

日本経済の新しい見方

～積極財政と金融緩和継続で新しい資本主義型アベノミクスに～

エコノミスト
会田 卓司

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

「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）



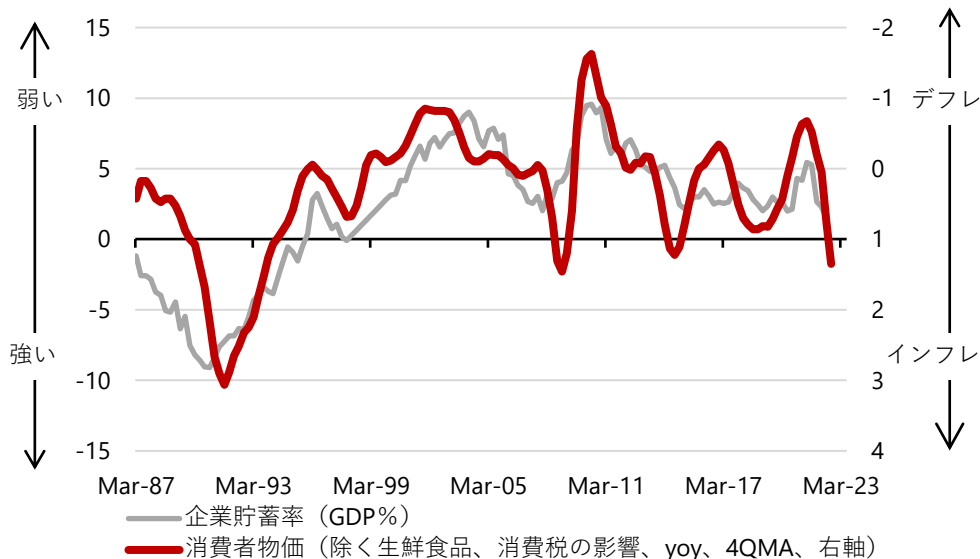
メインシナリオ:積極財政と金融緩和のポリシーミックスの継続

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、2023年度の外需の減速の下でも、**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り、内需の回復を支える
3. 為替環境が円安で、グリーン、デジタル、先端科学技術、経済安全保障が中心の政府の成長投資を呼び水に、内需回復による企業の期待成長率の上振れとともに、**企業の設備投資サイクルは強い回復へ**
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商品・サービスを生むこともあり、2024年度に、消費は強い回復に
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、2025年度に、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、**デフレ構造不況脱却の機運が高まる**
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始め**、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、2026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、2027年度に、税収の増加で**財政収支は赤字を脱する**

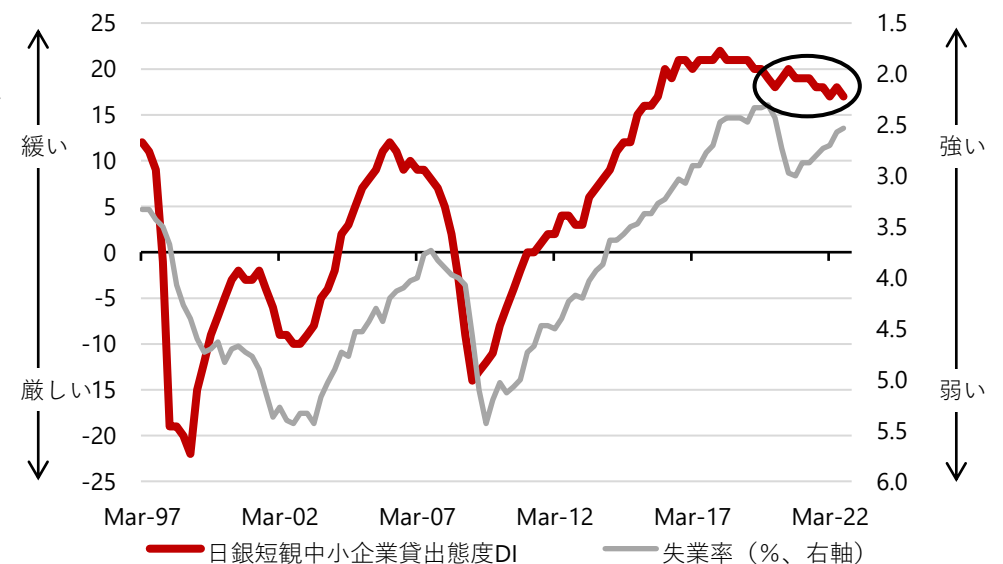
政策提言①積極財政とアベノミクスの堅持の方針でデフレ脱却

- ・閣議決定された2023年度の予算編成の骨太の方針と新しい資本主義の実行計画では、積極財政への転換とアベノミクスの堅持が明言され、アベノミクスを支持する日銀新執行部の金融緩和と積極財政のポリシーミックスの継続で、デフレ構造不況を脱却する必要
- ・デフレ構造不況脱却には、企業貯蓄率のマイナス（正常）化で、総需要を破壊力を一掃することが必要で、経済状況の好転による税収の増加で自然な財政再建を目指すべき
- ・拙速な金融引き締めで、信用サイクルを腰折れさせれば、企業行動を慎重化させ、デフレ構造不況に逆戻りし、財政状況を悪化させるリスクに

<企業貯蓄率と消費者物価>



<日銀短観中小企業貸出態度DIと失業率>



- ① 企業は資金を調達して事業を行うので正常な企業貯蓄率はマイナス
- ② プラスの企業貯蓄率は過剰貯蓄として、総需要を破壊し、デフレに

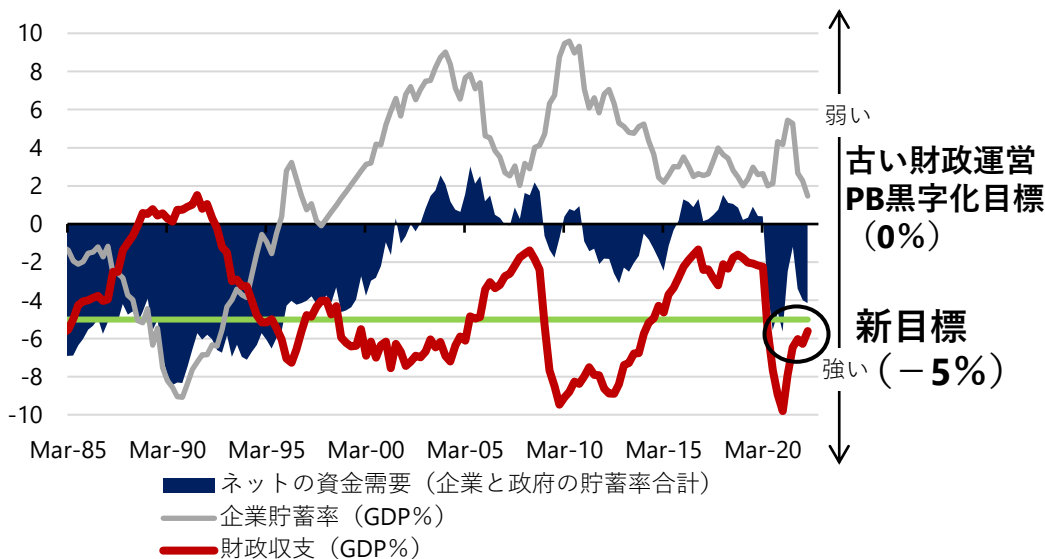
- ④ 信用サイクル (DI)が経済の景気サイクルに大きな影響
- ③ 堅調な信用サイクルが、コロナ下の経済を支えている

出所：日銀、総務省、内閣府、岡三証券

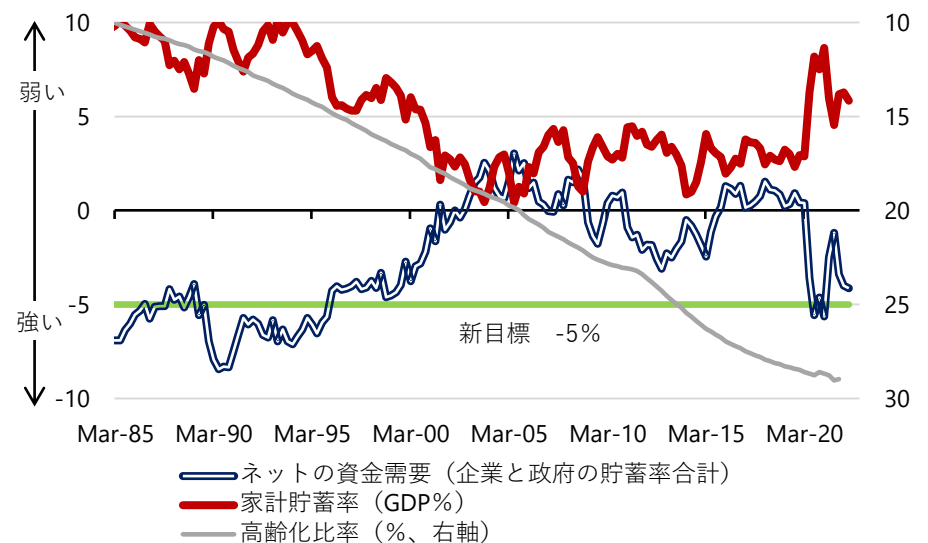
政策提言② ネットの資金需要を質の良い新しい財政規律に

- ・新しい資本主義を稼働してデフレ構造不況を脱却するには、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
- ・家計の貯蓄率が低下するファンダメンタルズの悪化の原因は、高齢化ではなく、緊縮財政によるネットの資金需要の消滅であり、政府の成長投資に予算を付け、支出の拡大で家計に所得を回すべき
- ・マクロを考慮できない質の悪い財政規律であるプライマリーバランス黒字化目標を撤廃し、質の良い財政規律としてネットの資金需要の-5%を新しい目標とすべき（-10%では過剰、0%では過小）

< ネットの資金需要（企業貯蓄率 + 財政収支） >



< 家計貯蓄率とネットの資金需要 >



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 経済のマネーを拡大する力 = 金融緩和の効果を強くする

出所：日銀、内閣府、総務省、岡三証券

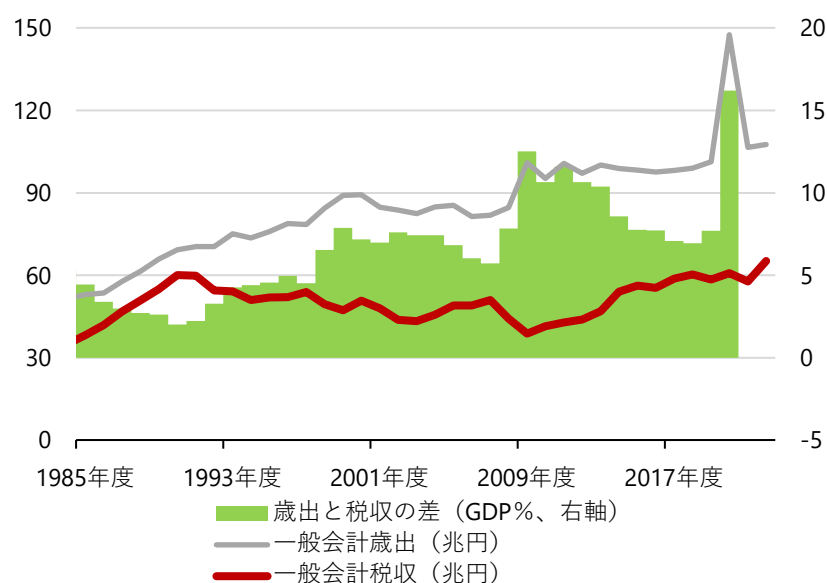
ネットの資金需要を新しい財政規律に

- ① ネットの資金需要 >> 0 恐慌に陥るリスク
- ② ネットの資金需要 = 0 デフレ構造不況
- ③ ネットの資金需要 = -5 成長と分配の好循環
- ④ ネットの資金需要 << -10 過熱してインフレが問題に

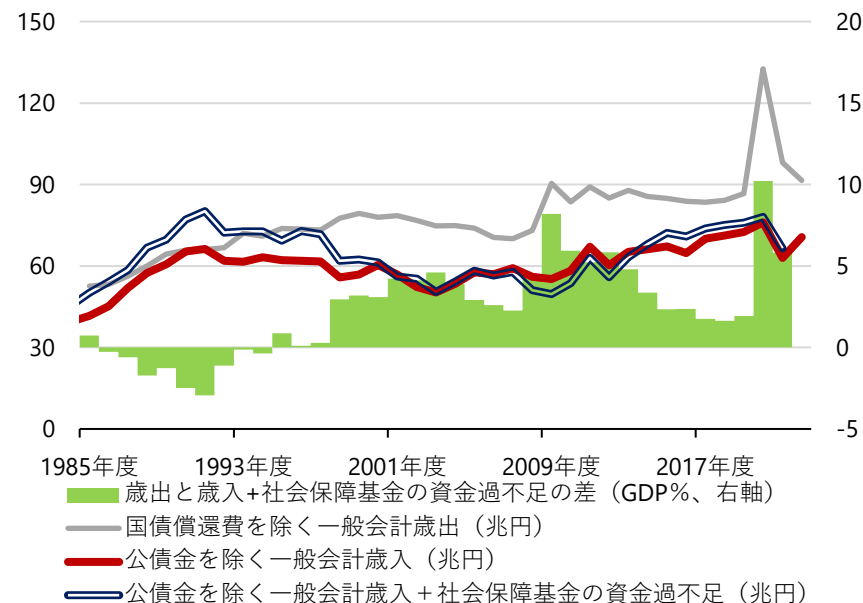
政策提言③国債60年償還ルールを撤廃してワニの口を閉じる

- 先進国の一般的な財政運営の概念（国債は、事実上永続的に借り換えされていくため、償還費は歳出に計上しないことなど）を前提とすれば、グラフは「ワニの口」にはならない
- 財政赤字の状態、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年償還ルールによる「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
- 60年償還ルールを撤廃すれば、歳出の15%程度を占める債務償還費はなくなり、歳出構造の硬直化による切迫感がポリシーメーカーの選択肢を狭めることがなくなる

＜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、岡三証券 注：2020年度までは決算、2021-2022年度は当初予算

注：「国債返済を予算外 一時検討 会計分け単年度収支明瞭に 財務省」 朝日新聞 2020年2月18日
 URL: <https://www.asahi.com/articles/DA3S14369120.html>

政策提言④内閣府の経済財政試算で企業貯蓄率を公表させる

- 内閣府の中長期の経済財政に関する試算では、民間貯蓄率（家計貯蓄率＋企業貯蓄率）は公表されているが、その配分は、モデルには存在するが公表されていない
- 企業貯蓄率が公表されて、ネットの資金需要（企業貯蓄率＋財政収支）が試算できれば、財政政策の指針（緩和・緊縮）として、ネットの資金需要を前もって位置づけることができるようになる
- 成長実現ケースでも、財政収支が改善するとともに、民間貯蓄率は低下していて、民間から政府が所得を吸収してしまう形になっているため、カレンダーベースのプライマリーバランス黒字化目標は弊害

<成長実現ケース>

(%)

年度	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
名目GDP成長率	-3.9	1.2	2.1	2.2	3.4	3.7	3.7	3.3	3.3	3.2	3.1	3.1
潜在成長率	0.5	0.5	0.8	1.0	1.2	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7
消費者物価	-0.2	0.1	2.6	1.7	1.4	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
名目長期金利	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.8	1.5	2.0	2.4	2.8
部門別収支												
	一般政府	-10.0	-4.9	-7.5	-1.5	-0.2	0.6	1.1	1.5	1.7	1.8	1.8
	民間	13.1	7.2	8.8	3.2	2.3	2.2	2.3	1.9	1.6	1.4	1.2
	海外	-3.0	-2.3	-1.3	-1.7	-2.1	-2.8	-3.4	-3.3	-3.2	-3.2	-3.1
基礎的財政収支（対名目GDP比）		-9.1	-5.3	-7.3	-1.9	-0.7	-0.1	0.3	0.6	0.8	1.0	1.2

<ベースラインケース>

(%)

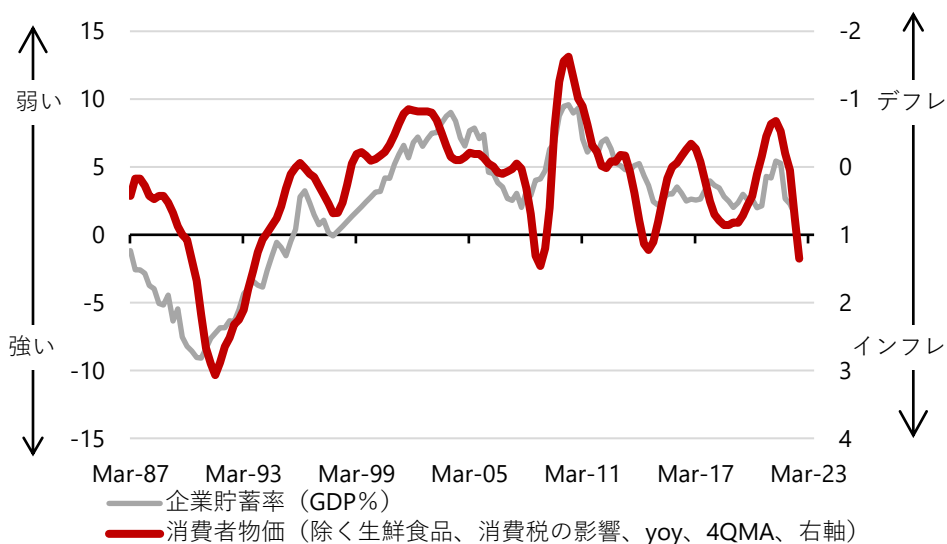
年度	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
名目GDP成長率	-3.9	1.2	2.1	2.2	1.2	1.5	1.2	1.0	0.9	0.7	0.6	0.5
潜在成長率	0.5	0.5	0.8	1.0	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
消費者物価	-0.2	0.1	2.6	1.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
名目長期金利	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.5
部門別収支												
	一般政府	-10.0	-4.9	-7.5	-1.5	-1.0	-0.6	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2
	民間	13.1	7.2	8.8	3.2	3.1	3.5	3.1	3.1	3.1	2.9	2.9
	海外	-3.0	-2.3	-1.3	-1.7	-2.1	-2.9	3.0	3.0	3.0	-2.8	-2.8
基礎的財政収支（対名目GDP比）		-9.1	-5.3	-7.3	-1.9	-1.3	-1.1	-0.7	-0.7	-0.7	-0.8	-0.9

出所：内閣府、岡三証券

企業の過剰貯蓄がデフレ構造不況の原因

- ・ 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
- ・ 企業の支出が回復し、企業貯蓄率がマイナス化（正常化）すれば、総需要破壊の力が無くなり、デフレ構造不況からの脱却
- ・ 信用サイクル、リフレ・サイクル、設備投資サイクルの三つのマクロ・サイクルを押し上げる必要

＜企業貯蓄率と消費者物価＞



＜日本経済にとって重要な三つのマクロ・サイクル＞

- ① **信用サイクル**
企業がリスクをとってビジネスを拡大できる金融環境をつくる
- ② **リフレ・サイクル**
経済のマネーを拡大し、家計に所得を回し、総需要を拡大する
- ③ **設備投資サイクル**
企業の期待成長率・収益率を上振れさせる

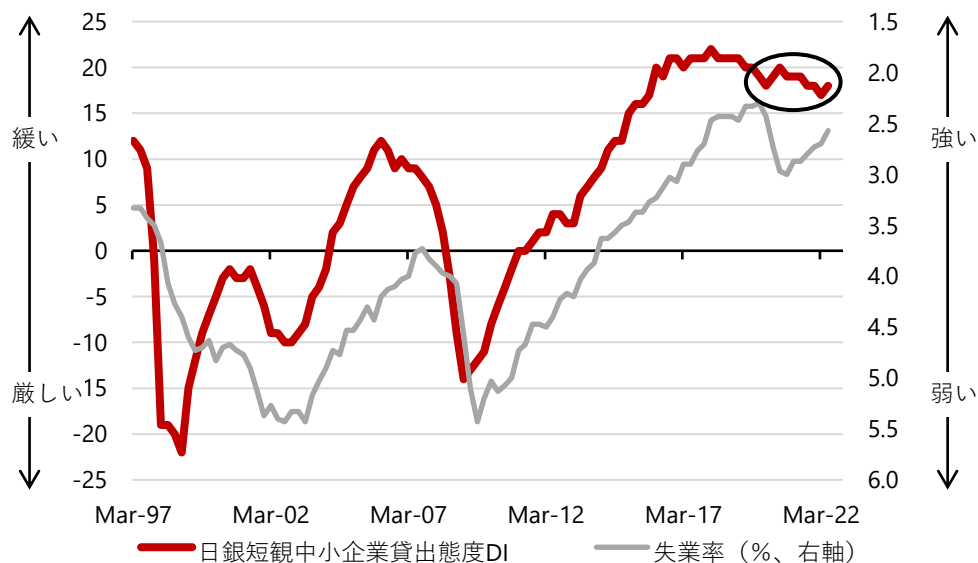
$$\text{企業貯蓄率 (\%)} = \frac{\Delta \text{金融資産} - \Delta \text{金融負債 (株式含む)}}{\text{名目GDP}} = \frac{\text{資金過不足}}{\text{名目GDP}} < 0$$

- ① 企業は資金を調達して事業を行うので正常な企業貯蓄率はマイナス
- ② プラスの企業貯蓄率は過剰貯蓄として、総需要を破壊し、デフレに
- ③ 信用サイクル (DI) が堅調なことで、コロナ下でも経済が支えられている

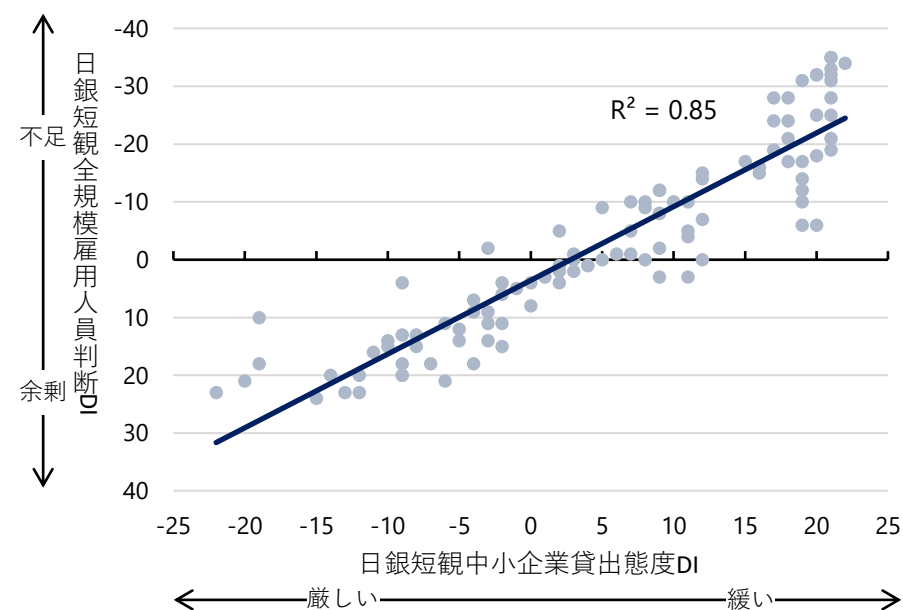
①信用サイクル：強い信用サイクルで雇用不足感を作る

- ・日銀の大胆な金融緩和によって、信用サイクル（短観中小企業金融機関貸出態度DI）が強いことが、経済とマーケットの回復を支えている（日銀新執行部はアベノミクス支持に）
- ・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の好循環につながるため、新型コロナウイルスの影響下で、まだ金融緩和の継続で、強い信用サイクルを維持する必要
- ・金融政策のみで信用サイクルを更に押し上げることは限界であり、2%の物価安定目標を堅持して、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

< 日銀短観中小企業貸出態度DIと失業率 >



< 日銀短観中小企業貸出態度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

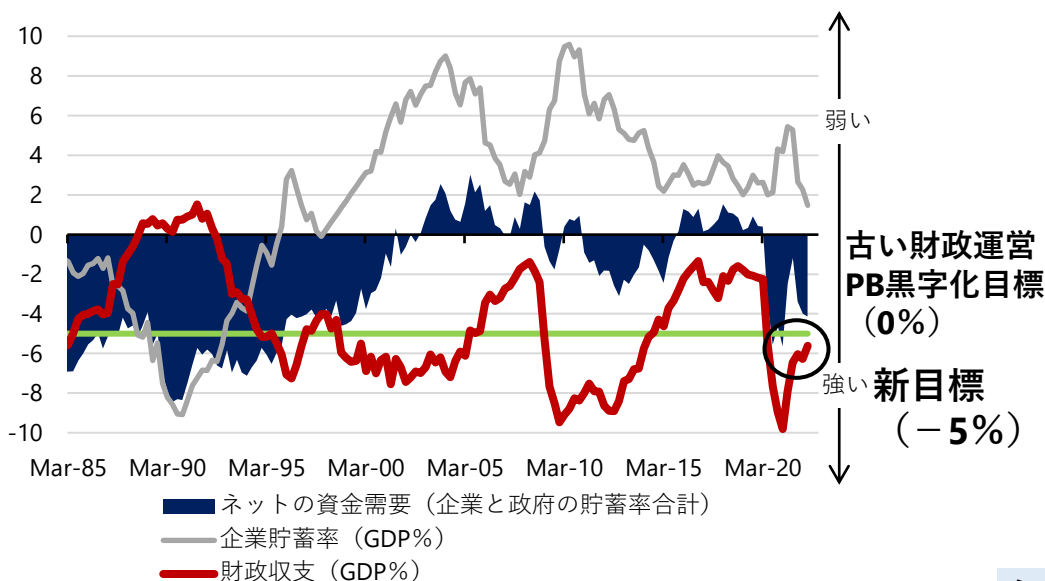
出所：日銀、総務省、岡三証券

注：期間は1997年1-3月期から2022年7-9月期

②リフレ・サイクル：ネットの資金需要を拡大し家計に所得を回す

- ・デフレ構造不況脱却には、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（リフレ・サイクル）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
- ・新しい資本主義では、積極財政でネットの資金需要を新しい目標である-5%に拡大する必要
- ・家計の貯蓄率が低下するファンダメンタルズの悪化の原因は、高齢化ではなく、緊縮財政によるネットの資金需要の消滅

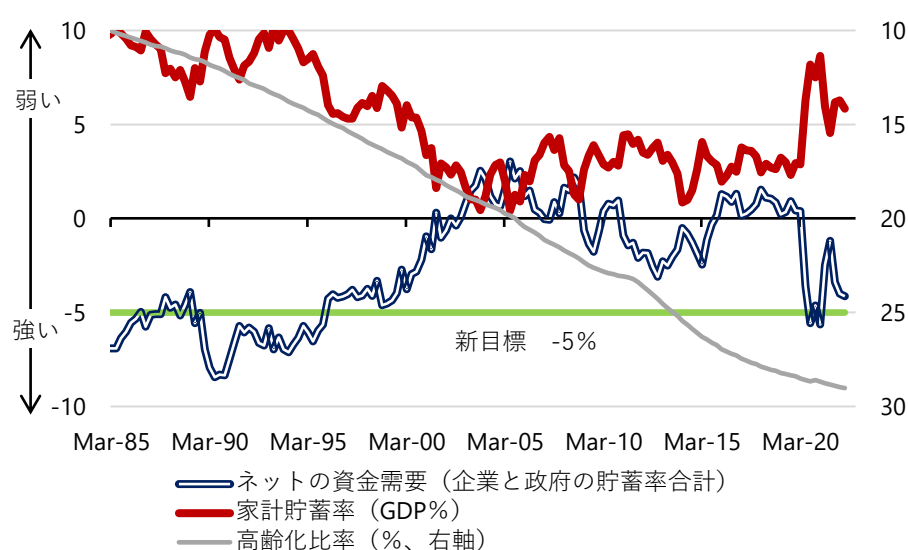
<ネットの資金需要（企業貯蓄率+財政収支）>



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 経済のマネーを拡大する力=金融緩和の効果を強くする

<家計貯蓄率とネットの資金需要>



ネットの資金需要を新しい財政規律に

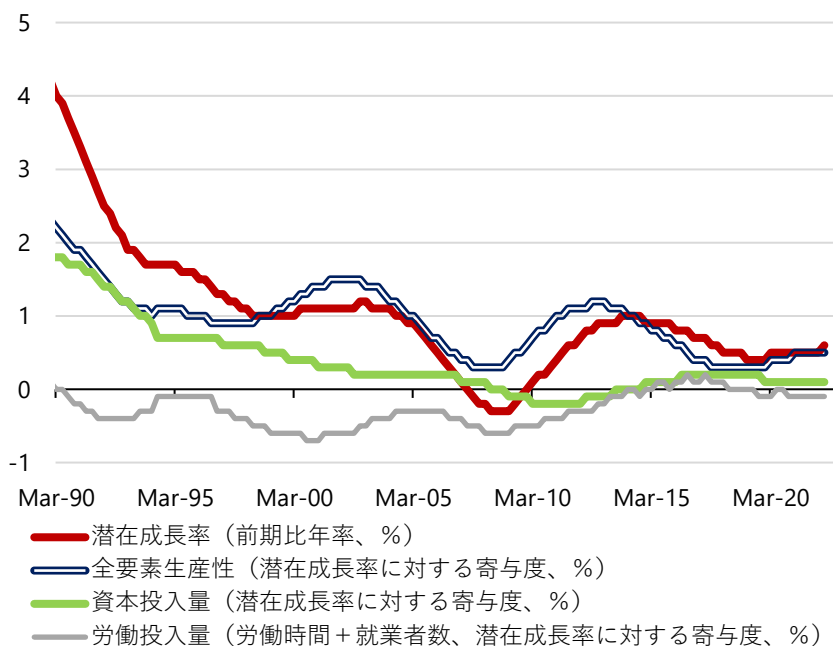
- ① ネットの資金需要 >> 0 恐慌に陥るリスク
- ② ネットの資金需要 = 0 デフレ構造不況
- ③ ネットの資金需要 = -5 成長と分配の好循環
- ④ ネットの資金需要 << -10 過熱してインフレが問題に

