



# 日本の新しい財政規律への改革

プライマリーバランス黒字化目標ではなく  
グローバル・スタンダードである**構造的財政収支を新しい財政規律に**

岡三証券 投資調査部

**会田 卓司**

チーフエコノミスト

**田 未来**

エコノミスト

**松本 賢**

エコノミスト

当資料の最後に重要なお知らせがあります。必ずお読みください

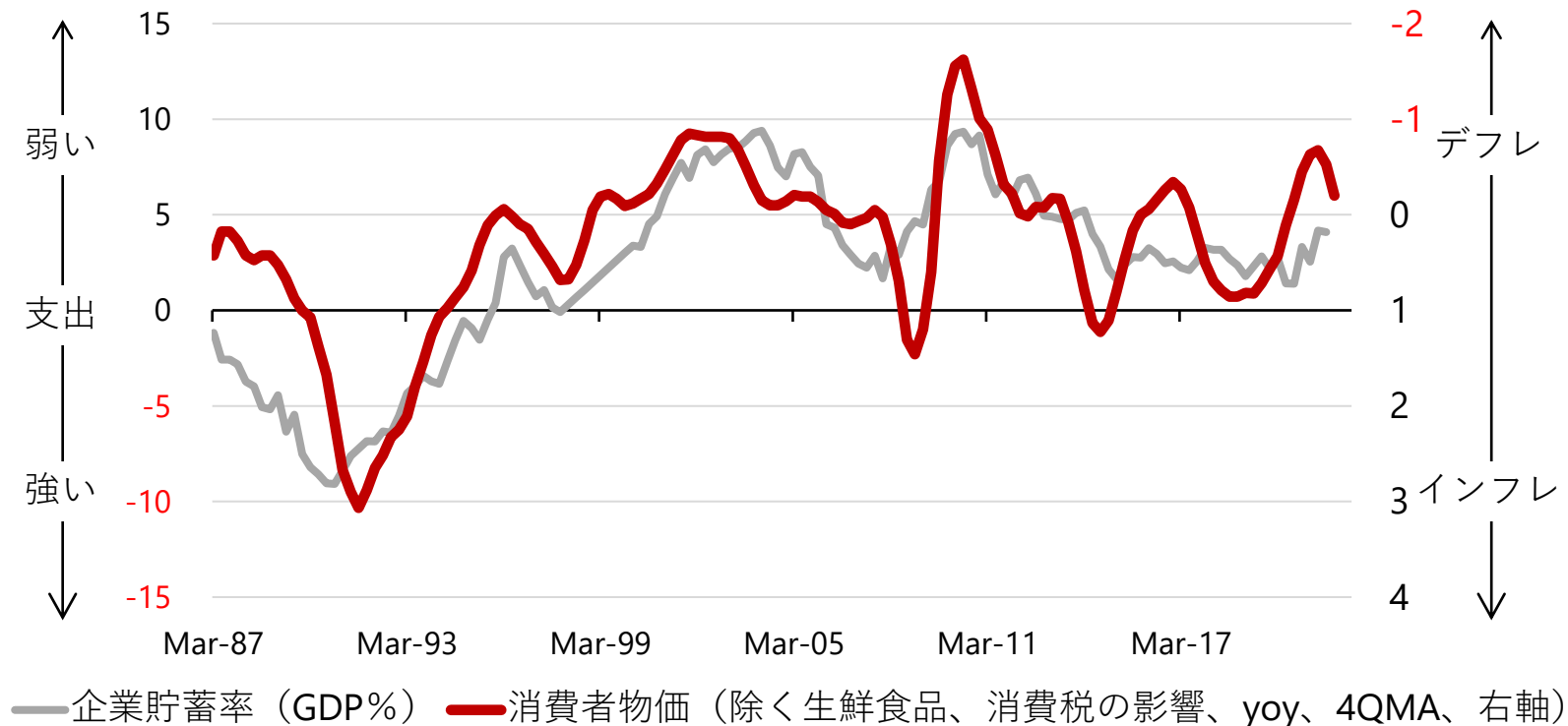
# 構造的財政収支を日本の新しい財政規律の目安に

- 企業の過剰貯蓄がある中、**景気の状態を考慮しない生のプライマリーバランス**の黒字化目標は、財政政策を過度に緊縮にしてしまう
- 企業と政府の支出する力である**ネットの資金需要**（企業貯蓄率 + 財政収支）を消滅させ、家計に所得を回らなくしたことで、新自由主義は失敗
- ネットの資金需要を回復させ、家計に所得を回すことで、**新しい資本主義**が稼働
- グローバル・スタンダードでは、**景気の状態を考慮する構造的財政収支**が財政規律の目安（黒字 = 財政政策を緩和すべき、大きな赤字 = 緊縮すべき）
- ネットの資金需要を用いた構造的財政収支を**新しい財政規律**の目安とすべき
- **構造的財政収支 = ネットの資金需要（企業貯蓄率 + 財政収支） + 財政定数**  
：財政定数は、新自由主義で0%、新しい資本主義では**5%**となり、企業貯蓄率がプラスの間は十分な財政赤字が必要
- **構造的財政収支は黒字になりすぎていた**

