



# 中間層復活に向けた経済財政運営の大転換

経団連 21世紀政策研究所 研究プロジェクト

岡三証券 投資調査部

会田 卓司  
チーフエコノミスト

---

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

## 経団連21世紀政策研究所と今回の報告書の位置づけ

- ・1997年に経団連が創設した、公共政策等に関するシンクタンク
- ・学者・研究者、エコノミスト等の多種多様な人材が、新しい政策のあり方を忌憚なく議論する場
- ・研究テーマは、経団連の活動に関連するものであるが、主として外部の有識者が自由闊達に議論し、その成果を報告書としてとりまとめる
- ・報告書は、必ずしも経団連の見解と完全に一致するものではないが、その成果を参考にしつつ、今後の経団連の活動に活かす
- ・今回の報告書は、わが国経済の長期低迷とその打開策を分析するべく、気鋭の若手エコノミスト・研究者が参加し、従来の思考や学説、経団連のスタンスにとらわれず、経済財政政策や企業行動のあり方をめぐり検討
- ・今回の研究会では、若手のエコノミストを中心に自由闊達に議論し、その成果として報告書を取りまとめたものであり、今後の経団連のマクロ経済政策や財政政策を検討する際の参考とする

## 就職氷河期以降に社会人となったメンバー

- ・低迷を続ける日本経済に苦悩を続けるも、復活をまだあきらめていない。暗い悲観論からの諦めではなく、明るい楽観論から逆算する戦略・処方箋を提示。
- ・報告書リンク <http://www.21ppi.org/pdf/thesis/220602.pdf>

### 研究主幹

永濱利廣 第一生命経済研究所 経済調査部 首席エコノミスト

### 研究委員（順不同）

会田卓司 岡三証券 チーフエコノミスト

青木大樹 UBS SuMi TRUST ウエルス・マネジメント 日本地域最高投資責任者

飯田泰之 明治大学政治経済学部 教授

星野卓也 第一生命経済研究所 経済調査部 主任エコノミスト

鈴木章弘 21世紀政策研究所 研究委員

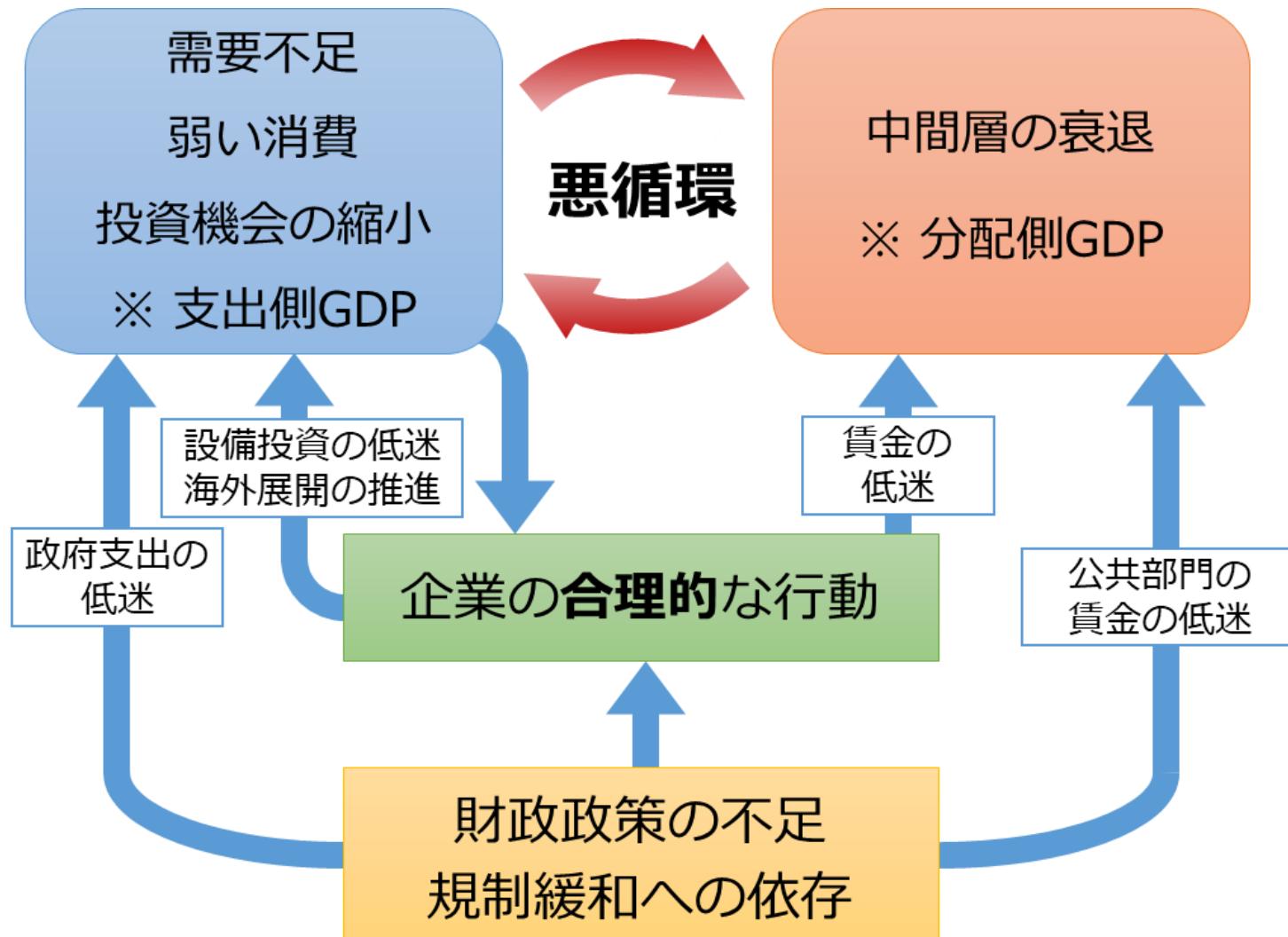
## メインポイント－現状認識

- ・日本経済の長期低迷から脱し、経済を成長させ、国民生活を向上させていくためには、従来型の思考や学説にとらわれず、抜本的な検討をしてなければならない
- ・需要不足と中間層の衰退が悪循環を引き起こしており、需要不足は弱い消費や投資機会の縮小といった形で現れる
- ・家計の経済状況が改善しない状況においては、消費を拡大することは困難である
- ・国内設備投資は停滞し、さらなる需要の低迷を招くという悪循環の一因となる
- ・賃上げによって雇用者の維持・拡大に努めようというインセンティブも働かない
- ・マクロの需要不足が、中間層の衰退につながるという悪循環を形成している
- ・こうした悪循環に陥ったのは、緊縮的な経済財政運営の継続にある
- ・まずは、悪循環の根本的な原因となっているマクロの需要不足を開拓すべく、**財政ルールを見直さなければならぬ**

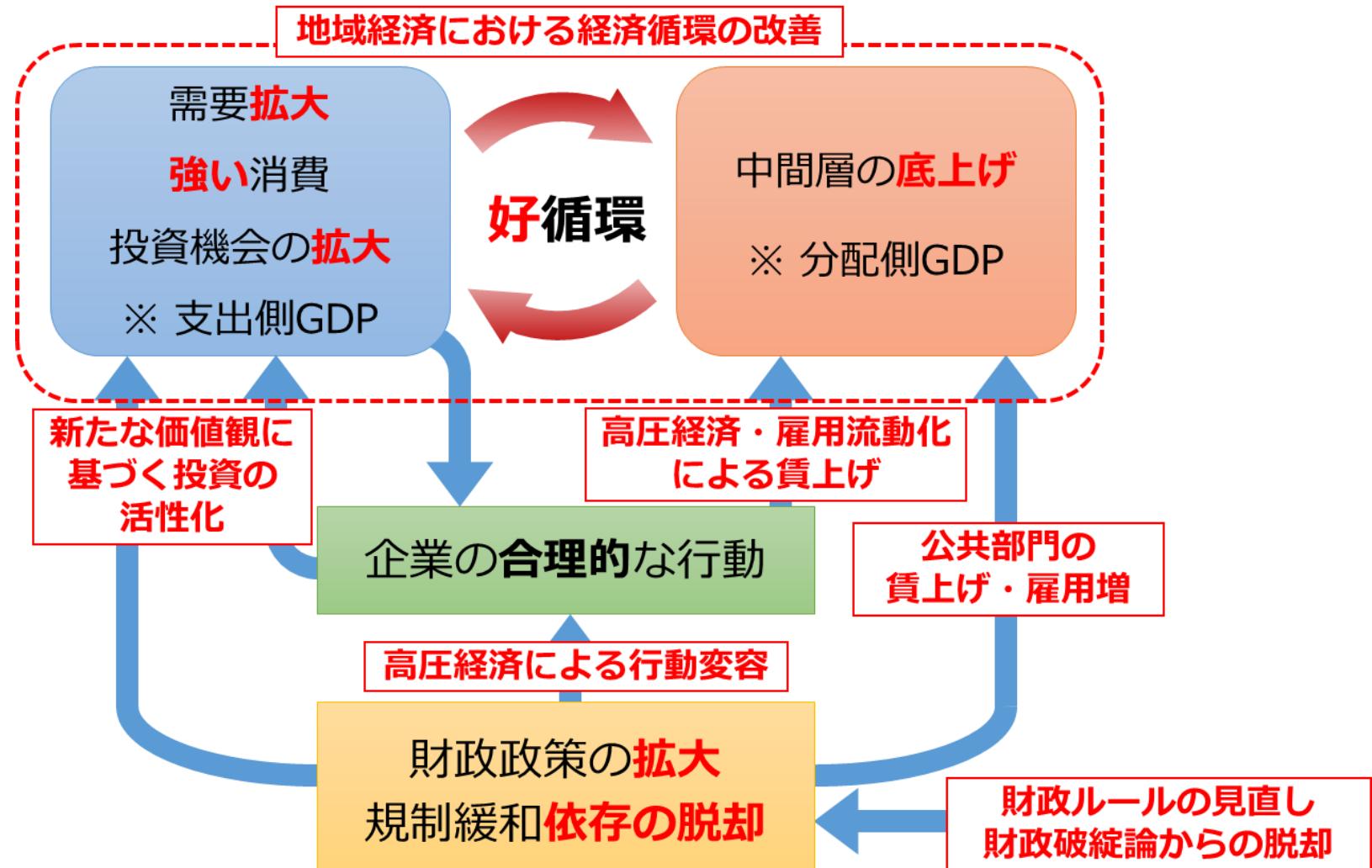
## メインポイント－処方箋

- ・需要不足の状況の中では十分な規模で財政出動をしなければならない
- ・新たな価値観に基づく投資の活性化に向けた財政の活用が重要である
- ・設備投資需要を拡大させると同時に、よりよい社会の実現に向けたイノベーションの創出やインフラ整備をすすめるべく、長期計画的に財政政策を展開する
- ・政府が長期の計画に基づいて投資しつづければ、企業も新たなイノベーション創出に向けて、国内投資を加速させる
- ・財政出動を起点に総需要の拡大を確実に賃上げにつなげ、中間層の底上げを進めることも不可欠である
- ・財政拡大による高圧経済を継続することで賃上げ圧力をかけ続ける必要がある
- ・こうした一連の政策により、これまでの「**需要不足と中間層衰退の悪循環**」から、「**需要拡大と中間層の底上げの好循環**」へと移行させていく

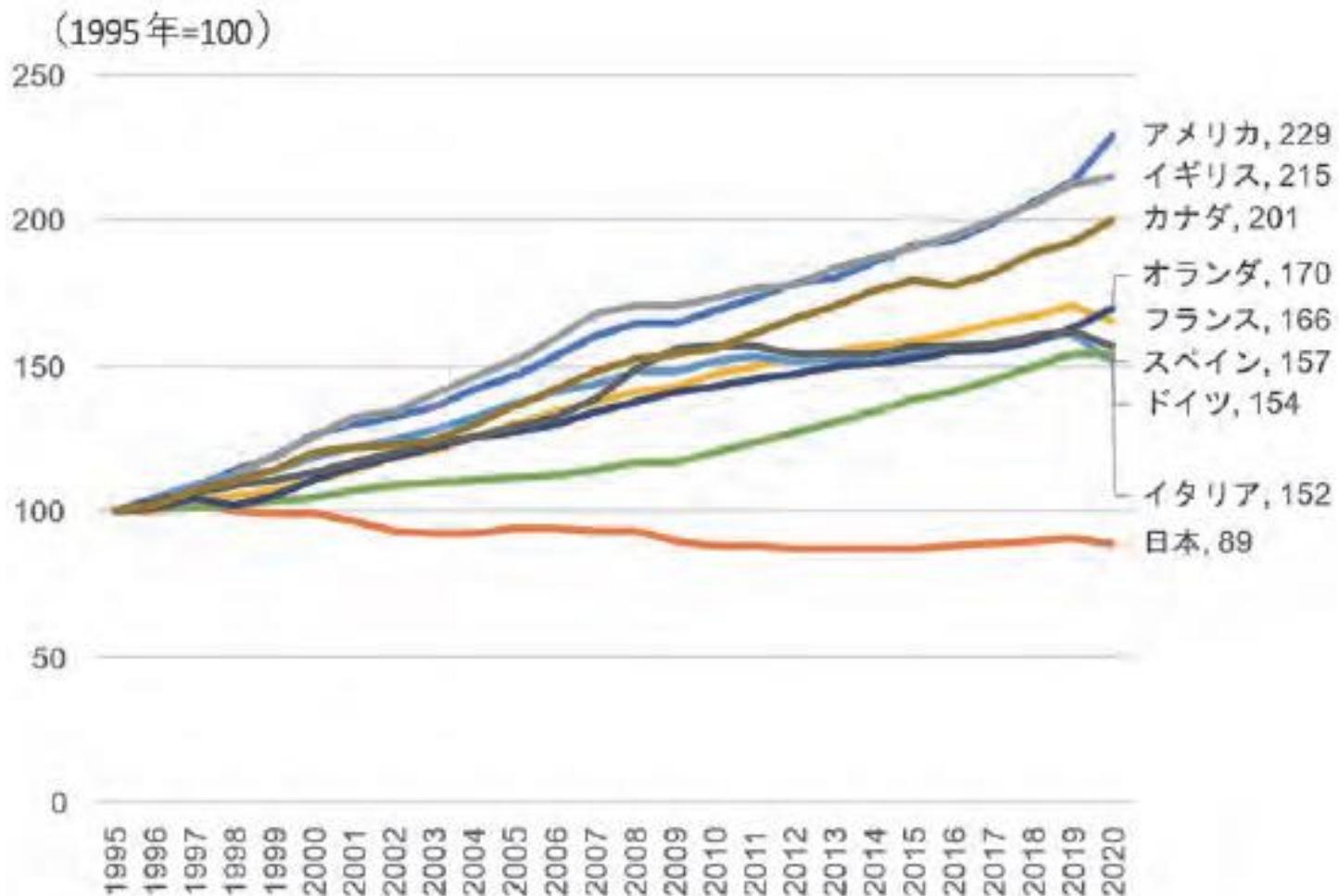
# 現状分析の全体イメージ



# 政策提言の全体イメージ



# 名目賃金額の国際比較

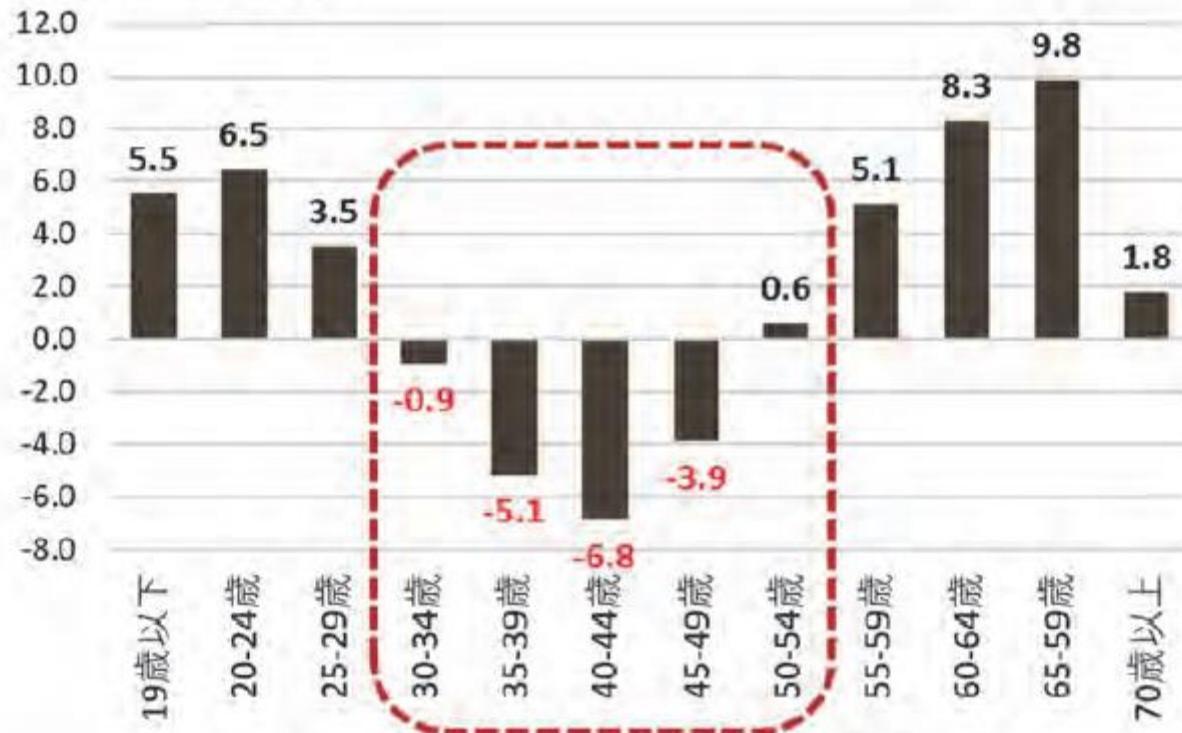


注：各国通貨建ての値を 1995 年=100 で指数化。

出所：OECD、Refinitivより第一生命経済研究所が作成

# 年齢別にみた現金給与額の伸び

(2019/2006伸び率)



注：金構造基本統計調査において、令和2年調査と同じ推計方法を用いた過去分の集計にうち、最も過去に当たる2006年とコロナショック前である2019年を比較している。

