

## 2025 年 12 月の日本経済の現状と不動産市場、経済政策

日本大学経済学部特任教授

浅田義久

不動産経済コラムの日本経済現状シリーズは 2 回目です。その他のコラムも難しすぎるという意見もありますので、今回は簡単に現状をお話しします。

2025 年 12 月 17 日に、18 兆 3,000 億円にのぼる補正予算が成立し、そのうち、11.6 兆円が新規国債発行で賄われることで様々な議論が行われています。また、19 日には日銀が政策金利を 0.75% 程度に引き上げ、これも議論を呼んでいます。今回はこれら財政政策、金融政策を見ていきます。

### 1 日本の景気・経済状況ーデフレギャップかインフレギャップの境

まず、前々回(10 月 10 日「[2025 年 7 月の日本経済の現状と不動産市場、金利政策](#)」)で見せた項目別の寄与を見ると 2025 年第 3 四半期(7~9 月期)は民間最終消費(寄与度 0.6%)、民間企業投資(0.2%)は良かったんですが、住宅投資が(-0.3%)がマイナスとなり、危惧されていた純輸出は 0.2%とプラスとなっていました(図 1)。

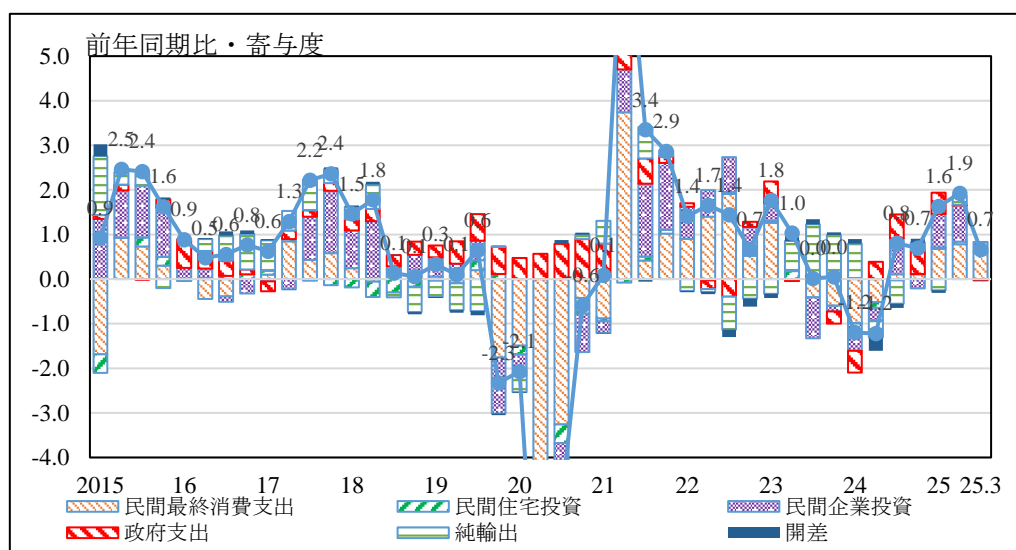


図 1 日本の実質国内総生産(支出側)前年同期比伸び率と寄与度

出所) 内閣府『[国民経済計算 \(GDP 統計\)](#)』以下出所で青下線はデータサイトにリンク

今回の公表で注目すべきは、GDP 統計基準が変わったことです。国際基準 (SNA) が改定され、これまで「費用」だった研究開発費が「投資」に計上されました。これによって、日本では約 3% 程度 GDP が増加しました。ただ、これで日本の他国と比較した GDP が上昇するかというと主要国も新基準で作成をし始めたので、突然ランクが上がることはありません。ただし、GDP と比較していた国債発行や、防衛費などの GDP 比は低下します。

