

デフレからの 脱却と今後 のマクロ 経済政策運 営

- 日本財政学会
- 「脱デフレ下の日本経済と(経済)財政運営の針路」
- 専修大学神田キャンパス
- 2026年10月17日
- 若田部昌澄
- 早稲田大学政治経済学術院

本報告の内容は、報告者の見解であり、政府の見解を代表するものではない。

課題

1. デフレから脱却したか？

2. 今後のマクロ経済政策運営はどうあるべきか？

主張

- 1. デフレではない状況へ、リフレ局面は終焉しつつある
 - デフレの定義：IMF、政府
 - しかし、物価安定の目標 2 % の持続的安定的な達成は、議論の余地あり
 - 基調的物価、トレンドインフレ率、インフレ予想は上昇
 - ただし、コスト・プッシュ要因の影響
 - 中長期のインフレ予想が 2 % にアンカーされているか？
 - 適合的期待の役割の変動（藤井・中野・高富(2025)）
 - さらに先はどうか、が鍵
- 2. 日本経済はアベノミクスの成果と課題を前提に、次のフェーズへ
 - サナエノミクスの構想

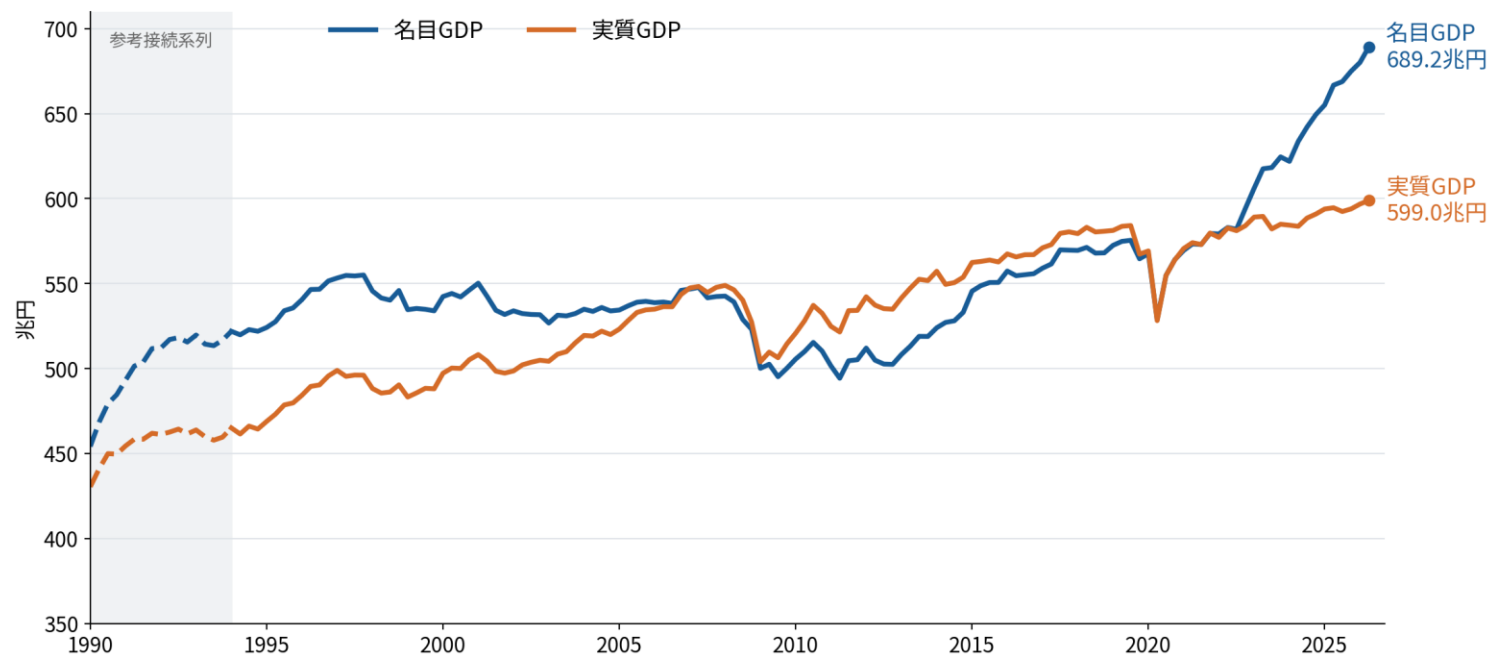
日本の課題：二つのニッポン、 二つの現実とナラティブのせめぎ合い

デフレと停滞と（偽の）安定：「できない」日本		インフレと成長と変化：「できる」日本	
1	人口減少、構造的要因でデフレ	1	人口減少でもインフレ
2	停滞、縮小する経済	2	成長、変化する経済
3	マクロ経済政策への諦念：実際にはマクロ経済政策失敗の歴史	3	マクロ経済政策は有効
4	既存の企業構造の維持	4	新経営者、スタートアップ、新規参入、新陳代謝
5	コスト削減、ブラック企業、低賃金、人手過剰	5	投資増大、エンゲージメント、賃金上昇、人手不足
6	現金・貯金志向	6	多様な資産運用、金融リテラシー
7	税収の低迷と政府債務（対GDP比）の増大	7	税収の増大と政府債務（対GDP比）の安定
8	デフレ・マインドと日本特殊論	8	インフレ・成長期待とあたりまえの国へ
9	動くことがリスク	9	動かないことがリスク

名目値の復活

日本の名目GDPと実質GDPの推移

1990年1-3月期～2026年4-6月期 | 四半期・季節調整済み・年率換算



注：実質GDPは2020暦年連鎖価格。1994年以降は2020年基準の公表値。

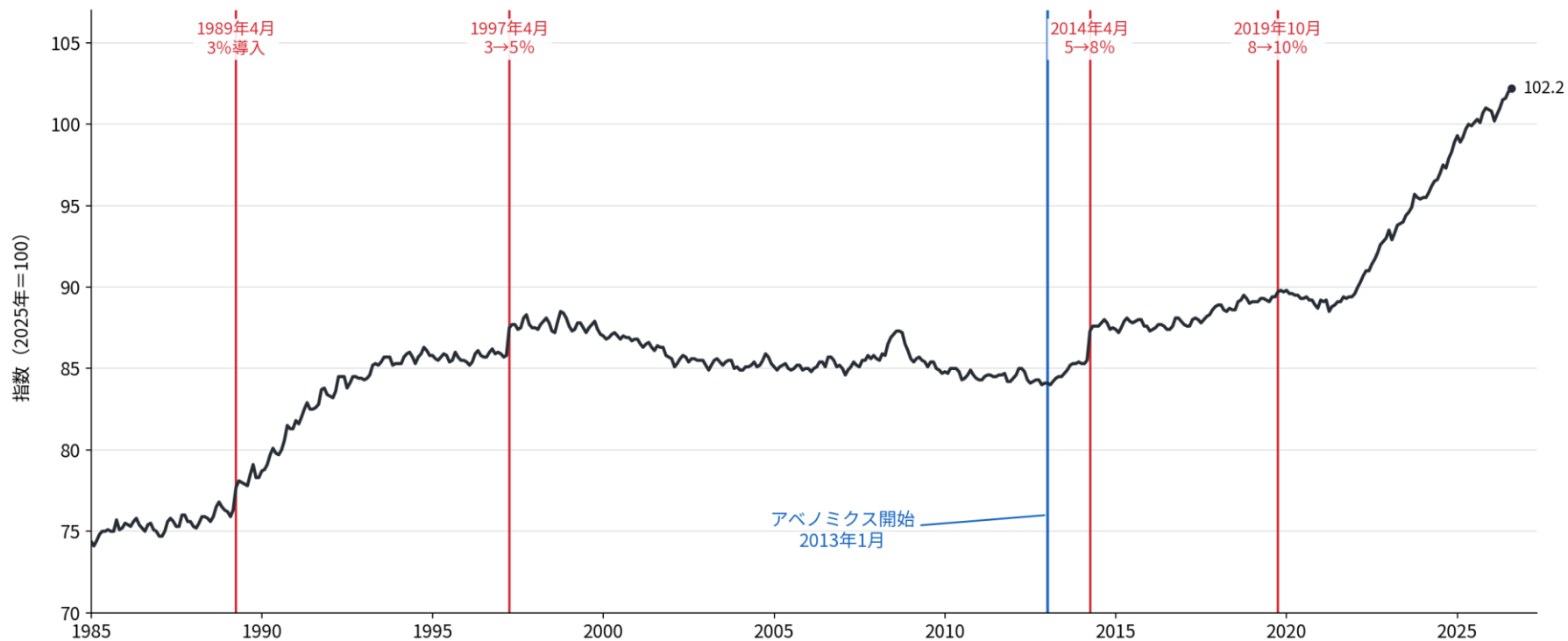
1990-1993年（破線）は2015年基準の簡易遡及系列に、1994年1-3月期の新旧系列比率を乗じた参考接続値。

