

人手不足の実状と高圧経済政策について(後編)

MUFG資産形成研究所
研究員 根本 浩之
2026年4月27日

後編では、[前編](#)で分析した人手不足の実状を踏まえ、人手不足経済の下でこそ効果を発揮する高圧経済政策や日本経済の課題への対応等について考察します。

3. 高圧経済とは

(1) 高圧経済の特徴

高圧経済 (High-pressure Economy) の特徴については、イギリスの経済学者ジョン・メイナード・ケインズが提唱した「有効需要の原理 (Principle of Effective Demand)」と共通する点があるとも指摘されますが、「前提」「目的」「メカニズム (作用の仕組み)」の面で明確に異なります。

有効需要の原理では、需要は本来不足しやすいと捉えられています。政府が創出する商品やサービスへの需要が、生産や所得の増加を通じて供給量に大きく影響し、最終的には国民所得や雇用など、経済活動全体の水準を左右すると考えられます。そのため、需要不足の経済環境では、極端な例として「穴を掘って埋める」だけの公共事業であっても需要を喚起する限り有効であり、需要の質を問わない点が特徴です。

これに対し、高圧経済は 1970 年代初頭にアメリカの経済学者アーサー・オークンが提唱した概念であり、マクロ経済政策が目指すべき理想的な経済状態として、「低インフレ・高失業」の“低圧経済”よりも「高インフレ・低失業」の状態を望ましいとする立場を取ります。

というのも、高インフレ・低失業の高圧経済では、低圧経済下で解雇や賃下げの対象となりやすい低スキル労働者の待遇改善に加え、労働需給の逼迫による賃金上昇や、省力化投資を通じた労働生産性の向上といった効果が期待されるためです。こうした所得分配や供給能力の改善は、需要超過の経済環境のもとでこそ実現可能であるとオークンは主張しました。

このオークンの主張は、FRB 議長時代のジャネット・イエレンによる 2016 年の講演で受け継がれ、リーマンショック以降蔓延していた経済の長期停滞を克服するには高圧経済が必要不可欠だとして、改めて注目を集めました。

そして、オークンが提唱し、イエレンが再評価した高圧経済の考え方を政策として取り込もうとしているのが、2025 年 10 月に発足した高市政権が掲げる「サナエノミクス」、すなわち責任ある積極財政です。

その柱となるのは、まずプライマリーバランス (基礎的財政収支) の単年度黒字化目標を撤廃し、戦略的かつ機動的な財政出動を可能にするという方針です。

さらに、日本成長戦略本部の下に「日本成長戦略会議」を新設し、危機管理投資や成長投資を通じて、日本経済の供給構造を抜本的に強化し、強い経済の実現を目指しています。

これらの取り組みは、まさに高圧経済が志向するアプローチと軌を一にする政策であるといえます。

(2) インフレギャップ

高圧経済では、需要が供給を上回る「需要超過」の状態を維持・強化し、いわゆるインフレギャップを生み出します。インフレギャップとは、分かりやすくいえば、実際の GDP が潜在 GDP を上回っている状況を指します。

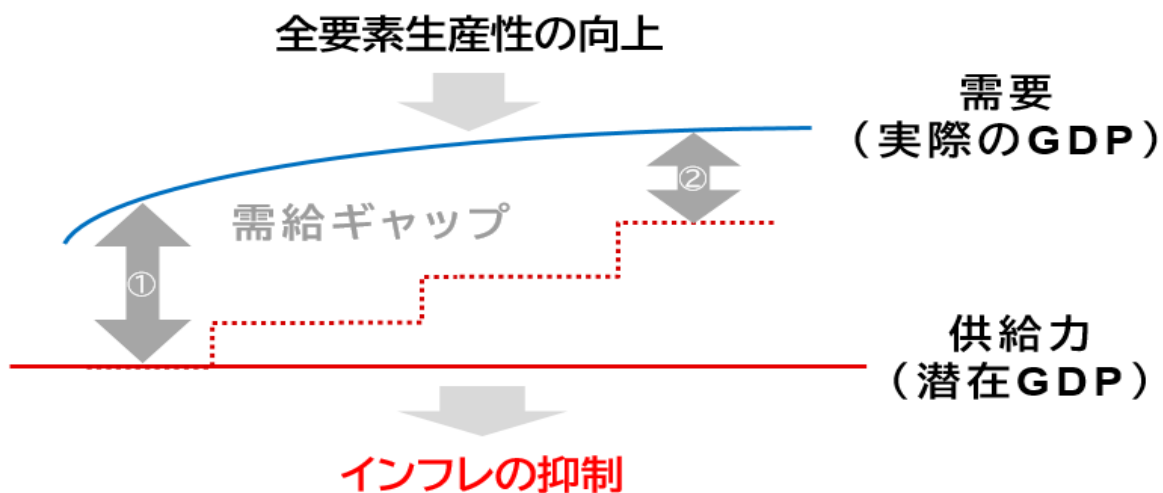
ここでいう潜在 GDP とは、労働や資本がフルに活用されたときに達成される生産水準を意味します。この環境下では、働き手が十分に就業できるようになり、賃金が上昇しやすくなります。また、より高い生産性を持つ業種・企業への転職が進みやすくなるほか、企業が従業員を単なるコストではなく人的資本として捉え直すことで、賃金以外の処遇改善も進む傾向があります。こうした動きは従業員との信頼関係、いわゆるエンゲージメントを高め、労働生産性や企業業績の向上へとつながる好循環をもたらすと考えられています。

また、潜在 GDP の上昇には、資本面での拡充も重要です。フル稼働環境では、工場などの機械・設備の能力増強投資が活発化し、資本蓄積が進みます。新しい技術を備えた機械の導入やインフラ整備が行われることで、資本の生産性も向上しやすくなります。

同時に、人手不足への対応として省力化投資が進むことで、労働から資本への代替が促されます。さらに、研究開発投資の拡大による技術革新・イノベーションが促進され、その結果として全要素生産性(TFP)の向上にもつながりやすくなります。この全要素生産性については後ほど詳しく述べます。

一方で、「過熱気味の経済状況」や「インフレギャップ」が続くことで、高圧経済はインフレを助長するのではないかと懸念もあります。しかし、高圧経済はインフレを放置するわけではありません。一定程度のインフレは許容しつつも、先述の全要素生産性の向上によって供給能力を引き上げることで、[図表 10]における①から②への移行のように需給ギャップが縮小し、結果的に物価を抑制する効果も期待できます。

[図表 10]インフレ抑制効果(需給ギャップの縮小)



出所:三菱UFJ信託銀行作成

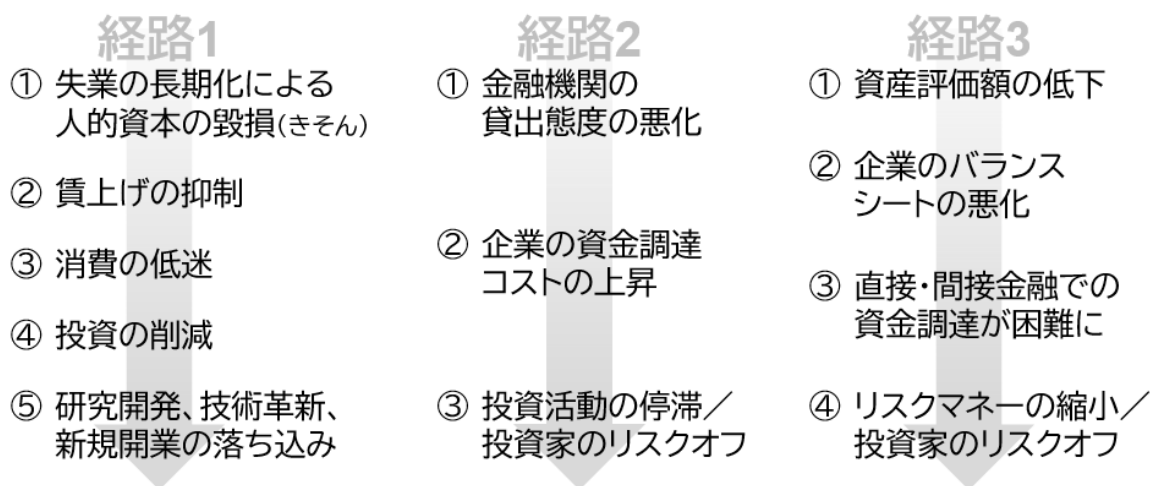
(3) 履歴効果について

また、高圧経済では「履歴効果(ヒステリシス)」の存在が重視されます。履歴効果とは、景気や相場といった経済状況が大きく変動した後、状況が改善しても元の水準には十分戻らず、長期的な停滞が残ってしまう現象を指します。特に不況によって経済活動が損なわれ、その影響が将来まで尾を引く場合は、「負の履歴効果」と呼ばれます。

この観点から、高圧経済の立場は、シュンペーターが主張した「イノベーションは不況期の創造的破壊によって推進される」という考え方とは一致しません。

というのも、経済危機が発生すると総需要が大きく低下し、その過程で〔図表 11〕の経路 1、2、3 等を通じて総需要が一段と押し下げられます。その結果、この履歴効果によって潜在成長率が元の水準に回復することが阻害されてしまうためです。

〔図表 11〕履歴効果により総需要を抑制する 3 つの経路



出所: 三菱UFJ信託銀行作成

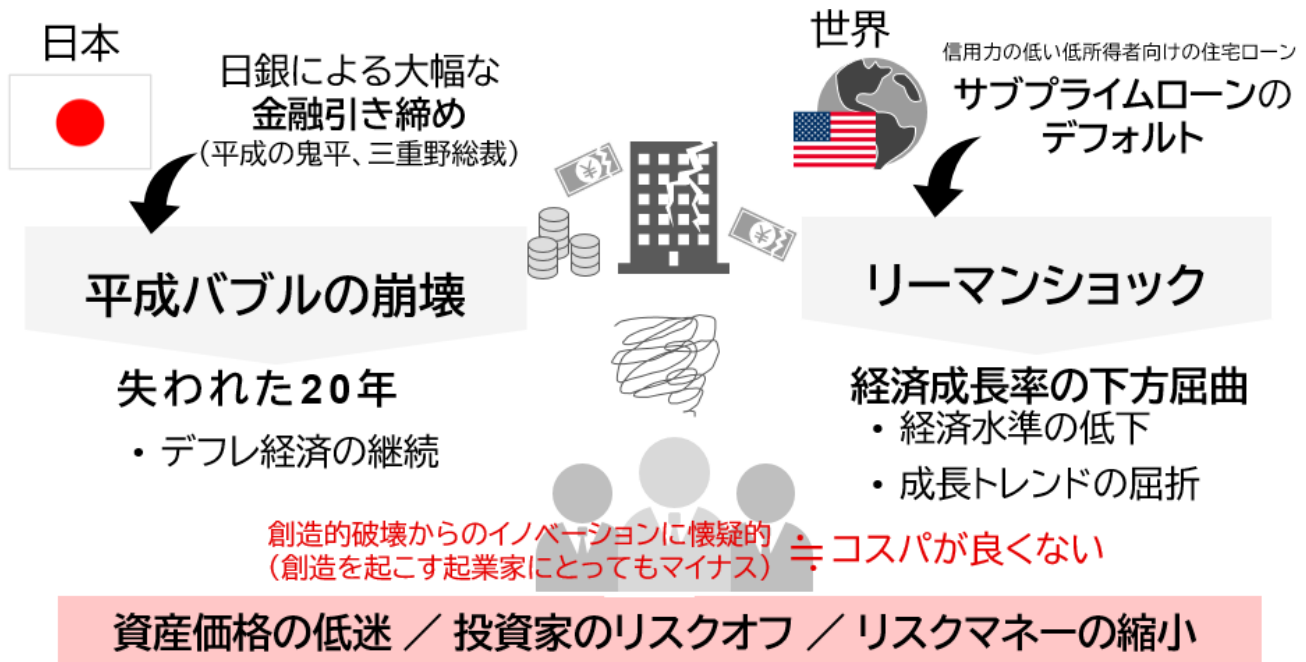
履歴効果の実例として〔図表 12〕、まず日本では、日銀による大幅な金融引き締めを契機とした平成バブル崩壊と、その後長く続いた後遺症により、いわゆる「失われた 20 年」から容易に脱却できなかったことが挙げられます。これは、景気後退が経済の基礎体力を長期にわたり損なう典型例といえます。

