

高市政権の財政政策は更なる円安を招くのか

財政支出の拡大ショックは翌年の円安に繋がる

経済調査部 エコノミスト 畑中 宏仁

[要約]

- 「責任ある積極財政」を掲げる高市早苗政権は11月に総合経済対策を閣議決定し、12月にはその裏付けとなる補正予算も成立した。事業規模は42.8兆円と、リーマン・ショックやコロナ禍、ロシアのウクライナ侵略の影響を受けた時期の経済対策に次ぐ歴代6番目の大きさになった。近年は税収や税外収入の増加分等を上回る規模の経済対策の策定が続いており、公債金の純増が常態化している。
- 高市政権の財政拡張的な政策スタンスに対する市場の思惑もあって、為替は円安方向で推移している。マンデル＝フレミングモデルでは、財政支出の拡大は自国通貨の増価を招くはずだが、既存の実証研究では、財政支出の拡大ショックは自国通貨の減価に繋がっているとの報告も多い。筆者が日本において分析した結果、実質政府債務残高が1%増加すると、輸入の増加を通じて、実質実効為替レートが1年後に0.9%程度円安となることが示された。
- 高市政権は総合経済対策の第一の柱として物価高対策を盛り込んだが、財政支出の拡大に伴って円安圧力がかかれば、国内物価の押し上げ要因となる。こうした影響を防ぐためには、実質政府債務残高を安定的に引き下げることが重要である。高市政権は成長力強化による財政健全化を目指しているが、財政支出拡大による実質GDPの押し上げだけでは政府債務残高対GDP比を引き下げるることは難しい。物価上昇による実質的な債務圧縮を目指しているわけではないのであれば、プライマリーバランス(PB)の黒字化を引き続き目指すべきだ。

1. 高市政権の財政スタンスと為替レートへの影響

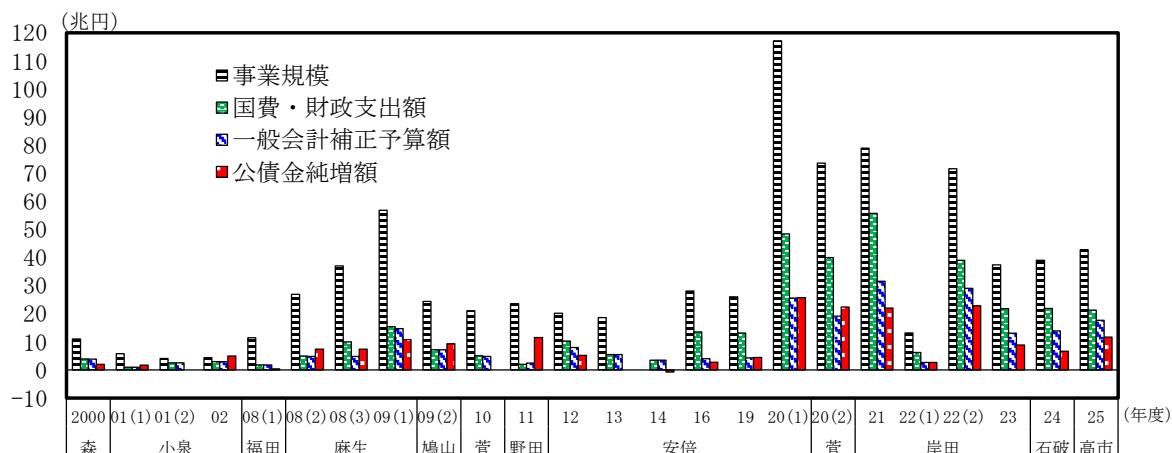
高市政権が閣議決定した経済対策の事業規模は歴代 6 番目の大きさ

2025 年 11 月 21 日、高市早苗政権は総合経済対策を閣議決定した¹。12 月 16 日には総合経済対策の裏付けとなる 2025 年度補正予算も成立した。総合経済対策の事業規模は 42.8 兆円、国費等は 21.3 兆円で、補正予算の一般会計歳出規模（経済対策関係経費）は 17.7 兆円、公債金純増額は 11.7 兆円となっている。

経済対策は 2019 年度から 7 年度連続で策定されている。コロナ禍で経済活動が大幅に制限された 2020 年度の急拡大が顕著だが、その後も大規模な経済対策の策定が続いている。今般の総合経済対策の事業規模は、歴代 6 番目の大きさだ²（図表 1）。