それより、国連は家事サービスの帰属計算を入れるよう勧告している方が面白いと思います。家事サービスを他者に委託すると GDP に参入されるのに、各世帯内で行うと GDP に算入されません。掃除や食事、教育等を業者に任せると年間 1,200 万円ほどかかるという試算があります。ってことは、就業 (この定義も嫌いですが) せず専業主婦 (主夫も) の方の

年収は 1,200 万円になるということです。これが全て GDP に算入されるわけではなく、付加価値分だけです。皆さん家事は家族内でシェアしましょう。

家事の中で食事サービスもかなり大きなウェイトを占めると思います。GDP を上げるのは簡単で、日本の外食比率（家計消費に占める外食費）は 4%程度で、同じような統計で推定できるアメリカ(6.8%)や英国(10.0%)よりかなり低く、統計が異なりますが韓国の 1/2 程度と言われています。外食比率を 2 倍程度にすると、GDP はどの程度上がるかは今度計算しておきます。

さて、前々回もお出したインフレ・デフレギャップを 1 期しか更新されていませんが、見ておきましょう 2017 年から 20 年はインフレギャップが発生して、物価も上昇していましたが、2020 年第 1 四半期にコロナ渦によって大きくデフレギャップ（需要不足）が生じ、2025 年第 2 四半期（4～6 月期）でも解消されていません。ただ、図を見てもらうと分かりますが、通常資本投入ギャップと労働投入ギャップは同じ方向（両方不足しているか両方過剰しているか）になっていますが、今回は資本投入は 2019 年第 4 四半期から一貫して過剰なのに、労働投入は 2022 年第 2 四半期から不足に転じています。しかも、全体でデフレギャップが解消していないのに消費者物価上昇率は拡大しています。後述するように、金融政策は本当に難しい局面です。

