

# キシダノミクスで名目3%成長は可能

ネットの資金需要と資本蓄積の水準で、名目GDP成長率のマトリクスをつくることができる。ネットの資金需要が-5%程度で、市中のマネーを拡大する力としてのリフレ・サイクル、そして家計に所得がしっかり回る力が維持されているとする。そして、官・民一体となった投資拡大により、資本蓄積が+0.7%程度まで強くなれば、名目GDP成長率は3%程度まで上昇することができる。官・民の資本蓄積に、政府の直接的な所得分配機能をフル稼働し、2%の物価目標を目指す緩和的な金融政策とともに総需要を拡大しながらデフレ構造不況からの脱却を目指すキシダノミクスの方針は正しいことが実証できる。

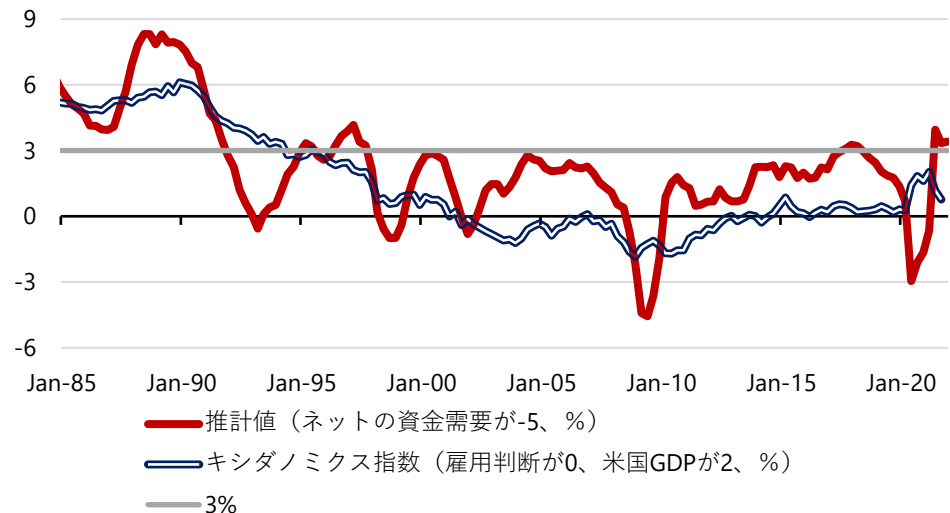
<名目GDP成長率の推計マトリクス>

ネットの資金需要

	2	0	-2	-4	-6	
ネットの資金需要	-0.5	-1.6	-1.0	-0.5	0.1	0.6
ネットの資金需要	0.0	-0.5	0.0	0.6	1.1	1.7
資本蓄積	0.5	0.6	1.1	1.7	2.2	2.8
資本蓄積	1.0	1.7	2.2	2.8	3.3	3.9
資本蓄積	1.5	2.8	3.3	3.9	4.4	4.9

注：日銀短観中小企業貸出態度DIは+20  
雇用人員判断DI（前年差）は0  
米国実質GDP（前年比）は2

<キシダノミクス指数>



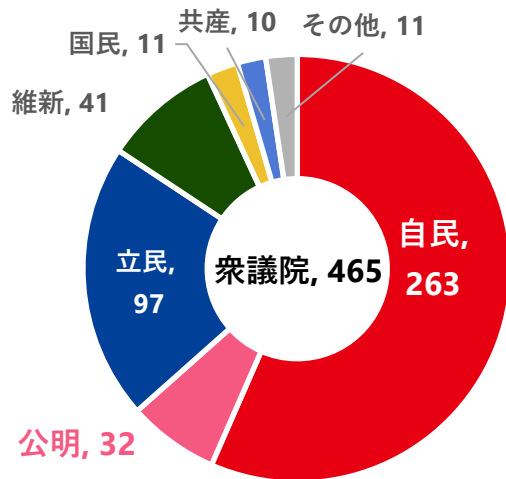
$$\text{名目GDP（前年比）} = -1.1 - 0.13 \text{ 日銀短観雇用人員判断DI（前年差、景気循環要因）} + 0.042 \text{ 日銀短観中小企業金融機関貸出態度判断DI} - 0.27 \text{ ネットの資金需要（2期ラグ）} + 2.2 \text{ 資本蓄積（1期ラグ）} + 0.13 \text{ 米国実質GDP（前年比、海外要因）} ; R^2=0.80$$

出所：内閣府、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

# 自民党内の主導権が財政緊縮路線から拡大路線に

岸田内閣では、自民党内の主導権がミクロ政策からマクロ政策に再び移り、財政政策はこれまでの緊縮路線から拡大路線に向かっていくだろう。財政拡大の力で、家計に所得を回すとともに、グリーンやデジタルを中心とした成長投資を拡大できるかに注目。自民党の政権公約の成長投資に予算を付ける大規模な経済対策が実施されれば、分配と成長投資の両輪をマーケットは評価するようになるだろう。「成長と分配の好循環」に推進力を短期間で与え、公約の着実な実現で内閣の支持率を上げることができれば、連立与党は夏の参議院選挙で勝利をするだろう。

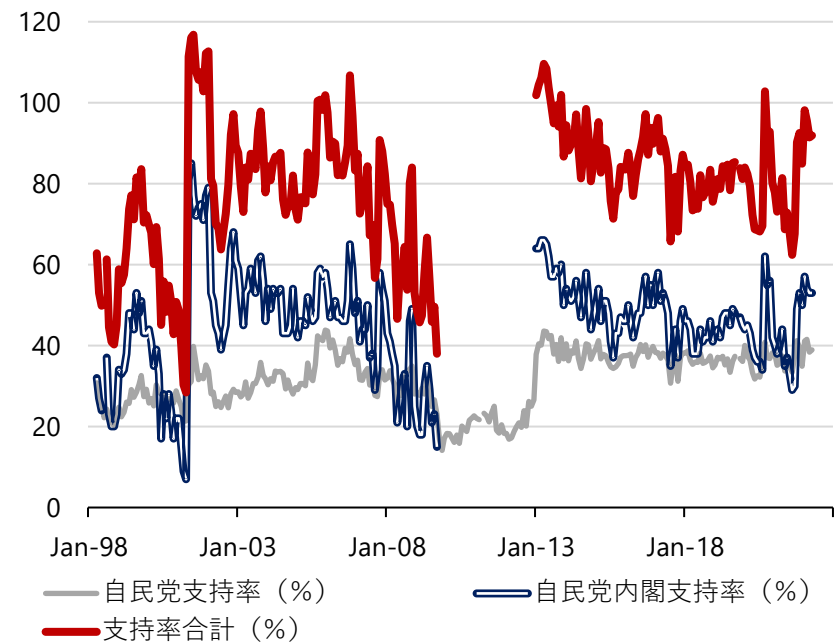
< 衆議院の会派別議席数 >



議席数	定数	過半数	安定多数	絶対安定多数	3分の2
衆議院	465	233	244	261	310

安定多数：全常任委員会で委員長を独占、全常任委員会で委員の半数を確保。  
 絶対安定多数：全常任委員会で委員長を独占、全常任委員会で過半数の委員を確保。  
 3分の2：憲法改正の発議が可能。

< 自民党、自民党内閣の支持率 >

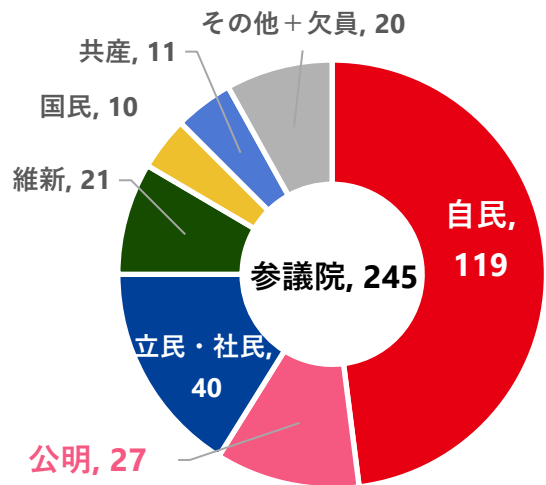


出所：NHK、衆議院 作成：岡三証券

# 参議院選挙では自民党が大勝して新しい資本主義が信任された

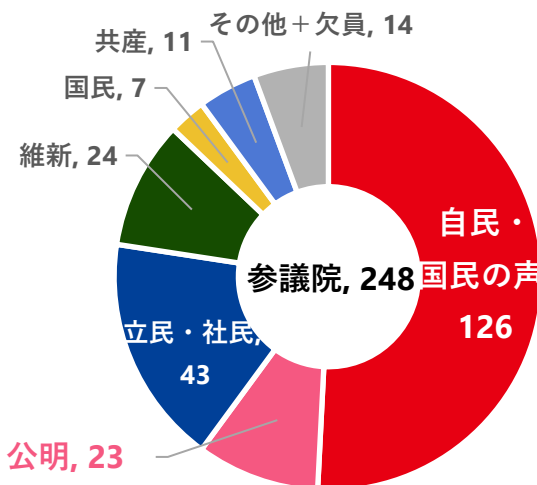
参議院選挙では自民党と公明党の連立与党が非改選議席と合わせて過半数の議席を維持し、現行の政権運営が信任された。自民党は、前回の衆議院選挙ほどの勢いはなかったが、改選議席で単独過半数を上回る大勝となり、岸田首相の求心力は維持されることになる。岸田政権の新しい資本主義の方針は堅持され、参議院選挙後の課題は、新しい資本主義をしっかりと稼働し、国民にその成果を早急に実感させることだろう。骨太の方針の積極財政とアベノミクスの融合は新しい資本主義型アベノミクスとして推進されていくだろう。日本は政治安定・金融緩和・積極財政の三拍子が揃っている状況は続くだろう。

< 参議院の党別議席数 >



注：2022年夏の参院非改選議員数：自民54人、公明14人

< 前回の衆議院選挙による議席数シミュレーション >



注：2022年夏の参院改選以降の定数は3人増加して248人

議席数	定数	過半数	安定多数	絶対安定多数	3分の2
参議院	248	125	131	149	166

議席数	定数	過半数	安定多数	絶対安定多数	3分の2
参議院	248	125	131	149	166

安定多数：全常任委員会で委員長を独占、全常任委員会で委員の半数を確保。

絶対安定多数：全常任委員会で委員長を独占、全常任委員会で過半数の委員を確保。

3分の2：憲法改正の発議が可能。

出所：参議院、東京新聞、岡三証券 作成：岡三証券

# 政府の財政見通しは新自由主義が前提になってしまっている

内閣府が公表している「中長期の経済財政に関する試算」には、財政収支、民間（家計と企業）貯蓄率、海外貯蓄率の見通しが公表されている。内閣府の見通しから、企業貯蓄率、家計貯蓄率、ネットの資金需要を推計した。2001年の小泉内閣後は新自由主義型の政策により、企業貯蓄率が5%程度も上振れ、家計への分配を阻害してしまったようだ。シナリオでは、ネットの資金需要は消滅していて、新自由主義型の財政運営の継続が前提になっているようだ。改革による生産性の上昇が成長率を押し上げる効果のみで、リフレの力は織り込まれていない。

## <成長実現ケース>

		(%)												
		年度	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
海外貯蓄率	<政府見通し>		-3.0	-2.5	-2.8	-3.3	-3.6	-3.5	-3.5	-3.3	-3.2	-3.2	-3.1	-3.0
家計貯蓄率	<岡三推計>		3.2	3.0	3.1	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.3	3.3	3.2
企業貯蓄率 (A)	<岡三推計>		9.8	7.4	6.2	1.0	0.4	-0.3	-0.7	-1.2	-1.4	-1.5	-1.6	-1.5
財政収支 (B)	<政府見通し>		-10.0	-7.9	-6.5	-1.1	-0.3	0.4	0.8	1.1	1.3	1.4	1.4	1.3
ネットの資金需要 (A+B)	<岡三推計>		-0.2	-0.5	-0.3	-0.1	0.1	0.1	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2
名目GDP成長率	<政府見通し>		-3.9	2.6	4.3	3.2	4.0	3.7	3.9	3.8	3.8	3.7	3.7	3.6

## <ベースラインケース>

		(%)												
		年度	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
海外貯蓄率	<政府見通し>		-3.0	-2.5	-2.8	-3.3	-3.7	-3.8	-3.6	-3.5	-3.5	-3.4	-3.4	-3.3
家計貯蓄率	<岡三推計>		3.2	3.0	3.1	3.4	3.5	3.6	3.5	3.5	3.4	3.4	3.4	3.4
企業貯蓄率 (A)	<岡三推計>		9.8	7.4	6.2	1.3	1.0	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
財政収支 (B)	<政府見通し>		-10.0	-7.9	-6.5	-1.4	-0.8	-0.4	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3	-0.4	-0.5
ネットの資金需要 (A+B)	<岡三推計>		-0.2	-0.5	-0.3	-0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1
名目GDP成長率	<政府見通し>		-3.9	1.7	3.6	1.5	2.0	1.7	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0

$$\text{企業貯蓄率} = -6.7 - 1.0 \text{ 財政収支} - 0.59 \text{ 海外貯蓄率} + 4.7 \text{ 新自由主義ダミー} ; R^2=0.87$$

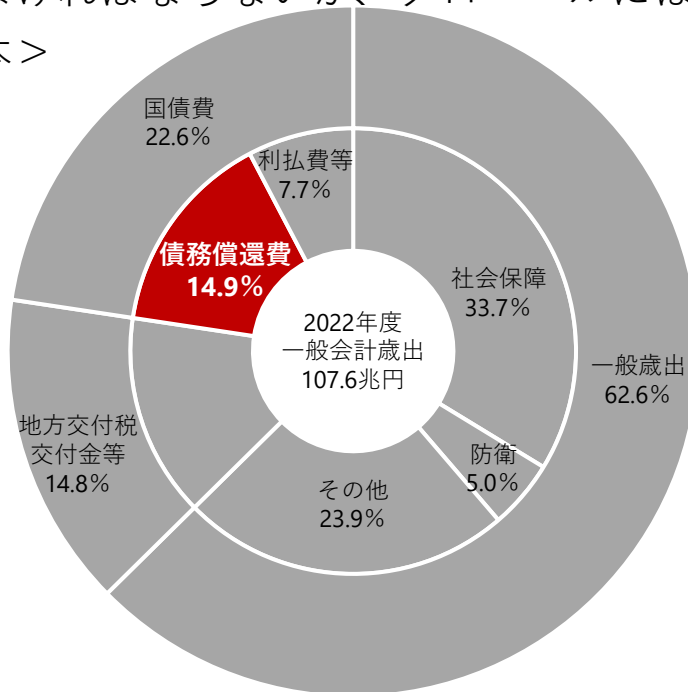
注：推計期間は1986Q1から2021Q3。新自由主義ダミーは2001Q1までを0、2001Q2以降を1とするダミー変数。

出所：内閣府、岡三証券 作成：岡三証券

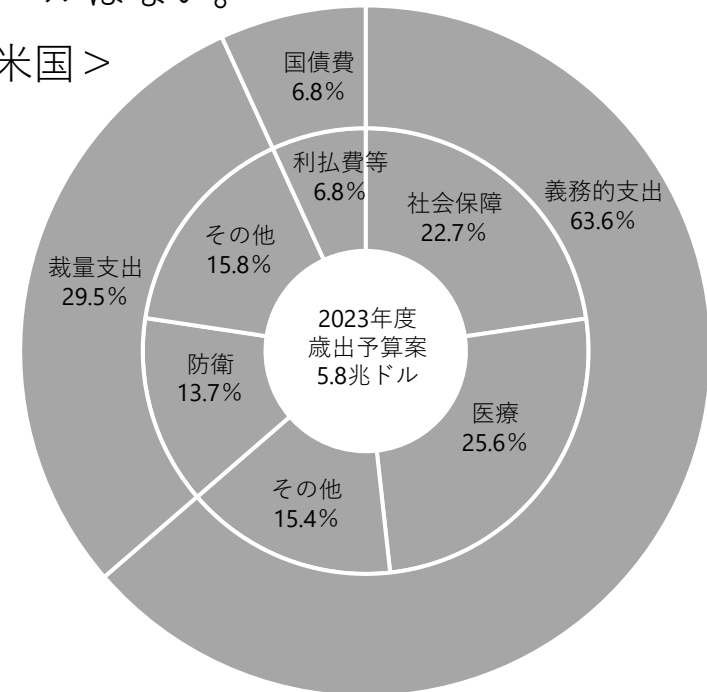
# 日本の財政議論は再建派vs.MMT派の対立に歪められている

財政政策の議論に対立は必要ない。必要なことはシンプルで、日本の異常な財政政策の運営方法を、グローバルに行われている普通の形にするだけだ。MMTとは関係ない。あえて対立にすれば、日本の独自の財政運営方法の堅持派とグローバル・スタンダードへの修正派の軸となる。修正すべき日本の異常な財政運営方法は、プライマリーバランスの黒字化目標と国債の60年償還ルールである。景気を考慮したプライマリーバランスではなく生のプライマリーバランスの黒字化を目指したり、国の債務を完全に現金償還する恒常的な減債制度を実行したりする日本の財政運営方法は異常である。グローバルには、国債の発行は民間の資産の増加となるため、景気過熱の抑制の必要がない限り、発行された国債は事実上永続的に借り換えられていくため、予算に償還費はない。日本では財政黒字の半分を国債の現金償還に回さなければならないが、グローバルには明示的なルールはない。

<日本>



<米国>



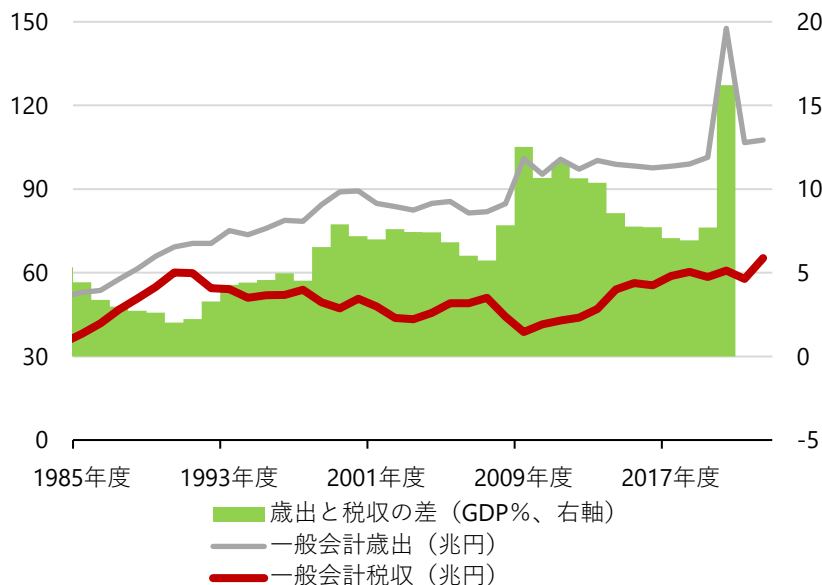
※日本の当初予算ベースの利払費等は、多くに見積もられる傾向にあるため、実際の利払費等は当初予算よりも小さい。

出所：財務省、govinfo 作成：岡三証券

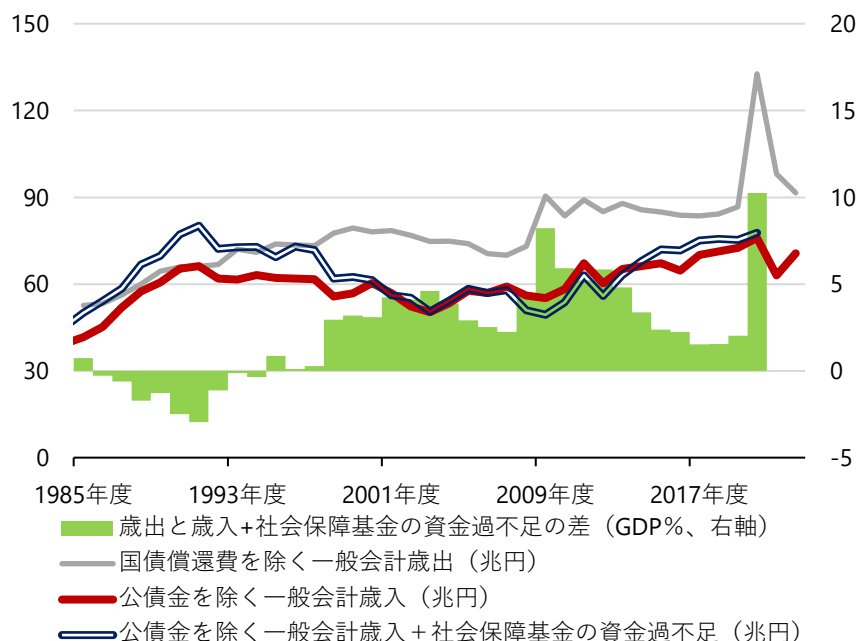
# ワニはいませんでした（国債60年償還ルールによる幻覚）

財政緊縮の必要性の根拠として、政府の歳出と税収の推移を示した「ワニの口」というグラフがある。膨張している歳出に税収が追いつかず、歳出と税収の差がどんどん大きくなり、「ワニの口」のように大きく開いている姿だ。しかし、先進国の一般的な財政運営（国債償還費は歳出に計上しないことなど）の概念を前提とすれば、グラフは「ワニの口」にはならない。言い換えれば、ワニはいなかったことが分かった。財政赤字の状態でも、国債償還費は事実上そのまま国債発行でまかなわれているが、60年償還ルールにより「ワニの口」のようなバイアスのかかった認識で財政運営がなされることで、財政政策が過度に緊縮になりやすい問題がある。デフレ構造不況を脱却しておらず、構造的なプライマリーバランスの黒字を目指すグローバル・スタンダードでは、この程度の財政赤字は全く問題がないばかりか、拡大すべき。

＜典型的な開いたワニの口＞



＜グローバル・スタンダードでの開いていないワニの口＞



出所：財務省 作成：岡三証券 注：2020年度までは決算、2021-2022年度は当初予算

# 同一基準での日米の国家予算

日本の異常な国債の60年償還ルールがなく、社会保障の扱いの違いを調整すると、新型コロナウイルス前の2019年度の歳入の国債依存度は15.3%となる。りんごとりんご（基準が同じもの）をしっかりと比較すると、22.1%である米国より財政は健全であるように見える。米国と比較すれば、日本にはまだまだ財政拡大余地があるようだ。

## <日本>

歳入 (兆円)	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022
税収	58.8	60.4	58.4	60.8	57.4	65.2
その他収入	6.1	5.4	7.4	7.4	5.6	5.4
公債金	19.0	19.7	21.9	93.6	28.4	20.9
社会保険料	53.7	54.3	55.2	57.9	61.1	61.1
合計	137.6	139.8	143.0	219.8	152.5	152.7

## 歳出 (兆円)

基礎的財政収支対象経費	76.6	76.4	79.1	125.3	82.9	83.3
社会保障関係費	32.5	32.6	33.5	43.0	35.8	36.3
防衛費	5.3	5.5	5.6	5.5	5.3	5.4
その他	38.8	38.4	40.0	76.8	41.7	41.6
特別会計社会保障費	53.7	54.3	55.2	57.9	61.1	61.1
利払い費	8.0	7.8	7.6	7.8	8.5	8.3
合計	138.3	138.6	142.0	190.9	152.5	152.7

日本国債依存度 (%) **13.8**   **14.1**   **15.3**   **42.6**   **18.6**   **13.7**

注：FY2020までは決算ベース。FY2021以降は予算ベース

注：特別会計社会保障費（社会保険料）は、一般会計と特別会計の社会保障関係費の純計額と、一般会計の社会保障関係費の差

## <米国>

歳入 (10億米ドル)	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
所得税	1,587	1,684	1,718	1,609	2,044	2,263	2,345
社会保障税	1,162	1,171	1,243	1,310	1,314	1,446	1,510
法人税	297	205	230	212	372	383	501
その他収入	270	271	272	291	317	345	282
公債金	665	779	984	3,132	2,775	1,415	1,154
合計	3,982	4,109	4,447	6,554	6,822	5,852	5,792

## 歳出 (10億米ドル)

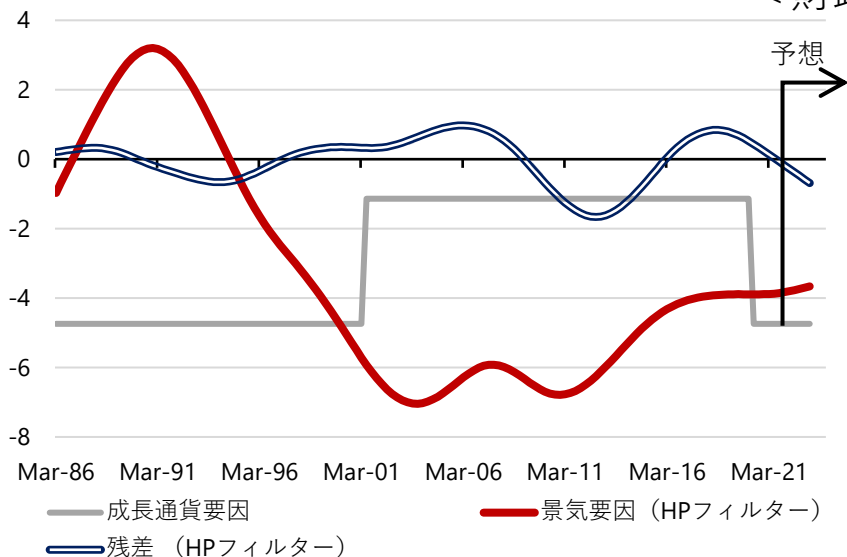
義務的支出	2,519	2,522	2,734	4,580	4,834	3,800	3,687
社会保障	939	982	1,039	1,090	1,129	1,214	1,313
医療	966	971	1,053	1,227	1,209	1,315	1,382
その他	614	569	642	2,263	2,496	1,272	993
裁量支出	1,200	1,262	1,338	1,628	1,636	1,694	1,709
防衛費	590	623	676	714	742	766	795
その他	610	639	661	914	895	928	915
利払い費	263	325	375	346	352	357	396
合計	3,982	4,109	4,447	6,554	6,822	5,852	5,792

米回国債依存度 (%) **16.7**   **19.0**   **22.1**   **47.8**   **40.7**   **24.2**   **19.9**

# 新自由主義の緊縮財政がマネーの拡大を阻害してきた

日銀は経済活動の拡大にともなう成長通貨を一定量供給する必要がある。かつて日銀は国債買入れ（輪番）オペをそのような名目で行っていた。その分の国債発行、即ち財政赤字が常時必要であり、日銀が供給できるマネーの上限となる。小泉内閣で、新自由主義的な政策哲学が前面に出てきて、セーフティネットの削減などの小さな政府を目指す動きの中で、財政収支は平均でGDP比3.4%も上振れていたことが分かった。新自由主義的な政策運営が、緊縮財政として、ネットの資金需要を消滅させて市中のマネーの拡大を妨げ、デフレ圧力になっていたと考えられる。名目GDP3%成長を目指すためにはマネーの拡大の力が不足していた。岸田内閣の新しい資本主義の積極財政で、その上振れを打ち消す必要がある。

< 財政赤字の内訳 >



・ **成長通貨供給：**

貨幣経済の拡大に必要な国債発行などに使われる財政収支の部分（かつての日銀の国債買い切りオペは成長通貨の供給が目的であった。）

・ **景気要因：**

景気の影響を受ける財政収支の部分。企業貯蓄で国債供給をオフセット。

・ **残差：**

赤字が発散すれば、財政破綻懸念。

$$\begin{aligned} \text{財政収支 (GDP比\%)} &= -4.7 + 3.6 \text{ 新自由主義ダミー} - 0.76 \text{ 企業貯蓄率} + \text{残差} ; R^2=0.80 \\ &= \text{成長通貨供給 (-1.1または-4.7)} \quad \text{景気要因} \quad \text{残差} \end{aligned}$$

注：新自由主義ダミーとは、2001Q2から2020Q1に1、それ以外の期間に0を置くダミー。

出所：内閣府、日銀、岡三証券 作成：岡三証券



# 諸外国の債務管理（公債制度）

		日本	アメリカ	イギリス	フランス	ドイツ	イタリア
予算制度	（会計区分、議決の有無）	予算は一般会計予算及び特別会計予算として策定され、議決される	予算は全て統合予算として策定され、予算法として議決される	予算は一般会計（統合国庫資金）と国家貸付基金（統合国庫資金のファイナンス勘定）等に区分して策定（一般会計は議決を受けるが、国家貸付基金は議決対象外）	予算は一般予算、付属予算、特別勘定に区分して策定され、予算法として議決される	予算はすべて連邦予算として策定され、議決される	予算はすべて国家予算として策定され、議決される
	（収支尻）	公債の発行・償還（「借換債」を除く）ともに予算に計上され、予算は均衡	公債の発行・償還ともに予算に計上されず、予算は不均衡			公債の発行（新発債）は予算に計上され、予算は均衡	公債の発行・償還ともに予算に計上されず、予算は不均衡
中央銀行による公債引き受け		法律行禁止。ただし、「日銀乗換」の例外あり	法律上禁止	慣習上行われていない（法律上の禁止規定なし）	法律上禁止		
国債の償還	（償還ルール）	財政赤字でも償還（一般会計からの繰り入れにより60年かけて公債（建設、特例）を償還（60年償還ルール）	財政黒字になれば償還（明示的なルールなし）				
	（借換財源）	「借換債」の発行、一般会計からの償還費の繰り入れにより調達	国債発行により調達				
財政健全化目標・財政規律		<p>【中期財政計画】 国・地方の<b>基礎的財政収支（PB）</b>について、以下を目標とする</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・2015年度までに2010年度に比べ赤字の対GDP比を半減（一般会計のPBについて少なくとも2014・2015年度の各年度4兆円程度改善）</li> <li>・2020年度までに黒字化</li> <li>・その後の債務残高対GDP比の安定的な引下げ</li> </ul>	<p>【第二自由公債法（1917年）】 債務残高の上限を規定（現行18.1兆\$）</p> <p>【2011年予算管理法】 2021年度までの裁量的経費に上限を設定</p> <p>【Pay-As-You-Go法】 新規施策などにより義務的経費が増加する場合、同年度内に同額の義務的経費削減が必要</p> <p>※GDP比の数値目標無し</p>	<p>【欧州機能条約等】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・財政収支対GDP比を▲3%以内</li> <li>・債務残高対GDP比を60%以内</li> <li>・<b>構造的財政収支対GDP比を▲0.5%以内</b>（英は対象外）</li> </ul> <p>予算責任憲章（法的効力なし）】 ①「<b>構造的経常財政収支</b>」*1を2018年までに黒字化（主目標） ②債務残高を2015年度から減少（補助目的） （①は2017年度に、②は2016年度に達成の見込み）</p>	<p>【複数年財政計画法】 （5ヵ年の財政計画）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・財政収支対GDP比を2015年までに▲3%以内</li> <li>・「<b>構造的経常財政収支</b>」*2対GDP比を2017年までに黒字化</li> </ul>	<p>【憲法（ドイツ基本法）】 連邦及び州の予算は原則として財政収支の均衡を義務付け ただし、以下の例外あり ①連邦政府はGDPの0.35%以内で公債発行可（州は不可） ②連邦及び州は、別途法律で規定 すれば、景気循環の影響緩和のための公債発行可</p>	<p>【憲法（2014年改正）】 欧州連合の法規と一致するよう、行政は予算の均衡及び公的債務の持続可能性を保証する（ただし、景気対策、自然災害等の例外事項あり）</p>

