

経済財政運営の過去・現在・未来

中里透

(上智大学・日本政策投資銀行)

「デフレ」とは何だったのか」

「デフレ」の定義と「デフレ脱却」の4条件

「デフレ」の定義

「デフレについては、これまで日本では、論者によって様々な定義が用いられてきたが、「持続的な物価下落」をデフレと定義すると、
現在、日本経済は緩やかなデフレにある」

(「月例経済報告」2001年3月 【今月のトピック】 緩やかなデフレ)

「デフレ脱却」の4条件

「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る
見込みがないこと」

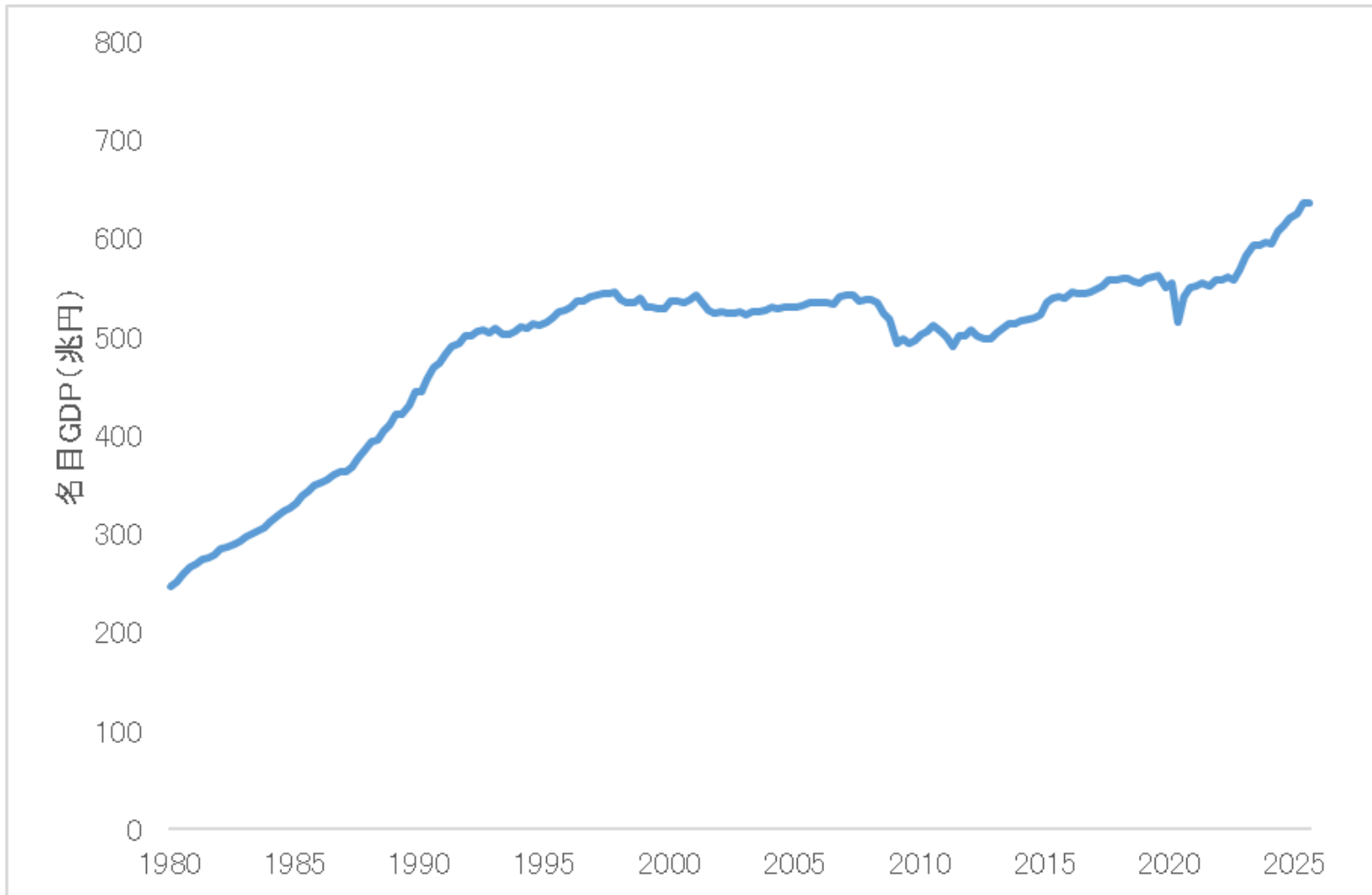
(「デフレ脱却の定義と判断について」2006年3月15日 参議院予算委員会提出資料)

「デフレ脱却」の判断のための指標(例示)