さらに、これは日本に限られた現象ではありません。リーマンショック後の各国の状況を見ても、金融・経済危機は単に経済水準を押し下げるだけでなく、成長トレンドそのものを下方に屈折させてしまうことが観測されています。すなわち、危機が経済の軌道を長期的に押し下げる「負の履歴効果」が国際的にも確認されています。

危機を伴う不況は、資産価格の低迷を招き、投資家のリスク回避姿勢を強め、リスクマネーの供給を縮小させます。その結果、本来であれば新たな価値創造を担うはずの起業家の減少を引き起こし、イ

ノベーションが阻害されます。こうした理由から、高圧経済の視点では、先ほど触れたとおり、「創造的破壊によってイノベーションが促進される」という考え方に対して懐疑的な立場を取っています。

[図表 12] 履歴効果の実例



出所: 三菱UFJ信託銀行作成

そこでイエレンは、リーマンショック以降台頭していた経済の長期停滞論に対し、景気後退後に生じる「負の履歴効果」とは逆に、需要が供給を上回る経済状態を持続させることで、供給能力を高めることができる」と主張しました。

具体的には、需要超過の経済環境が続くことで、将来の不確実性が低下し、設備投資が拡大するほか、生産性の高い業種・企業への労働移動の促進、さらに研究開発の活発化によって新たな革新的ビジネスが生まれやすくなるといった経路を通じて、供給力の向上につながると考えました。

なお、イエレンは、高圧経済にはメリットと同じくらい重要なリスクも存在すると述べています。こうした政策が実際に潜在成長率の引き上げにつながるのか不確実であること、また資産バブルの発生や予想以上のインフレ加速といった懸念をリスク要因として挙げています。

(4) アベノミクス VS. サナエノミクス

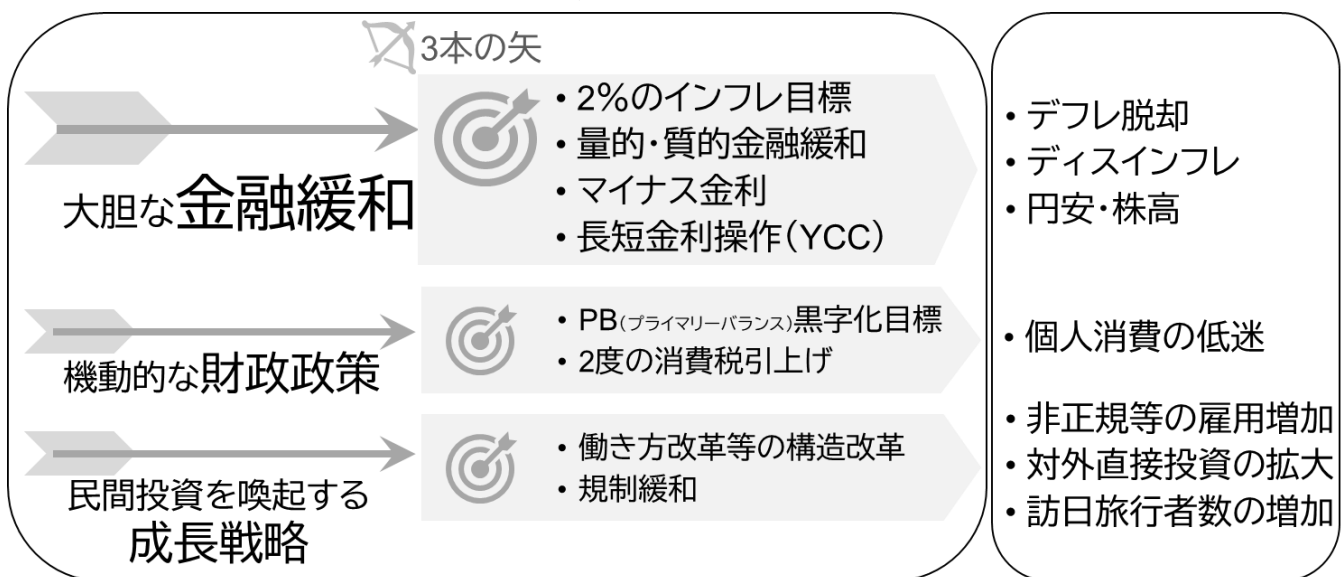
高圧経済の4つ目の視点として、アベノミクスとサナエノミクスの比較を取り上げます。

アベノミクスでは[図表 13]に示すとおり「三本の矢」を柱としていましたが、財政運営に関しては2度の消費税率引き上げを余儀なくされ、その影響もあり個人消費は低迷から脱することができませんでした。

また、成長戦略においては、非正規社員を中心に雇用は増加したものの、需要が弱い中で政府の役割を縮小させる構造改革や規制緩和を推進した結果、対外直接投資やインバウンド消費の拡大など、海外需要への依存度が高まる形となりました。

このように、最終的には金融政策への依存が強まらざるを得ず、各種の金融緩和策によってデフレからの脱却には成功したものの、物価上昇はデysinフレの域にとどまり、潜在成長率を押し上げるには至りませんでした。

[図表 13]アベノミクスの3本の矢とその教訓



出所:三菱UFJ信託銀行作成

ただし、アベノミクス始動時と今回のサナエノミクス始動時とを比較すると、名目 GDP 規模は 1.3 倍、企業収益は 2.2 倍、東証の時価総額は 3.9 倍となっており、これらはアベノミクスの成果として評価できます。こうした企業の稼ぐ力や国富の大幅な拡大により、サナエノミクスにおいては政策を発動し得る余力が格段に広がっています。[図表 14]。

[図表 14] アベノミクス始動時とサナエノミクス始動時との比較

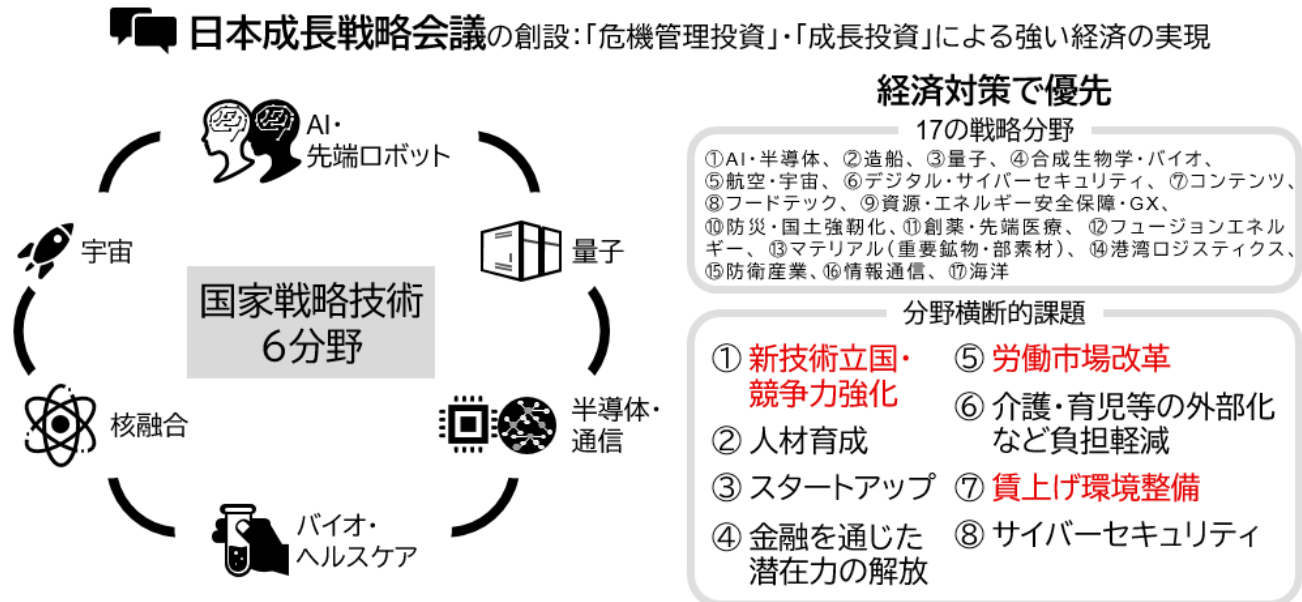
	アベノミクス前夜		サナエノミクス前夜(直近)		(変化率)
名目GDP(兆円)	497	(2012年10-12月期)	669	(2025年10-12月期)	34.6%
企業経常利益(兆円)	59	(2012年度)	131	(2024年度)	122.0%
東証株式時価総額(兆円)	301	(2012年12月末)	1,193	(2025年12月末)	296.3%
TOPIX	860	} (2012年12月末)	3,409	} (2025年12月末)	296.5%
日経平均	10,395		50,339		384.3%
政策金利(%)	0~0.10		0.75		0.40 pt
10年債利回り(%)	0.79		2.03		1.24 pt
ドル円レート(円)	86.76		156.69		80.6%
就業者数(万人)	6,263	} (2012年12月末)	6,842	} (2025年12月末)	9.2%
完全失業率(季節調整値、%)	4.3		2.6		-1.7 pt
有効求人倍率(季節調整値、倍)	0.83		1.19		0.36 pt
パートタイム比率(%)	28.8	} (2012年)	31.3	} (2025年)	2.5 pt
女性就業率(15~64歳、%)	60.7		75.3		14.6 pt
最低賃金(円)	749		1,121		49.7%
年間総労働時間(全業種平均)	1,765		1,621		-8.2%
政府総債務残高名目GDP比(%)	226	} (2012年)	236	} (2024年)	10 pt
政府純債務残高名目GDP比(%)	144		134		-10 pt

出所: 各種公表資料より三菱UFJ信託銀行作成

そこで、サナエノミクスにおける成長戦略の内容をみると[図表 15]、まず左側に示すとおり、経済安全保障上の重要度が高い 6 分野を新たに「国家戦略技術」として位置づけています。さらに、右上に示した AI・半導体など 17 の「戦略分野」に加え、右下に示されている 8 つの「分野横断的課題」を掲げ、官民連携による「危機管理投資」および「成長投資」を通じて、経済・社会課題の解決を図る強靱な経済構造の構築を目指しています。

特に、アベノミクス期において企業投資が対外直接投資へ偏重しがちであった点への反省を踏まえ、新技術立国の実現および国際競争力の強化に向け、国内投資を促す施策に着手しています。具体的には、全業種を対象として7%の設備投資減税(投資額の7%を法人税額から控除する税額控除方式、または投資全額を初年度に一括償却できる即時償却方式の選択制)の導入を決定するなど、国内での投資拡大を図る政策が打ち出されています。

[図表 15] サナエノミクスでの成長戦略



出所:各種公表資料より三菱UFJ信託銀行作成

4. 日本経済の課題

(1) 潜在成長率低迷の要因

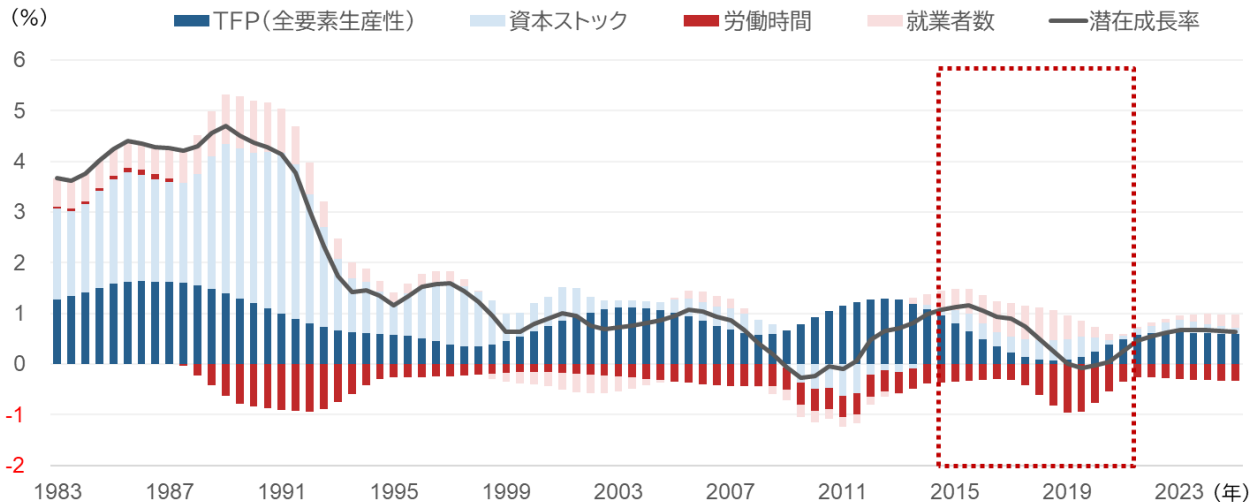
ここからは、日本経済の課題について、5つの視点から考察します[図表 16]。

まず1点目は、潜在成長率が低迷している要因です。グレーの折れ線で示す日本の潜在成長率の推移を見ると、すでに1990年代終盤に1%を下回り、その後は、赤の点線で示したアベノミクス期にみられる低下傾向を含め、一貫して1%を超えられない状態が現在まで続いています。