※1、2「構造的経常財政収支」とは、「構造的財政収支（成長率が潜在成長率だった場合の財政収支）」から公共事業等の資本支出を除外したもの

出所：財務省「諸外国の債務管理政策などについて」2015年4月17日 作成：岡三証券

# なぜ財政は安定しているのか？

政府のネットの金融負債は大きい一方で、企業のネットの金融負債（除く株式・出資金）は消滅してしまっている。国内の資金需要は弱く、財政ファイナンスが安定していることを示すとともに、政府が需要を下支えしないと経済が縮小してしまうリスクが大きくなることも示す。政府が唯一のネットの借り入れ主体であり、民間投資のクラウドファンディングアウトのリスクは小さい。

## <日米欧中のネット金融資産比較>

### ストックのネット金融資産（対GDP%） 2021年10-12月期

	一般政府	一般政府	海外	家計	企業	株式等	合計	中央銀行
	総負債	総負債			(除株式)			
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

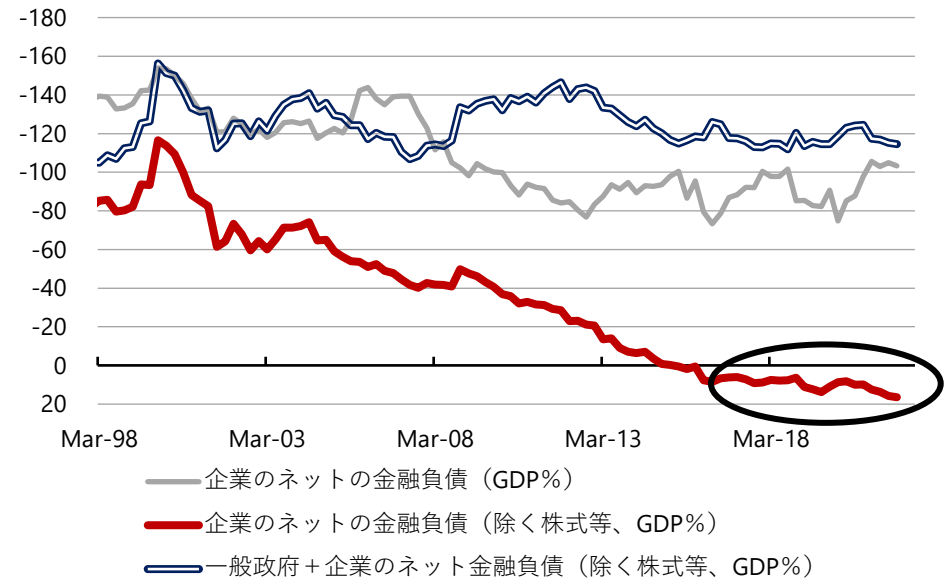
### ストックのネット金融資産（対GDP%） 2016年10-12月期

	一般政府	一般政府	海外	家計	企業	株式等	合計	中央銀行
	総負債	総負債			(除株式)			
日本	-234.4	-124.0	-61.5	273.0	6.2	-93.2	0.0	91.5
米国	-138.8	-113.6	113.5	326.5	-250.8	-75.6	0.0	24.4
ユーロ圏	-118.3	-68.7	16.4	149.3	-64.7	-32.4	0.0	56.9

### ストックのネット金融資産（対GDP%） 2020年

	一般政府	一般政府	海外	家計	企業	株式等	合計	中央銀行
	総負債	総負債			(除株式)			
中国	-63.4	-24.0	-13.8	116.1	-48.6	-29.7	0.0	38.2

## <企業のネット金融負債>



注：2004年以前は旧基準。2005Q1の新基準と旧基準の差で、2004年以前を段差調整。

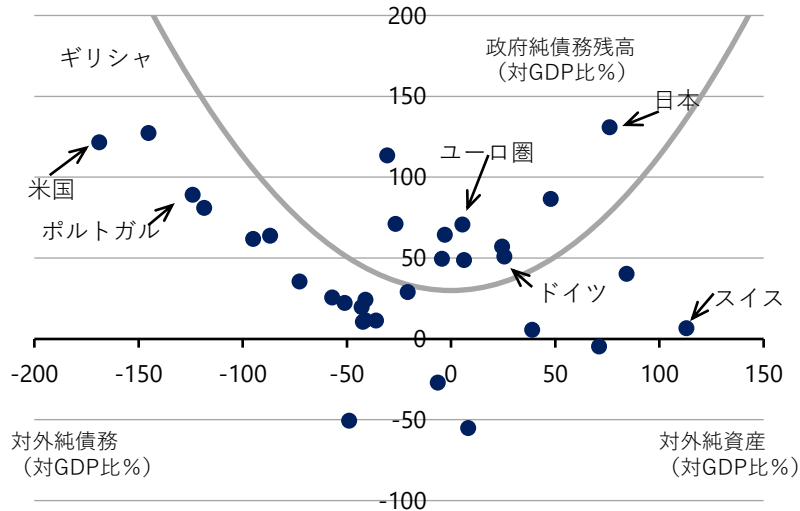
注：ネット金融資産 = 金融資産 - 金融負債。 時価評価ベース。

出所：FRB、ECB、日銀、内閣府、CEIC、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

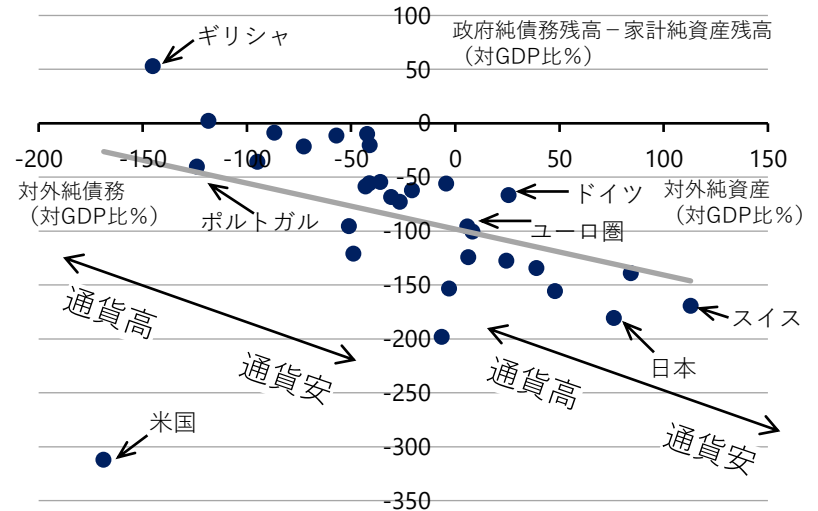
# 政府の債務のスマイルカーブ

横軸に対外純資産（GDP比）をとり、縦軸に政府のネット債務残高（GDP比）をとれば、スマイル（U字型）になると考えられる。日本は、対外純資産（GDP比）が大きく、政府のネット債務残高（GDP比）が大きい、右の方の極にいる。政府のネット債務残高の安定化に向けて、支出が過多である左の方にいる国々が緊縮財政が必要であるのに対して、支出が過小である右の方にいる日本は、リフレ政策によって需要を喚起するアベノミクスが効くと考えられる。市場経済の失敗の是正、教育への投資、生産性の向上や少子化対策、長期的なインフラ整備、防災対策、地方創生、貧富の格差の是正と貧困の世代連鎖の防止、科学技術の振興、そしてグリーン、デジタル、経済安全保障を目的に財政支出を拡大する余地がある。

＜政府純債務と対外純資産＞



＜家計純資産を考慮した政府純債務と対外純資産＞



ストック均衡の為替の動きで収束に向かう

国内貯蓄が不足の国（ギリシャなど）：左の方は、対外ネット債務残高(GDP比)が大きく、政府のネット債務残高（GDP比）も大きい国々

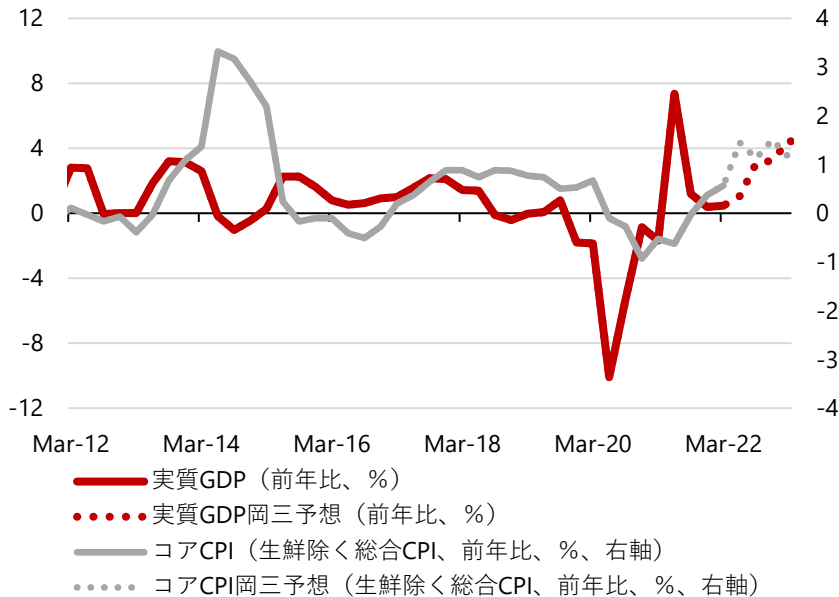
国内貯蓄が過剰な国（日本など）：右の方は、対外純資産(GDP比)が大きく、政府のネット債務残高（GDP比）が大きい国々

出所：OECD、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

# 日銀は2%の物価目標を堅持

日銀は実質GDP成長率が潜在成長率を上回る回復の継続を予想している。需給ギャップは供給超過から需要超過に転じて、物価上昇圧力が生まれると考えている。政府・日銀は、かなりの時間はかかるが、2%の物価目標は達成可能であると考えており、政府・日銀のデフレ脱却に向けた政策の連携を示す共同声明は岸田内閣でも維持されるだろう。財政政策が緊縮から緩和に転じることで、これまでより達成可能性は高まると考える。

## < 実質GDPとコアCPI >



## < 日銀政策委員の見通し >

日銀	実質GDP		消費者物価指数 (生鮮食品を除く)	
	(前年比%)		(前年比%)	
2021年度	2.1	(2.8)	0.1	(0.0)
2022年度	2.9	(3.8)	1.9	(1.1)
2023年度	1.9	(1.1)	1.1	(1.1)
2024年度	1.1		1.1	

注：()内は2022年1月時点の日銀見通し

## < 岡三証券の見通し >

岡三	実質GDP		消費者物価指数 (生鮮食品を除く)	
	(前年比%)		(前年比%)	
2021年度	2.3		0.1	
2022年度	3.0		1.5	
2023年度	3.0		1.6	
2024年度	2.0		1.7	

## < 日銀政策委員のリスク判断 >

	経済					
	上方		中立		下方	
2021年度	0	(0)	8	(6)	1	(3)
2022年度	0	(1)	2	(5)	7	(3)
2023年度	1	(0)	4	(8)	4	(1)
2024年度	1		7		1	

	物価					
	上方		中立		下方	
2021年度		(1)		(8)		(0)
2022年度	4	(3)	5	(4)	0	(2)
2023年度	3	(3)	4	(4)	2	(2)
2024年度	2		4		3	

注：()内は2022年1月時点の日銀見通し

## < OECDの見通し >

	実質GDP (前年比%)					
	世界	米国	ユーロ圏	英国	日本	日本 岡三
2021年	5.6	5.6	5.2	6.9	1.8	1.7
2022年	4.5	3.7	4.3	4.7	3.4	2.1
2023年	3.2	2.4	2.5	2.1	1.1	3.5

注：OECDは2021年12月時点の見通し

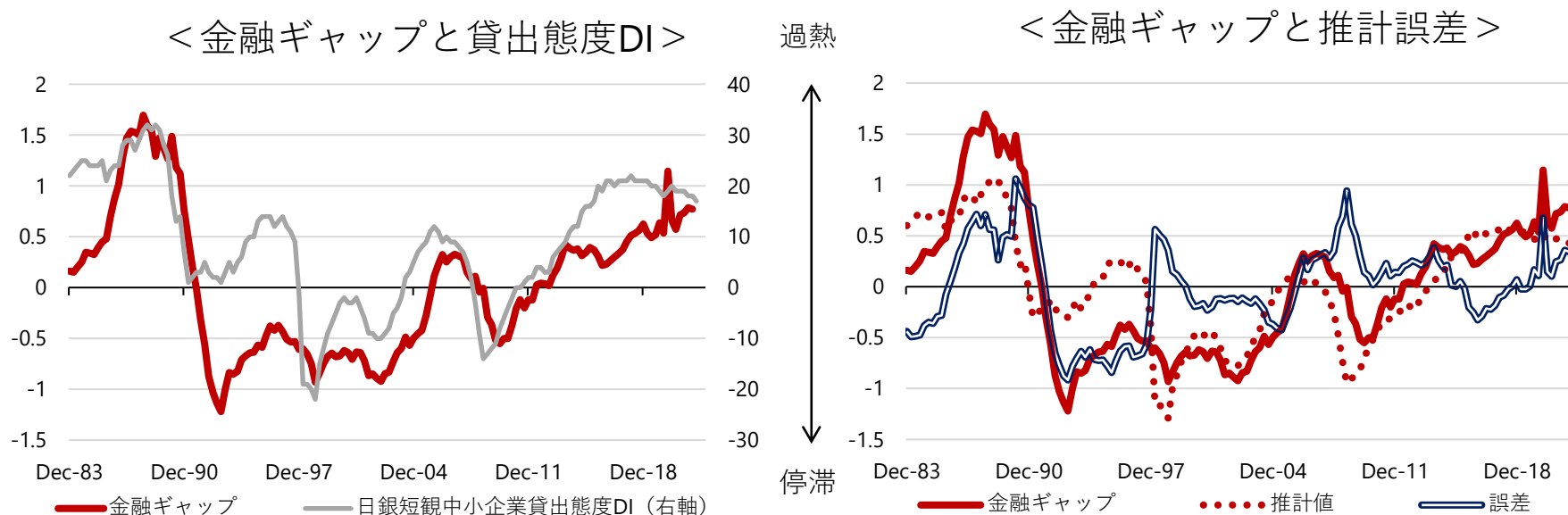
## < IMFの見通し >

	実質GDP (前年比%)					
	世界	米国	ユーロ圏	英国	日本	日本 岡三
2021年	6.1	5.7	5.3	7.4	1.6	1.7
2022年	3.6	3.7	2.8	3.7	2.4	2.1
2023年	3.6	2.3	2.3	1.2	2.3	3.5

注：IMFは2022年4月時点の見通し

# 隠れた金融ギャップは過熱を示さない

日銀の金融システムレポートに、金融循環の過熱度を測るヒートマップを構成する14の金融活動指標のトレンドからの乖離率を加重平均することで一つの指標に集約した「金融ギャップ」が掲載されている。金融ギャップを日銀短観中小企業貸出態度DIで推計し、その推計誤差は隠れた金融ギャップとなる。足下の推計誤差は過熱でも停滞でもない状態。直近ピークの2020年4-6月期の推計誤差は、リーマンショック時の2009年1-3月期やバブル時の1990年1-3月期ほどの高水準ではない。黒田日銀総裁が指摘するように、現行の金融緩和の副作用はまだ大きくない。



$$\text{金融ギャップ} = -0.35 + 0.043 \text{ 日銀短観中小企業貸出態度DI} ; R^2=0.61$$

出所：日銀、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

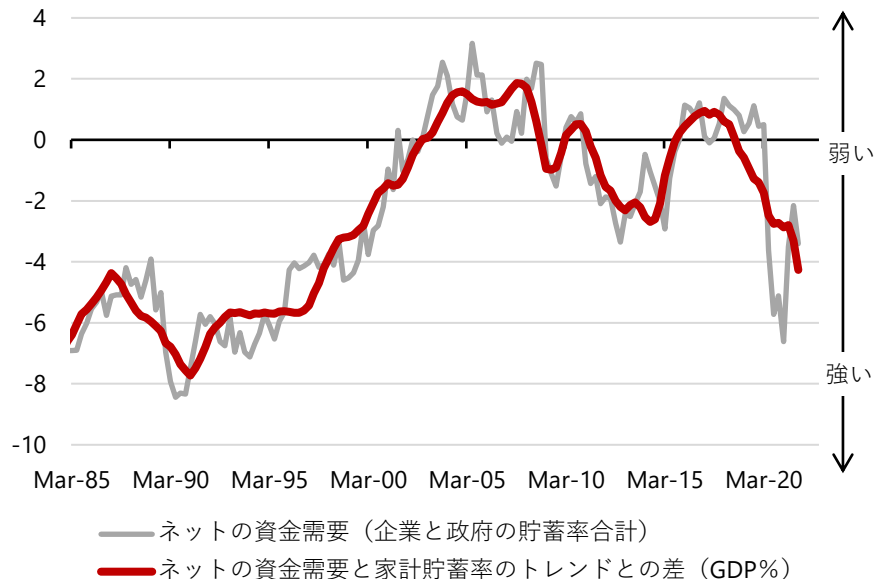
# 総賃金拡大には財政拡大での強いリフレ・サイクルがまず必要

信用サイクルを押し上げることで、失業率が低下してきた。一方、リフレ・サイクルの弱さが、総賃金の拡大の弱さにつながっていたとみられる。企業と政府が支出する力であるネットの資金需要の多くの部分は家計の所得となる。企業の支出が弱く、総賃金が拡大できず、更に投資が弱くなる悪循環は、まずは財政拡大で家計に所得が回るマクロの構図を回復させて止める必要がある。一方、家計の貯蓄率がトレンドから上振れてしてしまえば、内需拡大の力が弱くなる。ネットの資金需要に家計貯蓄率のトレンドとの差を加えると、内需拡大の力がとらえられる。まだ内需拡大は力強くない。

<総賃金>



<家計貯蓄率のトレンドとの差とネット資金需要の合計>



$$\begin{aligned}
 \text{総賃金 (前年同期比\%)} &= 0.59 + 0.094 \text{ 中小企業貸出態度DI} + 0.36 \text{ 名目GDP (前年比)} - 0.24 \text{ デフレーター (前年比)} \\
 &\quad - 0.22 \text{ 企業貯蓄率} + 1.5 \text{ アップダミー (推計誤差が1標準偏差を上回った場合に1)} \\
 &\quad - 1.8 \text{ ダウンダミー (推計誤差が1標準偏差を下回った場合に1)} ; R^2 = 0.92
 \end{aligned}$$

出所：内閣府、財務省、日銀、岡三証券 作成：岡三証券

# CPIが2%を達成するために必要な条件

消費者物価は、企業貯蓄率、財政収支、輸入物価でうまく説明できる。企業貯蓄率の上昇によるデフレ圧力は、財政支出の拡大でオフセットすることができる。財政緊縮によってネットの資金需要（企業貯蓄率＋財政収支）を消滅させたことが、デフレ構造不況が継続した原因である。投資拡大で企業貯蓄率が低下する中で、財政政策の緩和でネットの資金需要を－5%程度に維持できれば、2%の物価上昇を達成できる可能性が高まる。

<コア消費者物価指数（除く生鮮食品）の推計値>



<コアCPIの推計マトリクス>

		企業貯蓄率								
		-10	-8	-5	-3	0	3	5	8	10
財政収支	-15	<b>6.0</b>	<b>5.3</b>	<b>4.6</b>	<b>3.8</b>	<b>3.1</b>	<b>2.3</b>	1.6	0.9	0.1
	-12.5	<b>5.7</b>	<b>4.9</b>	<b>4.2</b>	<b>3.4</b>	<b>2.7</b>	<b>2.0</b>	1.2	0.5	-0.3
	-10	<b>5.3</b>	<b>4.6</b>	<b>3.8</b>	<b>3.1</b>	<b>2.3</b>	1.6	0.9	0.1	-0.6
	-7.5	<b>4.9</b>	<b>4.2</b>	<b>3.5</b>	<b>2.7</b>	<b>2.0</b>	1.2	0.5	-0.3	-1.0
	-5	<b>4.6</b>	<b>3.8</b>	<b>3.1</b>	<b>2.3</b>	1.6	0.9	0.1	-0.6	-1.4
	-2.5	<b>4.2</b>	<b>3.5</b>	<b>2.7</b>	<b>2.0</b>	1.2	0.5	-0.2	-1.0	-1.7
	0	<b>3.8</b>	<b>3.1</b>	<b>2.3</b>	1.6	0.9	0.1	-0.6	-1.4	-2.1
	2.5	<b>3.5</b>	<b>2.7</b>	2.0	1.2	0.5	-0.2	-1.0	-1.7	-2.5
	5	<b>3.1</b>	<b>2.3</b>	1.6	0.9	0.1	-0.6	-1.4	-2.1	-2.8

注：輸入物価は2、ドル円は115、ダミーは0で固定

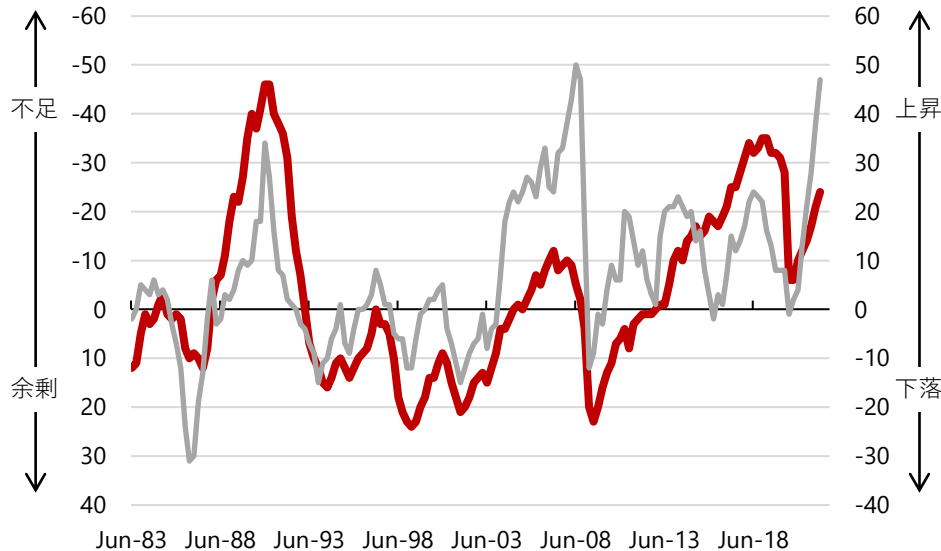
$$\text{コアCPI（前年比）} = 1.9 - 0.33 \text{ 企業貯蓄率（4期ラグ）} - 0.16 \text{ 財政収支（6期ラグ）} + 0.039 \text{ 輸入物価（契約通貨、前年比、1期ラグ）} + 0.011 \text{ ドル円（4QMA、9期ラグ）} + 1.2 \text{ ダミー（消費税などの特殊要因調整）} + 0.60 \text{ アップダミー} - 0.57 \text{ ダウンダミー； } R^2 = 0.94$$

出所：総務省、内閣府、日銀、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

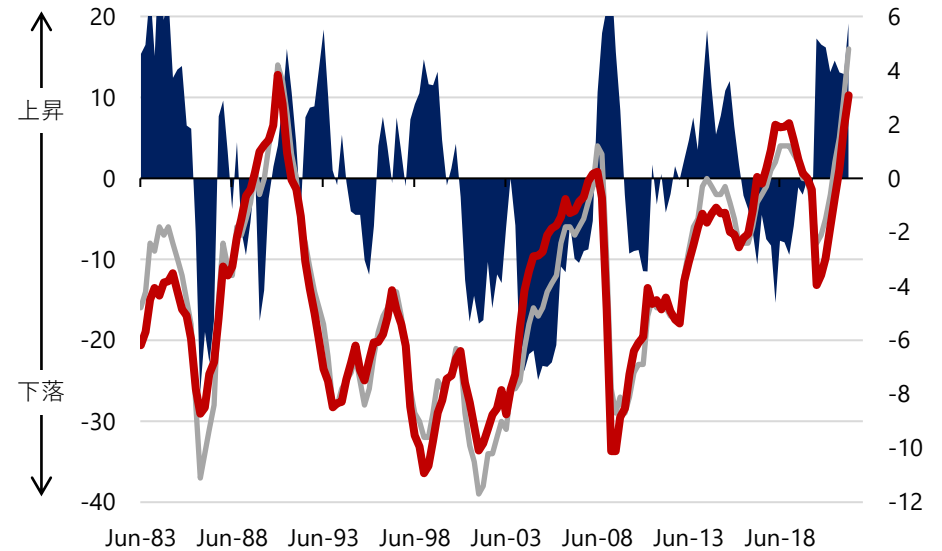
# 販売価格は上振れている

短観の販売価格判断DIは、雇用人員判断DI、仕入価格判断DIと中小企業金融機関貸出態度DIでうまく説明できる。推計誤差が足元拡大していることは、雇用の不足と仕入価格の上昇によるコストの増加を、販売価格に転嫁できていることを示している。企業収益を支える力になっていると考えられる。価格転嫁は最終的には家計の負担になるため、政府による家計への支援が必要である。

<雇用人員DIと仕入価格DI>



<販売価格判断DIと推計値>



— 雇用人員判断DI (全規模) — 仕入価格判断DI (大企業、右軸)

注：仕入価格判断DIの2022年1-3月期は、大企業製造業・非製造業、中小企業製造業・非製造業の変化幅の平均を、前期の値に足した

■ 誤差 (実績値－推計値、右軸) — 販売価格判断DI  
— 販売価格判断DI 推計値

$$\text{販売価格判断DI} = -19 - 0.40 \text{ 雇用人員判断DI} + 0.35 \text{ 仕入価格判断DI} + 0.19 \text{ 中小企業金融機関貸出態度判断DI}$$

； R<sup>2</sup>=0.91

注：推計期間は1983年4-6月期から2021年10-12月期

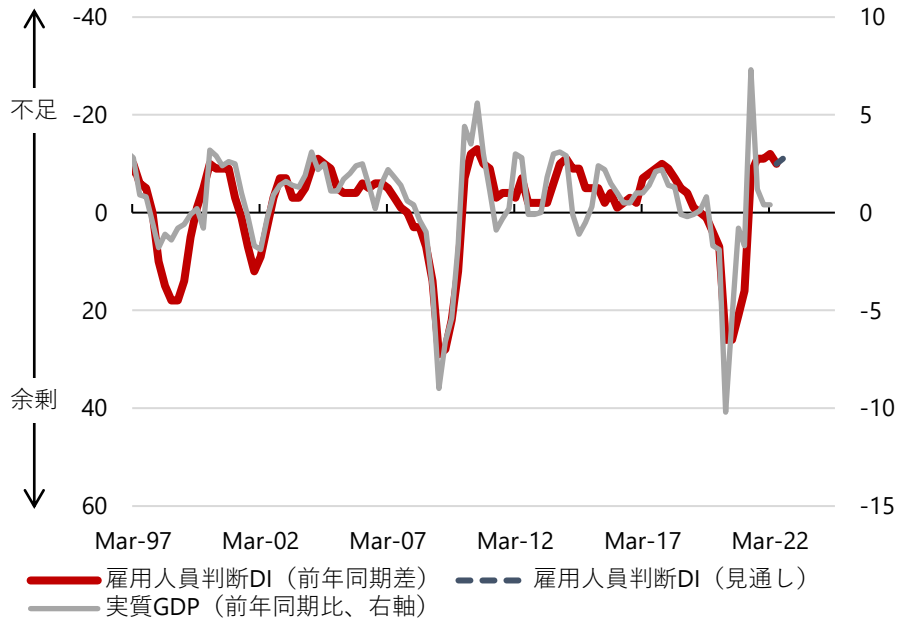
出所：Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券



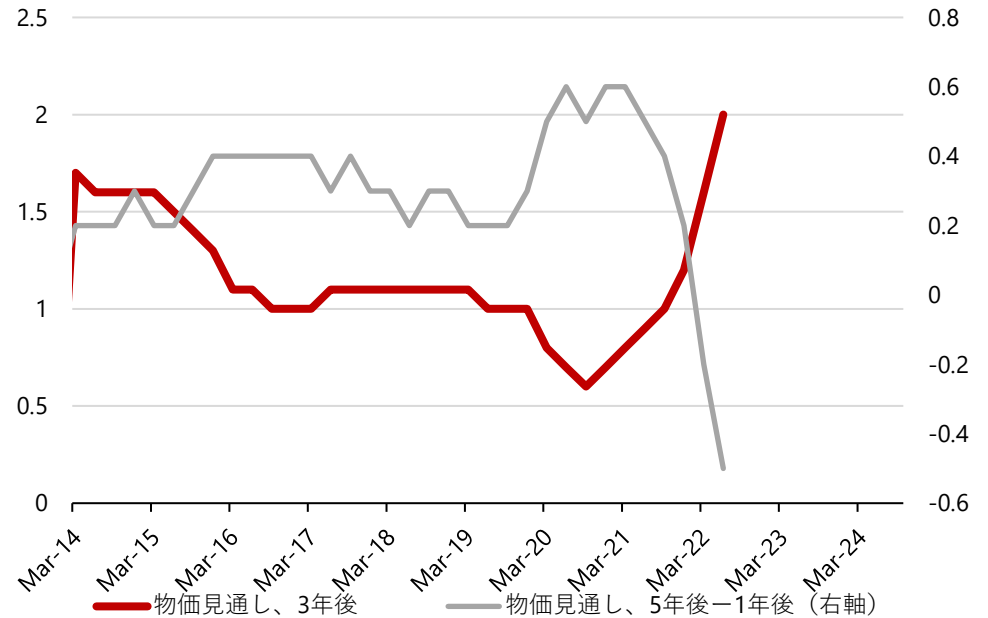
# 人手不足感からインフレ期待上昇へ

雇用の過不足は企業の業況をよく反映し、実質GDPの動きとの相関関係が強い。雇用不足感が更に強まれば、成長率の上振れとともに、賃金上昇が起きる可能性がある。日本の企業のインフレ期待も持ち直してきた。しかし、短期と長期のインフレ期待の差は拡大しておらず、歯止めが効かないインフレは予想されていない。

