
日本企業の海外進出やグローバルサプライチェーンの構築が進んだことも一因だ。国内設備投資と対外直接投資の合計は直近の2025年でGDP比23.5%と、1990年に記録した過去最高水準に近づいた。だが、国内投資に限れば過去最高水準を大幅に下回る（**図表 3 左**）⁷。

また、名目GDPの約半分を占める個人消費が停滞した影響を受け、とりわけ非製造業の設備投資が伸び悩んだ。OECD加盟28カ国における個人消費と民間・サービス業（除く不動産業）の総固定資本形成の長期的な実質成長率（コロナ禍前の2000～19年）を散布図にすると（**図表 3 右**）、個人消費の伸び率の低い国ほどサービス業の投資の伸び率が低いという傾向が見られ、日本は図表の中で左下に位置する。個人消費の弱さは企業収益だけでなく企業の期待成長率に

⁷ 近年は経済安保リスクの高まりなどもあって海外生産シフトの勢いは鈍化している。内閣府「企業行動に関するアンケート調査」における海外現地生産比率は長期的に上昇傾向にあり、2025年度の実績見込みで24.5%だった。同年度の「5年後の見通し」は24.7%で、実績見込みとの乖離はこのところ解消しつつある。

も影響を及ぼし、内需型企業を中心に投資に対する慎重な姿勢を強めたと考えられる⁸。

図表 3：企業投資の長期推移（左）、OECD 加盟 28 カ国における民間・サービス業（除く不動産業）の総固定資本形成と個人消費の関係（右）



(注) 左図の対外直接投資は国際収支マニュアル改正の関係で、1996年以降のデータはそれより前と連続性がないことに留意。1993年以前のGDPと設備投資は旧基準のデータで遡及。

(出所) 内閣府、財務省、日本銀行、OECDより大和総研作成

個人消費の伸び悩みは賃金上昇率の低さだけでなく、社会保険料負担の増加なども影響した。実質雇用者報酬（家計最終消費支出デフレーターベース）は2025年度までの20年間で年率+0.4%だったが、社会保険料を差し引くと同+0.0%にとどまったと試算される。さらに、勤労者世帯の平均消費性向（可処分所得のうち消費に回る割合）は賃金見通しの悪化や将来不安の強まりなどを背景に長期的に低下し、その傾向は若い年齢層ほど顕著だった。

このような過去の経済構造の影響を受けつつ、賃金・物価の循環的上昇や金融政策の正常化などを想定した現状投影シナリオでは、賃上げや受取利子の増加などにより家計の所得環境が一定程度改善する一方、社会保険料率の上昇や勤労者世帯の平均消費性向の低迷が続くことで、個人消費は緩やかな伸びにとどまる。その結果、家計部門の貯蓄超過傾向は強まるだろう。

設備投資は内外需の緩やかな拡大や、賃上げによる資本の相対価格の低下などに後押しされるものの金利上昇が抑制要因となり、設備投資の増加ペースは鈍化する見込みである。企業部門の貯蓄超過幅は2030年代後半にかけて拡大するとみられる。マクロバランス上、家計部門の貯蓄超過傾向が強まる一方、一般政府部門は財政赤字の拡大により資金不足状態が続くという構図になることが見込まれる（前掲図表2右）。

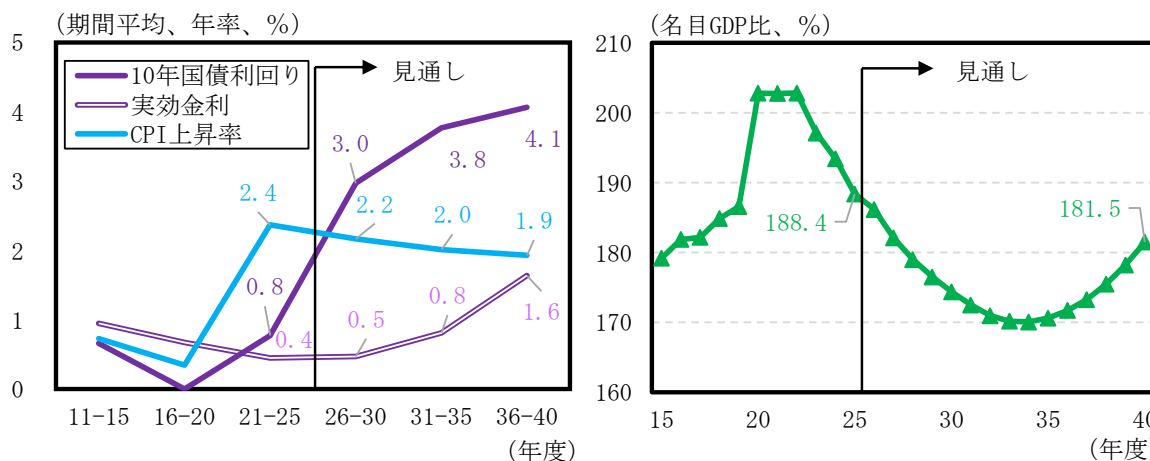
⁸ 例えば、小川一夫「日本経済の期待成長率とアベノミクス」（『商工金融』2018年1月号、pp.6-27）では成長期待を決定する要因を需要要因と供給要因に分けて定量的な分析を行っている。その結果、企業は供給要因よりも需要要因を重視しており、長期の期待成長率に密接に結びついている要因は消費成長率と輸出成長率であると指摘している。