# 企業の支出力の弱さでデフレ構造不況に

- 企業の過剰貯蓄で、**企業貯蓄率の異常なプラス**（恒常的GDPギャップ）が、デフレ構造不況の原因
- 企業の支出の強弱による、企業貯蓄率の上下が、景気循環と物価動向に大きな影響
- デフレ構造不況からの脱却には、企業の投資拡大により、企業貯蓄率を正常なマイナスにする必要

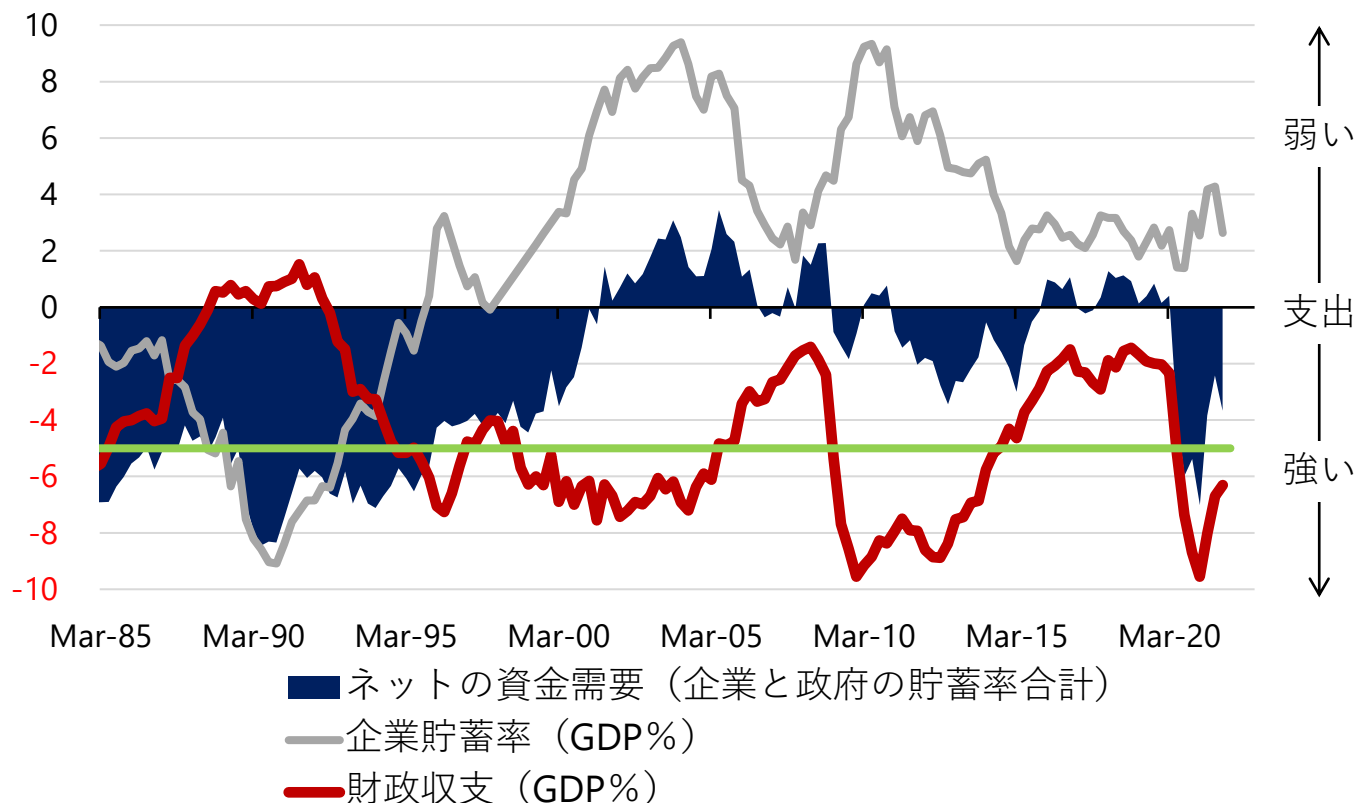
< 企業貯蓄率と消費者物価は強い関係がある >



# 財政支出が足りず家計に所得が回らない

- ・ 企業と政府の合わせた支出力のネットの資金需要（企業貯蓄率＋財政収支）が家計に所得が回る力
- ・ 財政支出が足りず、**ネットの資金需要が消滅**し、家計に所得が回らず、デフレ構造不況が継続
- ・ ネットの資金需要を回復させ、家計に所得を回すことが、新しい資本主義の定義であり、名目GDPを3%成長させるために-5%程度が必要

