



京都大学
KYOTO UNIVERSITY

日本財政学会第83回大会シンポジウム
「脱デフレ下の日本経済と経済財政運営の針路」

脱デフレと「成長・危機管理投資」

2026年10月17日(土), 15:00-17:30

専修大学神田キャンパス 10号館

諸富 徹(京都大学公共政策大学院・院長)

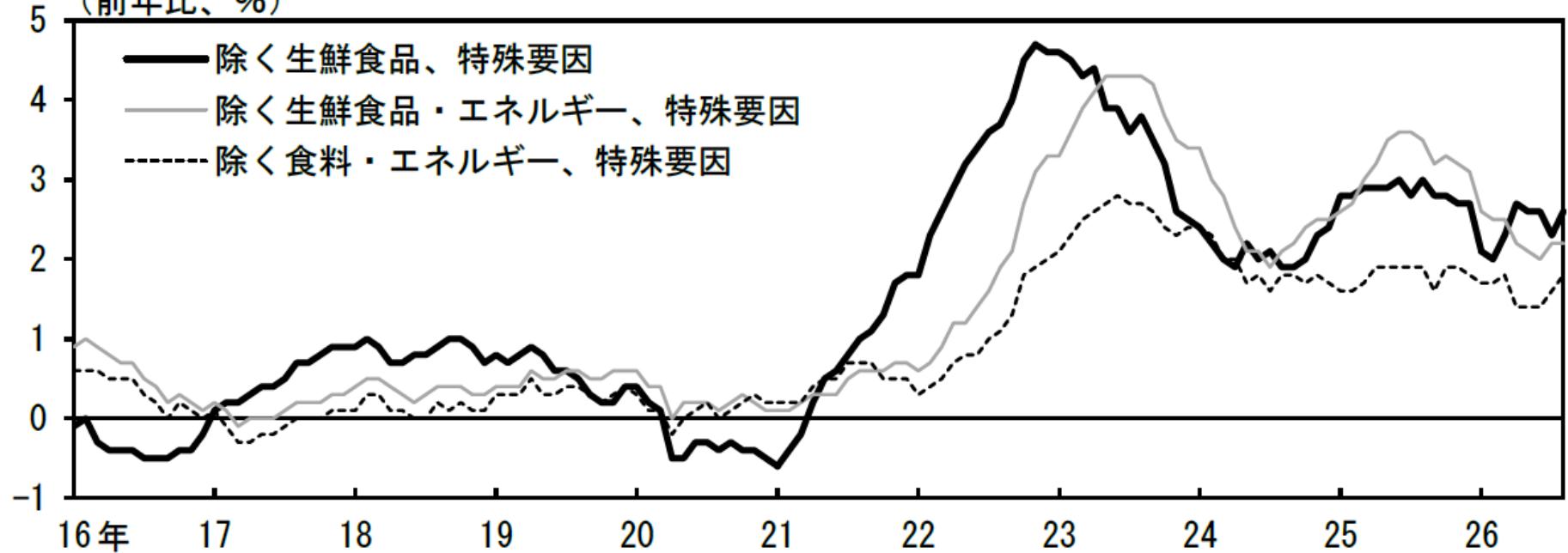
「脱デフレ」化する日本経済

22年以降2%を超えるCPI

消費者物価のコア指標

(1) 特殊要因を除いた消費者物価

(前年比、%)

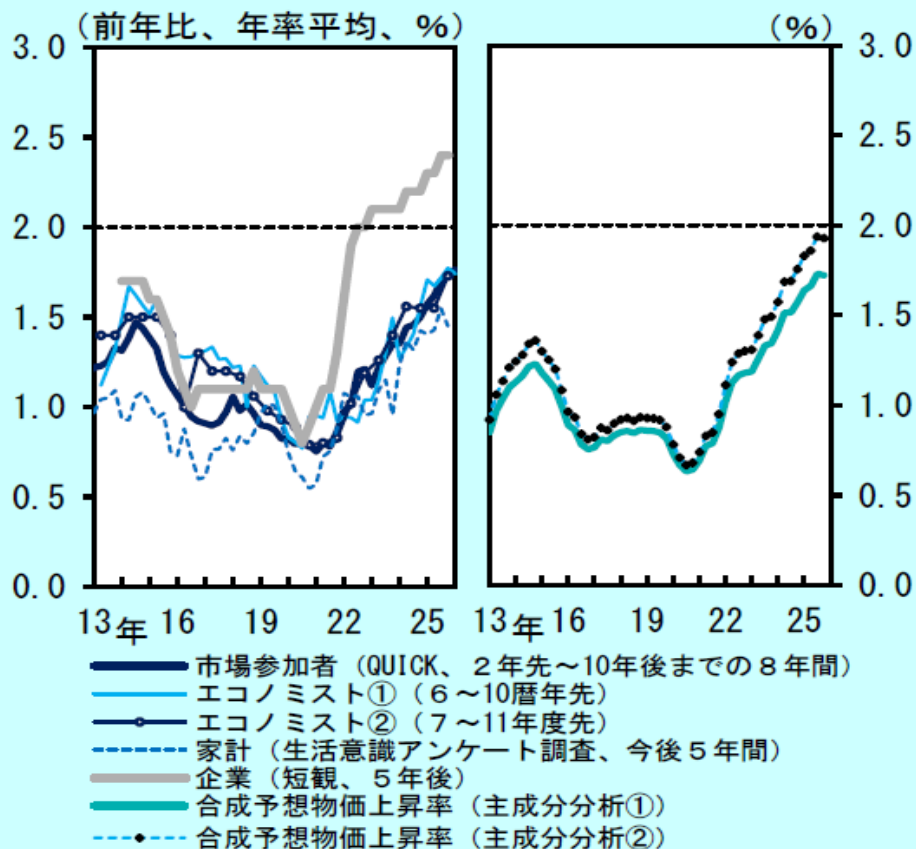


【出所】日本銀行「消費者物価のコア指標」(2026年 9月25日公表)