名目長期金利は4%台に乗せ、公債等残高対GDP比は2030年代後半に上昇基調に転じる見込み

足元で急速に上昇している10年国債利回り（長期金利）は、2%程度のインフレ継続や日本銀行（日銀）による短期金利の段階的な引き上げ⁹、日銀保有国債の買入れ減額¹⁰などにより、今後も上昇が続くだろう（**図表4左**）。長期金利は2030年代に4%台に乗せ、予測期間の最終年度である2040年度で4.1%の見込みである。

2024年度でGDP比▲1.8%だった国・地方のPBは、税収が十分に増えない中、2026～30年度で同▲1.7%、2031～35年度で同▲2.4%、2036～40年度で同▲3.3%と赤字幅が拡大する見込みである。一方、日銀が大規模に実施してきた累次の金融緩和策により、低金利で発行された国債が多く残存することから、利払い費の増加ペースは当面は緩やかだろう。純利払い費を前年度末の公債等残高で除した実効金利は、2030年代後半でも1.6%にとどまる見通しだ（**図表4左**）。だがそれでも、2020年代初めから低下傾向が続く公債等残高対GDP比は、金利上昇の影響が次第に強まることで2030年代後半に上昇基調に転じるとみられる（**図表4右**）。

図表4：現状投影シナリオにおける長期金利・実効金利・インフレ率見通し（左）、公債等残高対GDP比見通し（右）



(注) 当社の「日本経済見通し：2026年1月」（2026年1月23日）で示した2035年度までの中期見通しを直近の実績などを踏まえて改訂し、2040年度まで延長推計。「実効金利」は国・地方の純利払い費を前年度末の公債等残高で除したもの。2025年度の純利払い費と公債等残高は推計値。

(出所) 各種統計より大和総研作成

⁹ 当社の「[日本経済見通し：2026年1月](#)」では、中立金利（経済活動に対して中立的な短期金利の水準）を1.75%程度と想定し、その水準までの段階的な利上げを想定した。

¹⁰ 当社の「[第222回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024年9月9日）では、日銀が保有する国債残高の減少が長期金利に与える影響を検討し、2040年度末で2024年6月対比+1.1%pt程度と試算した。

2. シナリオ別長期推計に見る日本経済の持続的成長の条件

「民需」「供給力」「財政」の観点から日本経済の3つの代替シナリオを検討

現状投影シナリオを踏まえると、日本経済はプラス成長が中長期的に続く可能性があるものの、民間部門の需要は力強さを欠いて家計部門だけでなく企業部門も貯蓄超過が続き、公債等残高対 GDP 比は上昇基調に転じると見込まれる。こうした中で財政への懸念が強まれば、円安の進行やインフレの加速、リスクプレミアムが上乘せされる形での長期金利の更なる上昇に直面する恐れもあり、持続的な成長を実現するシナリオとはいいいにくい。

それでは、日本経済はどのような代替シナリオが考えられるだろうか。以下では「民需」「供給力」「財政」の観点から図表 5 で示した 3 つの代替シナリオを作成し、現状投影シナリオと同様に当社の中期マクロモデルで将来推計を行う。

図表 5：3つの代替シナリオの想定（対「現状投影シナリオ」）

想定	シナリオ		
	①	②	③
民需	消費・投資拡大 (平均消費性向：40年度にかけて+5.3%pt、資本ストック：同+290兆円程度)		
供給力	資本ストック増	①+生産性向上、外国人労働者増 (TFP上昇率：40年度にかけて+0.15%pt程度、労働力人口：同+2.2%)	
財政	「現状投影シナリオ」 (PB対GDP比：26~40年度で平均▲2.5%)		PB均衡 (同左：▲0.2%)