過去の経済対策の財源を見ると、安倍晋三政権下では、税収や税外収入の増加分、前年度の余剰金受入によって全てが賄われたこともあった³。しかし、近年は税収増等を上回る規模の経済対策の策定が続いているおり、公債金の純増で賄う状況が続いている。

図表 1：2000 年度以降の補正予算編成を伴う経済対策の規模



（注）予備費で財源を賄った経済対策は掲載していない。一般会計補正予算額は経済対策関係経費分であり、国債整理基金特別会計への繰入や既定経費の減額などは含まれない。2008 年度（3）の規模は 2008 年度（2）の一部を含んでおり、いずれも 2008 年度第二次補正予算（経済対策関係費約 4.8 兆円）の中で賄われている。2020 年度（1）には 2020 年度第二次補正予算の規模（一般会計予算額 31.9 兆円）は含まれない。

（出所）内閣府、財務省より大和総研作成

高市政権の積極的な財政スタンスに対する市場の思惑もあって、為替は円安基調

過去に策定された大規模な経済対策の背景には、リーマン・ショックを契機とした世界同時不況（2009 年度）やコロナ禍（2020、2021 年度）、ロシアのウクライナ侵略による輸入物価の急上昇（2022 年度）といった事情があった。一方、現在はインフレ率が高止まりする中でも緩やかな景気の回復基調が続いているおり、米国の関税措置などの不確実性は大幅に低下している。

¹ https://www5.cao.go.jp/keizai1/keizaitaisaku/1121_taisaku.pdf

² 一般会計補正予算額（経済対策関係費）で見れば、リーマン・ショック期の経済対策の規模を上回り、2000 年度以降で歴代 5 番目。

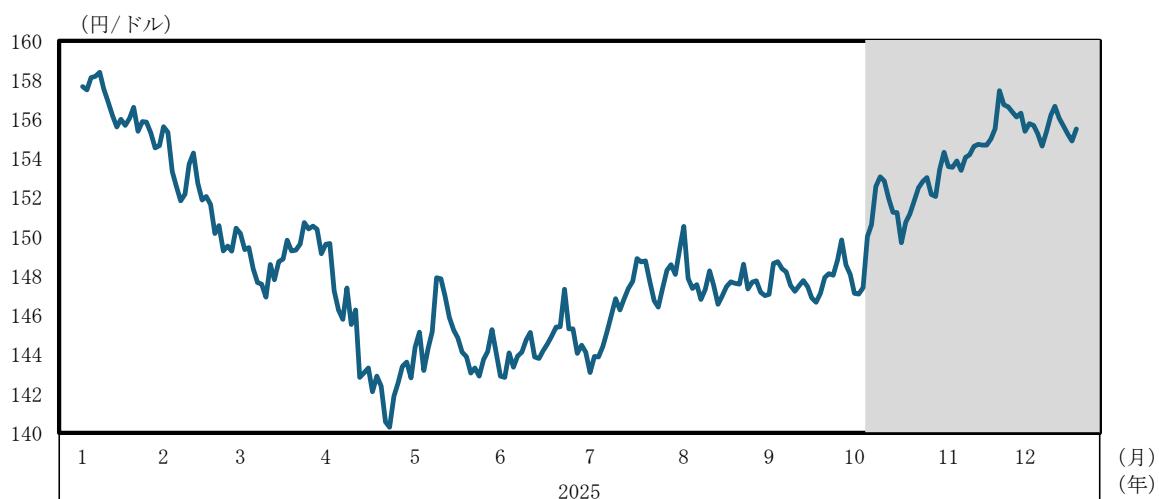
³ 民主党政権時には、補正予算を編成せず予備費で全額を賄ったこともあった。

今般の総合経済対策は経済ショックへの対応というよりも、高市政権が掲げる「責任ある積極財政」の考えが色濃く反映された結果といえる。高市総理は、総合経済対策の閣議決定後の記者会見で、日本が今行うべきことは行き過ぎた緊縮財政により国力を衰退させることではなく、積極財政により国力を強くすることであり、成長を損なうような拙速な財政再建はかえって財政の持続可能性を損なうという旨を述べている⁴。

