

2024年2月



金融緩和の継続と 新たな財政規律への改革が必要

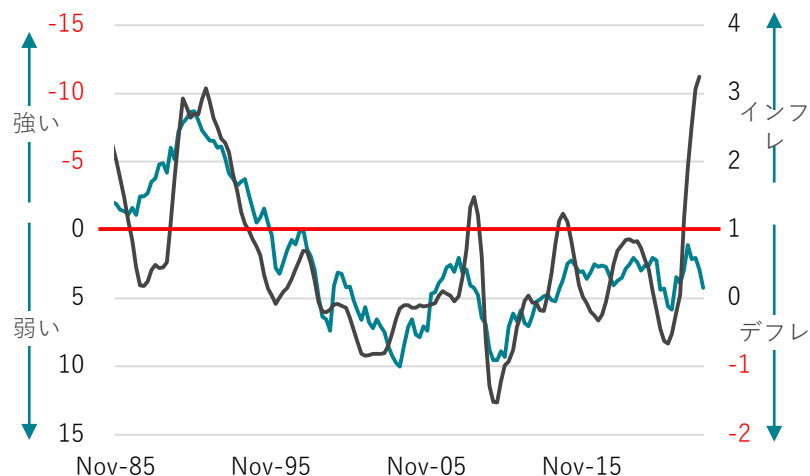
—
会田 卓司

チーフエコノミスト
クレディ・アグリコル証券会社

メインポイント：デフレ構造不況脱却への道

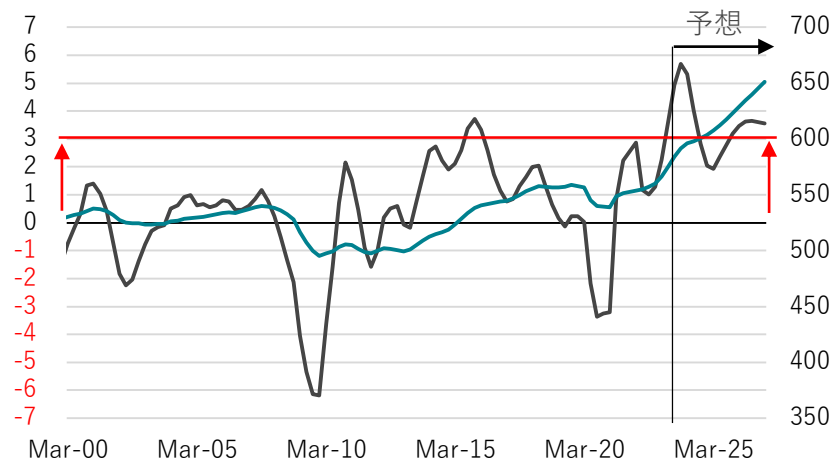
- ① プラスの企業貯蓄率が示す構造的なデフレ圧力が残り、**2024年の日銀は緩和的な金融政策を続ける**
- ② 緊縮財政から積極財政に転じ、金融緩和継続のリフレの力が、**名目GDP成長率のトレンドを3%に押し上げる**
- ③ サプライチェーンの強化、円安、政府の経済政策で**設備投資サイクルの上振れがポテンシャル**
- ④ 日銀の拙速な**金融引き締めは信用サイクルを腰折**り、**企業貯蓄率の上昇でデフレ構造不況に戻るリスク**に
- ⑤ 次のグローバルな景気上昇局面の2025年に**企業貯蓄率はマイナス化、デフレ構造不況脱却と金融引き締めへ**

< 企業貯蓄率と消費者物価 >



— 企業貯蓄率 (%GDP、軸逆転)
 — 消費者物価 (除く生鮮食品、除く消費増税の影響、前年比%、4QMA、右軸)

< 名目GDP >



— 名目GDP (前年比%、4QMA) — 名目GDP (4QMA、兆円、右軸)

出所：内閣府、クレディ・アグリコル証券

緊縮財政から積極財政への転換により内需は拡大へ

- 積極財政への転換と金融緩和の継続のポリシー・ミックスで、内需を拡大させる。
- 企業と政府の支出の合計であるネットの資金需要がしっかりと回復し、家計に所得が回るリフレ・サイクルが好転した。縮小してきたネットの資金需要が再び強くなるかに注目。

< 2024年度の政府の予算編成の骨太の方針 >

「新しい資本主義」の定義

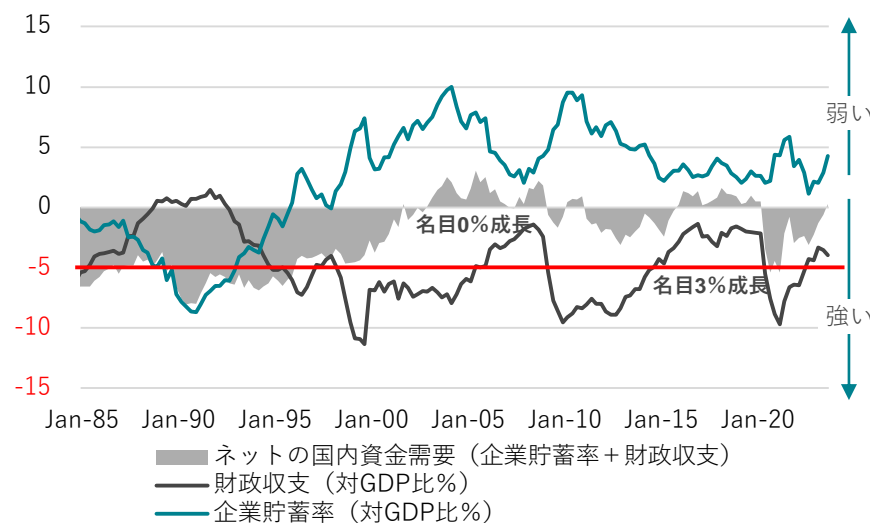
- ① **社会課題の解決**に向けた取組自体を成長エンジンに変える
- ② 市場や競争に任せるだけでは過少投資となりやすい分野について、**公的支出を呼び水として民間投資を拡大**
- ③ 成長と分配の好循環で、分厚い**中間層を復活**

マクロ経済・財政政策の運営方針

- ① **アベノミクスを継続**し、大胆な金融政策と機動的財政政策のポリシーミックス
- ② 政府の成長投資を呼び水として、民間投資の拡大で、**企業貯蓄率をマイナス化（貯蓄超過から投資超過へ回復）**し、デフレに後戻りさせない（デフレ完全脱却）
- ③ 基礎的財政収支**黒字化目標**の事実上の無効化
- ④ 「新しい資本主義」の重要政策には**青天井の予算**

出所：日銀、内閣府、クレディ・アグリコル証券

< ネットの国内資金需要の回復でリフレへ >



< 政府・日銀共同声明の解釈 >

2%の物価安定目標 = 金融緩和 + 財政再建



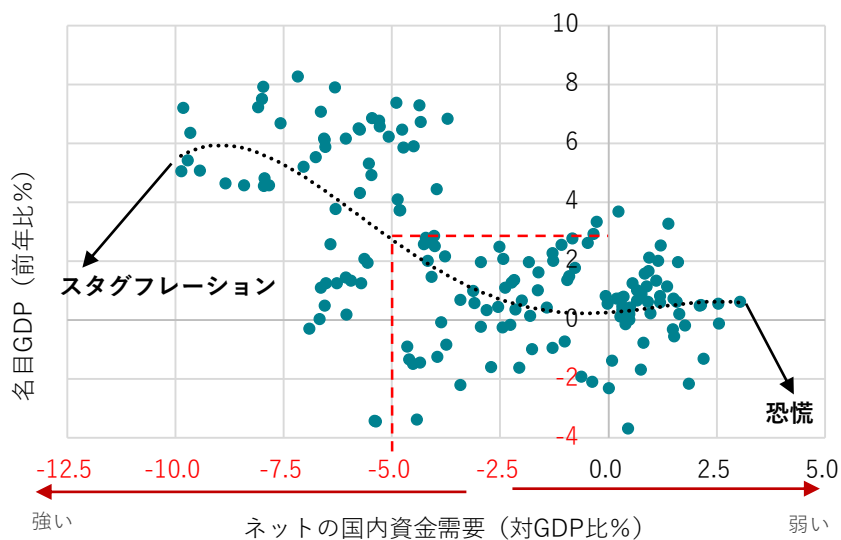
賃金上昇を伴う2%の物価安定目標
（事実上の名目GDP3%成長率目標）

= 金融緩和 + 積極財政 = ネットの資金需要の回復

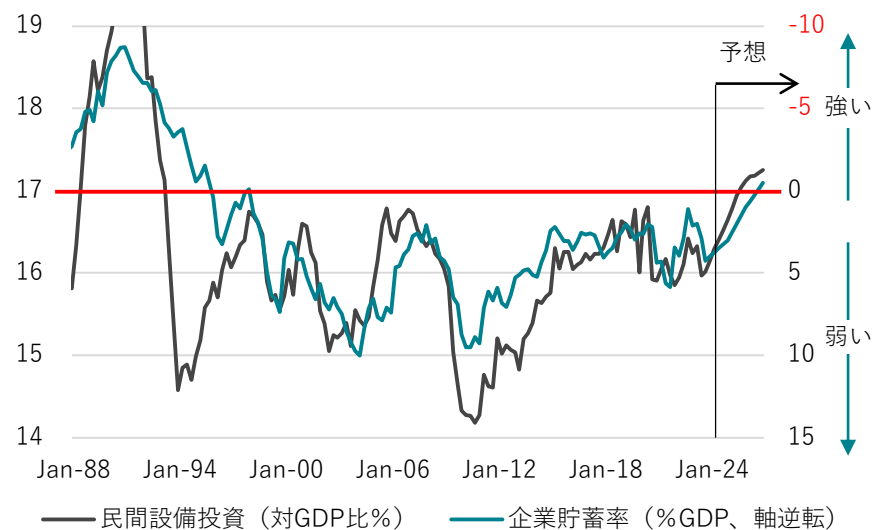
設備投資サイクルの上振れでデフレ構造不況脱却

- ネットの資金需要の回復が名目GDP成長率を押し上げ、円安や経済対策の効果もあり、ビジネス環境の好転で設備投資サイクルは上振れへ。
- 設備投資の対GDP比が17%の天井を突き抜けることで、企業貯蓄率は正常なマイナスに戻り、デフレ構造不況脱却。

< ネットの資金需要と名目GDP成長率 >



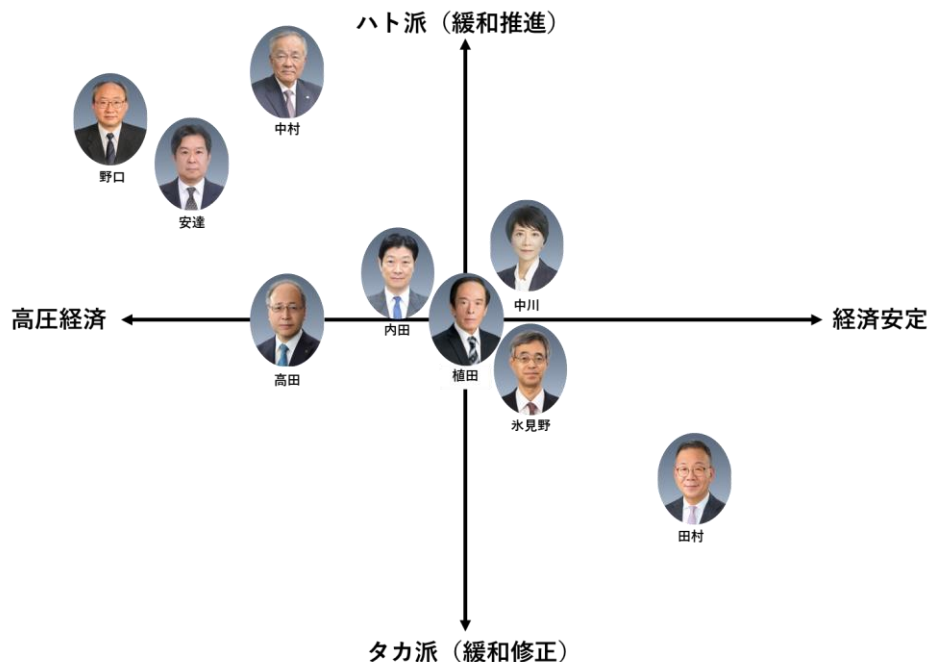
< 企業貯蓄率と民間設備投資 >



日銀新執行部はハト派 + 高圧経済への比重で「逆プラザ合意」に

- 植田新総裁下の分布図は、ハト派 + 高圧経済に比重が大きい形が維持されていると判断できる。
- 日銀がグローバルな金融引き締めから1サイクル遅れることで、大きな円安となり、1985年のプラザ合意による過度な円高圧力をようやく打ち消す「逆プラザ合意」が、日本経済をデフレ構造不況から脱却させる力になるだろう。

<植田新日銀総裁下の政策委員の分布図>



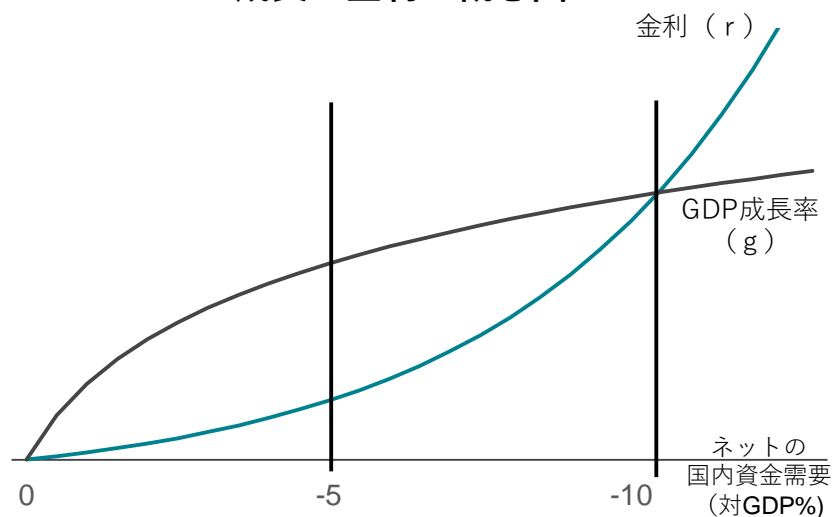
<逆プラザ合意でドル円は適正水準に回帰>



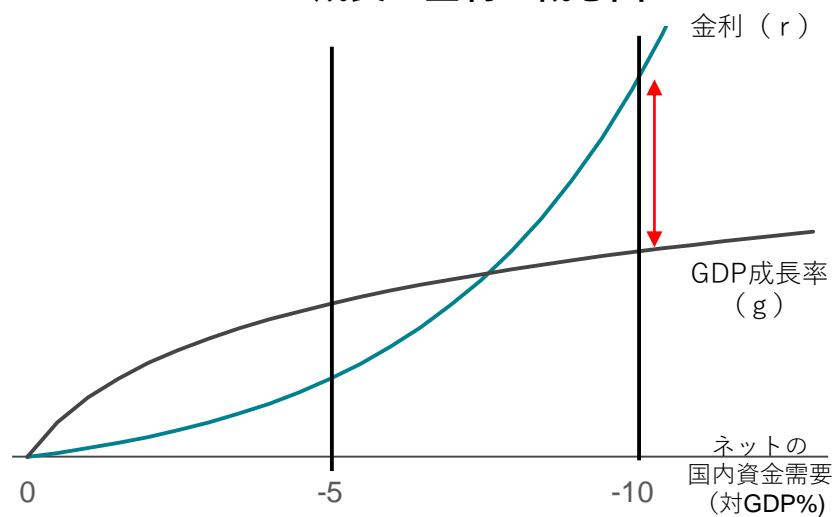
経済状態の好転には貯蓄投資バランスの恒等式の内容が問題

- ネットの資金需要（企業貯蓄率 + 財政収支） = 家計貯蓄率 + 国際経常収支は、恒等式である。
- ネットの資金需要のどの水準で恒等式が成り立つかによって、経済状態は大きく異なる。ネットの資金需要が-5%の適度な水準であれば、良好な成長率が金利を上回るドーマー条件は満たされる。
- 同じネットの資金需要の水準でも、財政収支よりも企業投資を軸にした方が、生産性向上により、良好な経済状態となる。実物的制約（需要が供給を上回る）が起こるネットの資金需要の水準が大きい。

<企業投資中心のネットの資金需要・成長・金利の概念図>



<財政支出中心のネットの資金需要・成長・金利の概念図>



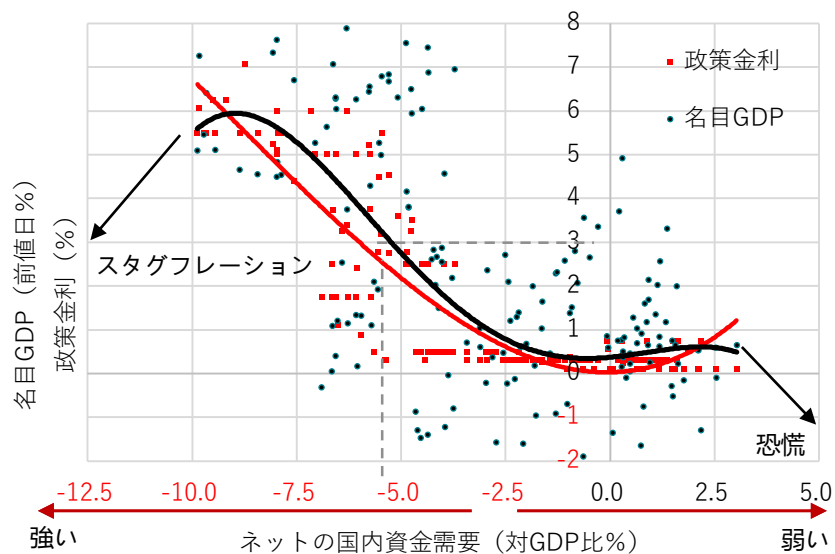
ネットの資金需要	> +5	0程度	-5程度	-10 >
経済状態	恐慌	デフレ	成長	スタグフレーション

出所：クレディ・アグリコル証券

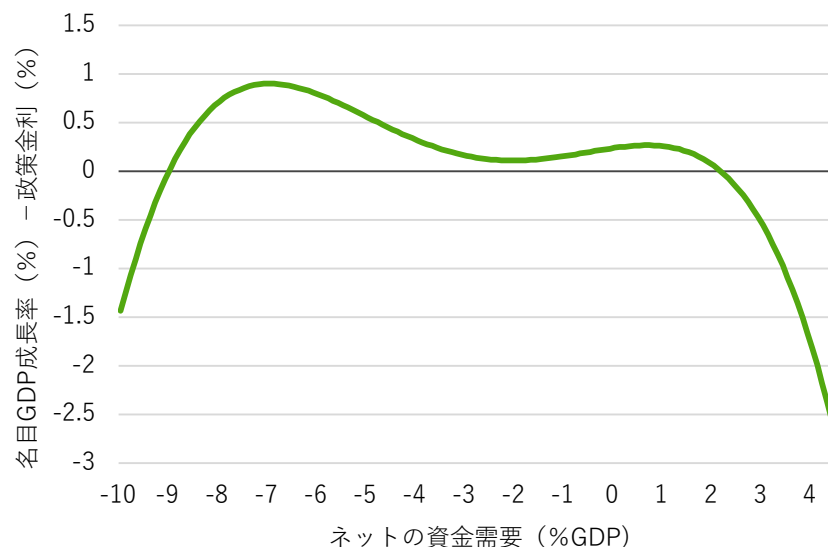
財政改善にはネットの資金需要の-5%までの拡大によるリフレが必要

- 名目GDP成長率が金利を上回ると、財政状況には改善を力が働く。下回ると悪化する力が働く。
- ネットの資金需要の-7.5%までの拡大によるリフレは、名目GDP成長率を金利よりも大きく押し上げ、財政状況を改善させるようだ。その範囲内の-5%のネットの資金需要を積極財政で確保する必要がある。
- 緊縮財政でネットの資金需要を大きなプラスにして信用収縮が起これば、資本逃避を止めるために金利を下げられない中、名目GDP成長率が大きなマイナスとなり、財政状況は悪化する。

< ネットの資金需要と名目GDP・政策金利 >



< ネットの資金需要と名目GDP-政策金利 >



プライマリーバランスに代わる新たな財政規律への改革が必要

- 骨太の方針では、この経済・財政一体改革が見直されることになるため、プライマリーバランス黒字化の目標の扱いが焦点となる。
- 政府は、人への投資、グリーン、経済安全保障など市場や競争に任せるだけでは過少投資となりやすい分野について、官が的を絞った公的支出を行い、これを呼び水として民間投資を拡大させる方針であるため、単純なプライマリー・バランスは財政規律として機能していない。

< 経常的歳出をベースにする新たな財政規律 >

• 「経常的歳出について毎年の税収等で着実に賄われる構造の実現に向けた取組を進める」

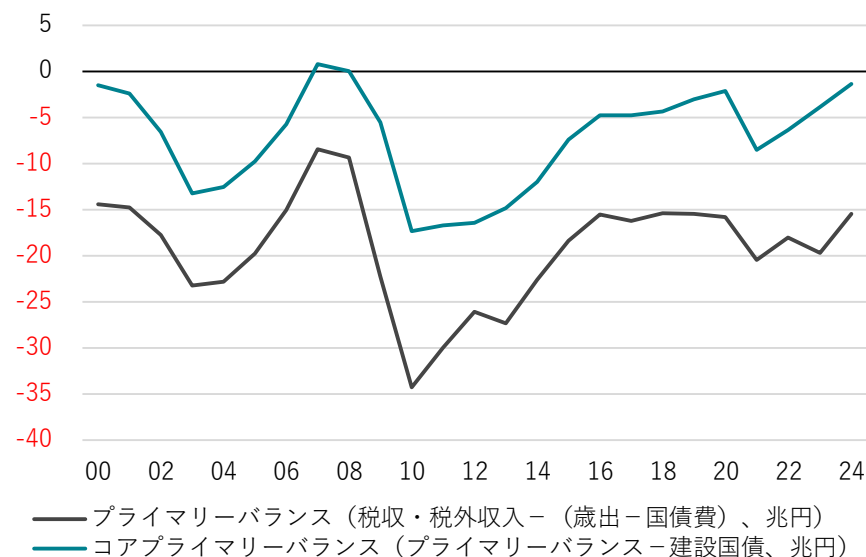
• 経常的歳出からは、国債費と投資的支出が除外される

• 国債費だけを除く基礎的財政支出ではなく、国債費と投資的支出を除く経常的財政支出という言葉が生み出された

• 投資的支出は、将来の経済成長と所得の拡大につながるものであり、税収の範囲内で行う必要はなく、国債でファイナンスしても問題ない

• 経済・財政一体改革の見直しでは、国債費だけではなく、投資的支出を除いた、経常的（コア）プライマリーバランスの黒字化目標へ転換していく必要

< 当初予算ベースのプライマリー・バランスとコア・プライマリー・バランス >



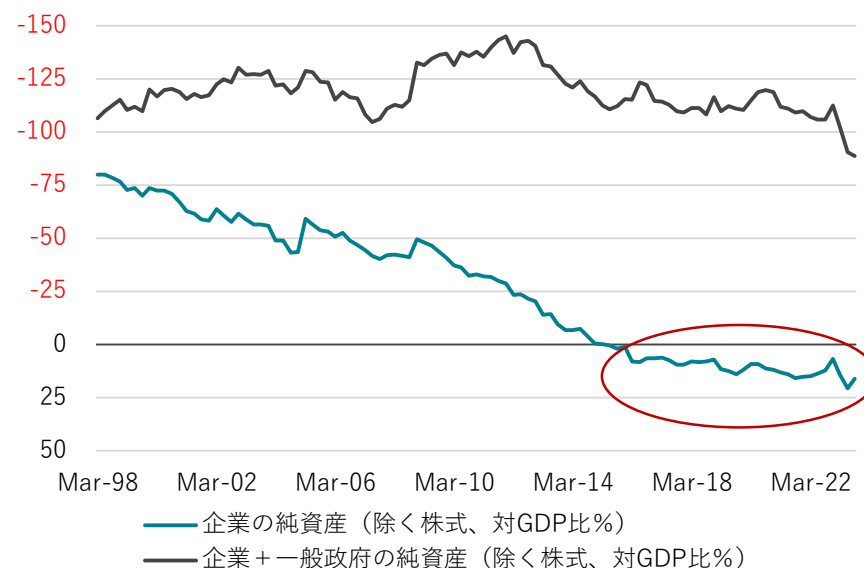
ネットの資金需要が過大でない限り、金利急騰はない

- 日本の政府純債務残高は米国と同程度である。日銀の純資産はその規模を超えて、実質的には政府の他部門に対する債務負担は消滅している。
- 企業のネット債務は消滅し、企業と政府の合わせたネット債務水準は安定しているため、ネットの資金需要を過度に拡大しなければ、金利の急騰はない。

<各国の主体別純資産（対GDP比%）>

2023年 7-9月期	部門別純資産								中央銀行 総資産
	一般政府 総負債	一般政府 総資産	一般政府 (A)	企業 (除く株式等、 B)	企業 (株式等)	家計	海外	レバレッジ (A+B)	
日本	244.0	139.2	-104.8	16.0	-132.8	303.9	-81.0	-88.8	131.1
米国	137.9	30.3	-107.6	-344.2	-13.2	333.3	131.7	-451.8	24.3
ユーロ圏	109.8	53.3	-56.5	-62.0	-26.1	146.1	-1.4	-118.6	73.9