(注 1) 民需で想定した平均消費性向の「+5.3%pt」は、世帯主年齢が 50 代以下の勤労者世帯の年齢階級別平均消費性向が 1990 年前半の水準まで上昇したときの押し上げ幅。資本ストックの「+290 兆円程度」は資本と労働の相対価格の関係などから企業利潤が最大化される資本ストック（「最適資本ストック」、無形固定資産を含む推計値）と、実際の資本ストックとの乖離幅。

(注 2) 供給力で想定した「資本ストック増」には、資本蓄積による生産性向上効果（資本ストック+1%で TFP 上昇率が+0.03%pt）が含まれる。「生産性向上」には新規技術の導入（内閣府（2017）をもとに、TFP 上昇率が 2040 年度には 0.08%pt 高まると想定）や、生産年齢人口の変化による TFP への影響（生産年齢人口+1%で TFP 上昇率が+0.07%pt）を想定。「外国人労働者増」は、国立社会保障・人口問題研究所の直近の将来人口推計における「外国人入国超過数 25 万人（2040 年）」のケースを想定（現状投影シナリオ対比で約 1.5 倍）。詳細は、当社の「第 225 回日本経済予測（改訂版）」（2025 年 6 月 9 日）を参照。財政における「PB 均衡」は、非社会保障支出が CPI 上昇率並みの増加に抑制される（実質横ばい）と想定。

(出所) 各種統計、内閣府（2017）『平成 29 年度 年次経済財政報告』より大和総研作成

「民需」で家計・企業の行動変容、「供給力」で生産性向上等、「財政」で PB 均衡を想定

図表 5 の想定のうち「民需」に関しては、家計と企業の行動変容による需要拡大を見込む。前述のように、近年消費が伸び悩んでいる理由の 1 つに平均消費性向の低下がある。2025 年の勤労者世帯の平均消費性向を世帯主の年齢階級別に確認すると、50 代以下全体として 1990 年代前半の水準を 4~13%pt 程度下回っている中、特に若い世帯の下振れ幅が大きい。仮にこうした世帯の平均消費性向が 1990 年代前半の水準まで高まると、家計全体で見た平均消費性向は 5.3%pt 程度上昇すると試算される。

一方、当社の「[第 219 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2023 年 12 月 8 日）などで指摘したように、資本ストックは近年、企業収益が最大化される水準（最適資本ストック）を大幅に下回っているとみられ、直近の不足額は 290 兆円程度と推計される¹¹。また、日本の設備の使用年数（ヴィンテージ）は直近の 2023 年で 14.1 年と推計され、日本を除く G7 平均（12.5 年）を明確に上回るなど設備の老朽化が進んでいる。見方を変えれば、設備投資の拡大余地は大きい。

そこで、シナリオ①～③ではいずれも、2040 年度の平均消費性向が現状投影シナリオに比べて 5.3%pt、資本ストックが同 290 兆円上振れすることを想定した¹²。

「供給力」に関しては、シナリオ①と②③で想定が異なる。シナリオ①では「民需」で想定した設備投資の拡大に伴う資本面からの供給力強化を見込んでいる。シナリオ②③ではこれに加え、一定の技術革新を想定する¹³。無形資産を含め、設備投資による生産性向上効果をより高く見込んだ形だ。また、外国人の受け入れ拡大（外国人入国超過数は現状投影シナリオ対比で約 1.5 倍の年 25 万人¹⁴）による働き手の増加や、それによる生産性への影響も想定した¹⁵。その結果、TFP 上昇率は 2040 年度にかけて現状投影シナリオ対比で 0.15%pt 程度高まり、労働力人口は同 2.2%増加すると見込んでいる。

「財政」に関しては、シナリオ①②の PB 対 GDP 比は現状投影シナリオと同様に推移し、2026～40 年度の PB は GDP 比▲2.5%で推移する。これに対してシナリオ③では、一定の歳出改革（非社会保障支出が CPI 上昇率並みの増加（実質横ばい）に抑制）が図られることで、同期間の PB はおおむねゼロ近傍で推移すると想定した。

需要側偏重の成長加速はインフレ過熱リスクが高く、資本・労働・TFP での供給力強化が必要

こうした想定の下で作成された 3 つの代替シナリオにおける潜在成長率と実質 GDP 成長率、CPI 上昇率の長期見通しが**図表 6**である。

¹¹ 「[第 219 回日本経済予測（改訂版）](#)」では資本の不足額を 200 兆円以上と推計したが、直近までの実績値や GDP の基準改定を反映して再推計した。