<雇用人員DIと実質GDP>



<短観物価見通し>

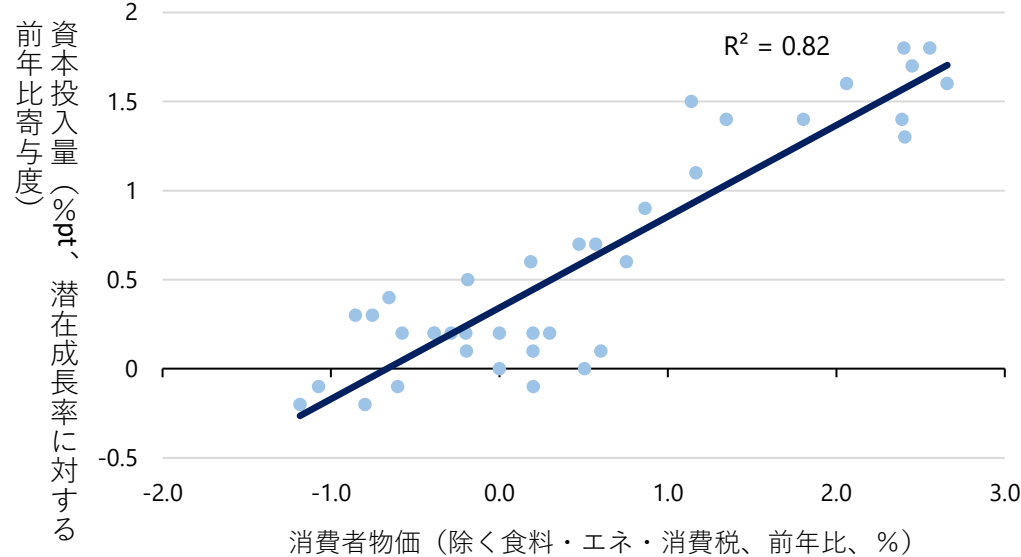


出所：Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

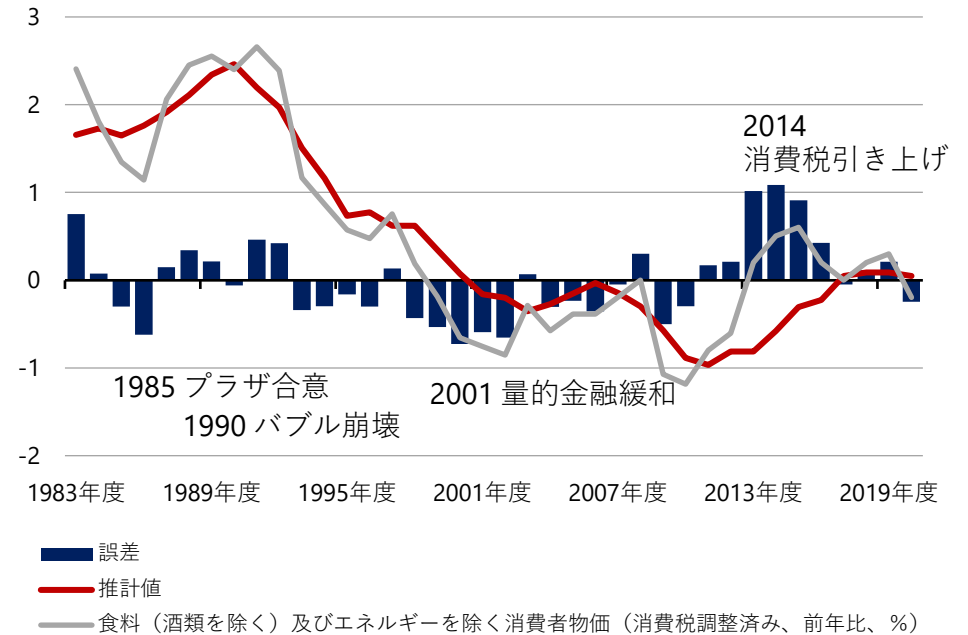
# 投資によって生産性を向上させる好循環がまだない

消費者物価は、資本蓄積と生産性向上でうまく説明できる。資本蓄積は、投資が短期的には需要で、雇用や消費を誘発するため、物価上昇圧力になる。リストラなどによる生産性向上は短期的には物価下落圧力になるが、投資による将来の生産性向上の期待（期待生産性向上）が資本蓄積を更に加速させることで、潜在成長率の上昇とともに、適度な物価上昇が継続するとも考えられる。資本蓄積と生産性向上がない状況では、推計の定数分、物価は下落してしまう。この定数がデフレ期待が経済システムにロックインしていることを表す。リフレの力で期待インフレ率を上昇させ、定数を引き上げることが2%の物価上昇の目標到達に必要なだ。

<資本投入量と消費者物価（除く食料・エネ・消費税）>



<消費者物価の推計値>



$$\text{消費者物価（除く食料・エネルギー・消費税、前年比）} = -0.18 + 1.9 \text{ 資本蓄積} - 0.40 \text{ 生産性向上} ; R^2=0.83$$

出所：内閣府、総務省、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

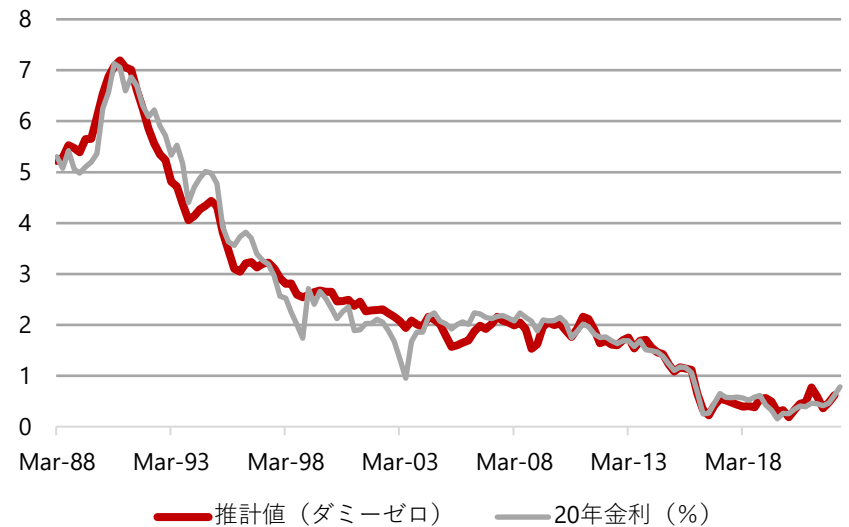
# 長期金利はこのように決まる

財政収支が大きな赤字になっても、企業貯蓄によりネットの資金需要が大きくなければ、金利には上昇圧力がかからない。ネットの資金需要が大きくなっても、日銀がその数倍の国債買入れを行えばコントロールできるようだ。イールドカーブ・コントロールは10-20年金利差にフラットニングの圧力をかけている。（YCCダミーはマイナス金利とYCCの実施時に1を入れる。）

<10年金利と推計値>



<20年金利と推計値>



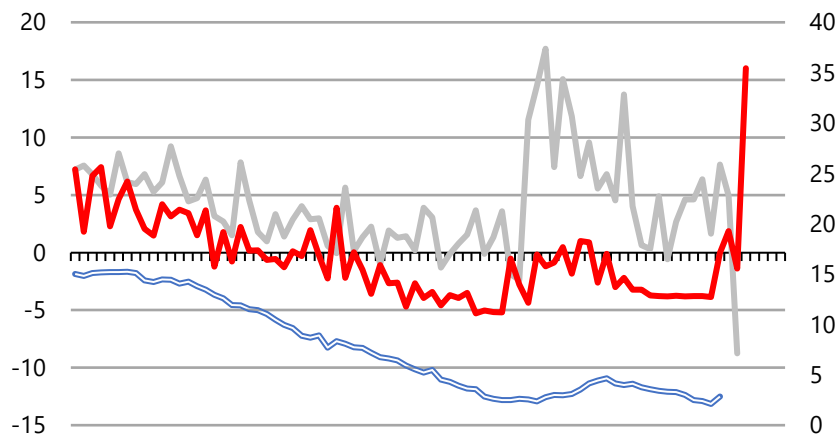
$$\begin{aligned} \text{長期金利} = & -0.30 + 0.49 \text{ コールレート} + 0.35 \text{ 米長期金利} + 0.42 \text{ 米10-30年金利差} \\ & - 0.056 \text{ ネットの資金需要} - 0.023 \text{ 日銀長期国債買入れGDP比} - 0.24 \text{ YCCダミー} \\ & + 0.57 \text{ アップダミー} - 0.48 \text{ ダウンダミー}; R^2 = 0.99 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{20年金利} = & 0.073 + 0.40 \text{ コールレート} + 0.37 \text{ 米長期金利} + 0.69 \text{ 米10-30年金利差} \\ & - 0.078 \text{ ネットの資金需要} - 0.016 \text{ 日銀長期国債買入れGDP比} - 0.48 \text{ YCCダミー} \\ & + 0.54 \text{ アップダミー} - 0.52 \text{ ダウンダミー}; R^2 = 0.99 \end{aligned}$$

# ファンダメンタルズの金利上昇圧力をオフセットする日銀

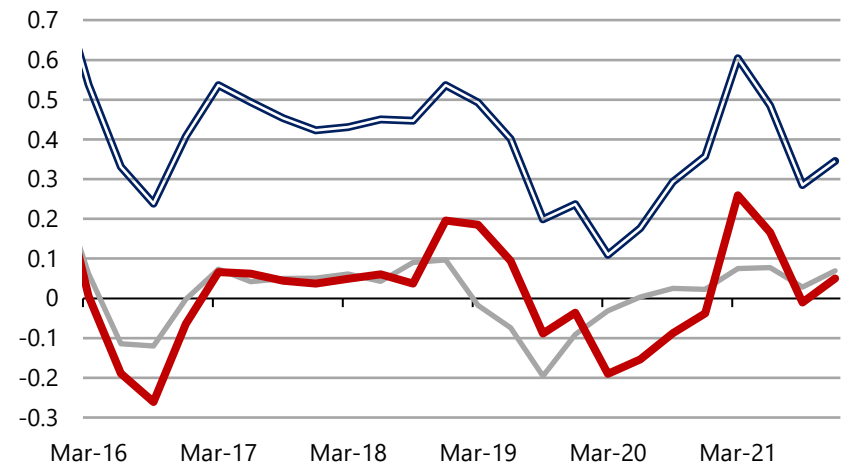
日銀はファンダメンタルズの金利上昇圧力をオフセットするように、国債買入れを含め流動性を供給しているようだ。日銀の長期国債買入れが減少しても、コールレートがオペで低位に抑え込まれていれば、長期金利の上昇は大きくはならないようだ。ネットの資金需要がまだ弱いことが理由である。

<日銀国債買入れ、マネタリーベース>



- マネタリーベース (季節調整済、前月差、兆円)
- 日銀長期国債買入れGDP比 (年率、%pt、右軸)
- 日銀長期国債フローGDP比 (買入 - 償還、12MSUM、%pt、右軸)

<長期金利>



- 10年金利 (%)
- 推計値 (アップ/ダウンダミーゼロ、%)
- 推計値 (アップ/ダウンダミーゼロ、日銀長期国債買入れGDP比=0、%)

$$\begin{aligned}
 \text{長期金利} = & -0.30 + 0.49 \text{ コールレート} + 0.35 \text{ 米長期金利} + 0.42 \text{ 米10-30年金利差} \\
 & - 0.056 \text{ ネットの資金需要} - 0.023 \text{ 日銀長期国債買入れGDP比} - 0.24 \text{ YCCダミー} \\
 & + 0.57 \text{ アップダミー} - 0.48 \text{ ダウンダミー} ; R^2 = 0.99
 \end{aligned}$$

# 20年金利が1%に達するための条件

コールレートを-0.05%、米10-30年金利差を25bp、YCCを据え置きとする。ネットの資金需要が-5%程度に維持され、米国の長期金利が3.5%に上昇すれば、日本の20年金利の推計値も1.1%程度まで上昇することになる。長期金利の推計値は0.5%程度に達し、YCCの上限レンジ(0.25%)を抜けるので、日銀は国債買入れを増やし、日銀長期国債買入れGDP比を30%pt程度まで引き上げなければならない。その時の、20年金利の推計値は0.9%程度となる。YCCの長期金利の上限を拡大しなければ、20年金利の1%到達は困難なようだ。

## <10年金利の推計マトリクス>

ネットの資金需要

		2	0	-2	-4	-6	-8	-10
米 10年 金利	1.5	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	0.1	0.2
	2.0	-0.3	-0.2	-0.1	0.0	0.1	0.2	0.3
	2.5	-0.2	-0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5
	3.0	0.0	0.1	0.2	0.3	0.5	0.6	0.7
	3.5	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.9
	4.0	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	<b>1.0</b>

注：日銀長期国債買入れGDP比は20で固定

日銀長期国債買入れGDP比

		0	5	10	15	20	25	30	40
米 10年 金利	1.5	0.3	0.2	0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.3	-0.6
	2.0	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1	-0.1	-0.2	-0.4
	2.5	0.7	0.6	0.5	0.3	0.2	0.1	0.0	-0.2
	3.0	0.9	0.8	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2	-0.1
	3.5	<b>1.0</b>	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5	0.3	0.1
	4.0	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	0.9	0.8	0.6	0.5	0.3

注：ネットの資金需要は-5で固定

注：米10-30年金利差が10bp上がると、10年金利は5bp上がる

## <20年金利の推計マトリクス>

ネットの資金需要

		2	0	-2	-4	-6	-8	-10
米 10年 金利	1.5	-0.2	0.0	0.1	0.3	0.4	0.6	0.7
	2.0	0.0	0.2	0.3	0.5	0.6	0.8	0.9
	2.5	0.2	0.4	0.5	0.7	0.8	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>
	3.0	0.4	0.5	0.7	0.8	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>	<b>1.3</b>
	3.5	0.6	0.7	0.9	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>
	4.0	0.8	0.9	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>

注：日銀長期国債買入れGDP比は20で固定

日銀長期国債買入れGDP比

		0	5	10	15	20	25	30	40
米 10年 金利	1.5	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3	0.2	0.1
	2.0	0.8	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4	0.2
	2.5	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	0.4
	3.0	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	0.9	0.8	0.8	0.6
	3.5	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	0.8
	4.0	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>

注：ネットの資金需要は-5で固定

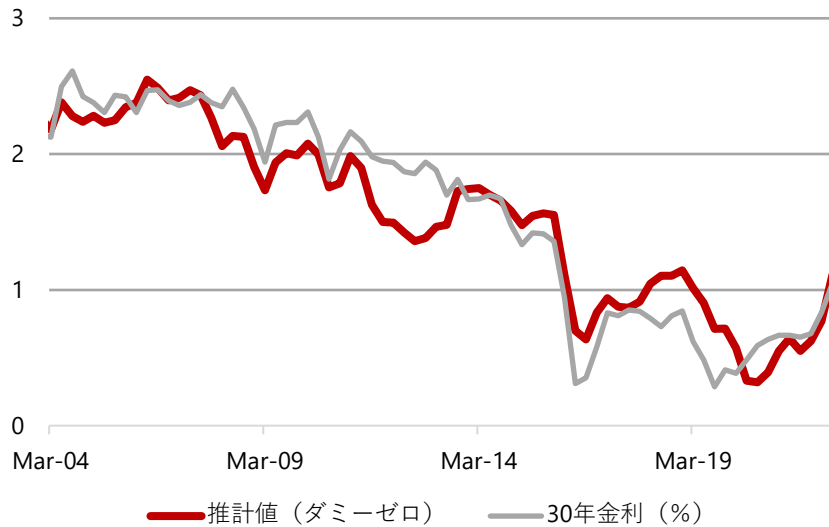
注：米10-30年金利差が10bp上がると、20年金利は7bp上がる

出所：Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

# YCC解除を過度に織り込む30年金利

コールレートを-0.05%、米10-30年金利差を25bp、YCCを据え置きとする。ネットの資金需要が-5%程度に維持され、米国の長期金利が3.5%に上昇すれば、日本の30年金利の推計値も1.25%程度まで上昇することになる。米国長期金利が3%程度でも1.25%程度に達したのは、日銀のYCC解除を過度に織り込んでいたと考えられる。日銀が長期金利の上限を維持するため、長期国債買入れを高水準で維持すれば、1%程度がフェアバリューとみられる。

<30年金利の推計マトリクス>



<30年金利の推計マトリクス>

ネットの資金需要

	2	0	-2	-4	-6	-8	-10
米10年金利 1.0	0.0	0.1	0.2	0.4	0.5	0.6	0.7
1.5	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8
2.0	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	<b>1.0</b>
2.5	0.6	0.7	0.8	0.9	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>
3.0	0.7	0.8	0.9	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>
3.5	0.9	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>
4.0	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</b>	<b>1.7</b>

注：日銀長期国債買入れGDP比は20で固定

日銀長期国債買入れGDP比

	0	5	10	15	20	25	30	40
米10年金利 1.0	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1
1.5	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4	0.2
2.0	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6	0.4
2.5	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	0.9	0.8	0.7	0.6
3.0	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	0.9	0.7
3.5	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	0.9
4.0	<b>1.8</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.1</b>

注：ネットの資金需要は-5で固定

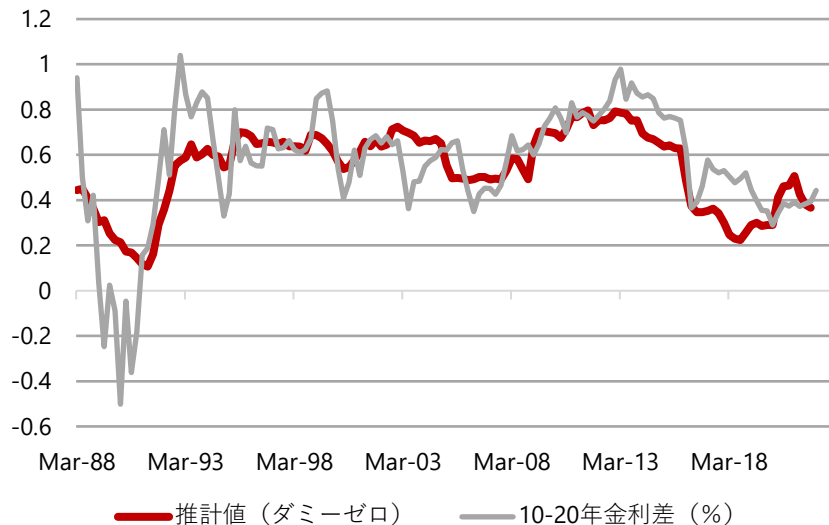
注：米10-30年金利差が10bp上がると、30年金利は3bp上がる

$$30\text{年金利} = 0.80 + 0.38 \text{ コールレート} + 0.35 \text{ 米長期金利} + 0.29 \text{ 米10-30年金利差} - 0.05 \text{ ネットの資金需要} - 0.02 \text{ 日銀長期国債買入れGDP比} - 0.70 \text{ YCCダミー} + 0.16 \text{ アップダミー} - 0.19 \text{ ダウンダミー}; R^2 = 0.99$$

# YCCのフラットニング圧力の計測

10年金利と20年金利の推計式を使って、10-20年金利差の推計式をつくることができる。日銀のイールドカーブ・コントロールにより、10年金利には0.2%程度、20年金利には0.5%程度の下押し圧力がかかっている。10-20年金利のスプレッドを30bp程度縮小させている。

<10-20年金利差と推計値>



<10-20年金利差の推計マトリクス>

		米10-30年金利差					
		-0.4	0.0	0.4	0.8	1.2	1.6
YCC	あり	0.3	0.4	0.6	0.7	0.8	0.9
	なし	0.6	0.7	0.8	0.9	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>

注：コールレートは-0.05で固定。  
 注：米長期金利は3.0で固定。  
 注：ネットの資金需要は-5で固定。  
 注：日銀長期国債買入れGDP比は20で固定。

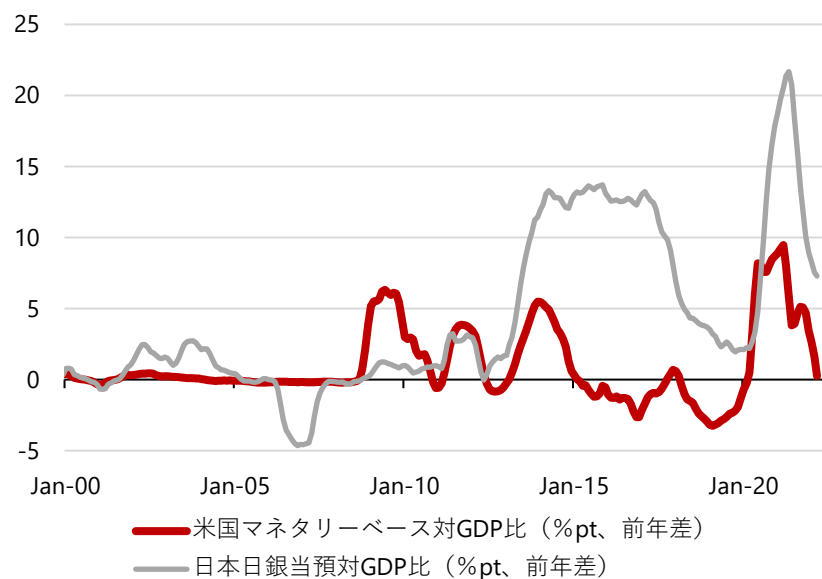
$$\begin{aligned}
 \text{10-20年金利差} = & 0.37 - 0.082 \text{ コールレート} + 0.025 \text{ 米長期金利} + 0.27 \text{ 米10-30年金利差} \\
 & - 0.021 \text{ ネットの資金需要} + 0.0068 \text{ 日銀長期国債買入れGDP比} - 0.24 \text{ YCCダミー} \\
 & + 0.028 \text{ アップダミー} - 0.035 \text{ ダウンダミー}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 \text{30年金利} = & 1.3 + 0.46 \text{ コールレート} + 0.17 \text{ 米長期金利} + 0.083 \text{ 米10-30年金利差} \\
 & - 0.021 \text{ ネットの資金需要} - 0.023 \text{ 日銀長期国債買入れGDP比} - 0.80 \text{ YCCダミー} \\
 & + 0.21 \text{ アップダミー} - 0.38 \text{ ダウンダミー}; R^2 = 0.98
 \end{aligned}$$

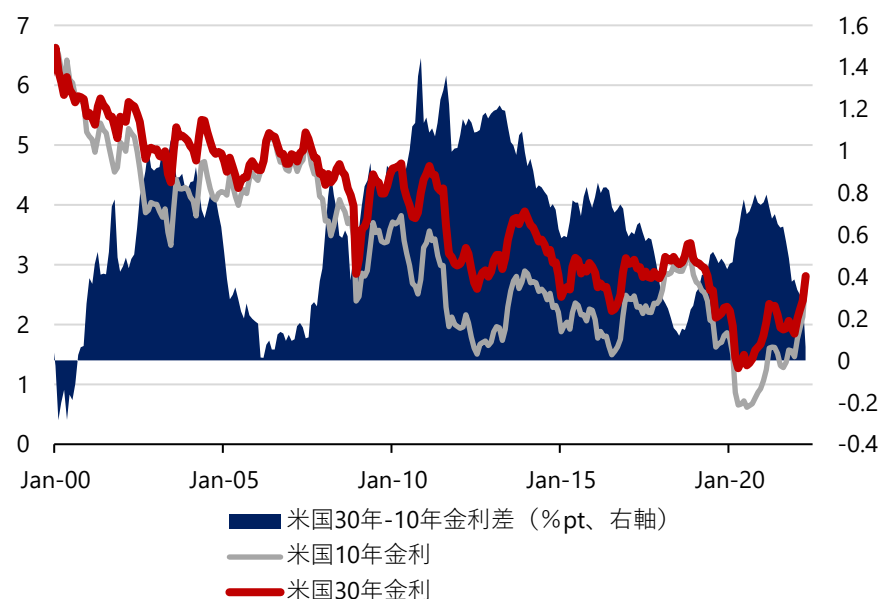
# マネタイゼーションは日本が強く、米国は弱く

新型コロナウイルス問題に対処するための財政拡大でネットの資金需要は拡大したが、日銀は大量の流動性供給でマネタイズしている。米国は、テーパリングに先駆けて、マネタリーベースの供給を緩めている。米国の長期金利の上昇が、円高を防ぐ力になっているとみられる。

### <日米のマネー-GDP比>



### <米国30年金利と10年金利>

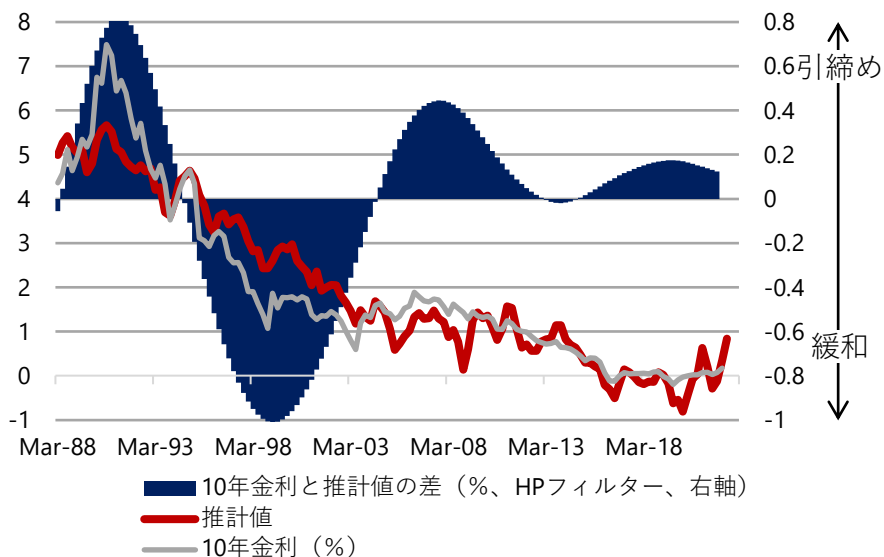




# ネットの資金需要が膨張しなければ金利急騰はないだろう

長期金利は、米金利とネットの資金需要に左右される。ネット資金需要が膨張しなければ、大きな金利上昇の可能性はほとんどない。財政拡大でネットの資金需要を-5%程度に拡大しても、長期金利の上昇は日銀のコントロール可能な範囲だろう。米金利とネットの資金需要のみの推計値と実際の水準の差が金融緩和効果となる。いつかは金利が暴騰するので現世代は苦境を耐え忍ばなければならないという非科学的で精神論的な思い込みを計量的に脱し、家計にしっかり所得を回し、将来世代に正常で強い経済を残すため、成長投資などに財政拡大の余地を使うべきだろう。ネットの資金需要が-10%程度になれば、景気過熱の懸念で、財政引き締めが必要になろう。ネットの資金需要を適度な水準に維持することが新しい財政規律となる。

<長期金利と推計値>



<長期金利の推計マトリクス>

		ネットの資金需要								
		2	0	-2	-4	-6	-8	-10	-12	-14
米10年金利	1.0	-1.6	-1.2	-0.9	-0.5	-0.2	0.2	0.6	0.9	<b>1.3</b>
	1.5	-1.2	-0.9	-0.5	-0.2	0.2	0.6	0.9	<b>1.3</b>	<b>1.6</b>
	2.0	-0.9	-0.5	-0.1	0.2	0.6	0.9	<b>1.3</b>	<b>1.6</b>	<b>2.0</b>
	2.5	-0.5	-0.1	0.2	0.6	0.9	<b>1.3</b>	<b>1.6</b>	<b>2.0</b>	<b>2.4</b>
	3.0	-0.1	0.2	0.6	0.9	<b>1.3</b>	<b>1.7</b>	<b>2.0</b>	<b>2.4</b>	<b>2.7</b>
	3.5	0.2	0.6	0.9	<b>1.3</b>	<b>1.7</b>	<b>2.0</b>	<b>2.4</b>	<b>2.7</b>	<b>3.1</b>
	4.0	0.6	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>	<b>1.7</b>	<b>2.0</b>	<b>2.4</b>	<b>2.7</b>	<b>3.1</b>	<b>3.4</b>
	4.5	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>	<b>1.7</b>	<b>2.0</b>	<b>2.4</b>	<b>2.7</b>	<b>3.1</b>	<b>3.5</b>	<b>3.8</b>

注：米10-30年金利差は25bpで固定。

$$\text{長期金利} = -2.3 + 0.74 \text{米長期金利} + 1.0 \text{米10-30年金利差} - 0.17 \text{ネットの資金需要} ; R^2 = 0.90$$

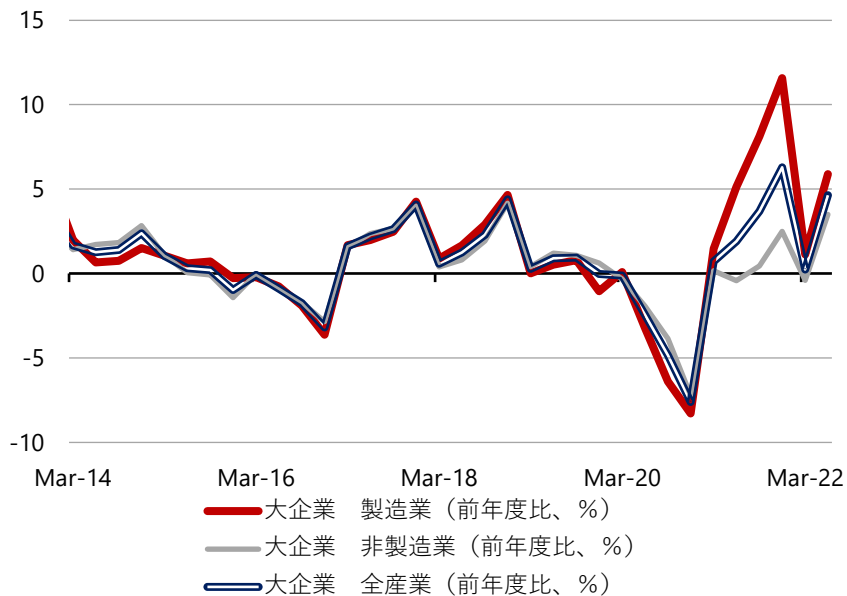
(参考) 
$$\text{長期金利} = -1.6 + 0.69 \text{米長期金利} + 1.5 \text{米10-30年金利差} - 0.17 \text{企業貯蓄率} - 0.011 \text{財政収支} ; R^2 = 0.93$$

出所：Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

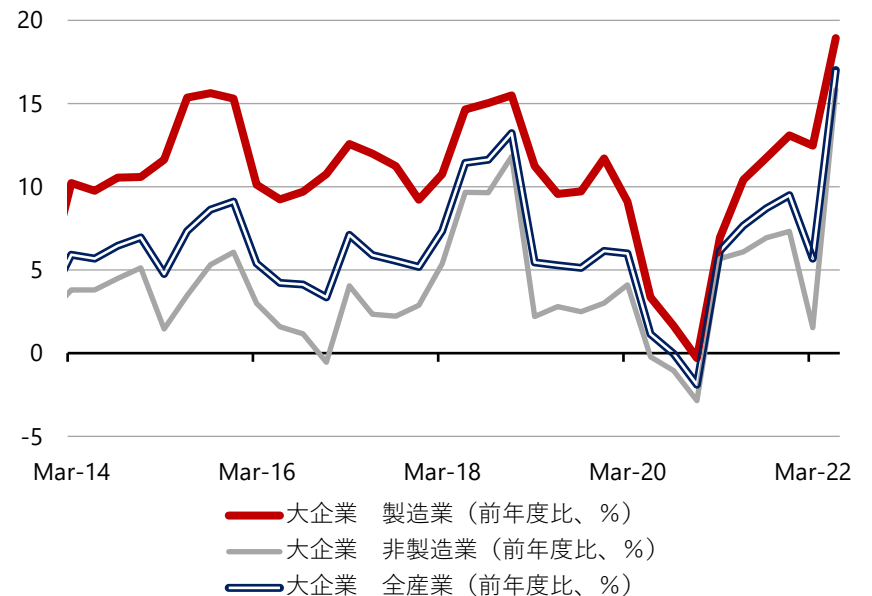
# 売上高と設備投資の回復

大企業・製造業の売上高の回復が顕著である一方、非製造業はようやく持ち直し。製造業と非製造業ともに、設備投資計画は堅調で、デジタルやグリーン関連の追い風があるようだ。経済安全保障と円安が、製造業の設備投資計画の上振れにつながるかに注目だ。