出所：日銀、内閣府、総務省、岡三証券

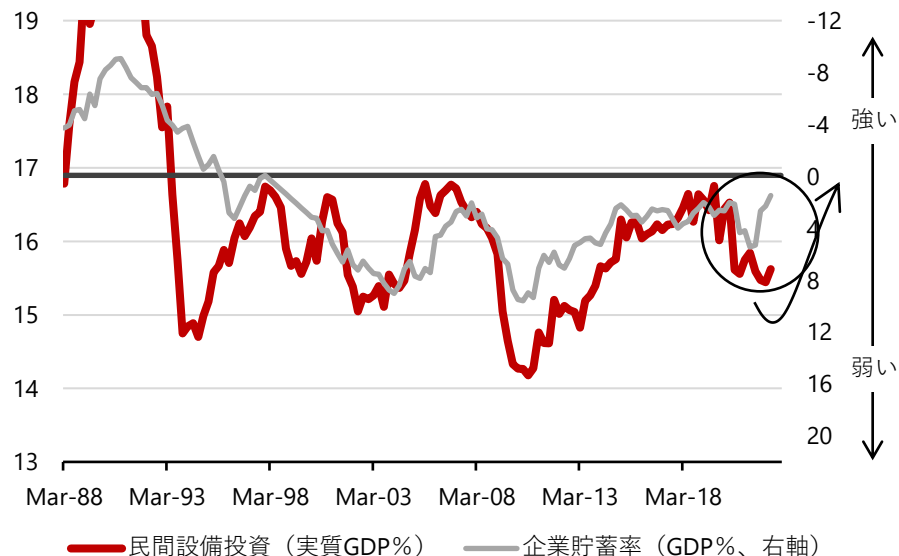
③設備投資サイクル：投資の拡大によって生産性を向上させる

- ・ リストラではなく、投資拡大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る
- ・ 設備投資サイクル（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ったことが、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ている
- ・ 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

<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>



アベノミクス1.0・2.0とリスクシナリオ

・効率化が所得を生むという新自由主義型アベノミクス（1.0）から、支出力が所得を生むという新しい資本主義型アベノミクス（2.0）に転換

・成長戦略は、政府支出をともなわない新自由主義型から、グリーン・デジタル・先端科学技術・経済安全保障を中心に政府支出をともなう新しい資本主義型に転換し、積極財政へ

<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
キシダノミクス	新しい資本主義によるアベノミクスのリニューアル		
アベノミクス2.0	大規模な金融緩和の継続	企業活動の回復と積極財政によりネットの資金需要が復活	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、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ことが、新興国を中心とする経済危機を招く
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

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

金融政策

新自由主義（効率重視の成長）

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

財政政策

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

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）

新しい資本主義（成長と分配の好循環）

積極財政と金融緩和の
ポリシーミックスで
2%の物価目標を目指す

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

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）



新しい資本主義実行計画の推進には積極財政が必要

「新しい資本主義」実行計画の主な内容	
人への投資	・ 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
	・ 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
	・ 出世払い型奨学金をまず大学院段階において導入
	・ 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
	・ 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
	・ 非正規含む100万人に再就職支援や能力開発
科学技術・イノベーション	・ 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
	・ 首相に助言する科学技術顧問を官邸に設置
	・ 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
	・ 再生・細胞医療・遺伝子治療について有効な技術を実用化
新興企業	・ 5ヵ年計画を策定し企業を育成
	・ 創業時の融資に個人保証を不要化
	・ 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
	・ 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
脱炭素・デジタル化	・ 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
	・ 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
	・ 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
	・ 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
「新しい資本主義」の変化	・ アベノミクスの堅持
	・ 金融所得課税の強化：盛り込まれず
	・ 企業の自社株買いのルール設定：盛り込まれず
	・ 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
	・ 「資産所得倍増プラン」の策定

骨太の方針で新しい資本主義型アベノミクスに

骨太の方針の主な内容

防衛	<ul style="list-style-type: none"> ・「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 ・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 ・令和5年度予算は、中期防衛力整備計画について予算編成過程において検討し、必要な措置を講ずる
経済安全保障	<ul style="list-style-type: none"> ・最先端な重要技術の育成に5000億円規模の支援を目指す ・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
エネルギー・食料安全保障・国土強靱化・対日投資	<ul style="list-style-type: none"> ・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 ・エネルギーの安定活用のためのサプライチェーン維持、原発再稼働、原子力規制等を含む原子力防災体制の構築を進める ・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 ・「防災・減災、国土強靱化のための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 ・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
財政政策	<ul style="list-style-type: none"> ・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 ・経済あつての財政であり、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 ・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 ・財政健全化の「旗」を下ろさず、財政健全化目標に取り組むが、内外の経済情勢等に応じ必要な検証を行っていく ・感染症の影響を受けた企業の債務が増大していることと、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 ・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方策を実行へ ・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ない
アベノミクス	<ul style="list-style-type: none"> ・「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 ・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」 ・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 ・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

(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で防衛と農業が追加重点項目に

自民党の参院選公約のポイント		
日本を守る	外交・安全保障 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年以内に防衛力を抜本的強化 経済安全保障上重要な物資のサプライチェーン強靱化や先端技術開発支援を抜本強化	
	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 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 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引上げなどにより、中小企業の賃上げを後押し 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靱化を図る 「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 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	
	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、国土強靱化のための5か年加速化対策」を着実に実施 中長期的かつ明確な計画のもと、予算を確保し、「国土強靱化基本計画」を見直しと取組強化	
	エネルギー政策 エネルギー・物資の安定供給のため、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導入 安全が確認された原子力の最大限の活用	
	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 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）に大胆な投資を行い、官民を挙げて科学技術立国を実現 起業資金供給、基金化等による研究開発・事業化、人材育成、スタートアップ等の研究開発支援や公共調達等の支援を強化 Deep Tech等を生み出すスタートアップ・エコシステムを強化し、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 規制緩和と税制など政策総動員で世界のマネーを呼び込み、「貯蓄から投資へ」の流れを生み出し、資産所得倍増社会を実現 少子化が加速している事態を踏まえ、児童手当や育休給付の拡充、保育等子育て支援など総合的な少子化対策について、安定的な財源を確保 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。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整備 脱炭素について、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確保、今後10年で150兆円超の官民投資の実現
		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 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
		憲法改正 改正イメージは①自衛隊の明記②緊急事態対応③合区解消④教育充実一の4項目。「日本国憲法」の改正を早期実現

(出所) 自民党政策パンフレットより岡三証券作成

2023年度の政府予算の概算要求が積極財政で膨張

2023年度予算の主な要求内容		
防衛力強化	総合ミサイル防空能力など5年以内の抜本的強化に必要な事業（防衛省）	事項要求
経済安全保障	原子力産業の強化や石油・液化天然ガスの安定供給の確保（経済産業省）	4,332億円
	食料安全保障（農林水産省）	事項要求
	先端技術育成に用いる経済安保基金（内閣府）	事項要求
新しい資本主義	人への投資に関する施策パッケージ（厚生労働省）	1,101億円
	「デジタル田園都市国家構想交付金」の創設（内閣府など）	1,200億円
デジタル	政府クラウドなど情報システムの整備・運用経費（デジタル庁）	5,556億円
	マイナンバーカードの交付率向上	763億円
	スマート農業事業（農林水産省）	39億円
	5G技術の推進（総務省）	150億円＋事項要求
科学技術	研究開発の投資拡大など（内閣府）	580億円
脱炭素	省エネ住宅の推進（国土交通省）	1,303億円
	原子力分野の脱炭素技術開発（文部科学省）	235億円
	脱炭素の実現に向けた技術開発や、電気自動車（EV）の導入支援（経済産業省）	2,682億円
社会保障	ひとり親家庭などの自立支援の推進（こども家庭庁に移管）	1,806億円
	児童虐待防止対策の推進（こども家庭庁）	1,741億円
	看護・介護・障害者福祉職場の処遇改善（厚生労働省）	381億円
	少子化対策・こども政策（内閣官房）	事項要求
	年金・医療などの経費（厚生労働省）	31兆2,694億円
新規創業	スタートアップの海外展開支援等（経済産業省）	180億円
地方創生	地方の観光地や宿泊施設のバリアフリー化など（国土交通省）	350億円
外交	新型コロナ・物価高対応予備費（財務省）	事項要求
	ワクチン・治療薬の研究開発の推進（厚生労働省）	43億円
外交	来年5月に広島市で開催する先進7カ国首脳会議の関連経費（外務省）	199億円

（出所）朝日新聞、日本経済新聞、毎日新聞、読売新聞より岡三証券作成

自民党の衆議院選挙の政権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。

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

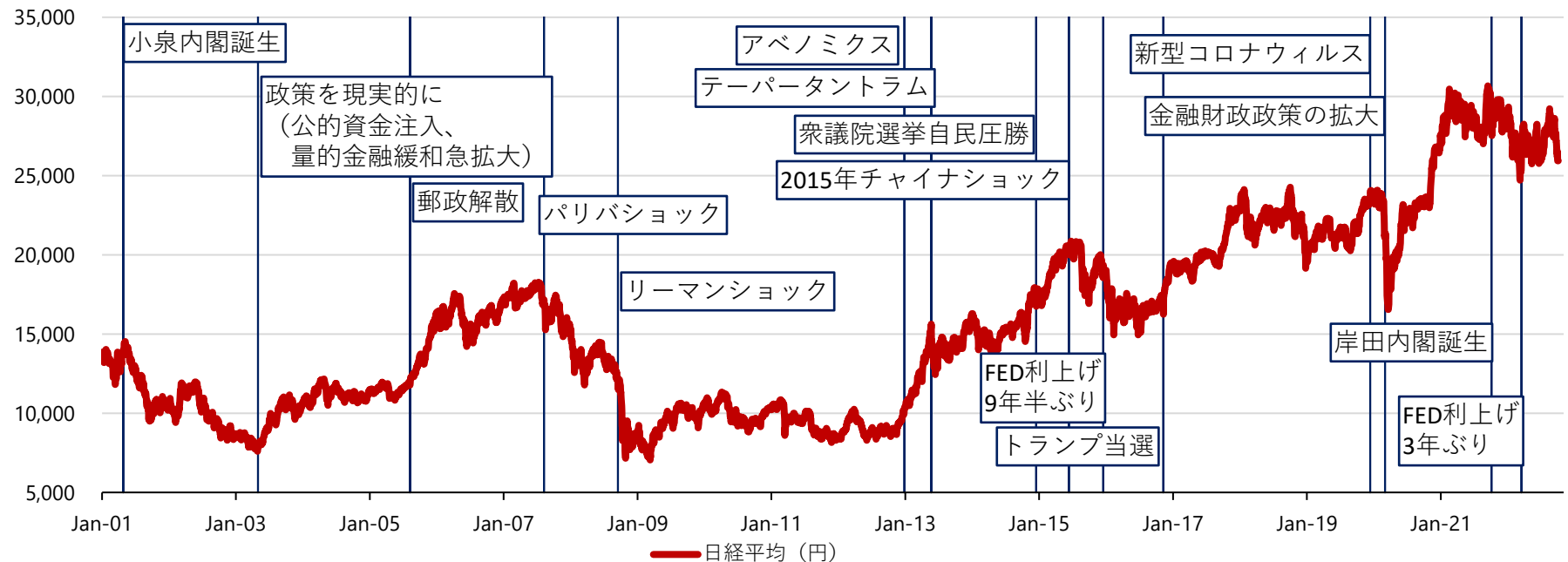
小泉内閣（新自由主義）

- 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、支出をとまなう改革と成長が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こり、株価が大きく上昇

<日経平均株価>



出所：Refinitiv、各種報道 作成：岡三証券

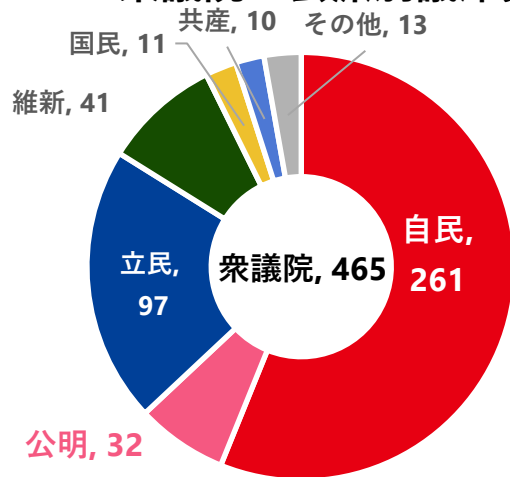
自民党内の主導権が財政緊縮路線から拡大路線に

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

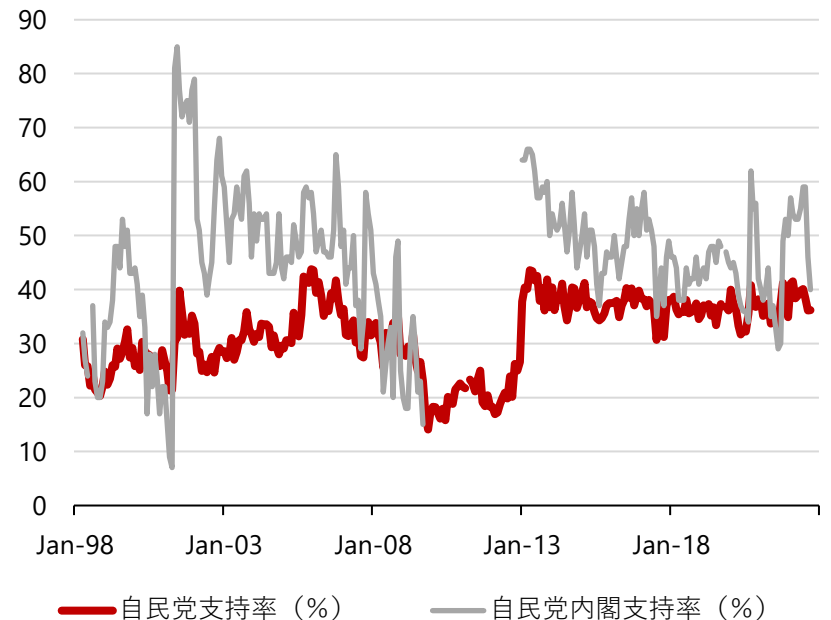
- ・ 財政拡大の力で、家計に所得を回すとともに、グリーンやデジタルを中心とした成長投資を拡大できるかに注目

- ・ 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

< 衆議院の会派別議席数 >



< 自民党、自民党内閣の支持率 >



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

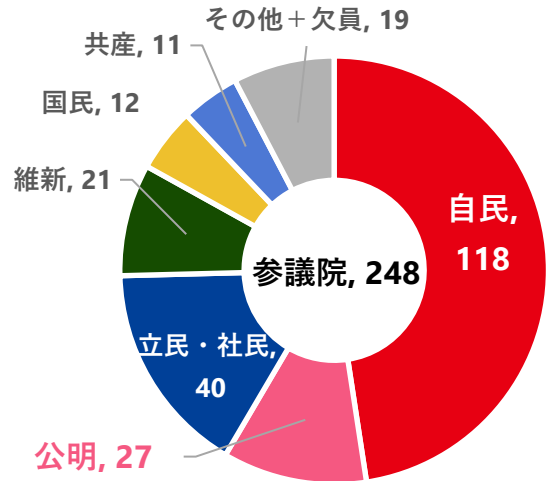
安定多数：全常任委員会で委員長を独占、全常任委員会で委員の半数を確保。
 絶対安定多数：全常任委員会で委員長を独占、全常任委員会で過半数の委員を確保。
 3分の2：憲法改正の発議が可能。

出所：NHK、衆議院、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

- ・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 >



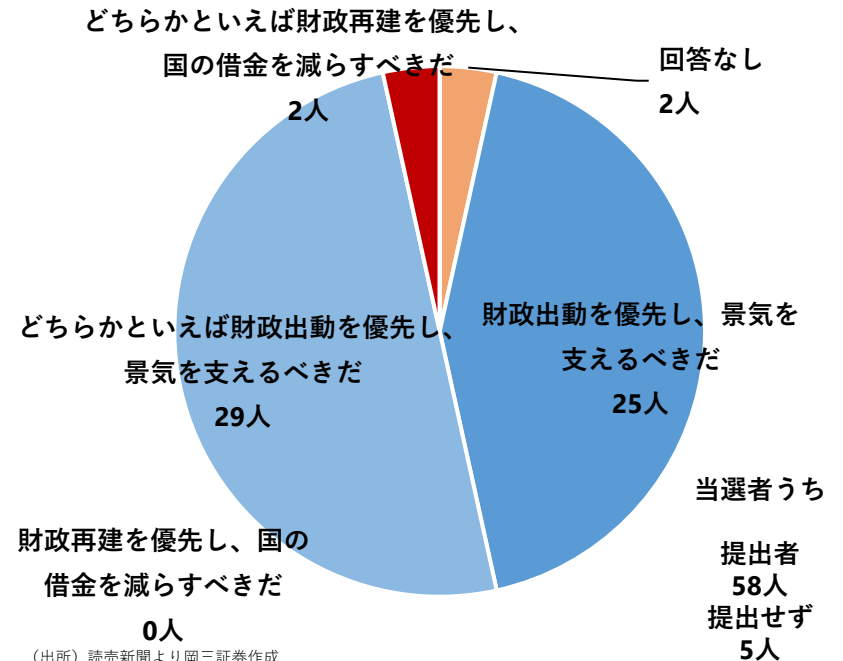
議席数	定数	過半数	安定多数	絶対安定多数	3分の2
参議院	248	125	131	149	166

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、岡三証券

< 自民党参院選当選者アンケート >

「政府の経済政策について、財政出動と財政再建のどちらを優先すべきだと思いますか」

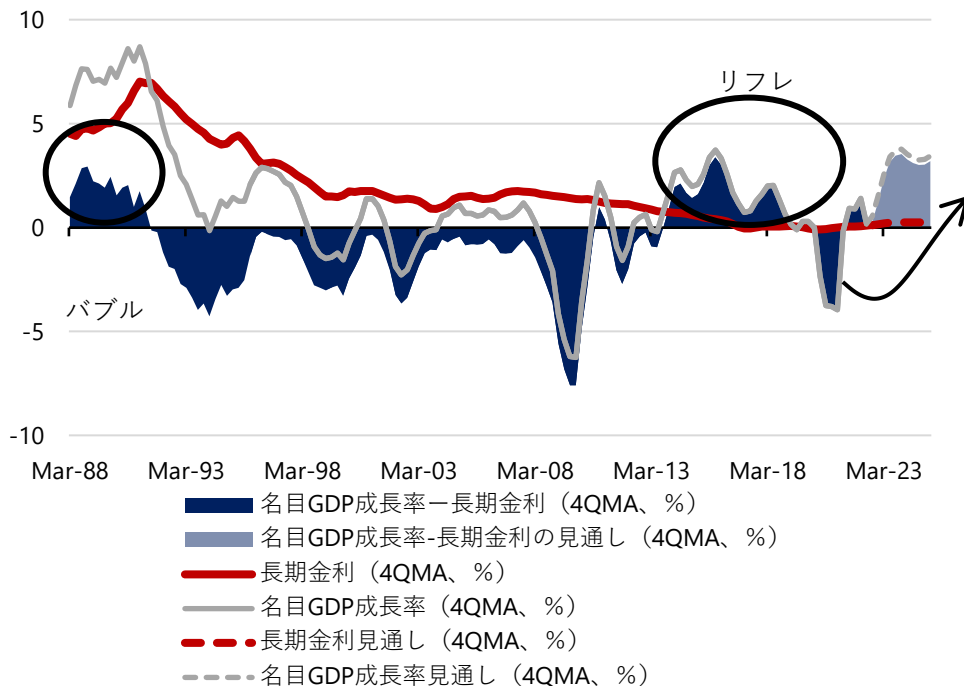


(出所) 読売新聞より岡三証券作成

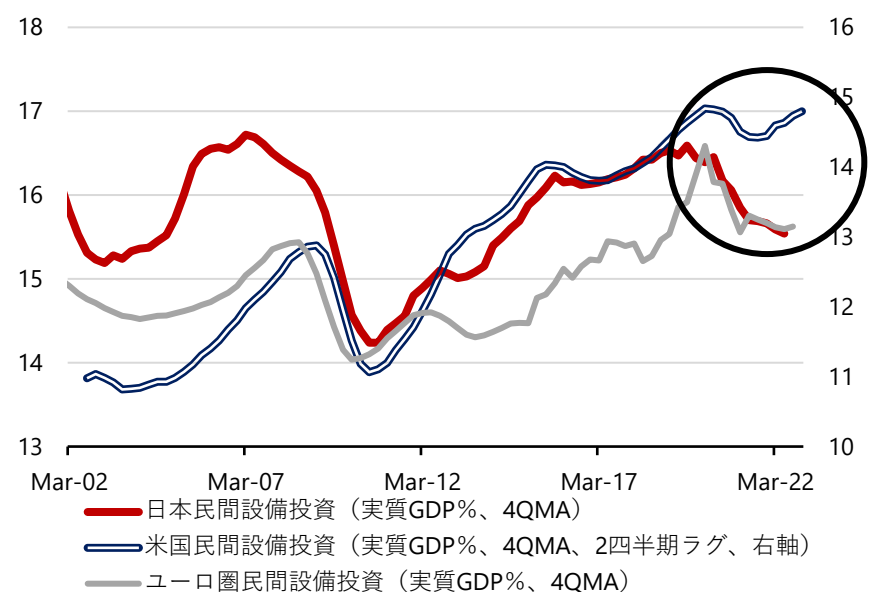
設備投資サイクルに二つの追い風

- ・ 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と政府の成長投資が追い風に
- ・ 日本の設備投資は米国に後れをとっており、国際競争力の維持の危機感がキャッチアップの力に

<名目GDP成長率と長期金利のスプレッド>



<日・米・ユーロ圏の民間設備投資GDP比>



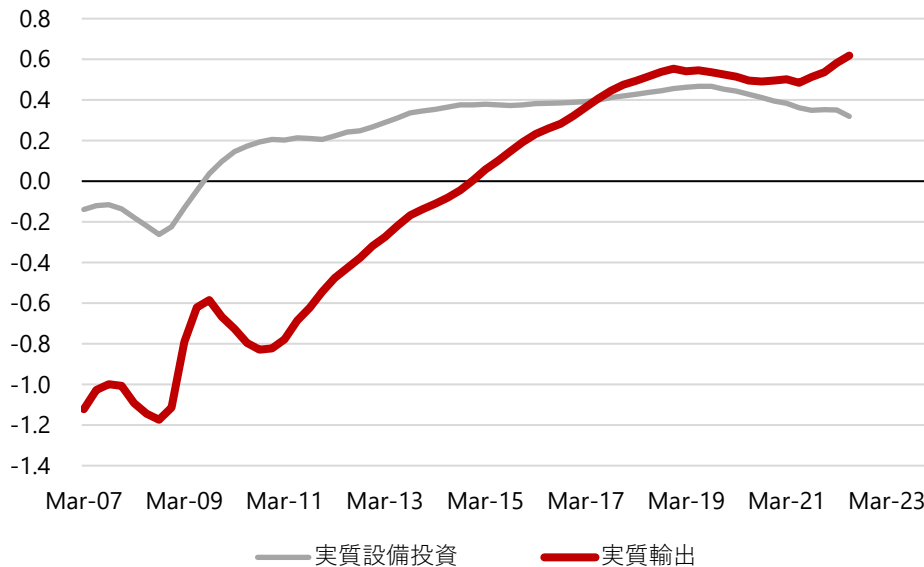
リフレの拡大均衡：名目成長率（膨張の力） > 長期金利（抑制の力） ⇒ 潜在成長率の上昇

出所：内閣府、Refinitiv、岡三証券

円安は日本経済にポジティブ

- ・ 輸出や設備投資、そしてGDPや総賃金のドル円に対する弾性値（1%の円安で、何%増加するのか）は、過去と比較して、十分に強い
- ・ 海外生産比率は上昇したが、海外需要の拡大は大きく、実質GDPに対する実質輸出の比率は過去最高
- ・ 国際競争力は維持され、輸入物価の上昇に対して、輸出価格の引き上げに成功

<ドル円の弾性値（設備投資、輸出）>



<実質輸出のGDP比率と輸出価格指数>



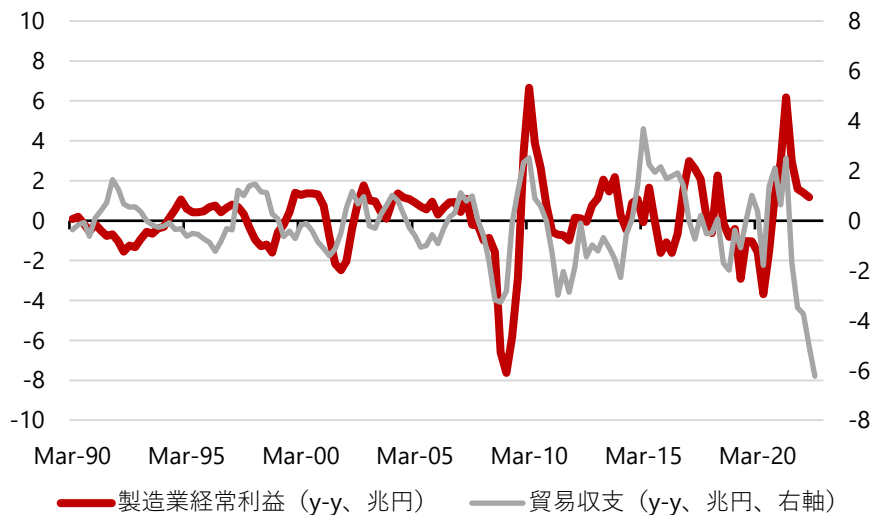
注：10年ローリング

出所：内閣府、日銀、Refinitiv、岡三証券

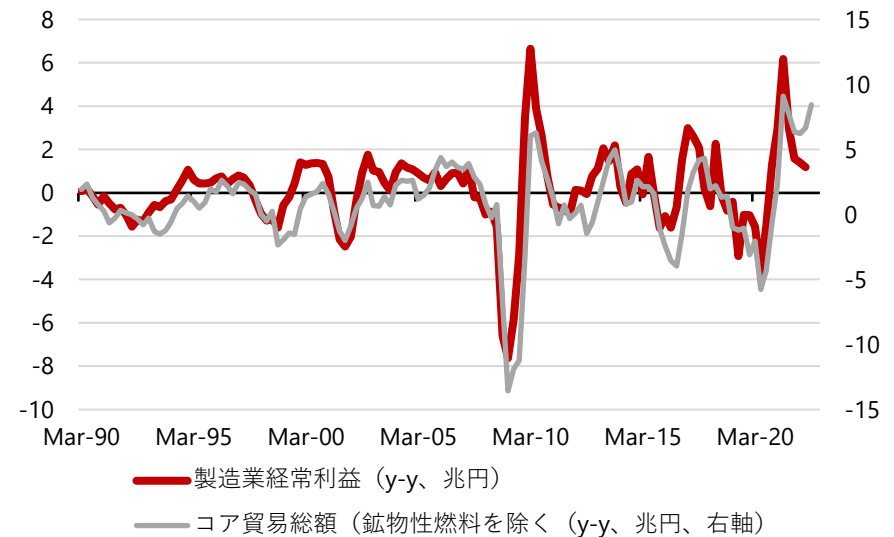
貿易収支の改善は企業収益の拡大に必要か？

- ・ 製造業経常利益と貿易収支（輸出－輸入）の相関関係はかなり弱いですが、コア貿易総額（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される
- ・ 企業収益の拡大にとっては、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、貿易協定の拡張は追い風である
- ・ 貿易収支ではなく、貿易総額との相関関係が強いことは、輸入物価上昇のコスト増に対して頑強で、製造業は競争力を維持できていることを示す

< 貿易収支と製造業経常利益 >



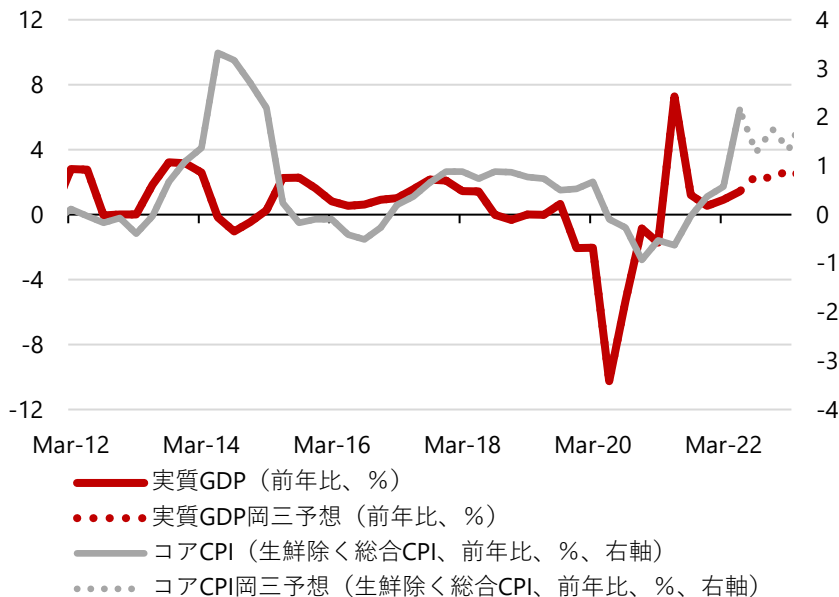
< コア貿易総額と製造業経常利益 >



日銀は2%の物価安定目標と金融緩和を堅持

- ・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、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・日銀のデフレ構造不況脱却に向けた連携の共同声明は岸田内閣でも維持
- ・緊縮財政から積極財政に転じることで、これまでより目標達成の可能性は高まる

<実質GDPとコアCPI>



<日銀政策委員の見通し>

日銀	実質GDP	(前年比%)	
		消費者物価指数 (生鮮食品を除く)	
2022年度	2.4 (2.9)	2.3	(1.9)
2023年度	2.0 (1.9)	1.4	(1.1)
2024年度	1.3 (1.1)	1.3	(1.1)

注：() 内は2022年4月時点の日銀見通し

<岡三証券の見通し>

岡三	(前年比%)	
	実質GDP	消費者物価指数 (生鮮食品を除く)
2022年度	2.2	2.1
2023年度	1.8	1.4
2024年度	2.5	1.7

<日銀政策委員のリスク判断>

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

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

注：() 内は2022年4月時点の日銀見通し

<OECDの見通し>

	(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	1.7	1.7
2022年	4.5	3.7	4.3	4.7	1.7	1.5
2023年	3.2	2.4	2.5	2.1	1.8	3.1

注：OECDは2022年6月時点の見通し

<IMFの見通し>

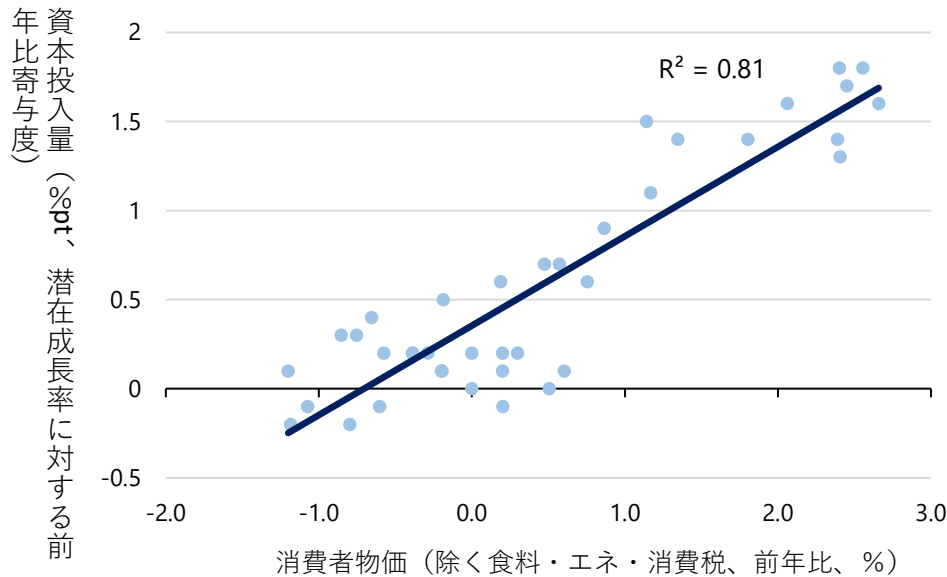
	(前年比%)					
	世界	米国	ユーロ圏	英国	日本	日本 岡三
2021年	6.0	5.7	5.2	7.4	1.7	1.7
2022年	3.2	1.6	3.1	3.6	1.7	1.7
2023年	2.7	1.0	0.5	0.3	1.6	2.1

