

「責任ある積極財政」の下での日本経済・財政の展望

— 積極財政・円安の循環の背景と債務増加リスクの定量評価 —

公益財団法人 国際通貨研究所

久後 翔太郎

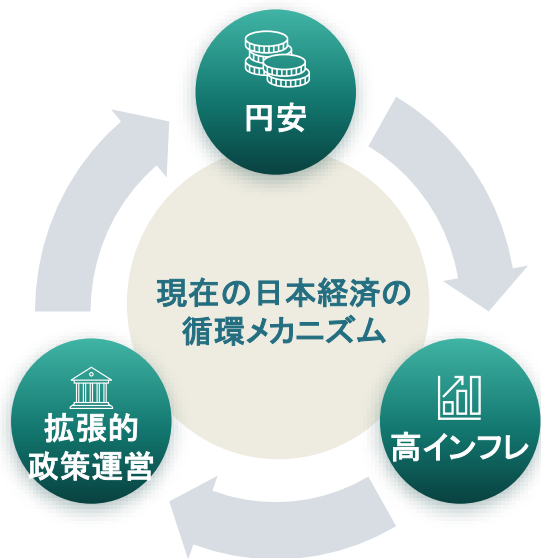
2026年9月1日

01 構造変化

日本経済の構造変化と「責任ある積極財政」

高市政権発足前 円安・投入コスト増 ⇒ インフレへ移行

高市政権発足後 積極財政・緩やかな利上げ期待 ⇒ 円安



政策への示唆

- ・ 循環からの脱却には、積極財政の「責任」の明確化、金融政策への政府関与懸念の払拭が重要
- ・ 債務比率の安定的な低下を実現するには、複数年で均してみたときにPB黒字を確保する必要

02 リスク定量化

「責任ある積極財政」のリスク定量化と評価

当面 債務残高対GDP比は低下見込

金利が成長率を下回る間は、同比率は低下しやすい

長期 債務比率の安定低下の実現は不確実

2040年度の債務比率シミュレーション

点線＝基準60% 達成／未達

2025年度比（達成確率、%）	現状投影	成長戦略実現①	成長戦略実現②
上昇しない	47.8	69.1	64.9
年平均0.5%pt以上低下	39.8	61.5	57.0