出所：厚生労働省、UBS

# 一人当たり県民所得の上昇率（2010－2018）

30%

『県民経済計算』各年

25%

20%

15%

10%

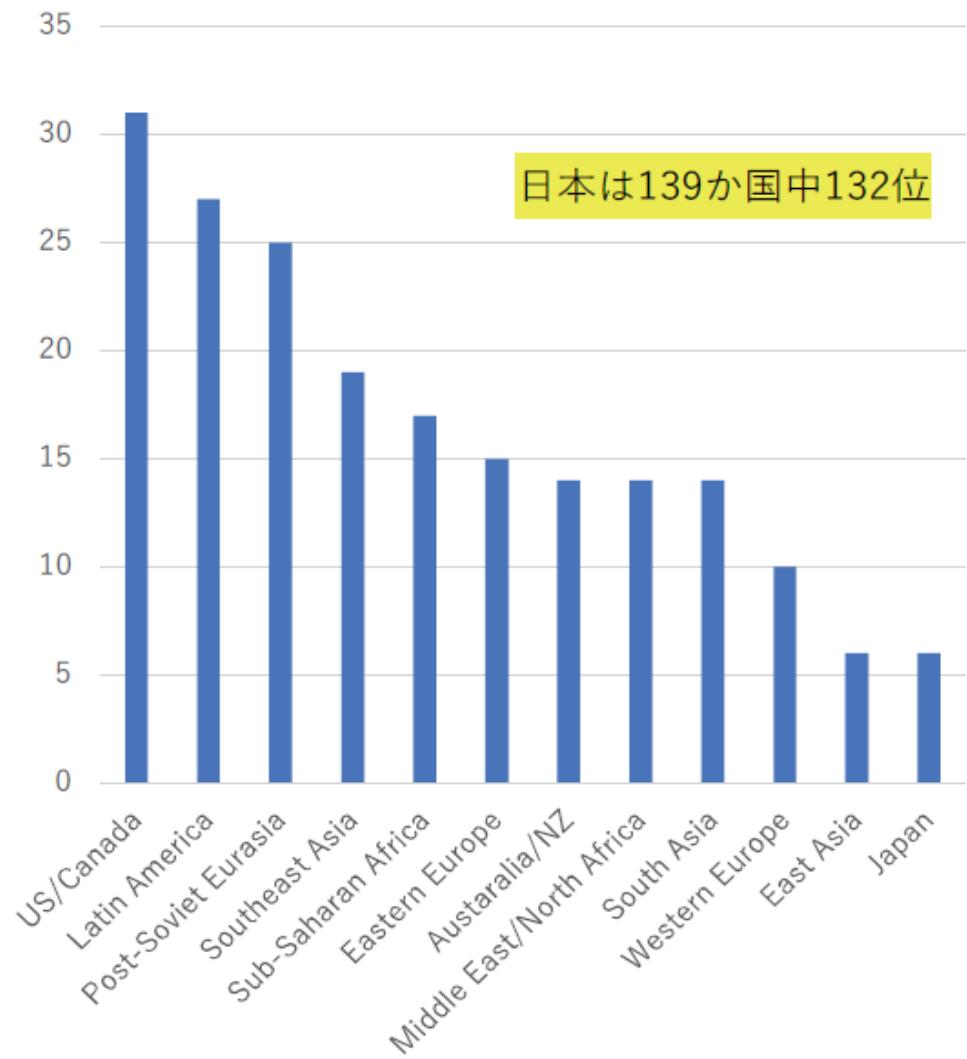
5%

0%



出所：内閣府「県民経済計算」

## 熱意ある社員の割合 (%)



出所：Gallup(2017) "State of the Global Workplace" より第一生命経済研究所が作成

# 企業貯蓄率と消費者物価指数



出所：日銀、総務省、内閣府、Refinitiv、岡三証券

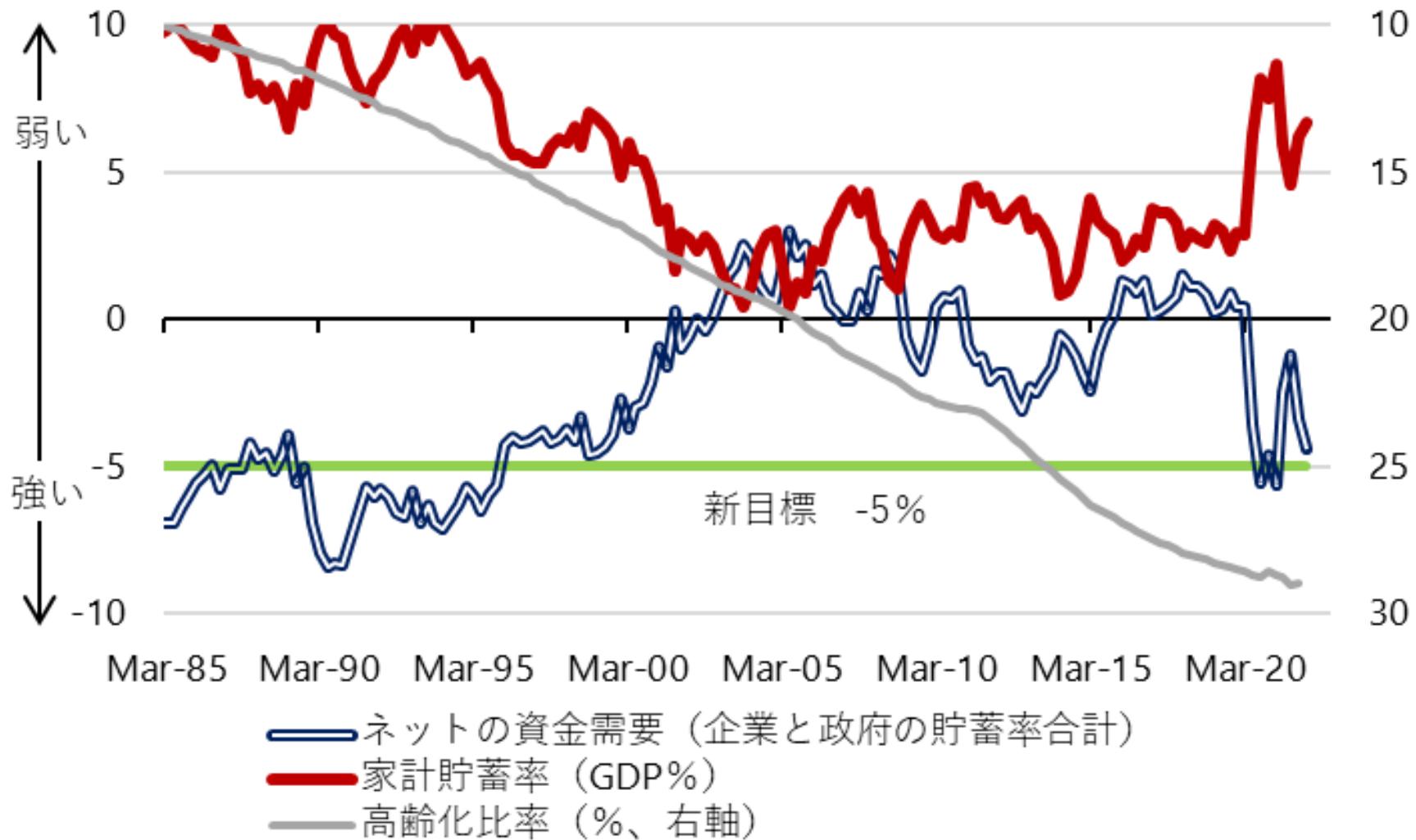
作成：岡三証券

## ネットの資金需要（企業貯蓄率 + 財政収支）



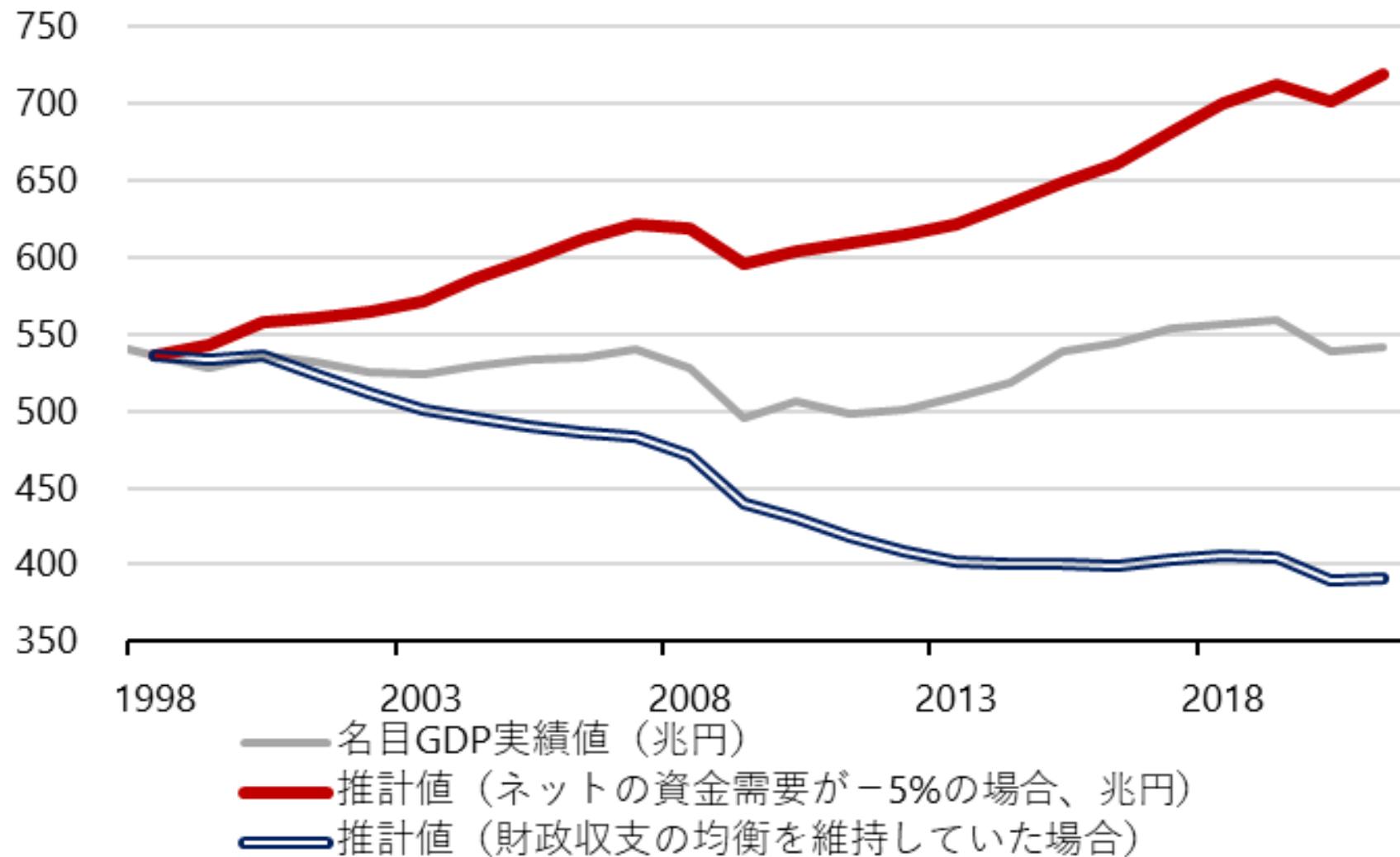
出所：内閣府、日銀、岡三証券 作成：岡三証券

## 家計貯蓄率とネットの資金需要



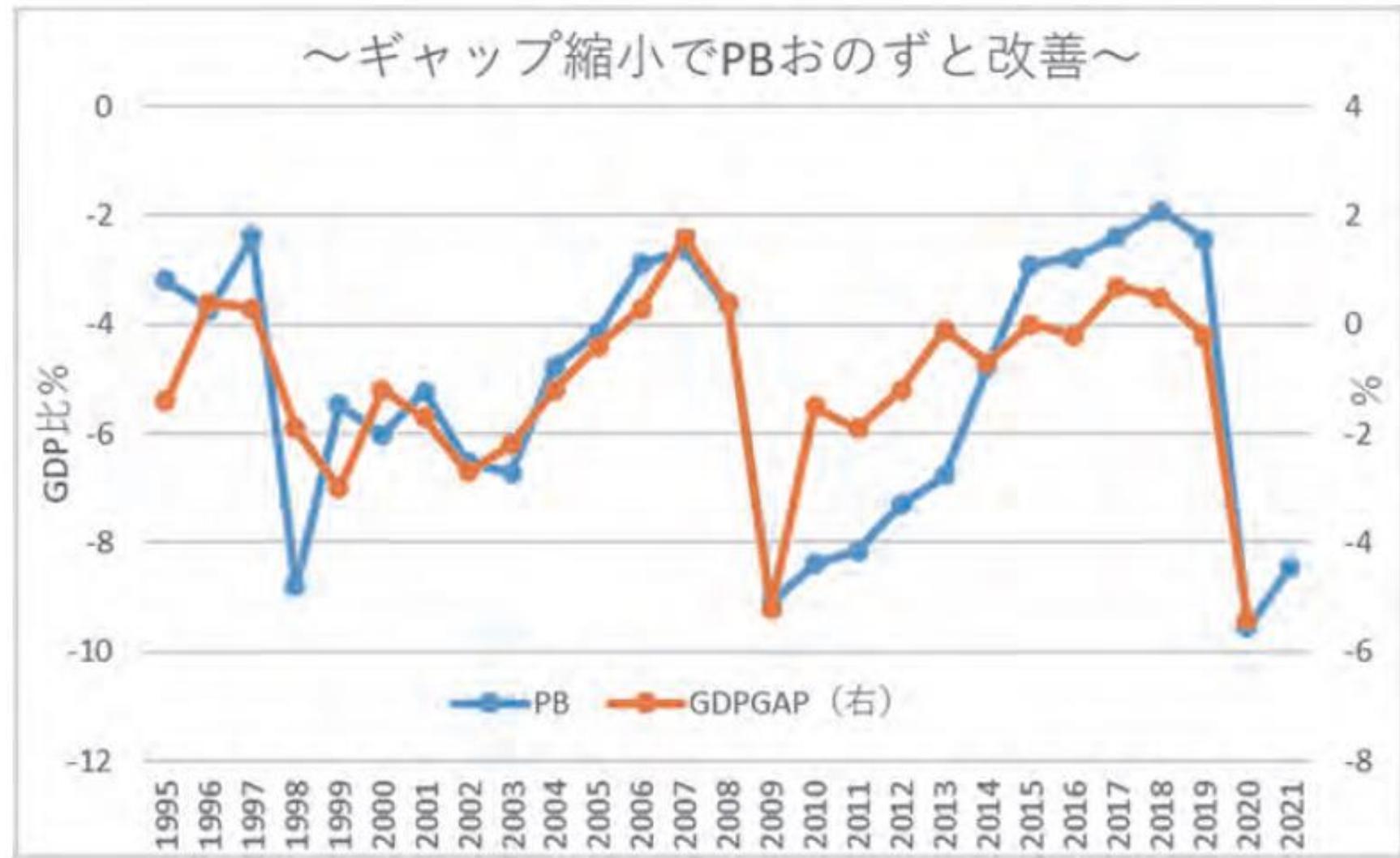
出所：内閣府、日銀、岡三証券 作成：岡三証券

## ネットの資金需要がー5%に維持していた場合



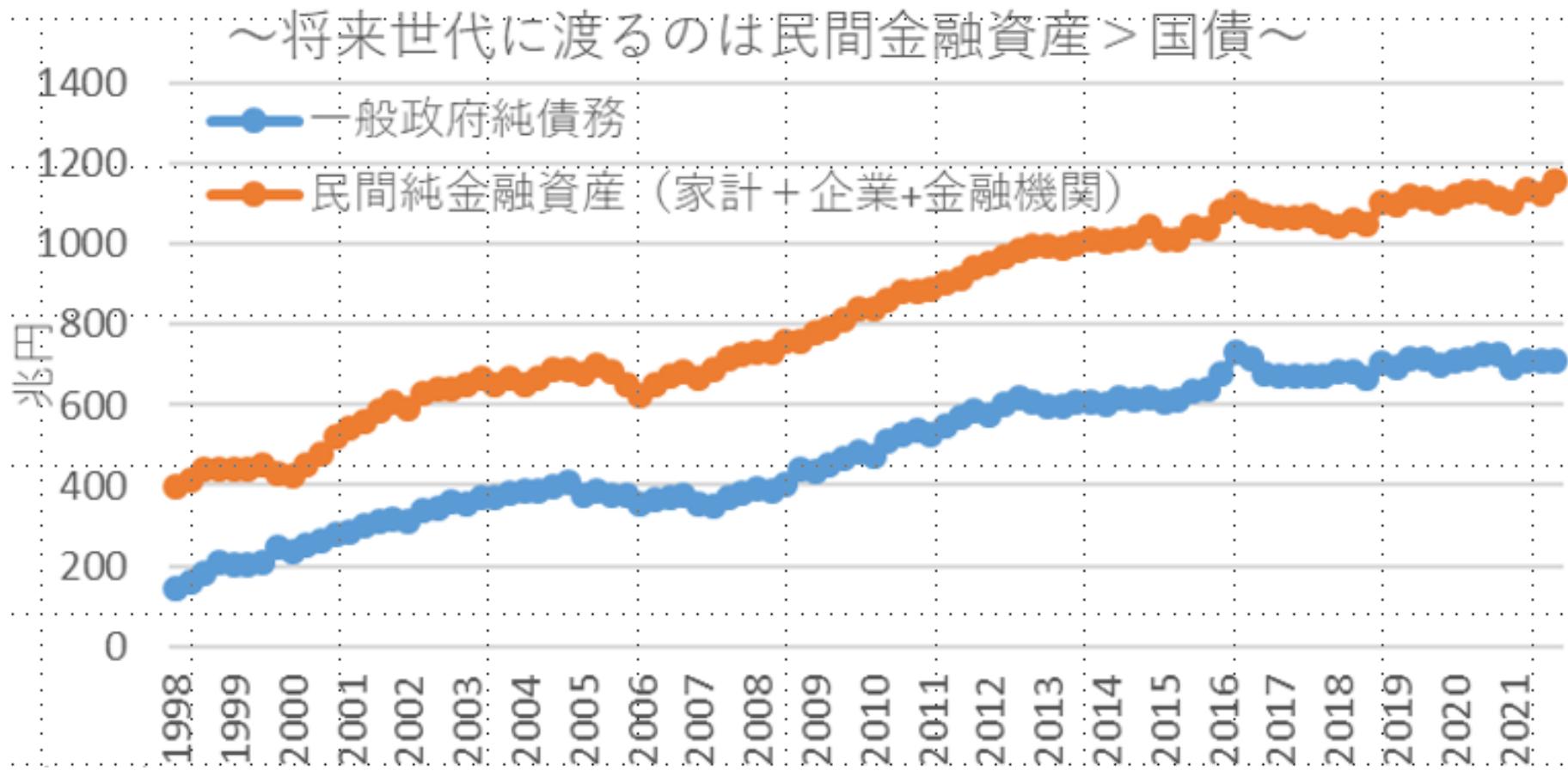
出所：内閣府、日銀、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