注：IMFは2022年10月時点の見通し

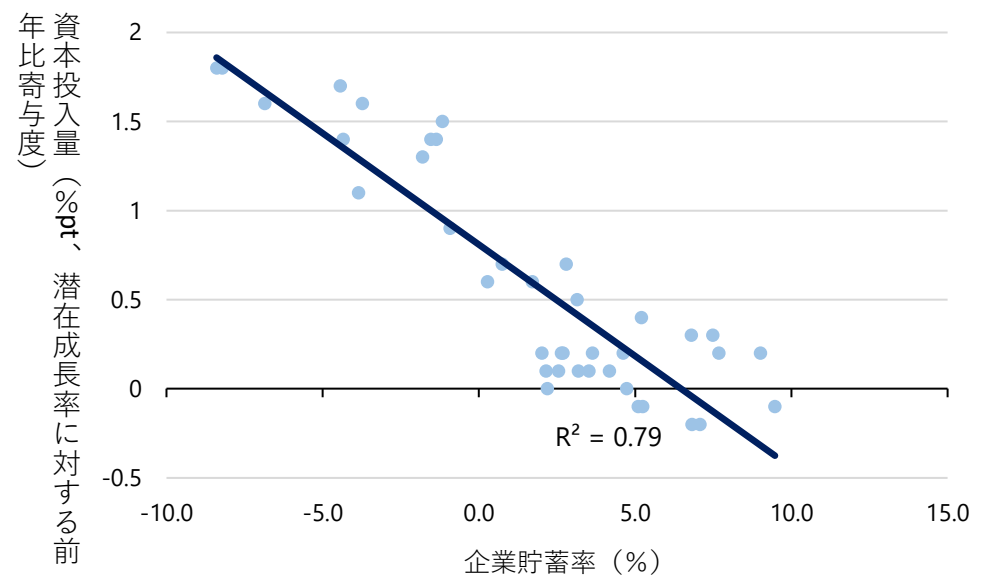
資本蓄積の拡大が物価上昇圧力に

- ・ 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
- ・ 2%の持続的な物価上昇には、インフレ期待の上昇とともに、1%程度の資本蓄積が必要なようだ
- ・ 企業貯蓄率は—2%程度まで低下し、総需要を破壊する力が拡大する力に変化する必要がある

< 資本投入量と消費者物価（除く食料・エネ・消費税） >



< 資本投入量と企業貯蓄率 >



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

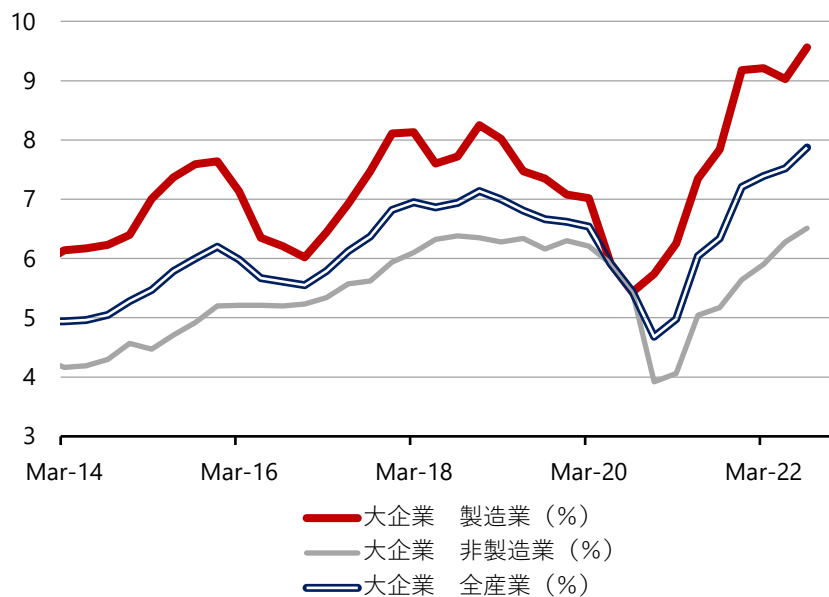
注：インフレ期待の上昇は定数を上昇させる

出所：内閣府、総務省、岡三証券

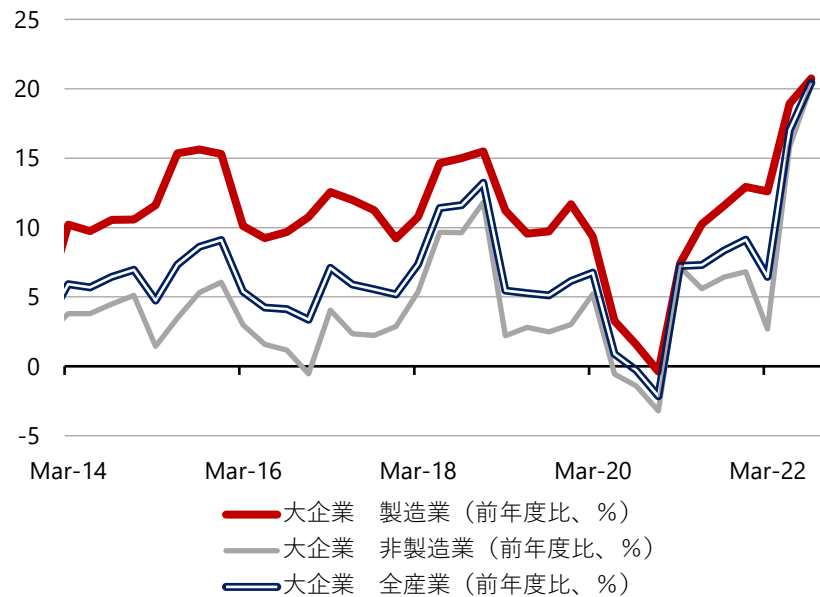
企業の利益率と設備投資の計画は強い

- ・ 景気循環をうまく表す売上高経常利益率計画は堅調で、過去最高水準
- ・ 設備投資計画の上振れが確認できる
- ・ ①円安と経済安全保障、②内需の拡大、③政府の成長投資、④高利益体質への変化が設備投資の拡大を促進

< 売上高経常利益率計画 >



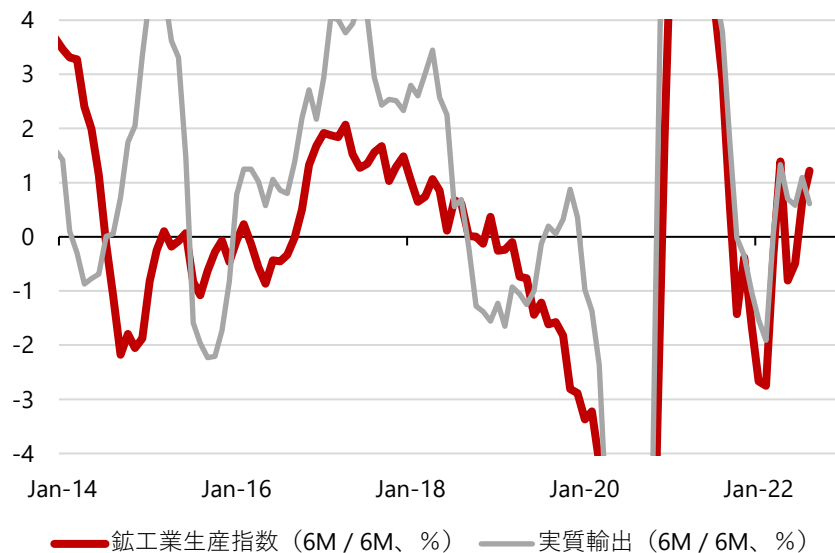
< 設備投資 (含む土地投資) >



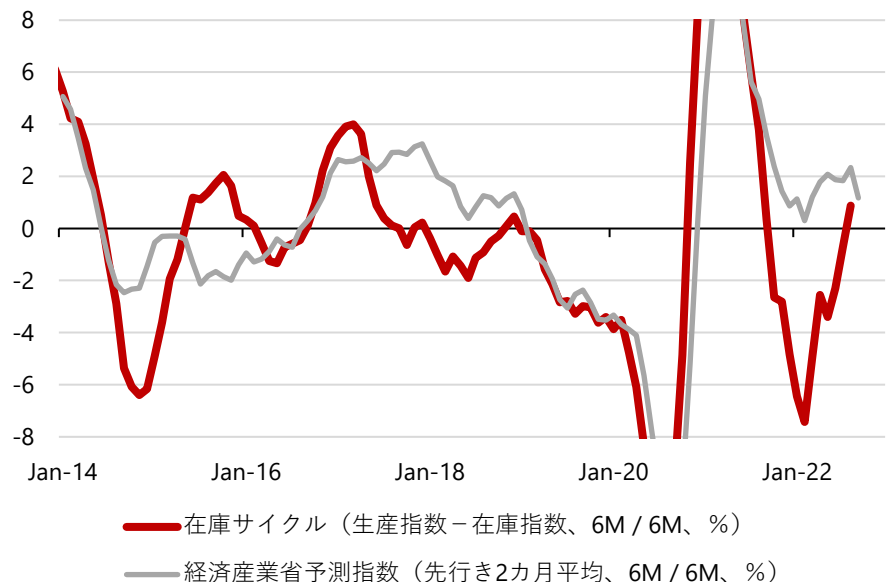
生産と在庫サイクル

- ・ 生産・在庫サイクルは好転し、生産者の生産計画はまだ堅調である
- ・ FEDの利上げの継続で、米国経済が大きく減速し、外需の下振れが、生産・在庫循環を悪化させるリスクがある
- ・ 外需の減速に対して、内需の回復で景気の上向きの動きを確かなものとするため、秋の臨時国会で、景気回復促進策、コスト増加に対する家計・企業支援策、そしてグリーン・デジタル・先端科学技術などを中心とする成長投資を含む、大規模な経済対策を実施するとみられる

<生産と実質輸出>



<在庫サイクルと生産予測指数>



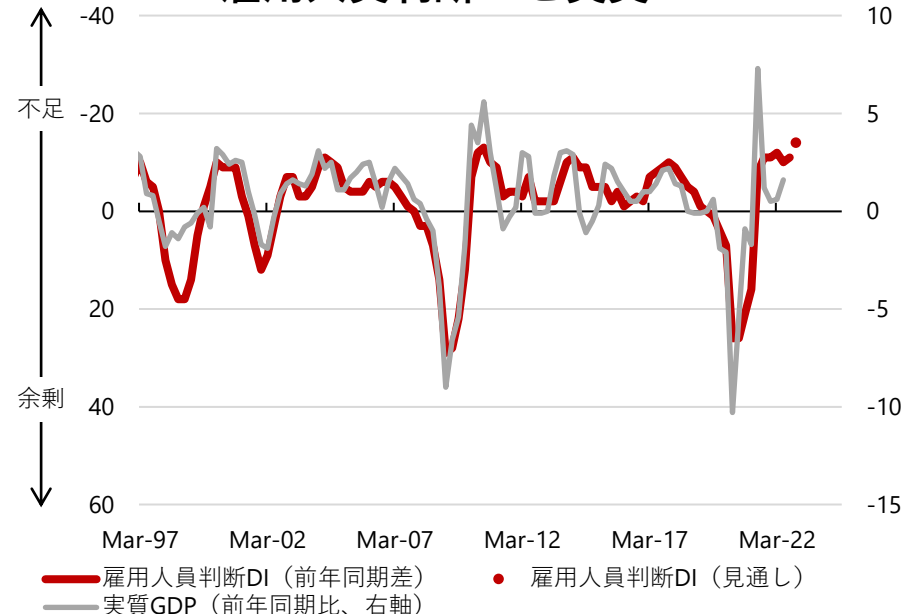
総賃金拡大には財政拡大による高圧経済が必要

- ・デフレ構造不況脱却には、3%超の持続的な総賃金の拡大が必要
- ・中小企業貸出態度DI = +20、企業貯蓄率 = -2%で、総賃金は3%程度拡大するため、雇用不足感を徐々に強める高圧経済が必要
- ・雇用人員判断DIの変化は、実質GDPの動きをうまくとらえていて、持続的な景気回復が確認され、財政拡大による高圧経済が人手不足感を強くし、強い賃金上昇につながる

< 総賃金 >



< 雇用人員判断DIと実質GDP >

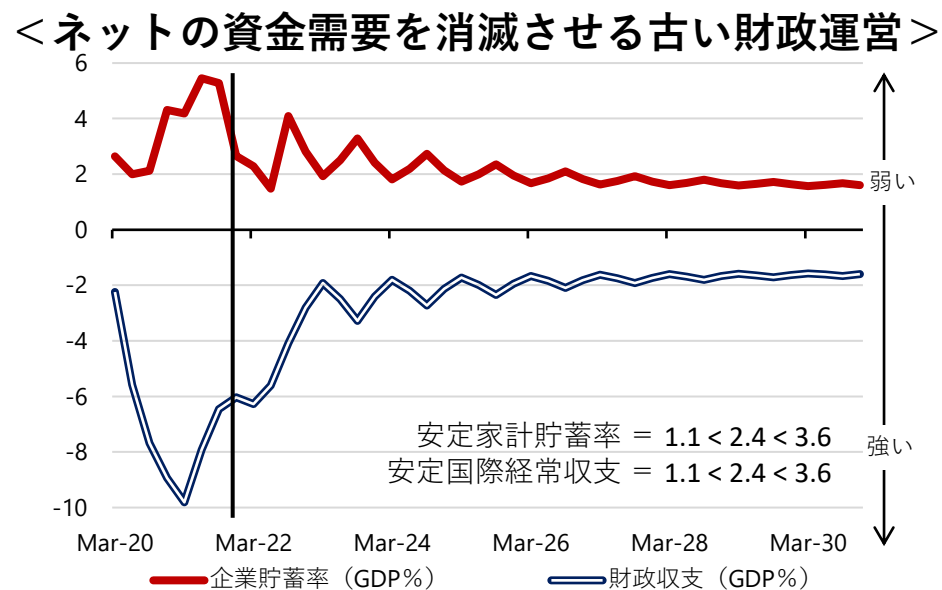
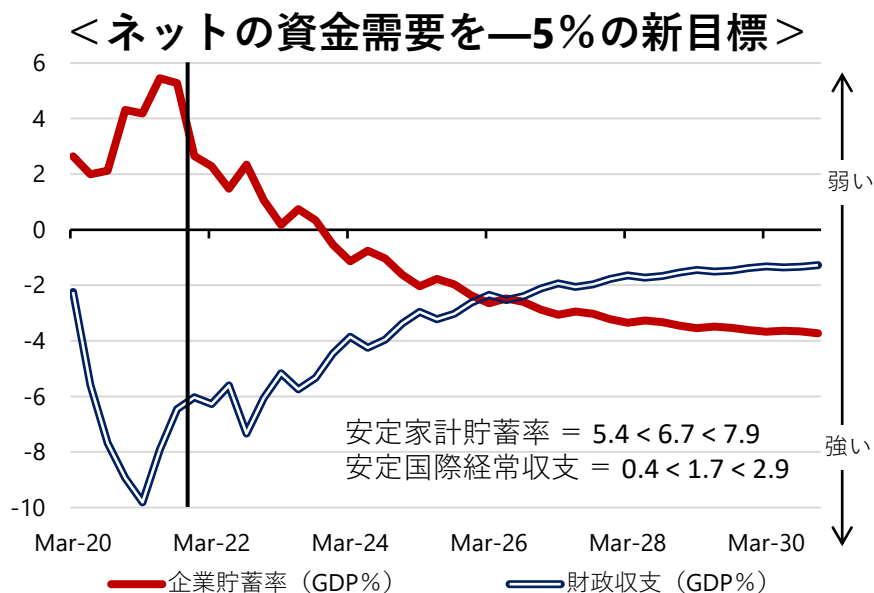


$$\begin{aligned} \text{総賃金 (前年同期比\%)} &= 0.79 + 0.087 \text{ 中小企業貸出態度DI} - 0.085 \text{ 雇用判断DI (前年差)} - 0.23 \text{ 企業貯蓄率} \\ &\quad + 1.1 \text{ アップダミー (推計誤差が1標準偏差を上回った場合に1)} \\ &\quad - 1.5 \text{ ダウンダミー (推計誤差が1標準偏差を下回った場合に1)} ; R^2 = 0.89 \end{aligned}$$

出所：内閣府、日銀、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-5%に誘導する積極財政を以て、企業貯蓄率はマイナスに正常化し、デフレ構造不況から脱却できる
- ・ 貯蓄投資バランスでは、国際經常収支は黒字が維持される
- ・ 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まで、家計に所得は回らず、デフレ構造不況からの脱却には失敗



$$\text{企業貯蓄率} = 2.1 + 0.35 \text{ ネットの資金需要} - 0.082 \text{ 日銀短観中小企業貸出態度DI (4QMA)} + 0.68 \text{ 企業貯蓄率 (4ラグ)} + 2.8 \text{ アップダミー} - 2.0 \text{ ダウンダミー}; R^2=0.97$$

$$\text{家計貯蓄率} = 2.9 - 0.72 \text{ ネットの資金需要} + 0.16 \text{ 家計貯蓄率 (4ラグ、高齢化比率のトレンド)} - 0.18 \text{ 鉱物性燃料輸入 (GDP\%、季節調整)} + 1.2 \text{ アップダミー} - 1.3 \text{ ダウンダミー}; R^2=0.98$$

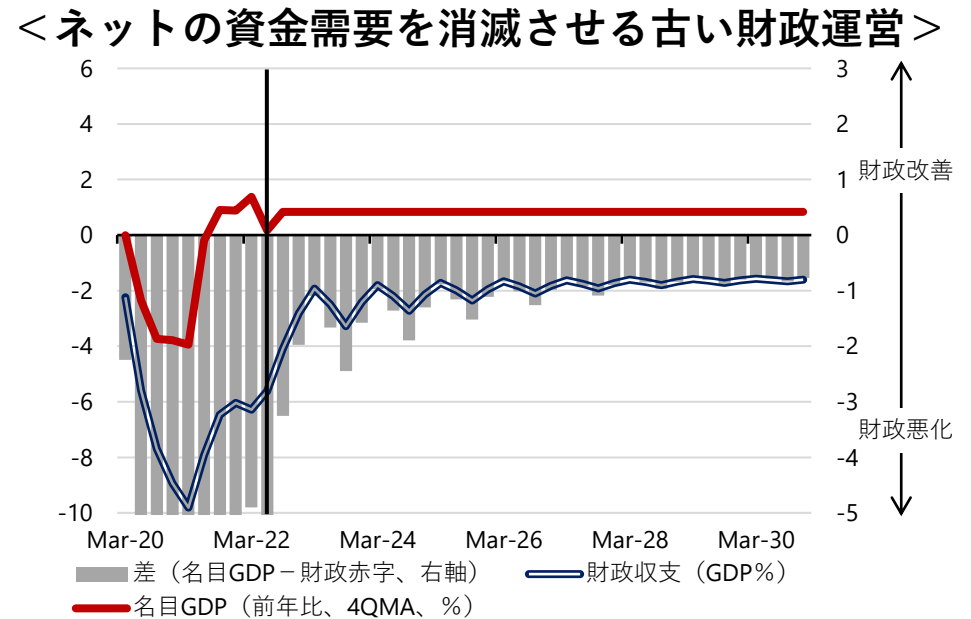
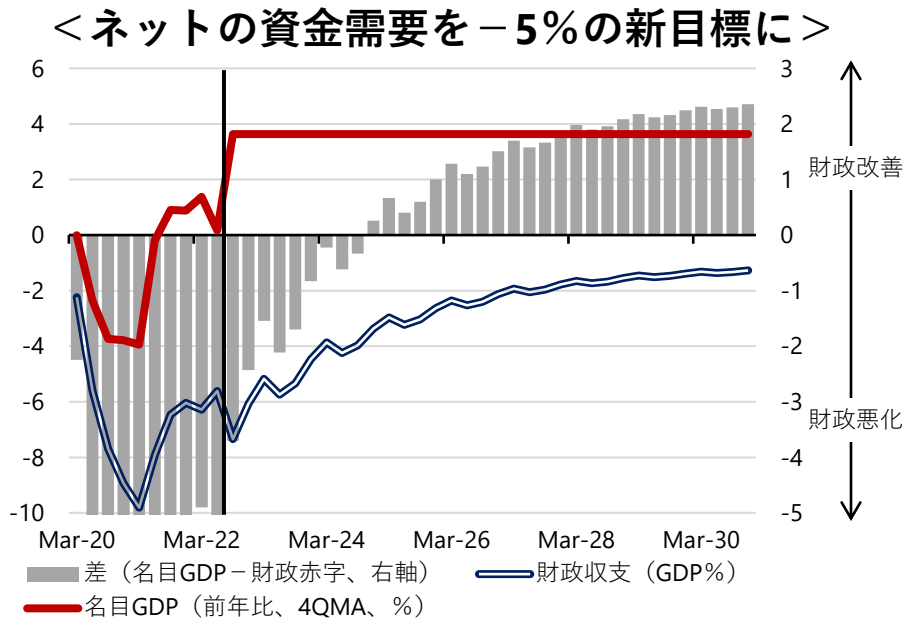
注：日銀短観中小企業貸出態度DIの先行きは+20で固定(強い信用サイクルが維持)

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。安定国際經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、岡三証券

ネットの資金需要の拡大で財政状況は改善

- ・積極財政でネットの資金需要を-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、財政状況は大きく改善
- ・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、財政状況は大きく改善しない
- ・緊縮財政 = 財政再建ではないことが明らか

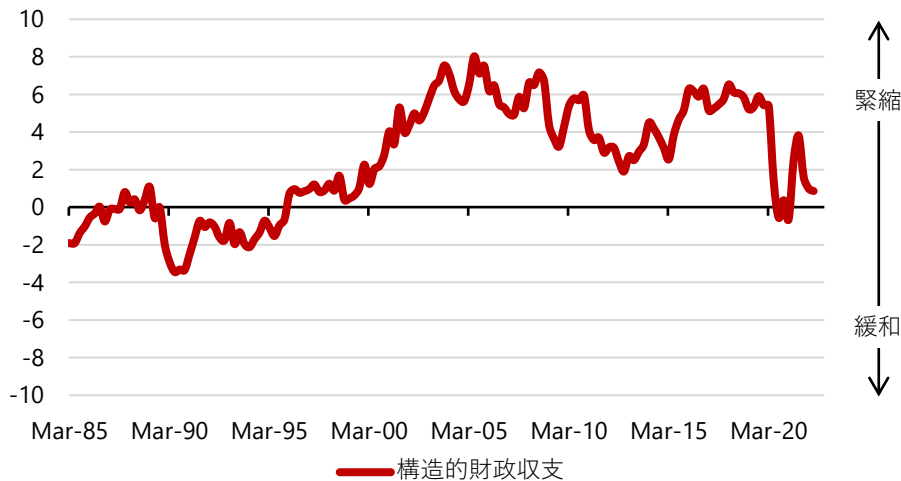


$$\text{名目GDP (前年比、4QMA)} = -0.27 - 0.31 \text{ ネットの資金需要} + 0.11 \text{ 日銀短観中小企業貸出態度DI (4QMA)} + 3.5 \text{ アップダミー} - 5.0 \text{ ダウンダミー}; R^2=0.82$$

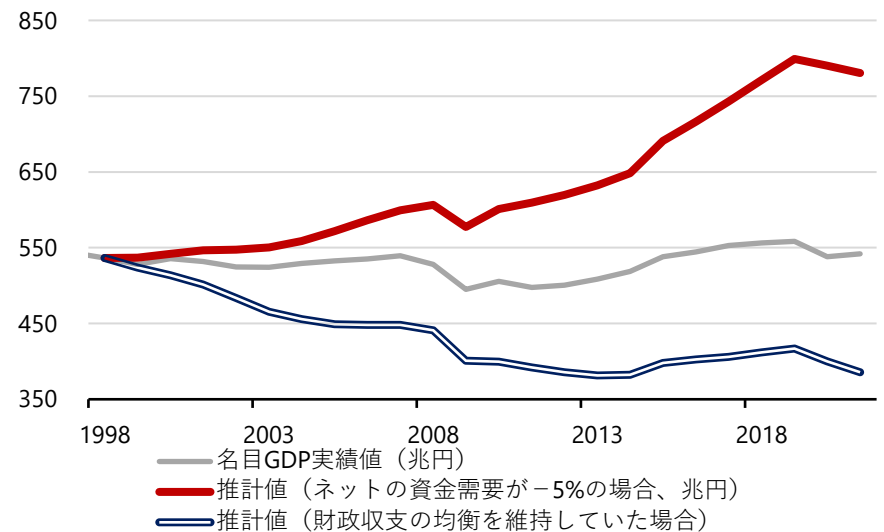
構造的財政収支を日本の新しい財政規律の目安に

- ・ 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
- ・ 構造的財政収支を均衡させることは、ネットの資金需要を-5%の新目標に誘導することと同意
- ・ 緊縮財政で、ネットの資金需要を消滅させたことによって、国力が衰退した

<日本の構造的財政収支と景気による財政収支>



<ネットの資金需要の消滅で国力が失われた>



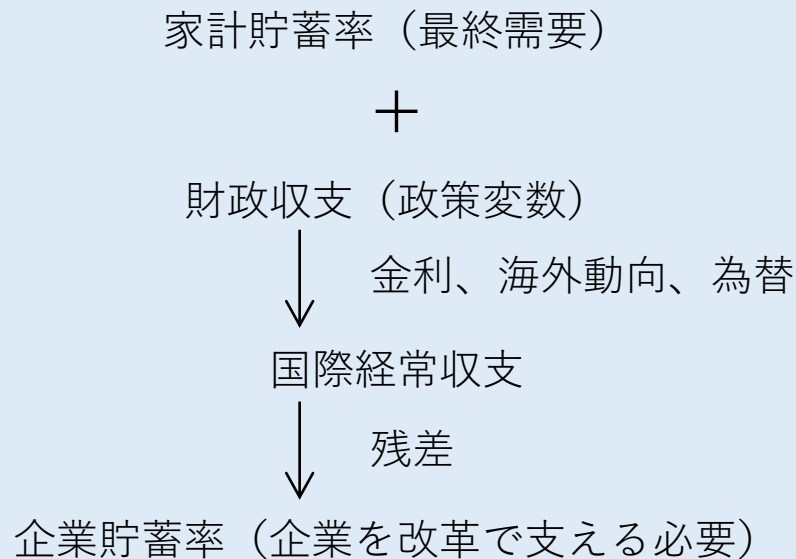
構造的財政収支 = ネットの資金需要（企業貯蓄率 + 財政収支） - 財政定数（-5% = ネットの資金需要の新目標）

財政収支 = 構造的財政収支 + 景気による財政収支

インフレとデフレは因果関係と処方箋が逆

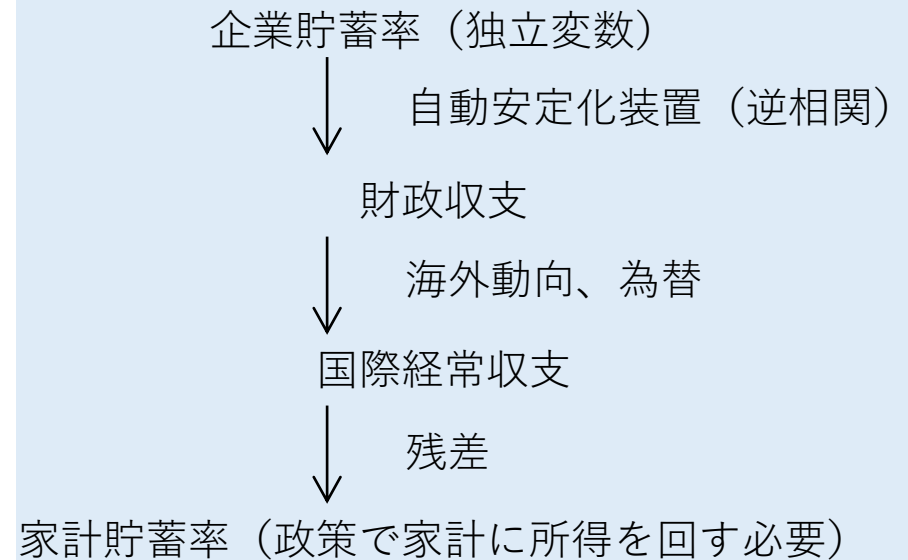
- ・家計貯蓄率、企業貯蓄率、財政収支、国際経常収支の同時決定が主流派経済学の認識だが、一方向の因果関係がかなり強くなるのが、経済の構造問題の原因
- ・家計貯蓄率と財政収支から企業貯蓄率への因果関係がかなり強くなれば、需要超過で、インフレが構造的な問題に
- ・企業貯蓄率と財政収支から家計貯蓄率への因果関係がかなり強くなれば、需要不足で、デフレが構造的な問題に