こうした高市政権の財政拡張的な政策スタンスに対する市場の思惑もあって、10月の自民党総裁選以降、為替は円安方向で推移している（図表2）。為替レートの減価は国内物価の押し上げ要因であり、当社の「[第227回日本経済予測（改訂版）](#)」（2025年12月8日）では、為替要因は足元のコアCPI（生鮮食品を除く総合ベースの消費者物価指数）を前年比1%ポイント程度押し上げていることが示されている。

今般の総合経済対策の第一の柱は「生活の安全保障・物価高への対応」であり、重点支援地方交付金の拡充や電気・ガス料金の補助、ガソリン等の暫定税率廃止などの物価高対策が盛り込まれている。しかし、円安の進行により輸入物価が上昇し、それが国内物価に波及すれば、物価高対策の効果は低下する。そのため以下では、財政拡張と為替の関係について考察する。

図表2：2025年における為替レートの推移



（注）灰色の網掛けは高市自民党総裁就任後の期間。東京インターバンク市場・日次・17時時点。

（出所）日本銀行「外国為替市況」より大和総研作成

2. 実質政府債務残高と為替レートの関係

理論と異なり、実証分析・データでは財政支出の拡大ショックは自国通貨を減価させる傾向

IS-LM分析を開放経済に拡張したマンデル＝フレミングモデルでは、変動相場制の下での拡張的な財政政策は自国通貨の増価に繋がるとされている。財政支出拡大がIS曲線を右方向にシ

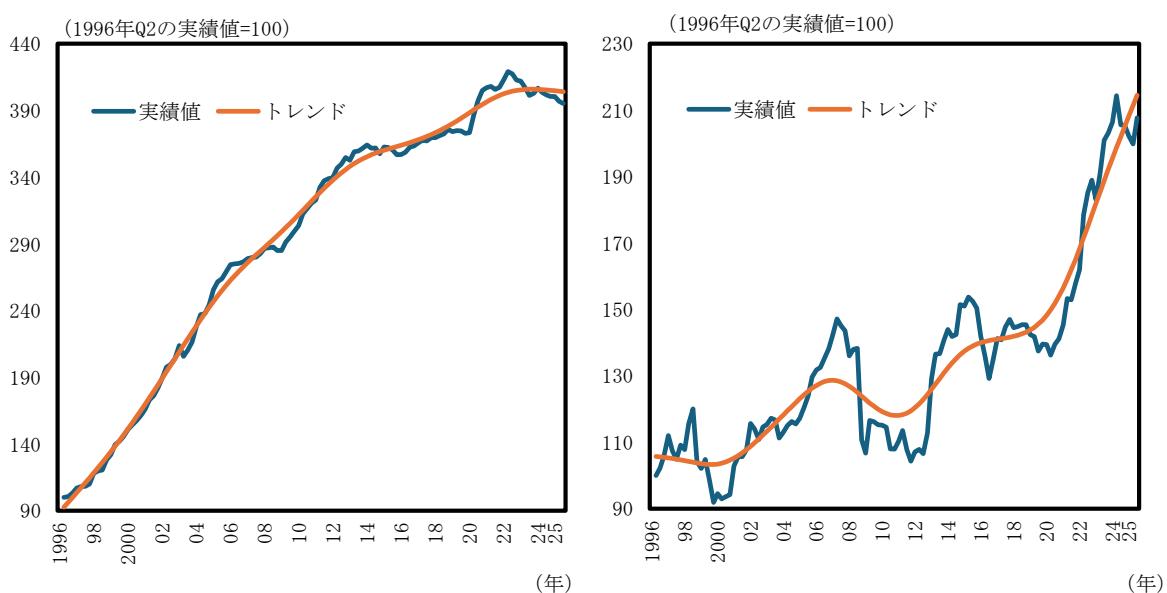
⁴ 11月21日の[記者会見](#)で高市総理は「今回の経済対策は責任ある積極財政の考え方の下、生活の安全保障、特に物価高の問題に早急に対応するとともに、危機管理投資・成長投資により強い経済を実現するために、戦略的な財政出動ということで、必要な施策を積み上げて取りまとめたものでございます」とも述べている。

フトさせることで国内金利が上昇し、高い金利を求めて国外から資本が流入するためである。

しかし、実際のデータに基づく実証分析では、財政支出の拡大ショックは自国通貨の減価に繋がると報告した研究も多くある⁵。日本の場合は財政拡大ショックと為替にどのような関係が確認されるか、まずはそれぞれのデータの動きを確認する。