¹² 資本ストックの上振れは、設備投資の伸びが 2027～31 年度に現状投影シナリオ比で加速し、その後は 2040 年度にかけて減速することで実現すると想定した。また、資本蓄積による生産性向上効果（資本ストック＋1%で TFP＋0.03%程度）も考慮している。

¹³ 内閣府（2017）『平成 29 年度 年次経済財政報告』では、IoT・ビッグデータ、AI、ロボット、3D プリンター、クラウドという 5 つの新規技術のうち、いずれか 1 つを導入することによる企業の生産性上昇率の押し上げ効果は＋0.118%pt と推計されている。さらに、5 つの新規技術別に「導入を検討している」企業の割合が示されており、本稿ではそうした企業で実際に新規技術の導入が進むことで、2040 年度には TFP 上昇率がマクロで 0.08%pt 高まると想定した。

¹⁴ 国立社会保障・人口問題研究所の直近の将来人口推計における「外国人入国超過数 25 万人（2040 年）」のケースを想定。

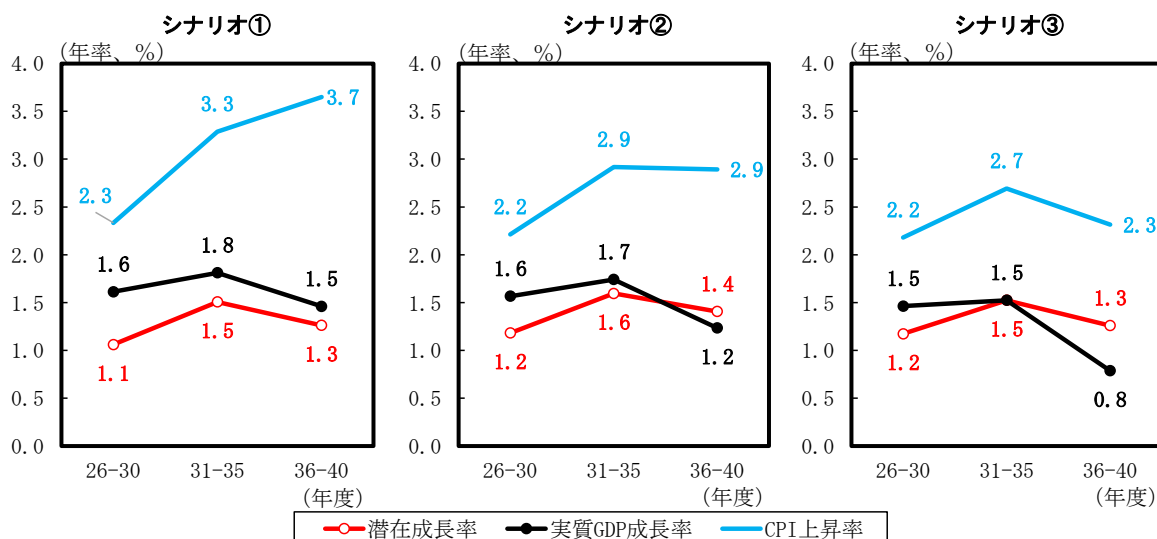
¹⁵ 当社の「[第 228 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2026 年 3 月 10 日）では、外国人労働者の増加による経済への影響を国内外の先行研究をもとに整理した。先行研究の結果はまちまちだが、日本では「少子高齢化が進む中で、外国人労働者の受け入れは生産年齢人口の減少を確実に抑制するものであり、こうした経路を通じて生産性に一定の影響を与える可能性は否定できない」と評価した上で、外国人労働者の増加による TFP 向上効果を一定程度見込んだ。本稿ではこれを踏まえ、外国人受け入れ拡大の効果を将来推計に反映させた。

シナリオ①では、予測期間を通じてインフレが加速し続けてしまうのが特徴だ。2030年代後半のCPI上昇率は年率+3.7%と見込まれる。潜在成長率は資本蓄積の効果で2030年代前半にかけて加速する一方、実質GDP成長率は民需拡大で潜在成長率を大きく上回って推移し、需給ギャップが引き締まって強い物価上昇圧力が生じるためだ。その結果、2030年代後半は設備投資を中心に実質GDPの伸びが減速する一方、潜在成長率も低下する。

シナリオ②では、供給力が強化されることで需給バランスが改善する。潜在成長率は2030年代後半に実質GDP成長率を上回り、インフレ率はシナリオ①のような高まり方はしない。だが、同時期のCPI上昇率は年率+2.9%となお高水準で、日銀の物価安定目標と整合的な2%を明確に上回る。