潜在成長率を押し下げている主因は2つあります。第一に、濃い赤の棒グラフで示した「労働時間」が恒常的にマイナス寄与となっている点です。第二に、水色の棒グラフで示した機械・設備などの「資本ストック」のプラス寄与が、徐々に縮小している点です。この「資本ストック」の伸び悩みには、2009年のリーマンショックや、その後の円高局面に伴う国内設備投資の低迷が影響しています。

一方で、濃い青の棒グラフが示す全要素生産性(TFP)は、2017年から2020年前半に一時的な落ち込みがあったものの、おおむねプラス寄与を続けており、比較的健闘しているといえます。

[図表 16] 潜在成長率の寄与度推移(半年毎、前年比)

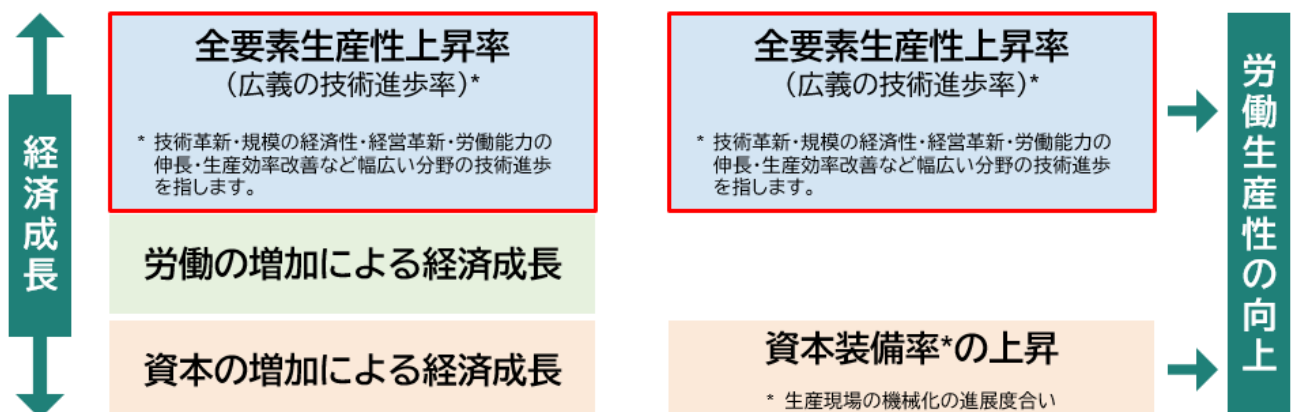


出所: 日本銀行調査統計局試算値より三菱UFJ信託銀行作成

その全要素生産性(TFP)とは何かについてですが[図表 17]、TFP は、企業や経済全体の効率性を高める「総合的な技術進歩の度合い」を示す指標です。すなわち、労働量や資本量の増加といった量的要因による経済成長ではなく、技術進歩や組織改革など質的要因による経済成長を測定するものです。

またTFPは、生産現場における機械化の進展を示す「資本装備率」の上昇と併せて、労働生産性の向上にどの程度寄与しているかを把握する際の指標としても用いられています。

[図表 17] 全要素生産性(TFP: Total Factor Productivity)とは



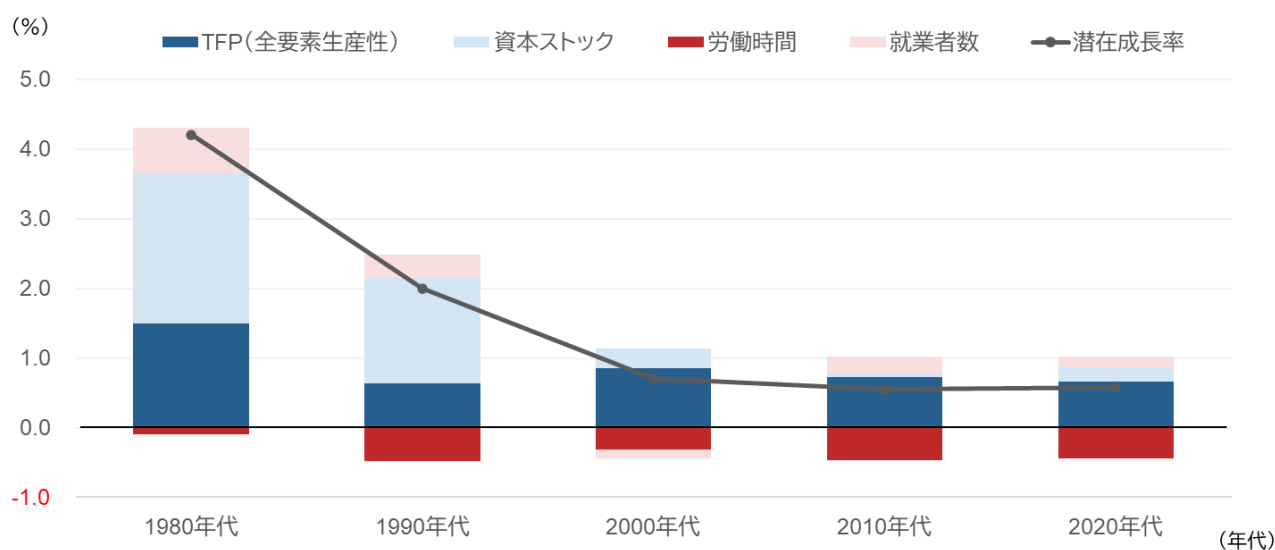
出所: 公益財団法人 日本生産性本部「生産性とは」より三菱UFJ信託銀行作成

そこで、先ほど確認した潜在成長率の推移について、今度は 10 年ごとの年代別の寄与度をみると[図表 18]、赤で示した「労働時間」は唯一、すべての年代でマイナスとなっており、とりわけ 1990 年代以降マイナス幅が大きくなっています。

また、水色で示した「資本ストック」は、2010年代に寄与度がほぼゼロとなっている点が特徴的です。さらに、TFP(全要素生産性)については、1990年代以降ほぼ同程度のプラス寄与を維持しており、技術進歩など質的な経済成長の度合いは安定的に推移していることが確認できます。

今後は、設備投資に加えて、研究開発投資や人材投資といった無形資産投資を着実に拡大していくことで、全要素生産性の一段の向上が期待されます。

[図表 18] 潜在成長率の寄与度推移(前年比)



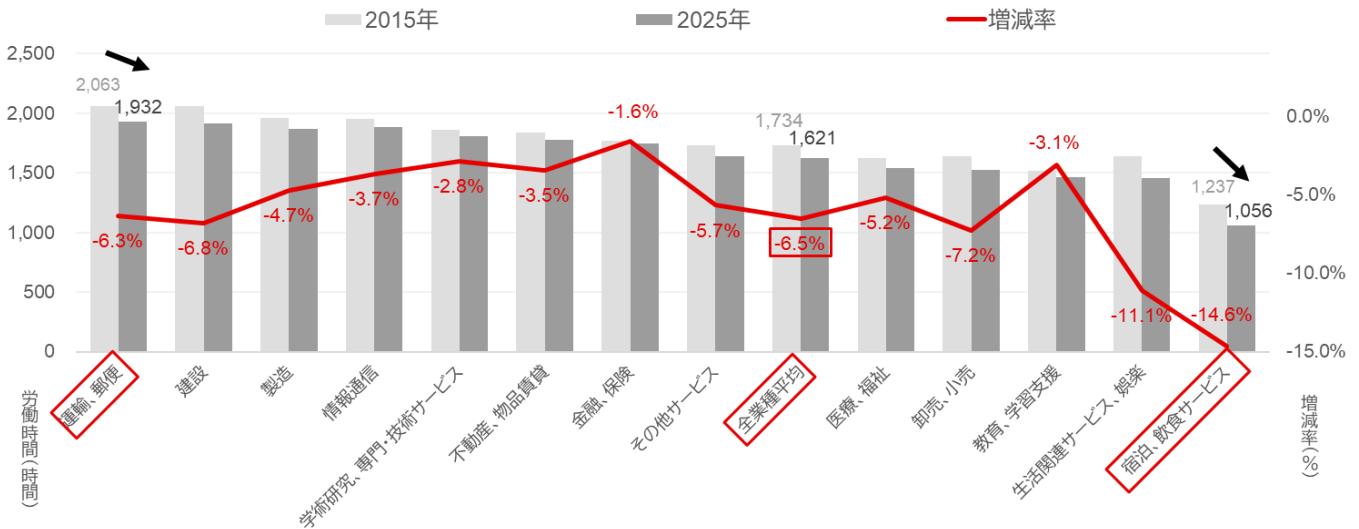
※ 1980年代は1983年～1989年

出所: 日本銀行調査統計局試算値より三菱UFJ信託銀行作成

(2) 労働時間

2点目は、潜在成長率低迷の主要因となっている「労働時間」についてです。業種別に労働時間をみると[図表 19]、過去10年間で全体では6.5%減少しています(グラフ中央)。その中で、最も右に位置する「宿泊・飲食サービス」業では、パートタイム労働者の割合が約8割と高いことも影響し、最も労働時間の長い左端の「運輸・郵便」業の約半分の水準まで時短が進んでいます。

〔図表 19〕業種別年間総実労働時間の比較



※ 事業所規模 5 人以上、パートタイム労働者を含む

出所:厚生労働省「毎月勤労統計調査」より三菱UFJ信託銀行作成

このような労働時間短縮の動きは、働き方改革をはじめとする「労働時間」に関する各種規制法の制定・強化を反映したものであり〔図表 20〕、同時に女性や高齢者の労働参加を促進する役割も果たしてきました。

しかし、現在、人手不足倒産の主要業種である建設業と物流業が、いわゆる「2024 年問題」の影響を大きく受けている状況を踏まえると、労働時間の減少が人手不足の深刻化を招く一因となっていることがうかがえます。

こうした環境の下、高市政権は政権発足直後の 2025 年 10 月に労働時間規制の緩和に向けた検討を開始しました。また、2025 年 12 月に日本経済新聞が実施した「社長 100 人アンケート」では、9 割の経営者が規制緩和方針に賛成と回答しており、「働いて、働いて」を掲げるサナエノミクスのもとで、労働規制の在り方が転換点を迎えるのか注目されています。

〔図表 20〕労働時間規制に関する法律の制定等の沿革(抜粋)