財政の動向を示す指標として、中央政府の債務残高を GDP デフレーターで実質化した実質政府債務残高を見ると、1990 年代後半から 2000 年代にかけて急激に増加した後、2010 年代にはその増加ペースは緩やかになり、足元では横ばい傾向で推移している（図表 3 左）。為替について、実質実効為替レートの動向を見ると、振れはありつつも円安方向で推移を続け、2022 年以降は急激に円安が進んでいる（図表 3 右）。

図表 3：実質政府債務残高（左）と実質実効為替レート（右）の実績値とトレンド



（注）トレンドは HP フィルターによる。左図の実質政府債務残高は GDP デフレーターによって実質化。右図の実質実効為替レートは逆数であり、数値が上昇（下落）するほど円安（円高）であることを表す。

（出所）財務省「国債及び借入金並びに政府保証債務現在高」、内閣府「国民経済計算」、BIS Data Portal より大和総研作成

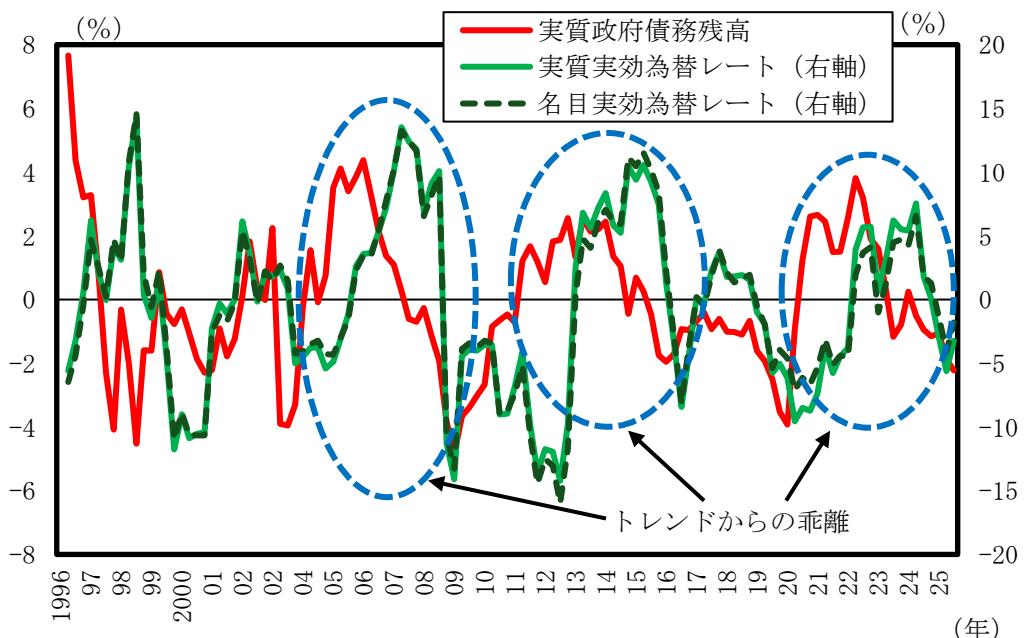
実質政府債務残高と実質実効為替レートについて、前掲図表 3 で示した実績値とトレンドの乖離幅を比較した結果が図表 4 である。図表 4 を見ると、実質政府債務残高がトレンドから上方に乖離（実質政府債務残高が拡大）した後、ラグを持って実質実効為替レートもトレンドから上方に乖離（為替が円安方向に推移）するという傾向が見て取れる⁶。

⁵ 財政支出の拡大ショックが自国通貨の減価を招くとしている実証研究の例としては、McMillin and Koray(1990)やEnders et al. (2008)、Monacelli and Perotti(2010)、Ravn et al. (2012)、Ilori et al. (2022)などがあり、財政支出の拡大ショックによる自国通貨の減価を説明するモデルの検討も行われている（Corsetti et al. (2010)やFujiwara and Ueda(2010)、Ravn et al. (2012)など）。他方で、財政支出の拡大ショックが自国通貨の増価に繋がっているとする実証研究もあり（Bénétix and Lane(2013)やAuerbach and Gorodnichenko(2015)、Ferrara et al. (2020)など）、財政支出の拡大ショックと為替の関係について統一的な見解が得られているわけではない点には留意が必要である。本レポートでは先行研究について深くは立ち入らないが、財政支出の拡大ショックと為替の関係を分析した研究は道和（2025）がまとめている。