消費者物価指数・GDPデフレーター・GDPギャップ・ULC

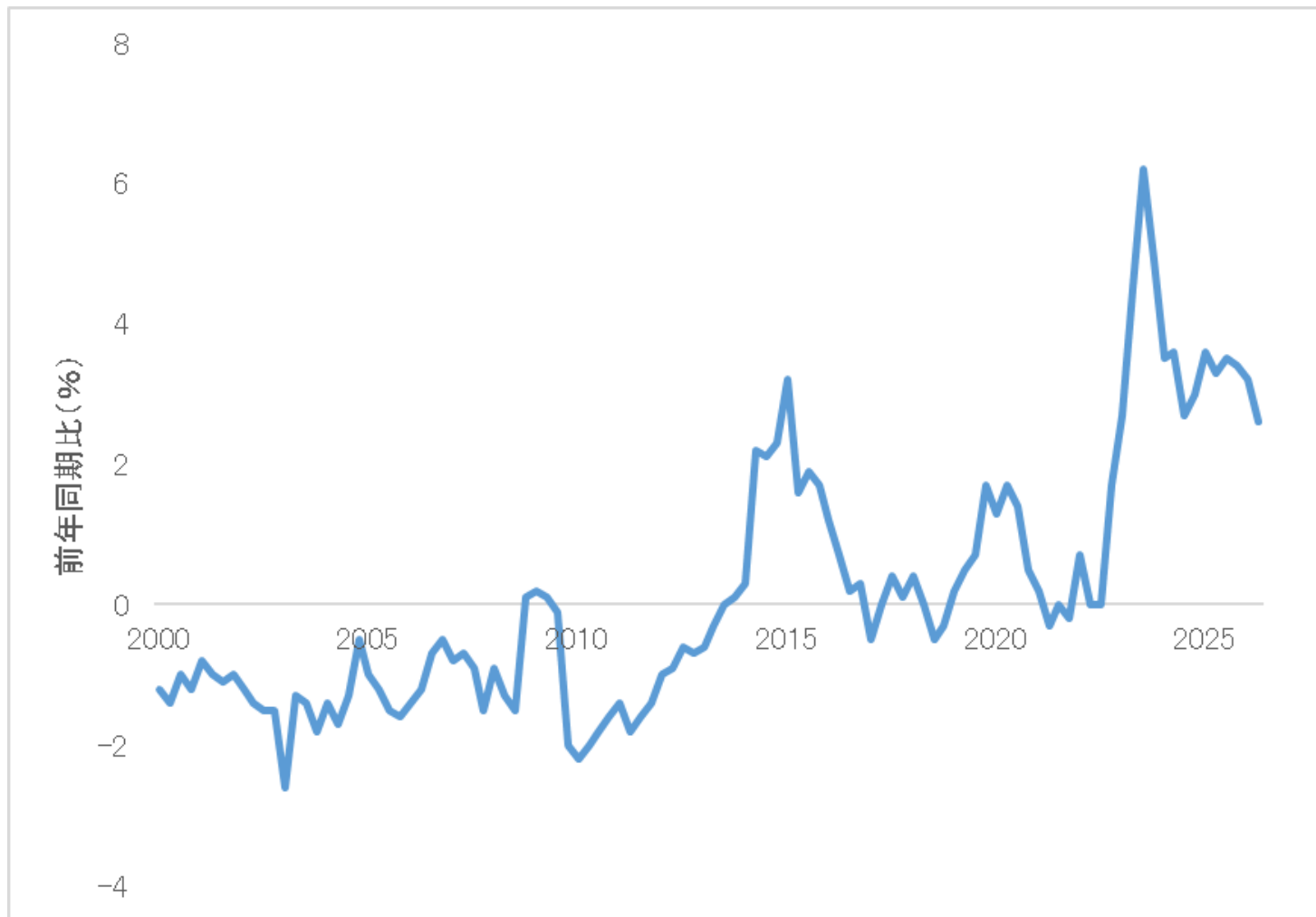
「デフレ」とは何だったのか

名目GDPの推移



「デフレ」とは何だったのか

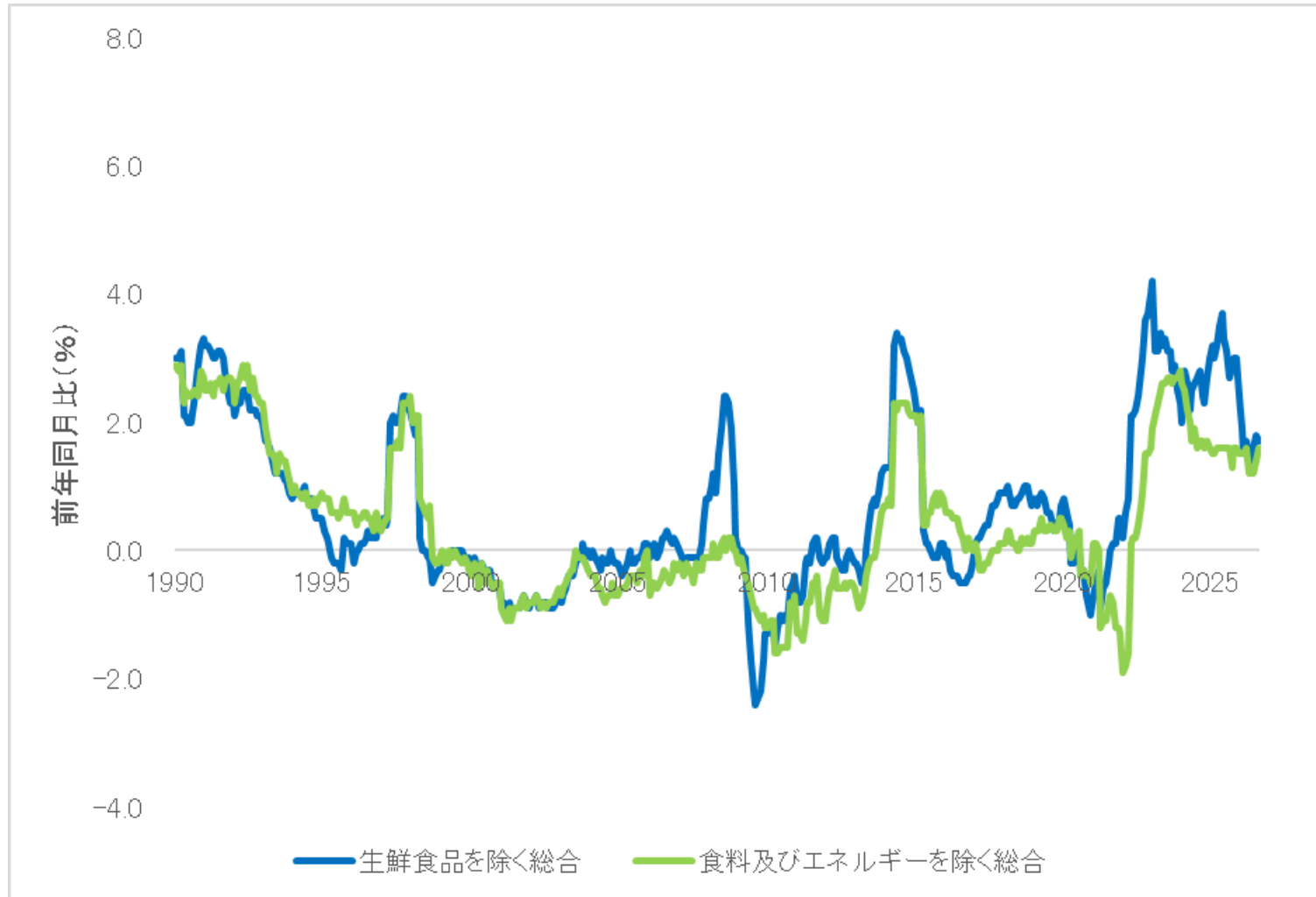
GDPデフレーター推移



(資料出所)内閣府「国民経済計算」

「デフレ」とは何だったのか

消費者物価指数の推移



(資料出所)総務省「消費者物価指数」

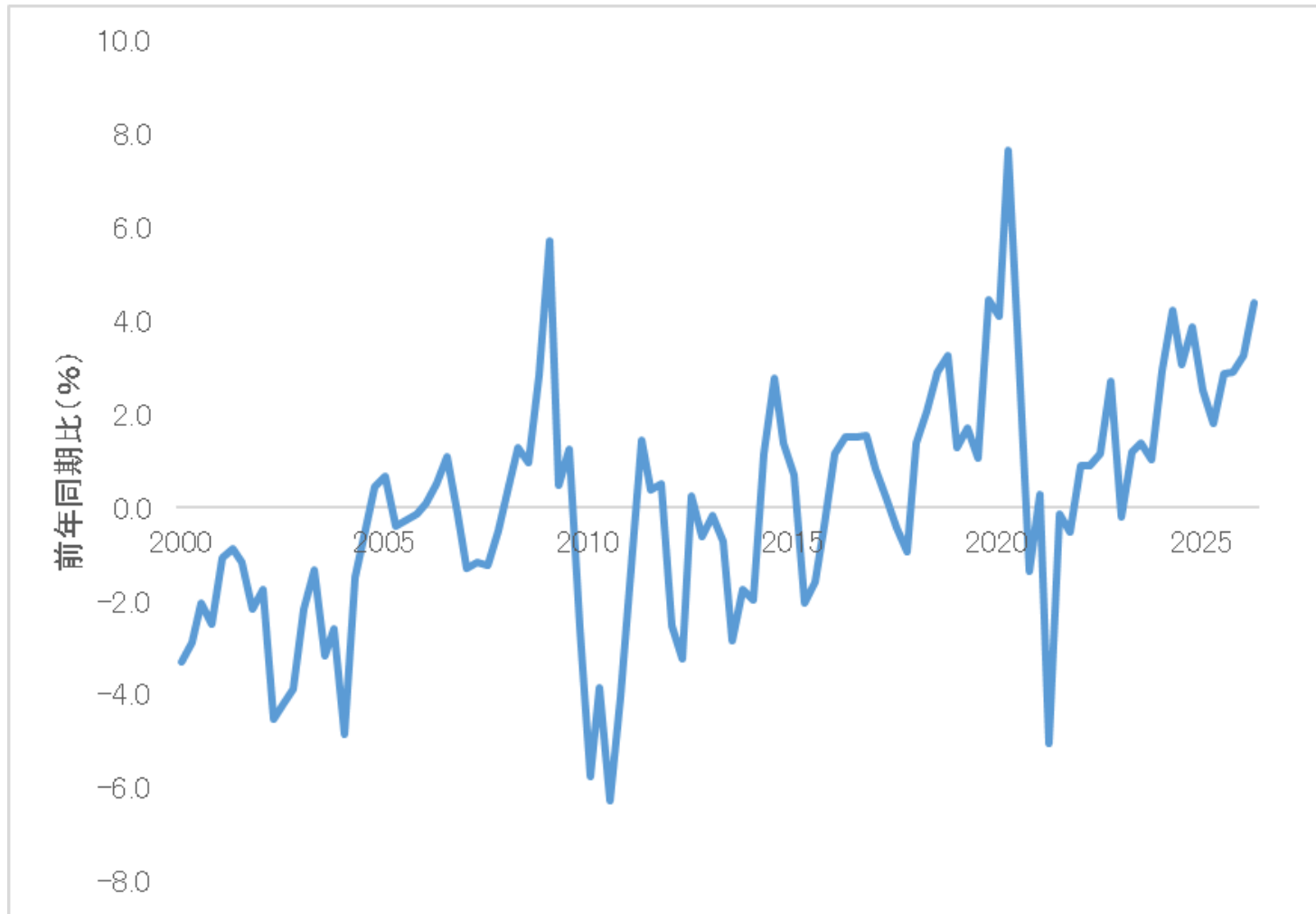
「デフレ」とは何だったのか

需給ギャップと短観加重平均