https://www.boj.or.jp/research/research_data/cpi/cpirev.pdf 3

予想物価上昇率の推移

【図表5】 予想物価上昇率（アンケート等）



【図表6】 予想物価上昇率（B E I）



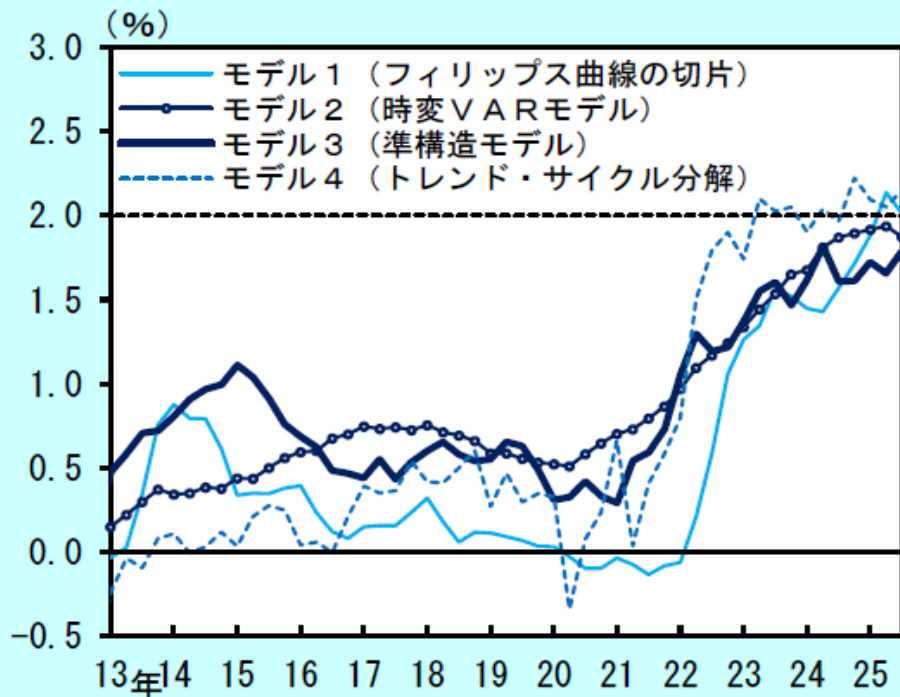
(注) 固定利付国債利回り－物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動国債の最長物は、16回債（2018/6月償還の銘柄）の利回りをを用いて算出。

(出所) Bloomberg

【出所】日本銀行企画局「基調的な物価上昇率の考え方と捉え方」『日銀レビュー』2026年3月，4頁(https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2026/rev26j06.htm)

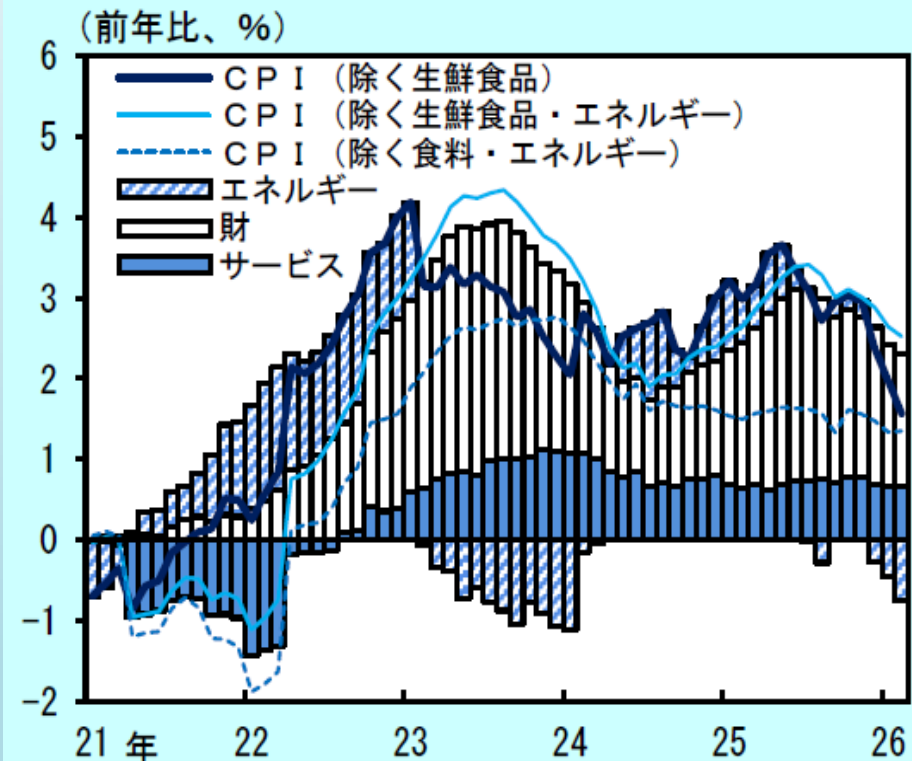
トレンドインフレ率とCPI

【図表7】トレンドインフレ率



(出所) 日本銀行、厚生労働省、総務省、内閣府、Google Trends、QUICK「QUICK 月次調査<債券>」、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、Bloomberg