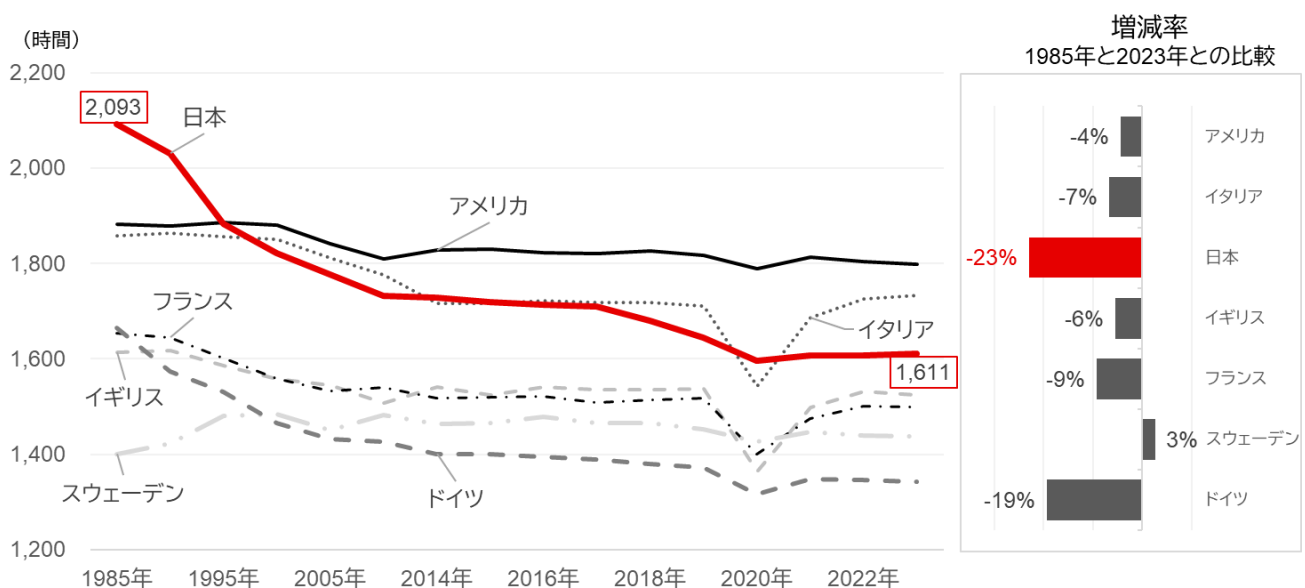
1992年	「時短促進法」～『年間総労働時間を1800時間』の達成を目的とした時限立法
2006年	「労働時間等の設定の改善に関する特別措置法」～正社員の年間総労働時間の引下げ
2014年	「過労死等防止対策推進法」～週労働時間60時間以上の雇用者の割合を5%以下へ
2016年	「女性の活躍推進法」～女性の働き方を改革し、関連情報の見える化・活用の推進
2017年	「働き方改革実行計画」の策定～非正規労働者の処遇改善や長時間労働の是正
2019年	「働き方改革関連法案」～時間外労働の上限規制(原則月45時間・年360時間)の導入等
2020年	「働き方改革関連法案」の対象を中手企業へ拡大
2024年	「働き方改革関連法案」での残業時間の上限規制に建設事業や自動車運転業務等も対象
2025年	心身の健康維持と従業員の選択を前提にした労働時間規制の緩和の検討開始

出所:各種公表資料より三菱UFJ信託銀行作成

こうした労働時間短縮の歴史を反映し、赤線が示す日本の一人当たり平均年間総労働時間は〔図表 21〕、1985年の2,093時間から2023年には1,611時間へと482時間(23%)減少しました。その結果、国際比較においても日本はアメリカやイタリアを下回る水準にまで低下しています。

潜在成長率を押し下げてきた要因の一つである労働時間規制については、こうした国際的な相対位置の変化をも踏まえ、再検討のタイミングが到来していると考えられます。

〔図表 21〕業種別年間総実労働時間の比較



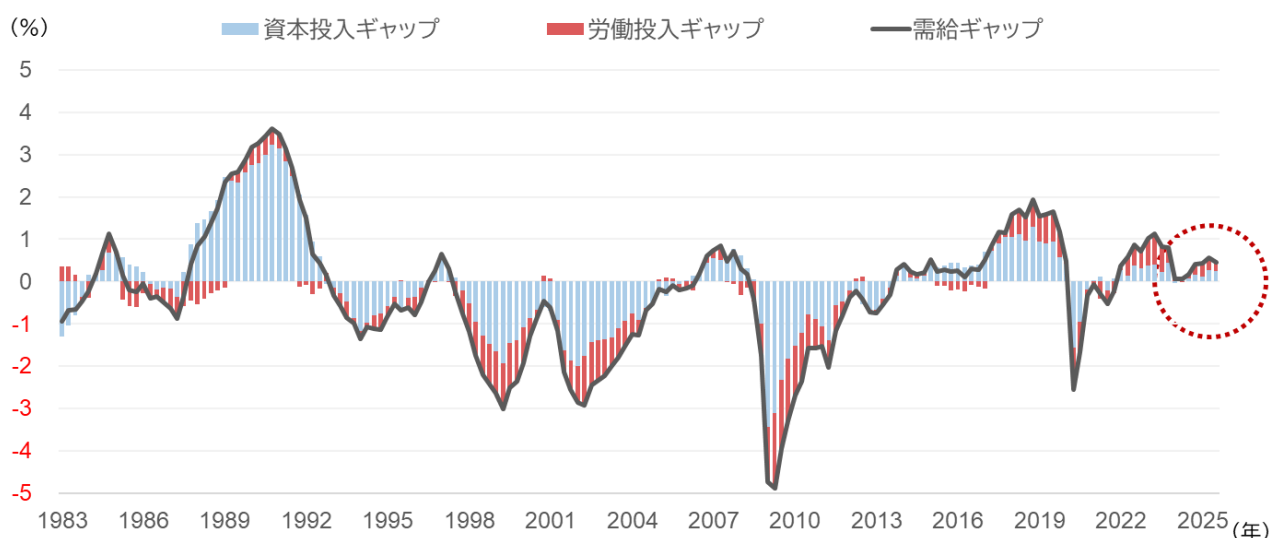
出所:独立行政法人 労働政策研究・研修機構「データブック国際労働比較 2025」より三菱UFJ信託銀行作成

(3) インフレ

3点目はインフレについてです〔図表 22〕。まず、日本経済の需要と供給のバランスを見ると、グレーの折れ線が示すとおり、需要不足によるデフレギャップは解消され、現在は辛うじてインフレギャップの状態となっています。

要因別にみても、赤い棒グラフで示した労働投入、水色の棒グラフで示した資本投入のいずれもプラスとなっており、雇用面に加えて設備面においても供給不足が進行しつつあることが分かります。

〔図表 22〕日本経済の需給ギャップの推移



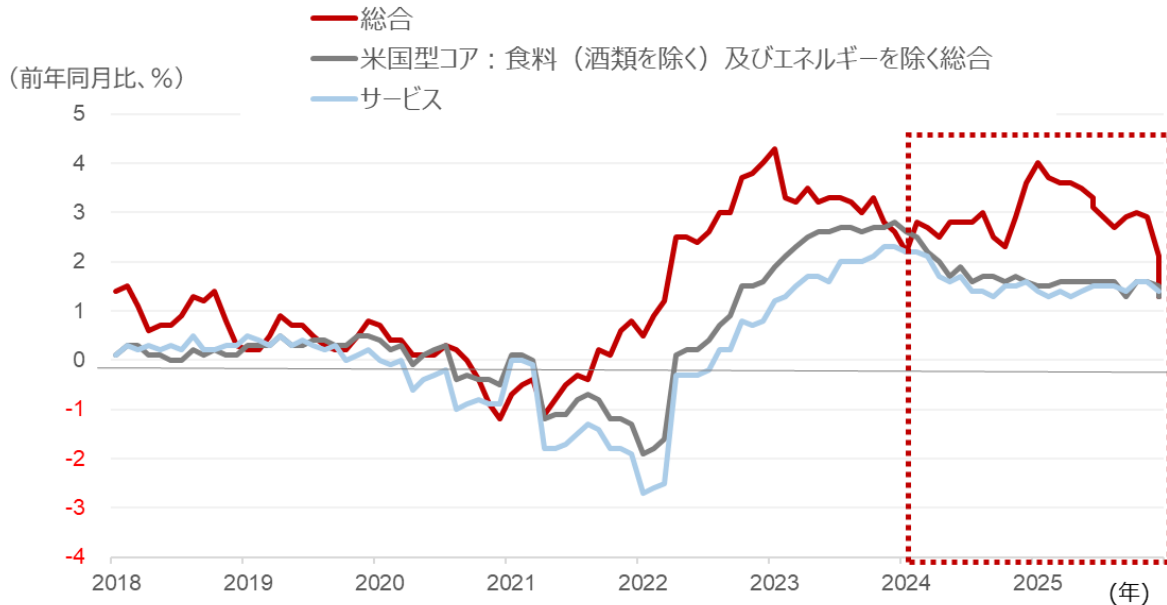
出所: 日本銀行調査統計局試算値より三菱UFJ信託銀行作成

需給ギャップがプラス、すなわちインフレギャップの状態にある中、消費者物価指数をみると〔図表 23〕、国内需要を反映する基調的な物価である濃いグレーの米国型コア指数やグレーで示したサービス価格は、横ばいの状態が続いています。

一方、赤線で示した総合指数は、食料品やエネルギー価格の上昇によって高止まりしていたものの、2025年12月にガソリンの旧暫定税率(1リットル当たり25.1円)が廃止された影響などもあり、足もとでは基調的な物価と同程度の水準まで急速に低下しています。

ただし、2026年2月末に発生した米国とイスラエルによるイランへの軍事攻撃と、それに対するイランのホルムズ海峡の「事実上の封鎖」など、中東情勢の深刻な緊迫化を受け、供給途絶懸念から原油価格が高騰しています。このため、エネルギー価格を含む総合指数が再び反発する可能性が懸念されています。

[図表 23] 消費者物価指数の推移: 総合指数 vs 基調的物価指数(米国型コア、サービス)

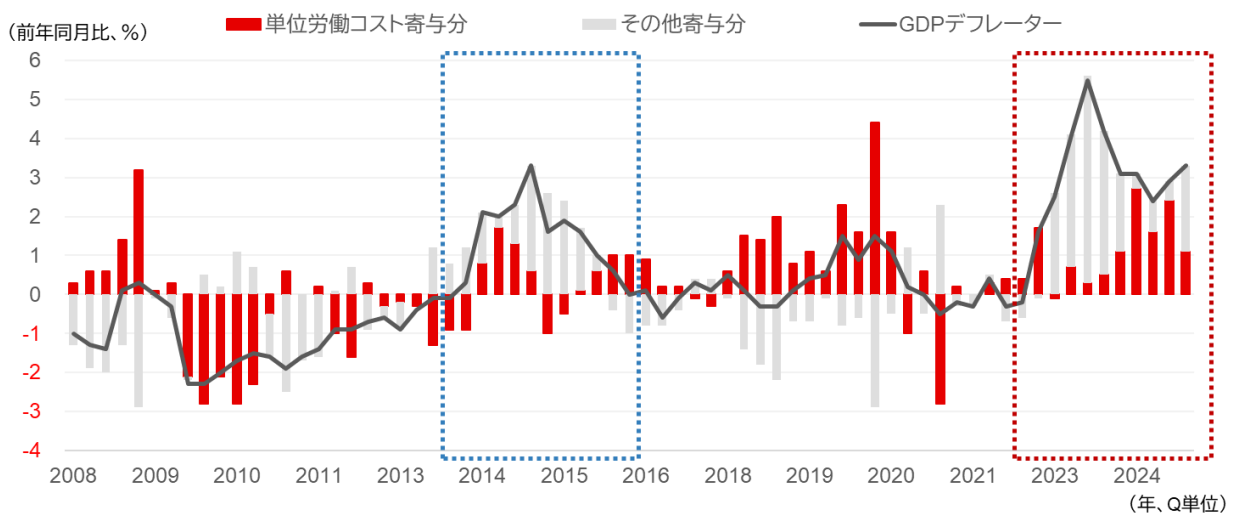


出所: 総務省統計局より三菱UFJ信託銀行作成

ただし、国内の賃金動向には変化がみられます[図表 24]。濃いグレーの折れ線で示した GDP デフレーターは、国内要因による物価動向、いわゆるホームメイド・インフレを示す指標であり、「単位労働コスト」としての賃金要因と、それ以外の「その他」要因に分解することができます。

その要因別の動きをみると、青の点線で囲んだ前回のデフレ脱却局面では、赤の棒グラフで示した賃金の寄与が長続きしなかったのに対し、赤の点線で示した今回のインフレ局面では、春闘による賃上げ効果も後押しし、賃金が継続的に物価押し上げに寄与している点が特徴となっています。