シナリオ③では政府の歳出抑制により、実質GDP成長率の伸びが低下することで物価上昇圧力は緩和する。2030年代後半にはインフレの減速傾向が明確になり、CPI上昇率は2040年度で前年比+2.0%と見込まれる。

図表6：シナリオ別に見た潜在成長率、実質GDP成長率、CPI上昇率の長期見通し



(出所) 各種統計より大和総研作成

これらのシナリオでは、インフレが過熱したときの金融政策の調整が考慮されていない。現実的には、日銀はインフレ率を2%程度で安定させるため、利上げなどの金融引き締め策を実施する。これにより、特にシナリオ①②では設備投資などが抑制されて実質GDP成長率が低下し、その影響は潜在成長率にも表れるだろう。

こうした点も踏まえると、3つの代替シナリオの中で最も望ましいのは③だ。物価が安定した環境の下で潜在成長率が年率+1%台前半で安定的に推移し、日本経済の持続的成長が見込まれる。メリハリのある投資による技術革新や外国人の受け入れ拡大による供給力の拡大と、歳出改革による財政の持続性確保の両方に取り組まなければ、③のようなシナリオは実現しない。こうした経済構造への転換を官民で目指すべきだ。

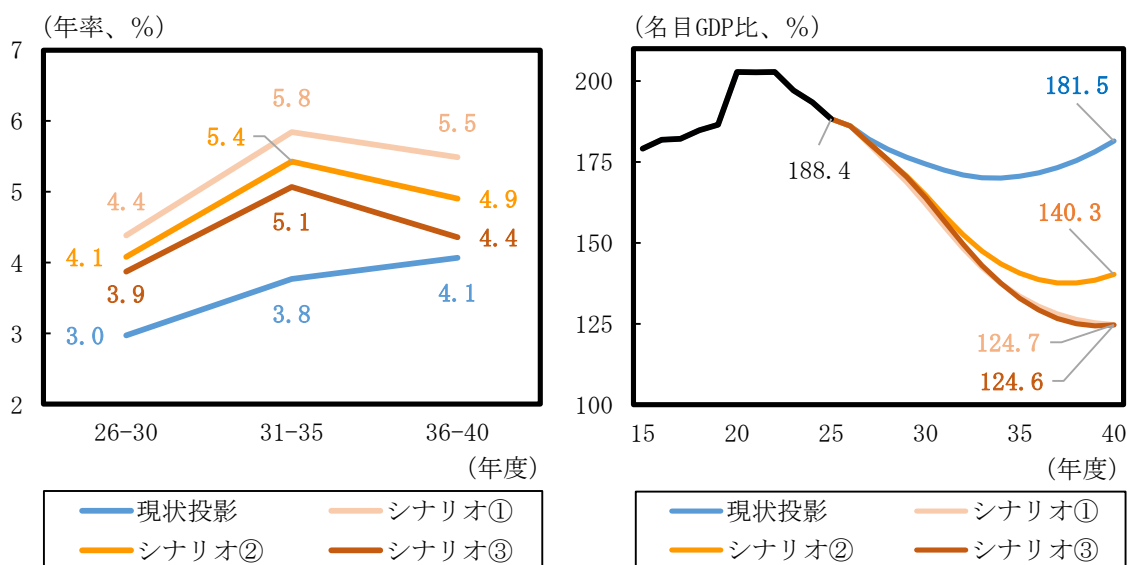
政府債務残高対 GDP 比の安定的な引き下げには PB 均衡などの取り組みも必要

代替シナリオの財政状況はどのような姿になるのか。長期金利と公債等残高対 GDP 比の推移を示したのが**図表 7**だ。シナリオ①～③はいずれも、現状投影シナリオよりも高成長・高インフレが見込まれていることもあり、長期金利は現状投影シナリオを上回り、公債等残高対 GDP 比は下回る見通しである。

2040 年度時点の公債等残高対 GDP 比が低いのはシナリオ①とシナリオ③だが、シナリオ①では高いインフレ率による財政改善効果大きい。政府の負債と同時に民間の資産が目減りすることで、民間から政府への資金移転が実質的に行われており（民間が「インフレ税」を負担）、望ましい姿とはいえない。また前述のように、実際にインフレの過熱リスクが高まれば日銀は利上げに踏み切り、民間需要が抑制されるため、公債等残高対 GDP 比が低下することは難しい。

供給力が強化されるシナリオ②のインフレ率は、シナリオ①のそれを下回る。だが、PB が赤字で推移することもあり、公債等残高対 GDP 比はシナリオ①よりも高水準で推移し、2030 年代後半には小幅ながら上昇に転じる。供給力強化でインフレを抑制しつつ、公債等残高対 GDP 比を安定的に引き下げるには、シナリオ③のように PB の均衡などの財政健全化が必要だ。