【図表8】CPI

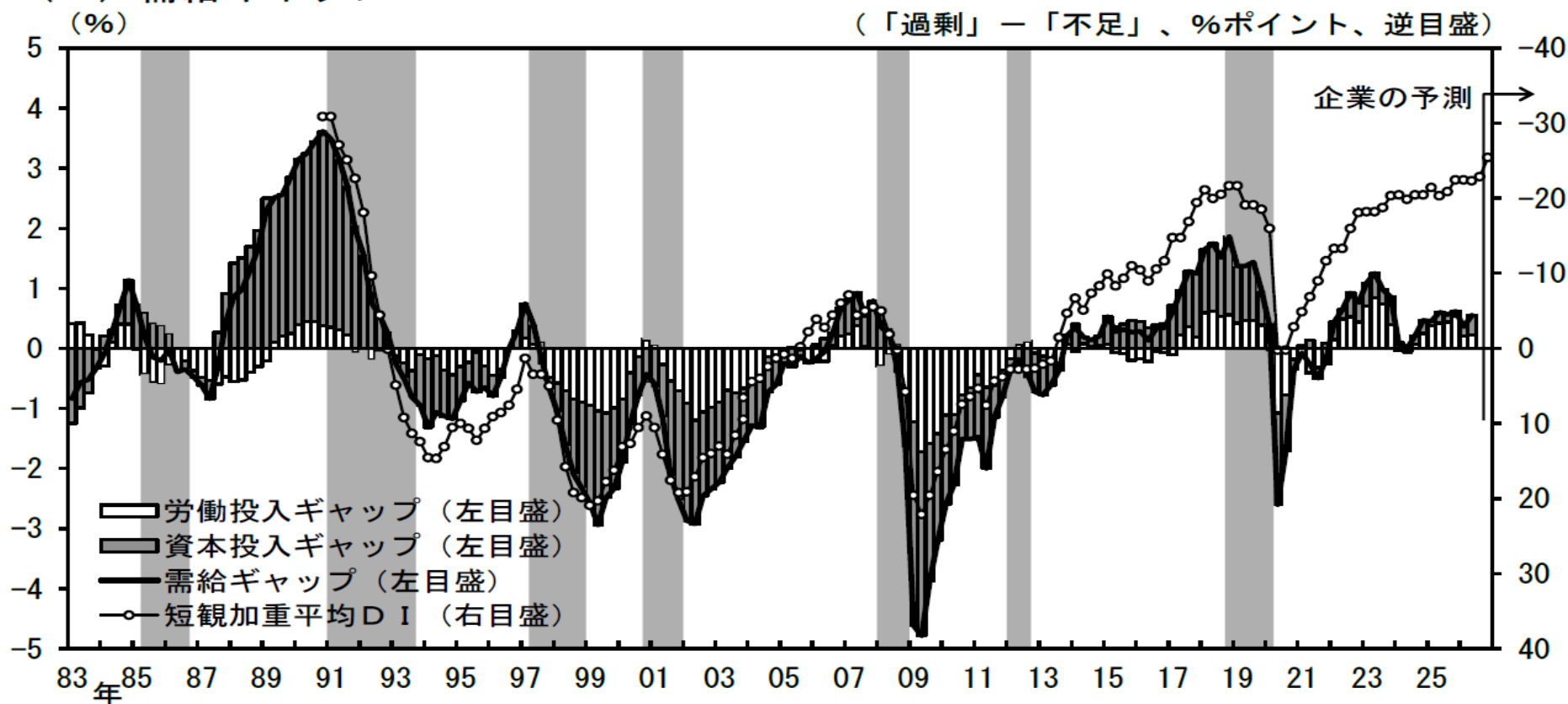


(出所) 総務省

【出所】日本銀行企画局「基調的な物価上昇率の考え方と捉え方」『日銀レビュー』2026年3月、5頁(https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2026/rev26j06.htm)

需給ギャップはプラス圏

(1) 需給ギャップ
(%)

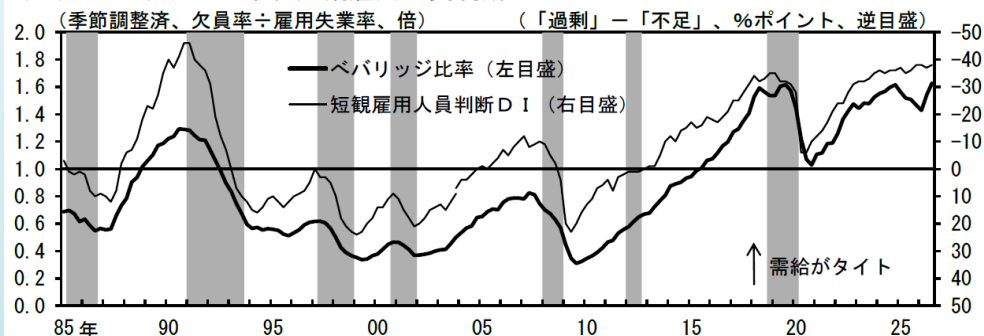


【出所】日本銀行調査統計局「需給ギャップ・潜在成長率および労働需給関連指標」図表1, 2026年10月5日公表(https://www.boj.or.jp/research/research_data/gap/gap.pdf)