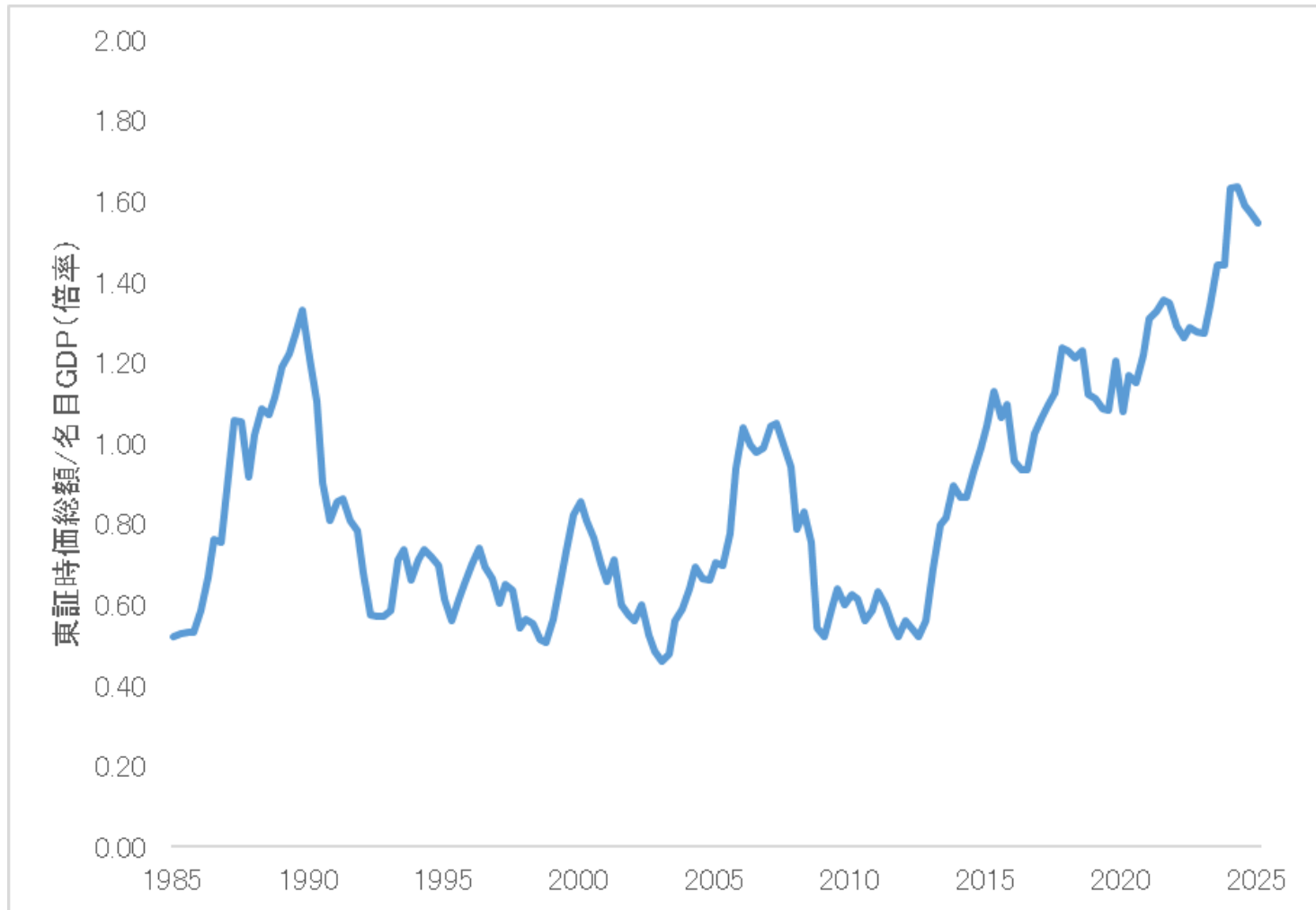
「デフレ」とは何だったのか

ユニット・レーバー・コスト(単位労働費用)



「デフレ」とは何だったのか

東証時価総額/名目GDPの推移



(資料出所)内閣府・東京証券取引所

「デフレ」とは何だったのか

35年間の歩み

- 1989年 大納会で株価が史上最高値を記録(38,915円87銭(12/29))
- 1990年 年初から株価が下落
- 1995年 住専国会、兵庫銀行破綻
- 1997年 金融システムが不安定化(三洋証券・拓銀・山一)
- 1998年 長銀、日債銀が事実上破綻(一時国有化)
- 2003年 リソなショック(株価は反転上昇)
- 2006・2007年 ミニバブル
- 2008年 リーマンショック
- 2009年 日経平均株価がバブル崩壊後最安値に(7,054円98銭(3/10))
- 2011年 東日本大震災、円高が進む(1ドル=75円32銭(10/31))
- 2013年 アベノミクスと異次元緩和がスタート
- 2020年 新型コロナの感染拡大、緊急事態宣言
- 2022年 消費者物価指数の上昇率が3%を上回る(3.0%(9月))
- 2023年 30年ぶりの賃上げ(3.60%)
- 2024年 日経平均株価、史上最高値を更新(3万9,098円68銭(2/22))