<企業のネットの債務残高>



<コロナ禍前の各国の主体別純資産（対GDP比%）>

2019年 10-12月期	部門別純資産								中央銀行 総資産
	一般政府 総負債	一般政府 総資産	一般政府 (A)	企業 (除く株式等、 B)	企業 (株式等)	家計	海外	レバレッジ (A+B)	
日本	239.0	116.7	-122.3	11.9	-105.2	280.0	-63.7	-110.4	108.0
米国	136.4	28.1	-108.3	-225.3	-147.3	351.7	129.2	-333.6	20.0
ユーロ圏	113.0	50.0	-63.0	-63.2	-31.9	151.9	6.1	-126.1	64.2

*ユーロ圏は2023年4-6月期時点

出所：日銀、内閣府、IMF、OECD、FRB、Eurostat、クレディ・アグリコル証券

日本の財政のガラパゴス（謎）ルールの①

① 国債の60年償還ルール：グローバルには国債は事実上永続的に借り換え

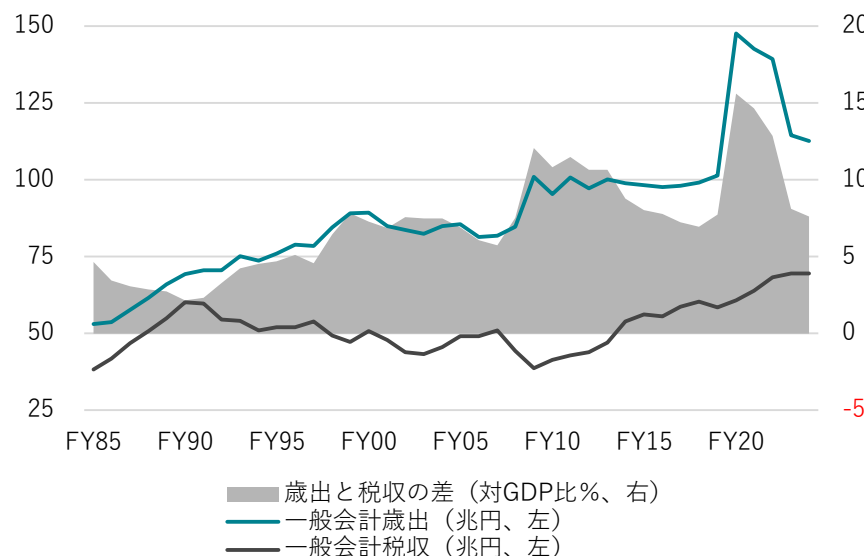
60年償還ルールに基づき、国の債務を完全に返済（現金償還）するという恒常的な減債の制度を持っているのは、先進国で日本だけ。財政黒字の半分を債務償還に強制的に回すルールがあるのも日本だけ。グローバル・スタンダードでは、国債の発行による支出は、民間の所得と資産の増加となるため、景気過熱の抑制の必要がない限り、発行された国債は、事実上、永続的に借り換えられていく。歳出には利払い費のみ計上し、債務償還費は入らない。（日本は歳出の国債費の割合が大きく見えてしまう。）ルールを撤廃し債務償還費が歳出から除かれる分、防衛費とこども予算の倍増に充てられる。マクロでは、ネットの資金需要を望ましい-5%に誘導することを助ける。ネットの資金需要の縮小が、家計のファンダメンタルズの悪化（家計貯蓄率の低下）と強い相関関係をもっていることは、償還ルールの存在による緊縮財政への切迫感が、事後的な結果であるべき財政支出を圧縮することで、貯蓄・投資バランスが好ましい状態ではない。

- **下のワニの口の理由：**60年償還ルールを廃止し、防衛費とこども予算を倍増しても、ワニの口は小さくなる（ワニの口で財政危機を煽ることに使っていたのであれば、口が小さくなることは財源が生じることになり、それを否定することはダブル・スタンダード）
- **中のファイナンスの理由：**償還期限がなくなれば、償還費の一部を歳出に回して、国債発行が増加しても、ファイナンスとしての債務負担は大きく変わらない（債務期限が60年ではなく無くなることで、実質債務負担が軽減され、その分だけ国債の増発ができる）
- **上のマクロの理由：**これまでネットの資金需要は0%程度（消滅）に誘導され、名目GDP成長率のトレンドは0%と低迷してしまっていた。ネットの資金需要を望ましい-5%に誘導し、名目GDP成長率のトレンドを3%に上げるには、-5%（25兆円程度）の恒常的な政府支出の追加が必要

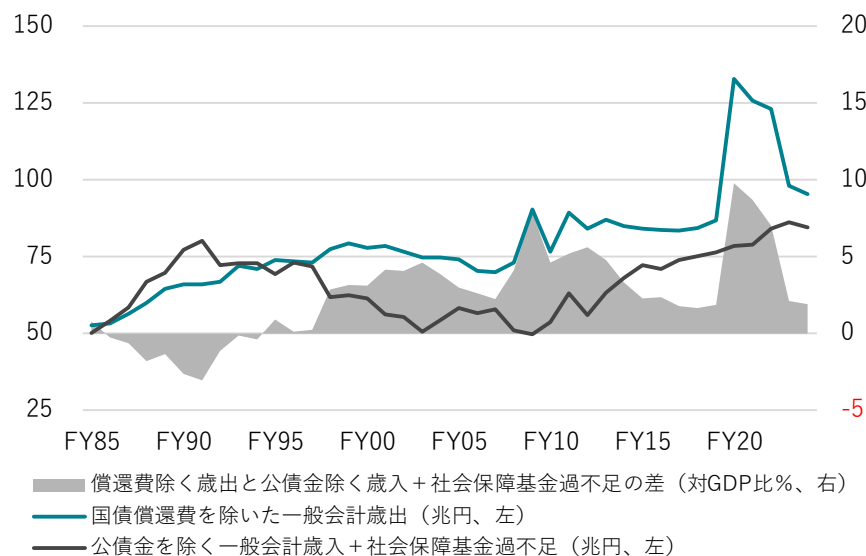
ワニはいませんでした

- 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）を前提とすれば、歳出と税収の差のグラフは「ワニの口」にならない。
- 国債の60年償還ルールを撤廃すれば、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ワニの口>



自民党防衛費増額の財源検討の特命委員会：「あくまで公債政策に関する政府の節度ある姿勢を示すために導入されたものであり、文字どおりの減債、すなわち国債発行残高の減少を目指すものではなかったことを確認」

出所：財務省、厚生労働省、クレディ・アグリコル証券

日本の財政のガラパゴス（謎） ルールの②と③

② 単年度の税収中立の原則：グローバルにはかなり長期の複数年度

日本には、減税をするときに、単年度での税収を中立にするため、どこかの増税で充当しなければいけない暗黙のルールがある。グローバル・スタンダードでは、景気下支えのために減税を行っても、将来的な景気回復の税収増などで、10年程度の長期間で税収を中立にする。景気下支えの手段として、使途を民間に任せる減税が使える。日本は、単年度の税収中立に縛られ、減税が使えず、補助金や給付金などの政府の裁量的な支出に手段が限られる。ばらまきとの批判を恐れた政府は、機動的に財政政策を発動できない。家計への減税を実施すれば、需要が存在する分野に資金が回り、企業のより生産的な支出を誘発し、企業貯蓄率を望ましいマイナスに正常化できる可能性が高まる。

③ 生のプライマリーバランスの黒字化：グローバルには景気動向を考慮したPB

日本では、基礎的財政収支（プライマリーバランス）を黒字化することが目標とされている。しかも、いつまでにとというカレンダーベースでの目標が続けられてきた。2023年度の政府予算編成の骨太の方針で、カレンダーベースの考え方は無効化した。目標自体は存続している。グローバルには、景気を考慮した構造的な基礎的財政収支の赤字を無くすことを目標にすることが一般的だ。景気が悪い時には赤字が許容され、景気が良好な時に赤字が残っていれば、構造的な赤字を解消する必要があるという考え方だ。景気動向を需給ギャップで表し調整するのが一般的だが、日本では企業貯蓄率で調整するのが良い。そうなれば、構造的財政収支の赤字を無くすことは、ネットの資金需要を望ましい-5%にすることと同義になる。財政収支の「額」は黒字化の目標ではなく、「GDP比」で一定の赤字の範囲に収めることがグローバル・スタンダードで、日本の場合、一定の財政赤字の範囲はネットの資金需要で定義をする必要がある。

- **構造的財政収支 = ネットの資金需要（財政収支 + 企業貯蓄率） - 財政定数（-5%）**
財政定数 = 望ましいネットの資金需要の水準
- **財政収支の額は黒字化の目標ではなく、GDP比で一定の赤字の範囲に収めることがグローバル・スタンダードで、日本の場合、一定の財政赤字の範囲はネットの資金需要で定義をする必要**

日本の財政のガラパゴス（謎）ルールの④

④ 裁量的歳出にまでペイ・アズ・ユー・ゴーの原則：グローバルには義務的経費のみ

日本では、公共投資、教育、防衛などの裁量的歳出にまで、恒久的な支出には恒久的な財源が必要であるという、ペイ・アズ・ユー・ゴーの原則を持ち、それを将来世代への責任としている。グローバル・スタンダードでは、原則的に、社会保障費などの義務的歳出にのみ、ペイ・アズ・ユー・ゴーの原則が適用される。裁量的歳出は、未来の社会を作る投資的な意味合いもあるため、国債が恒久的な財源として認められる。裁量的歳出にまで制限を加えることで、未来への投資が不十分となり、国力が低下するリスクになり、逆に将来世代への責任が果たせなくなっている。（2010年の民主党政権時に決められたルールが、なぜか自民政権になっても受け継がれて、異常なルールとして「将来世代への責任」と修飾されている。）義務的経費は既に税収の範囲内に収まっており、義務的経費の増額に消費税率引き上げなどの増税はいらぬ状況にある。税収の上振れを考慮すれば、2021年度から2027年度までに9.6兆円程度の増収があり、防衛費増額に増税はいらぬ。

<2023年度予算の社会保障含む義務的歳出は税収見込みより小さい>

広義の義務的歳出 61.8兆円

<

税収見込み 68.4兆円

(利払費*8.5兆円+地方交付税交付金16.4兆円+社会保障費36.9兆円)

*グローバルスタンダードでは利払費は義務的経費に含まれない

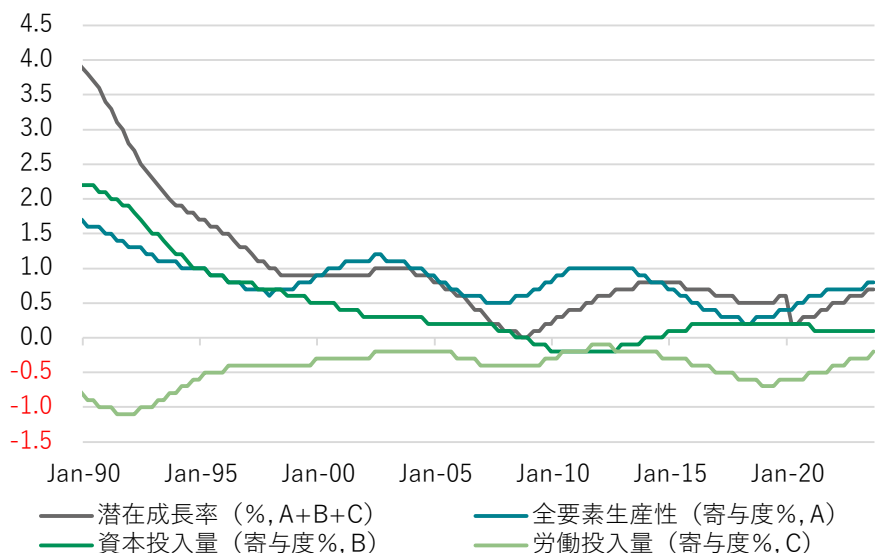
<財政健全化計画が見直される次回の骨太の方針の論点>

- 経済が「平時」に回復することにより、歳出構造も「平時」に戻そうとする緊縮的な圧力が生まれないか？
- 政府の成長投資、少子化対策、防衛費などの支出の増加で、プライマリーバランスが財政規律の尺度として機能しなくなるため、新しい財政規律の尺度が生まれるか？

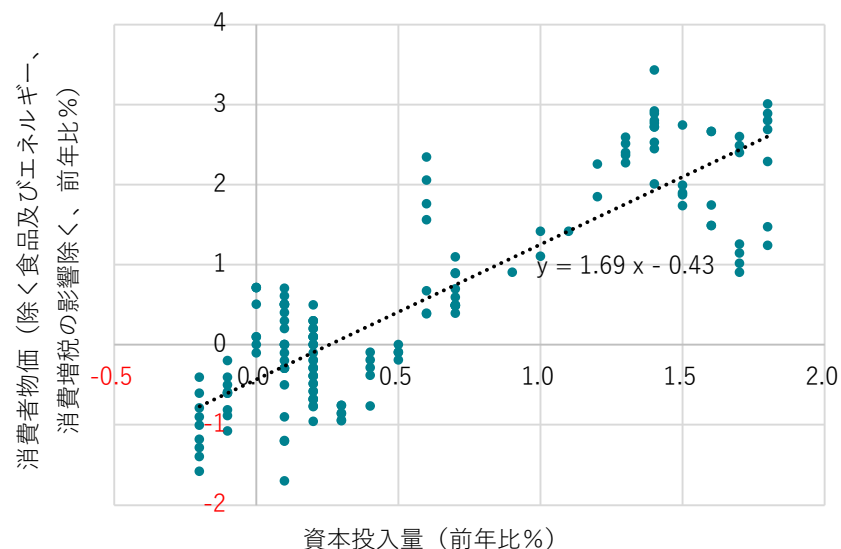
しっかりとした資本投入量を維持していれば国力の衰退は免れていた可能性

- 日本経済の強い回復には、リストラではなく、高圧経済下の資本投入により生産性を押し上げることが必要。
- 資本投入量と物価上昇率には相関関係が確認できる。

< 潜在成長率 >



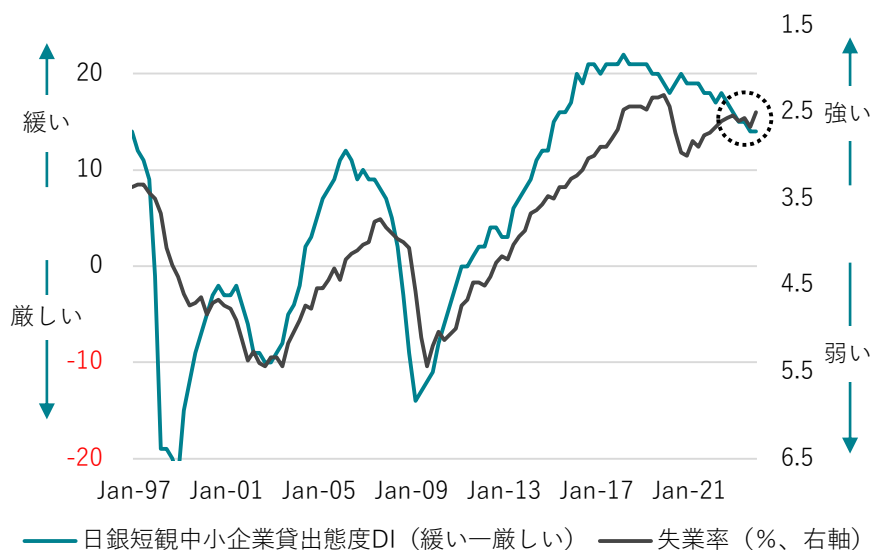
< 資本投入量と消費者物価 >



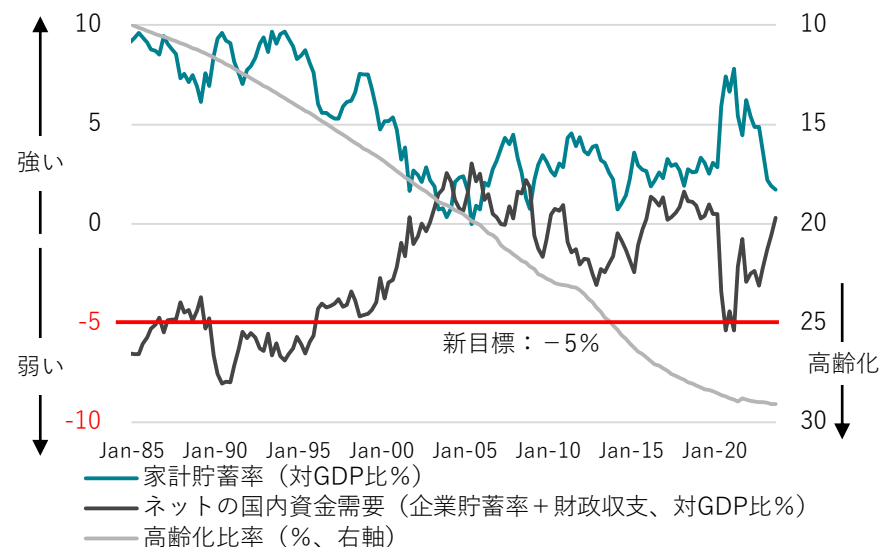
堅調な信用サイクルと家計への所得のフローが景気回復を支える

- 政府・日銀の経済政策で信用サイクルが堅調であることが、コロナ後の景気を支えている。
- 家計のファンダメンタルズが悪化し、家計の貯蓄率が低下したのは、高齢化が原因ではなく、緊縮財政によるネットの資金需要の消滅が原因。

<信用サイクル>



<家計貯蓄率とネットの資金需要>



Key calls: 次のグローバルな景気回復局面でデフレ構造不況脱却へ

成長 (CY24: +0.5%、CY25 : +1.5%、 CY26 : +1.6%) : ポリシーミックスで内需回復

実質GDP成長率は+0.5%程度の潜在成長率並みから上回るトレンドへ。グローバルな景気減速により純輸出の成長寄与度はマイナス。アベノミクス継続下の金融・財政政策は緩和的で、内需の回復が継続。政府は追加経済対策を含め、「新しい資本主義」の方針の下での成長投資と家計支援を継続。円安を追い風に、次のグローバルな循環的景気回復で、設備投資が成長をけん引する形が鮮明となる。2026まで年には設備投資のGDP比率はなかなか到達できなかった17%に上昇し、企業の期待収益率・成長率の上振れを実感する。デフレ構造不況を完全脱却し、成長率は上振れる。

物価上昇率 (CY24: +2.1%、CY25 : +1.6%、 CY26: +2.0%) : 一時的に2%割れ

ココア消費者物価指数（除く生鮮食品とエネルギー）の前年比は、輸入物価の上昇の価格転嫁が一服し、2024年前半から上昇幅が縮小し、後半には日銀の物価目標の+2%を下回る。次のグローバルな循環的景気回復で、設備投資と賃金を含む企業の支出が強くなり、過剰貯蓄としてデフレ構造不況の原因となったプラスの企業貯蓄率は正常なマイナスに転じる。内需の拡大で物価上昇率は再び2%を目指し、上昇幅が拡大していく。賃金上昇の加速とインフレ期待の上昇によって、2%の物価目標達成の確度が十分に高くなるのは2025年で、実際に達成されたと判断できるのは2026年になる。

金融政策(引締め開始は2025年、四半期ごと利上げ) : アベノミクス下の緩和政策は継続

グローバルな景気減速、構造的デフレ圧力、アベノミクス堅持の政府の方針が圧力となり、2024年に金融引き締めはない。4月の展望レポートで2026年度の物価見通しを2%にし、物価目標達成が見通せたとYCCは撤廃。FRBの利下げ期待でグローバルに金利上昇圧力はなく、YCCの効力がない中、金融引き締めとはならない。マネタリーベースの増加に引き続きコミットし、長期国債は年間70兆円程度買入れ、マイナス金利付き量的質的金融緩和に移行。2025年4月にグローバルな循環的景気回復を確認、2027年度の物価見通しも2%にし、マイナス金利政策を解除。政策金利を0.1%にし、年末まで0.5%に引き上げ。2026年には企業貯蓄率のマイナス化による構造的デフレ圧力払拭で、政府・日銀はデフレ完全脱却宣言を行い、年末まで1.5%に引き上げ。日銀は利上げのサイクルとして、実質マイナス金利を維持し、グローバルな動きから一周遅れることを覚悟している。拙速な金融引き締めで、デフレに戻る兆候が出た場合、日本国債が格下げされるリスク。

メインシナリオ①：デフレ構造不況脱却への道

2024年：グローバルな景気減速でも日本の景気回復は継続

- 経済対策を含む積極財政への転換と金融緩和の継続のポリシー・ミックスの上に、資源価格の安定化で円安水準のポジティブな効果が強くなり、グローバルな景気減速下でも、日本の内需主導の景気回復は継続。
- 米国経済の減速とFRBの利下げへの動きにより、グローバルな金利上昇と円安の圧力が弱まる。デフレを完全に脱却するため、アベノミクス継続方針の政府との密接な連携の下、日銀は効力のなくなったYCCを撤廃するが、金融緩和は維持。
- 主要中央銀行の政策転換でグローバルに金利低下圧力が強まることに加え、日銀は国債買入れを減額してもYCCは維持できることがマーケットに浸透し、国内金利上昇圧力は一段と弱まるだろう。リスク資産は景気減速のボトムを探る動きが続くなか、ボラティリティが高い状態が続くだろう。

2025年：企業の投資と消費の回復が鮮明に

- 利下げの効果によるグローバルな循環的な景気回復の動きと積極財政の継続とともに、人手不足で失業率が低下し、総賃金の強い拡大と、企業の投資が新しい商品・サービスを生む好循環が生まれる。物価は一時的には2%を下回るが、消費の拡大にともない、物価は底打ちから2%へ向けた上振れへの動きが始まる。
- 物価上昇率が目標の2%台で近い将来に安定する確度が高まることになり、日銀はマイナス金利政策を解除。政策金利を0.1%にし、年末まで0.5%に引き上げ。円高に転じるが、大幅な実質マイナス金利が続き、内需の拡大により企業収益が支えられ、景気回復は継続。
- 日銀のマイナス金利解除とデフレ脱却に伴うファンダメンタルズの変化は金利上昇圧力を一段と強める。日米金利差が縮小しても国内のマネーが拡大する力の復活で円高進行は限定される。景気減速のボトムアウトが確認されるにつれ、株式市場は名目GDPの安定的な成長に加え、グローバルな景気回復への期待が強まることで更に上昇。

メインシナリオ②：デフレ構造不況脱却への道

2026年：2%の物価安定目標達成してデフレ構造不況脱却

- 企業の設備投資サイクルが上振れ、企業貯蓄率がマイナス化（正常化）し、企業の過剰貯蓄という内需低迷とデフレの原因が払拭される。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、政府はデフレ完全脱却宣言をし、日銀は政策金利を1.5%まで引き上げ。名目GDP成長率は3%程度の持続的なトレンドに。
- しっかりとしたインフレ期待の形成とファンダメンタルズの改善で、長期・超長期債利回りは一段と上昇し、イールドカーブはステイプ化トレンドが定着し、ステイプ化は2000年代前半の水準まで進行。

2027年：投資拡大による潜在成長率の上昇と金融政策の完全正常化

- 投資拡大による企業貯蓄率の更なる低下とともに景気拡大は継続し、税収の増加で財政収支は大きく改善する。資本蓄積の拡大が、生産性を押し上げることで、潜在成長率が1%程度まで上昇したことを確認。日銀は短期金利を物価目標の2%を超える水準まで引き上げることで、マイナスの実質金利を脱し、金融政策は完全に正常化。
- 金融政策は緩和政策を軸とした非伝統的手法から短期政策金利誘導を軸とした伝統的手法へシフトし、イールドカーブ全体が政策金利見通しの影響を強く受ける相場へ。マーケットの注目が政策金利の利上げがどの程度まで進むか（ターミナルレート）になり短期金利が上昇。

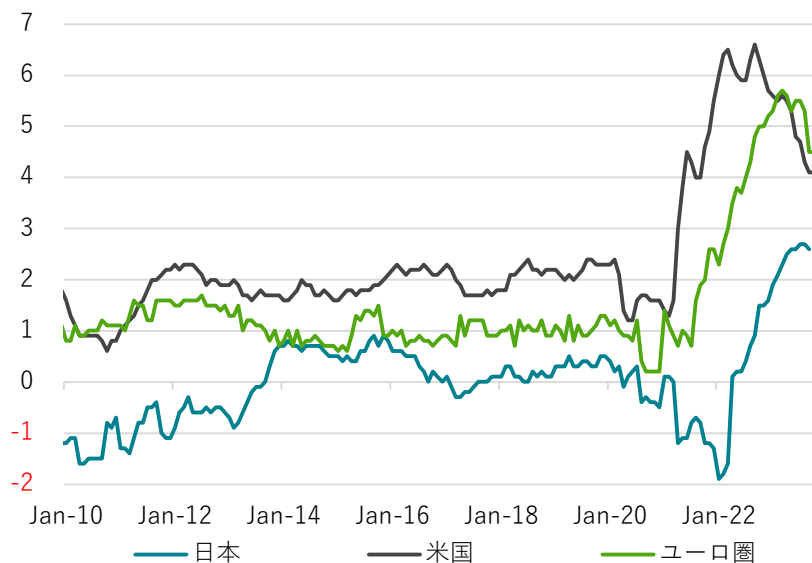
2028年：利上げの効果で景気減速するが財政収支は均衡に戻る

- 利上げの効果と円高トレンドもあり、景気回復の動きは鈍る。成長率は1%程度の潜在成長率まで減速する。財政収支は均衡に戻り、債務GDP比は大きく低下。
- 景気減速による金融政策の転換を織り込む動きで長期金利が低下し、バブル期以降初めて、長短金利が逆転。