求められる対応

①
平時
PB黒字幅を拡大

②
危機対応時
適切な規模の経済対策

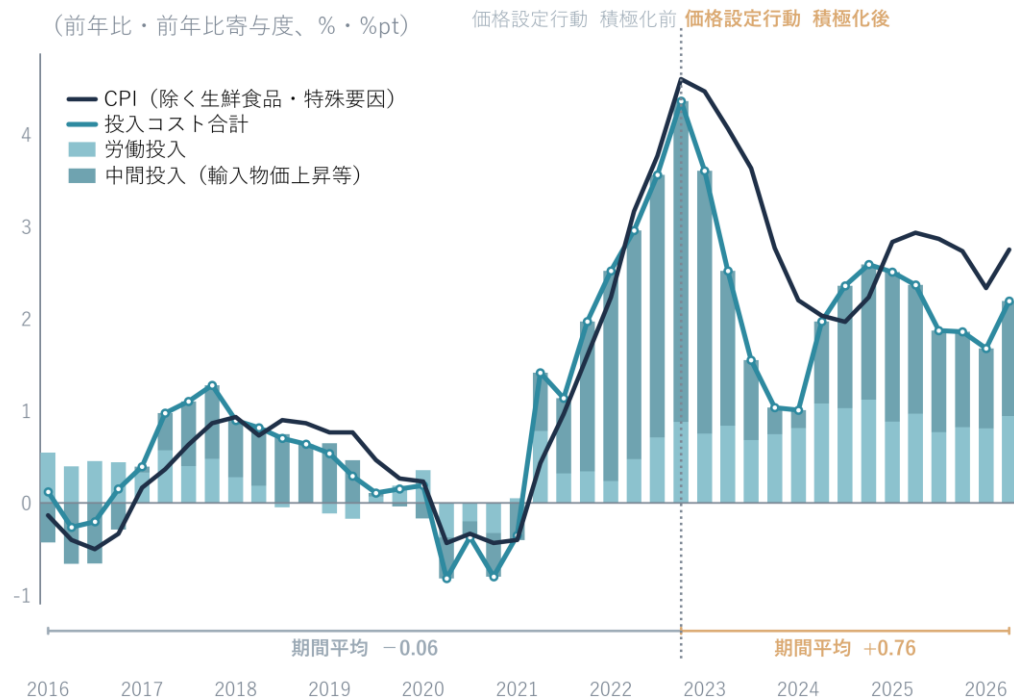
③
危機対応後
速やかに経済対策縮小

日本経済の構造変化と「責任ある積極財政」

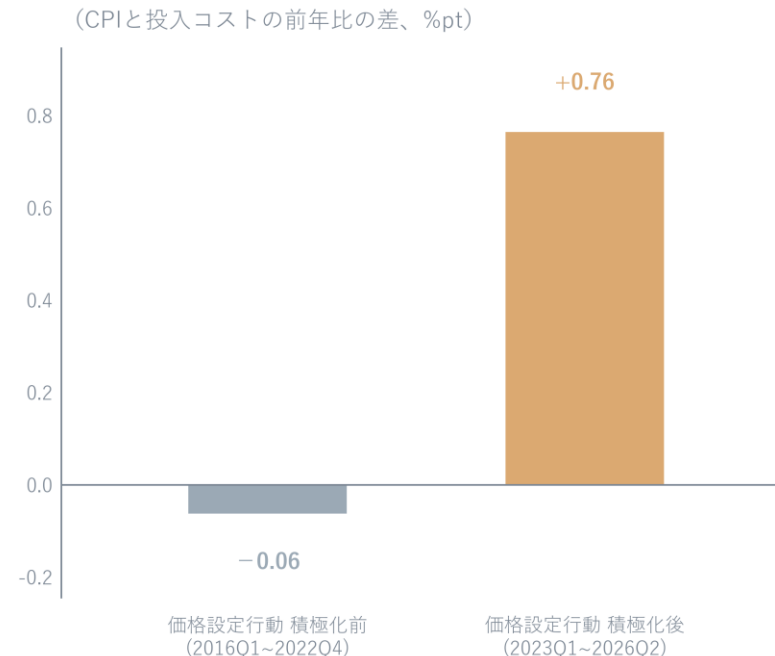
KEY MESSAGE

- 円安の急進によって、「コストプッシュ」の側面が大きく表れる
- 投入コストの急増を背景に、デフレ・低インフレ期には見られなかった積極的な価格設定行動が経済全体に広まる