出所：内閣府「国民経済計算」2026年4-6月期2次速報（2026年9月8日公表）、支出側GDP系列簡易遡及。

デフレーションとリフレーション

日本の消費者物価指数（総合）の推移

1985年1月-2026年8月 | 月次・全国 | 2025年=100



赤線：消費税の導入・標準税率の引上げ 青線：アベノミクス開始（2013年1月）

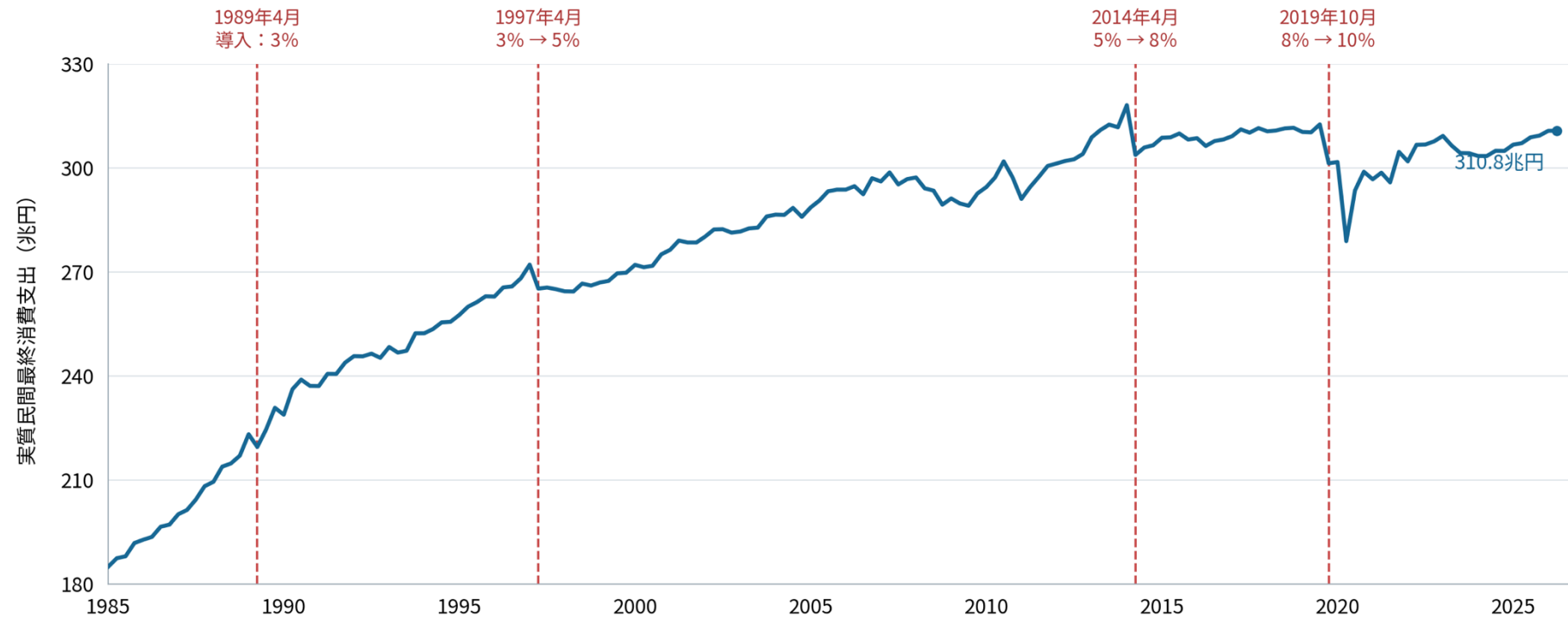
出所：総務省「消費者物価指数」長期時系列データ（添付ファイル zmi2025s.csv）。