図表 7：シナリオ別に見た長期金利（左）、公債等残高（右）の長期見通し



(出所) 各種統計より大和総研作成

3. 日本経済の持続的成長に向けて

投資拡大余地が比較的大きい「医療・福祉」「情報通信」等で支援強化を

前章までのシナリオ別の推計結果を踏まえると、日本経済の持続的成長には民間の前向きな行動変容や供給力の強化、財政健全化をバランスよく推進する必要がある。家計部門では、生産性に裏付けられた実質賃金の上昇や社会保険料率の安定、労働市場改革（高年齢者などの活躍、外国人労働者の受け入れ拡大、労働移動の円滑化）などが重要になるだろう。

他方、企業部門の行動変容（投資拡大）は高市政権の重要課題でもある。看板政策である「危機管理投資」「成長投資」では費用対効果を重視し、PBに目配りしつつ、メリハリをつけて推進することが求められる¹⁶。

投資拡大余地が比較的大きい分野への支援強化も必要だ。**前掲図表 5**では投資拡大の余地を実質のストックベースで 290 兆円程度と想定したが、製造業と非製造業について推計したのが**図表 8 左**である。製造業では 81 兆円（実際の資本ストックの 28%相当分が不足）、非製造業では 185 兆円（同 34%相当分が不足）と推計され、とりわけ非製造業で投資拡大余地が大きいとみられる¹⁷。

また、投資拡大余地を評価するにあたっては、今後の産業別の労働需要見通しも考慮する必要がある。労働政策研究・研修機構（JILPT）「2023 年度版 労働力需給の推計」（2024 年 8 月）では、経済成長および労働参加の程度に応じた複数のシナリオで産業別就業者数を推計している。いずれのシナリオにおいても、2040 年にかけて就業者数の増加が見込まれるのは「医療・福祉」「情報通信」「教育」である¹⁸。

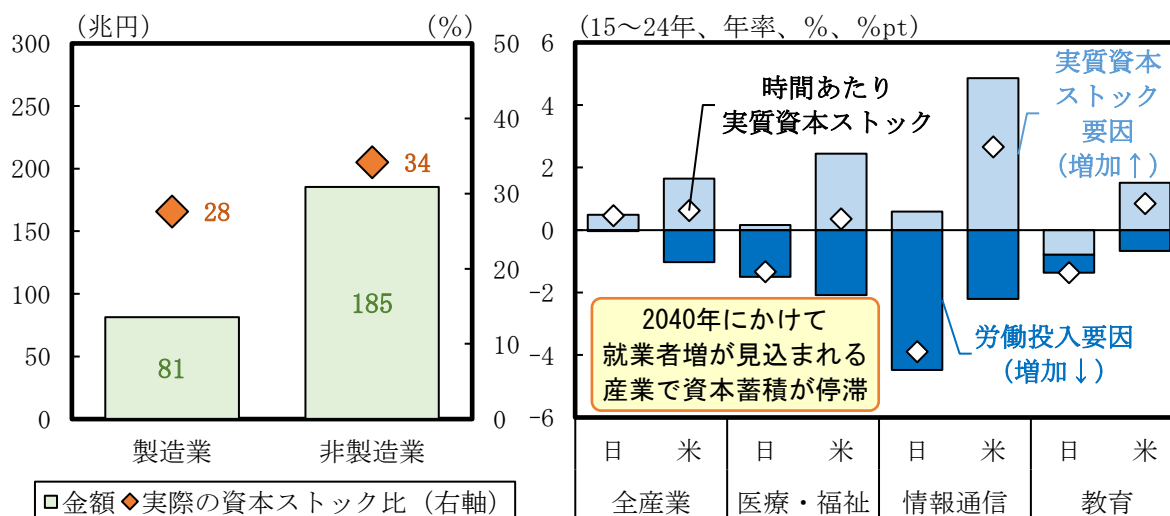
図表 8 右では、これらの産業における時間あたり実質資本ストックの伸びを、労働投入要因と実質資本ストック要因に分解した上で日米比較を行った。日本では「医療・福祉」「情報通信」「教育」で労働投入が増加する一方、実質資本ストックの伸びが限定的であるため、時間あたり実質資本ストックは減少している。この結果、全産業ベースでは日本の時間あたり実質資本ストックの伸びは米国に見劣りしない中でも、これらの産業では米国との差が相対的に大きい。加えて、日銀短観の雇用人員判断 DI（最近、全規模、2025 年平均）を見ると、「情報通信」は▲38.0%pt、医療・福祉や教育を含む「対個人サービス」は▲49.5%pt である。これらの産業では、人手不足が供給制約として顕在化している。