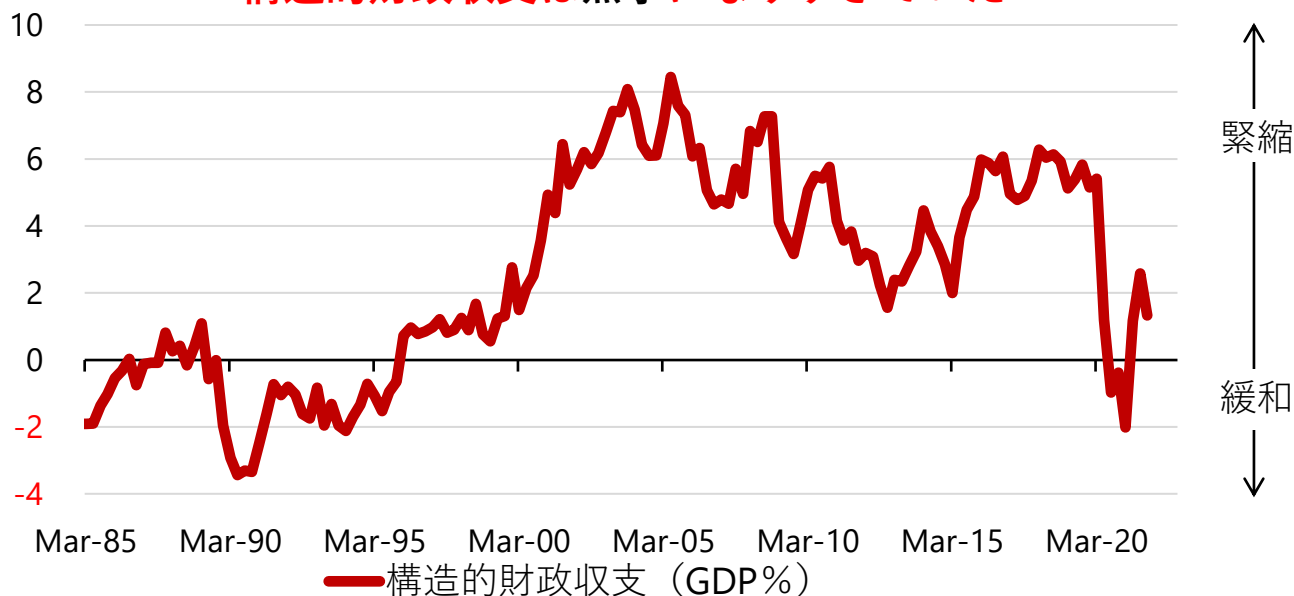
＜ネットの資金需要を消滅させたのが新自由主義の失敗＞



# 構造的財政収支を日本の新しい財政規律の目安に

- ・ グローバル・スタンダードでは、**景気の状態を考慮する構造的財政収支**が財政規律の目安
- ・ 景気の状態を考慮しない生のプライマリーバランスの黒字化目標は異常で、過度な緊縮財政に
- ・ ネットの資金需要を用いた構造的財政収支を新しい財政規律の目安とすべき
- ・ ネットの資金需要を-5%にして、新しい資本主義で家計に所得を回すため、財政定数は5%が適切