「デフレ」から「物価高」へ もはや「バブル崩壊後」ではない

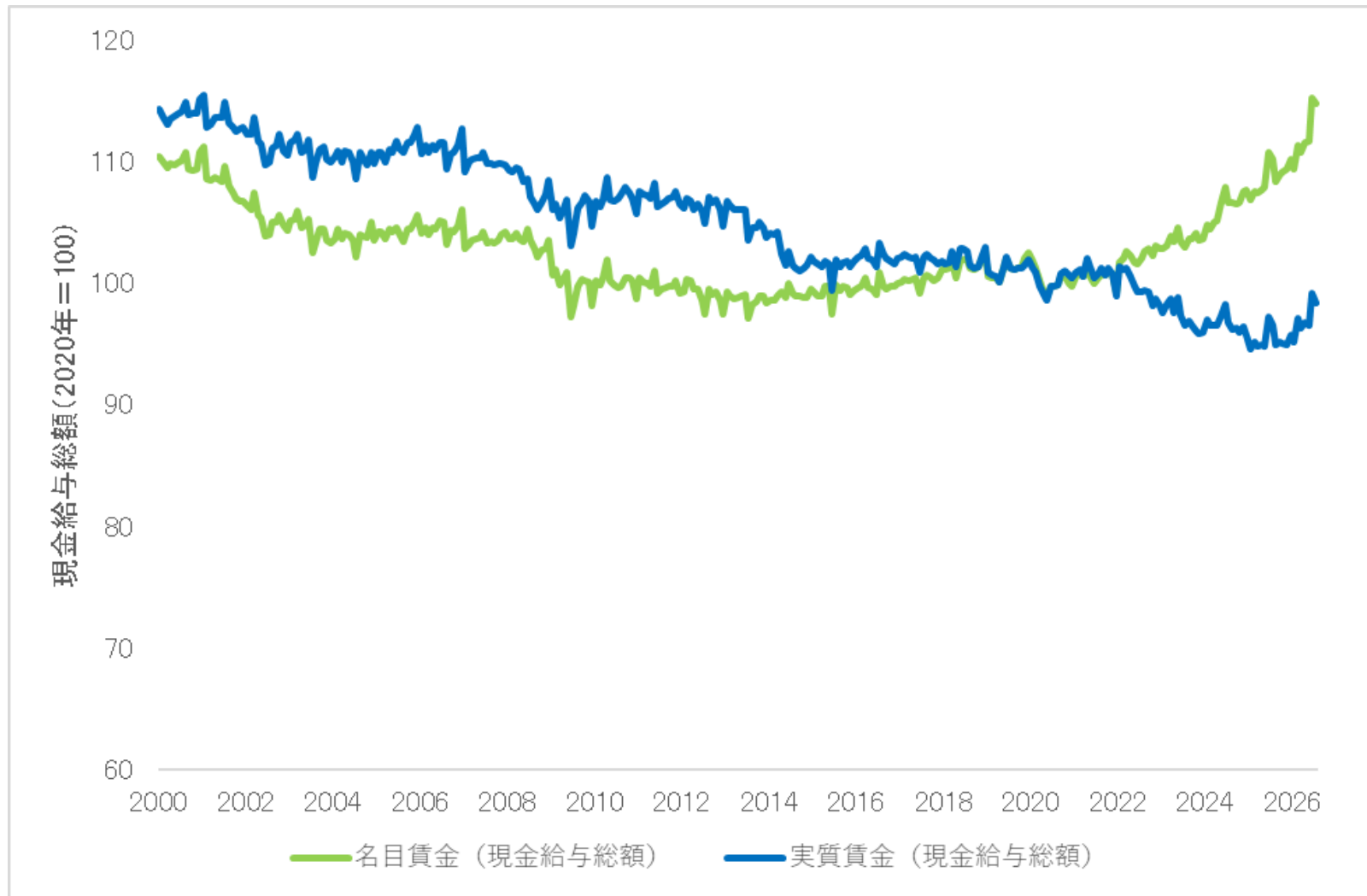
2022年以降、30年を単位とするような大きな変化が生じ、
「デフレ」は過去のものに。

消費者物価	41年ぶりの上昇率(2023年)[第2次オイルショック以来]
株価	史上最高値を更新(2024年) [1989年の大納会は3万8,915円87銭]
賃金	33年ぶりの賃上げ(2024年)[1991年以来の高水準]
長期金利	27年ぶりの水準(2026年)「運用部ショック」超え？]
政策金利	31年ぶりの水準(2026年)[1995年以来の水準]
為替(ドル円)	39年ぶりの安値？(2026年)[1987年以来の円安]