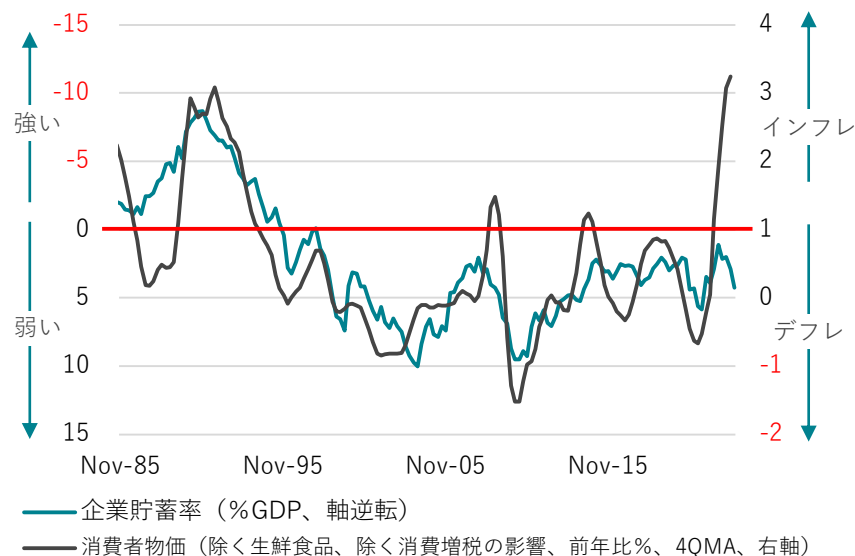
構造的な国内デフレ圧力を払拭するまで金融緩和継続

- 企業の支出の不足による異常なプラスの企業貯蓄率が、総需要を破壊する力として、構造的な国内のデフレ圧力に。
- 企業の投資行動が強くなり、企業貯蓄率が正常なマイナスに戻り、2%の物価安定目標が見通せるまで、日銀の金融緩和は継続。

<各国のインフレ（消費者物価除く食料及びエネルギー）>



<企業貯蓄率と消費者物価>



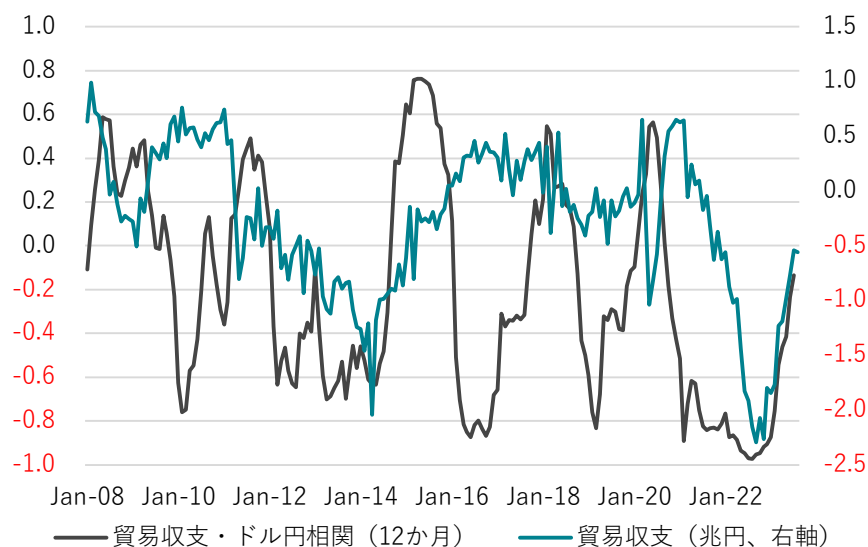
注：日本の消費者物価指数は消費税調整後を使用

出所：総務省、BEA、Eurostat、日銀、内閣府、クレディ・アグリコル証券

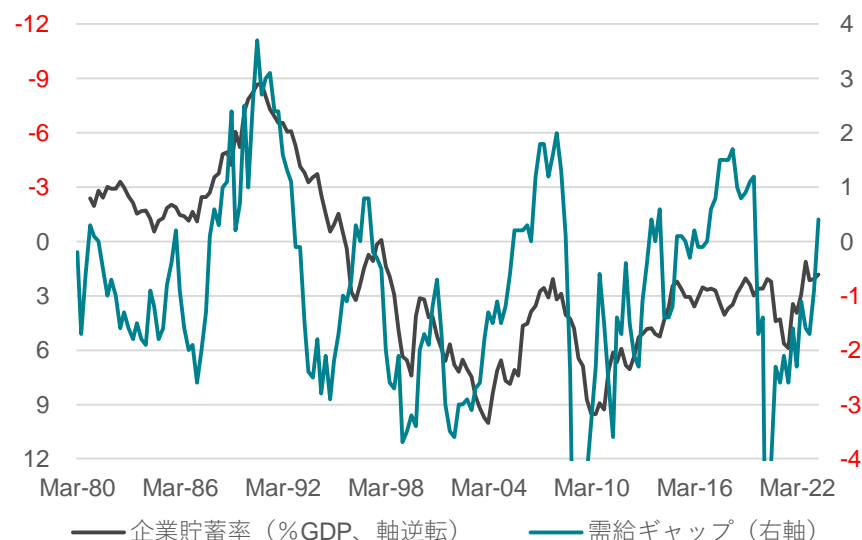
デフレ脱却には四つではなく五つの条件が必要

- 貿易収支の赤字幅拡大と円安が同時進行する「悪い円安」が意識される局面は終わり、円安の水準が日銀の金融政策の方向性に影響を与える局面ではなくなった。
- 消費者物価指数前年比、GDPデフレーター前年比、単位労働コスト前年比、そして需給ギャップはプラスに戻り、デフレ状態ではなくなったと判断される。デフレ脱却のためには、更に企業貯蓄率が正常なマイナスとなり、デフレに戻るリスクの払しょくが必要。

<為替・貿易関連と貿易収支>



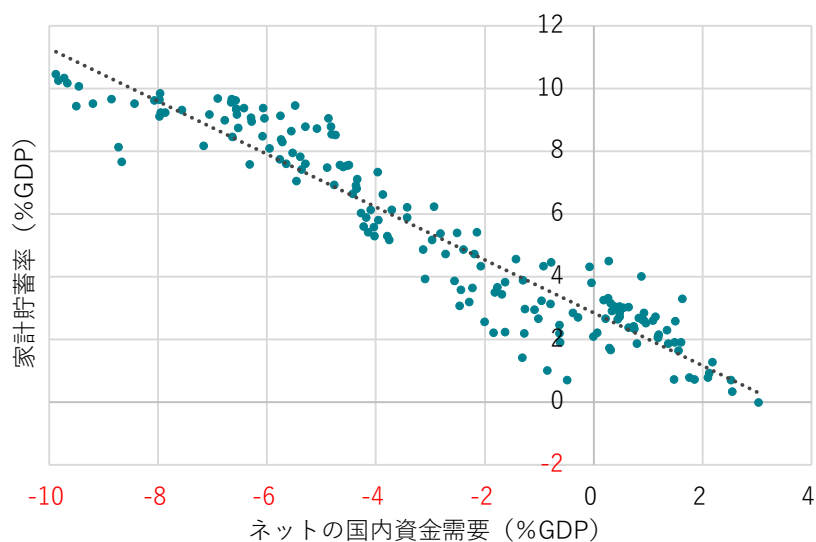
<企業貯蓄率と需給ギャップ>



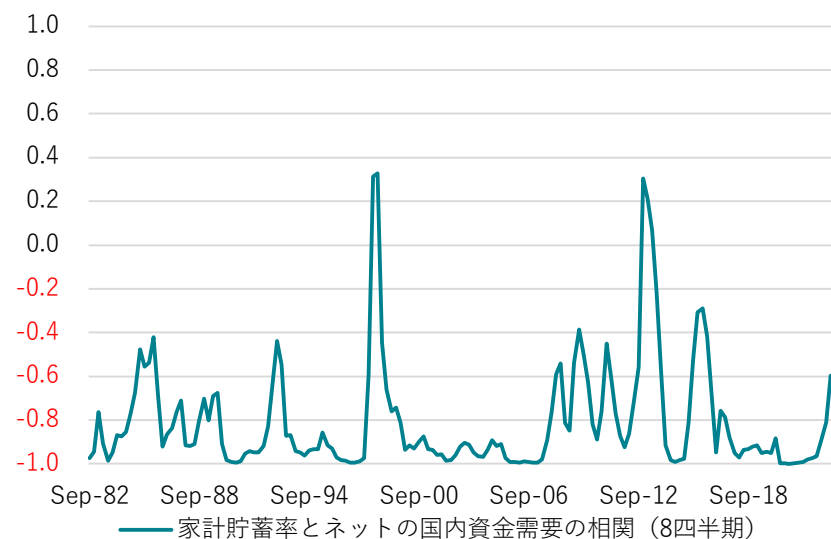
供給余力は十分でネットの需要の拡大は家計に所得を回す力に

- ネットの資金需要を拡大して、企業と政府の合わせた支出する力が拡大した場合、供給に余力があれば、家計に所得が回り、家計の貯蓄率が上昇する
- ネットの資金需要が拡大すると家計の貯蓄率が上昇し、両者の相関係数が安定してマイナスであることは、供給に余力が十分あることを示す。

<家計貯蓄率とネットの国内資金需要>



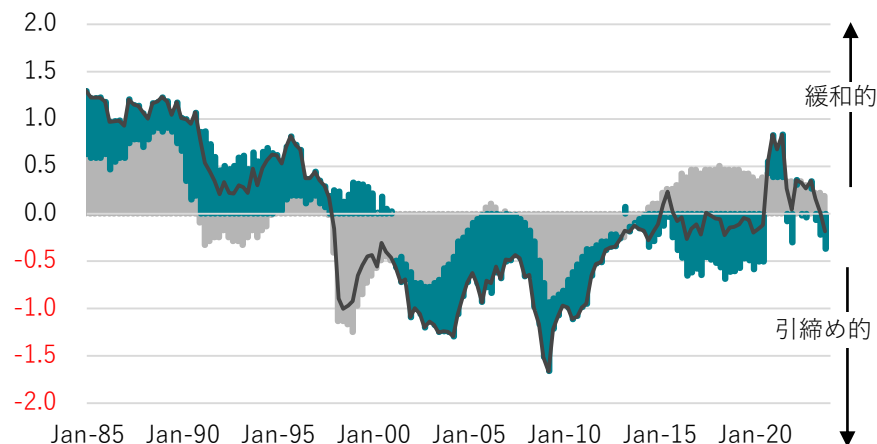
<家計貯蓄率とネットの国内資金需要の相関>



経済政策の緩和効果はまだ出てきたばかりで、引き締めは時期尚早

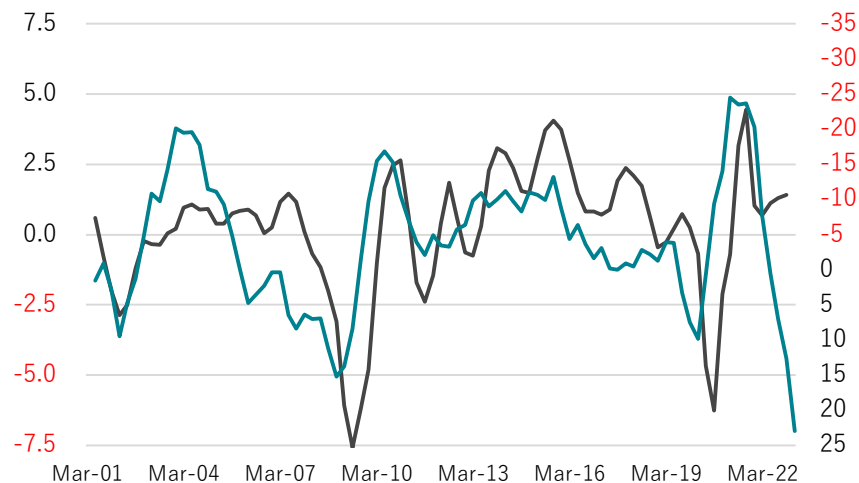
- 財政政策と金融政策のポリシーミックススコアでは、アベノミクスの金融緩和で中立に戻り、コロナ後の財政拡大で、ようやく緩和効果が出始めている。デフレ構造不況脱却に向けて、引き締めは時期尚早だろう。
- 2023年からコロナ対策としての無利子・無担保融資の返済、そして雇用助成金の縮小の影響が出始め、企業金融には下押し圧力がかかることが、日銀の金融引き締めへの動きのハードルとなる。

<ポリシーミックススコア>



■ ネットの資金需要の寄与度 (ポイント)
■ 日銀短観中小企業貸出態度DIによる寄与度 (ポイント)
— ポリシーミックススコア (貸出態度DIのZスコアとネットの国内資金需要のZスコアの平均)

<名目GDP成長率と倒産件数>

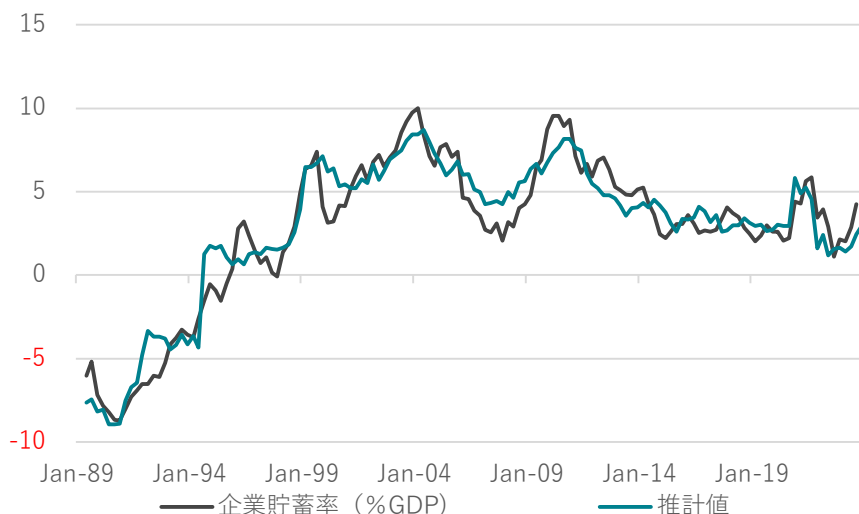


— 名目GDP成長率 (前年比%、2QMA)
— 全国倒産件数 (前年比%、2QMA、右軸)

企業貯蓄率は信用サイクルとネットの資金需要に影響される

- デフレ脱却に向かうリフレの力には、金融緩和による信用サイクルの押し上げと、積極財政によるネットの資金需要の回復というポリシーミックスで、企業貯蓄率を低下させる必要である。
- 景気の回復とデフレの緩和につながる動きを生むためには、事前に、金融緩和によって信用サイクルを押し上げ、企業貯蓄率のプラスをオフセットする以上の財政拡大によってネットの資金需要を回復させる必要があることが確認できる。+20のDIと-5%のネットの資金需要が必要である。

< 企業貯蓄率と推計値 >



< 推計値マトリクス >

前提													
構造不況ダミー													
1													
日銀短観 貸出態度DI		ネットの国内資金需要											
		2	1	0	-1	-2	-3	-4	-5	-6	-7	-8	-9
-6		8.07	7.50	6.94	6.38	5.82	5.25	4.69	4.13	3.57	3.00	2.44	1.88
-3		7.57	7.01	6.45	5.89	5.32	4.76	4.20	3.64	3.07	2.51	1.95	1.39
0		7.08	6.52	5.96	5.39	4.83	4.27	3.71	3.14	2.58	2.02	1.46	0.89
3		6.59	6.02	5.46	4.90	4.34	3.77	3.21	2.65	2.09	1.52	0.96	0.40
6		6.09	5.53	4.97	4.41	3.84	3.28	2.72	2.16	1.59	1.03	0.47	-0.09
9		5.60	5.04	4.48	3.91	3.35	2.79	2.23	1.66	1.10	0.54	-0.02	-0.59
12		5.11	4.55	3.98	3.42	2.86	2.30	1.73	1.17	0.61	0.05	-0.52	-1.08
15		4.61	4.05	3.49	2.93	2.36	1.80	1.24	0.68	0.11	-0.45	-1.01	-1.57
18		4.12	3.56	3.00	2.43	1.87	1.31	0.75	0.18	-0.38	-0.94	-1.50	-2.07
21		3.63	3.07	2.50	1.94	1.38	0.82	0.25	-0.31	-0.87	-1.43	-2.00	-2.56
24		3.13	2.57	2.01	1.45	0.88	0.32	-0.24	-0.80	-1.37	-1.93	-2.49	-3.05

企業貯蓄率 (%GDP) = -0.10 + 0.56 ネットの国内資金需要 (%GDP、2四半期ラグ) - 0.16 日銀短観中小企業貸出態度DI (4四半期ラグ) + 6.05
 構造不況ダミー (1994年7-9月期以降は1) - 4.91 コロナダミー (2020年10-12月期から2021年7-9月期まで1) - 2.09 ダウンダミー + 1.76
 アップダミー ; R2=0.98

財政収支の黒字化は構造的回復の後

- デフレ完全脱却によって、企業の成長・収益期待が十分に回復すれば、企業が支出に後ろ向きになってしまったことを示す構造不況ダミーの力はそれまでの1から0（消滅）となり、構造的な回復が動きだす。
- 企業貯蓄率は-5.4%、財政収支は+0.4%の黒字となる。財政黒字は相当に長い期間の構造変化をとともなう景気回復の後に生まれるものである。すぐにでも財政黒字を目指そうとすれば、企業貯蓄率がプラスの中、ネットの資金需要は消滅し、日本経済はデフレ構造不況から脱せない。

< 構造不況ダミーが無い場合の企業貯蓄率 >

前提												
構造不況ダミー												
0												
日銀短観 貸出態度DI	ネットの国内資金需要											
	2	1	0	-1	-2	-3	-4	-5	-6	-7	-8	-9
-6	2.02	1.45	0.89	0.33	-0.23	-0.80	-1.36	-1.92	-2.48	-3.05	-3.61	-4.17
-3	1.52	0.96	0.40	-0.16	-0.73	-1.29	-1.85	-2.41	-2.98	-3.54	-4.10	-4.66
0	1.03	0.47	-0.10	-0.66	-1.22	-1.78	-2.35	-2.91	-3.47	-4.03	-4.60	-5.16
3	0.54	-0.03	-0.59	-1.15	-1.71	-2.28	-2.84	-3.40	-3.96	-4.53	-5.09	-5.65
6	0.04	-0.52	-1.08	-1.64	-2.21	-2.77	-3.33	-3.89	-4.46	-5.02	-5.58	-6.14
9	-0.45	-1.01	-1.58	-2.14	-2.70	-3.26	-3.83	-4.39	-4.95	-5.51	-6.08	-6.64
12	-0.94	-1.51	-2.07	-2.63	-3.19	-3.76	-4.32	-4.88	-5.44	-6.01	-6.57	-7.13
15	-1.44	-2.00	-2.56	-3.12	-3.69	-4.25	-4.81	-5.37	-5.94	-6.50	-7.06	-7.62
18	-1.93	-2.49	-3.05	-3.62	-4.18	-4.74	-5.30	-5.87	-6.43	-6.99	-7.55	-8.12
21	-2.42	-2.99	-3.55	-4.11	-4.67	-5.24	-5.80	-6.36	-6.92	-7.49	-8.05	-8.61
24	-2.92	-3.48	-4.04	-4.60	-5.17	-5.73	-6.29	-6.85	-7.42	-7.98	-8.54	-9.10

< 財政収支マトリクス >

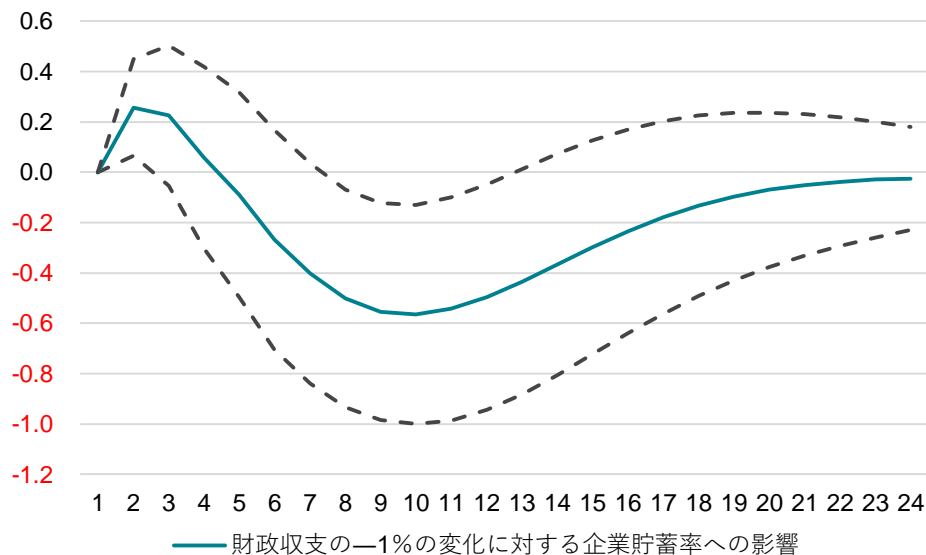
前提												
構造不況ダミー												
0												
日銀短観 貸出態度DI	ネットの国内資金需要											
	2.0	1.0	0.0	-1.0	-2.0	-3.0	-4.0	-5.0	-6.0	-7.0	-8.0	-9.0
-6	-0.02	-0.45	-0.89	-1.33	-1.77	-2.20	-2.64	-3.08	-3.52	-3.95	-4.39	-4.83
-3	0.48	0.04	-0.40	-0.84	-1.27	-1.71	-2.15	-2.59	-3.02	-3.46	-3.90	-4.34
0	0.97	0.53	0.10	-0.34	-0.78	-1.22	-1.65	-2.09	-2.53	-2.97	-3.40	-3.84
3	1.46	1.03	0.59	0.15	-0.29	-0.72	-1.16	-1.60	-2.04	-2.47	-2.91	-3.35
6	1.96	1.52	1.08	0.64	0.21	-0.23	-0.67	-1.11	-1.54	-1.98	-2.42	-2.86
9	2.45	2.01	1.58	1.14	0.70	0.26	-0.17	-0.61	-1.05	-1.49	-1.92	-2.36
12	2.94	2.51	2.07	1.63	1.19	0.76	0.32	-0.12	-0.56	-0.99	-1.43	-1.87
15	3.44	3.00	2.56	2.12	1.69	1.25	0.81	0.37	-0.06	-0.50	-0.94	-1.38
18	3.93	3.49	3.05	2.62	2.18	1.74	1.30	0.87	0.43	-0.01	-0.45	-0.88
21	4.42	3.99	3.55	3.11	2.67	2.24	1.80	1.36	0.92	0.49	0.05	-0.39
24	4.92	4.48	4.04	3.60	3.17	2.73	2.29	1.85	1.42	0.98	0.54	0.10

出所：日銀、内閣府、クレディ・アグリコル証券

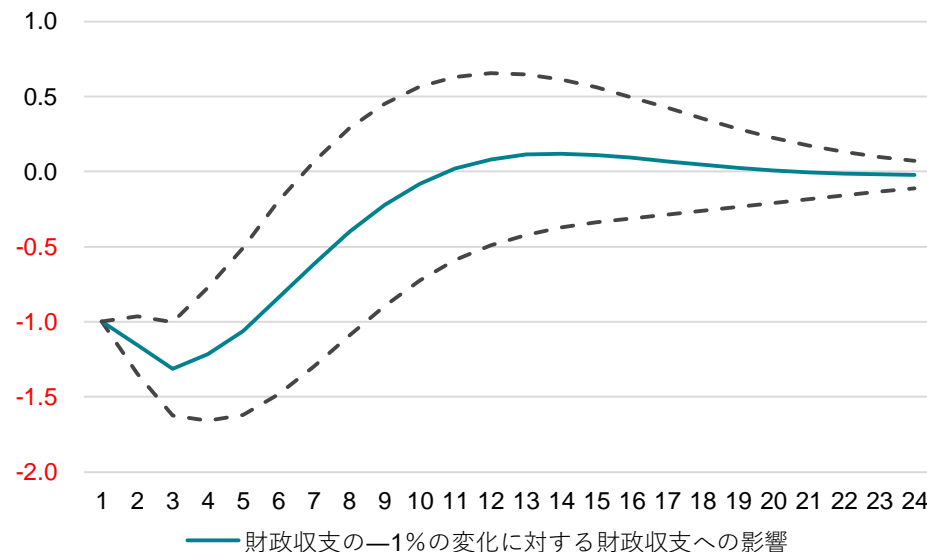
ネットの資金需要を政策変数として考えることは可能

- 財政収支とネットの資金需要による企業貯蓄率の推計をVAR（4）に応用すると、財政拡大が企業貯蓄率を低下させることがわかった。
- 財政拡大の影響は、企業貯蓄率の低下による景気の回復により、長期的には減退する。