注：季節調整前の総合指数。消費税の影響を含む。2019年10月以降、一部品目には軽減税率8%を適用。

実質民間消費は停滞

日本の実質民間消費の推移

1985年1-3月期～2026年4-6月期 | 四半期・季節調整済み・年率換算



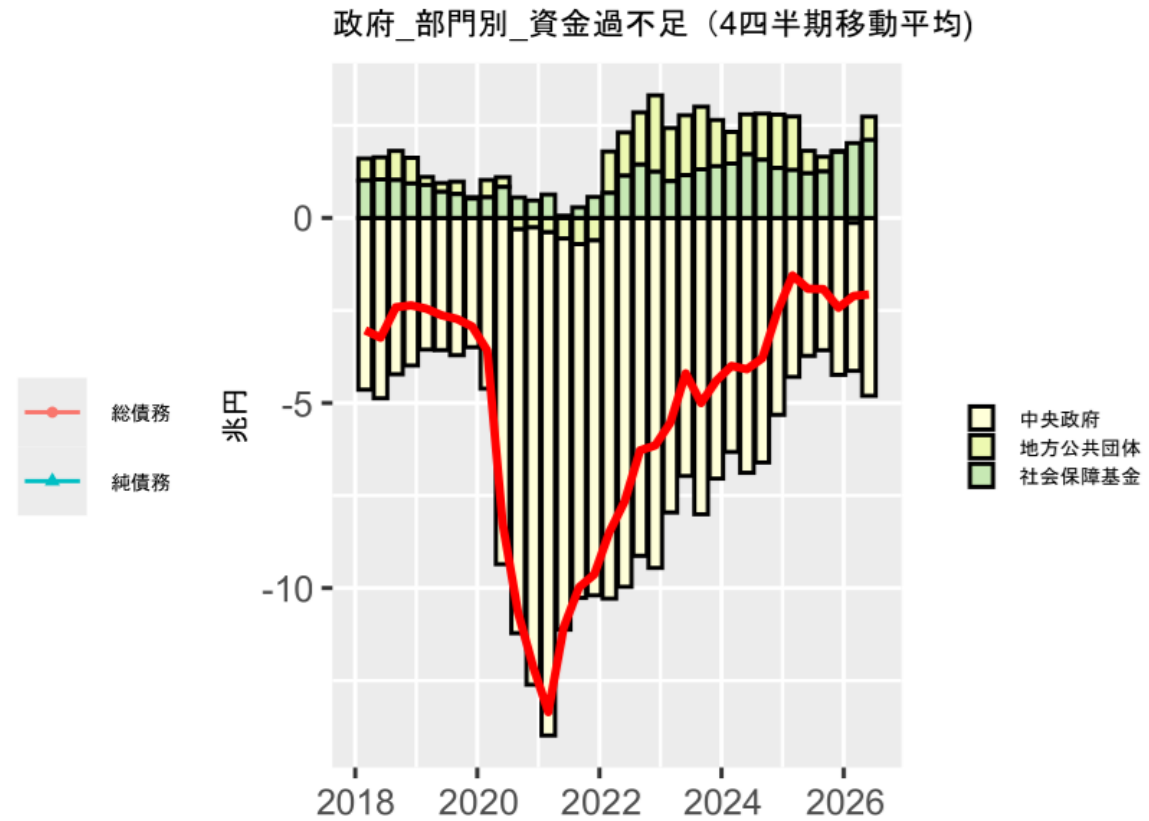
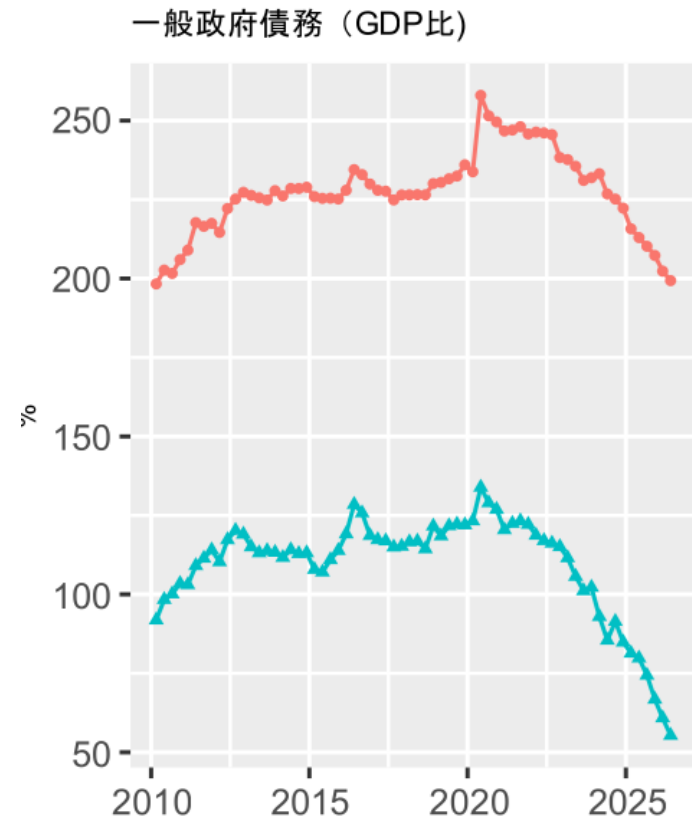
出所：内閣府「四半期別GDP速報」2026年4-6月期・2次速報（2026年9月8日公表）、支出側GDP系列簡易遡及。

注：1994年以降は2020暦年連鎖価格。1985～1993年は2015年基準の簡易遡及系列を、1994年1-3月期の

新旧系列の比率で接続した参考値。民間消費は家計・対家計民間非営利団体の最終消費支出（帰属家賃を含む）。

赤い縦線は消費税の導入・標準税率引上げ時点。2019年10月以降の軽減税率は8%。

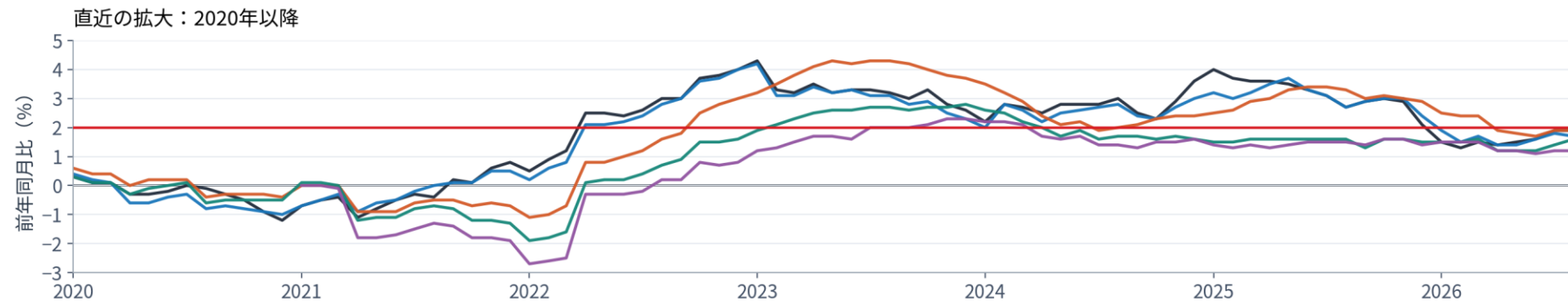
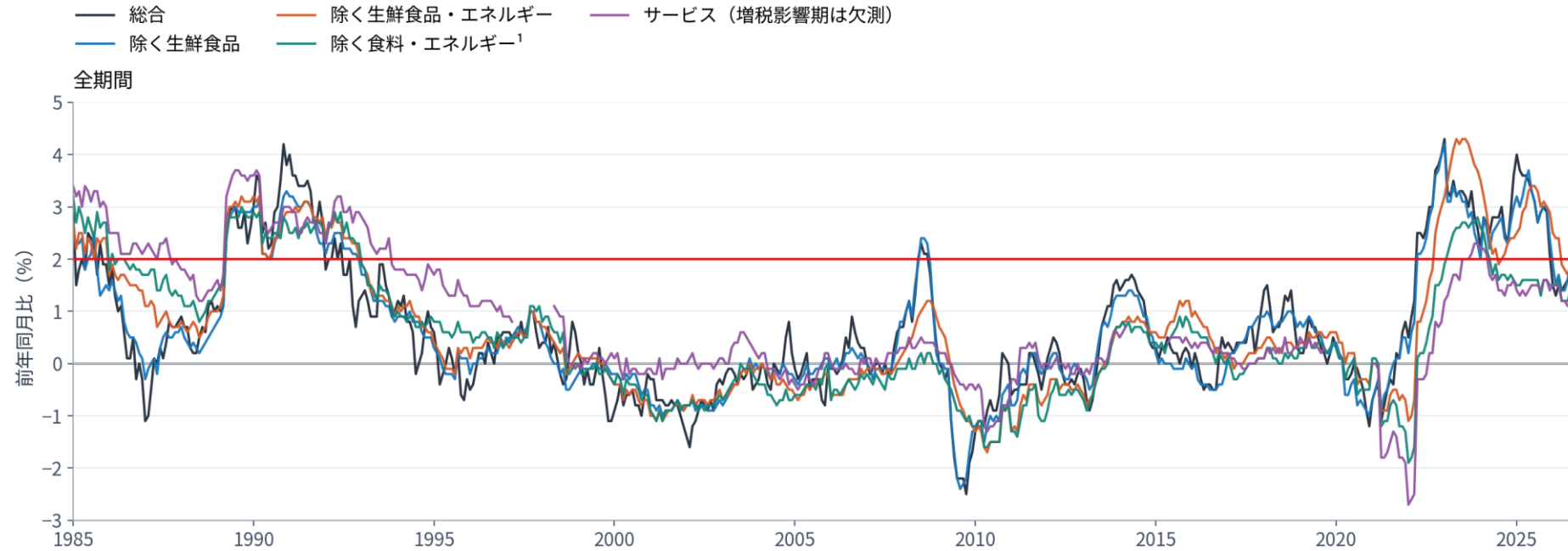
財政は改善