<インフレ構造問題の因果関係の方向>



新自由主義の処方箋

<デフレ構造問題の因果関係の方向>



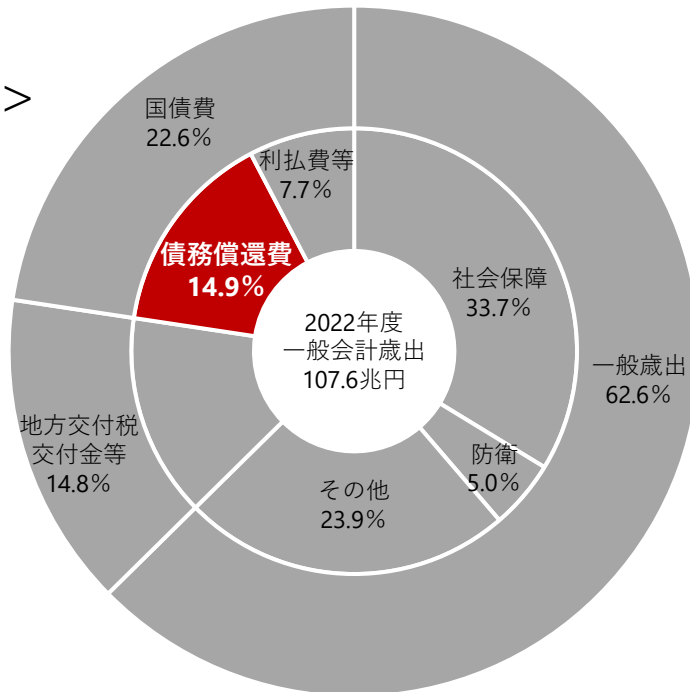
新しい資本主義の処方箋

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

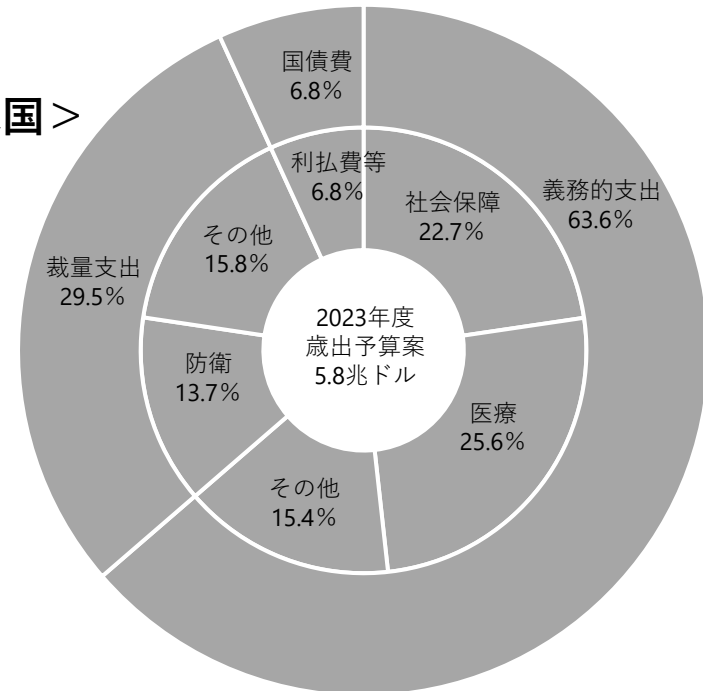
国債は事実上永続的に借り換えされていく

- ・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
- ・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されていくため、予算の歳出に償還費はない

<日本>



<米国>

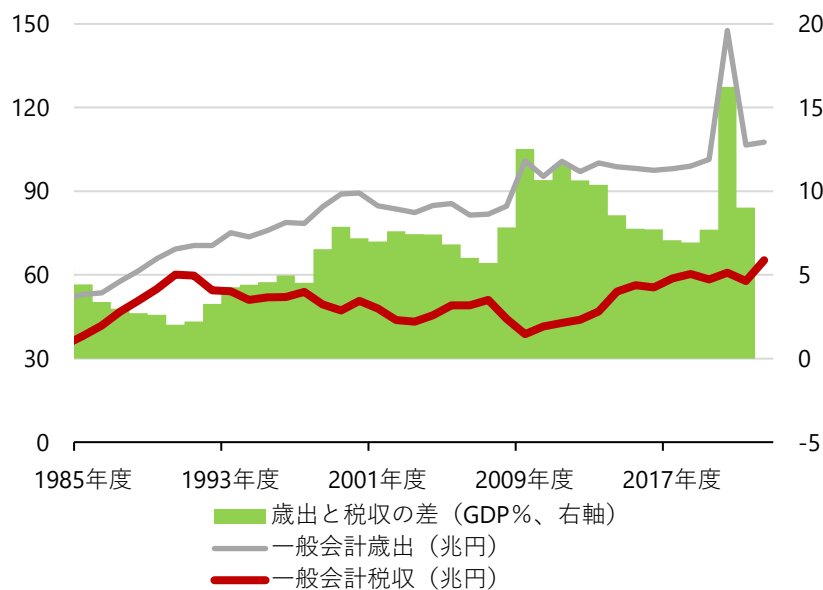


※日本の当初予算ベースの利払費等は、多めに見積もられる傾向（2022年度の長期金利の想定は1.1%）

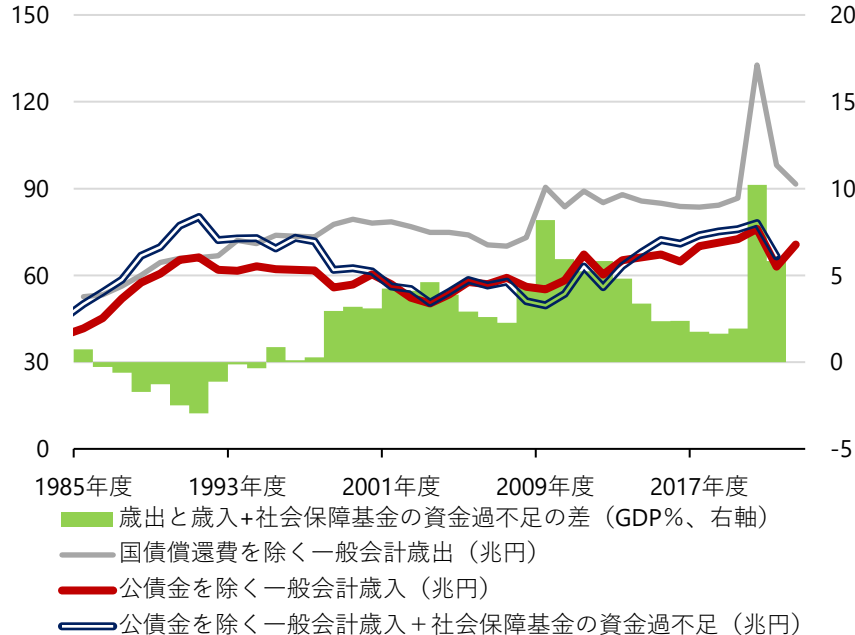
ワニはいませんでした（国債60年償還ルールによる幻覚）

- ・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
- ・財政赤字の状態で、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
- ・60年償還ルールを撤廃すれば、歳出の15%程度を占める債務償還費はなくなり、歳出構造の硬直化による切迫感がポリシーメーカーの選択肢を狭めることがなくなる

＜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＞



注：「国債返済を予算外 一時検討 会計分け単年度収支明瞭に 財務省」 朝日新聞 2020年2月18日 URL: <https://www.asahi.com/articles/DA3S14369120.html>

出所：財務省、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。

・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)	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022
税収	60.4	58.4	60.8	63.9	65.2
その他収入	5.4	7.4	7.4	13.1	5.4
公債金	19.7	21.9	93.6	48.7	20.9
社会保険料	54.3	55.2	57.9	54.0	61.1
合計	139.8	143.0	219.8	179.6	152.7

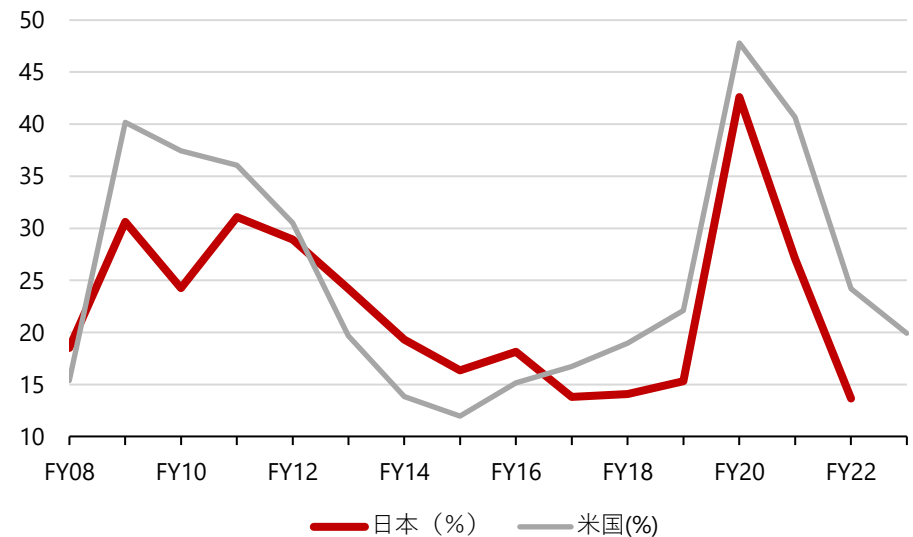
歳出 (兆円)

基礎的財政収支対象経費	76.4	79.1	125.3	117.9	83.3
社会保障関係費	32.6	33.5	43.0	47.0	36.3
防衛費	5.5	5.6	5.5	6.1	5.4
その他	38.4	40.0	76.8	64.9	41.6
特別会計社会保障費	54.3	55.2	57.9	54.0	61.1
利払い費	7.8	7.6	7.8	7.3	8.3
合計	138.6	142.0	190.9	179.2	152.7

グローバル版国債依存度 (%) **14.1** **15.3** **42.6** **27.1** **13.7**

日本版国債依存度 (%) **23.0** **25.0** **57.8** **38.7** **22.8**

<グローバル版国債依存度>



内閣府は中長期の経済財政試算で企業貯蓄率を公表すべき

- 内閣府の中長期の経済財政に関する試算では、民間貯蓄率（家計貯蓄率＋企業貯蓄率）は公表されているが、その配分は、モデルには存在するが公表されていない
- 企業貯蓄率が公表されて、ネットの資金需要（企業貯蓄率＋財政収支）が試算できれば、財政政策の指針（緩和・緊縮）として、ネットの資金需要を前もって位置づけることができるようになる
- 成長実現ケースでも、財政収支が改善するとともに、民間貯蓄率は低下していて、民間から政府が所得を吸収してしまう形になっているため、カレンダーベースのプライマリーバランス黒字化目標は弊害

<成長実現ケース>

(%)

年度	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
名目GDP成長率	-3.9	1.2	2.1	2.2	3.4	3.7	3.7	3.3	3.3	3.2	3.1	3.1
潜在成長率	0.5	0.5	0.8	1.0	1.2	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7
消費者物価	-0.2	0.1	2.6	1.7	1.4	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
名目長期金利	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.8	1.5	2.0	2.4	2.8
部門別収支												
一般政府	-10.0	-4.9	-7.5	-1.5	-0.2	0.6	1.1	1.5	1.7	1.8	1.8	1.8
民間	13.1	7.2	8.8	3.2	2.3	2.2	2.3	1.9	1.6	1.4	1.2	1.2
海外	-3.0	-2.3	-1.3	-1.7	-2.1	-2.8	-3.4	-3.3	-3.2	-3.2	-3.1	-3.0
基礎的財政収支（対名目GDP比）	-9.1	-5.3	-7.3	-1.9	-0.7	-0.1	0.3	0.6	0.8	1.0	1.2	1.4

<ベースラインケース>

(%)

年度	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
名目GDP成長率	-3.9	1.2	2.1	2.2	1.2	1.5	1.2	1.0	0.9	0.7	0.6	0.5
潜在成長率	0.5	0.5	0.8	1.0	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
消費者物価	-0.2	0.1	2.6	1.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
名目長期金利	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.5	0.8
部門別収支												
一般政府	-10.0	-4.9	-7.5	-1.5	-1.0	-0.6	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2
民間	13.1	7.2	8.8	3.2	3.1	3.5	3.1	3.1	3.1	2.9	3.0	2.9
海外	-3.0	-2.3	-1.3	-1.7	-2.1	-2.9	3.0	3.0	3.0	-2.8	-2.8	-2.7
基礎的財政収支（対名目GDP比）	-9.1	-5.3	-7.3	-1.9	-1.3	-1.1	-0.7	-0.7	-0.7	-0.8	-0.8	-0.9

出所：内閣府、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%） 2022年1-3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	-262.3	-127.7	-77.3	308.0	12.4	-114.2	0.0	141.5
米国	-150.4	-121.4	158.3	409.8	-312.2	-134.6	0.0	36.5
ユーロ圏	-125.0	-66.5	4.0	161.2	-75.4	-23.3	0.0	101.3

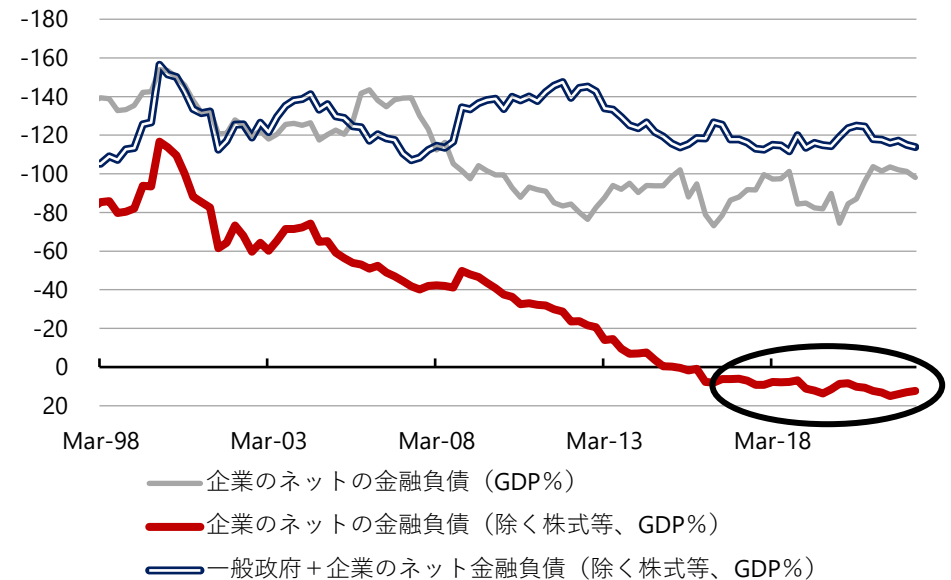
ストックのネット金融資産（対GDP%） 2016年10-12月期

	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	-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 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
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>

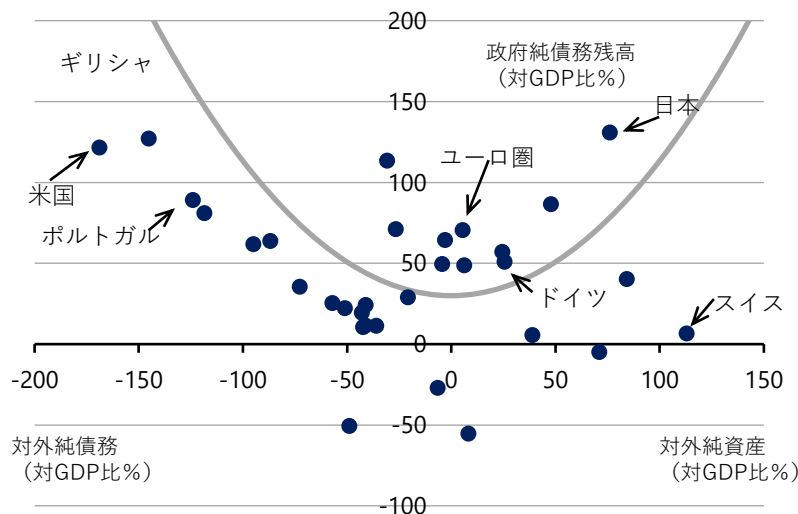


注：2004年以前は旧基準。2005Q1の新基準と旧基準の差で、2004年以前を段差調整。
 注：ネット金融資産 = 金融資産 - 金融負債。 時価評価ベース。
 出所：FRB、ECB、日銀、内閣府、CEIC、Refinitiv、岡三証券

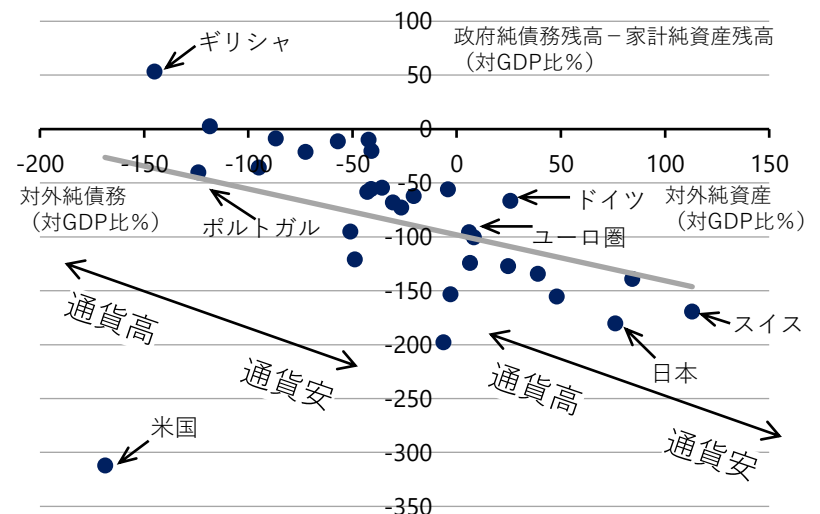
政府の債務のスマイルカーブ

- ・ 横軸に對外純資産をとり、縦軸に政府のネット債務残高をとれば、スマイル（U字型）になる
- ・ 日本は、對外純資産が大きく、政府のネット債務残高が大きい、右の方の極にいる
- ・ 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

＜政府純債務と對外純資産＞



＜家計純資産を考慮した政府純債務と對外純資産＞



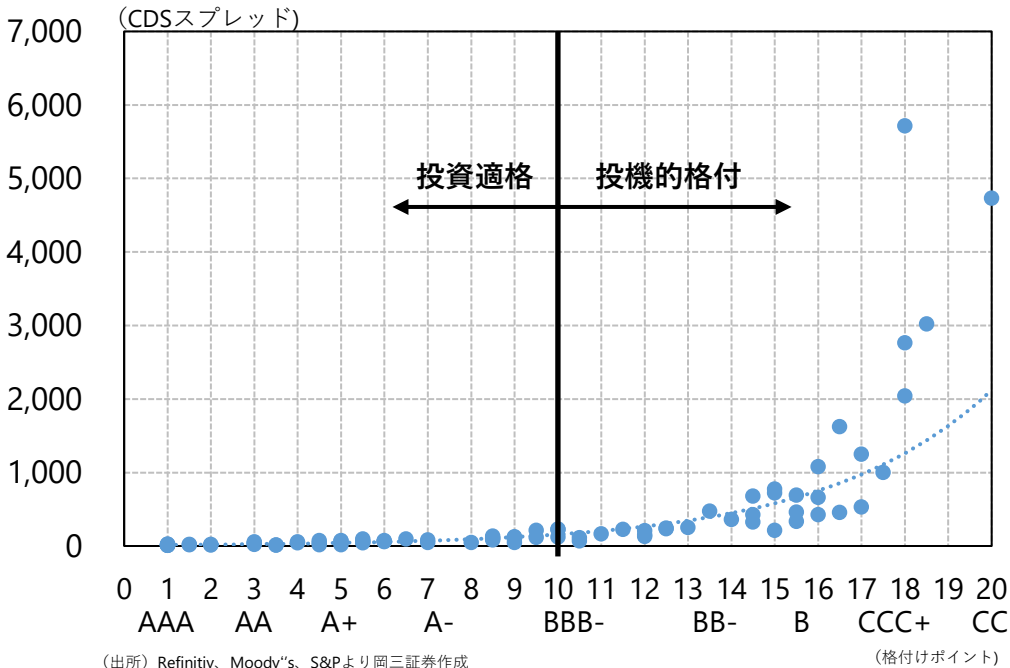
＜政府のネットの利払負担（2022年、GDP%）＞

イタリア	英国	米国	ポルトガル	スペイン	OECD全体	フランス	日本	ドイツ
3.4	2.8	2.2	2.0	1.9	1.5	1.4	0.4	0.4

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）インパクトを持つのは、投機的格付けになってから
- ・ 日本（A+）はソブリンCDS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+が適切な位置となり、他国との相対位置では、Aへの格下げのハードルは高い

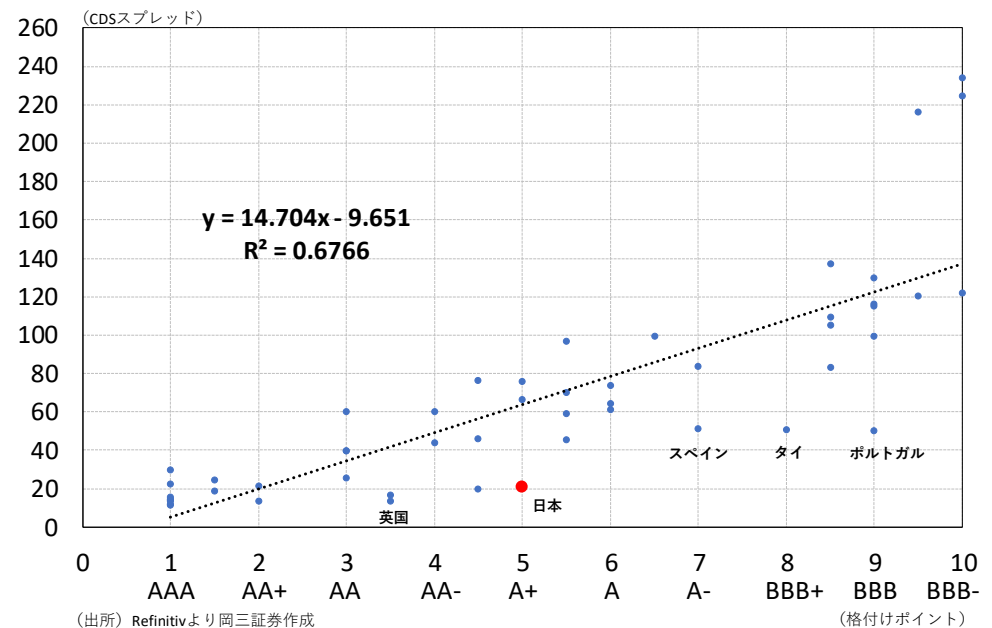
<CDSスプレッドと格付け>



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		

<CDSスプレッドと投資適格格付け国>



各国ネットの政府債務（対名目GDP、%）

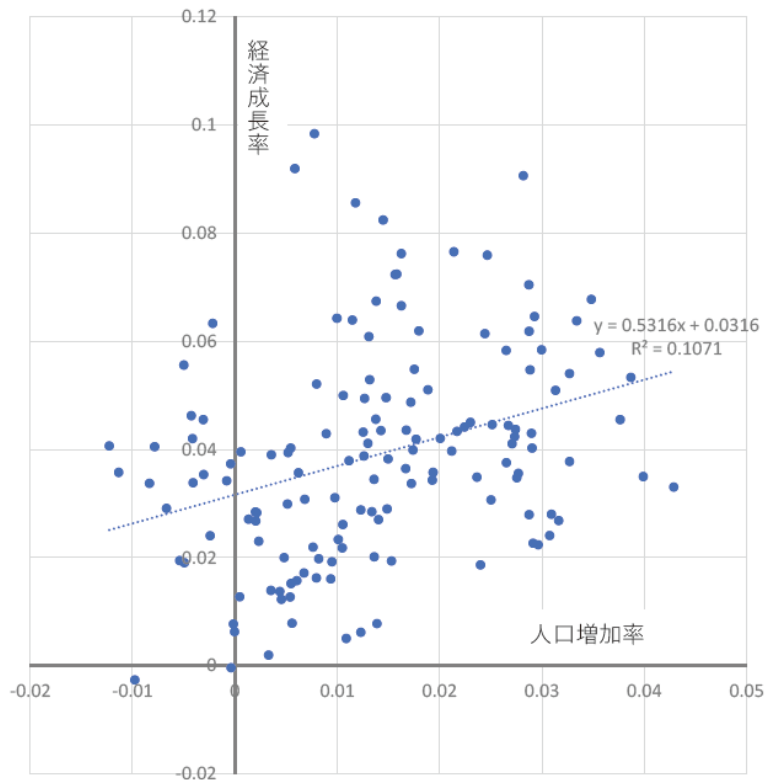
	フランス	ギリシャ	イタリア	日本	スペイン	英国	米国
2011	59	75	94	113	47	67	76
2021	87	167	144	132	107	105	99
差	28	93	50	19	60	38	23

(出所) OECDより岡三証券作成

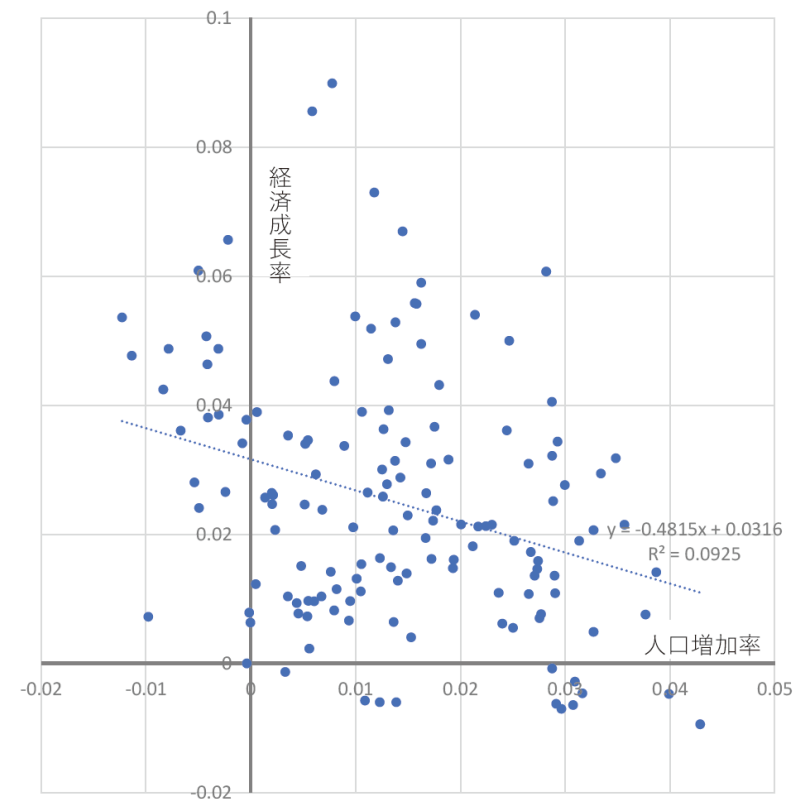
人口減少が経済成長に与える影響は小さい

- ・人口増加率と経済成長率には正の相関関係があるが、関係性は強くない。経済成長には人口以外の数多くの要因が介在する
- ・人口増加率がマイナスで、経済成長率や一人当たりGDPがマイナスなのは特殊なケースで、経済政策の失敗や、間違っただ悲観論による投資不足が原因であると考えられる

<人口増加率と経済成長>



<人口増加率と一人当たりGDP成長率>



出所：World Bank Data Base 注：2000～2018年PPPデータが得られる人口100万人以上の国（除くUAE）

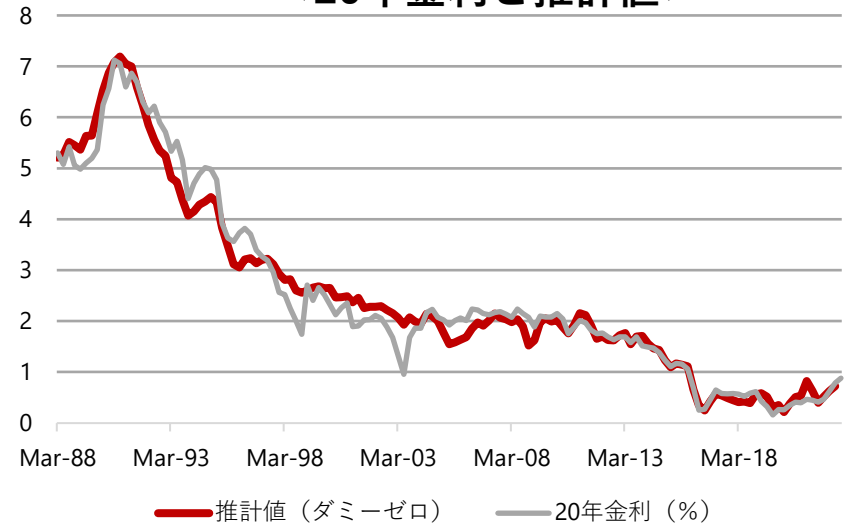
長期金利はこのように決まる

- ・ 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加からない
- ・ 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で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きたが、2022年4-6月期以降の連続指値オペで10年金利に対するYCCの抑制効果がより強くなり、20年金利に対するフラットニングの圧力が弱まった

<10年金利と推計値>



<20年金利と推計値>



$$\text{長期金利} = -0.34 + 0.48 \text{ コールレート} + 0.35 \text{ 米長期金利} + 0.44 \text{ 米10-30年金利差} - 0.062 \text{ ネットの資金需要} - 0.022 \text{ 日銀長期国債買入れGDP比} - 0.22 \text{ YCCダミー} - 0.33 \text{ 連続指値オペダミー} + 0.55 \text{ アップダミー} - 0.47 \text{ ダウンダミー}; R^2 = 0.99$$

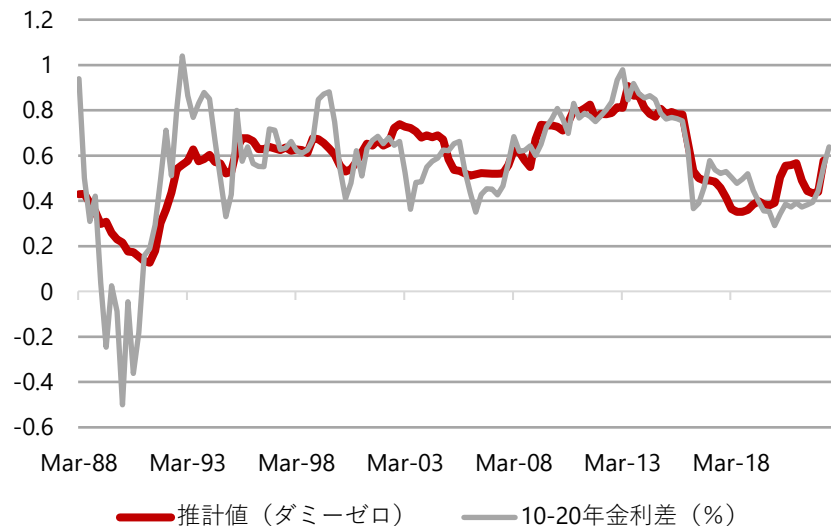
$$\text{20年金利} = 0.081 + 0.40 \text{ コールレート} + 0.37 \text{ 米長期金利} + 0.68 \text{ 米10-30年金利差} - 0.081 \text{ ネットの資金需要} - 0.015 \text{ 日銀長期国債買入れGDP比} - 0.48 \text{ YCCダミー} + 0.54 \text{ アップダミー} - 0.51 \text{ ダウンダミー}; R^2 = 0.99$$