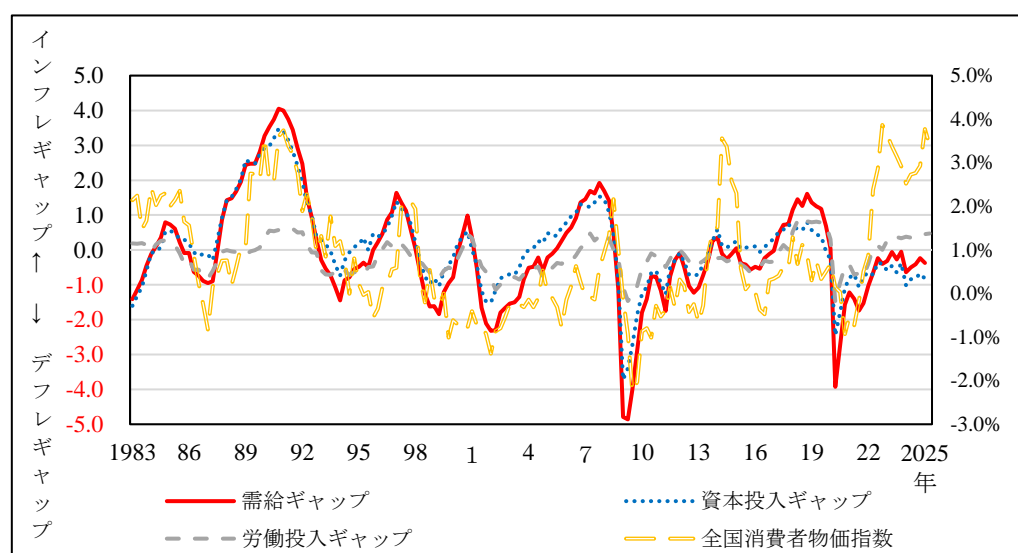


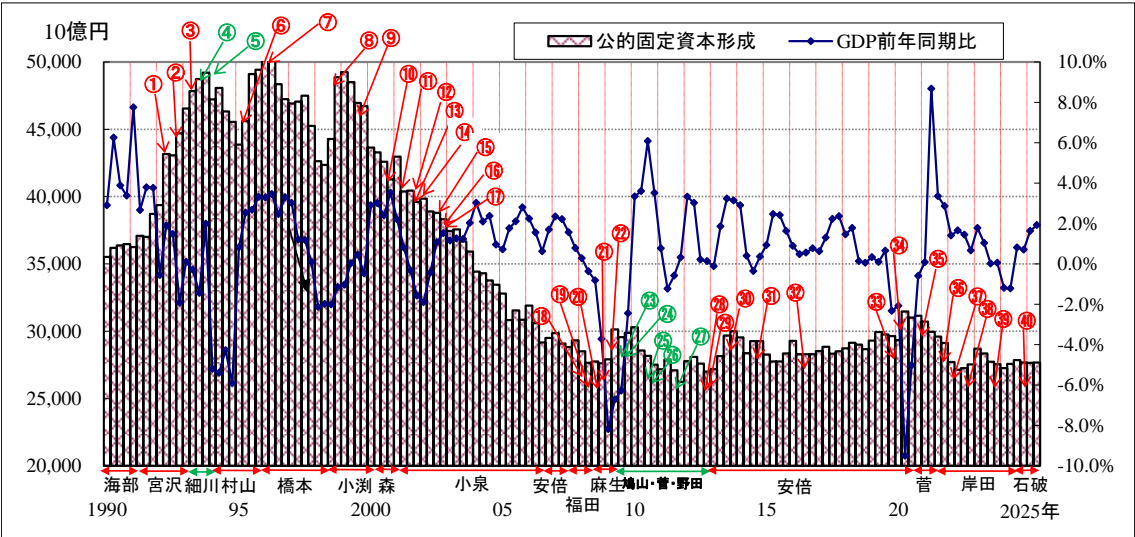
図 2 日本の需給ギャップの推移

出所) 日本銀行『[需給ギャップと潜在成長率](#)』総務省『[消費者物価指数](#)』

## 2 日本の財政政策と不動産市場－臨まれるインフラ投資

さて、今回の臨時国会で問題となった日本の財政政策を見ていきましょう。その前に、2025 年 11 月 21 日に閣議決定された、「強い経済」を実現する総合経済対策～日本と日本人の底力で不安を希望に変える～という経済対策を見ていきましょう。政府の経済対策の定義自体分かりません。1960 年の池田内閣の「所得倍增計画」が有名ですが、事業規模のない公共事業の前倒し、規制緩和と事業規模のある補正予算を編成して新たな事業費を計上する公共事業や、減税と公共事業が合算され、どれだけ効果があるか分析はできません。図 3 は 1990 年以降図示したものと麻生内閣以降の経済対策をまとめてみました。景気が悪

くなると（GDP 対前年同期比が下がる）、経済対策を打つ傾向はありますが、それで景気回復ができていないかは判断できません。だいたい、図表からわかるように 10 兆円程度(今回の事業費は 42.8 兆円)で実質 GDP を 1.4%引き上げるなら、景気対策は簡単ですよ。図からわかるように経済対策を打っても公共投資（公的固定資本形成）は上がってませんよね。もう一つ、興味深いのはアベノミクスの第二の矢として、機動的な財政政策（公共事業など）を掲げていましたが、安倍政権下でもそれほど公共投資の増額はありませぬ。