[図表 24] GDP デフレーター(名目 GDP / 実質 GDP)の要因分解

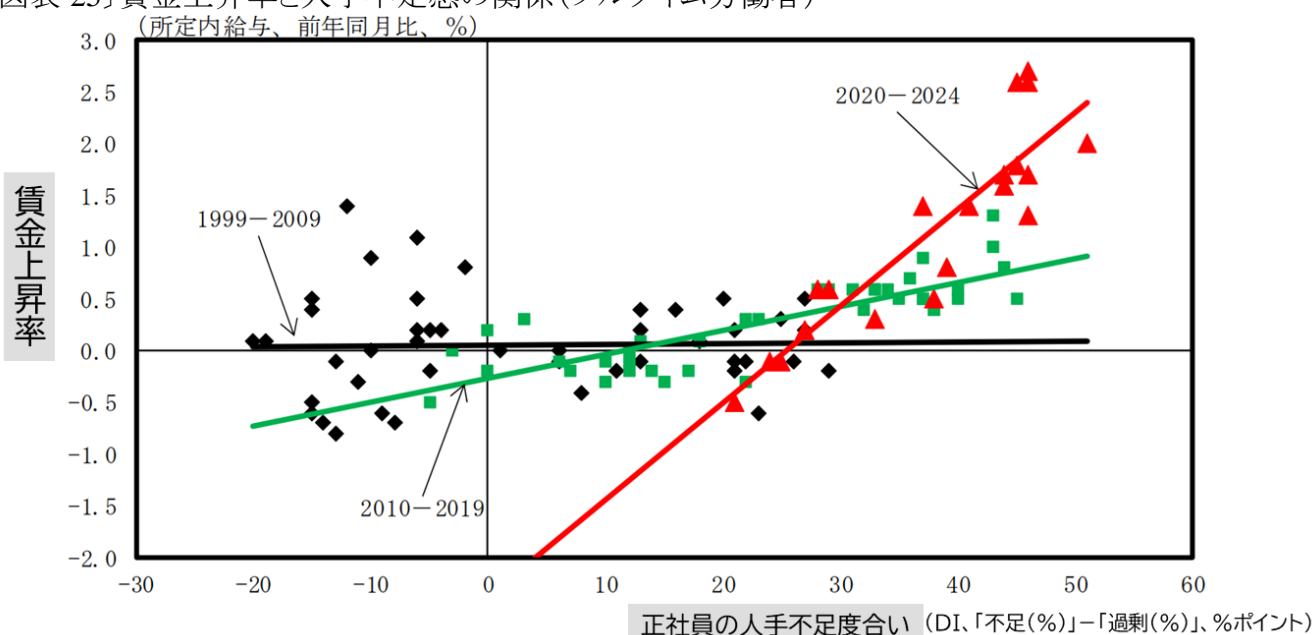


出所: 内閣府より三菱UFJ信託銀行作成

さらに、人手不足の深刻度と賃金上昇率の関係をみると[図表 25]、赤線で示したパンデミック以降(2020~2024年)の関係は、緑や黒の線で示されるそれ以前の期間と比較して、傾きがより急になっていることが確認できます。

これは、足元で人手不足が賃金上昇へと直結しやすい構造が強まっていることを示しており、その結果、企業が省力化投資や生産性向上投資を進めやすい環境が整いつつある点で、高圧経済の政策効果がより発現しやすい局面に入っているといえます。

[図表 25] 賃金上昇率と人手不足感の関係(フルタイム労働者)



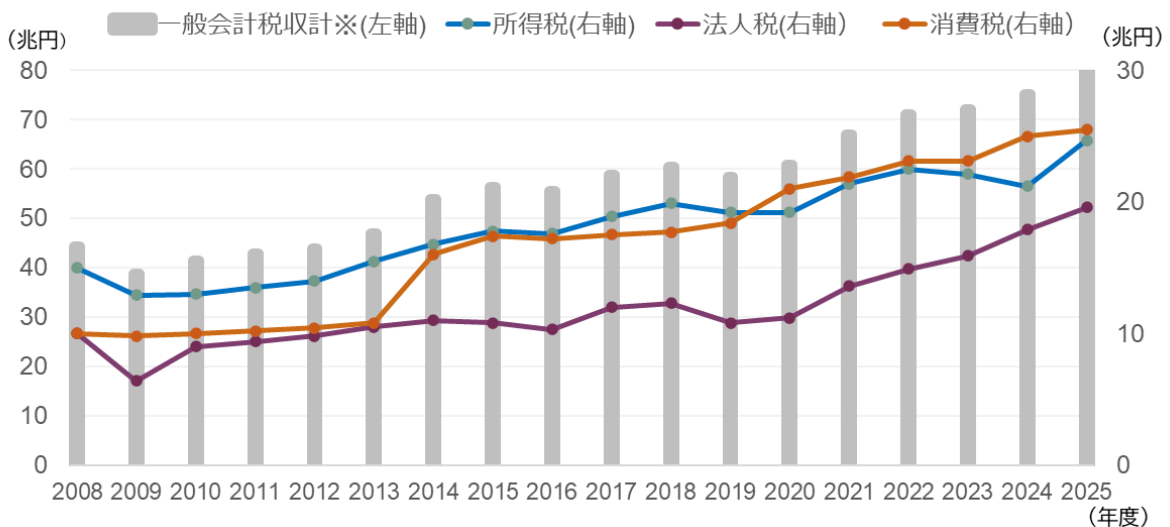
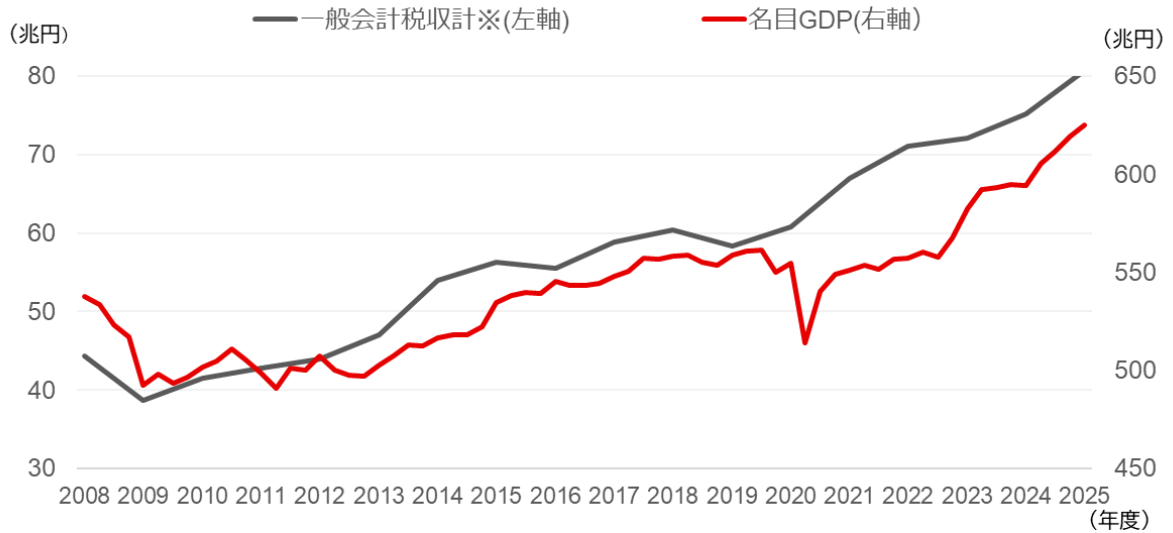
出所:内閣府「2024年度日本経済レポート」(2025年2月)より

(4) 金融・財政政策

4点目は、金融・財政政策のポリシーミックスについてです。まず、税金は着実に増加しています[図表 26]。これは、名目GDPの拡大が、企業収益の改善による法人税金の増加に加え、名目賃金の上昇による所得税の増加、さらに物価上昇に伴う消費税の増加をもたらしているためです。

すでに、所得税が課され始める「年収の壁」については178万円への引き上げが決定しています。ここ数年の税金増を踏まえると、財政出動の余力は十分に確保されていると判断されるため、個人消費の低迷から脱却する観点からも、さらなる家計支援策の拡充が求められます。

[図表 26] 一般会計税収と名目 GDP の推移



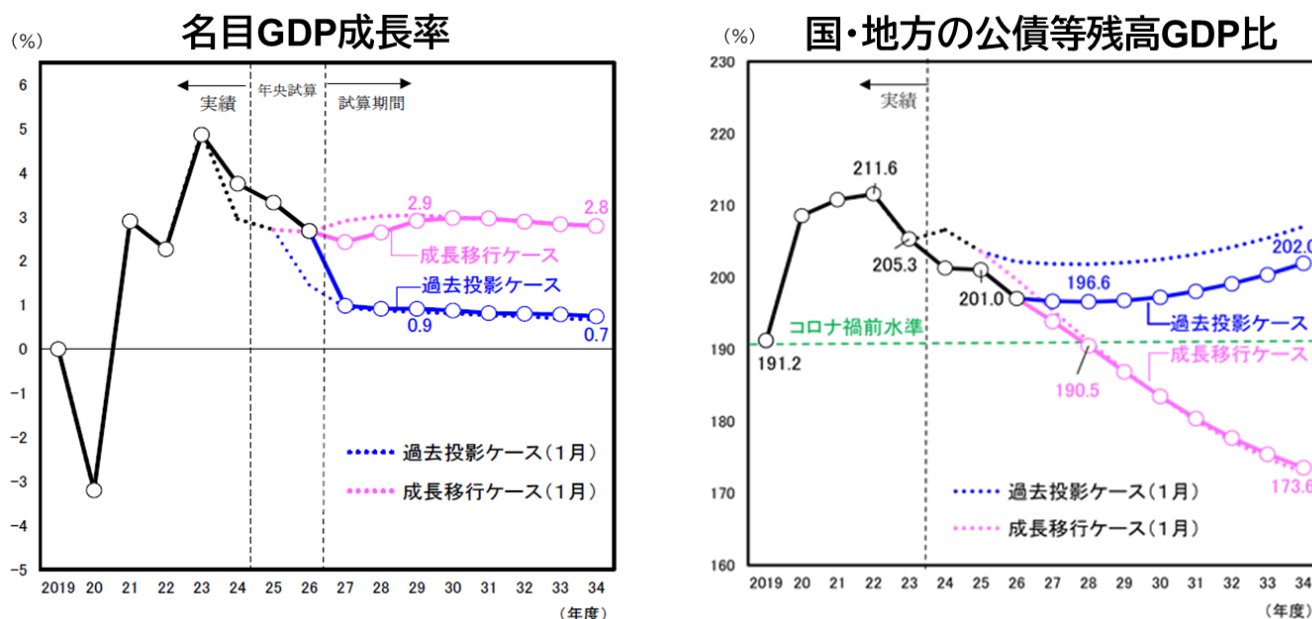
※ 2024 年度以前は決算額、2025 年度は補正後予算額

出所: 内閣府、財務省より三菱UFJ信託銀行作成

また、政府が示している今後の経済・財政の見通しについて、左側に示した名目 GDP 成長率と、右側の国・地方の公債残高対名目 GDP 比率(財政の健全性)の関係を確認すると[図表 27]、左の紫線で示した「過去投影ケース」では、中長期の経済成長率が 0% 台後半にとどまるため、右の財政の健全性も横ばい圏にとどまります。一方で、左のピンク線で示した「成長移行ケース」は、名目成長率が 2% 台後半に移行することを前提としており、その場合には右の財政の健全性も順調に改善していくことが見込まれています。

直近の名目 GDP 成長率については、2023 年度が 4.7%、2024 年度が 3.7%と高い伸びを示している点を踏まえると、「成長移行ケース」が実現する可能性は十分に期待できます。これにより、財政出動の余地がさらに広がることにもつながります。

[図表 27] 経済成長(名目 GDP 率)と財政の健全性についての政府見通し



【過去投影ケース】

ゼロ近傍の成長を過去数値より投影し、中長期的に実質 0%台前半、名目 0%台後半の成長。全要素生産性 TFP) 上昇率が直近の景気循環の平均並み(0.5%程度)で将来にわたって推移するシナリオ

【成長移行ケース】

賃上げと投資が牽引する成長型経済に移行し、実質成長率が 2020 年代後半に 1%台前半、2030 年度以降も 1%を安定的に上回る成長(名目成長率は中長期的に 2%台後半)。TFP 上昇率が過去 40 年平均の 1.1%程度まで高まるシナリオ
 出所:内閣府 中長期の経済財政に関する試算(2025 年 8 月)のポイントより

さらに、高市政権は、財政の健全性を評価する指標として、従来の政府総債務残高ではなく、企業財務と同様に資産を考慮した「政府純債務残高」に基づく対名目 GDP 比率を重視する方針を打ち出しました。この指標を用いることで、財政の健全性はグラフ左の 236%から右の 134%へと低下することになります[図表 28]。もっとも、この数値自体は依然として国際的に高い水準ですが、直近の年間財政収支の国際比較では、日本が G7 の中で最も改善を示していることが確認されており[図表 29]、財政破たんリスクを懸念すべき状況にはありません。