< 構造的財政収支は黒字になりすぎていた >



**構造的財政収支 = ネットの資金需要 (企業貯蓄率 + 財政収支) + 財政定数 (5%)**

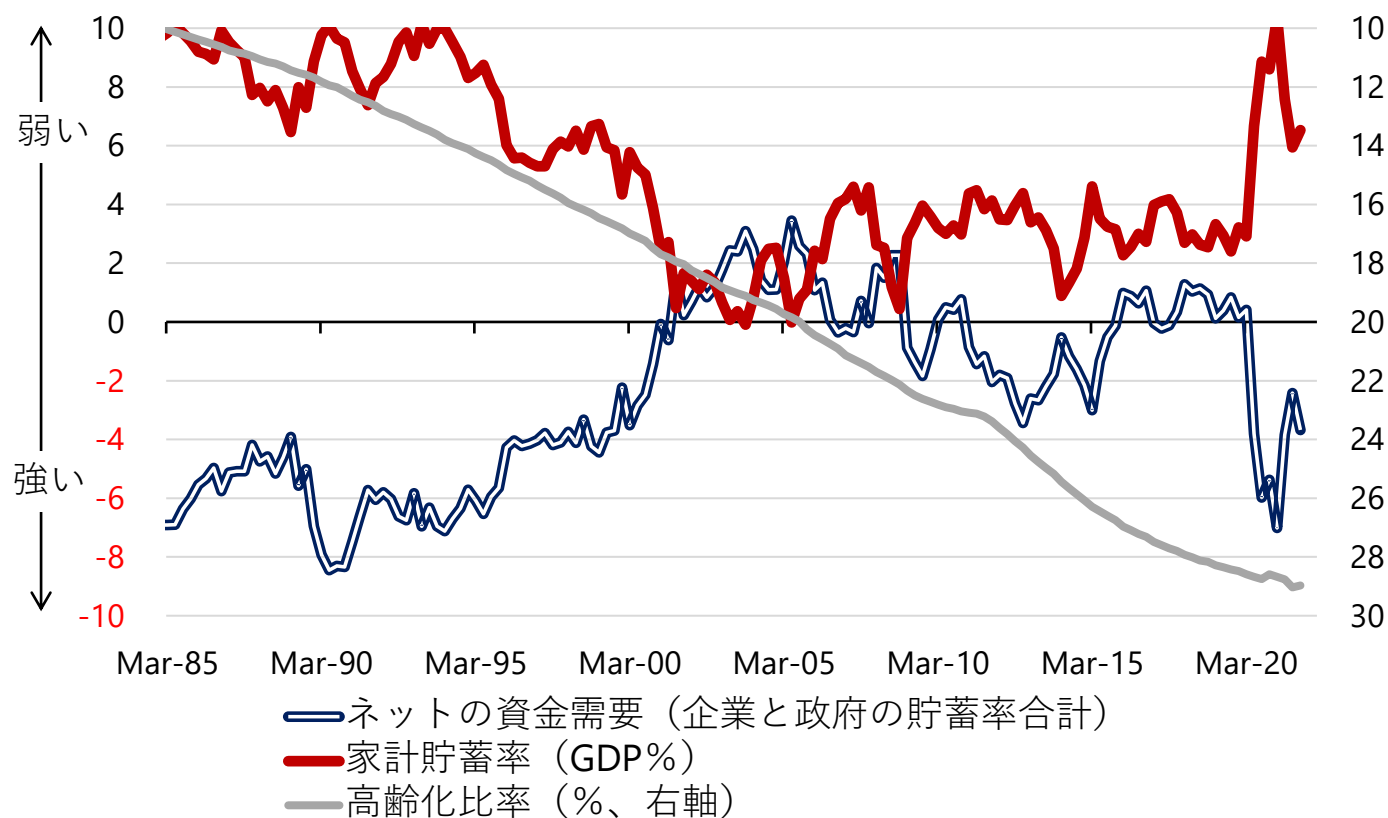
**黒字 = 財政政策を緩和すべき、大きな赤字 = 緊縮すべき**

**ネットの資金需要が-5%で構造的財政収支は均衡する**

# 家計の貯蓄率の低下はネットの資金需要の消滅が原因

- ・ 家計の貯蓄率は大きく低下したが、高齢化と関係が強く見えるのは1990年代のみ
- ・ ネットの資金需要が消滅し、家計に所得が回らず、**家計の貯蓄率が低下**したのが一貫した理由
- ・ 家計のファンダメンタルズを修復するため、十分な期間、ネットの資金需要を回復しておく必要