<https://www.dlri.co.jp/report/macro/665846.html>

日本の消費者物価：消費税調整後¹

全国・月次・前年同月比（％） | 1985年1月～2026年8月



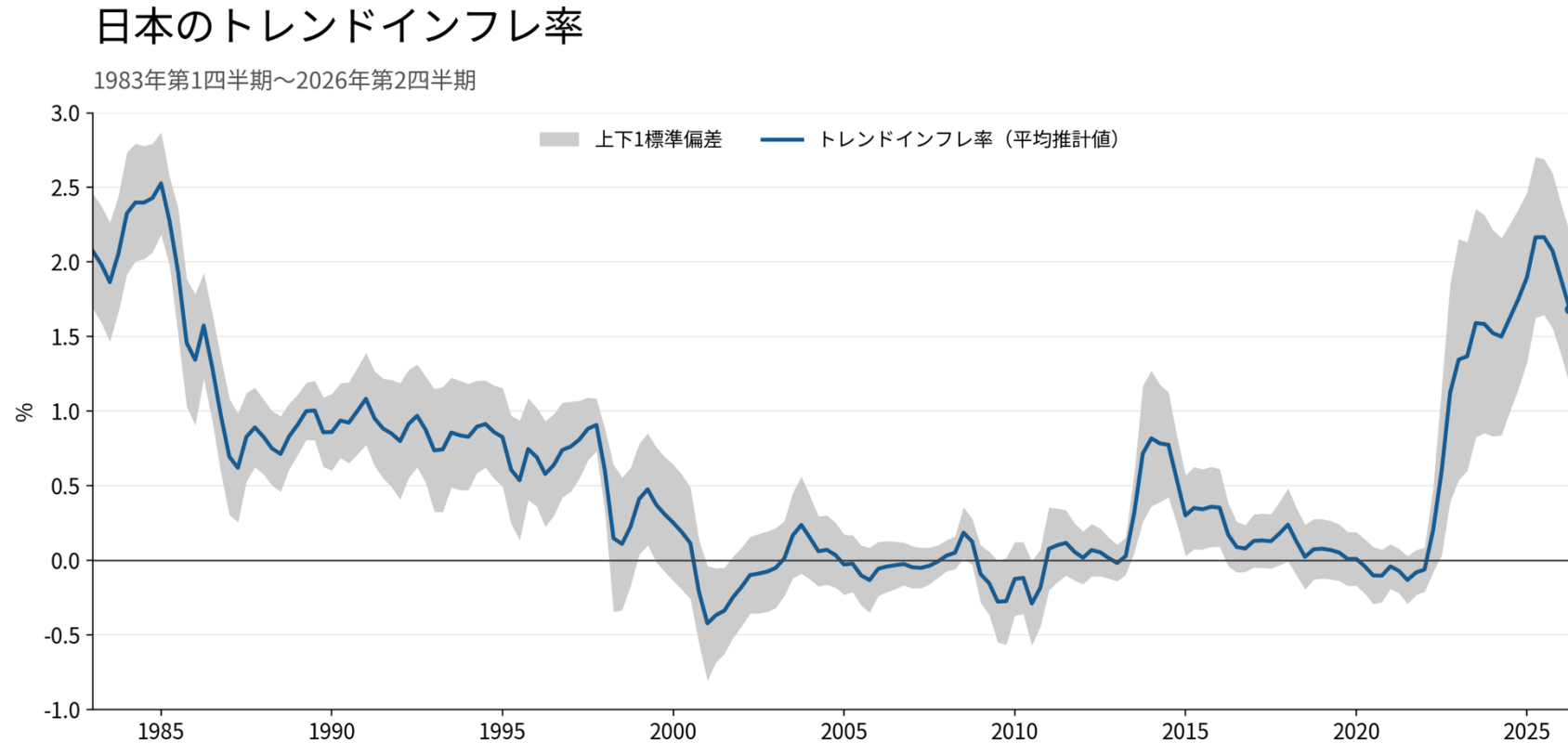
出所：総務省統計局「消費者物価指数」2025年基準・長期時系列データ（e-Stat）。2026年9月18日公表分。

¹ 総合など4系列は公式の消費税調整済指数。2019年の幼児教育・保育無償化の影響も除く。

1989年の消費税導入は未調整。サービスは調整済公表値がなく、1997・2014・2019年増税の影響期を欠測表示。

食料は酒類を除く。サービスは持家の附属家賃を含む。赤線：2％。増税による需要減などの間接効果は除いていない。

トレンドインフレ率は一時2%、その後減速中

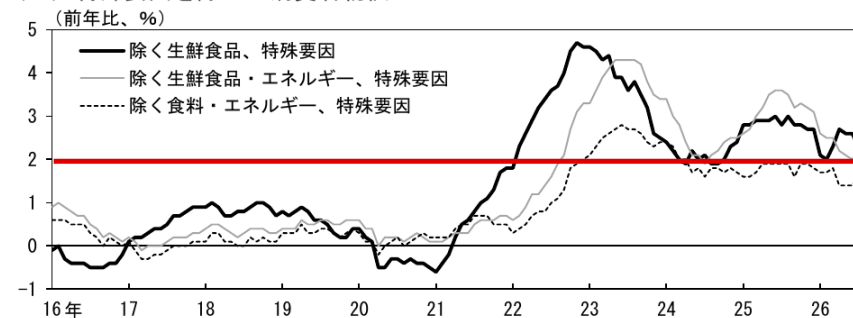


出所：中島上智「データ：トレンドインフレ（日本）」、trend.csv（2026年6月26日時点）。

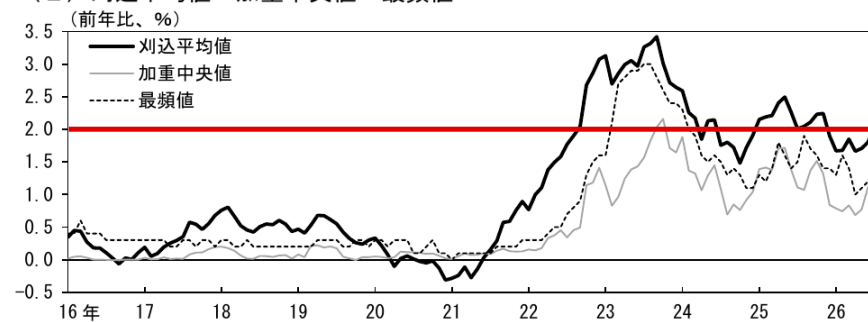
Nakajima, J. (2023), "Estimating trend inflation in a regime-switching Phillips curve,"
Discussion Paper Series A.750, Hitotsubashi University. Full model の公表推計値を再描画。

消費者物価のコア指標

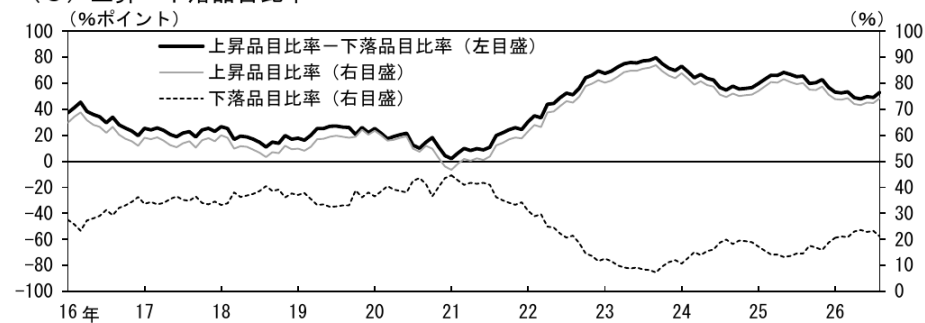
(1) 特殊要因を除いた消費者物価



(2) 刈込平均値・加重中央値・最頻値



(3) 上昇・下落品目比率



- (注) 1. 特殊要因＝消費税率の変更・教育無償化政策（2026/4月の学校給食無償化政策を含む）＋ガソリンや電気・ガス代等の負担緩和策＋2021年の携帯電話通信料の引き下げ＋旅行支援策の各影響。日本銀行調査統計局の試算値。
2. 刈込平均値は、品目別価格変動分布の両端の一定割合（上下各10%）を機械的に控除した値。加重中央値は、価格上昇率の高い順にウェイトを累積して50%近傍にある値。最頻値は、品目別価格変動分布において最も頻度の高い価格変化率。上昇・下落品目比率は、前年比上昇・下落した品目の割合。