<1%の財政収支の低下の企業貯蓄率への影響>



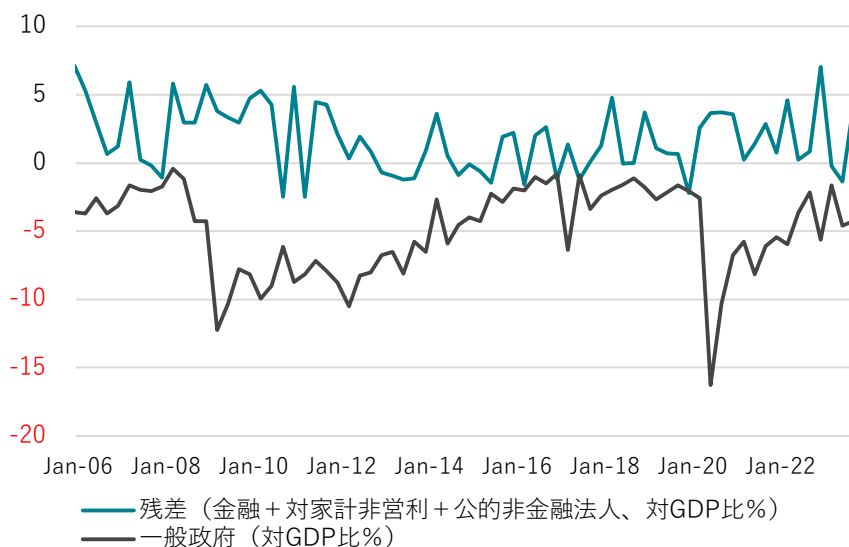
<1%の財政収支の低下の財政収支への影響>



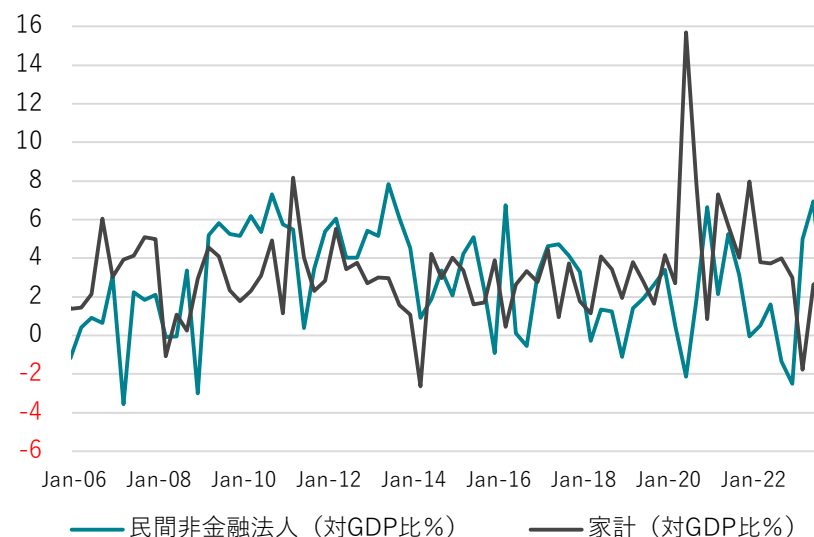
日銀のYCC柔軟化でマーケットが不安定化

- 日銀のイールドカーブ・コントロールの柔軟化が、「実質的な利上げ」と連続的な金融緩和からの転換を意識したマーケットが不安定化し、企業貯蓄率は上昇してしまった。
- 企業貯蓄率は上昇、家計貯蓄率は低下し、ファンダメンタルズは悪化してしまっており、デフレ再燃のリスクを注意しなければいけなくなっている。リスクを回避するには財政拡大が必要。

< 季節調整済の貯蓄率① >



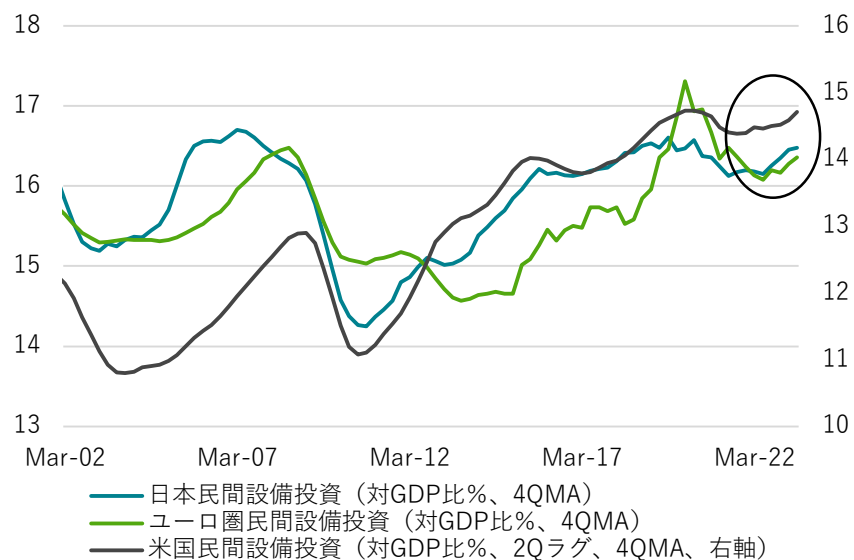
< 季節調整済の貯蓄率② >



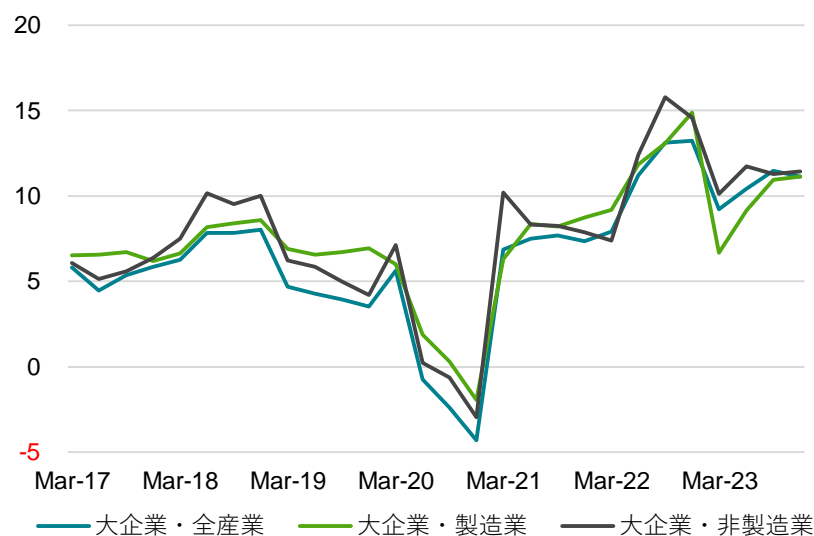
米国の設備投資サイクルにキャッチアップ

- 日本の設備投資サイクルは米国に遅れをとっており、国際競争力の維持の危機感がキャッチアップの力になる。
- 遅れてきた日本の企業の投資活動には強い回復の兆しがみられる。

<日米欧の設備投資サイクル>



<ソフトウェア・研究開発含む設備投資計画>

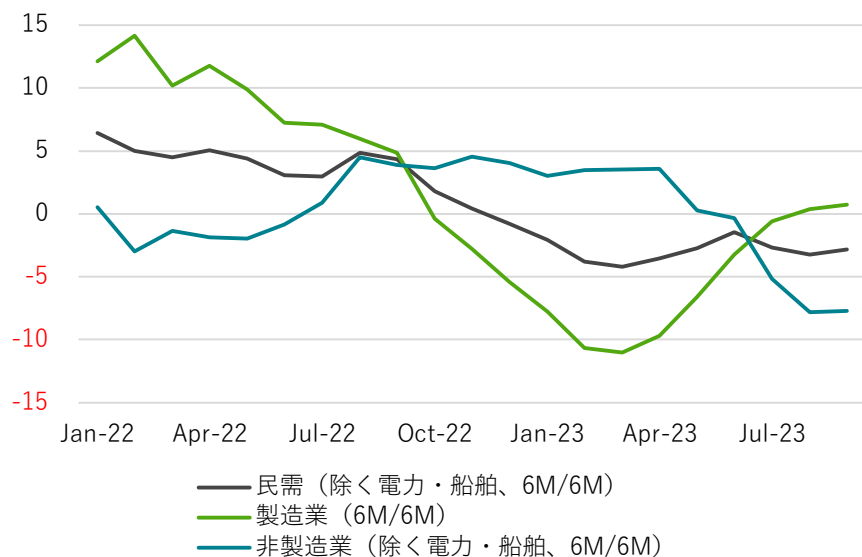


出所：日銀、内閣府、BEA、Eurostat、クレディ・アグリコル証券

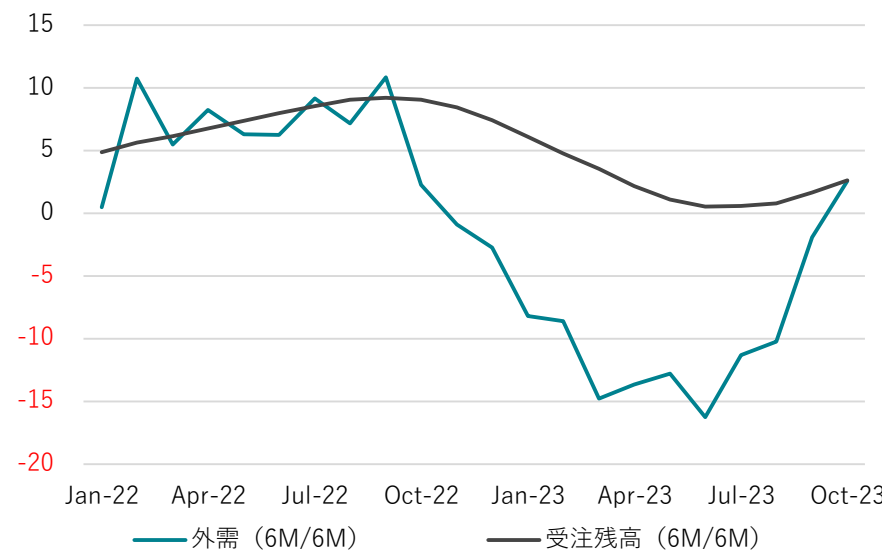
設備投資のモメンタムは短期的に弱まっているようだ

- 非製造業の設備投資モメンタムが短期的に失速してしまっている。グローバルな景気減速を考慮すれば、製造業の持ち直しの力強さも限定されるだろう。
- これまで大きな受注残高が生産を支えてきたが、その効果は徐々に剥落してきている。グローバルな景気減速により外需からの受注はまだ低迷している。

<機械受注>



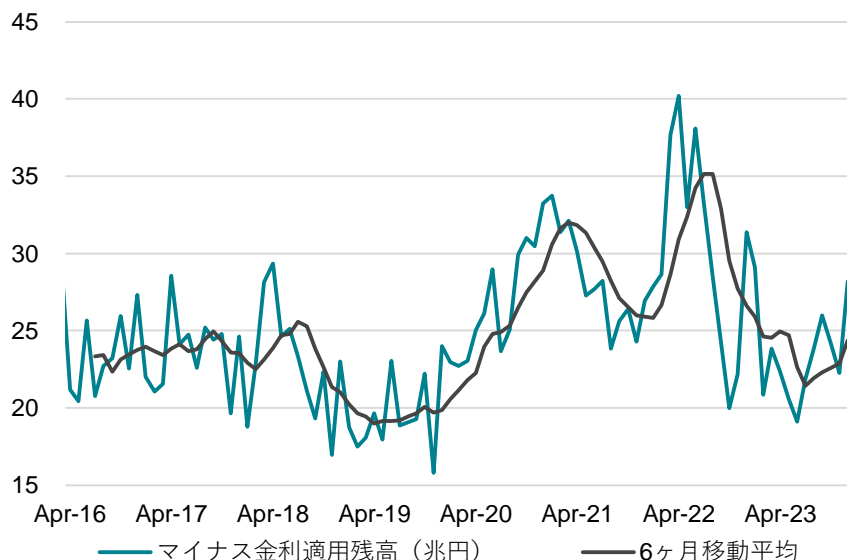
<受注残高と外需>



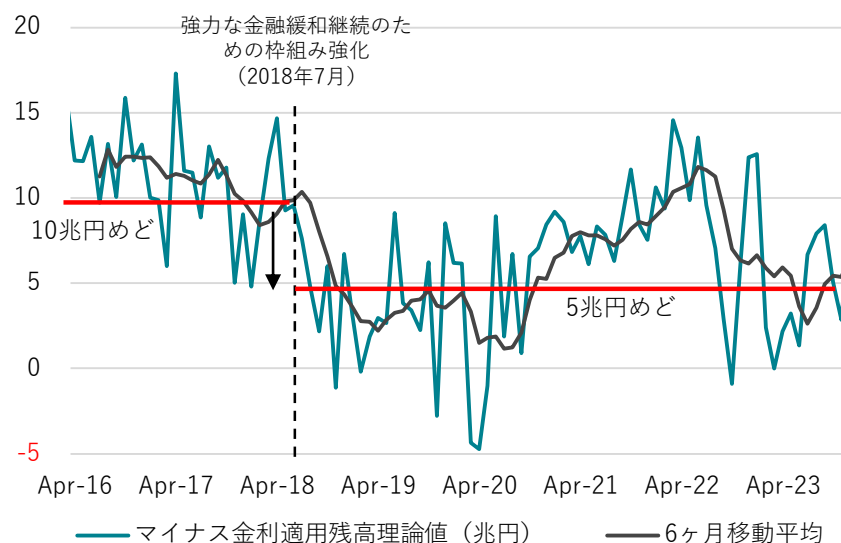
マイナス金利政策の柔軟化の可能性

- 2018年7月に日銀は金融緩和を強化する中、マイナス金利が適用される政策金利残高（金融機関間で裁定取引が行われたと仮定した金額）を、長短金利操作の実現に支障がない範囲で、現在の水準（平均して10兆円程度）から減少させること決定した。
- 2%の物価安定目標が見通せるまで、現行の金融緩和政策を継続するため、政策金利残高を更に減少させ、マイナス金利政策を柔軟化する可能性がある。

< マイナス金利適用残高 >



< 裁定取引が完全に行われた場合のマイナス金利適用残高の理論値 >



2%の物価安定目標の達成はまだ見えていない

- 2024年度までの物価上昇率の予想は2%の物価安定目標を下回っている。
- 高めの実質GDP成長率が予想されているが、ダウンサイド・リスクが大きいという判断。

<経済・物価見通し>

日銀	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
		2023年度	+1.8
2024年度	+1.2	+2.4	+1.9
2025年度	+1.0	+1.8	+1.9

単位: 前年比%

<日銀政策委員のリスク評価>

経済	上方	中立	下方	DI
2023年度	2	4	3	-1
2024年度	3	3	3	0
2025年度	1	5	3	-2

DI: 上方-下方

CACIB	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
		2023年度	+1.4
2024年度	+0.7	+2.0	+1.7
2025年度	+2.0	+1.8	+1.7

単位: 前年比%

物価	上方	中立	下方	DI
2023年度	5	3	1	4
2024年度	4	2	3	1
2025年度	1	6	2	-1

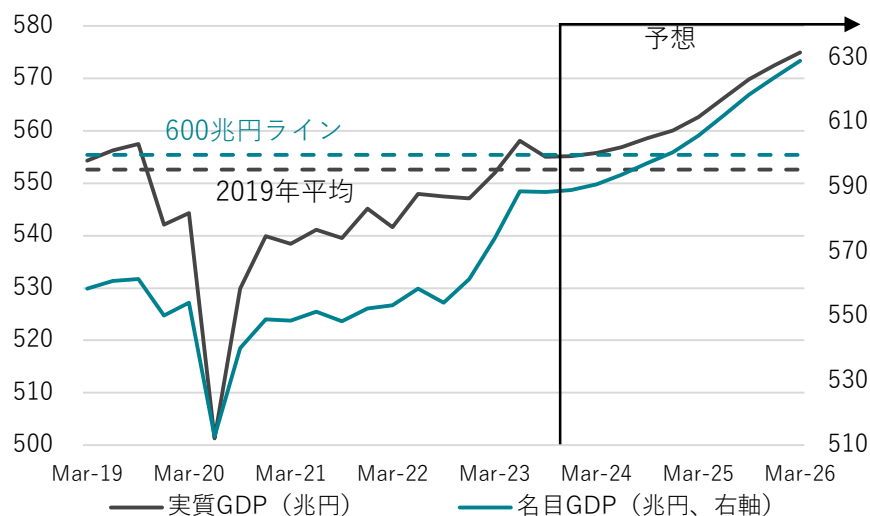
DI: 上方-下方

出所: 日銀、内閣府、総務省、クレディ・アグリコル証券

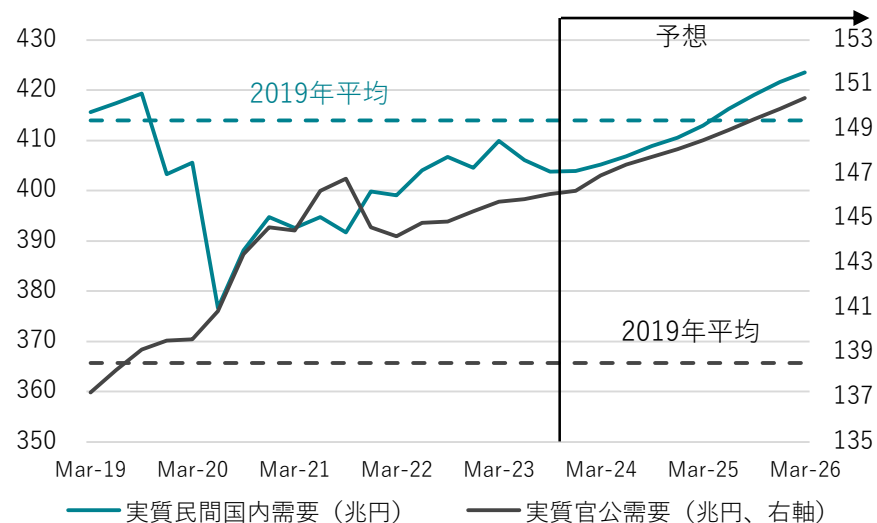
まだ「平時」ではなく持続的な回復には積極財政が必要

- 2023年に実質GDPは2019年平均（コロナ前の水準）をようやく上回った。
- ただ、民間需要はコロナ前の水準を下回っているため、まだ「平時」とは言えない。

< 実質GDPと名目GDP >



< 実質民間需要と官公需 >



< 財政健全化計画が改定される2025年度の政府予算編成の骨太の方針の論点 >

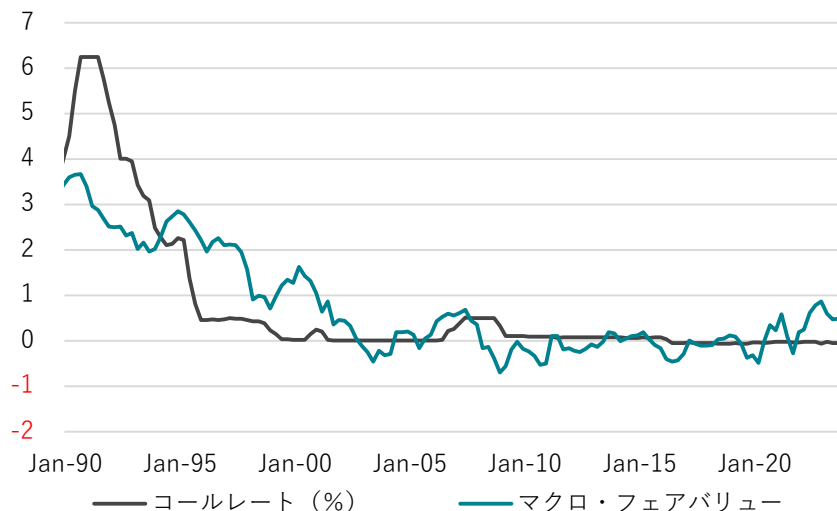
- ① コロナで膨張した歳出を「平時」に戻す
- ② 財政政策は需要側ではなく供給側を刺激するものに制限
- ③ 経常的歳出を税収で賄える財政構造に
- ④ 成長投資には財源の一体的検討を課す

出所：内閣府、クレディ・アグリコル証券

信用サイクルの押し上げとネットの資金需要の回復で中立金利上昇

- ネットの資金需要の回復により、コールレートのマクロフェアバリュー（中立金利）が上昇し、実際のコールレートがそれを下回ることによって緩和効果が生まれる。
- デフレ脱却に向かうリフレの力には、金融緩和による信用サイクルの押し上げと、積極財政によるネットの資金需要の回復というポリシーミックスで、企業貯蓄率を低下させる必要である。

<コールレートのマクロ・フェアバリュー>



$$\text{コールレート (\%)} = -1.34 + 0.02 \text{ 日銀短観中小企業貸出態度DI} + 0.37 \text{ 米10年金利} - 0.18 \text{ ネットの資金需要 (対GDP比\%)} + 2.08 \text{ アップダミー} - 1.38 \text{ ダウンダミー}; R^2 = 0.94$$

<コールレートの マクロ・フェアバリュー>

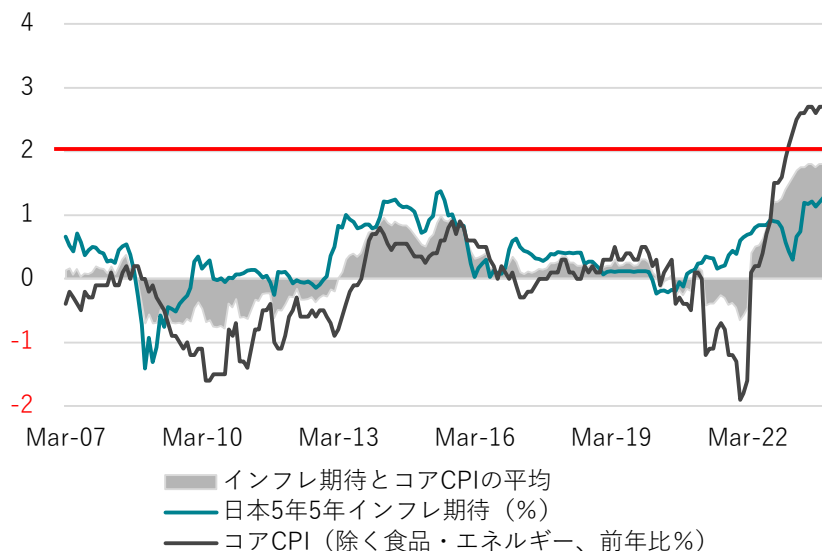
前提									
米長期金利									
4.00									
日銀短観 貸出態度DI	ネットの国内資金需要								
	1.0	0.0	-1.0	-2.0	-3.0	-4.0	-5.0	-6.0	-7.0
-9	-0.25	-0.07	0.11	0.30	0.48	0.66	0.84	1.02	1.20
-6	-0.18	0.00	0.19	0.37	0.55	0.73	0.91	1.09	1.28
-3	-0.11	0.07	0.26	0.44	0.62	0.80	0.98	1.17	1.35
0	-0.04	0.15	0.33	0.51	0.69	0.87	1.06	1.24	1.42
3	0.04	0.22	0.40	0.58	0.76	0.95	1.13	1.31	1.49
6	0.11	0.29	0.47	0.65	0.84	1.02	1.20	1.38	1.56
9	0.18	0.36	0.54	0.72	0.91	1.09	1.27	1.45	1.63
12	0.25	0.43	0.61	0.80	0.98	1.16	1.34	1.52	1.71
15	0.32	0.50	0.69	0.87	1.05	1.23	1.41	1.60	1.78
18	0.39	0.58	0.76	0.94	1.12	1.30	1.48	1.67	1.85
21	0.47	0.65	0.83	1.01	1.19	1.37	1.56	1.74	1.92

出所：日銀、内閣府、Bloomberg、クレディ・アグリコル証券

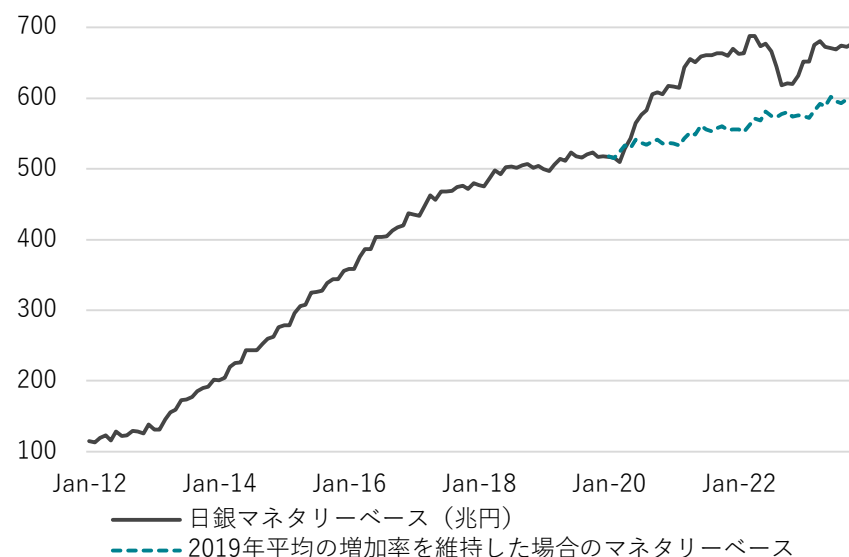
マネタリーベースの過度な縮小を回避するために買入を増加する必要性は高まるだろう

- 日本のインフレは緩やかながら加速しているものの、インフレ期待の上昇も限られ、インフレとインフレ期待の和は欧米に比べ低い水準にある。
- グローバルな金利上昇圧力への対応に加え、緩和政策の方針の下、過度なマネタリーベースの縮小を回避するために、日銀が国債買入れを増やす必要性は高まるだろう。