出所：Refinitiv、岡三証券 注：YCCダミーは、16Q1が0.5、16Q2以降が1。連続指値オペダミーは、22Q2が0.25、22Q3以降が1。

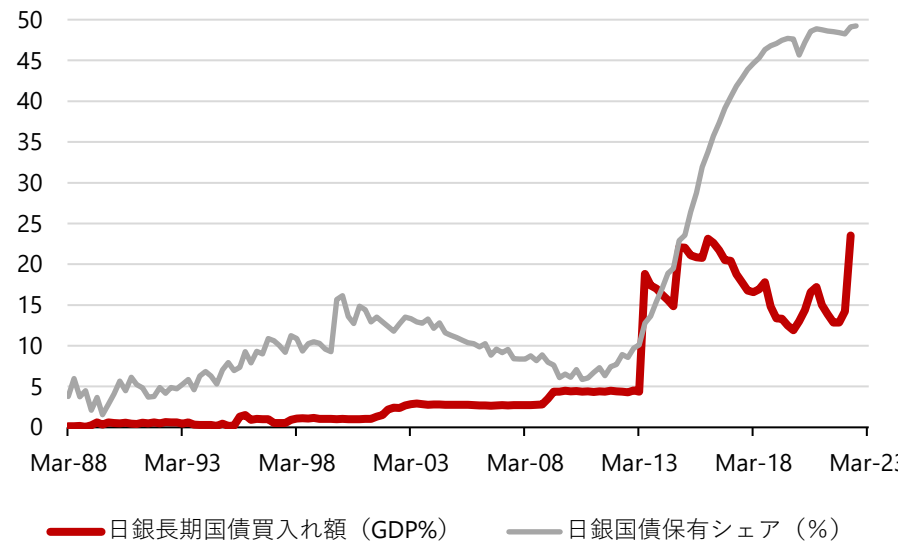
連続指値オペのステープニング圧力の計測

- 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ことができる
- 米金利の上昇、ネットの資金需要の増加、日銀長期国債買入れの増加はステープニング圧力となる
- 連続指値オペは、10年金利に集中して下押し圧力をかけるため、11bpのステープニング圧力に

<10-20年金利差と推計値>



<日銀の国債買入と国債保有シェア>



$$\begin{aligned}
 \text{10-20年金利差} = & 0.42 - 0.073 \text{ コールレート} + 0.018 \text{ 米長期金利} + 0.25 \text{ 米10-30年金利差} - 0.017 \text{ ネットの資金需要} \\
 & + 0.0068 \text{ 日銀長期国債買入れGDP比} - 0.26 \text{ YCCダミー} + 0.11 \text{ 連続指値オペダミー}
 \end{aligned}$$

注：YCCダミーは、16Q1が0.5、16Q2から22Q1が1。連続指値オペダミーは、22Q2 から1。

出所：Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券

20年金利が1%を超えるための条件

- ・ 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%程度に上昇し、米10-30年金利差が25bp程度であれば、日本の20年金利の推計値も1%程度まで上昇することになる
- ・ 長期金利の推計値は0.3%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25%pt程度まで引き上げなければならない
- ・ 20年金利が1%を超えるためには、YCCの上限レンジの引き上げが必要

<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	-0.6	-0.5	-0.4	-0.2	-0.1	0.0	0.1
	2.0	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	0.1	0.2	0.3
	2.5	-0.3	-0.1	0.0	0.1	0.2	0.4	0.5
	3.0	-0.1	0.0	0.2	0.3	0.4	0.5	0.7
	3.5	0.1	0.2	0.3	0.5	0.6	0.7	0.8
	4.0	0.3	0.4	0.5	0.6	0.8	0.9	1.0

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	50
米 10年 金利	1.5	0.3	0.2	0.0	-0.1	-0.2	-0.3	-0.4	-0.6	-0.8
	2.0	0.4	0.3	0.2	0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.4	-0.7
	2.5	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1	0.0	-0.3	-0.5
	3.0	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4	0.2	0.1	-0.1	-0.3
	3.5	1.0	0.9	0.8	0.6	0.5	0.4	0.3	0.1	-0.1
	4.0	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5	0.3	0.0

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4bp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	0.2	0.3	0.5	0.6	0.8
	2.0	0.0	0.2	0.3	0.5	0.7	0.8	1.0
	2.5	0.2	0.4	0.5	0.7	0.9	1.0	1.2
	3.0	0.4	0.6	0.7	0.9	1.0	1.2	1.4
	3.5	0.6	0.7	0.9	1.1	1.2	1.4	1.5
	4.0	0.8	0.9	1.1	1.2	1.4	1.6	1.7

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	50
米 10年 金利	1.5	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1	-0.1
	2.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3	0.1
	2.5	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6	0.5	0.3
	3.0	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8	0.6	0.5
	3.5	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0	0.8	0.7
	4.0	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2	1.0	0.9

注：ネットの資金需要は-5で固定

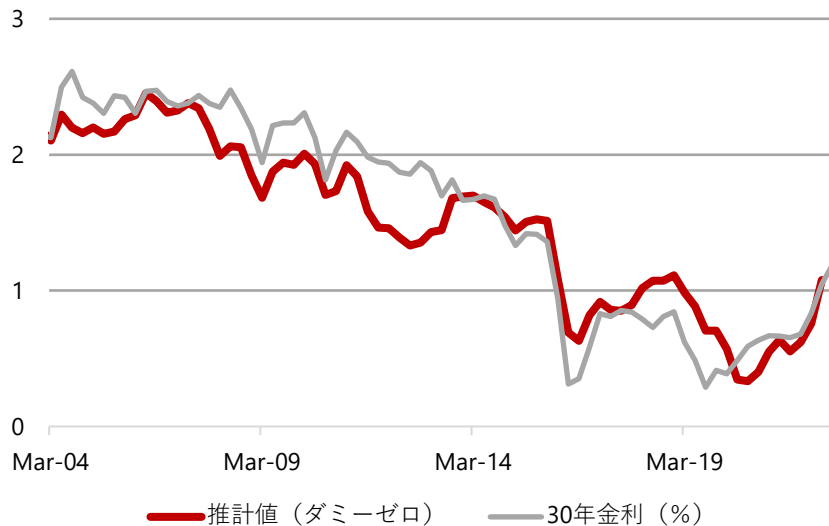
注：米10-30年金利差が10bp上がると、20年金利は7bp上がる

出所：Refinitiv、岡三証券

YCC解除を過度に織り込んだ30年金利

- ・ 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%程度に上昇すれば、米10-30年金利差が25bp程度であれば、日本の30年金利の推計値は1.0%程度となる
- ・ 1.25%程度に達したのは、日銀のYCC解除（32%程度の確率）を過度に織り込んでいたと考えられる
- ・ 日銀がYCC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

<30年金利の推計マトリクス>



$$\begin{aligned}
 \text{30年金利} &= 0.80 + 0.35 \text{ コールレート} + 0.33 \text{ 米長期金利} \\
 &+ 0.27 \text{ 米10-30年金利差} - 0.048 \text{ ネットの資金需要} \\
 &- 0.016 \text{ 日銀長期国債買入れGDP比} - 0.68 \text{ YCCダミー} \\
 &+ 0.19 \text{ アップダミー} - 0.19 \text{ ダウンダミー}; R^2 = 0.99
 \end{aligned}$$

注：YCCダミーは、16Q1が0.5、16Q2以降が1

<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	0.1	0.2	0.3	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	1.0
2.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1
3.0	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3
3.5	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5
4.0	1.1	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6

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	50
米10年金利 1.0	0.7	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3	0.1	-0.1
1.5	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3	0.1
2.0	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	0.4	0.3
2.5	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6	0.4
3.0	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9	0.7	0.6
3.5	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1	0.9	0.7
4.0	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	0.9

注：ネットの資金需要は-5で固定

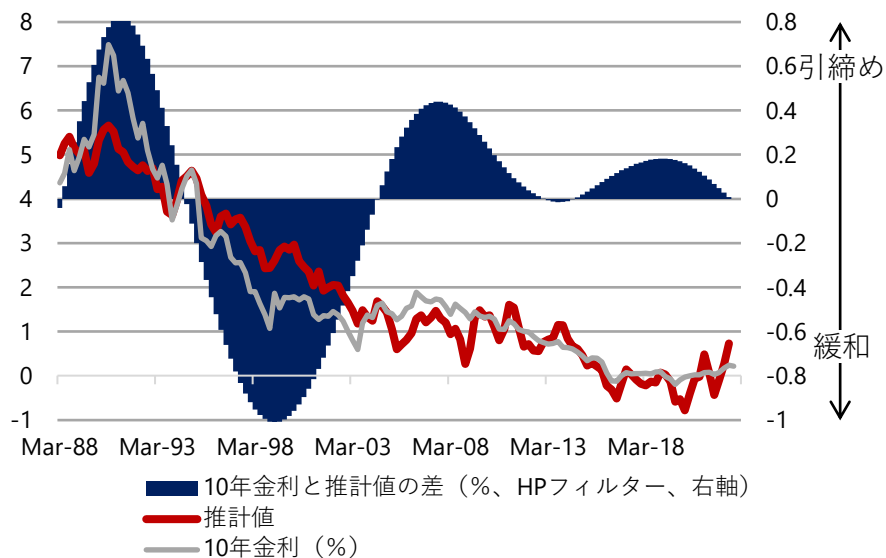
注：米10-30年金利差が10bp上がると、30年金利は3bp上がる

出所：Refinitiv、岡三証券

ネットの資金需要が膨張しなければ金利急騰はない

- ・ 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
- ・ 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
- ・ 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

<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	-1.3	-0.9	-0.6	-0.2	0.1	0.5	0.8	1.2
	1.5	-1.2	-0.9	-0.5	-0.2	0.2	0.5	0.9	1.2	1.6
	2.0	-0.9	-0.5	-0.2	0.2	0.5	0.9	1.2	1.6	1.9
	2.5	-0.5	-0.2	0.2	0.5	0.9	1.2	1.6	1.9	2.3
	3.0	-0.1	0.2	0.6	0.9	1.3	1.6	2.0	2.3	2.7
	3.5	0.2	0.6	0.9	1.3	1.6	2.0	2.3	2.7	3.0
	4.0	0.6	0.9	1.3	1.6	2.0	2.3	2.7	3.0	3.4
	4.5	1.0	1.3	1.7	2.0	2.4	2.7	3.1	3.4	3.8

注：米10-30年金利差は25bpで固定。

$$\text{長期金利} = -2.3 + 0.73 \text{米長期金利} + 1.0 \text{米10-30年金利差} - 0.17 \text{ネットの資金需要} ; R^2 = 0.89$$

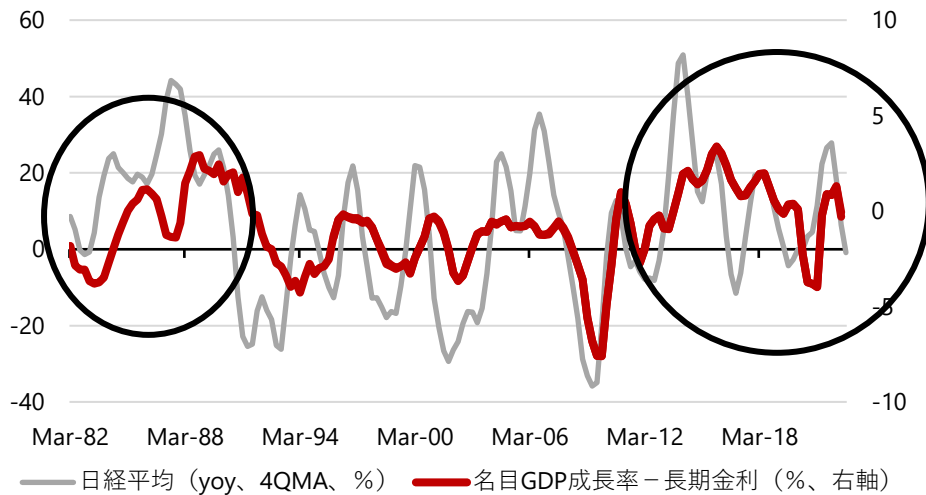
(参考)
$$\text{長期金利} = -1.5 + 0.68 \text{米長期金利} + 1.5 \text{米10-30年金利差} - 0.18 \text{企業貯蓄率} - 0.013 \text{財政収支} ; R^2 = 0.93$$

出所：Refinitiv、岡三証券

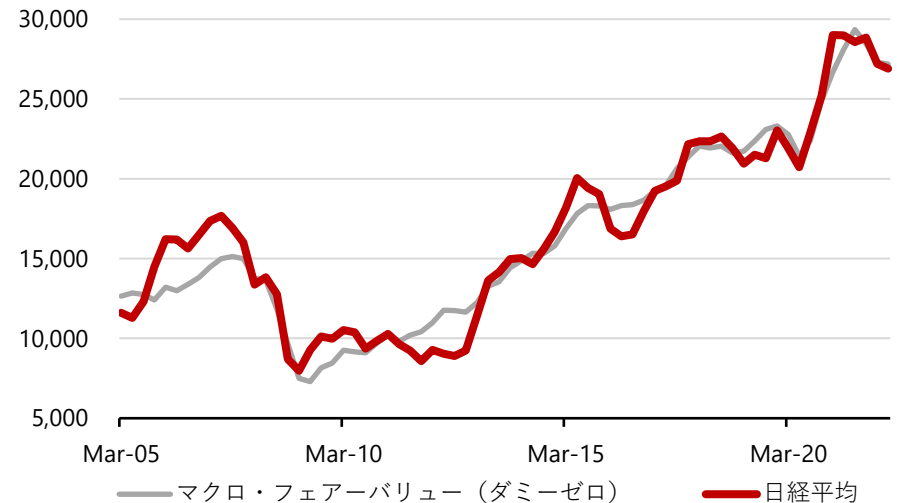
リフレ・スプレッドと三つのサイクルの上振れで株価上昇

- ・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
- ・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り、米国の状況だけでは説明できない

<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>



$$\begin{aligned}
 \text{日経平均} &= -39769 + 3.6 \text{ S\&P500} + 90 \text{ 名目GDP (兆円、4QMA)} \\
 &+ 93 \text{ 日銀短観中小企業貸出態度DI} - 456 \text{ ネットの資金需要 (2期ラグ)} \\
 &+ 2278 \text{ アップダミー} - 2006 \text{ ダウンダミー}; R^2 = 0.99 \\
 &\text{現在の収益力 (EPS: 名目GDP) + 膨張していく力 (PER: 定数、貸出態度DI、ネットの資金需要)}
 \end{aligned}$$

日経平均が3万円台後半のマクロ・シナリオ

- ・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600兆円、S&P500の5000程度までの上昇を前提にすれば、日経平均株価が3万円台後半のマクロ・シナリオが作れる
- ・潜在成長率が上昇すると、定数項がシフトして、株式市場の上振れとなる
- ・信用サイクルとリフレサイクルが上振れると、名目GDPを押し上げるため、動学的なアップサイド・ポテンシャルとなる

<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	21,564	23,822	26,081	28,339	30,598	32,856
	+2	22,476	24,734	26,993	29,251	31,510	33,768
	0	23,388	25,646	27,905	30,163	32,422	34,680
	-2	24,300	26,558	28,817	31,075	33,334	35,592
	-4	25,212	27,470	29,729	31,987	34,246	36,504
	-6	26,124	28,382	30,641	32,899	35,158	37,416
	-8	27,036	29,294	31,553	33,811	36,070	38,328
	-10	27,948	30,206	32,465	34,723	36,982	39,240

注：S&P500は4,500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	22,084	24,343	26,601	28,860	31,118	33,377
	4,000	23,876	26,134	28,393	30,651	32,910	35,168
	4,500	25,668	27,926	30,185	32,443	34,702	36,960
	5,000	27,459	29,718	31,976	34,235	36,493	38,752
	5,500	29,251	31,510	33,768	36,027	38,285	40,544
	6,000	31,043	33,302	35,560	37,819	40,077	42,336
	6,500	32,835	35,093	37,352	39,610	41,869	44,127

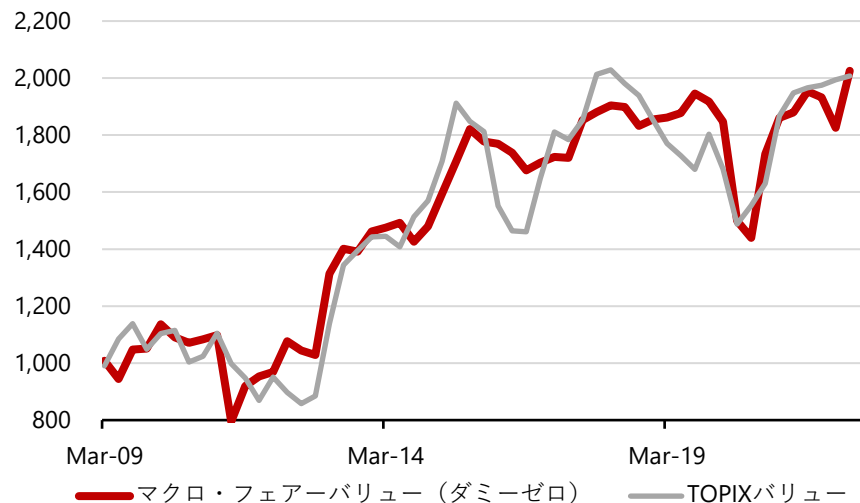
注：DIは20で固定
注：ネットの資金需要は-5で固定

$$\begin{aligned}
 \text{日経平均} &= -39769 + 3.6 \text{ S\&P500} + 90 \text{ 名目GDP (兆円、4QMA)} \\
 &+ 93 \text{ 日銀短観中小企業貸出態度DI} - 456 \text{ ネットの資金需要 (2期ラグ)} \\
 &+ 2278 \text{ アップダミー} - 2006 \text{ ダウンダミー}; \quad R^2 = 0.99
 \end{aligned}$$

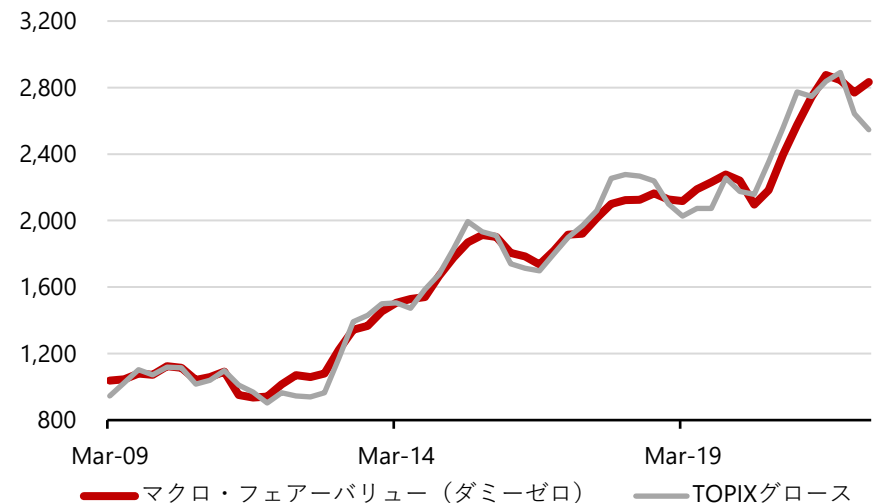
バリュー株とグロース株もリフレ・サイクルの上振れで上昇

- ・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
- ・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
- ・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>



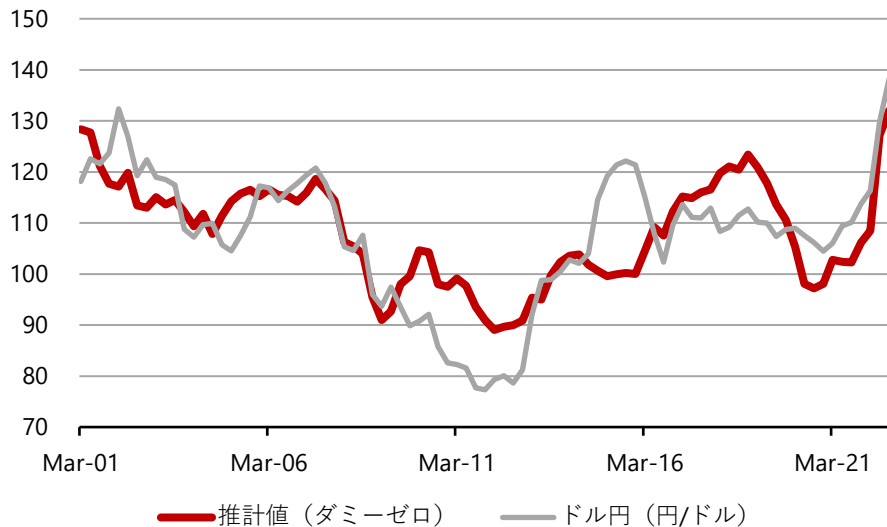
$$\text{TOPIXバリュー} = -4941 + 12 \text{ 名目GDP (兆円、4QMA)} + 8.0 \text{ 日銀短観中小企業貸出態度DI} - 79 \text{ ネットの資金需要 (2期ラグ)} - 240 \text{ 震災後・コロナダミー (11Q2から12Q4、20Q2から21Q3)} + 150 \text{ アップダミー} - 197 \text{ ダウンダミー}; R^2=0.98$$

$$\text{TOPIXグロース} = -3983 + 7.9 \text{ 名目GDP (兆円、4QMA)} + 0.36 \text{ S\&P500} + 8.0 \text{ ドル円} - 103 \text{ 震災ダミー (2011Q2以降)} - 37 \text{ ネットの資金需要 (2期ラグ)} + 146 \text{ アップダミー} - 137 \text{ ダウンダミー}; R^2=0.99$$

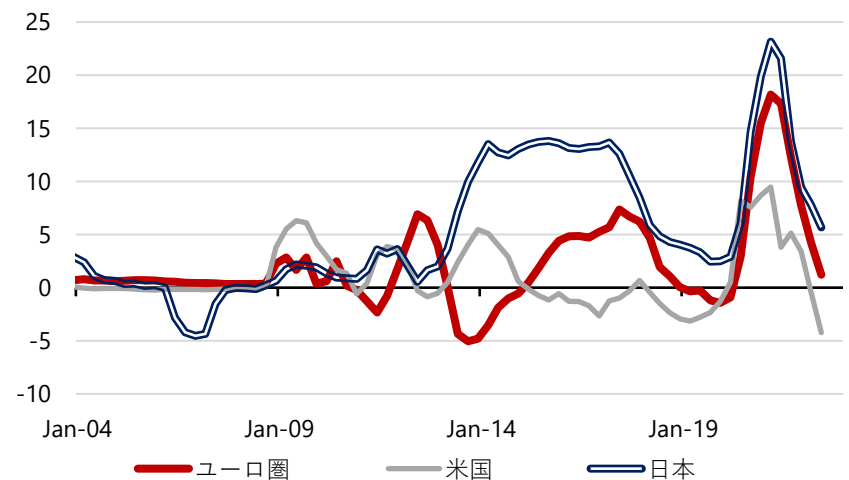
ドル円はこのように決まる

- ・ ネットの資金需要は、為替に影響を与える経済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
- ・ これまではリフレ・サイクルの差が潜在的な円高圧力となっていたが、その力は一服

<ドル円と推計値>



<マネタリーベース前年差 (GDP%)>

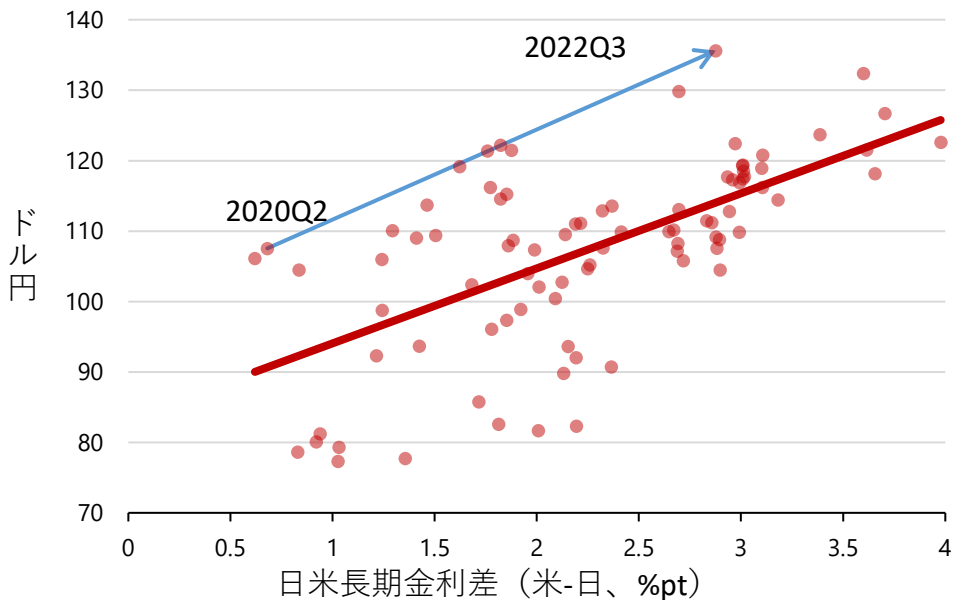


$$\begin{aligned} \text{ドル円} = & 94 + 6.4 \text{ 日米長期金利差 (米-日)} + 2.1 \text{ 日米2年金利差 (米-日)} \\ & + 0.9 \text{ 日米ネットの資金需要の差 (米-日、2ラグ)} + 10.4 \text{ YCCダミー} + 5.2 \text{ 連続指値ダミー} \\ & + 16 \text{ アップダミー} - 13 \text{ ダウンダミー}; R^2 = 0.89 \end{aligned}$$

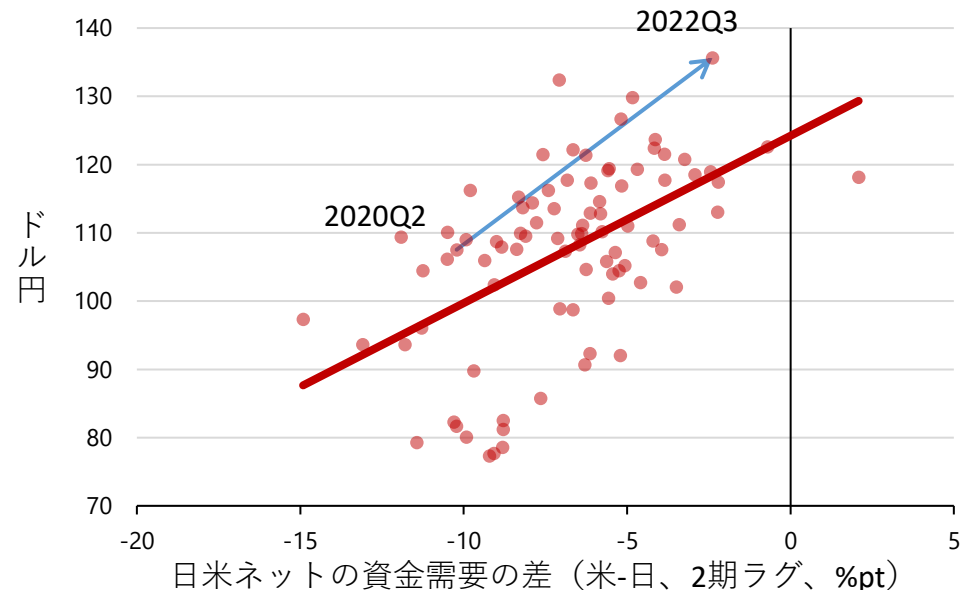
金利差とマネー拡大の差がドル・円に影響

- ・日米金利差の拡大とネットの資金需要（マネー拡大）の差の縮小が円安の動きにつながってきた
- ・ネットの資金需要の差の縮小は限界に近く、円安を止める力に
- ・ネットの資金需要の差が縮小するという事は、金利差には縮小の力となり、ドル円が安定することになる

<日米の長期金利差とドル・円>



<日米のネットの資金需要の差とドル・円>



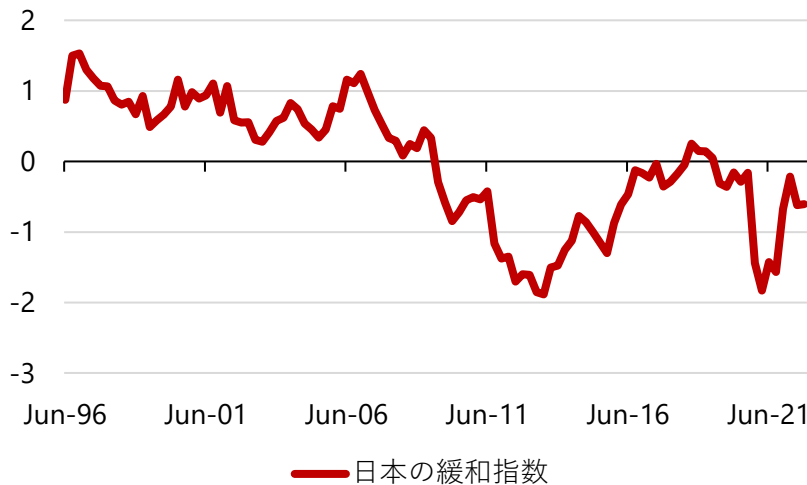
注：期間は2001Q1-2022Q3

出所：内閣府、日銀、FRB、BEA、Refinitiv、岡三証券

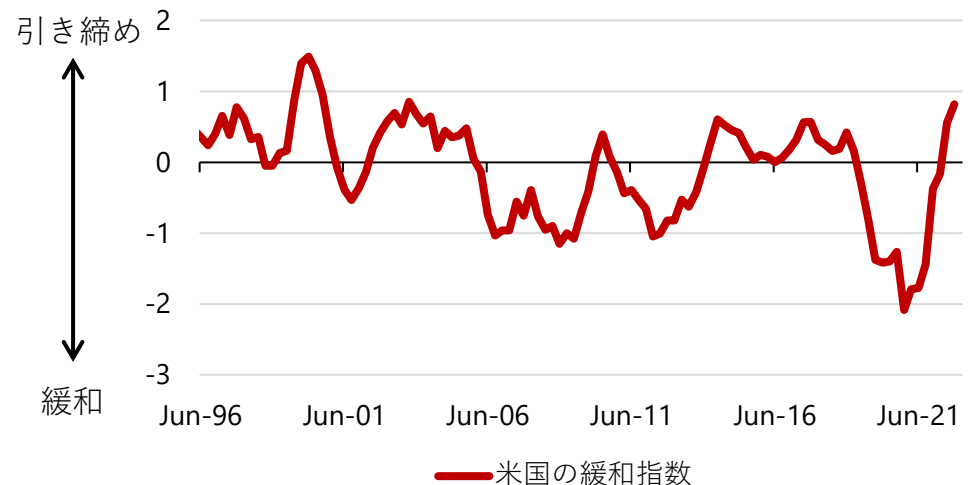
経済政策は日本は緩和へ米国は引き締めへ

- ・ ネットの資金需要のZスコア（10年ローリング、2ラグ）と、5年金利とコールレートの金利差のZスコア（10年ローリング、4QMA）の差で緩和指数が計算できる
- ・ 日本の緩和指数は、積極財政への転換によって緩和に向かっている
- ・ コールレートの代わりにFF金利を使って、米国の緩和指数も計算できる。米国の緩和指数は、強い引き締めに向かっている
- ・ 日本の緩和の動きと、米国の引き締めの動きは、安定化してくるとみられ、ドル高円安を止める力になるだろう