(出所) 総務省等

インフレ予想：2%近傍

BEI

Japan: Break-even Inflation Rate (10-year JGBs)

January 2013 – September 17, 2026 | Daily series reconstructed from the official chart



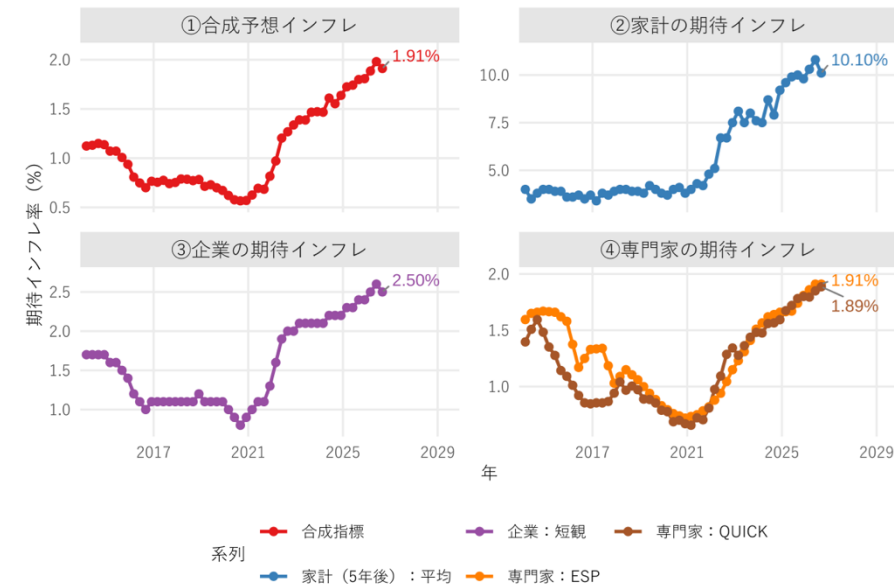
Source: Ministry of Finance, "Break-even Inflation Rate (BEI)," September 17, 2026; Japan Bond Trading data.

BEI is the yield spread between inflation-linked JGBs and nominal JGBs of matching remaining maturity. "10-year" denotes the bonds' original tenor; remaining maturity varies. No 5-/9-year estimated series is spliced in.

Values are approximate: reconstructed from vector paths in the published PDF, not the original numerical dataset. The final value (2.089%) is explicitly reported in the source. Red line: the Bank of Japan's 2% price stability target.

合成予想インフレ率：1.91%

インフレ期待指標の推移



(注) 左上の①合成予想インフレは長田・中澤 (2024) に倣って各種予想インフレ率指標の主成分分析を通じて得られた値をもとに作成。データ制約などの観点で簡略化等を行っている。

(出所) 日本銀行、日本経済研究センター、Bloomberg、Quick より第一生命経済研究所が作成。

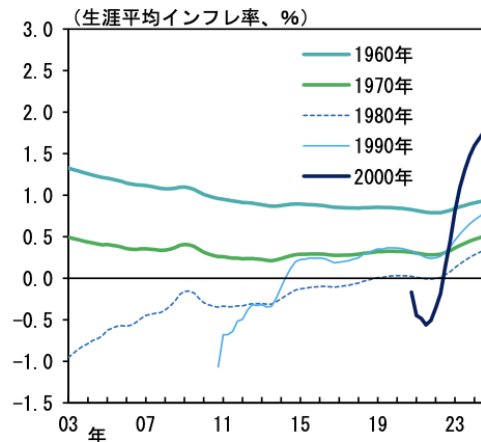
星野卓也「合成予想インフレ率の動向（2026Q3）」

過去の経験は中長期インフレ予想にどう影響するか？ 藤井・中野・高富(2025)

若年層で生涯平均インフレ率が上昇

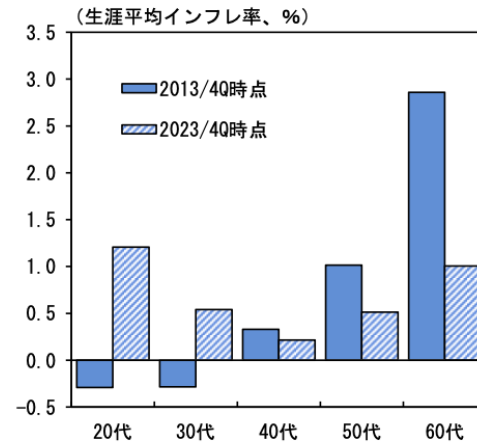
高変動レジーム確率は上昇、しかし直近はどうか

(図3) 生涯平均インフレ率
(生まれ年別)

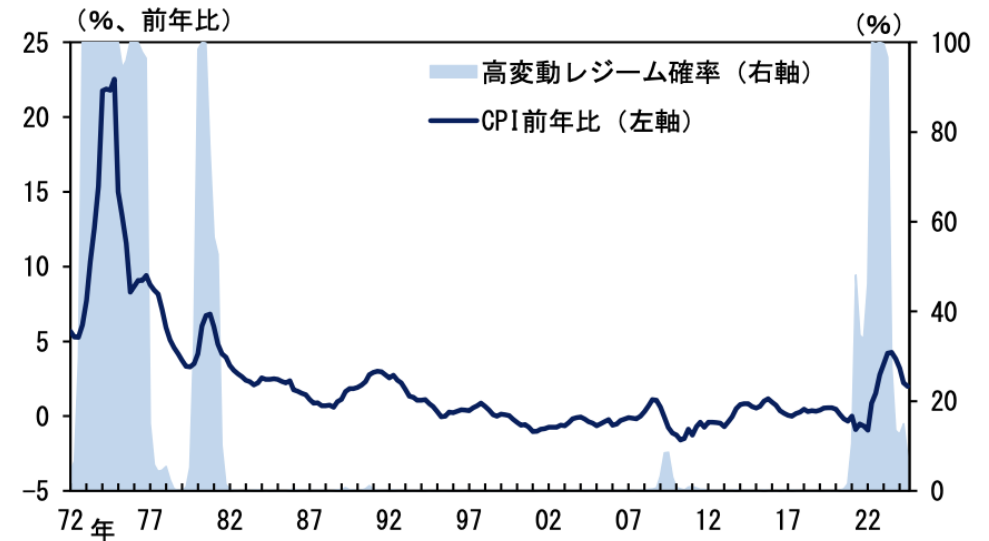


(注) CPI (持ち家の帰属家賃を除く総合) を用いて筆者らが算出。CPIは、消費税率引き上げの影響等を除く。
(出所) 総務省

(図4) 生涯平均インフレ率
(10年前との比較)