<日本のインフレとインフレ期待>



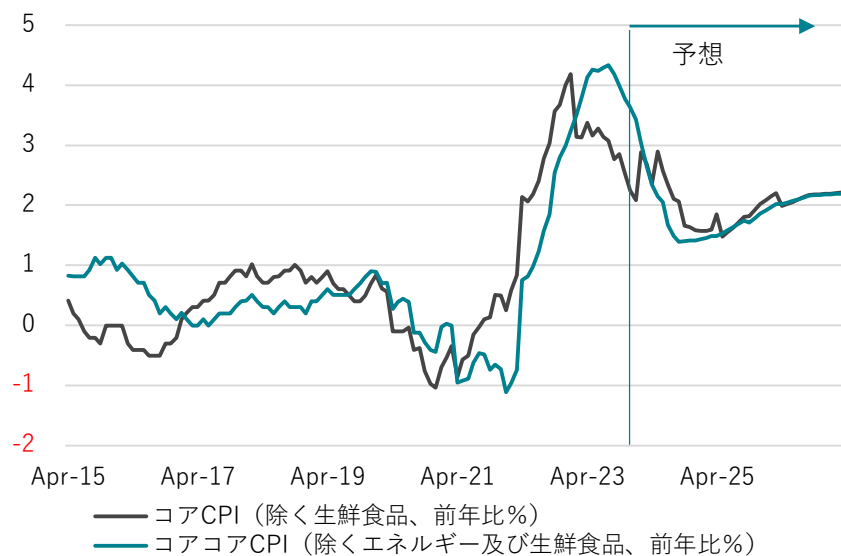
<マネタリーベース>



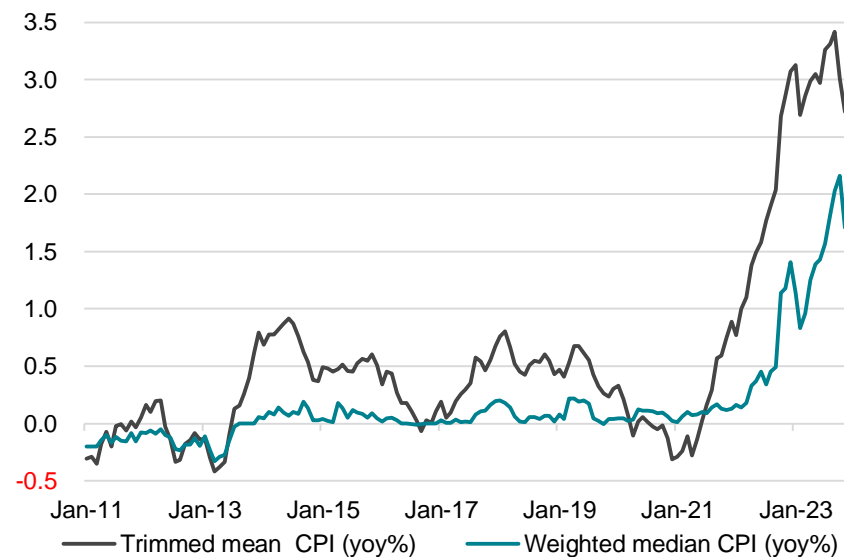
2%の物価目標の持続的・安定的な達成はまだ先

- 消費者物価が安定的に2%を上回るのは2026年度以降だろう。
- 品目別価格変動分布の両端の一定割合（上下各10%）を機械的に控除した刈込平均値はピークアウトしている。価格上昇率の中央値である加重中央値も一時2%を超えたが、ピークアウトしている。

<消費者物価指数>



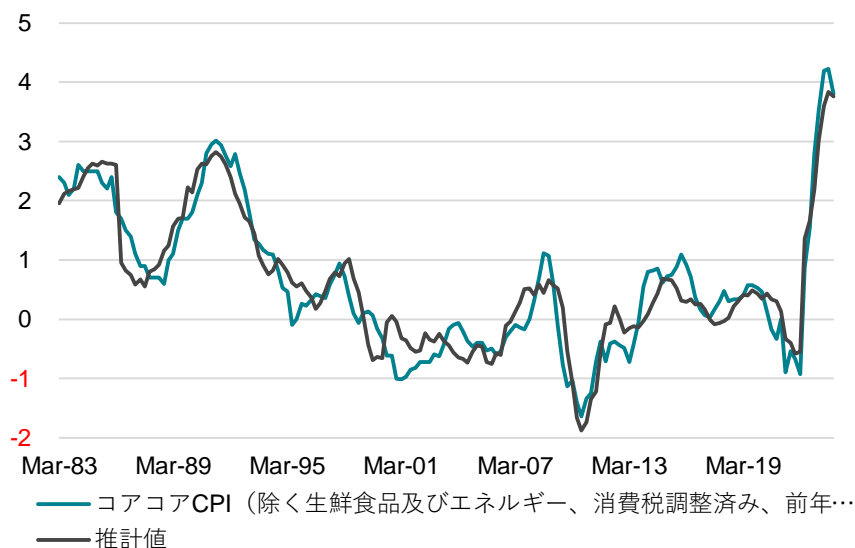
<消費者物価指数の刈込平均値と加重中央値>



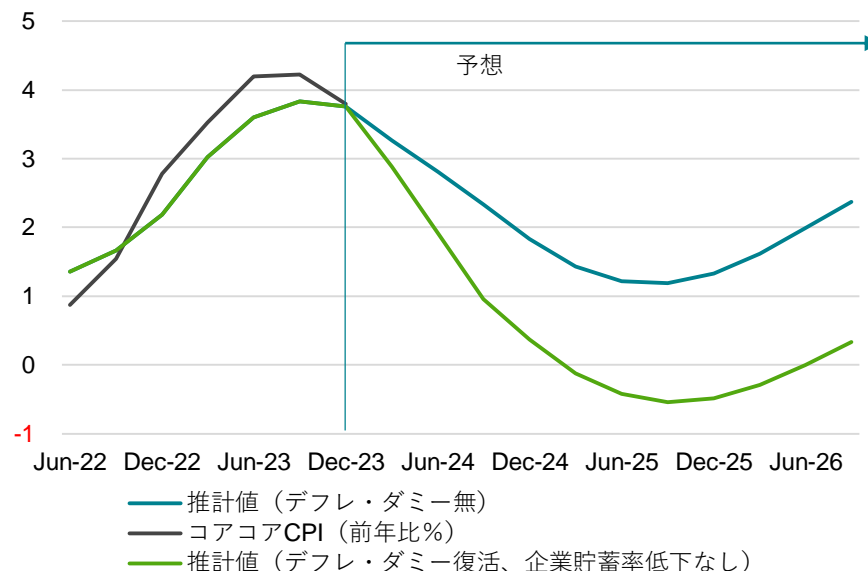
日銀の潜って浮上する物価見通しのモデリング

- 日銀は、物価上昇率が再び2%を下回った後、2%の物価目標が達成されるシナリオを維持している。
- 企業貯蓄率が2025年度に正常なマイナスに戻り、構造的なデフレ圧力が払しょくされる前提で、日銀のシナリオがモデリングできる。拙速な引き締めで、1985年のプラザ合意後のデフレ圧力（デフレ・ダミー）が復活すれば、デフレ再燃のリスクとなる。

<コアコアCPI>



<シミュレーション>

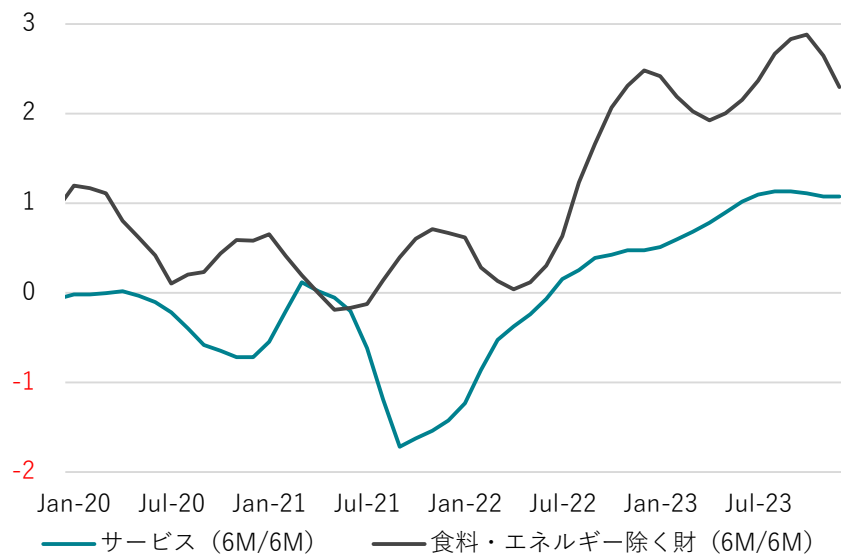


コアコア消費者物価指数（前年同期比、%）= $2.31 - 0.18 \text{ 企業貯蓄率（2四半期ラグ、%）} + 0.52 \text{ 物価上昇モメンタム（前年同期比の前年からの変化、4 QMA、1四半期ラグ、%）} - 1.55 \text{ デフレ・ダミー（1986年度から2021年度までは1、他は0）} + 0.60 \text{ アップダミー} - 0.56 \text{ ダウンダミー}$ ；
R2=0.97

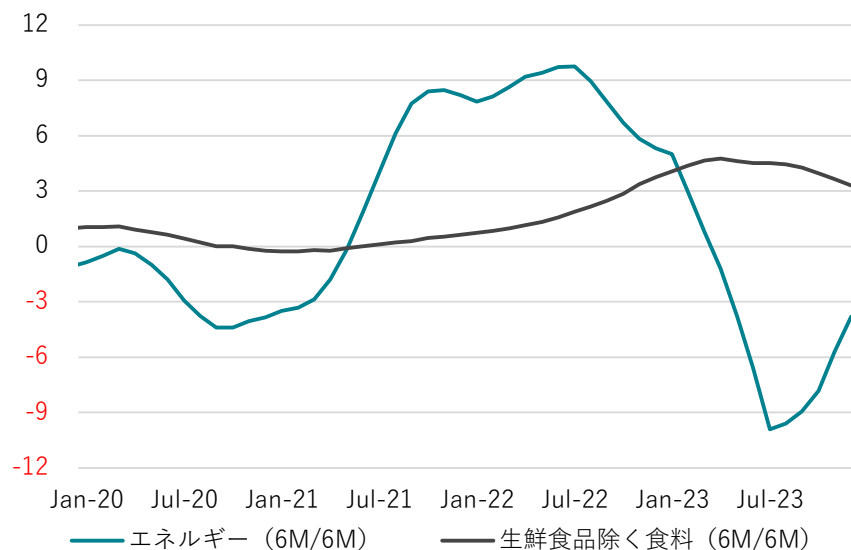
インフレは財で加速、サービスはまだ弱い

- 財のインフレは強くなってきたが、サービスのインフレには加速感がまだない。
- これまでインフレを引っ張ってきたエネルギーにはピークアウト感があるが、財と食料のインフレはまだ加速している。

<サービスと財価格のインフレ・トレンド>



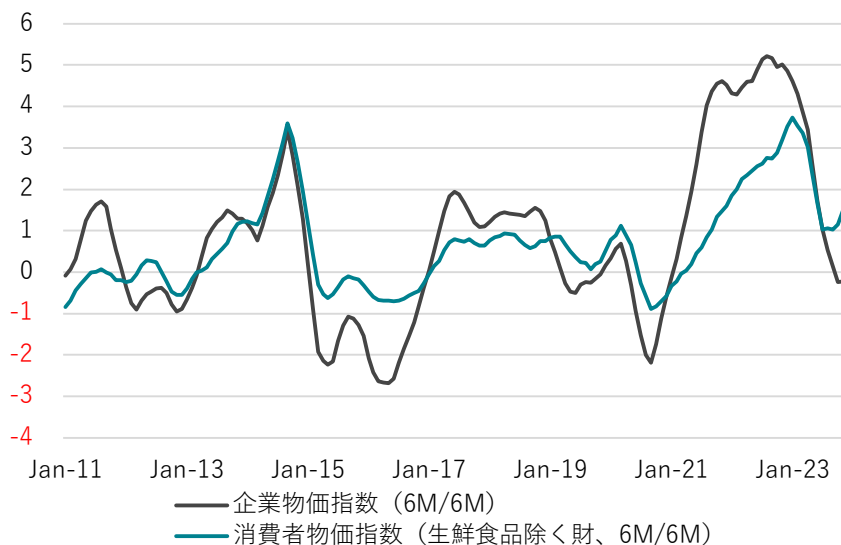
<エネルギーと食料のインフレ・トレンド>



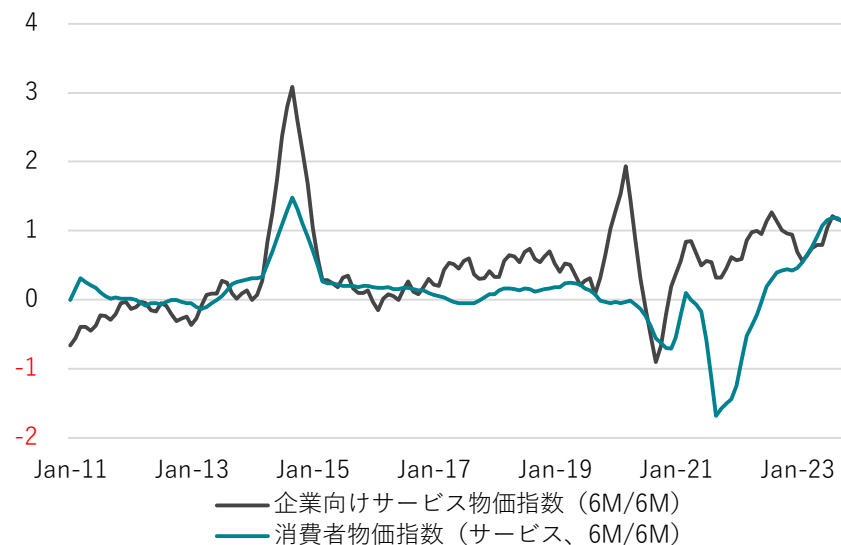
財価格の上昇にピークアウトの兆候

- 日本の物価上昇率を押し上げてきた輸入物価の強い上昇の影響は剥落してきたようだ。
- 人手不足などによりサービス価格は上昇を始め、デフレではない状況となったが、2%の物価目標の持続的・安定的な達成にはまだ距離があるようだ。

<企業物価と生鮮食品除く財価格>



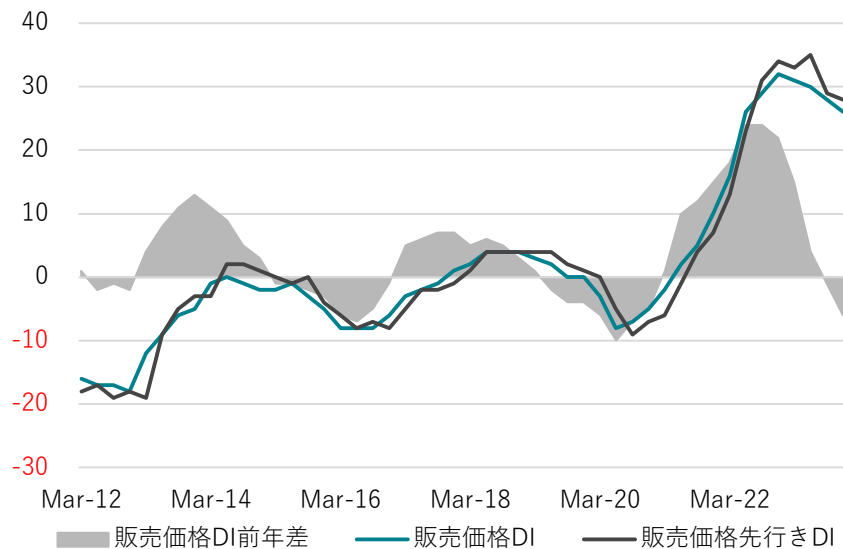
<企業向けサービス価格とサービス価格>



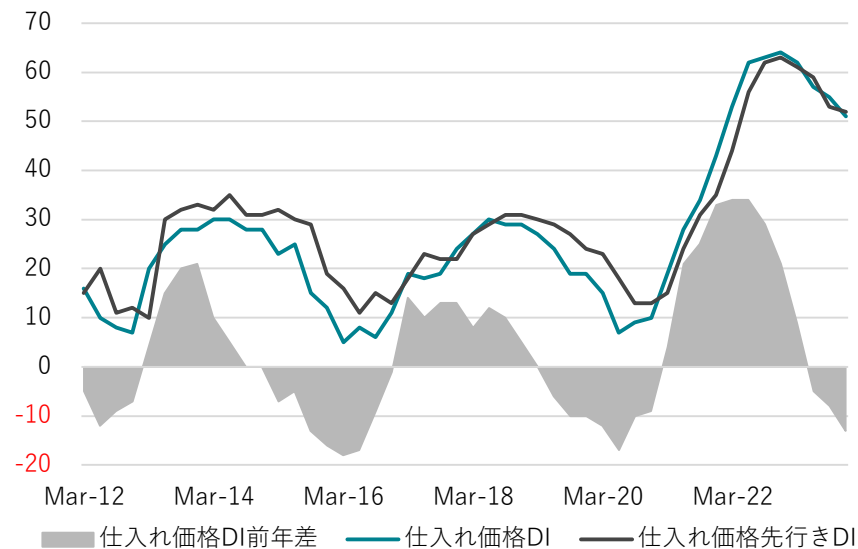
物価上圧力にピークアウト感

- 短観の仕入れ価格と販売価格判断DIにはピークアウト感が出てきている。
- 企業の物価見通しにもピークアウト感があり、消費者物価の上昇幅も縮小していくとみられる。

<大企業販売価格DIと先行きDI>



<大企業仕入れ価格DIと先行きDI>



<企業の物価全般の見通し>

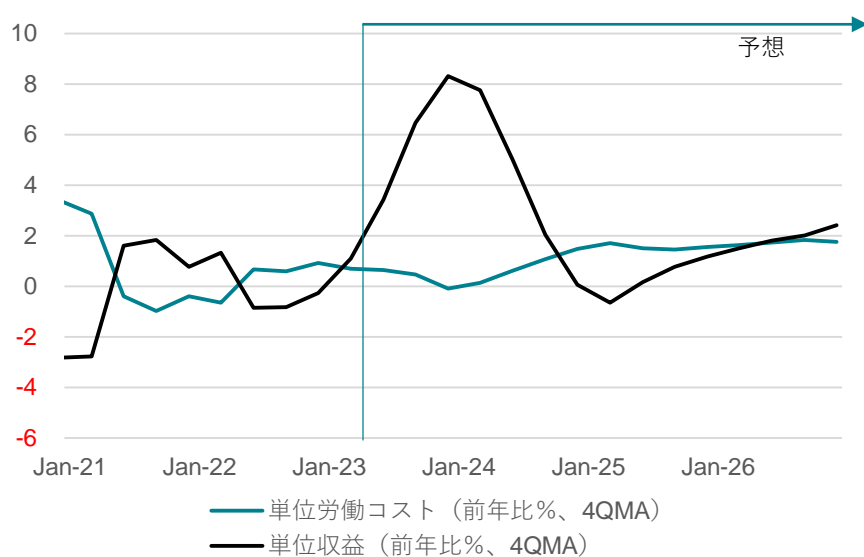
	Mar-21	Jun-21	Sep-21	Dec-21	Mar-22	Jun-22	Sep-22	Dec-22	Mar-23	Jun-23	Sep-23	Dec-23
1 year	0.4	0.6	0.7	1.1	1.8	2.4	2.6	2.7	2.8	2.6	2.5	2.4
3 year	0.8	0.9	1.0	1.2	1.6	2.0	2.1	2.2	2.3	2.2	2.2	2.2
5 year	1.0	1.1	1.1	1.3	1.6	1.9	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1

Units: yoy%

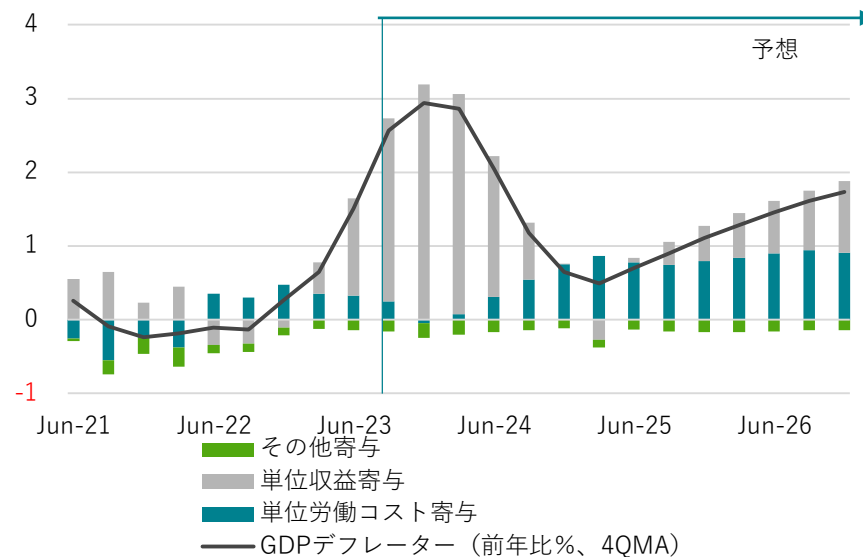
単位労働コストの上昇はまだ弱々しい

- 賃金の上昇にともない単位労働コストのしっかりとした上昇につながるのは2025年になるだろう。
- 単位労働コストと単位収益がともに安定した上昇となって初めて、日銀は金融緩和から脱することができるようになる。

<単位労働コストと単位収益>



<GDPデフレーターの内訳>



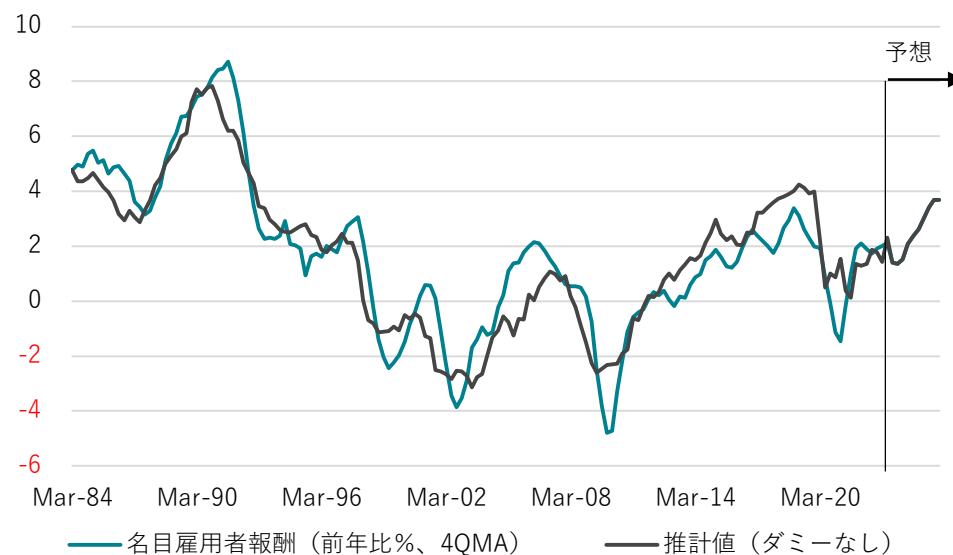
2%の物価安定目標の達成には強い賃金上昇が必要

- 企業の雇用不足感は、経済活動の回復を示唆している。
- ネットの資金需要を-5%程度まで回復させ、循環的な景気回復により労働市場の引き締めが強くなれば、総賃金は4%程度の拡大が可能になるようだ。

<雇用人員判断DIと実質GDP>



<名目雇用者報酬>

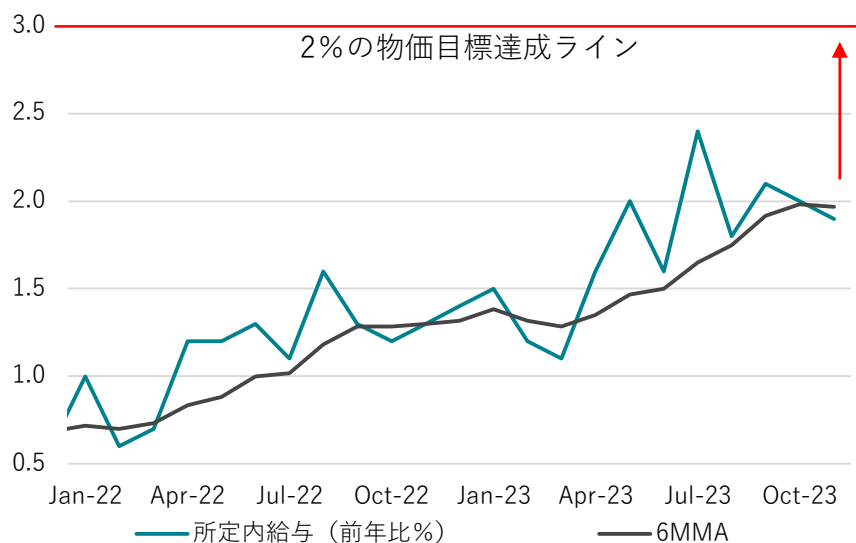


$$\begin{aligned} \text{名目雇用者報酬 (前年比、4QMA)} = & 3.32 - 0.85\text{失業率} + 0.04\text{日銀短観中小} \\ & \text{企業貸出態度DI} - 0.37\text{ネットの国内資金需要} - 0.07\text{日銀短観雇用人員判断} \\ & - 2.93\text{コロナダミー} - 1.53\text{ダウндаミー} + 1.84\text{アップダミー}; R^2=0.96 \end{aligned}$$

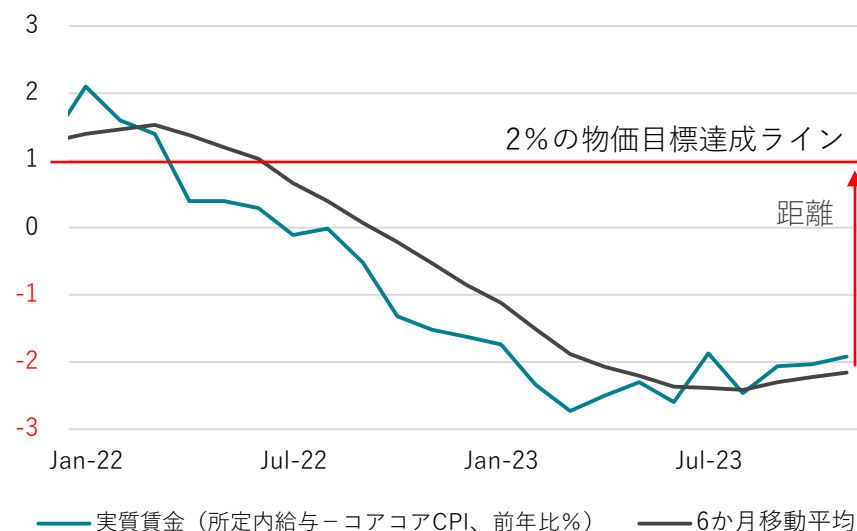
賃金上昇はYCCを解除するには弱すぎる

- 日銀が重視する労働時間当たり賃金（所定内給与－総労働時間、共通事業所ベース）の上昇率は、1%前後で一進一退を繰り返していて加速感はなく、まだ弱い。
- 2%の物価目標の達成が見込まれ、YCCを解除するには実質賃金の上昇が1%に近づかなければならない。実質賃金はまだ底を打っただけで、まだ距離は長い。