< 売上高 >



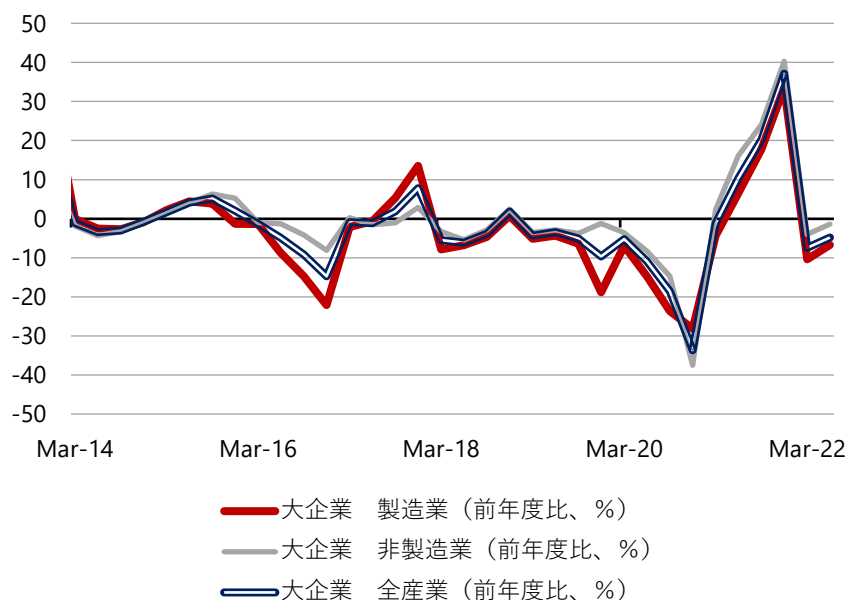
< 設備投資 (含む土地投資) >



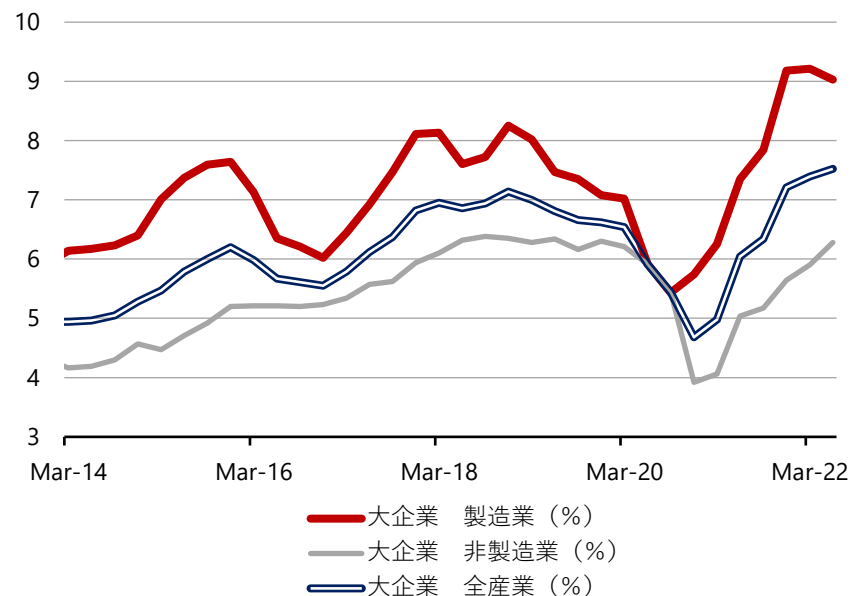
# 経常利益計画と売上高経常利益率計画の回復

短観の経常利益計画（前年度比%）の季節調整値と売上高経常利益率計画（%）を見ると、共にV字回復しているのが分かる。売上高経常利益率計画の大企業・非製造業はアベノミクス以降に上昇基調になっていて、構造変化が起きていたのが分かる。コロナ後の大企業・製造業の売上高経常利益率は長期のレンジから上振れ、競争力の向上を示唆している。大企業・非製造業の売上高経常利益率がいつコロナ前の水準を回復できるかが注目である。

< 経常利益計画 >



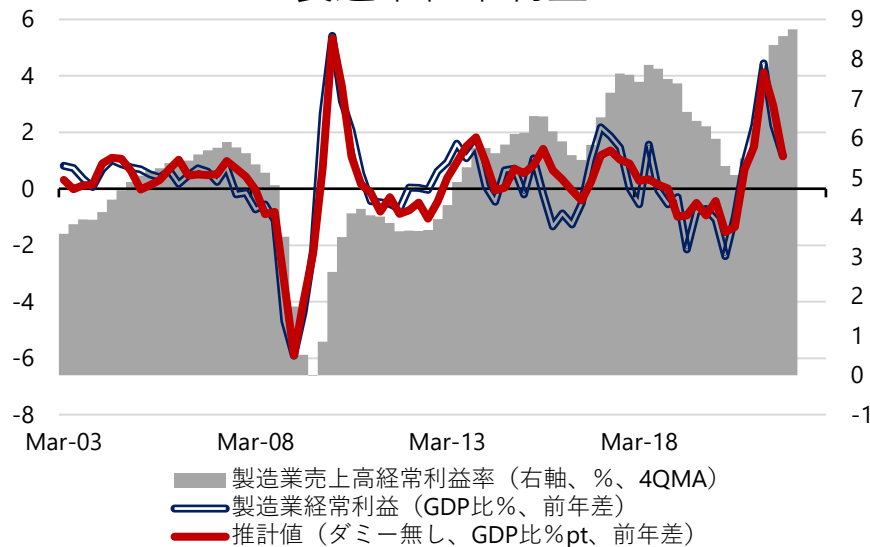
< 売上高経常利益率計画 >



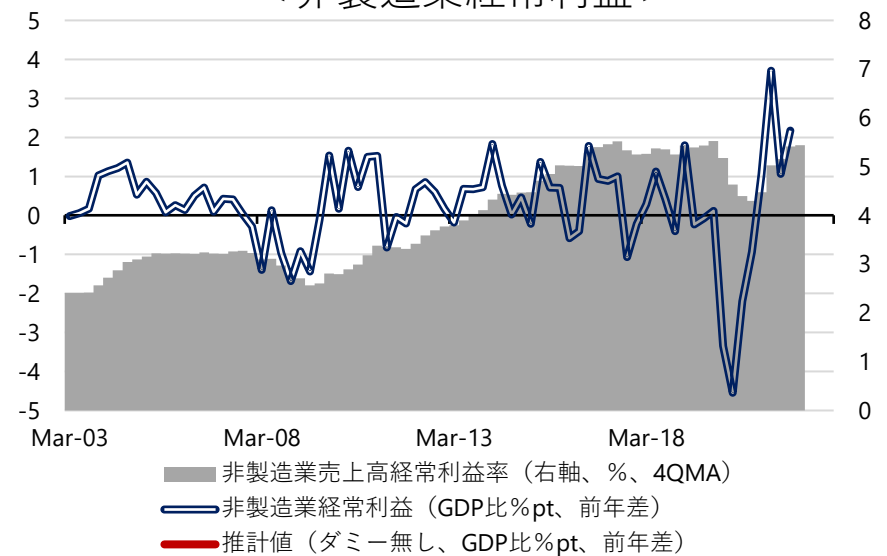
# 製造業の追い風と非製造業の逆風

製造業はコア貿易総額の拡大をうまく利益の拡大につなげることができ、売上高経常利益率が改善している。一方、非製造業は日本経済の成長が弱い逆風の中で、コスト削減などによって、何とか利益率を改善させてきた。製造業の拡大がBtoBビジネスの拡大となり、非製造業も恩恵を受けているようだ。しかし、利益の振れも大きく、安定的に収益を上げることが出来ていない。

< 製造業経常利益 >



< 非製造業経常利益 >

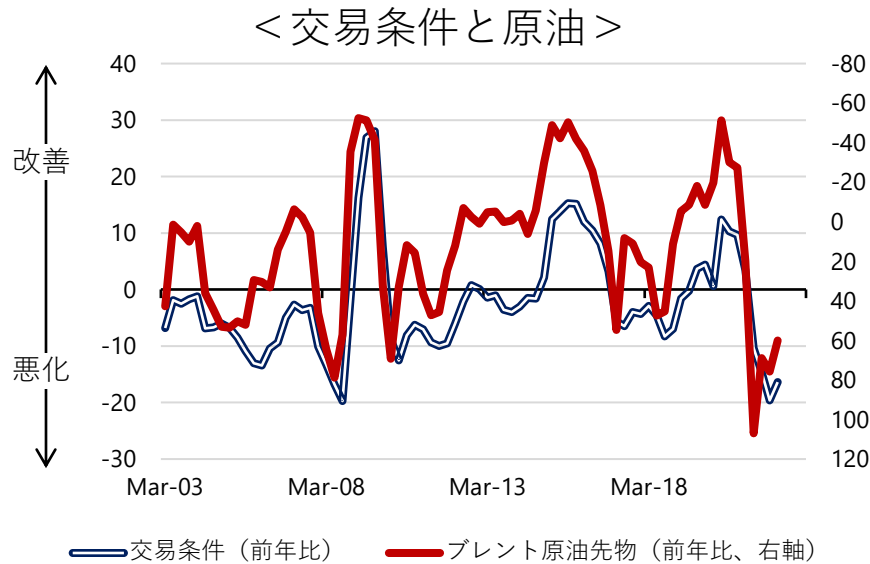


製造業経常利益 (GDP比、前年差) =  $-0.055 + 0.11 \text{ コア貿易総額 (除く鉱物性燃料、前年比)} + 0.075 \text{ 交易条件 (2ラグ、前年比)} + 0.97 \text{ アップダミー} - 1.1 \text{ ダウンダミー}$  ;  $R^2 = 0.96$

非製造業経常利益 (GDP比、前年差) =  $0.11 + 0.20 \text{ 製造業経常利益 (GDP比、前年差)} + 0.20 \text{ 日本経済実質GDP (前年比)} + 1.4 \text{ アップダミー} - 1.7 \text{ ダウンダミー}$  ;  $R^2 = 0.87$

# 貿易総額の縮小と交易条件の悪化がリスク

コア貿易総額と交易条件の動きで、製造業の経常利益のマトリクスを作ることができる。そして、製造業の経常利益と実質GDPで非製造業の経常利益のマトリクスが作れる。グローバルな地政学上の不確実性と金融システムの混乱、そして原油価格上昇などによる交易条件の悪化が、貿易総額の縮小につながることは、企業の収益のリスクである。



## < 製造業経常利益のマトリクス >

コア貿易総額

	-10	-5	0	5	10
20	0.4	0.9	1.4	2.0	2.5
10	-0.4	0.2	0.7	1.2	1.8
0	-1.1	-0.6	-0.1	0.5	1.0
-10	-1.9	-1.3	-0.8	-0.3	0.3
-20	-2.6	-2.1	-1.6	-1.0	-0.5

交易条件

注：製造業経常利益の標準偏差は1.7

## < 非製造業経常利益のマトリクス >

製造業経常利益

	-4	-2	0	2	4
4	0.1	0.5	0.9	1.3	1.7
2	-0.3	0.1	0.5	0.9	1.3
0	-0.7	-0.3	0.1	0.5	0.9
-2	-1.1	-0.7	-0.3	0.1	0.5
-4	-1.5	-1.1	-0.7	-0.3	0.1

実質GDP

注：製造業経常利益の標準偏差は1.2

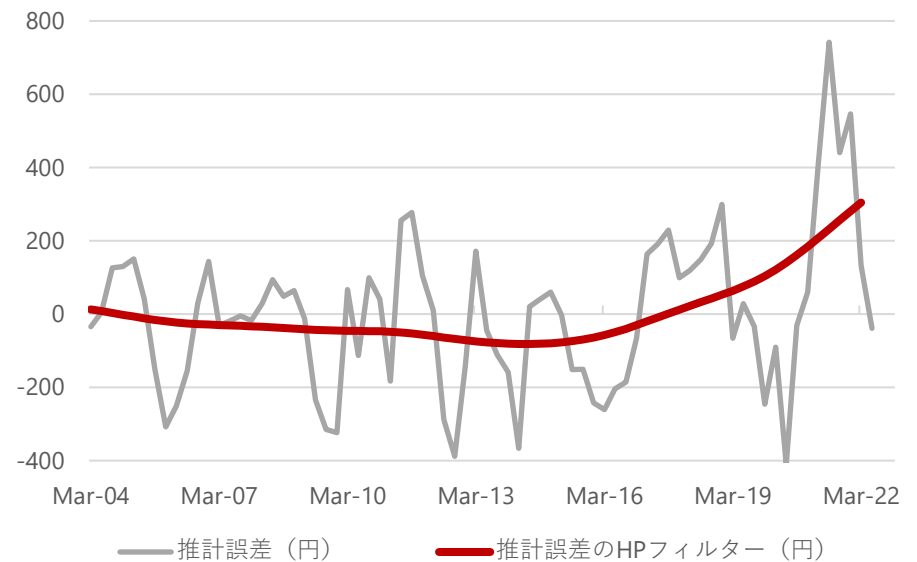
# EPSと名目GDPの関係

日経平均EPS（前年差）は、名目GDP（前年差、1期ラグ）と日銀短観・大企業全産業・経常利益計画（前年比、1期ラグ）でうまく説明できる。推計誤差がアベノミクス後に上昇トレンドを持ち始めているのは、企業が高収益体質になっていることを表す。

<日経平均EPS（前年差）の推計値>



<推計誤差とHPフィルター>

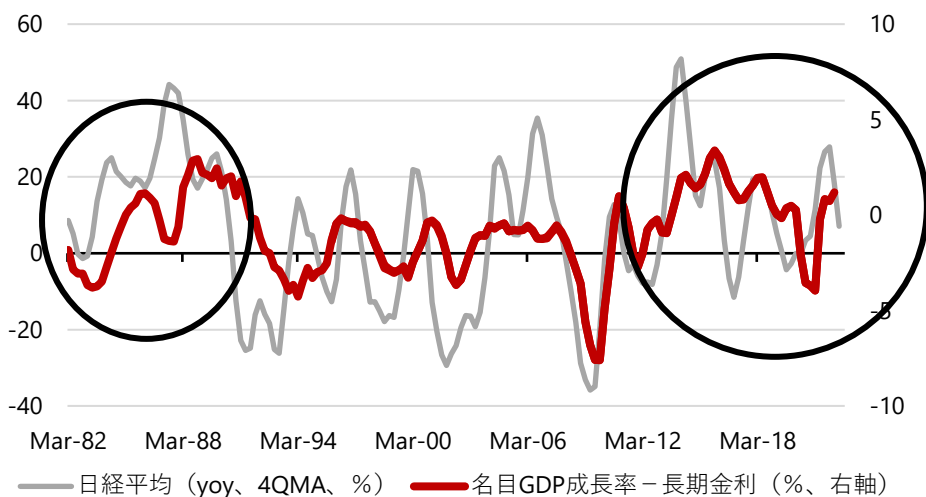


$$\text{日経平均EPS（前年差）} = 63 + 11 \text{ 名目GDP（前年差、1期ラグ）} + 18 \text{ 日銀短観・大企業全産業・経常利益計画（前年比、1期ラグ）} ; R^2=0.70$$

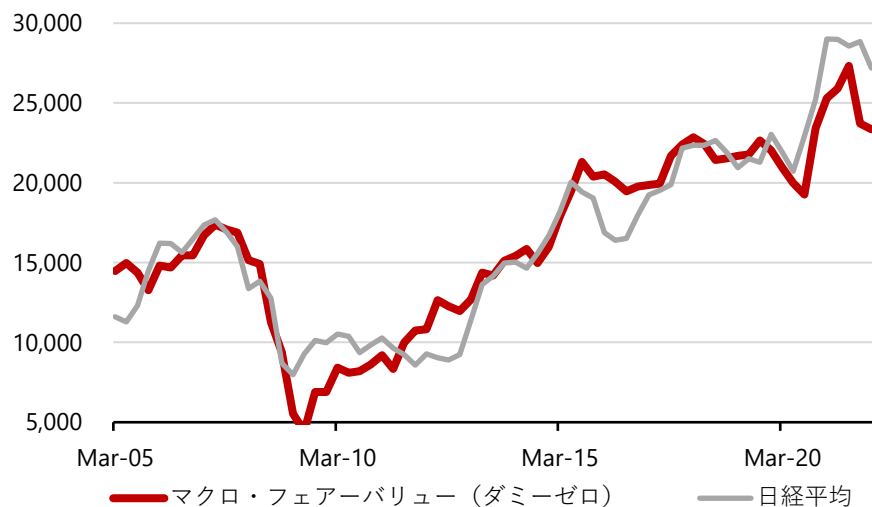
# リフレ・スプレッドと三つのサイクルの上振れで株価上昇

実質長期金利がマイナスで維持され、名目成長率と長期金利が逆転（リフレ・スプレッド）していることは、株価を押し上げる力があるようだ。日経平均は、名目GDP、日銀短観中小企業金融機関貸出態度DI（信用サイクル）、ネットの資金需要（リフレ・サイクル）でうまく説明できる。設備投資サイクルは企業貯蓄率を押し下げ、ネットの資金需要を拡大させる力となる。企業の長期的な収益期待の代理変数であるため、設備投資サイクルが上振れ、企業貯蓄率が正常化（マイナス化）すれば、定数がシフトし、新しい日本経済の株価の上振れたレンジとなる可能性がある。

<日経平均と名目GDP成長率と長期金利の差>



<日経平均とマクロ・フェアバリュー>



**日経平均** =  $-67316 + 153 \text{ 名目GDP (兆円)} + 236 \text{ 日銀短観中小企業貸出態度DI}$   
 $- 1059 \text{ ネットの資金需要 (2期ラグ)} + 3530 \text{ アップダミー} - 2902 \text{ ダウンダミー}; R^2=0.97$   
 = **現在の収益力 (EPS: 名目GDP) + 膨張していく力 (PER: 定数、貸出態度DI、ネットの資金需要)**  
 ※経済の潜在成長率が上昇すれば、定数が上方シフトして、新しいトレンドを形成する

出所：内閣府、日銀、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

# 日経平均が3万円を超えて上昇していくための条件

財政拡大と政策対応と設備投資サイクルの上振れで、信用サイクルとリフレ・サイクル（ネットの資金需要が-5%程度）が強い状態が続き、政府の目標である名目GDPの600兆円（新型コロナウイルス問題前の560兆円程度から7%程度拡大）を前提にすれば、日経平均株価が3万円台半ばのマクロ・シナリオが作れる。

<日経平均の推計マトリクス①>

		名目GDP						
		DI = 20	500	525	550	575	600	625
ネットの 資金需要	+4	9,593	13,414	17,235	21,057	24,878	28,699	
	+2	11,711	15,532	19,354	23,175	26,996	<b>30,817</b>	
	0	13,829	17,651	21,472	25,293	29,114	<b>32,935</b>	
	-2	15,948	19,769	23,590	27,411	<b>31,232</b>	<b>35,053</b>	
	-4	18,066	21,887	25,708	29,529	<b>33,350</b>	<b>37,171</b>	
	-6	20,184	24,005	27,826	<b>31,647</b>	<b>35,468</b>	<b>39,289</b>	
	-8	22,302	26,123	29,944	<b>33,765</b>	<b>37,586</b>	<b>41,407</b>	
	-10	24,420	28,241	<b>32,062</b>	<b>35,883</b>	<b>39,704</b>	<b>43,525</b>	

<日経平均の推計マトリクス②>

		名目GDP						
		ネット=-5	500	525	550	575	600	625
DI	+30	21,486	25,308	29,129	<b>32,950</b>	<b>36,771</b>	<b>40,592</b>	
	+20	19,125	22,946	26,767	<b>30,588</b>	<b>34,409</b>	<b>38,230</b>	
	+10	16,763	20,584	24,405	28,226	<b>32,047</b>	<b>35,868</b>	
	0	14,401	18,222	22,043	25,864	29,685	<b>33,507</b>	
	-10	12,039	15,860	19,682	23,503	27,324	<b>31,145</b>	
	-20	9,678	13,499	17,320	21,141	24,962	28,783	

日経平均 = -67316 + 153 名目GDP (兆円) + 236 日銀短観中小企業貸出態度DI  
 - 1059 ネットの資金需要 (2期ラグ) + 3530 アップダミー - 2902 ダウンダミー; R<sup>2</sup> = 0.97



# 名目GDPの膨張が日経平均の上昇に波及

企業貯蓄率、財政収支、資本蓄積、日銀短観貸出態度DIが上昇すれば、名目GDPを通じて波及効果で日経平均を追加的に押し上げていく。

## <日経平均への累積インパクト>

	(円)		
	1年目	2年目	3年目
ネットの資金需要が -5ポイント下振れ	6,423	7,567	8,726
名目GDPが 3ポイント上振れ	2,485	5,044	7,680

## <日経平均への累積インパクト>

	(円)		
	1年目	2年目	3年目
資本蓄積が 0.5ポイント上振れ	900	1,810	2,730
貸出態度DIが 20ポイント上振れ	5,426	6,134	6,849

$$\text{日経平均} = -67316 + 153 \text{ 名目GDP (兆円)} + 236 \text{ 日銀短観中小企業貸出態度DI} \\ - 1059 \text{ ネットの資金需要 (2期ラグ)} + 3530 \text{ アップダミー} - 2902 \text{ ダウンダミー}; R^2 = 0.97$$

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

# 日経平均は米国の動きだけでは説明しきれない

日経平均のモデルにS&Pを入れても、名目GDP、信用サイクル、リフレ・サイクルの国内要因は重要であることが分かった。日本独自のトピック（特にダウンサイド）にマーケットの目が向けば国内モデル、グローバルにシクリカルな要因にマーケットの目が向けば米国連動モデルが優位になるとみられる。信用サイクルとリフレ・サイクルが強い状態が続き、政府の目標である名目GDPの625兆円、そしてS&P500の6,000程度までの上昇を前提にすれば、日経平均株価が4万円のマクロ・シナリオが作れる。

<日経平均の推計マトリクス①>

		名目GDP						
		DI = 20	500	525	550	575	600	625
ネットの 資金需要	+4	19,281	21,656	24,031	26,406	28,781	<b>31,156</b>	
	+2	20,214	22,589	24,964	27,339	29,714	<b>32,089</b>	
	0	21,146	23,521	25,896	28,271	<b>30,646</b>	<b>33,021</b>	
	-2	22,079	24,454	26,829	29,204	<b>31,579</b>	<b>33,954</b>	
	-4	23,011	25,386	27,761	<b>30,136</b>	<b>32,511</b>	<b>34,887</b>	
	-6	23,944	26,319	28,694	<b>31,069</b>	<b>33,444</b>	<b>35,819</b>	
	-8	24,876	27,251	29,626	<b>32,001</b>	<b>34,377</b>	<b>36,752</b>	
	-10	25,809	28,184	<b>30,559</b>	<b>32,934</b>	<b>35,309</b>	<b>37,684</b>	

注：S&P500は4,000で固定

<日経平均の推計マトリクス②>

		名目GDP						
		ネット=-5	500	525	550	575	600	625
S&P500	3,500	21,785	24,149	26,512	28,876	<b>31,239</b>	<b>33,602</b>	
	4,000	23,525	25,888	28,252	<b>30,615</b>	<b>32,979</b>	<b>35,342</b>	
	4,500	25,265	27,628	29,992	<b>32,355</b>	<b>34,719</b>	<b>37,082</b>	
	5,000	27,004	29,368	<b>31,731</b>	<b>34,095</b>	<b>36,458</b>	<b>38,822</b>	
	5,500	28,744	<b>31,108</b>	<b>33,471</b>	<b>35,835</b>	<b>38,198</b>	<b>40,562</b>	
	6,000	<b>30,484</b>	<b>32,848</b>	<b>35,211</b>	<b>37,575</b>	<b>39,938</b>	<b>42,301</b>	
	6,500	<b>32,224</b>	<b>34,587</b>	<b>36,951</b>	<b>39,314</b>	<b>41,678</b>	<b>44,041</b>	

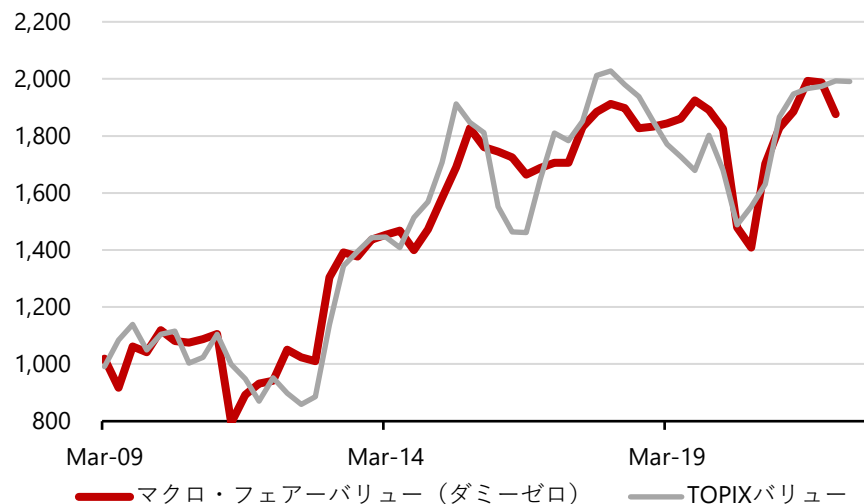
注：DIは20で固定  
注：ネットの資金需要は-5で固定

$$\begin{aligned}
 \text{日経平均} &= -41987 + 3.4 \text{ S\&P500} + 95 \text{ 名目GDP (兆円、4QMA)} \\
 &+ 93 \text{ 日銀短観中小企業貸出態度DI} - 466 \text{ ネットの資金需要 (2期ラグ)} \\
 &+ 2240 \text{ アップダミー} - 1955 \text{ ダウンダミー}; \quad R^2 = 0.99
 \end{aligned}$$

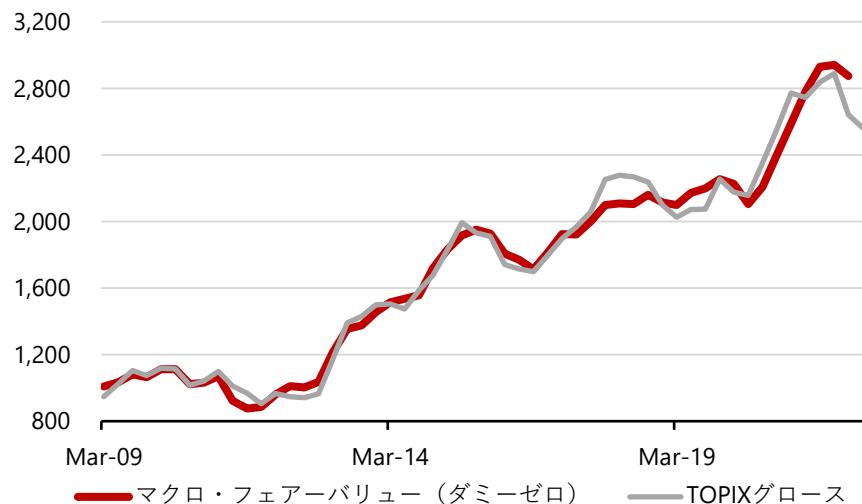
# バリュー株とグロース株もリフレサイクルの上振れで上昇

バリュー株は、名目GDP、日銀短観中小企業金融機関貸出態度DI（信用サイクル）、ネットの資金需要（リフレ・サイクル）でうまく説明できる。国内景気の影響が大きく、米国の影響は小さいようだ。グロース株は、名目GDP、ネットの資金需要（リフレ・サイクル）、S&P500、ドル円、震災ダミーでうまく説明できる。設備投資サイクルは企業貯蓄率を押し下げ、ネットの資金需要を拡大させる力となる。企業の長期的な収益期待の代理変数であるため、設備投資サイクルが上振れ、企業貯蓄率が正常化（マイナス化）すれば、定数がシフトし、新しい日本経済の株価の上振れたレンジとなる可能性がある。

＜バリュー株とマクロ・フェアバリュー＞



＜グロース株とマクロ・フェアバリュー＞



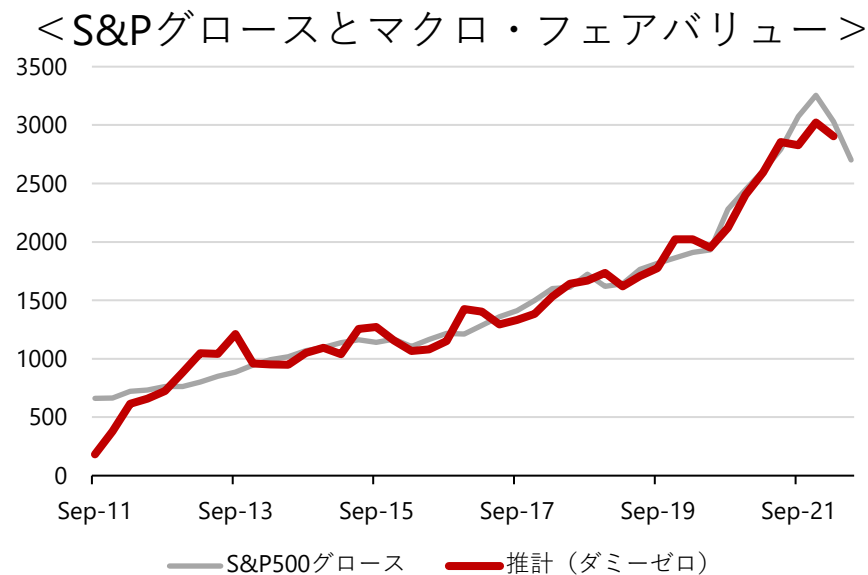
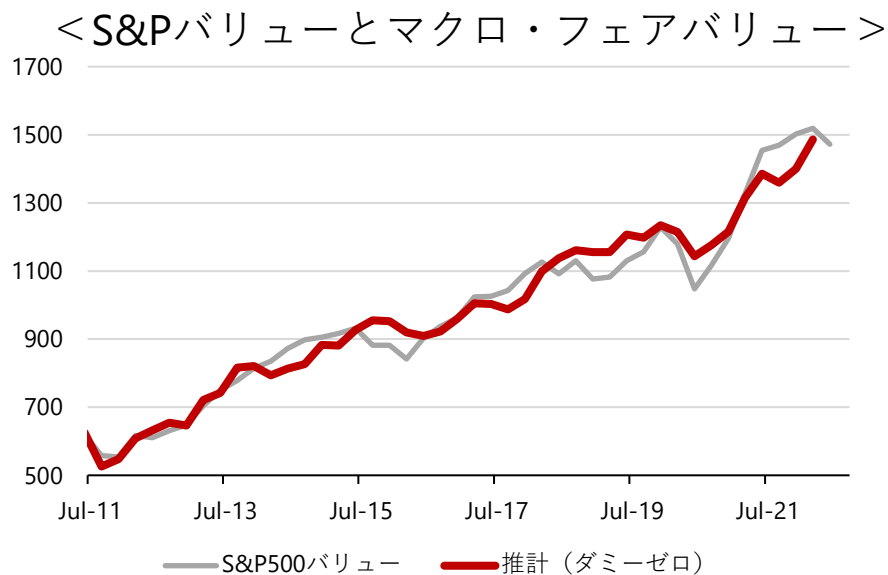
$$\text{TOPIXバリュー} = -5191 + 13 \text{ 名目GDP (兆円、4QMA)} + 6.0 \text{ 日銀短観中小企業貸出態度DI} - 76 \text{ ネットの資金需要 (2期ラグ)} - 245 \text{ 震災後・コロナダミー (11Q2から12Q4、20Q2から21Q3)} + 145 \text{ アップダミー} - 185 \text{ ダウンダミー}; R^2=0.98$$

$$\text{TOPIXグロース} = -3185 + 5.6 \text{ 名目GDP (兆円、4QMA)} + 0.40 \text{ S\&P500} + 11 \text{ ドル円} - 117 \text{ 震災ダミー (2011Q2以降)} - 30 \text{ ネットの資金需要 (2期ラグ)} + 151 \text{ アップダミー} - 106 \text{ ダウンダミー}; R^2=0.99$$