プライマリーバランスに最も関係が深い指標はGDPギャップ



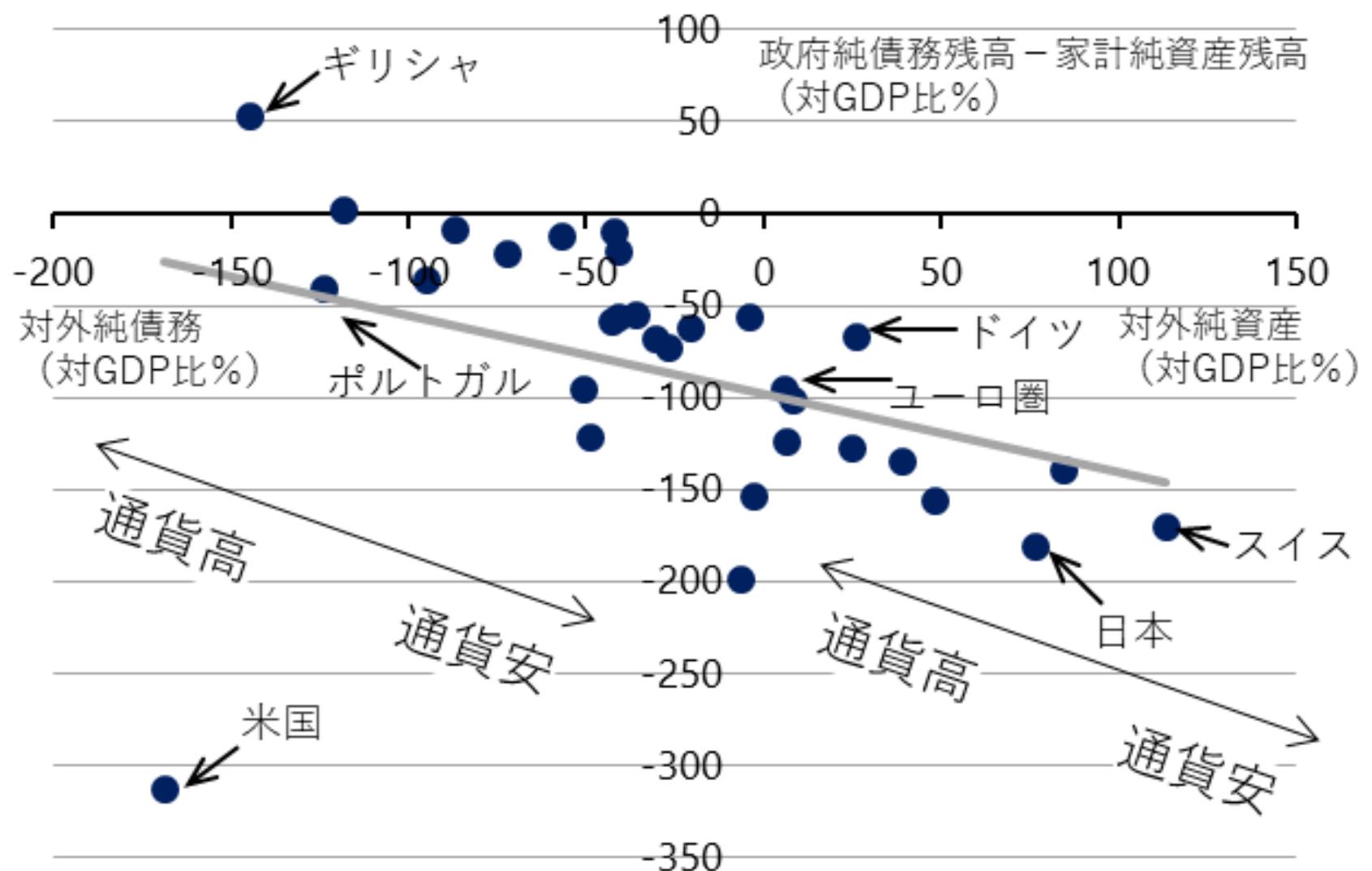
出所：IMF、内閣府

# 政府純債務以上に膨大な民間純金融資産



出所：日銀「資金循環統計」

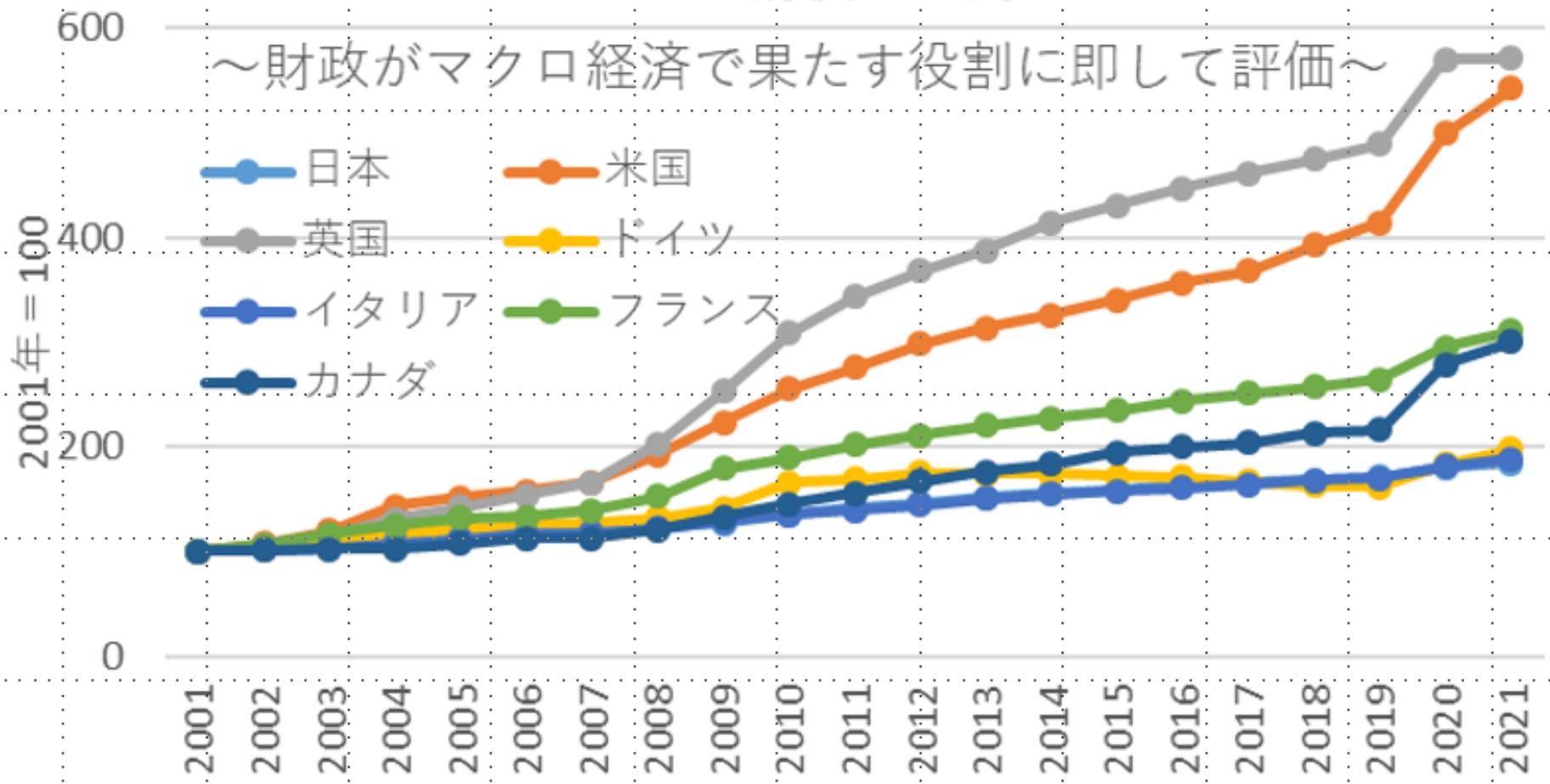
## 家計純資産を考慮した政府純債務残高と対外純資産残高



出所：OECD、Refinitiv、岡三証券

作成：岡三証券

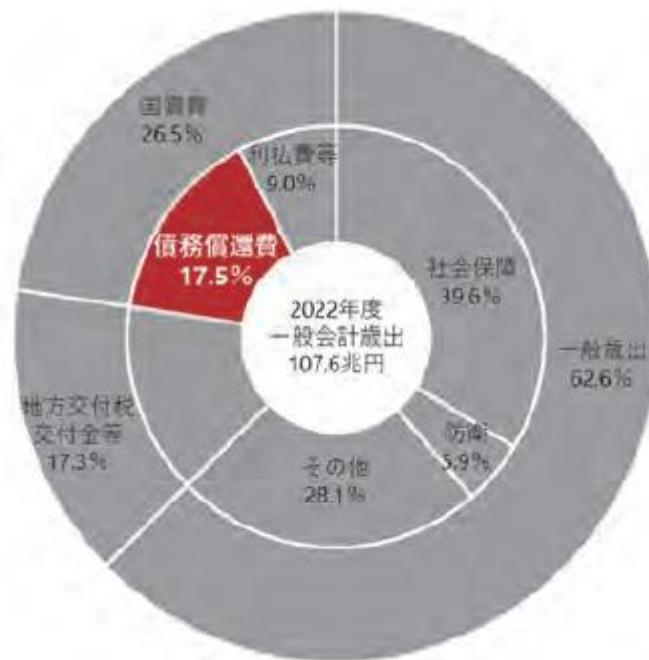
# G7諸国の政府純債務残高



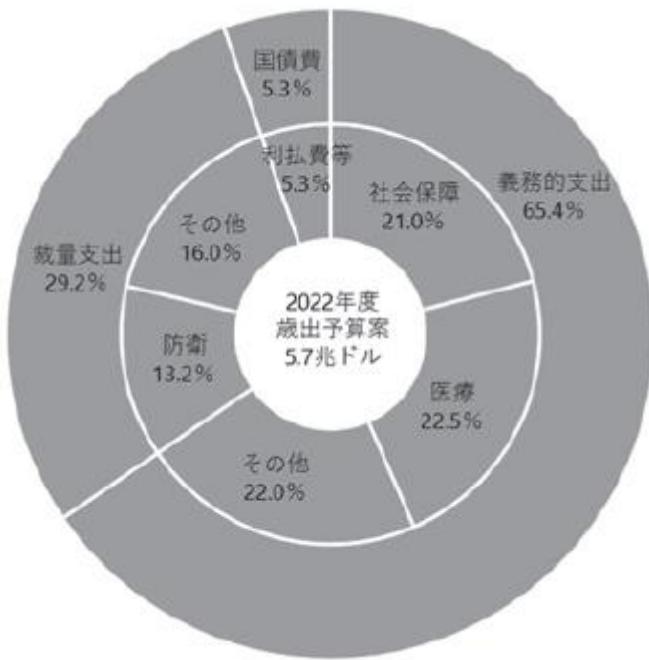
出所：IMFより第一生命経済研究所作成

# 日本と米国の国家予算の歳出

日本の国家予算の歳出

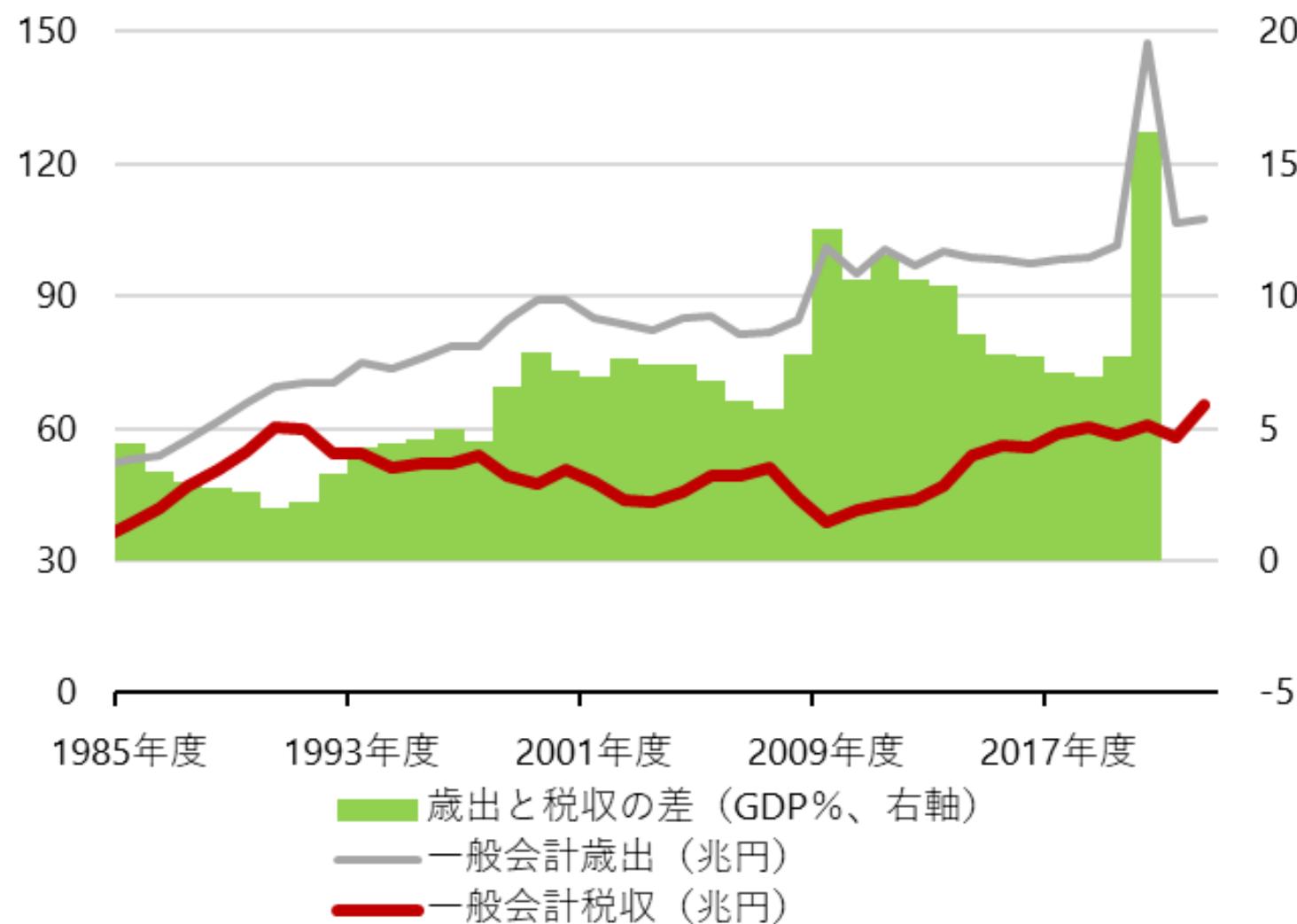


米国の国家予算の歳出



出所：財務省、govinfo 作成：岡三証券

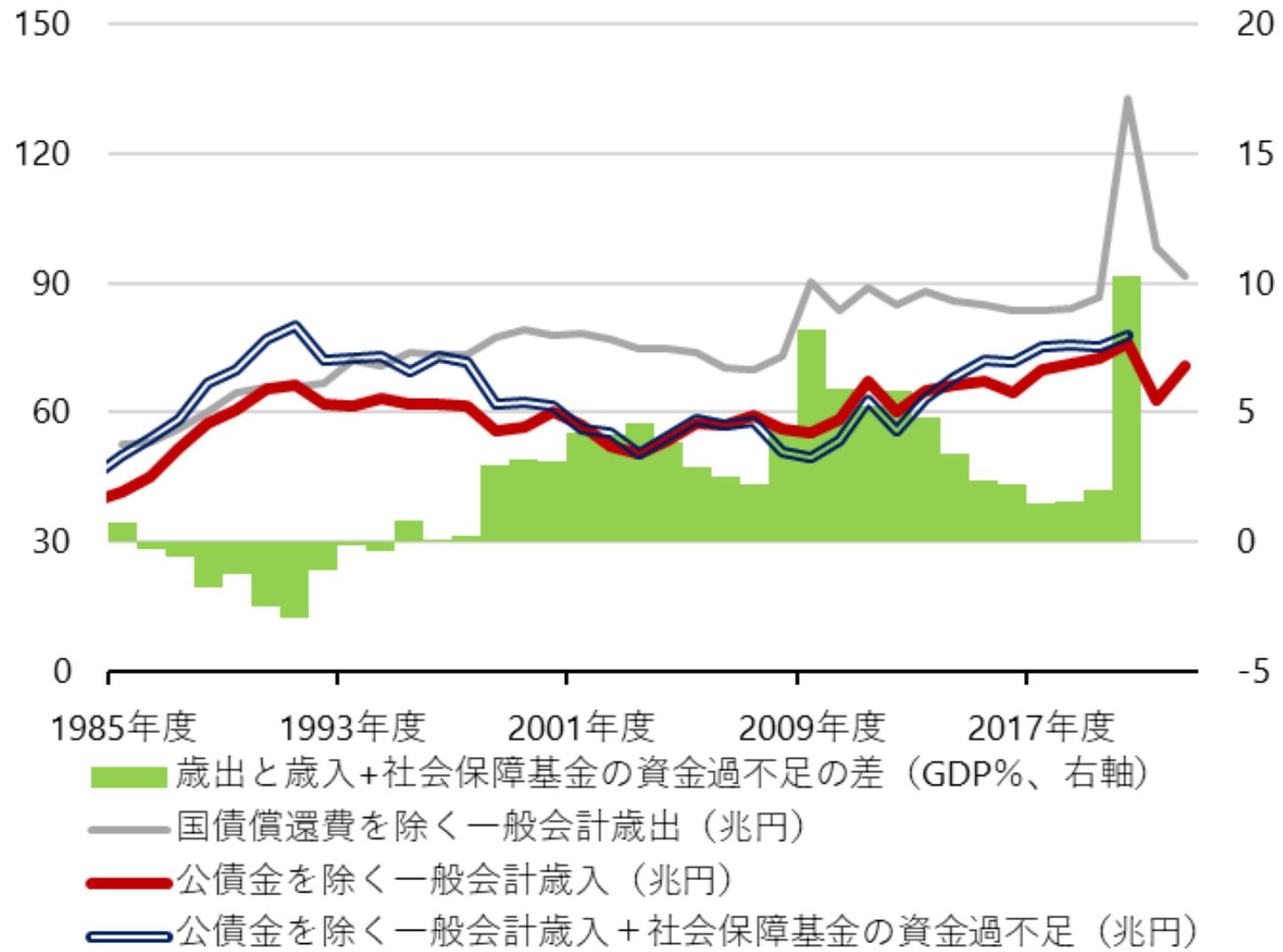
## バイアスのかかった典型的な「ワニの口」の歳出と歳入の乖離



注：2020年度までは決算、2021-2022年度は当初予算

出所：財務省 作成：岡三証券

# ワニはいませんでした



注：2020年度までは決算、2021-2022年度は当初予算

出所：財務省 作成：岡三証券

# 新自由主義から新しい資本主義へ

## 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

### 新自由主義（効率重視の成長）

金融政策

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

### 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

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  
小さな政府へ

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へ

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  
効率化と収益拡大、投資の自律的な  
拡大からトリクルダウンで家計に恩恵



**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  
企業と家計を支えて  
総供給と総需要の相乗効果の成長

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  
(効率→所得)

**回復**  
(家計に所得を回す)



新しい資本主義の定義  
(支出→所得)

作成：岡三証券

# 自民党の政権公約の成長投資のメニュー

- ・衛星・ロケット新技術の開発や、ベンチャー支援。
- ・宇宙・海洋資源、G空間など、新たな産業フロンティアを官民挙げて切り拓く。
- ・ロボット、半導体、アニメ・ゲームなどに支援を行う。
- ・AIの活用による生産性向上や5Gの全国展開、6Gの研究開発。
- ・国産量子コンピュータの開発、量子暗号通信などの技術領域を支援。
- ・温室効果ガス削減、2050年カーボンニュートラル実現に向け、政策を総動員。
- ・カーボンニュートラルによる環境と経済の好循環実現のため、投資を後押し。
- ・核融合開発を国を挙げて推進し、次世代の安定供給電源の柱として実用化。
- ・日本に国際金融都市を確立するべく、資本市場の魅力向上を図る。
- ・未来の成長を生み出す民間投資を喚起するため、財政投融資を積極的に活用。
- ・スタートアップへの徹底的な支援。
- ・インフラの老朽化対策、高速交通ネットワークの維持・活性化、地域での支援。