投入コスト内訳とCPI



価格転嫁スタンス

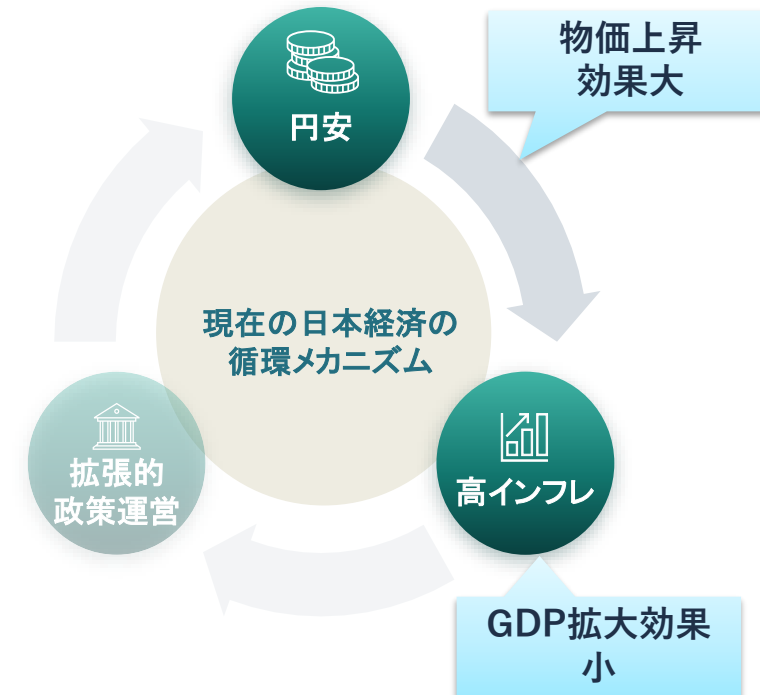
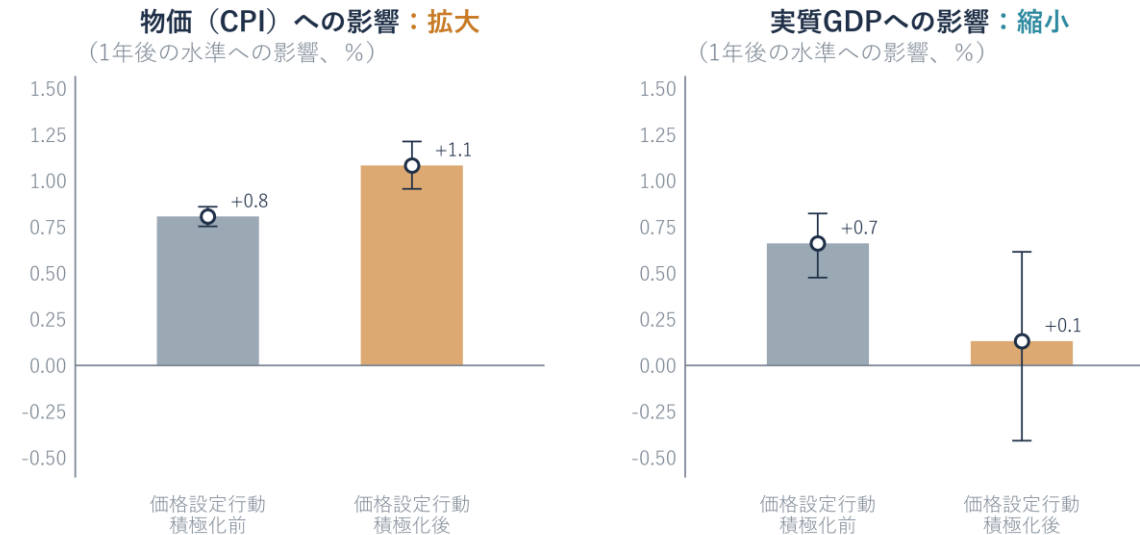


KEY MESSAGE

- 円安による「景気面のメリット」は縮小、「物価面のデメリット」は拡大⇒「物価高対策」が選択されやすい状況
- 供給制約の強まりで、円安の「デマンドプル」面でのGDP拡大効果は縮小、物価上昇効果は高まった可能性

< 10%の円安が与える影響 >

< 高市政権発足前の経済状況 >



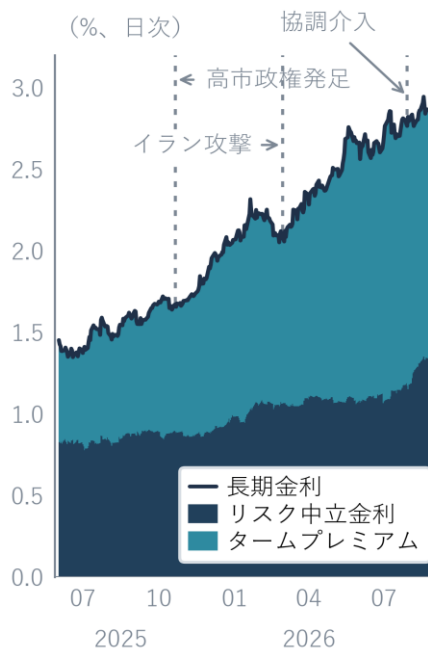
✓ 円安によるコスト増を積極転嫁

✓ 価格転嫁積極化で実質購買力低迷

KEY MESSAGE

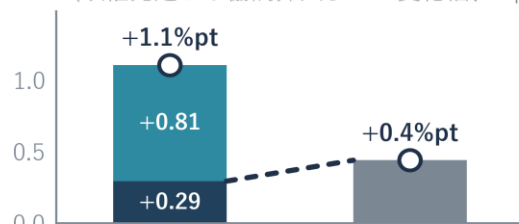
インフレ下での「積極財政」と「緩やかな利上げ予想」に海外要因が相まって高市政権発足後も円安基調