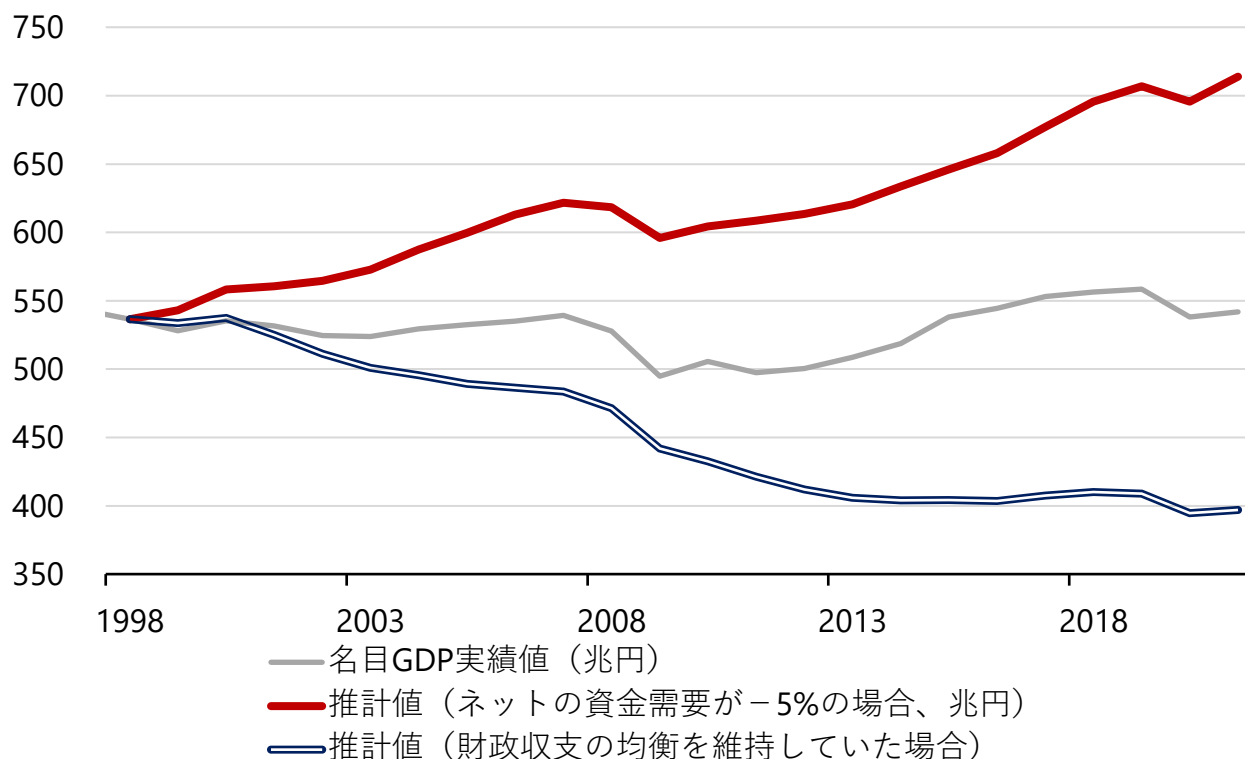
<家計の貯蓄率の低下は高齢化が原因ではない>



# プライマリーバランス黒字化目標で国力衰退

- ・ 拙速な財政緊縮で、ネットの資金需要が消滅し、名目GDPは150兆円程度の喪失に
- ・ **名目GDPの喪失**が、家計の所得の喪失、財政の悪化、日本の国力の衰退につながった
- ・ 名目GDPが拡大する環境がなければ、収益環境が悪く、企業の投資は自律的に拡大できない

< ネットの資金需要を維持できていれば名目GDPは700兆円に >



$$\begin{aligned} \text{名目GDP (前年比)} = & -1.0 - 0.13 \text{ 日銀短観雇用人員判断DI (前年差、景気循環要因)} + 0.040 \text{ 日銀短観中小企業金融機関貸出態度判断DI} \\ & - 0.28 \text{ ネットの資金需要 (2期ラグ)} + 2.1 \text{ 資本蓄積 (1期ラグ)} + 0.15 \text{ 米国実質GDP (前年比、海外要因)} ; R^2=0.81 \end{aligned}$$