## 民間設備投資のGDP比



# ストックのネットの金融資産（GDP比%）

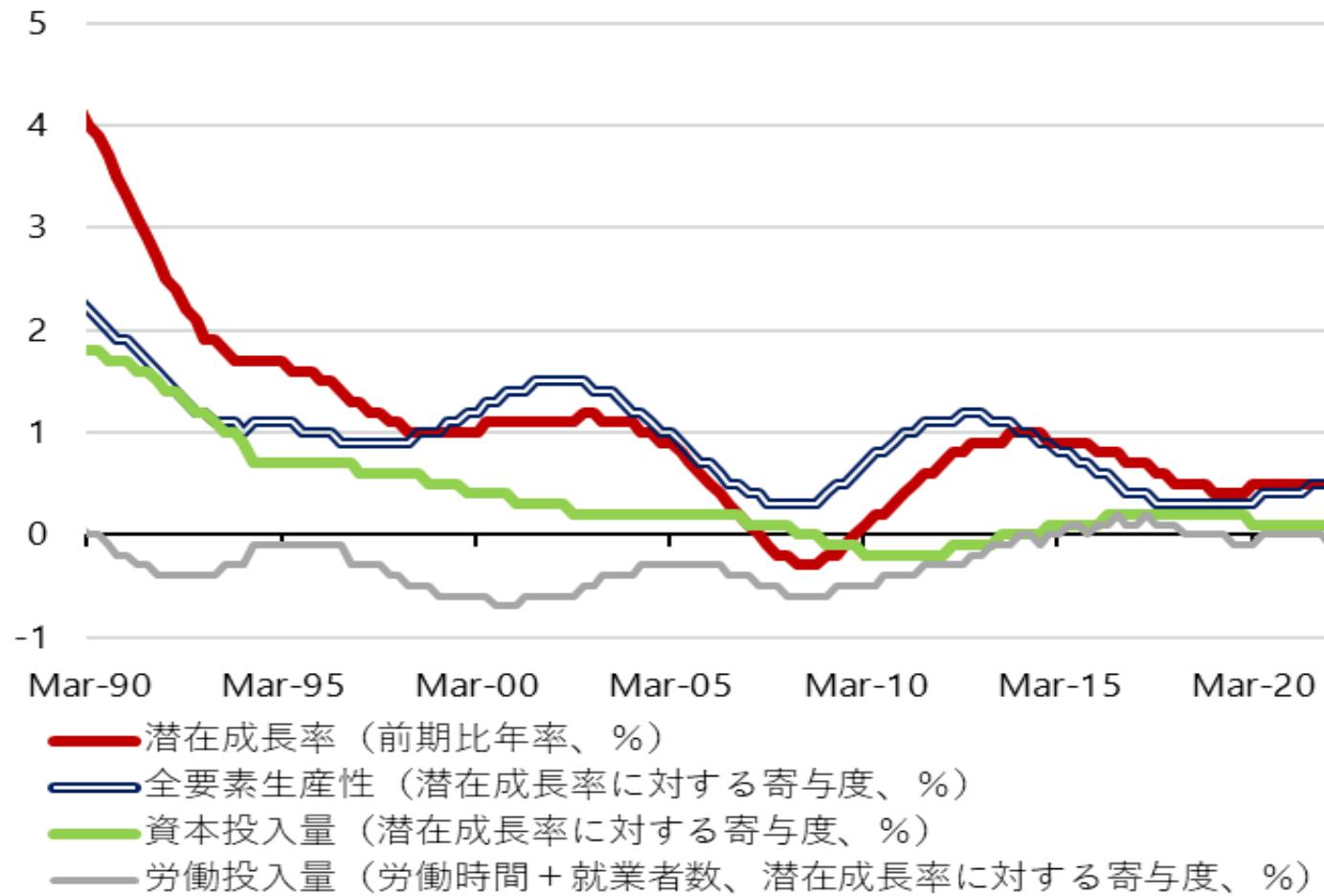
## ストックのネット金融資産（対GDP%） 2021年10-12月期

一般政府 総負債	一般政府	海外	家計	企業 (除株式)	株式等	合計	中央銀行 総資産
日本 -261.8	-131.0	-76.1	311.3	16.4	-119.6	0.0	140.0
米国 -150.2	-121.7	168.8	433.7	-332.7	-148.1	0.0	38.6
ユーロ圏 -129.5	-70.7	5.5	169.7	-79.9	-24.6	0.0	102.7

注：ネット金融資産 = 金融資産 - 金融負債。 時価評価ベース。

出所：FRB、ECB、日銀、内閣府、岡三証券 作成：岡三証券

# 潜在成長率と寄与度



出所：内閣府 作成：岡三証券

# 「日本経済の新しい見方」

- ◆ 「デフレはなぜ社会にとって害悪なのか」「日本はなぜ長期不況に陥ったのか」「日本の財政赤字は“使いすぎ”が原因なのか」「社会保障支出を減らし、増税しないと日本の財政は立ちいかないのか」。日本経済をめぐるさまざまな素朴な疑問に対し、首尾一貫した論理とデータに基づく回答を提示する。
- ◆ 財政・社会保障支出・国際収支・日本企業の競争力をめぐる通俗的な主張を取り上げ、その当否をデータに基づいて検証する。そのなかで浮かび上がる日本経済の姿は、マスコミが喧伝するイメージとは少し異なるものである。さらに、通説的な経済学をふまえつつ、それが現実の日本経済の分析に失敗している原因を鋭く指摘している。

**イェール大学名誉教授・東京大学名誉教授・内閣官房参与  
浜田宏一先生 推薦**

本書はエコノミストや実務家から見て、経済学はどうして現実の重要問題に直面しないのかという疑問を率直にぶつけたものである。本書をゼミで精読して、教師が経済学の立場からそれに真剣に答えれば、その対話は本当に学生の血肉となるだろう。

**著者名：会田 卓司・榊原 可人（ソレイユGA）**

**出版社：きんざい（金融財政事情研究会）**



## メインシナリオ：積極財政と金融緩和のポリシーミックスの継続

1. 岸田内閣の分配政策と成長投資の両輪による財政拡大の継続で、ネットの資金需要（財政収支 + 企業貯蓄率）が回復し、家計に所得が回るマクロの構図となり**新しい資本主義が稼働**する
2. 日銀の粘り強い金融緩和の継続で、**強い信用サイクルが堅持**され、ネットの資金需要をマネタイズする形で量的金融緩和の効果は強くなる
3. グリーン、デジタル、先端科学技術、経済安全保障を中心の政府の成長投資を呼び水に、海外経済の回復の継続と円安による堅調な輸出環境が合わさり、**企業の設備投資サイクルが強く回復**する
4. 人手不足で失業率が低下するとともに**総賃金の強い拡大**で、企業の投資が新しい消費・サービスを生むこともあり、消費が強く回復する
5. 消費の回復による収益環境の改善で企業の設備投資サイクルが上振れ、企業貯蓄率がマイナス化（正常化）し、企業の過剰貯蓄という内需低迷とデフレの原因が払拭され、**デフレを脱却**する
6. 内需の拡大と投資による生産性の向上が**潜在成長率を押し上げ**、日銀は長期金利の誘導目標を景気・マーケットの拡大と物価上昇率の加速を阻害しない形で引き上げ始める
7. **物価上昇率が目標の2%台で安定**するようになり、インフレ期待がアンカーされ、2025年度に政府はデフレ完全脱却宣言をし、日銀は短期の政策金利の誘導目標をプラスに戻して緩和政策から脱却する
8. 企業貯蓄率の低下とともに景気拡大は加速し、税収の増加などで**財政収支は改善**する

# 信用・設備投資・リフレの三つのサイクルの上振れが必要

新型コロナウィルス問題により景気が急落した後の回復の形は、I、L、U、V型が考えられる。疫学的な問題がI型とW型を引き起こすリスクになる。政策の拙速な修正もリスクとなる。

<新型コロナウィルス問題による景気の形>

**I字型（落ち続ける）**： 経済学よりも疫学的な問題で制御不能な感染爆発により経済構造が崩壊。

**L字型（底を這って回復がない）**： 企業のデレバレッジとリストラが再発し、雇用所得環境が悪化しながらデフレに再突入。

**U字型（回復は緩慢）**： 堅調な雇用所得環境に支えられて経済の自然治癒が進むが、追加的な景気押し上げの力がない中でデフレ脱却は遠のく。

**V字型（回復は加速）**： グリーンやデジタルなどを背景とした企業の設備投資の拡大で強い景気回復に。財政拡大・金融緩和のポリシーミックスの力で、デフレ脱却へ向かう元のパスへ。

**W字型（二番底）**： ウィルス変異のリスクとワクチンの有効性低下などの疫学的な問題と拙速な政策の引き締め。

<三つのサイクルによる景気の形>

① **信用サイクル**が腰折れなければ、**景気はLを回避しUに進展**

② **設備投資サイクル**が上向けば、**景気はUからVに変化。**

③ **リフレ・サイクル**が強く上振れれば、**アベノミクス2.0が稼働し、デフレ脱却へ。**

# アベノミクス1.0・2.0とリスクシナリオ

金融政策が信用サイクルを上振れさせ、政策対応で新型コロナウィルス問題でも堅調さを維持している。財政政策の緩和の継続と、第四次産業革命を背景とした成長戦略などで設備投資サイクルが上振れれば、リフレ・サイクルが上向き、アベノミクス2.0が稼働し、2%の物価目標の達成と財政の改善の必要条件は満たされる。

<アベノミクス1.0と2.0>

	基礎	トリガー	結末
アベノミクス1.0	復活したネットの資金需要	それをマネタイズする大規模な金融緩和	財政緊縮によりネットの資金需要が消滅したが、デフレではない状況まではたどり着いた
端境期		アベノミクスの逆噴射（円高、株安、物価低迷）	
アベノミクス2.0	大規模な金融緩和の継続	企業活動の回復と財政拡大によりネットの資金需が復活	デフレ完全脱却へ

<リスクシナリオ：政策の拙速な引き締め>

1. 新たな変異株の感染拡大と地政学上の問題などで経済活動の回復が遅れ、企業の負債の負担の増大と政策支援の先細り、または円安を恐れた日銀の拙速な金融政策の正常化の動きで、信用サイクルが腰折れる。
2. 財政負担を懸念するあまり、増税などの緊縮財政に転じ、ネットの資金需要をまた消滅させ、リフレ・サイクルが腰折れる。
3. グローバルな政策当局がインフレを過度に警戒し、企業の投資行動が強くなる前に、引き締め政策を急ぎ、経済活動をオーバーキルしてしまう。
4. グローバルな投資活動の拡大に日本の企業がついていけず、急激に競争力を喪失する。

## マーケットシナリオ：景気回復はU字型からV字型に転換

**2021年度：**新型コロナウィルスの影響と、金融緩和縮小などのインフレに対するグローバルな政策当局のスタンスへの警戒、そして地政学上のリスクで、日本の信用・設備投資・リフレの三つのサイクルに停滞感があり、景気は緩やかなU字型の回復にしかならず、マーケットは弱い動きに。

**2022年度：**ウィルス、地政学上の問題、そして供給制約が解消に向かう中で、日本の設備投資サイクルが上振れ、景気はV字型に回復し、グローバルな金融政策の漸進的な正常化と財政政策の緩和の継続は景気動向よりも政策の引き締めは緩やかであり、マーケットは持ち直しの動きに。

**2023年度：**グローバルな政策当局の引き締め政策の効果が遅行して現れ、インフレが高位安定する中で引き締め継続の懸念もあり、日本でも新日銀総裁下の金融政策の不透明感で、マーケットは一時的に弱い動きに。

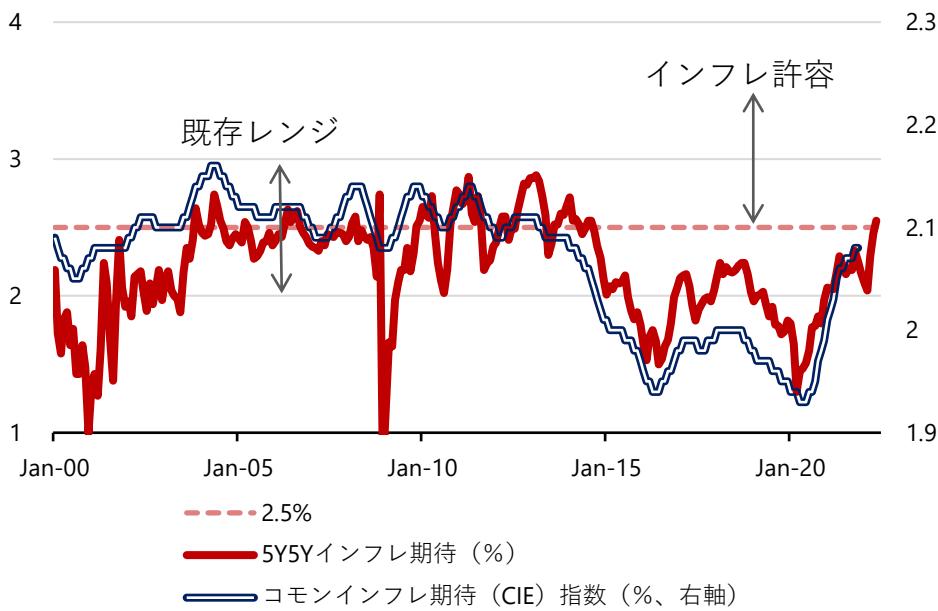
**2024年度：**グローバルな政策当局が徐々にインフレを許容し、引き締め政策が景気オーバーキルにはならない安心感と、緩和的な財政政策も続き、企業活動が活性化し、日本でも三つのサイクルが強い状態を維持したまま、マーケットは再び強い動きに。

**2025年度：**日本では企業活動が活性化を続け、賃金上昇により消費活動も拡大することで、2%の物価目標を達成するとともに政府がデフレ完全脱却宣言し、マーケットの動きは投資が生産性を押し上げられたかどうかによって違いが出る。

# インフレ期待のコントロール

供給制約で需要が供給を一時的に大きく上回り、物価が強く上昇したこと、それ自体は、政策当局は問題視していないだろう。需要の拡大ペースは緩やかになり、供給も追いついていくことは、ほぼ確実視されているからだ。一方、異常に高い物価上昇率が、将来も同程度の水準で続くことが予想されると、それが継続的に価格設定に織り込まれ、需要と供給がバランスしても、異常に高い物価上昇率が継続してしまうリスクとなる。金融政策を調整することによって、過度な物価上昇の予想が生れないようにしようとしていると考えられる。

<米国の5Y5Yインフレ期待>



<FRBのインフレ期待への反応>

- ① 2.5%超が金融政策の引き締め水準、2%以下が緩和水準
- ② 2.5%近くに到達し、金融政策の引き締めをマーケットは警戒
- ③ グリーンや第四次産業革命への投資拡大、そして米中対立を有利に進めるためには高圧経済の状況が必要であることに変化はない
- ④ 政策当局がインフレを許容することで、いずれ中立水準が2%台前半から2%台後半に上昇か
- ⑤ 3%に到達するまで大きな景気後退を招いてまでの強い政策のブレーキはかけない可能性

出所：Refinitiv、FRB 作成：岡三証券

# ネットの資金需要拡大で家計に所得を回すのが新しい資本主義

異常なプラスの企業貯蓄率による過剰貯蓄の総需要破壊の力が、内需低迷とデフレの原因だった。設備投資サイクルを上振れさせ、企業貯蓄率がマイナス化（正常化）すればデフレ脱却となる。企業の投資リターンを上げるためにには、企業と政府の合わせた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）を拡大して、家計に所得を回し、まず総需要を回復させなければならない。緊縮財政で、ネットの資金需要を消滅（0%）させ、家計に所得を回らなくしたのが新自由主義の失敗である。**新しい資本主義の定義は、まずは積極財政の力で、ネットの資金需要を新しい目標であるー5%に拡大して家計に所得を回すことである。ネットの資金需要が消滅したままでは失敗の大きなリスクとなる。**

<企業貯蓄率と消費者物価>



$$\begin{aligned} \text{企業貯蓄率 } (\%) &= \frac{\Delta \text{金融資産} - \Delta \text{金融負債} \text{ (株式含む)}}{\text{名目 GDP}} \\ &= \frac{\text{資金過不足}}{\text{名目 GDP}} < 0 \end{aligned}$$

出所：日銀、総務省、内閣府、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

<新しい資本主義の鍵となるネットの資金需要>



ネットの資金需要（企業貯蓄率+財政収支）は

- ① 企業と政府の合わせた支出をする力
- ② 家計に所得を回す力
- ③ 市中のマネーを拡大する力 = 金融緩和の効果を強くする

# 新自由主義からキシダノミクスの新しい資本主義へ

## 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

### 新自由主義（効率重視の成長）

金融政策

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

### 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

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  
小さな政府へ

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  
効率化と収益拡大、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

(効率→所得)

**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  
企業と家計を支えて  
総供給と総需要の相乗効果の成長

**回復**

(家計に所得を回す)



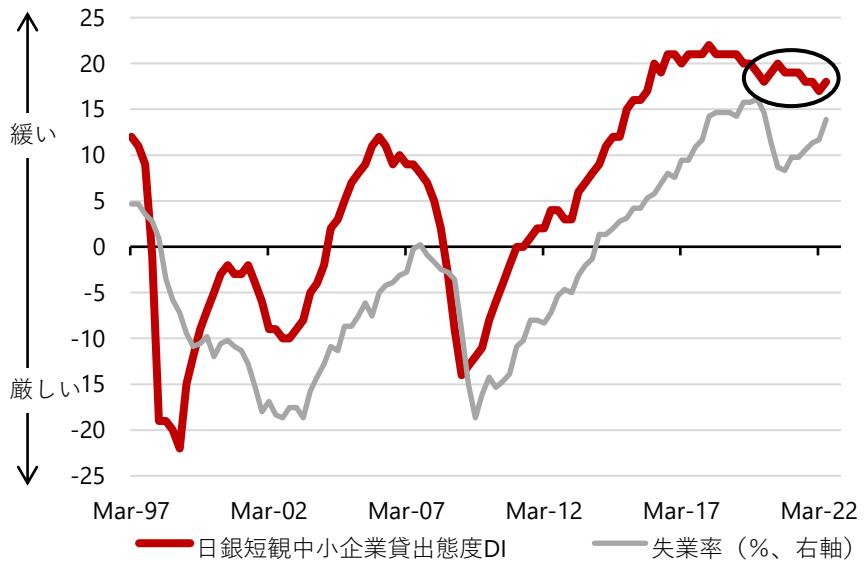
新しい資本主義の定義

(支出→所得)

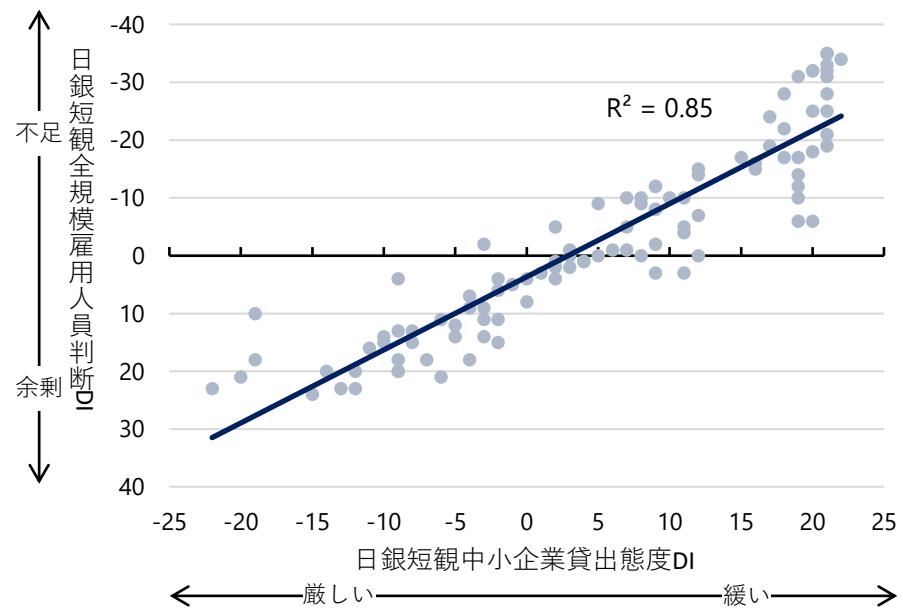
# 金融政策：強い信用サイクルで雇用不足感を作る

日銀短観中小企業金融機関貸出態度DIは、バブル崩壊後の最高水準まで既に上昇した後に安定化し、強い信用サイクルが景気を支えている。現行の金融政策の緩和の効果を否定することはできない。信用サイクルは、失業率に先行するなどして、景気動向を左右する最も重要な役割となっている。信用サイクルが腰折れなければ、新型コロナウィルスの影響下でも、景気は回復のないL字型となることを回避できる。日銀の追加的な金融緩和余地は、副作用などもあり限界的であり、政府の企業支援との連携で信用サイクルを支える必要がある。強い信用サイクルは雇用不足感を作り、賃金上昇と物価上昇への経路を作る。非効率な（ゾンビ）企業には、金融引き締めではなく、雇用不足によって対処することが重要である。**強い信用サイクルを維持するために、来年4月の黒田日銀総裁退任後も、2%の物価目標を堅持して、日銀の現行の大胆な金融緩和と積極財政によるポリシーミックスの継続が必要である。**