長期金利の推移



長期金利上昇の要因分解

■ タームプレミアム ■ リスク中立金利
(政権発足から協調介入までの変化幅、%pt)



日本
長期金利
タームプレミアム主導

日本
インフレ期待
中立金利より上昇幅大

同期間の変化幅

ドル円

+7.8%

政策対応

政府:積極財政
日銀:緩やかな利上げ

国内経済

インフレへの転換
(供給制約)

海外情勢

原油価格の高騰



日米金融政策
-日本が緩和的-



インフレ
期待上昇



貿易赤字
拡大懸念

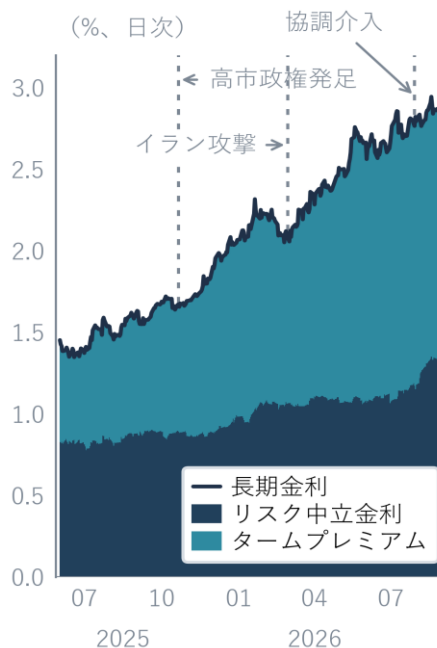


円安の進行

KEY MESSAGE

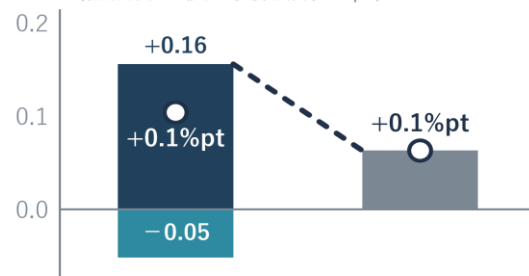
- 協調介入によって、政府による金融政策への関与懸念が後退
- 円安の背景にあった「拡張的政策運営」のうち金融政策が転換するとの機運が高まる

長期金利の推移



長期金利上昇の要因分解

■ タームプレミアム ■ リスク中立金利
(協調介入後の変化幅、%pt)



日本 長期金利
リスク中立金利主導

日本
インフレ期待
中立金利より上昇幅小

同期間の変化幅

ドル円

-2.5%

政策対応

政府：積極財政

日銀：利上げ加速

国内経済

インフレへの転換
(供給制約)

海外情勢

原油価格の高騰



日米金融政策
-相対緩和度小-



インフレ
期待抑制



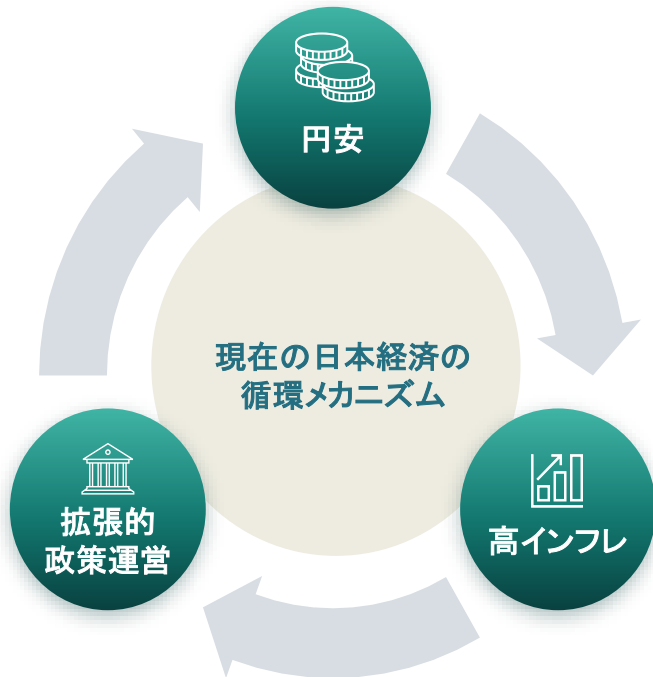
貿易赤字
拡大懸念



円安の一服

KEY MESSAGE

- マクロ経済面では、中長期的には供給制約の緩和を通じて、インフレ圧力を和らげることが重要
- 政策面では、金融政策に変化の兆しが見られる中、「責任ある積極財政」の「責任」の明確化がカギ