こうした状況を踏まえると、日本の財政が破たんに向かうような局面にはなく、したがって、プライマリーバランス(PB)の単年度黒字化目標に過度に拘束される必要性も後退します。その結果、責任ある積極財政を発動し得る環境が整いつつあると評価できます。

[図表 28] 財政の健全性の国際比較: 総債務 vs 純債務 (資産を考慮)

政府総債務残高対名目GDP比 (2024年、%)

順位	国名	単位: %	注
1	スーダン	261.43	1
2	日本	236.11	1
3	シンガポール	173.51	
4	ベネズエラ	164.32	1
5	レバノン	163.76	1
6	ギリシャ	154.79	
7	イタリア	135.33	
8	バーレーン	133.38	1
9	モルディブ	133.32	
10	セネガル	128.43	
11	米国	122.32	

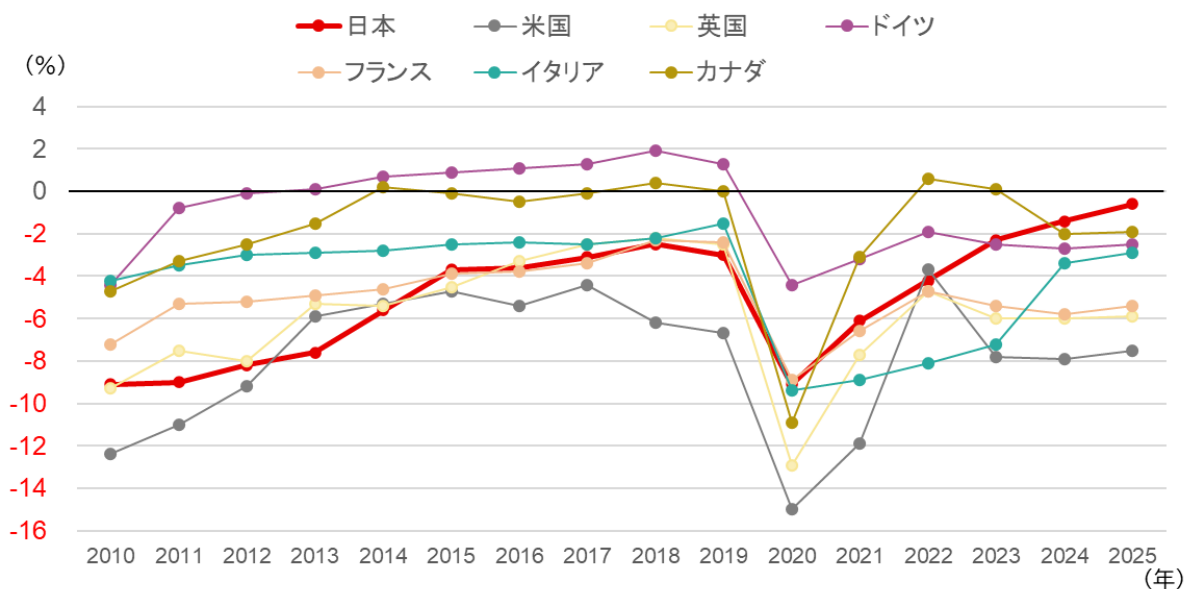
政府純債務残高対名目GDP比 (2024年、%)

順位	国名	単位: %	注
1	レバノン	159.12	1
2	日本	133.88	1
3	イタリア	125.13	
4	ザンビア	109.67	
5	フランス	104.85	
6	バングラデシュ	104.00	
7	カーボベルデ	100.58	
8	米国	97.40	
9	イギリス	93.68	
10	ベルギー	91.08	
11	ポルトガル	90.26	

※ 注1: IMF 推定値。なお、政府には中央政府、地方政府、自治体、社会保障基金を含む。
IMF 推計ベースの統計 (World Economic Outlook) の為、各国当局発表の数値とは異なる場合がある。
詳細定義は IMF の GFSM (Government Finance Statistics Manual) ベース。

出所: GLOBAL NOTE より三菱UFJ信託銀行作成

[図表 29] 財政収支の国際比較 (対名目 GDP 比)



(注 1) 数値は一般政府 (中央政府、地方政府、社会保障基金を合わせたもの) ベース。

(注 2) 日本は 2024 年から 2025 年、それ以外の国々は 2025 年が推計値。

出所: OECD “Economic Outlook 118” (2025 年 12 月 2 日)、

財務省主計局「我が国の財政事情 (令和8年度予算政府案)」より三菱UFJ信託銀行作成

なお、金融・財政のポリシーミックスについては、ゼロ金利からの金利正常化局面を先行して経験した米国の事例が参考になります〔図表 30〕。特に、イエレン FRB 議長の在任期間(2014 年 2 月～2018 年 2 月、黄色の点線)には、グレーの折れ線で示した FF レートの引き上げを極めて緩やかにとどめ、グレーのシャドウで示される実質 FF レートがマイナス圏内で推移するよう、緩和的な金融環境を維持していたことが確認できます。

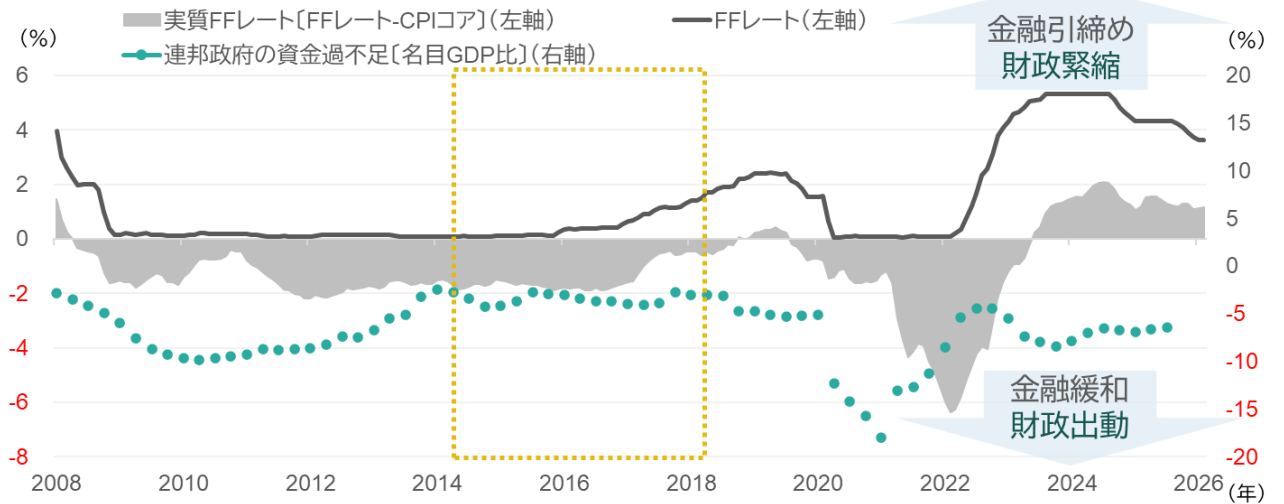
また、この期間においては、緑の点線で示した連邦政府の資金収支(対名目 GDP 比)もマイナス圏で推移しており、財政面でも積極的な出動が行われていました。すなわち、緩和的な金融政策と財政出動のポリシーミックスを通じ、企業や家計の高水準の需要を喚起し、一定のインフレを許容する、まさに高圧経済政策が実践されていたことがうかがえます。

さらに、この期間に限らず、リーマンショック以降の米国経済においては、2023 年半ばからの金融引き締め期を例外とすれば、概ね緩和的な金融政策と財政出動のポリシーミックスが維持されてきた点も確認できます。

同時に、高圧経済を主張していたイエレン議長の在任中、グレーの折れ線で示す米国の長期金利や青の線で示す株価は、ともに安定的に推移しており、ポリシーミックスの効果が一定程度発揮されていたことも読み取れます。

[図表 30] 米国のポリシーミックス(金融・財政政策)と資産価格の推移

(黄色い点線枠内はイエレンFRB議長在任期間:2014年2月~2018年2月)



出所:FRED、QUICK より三菱UFJ信託銀行作成

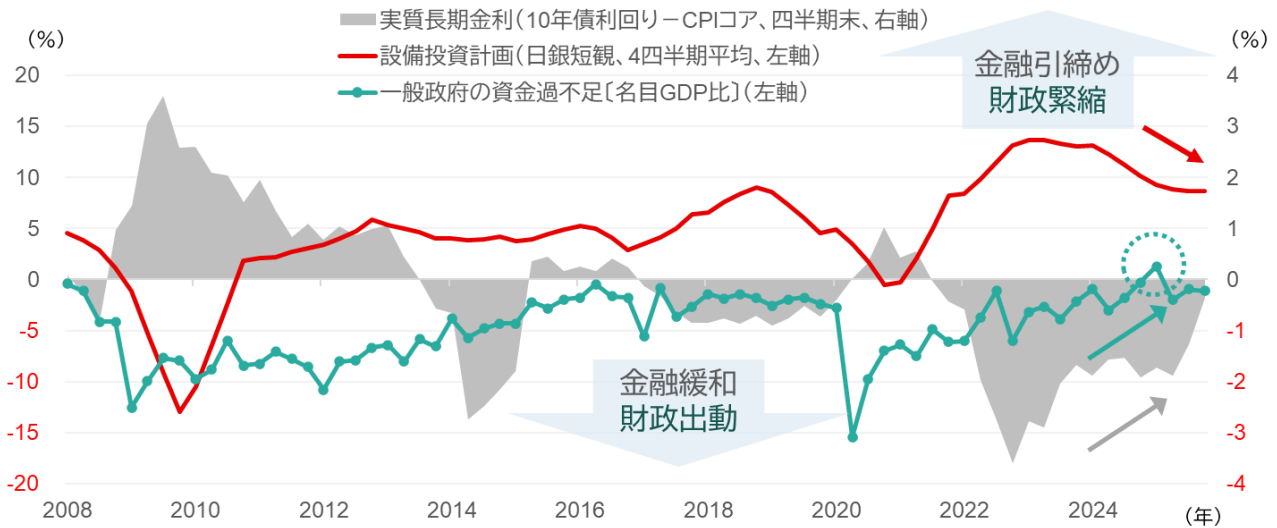
ここで、ポリシーミックスについて日本に目を転じると[図表 31]、危うさを感じざるを得ません。まず金融政策については、日銀が 2025 年 12 月に追加利上げを行い、政策金利は 30 年振りの 0.75%となり、長期金利も 2%台まで上昇しています。

それでもグレーのシャドウで示した実質長期金利はマイナス圏内に留まり、緩和的な金融環境が維持されていますが、2024 年 7 月に利上げを開始して以来、実質長期金利の上昇に反応するかのようになり、赤線で示した企業の設備投資計画に頭打ちの兆しが出てきています。

また、緑の折れ線で示した一般政府の資金収支の対名目 GDP 比率をみても、一時期プラス圏に浮上するなど、緊縮的な財政状況がみてとれます。補正予算で成立した総事業規模 21 兆円超の総合経

