

日本の需給ギャップ: 指標の示す結果とナラティブの相違

なぜ日本の経済は従来の需給ギャップ論に当てはまらなくなったのか

本稿は 2026 年 3 月 9 日発行の英語レポート「Japan's output gap: measurement vs narrative」の日本語訳です。内容については英語による原本が日本語版に優先します。

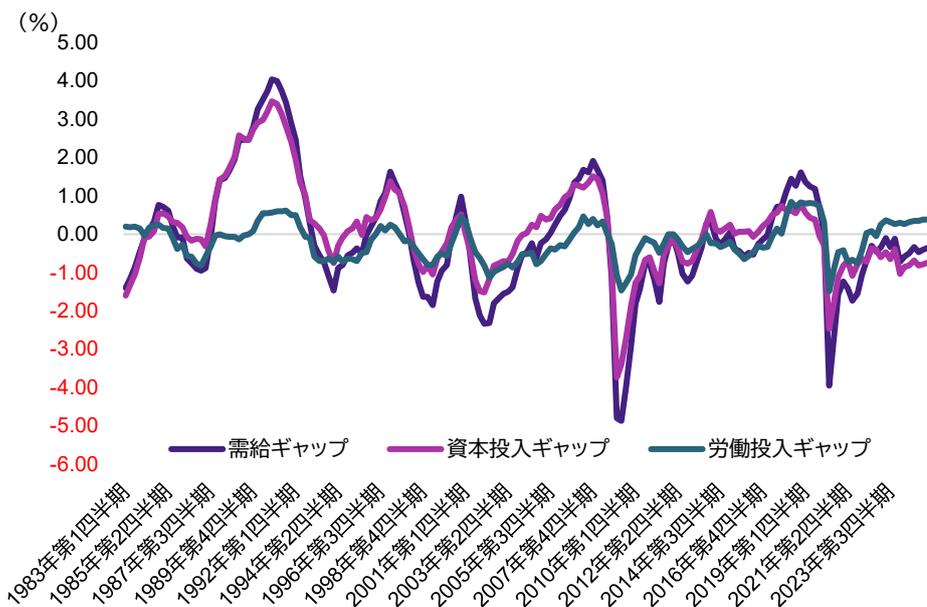
フィンク直美 / チーフ・グローバル・ストラテジスト

2026 年 3 月 12 日

経済指標が論争の主要な的となることはめったにない。しかし、経済指標をめぐって意見の相違が生じた際、特にそれが政策に影響を及ぼすような場合には、指標の示す結果と解釈の相違がどこから来ているのか、分析してみる価値があると言える。

経済の供給余剰度合いを示す指標の 1 つとして需給ギャップが挙げられるが、最近、日本の需給ギャップの解釈における相違が、金融政策正常化の最適なタイミングおよび程度、そして景気対策としての財政出動の有効性に関する議論の焦点となっている。なぜかという点、コアインフレが 3 年にわたって日銀の目標を上回るとともに、名目 GDP 成長率や企業景況感指数、民間投資、そして最近では名目賃金が回復しているにもかかわらず、一部の需給ギャップ指標が依然としてマイナスにとどまっており、経済において過剰設備が根強く続いていることを示しているからだ。

チャート 1: 日銀の推計による需給ギャップ指標



出所: [需給ギャップと潜在成長率](#)



そのような指標の 1 つで日銀が公表しているものは、資本ストックの伝統的な推計と労働および資本に帰する生産の過去の割合に基づいている。このアプローチが示唆するのは、資本が供給超過(過剰設備)にあるために経済の生産が潜在生産力を下回る水準にとどまっている可能性である。これが物価上昇の主因であるならば、インフレは一時的なものとなる可能性が高く、これが日本の「失われた数十年」の特徴的なパターンであった。

違いは労働市場

しかし、需給ギャップを労働投入と資本投入とに分けた日銀自身による分析を精査してみると、より複雑なストーリーが浮かび上がってくる。資本は確かに供給超過にあるように見受けられるが、労働投入ギャップはコロナ以降ほぼ一貫してプラス、つまり需要超過状態が続いている。これは、過剰設備が特徴だった日本の「失われた数十年」からの転換を示している。