出所：内閣府、日銀、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

# 米国バリュース株とグロース株もリフレサイクルの上振れで上昇

S&P500バリュース株は、名目GDP、NFIB中小企業金融機関貸出態度DI（信用サイクル）、ネットの資金需要と家計貯蓄率のトレンドとの差（リフレ・サイクル）、長期金利のトレンドとの差でうまく説明できる。特に、信用サイクルとリフレの力が大きな影響を与えるようだ。グロース株は、名目GDP、ネットの資金需要と家計貯蓄率のトレンドとの差（リフレ・サイクル）、長期金利のトレンドとの差、2年金利でうまく説明できる。バリュース株と比較して、長短金利差の影響が大きいようだ。



$$\text{S\&P500バリュース株} = -427 + 0.78 \text{ 名目GDP (100億ドル、4QMA)} + 26 \text{ NFIB中小企業貸出態度} + 76 \text{ 長期金利のトレンドとの差} + 77 \text{ アップダミー} - 76 \text{ ダウンダミー}; R^2 = 0.99$$

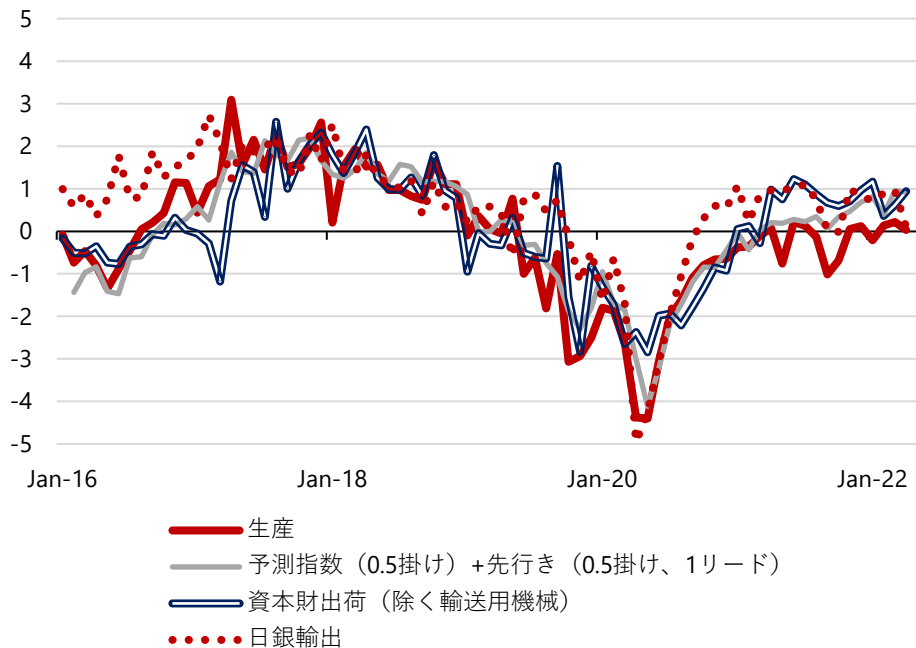
$$\text{S\&P500グロース} = -3160 + 2.6 \text{ 名目GDP (100億ドル、4QMA)} + 326 \text{ 長期金利のトレンドとの差} - 411.6 \text{ 実質金利 (10年)} - 151 \text{ 2年金利} + 167 \text{ アップダミー} - 171 \text{ ダウンダミー}; R^2 = 1.00$$

出所：FRB、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

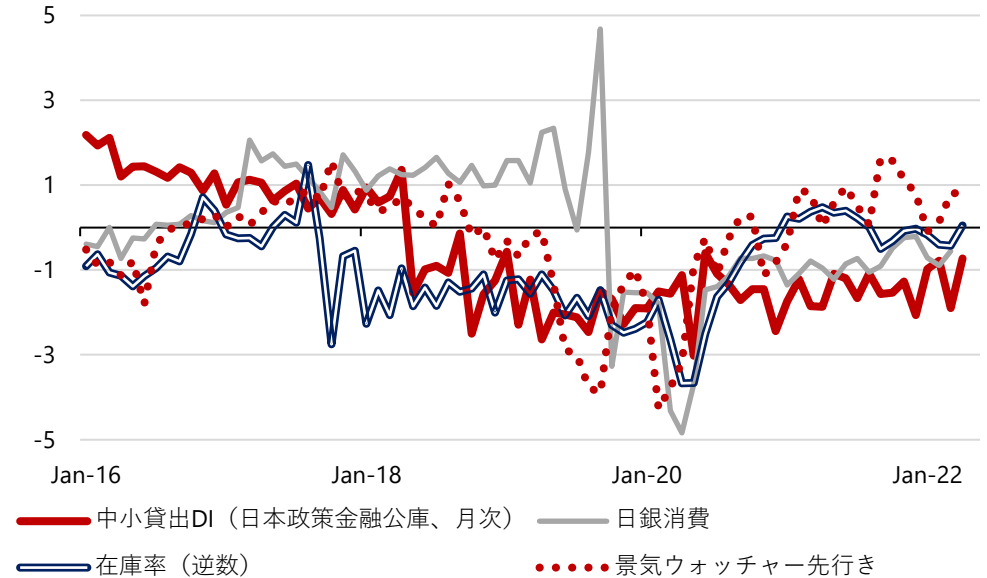
# 生産動向を分析するZスコア

生産指数、生産予測指数（当月見込み、1期リード）、生産先行き指数（翌月見込み、逆数、1期リード）、資本財出荷指数（除く輸送機械）、日銀実質輸出、中小企業金融機関貸出DI（日本政策金融公庫、月次）、日銀実質消費活動指数+（プラス、1期ラグ）、在庫率指数、景気ウォッチャー先行き判断DIのそれぞれのZスコアは以下の様になる

<各構成指数のZスコア>



<各構成指数のZスコア>

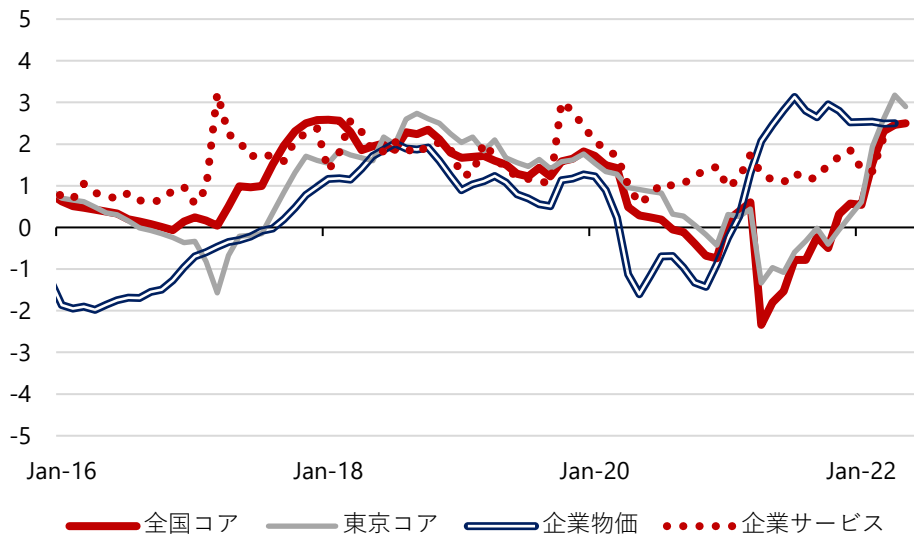


$$Z \text{ スコア} = ( \text{当月データ} - \text{過去36カ月平均} ) \div \text{過去36カ月標準偏差}$$

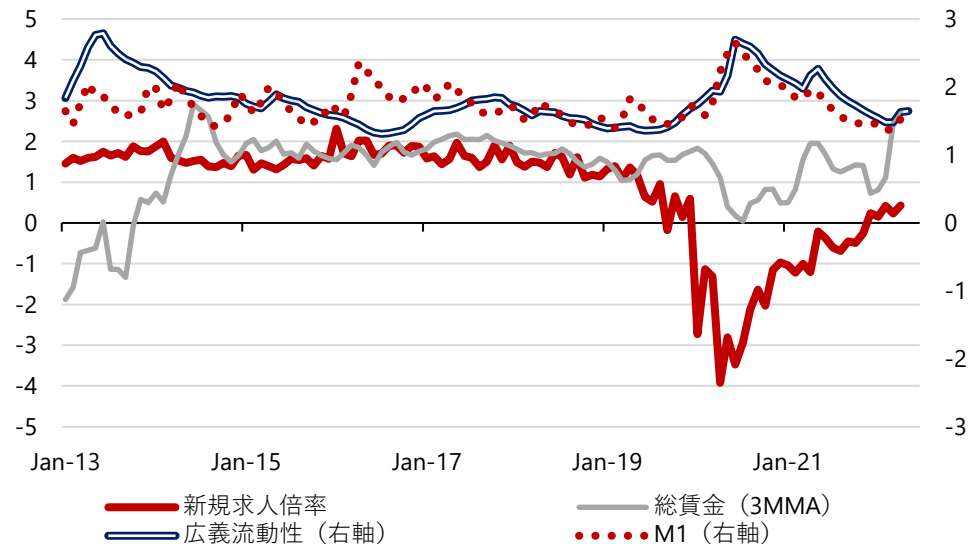
# 物価動向を分析するZスコア

全国生鮮食品を除く総合消費者物価指数（全国コア）、東京都区部生鮮食品を除く総合消費者物価指数（東京コア）、国内企業物価指数円ベース、国内企業サービス物価指数（1期ラグ）、新規求人倍率（1期ラグ）、毎月勤労統計総賃金（1期ラグ、3MMA）、広義流動性、M1のそれぞれのZスコアは以下の様になる

<各構成指数のZスコア>



<各構成指数のZスコア>



$$Z \text{ スコア} = ( \text{当月データ} - \text{過去36カ月平均} ) \div \text{過去36カ月標準偏差}$$

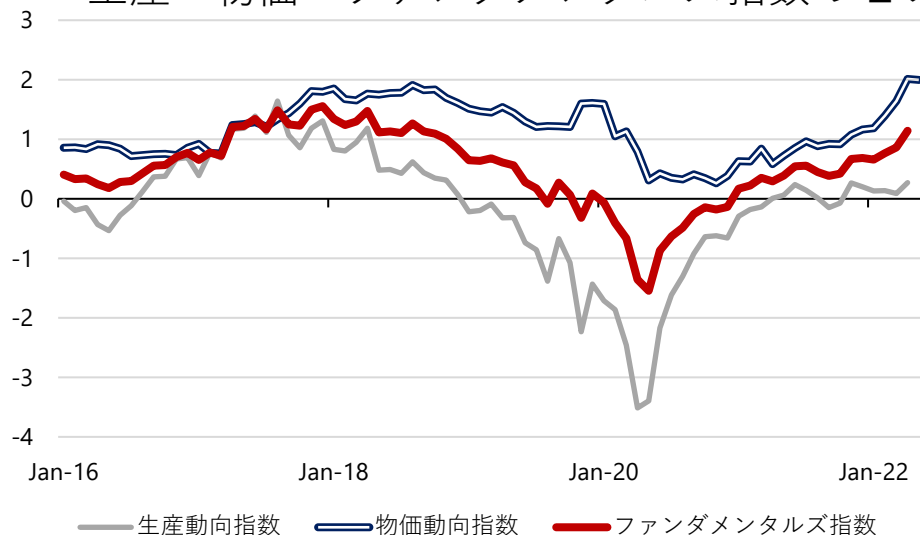
注：総賃金＝現金給与総額指数×常用雇用指数

出所：内閣府、日銀、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

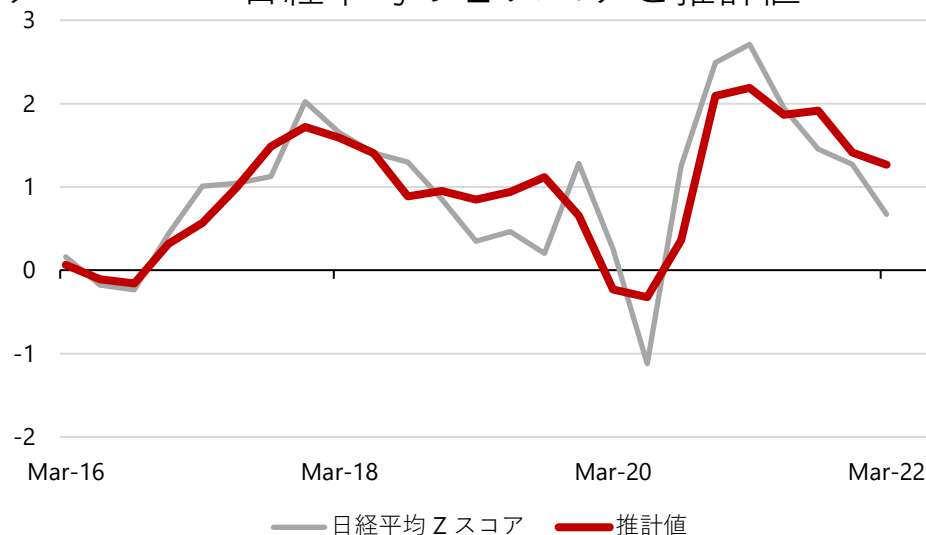
# 生産と物価のファンダメンタルズ指数のZスコアと日経平均

生産指数の8つのZスコアと、物価指数の8つのZスコアをそれぞれ加重平均したものの平均で求めるファンダメンタルズ指数を作成。日経平均のZスコアは、ファンダメンタルズ指数、ネットの資金需要のZスコアでうまく説明できる。

<生産・物価・ファンダメンタルズ指数のZスコア>



<日経平均のZスコアと推計値>



**生産動向指数** = 生産、生産予測（1期リード）、生産先行き（2期リード）、資本財出荷指数（除く輸送機械）、実質輸出、中小企業貸出DI、日銀実質消費活動指数+（1期ラグ）、在庫率指数、景気ウォッチャー先行きのそれぞれのZスコアの加重平均。ウェイトは生産予測が0.5、生産先行きが0.5、それ以外は1。

**物価動向指数** = 全国コアCPI、東京コアCPI、企業物価、企業サービス物価、新規求人倍率（1期ラグ）、総賃金5人以上（1期ラグ、3MMA）、広義流動性、M1のそれぞれのZスコアの平均

**ファンダメンタルズ総指数** = 生産動向指数と物価動向指数の平均

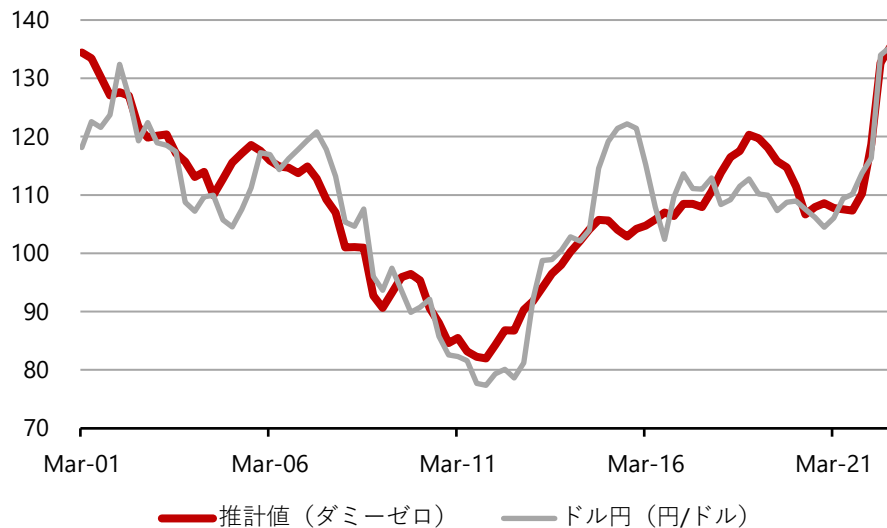
**日経平均Zスコア** =  $0.58 + 0.86 \text{ ファンダメンタルズ総合指数} - 0.54 \text{ ネットの資金需要のZスコア (2期ラグ)}$  ;  $R^2 = 0.73$

出所：内閣府、日銀、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

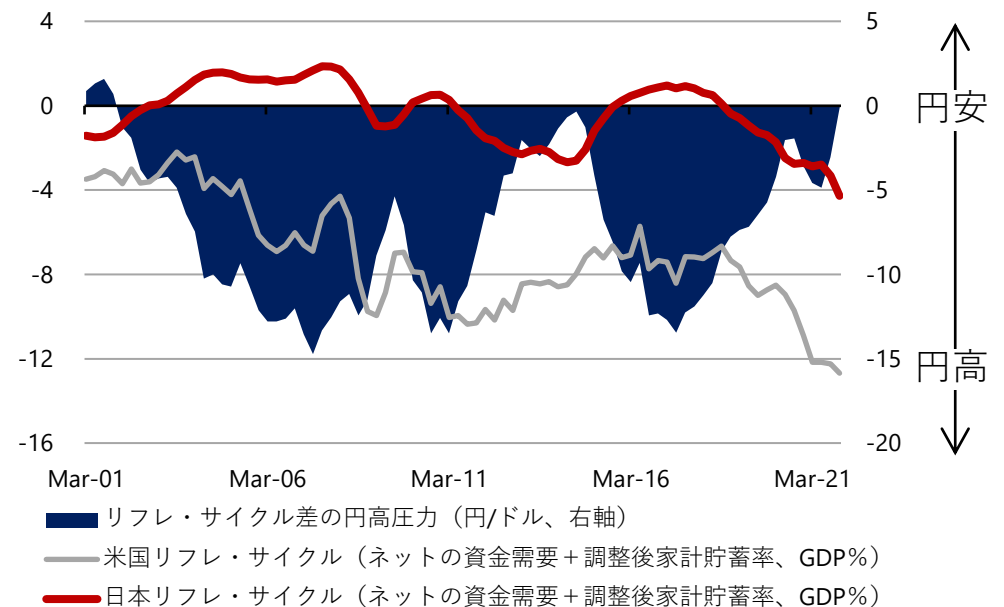
# ドル円はこのように決まる

ネットの資金需要に、家計貯蓄率がトレンド（HPフィルター）から上振れた部分を足すことにより、為替に影響を与える市中のマネーの拡大力を表すことができる。日米の金利を加えれば、ドル円の動きがうまく推計できることがわかった。金利差に加え、マネー拡大の力の差を考慮した推計である。リフレ・サイクルの差が潜在的な円高圧力となっていた。

<ドル円と推計値>



<リフレ・サイクル差の円高圧力>



$$\begin{aligned}
 \text{ドル円} = & 45 - 3.6 \text{ (日本のネットの資金需要 + 家計貯蓄率のトレンドからの乖離、1期ラグ)} \\
 & + 1.5 \text{ (米国のネットの資金需要 + 家計貯蓄率のトレンドからの乖離、1期ラグ)} - 11 \text{ 日本長期金利} \\
 & + 3.2 \text{ 米長期金利} + 4.2 \text{ 米2年金利} + 0.60 \text{ ドル円 (HPフィルター、4期ラグ)} \\
 & + 12 \text{ アップダミー} - 8.1 \text{ ダウンダミー}; R^2 = 0.94
 \end{aligned}$$

注：ここでのリフレ・サイクルは、ネットの資金需要（企業貯蓄率+財政収支の対GDP%）と、家計貯蓄率（対GDP%）とトレンド（HPフィルター）との差の合計

出所：内閣府、日銀、FRB、BEA、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券



# ドル円が140円に達するための条件

日本のネットの資金需要が-5%、米国の長期金利が4.0%、2年金利が3.5%の時、ドル円は140円を超える可能性がある。

## <ドル円の推計マトリクス①>

米2年金利

		1.5	2.0	2.5	3.0	3.5	4.0
米 10年 金利	1.0	124	126	128	130	132	134
	1.5	125	127	129	131	133	135
	2.0	127	129	131	133	135	137
	2.5	129	131	133	135	137	139
	3.0	130	132	134	136	138	140
	3.5	132	134	136	138	140	142
	4.0	133	135	137	139	142	144

注：日本のネットの資金需要は-5で固定  
 注：家計貯蓄率のトレンドからの乖離は-1で固定  
 注：米国のネットの資金需要+家計貯蓄率のトレンドからの乖離は-12.2で固定  
 注：日本長期金利は0.25%で固定  
 注：ドル円（HPフィルター）は113.2で固定  
 注：アップダミー、ダウンドアミーはともに0で固定

## <ドル円の推計マトリクス②>

日本のネットの資金需要

		-2	-4	-6	-8	-10
米 10年 金利	1.0	119	126	133	140	147
	1.5	121	128	135	142	149
	2.0	122	129	137	144	151
	2.5	124	131	138	145	152
	3.0	126	133	140	147	154
	3.5	127	134	141	148	155
	4.0	129	136	143	150	157

注：米国2年金利は3.0%で固定  
 注：日本の家計貯蓄率のトレンドからの乖離は-1で固定  
 注：米国のネットの資金需要+家計貯蓄率のトレンドからの乖離は-12.2で固定  
 注：日本長期金利は0.25%で固定  
 注：ドル円（HPフィルター）は113.2で固定  
 注：アップダミー、ダウンドアミーはともに0で固定

$$\begin{aligned} \text{ドル円} = & 45 - 3.6 \text{ (日本のネットの資金需要 + 家計貯蓄率のトレンドからの乖離、1期ラグ)} \\ & + 1.5 \text{ (米国のネットの資金需要 + 家計貯蓄率のトレンドからの乖離、1期ラグ)} - 11 \text{ 日本長期金利} \\ & + 3.2 \text{ 米長期金利} + 4.2 \text{ 米2年金利} + 0.60 \text{ ドル円 (HPフィルター、4期ラグ)} \\ & + 12 \text{ アップダミー} - 8.1 \text{ ダウンドアミー}; R^2 = 0.94 \end{aligned}$$

注：ここでのリフレ・サイクルは、ネットの資金需要（企業貯蓄率+財政収支の対GDP%）と、家計貯蓄率（対GDP%）とトレンド（HPフィルター）との差の合計

出所：内閣府、日銀、FRB、BEA、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

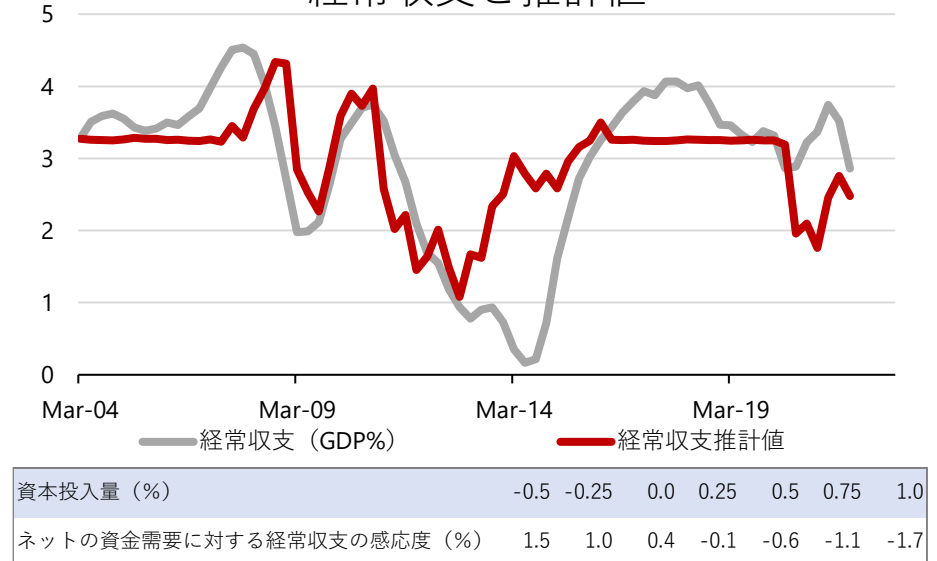
# 実質実効為替レートの回復にはリフレの力が必要

実質実効為替レートは、一単位の日本の消費財で、何単位の海外の消費財が買えるのかを意味する。かなり弱くなり、日本は貧しくなったと言われる。しかし、実質実効為替レートは、金融緩和による名目為替レートの円安より、日本の物価上昇率が弱いことがより大きな下押し圧力になっているとみられる。リフレの力であるネットの資金需要が消滅して、弱すぎたのが原因だ。財政拡大でネットの資金需要を強くし、リフレの力が実質実効為替レートを支える力になると考えられる。ネットの資金需要を拡大すると、内需の回復で国際経常収支の黒字が縮小する可能性もある。しかし、投資拡大で資本投入量が増加していれば、民間貯蓄が増加するため、その下押し圧力はほとんどないことが分かった。

<実質実効為替と推計値>



<経常収支と推計値>



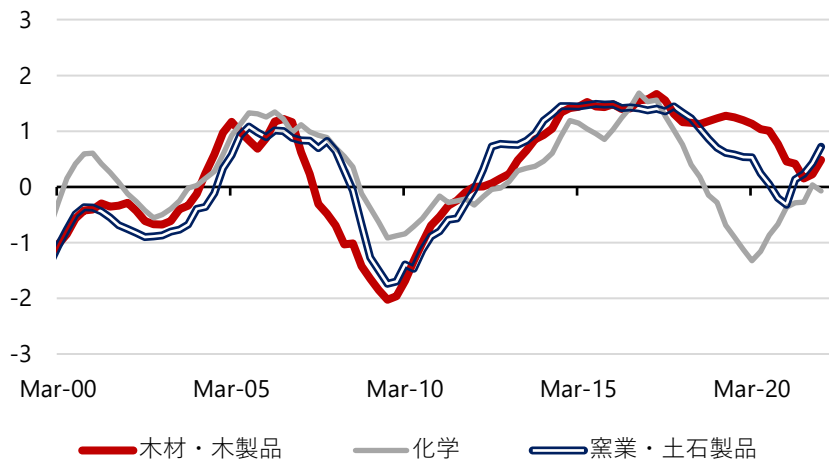
$$\text{実質実効為替レート} = 91 + 1.1 (\text{米国のネットの資金需要} - \text{日本のネットの資金需要}) < 4\text{期ラグ} > \\ - 1.1 \text{日銀短観中小企業金融機関貸出態度判断DI} (4\text{期ラグ}) + 4.3 \text{経常収支} (4\text{期ラグ}); R^2 = 0.84$$

$$\text{経常収支} = 3.2 + 0.43 \text{日本のネットの資金需要} - 2.1 (\text{資本投入量} \times \text{日本のネットの資金需要}); R^2 = 0.36 \\ = 3.2 + (0.43 - 2.1 \text{資本投入量}) \text{日本のネットの資金需要}$$

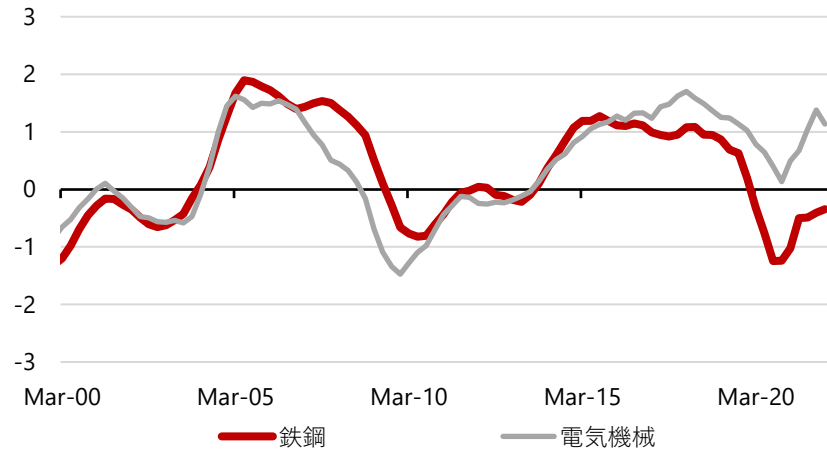
出所：内閣府、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