<時間当たり賃金>



<実質時間当たり賃金>



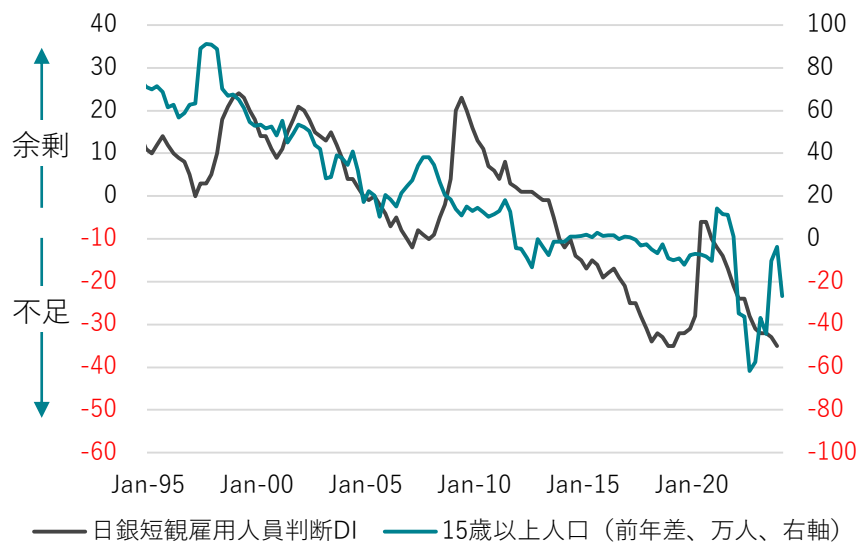
注：データは共通事業所ベース

出所：厚生労働省、総務省、クレディ・アグリコル証券

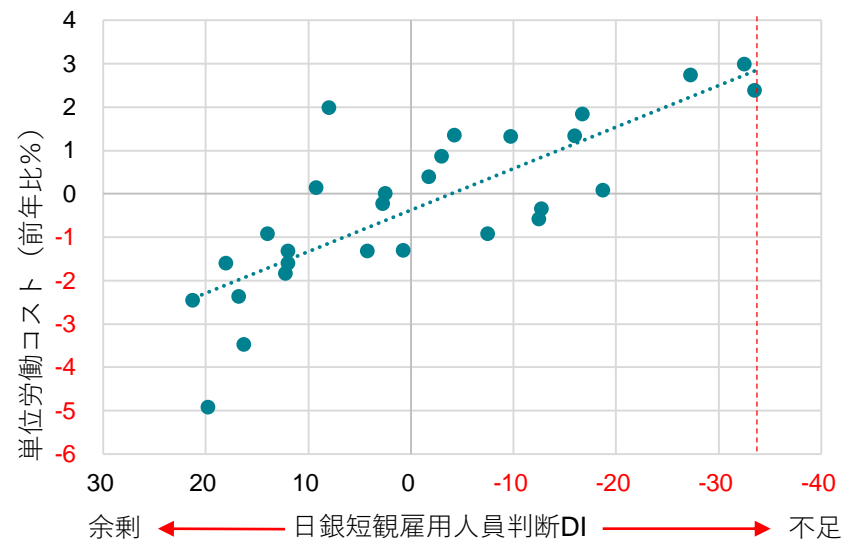
人口の減少と経済の回復は人手不足による賃金上昇を加速させる

- 人口の減少と経済の回復によって、企業の人手不足感は強くなってきている。
- 企業の人手不足感が強まると、単位労働コストが上昇していくことが確認できる

<人口と日銀短観雇用人員判断DI>



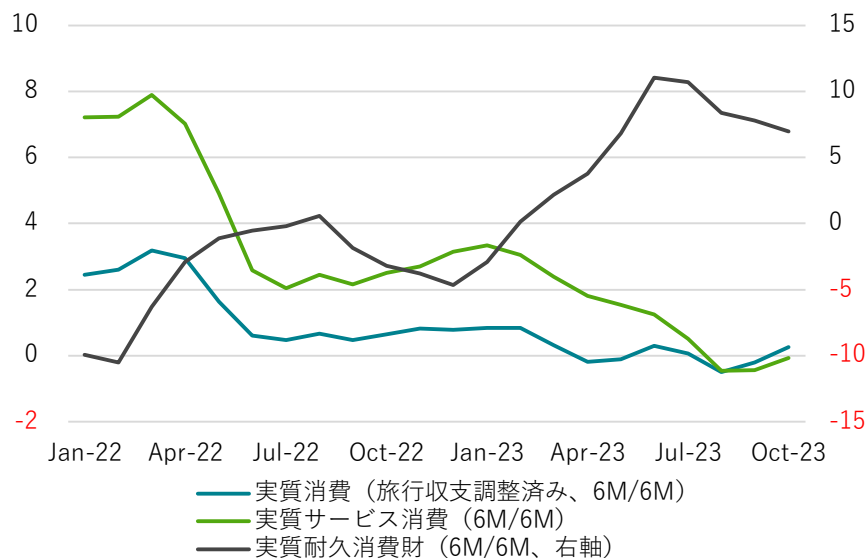
<雇用人員判断DIと単位労働コスト（1年ラグ）>



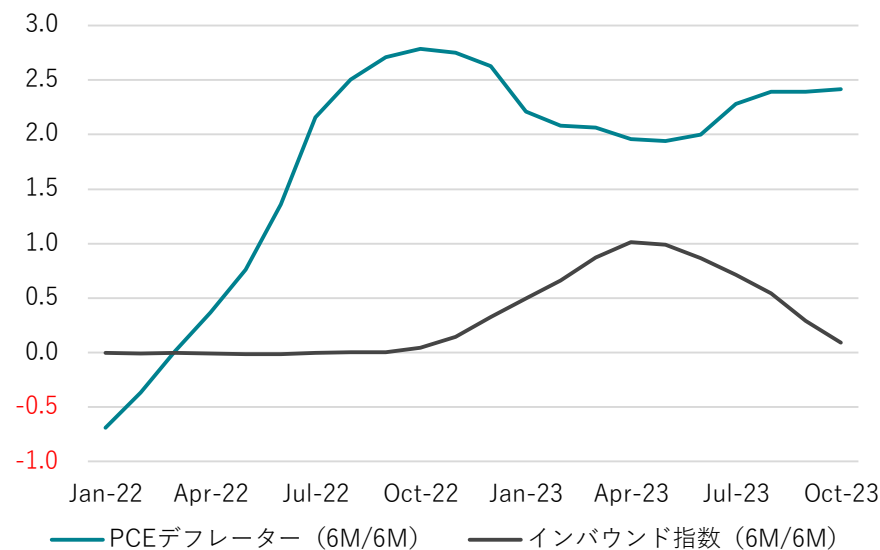
家計のファンダメンタルズの悪化の下押し

- 実質賃金の下落による家計のファンダメンタルズの悪化で、サービスを中心に消費は失速気味だ。
- グローバルな景気減速と日本のキャパシティの不足により、インバウンド需要は伸びは失速気味だ。

< 実質消費指数 >



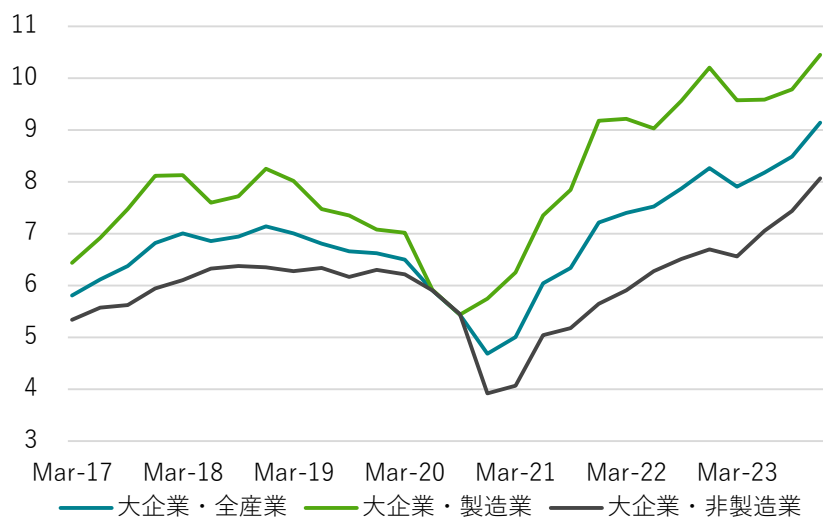
< インバウンド指数とPCEデフレーター >



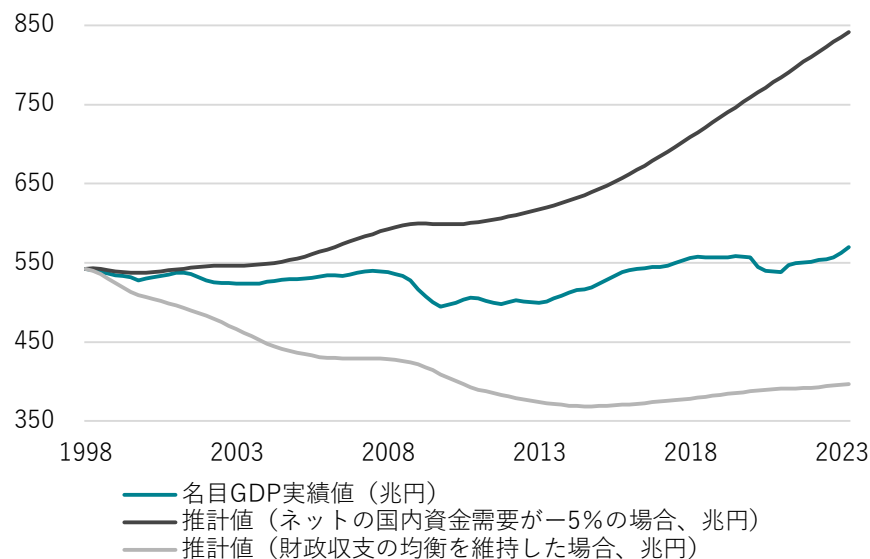
企業の高利益体質とネットの資金需要の回復で名目成長率上昇

- 日本企業の売上高経常利益率は過去最高の計画となっており、高利益体質への変化がみられる。
- 1990年代後半の金融危機後も積極財政でネットの資金需要を-5%に維持していれば、現在の名目GDPは750兆円程度まで拡大し、民間投資の拡大で潜在成長率は上昇していたとみられる。

<売上高経常利益率計画>



<名目GDPのシミュレーション>

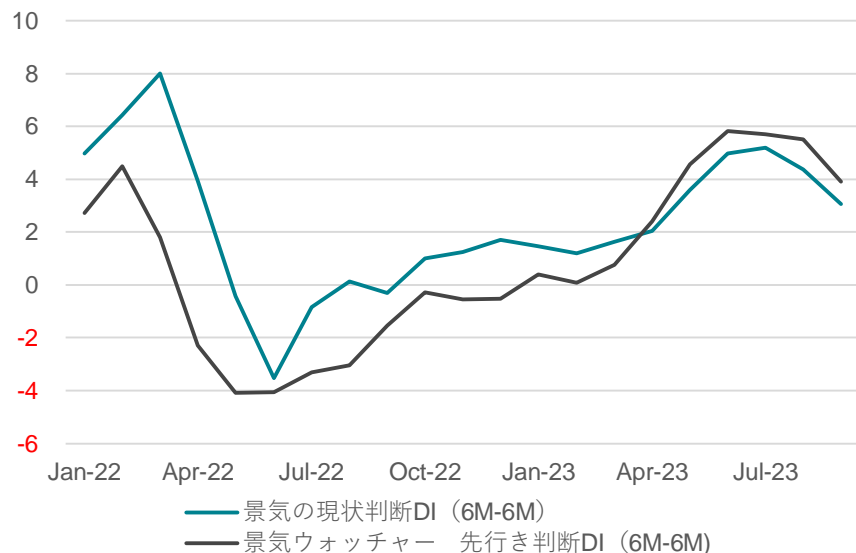


名目GDP (前年比、4QMA) = $-0.35 - 0.30$ ネットの資金需要
 $+ 0.11$ 日銀短観中小企業貸出態度DI (4QMA) $+ 3.81$ アップダミー
 $- 4.80$ ダウンダミー; $R^2=0.78$ (アップ・ダウンダミー調整前 $R^2=0.39$)

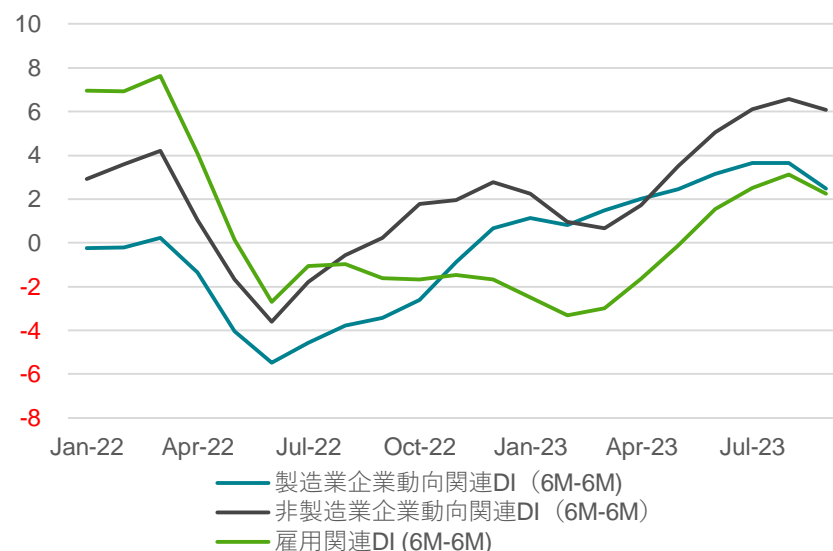
日本の景気は循環的に弱くなる方向に

- グローバルな景気減速と、ペントアップ需要の一巡によって、日本の景気循環は弱くなる方向に向いているようだ。
- 賃金上昇が物価上昇に追い付かないことによる家計のファンダメンタルズの悪化を含めた景気の下
方リスクに、岸田政権は追加経済対策で対応する。政府が景気を支えようとしている時に、日銀が
金融引き締めで景気を抑制することはないだろう。

<景気ウォッチャー調査>



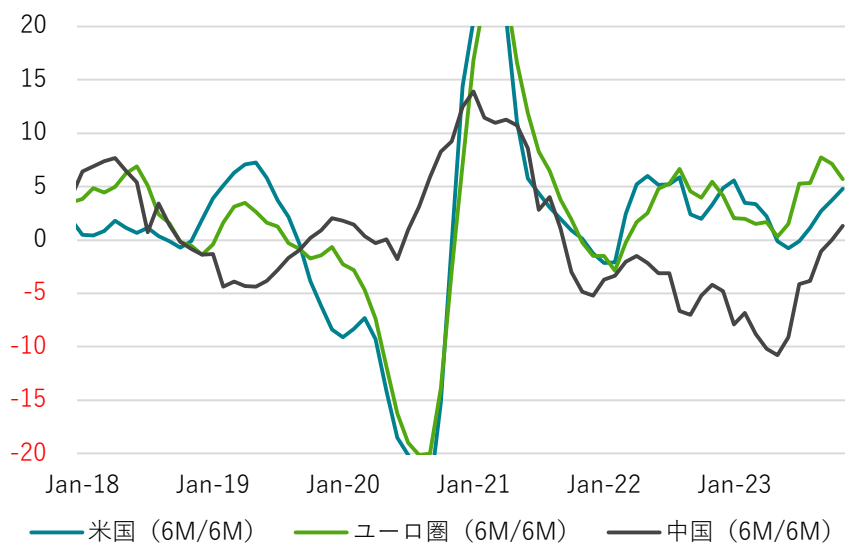
<企業動向関連DIと雇用関連DI>



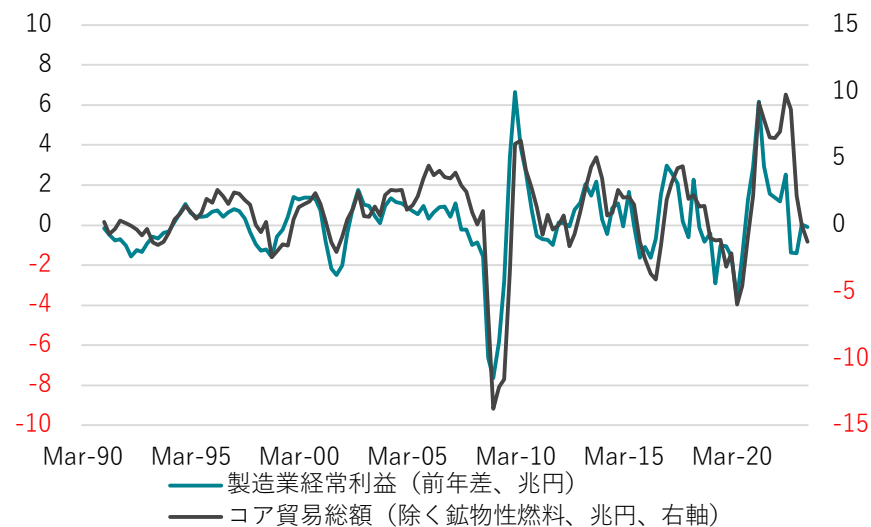
グローバルな景気減速

- グローバルな政策の引き締めによる景気減速がリスクとなっているが、内需の回復でデカップリング。
- 製造業の収益は、貿易収支ではなく貿易総額に左右される。

<地域別実質輸出>



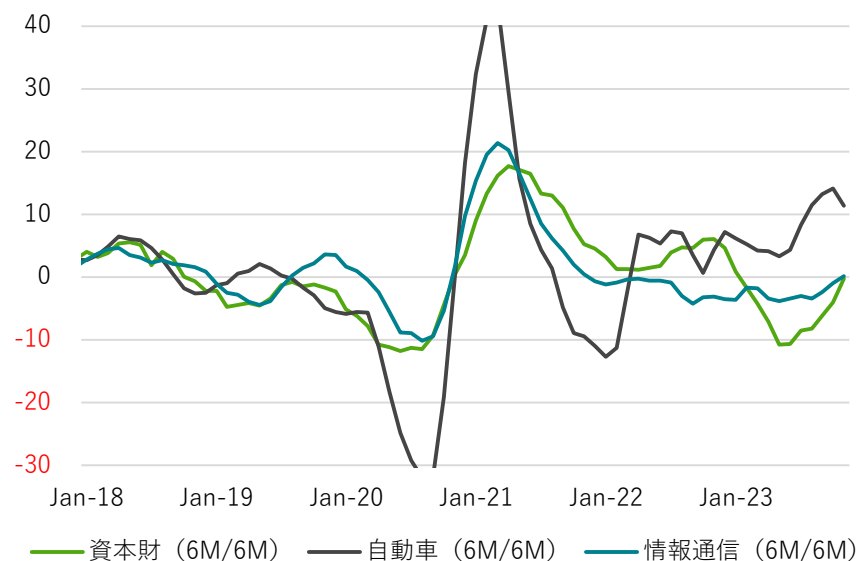
<製造業の経常利益とコア貿易総額>



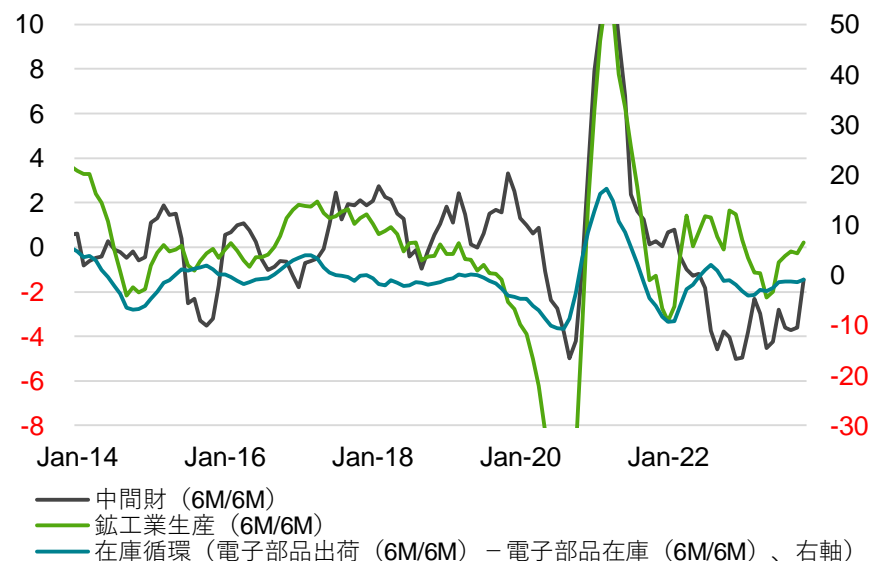
資本財輸出の回復と、グローバル景気敏感セクターの減速

- グローバルな供給制約は、日本からの資本財の輸出の回復に寄与しているようだ。
- 情報関連財や中間財などのグローバル景気に敏感な分野で輸出の減速がみられる。

< 財別実質輸出 >



< 在庫循環と中間財輸出 >

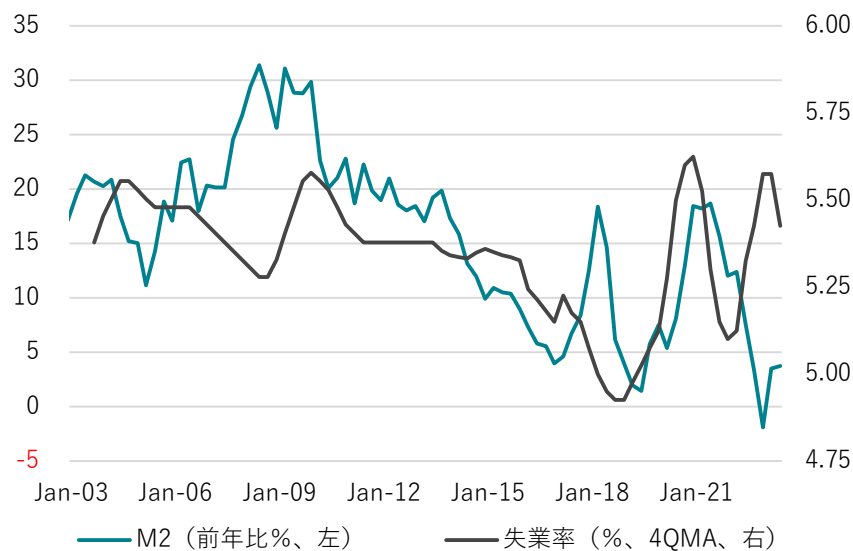


出所：日銀、クレディ・アグリコル証券

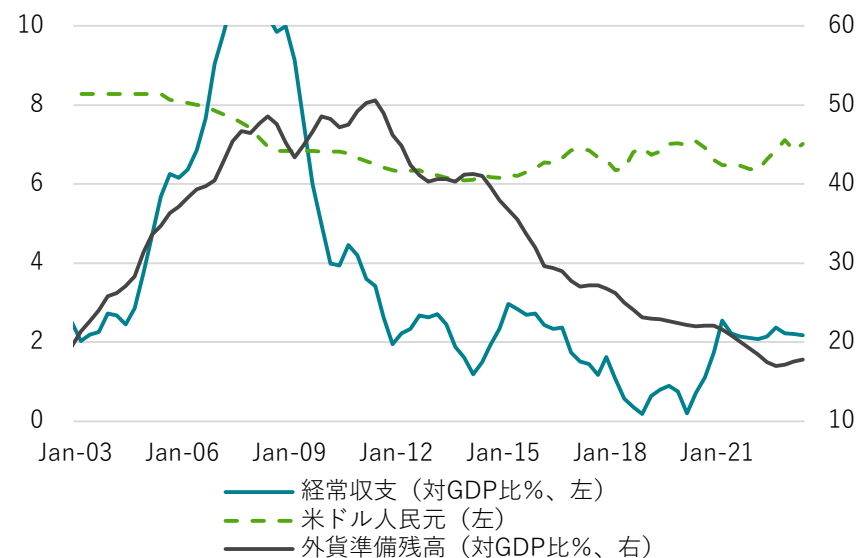
中国は企業の競争力と経済の生産性を改善し続けられるか？

- 金融引き締めによるマネーの縮小と、ゼロコロナ政策による経済低迷による失業率の上昇が反転するのかに注目。
- GDP比で見た外貨準備は大きく縮小しているため、企業の競争力と経済の生産性を改善し続け、人民元の水準を維持できるのかに注目。

<マネーサプライと失業率>



<経常収支と外貨準備>



OECDの経済見通し：2023年は日本がアウトパフォーム

実質GDP	日本	米国	ユーロ圏	ドイツ	フランス	中国
2022年	1.0	2.1	3.5	1.9	2.6	3.0
2023年	1.4	1.5	0.8	0.3	0.7	5.3
2024年	1.1	0.9	1.5	1.7	1.3	4.9

単位：前年比%

経常収支	日本	米国	ユーロ圏	ドイツ	フランス	中国
2022年	2.0	-3.7	0.7	3.7	-2.2	2.2
2023年	2.0	-3.3	2.4	5.5	-1.6	2.5
2024年	2.0	-3.3	2.6	5.9	-1.5	2.4

単位：対GDP比%

消費者物価	日本	米国	ユーロ圏	ドイツ	フランス	中国
2022年	2.5	6.3	8.4	8.7	5.9	1.9
2023年	2.5	3.7	6.2	6.7	5.5	2.2
2024年	1.8	2.5	3.0	3.1	2.5	2.0