この変化は日銀自身の政策声明にも微妙に反映されており、同中銀は、需給ギャップを参考指標としつつも、インフレ期待の主要なドライバーとして労働市場の逼迫をより重視するようになってきている。単純な「過剰設備」論からは距離を置きつつある模様で、数年前からそうした指標の評価見直しを進めている(例:「[経済・物価情勢の展望](#)」(2019年1月)参照)。

同時に日銀は、設備投資動向と設備更新への関心を強めているようだ。この視点は、問題が資本ストックの「水準」ではなく長期的な投資均衡からの乖離として再定義され得ることを暗に示唆しており、その均衡水準自体が現在想定されているよりも高いのかもしれない。これは複数の理由から重要と言える。

「失われた数十年」においては遊休資本が成長の主要な制約要因と見なされていた

第 2 次安倍政権の期間(2012~2020 年)を含め、日本の失われた数十年間においては、資本稼働率の低さが経済成長の主要な制約要因であり、名目成長の低迷が続く物価の停滞が常態化した主因であると見なされていた。実際、労働投入ギャップは 2012 年から 2017 年序盤までの大半においてマイナスが続き、ようやくプラスに転じた時には資本稼働率が 2013 年に回復し始めてからかなり経っていた。

前述した通り、この状況はもはや当てはまらない。今日では、資本ストックにおいて供給超過が示されているにもかかわらず、(日銀がよく「慢性的な」と表現する)労働力の供給不足が根強く続いている。

より包括的に言えば、資本の供給超過を示す指標の有効性は、「有効な」資本ストックをどのように定義するかで決まる。このストックが誤って測定されているのかもしれないと考える理由はいくつかある。

1. レガシー設備と過大評価された有効生産能力

「失われた数十年」における資本形成と消費の相対的な関係は、設備の更新が鈍化し資本ストックが耐用年数を超えて保持されてきた可能性があることを示唆している。これはデフレ的な思考には付き物で、民間投資の停滞を招くことになった。そのような資産が現在も使用可能な資本ストックとして計上されているとすれば、企業の将来の投資意向を制約している真の要因を反映できていない可能性がある。

2. テックブームにおいては減価償却のスケジュールが急変し得る

テクノロジーの変化が急速に進む現在の環境下では、資本ストックはバランスシート上では大きな額に見えても「機能面では価値が乏しい」可能性がある。技術の進歩が競争に拍車をかけている時には、デジタル化や AI 活用型プロセス、エネルギー転換要件を採用する必要性から、既存設備が技術革新のより緩やかな局面よりも早く陳腐化しやすい。このように設備が当初の減価償却スケジュールよりも早く時代遅れになると、その結果として低成長経済圏でも更新投資が必要となる可能性がある。

3. 資本装備率の上昇:要因の内生性

技術革新と労働市場には深い相互関係がある。自動化や省力化の技術は単なる生産性向上の選択肢ではなく、労働力不足に対する合理的な対応策である。このため、人口動態と資本深化(労働者 1 人当たりの資本ストック量が増加して資本集約度が上昇すること)とのあいだには内生性が生じる。労働者が減少すれば、労働者 1 人当たりの最適資本量は増加し、したがって投資需要も高まる。この関係性は従来の需給ギャップ指標では捉えられない可能性がある。

結論:今後の金利政策のカギは需給ギャップではなく賃金・物価動向

こうした考察を総合すると、日銀が金融政策の判断材料を多様化させるなかで、伝統的な生産能力指標はその1要素にすぎないとの扱いにとどめるべきだと言えるだろう。潜在成長率が低い環境下でも、特に資本ストックの老朽化が加速している場合は、設備投資の回復は労働市場の逼迫と共存し得る。

当資料は、アモーヴァ・アセットマネジメント(弊社)が市況環境などについてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものでもありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社のファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社が保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。なお、資料中の見解には、弊社のものでなく、著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。