⁶ なお、実質実効為替レートではなく、名目実効為替レートを対象とした場合においても傾向は変わらない。

為替レートは、金利差や金融政策のスタンス、経常収支の動向など様々な要因の影響を受けて変動している。だがこの傾向を見ると、既存の実証研究で示されてきたように、日本においても財政拡大ショックは円安方向に働くという関係があるといえそうである。

図表 4：実質政府債務残高と実質実効為替レートのトレンドからの乖離幅



(注) トレンドからの乖離幅は実績値とトレンド値の対数差により算出。名目・実質実効為替レートは逆数であり、数値が上昇（下落）するほどトレンドから円安（円高）方向に乖離していることを表す。

(出所) 財務省「国債及び借入金並びに政府保証債務現在高」、内閣府「国民経済計算」、BIS Data Portal より大和総研作成

実質政府債務残高が 1%増加すれば、1 年後の実質実効為替レートは 0.9%円安に

そこで、Ravn et al. (2012) を参考に、VAR モデルを用いて、実質政府債務残高の増加ショックが生じた場合の実質実効為替レートや実質 GDP などの変動を推定した結果が図表 5 である。実質政府債務残高がトレンド比で 1%増加するショックが発生すると、およそ 1 年後には実質実効為替レートはトレンド比で 0.9%程度円安となり、実質 GDP はトレンド比で 0.25%程度増加⁷するという結果が得られた。

実質実効為替レートは、実質政府債務残高の増加ショックの 1 四半期後までは統計的に有意ではないが、2 四半期後から 6 四半期後までの期間は有意に円安が進行しており、財政拡大ショックの影響はラグを持って続いている。この結果は前掲図表 4 で見られた傾向とも整合的である。そのため、財政拡大ショックの為替への影響は、短期的には小さくとも徐々に為替を円安方向に推移させる効果が発現していくといえよう。

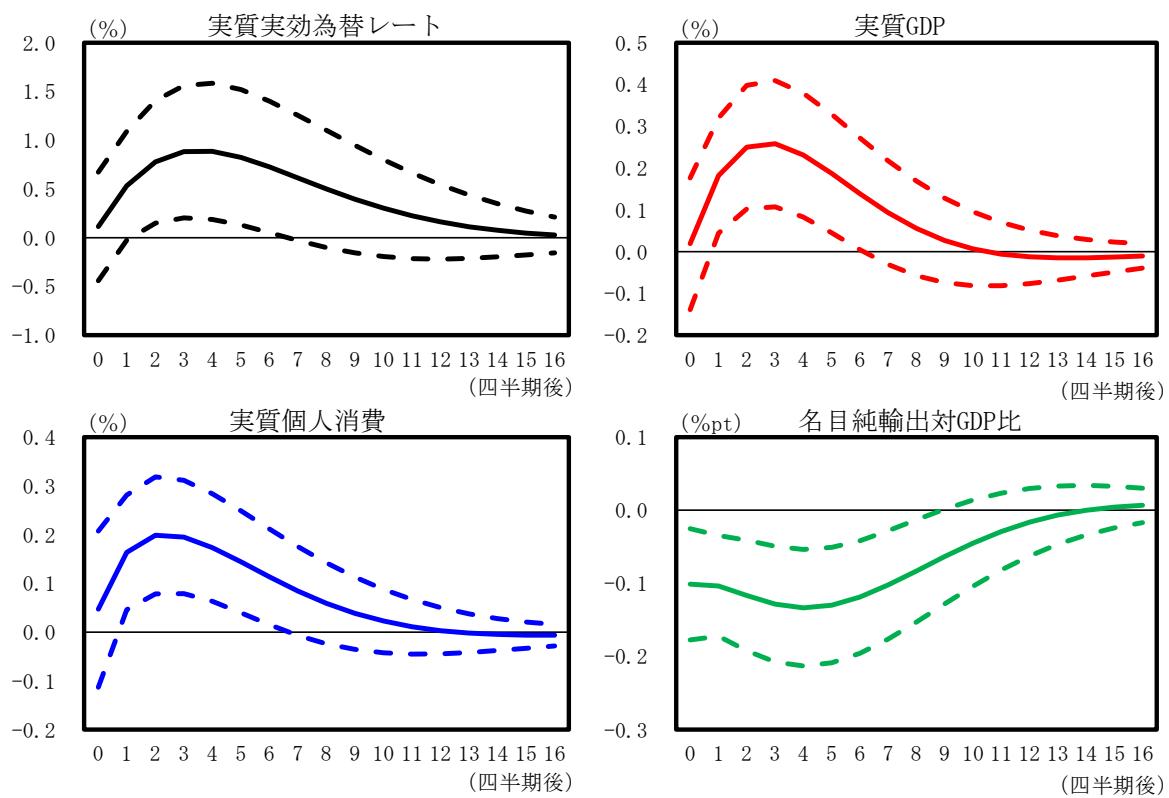
こうした動きに影響していると思われる名目純輸出対 GDP 比である。実質政府債務残高