¹⁶ 危機管理投資・成長投資の課題については、当社の「[第 228 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2026 年 3 月 10 日）で検討した。

¹⁷ 投資拡大余地が非製造業で比較的大きいことは、投資の収益性（トービンの限界 q ）と設備投資／資本ストック比率（ I/K 比率）の関係からも示唆される。小川一夫『大不況の経済分析 日本経済長期低迷の解明』（日本経済新聞社、2003 年）を参考に限界 q を推計すると、非製造業では 2000 年以降、限界 q が上昇する中でも I/K 比率が十分に高まっておらず、投資が収益性の改善に見合う形で拡大していないことが確認される。

¹⁸ 同推計における産業分類名は「医療・福祉」「情報通信業」「教育・学習支援業」。

図表 8：最適資本ストックに対する実際の資本ストックの不足（左）、労働需要の増加が見込まれる産業における時間あたり実質資本ストックの日米比較（右）



(注 1) 左図の最適資本ストックはコブ＝ダグラス型生産関数と企業の利潤最大化条件より、最適資本ストック = $\beta \times \text{労働コスト} / \text{資本コスト} \times \text{労働投入量}$ で算出。 β は 1995～2024 年度の推計値。労働コスト = 実質雇用者報酬 / (雇用者数 \times 1 人あたり労働時間) / GDP デフレーター、資本コスト = $(1 / (1 - \text{法人実効税率})) \times \{ (10 \text{年国債利回り} - \text{GDP デフレーター変化率}) + \text{減耗率} - (\text{設備投資デフレーター} / \text{GDP デフレーターの変化率}) \} \times \text{設備投資デフレーター} / \text{GDP デフレーター}$ 、労働投入量 = 雇用者数 \times 1 人あたり労働時間。減耗率 = $(\text{前期の資本ストック} + \text{設備投資額} - \text{今期の資本ストック}) / \text{前期の資本ストック}$ (資本ストック = 実質固定資本ストック)。

(注 2) 右図の米国は 2015～23 年の年率。「医療・福祉」は SNA の産業分類における「保健衛生・社会事業」。労働政策研究・研修機構 (JILPT) 「2023 年度版 労働力需給の推計」(2024 年 8 月) において、経済成長・労働参加の程度に応じて想定された 3 シナリオ全てで就業者数の増加が見込まれる 3 産業。

(出所) 内閣府、OECD、JILPT より大和総研作成

以上を踏まえると、今後「医療・福祉」「情報通信」「教育」では、労働投入の拡大に依存した成長から、資本の蓄積と活用を通じて付加価値を拡大させていく成長モデルへの転換が求められる。日本経済が持続的に成長していくためには、これらの産業における省力化投資や無形資産投資への支援を強化することで生産性を引き上げることが重要である。