<日銀短観中小企業貸出態度DIと失業率>



<中小企業貸出態度DIと雇用人員判断DI>



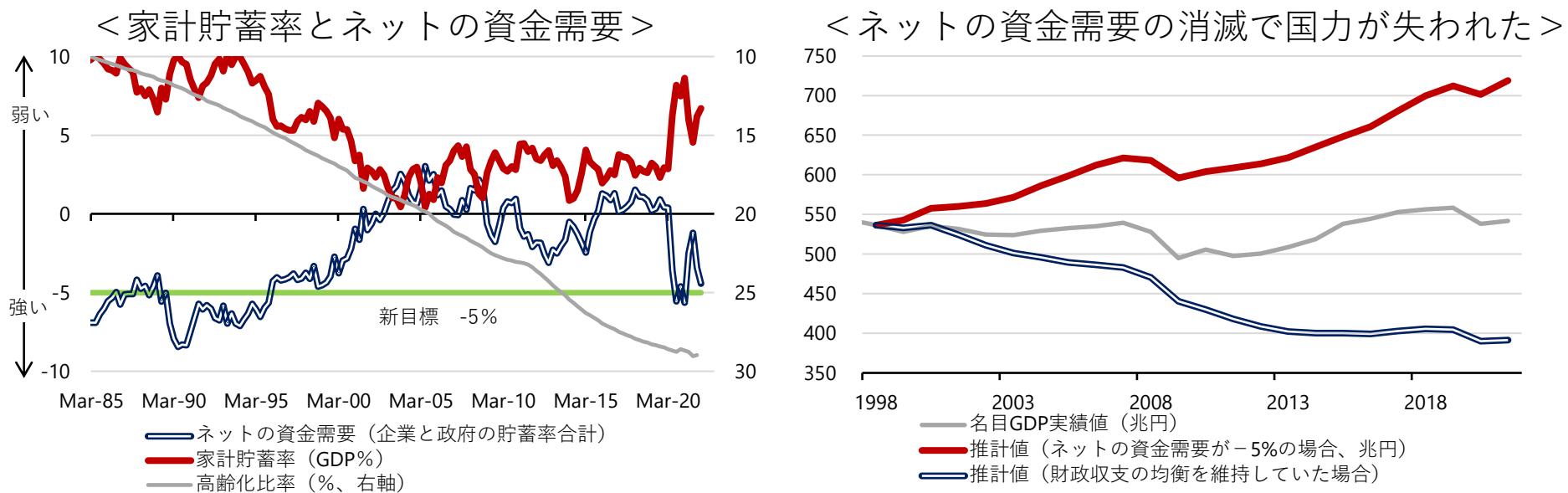
注：DIのバブル期の最大値は1989年1-3月期の+32

出所：内閣府、総務省、日銀、Refinitiv 作成：岡三証券

注：期間は1997年1-3月期から2022年1-3月期

# 財政政策：ネットの資金需要を拡大し家計に所得を回す

新自由主義の緊縮的政策でネットの資金需要が消滅した。リフレサイクルが弱く、名目GDPは拡大できず、国力が失われた。家計にも所得が回らず、家計の貯蓄率の低下につながり、家計は疲弊し、消費の弱さが企業活動を更に弱くする悪循環に陥った。新しい資本主義の財政拡大でネットの資金需要を復活させる必要がある。それをマネタイズする日銀の粘り強い金融緩和の効果も大きくなる。家計に所得が回ることで、消費が回復し、企業活動が刺激されて、企業貯蓄率がマイナスの正常な状態に戻れば、デフレ脱却となる。景気拡大によって、ネットの資金需要の中身が財政赤字から企業投資に変われば、財政が再建。ネットの資金需要を0%に誘導できた実績があり、-5%に誘導することは可能。GDP比5%（25兆円程度）の新たな財源があることを意味し、成長投資と所得分配の政策に支出すべき。景気の自動安定化装置を補強する減税を、単年度の税収中立を脱して実施し、家計に所得を回す必要がある。



$$\text{名目GDP (前年比)} = -1.1 - 0.13 \text{ 日銀短観雇用人員判断DI} (\text{前年差、景気循環要因}) + 0.042 \text{ 日銀短観中小企業金融機関貸出態度判断DI} - 0.27 \text{ ネットの資金需要 (2期ラグ)} + 2.2 \text{ 資本蓄積 (1期ラグ)} + 0.13 \text{ 米国実質GDP (前年比、海外要因)} ; R^2=0.80$$

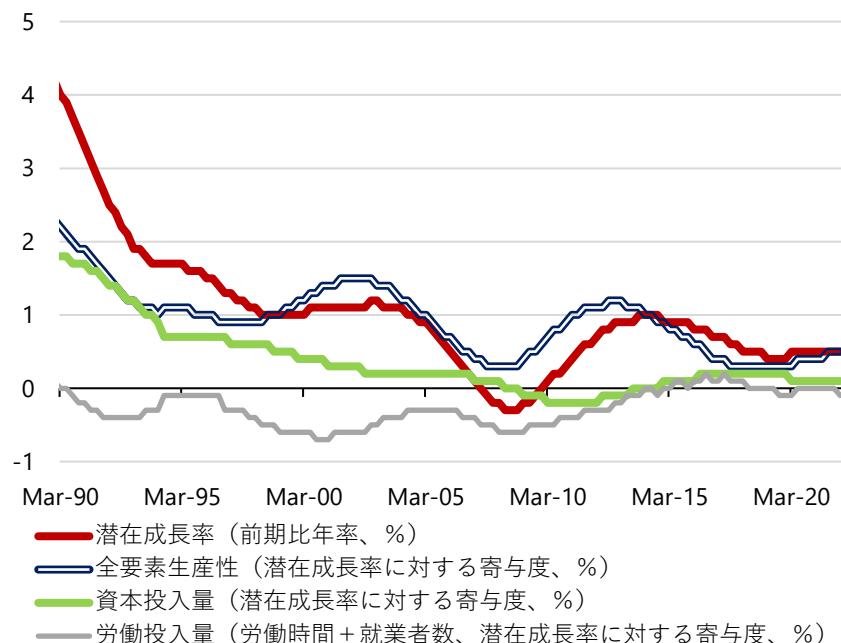
出所：内閣府、日銀、岡三証券

作成：岡三証券 注：家計貯蓄率 = 家計と対家計非営利団体の貯蓄率合計 + 家計の負債側の貸出 (GDP%)

# 成長戦略：リストラではなく投資によって生産性を向上させる

日本経済はリストラなどのコスト削減でなんとか全要素生産性の向上させてきた。一方、資本蓄積を拡大させる投資には企業が消極的である。投資によるイノベーションによって生産性を向上させるという好循環を生むことができていない。実質設備投資の実質GDP比が17%弱の天井をなかなか打ち破れなかつたことが、過剰貯蓄として総需要を破壊する力となっているプラスの企業貯蓄率の低下を妨げる要因となっていた。設備投資サイクルが天井を打ち破れば、企業の期待成長率・収益率が、バブル崩壊後に初めて上振れたことになり、日本経済は転換点を迎えることになる。**グリーンやデジタル、先端科学技術、経済安全保障などを中心に政府が成長投資を拡大して、民間投資の呼び水となる必要がある。企業の投資の期待リターンを引き上げるため、積極財政で家計に所得を回す総需要の拡大も重要である。**

< 資本投入量の減速で潜在成長率が低下 >



< 民間設備投資のGDP比 >



出所：内閣府、総務省、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

# プライマリーバランス目標は事実上の無効化

自民党の二つの財政政策に関する本部の議論は、「財政健全化の旗らは降ろさず」としながらも、PBの黒字化目標は「十分に検証するべき」で、「マクロ経済政策の選択肢をゆがめてはいけない」との結論になった。いざという時のために前もって財政健全化するべきという方針はなくなった。PBの黒字化目標は事実上無効化された。財政余力は、グリーン、デジタル、先端科学技術、人材育成、経済安全保障、防衛力強化への投資に積極的に使われるようになる。参議院選挙後に、積極財政の方針の下、成長投資を中心とする大規模な経済対策が実施され、新しい資本主義の稼働が明らかになるだろう。

財政政策を巡る自民党の2つの組織

財政健全化推進本部		財政政策検討本部
党総裁（岸田首相）直属の組織	位置づけ	高市政調会長の下に置かれた組織
最高顧問＝麻生副総裁（前財務相） 本部長＝額賀福志郎・元財務相	主な役員	最高顧問＝安倍元首相 本部長＝西田昌司政調会長代理
財政再建や財政規律を重視する議員が多い	特色	積極的な財政出動を持論とする議員が多い
▽財政再建の旗は降ろさない ▽秩序ある財政運営を実現 ▽規模ありきではない賢い支出が必要 ▽PB黒字化目標は経済情勢を注視しながら検証 ▽「いざというときに十分な支出ができるよう、平時から財政秩序が必要」の文言削除で妥協 ▽「従来とは異なる次元で円の信認維持が必要な状況」の文言削除で妥協 ▽アベノミクスに懐疑的	提言の ポイント	▽積極的な財政出動が必要。成長によって財政健全化を実現。 ▽債務残高対名目GDP比をコントロールするために、名目成長率を高めていくべき ▽PB黒字化目標がマクロ経済政策の選択肢をゆがめてはいけない ▽PB黒字化目標の妥当性の検証を要求 ▽PB目標撤廃の要求は取り下げで妥協 ▽新しい財政目標導入の提言を見送りで妥協 ▽アベノミクスを支持

(出所) 自民党、読売新聞、日経新聞

# 新しい資本主義を積極財政で起動

## 新しい資本主義の起動

## 「新しい資本主義」実行計画の主な内容

人への投資	<ul style="list-style-type: none"><li>・転職やキャリアアップのための能力開発で100万人支援、3年で4000億円規模投資</li><li>・企業が副業、兼業を許可しているかについて情報開示を推奨</li><li>・出世払い型奨学金をまず大学院段階において導入</li><li>・NISAの拡充、iDeCoの加入対象年齢拡大などの「資産所得倍増プラン」を年末に策定</li><li>・有価証券報告書に人材育成方針など非財務情報の目標を記載</li><li>・非正規含む100万人に再就職支援や能力開発</li><li>・男女賃金差の公表義務、非財務情報の開示強化</li></ul>
	<ul style="list-style-type: none"><li>・量子、AI、バイオなどの分野で技術開発や人材育成を重点支援</li><li>・首相に助言する科学技術顧問を官邸に設置</li><li>・米国など有志国企業と連携し量子コンピューターの研究開発</li><li>・再生・細胞医療・遺伝子治療について有効な技術を実用化</li></ul>
	<ul style="list-style-type: none"><li>・5ヵ年計画を策定し企業を育成</li><li>・創業時の融資に個人保証を不要化</li><li>・社会的起業家の起業をサポートするため新たな法人形態創設を検討</li><li>・コロナ後に向け企業の事業再構築を容易にする新たな法制度を検討</li></ul>
	<ul style="list-style-type: none"><li>・今後10年間に官民協調で150兆円規模のGX（グリーントランスフォーメーション）投資を実現</li><li>・再生可能エネルギーなどの投資に使う新たな国債「GX経済移行債」創設</li><li>・電子カルテ情報の標準化などを進めるため政府に医療のデジタル化を推進する本部を設置</li><li>・6G通信の導入を見据え、現在の100倍の通信速度を5年程度で実現</li></ul>
	<ul style="list-style-type: none"><li>・金融所得課税の強化：盛り込まれず</li><li>・企業の自社株買いのルール設定：盛り込まれず</li><li>・企業の短期的利益追求を防ぐため「四半期開示」の見直し：四半期報告書の決算短信への一本化</li><li>・「資産所得倍増プラン」の策定</li></ul>

(出所) 内閣府、日経新聞、朝日新聞、産経新聞、読売新聞、各種資料より岡三証券作成

# 骨太の方針で新しい資本主義型のアベノミクスに

骨太の方針の主な内容	
防衛	<ul style="list-style-type: none"><li>「NATO諸国においては、国防予算を対GDP比2%以上とする基準を満たすという誓約へのコミットメントを果たすための努力を加速することと防衛力強化について改めて合意がなされた。」と明記</li><li>新たな国家安全保障戦略等の検討を加速し、国家安全保障の最終的な担保となる防衛力を5年以内に抜本的に強化</li><li>令和5年度予算については、同計画（中期防衛力整備計画）に係る議論を経て結論を得る必要があることから予算編成過程において検討し、必要な措置を講ずる</li></ul>
経済安全保障	<ul style="list-style-type: none"><li>最先端な重要技術の育成に5000億円規模の支援を目指す</li><li>関係省庁との調整を担う経済安全保障推進室を内閣府に設置</li></ul>
エネルギー・食料安全保障・国土強靭化・対日投資	<ul style="list-style-type: none"><li>化石燃料と資源のロシア依存度低減へ、調達先多角化や生産国への増産働きかけ</li><li>エネルギー源を安定的に活用するためのサプライチェーン維持・強化、安全最優先の原発再稼働、実効性ある原子力規制や、道路整備等による避難系の確保等を含む原子力防災体制の構築を進める</li><li>食料の安定供給確保に必要な総合的な対策の構築に着手し、食料安全保障の強化を図る</li><li>「防災・減災、国土強靭化のための5ヵ年加速化対策」を推進し、引き続き、災害に屈しない国土づくりを進める</li><li>対日直接投資残高を2030年に80兆円との目標達成に向け、投資先としての我が国の魅力を高める</li></ul>
財政政策	<ul style="list-style-type: none"><li><b>基礎的財政収支の黒字化目標は、目標年限を明示せず、状況に応じ検証</b></li><li>危機に対する必要な財政支出は躊躇なく行い、万全を期す</li><li><b>経済あっての財政であり、現行の目標年度により、状況に応じたマクロ経済政策の選択肢がゆがめられてはならない</b></li><li>持続的な経済成長に向けて、官民連携による計画的な重点投資を推進</li><li>健全化目標は「堅持」から「取り組む」に</li><li>債務残高対GDP比をコントロールしていく観点からも名目成長率を高めることが重要</li><li>財政健全化の「旗」を下ろさず、これまでの財政健全化目標に取り組むが、内外の経済情勢等を常に注視する必要があり、状況に応じ必要な検証を行っていく</li><li><b>感染症の影響を受けた企業に対して資金繰り等の支援に取り組んできた中、企業債務が増大していることに加え、原油等の価格高騰の影響を受けている状況への対応に万全を期す</b></li><li>骨太方針2022や新しい資本主義に向けたグランドデザイン・実行計画をジャンプスタートさせるための総合的な方策を早急に具体化し、実行へ</li><li><b>本方針及び骨太方針2021に基づき、経済・財政一体改革を着実に推進。ただし、重要な政策の選択肢をせばめることがあることはない。</b></li></ul>
アベノミクス	<ul style="list-style-type: none"><li><b>「大胆な金融政策」などアベノミクスの枠組みを堅持・基金などを活用して、予算の単年度主義の弊害を是正</b></li><li><b>日本銀行には「2%の物価安定目標を持続的・安定的に実現することを期待する」</b></li><li>民需主導の自律的な成長とデフレからの脱却に向け、経済状況等を注視し、躊躇なく機動的なマクロ経済運営を行っていく</li><li><b>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を一体的に進める経済財政運営の枠組みを堅持</b></li></ul>

(出所) 内閣府、日経新聞、朝日新聞、産経新聞、読売新聞、各種資料より岡三証券作成

# 自民党の参議院選挙の政権公約

自民党の参議院選挙公約のポイント	
日本を守る	外交・安全保障 国際秩序の維持・発展を主導、武力攻撃に対する反撃能力（敵基地攻撃能力）を保有 <b>NATO諸国の国防予算の対GDP比2%以上も念頭に、来年度から5年内に防衛力を抜本的強化</b> <b>経済安全保障上重要な物資のサプライチェーン強靭化や先端技術開発支援を抜本強化</b>
	原油高・物価高対策 燃油価格の激変緩和策を継続、ガソリン補助金の継続 <b>中小企業の資金繰りを支えるため、過剰債務の軽減を含めた事業再生・再チャレンジを支援</b> 原材料費やエネルギーコストの上昇分について、中小企業の取引価格の転嫁対策を徹底 <b>大幅に拡充した賃上げ促進税制の活用や、赤字でも賃上げする企業に対する補助金の補助率引き上げなどにより、中小企業の賃上げを後押し</b> 国民生活や産業に不可欠な食料、物資・原材料、エネルギー等の安全供給確保を図るため、サプライチェーンの強靭化を図る <b>「原油価格・物価高騰等総合緊急対策」により、ガソリン価格の値上がりは欧米諸国より2割近く低く抑えられている</b> <b>ウクライナ情勢が緊迫化した2月以降の物価上昇も、米国など他の主要国と比べて、日本は4分の1程度に収まっている</b>
	感染症対策 保健医療体制の強化、治療薬や国産ワクチンの確保、将来の危機に備えた司令塔機能の強化
	災害 「防災・減災、国土強靭化のための5か年加速化対策」を着実に実施 <b>加速化対策後も、中長期的かつ明確な計画のもと、必要・十分な予算を確保し、継続的・安定的に取組みが進められる制度となるよう、「国土強靭化基本計画」を見直し、取組みを強化</b> 東日本大震災からの復興を一層加速化する
	エネルギー政策 エネルギー・物資の安定供給のため、内外の資源開発や調達・設備投資支援等と、再生可能エネルギーの最大限の導入 <b>安全が確認された原子力の最大限の活用</b>
未来を創る	新しい資本主義 「新しい資本主義」で強い経済と豊かさを実感できる社会を 人への投資を促進し、25年ぶりの本格的な「賃金増時代」を創る 同一労働同一賃金、男女間賃金格差解消、最低賃金引き上げ、賃上げ税制などを進める わが国の勝ち筋となる先端科学技術（量子、AI、バイオ、グリーン、宇宙、海洋、再生医療など）について、国家戦略を定めたうえで、大胆な投資を行い、社会実装を進めることで、官民を挙げて科学技術立国を実現し、世界をリードする 起業（スタートアップ）への資金供給・基金化等による研究開発・事業化、人材育成、SBIR（スタートアップ等の研究開発を支援し、その結果を政府が調達する支援制度）や公共調達等の支援を抜本強化 <b>Deep Tech（社会や産業構造を変革する革新的技術）等を生み出すスタートアップ・エコシステムを司令塔創設等により抜本強化し、国内スタートアップへの投資額を5年で約10倍（約10兆円）に</b> 規制緩和と税制など政策総動員で魅力的な投資環境を実現。世界のマネーを呼び込むとともに、「貯蓄から投資へ」の流れを大胆に生み出し、成長の果実を多くの国民が手にする資産所得倍増社会を実現 コロナ禍で少子化が加速している深刻な事態を踏まえ、緊急対策としての結婚・出産支援とともに、大胆な児童手当や育休給付の拡充、保育等子育て支援、放課後児童クラブの拡充など総合的な少子化対策について、安定的な財源を確保し抜本的な強化を図る 全ての世代が安心できる持続可能な年金・医療・介護などの全世代型社会保障の構築に向け、計画的に取組みを進める。出産育児一時金の引上げなど、出産育児支援を推し進め、仕事と子育てを両立できる環境をさらに整備 <b>脱炭素を成長分野として位置付け、将来の財源の裏付けのあるGX経済移行債（仮称）で20兆円規模の政府資金を先行して確保することを含め、今後10年で150兆円超の官民投資の実現に向け思い切った措置を行う</b>
	デジタル田園都市構想 テレワークの普及促進と地方移住に関する情報を提供し、地方への新しい人の流れを創出、デジタル人材の育成 <b>食料自給率の向上に努め、食料安全保障関連予算を確保する</b>
	憲法改正 自民党は現在、改正の条文イメージとして①自衛隊の明記②緊急事態対応③合区解消④教育充実の4項目を提示している。国民に憲法改正の必要性を説明し、「日本国憲法」の改正を早期に実現