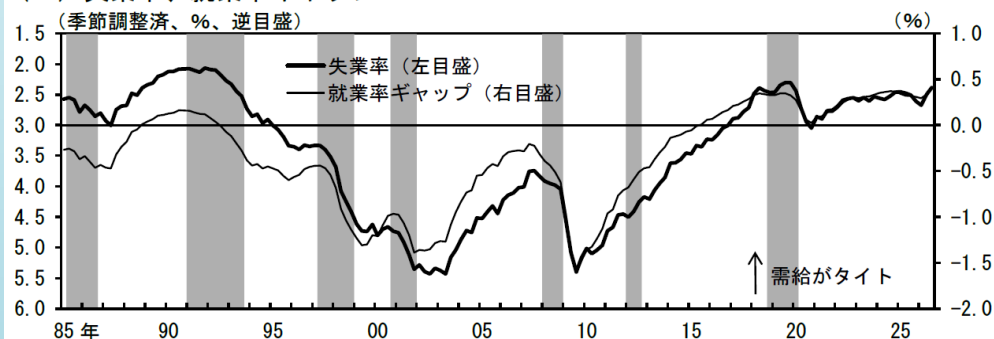
労働市場はタイト

労働需給関連指標

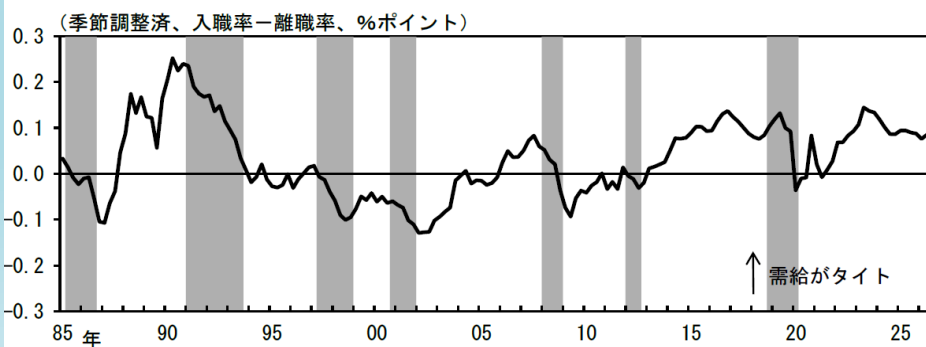
(1) ベバリッジ比率、短観雇用人員判断 D I



(2) 失業率、就業率ギャップ



(3) 入離職ギャップ



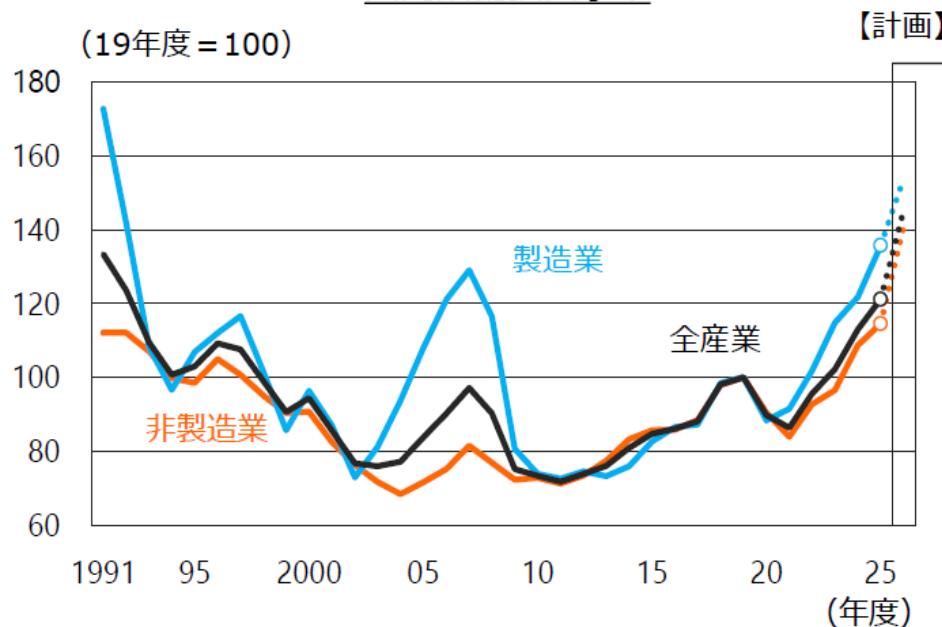
【出所】日本銀行調査統計局
「需給ギャップ・潜在成長率および労働需給関連指標」図表2,
2026年10月5日公表
(https://www.boj.or.jp/research/research_data/gap/gap.pdf)

設備投資の動向①

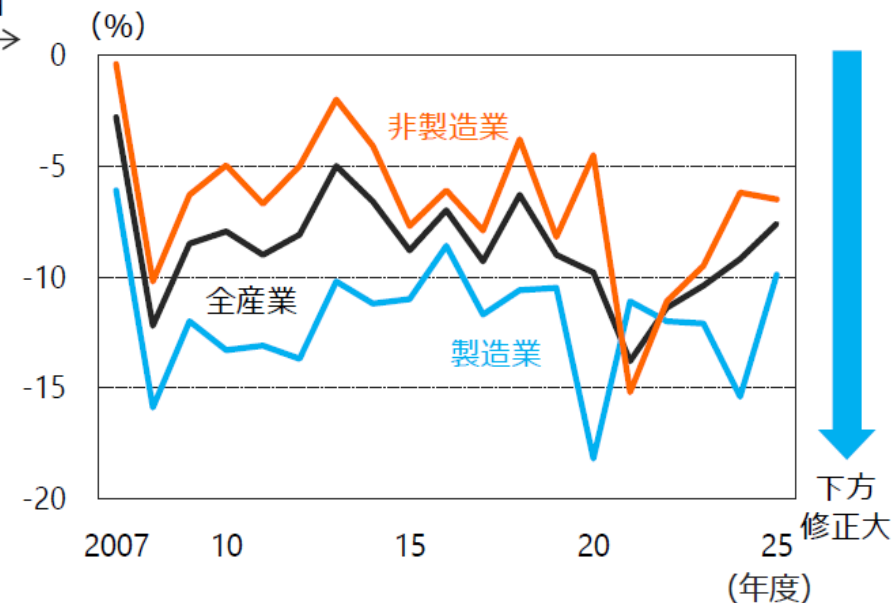
25年度の国内設備投資は歴史的な高水準、修正率は徐々に改善

- **設備投資水準**（物価上昇分を含んだ名目値）は、近年製造業、非製造業ともに大きく増加し、全産業では25年度実績でバブル期以来の高水準となった。また、非製造業は、バブル期を超える水準となったほか、製造業もリーマン危機前のピークである07年度の水準を上回った。
- 国内設備投資の**修正率**は、新型コロナなどによる外的ショックがなくなる中で、このところ徐々に改善している。25年度は、製造業が大きく改善し、全産業ではコロナ前並みの水準に回復した。