経済の状況

現状 供給制約に直面

- ・円安による物価上昇効果が拡大
- ・需要喚起策でGDPは増加しにくく、物価が上昇しやすい

必要な対策 供給能力の拡大

- ・需要の拡大が物価を押し上げる度合いを小さくする

リスク 投資による生産性向上が限定的

- ・官民投資の量的拡大を図るだけでは生産性向上に繋がりにくい可能性 (第2部)

現状



政府
財政

- ### 「責任ある積極財政」
- ・積極財政の方針明確化
 - ・物価高対策の継続



日銀
金融政策

緩やかな利上げ → 加速観測

- ・協調介入前
 - － 緩やかな利上げ予想
- ・協調介入後
 - － 政府関与懸念後退で利上げ加速観測

求められる対応

- ### 「責任」の明確化
- ・歳入・歳出両面の取組加速を通じて、将来的な財政悪化を回避
 - ・的を絞った物価高対策
 - ・経済の新陳代謝の促進等

物価上振れリスクの抑制を継続

- ・物価安定目標の持続的・安定的実現に向けた金融政策運営の継続

今後のリスク

- ### 財政規律の弛緩
- ・タームプレミアム拡大で長期金利が上昇する中、円安も進行するリスク

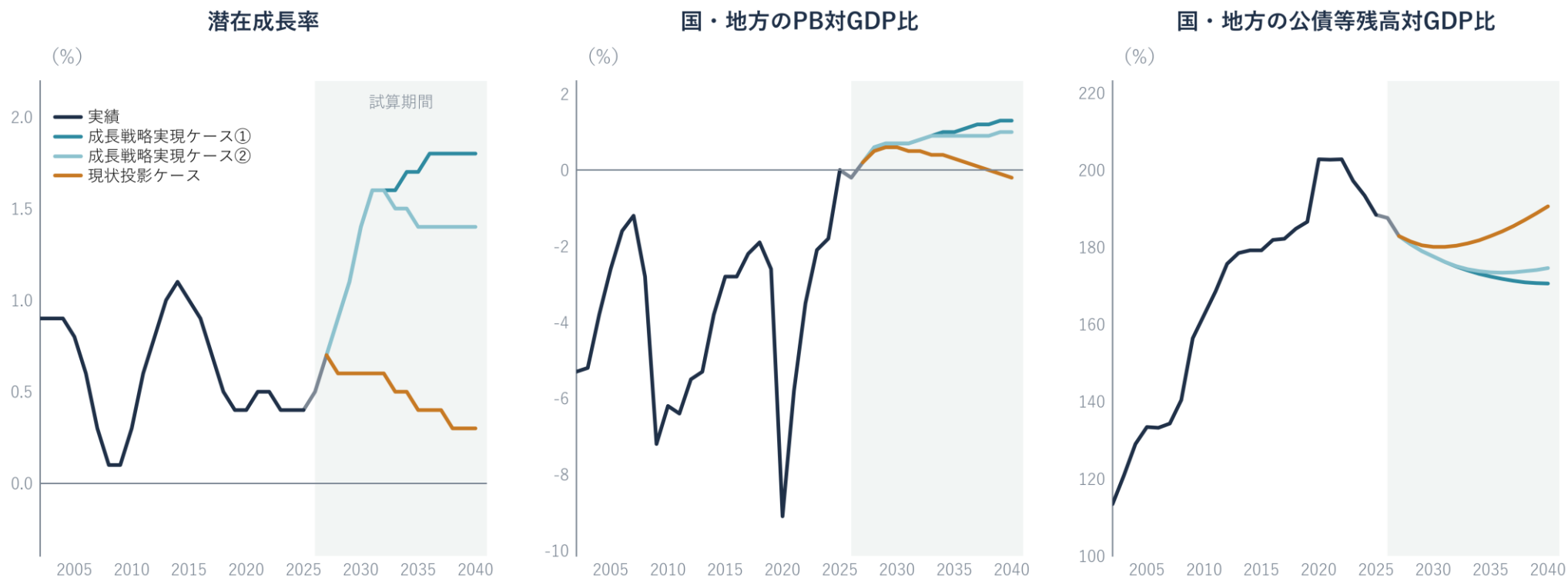
日銀人事

- ・2028年春に執行部の任期満了
⇒ 緩和路線へ転換するリスク

「責任ある積極財政」のリスク定量化と評価

KEY MESSAGE