(出所) 自民党政策パンフレットより岡三証券作成

# 自民党の衆議院選挙の公約の成長投資に予算を付ける必要

## 大胆な「成長投資」で、確かな未来を拓く。

(成長投資とは、日本に強みある技術分野を更に強化し、新分野も含めて研究成果の有効活用と国際競争力の強化に向けた戦略的支援を行うこと。)

- 小型衛星コンステレーション等の衛星・ロケット新技術の開発や、政府調達を通じたベンチャー支援等により、宇宙産業の倍増を目指す。
- 宇宙・海洋資源、G空間、バイオ、コンテンツなど、新たな産業フロンティアを官民挙げて切り拓く。
- 日本に強みがあるロボット、マテリアル、半導体、量子（基礎理論・基盤技術）、電磁波、電子顕微鏡、核磁気共鳴装置、アニメ・ゲームなど多様な分野につき、技術成果の有効活用、人材育成、国際競争力強化に向けた戦略的支援を行う。
- 産学官におけるAIの活用による生産性の向上や高付加価値な財・サービスの創出、5Gの全国展開、6Gの研究開発と社会実装を推進。
- 国産量子コンピュータの開発に取り組むとともに、量子暗号通信、量子計測・センシング、量子マテリアル、量子シミュレーションなどの技術領域を支援する。
- 2030年度温室効果ガス46%削減、2050年カーボンニュートラル実現に向け、企業や国民が挑戦しやすい環境をつくるため、2兆円基金、投資促進税制、規制改革など、あらゆる政策を総動員する。
- カーボンニュートラルによる環境と経済の好循環実現のため、エネルギー効率の向上、安全が確認された原子力発電所の再稼働や自動車の電動化の推進、蓄電池、水素、SMR（小型モジュール炉）の地下立地、合成燃料等のカーボンリサイクル技術など、クリーン・エネルギーへの投資を積極的に後押しする。
- 究極のクリーン・エネルギーである核融合（ウランとプルトニウムが不要で、高レベル放射性廃棄物が出ない高効率発電）開発を国を挙げて推進し、次世代の安定供給電源の柱として実用化を目指す。
- 日本に世界・アジアの国際金融ハブとしての国際金融都市を確立するべく、海外金融機関や専門人材の受け入れ環境整備を加速させ、コーポレート・ガバナンス改革、取引所の市場構造改革、金融分野のデジタル化の推進などを通じて、資本市場の魅力向上を図ります。公平・公正・透明な金融市場への適正化を図り、金融商品に対する信頼確保に努める。
- 未来の成長を生み出す民間投資を喚起するため、現下のゼロ金利環境を最大限に活かし、財政投融資を積極的に活用する。
- オープンイノベーションへの税制優遇、研究開発への投資、政府調達など、スタートアップへの徹底的な支援を行う。
- インフラの老朽化対策、地域の移動を支える地域交通や都市を結ぶ高速交通のネットワークの維持・活性化、地域での連携・協働の支援に取り組む。

出所：自由民主党 作成：岡三証券

## 中間層復活に向けた経済財政運営の大転換

- 日本経済は、需要不足と中間層の衰退が悪循環を引き起こしており、需要不足は弱い消費や投資機会の縮小といった形で現れています。家計の経済状況が改善しなければ、消費を拡大することは困難です。国内設備投資は停滞し、さらなる需要の低迷を招くという悪循環の一因となります。賃上げによって雇用者の維持・拡大に努めようというインセンティブも働きません。マクロの需要不足が、中間層の衰退につながるという悪循環を形成しています。こうした悪循環に陥ったのは、緊縮的な経済財政運営の継続にあります。まずは、悪循環の根本的な原因となっているマクロの需要不足を開拓すべく、財政ルールを見直さなければなりません。
- 需要不足の状況の中では、十分な規模で財政出動をしなければなりません。新たな価値観に基づく投資の活性化に向けた財政の活用が重要です。設備投資需要を拡大させると同時に、よりよい社会の実現に向けたイノベーションの創出やインフラ整備を進めるべく、長期計画的に財政政策を展開します。
- 政府が長期の計画に基づいて投資しつづければ、企業も新たなイノベーション創出に向けて、国内投資を加速させます。財政出動を起点に総需要の拡大を確実に賃上げにつなげ、中間層の底上げを進めることも不可欠です。財政拡大による高圧経済を継続することで賃上げ圧力をかけ続ける必要があります。こうした一連の政策により、これまでの「需要不足と中間層衰退の悪循環」から、「需要拡大と中間層の底上げの好循環」へと移行させていきます。

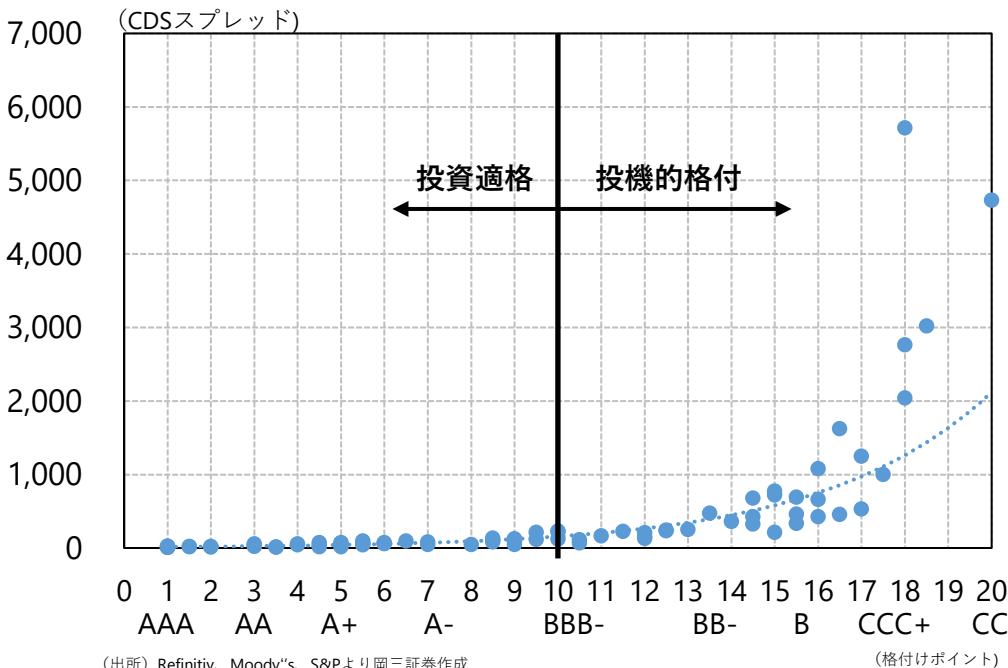
## 日本の未来をまもる～日本社会と民主主義の持続可能性～

- ・ わが国では、世界に先駆けて人口減少が進行しており、今後少なからぬ自治体が存亡の淵に立たされる。GDP200%に上る財政赤字を積み重ね、量的金融緩和を続けながらも、経済は長期的停滞から脱却することができない。過去30年、経済成長を続けてきた諸外国に比べ、わが国の相対的な地盤沈下は著しい。
- ・ 第一に、ビジョンや構想をアクションに移す仕組み作り、「統治構造改革」である。平成時代以来の改革を検証しつつ、政党のガバナンス、二院制や国会審議等の国会のあり方、選挙制度、政府や政府与党関係、政官関係、いわゆる官僚の働き方改革など、積み残してきた課題と取り組む。さらに、熟議民主主義やデジタル・デモクラシーなどの新しいアイデアを取り入れつつ、危機にも揺らがない政権交代可能な責任ある政党政治の実現を目指す。
- ・ 第二に、さまざまな危機をしっかりと受け止められる「財政・社会保障ビジョン」の形成が必要である。コロナ禍に対処し、長期停滞と格差の固定化等の問題を解決するには、財政政策が大きな役割を果たす。他方、現在の厳しい財政状況に鑑みれば、社会保障関係費を含めてワイススペンディングを追求し、中長期的な財政の推移について正しい見通しに基づいた政策運営が図られるようにしなければならない。
- ・ 第三に、人口減少と超高齢化という現実を直視した新しい「国土構想」である。人口増加を前提とし、ハード面の開発に重きを置いたかつての構想とは一線を画し、個人の自由で多様な生き方を可能にする、「人づくり」と「ネットワークづくり」に重点を置く、ポストコロナ時代の新たな社会の哲学を追求する。デジタル化技術を活かし、エコロジカルな地域の発展や、地域ガバナンスの未来像を示す。

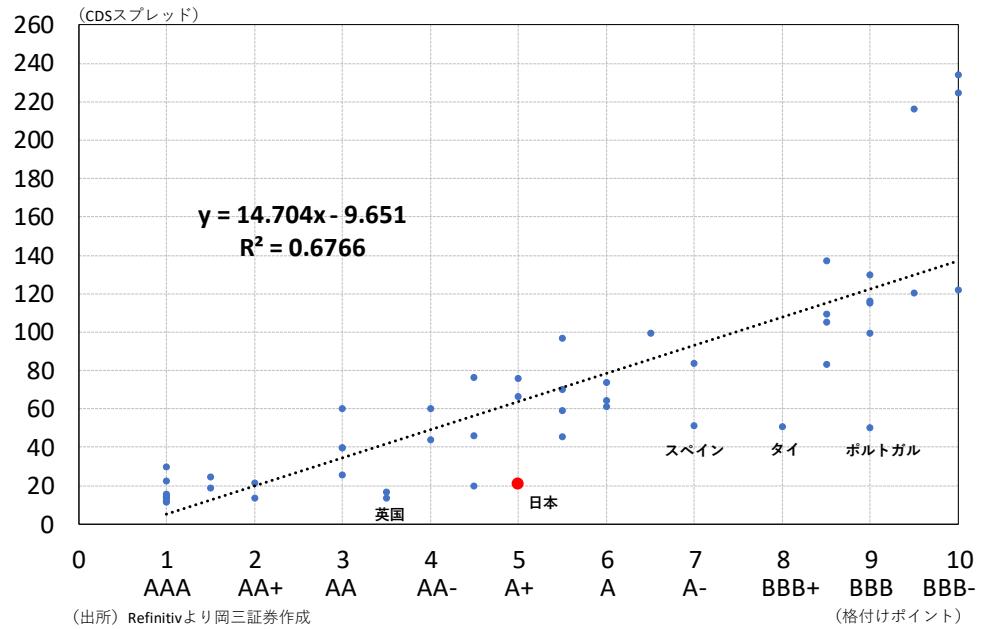
# 国債格下げの強いインパクトは投機的になってから

格下げが信用に強い（指数関数的）インパクトがあるのは、投機的格付けになってからである。投資適格では、関係は直線的で、マネジメントできる範囲である。1ノッチの格下げのインパクトは15bp程度であり大きくない。日本（A+）はスプレッドと格付けの関係の位置から大きく下振れていて、AA+が適切な位置。他国との相対位置では、Aへの格下げのハードルは高い。

<CDSスプレッドと格付け>



<CDSスプレッドと投資適格格付け国>



日本国債の格付け変動

格下げ		格上げ	
1998	日本の金融危機	2005-2007	円安と輸出増の景気回復
2000-2002	ITバブル崩壊		
2008-2009	グローバル金融危機		
2011	東日本大震災		
2014-2015	消費税引き上げ後の経済低迷		

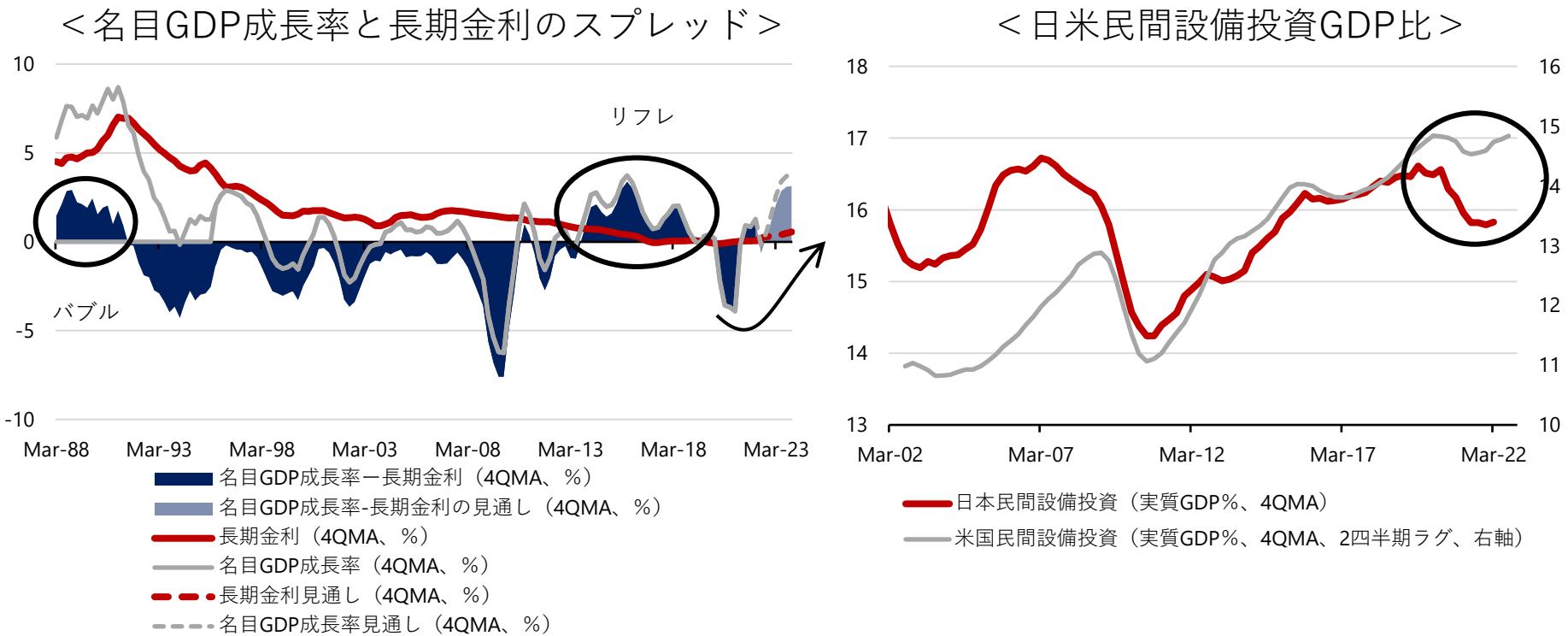
各国ネットの政府債務（対名目GDP、%）

	フランス	ギリシャ	イタリア	日本	スペイン	英国	米国
2011	59	75	94	113	47	67	76
2021	87	167	144	132	107	105	99
差	28	93	50	19	60	38	23

(出所) OECDより岡三証券作成

# 設備投資サイクルに二つの追い風

名目GDP成長率（膨張する力）が長期金利（抑制する力）をバブル崩壊後初めて上回り（リフレ・スプレッド）、景気拡大の力となってきた。設備投資サイクルを上振れさせ、企業貯蓄率がマイナス化（正常化）すればデフレ脱却となる。第四次産業革命やグリーンを背景とした設備投資のグローバルな拡大で、米国に遅れまいとする動きとなるだろう。

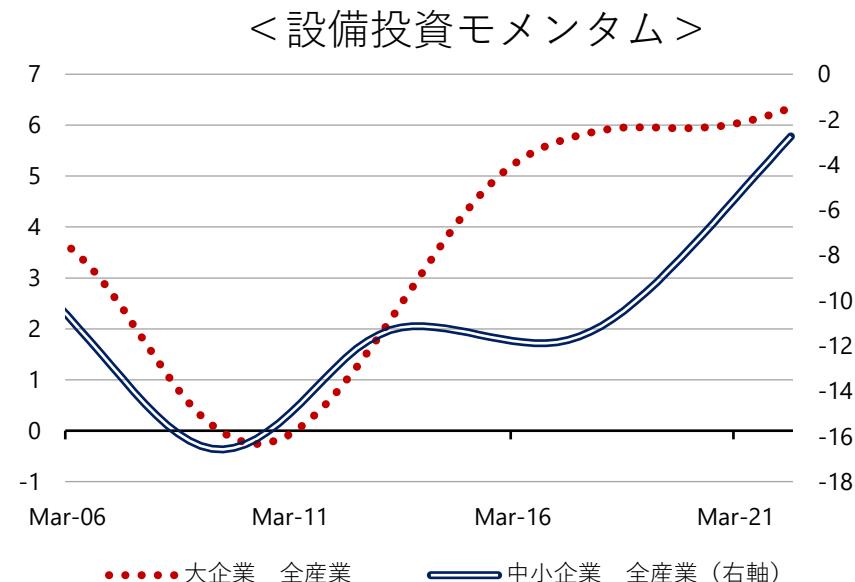
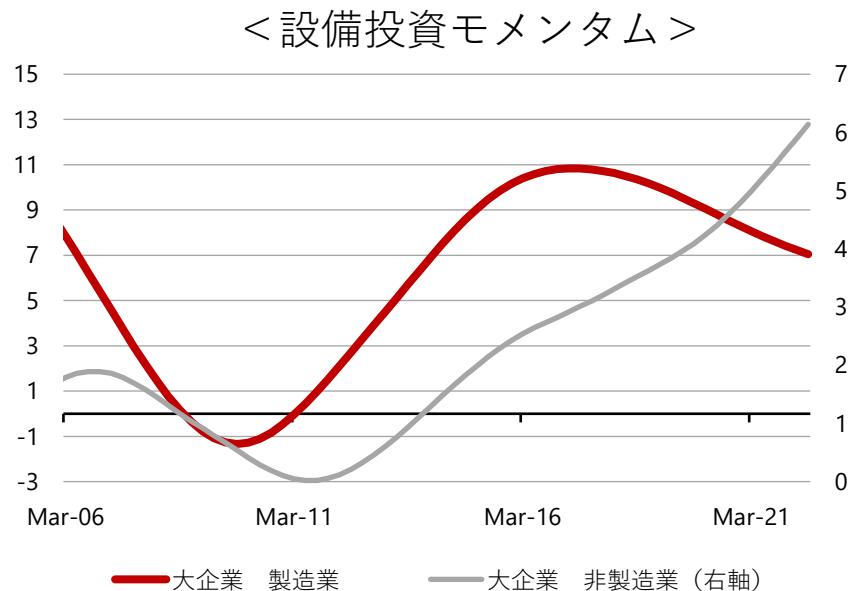