国内設備投資水準



国内設備投資の修正率



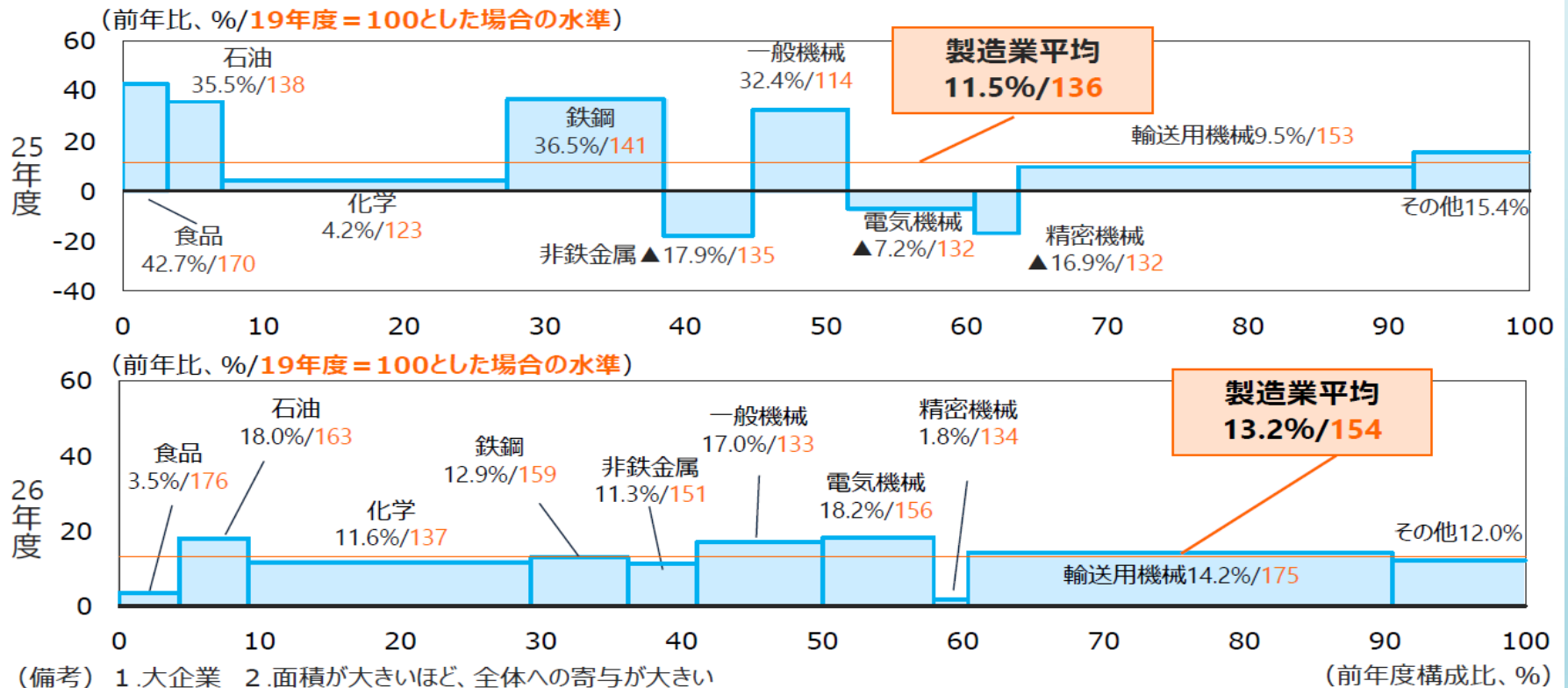
【出所】DBJ「2026年度設備投資計画調査」2026年8月4日，6頁

https://www.dbj.jp/investigate/equip/national/pdf/2026_summary.pdf

設備投資の動向②

製造業のスカイライングラフ：AI・データセンター関連、脱炭素投資などで幅広く増加

- 25年度は、石油、鉄鋼などの脱炭素対応投資のほか、一般機械の防衛関連投資、食品の海外需要、健康食品向けの能力増強投資などにより二桁増。輸送用機械も増加したが、EV需要減退で当初計画からは大幅に下方修正された。
- 26年度は二桁増の計画。化学、鉄鋼など素材業種の脱炭素対応投資の継続や、幅広い業種でAI・データセンター関連の半導体・部材向け投資がみられる。また、輸送用機械では電動化投資が計画されている。



【出所】DBJ「2026年度設備投資計画調査」2026年8月4日，10頁

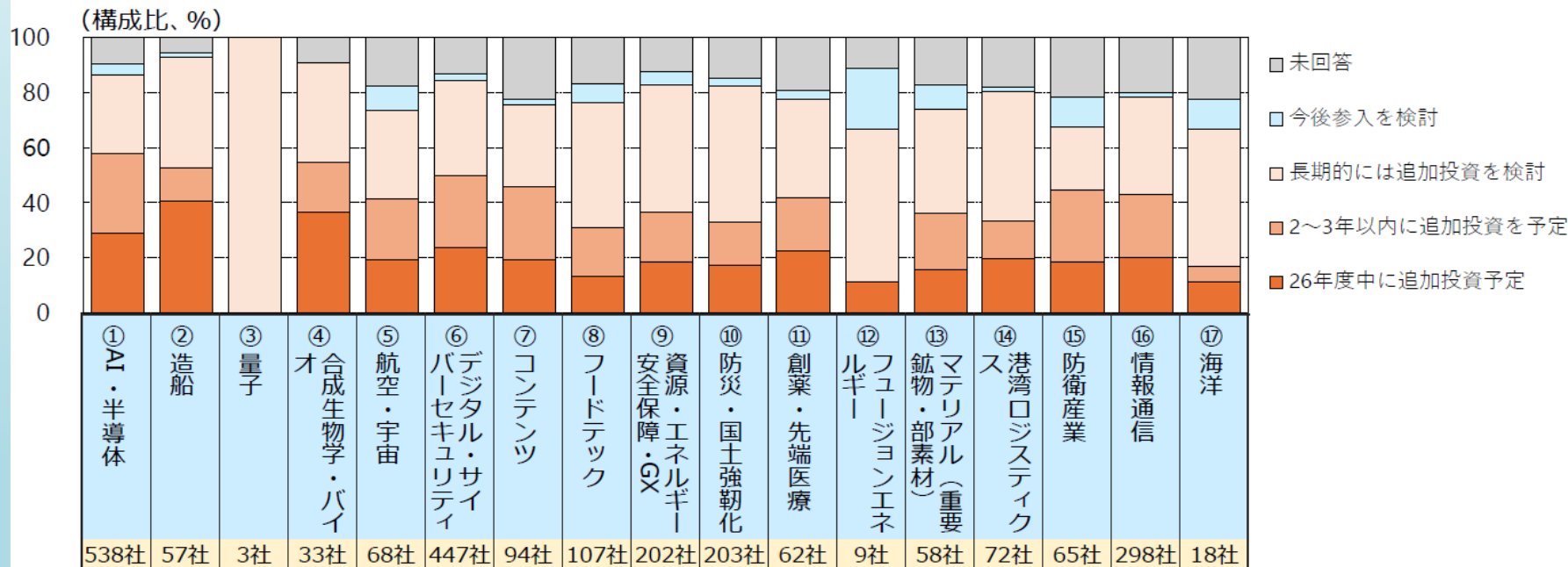
https://www.dbj.jp/investigate/equip/national/pdf/2026_summary.pdf