「デフレ」から「物価高」へ 「失われた〇〇年」はまだ続いている？

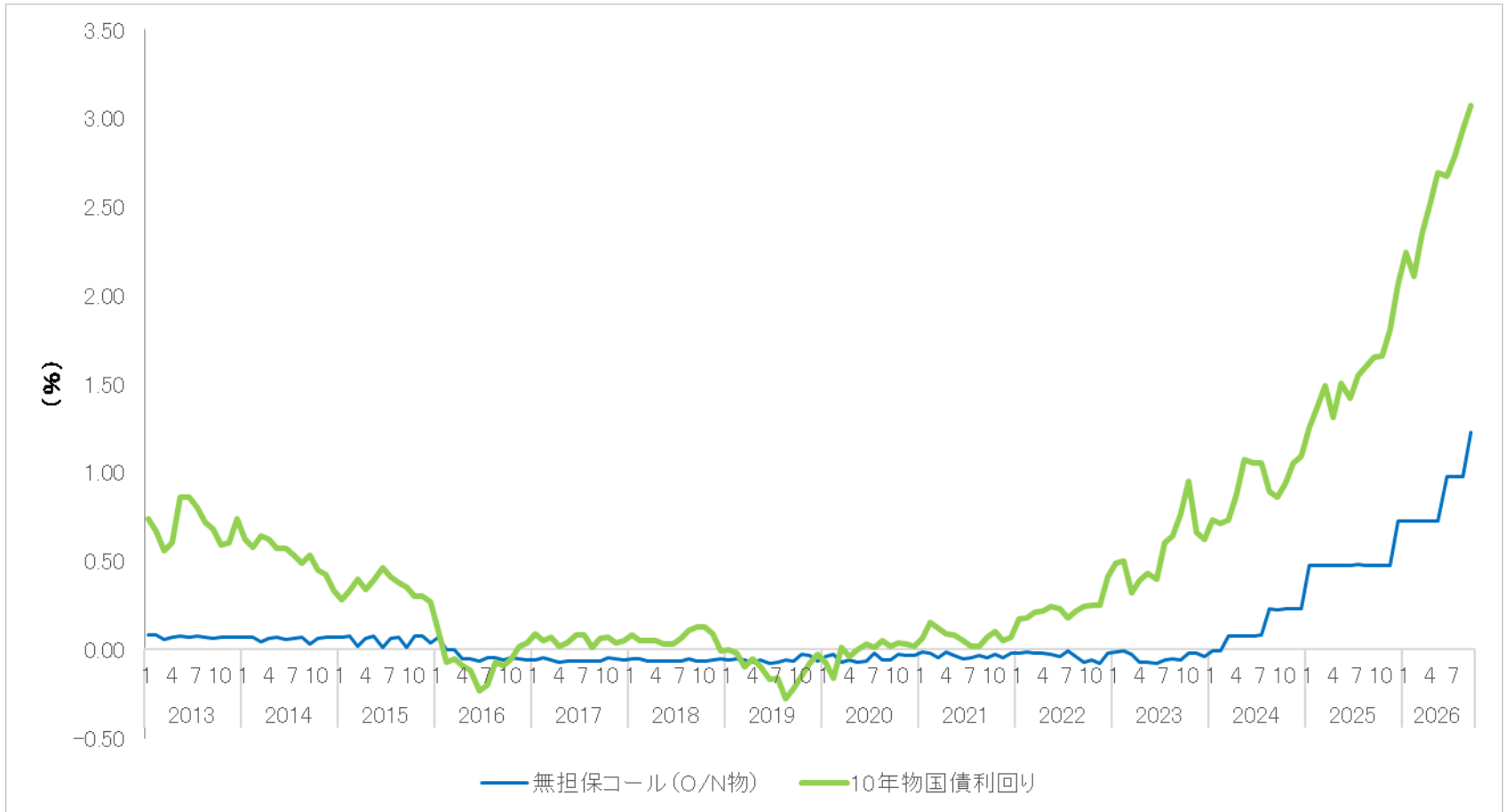
- ・デフレの長いトンネルを抜けると、目の前に広がったのは「物価高」の世界だった。
- ・戦後最長の景気拡大にもかかわらず（「いざなぎ超え」？）、景気回復の実感に乏しい。
- ・「物価高」の中で、多くの人の生活は総じて苦しくなった。
- ・「株高不況」
（藤代宏一・第一ライフ資産運用経済研究所経済調査部主席エコノミスト）