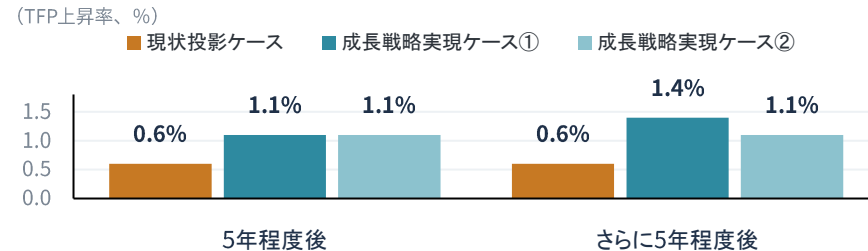
成長戦略実現ケースが想定する高成長下では税収増等で財政状況は概ね改善するが、現状投影ケースでは将来的に悪化
- 財政の持続可能性が経済成長に大きく依存している可能性



KEY MESSAGE

官民投資が拡大しても生産性向上に繋がらない可能性
- 資源配分の効率化を通じて、民間企業の合理的選択の結果として、投資が増える環境の醸成が重要

中長期試算でのTFPの想定



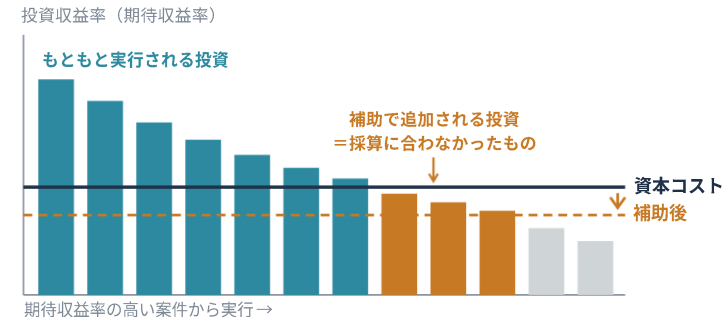
成長戦略実現ケース：現状比 +0.5～0.8%pt

各種取り組みのTFP押し上げ効果 (%pt程度、年平均)

押上げ要因	中期	長期
AI導入	0.2	0.2
大規模設備投資（資本の若返り）	0.1	0.1
対日直接投資	0.1	0.1
人への投資	0.1	0.1
R&D投資	0.0	0.2
生産資源配分の効率化	0.1	0.2
合計（現状投影ケース比）	0.6	0.9

※効果の重複も踏まえ、中期（～2031）1.1%程度・長期（～2036）1.4%程度と想定

官民投資拡大で生産性が向上するためのポイント



政府支援による資本コスト低下

- ✓ 投資額自体は増加しても、低収益資本が蓄積し、資本の質が低下するリスク
- ✓ 人材・資金が高収益資本を有する事業に流れず、資源配分が歪んで生産性が低下するリスク