<日本の緩和指数>



<米国の緩和指数>



引き締め
↑
↓
緩和

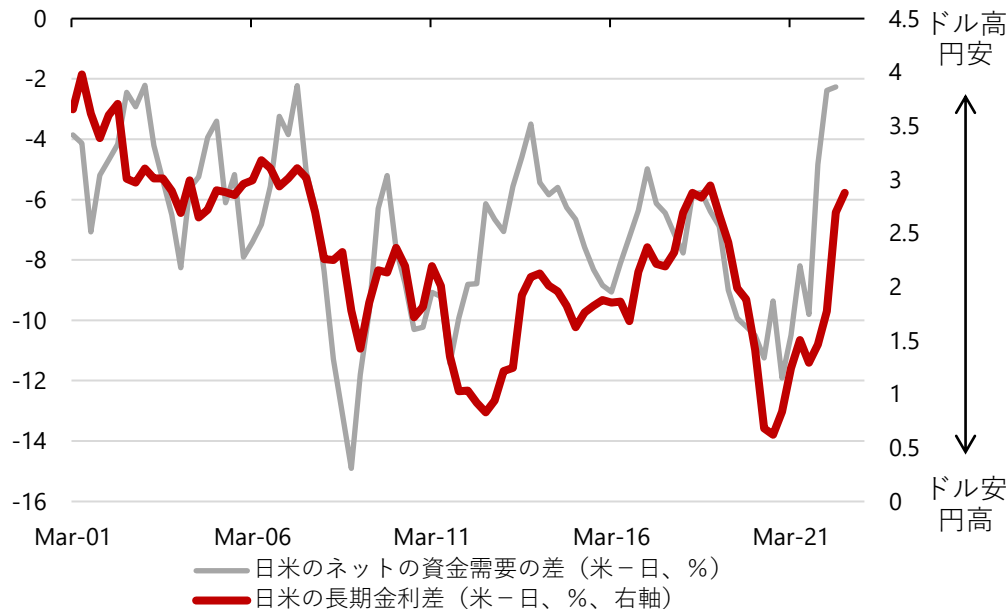
日米金利差ではないドル円を動かす力

・日米金利差が拡大し、ドル高円安の力になってきた。同じように、日米のネットの資金需要の差が縮小することで、マネーの拡大力は、日本が強くなり、米国は弱くなることで、ドル高円安の動きに拍車をかけてきた。

・米国のネットの資金需要は既に大きく縮小し、日本のネットの資金需要は拡大した水準が維持されるとすれば、ネットの資金需要の差の縮小によるドル高円安の力は弱くなる可能性がある。

・中央銀行は赤字になれば、負債側にマイナスの繰延資産を計上し、将来のシニョレッジで解消していく形となり、シンボリックな資本は変わらず、債務超過に陥るメカニズムはなく、金融政策の選択肢を狭めることはない。

<日米の長期金利差とネットの資金需要の差>



<FRBバランスシート>

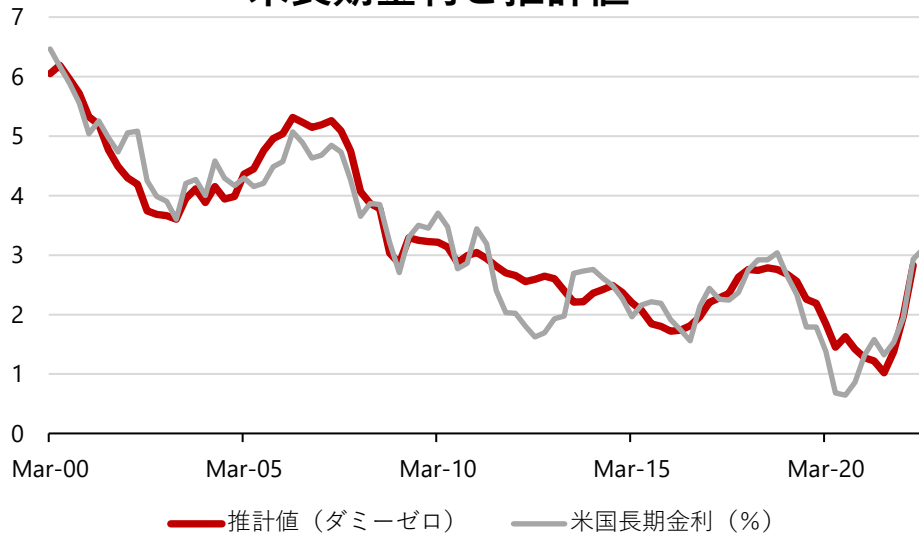
資産	負債
国債	通貨
MBS	準備預金
レポ	政府預金
その他	リバースレポ
	その他
	財務省への納付金 (準備金) (+) / 繰延資産 (-)
	資本
8.9兆ドル	8.9兆ドル

注：6月30日時点

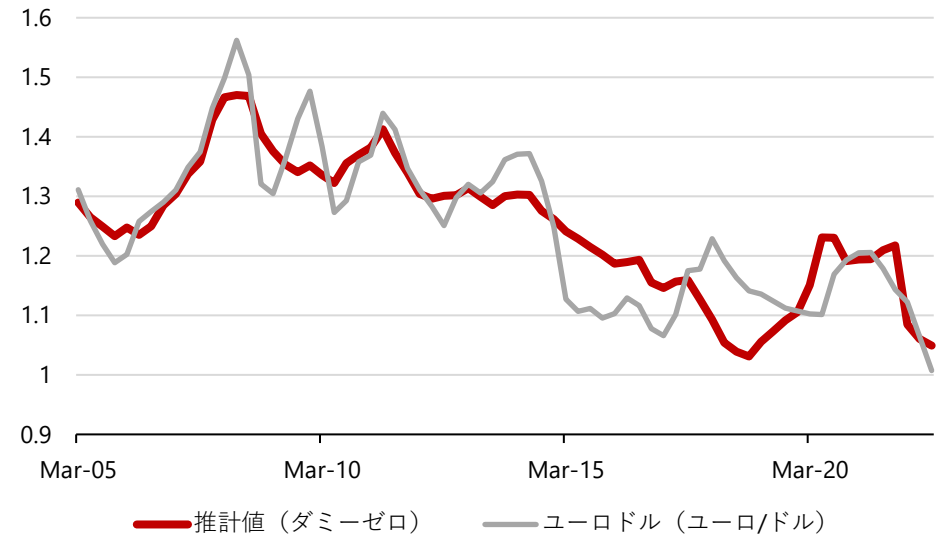
米長期金利とユーロドルはこのように決まる

- ・家計貯蓄率は、総需要の強さを表し、低下は国際経常収支を下押し、為替には下落圧力、長期金利には上昇圧力を与える
- ・独米の金利を加えれば、ユーロドルの動きがうまく推計できる
- ・ウクライナ情勢により、ユーロには追加の下落圧力がかかっているようだ

<米長期金利と推計値>



<ユーロドルと推計値>



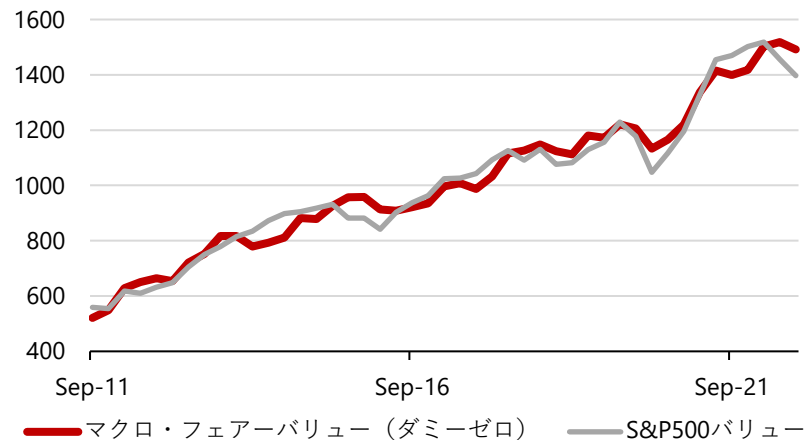
$$\text{米長期金利} = 2.4 + 0.37 \text{米2年金利} - 0.11 \text{米家計貯蓄率 (2ラグ、2QMA)} - 0.31 \text{欧州経常収支 (2ラグ、4QMA)} + 0.40 \text{5Y/5Yインフレ期待} - 0.0035 \text{米マネタリーベース前年差 (GDP\%)} + 0.49 \text{アップダミー} - 0.64 \text{ダウндаミー}; R^2 = 0.98$$

$$\text{ユーロドル} = 1.4 + 0.036 \text{独米長期金利差 (独-米)} + 0.070 \text{独米2年金利差 (独-米)} + 0.0080 \text{欧米家計貯蓄率の差 (欧-米、2ラグ)} - 0.077 \text{ウクライナダミー (22Q1以降)} + 0.099 \text{アップダミー} - 0.094 \text{ダウндаミー}; R^2 = 0.94$$

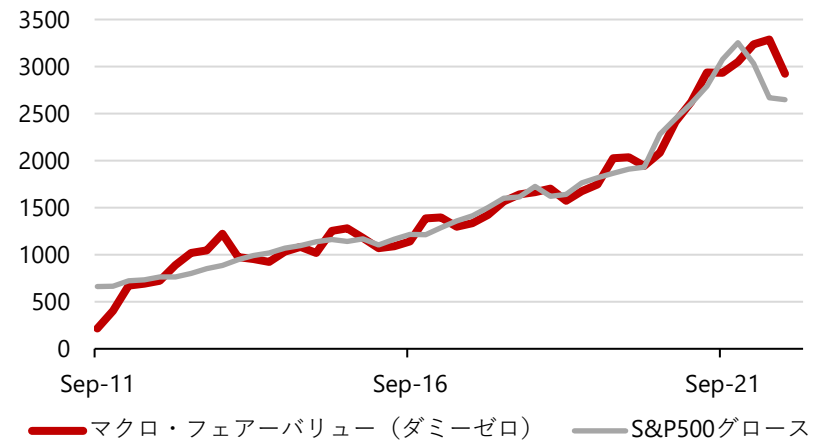
米バリュー株とグロース株もリフレ・サイクルの上振れで上昇

- ・米バリュー株は、名目GDP、NFIB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）、長期金利でうまく説明できる
- ・米グロース株は、名目GDP、ネットの資金需要（リフレ・サイクル）、実質長期金利、2年金利でうまく説明できる
- ・実質長期金利の上昇は、バリュエーションを下押し、グロース株の下落圧力となったようだ

<米バリュー株とマクロ・フェアバリュー>



<米グロース株とマクロ・フェアバリュー>



$$\text{S\&Pバリュー} = -455 + 0.77 \text{名目GDP (4QMA)} + 33 \text{NFIB中小企業貸出態度DI} - 17 \text{ ネットの資金需要 (2期ラグ)} + 80 \text{ 長期金利のトレンドとの差} + 79 \text{ アップダミー} - 62 \text{ ダウンダミー}; R^2 = 0.99$$

$$\text{S\&Pグロース} = -3641 + 2.8 \text{ 名目GDP (兆円、4QMA)} - 33 \text{ ネットの資金需要 (2期ラグ)} - 391 \text{ 米10年実質金利} - 173 \text{ 米2年金利} + 153 \text{ アップダミー} - 188 \text{ ダウンダミー}; R^2 = 0.99$$

金融市場のフェア・バリューとレンジ

	下限	推計値	上限	2022/10/13				2022/10/13				政策金利誘導に必要な			
				実績	織り込んでいる	織り込んでいる	織り込んでいる	織り込んでいる	織り込んでいる	織り込んでいる	織り込んでいる	実績	織り込んでいる	織り込んでいる	実績
				米国長期金利	米10-30年金利差	米10年実質金利	米2年金利	長期金利差	ドル円			名目GDP (4QMA)	ネットの資金需要	長国買いオペ (GDP比、3MMA)	
長期金利	-0.17	0.30	0.85	0.25	3.82						3.95			21.8	19.7
長期金利 (YCCなし)		1.18													
20年金利	0.56	1.07	1.61	1.08		-0.01					-0.02				
20年金利 (YCCなし)		1.78													
30年金利	1.06	1.25	1.41	1.48											
30年金利 (YCCなし)		2.19													
織り込むYCC解除確率		32%													
ドル円	121.4	134.3	149.6	147.4				5.70			3.70				
日経平均	23,916	25,921	28,199	26,237								547			543
TOPIX バリュース	1,879	2,076	2,225	1,972									-2.8		-4.1
TOPIX グロース	2,707	2,844	2,990	2,486					102.5		147.4				
米国長期金利	3.38	4.02	4.52	3.95			4.25				4.45				
ユーロドル	0.95	1.05	1.15	0.97				-2.48			-1.66				
ユーロ円	115.9	140.8	171.7	143.2											
S&P 500 バリュース	1,507	1,537	1,573	1,316									8.7		-6.4
S&P 500 グロース	2,910	3,001	3,073	2,358		2.37					1.93				
S&P 500	4,335	4,452	4,558	3,670											

注：ダミー変数の係数の1倍でレンジを計測

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

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

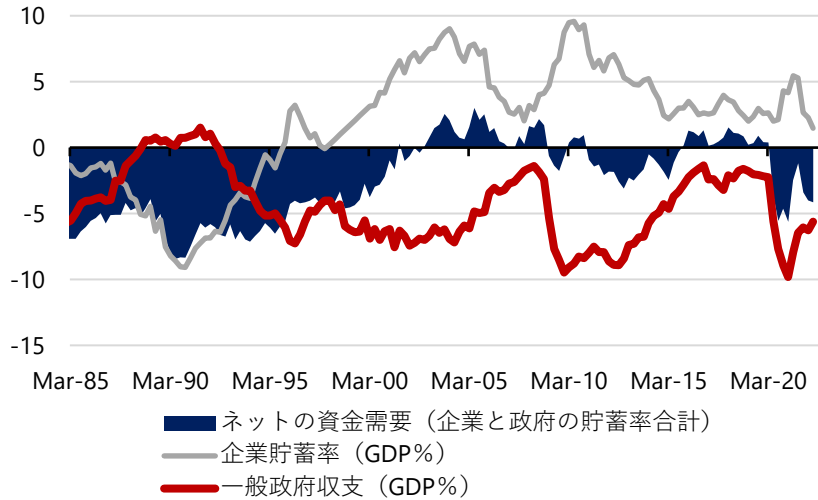
1. 四半期毎に資金循環統計の一般政府の過不足データと過去3四半期の過不足を足し、4四半期累計を計算。
2. それを同じく4半期累計の名目GDPで割り100をかけたものが、四半期の政府貯蓄率(財政収支)です。
3. 断層を調整するため、民営化及び資金注入などを考慮し政府の貯蓄率に1998年第1四半期から1999年第4四半期までそれぞれ2.3、1.8、2.9、3.8、4.6、4.9、5.0、1.6を足す。2003年第2四半期から2004年第1四半期まで1.0を足す。

ネットの資金需要の計算方法

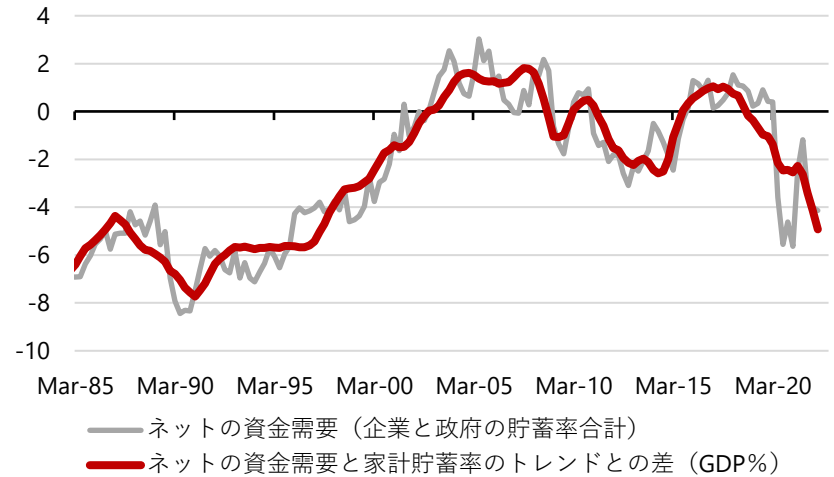
1. 各四半期毎の企業貯蓄率と政府貯蓄率の和がネットの資金需要です。

日本経済の資金循環の動向

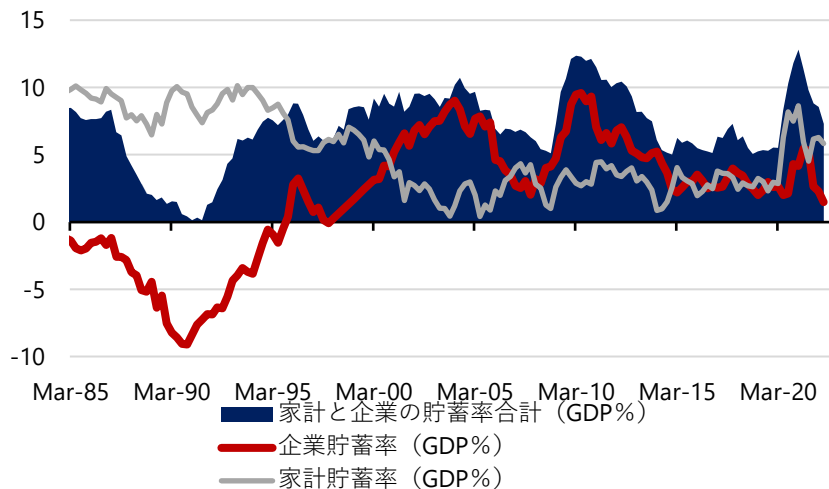
<ネットの資金需要>



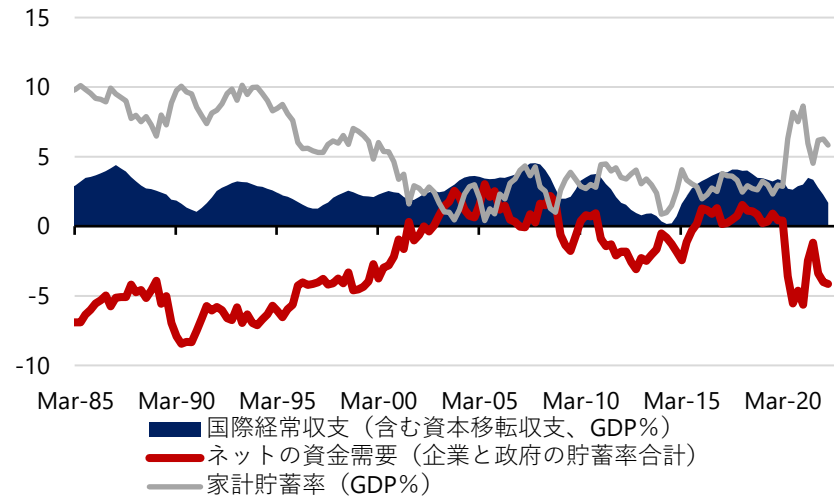
<家計貯蓄率のトレンドとの差とネット資金需要の合計>



<企業と家計の貯蓄率合計>



<国際経常収支>



出所：内閣府、日銀、岡三証券 作成：岡三証券 注：2022Q2まで

日本経済見通し

日本		1Q22	2Q22	3Q22f	4Q22f	1Q23f	FY2020	FY2021f	FY2022f	FY2023f	FY2024f
実質GDP	(% 前期比)	0.1	0.9	0.5	0.8	0.6	-4.6	2.4	2.2	1.8	2.5
	(% 前期比年率)	0.2	3.5	2.0	3.2	2.4					
民間消費		0.3	1.2	0.4	0.8	0.6	-5.5	2.6	3.3	2.2	2.0
設備投資		-0.1	2.0	1.0	1.5	1.5	-7.8	0.7	3.4	4.4	7.2
その他		1.4	-0.5	0.4	0.7	0.4	1.1	0.2	0.8	1.3	1.1
輸出		0.9	0.9	1.0	0.5	0.0	-10.1	12.6	2.9	-2.1	0.5
輸入		3.5	0.6	1.5	1.0	0.5	-6.3	7.2	4.9	0.5	1.0
純輸出*		-0.5	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.7	0.9	-0.4	-0.5	-0.1
内需*		0.5	0.8	0.5	0.9	0.7	-3.9	1.5	2.5	2.3	2.6
CPI 除く生鮮食品	(% 前年比)	0.6	2.1	2.6	2.9	2.6	-0.5	0.1	2.6	1.5	1.6
名目GDP	(% 前年比)						-3.9	1.3	1.7	2.2	3.6
失業率	(%)						2.9	2.7	2.5	2.5	2.3
総賃金	(% 前年比)						-1.4	0.8	2.4	3.1	3.2
家計貯蓄率**	(GDP%)						8.6	6.3	6.5	6.0	6.3
企業貯蓄率**	(GDP%)						4.2	2.3	2.0	1.0	0.0
財政収支**	(GDP%)						-9.8	-6.3	-7.0	-6.0	-5.0
国際経常収支**	(GDP%)						3.0	2.3	1.5	1.0	1.3
政府総負債**	(GDP%)						257.9	263.0	263.6	261.7	254.2

* 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

メインシナリオー金融財政引き締めポリシーミックスー

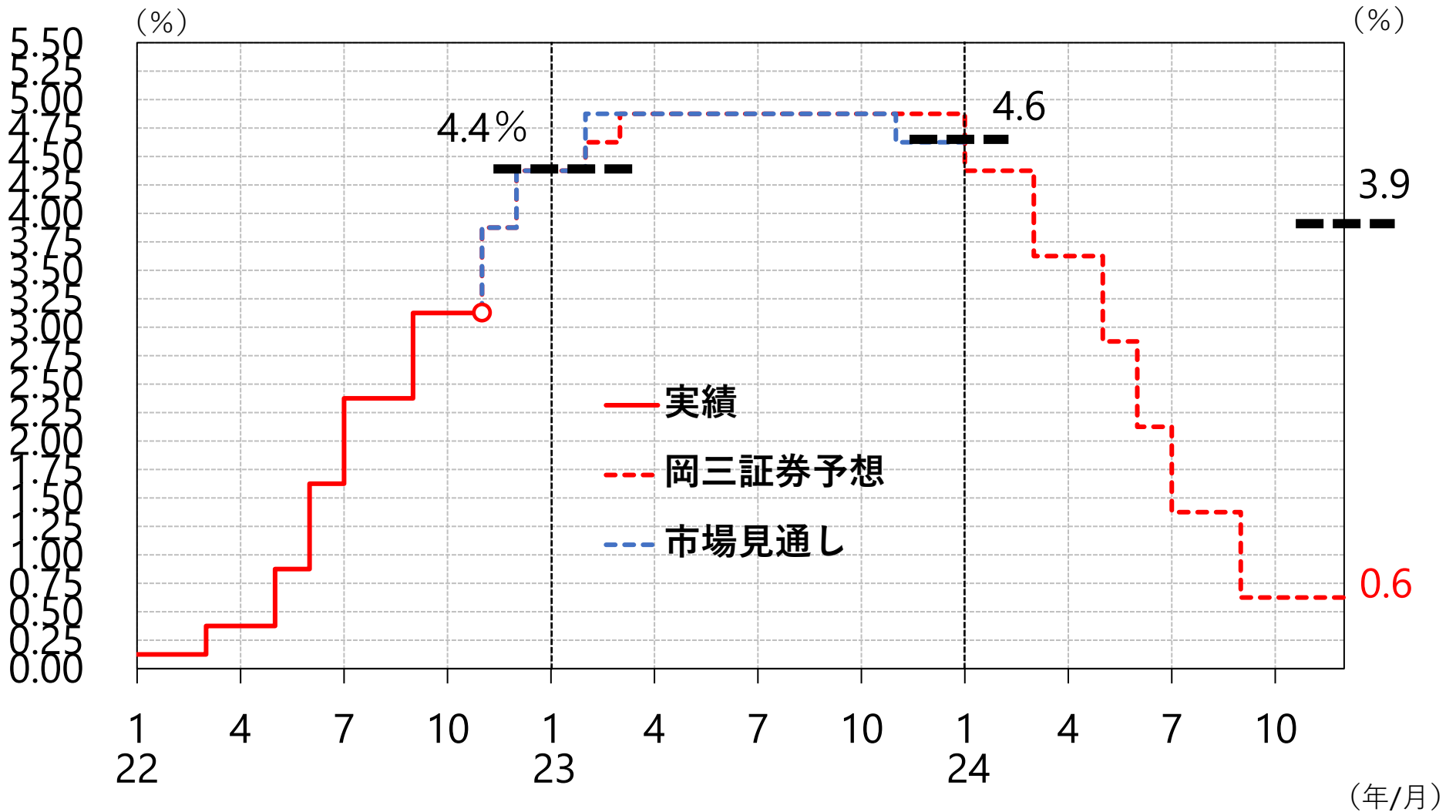
1. 2023年後半から景気後退入り、利下げは2024年前半を予想

- ・ FF金利は2022年末：4.25～4.50%、2023年末:4.75～5.00%を予想
- ・ 雇用需給緩和（需要抑制＝雇用悪化）の達成まではタカ派姿勢を維持
- ・ 利下げはインフレ率が2%近辺にまで鈍化するまでは実施せず：2024年を予想
- ・ 財政政策も抑制的になる見込み
- ・ FRB利上げ停止の条件は、賃金上昇率の鈍化（＝雇用悪化）、CPI（PCE）の連続的な上昇幅縮小（特に前月比ベース）

2. 失業率の悪化は2%ポイント程度、比較的「浅い」景気後退か

- ・ 2023年後半に雇用悪化（景気悪化）が顕在化すると予想
- ・ リーマンショック、新型コロナ時のような規模の景気悪化ではなく、比較的浅い、マイルドなりセッションを想定
- ・ 銀行の財務健全性は保たれており、深刻な信用不安は発生しない
- ・ 過度な金融引き締めは回避されると想定
- ・ 景気サイクルの反転は2024年か：FRBのハト派転換による資産価格の持ち直しや高インフレの鎮静化が投資/消費マインドの持ち直しに

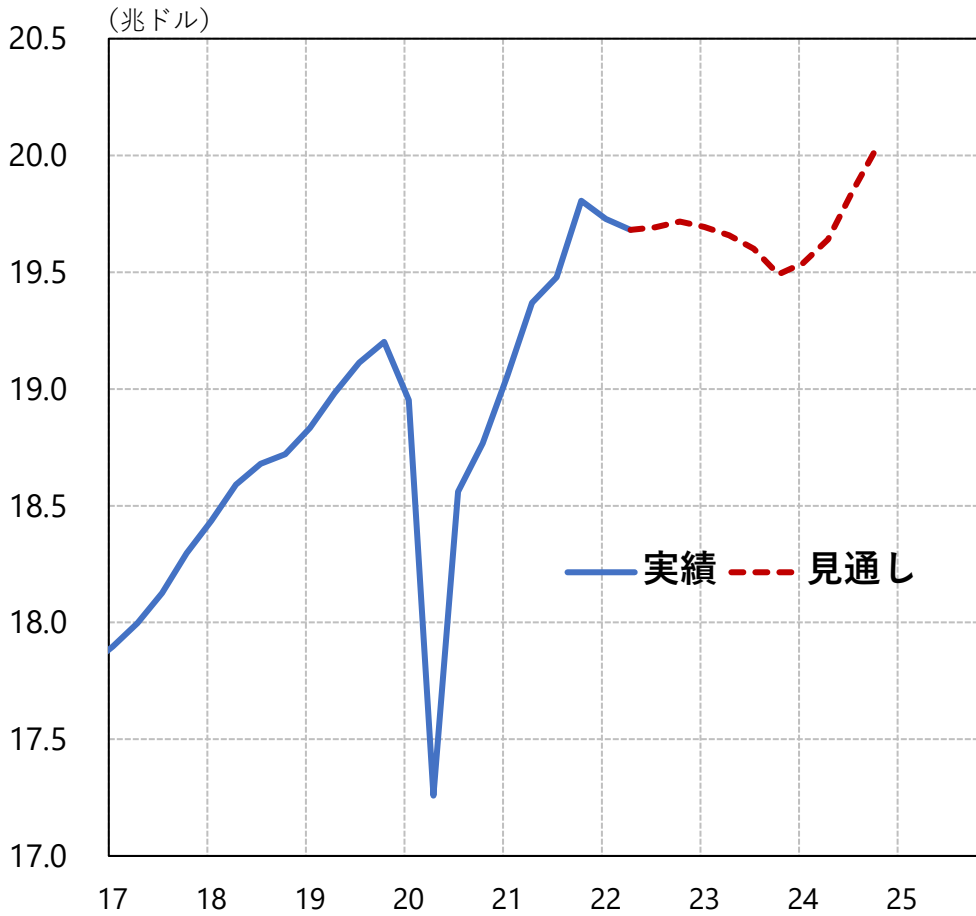
米国：FF金利想定パス



(注) 市場見通しは米国10月21日時点；グラフ上の黒線はFRBのドットチャートで示された年末時点のFF金利
 (出所) FRBより岡三証券作成

米国：失業率見通し

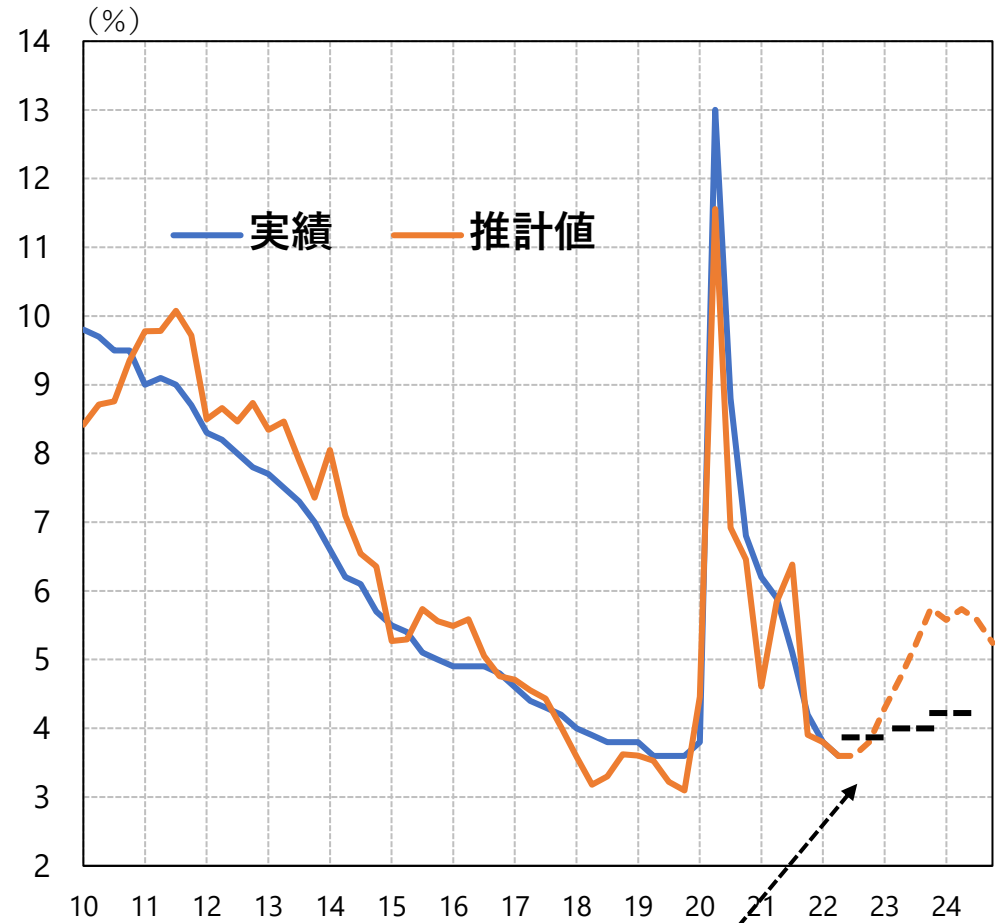
実質GDP見通し



(出所) BEAより岡三証券作成

(年)