「デフレ」から「物価高」へ 賃金の動向（現金給与総額・5人以上）



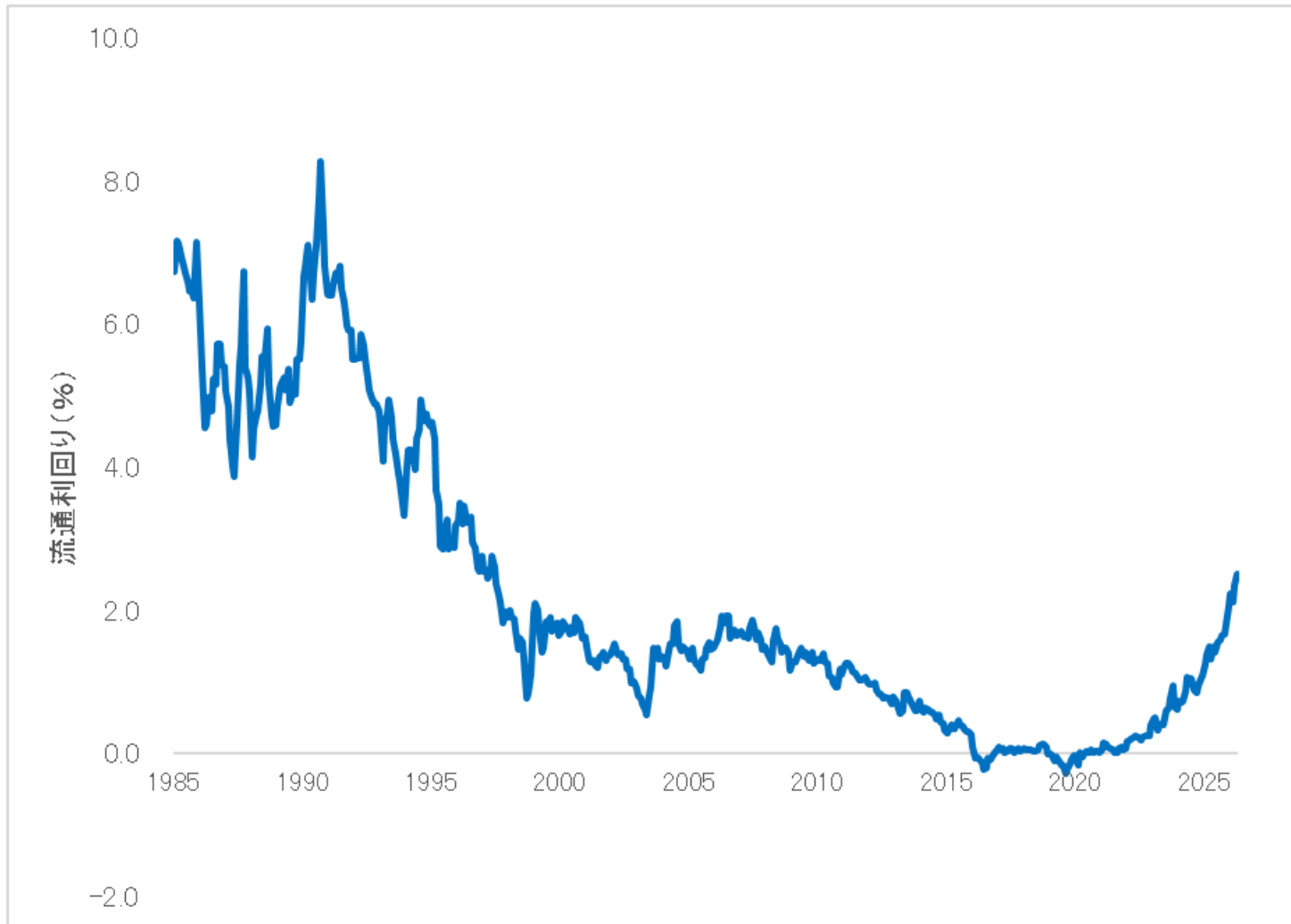
（資料出所）厚生労働省「毎月勤労統計」

「デフレ」から「物価高」へ 「金利ある世界」の出現



(資料出所) 日本銀行、日本相互証券

「デフレ」から「物価高」へ 長期金利の推移



経済財政運営の論点

長期金利の上昇は財政懸念によるものなのか

長期金利(10年物国債利回り)と10年物OIS(Overnight Index Swap)の差を見ると

2025年9月時点(9月30日)

10年債利回り 1.65%

10年OIS 1.50%

2026年9月時点(9月30日)

10年債利回り 3.05%

10年OIS 2.96%

経済財政運営の論点

サナエノミクスは「放漫財政」なのか

令和8年度予算フレーム

【歳出・歳入の状況】

	7年度予算（当初）	8年度予算	7' → 8'
（歳 出）			
一 般 歳 出	681,071	701,557	20,485
社会保障関係費	382,938	390,559	7,621
社会保障関係費以外	298,133	310,998	12,865
地方交付税交付金等	188,728	208,778	20,050
国 債 費	282,179	312,758	30,579
うち債務償還費（交付国債分を除く）	173,425	178,898	5,472
うち利払費	105,230	130,371	25,142
計	1,151,978	1,223,092	71,114
（歳 入）			
税 収	778,190	837,350	59,160
その他の収入	87,318	89,902	2,585
公債金（歳出と税収等との差額）	286,471	295,840	9,369
債務償還費相当分（交付国債分を除く）	173,425	178,898	5,472
利払費相当分	105,230	130,371	25,142
基礎的財政収支	△7,816	13,429	21,245
計	1,151,978	1,223,092	71,114

（注）各計数は億円単位

（資料出所）財務省

経済財政運営の論点

「リフレ」はすでに終わっている

- ・異次元緩和は2024年3月に終了（マイナス金利とYCCは解除）
- ・政策金利は6回にわたり引き上げられて1.25%に
- ・日銀は2024年8月から国債買い入れの減額を実施
（月間の買い入れ額は5.7兆円（2024年7月）から足元2.3兆円に）
- ・それに伴いマネタリーベースと日銀当預は大幅に減少
（日銀当預は549兆円（2024年9月末）⇒416兆円（2026年9月末））
- ・政府支出は抑制基調
令和8年度の一般歳出は73.3兆円 新規国債発行額は32.7兆円
令和7年度の一般歳出は85.1兆円 新規国債発行額は40.3兆円
（いずれも補正後予算）

経済財政運営の論点

高市総理のレトリック

高市早苗首相「円安で外為特会ホクホク」 為替メリットを強調
<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUA3120L0R30C26A1000000/>

高市首相の“行き過ぎた緊縮財政”発言、片山財務相が記者会見で擁護
<https://mainichi.jp/articles/20260213/k00/00m/020/243000c>

Japan PM faces challenges selling 'proactive' fiscal policy to bond vigilantes
<https://www.reuters.com/world/asia-pacific/japan-pm-faces-challenges-selling-proactive-fiscal-policy-bond-vigilantes-2026-02-19/>

「高市総理のレトリック、サナエノミクスのリアル」
(『金融財政ビジネス』(時事通信社)(11394) 2026年5月18日)

経済財政運営の論点

プライマリーバランスと債務残高

$$\Delta b = (g - t) + (r - n)b$$

Δb : 政府債務残高の増加分

$g - t$: 基礎的財政収支赤字 (g : 政策経費 t : 税収・税外収入)

$r - n$: 金利(r) - 成長率(n)

b : 政府債務残高

政府債務残高の増加分

= (政策経費 - 税収・税外収入) + (金利 - 成長率) × 債務残高

いずれも対GDP比

経済財政運営の論点

財政規律は緩むのか？

$\Delta b = (g - t) + (r - n)b$ という関係式は

$\Delta B = (G - T) + rB = (G + rB) - T$ という関係式から導かれる

- ・「政府債務残高対GDP比」と「プライマリーバランス」はまったく別の指標ではなく、両者の間には密接な関係がある。
- ・債務残高対GDP比の引き下げという目標にコミットするのは利払費も含めた財政赤字の抑制にコミットするのと同じ。
- ・ $r > n$ となる場合、債務残高対GDP比を引き下げていくためにはより大幅な基礎的財政収支の改善が必要となる。

経済財政運営の論点

2006年にタイムスリップすると？

歳出・歳入一体改革と成長率・金利論争

上げ潮派「竹中・中川ライン」 vs 増税派「与謝野・谷垣」
(経済成長重視・歳出削減重視) (増税重視)

基礎的財政収支の黒字化は「一里塚」(与謝野経済相)

「プライマリーというのは、第一次的なバランスという意味ですから、これを基礎的財政収支と訳したのは、多分、誤訳だろう」

「国民が求めている財政健全化というのは、その先のことを含めて日本の財政が持続可能であるということを求めているとおっております」
(与謝野金融・経済財政政策担当大臣記者会見要旨・2006年6月9日)