→ 市場の失敗（資金制約・供給網強化等）がある場合は、政府支援が有効も、過度の支援は生産性を低下させる可能性

財政悪化による金利上昇で資本コスト増加

- ✓ 企業が実行したい投資を実行できない
＝本来の合理的な選択が阻害される

→ 財政の信認を保つことは投資促進の大前提

目指すべき方向性

資源配分の効率化による期待収益率上昇

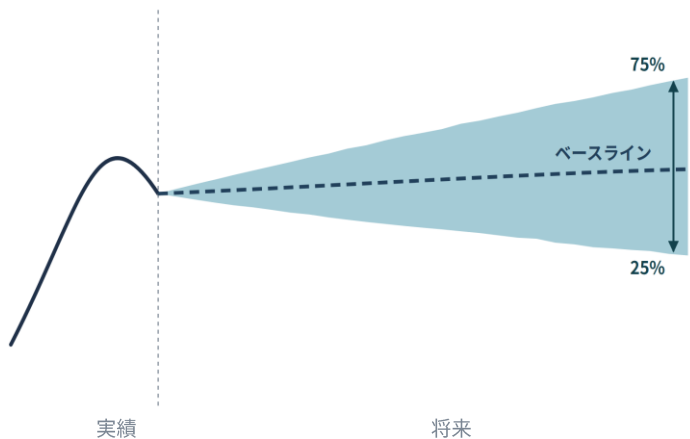
- ↑ 期待収益率↑
規制改革・競争促進、AI実装の制度整備
- ↻ 新陳代謝↑
企業の参入・退出、労働移動の活性化
- ↓ 不確実性↓
政策の予見可能性・マクロ経済の安定（リスク調整後の収益率↑）

→ 資源配分の効率化が投資の増加とTFP上昇をもたらす

KEY MESSAGE

経済財政諮問会議で取り上げられた手法である確率的債務持続可能性分析(SDSA)を用いることで、中長期試算だけでは把握できないリスクを定量化可能

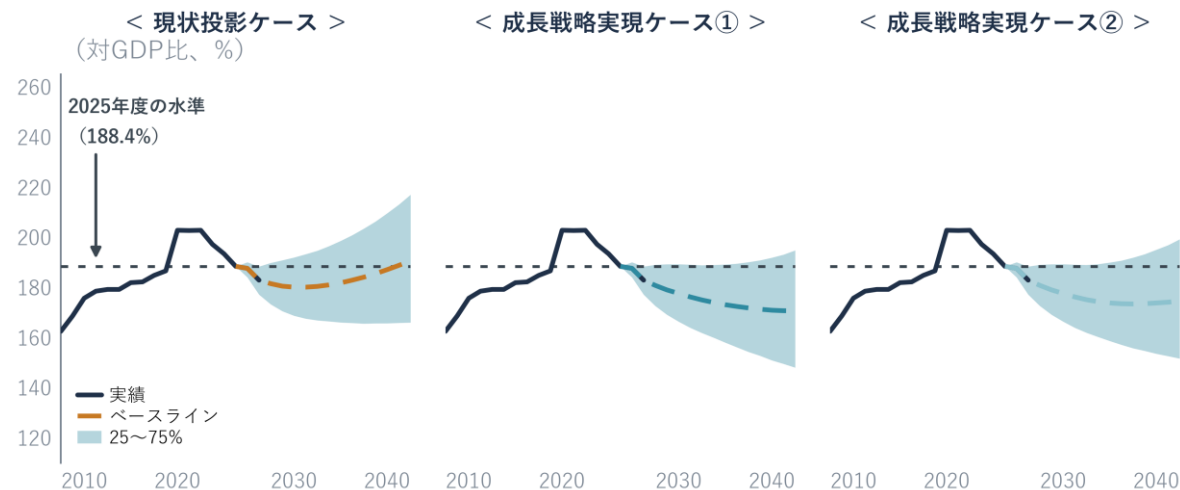
債務比率のファンチャートの見方



- ① ベースライン=内閣府中長期試算（シナリオ別）
- ② GDP・金利・PBがベースラインの経路から乖離する可能性
→ 乖離した場合の債務の見通しを多数シミュレーション
- ③ 多数の債務見通しから債務のリスクを確率的に評価