出所：日銀、総務省、内閣府、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

# 積極財政で新しい資本主義が稼働

## アベノミクス（包括的な政策概念＝デフレ構造不況脱却の目標）

大胆な  
金融政策

機動的な  
財政政策

民間投資を喚起する  
成長戦略

金融政策

### 新自由主義（効率重視の成長）

金利上昇を恐れた**緊縮財政**の中  
日銀の金融緩和のみで  
2%の物価目標を目指す

財政政策

財政支出は非効率であるという哲学で  
プライマリーバランス黒字化を目指し  
**緊縮財政**で民間の邪魔をしない  
小さな政府に

成長戦略

**緊縮財政**でも可能な規制緩和や  
コスト削減によって企業の前にある  
障害を取り除き総供給（企業）の  
効率化（収益拡大）と投資の自律的な  
拡大からトリクルダウンで家計に恩恵

企業と政府の  
合わせた支出する力

（ネットの資金需要）

**消滅**  
（家計に所得が回らない）



新自由主義の失敗

### 新しい資本主義（成長と分配の好循環）

**積極財政**と金融緩和の  
ポリシーミックスで  
2%の物価目標を目指す

経済・社会システムの維持と発展のため  
政府の役割は大きいという哲学で  
財政赤字を許容しながらの**積極財政**により  
分配機能を強化する大きな政府に

**積極財政**による  
政府の成長投資と所得分配に  
規制・制度改革を加え  
企業と家計を支援して  
総供給と総需要の相乗効果の拡大

**回復**  
（家計に所得を回す）



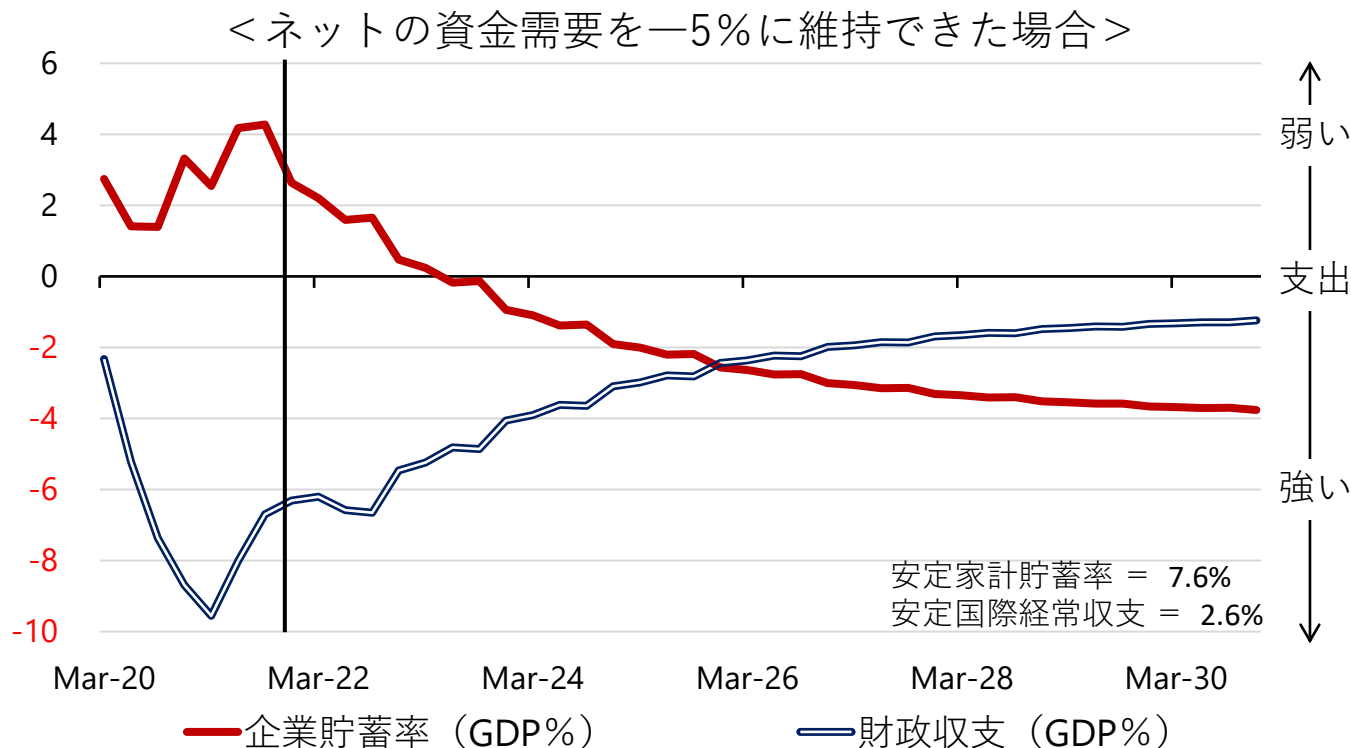
新しい資本主義の定義





# ネットの資金需要の回復でデフレ構造不況脱却

- ・ ネットの資金需要を回復させれば、ビジネス環境の好転で投資の期待リターンが上昇するなどして、企業貯蓄率はマイナスに戻り、**デフレ構造不況脱却**へ
- ・ 家計に所得が回り、投資による生産性向上と、民間貯蓄の増加で、国際経常収支は黒字を維持
- ・ ネットの資金需要をまた消滅させれば、デフレ構造不況は脱却できず、新しい資本主義は失敗



企業貯蓄率 =  $2.2 + 0.36 \text{ ネットの資金需要} - 0.084 \text{ 日銀短観中小企業貸出態度DI (4QMA)} + 0.67 \text{ 企業貯蓄率 (4ラグ)} + 2.6 \text{ アップダミー} - 2.1 \text{ ダウンダミー}; R^2=0.97$

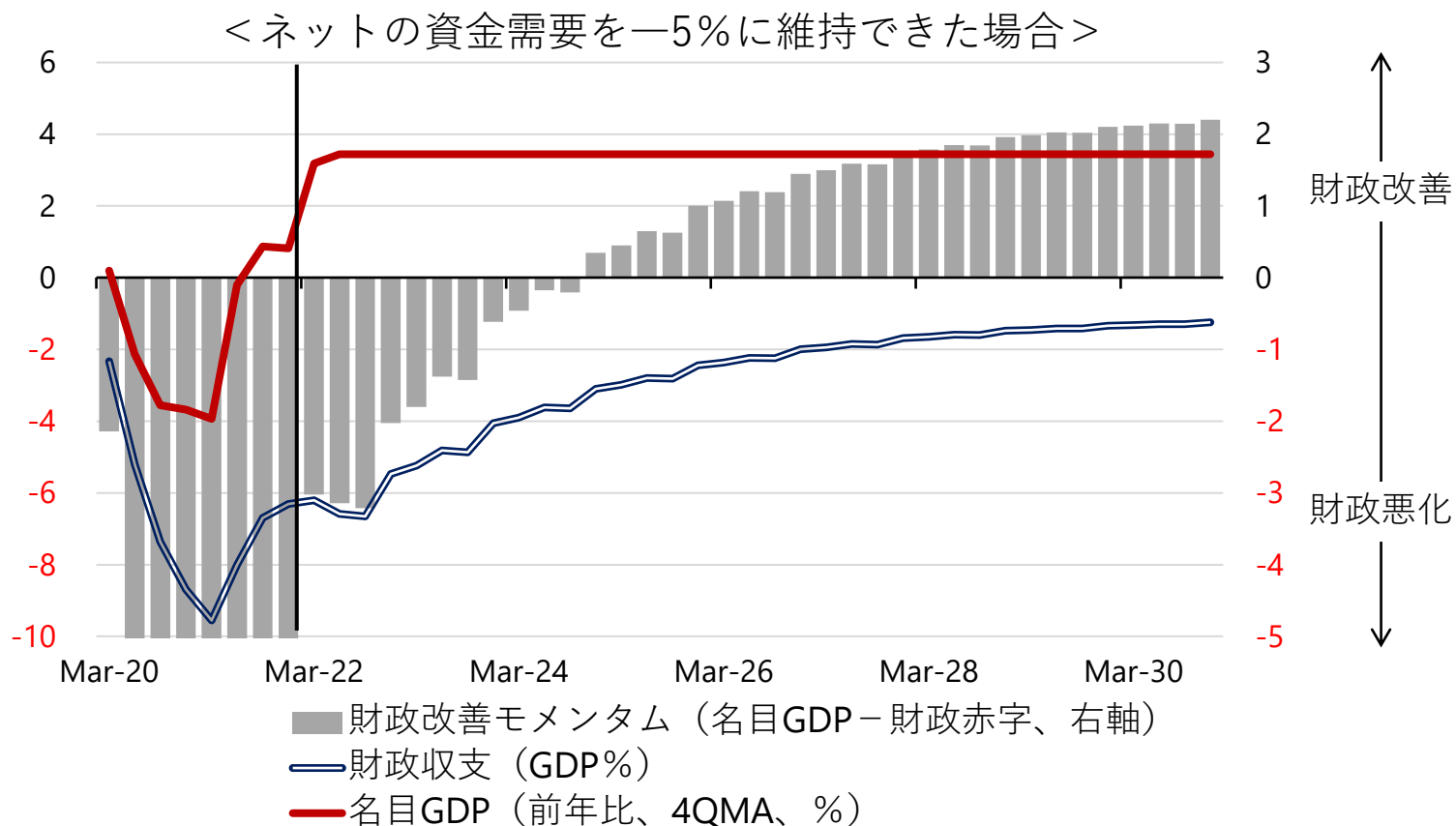
家計貯蓄率 =  $2.5 + 0.79 \text{ ネットの資金需要} + 0.14 \text{ 家計貯蓄率 (4ラグ)} + 1.2 \text{ アップダミー} - 1.5 \text{ ダウンダミー}; R^2=0.98$