名称	決定年月日	内閣	総事業規模	期待効果
⑩生活対策	2008/10/30	麻生内閣	26.9	
⑪生活防衛のための緊急対策	2008/12/19	麻生内閣	64.0	
⑫経済危機対策	2009/4/10	麻生内閣	56.8	
⑬緊急雇用対策	2009/10/23	鳩山内閣	?	
⑭明日の安心と成長のための緊急経済対策	2009/12/8	鳩山内閣	24.4	
⑮新成長戦略実現に向けた3段階の経済対策	2010/9/10	菅内閣	9.8	
⑯円高・デフレ対応のための緊急総合経済対策	2010/10/8	菅内閣	20.8	
⑰円高への総合的対応策～リスクに強靱な社会の構築を目指して	2011/10/21	野田内閣	23.6	実質 0.5%
⑱日本再生加速プログラム	2012/11/30	安倍内閣	2.0	
⑲日本経済再生に向けた緊急経済対策	2013/1/11	安倍内閣	1.2	実質 0.4%
⑳好循環実現のための経済対策	2013/12/5	安倍内閣	18.6	実質 1.0%
㉑地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策	2014/12/27	安倍内閣	3.5	実質 0.7%
㉒未来への投資を実現する経済対策	2016/8/2	安倍内閣	28.1	実質 1.3%
㉓安心と成長の未来を拓く総合経済対策	2019/12/5	安倍内閣	26.0	実質 1.4%
㉔新型コロナウイルス感染症緊急経済対策	2020/4/7	安倍内閣	117.1	実質 4.4%
㉕国民の命と暮らしを守る安心と希望のための総合経済対策	2020/12/8	菅内閣	73.6	実質3.6%
㉖コロナ克服・新時代開拓のための経済対策	2021/11/19	岸田内閣	78.9	実質5.6%
㉗コロナ禍における「原油価格・物価高騰等総合緊急対策」	2022/4/26	岸田内閣	13.2	
㉘物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策	2022/10/28	岸田内閣	71.6	実質4.6%
㉙デフレ完全脱却のための総合経済対策～日本経済の新たなステージにむけて～	2023/11/2	岸田内閣	17.0	実質1.2%
㉚国民の安心・安全と持続的な成長に向けた総合経済対策～全ての世代の現在・将来の賃金・所得を増やす～	2024/11/22	石破内閣	21.9	実質1.2%
㉛「強い経済」を実現する総合経済対策～日本と日本人の底力で不安を希望に変える～	2025/11/21	高市内閣	42.8	実質1.4%

図 3 日本の過去の経済対策（事業規模は兆円）

出所）内閣府『過去の経済対策等』

今回の補正予算では「責任ある積極財政」として、財政再建を念頭に、本来の財政政策を進めていくと宣言しています。マクロ経済で考えると、「ドーマー条件」で名目経済成長率

が名目金利（長期金利）を上回っていれば持続可能ってことなんですが、私はミクロ経済学的に検討してみます。

日本の国債発行と公的固定資本形成の推移をみたものが図 4 です。ここで重要なのは建設国債と赤字国債の分類です。建設国債とは道路や鉄道などインフラを作る公共事業の財源で、財政法で認められている国債です。対して、赤字国債は歳入不足を補うため特別法で発行される特例国債で、使途は限定されず、本来発行が禁止されています。さて、ミクロ経済学の観点から見て、道路建設のための財源としての国債を考えてみましょう。なお、地方政府が発行する地方債は建設国債に準じています。建設国債はインフラ整備費用と考えて良いと思います。当たり前ですが、インフラは長期にわたって使用します。その費用を現在世代の税金で賄うことは公平性の観点からどうなのでしょう。利回りの計算はやや難しくなりますが、50 年使える道路なら 50 年国債で建設し、利用者世代で償還するのが公平なのではないでしょうか。すると、建設国債（地方債を含め）は公共投資（公的固定資本形成）とほぼ同額になるのですが、図 4 は 1975 年度以降の国債発行と公共投資の推移をみたものです。これを見ると、ある程度同じような推移になっていますが、公共投資が建設国債より少なくなっていることが分かります。将来も使うインフラ整備を税金で賄っているのでしょうか。あるいは、1 年間で使用できないインフラがあるのでしょうか。では、公共投資であれば建設国債で無制限に行えば良いかというと、全く違います。投資の費用便益分析をちゃんと行って、費用を便益が上回る限りその投資は行うべきであるということです。費用便益分析を行って、便益の方が大きい投資であれば、それを国債で賄うと、ドーマー条件は絶対、達成されます。結構大変なんですけどね。