単位：前年比%

財政収支	日本	米国	ユーロ圏	ドイツ	フランス	中国
2022年	-5.9	-4.2	-3.6	-2.6	-4.7	-6.7
2023年	-5.3	-5.1	-2.9	-1.8	-4.8	-6.7
2024年	-3.5	-5.1	-2.2	-0.8	-4.4	-6.6

単位：対GDP比%

失業率	日本	米国	ユーロ圏	ドイツ	フランス
2022年	2.6	3.7	6.7	3.1	7.3
2023年	2.5	3.7	6.7	2.9	7.2
2024年	2.4	4.4	6.6	2.8	7.2

単位：%

純利払費	日本	米国	ユーロ圏	ドイツ	フランス
2022年	0.5	2.9	1.3	0.4	1.7
2023年	0.4	3.6	1.3	0.8	1.6
2024年	0.4	4.0	1.4	1.2	1.7

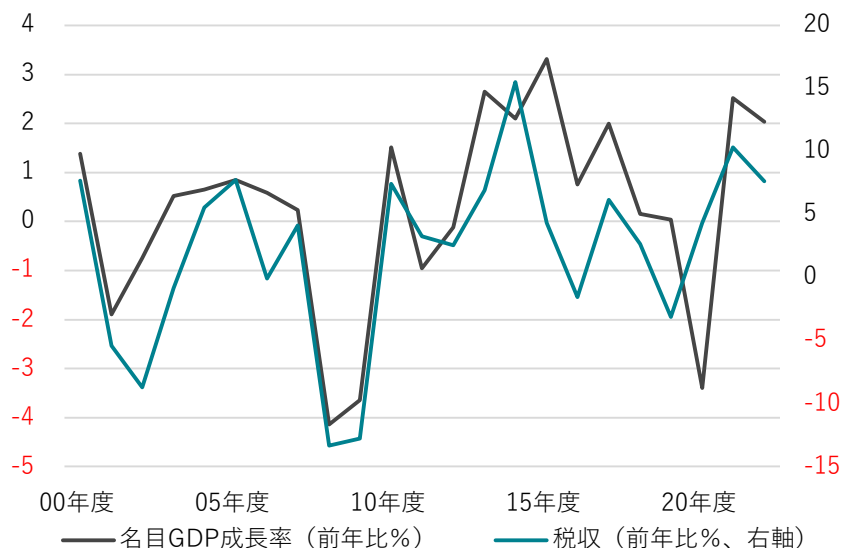
単位：対GDP比%

出所：OECD、クレディ・アグリコル証券

財政拡大で税収は増加

- 2000年度以降のデータでは、名目GDP成長率の税収弾性値は3倍程度はありそうだ。
- 消費税率を上げれば税収は逆に減り、財政拡大でネットの資金需要を強くすれば税収は増加することがわかる。

<名目GDP成長率と税収>



<税収マトリクス>

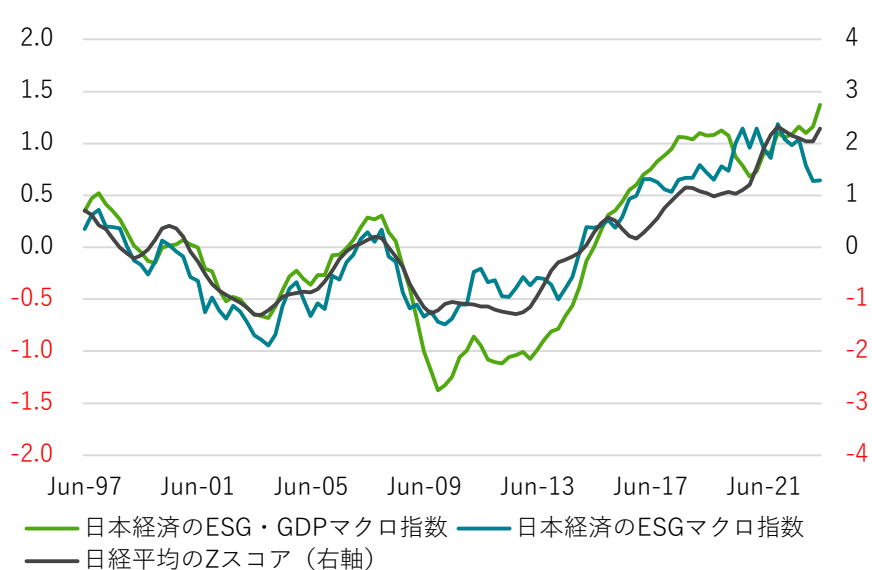
前提		ネットの国内資金需要							
消費税率 (%)	10								
名目GDP成長率		2.0	1.0	0.0	-1.0	-2.0	-3.0	-4.0	-5.0
-2.0		-10.2	-8.2	-6.3	-4.4	-2.4	-0.5	1.5	3.4
-1.5		-8.6	-6.7	-4.8	-2.8	-0.9	1.1	3.0	5.0
-1.0		-7.1	-5.1	-3.2	-1.3	0.7	2.6	4.6	6.5
-0.5		-5.5	-3.6	-1.6	0.3	2.2	4.2	6.1	8.1
0.0		-4.0	-2.0	-0.1	1.9	3.8	5.7	7.7	9.6
0.5		-2.4	-0.5	1.5	3.4	5.3	7.3	9.2	11.2
1.0		-0.9	1.1	3.0	5.0	6.9	8.8	10.8	12.7
1.5		0.7	2.6	4.6	6.5	8.5	10.4	12.3	14.3
2.0		2.2	4.2	6.1	8.1	10.0	12.0	13.9	15.8
2.5		3.8	5.7	7.7	9.6	11.6	13.5	15.4	17.4
3.0		5.3	7.3	9.2	11.2	13.1	15.1	17.0	18.9

$$\text{税収 (前年比\%)} = 2.10 + 3.11 \text{名目GDP (前年比\%)} - 1.94 \text{ ネットの国内資金需要 (\%GDP)} - 0.22 \text{ 消費税率 (\%)} ; R^2 = 0.79$$

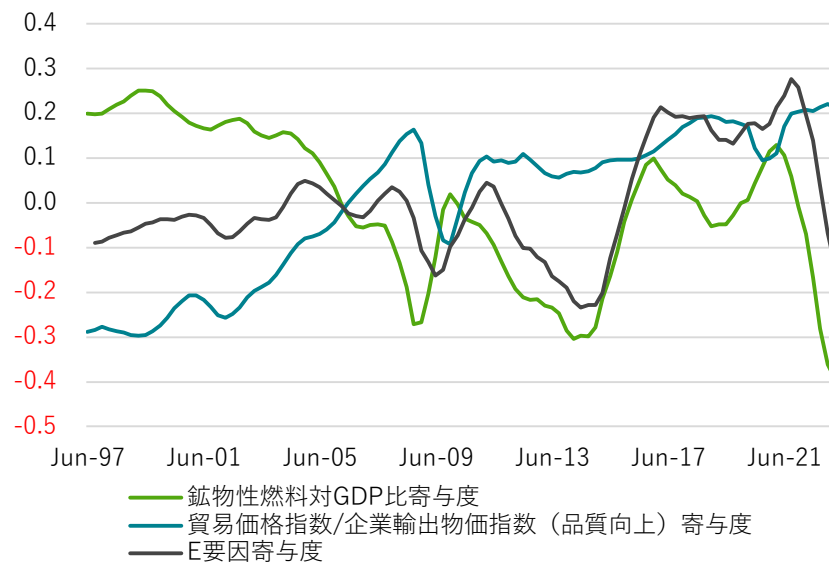
ESGマクロ指数は高水準

- ESGマクロ指数はアベノミクス前から大幅に改善している
- 鉱物性燃料への依存が大きいことが下押し圧力になっているが、テクノロジーの進歩は大きい。品質調整方法の違いにより、貿易統計と企業物価統計の輸出価格指数の比でテクノロジー進歩がとらえられる。

<日本経済のマクロESG指数>



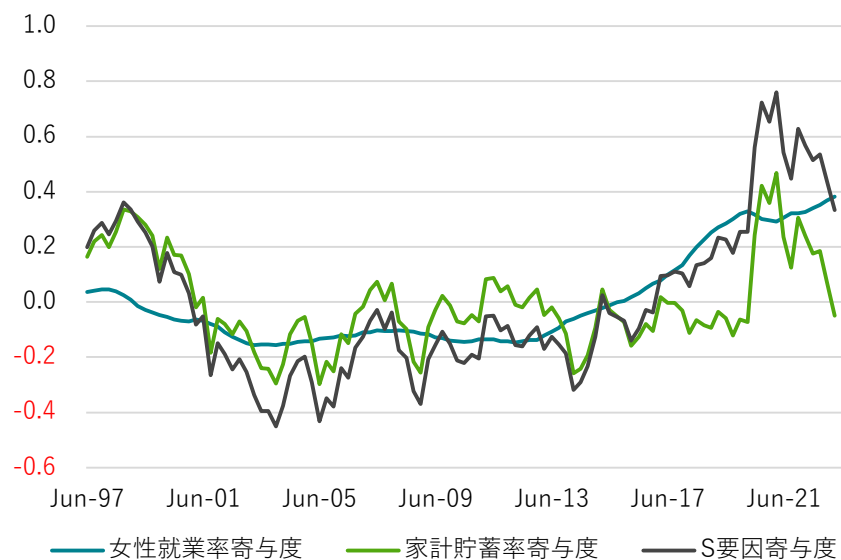
<E (環境) 要因寄与>



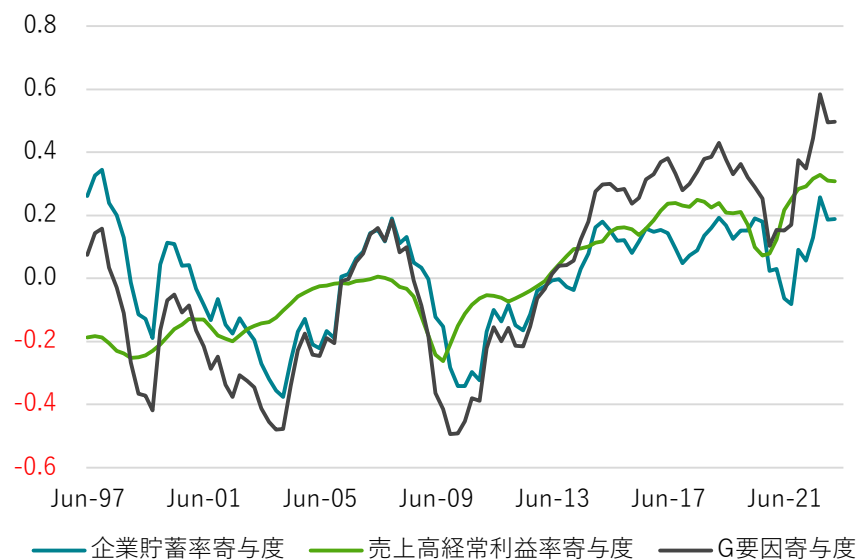
企業の経営効率と女性の就業率の向上が大きい

- 売上高経常利益率の向上に対して、投資活動がまだ弱い。
- ESGマクロ指数は、E（環境）、S（社会）、G（ガバナンス）のそれぞれを代表する二つのマクロ指数を総合したものである。

<S（社会）要因寄与>



<G（ガバナンス）要因寄与>

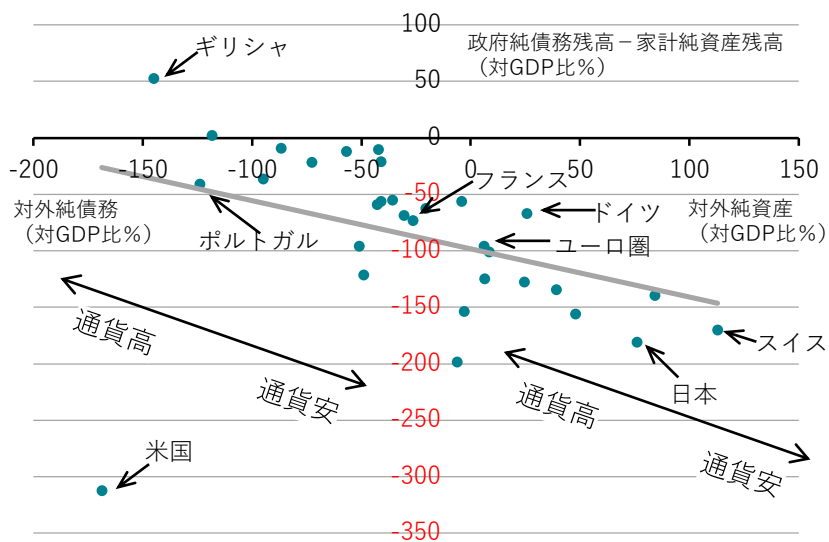


出所：日銀、財務省、内閣府、総務省、クレディ・アグリコル証券

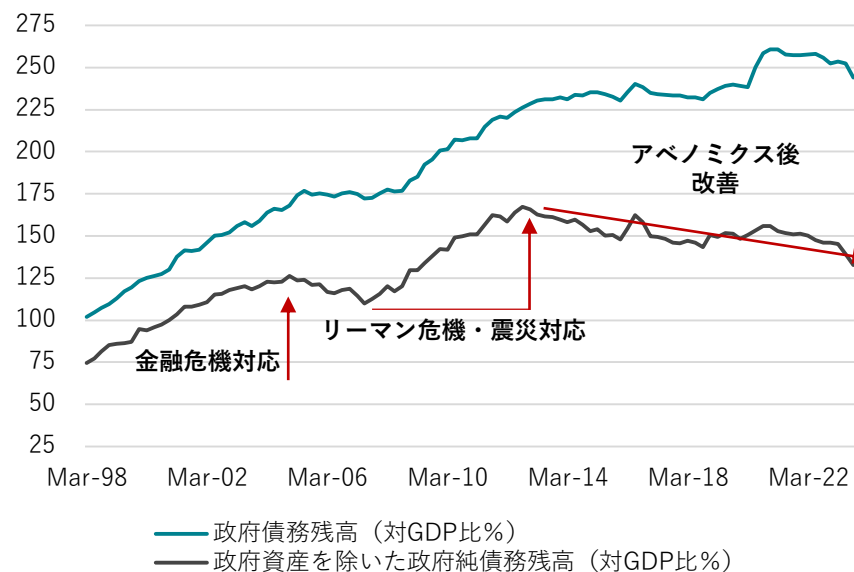
日本の政府債務残高は誇張されている

- 日本は、政府の純債務残高が家計のネットの金融資産残高より小さいことと海外に対する純債権国であることで、政府の債務不安のリスクは小さい。
- 日本の政府は外貨準備を含む巨額の金融資産を持っているため、ネットの政府の債務残高は大きくない。アベノミクスによって、政府純債務残高の対GDP比%の安定に成功した。

＜政府と家計のネット金融資産残高の差＞



＜政府の総債務と純債務＞

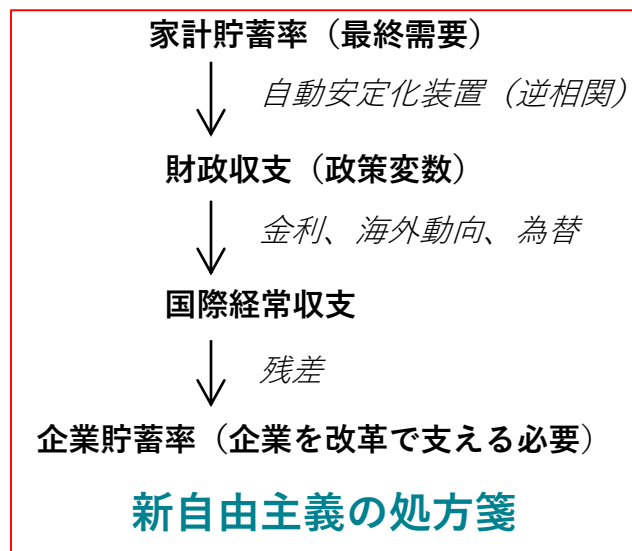


出所：日銀、内閣府、IMF、OECD、FRB、Eurostat、クレディ・アグリコル証券

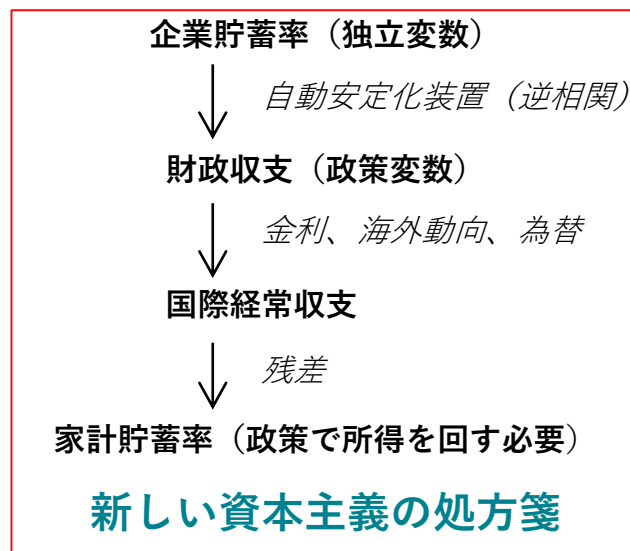
インフレとデフレは因果関係と処方箋が逆

- 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なる。
- 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なる。

<インフレ構造問題の因果関係の方向>



<デフレ構造問題の因果関係の方向>



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

内閣府の試算は税収増で財政が緊縮になりすぎることを示す

- 税収の大きな上振れにより、控えめな見積もりでも、2024年度に財政収支は黒字化してしまう。企業が貯蓄超過から投資超過に戻り、構造的なデフレ圧力が消滅し、2%の物価目標が安定的・持続的に達成されるのは2026年度と遅い。デフレ完全脱却前の緊縮財政は、日本経済の再デフレ化のリスクとなる。ネットの資金需要も消滅していて、財政支出が過小であることが成長実現シナリオを困難にする。

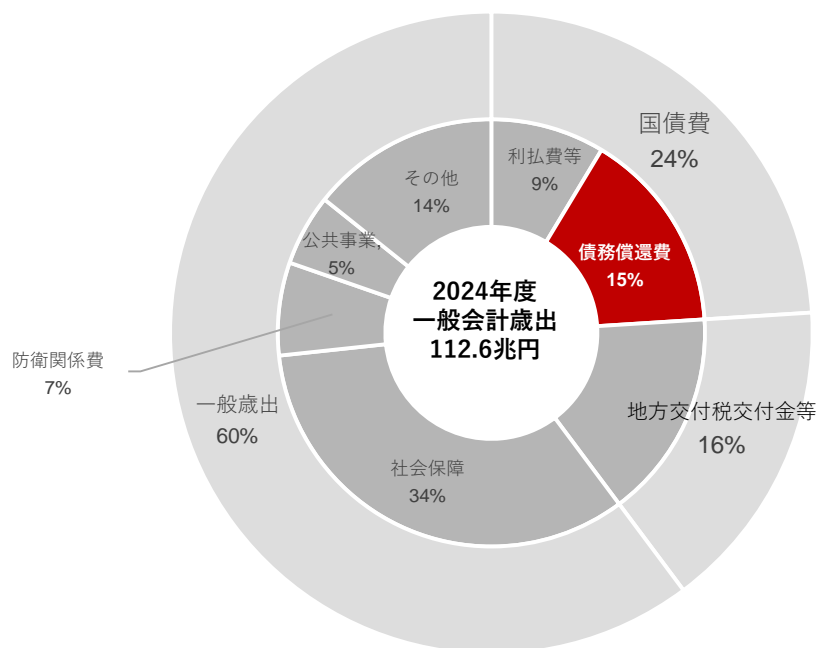
	22年度	23年度	24年度	25年度	26年度	27年度	28年度	29年度	30年度	31年度	32年度	33年度
名目GDP (兆円)	568.5	597.5	615.3	632.7	651.8	672.4	694.5	717.5	740.8	764.8	789.1	813.4
名目GDP (前年比)	2.3	5.5	3.0	2.8	3.0	3.2	3.3	3.3	3.2	3.2	3.2	3.1
消費者物価 (前年比%)	3.2	3.0	2.5	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
部門別収支 (対GDP比%)												
一般政府 (A)	-3.6	-4.9	-2.9	0.0	0.8	0.9	1.0	1.2	1.2	1.3	1.2	1.3
家計	2.7	3.3	4.5	2.8	2.5	2.3	2.1	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3
企業 (B)	2.3	5.3	2.0	0.6	0.0	-0.2	-0.2	-0.4	-0.5	-0.7	-0.8	-0.9
海外	-1.4	-3.7	-3.7	-3.5	-3.3	-3.0	-2.9	-2.9	-2.8	-2.7	-2.7	-2.7
ネットの国内資金需要 (A)+ (B)	-1.3	0.4	-0.9	0.6	0.8	0.7	0.8	0.8	0.7	0.6	0.4	0.4
税収 (兆円)	71.1	69.6	69.6	75.7	78.0	80.5	83.0	85.6	88.4	91.2	94.0	96.9
その他収入 (兆円)	14.2	13.5	7.5	9.0	9.3	9.6	10.0	10.3	10.6	10.9	11.3	11.6
税収弾性値が1の場合の税収 (兆円)	71.1	75.0	77.3	79.4	81.8	84.4	87.2	90.1	93.0	95.9	99.0	102.1
税収見積調整後財政収支 (%GDP)	-3.6	-4.0	-1.7	0.6	1.4	1.5	1.6	1.8	1.8	1.9	1.8	1.9

単位: %, 兆円

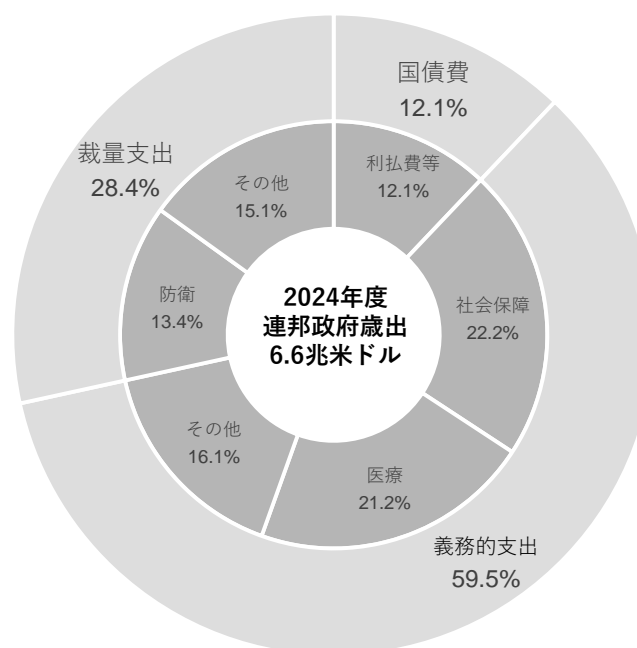
国債は事実上永続的に借り換えされていく

- グローバル・スタンダードでは、歳出に国債償還費は入らないが、日本は国債60年償還ルールがあるため、見かけ上の国債費が膨張している。
- グローバルには、国債の発行は民間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換されていき、政府の額面での債務残高は増加していく。

<日本の国家予算の歳出>



<米国の国家予算の歳出>

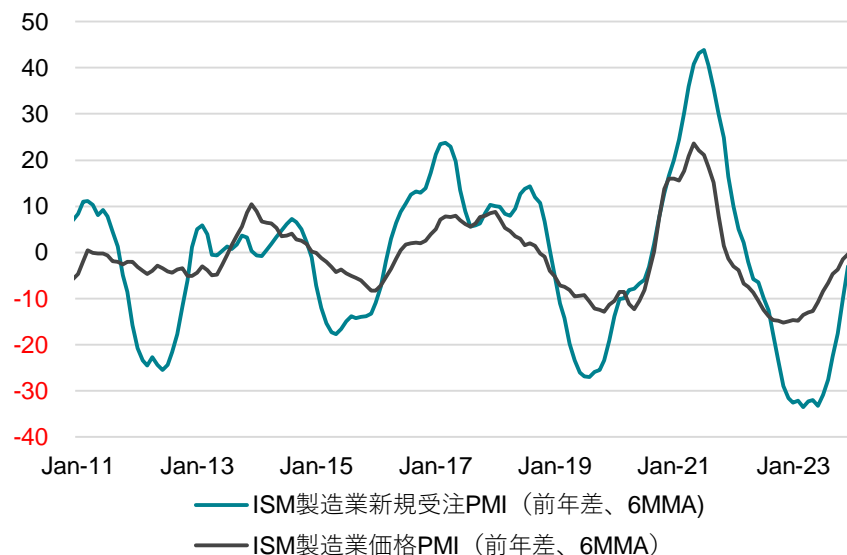


注：米国国家予算のその他には退役軍人関連支出や失業・就業関連手当が含まれる 出所：財務省、OMB、クレディ・アグリコル証券

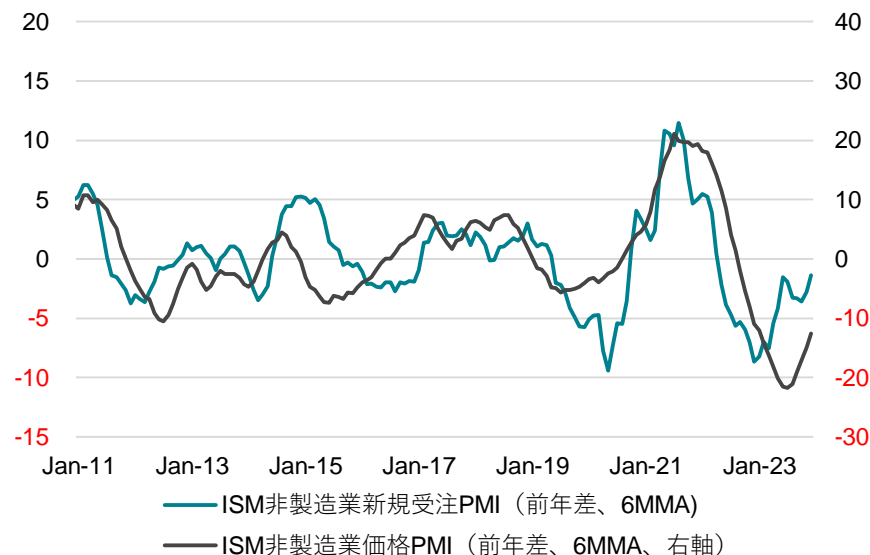
米国では急激な利上げの効果が出始めている

- ポスト・コロナのペントアップ需要が需要超過の状態を生み、企業は堅調な需要に伴う値上げの動きを強めていた。ただ、利上げの効果も表れ始め、新規受注のピークアウトと同時に財の価格の上昇圧力がピークアウトしていることが確認できる。
- 非製造業でもサービスの価格の上昇圧力のピークアウトが確認できるが、賃金上昇のコストプッシュ圧力が根強く残っているとみられる。