リフレの拡大均衡：名目成長率（膨張の力）> 長期金利（抑制の力）⇒ 潜在成長率の上昇

出所：日銀、総務省、内閣府、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

# 設備投資計画と売上高計画の差からみる設備投資モメンタム

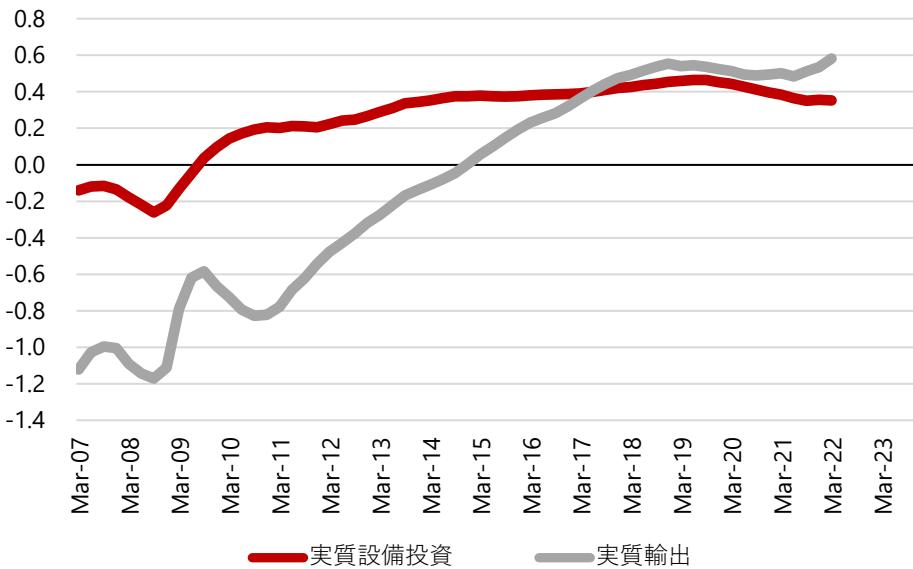
短観の設備投資計画と売上高計画の差（設備投資モメンタム）をHPフィルターで均すと、設備投資計画の積極さが分かる。大企業製造業は下に垂れているものの、大企業非製造業は上昇トレンドにある。また、中小企業は2018年以降急速に上昇している。グリーンやデジタルなどを中心に政府が成長投資を拡大すれば、呼び水となり、民間の投資を拡大させることができる。



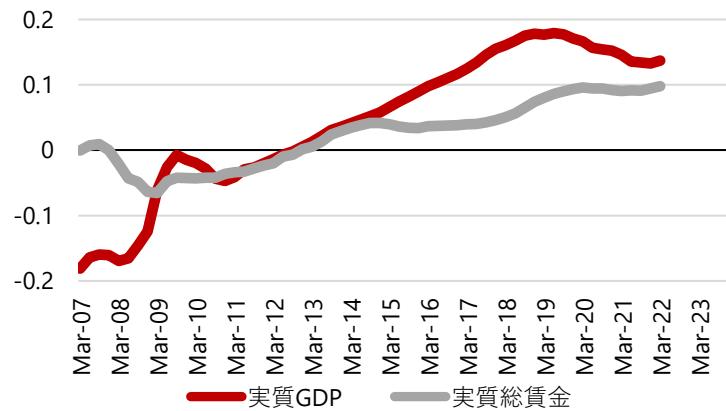
# 円安は日本経済にポジティブ

生産設備が海外に移転したため、円安が輸出を増加させる力はかなり小さくなっているとされる。しかし、輸出や設備投資、そしてGDPや総賃金のドル円に対する弹性値（1%の円安で、何%増加するのか、10年ローリング）は、過去と比較して、十分に強いことが確認できる。最も安定した関係が確認できるのは、ドル円と設備投資だ。円安は、グリーン・デジタル・経済安全保障の動きを追い風に、国内投資を拡大するチャンスになる。

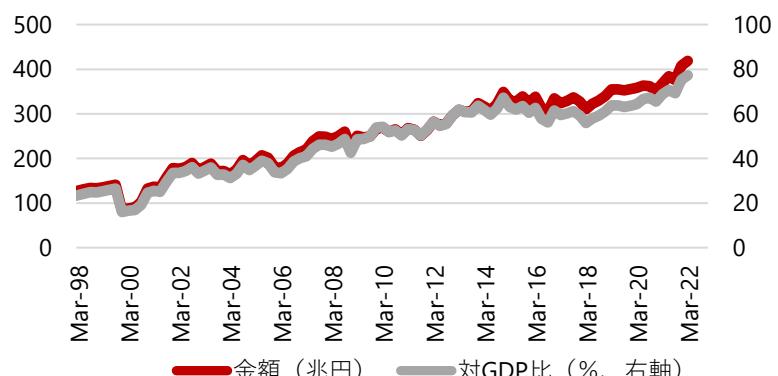
< ドル円の弹性値 (設備投資、輸出) >



< ドル円の弹性値 (GDP、総賃金) >



< 対外純資産 >



出所：日銀、総務省、内閣府、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

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

# 貿易収支の改善は企業収益の拡大に必要か？

製造業経常利益と貿易収支（輸出－輸入）の前年同期差の相関関係はかなり弱いが、貿易総額（輸出+輸入＜鉱物性燃料費除く＞）との相関関係はかなり強いことが確認できる。企業収益の拡大にとって、貿易黒字を拡大する重商主義的な考え方より、輸出と輸入を両建てで増やすことが必要である。自由貿易協定の推進は、貿易総額を大きくし、企業活動と収益の拡大につながる可能性が高い。貿易収支ではなく、貿易総額との相関関係が強いことは、日本の製造業は競争力を維持し、グローバル化の追い風をうまく受けることができていることを示す。



$$\text{製造業経常利益 (GDP比、前年差)} = -0.055 + 0.11 \text{コア貿易総額 (除く鉱物性燃料、前年比)} + 0.075 \text{交易条件 (2ラグ、前年比)} + 0.97 \text{アップダミー} - 1.1 \text{ダウンダミー} ; R^2 = 0.96$$

$$\text{交易条件 (前年比)} = -0.11 - 0.11 \text{ドル円 (前年比)} - 0.24 \text{ブレント原油先物 (1ラグ、前年比)} + 9.0 \text{アップダミー} - 5.6 \text{ダウンダミー} ; R^2 = 0.95$$

$$\text{コア貿易総額 (除く鉱物性燃料、前年比)} = -2.2 + 0.14 \text{ブレント原油先物 (1ラグ、前年比)} + 1.6 \text{日米実質GDP成長率和} + 0.40 \text{ドル円 (前年比)} + 12 \text{アップダミー} - 6.7 \text{ダウンダミー} ; R^2 = 0.94$$

ブレント原油先物 (前年比) が需要ショックで10%pt上昇すると、コア貿易総額と交易条件に影響し、製造業経常利益 (GDP比、前年差) は0.033%pt減少。

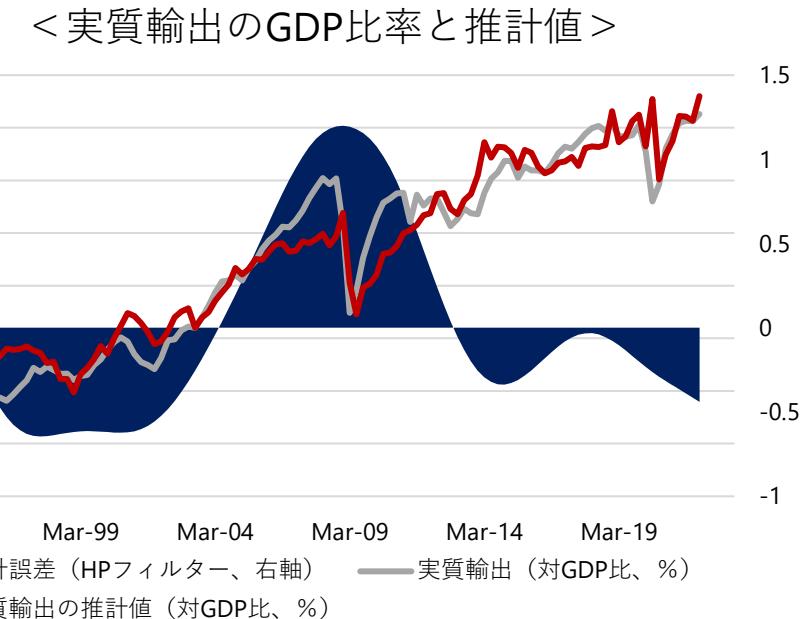
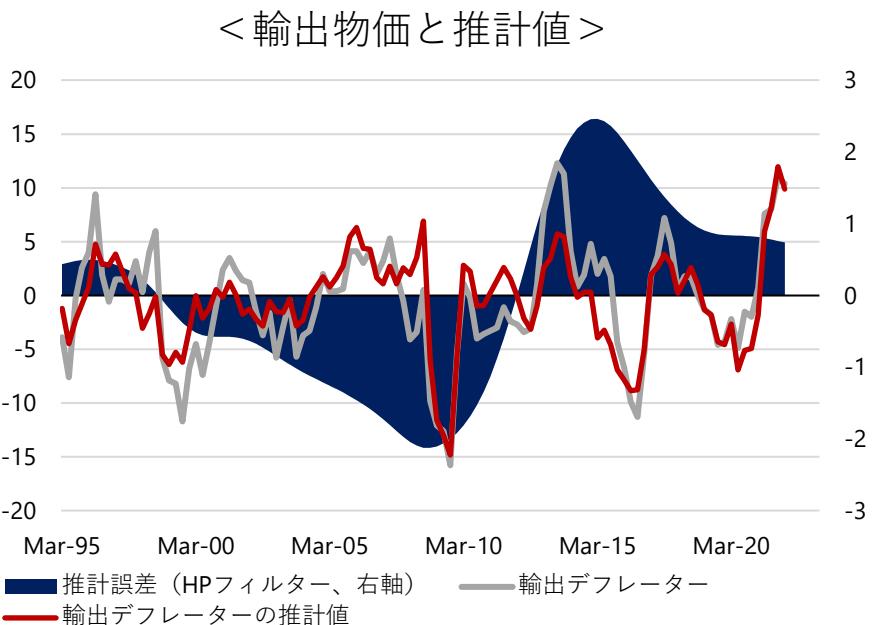
ブレント原油先物 (前年比) が供給ショックで10%pt上昇すると、交易条件に影響し、製造業経常利益 (GDP比、前年差) は0.18%pt減少。

ドル円 (前年比) が10%pt上昇すると、製造業経常利益 (GDP比、前年差) は0.35%pt増加。

出所：財務省、Refinitiv 作成：岡三証券 推計期間は2003年1-3月期から2021年10-12月期

# 円安はまだ日本企業にポジティブ

輸出デフレーターの前年比を、輸入デフレーターの前年比で推計すれば、推計誤差がコストの転嫁具合を示す。日本企業はしっかりコスト転嫁が出来ていて、競争力を維持しているようだ。実質GDPに占める実質輸出の割合は過去最高水準にある。生産設備が国外に移転してしまったため、日本から輸出するものが少なくなっているというのは間違いだろう。円安はまだ日本企業にポジティブであると考えられる。コスト増加の国内の負担は財政政策で対処すべきである。



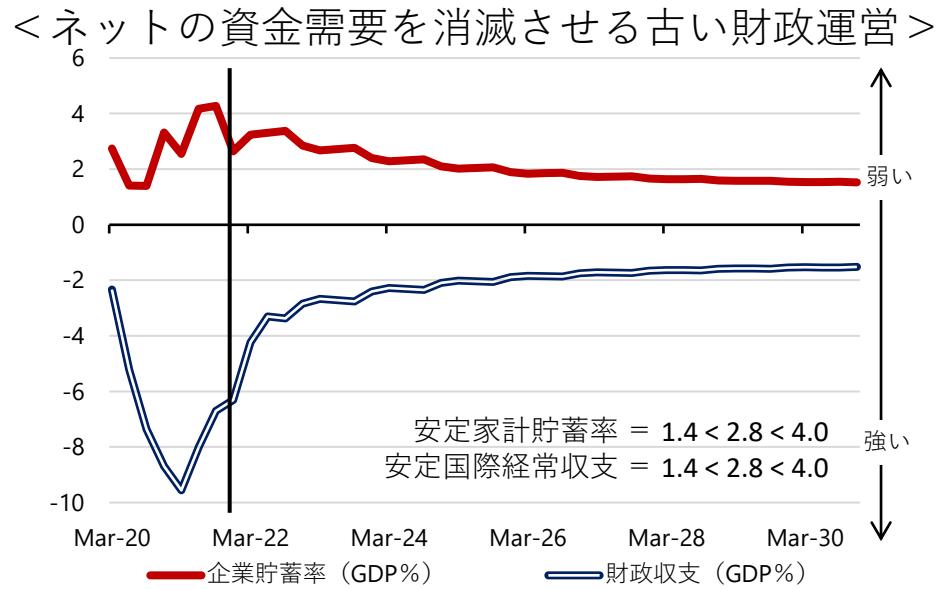
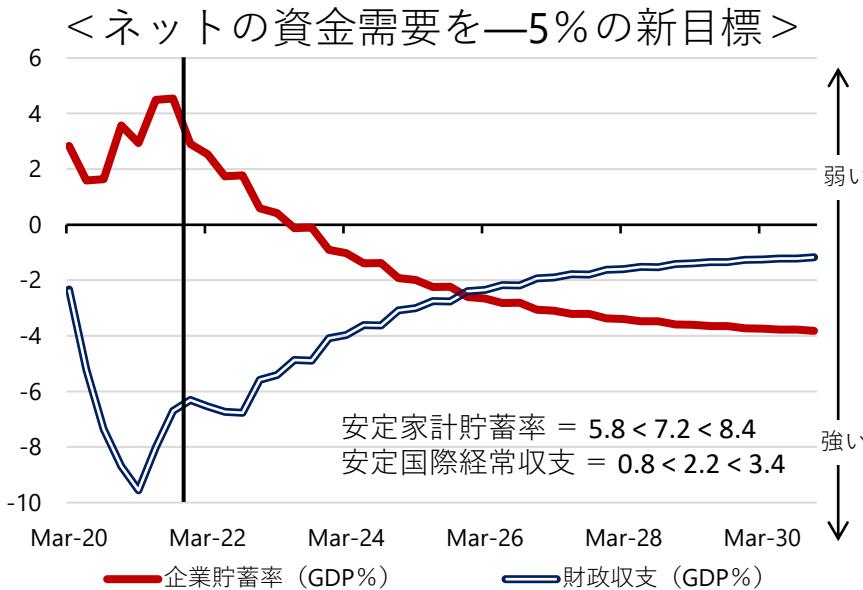
$$\text{輸出デフレーター} = -1.27 + 0.48 \text{ 輸入デフレーター} + \text{誤差}; R^2=0.67$$

$$\text{実質輸出 (対GDP比)} = -6.55 + 1.36 \text{ 実質輸入 (対GDP比)} + \text{誤差}; R^2=0.92$$

出所：日銀、内閣府、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

# ネットの資金需要の拡大でファンダメンタルズは著しく改善

ネットの資金需要を政策目標とすれば、企業貯蓄率と家計貯蓄率のシミュレーションが可能となる。  
**ネットの資金需要を0%から−5%に誘導する積極財政を行っても、ファンダメンタルズが改善するため、財政収支の動きには大きな変化はない。一方、企業貯蓄率はマイナスに正常化し、家計貯蓄率が高水準を維持でき、デフレ構造不況から脱却できることが分かった。**プライマリーバランスの黒字化目標に拘り、ネットの資金需要を0%のままに放置してしまえば、企業貯蓄率はプラスの異常なまで、家計貯蓄率は低水準となり、デフレ構造不況からの脱却には失敗するだろう。貯蓄投資バランスでは、国際経常収支は黒字が維持される。生産性の向上が鈍いことを考慮した推計のレンジの下限でもまだ余裕がある。



$$\text{企業貯蓄率} = 2.2 + 0.36 \text{ ネットの資金需要} - 0.085 \text{ 日銀短観中小企業貸出態度DI (4QMA)} + 0.68 \text{ 企業貯蓄率 (4ラグ)} + 2.6 \text{ アップダミー} - 2.0 \text{ ダウンダミー}; R^2=0.97$$

$$\text{家計貯蓄率} = 2.9 - 0.76 \text{ ネットの資金需要} + 0.14 \text{ 家計貯蓄率 (4ラグ、高齢化比率のトレンド)} - 0.14 \text{ 鉱物性燃料輸入 (GDP%、季節調整)} + 1.3 \text{ アップダミー} - 1.4 \text{ ダウンダミー}; R^2=0.98$$

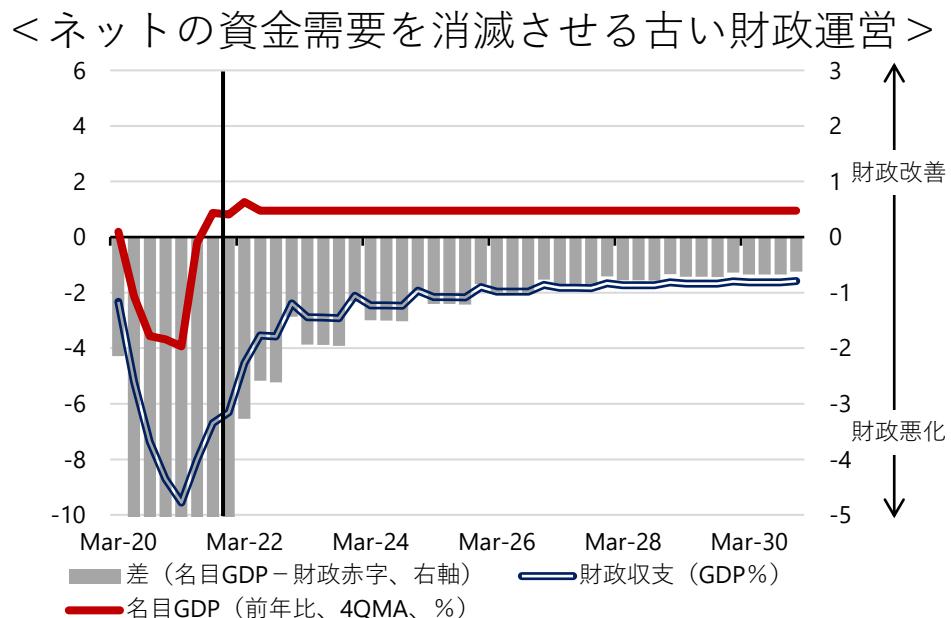
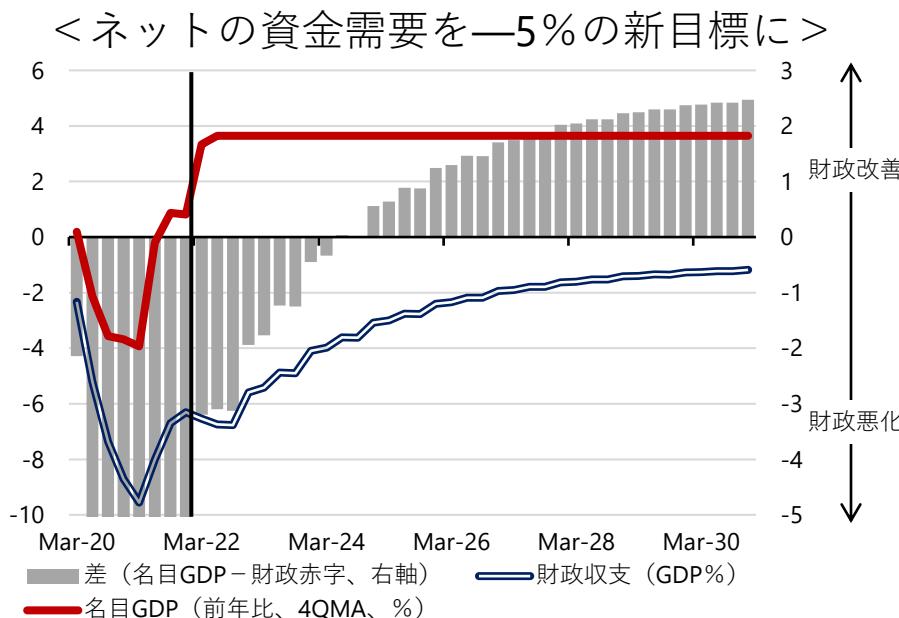
**注：日銀短観中小企業貸出態度DIの先行きは+20で固定(強い信用サイクルが維持)**