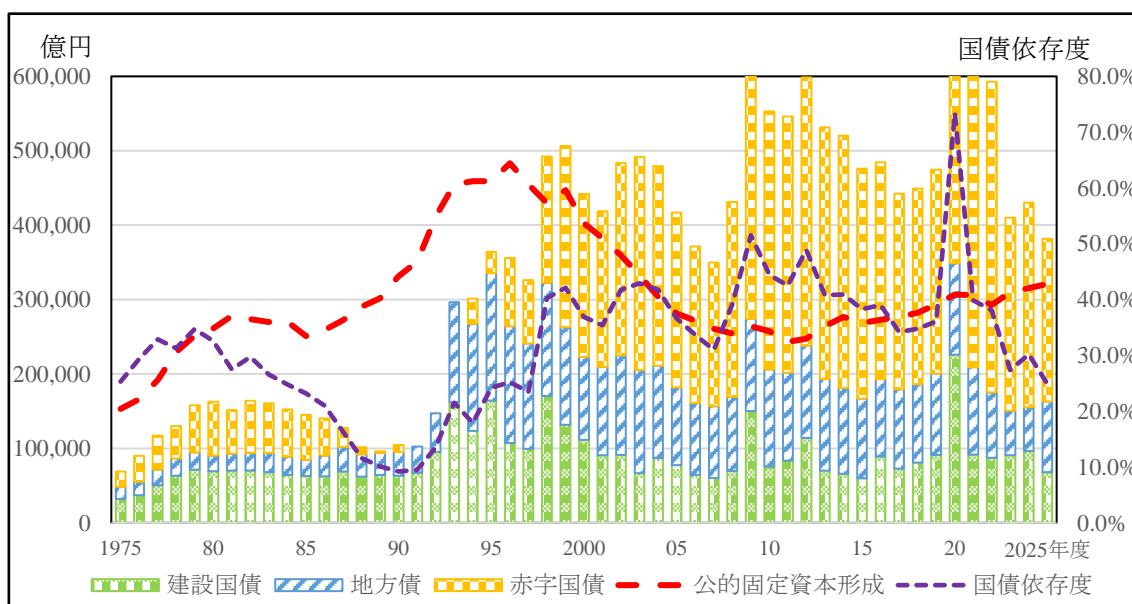


図 4 日本の国債発行と公的固定資本形成（名目値）

出所）内閣府『[国民経済計算（GDP 統計）](#)』、財務省『[統計表一覧](#)』

さて、前回のコラムで書いたように不動産（ストック）価格は金融政策で変動しましたが、公共投資は世間で言われる実需を変えてしまいます。図 5 は東京都と大阪府の実質社会資本投資の全国に占めるシェアと両都府への純流入人口の推移を示したものです。まず、東京

のシェアは、増減はありますが8%程度を推移しています。東京都が1960年と2020年で増加させているのは両方オリンピック対策です。大阪も1970年の大阪万博の整備のために増加させています。これらは、大都市圏の社会資本ストックの老朽化に対する対策としてイベント戦略といわれています。まだデータは出てきていませんが、2025年の大阪万博のイベント戦略である程度回復させているのではないのでしょうか。ただ、このようなイベント戦略によるインフラの整備補修がよいのかは検討すべきでしょうね。

さて、このインフラ投資と不動産市場の関係を考えてみましょう。1980年から1995年頃以外は東京都での社会資本投資が増えると人口純流入が増加していることがわかります。この例外期間に何があったか追ってお話しますが、社会資本投資によって生活も生産も上昇しますので、地方から都市部に人々が流入し、住宅や商業施設の需要が増加します。