済対策で、緊縮的な財政運営は幾分緩和されますが、今後緩和的な金融政策と財政出動のポリシーミックスが維持されるかが、高圧経済の実現に大きく関わってきます。

[図表 31] 日本のポリシーミックス(金融・財政政策)と設備投資計画の推移



出所: 日本銀行、総務省、内閣府、QUICKより三菱UFJ信託銀行作成

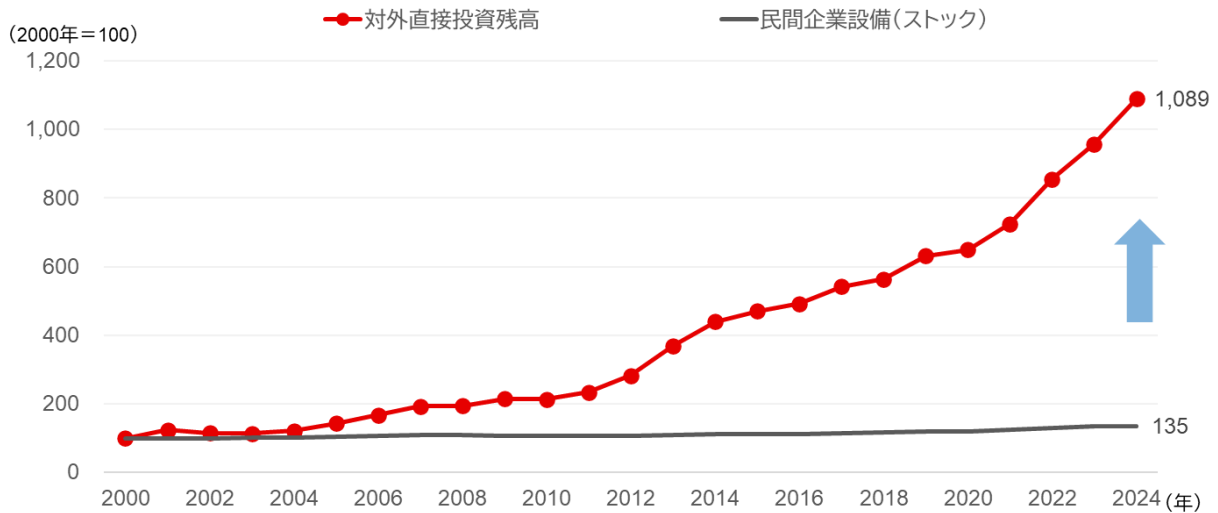
(5) 設備投資

5点目は、先に触れた設備投資に関する点です[図表 32]。2013年以降、赤で示される対外直接投資が急増し、その結果、2024年時点では残高が国内設備投資額の約8倍に達しています。

これは、リーマンショック後の国内需要の大幅な落ち込みという厳しい環境の下で、日本企業が生産拠点の海外移転や海外市場での事業拡大を選択した経営判断を反映したものです。

逆にいえば、現在のような歴史的な円安局面では、国内投資へ回帰する余地が大きく、政策次第では国内設備投資の再活性化が期待されます。

〔図表 32〕 対外直接投資残高と民間企業設備(ストック)の推移

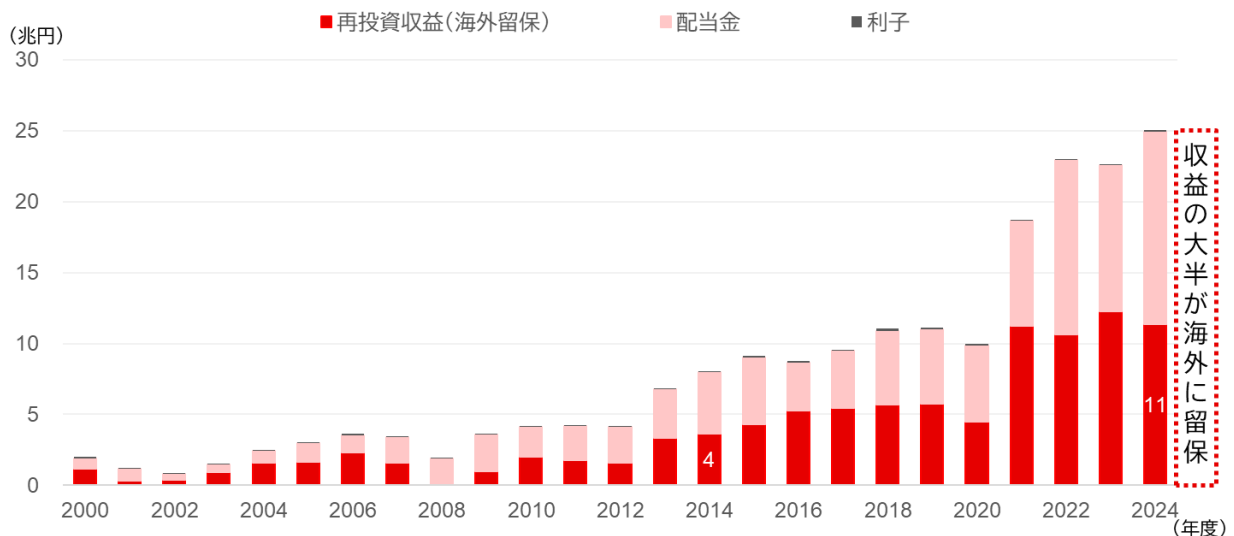


出所:財務省「国際収支統計」、内閣府「2024年度国民経済計算(固定資本ストックマトリックス・名目)」より
三菱UFJ信託銀行作成

海外投資の拡大に伴い、日本企業が海外事業から得る利益も増加傾向にある。特に海外子会社に留保される再投資収益は、2024年度には約11兆円と10年前の約3倍の規模に達し、直接投資収益全体の約45%を構成しています〔図表33〕。

このように、海外への直接投資が一度行われると、その果実の多くが現地で再投資され、国内に戻りにくいという性質があるため、国内経済への波及効果を確保する観点からも、国内投資への誘導策が必要となっています。

〔図表 33〕 直接投資収益の内訳(再投資収益、配当金、利子)の推移



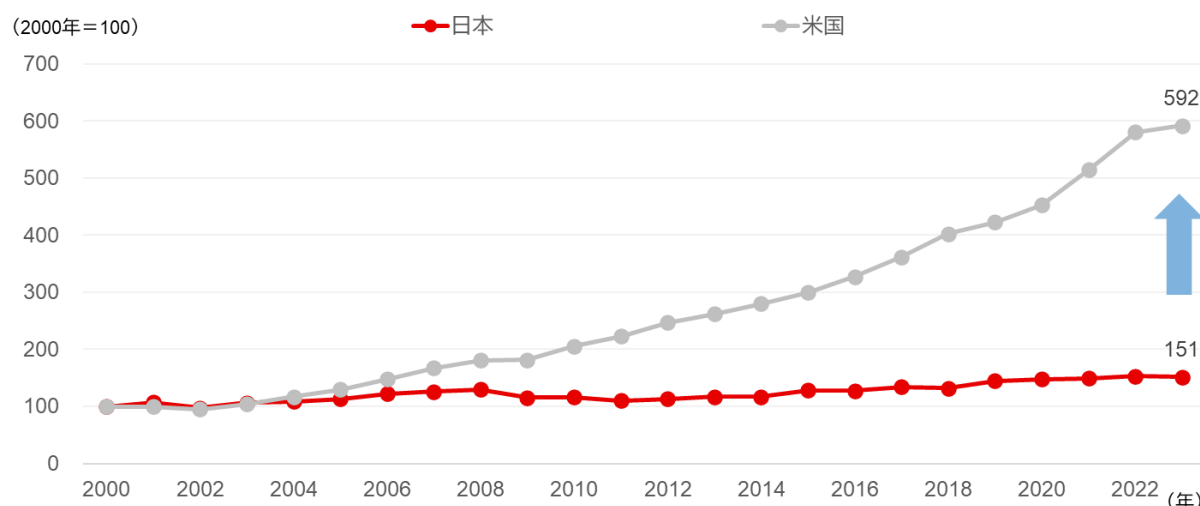
出所:財務省「国際収支統計」より三菱UFJ信託銀行作成

また、情報化投資の日米比較をみると〔図表 34〕、リーマンショック後に急速に拡大したグレーの米国に対し、赤で示した日本の情報化投資は非常に緩やかな増加にとどまっています。

さらに、直近の米国では「雇用なき高成長」とも評され、AIによる労働代替を含む生産性向上がすでに実装段階に入っているとの指摘もなされています。

他方、日本でも AI による人型ロボットや機械の自律制御といったフィジカル AI 分野の研究開発は進んでいるものの、2025年12月の「AI基本計画」に掲げられたAI利活用の加速的推進という基本方針のもと、依然として迅速な取り組み強化が求められる状況にあります。

〔図表 34〕日米の民間情報化投資の比較



出所:総務省「情報通信白書」より三菱UFJ信託銀行作成

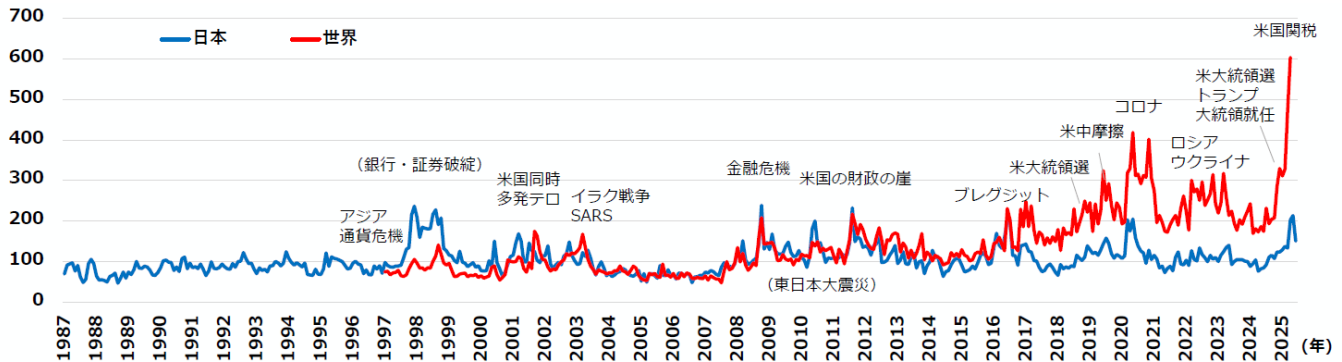
ただ、「世界の政策不確実性」は、米国の関税政策の発動等を受けてパンデミック以来の過去最高水準を更新する一方、日本の政策不確実性は相対的に落ち着いた推移を示しています〔図表 35〕。

また、世界の政策不確実性の高まりに応じるかのように、近年、各国における産業政策の実施件数が増加し、過去10年間で35倍まで急増しています〔図表 36〕。

これは、補助金(資金助成、政府系金融、債務保証など)や輸出関連施策(貿易金融、海外市場進出の資金支援など)を通じて、先進国を中心に、戦略分野の競争力強化を目的とする製造業等に対する国家による支援が活発化していることが背景にあります。

このような環境認識に立つと、まずは国内経済をデフレギャップからインフレギャップへ円滑に移行させ、経済の期待成長率を高めることが不可欠です。併せて、官民が連携して「危機管理投資」や「成長投資」を推進し、政策の予見可能性を高める(不確実性を低減する)ことが、企業に対し国内投資を促すうえで極めて重要な条件となります。

〔図表 35〕世界における政策不確実性指数



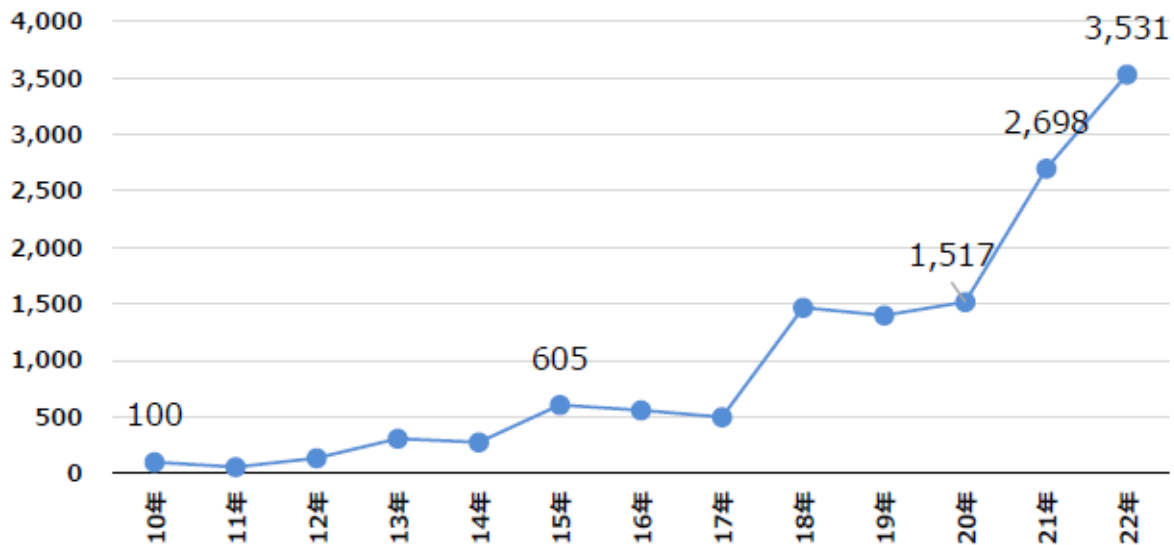
(注) 政策不確実性指数は、G7 や中国等の 21 か国の新聞中の経済政策に関する記事で、不確実性について議論されている記事の占める割合を月ごとに算出し、GDP を基に加重平均している。世界のデータは Global Economic Policy Uncertainty Index を基に、日本は Japan Monthly Index を基に作成。グラフ中の「アジア通貨危機」等の出来事は IMF の記事を参照しつつ、経産省で一部加筆。