# 業種別・日銀短観中小企業貸出態度DI 改善しているもの

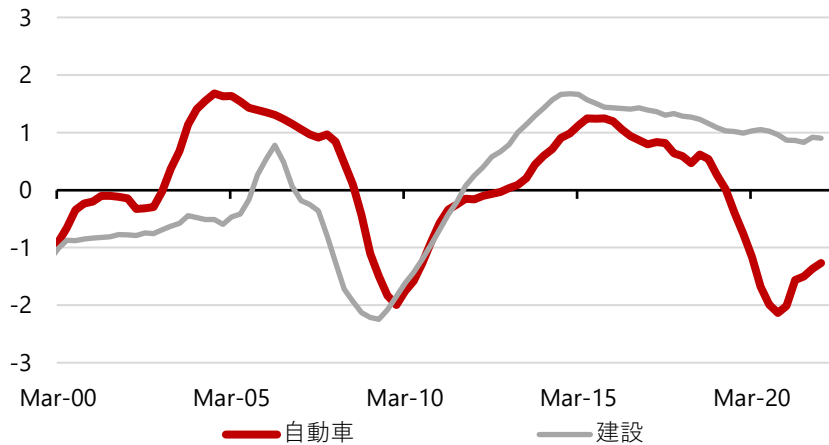
<その1>



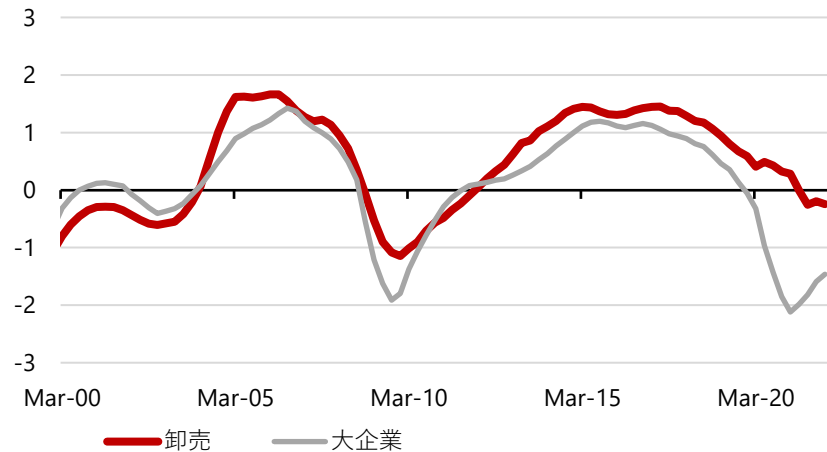
<その2>



<その3>



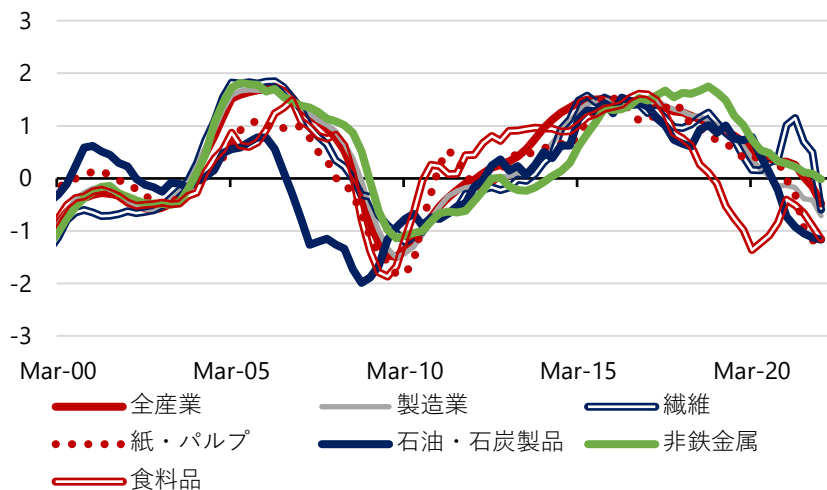
<その4>



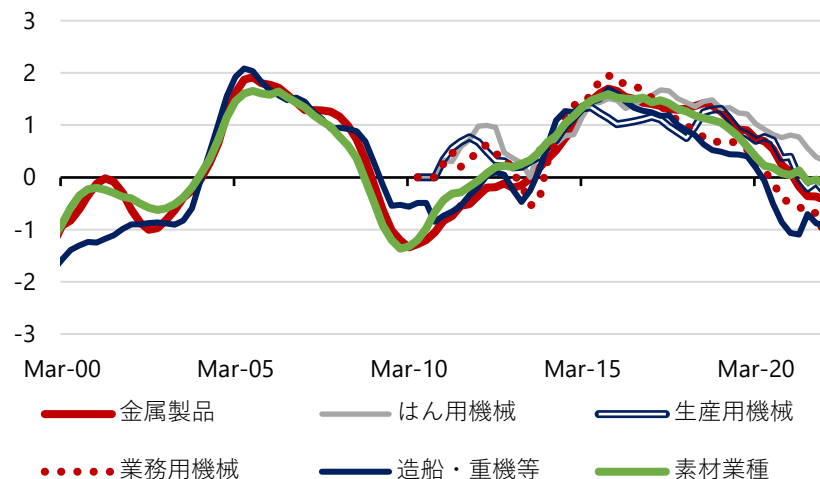
出所：日銀、岡三証券 作成：岡三証券 注：値はZスコア {= (4QMA - 30QMA) ÷ 30四半期標準偏差}

# 業種別・日銀短観中小企業貸出態度DI 悪化しているもの

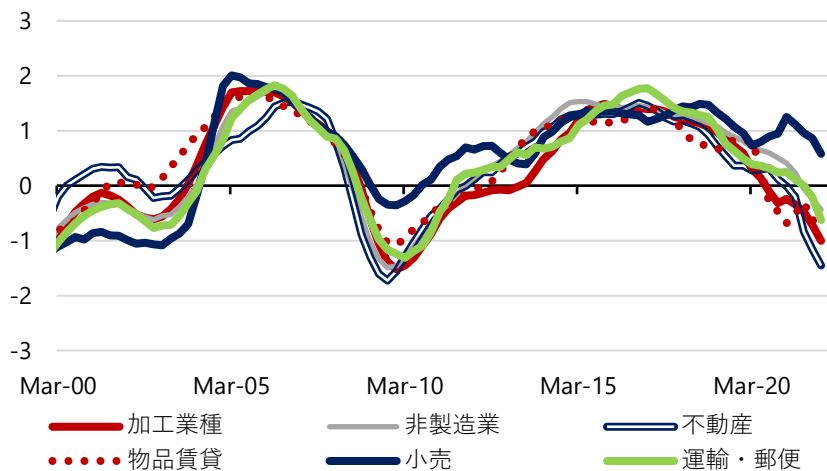
<その1>



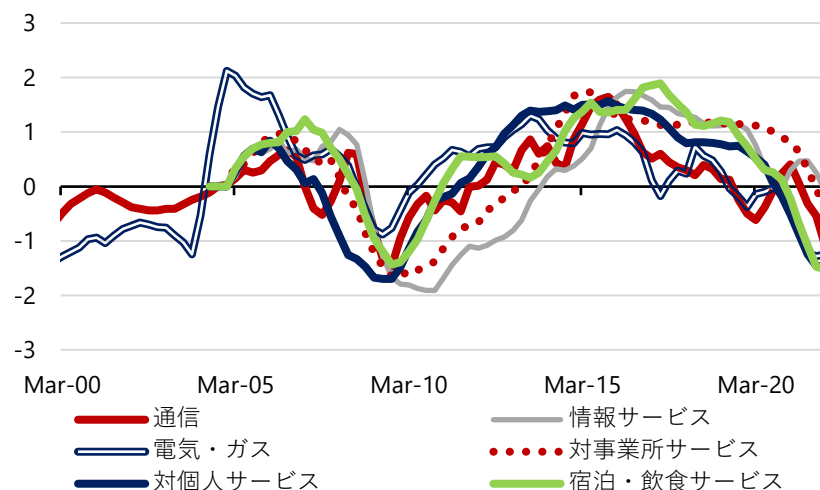
<その2>



<その3>



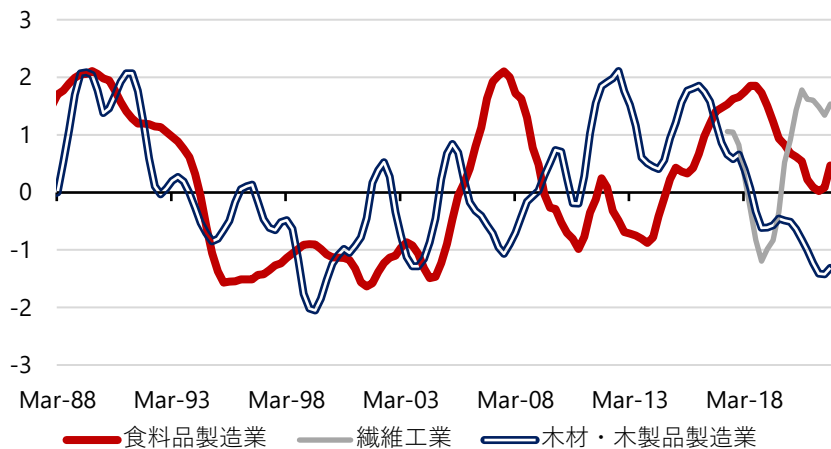
<その4>



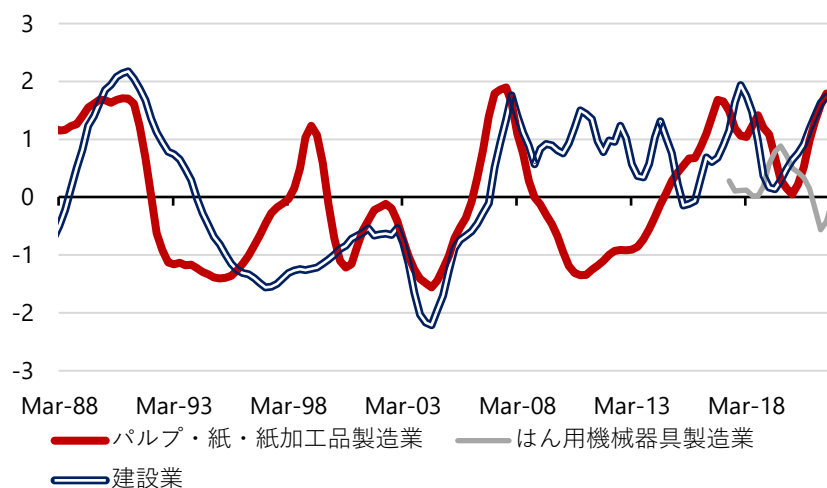
出所：日銀、岡三証券 作成：岡三証券 注：値はZスコア {= (4QMA - 30QMA) ÷ 30四半期標準偏差}

# 業種別・設備投資の売上高比 改善しているもの

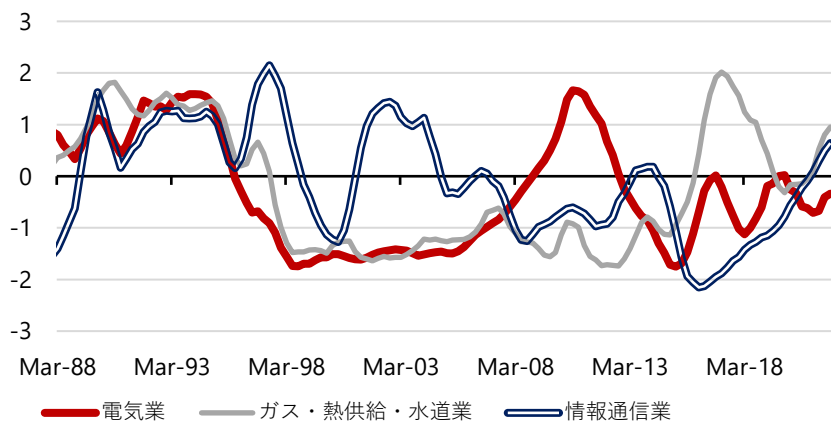
<その1>



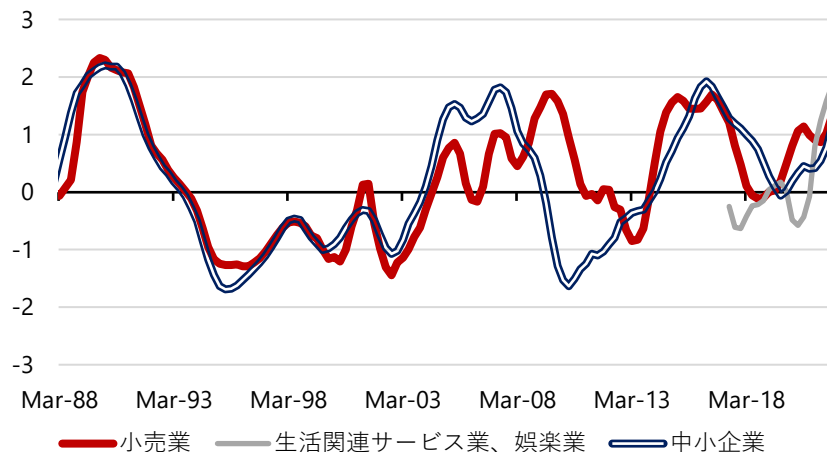
<その2>



<その3>



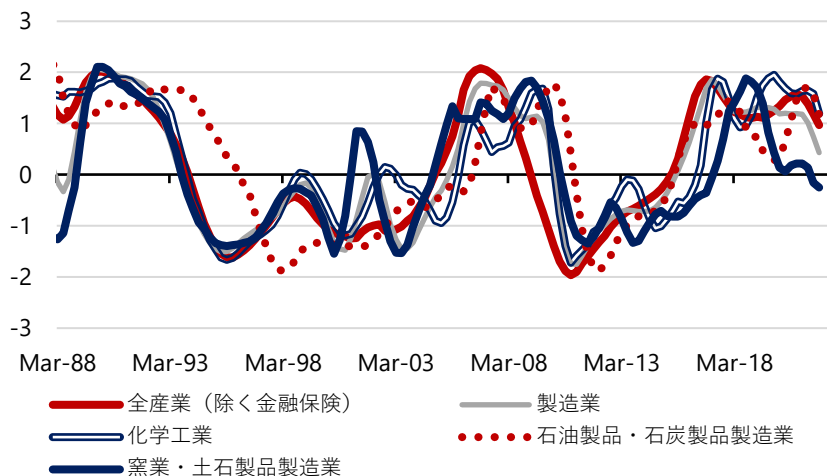
<その4>



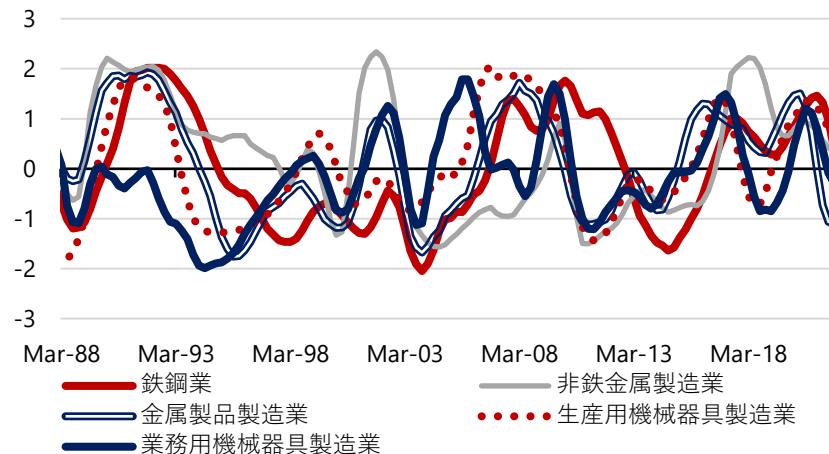
出所：財務省、INDB、岡三証券 作成：岡三証券 注：値はZスコア { = (4QMA - 30QMA) ÷ 30四半期標準偏差 }

# 業種別・設備投資の売上高比 悪化しているもの

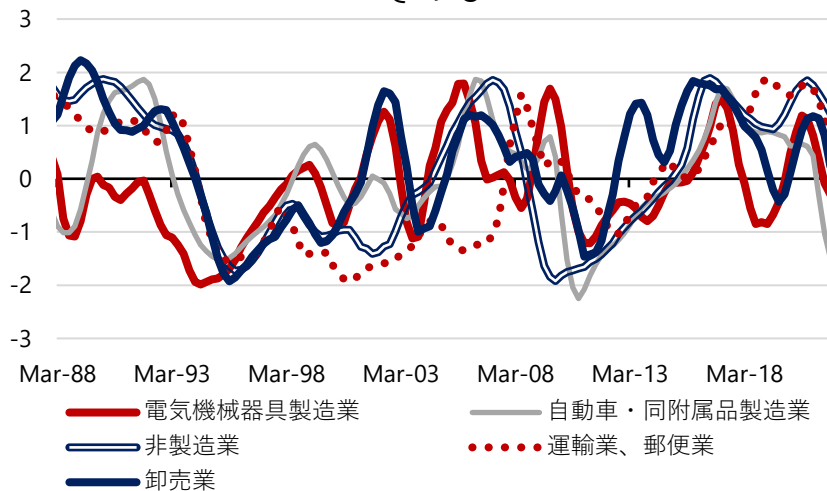
<その1>



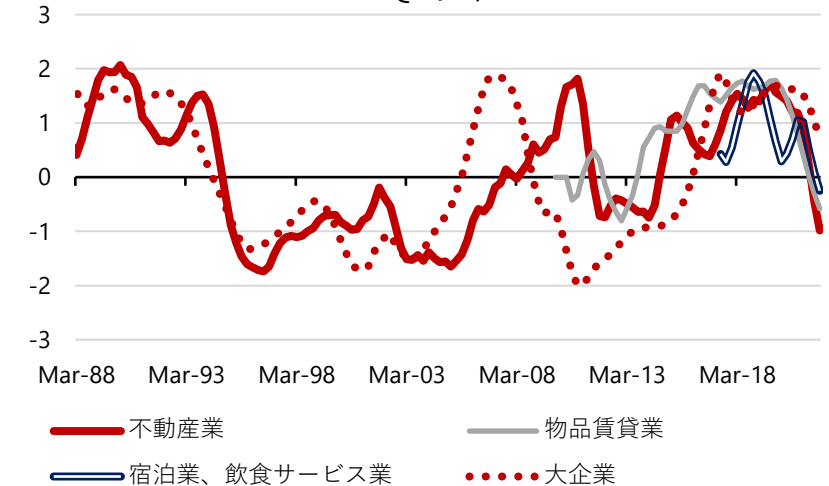
<その2>



<その3>



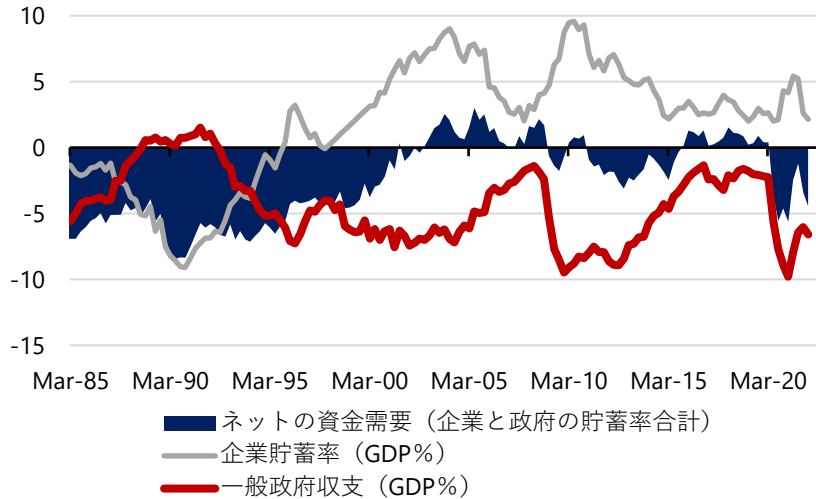
<その4>



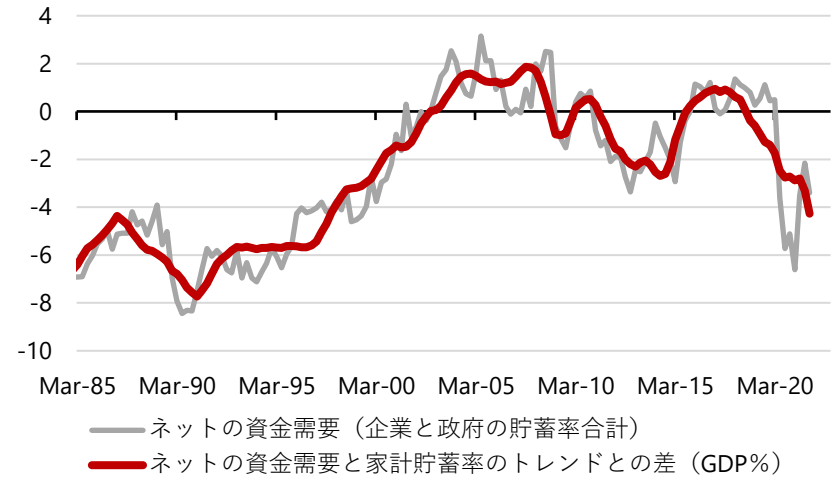
出所：財務省、INDB、岡三証券 作成：岡三証券 注：値はZスコア { = (4QMA - 30QMA) ÷ 30四半期標準偏差 }

# 日本経済の資金循環の動向

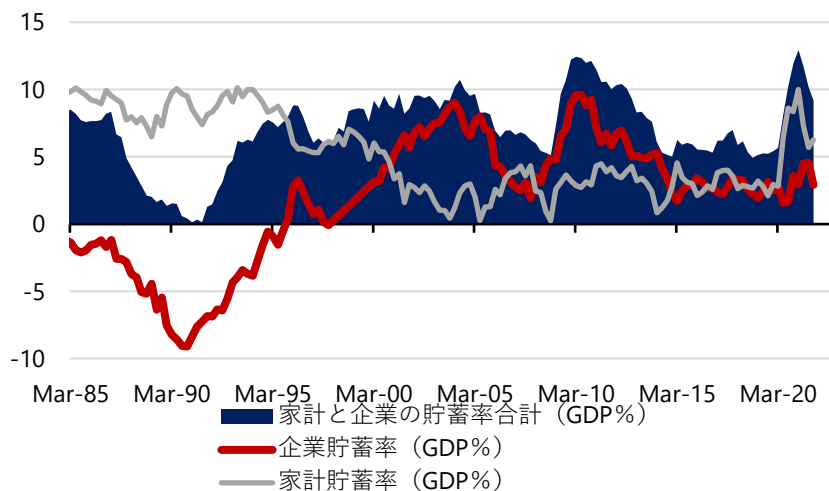
< ネットの資金需要 >



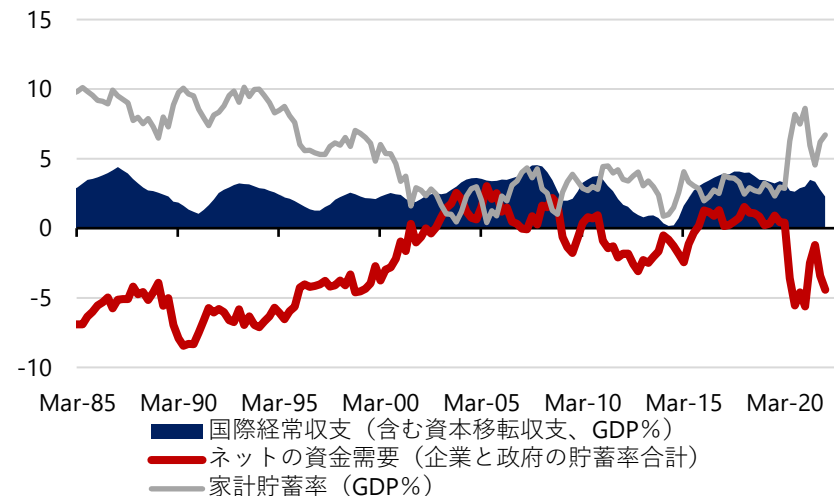
< 家計貯蓄率のトレンドとの差とネット資金需要の合計 >



< 企業と家計の貯蓄率合計 >



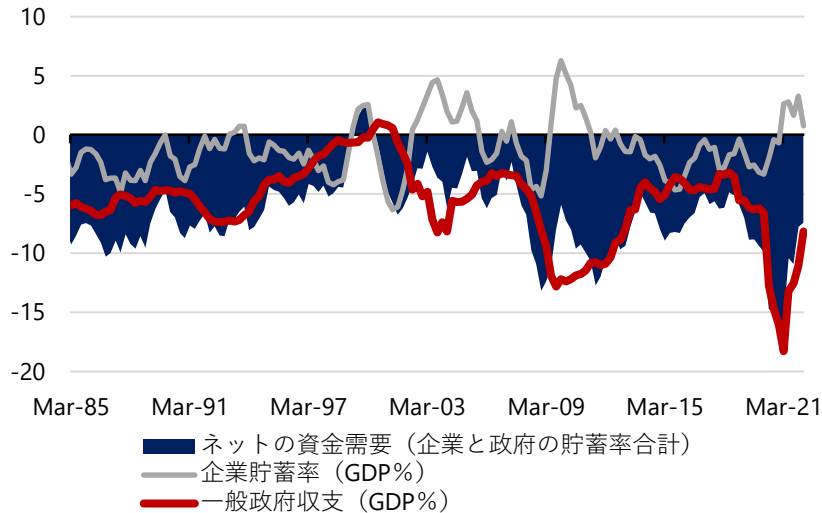
< 国際経常収支 >



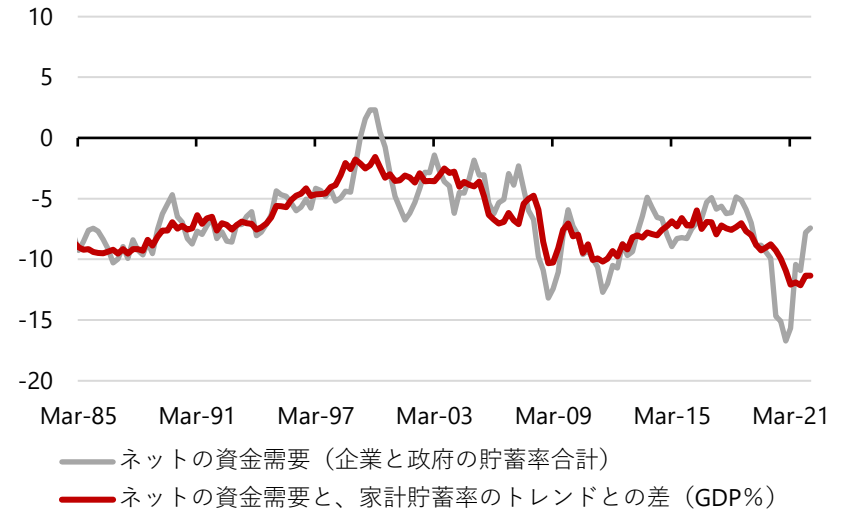
出所：内閣府、日銀、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

# 米国経済の資金循環の動向 ①

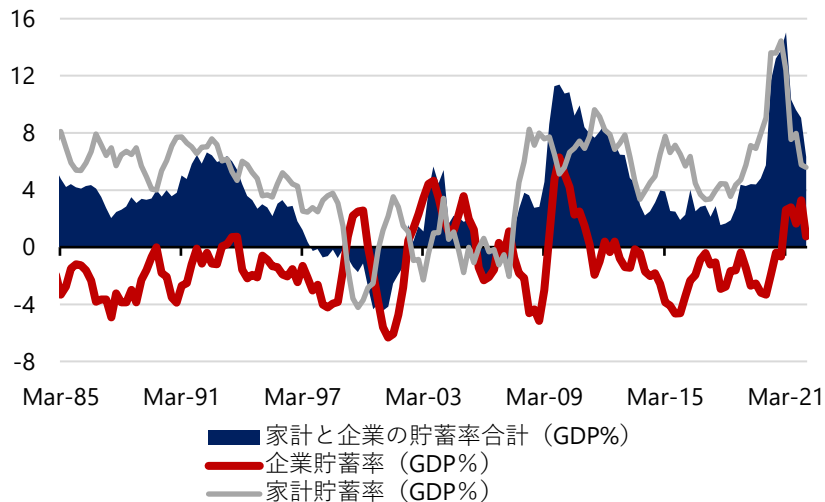
< ネットの資金需要 >



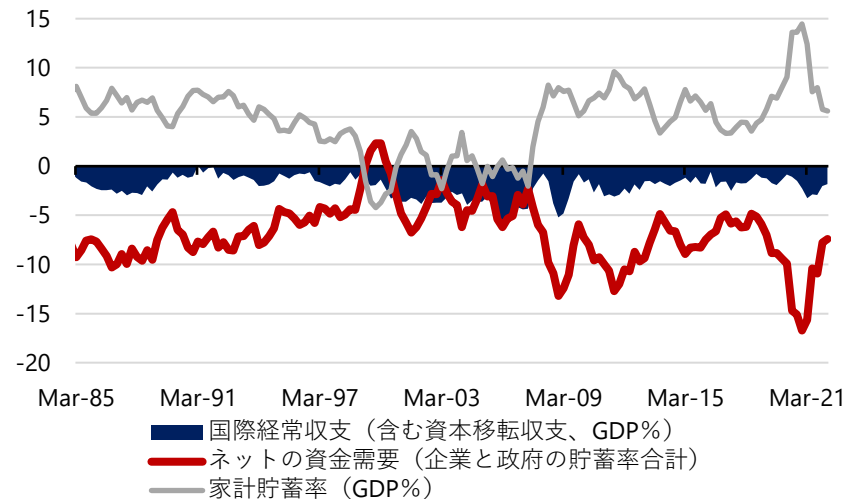
< 家計貯蓄率のトレンドとの差とネット資金需要の合計 >



< 企業と家計の貯蓄率合計 >



< 国際経常収支 >

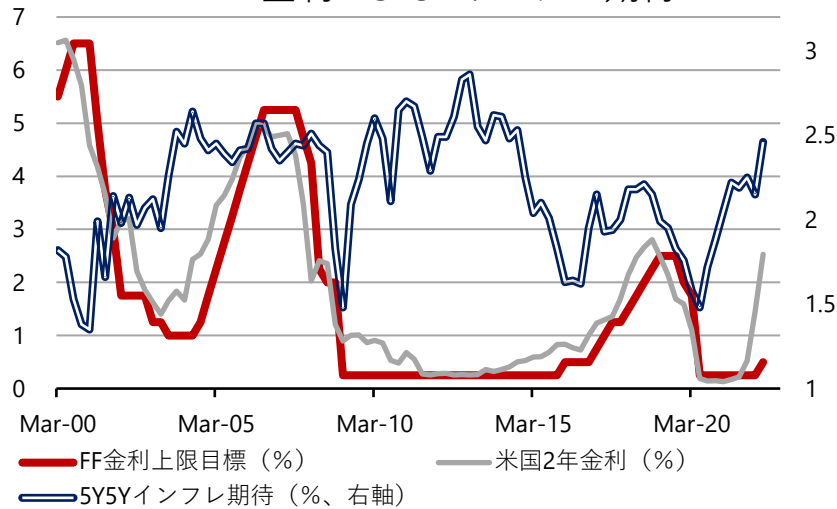


出所：FRB、BEA、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

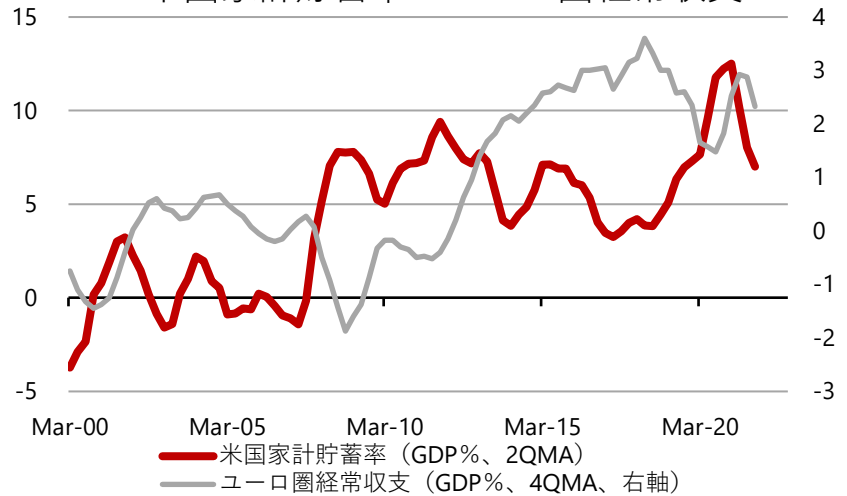


# 米国経済の資金循環の動向 ②

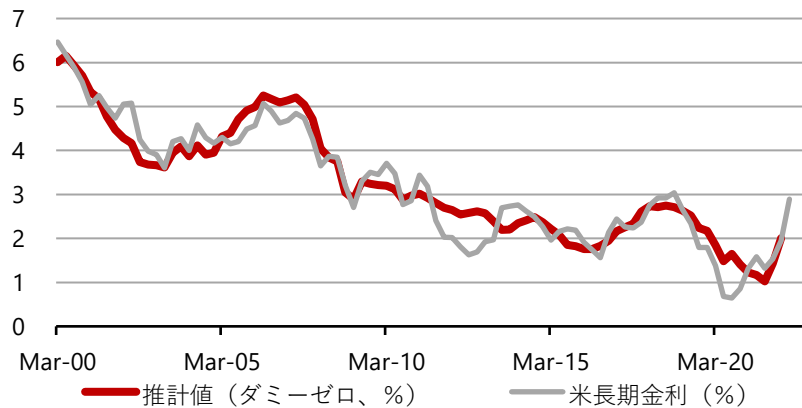
<FF金利と5Y5Yインフレ期待>



<米国家計貯蓄率とユーロ圏經常収支>



<米長期金利と推計値>



<米長期金利の推計マトリクス>

		ユーロ圏經常収支				
		-4	-2	0	2	4
家計貯蓄率	-5	6.2	5.6	4.9	4.3	3.6
	0	5.6	5.0	4.3	3.7	3.0
	5	5.0	4.4	3.7	3.1	2.4
	10	4.4	3.8	3.1	2.5	1.8
	15	3.8	3.2	2.5	1.9	1.2