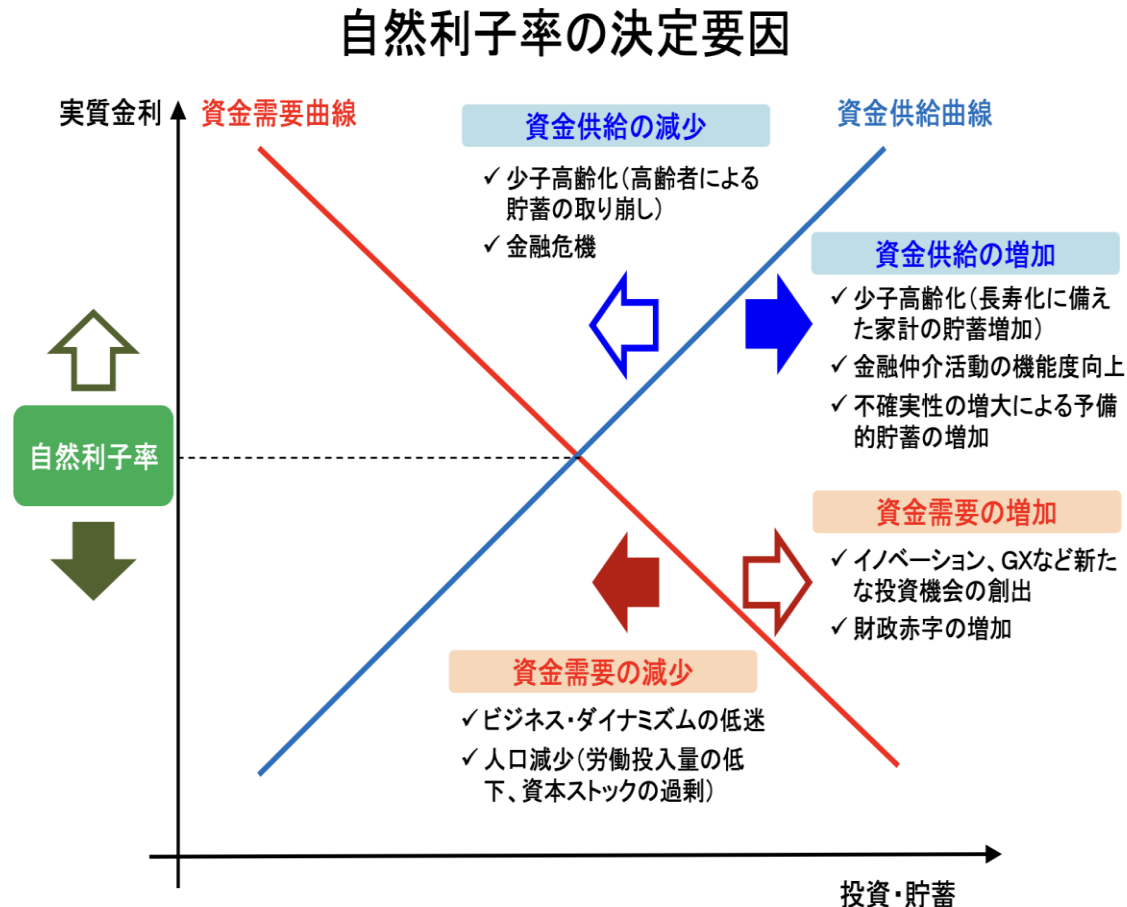
(図5) 推計されたインフレレジーム



(注) CPIは生鮮食品およびエネルギーを除く総合。消費税の影響等を除く。
(出所) 総務省

中立金利（自然利子率）の動向

今後の帰趨は不確実だが、パンデミック以前に戻る可能性が高い



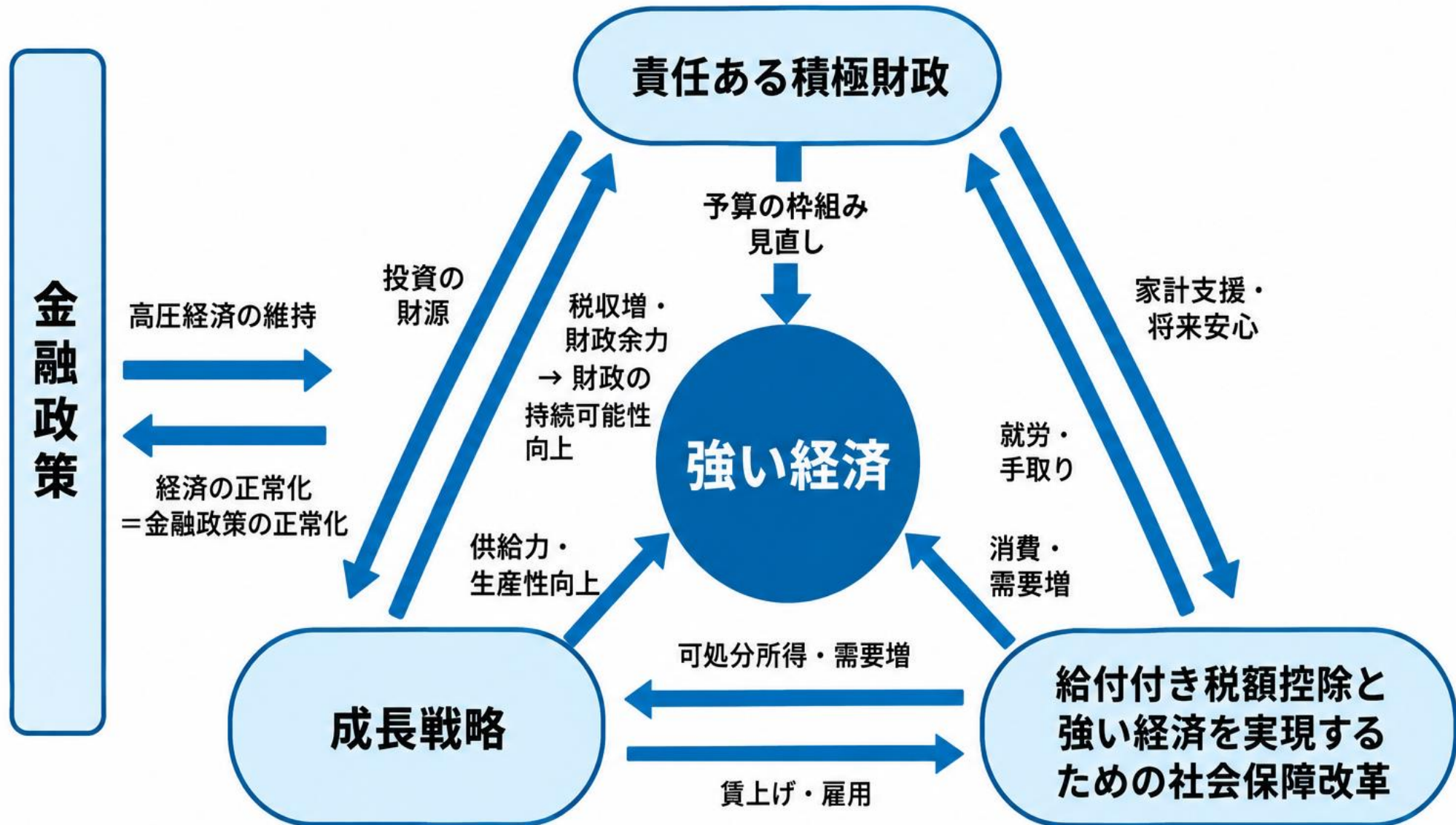
- IMF、世界経済見通し、2023年4月、第2章
- 「全体として、本邦が下過ぎ金利がパンデミック以前に戻る可能性が高い」と示唆されている」
(Bernanke 2022、邦訳7頁)。

サナエノミクスの全体像

アベノミクスとの比較

	アベノミクス	サナエノミクス
目的	デフレからの脱却 総需要の増大 成長の復活	成長の復活 総供給の強化
手段	3本の矢 ① 大胆な金融緩和 ② 機動的な財政出動 ③ 民間投資を喚起する 成長戦略	① 金融政策は前提 ② 責任ある積極財政 ③ 成長戦略 ②と③の統合
成果	デフレの克服 名目成長の復活 雇用の増大	
課題	統合運用の欠落： ②、③の矢の不十分さ 所得再分配	統合運用の徹底 実効性のある成長戦略 給付付き税額控除