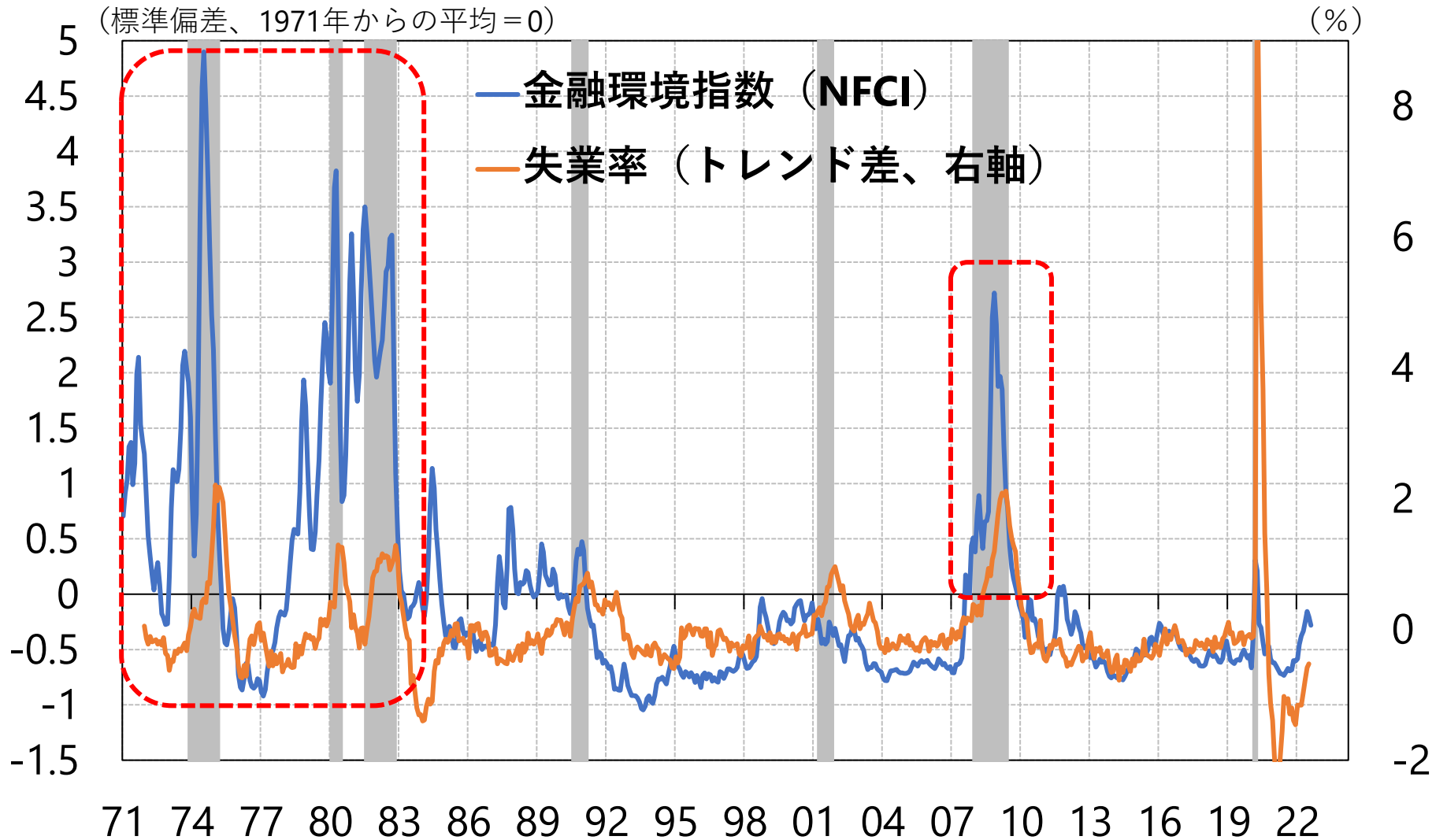
失業率見通し



(出所) BEA、BLSより岡三証券作成

(年)

米国：金融環境指数



(出所) シカゴ連銀、BLS、NBERより岡三証券作成

米国：歳出・歳入法案

CHIPS+法案

歳出項目	億ドル
半導体工場建設の補助金	505
ワイヤレスサプライチェーンイノベーションへの支出	14
研究開発への支出	31
半導体製造投資の税額控除	243
合計	793

(注) 今後10年間の推計額、7月21日時点

(出所) CBOより岡三証券作成

インフレ削減法案

歳入	億ドル
巨大企業に15%の最低税率	2,200
薬価改引き下げ	2,650
国内歳入庁(IRS)の強化	1,240
自社株買いに1%の課税	740
パススルー課税規制の延長	520
合計	7,350

歳出	億ドル
気候変動対策(エネルギー効率の高い家電や自動車への買い替え補助など)	3,690
オバマケアの3年間延長	640
干ばつなどの災害対策	40
合計	4,370
差し引き(歳入-歳出)	2,980

(注) 今後10年間の推計額、8月11日時点

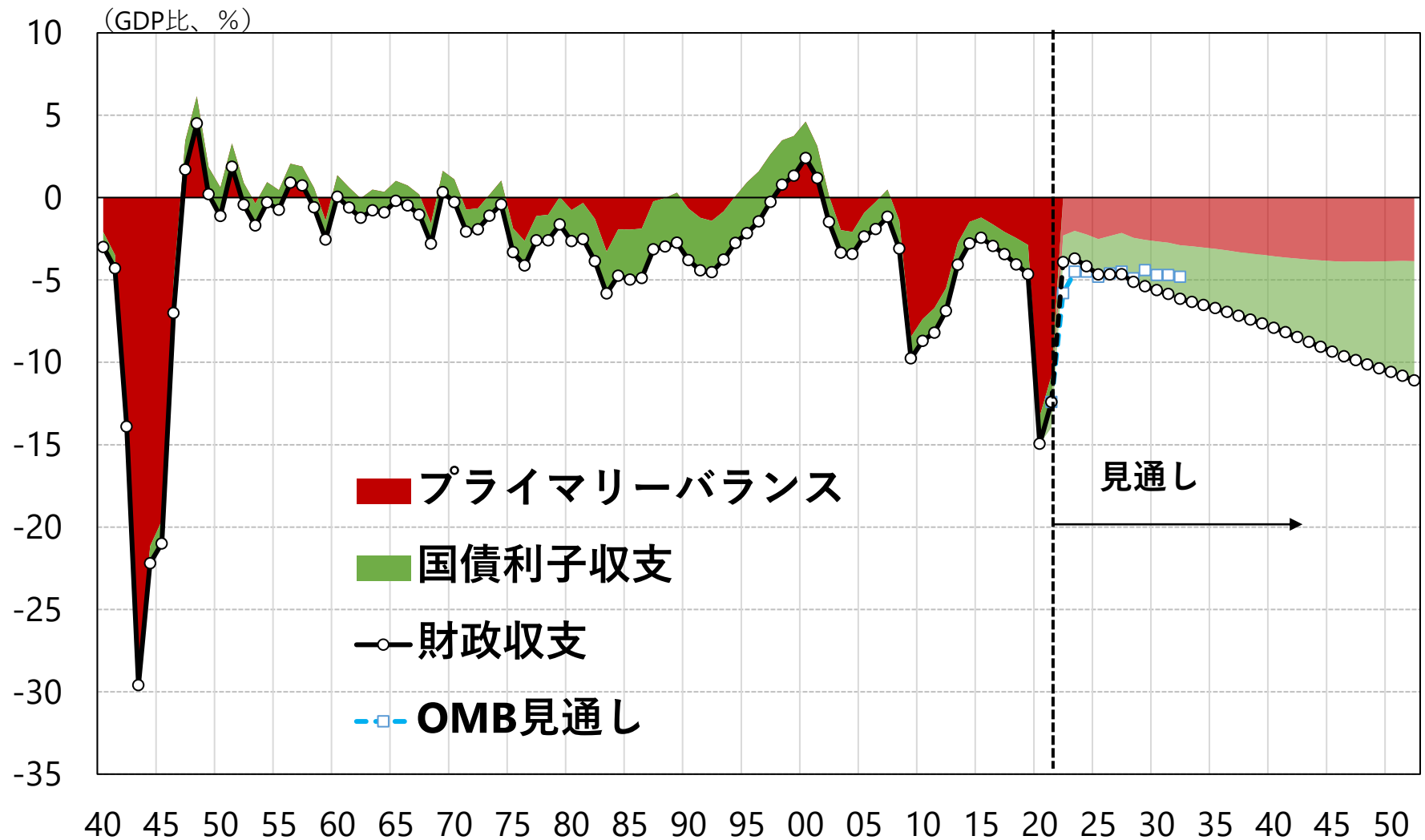
(出所) 上院民主党より岡三証券作成

インフレ削減法案の財政赤字への影響

		(億ドル)	
		2023年度	2024年度
財政委員会	税制改革	-540	-460
	IRS関連支出	50	40
	薬価改定	-30	-20
	オバマケア助成金	200	220
	エネルギー保障	120	140
その他委員会	合計	-180	30
	IRS強化によって税収が増えた場合	-30	-80

(出所) CBOより岡三証券作成

米国：財政収支見通し



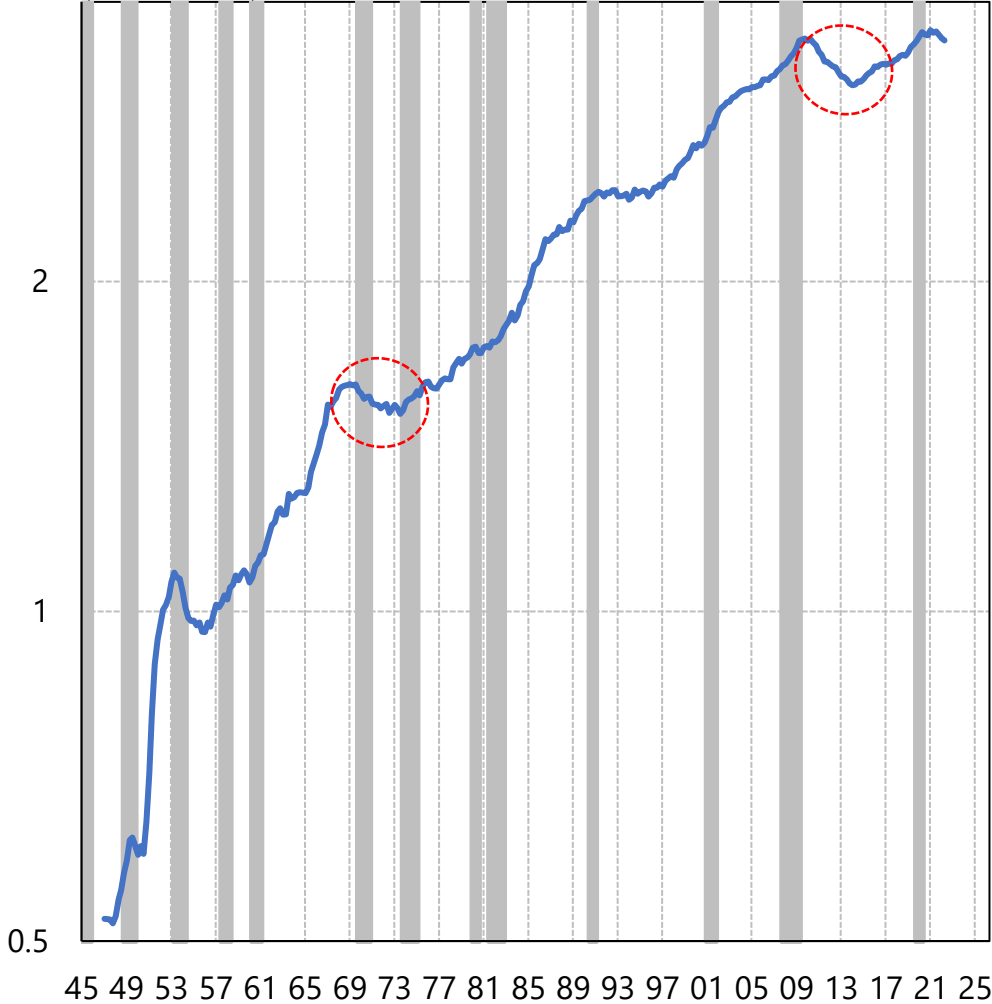
(出所) CBO、OMBより岡三証券作成

(年)

米国：緊縮財政リスク

政府支出

(兆ドル、対数)

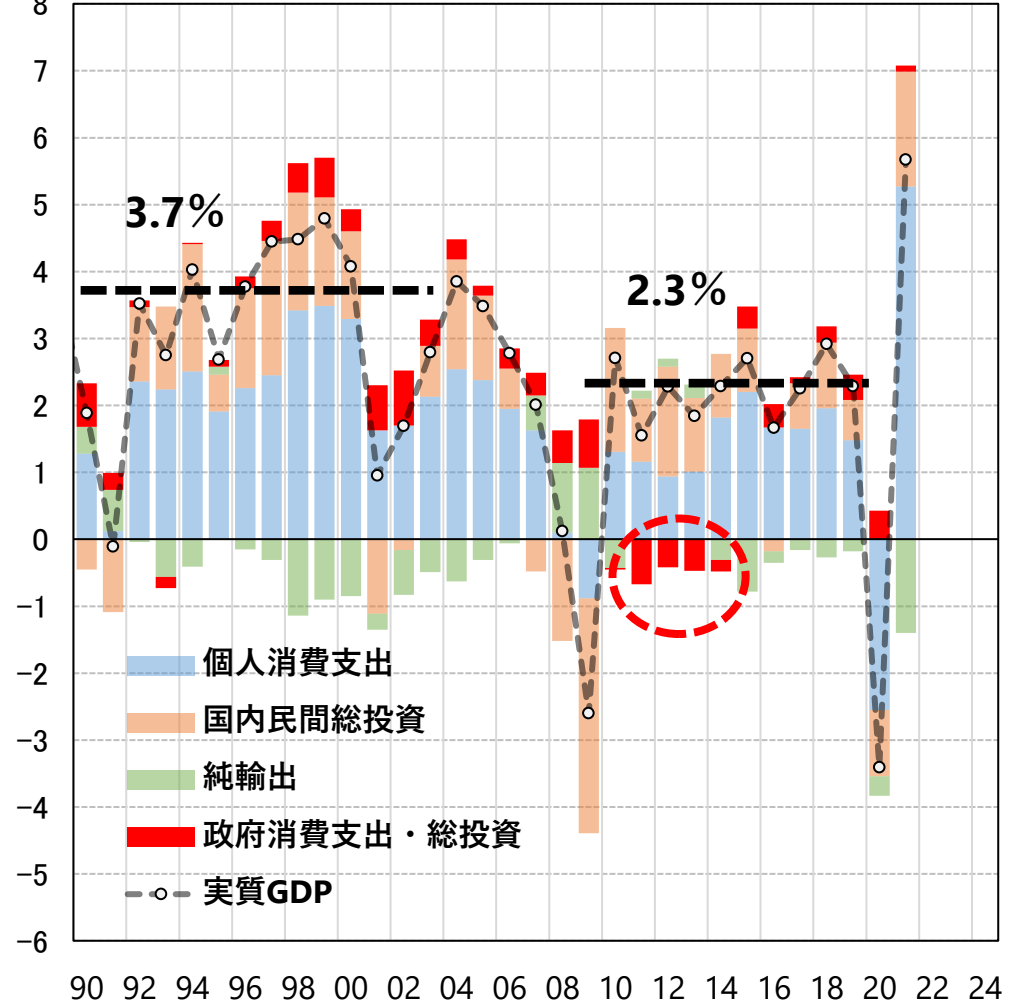


(出所) BEA、NBERより岡三証券作成

(年)

実質GDP (年次)

(前年比、%)

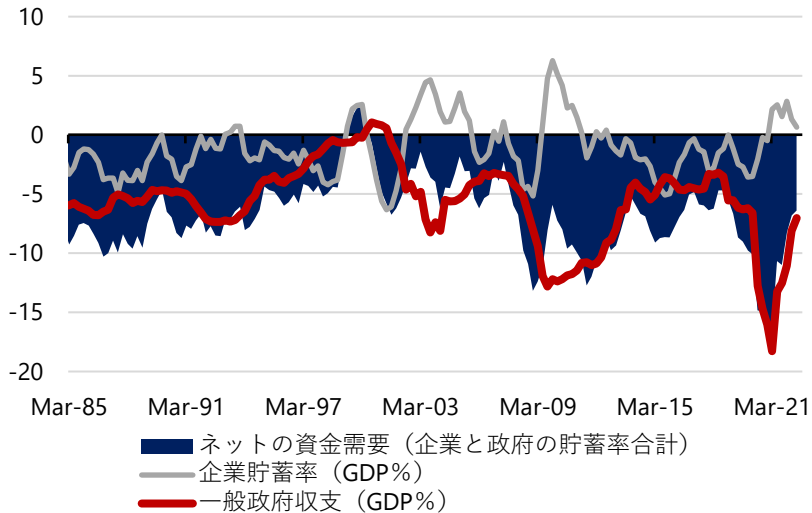


(出所) BEAより岡三証券作成

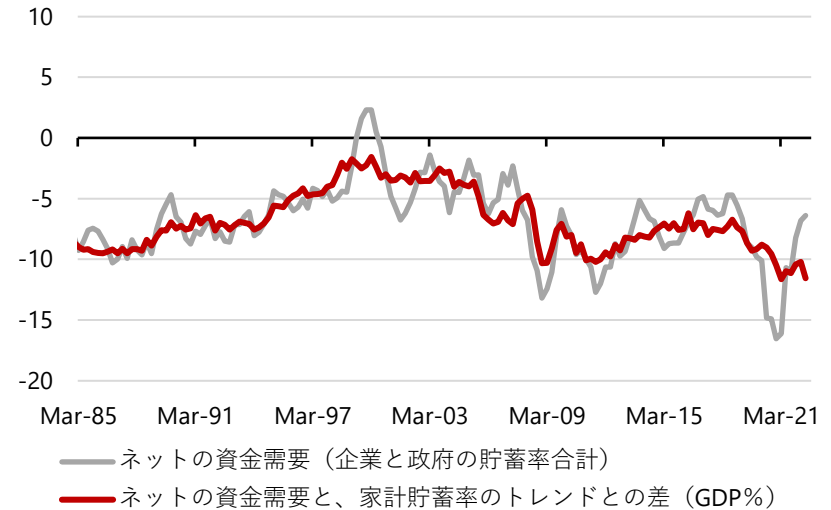
(年)

米国経済の資金循環の動向

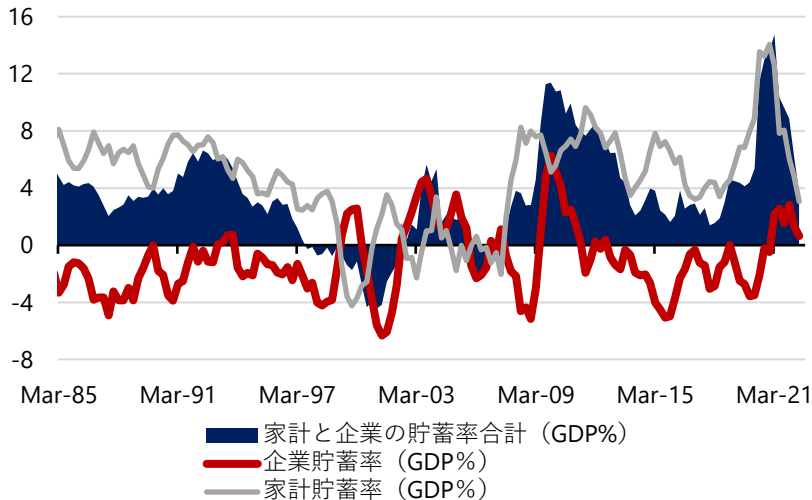
< ネットの資金需要 >



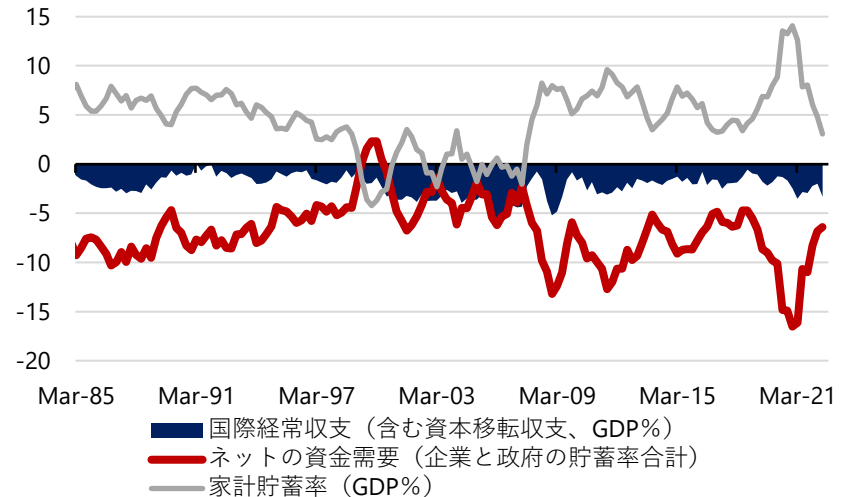
< 家計貯蓄率のトレンドとの差とネット資金需要の合計 >



< 企業と家計の貯蓄率合計 >

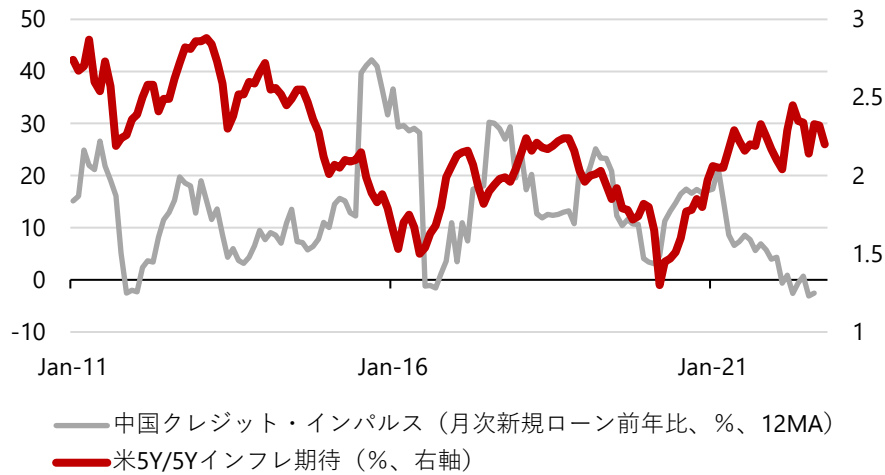


< 国際経常収支 >

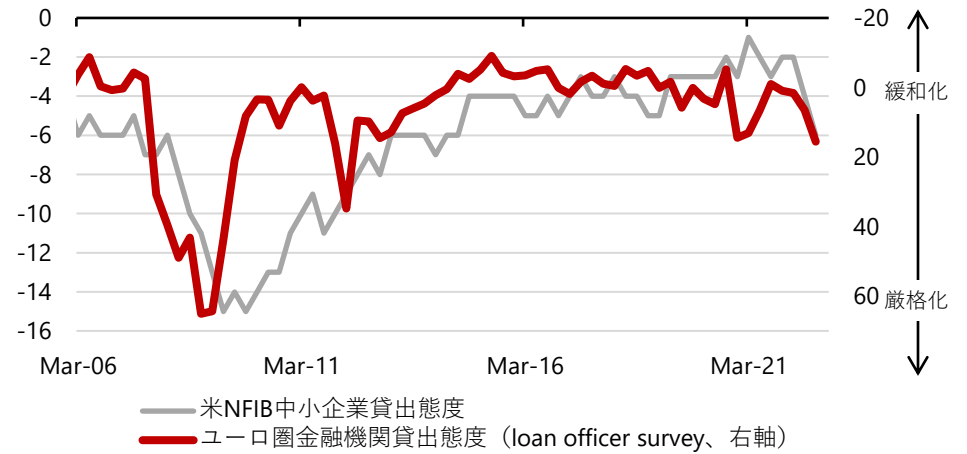


マネー指標

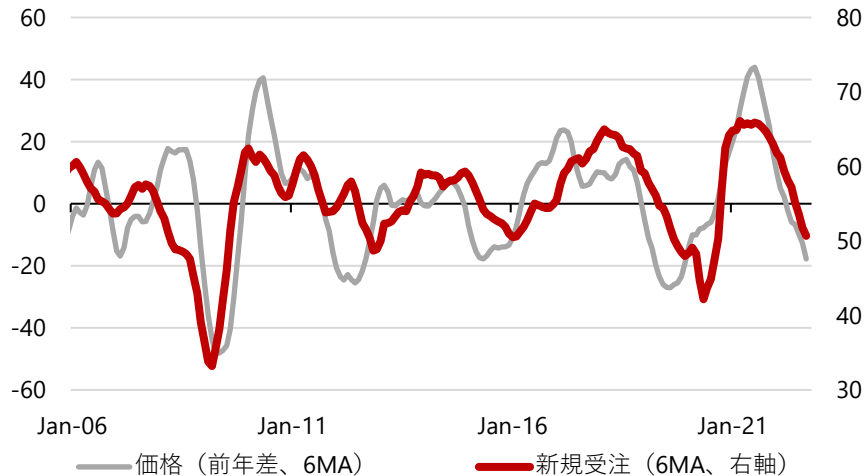
<米5Y/5Yインフレ期待と中国クレジット・インパルス>



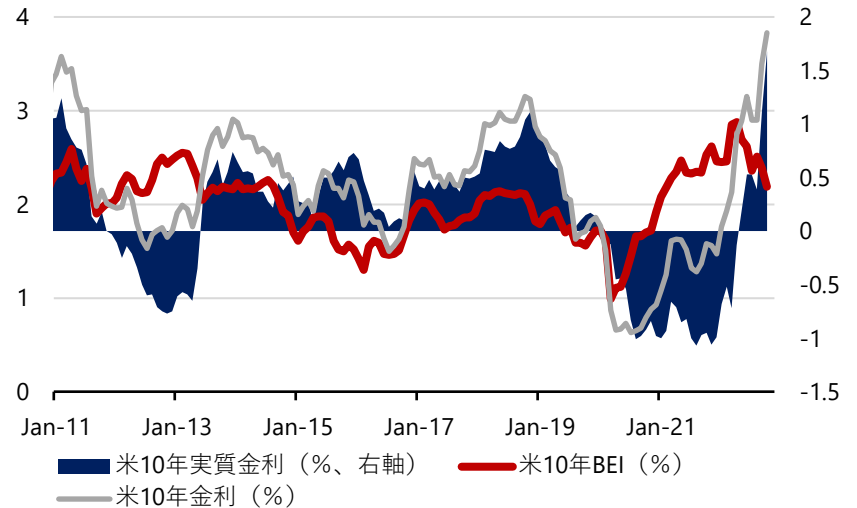
<貸出態度>



<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

ユーロ圏のメインシナリオ：政府とECBの協調

1. 2022年末にかけて景気減速、2023年以降は景気回復、インフレ抑制と財政支援が鍵

- ロシア・ウクライナ紛争によるエネルギー価格と食品価格のインフレが最大の重石。年末までにインフレピークアウト。
- ECBは2023年末に2.5%で利上げ打ち止め。ソフトランディングの実現には補助金などの財政支援が必要。ドイツの財政スタンスは拡大路線に転換。
- 2023年以降は供給制約とエネルギー供給問題の解消で景気回復。

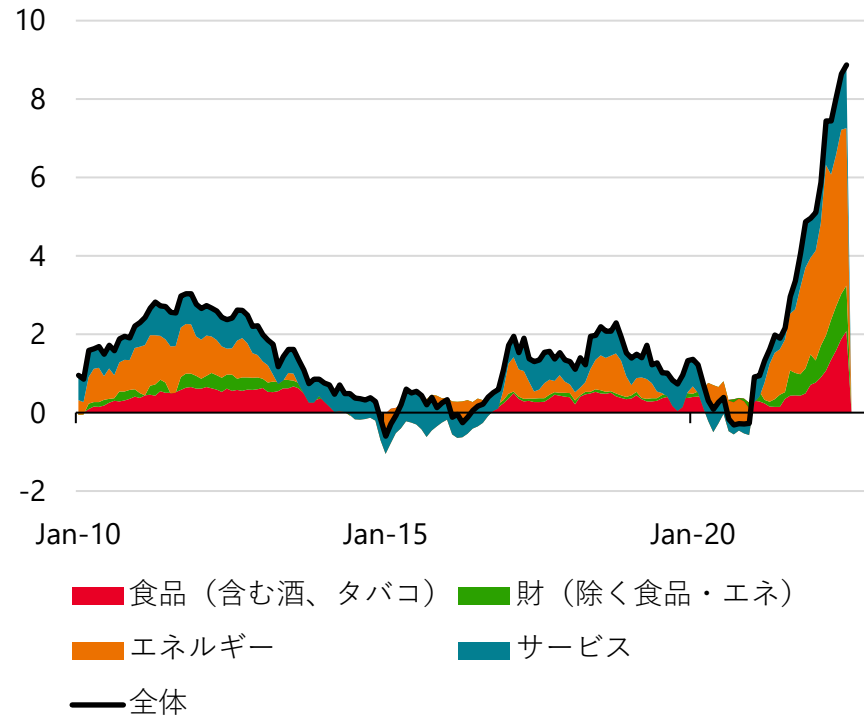
2. リスク要因はエネルギー、インフレ、ユーロ安

- エネルギー供給問題が解決しなければ、冬にエネルギー主導のインフレ到来。省エネ対策で政府主導のエネルギー使用制限発令なら企業活動を下押し。
- 欧米金融政策スタンスの乖離の継続でユーロ安が進展するなら、インフレリスクが高まる。
- ロシア・ウクライナ紛争が長期化なら、エネルギー禁輸や制裁拡大も。マインドが回復するまで、消費と投資は回復せず。