注：安定家計貯蓄率のレンジは、ダウンダミー有り < ダミー無し < アップダミー有りの推計値。安定国際経常収支は貯蓄投資バランスから逆算して求めた値。

出所：内閣府、総務省、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

# ネットの資金需要の拡大で財政状況は改善

ネットの資金需要をー5%の政策目標に誘導すれば、リフレ・サイクルの上振れで、名目GDP成長率が加速していく。名目GDP成長率から財政赤字（GDP比）を引いたものを政府債務残高の変化の厳しめな近似値とする。（債務残高は倍で、名目GDP成長率は財政赤字の半分でも財政状況は改善する。）**積極財政でネットの資金需要をー5%に誘導した方が、総需要の拡大に刺激されて、企業貯蓄率の低下で名目GDP成長率が上昇するため、政府債務残高の変化の厳しめな近似でみて、財政状況は改善していくことが確認できる。**一方、ネットの資金需要を消滅させてしまえば、総需要が縮小し、企業貯蓄率の上昇で名目GDP成長率が低下するため、近似値は改善しない。**これまでの緊縮財政で総需要を抑制したことが、財政状況の改善を妨げていたことが確認できる。緊縮財政＝財政再建ではないことが明らかになった。**



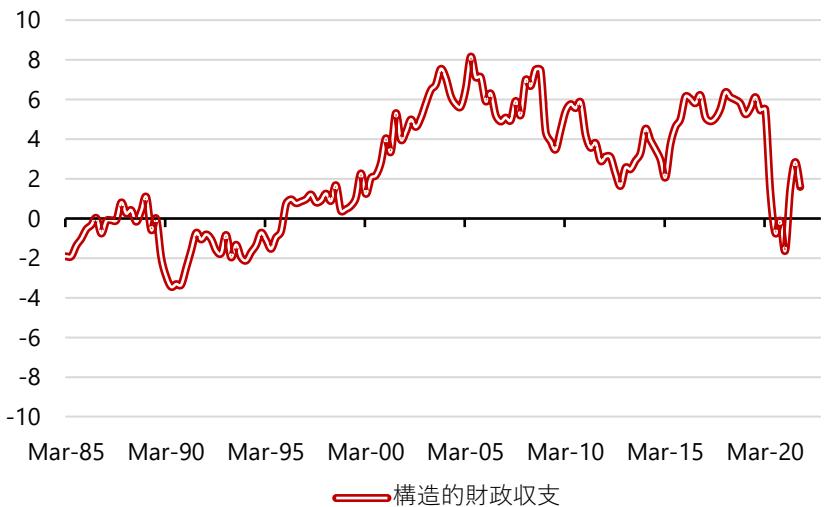
$$\begin{aligned} \text{名目GDP (前年比、4QMA)} = & -0.24 - 0.30 \text{ ネットの資金需要} + 0.12 \text{ 日銀短観中小企業貸出態度DI (4QMA)} \\ & + 3.6 \text{ アップダミー} - 5.1 \text{ ダウンダミー}; R^2=0.83 \end{aligned}$$

出所：内閣府、総務省、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券 **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)**

# 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になっている。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、過度な緊縮財政になってしまっていた。日本では、景気の状態は、循環面も、デフレ構造不況の面も、企業貯蓄率の動きで織り込むことができる。日本の構造的財政収支は、企業貯蓄率を含むネットの資金需要に、財政定数を足したものとなる。望ましい財政定数は、新自由主義で失敗をした0%ではなく、新しい資本主義で家計に所得を回すために5%となる。財政定数は、財政政策で家計にどれだけ所得を回す力を作り出すのかを左右する。これまで、構造的財政収支は黒字で、財政政策が緊縮すぎたのは明らか。

<日本の構造的財政収支>



<構造的財政収支の算出>

$$\begin{aligned} \text{構造的財政収支} = & \text{ネットの資金需要} (\text{企業貯蓄率} + \text{財政収支}) \\ & + \text{財政定数} (5\%) \end{aligned}$$

- ・黒字 = 財政政策を緩和すべき
- ・大きな赤字 = 緊縮すべき

**財政定数**：財政政策で家計に所得を回す力

- ・新自由主義：弱い=0%（ネットの資金需要の消滅）
- ・新しい資本主義：強い=5%（回復）

出所：日銀、総務省、内閣府、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

## 緊縮財政＝財政再建ではなく**積極財政**＝財政再建

- ミクロの会計のように財政赤字と債務残高のみの狭い視野で財政状況を判断するのは時代遅れ
- マクロの貯蓄・投資のバランスと、成長と分配のダイナミクスで、広い視野で財政状況を判断するのが新しい主流
- ポリシーメーカーは、現実をよりうまく説明できる柔軟なマクロの考え方をベースに、日本の国力を取り戻すため、プラグマティックに経済政策を遂行をすべき
- グローバルスタンダードではない生のプライマリバランスの黒字化目標などのくびきは脱して、家計に所得が回るリフレの力をかけて、若い世代にチャンスが与えられる環境を整えるこそが、マクロの「人への投資」の強化策
- 財政運営でも、楽観的な見通しから逆算して戦略を立てる新しい柔軟な考え方を持つ、新しいリーダーシップが必要
- **カレンダーベースの生のプライマリバランスの黒字化目標の束縛**で、**財政再建への切迫感が解消せず、緊縮財政となれば、ネットの資金需要はまた消滅し、家計に所得が回らず、新しい資本主義は失敗してしまう**
- **新しい資本主義の定義と成功の鍵は、積極財政で新しい目標としてネットの資金需要を-5%に誘導し、早急に家計に所得を回すこと**
- **ネットの資金需要が基礎となる構造的財政収支を、日本の新しい財政規律の目安とすべきです。**

# インフレとデフレは因果関係と処方箋が逆

**家計貯蓄率、企業貯蓄率、財政収支、国際経常収支の同時決定が主流派経済学の認識だろう。しかし、一方向の因果関係がかなり強くなることが、経済の構造問題の原因になる。**家計貯蓄率と財政収支から企業貯蓄率への因果関係がかなり強くなれば、需要超過で、インフレが構造的な問題となる。一方、企業貯蓄率と財政収支から家計貯蓄率への因果関係がかなり強くなれば、需要不足で、デフレが構造的な問題となる。**一方向の因果関係が弱くなつて同時決定に戻れば構造問題は解消したことになる。**デフレ構造不況を脱却するには、川上であるネットの資金需要を財政政策で拡大し、家計のファンダメンタルズを修復することがまず必要である。家計は中間層まで疲弊してしまつていて、修復には長期間の積極財政の継続が必要である。インフレ構造問題の川下にある企業を規制緩和やコスト削減などの改革によって活性化するのが新自由主義的な成長戦略であるが、デフレ構造不況の処方箋にはならない。

## <インフレ構造問題の因果関係の方向>

家計貯蓄率（最終需要）

+

財政収支（政策変数）



金利、海外動向、為替

国際経常収支



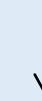
残差

企業貯蓄率（企業を改革で支える必要）

## 新自由主義の処方箋

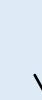
## <デフレ構造問題の因果関係の方向>

企業貯蓄率（独立変数）



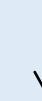
自動安定化装置（逆相関）

財政収支



海外動向、為替

国際経常収支



残差

家計貯蓄率（政策で家計に所得を回す必要）

## 新しい資本主義の処方箋

**IS（貯蓄・投資）バランス：家計貯蓄率 + 企業貯蓄率 + 政府貯蓄率（財政収支） - 国際経常収支 = 0**

緊縮財政の必要性の因果関係は非現実的

財政赤字が、貯蓄投資バランスの一方向の因果関係の問題を引き起こしているというのが緊縮財政の必要性の考え方だ。インフレ構造問題の川下にある国際経常収支の赤字化を非常に恐れる。実際には、緊縮財政が、家計と企業の支出を弱くし、差し引き国際経常収支は内需の弱させ黒字となってきた。財政再建派は、貯蓄投資バランスの一部であるネットの資金需要を政策変数とすることを批判するが、自らが財政赤字というもっと小さな要素を取り取っていることの自覚はないようだ。**1単位の財政支出が1単位の国際経常収支の悪化につながる**というのは、貯蓄投資バランスの誤用である。財政支出の増加により民間貯蓄や税収も増加するため、**国際経常収支の悪化幅は、その差分で、かなり小さいのが現実**である。

#### ＜緊縮財政の必要性の因果関係＞

財政收支

赤字を懸念  
(非ケイジアン効果)

家計貯蓄率

改革不足

企業貯蓄率

海外動向 为替 国際競争力低下

支當終經國際

(財政赤字が民間支出の減少を上回り、  
国際経常収支の黒字の減少を懸念)

経常収支の減少額 < 財政収支の減少額

- 支出側GDP = 消費 + 設備投資 + 政府支出 + 輸出 - 輸入

- 分配側GDP = 消費 + 貯蓄 + 稅收

$$(貯蓄 - 設備投資) + (稅收 - 政府支出) \equiv (輸出 - 輸入)$$

民間ISバランス

家計 + 企業

政府 IS バランス

財政收支

経常収支

$$(貯蓄 - 設備投資) + (稅收 - 政府支出) = (輸出 - 輸入)$$

$$\text{経常収支の減少額} = \text{政府支出} - (\text{貯蓄} + \text{税収})$$

# 日本の異常な財政運営をグローバル・スタンダードに修正

## 1. 国債の60年償還ルールは廃止

恒常的な減債制度を実行するとともに、剩余金による減債を強制しているのは日本のみ  
減債制度が原因である歳出と歳入のギャップのワニの口の拡大で財政破綻への恐怖感を煽るのはやめるべき  
国債の発行による財政支出は民間の資産の増加となり、税収による減債は民間の所得と需要を奪うことになるため、国債は特別会計で永続的に借り換えていくべき

減債は景気過熱を引き締める必要があるときの例外的な措置に（グローバルな一般的な方法）

## 2. 景気を考慮したプライマリーバランスの黒字化目標にすべき

生のプライマリーバランスの黒字化を目指しているのは日本のみ（公共投資も別枠とすることも一般的）  
景気と物価の動向を左右する企業貯蓄率と財政収支の合計であるネットの資金需要をGDP比-5%に誘導  
ネットの資金需要は家計に所得が回る力となるため、新しい資本主義と整合的な目標となる  
投資活動が強くなり企業貯蓄率が-5%となるまで、家計に所得を十分に回すため、財政赤字が必要

## 3. 財政の景気自動安定化装置を信頼すべき

財務省は財政の景気自動安定化装置を利用して、ネットの資金需要を0%に安定的に誘導することに成功  
ネットの資金需要を正しい目標である-5%に誘導するため、GDP比5%の恒常的な財政支出が必要  
グリーンやデジタルなどの成長投資、経済安全保障、国土強靭化、教育、貧困世代連鎖の防止などに支出拡大  
安定財源の消費税は財政の景気自動安定化装置を破壊するため、長期的な税収中立での所得減税を柔軟に実施  
(単年の税収中立に拘っているのは日本だけで、財政の単年度主義は脱却すべき)

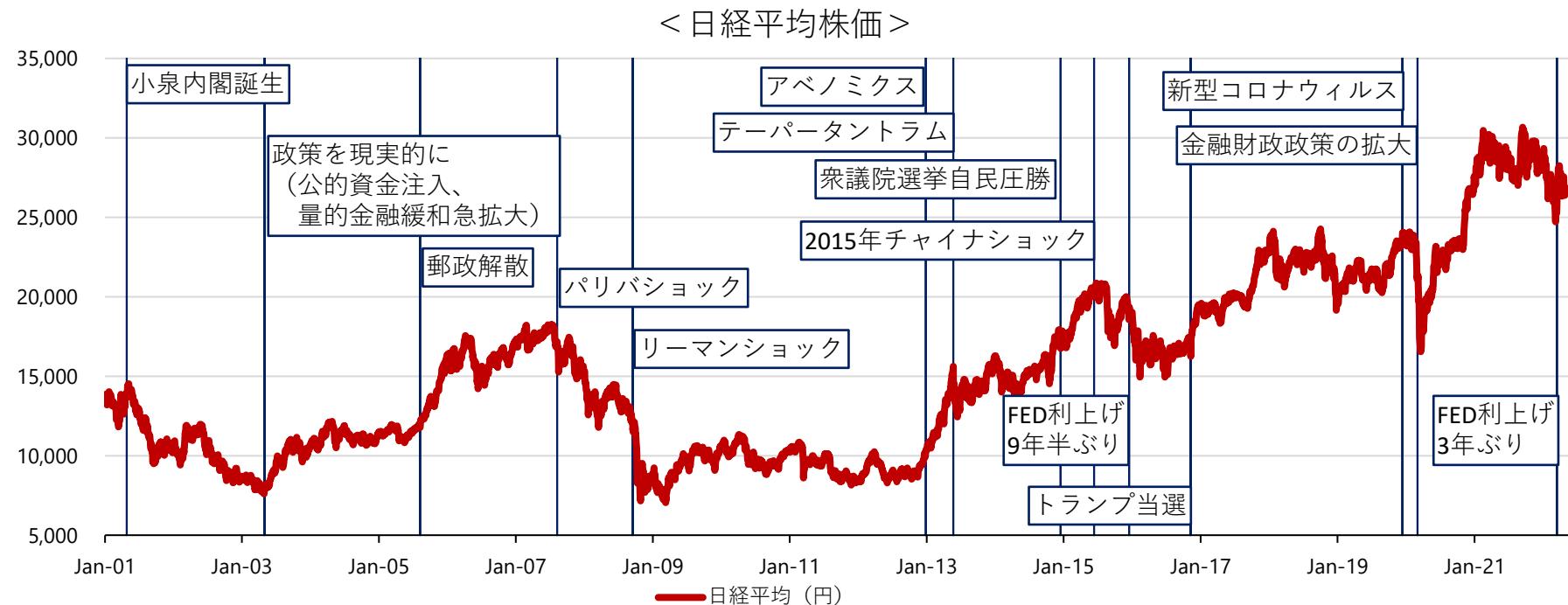
# 新しい政策哲学はマーケットの誤解で警戒感を生みやすい

## 小泉内閣（新自由主義）

- ①新自由主義に基づく清算主義（倒産による新陳代謝促進と不良債権処理の加速）に対する警戒で株価が大きく下落
- ②金融機関への公的資金の注入と日銀の量的緩和拡大などで、経済政策が現実化して、株価が持ち直す
- ③郵政解散で自民党が圧勝して政治が安定し、グローバル化による貿易拡大と円安の恩恵で、株価が大きく上昇

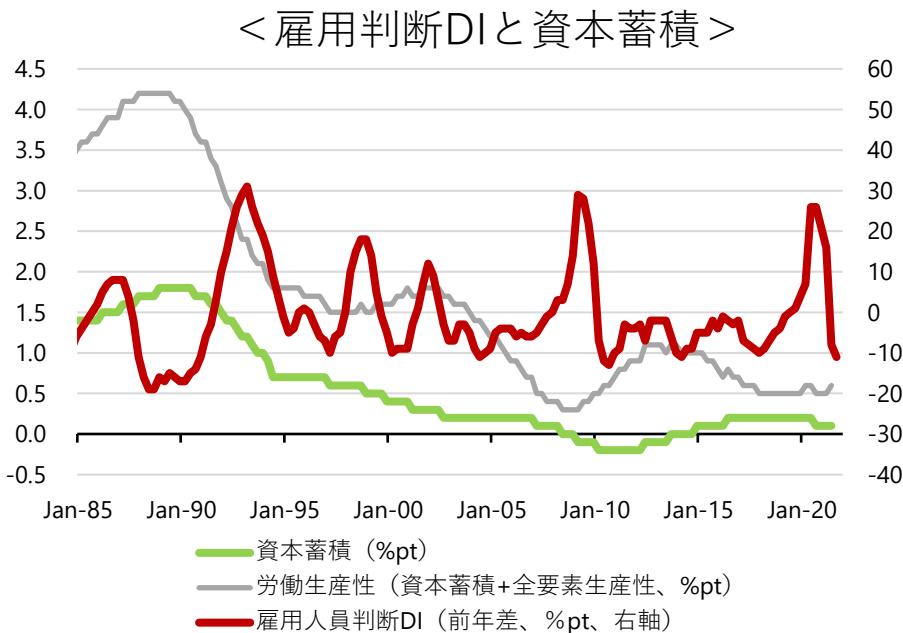
## 岸田内閣（新しい資本主義）

- ①コロナの警戒が続く中、新しい資本主義が分配中心で、改革と成長が軽視されているとの誤解で、株価が低迷
- ②コロナ禍から脱し、政府の成長投資の拡大で、改革と成長も重視されていることが確認され、株価が持ち直す
- ③賃金の上昇と企業の投資拡大で、デフレ構造不況脱却の機運が起り、株価が大きく上昇



# キシダノミクスの経済モデル

キシダノミクスの「財政政策」の目標が進捗しているかは、ネットの資金需要が十分に存在し、家計に所得が回る形が維持できているかで判断できる。「成長戦略」は、官・民一体となった投資拡大で、資本ストックが積み上げられているかで判断できる。「金融政策」は、日銀短観中小企業貸出態度DIが示す信用サイクルが堅調かで判断できる。名目GDP（前年比）は、日銀短観雇用人員判断DI、中小企業金融機関貸出態度DI、ネットの資金需要、資本蓄積と米国実質GDPでうまく説明できる。資本蓄積に全要素生産性を足したものが労働生産性であり、まずは資本蓄積が強くなることで、「改革」の目的である労働生産性の向上は達成されることになる。



$$\text{名目GDP (前年比)} = -1.1 - 0.13 \text{ 日銀短観雇用判断DI (前年差、景気循環要因)} + 0.042 \text{ 日銀短観中小企業金融機関貸出態度判断DI} - 0.27 \text{ ネットの資金需要 (2期ラグ)} + 2.2 \text{ 資本蓄積 (1期ラグ)} + 0.13 \text{ 米国実質GDP (前年比、海外要因)} ; R^2=0.80$$

出所：内閣府、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券