注：日銀短観中小企業貸出態度DIの先行きは+20で固定(強い信用サイクルが維持)

出所：日銀、総務省、内閣府、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

# 積極財政 = 財政再建

- ・ ネットの資金需要を-5%に回復させれば、**名目GDPは3%成長**へ
- ・ 名目GDP成長率は、財政赤字を大きく上回り、政府債務残高（GDP比）は縮小し、財政再建へ
- ・ 企業の投資を刺激する、**成長投資などの効果的な財政支出**が、財政負担を小さくできる



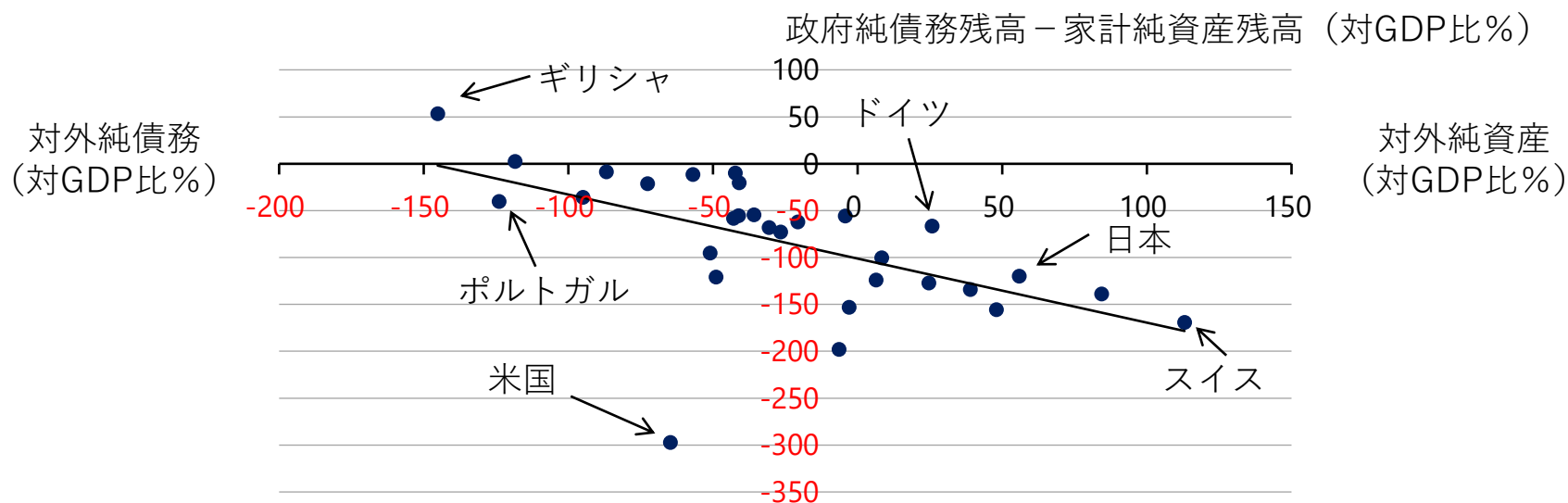
名目GDP =  $-0.084 - 0.26 \text{ ネットの資金需要} + 0.12 \text{ 日銀短観中小企業貸出態度DI (4QMA)} + 3.7 \text{ アップダミー} - 4.9 \text{ ダウンダミー}$ ;  $R^2=0.83$