2020年以降に地方活性化のために本当に地方への投資が増えているか、注目して見てみたいと思います。

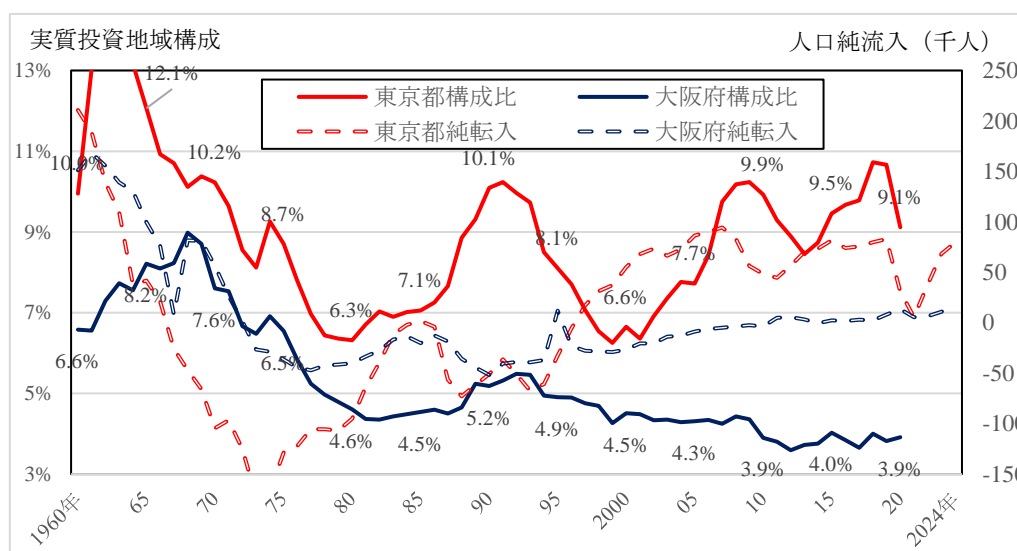


図 5 都府別実質投資額と人口純流入

出所) 総務省『住民基本台帳人口移動報告表』内閣府『社会資本ストック推計』

図注) 実質投資推定は2020年まで。

### 3 日本の金融政策と不動産市場－実質長期金利がマイナスなので不透明

では、最後に金融政策と不動産市場の最近の動向を見ていきましょう。前述したように、12月19日には日銀が政策金利を0.75%程度に引き上げました。まず、政策金利自体が理解されていないようですが、2006年の金利自由化にともなってそれまで公定歩合(日銀が市中銀行に貸し出す金利)を金融政策の手段として使っていましたが、それ以降公定歩合は基準割引率および基準貸付利率に名称が変更され、現在の政策金利は無担保コール翌日物金利が担っています。

図6は前々回にも出した縦軸に東京圏マンション価格指数、横軸に1年前の国債利回り(7年もの)を取ったものです。当時から3ヶ月ほど更新されました。今後の分譲価格は1年前の国債利回りを見る必要があります。そこで重要なのは日銀の経済政策です。