注：5Y5Yは2.5%、米国2年金利は2.5%で固定

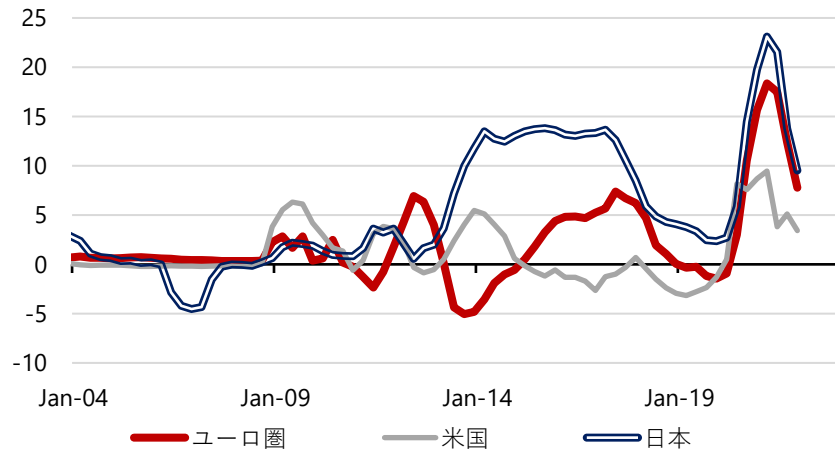
注：米国マネタリーベース（GDP%）は0%で固定

$$\text{米長期金利} = 2.5 + 0.36 \text{ 米国2年金利} - 0.11 \text{ 米国家計貯蓄率 (2QMA, 2期ラグ)} - 0.31 \text{ ユーロ圏經常収支 (4QMA, 2期ラグ、)} \\ + 0.35 \text{ 5Y5Yインフレ期待} - 0.004 \text{ 米国マネタリーベース前年差 (GDP\%)} + 0.50 \text{ アップダミー} - 0.63 \text{ ダウンダミー} ; R^2=0.98$$

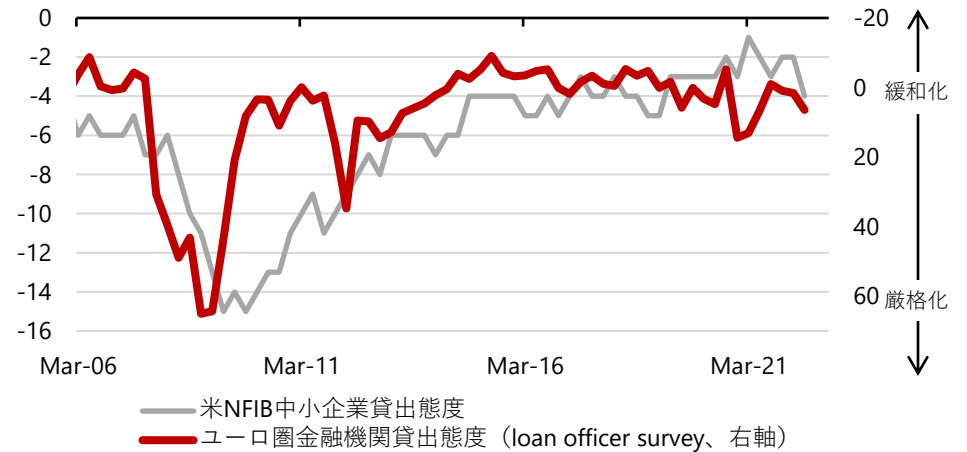
出所：FRB、BEA、ECB、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

# 米国経済の資金循環の動向 ③

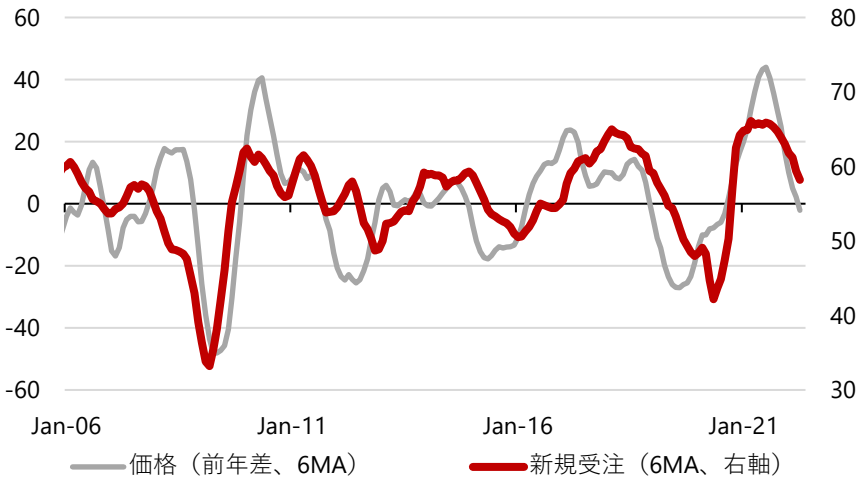
<マネタリーベース前年差 (GDP%)>



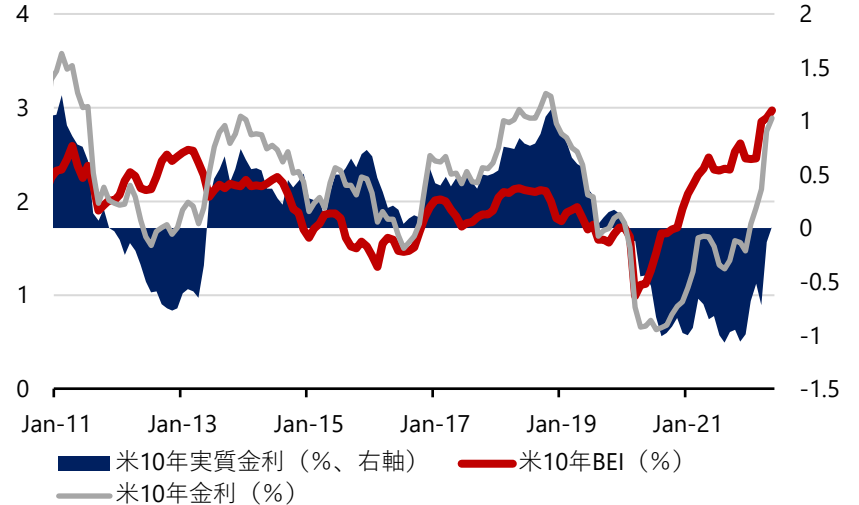
<貸出態度>



<ISM製造業PMIの価格と新規受注>



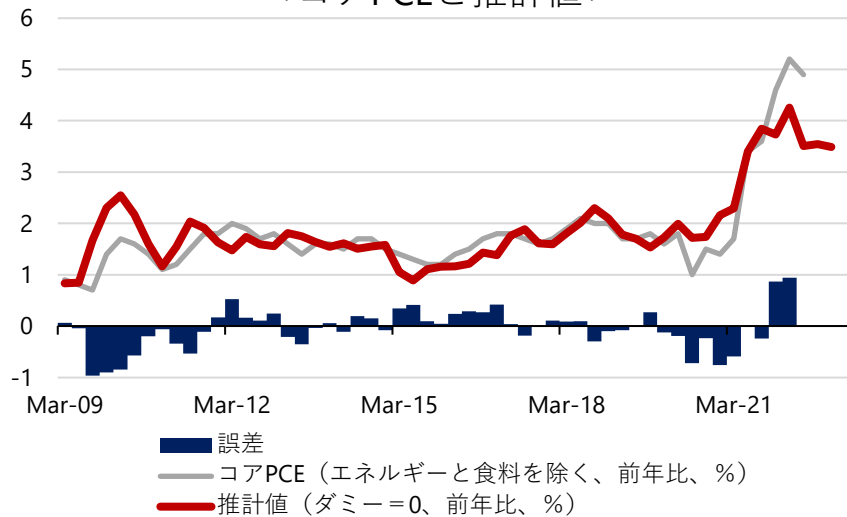
<米長期金利とインフレ期待>



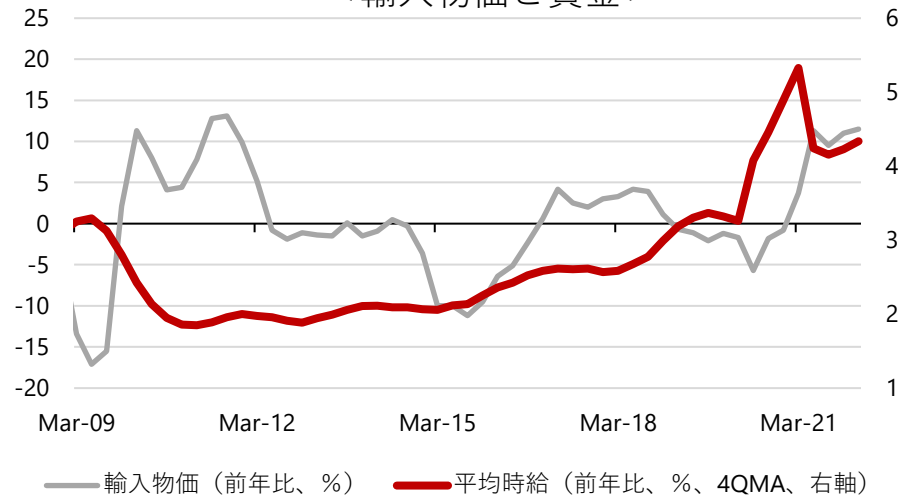
出所：CEIC、Refinitiv 作成：岡三証券

# 米国経済の資金循環の動向 ④

<コアPCEと推計値>



<輸入物価と賃金>



<米物価の推計マトリクス>

企業貯蓄率

	-6	-3	0	3	6	
-12	3.8	3.3	2.8	2.2	1.7	
-9	3.7	3.1	2.6	2.1	1.6	
財政収支	-6	3.5	3.0	2.5	1.9	1.4
	3	3.1	2.5	2.0	1.5	0.9
	0	3.2	2.7	2.1	1.6	1.1
	-3	3.4	2.8	2.3	1.8	1.2

注：輸入物価は5.0%で固定  
 注：インフレ期待は2.5%で固定  
 注：平均時給は3.0%で固定

<米物価の推計マトリクス>

企業貯蓄率

	-6	-3	0	3	6	
9	7.3	6.8	6.2	5.7	5.2	
6	5.4	4.9	4.4	3.8	3.3	
平均時給	3	3.6	3.0	2.5	2.0	1.5
	0	1.7	1.2	0.6	0.1	-0.4
	-3	-0.2	-0.7	-1.2	-1.7	-2.3

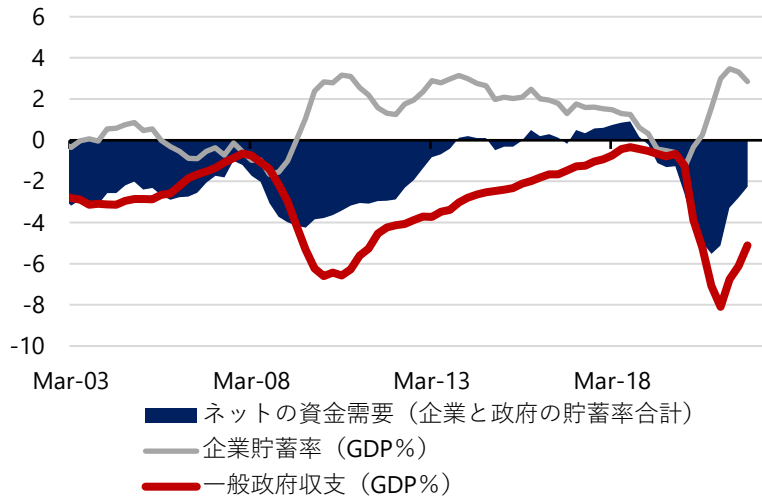
注：輸入物価は5.0%で固定  
 注：インフレ期待は2.5%で固定  
 注：財政収支は-7.0%で固定

$$\text{コアPCE} = -2.1 - 0.18 \text{ 企業貯蓄率 (3期ラグ)} - 0.052 \text{ 財政収支 (4期ラグ)} + 0.043 \text{ 輸入物価} + 0.89 \text{ インフレ期待10年 (1期ラグ)} + 0.62 \text{ 平均時給 (4QMA、4期ラグ)} + 0.52 \text{ アップダミー} - 0.69 \text{ ダウンダミー}; R^2=0.95$$

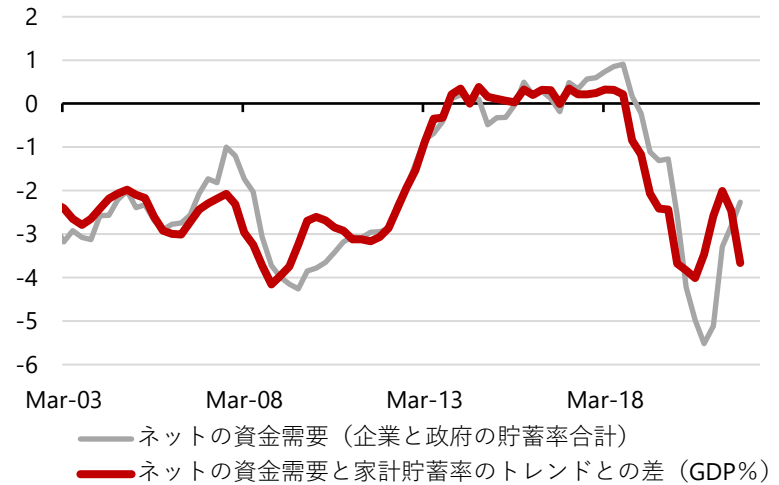
出所：Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

# ユーロ圏経済の資金循環の動向 ①

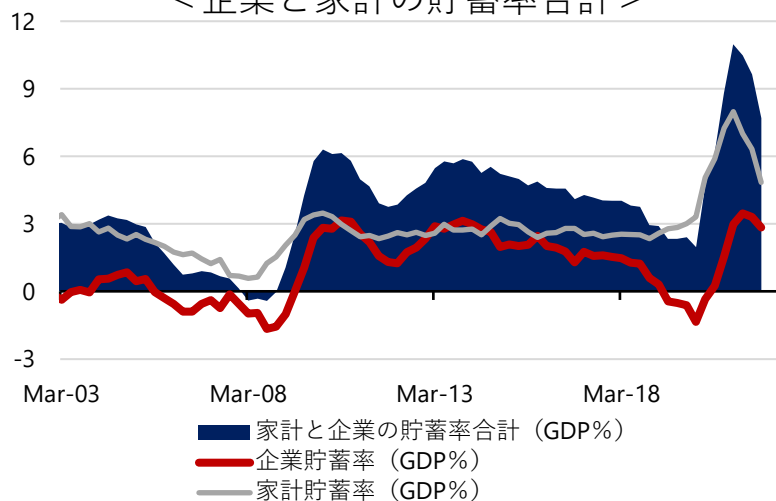
< ネットの資金需要 >



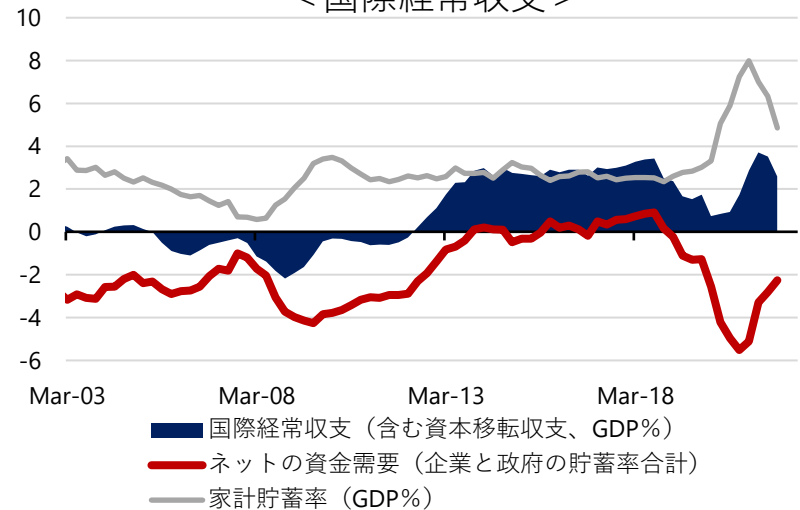
< 家計貯蓄率のトレンドとの差とネット資金需要の合計 >



< 企業と家計の貯蓄率合計 >



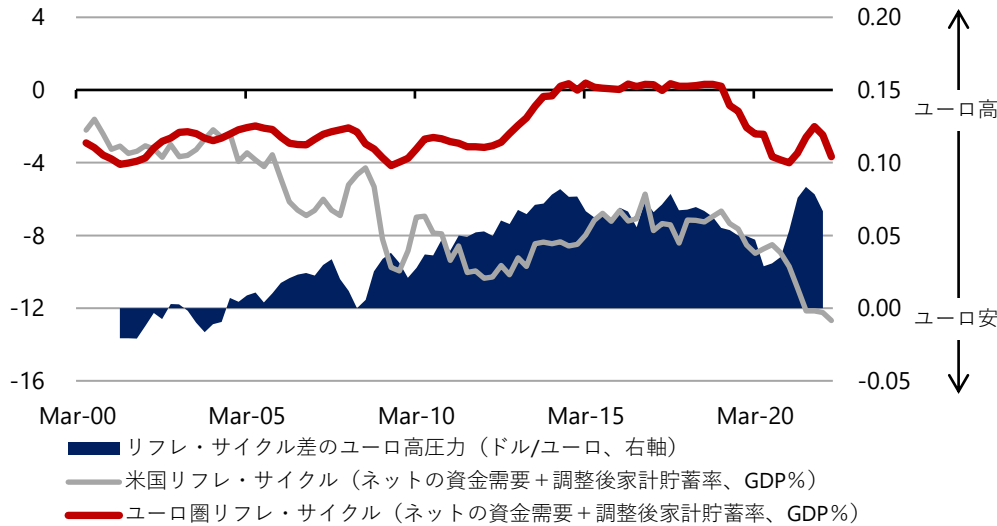
< 国際経常収支 >



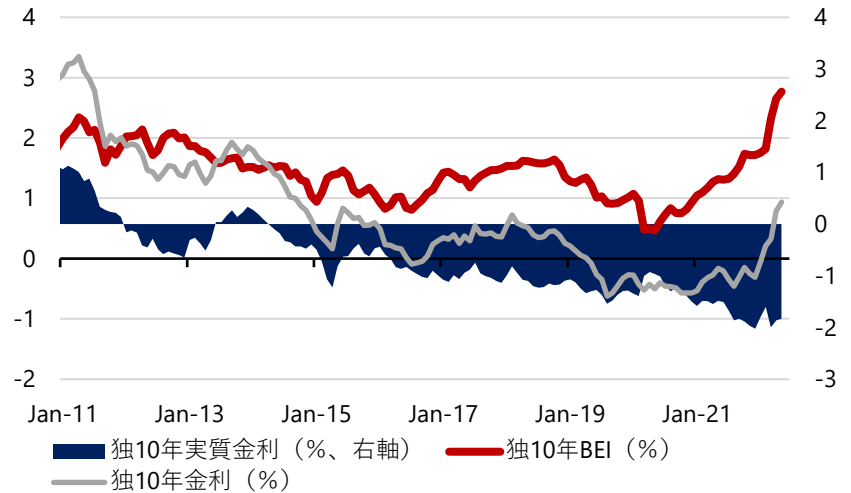
出所：ECB、Eurostat、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

# ユーロ圏経済の資金循環の動向 ②

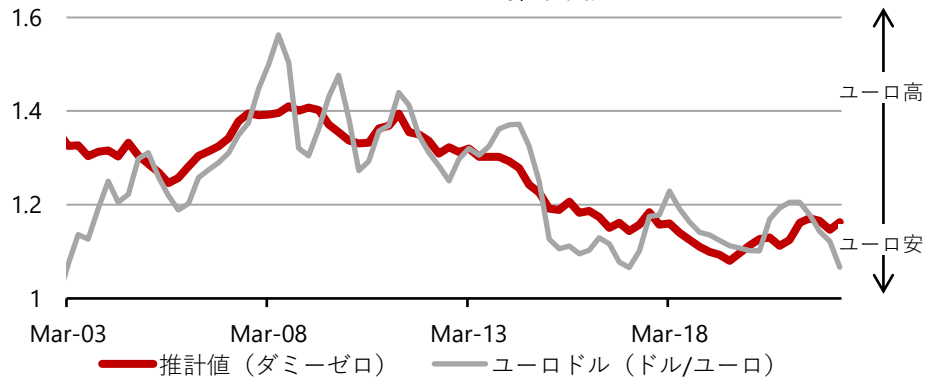
＜リフレ・サイクル差のユーロ高圧力＞



＜独長期金利とインフレ期待＞



＜ユーロドルと推計値＞



＜ユーロ圏資金需要が-2%の場合のユーロドル推計マトリクス＞

		ドイツ10年金利				
		-1	0	1	2	3
米 10年 金利	0	1.19	1.28	1.37	1.46	1.56
	1	1.13	1.22	1.31	1.40	1.50
	2	1.07	1.16	1.25	1.34	1.44
	3	1.00	1.10	1.19	1.28	1.37
	4	0.94	1.04	1.13	1.22	1.31

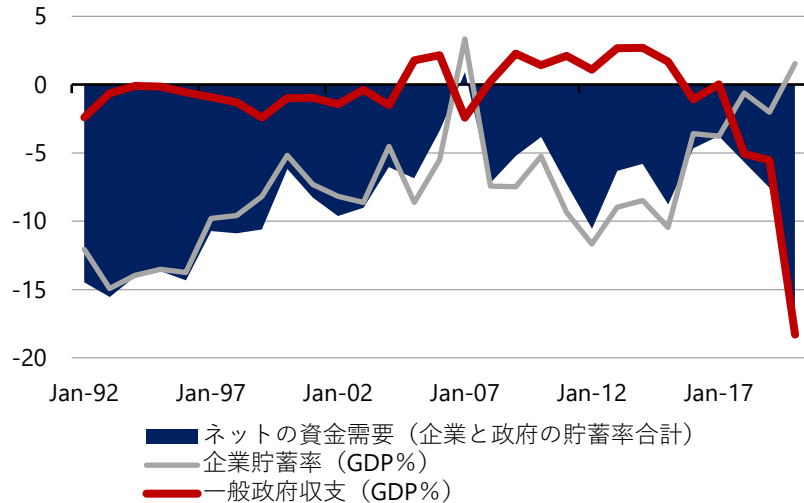
注：米国ネットの資金需要は-12.7で固定

$$\begin{aligned}
 \text{ユーロドル} = & 1.01 + 0.020 (\text{ユーロ圏のネットの資金需要} + \text{家計貯蓄率のトレンドからの乖離、1期ラグ}) \\
 & - 0.014 (\text{米国のネットの資金需要} + \text{家計貯蓄率のトレンドからの乖離、1期ラグ}) + 0.103 \text{ドイツ長期金利} - 0.064 \text{米国長期金利} + \\
 & 0.14 \text{ユーロドル (HPフィルター、1期ラグ)} + 0.097 \text{アップダミー} - 0.083 \text{ダウンダミー}; R^2 = 0.93
 \end{aligned}$$

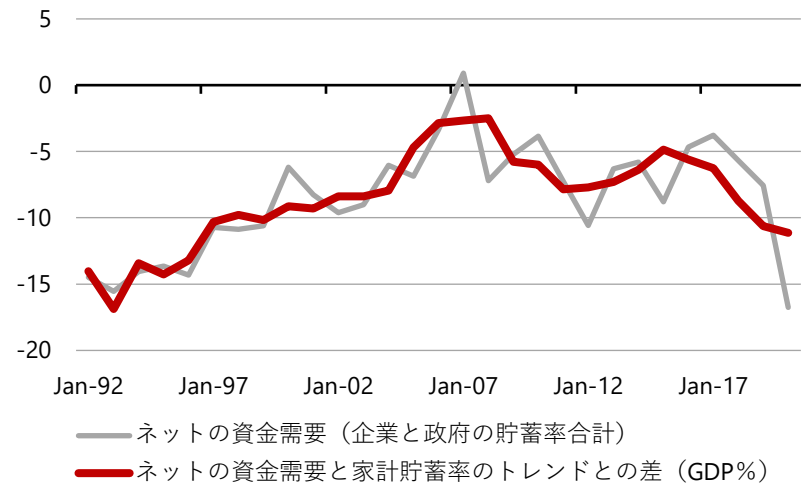
出所：ECB、Eurostat、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

# 中国経済の資金循環の動向 ①

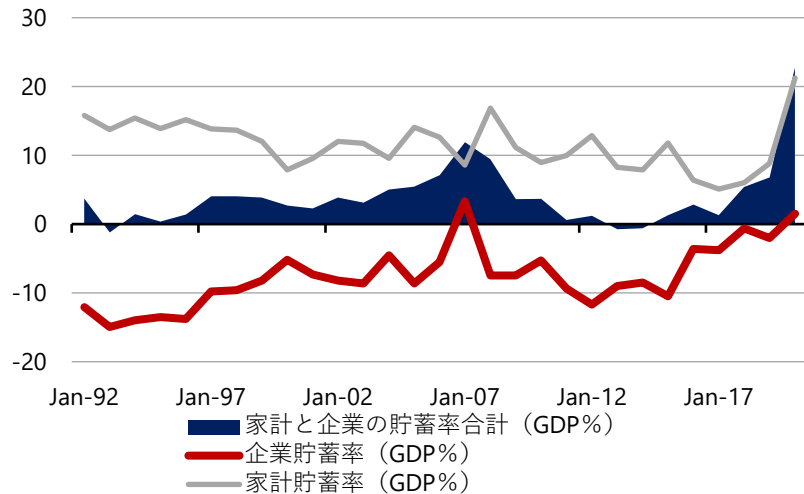
< ネットの資金需要 >



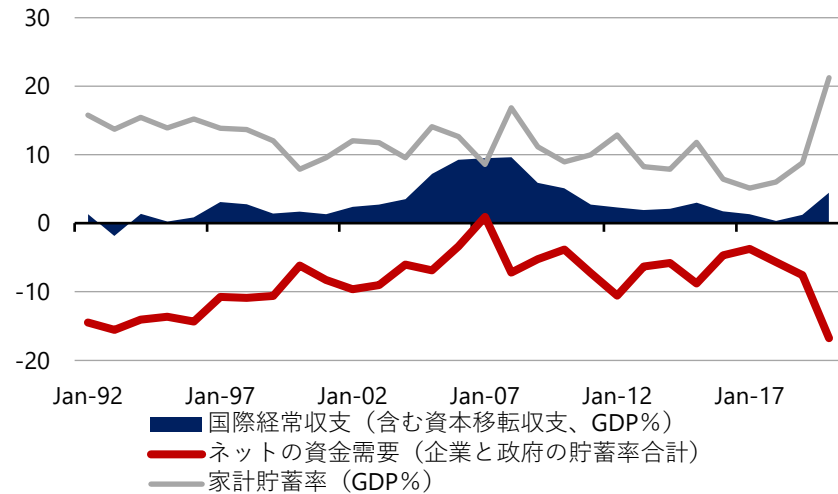
< 家計貯蓄率のトレンドとの差とネット資金需要の合計 >



< 企業と家計の貯蓄率合計 >



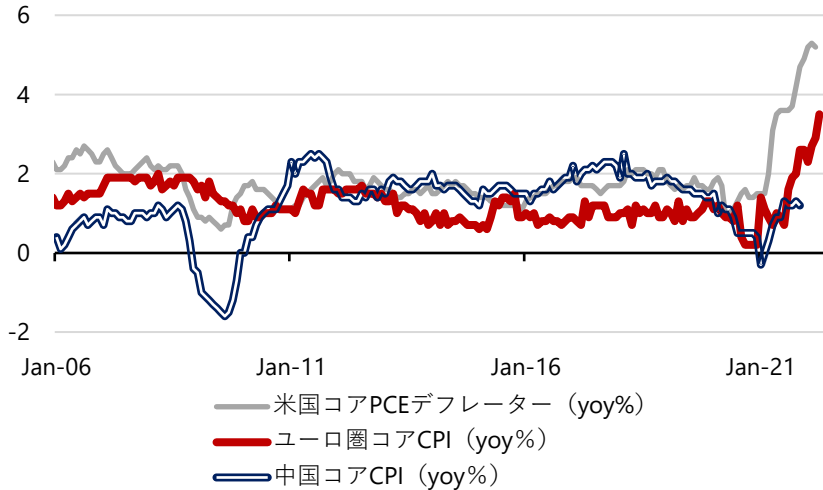
< 国際経常収支 >



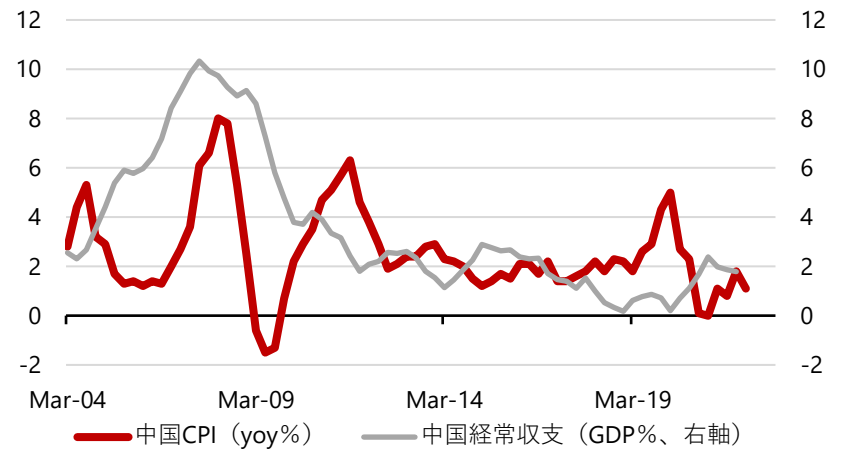
出所：中国人民銀行、CEIC、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