出所：日銀、総務省、内閣府、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

# 膨大な海外純資産で円安は基本的にポジティブ

- ・ 政府純負債は大きいですが、家計純資産も大きく、対外純資産と合わせて、**日本は健全な国**に属する
- ・ 構造的財政収支が過度な赤字にならないければ、対外純資産が大きいことが円安を止める力に
- ・ 円安の打撃を受けるセクターを、財政政策で支援ができれば、円安は日本経済にポジティブ

< 政府・家計の純資産負債バランスと対外純資産で右下にある健全な国では通貨安はポジティブ >



< 日本の企業のネットの債務残高は既に消滅 >

株式のネット金融資産 (対GDP%) 2021年7-9月期

	一般政府 総負債	一般政府	海外	家計	企業 (債務)	株式等	合計	中央銀行 総資産
日本	-261	-131	-70	307	16	-121	0	140
米国	-152	-124	163	430	-327	-142	0	38

出所：日銀、総務省、内閣府、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

# Q & A

Q：金利は暴騰しないか？

A：ネットの資金需要が過剰（米国はコロナ後に最大-16%程度）でなければ、企業と政府が資金を取り合うクレンジングアウトの問題は小さく、日銀の金融政策による抑制力もあるため、金利暴騰のリスクはかなり小さい。

Q：企業の貯蓄に課税するのか？

A：課税ではなく、企業の貯蓄が国債をマーケットでファイナンスすることで金利が決定される。

Q：ユーロ圏は財政収支が目標？

A：黒字化ではなく、GDP比3%以内の赤字が目標。実際の利払費はGDP比1%程度であるため、プライマリーバランス（財政収支+利払費）の赤字も事実上許容されている。

Q：歳出と税収のワニの口が開き続けている？

A：グローバルにも異常な60年国債償還ルールにより、債務償還費が存在するのでそう見えるだけ。

Q：貯蓄投資バランスは恒等式？

A：ネットの資金需要の消滅が家計のファンダメンタルズを悪化させたような、各要素の因果関係が一方向に強いことが構造問題。恒等式による各要素の同時決定に戻れば構造問題は解消。

$$\text{家計貯蓄率} + \text{企業貯蓄率} + \text{政府貯蓄率（財政収支）} - \text{国際経常収支} = 0$$

Q：財政赤字が最も重要？

A：ネットの資金需要が財政赤字を包含する上位概念であるので、財政赤字のみから貯蓄投資バランスの因果関係を考えることはできない。

$$\text{ネットの資金需要} = \text{企業貯蓄率} + \text{財政収支}$$

# Q & A

Q：ネットの資金需要の誘導は可能？

A：財政の景気自動安定化装置もあり、これまで0%に誘導できていた実績がある。GDP比5% (25兆円) の恒常的な財政支出があれば、-5%への誘導 (構造的財政収支の均衡) は可能。

Q：政府債務残高は増え続ける？

A：先進国で減っている国はなく、原則的に債務は永続的に借り換えされていき、名目GDPとともに増加し、反対側には民間の資産が増加することになる。

Q：ゾンビ企業は増えないか？

A：不況時の経済政策の引き締めでは、健全な企業の投資意欲まで減退させてしまう。好況時の人手不足でゾンビ企業の雇い入れを困難にすることで対処すべき。

Q：成長戦略は？

A：総需要の拡大と自民党の成長投資のメニューに予算を付けることで企業の投資を刺激。

Q：無駄な財政支出でもいい？

A：量が重要だが、民間の投資と支出の拡大を促すような財政支出や減税が負担が小さい。ネットの資金需要の中身が財政赤字から企業の投資に移行することが財政再建につながる。

Q：金融政策は必要ない？

A：適度なネットの資金需要が、日銀の金融政策の効果を高める。景気の短期変動には日銀が対処できるため、財政政策はネットの資金需要を適度な水準で安定化させることが重要。

Q：財政政策の目標を変えると、国際的な信用が失われないか？

A：間違った目標による緊縮財政で経済状況が悪化し、投資が抑制され、生産性が低下する方が信用を失う。構造的財政収支の新しい目標で、バランスの良い財政規律は維持できる。

## 重要な注意事項

### ○免責事項

本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。

岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状については、岡三証券のホームページ(<https://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

### ○有価証券や金銭のお預りについて

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円（税込み）の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円（税込み）の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいたしません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円（税込み）を上限として口座振替手数料をいただきます。

### ○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。

株式（株式・ETF・J-REITなど）の売買取引には、約定代金（単価×数量）に対し、最大1.265%（税込み）（手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円（税込み））の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%（税込み）の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。

### ○自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。

### ○本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

### ○日本以外の地域における本レポートの配布

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等をすることが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

### 岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第53号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本暗号資産取引業協会

（2022年4月4日改定）