サナエノミクスの全体像



骨太方針2026のポイント

責任ある 積極財政

2027-2040年度

中長期経済財政計画

財政目標の中核

債務残高対GDP比の
安定的低下

令和9年度予算から転換

1 | 供給力を高める投資

- 危機管理投資・成長投資を重点化
- 17の戦略分野を官民で推進
- 国内投資を2040年度250兆円へ

2 | 予算編成を刷新

- 「強く豊かな日本」投資枠を創設
- 複数年度措置で予見可能性を確保
- 補正予算依存から当初予算中心へ

3 | 成長と安心を両立

- 地域の稼ぐ力と産業クラスター
- AI活用、人材育成・流動化
- 現役世代の保険料率上昇を抑制

政策運営の考え方

名目3%超・実質1%超の成長を早期に
定着させ、強い経済と財政の持続可能性を同時に実現。

政府・日銀が連携し、2%の物価安定目標を持続
的・安定的に実現。

日本成長戦略のポイント

2040年度までの投資規模

370兆円超

17分野・62の主要製品／技術

政府が複数年度支援、調達、規制改革、税制・金融を組み合わせ、民間投資を引き出す。

成長の加速装置

AX

AIトランスフォーメーション

17の戦略分野

AI・半導体

デジタル／サイバー

情報通信

量子

防衛産業

航空・宇宙

海洋

造船

マテリアル

合成生物学・バイオ

創薬・先端医療

資源・エネルギー／GX

フュージョン

防災・国土強靱化

港湾ロジスティクス

フードテック

コンテンツ

横断課題

新技術立国・競争力強化 スタートアップ 金融を通じた潜在力解放 人材育成 労働市場改革 家事等の負担軽減 賃上げ環境整備 サイバーセキュリティ

地域未来戦略のポイント

国の成長投資を地域へ展開し、産業集積・地場産業・インフラを同時に育てる

A 戦略産業 クラスター計画

17の戦略分野と連動。複数都道府県規模で大規模投資と世界水準の産業集積を形成。

B 地域産業 クラスター計画

地域の強みを生かす産業群を育成。中堅・中小企業の連携、設備投資、販路開拓を支援。

C 地場産業 成長プラン

農林水産、観光、工芸、部品加工などの付加価値を高め、域外・海外需要を獲得。

共通の実行基盤

- 地域未来交付金と複数年度支援
- 土地利用調整と規制・制度改革

目指す成果

- 道路・港湾・電力・通信などの基盤整備
- 産業人材の育成・確保・定着

若者・女性が働き続けられる良質な雇用と、持続可能な地域経済

詳しくは、
こちらをど
うぞ

自由な経済
強い国家
サナエノミクスとは何か

若田部昌澄
MASAZUMI WAKATABE

と
流れを止めるな!

- 「責任ある積極財政」とは何か?
- 骨太方針からPB目標が消えた、その真意は?
- 産業政策の復権、政府の関与が不可欠に
- 高圧経済「経済を冷やすな」
- 日銀「金融正常化」とともに目指すもの

日経プレミアシリーズ

参考文献

- 藤井 豪、中野 将吾、高富 康介.2025.「家計の中長期インフレ予想の形成メカニズムー過去経験・インフレレジームの果たす役割ー」日本銀行ワーキングペーパーシリーズNo.25-J-3.https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2025/data/wps25j03.pdf
- Bernanke, Ben S. 2022. *21st Century Monetary Policy: The Federal Reserve from the Great Inflation to COVID-19*. New York: W.W. Norton. (ベン・S・バーナンキ著、高遠裕子訳『21世紀の金融政策 大インフレからコロナ危機までの教訓』日本経済新聞出版、2023年)

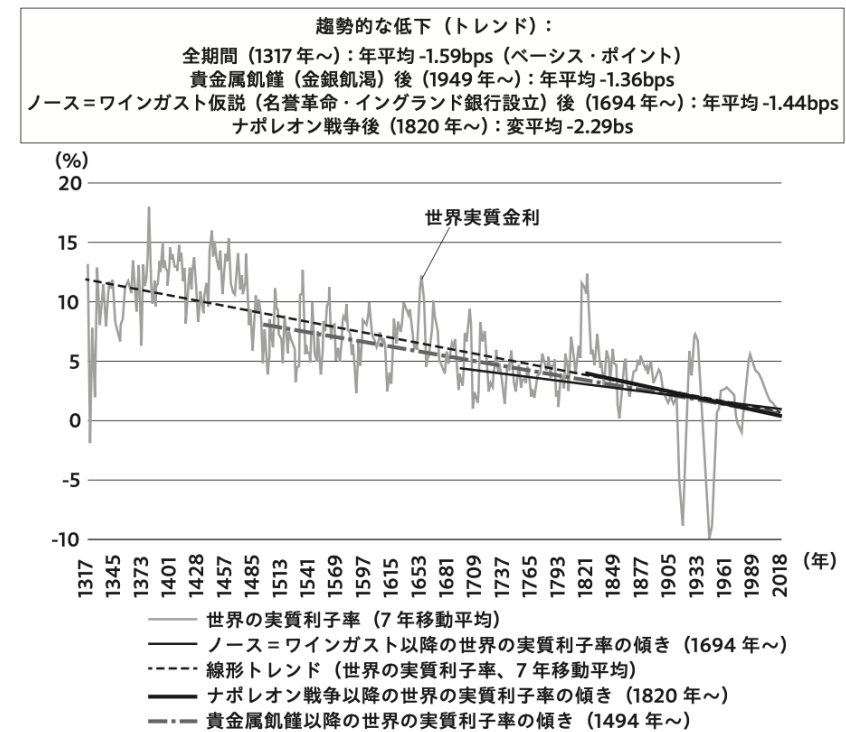
自然利子率は上昇するのか？

図表14-4 自然利子率の決定要因

(引き上げ) 要因	自然利子率
生産性	+
平均余命（高齢化） Aging	-
高齢 Aged	+
不平等	-
世界の分断化	-
市場支配力	+ / -
政府の積極財政	+
公的債務	+
不確実性	-
グリーン経済への移行 Green Transition (投資か費用か)	+ / -

出所) Obstfeld (2023), IMF (2023)

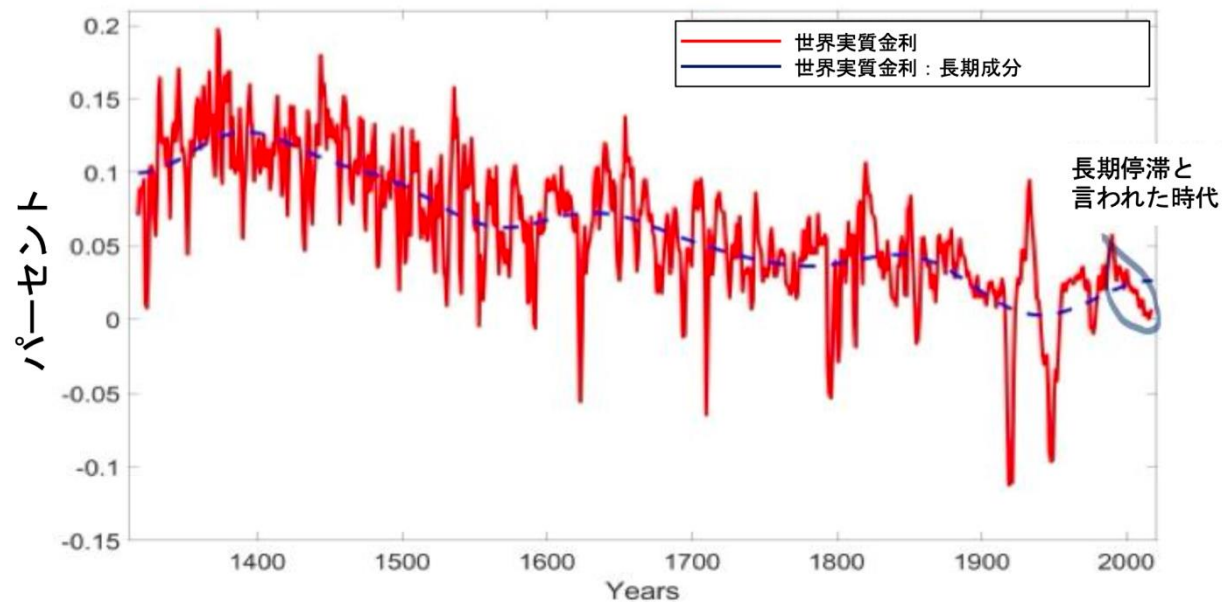
図表14-5 実質利子率の長期推移



出所) Schmelzing (2020)