# 中国経済の資金循環の動向 ②

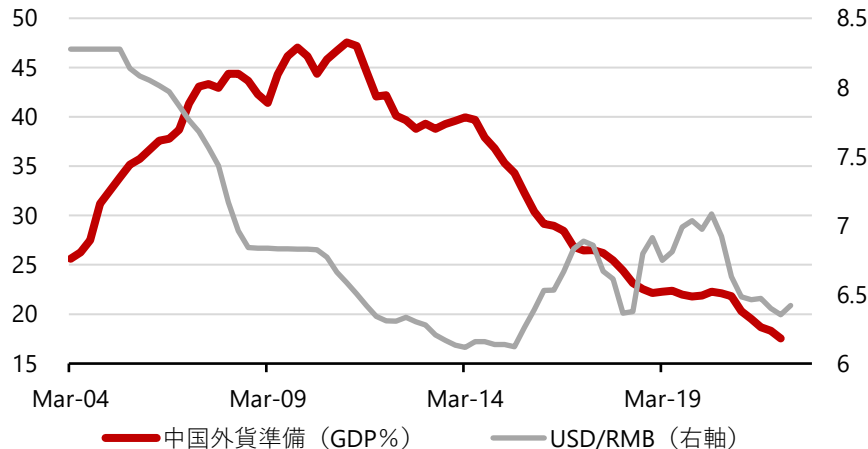
< コア物価 >



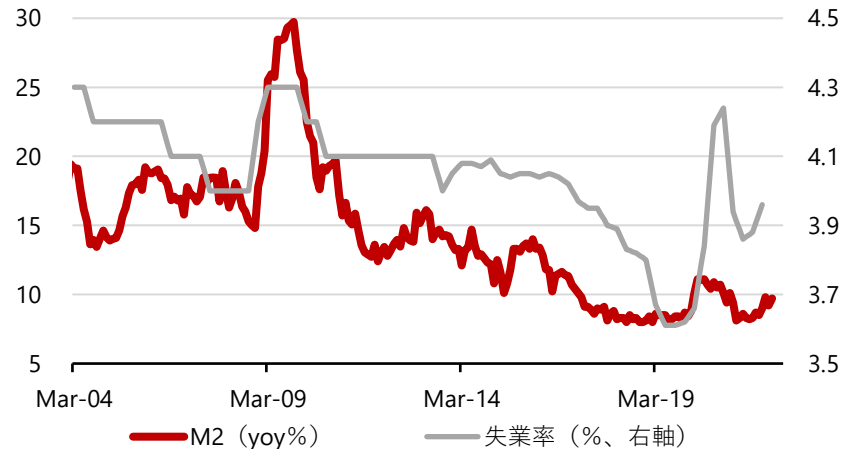
< 中国国際経常収支と物価 >



< 中国外貨準備と人民元 >

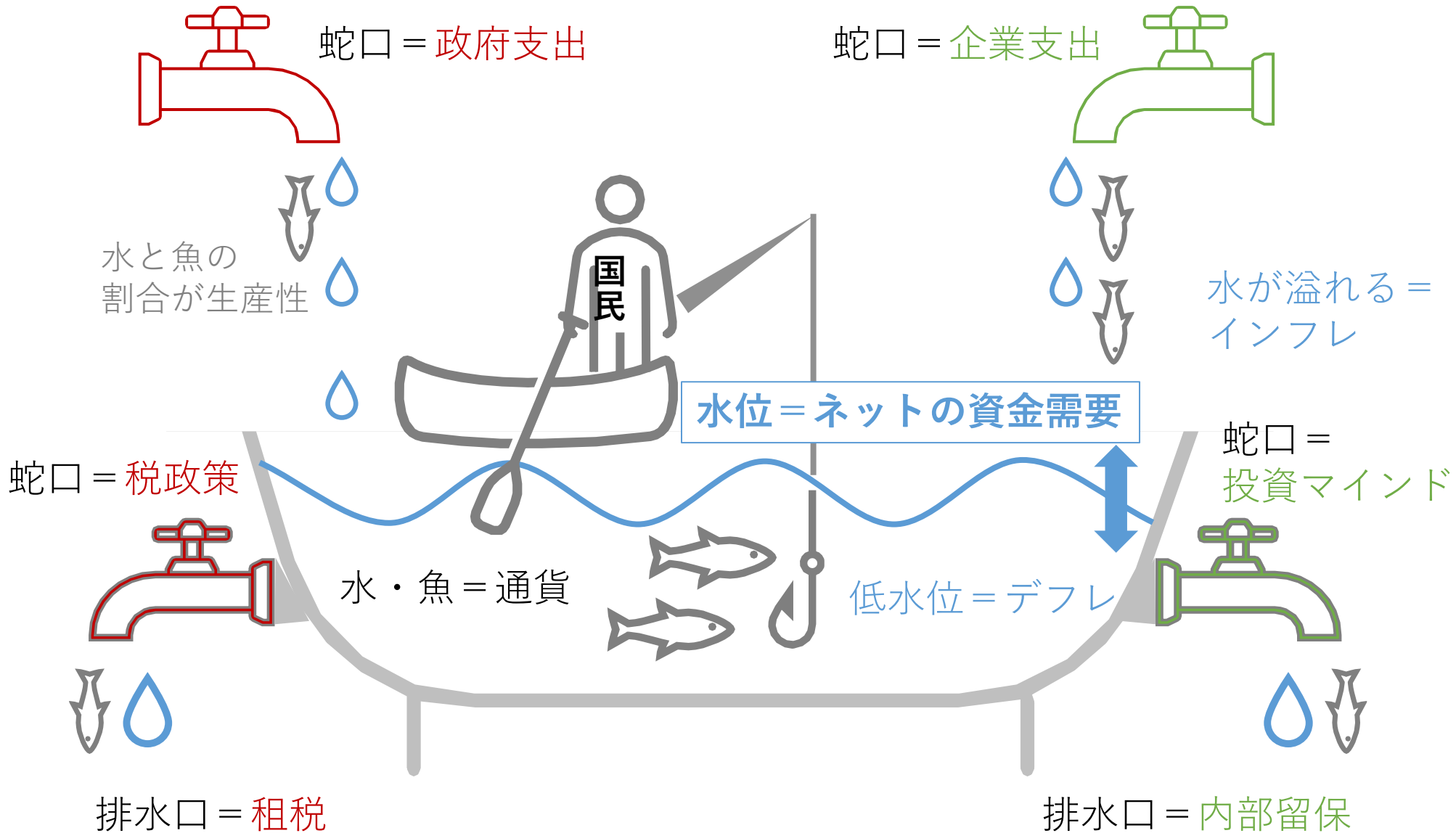


< 中国失業率とM2 >



出所：CEIC、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

# 本当の基礎からわかる日本経済～MMT～



出所：岡三証券



# 本当の基礎からわかる日本経済～ISバランス～

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 + 税金

$$\frac{(\text{貯蓄} - \text{設備投資})}{\text{民間 IS バランス}} + \frac{(\text{税金} - \text{政府支出})}{\text{政府 IS バランス}} \equiv \frac{(\text{輸出} - \text{輸入})}{\text{経常収支}}$$

民間 IS バランス

政府 IS バランス

経常収支

||

家計 + 企業

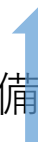
||

財政収支

パターン 1  $(\text{貯蓄} - \text{設備投資}) + (\text{税金} - \text{政府支出}) \equiv (\text{輸出} - \text{輸入})$  ?



パターン 2  $(\text{貯蓄} - \text{設備投資}) + (\text{税金} - \text{政府支出}) \equiv (\text{輸出} - \text{輸入})$  ○

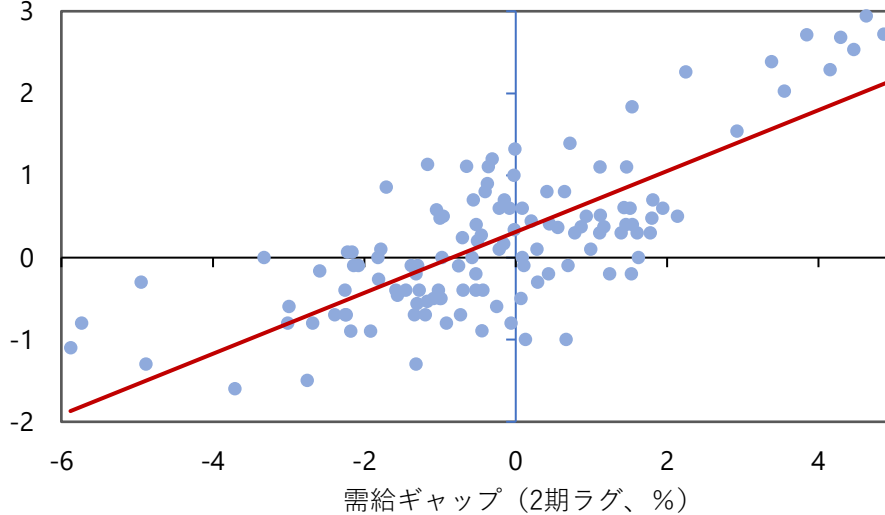


経常収支の減少額は、政府支出と、貯蓄と税金の差分なので、パターン1よりも小さくなる。

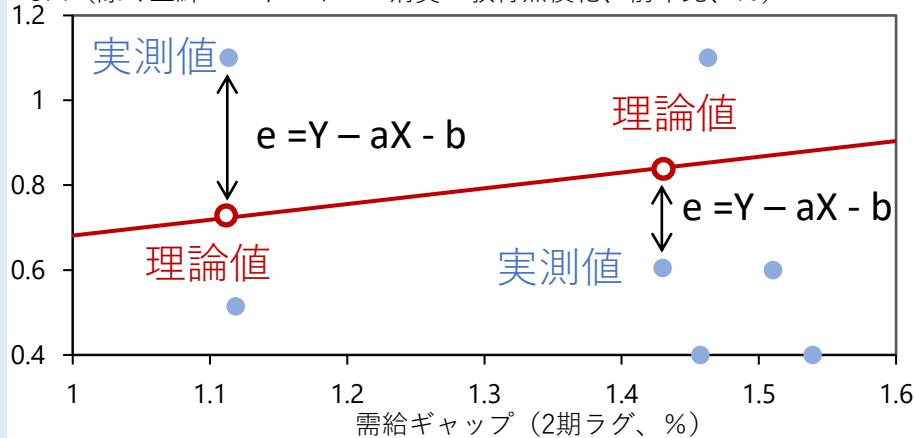
# 本当の基礎からわかる日本経済～回帰分析～

## <フィリップス曲線>

CPI (除く生鮮・エネルギー・消費税・教育無償化、前年比、%)



CPI (除く生鮮・エネルギー・消費・教育無償化、前年比、%)



## <回帰分析のゴール>

$$\Rightarrow \underline{Y} = \underline{aX} + \underline{b} + \underline{e}$$

実測値      理論値      誤差

## <回帰分析の結果>

回帰統計	
重相関 R	0.781
重決定 R <sup>2</sup>	0.609
補正 R <sup>2</sup>	0.606
標準誤差	0.615
観測数	127

	係数	標準誤差	t	P-値
切片 (= b)	0.3	0.05	5.68	0.00000
需給ギャップ (= X)	0.4	0.03	13.96	0.00000

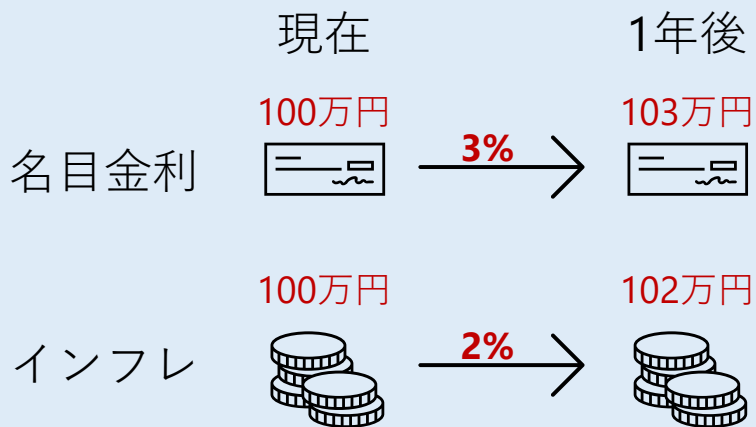
$$CPI = 0.4 * \text{需給ギャップ} + 0.3 + e$$

推計期間は1990年1-3月から2021年7-9月期

出所：日本銀行、総務省、岡三証券 作成：岡三証券

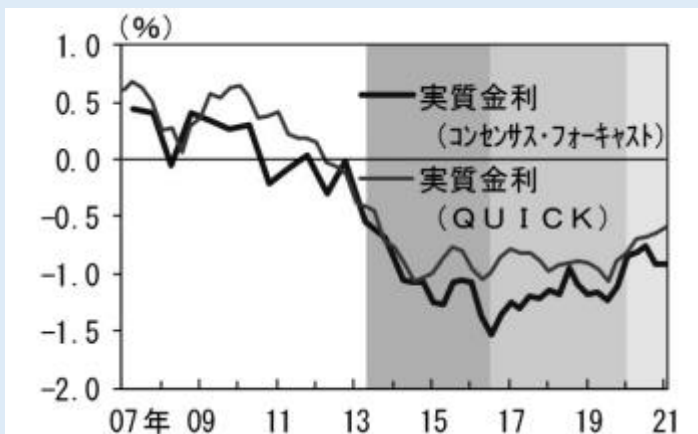
# 本当の基礎からわかる日本経済～実質金利と自然利子率～

## < 実質金利の考え方 >



$$\text{実質金利} = \text{名目金利} - \text{インフレ率}$$

$$= 3\% - 2\%$$

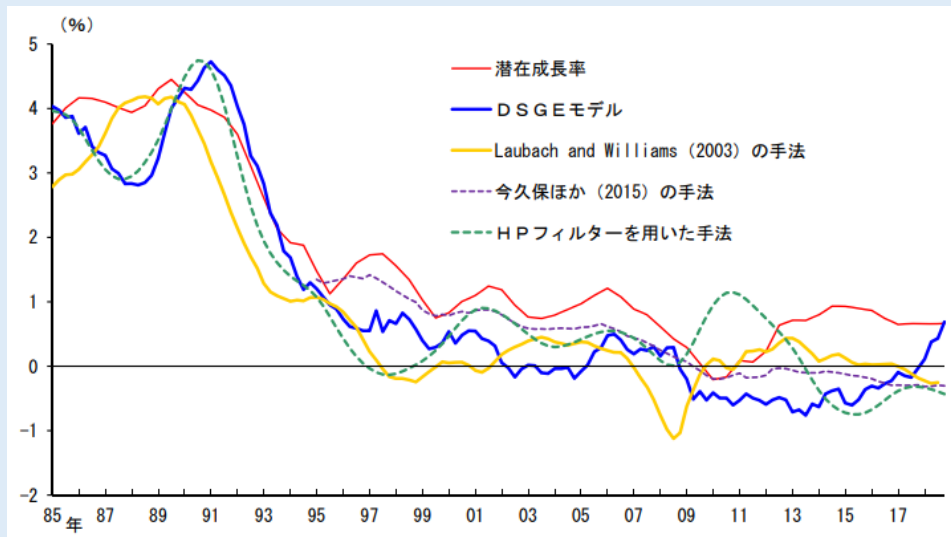


## < 実質金利と自然利子率 >

実質金利 < 自然利子率 = 金融緩和的  
**0%**                      **1%**

実質金利 > 自然利子率 = 金融引き締めの  
**0%**                      **-1%**

## < 自然利子率 >



出所：日本銀行、岡三証券 作成：岡三証券

# 本当の基礎からわかる日本経済～資金循環統計～

## < 資金循環統計の 3 表 >

金融取引表 (フロー)

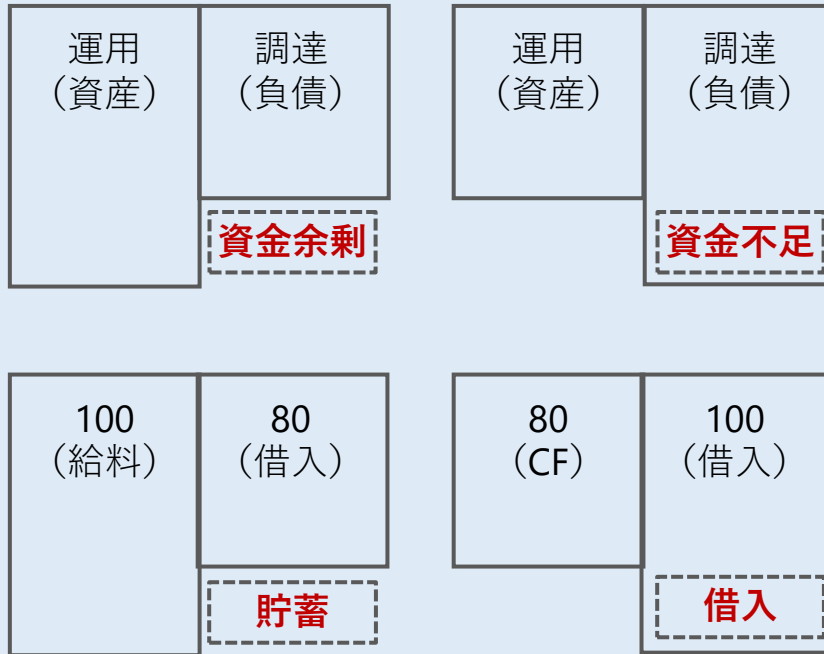
金融資産・負債残高表 (ストック)

調整表 (時価変動)

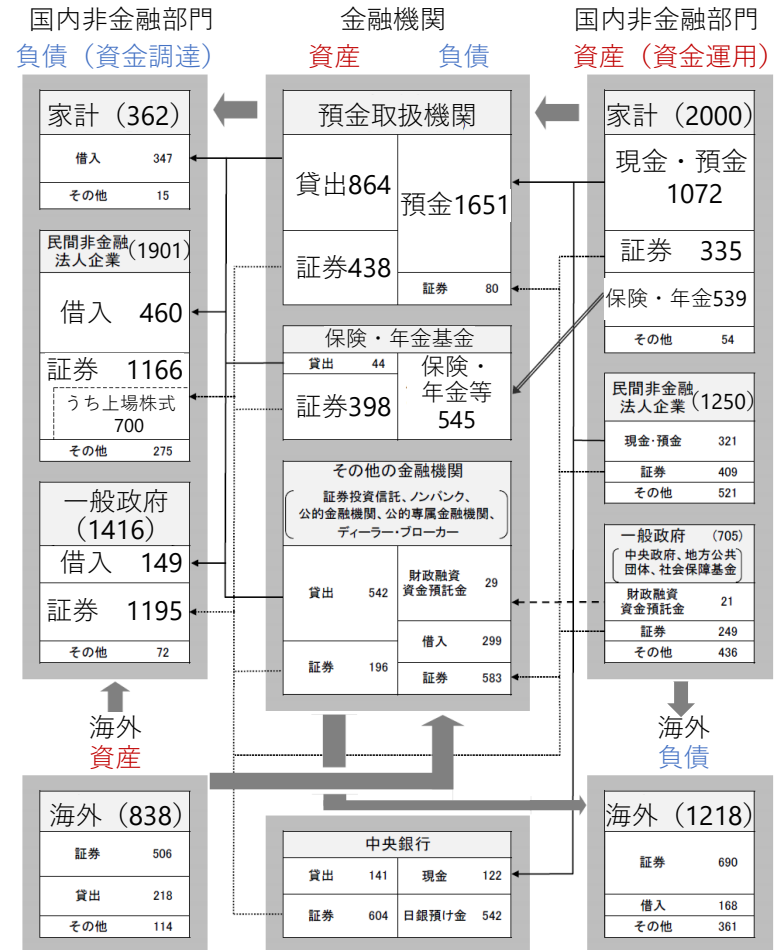
今期の残高

$$= \text{今期のフロー} + \text{前期の残高} + \text{今期の調整表}$$

## < 資金過不足の求め方 >



## < 部門別の金融資産・負債残高 (21年9月末、兆円) >



出所：日本銀行、岡三証券 作成：岡三証券

# 本当の基礎からわかる日本経済～交易条件と実質実効為替～

## < 交易条件とは >

$$\text{交易条件} = \frac{\text{輸出物価} \quad \text{≒ 販売価格}}{\text{輸入物価} \quad \text{≒ 仕入れコスト}}$$

変動要因 1 価格要因  
例：輸出価格引き下げ、原油価格高騰

変動要因 2 為替要因  
例：円建て輸出入物価の変動

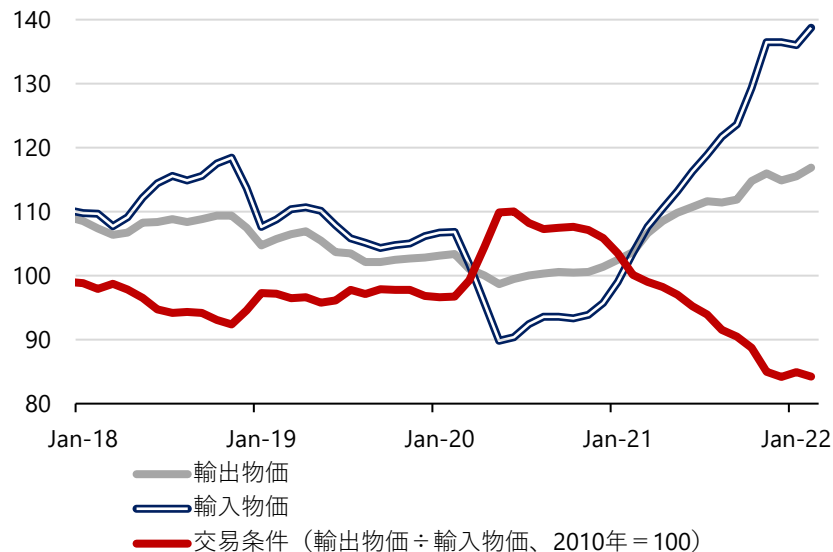
## < 実質実効為替とは >

為替 = 2つの通貨間の交換比率  
例：ドル円

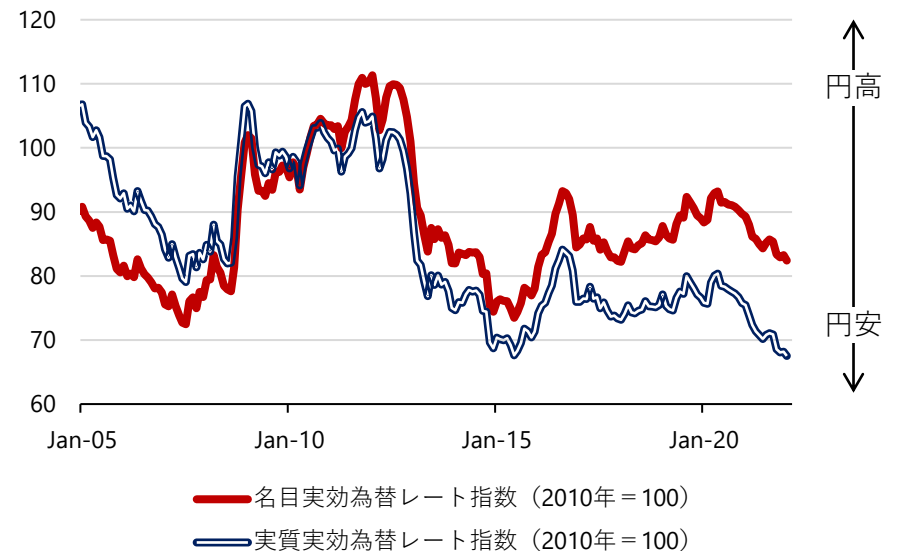
実効 = 複数通貨の動きを為替レートに反映  
例：貿易額で為替レートを加重平均

実質 = 海外との物価格差を為替レートに反映  
例：物価安の国の通貨は割安

< 交易条件 >



< 実効為替レート指数 >



出所：日本銀行、岡三証券 作成：岡三証券

# 企業貯蓄率とネットの資金需要の作り方

## 日銀資金循環データ抽出方法

1. 日本銀行のウェブサイトにアクセスする(<https://www.boj.or.jp>)。上部タブから統計タブを選択。
2. ページ中央部分の時系列統計データ検索サイトをクリック。時系列統計データ検索サイトが開いたら、中央部分のデータコード直接入力をクリック。
3. 下記のデータコードを入力し検索をクリック。

FF'FOF\_FFAF100L700

FF'FOF\_FFAF410L700

FF'FOF\_FFAF420L700

4. 金融機関、非金融法人、一般政府の資金過不足の表示を確認し、各チェック項目を選択後、抽出条件に追加をクリック。
5. 抽出条件部分で抽出期間を入力(最低でも1年以上前からを入力)
6. ページ下部の抽出をクリックし、次に出てくるページでダウンロードをクリック。
7. ダウンロードされたCSVファイルを新Excelファイルにコピーする。
8. データは億円単位なので、10000で割り兆円単位に変える。

注)1998年3月以前は旧資金循環統計(四半期・フロー)を法人企業、金融機関、中央政府、公団・地方公共団体をつかう。

## GDPデータ抽出方法

1. 内閣府の統計情報・調査結果のページにアクセス(<https://www.esri.cao.go.jp/index.html>)
2. ページ中部の国民経済計算(GDP統計)をクリック。
3. 次のページの中央部分の最新の四半期別GDP速報の統計表一覧をクリック。
4. ジャンプしたページの中央部分にある四半期の実額の原系列をダウンロード。
5. ダウンロードしたファイルを資金循環統計のデータが入っているExcelファイルにコピー。
6. データは10億円単位なので、1000で割り兆円単位に変える。

## 企業貯蓄率の計算方法

1. 各四半期毎に資金循環統計の金融機関と非金融法人の資金過不足のデータの和を計算。
2. 計算した過去3四半期の過不足の合計を足し、4四半期累計を計算する。
3. それを同じく4半期累計の名目GDPで割り100でかけたものが、四半期の企業貯蓄率である。
4. 断層を調整するため、民営化及び資金注入などを考慮し企業の貯蓄率に1998年第1四半期から1999年第4四半期までそれぞれ2.3、1.8、2.9、3.8、4.6、4.9、5.0、1.6を引く。2003年第2四半期から2004年第1四半期まで1.0を引く。

## 政府貯蓄率(財政収支)の計算方法

1. 四半期毎に資金循環統計の一般政府の過不足データと過去3四半期の過不足を足し、4四半期累計を計算。
2. それを同じく4半期累計の名目GDPで割り100をかけたものが、四半期の政府貯蓄率(財政収支)です。
3. 断層を調整するため、民営化及び資金注入などを考慮し政府の貯蓄率に1998年第1四半期から1999年第4四半期までそれぞれ2.3、1.8、2.9、3.8、4.6、4.9、5.0、1.6を足す。2003年第2四半期から2004年第1四半期まで1.0を足す。

## ネットの資金需要の計算方法

1. 各四半期毎の企業貯蓄率と政府貯蓄率の和がネットの資金需要です。

# 金融市場のフェア・バリューとレンジ

	下限	推計値	上限	2022/7/19				2022/7/19				2022/7/19				実績
				実績	織り込んでいる 米国長期金利	織り込んでいる 米10-30年金利差	織り込んでいる 米10年実質金利	織り込んでいる 米2年金利	織り込んでいる 日本長期金利	織り込んでいる ドル円	実績	織り込んでいる 名目GDP (4QMA)	織り込んでいる ネットの資金需要	織り込んでいる 米ネットの資金需要	政策金利誘導に必要な 長国買いオペ (GDP比、3MMA)	
長期金利	0.06	0.29	0.57	0.23	2.79								26.2	23.6		
長期金利 (YCCなし)		0.97														
20年金利	0.51	0.77	1.04	0.87	2.79	0.41								0.18		
20年金利 (YCCなし)		1.56														
30年金利	0.90	1.00	1.08	1.21												
30年金利 (YCCなし)		2.02														
織り込むYCC解除確率		38%			2.79											
ドル円	129.5	133.0	139.1	138.0	2.79			-0.23		0.23						
日経平均 (米国連動モデル)	25,019	25,998	27,119	26,788							551			542		
TOPIX バリュース	2,095	2,192	2,269	2,000							551	-2.1		-4.4		
TOPIX グロース	2,878	2,929	3,001	2,554					104.5	138.0	551	-2.1				
米国長期金利	2.56	2.88	3.15	2.96				3.37		3.16						
ユーロドル	1.14	1.19	1.23	1.02	5.67					2.96						
ユーロ円	148.2	157.7	171.7	140.7												
S&P 500 バリュース	1,497	1,535	1,574	1,356								-2.1		-7.4		
S&P 500 グロース	2,684	2,770	2,855	2,497		0.95				-0.20		-2.1				
S&P 500	4,124	4,245	4,367	3,831												

注：ダミー変数の係数の半分でレンジを計測

注：YCCなしの推計は日銀長期国債買入れGDP比がアベノミクス前の水準を前提

出所：Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

# 日本経済見通し

日本		4Q21	1Q22	2Q22f	3Q22f	4Q22f	1Q23f	FY2020	FY2021	FY2022f	FY2023f	FY2024f
実質GDP	(% 前期比)	1.0	-0.1	1.0	1.2	1.1	1.0	-4.5	2.3	3.0	3.0	2.0
	(% 前期比年率)	4.0	-0.5	4.3	4.8	4.5	3.9					
民間消費		2.4	0.1	1.1	1.3	1.0	0.6	-5.5	2.6	3.8	2.3	2.0
設備投資		0.1	-0.7	1.6	2.0	2.0	2.5	-7.6	0.9	3.7	8.7	4.6
その他		-1.4	1.3	-0.3	0.9	0.7	0.4	1.1	0.0	1.1	1.4	1.1
輸出		0.9	1.1	1.6	1.0	1.5	1.5	-10.3	12.6	4.8	3.8	2.6
輸入		0.3	3.3	0.5	1.5	1.3	1.0	-6.6	7.2	5.0	4.3	3.4
純輸出*		0.1	-0.4	0.2	-0.1	0.0	0.1	-0.7	0.9	0.0	-0.1	-0.2
内需*		0.9	0.3	0.8	1.3	1.1	0.9	-3.9	1.4	2.9	3.1	2.1
CPI 除く生鮮食品	(% 前年比)	0.4	0.6	1.9	1.3	1.5	1.4	-0.5	0.1	1.5	1.6	1.7
名目GDP	(% 前年比)							-3.9	1.2	2.6	3.5	3.5
失業率	(%)							2.9	2.8	2.6	2.4	2.2
総賃金	(% 前年比)							-1.4	0.7	1.5	3.4	3.6
家計貯蓄率**	(GDP%)							10.0	7.4	7.1	6.3	6.1
企業貯蓄率**	(GDP%)							2.9	3.0	1.0	-1.0	-2.0
財政収支**	(GDP%)							-8.1	-8.0	-6.0	-4.0	-3.0
国際経常収支**	(GDP%)							3.4	2.4	2.1	1.3	1.1
政府総負債**	(GDP%)							258.1	266.9	262.2	258.2	251.6

\* 寄与度

\*\* 資金循環統計ベース

出所：内閣府、総務省、財務省、日銀、岡三証券 作成：岡三証券



## 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、役員が、本レポートに記載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、使用等を行う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)