設備投資の動向③

政府の戦略17分野に向けてあらゆる時間軸で追加投資が見込まれる

- AI・半導体、デジタル・サイバーセキュリティ、情報通信は追加投資を予定する企業の数が多く、3年以内での投資を見込む割合も高い。資源・エネルギー・安保・GX、防災・国土強靱化については、3年以内に投資を検討する企業の割合は低いものの、追加投資を予定する企業数は多く、中長期で投資を下支えする可能性がある。
- 造船、航空・宇宙、創薬・先端医療などでは、投資を予定する企業数が限定的ではあるものの、当該分野に関わる特定業種において直近での投資を予定する姿勢がみられる。

政府の戦略17分野選定を受けて強化する分野とその投資方針



(備考) 1. 大中堅企業全産業 2. 最大3つの複数回答 3. 各戦略17分野の下にある数字は、当該分野を強化すると回答した企業数を指す

【出所】DBJ「2026年度設備投資計画調査」2026年8月4日, 15頁

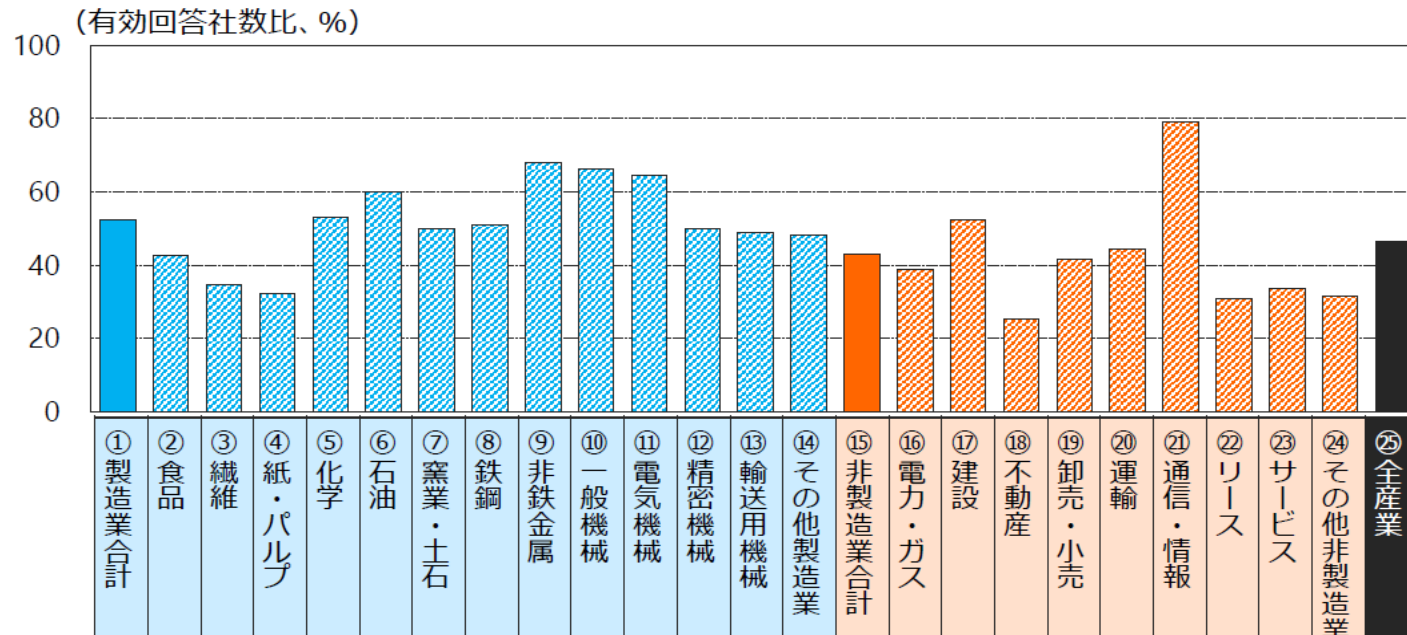
https://www.dbj.jp/investigate/equip/national/pdf/2026_summary.pdf

設備投資の動向④

特に、AI・半導体、デジタルに関連する業種の企業が戦略17分野を強化

- 戦略17分野のうち強化したい分野を選んだ企業の割合を業種別にみると、製造業では非鉄金属、一般機械、電気機械が高く、AI・半導体やデジタル関連を強化する意向がつかえる。また、創薬・先端医療を強化する化学も高い。
- 非製造業では、AI・半導体、デジタル関連で通信・情報の割合が突出しているほか、防災・国土強靱化を強化する建設も高い。