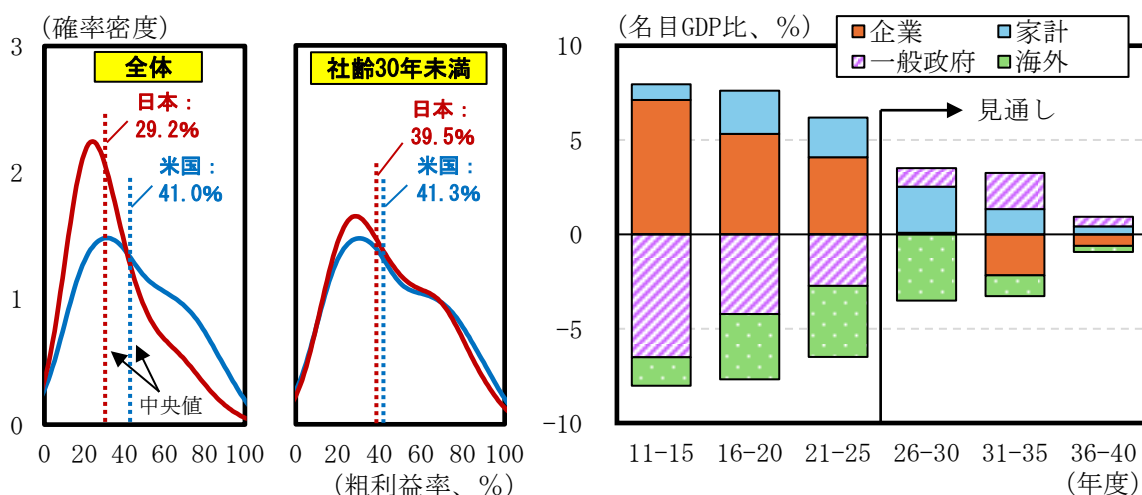
成長力強化には産業の新陳代謝の促進や成熟企業のリスクテイク姿勢の強まりも重要

これまで企業の明確な行動変容が見られなかった要因の 1 つに、投資意欲の高い企業の参入 (開業・起業) が少なく、産業の新陳代謝が停滞したことが挙げられる。

例えば、当時の安倍晋三政権が 2013 年 6 月に取りまとめた「日本再興戦略」では、「開業率が廃業率を上回る状態にし、米国・英国レベルの開・廃業率 10% 台 (現状約 5%) を目指す」ことが掲げられた。だが、それから 10 年超が経過した 2024 年度の開業率は 3.8% (廃業率は 3.7%) と 1981 年度以降の最低を更新している。米国の 10.6% (2023 年、廃業率は 9.4%) を大幅に下回ったままだ。スタートアップへの支援強化や、産業の秩序立った新陳代謝の促進などに取り組む必要があるだろう。

また、政府は企業の「稼ぐ力」を高めるためコーポレートガバナンス改革などを進めてきたが、日米間の収益力格差は依然として大きい。日米の上場企業（除く金融）を対象に粗利益率を集計すると、日本の中央値は直近で29.2%と米国の41.0%を大幅に下回る。そこで各企業の社齢（設立からの年数）に注目し、10年ごとに粗利益率の日米格差を比較すると、おおむね社齢30年を境に格差が拡大する傾向が見られた。社齢30年未満の企業では日米の粗利益率の分布が類似しており、中央値も40%前後と近い水準にある（図表9左）。

図表9：日米上場企業の粗利益率分布（左）、「シナリオ③」のISバランス見通し（右）



(注) 左図は、カーネル密度推定（バンド幅 $h=0.08$ ）により確率密度を推定。推定は粗利益率 0~100%の範囲で行い、粗利益率が0%未満の観測値は省略。日本企業は2025年3月末時点の上場企業（銀行・証券・保険を除く）のうちデータを取得できた3,735社を集計。米国企業はラッセル3000構成銘柄のうちデータを取得できた1,975社を集計。日本企業は2024年度、米国企業は2025暦年を中心に、その直近決算期のデータにて算出。社齢は設立からの年数で、30年未満の企業は日本1,236社、米国1,368社。右図の2025年度分は実績見込みで、統計上の不突合を除く。前掲図表5の想定に基づいた見通し。

(出所) 日本取引所グループ、東洋経済新報社、Bloomberg、各種統計より大和総研作成

日本では社齢30年未満の企業比率が3割超にとどまる一方、米国では約7割に達するなど若い企業が多い。日本で大半を占める社齢30年超の成熟企業で粗利益率が低いことが、日米の収益力格差につながっている。こうした企業のリスクテイク姿勢が強まり、収益力を高めることが、日本経済の持続的成長には不可欠だ。

社債市場の整備など企業の成長投資に必要な長期資金の供給強化が必要

企業のリスクテイクを後押しする観点からは、国内の資金供給構造にも目を向ける必要がある。日本は銀行を中心とした間接金融が主流であり、預金に依存する構造の下、銀行に対するバーゼル規制¹⁹の影響もあって成長投資に必要な長期の資金調達には制約を受けやすい。これに

¹⁹ 従来、銀行は短期資金を調達し長期貸出を行うことで収益を上げてきたが、銀行に対するバーゼル規制は長期貸出には相応の安定的資金を要求するため、銀行のバランスシート運営はより保守的になり、特に長期・低流動性資産の増加に対しては抑制的になりやすい。

対して米国では資本市場の比重が高く、企業が直接市場から長期的な資金を調達しやすい構造にある。

「持続的成長シナリオ」ともいえる**前掲図表 5**のシナリオ③について、部門別 IS バランスの長期見通しを**図表 9 右**で示したが、1990 年代後半から貯蓄超過（プラス圏）で推移する企業部門は 2030 年代に資金不足側（マイナス圏）へと転じる見込みである。瀬戸ほか（2026）²⁰で指摘しているように、こうした企業の資金需要の変化を見据え、社債市場の整備など金融・資本市場の高度化に向けた取り組みが求められる。

²⁰ 瀬戸佑基・森駿介・西野綾斗・中村昌宏・秋元虹輝・小林若葉「『資産形成と成長の好循環』のための金融・資本市場の方向性」（大和総研レポート、2026 年 5 月 29 日）