ユーロ圏：物価と雇用

消費者物価 (HICP)

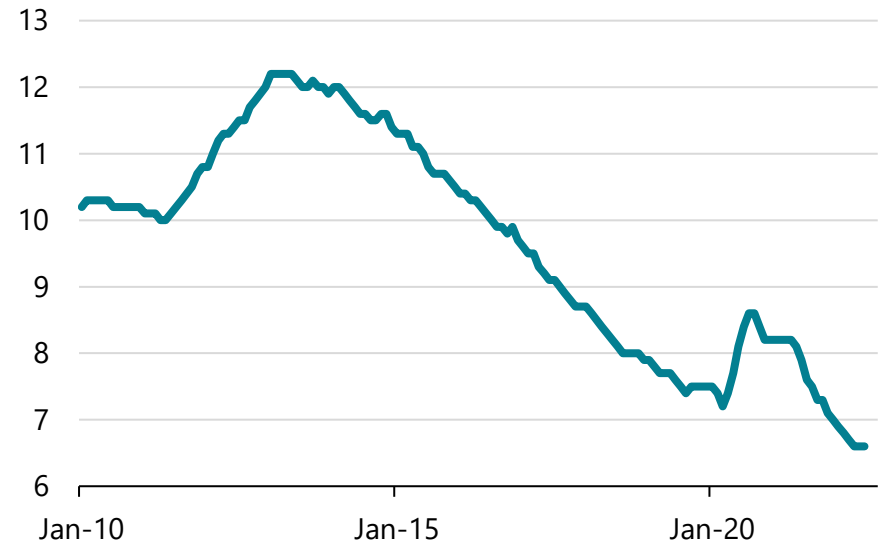
(前年比、寄与度、%)



エネルギーはベース効果で上昇率鈍化へ
エネルギー ⇒ 食品の順にピークアウト
最低賃金上昇は食品価格にも波及

失業率

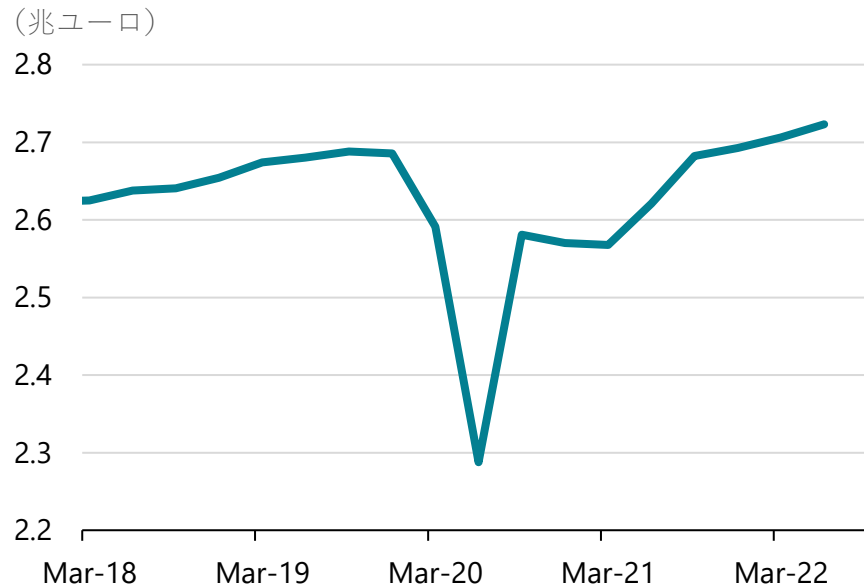
(%)



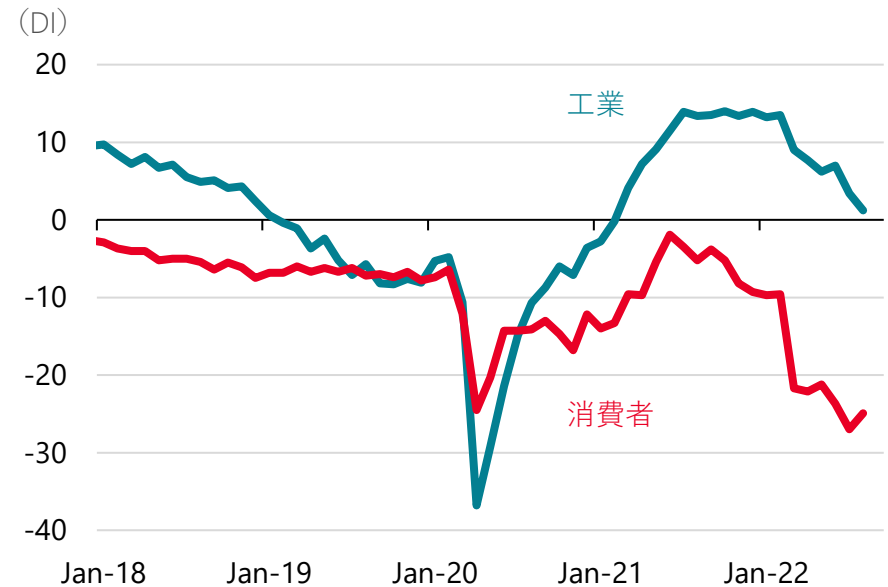
行動制限の解消でサービス業は好調
ロシア・ウクライナ紛争で製造業は不調
雇用ひっ迫で賃金の先行きは明るい

ユーロ圏：GDPとマインド

実質GDP



マインド

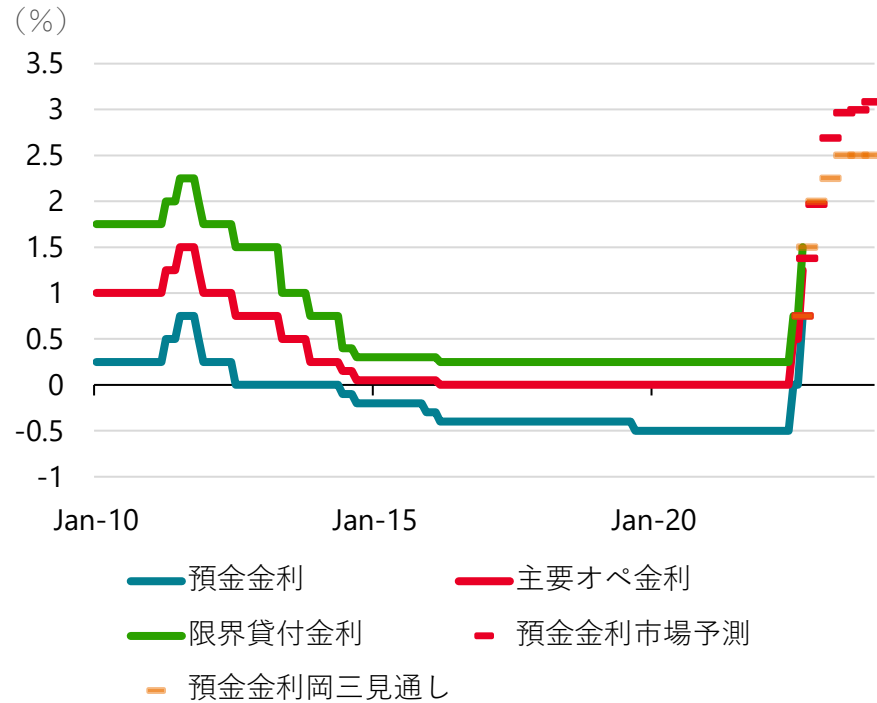


インフレと供給制約はボトルネック
経済正常化で家計貯蓄が消費をブースト
2022年後半から供給制約解消で輸出回復

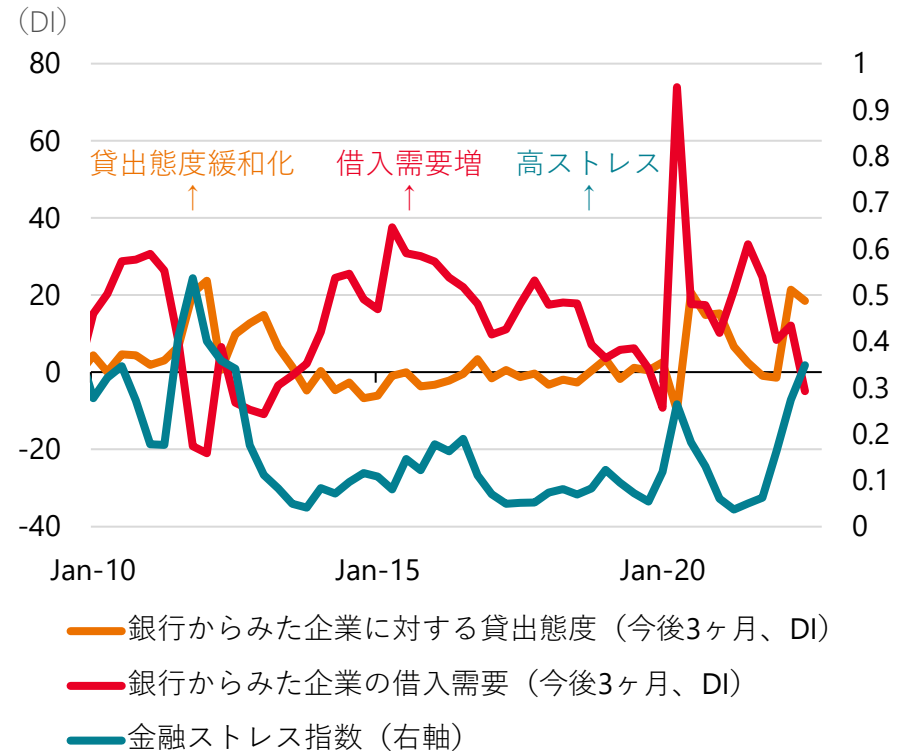
インフレは家計のマインドを直撃
物価抑制政策導入も実質所得減は不可避
消費反発にはマインドの回復が必要

ユーロ圏：政策金利と金融環境

政策金利



貸出態度と金融ストレス

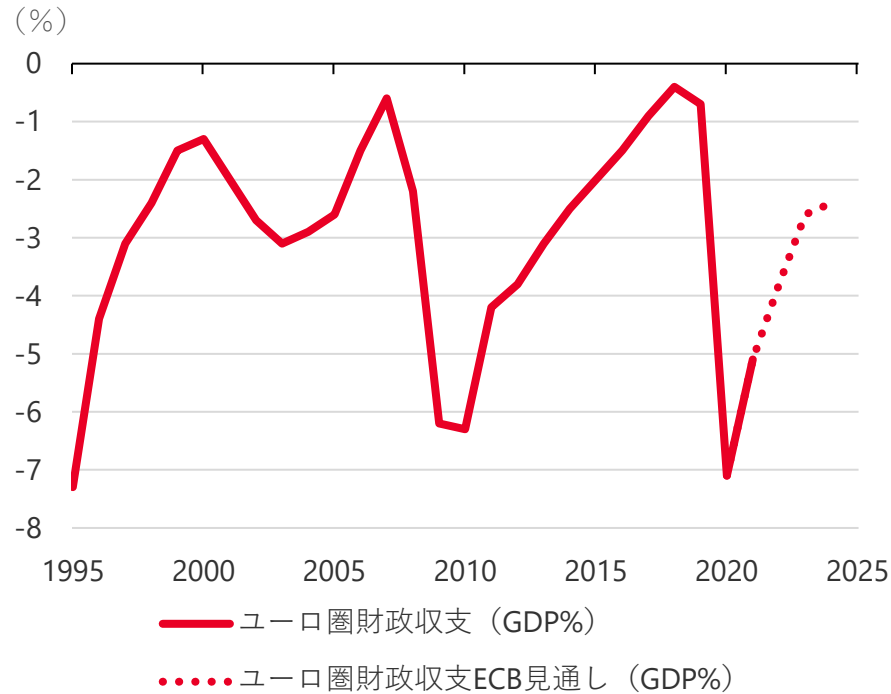


インフレ抑制優先で利上げ
 周辺国債金利上昇はTPIで抑制
 1.5%で利上げ打ち止めへ

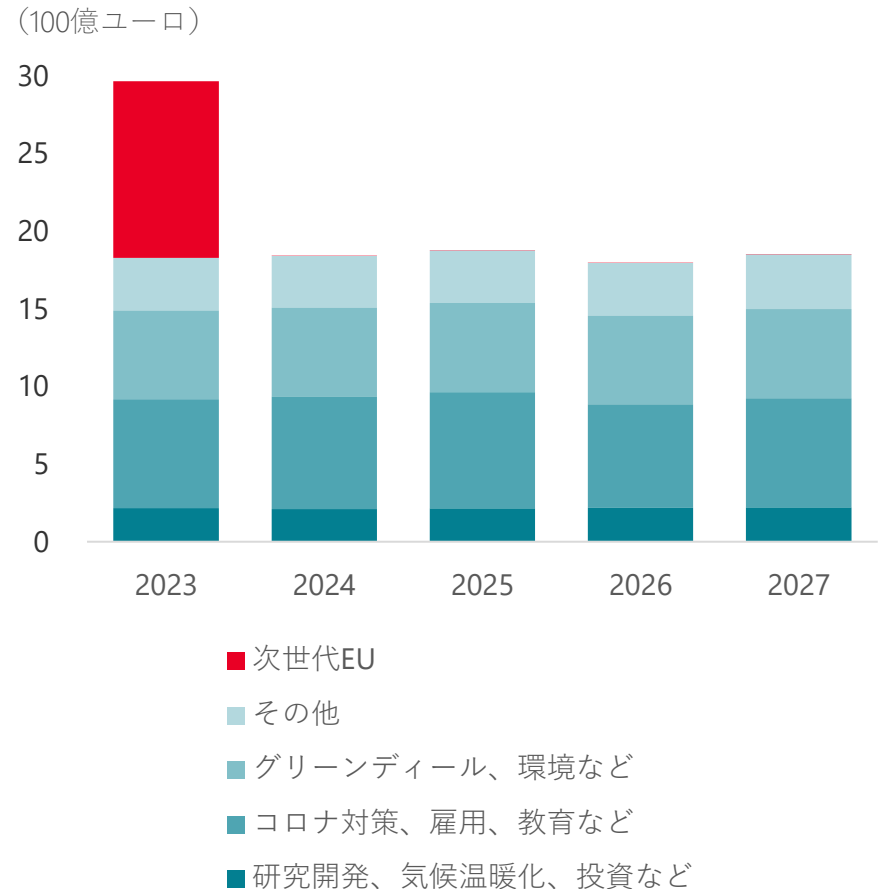
貸出態度は緩和も、借り入れ需要は小さい
 経済正常化で、借り入れ需要は拡大へ
 金融ストレスの更なる高まりに注意

ユーロ圏：財政収支と予算

財政収支



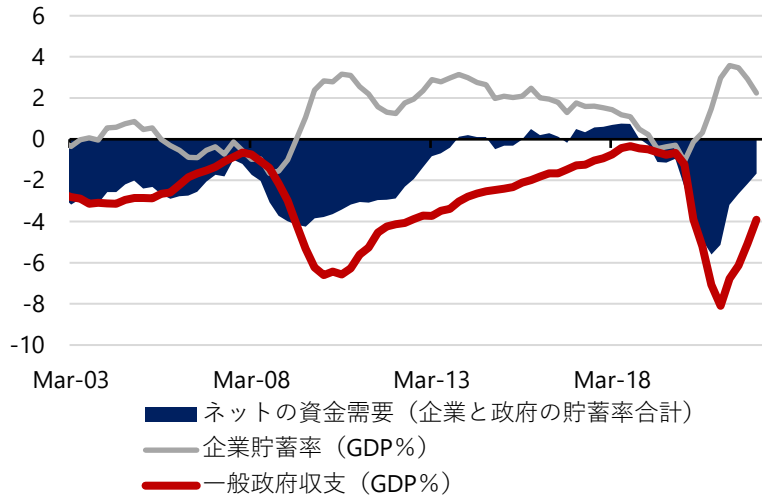
EU2023年予算案



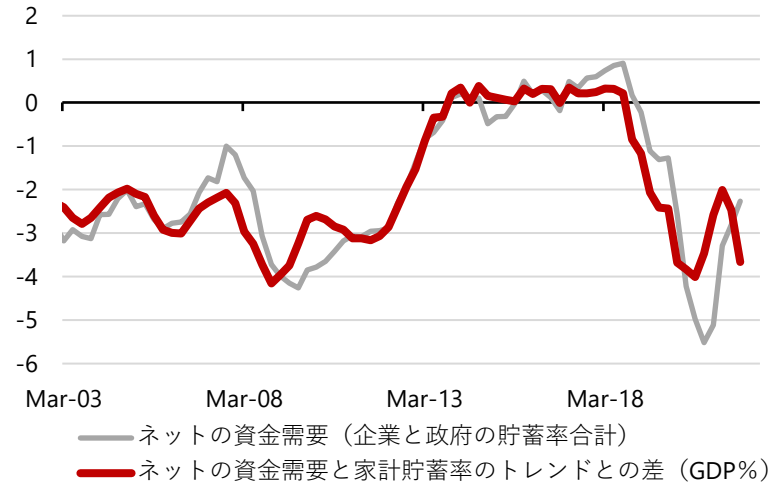
次世代EU、コロナ対策と物価高対策は縮小へ
 将来の減税、補助金、防衛費増はありうる
 戦闘長期化は財政支出増要因

ユーロ圏経済の資金循環の動向

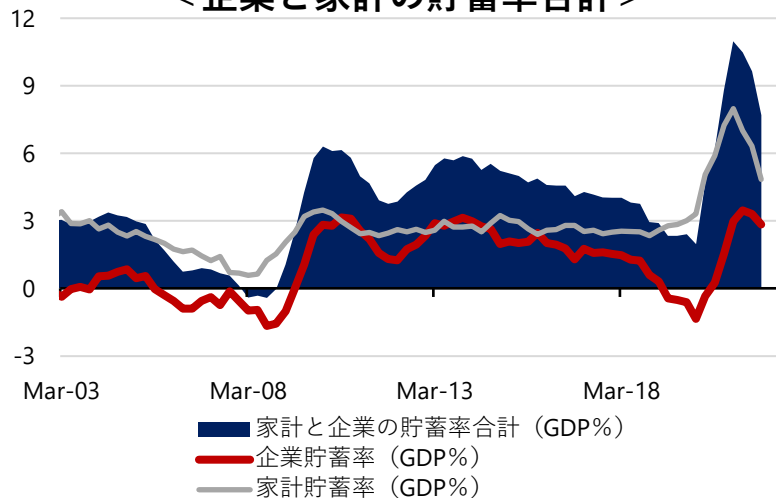
< ネットの資金需要 >



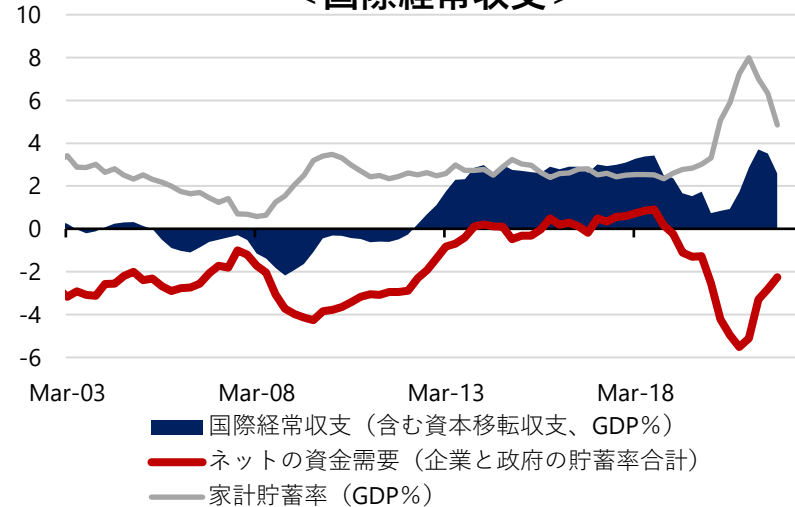
< 家計貯蓄率のトレンドとの差とネット資金需要の合計 >



< 企業と家計の貯蓄率合計 >



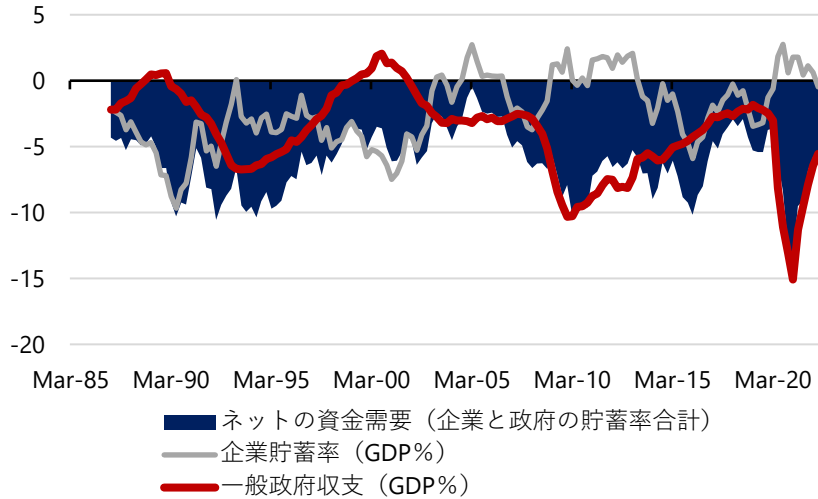
< 国際経常収支 >



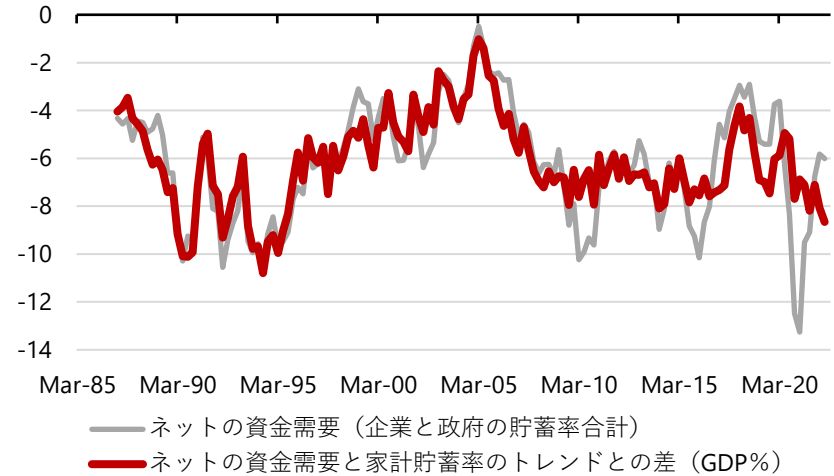
出所：ECB、Eurostat、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券 注：2022Q1まで

英国経済の資金循環の動向

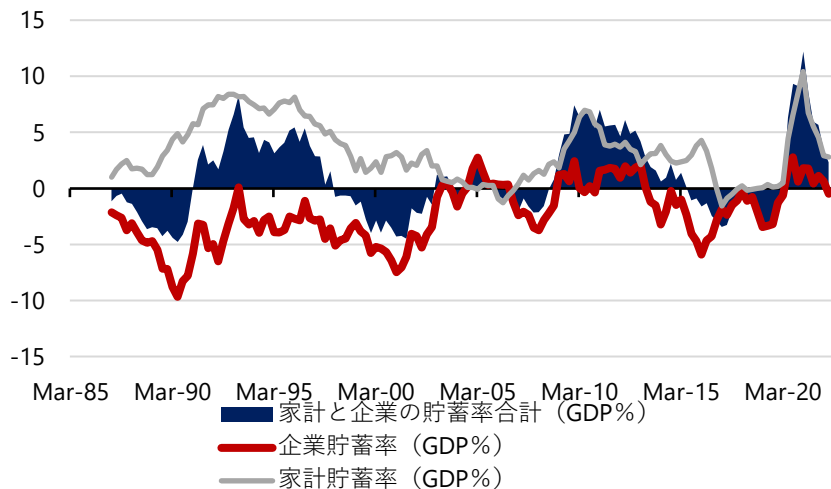
< ネットの資金需要 >



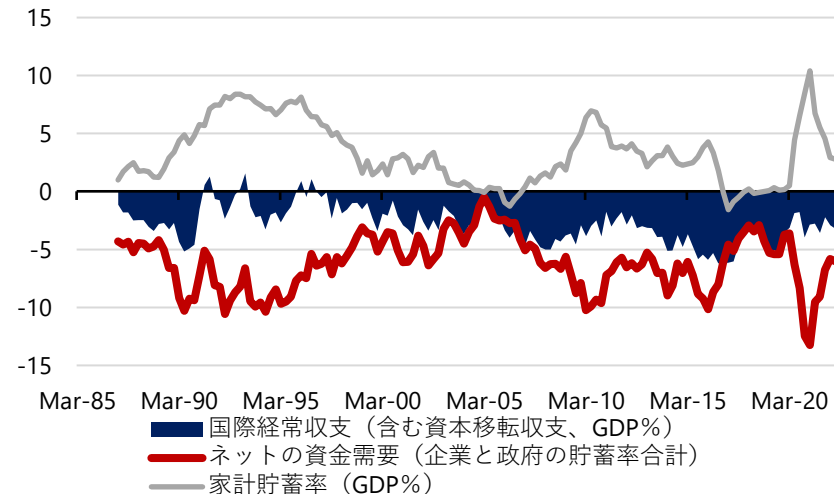
< 家計貯蓄率のトレンドとの差とネット資金需要の合計 >



< 企業と家計の貯蓄率合計 >

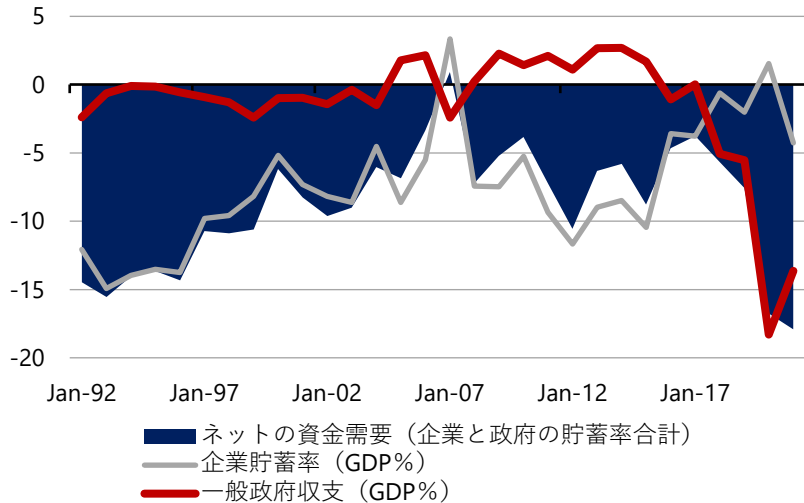


< 国際経常収支 >

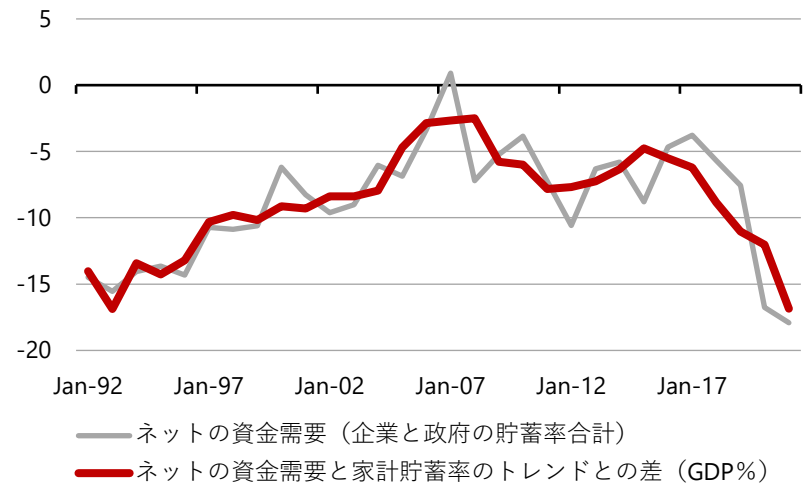


中国経済の資金循環の動向

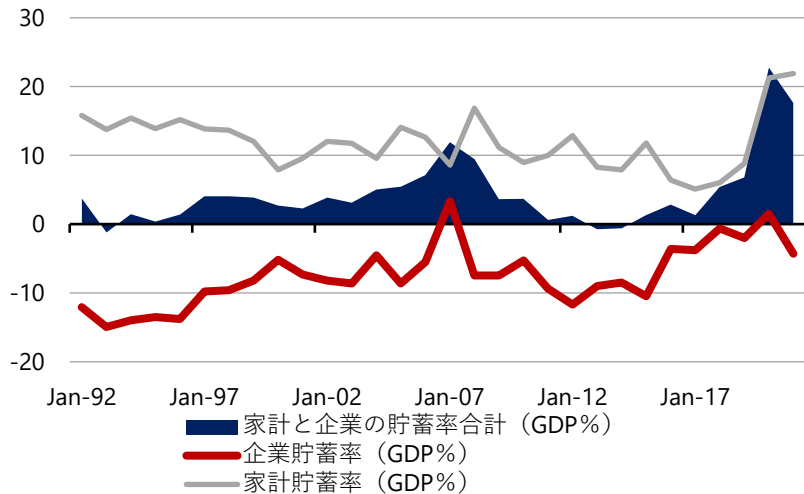
< ネットの資金需要 >



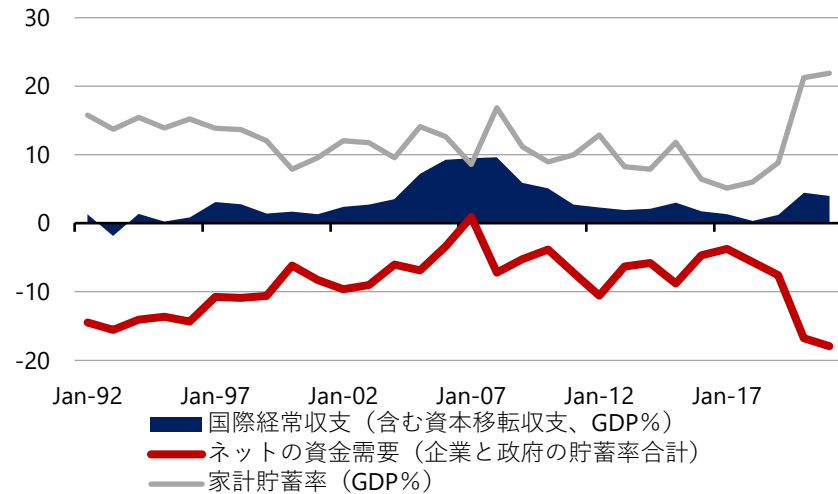
< 家計貯蓄率のトレンドとの差とネット資金需要の合計 >



< 企業と家計の貯蓄率合計 >



< 国際経常収支 >



出所：中国人民銀行、CEIC、Refinitiv、岡三証券 作成：岡三証券 注：2021年まで