出所: <https://www.policyuncertainty.com/>

<https://www.imf.org/ja/News/Articles/2021/01/19/blog-what-the-continued-global-uncertainty-means-for-you> より作成 (2025 年 7 月に取得した直近データ(日本は 2025 年 6 月まで、世界は 2025 年 4 月までの値)を掲載)。

経済産業省「経済産業政策の新機軸」第 4 次中間整理について(2025 年 7 月)より

〔図表 36〕世界の産業政策の実施件数(2010 年=100)



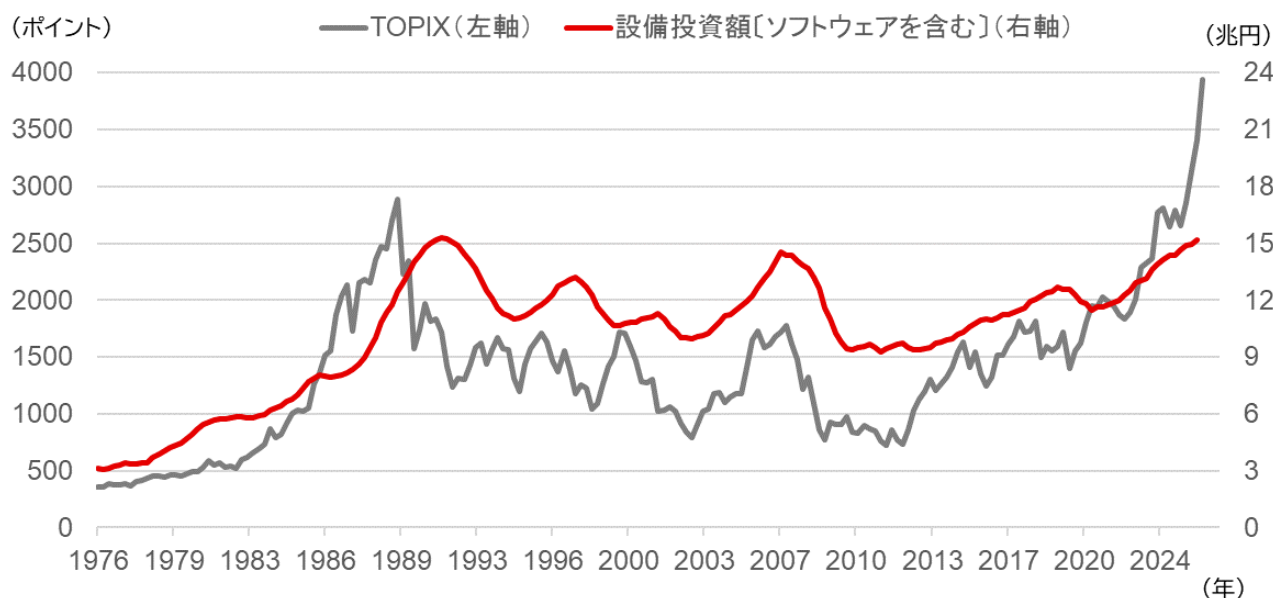
(注)「世界の産業政策の実施件数」は、施策発表時とデータベース上の記録時が同じ産業政策のみの件数を数え、2010 年の件数を「100」として指数化したもの。

出所: Réka Juhász, Nathan Lane, and Dani Rodrik (2024) “The New Economics of Industrial Policy,” Annual Review of Economics, Volume16: 213-42, Industrial Policy Data, IMF ”World Economic Outlook, October 2025”を基に作成。

内閣官房 日本成長戦略会議(第 1 回)資料 9「基礎資料」

国内設備投資が重要とされる理由の一つは、その動向が株価と強い連動性を持つ点にあります。株価は短期的な企業収益に加えて、生産性向上や供給能力拡大といった将来の売上拡大につながる投資活動にも鋭敏に反応する性質があるためです〔図表 37〕。

〔図表 37〕設備投資額と株価との連動性



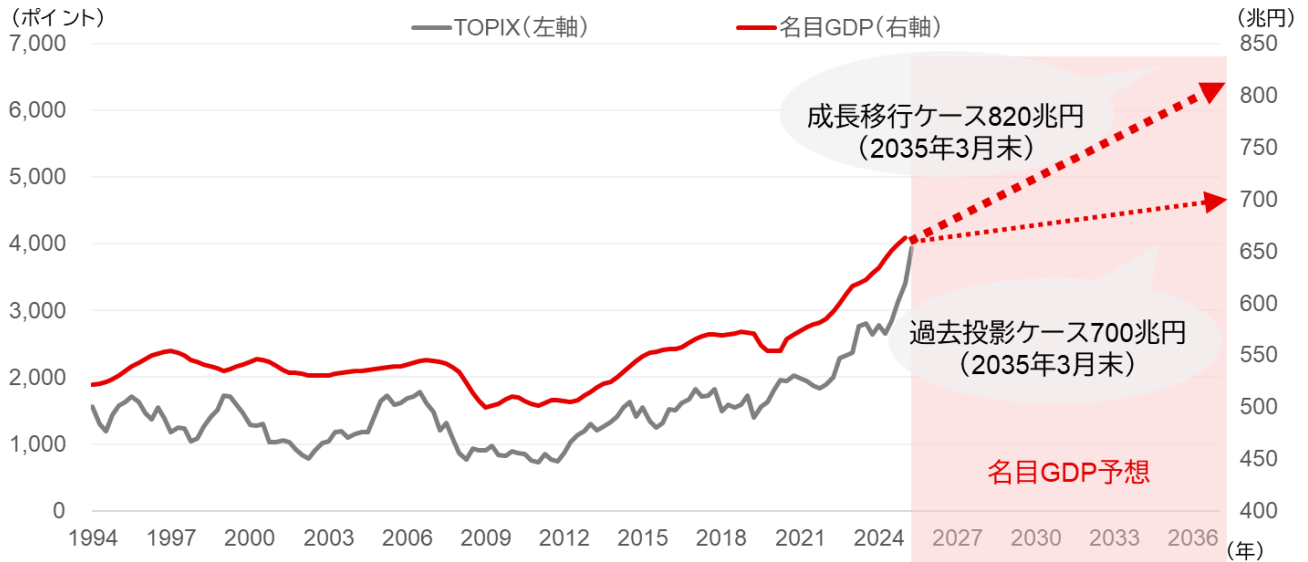
出所:財務省「法人企業統計調査」、QUICKより三菱UFJ信託銀行作成

実際に、経済財政の見通しの箇所でも触れた二つのシナリオ——「過去投影ケース」と「成長移行ケース」——について、政府は2035年3月末時点の名目GDPを予測しています〔図表38〕。

それによると、2025年10～12月期時点の年率換算で約669兆円の名目GDP規模は、過去投影ケースでは700兆円程度の増加にとどまる一方で、成長移行ケースでは820兆円まで拡大するとの見通しが示されています。

前述のとおり、この成長移行ケースは十分に実現可能性が高いと考えられることから、その期待の高まりとともに、日本株に対する投資スタンスも変化するとみられます。すなわち、従来の短期売買中心の資産としてではなく、新NISA導入を契機にすでに一部で見直しが始まっているように、Buy&Hold型の長期投資資産としての位置付けが強まることが期待されます。

[図表 38] 名目 GDP(政府見通し)と株価との連動性



【成長移行ケース】 名目 GDP 成長率:中長期的に 2%台後半、TFP 上昇率:1.1%程度

【過去投影ケース】 名目 GDP 成長率:0%台後半、TFP 上昇率:0.5%程度

出所:内閣府、QUICK より三菱UFJ信託銀行作成

5.まとめ

これまでみてきたように、日本の人手不足の実状は、日本全体で働き手が不足する「完全雇用状態」というよりも、業種間・職種間におけるミスマッチの問題として捉えることができます。

また、人手不足倒産についても、生産性の高い産業・企業への労働移動の過程として前向きに評価することが可能です。今後は、流動的な労働市場の構築によって労働力を確保するとともに、企業の新陳代謝の促進や労働移動の円滑化を通じて生産性の向上に力点を置くべき局面にあります。

さらに、現状の人材供給のトレンドが続いた場合、将来の産業構造の転換に伴い、職種間や学歴間のミスマッチが拡大するリスクも指摘されています。この意味で、日本の雇用環境が「人手不足」から「人材不足」へと変質しつつあることを踏まえ、将来の労働需要を見据えた AI・ロボットの活用促進やリスキリングなどによる労働の質の向上、さらに産学連携による地域産業クラスターの整備・拡充といった戦略的な人材確保・育成策を早急に講じる必要があります。

同様に、機械や設備などの資本ストックについても供給不足の状態となりつつあり、労働生産性向上を目的とした省力化投資のさらなる普及に加え、情報化投資を中心とする国内投資にはなお拡大余地が大きいといえます。

こうした日本経済の状況下で注目を集めているのが「高圧経済政策」です。これは、需要が供給能力を上回るインフレギャップを意図的に創出、あるいは維持し、量的拡大ではなく、働く人を「人的資本

投資」と位置づけるとともに、設備投資の質的改善や技術進歩を通じて経済成長を促す政策アプローチです。

そして、高市政権が掲げる「責任ある積極財政」は、財政政策の機動性を確保したうえで、この高圧経済政策を積極的に取り入れようとするものです。高圧経済にはリスク要因も指摘されるものの、むしろ日本経済の浮揚に向けた千載一遇の機会として、株式市場も前向きに受け止め始めています。

というのも、高圧経済政策を中核に据えるサナエノミクスが目指すのは、1990年代以降に実現できなかった「生産性の向上を通じた潜在成長率の引き上げ」と「名目GDPの拡大」を伴う好循環の再構築にあるからです。

以上を踏まえると、高圧経済政策は、人手不足下において賃金上昇と投資・生産性向上を結び付け得る有力な選択肢と考えられます。ただし、その成否は、①インフレ期待の制御、②企業収益の投資への転用、③労働移動およびリスクリングの実装、④金融・財政政策の整合的運営、という条件に大きく依存します。したがって、本稿の示す方向性は「自動的に達成される将来像」ではなく、「政策パッケージとその実行能力によって実現可能性が高まるシナリオ」として理解することが適切といえます。

なお、本稿における意見にかかわる部分および有り得るべき誤りは、筆者個人に帰属するものであり、所属する組織のものではないことを申し添えます。

【参考資料】

- 日本銀行「需給ギャップと潜在成長率」(2026年4月3日)
https://www.boj.or.jp/research/research_data/gap
- 公益財団法人 日本生産性本部「生産性とは」
<https://www.jpc-net.jp/movement/productivity.html>
- 独立行政法人労働政策研究・研修機構「データブック国際労働比較 2025」
<https://www.jil.go.jp/kokunai/statistics/databook/2025/index.html#ch6>
- 内閣府「2024年度日本経済レポート」(2025年2月)
<https://www5.cao.go.jp/keizai3/2024/0212nk/nk24.html>
- 内閣府 中長期の経済財政に関する試算(2025年8月)のポイント
<https://www5.cao.go.jp/keizai2/keizai-syakai/shisan.html>

わが国では人口減少や高齢化の進展、低金利の継続等、さまざまな環境変化が起こっています。これらの環境変化に伴い、国民の自助努力による資産形成がますます求められる時代となりました。

このような状況下、当研究所は資産形成のための手段としての投資を身近でなじみやすいものにし、長寿化に伴う資金枯渇を防ぐためにはどうすれば良いのか等、実践的かつ効果的な情報提供を中立的な立場で行うことを目的に活動しております。

MUFG資産形成研究所：www.tr.mufg.jp/shisan-ken/



MUFG資産形成研究所

現役時代から退職後の時代までを対象に、資産形成・資産運用に関する調査・研究、レポート作成など、実践的かつ効果的な情報提供を中立的な立場で行うことを目的に活動しております。

MUFG資産形成研究所

〒100-8212

東京都千代田区丸の内 1-4-5

www.tr.mufg.jp/shisan-ken/

MUFG資産形成研究所は、三菱UFJ信託銀行が資産形成・資産運用に関する調査・研究等の活動を対外的に行う際の呼称です。