【業種別】戦略17分野のうち、強化する分野を選んだ企業の割合



(備考) 1. 大中堅企業 2. 最大3つの複数回答 3. 各業種ごとに、17分野のうち1分野でも強化すると回答した企業の割合

【出所】DBJ「2026年度設備投資計画調査」2026年8月4日, 16頁

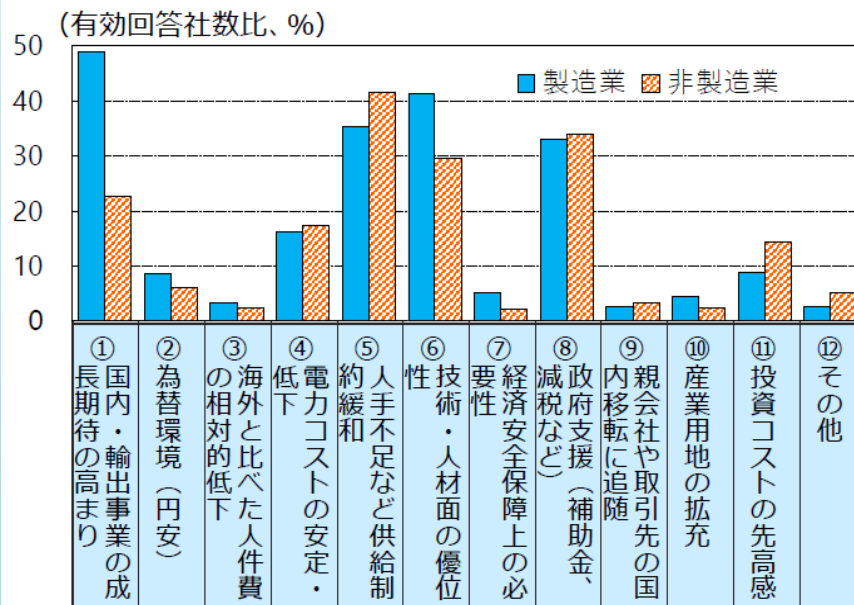
https://www.dbj.jp/investigate/equip/national/pdf/2026_summary.pdf

設備投資の動向⑤

国内投資増に向けて成長期待を高める環境づくりが重要

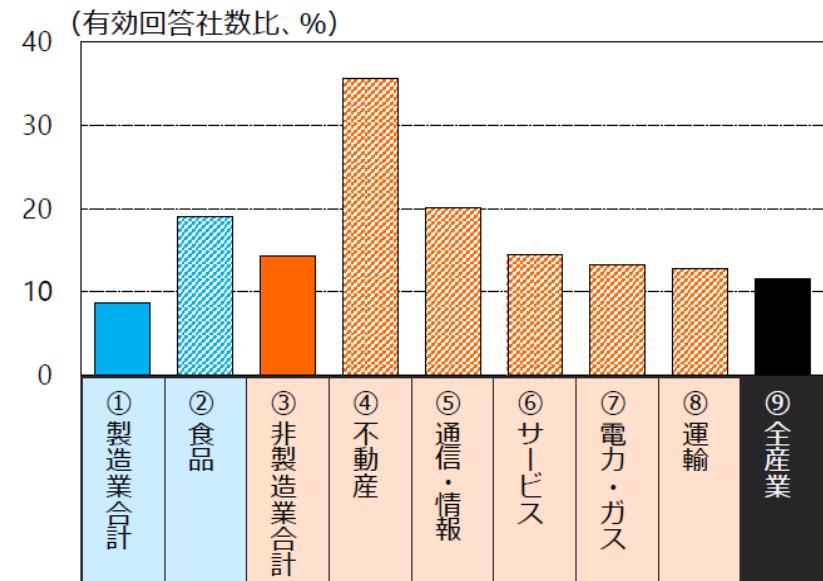
- 国内設備投資を増やす上で、製造業中心に成長期待が重要とされているほか、政府支援への期待も高く、国内投資増に向けて企業の成長期待を高めるための環境づくりが重要と考えられる。また、製造業中心に技術面も重視されており、研究開発を通じた競争力強化の重要性が示唆される。一方で、人手不足など供給制約は国内投資の足かせとなっている。
- また、1割以上の企業が「投資コストの先高感」と回答し、計画比でより投資を先んじて実施する傾向がみられた。特に、建設投資のウエートの高い不動産など非製造業の業種で高いほか、製造業では、近年工場新設案件のある食品が高い。

国内投資を増やす上で重要と考える要素



(備考) 1. 大中堅企業 2. 最大3つの複数回答

【業種別】国内投資を増やす上で重要と考える要素のうち「投資コストの先高感」と回答した企業の割合



(備考) 大中堅企業

【出所】DBJ「2026年度設備投資計画調査」2026年8月4日, 17頁

https://www.dbj.jp/investigate/equip/national/pdf/2026_summary.pdf

報告者の問題意識

- 以上より、リフレ的な財政による需要刺激策は必要なし
 - インフレを加速させる副作用
- 必要なことは、
 - 1) むしろ、「翁カーブ」で見出された中低所得者層に新たな給付措置で支援すること
 - 2) 中長期的視点から、民間企業の国内投資を促すため、政府が予見可能性を高め、供給能力を高めるための投資を行うこと
- ただし、いずれも財源の手当てが必要

高市政権の「責任ある積極財政」 ～「投資国家」の誕生？～

危機管理・成長投資

- 高市首相施政方針演説

- 政府投資による「供給力強化」の強調
- 「デフレ／デフレ脱却」に代えて、「投資／成長」へ
- 積極財政の力点は、需要面から供給面にシフト

- 「危機管理・成長投資」による強い経済の実現

- AI・半導体、造船、量子、航空・宇宙、資源・エネルギー安全保障・GX、マテリアル(重要鉱物・部素材)、防衛産業など、17の戦略分野に財政資源を集中投下
- 17分野が経済安全保障と密接に結びつきつつ、新たな産業政策として構想

新たな世界的潮流

～産業政策と財政政策の融合～

- 自国経済にとって死活的に重要な産業分野を指定、政府が率先してリスクを取り、長期投資で予見可能性を高め、民間投資を促す
 - 米国の2022年「CHIPS・科学法」
 - 同年「インフレ抑制法(IRA)」
 - EUの2020年「次世代EU」
 - 日本のグリーントランスフォーメーション(GX)
- 地政学的リスクが高まるなか、エネルギーと重要鉱物を確保し、半導体をはじめとする戦略分野の製造能力を構築し、そのサプライチェーンを整備する重要性が高まっている