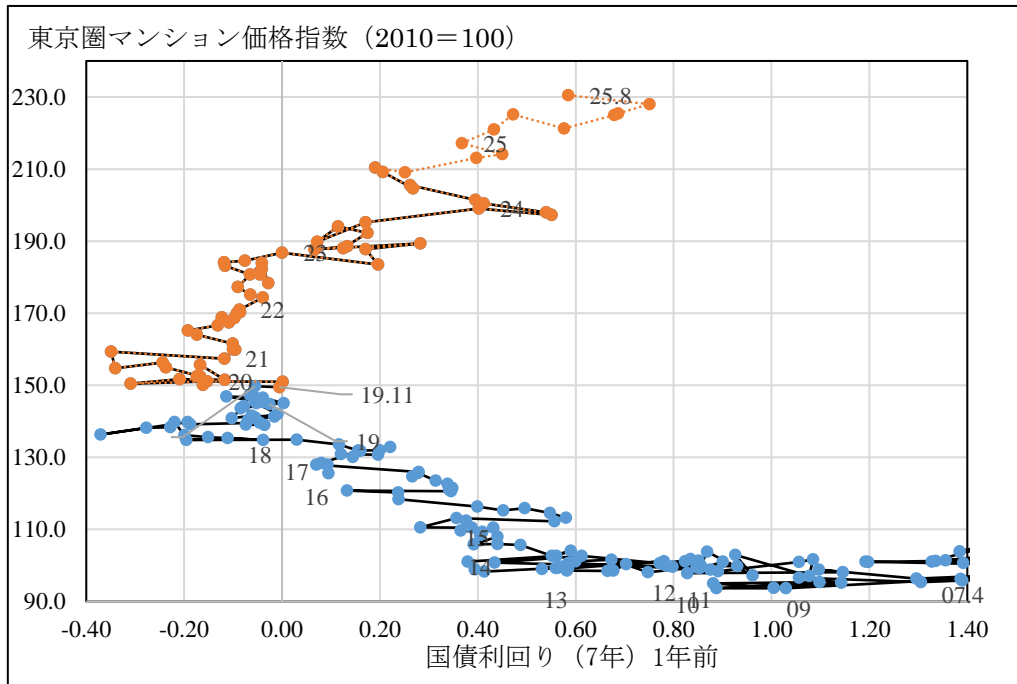


図 6 東京都のマンション価格と国債利回り

出所) 財務省『国債金利情報』、国交省『[建設産業・不動産業：不動産価格指数](#)』

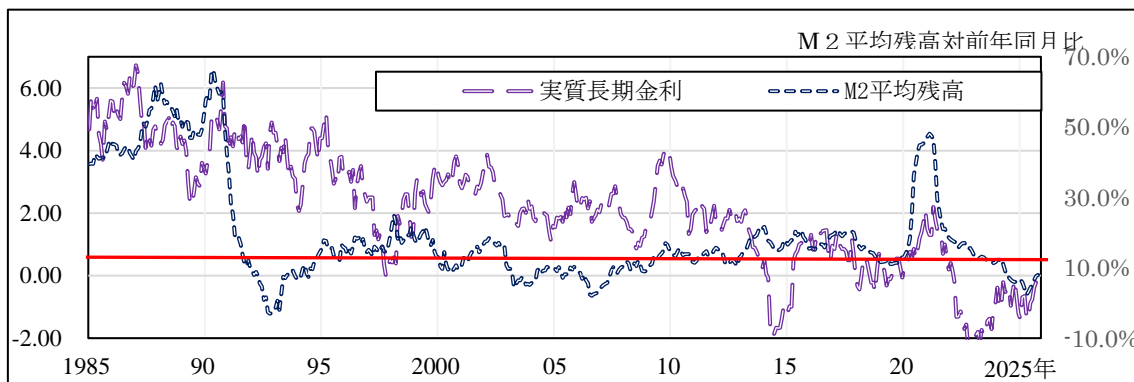
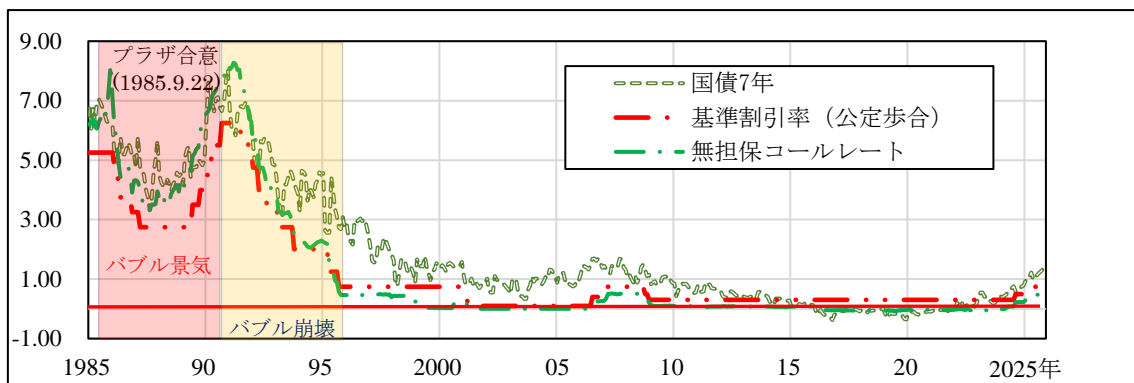