帯が広いほど不確実性が大きい

公債等残高対GDP比のリスク分布（中長期試算をもとにした国際通貨研究所の試算値）



上昇しない確率（2025→2040年度）

47.8%

69.1%

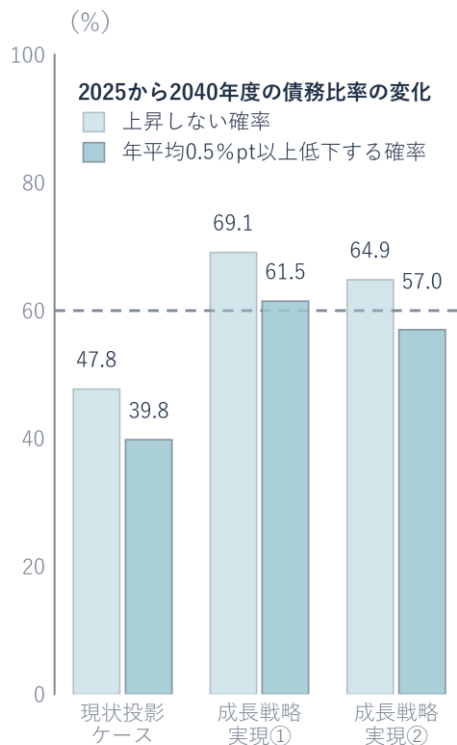
64.9%

中長期試算だけでは把握できないリスクを定量化

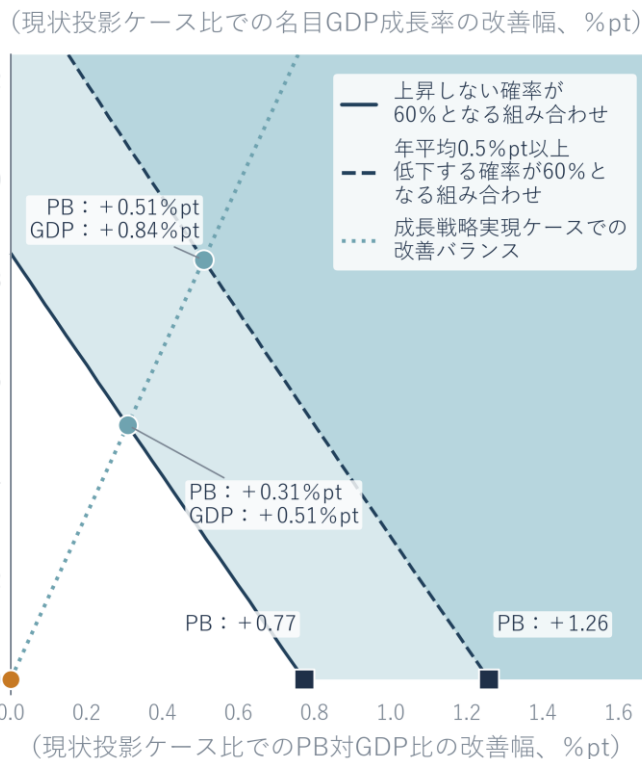
KEY MESSAGE

- 「債務残高対GDP比の安定的低下」を実現できる可能性が十分高いのは成長戦略実現ケース①のみ
- 複数年で均してみたときにPB赤字縮小・黒字拡大を目指すことは債務の安定低下実現に必要
 - ✓ 平時にPB黒字を十分に確保、危機対応時には必要な対策を実施するといったメリハリが今後一層重要に

< 2040年度の債務比率に関する確率 >



< 債務の安定低下に必要なPB・GDP成長率の改善幅 >



ポイント

成長戦略実現ケース

- ① : 69.1% / 61.5% ... 2基準ともクリア
- ② : 64.9% / 57.0% ... 「安定的な低下」が実現しない可能性も

現状投影ケース

- ✓ 安定的低下を見込みにくだけでなく、増加に転じる可能性も大
- ✓ 「債務残高対GDP比が最低限上昇しない」状態を実現するには・・・
 - 財政主導型：PB対GDP比：+0.77%pt
 - 成長・財政のバランス型：GDP：+0.51%pt、PB対GDP比：+0.31%pt

求められる対応

①

平時
PB黒字幅を拡大

②

危機対応時
適切な規模の経済対策

③

危機対応後
速やかに経済対策縮小

- ✓ ①が大きいほど、②の規模を大きくできる
- ✓ ②の規模が大きいほど、景気後退を早期に脱出

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。

当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2026 Institute for International Monetary Affairs（公益財団法人 国際通貨研究所）

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル8階

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>