政府の役割の大転換

- 新自由主義的な産業政策

- 規制緩和、法人減税、産業立地の条件整備が政府の主たる役割

- 新たな産業政策

- 戦略分野の産業に対し、自国内で製造能力を増強することと引き換えに政府が公的資金で長期投資

- 国家は「投資国家」としての相貌を帯びるように

- 【課題①】財政拡張への懸念

- 「投資国家」は収支を長期で合わせる

- 政府はリスクを取って投資する代わりに将来、それがもたらす成長の果実として税収増を獲得

- 「税収増」>「投資コスト」であれば、帳尻は合う

- 【課題②】単年度予算との整合性

- 財政資源の配分を毎年、議会で審議し、議決することで民主的な統制下に置くのが近代国家

- だが、「投資国家」にとって足枷に。そこで首相が表明したのが、「予算上、多年度で別枠で管理する仕組みを導入」すること

「責任ある積極財政」は責任を持てるか？

- ベストシナリオ

- 戦略17分野への危機管理・成長投資→成長→税収増→対GDP比債務残高の低下

- 本当に国家による投資で成長するか？

- 過去に多くの失敗事例／成長目標と現実の成長との（下方への）乖離の方が常態

- 「多年度で別枠で管理する仕組み」の課題

- 目標との乖離の場合、本当に撤退・縮小できるのか？

- 産業投資を、「財政民主主義」との関係で正当化できるのか？

「投資国家」の財源は？

- **投資の予見可能性確保**のため、10年間は政府が持続的にコミットするのが望ましい
- 失敗に終われば、**投資コストは回収できない**
 - 分散投資でリスクを管理
 - 「投資国家」にふさわしい、新たな予算制度の確立が急務
- 「投資国家」の財源は？
 - **【参考】GXでは、GX経済移行債で資金調達。28年に導入予定の「炭素賦課金」、33年に導入予定の「排出量取引制度オークション収入」で償還**
 - 「成長・危機管理投資」の財源は不明
 - 1)現状、成長とインフレで、公債残高は対GDP比で低下
 - 2)内閣府の推計(経済財政諮問会議1月22日提出資料)では、対GDP比公債残高は現実的な「過去投影ケース」で2030年まで低下(184.1%)。その後、反転して上昇局面に(次ページ図)。
 - 3)これは金利上昇要因が大きい(次次頁以降の財政審資料も参照)

日本成長戦略の下での中長期的な 経済・財政の姿に関する試算

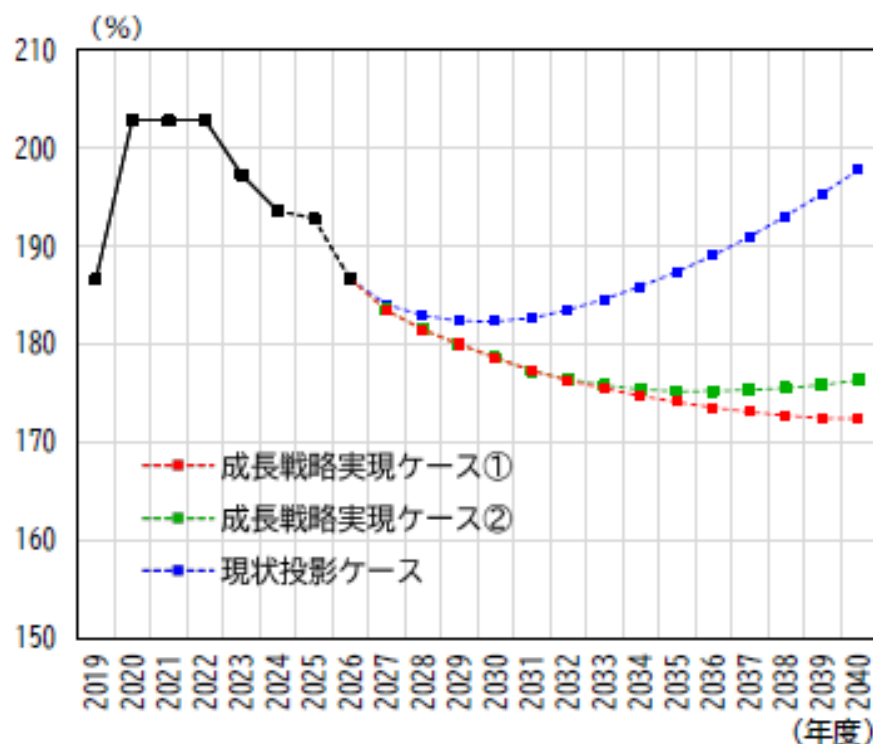
2026年6月24日
内閣府

国・地方の公債等残高対GDP比

- 国・地方の公債等残高対GDP比は、「成長戦略実現ケース①」においては低下傾向で推移した後、2030年代後半に低下幅が縮小していく姿。一方、「成長戦略実現ケース②」では2030年代半ば、「現状投影ケース」では2030年度頃から上昇に転じる姿。
- ⇒ 追加的な財政支出を毎年10兆円（※）と想定した場合、十分な経済成長が実現すれば、債務残高対GDP比が概ね安定的に低下する姿となる。

（※）予算編成において、新たな投資枠に充てられる支出には、複数年度で財源を確保した別枠管理分が加わる。

国・地方の公債等残高対GDP比



「投資国家」の予算編成原理、ガバナンスとは？

新たな予算編成原理とは？

- 「骨太方針2026」(p.26～27)

- 償還財源の裏付けのある「つなぎ国債」の発効により、特別会計において別枠管理する
- 事業の進捗や政策効果の発現の状況を一定の危機感で確認するなど、成果管理を徹底

- 何が必要か？

- 1) ダイナミック・スコアリング的なマクロ経済・財政効果分析
- 2) KPI・マイルストーンによる事業評価
- 3) ステージゲートによる事業の継続・中止
- 4) ポートフォリオ内での資金再配分

- 最も難しいのは「撤退基準」を定め、それに従って決断・実行すること