経済財政運営の論点

2006年にタイムスリップすると？

時間の制約の関係で委細については下記をご覧ください。

【財政健全化の指標】政府債務残高対GDP比という視点／
財政健全化か経済成長か／ など

PIVOT 公式チャンネル

<https://www.youtube.com/watch?v=KowefxRk6QQ>

PB(基礎的財政収支)か政府債務残高か
—経済財政運営をめぐる論点整理—

<https://thinktank.php.co.jp/policyreview/8850/>

経済財政運営の論点

「360度の目線」の重要性

片山さつき財務大臣記者会見閣議後記者会見概要

(2026年11月4日)

https://www.mof.go.jp/public_relations/conference/my20251104.html

「(財政の現状把握と分析は)科学的でなくてはいけないし、冷静・客観的でなければいけないし、360度の目線がなければいけない」

「債務残高については純債務、粗債務あるし、そのとり方もいろいろある」

Japan's Debt Beyond the Headlines Rahul Anand, Shuhaat Khan

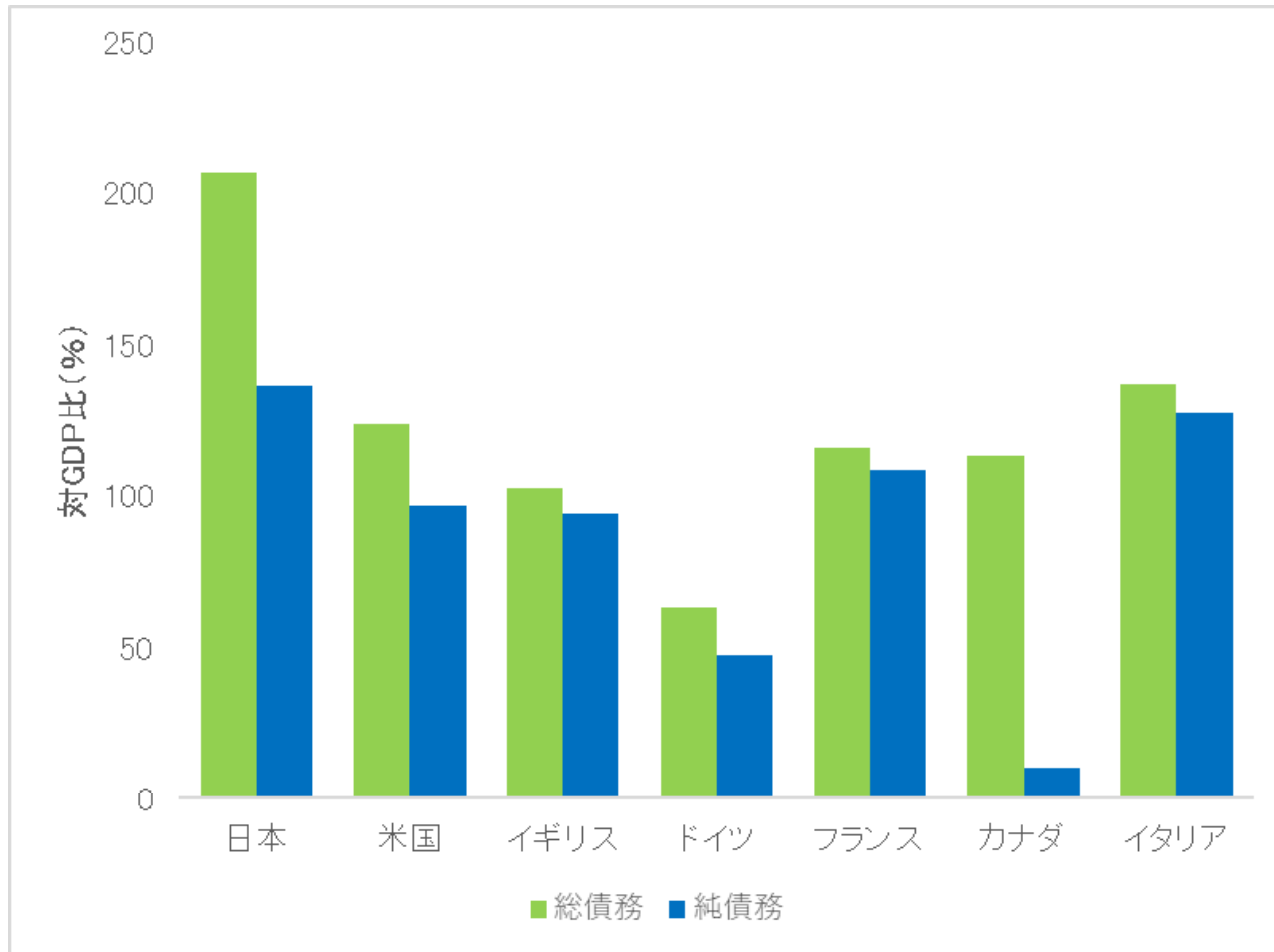
September 2026

<https://www.imf.org/en/publications/fandd/issues/2026/09/japans-debt-beyond-the-headlines-anand>

“Public debt also depends on the economy’s capacity to support borrowing over time. The headline debt figure can therefore obscure the bigger picture.”

経済財政運営の論点

「360度の目線」の重要性



※一般政府・2025年の計数。日本の債務のデータは額面ベースに変更されている。

(資料出所) Fiscal Monitor (IMF)

経済財政運営の論点

「360度の目線」の重要性

- ・将来世代への「ツケ」は「借金が残ること」なのか
「必要な投資をしないこと」なのか
(東名高速も東海道新幹線も世銀融資をもとに行われたプロジェクト)
- ・「賢い支出」は実行できるのか
- ・「財源論」の前に歳出の内容の議論を
(原田泰他編『政府支出を考える』(金融財政事情研究会・2026))

ご清聴ありがとうございました