⁷ 実質 GDP の実額とトレンドとの差は内閣府の推計する GDP ギャップと近い概念であり、実質政府債務残高の 1%増加ショックは 1 年後の GDP ギャップを 0.25%pt 程度拡大（負の GDP ギャップの場合は 0.25%pt 縮小）させるとも捉えることができる。

がトレンド比で 1%増加するショックが発生した場合、その直後から名目純輸出対 GDP 比はトレンド比で 0.1%ポイント程度赤字方向に推移している。財政支出の拡大による国内需要の増加に対し国内供給が追いつかない、もしくは国内供給を増やすために海外から資源・原材料を調達するなどの要因により、輸入が増加し純輸出が赤字方向に変動しているものと思われる。純輸出の減少は海外通貨の需要増に繋がるため、名目純輸出対 GDP 比の赤字が実質実効為替レートの円安方向への動きに影響している可能性がある。

実質 GDP についても、実質政府債務残高の増加ショック直後は有意な結果とはなっていないが、6 四半期後までの期間にかけて増加が続いている、実質個人消費にも同様の傾向が見られる。実際に財政支出の拡大の効果がどの程度で内需に波及するかは、支出の性質次第ではあるものの、過去のデータに基づけば比較的長期間にわたって効果が発現している。

図表 5：実質政府債務残高の増加ショック（1%分）が発生した場合における実質実効為替レート、実質 GDP、実質個人消費、名目純輸出対 GDP 比の変動幅



(注) Ravn et al. (2012)の手法を参考に、実質政府債務残高の対数（GDP デフレーターにより実質化）、実質 GDP の対数、実質個人消費の対数、名目純輸出の対 GDP 比、実質実効為替レート（逆数）の対数の 5 変数（いずれもトレンドからの乖離幅）による VAR モデルに基づき、実質政府債務残高が 1% 分トレンドから増加するショックが発生した場合の変動を表している。推計期間は 1996 年第 2 四半期から 2025 年第 3 四半期。構造ショックの識別にあたっては、上記の順に外生的であると仮定しコレスキーフィルタリングを行った。ラグ次数は赤池情報基準に従い、1 を選択。破線は 95% 信頼区間の幅を表す。なお、実質実効為替レートの代わりに名目実効為替レートを変数に用いた場合でも結果に大きな違いはなく、実質政府債務残高の代わりに実質政府消費や政府債務残高対 GDP 比を用いた場合でも為替レートを円安方向に推移させる効果が確認された。

（出所）財務省「国債及び借入金並びに政府保証債務現在高」、内閣府「国民経済計算」、BIS Data Portal より大和総研作成

3. 高市政権の財政政策に対するインプリケーション

為替を通じた物価上昇を防ぐには、安定的な実質政府債務残高の低減が重要

1 ドル=157 円台と 2025 年 1 月以来の円安水準となったことを受け、片山財務大臣は 11 月 21 日の記者会見で足元の動きは非常に一方的で急激であり憂慮している旨を述べた。足元の為替レートは実質実効為替レートで見ると 1970 年代前半以来の円安水準であり、為替が国内物価を押し上げる懸念もあることから、高市政権がこれ以上の円安を望んでいるわけではないことは明らかである。

本レポートの分析では、実質政府債務残高の増加はラグを持って、為替を円安方向に推移させるという関係が確認された。高市政権は「責任ある積極財政」によって強い経済を実現することを目指しているが、「積極財政」の結果、実質政府債務残高が増加すれば、為替はさらに円安方向に推移し、国内物価への波及を通じて、物価高による負の影響を日本経済に与えかねない。為替による国内経済への悪影響を避けるためには、実質政府債務残高が増加しないよう、財政健全化の取り組みを進めていく必要がある。