低金利時代は例外だったか？

付録：長期停滞こそが例外だった

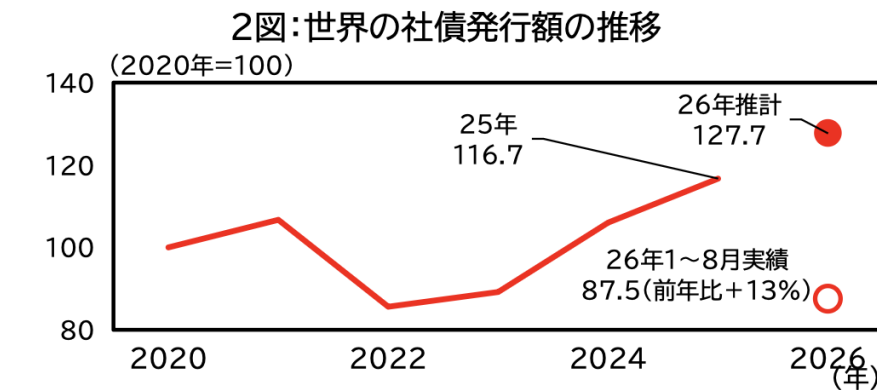
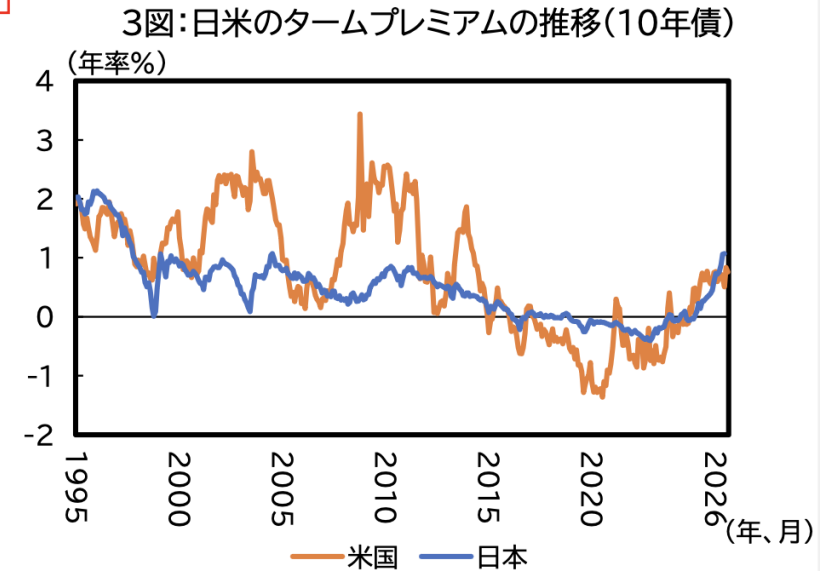
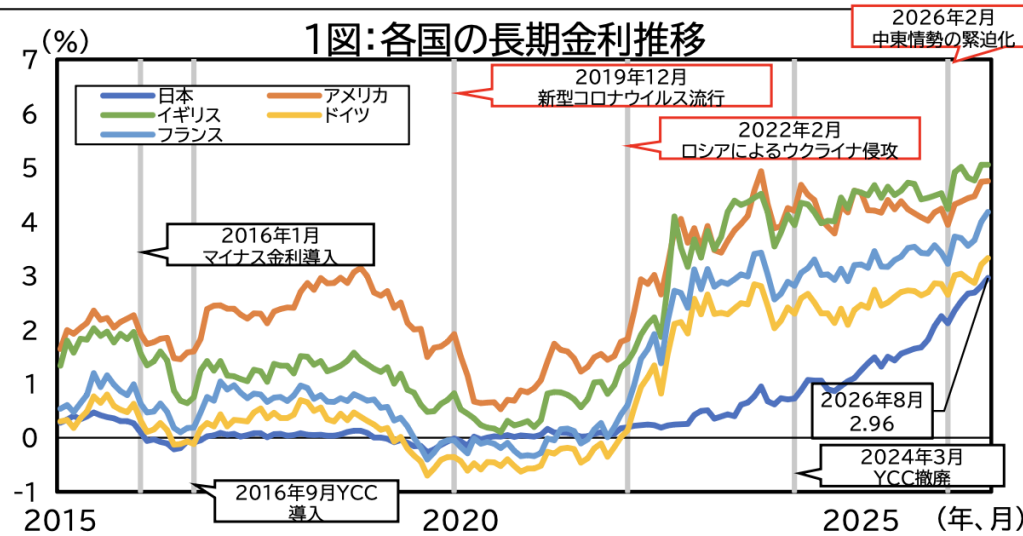


(出所) Rogoff, Rossi and Schmelzing *American Economic Review* 2024 (August 2024).

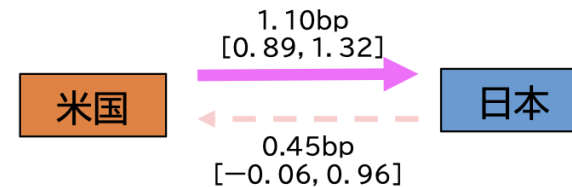
金利上昇の背景①

○2022年のウクライナ侵攻以降、主要国では金利を引き上げて物価高に対応し、長期金利も上昇。その後も、原油の供給制約と価格高止まりが続き、加えて、ハイパースケーラー等によるAI関連の投資増、安全保障環境の変化に伴う財政需要増などが作用して、世界的に金利高が継続。

○我が国では2024年以降、イールドカーブ・コントロール（長短金利操作、YCC）の撤廃や長期国債買い入れの減額等の政策変更が進む中で、国内の経済・物価情勢や海外金利、国債需給等の影響も受け、長期金利が上昇。



4図：長期金利の日米間の波及
1標準偏差分のショックに対する相手国金利の累積変化(bp、20営業日)



(備考) 1図：Bloombergから作成。長期金利には各国の10年国債利回り(月末値)を採用。

2図：Bloombergから作成。1年超の社債を2020年発行額を100として指数化。

3図：米国はFederal Reserve Bank of New York, "Treasury Term Premia" (Adrian-Crump-Moench (ACM) モデル)、日本は中島上智(一橋大学経済研究所)「日本の金融政策関連データサイト」より。タームプレミアムは、長期金利のうち予想金利以外の構成要素で、期間が長い債券を保有する場合に流動性や金利変動リスクを負うことに対して投資家が求める追加金利に相当。4図：第一ライフ資産運用経済研究所による推計。推計期間は2024年~の日次終値。日米10年金利の前日差を使用。1期ラグの2変数VARで、市場終了時刻順(日本→米国)でコレスキー分解をしている。標準偏差は、残差ブートストラップ1000回による。[]内は95%信頼区間。実線は1%有意、点線は10%有意。