図 7 日本の金融政策の推移

出所) 日本銀行『[時系列統計データ検索サイト \(boj.or.jp\)](#)』

1985年以降の金融市場を概観したものが図7です。前述のように、政策金利は明確な統計がなく、それに近いと言われている無担保コールレート金利と基準割引率をみています。まず、不動産価格の今後の推移を考えるために、国債7年ものの利回りを見ていきましょう。国債7年ものの利回りは基準割引率、無担保よりやや高くなっていますが（イールドカーブ理論からある程度分かります）、2024年8、9月は若干低下していますが、2025年2月以降は1%を超えていますので今後は安定していくと思います。

図7で過去の金融政策を簡単にみていきましょう。1985年9月22日のプラザ合意を受けて、大幅な金融緩和（マネーサプライ(M<sub>2</sub>)の増加による金利低下）によって資産価格の高騰を招き、これに対応するため急激な金融引き締めをしてバブルの崩壊と設備投資の減少を招く結果となりました。その後、金利を変動させることがほとんど無いことが分かります。ただ、図7下図のように未だに実質金利はマイナスなので、図6で右下がりになるかは不透明です。

#### 4 政府の経済対策をどうみますかーみなさんのアニマルスピリッツで成長を

今回は、財政政策と金融政策を中心にお話ししてきました。2.でインフラ投資を建設国債で賄うことが最適だと指摘しました。ただ、これは非常に難しい問題をはらんでいます。高齢化によって社会保障費が増加し、インフラ整備どころではないというのはある意味正しいのです。本来は社会保障費の中で年金と健康保険、介護保険は税収で賄うべきではありません。どこかで、詳しくお話ししますが、これらは保険（Insurance）なので、人々の行動が効率的になるためのもです。健康保険を例にとると平均的に年50万円の医療費がかかるかと仮定します。ただし、当たり前ですが、不確実性があります。そして、リスクを嫌いな人（リスクアバターといいます。火災保険や地震保険でも重要です）は50万以上の資金を医療費のために貯蓄することになります。国全体では、平均50万円で良いのに、それ以上に預金します。これを効率化(国全体で必要な医療費に)するために、リスクを国全体でシェアするのが保険です。これが、保険の本来のあり方なので、消費税で賄っては効率性も公平性も達成できません。ところが、健康保険掛け金と厚生年金掛け金が高くなり特に後者の保険料率が18.3%と20%に近づき、これ以上、上げられないと言うことで2019年の消費税の税率引き上げの際に増税分は社会保障費に充てることが決められました。それで、本来税金で賄うべき公共サービス供給が難しくなっています。

私はミクロ経済の応用である都市経済学が専門なので経済政策がどのように決定されるかはよく分かりません。例えば、物価高（これも定義が分かりませんが）でお米券の発行やフラット35の金利と融資限度額が引き上げられますが、これは両財への支払意思額が増加し価格を上昇させるはずです。私は、政府の経済政策に頼ることには懐疑的です。

また、前述のように、現在の制度では公共のインフラ整備が効率的に行われるとは思えません。経済成長には公共インフラ投資、企業の設備投資（研究を含め）、民間の人的投資が必要です。公共インフラ投資が十分に行われないなら、企業の設備投資、人的投資を旺盛に行うしかないと思います。

2025年のノーベル経済学賞はイノベーションが経済成長にどのように影響するかを研究したものです。みなさんはイノベーション理論の嚆矢であるシュンペータが唱えたアニマルスピリッツを持って構想して下さい。