財政健全化について、高市政権は成長率を高めることによる政府債務残高対 GDP 比の引き下げを目指している。しかし、**前掲図表 5** で示されているように、実質政府債務残高が 1% 増加することによる実質 GDP の押し上げは 0.25% 程度であり、財政支出拡大による成長率向上だけで政府債務残高の対 GDP 比を引き下げるには難しい。

政府債務残高対 GDP 比の引き下げには、政府債務残高の増加率を名目 GDP 成長率が上回ればよいため、実質 GDP 成長率が高まらなくとも、GDP デフレーター（国内物価）が高まれば可能だ。しかし、高市政権は今般の総合経済対策の第一の柱に「生活の安全保障・物価高への対応」を位置づけ、物価高対策に取り組んでおり、物価上昇を通じた政府債務残高対 GDP 比の引き下げを目指しているわけではない。そうであるならば、財政支出に頼り過ぎない民需主導の経済成長とともに、プライマリーバランス（PB）の黒字化を目指すべきだ。

高市総理は単年度での PB 黒字化にはこだわらず、数年単位でバランスを確認する方針を述べている。だが、物価上昇に頼らない財政健全化を実現するためには、PB 黒字化を早期に実現し、政府債務残高の増加圧力を軽減する必要がある。本レポートで示したように、財政健全化努力の後退は円安を通じた国内物価上昇圧力を招きかねないものもあり、物価高対策の一つとしても、実効性のある財政健全化目標の設定が重要である⁸。

⁸ 本レポートの分析では実質政府債務残高の実額とトレンドの差を用いているため、トレンドが増加すれば実質政府債務残高が為替に与える影響は少ないのではないかという指摘もあるかもしれない。しかし、現在実質政府債務残高のトレンドは横ばい傾向で推移しており、このトレンドが増加に転じるためにはまずは実額が増加する必要がある。その際、実額とトレンドの差分は確実に拡大するため、トレンドが実額に追いつくまでの期間は円安が進行する。

【参考文献】

道和孝治郎 (2025) 「近年の開放経済における政府支出ショックの波及効果に関する実証研究と理論研究について：既存研究の整理と今後の展望」、摂南大学経済学部『摂南経済研究』第15巻、第1・2号、pp. 55-64

Auerbach, Alan J. and Yuriy Gorodnichenko (2015) "Effects of Fiscal Shocks in a Globalized World," *NBER Working Paper*, No. 21100.

Bénétrix, Agustín S. and Philip R. Lane (2013) "Fiscal Shocks and the Real Exchange Rate," *International Journal of Central Banking*, Vol.9, No.3, pp.1-32.

Corsetti, Giancarlo, André Meier and Gernot J. Müller (2010) "Cross-Border Spillovers from Fiscal Stimulus," *International Journal of Central Banking*, Vol.6, No.1, pp.5-37.

Enders, Zeno, Gernot J. Müller and Almuth Scholl (2008) "How Do Fiscal and Technology Shocks Affect Real Exchange Rates? New Evidence for the United States," *CFS Working Paper*, No.2008/22, Goethe University Frankfurt, Center for Financial Studies (CFS).

Ferrara, Laurent, Luca Metelli, Filippo Natoli and Daniele Siena (2020) "Questioning the puzzle: fiscal policy, real exchange rate and inflation," *Bank de France Working Paper Series*, No.752, Banque de France.

Fujiwara, Ippei and Kozo Ueda (2010) "The Fiscal Multiplier and Spillover in a Global Liquidity Trap," *IMES Discussion Paper Series*, 2010-E-3, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan.

Ilori, Ayobami E., Juan Paez-Farrell and Christoph Thoenissen (2022) "Fiscal policy shocks and international spillovers," *European Economic Review*, Vol. 141, 103969.

McMillin, W. Douglas and Faik Koray (1990) "Does Government Debt Affect the Exchange Rate? An Empirical Analysis of the U.S.-Canadian Exchange Rate," *Journal of Economics and Business*, Vol.42, Issue 4, pp.279-288.

Monacelli, Tommaso and Roberto Perotti (2010) "Fiscal Policy, the Real Exchange Rate and Traded Goods," *The Economic Journal*, Vol.120, Issue 544, pp.437-461.

Ravn, Morten O., Stephanie Schmitt-Grohé and Martin Uribe (2012) "Consumption, government spending, and the real exchange rate," *Journal of Monetary Economics*, No.59, pp.215-234.