< ISM製造業価格指数と新規受注指数 >



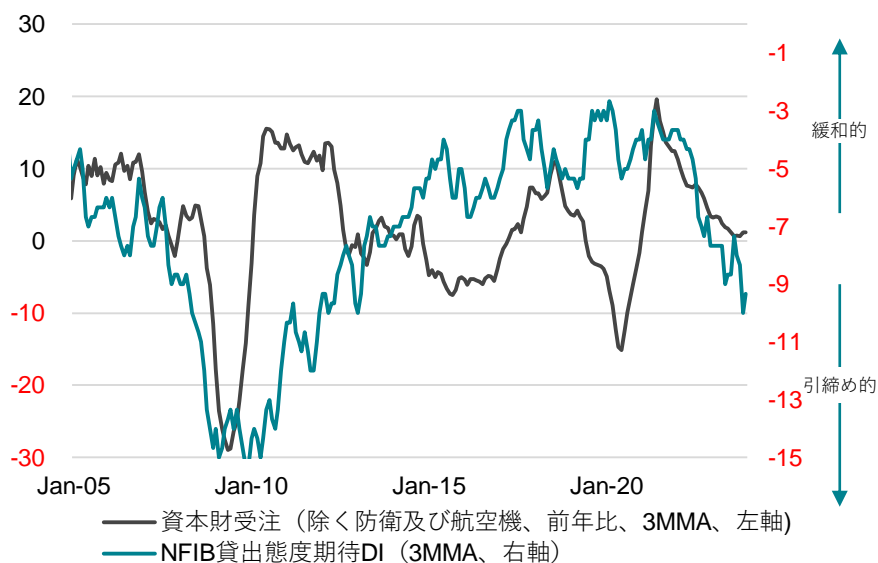
< ISM非製造業価格指数と新規受注指数 >



米国経済のソフト・ハードランディングは設備投資が左右

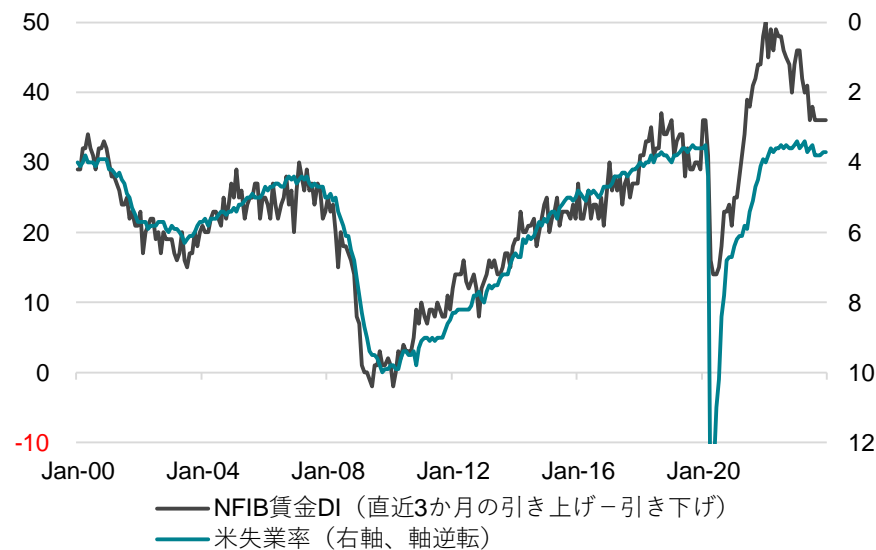
- 利上げによる金融機関の貸出態度の悪化に対する警戒感が設備投資の抑制効果となっているようだ。
- 設備投資が堅調な間にインフレが安定化すればソフトランディング、インフレが安定化する前に設備投資が腰折れればハードランディングとなる。
- 賃金指数の失業率からの上振れは、労働供給の問題が賃金上昇の主因であることを示す。

< 資本財受注と貸出態度期待 >



直近値： -8（2023年12月）

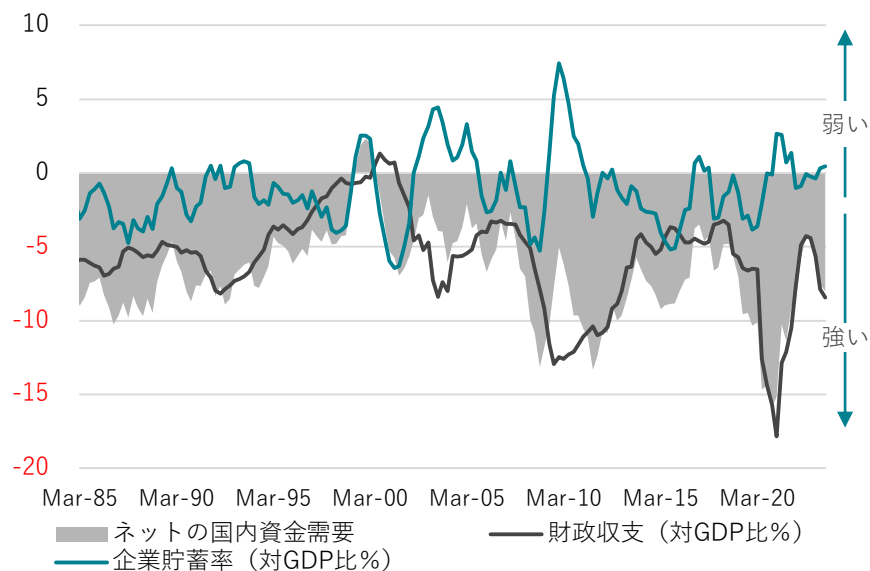
< 米失業率と中小企業賃金DI >



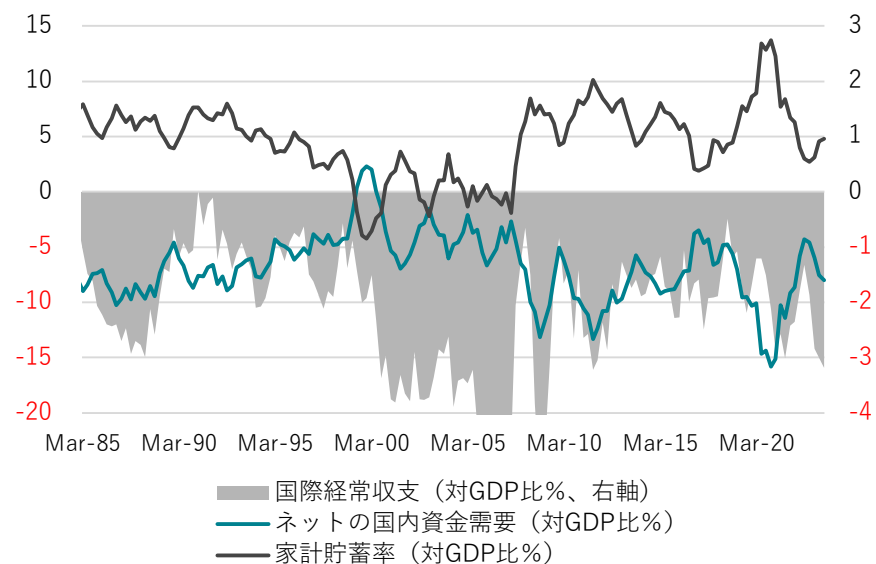
ネットの資金需要が過剰で強いインフレにつながった米国

- 米国はコロナ後の大幅な財政拡大によりネットの資金需要が過剰となり、労働市場の供給制約と合わせて、強いインフレにつながった。
- 家計の貯蓄率が急低下する消費需要の拡大に、労働市場の制約が加わり、インフレが加速した。足もとでは、家計貯蓄率がボトムアウトし、景気減速のソフトランディングとインフレ安定化の兆しが見える。

<米国のネットの国内資金需要>

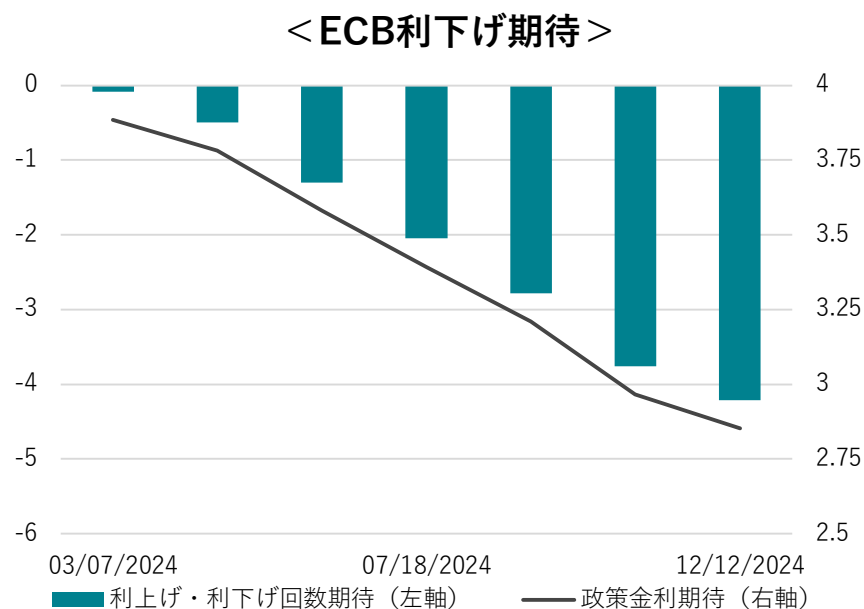
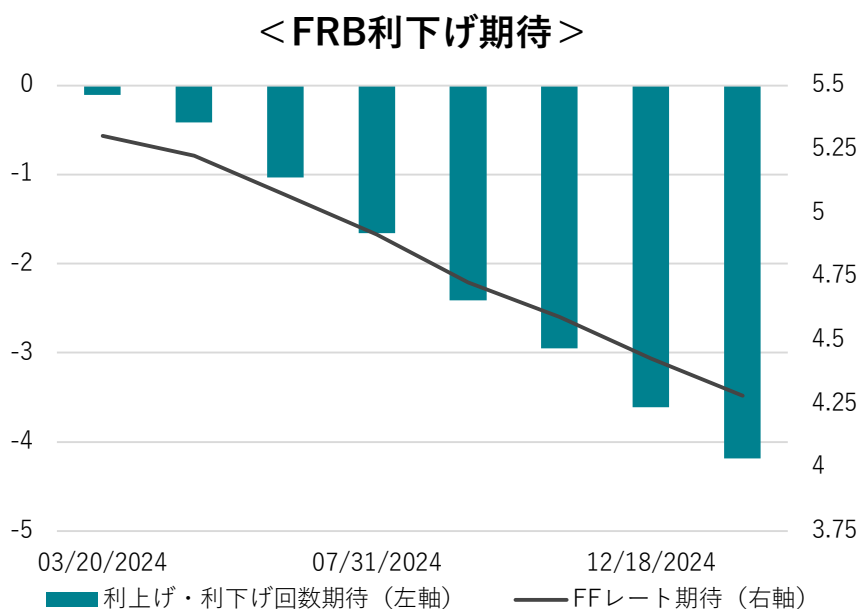


<米国の家計貯蓄率と国際経常収支>



FRBの来年の利下げを織り込んでいる状態で日銀の引き締めはない

- 景気減速とインフレ鎮静化で、マーケットは来年のFRBの利下げを強く織り込んでいる。
- 日銀が利上げをした後に、米国経済が弱体化すれば、政策ミスと批判されかねない。米国経済が強く、マーケットが来年のFRBの利下げを織り込まなくなれば、日銀の引き締めは前倒される。



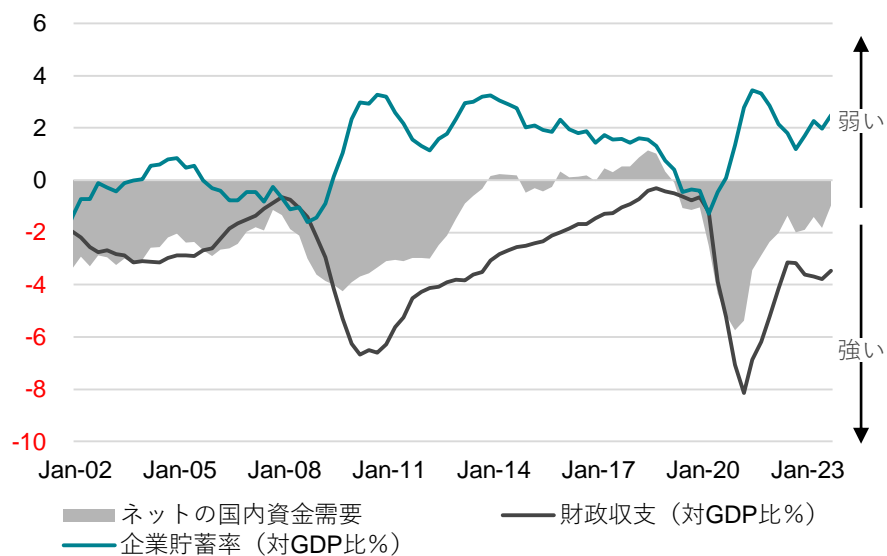
*2024月1月10日時点

出所：日銀、内閣府、総務省、クレディ・アグリコル証券

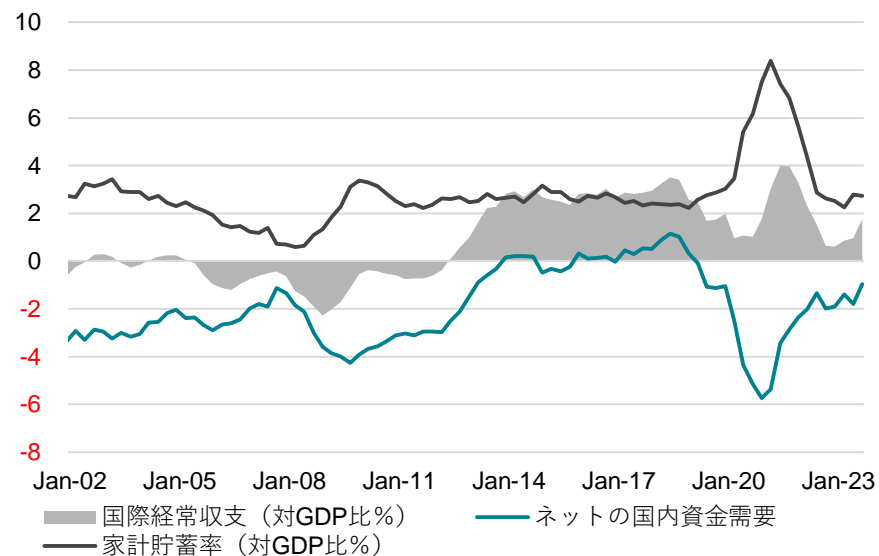
ネットの資金需要は弱いが、海外との結びつきでデフレ化を回避した欧州

- ユーロ圏は、ネットの資金需要は過剰ではなく、需要サイドからのインフレ圧力は確認できない。
- ユーロ圏は、これまでネットの資金需要は消滅していたが、海外との結びつきを強くすることで、デフレ化を免れてきた。

< 欧州のネットの国内資金需要 >

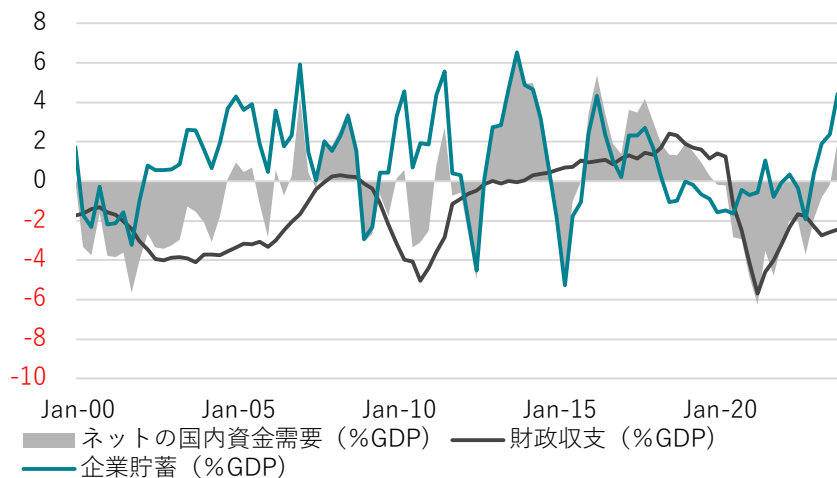


< 欧州の家計貯蓄率と国際経常収支 >

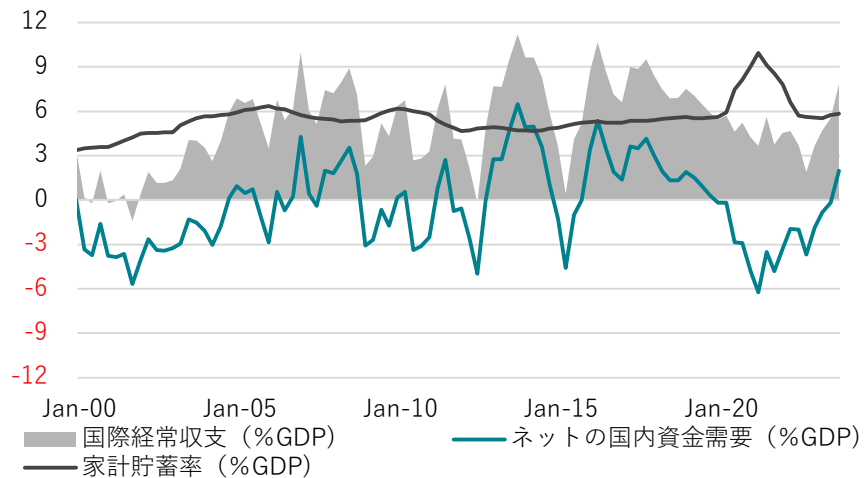


欧州各国のネットの国内資金需要①

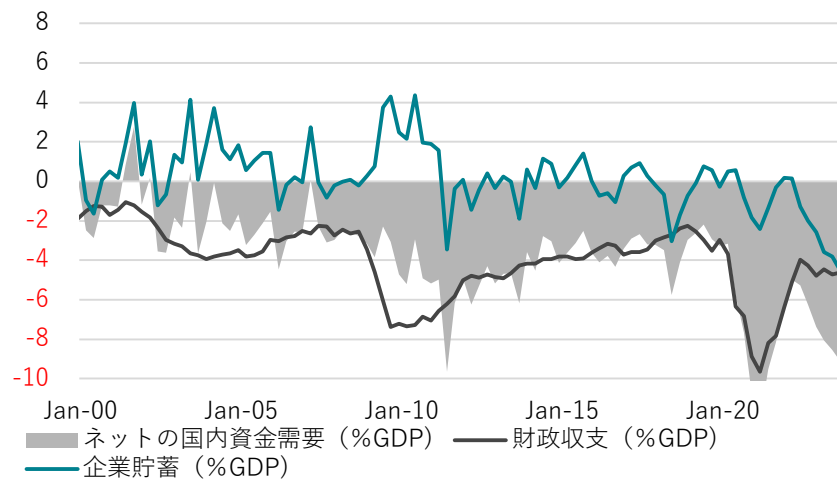
<ドイツのネットの国内資金需要>



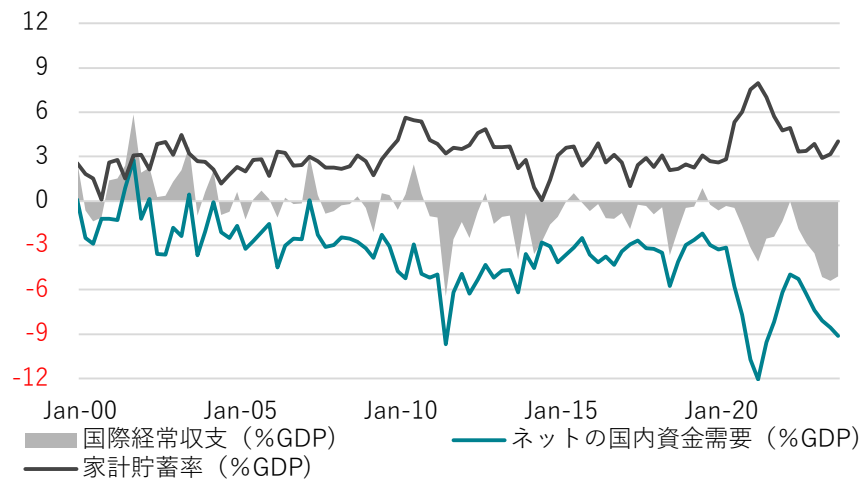
<ドイツの家計貯蓄率と国際経常収支>



<フランスのネットの国内資金需要>



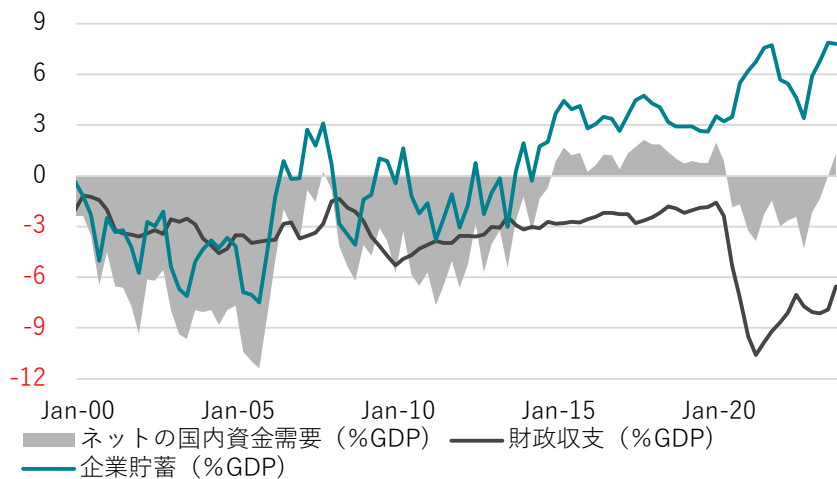
<フランスの家計貯蓄率と国際経常収支>



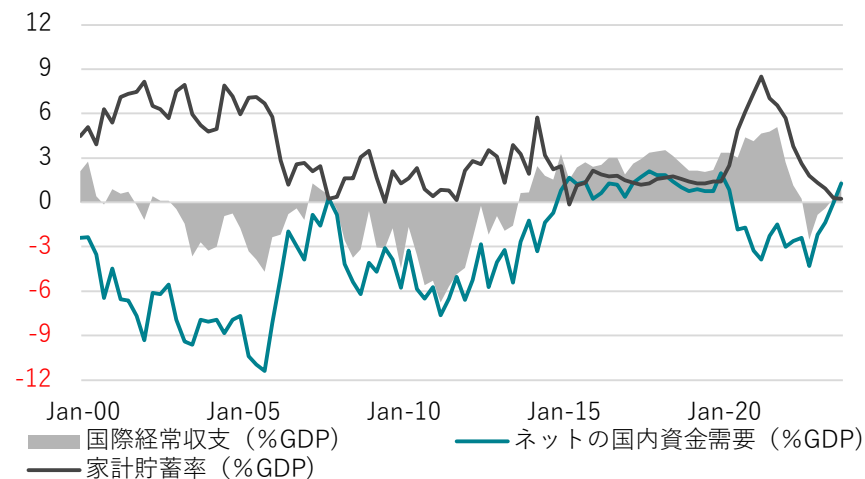
出所：Eurostat、Bloomberg、クレディ・アグリコル証券

欧州各国のネットの国内資金需要②

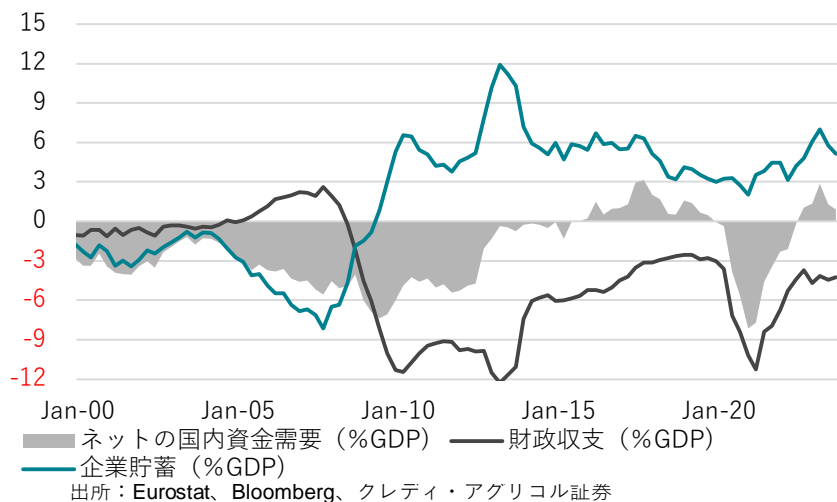
<イタリアのネットの国内資金需要>



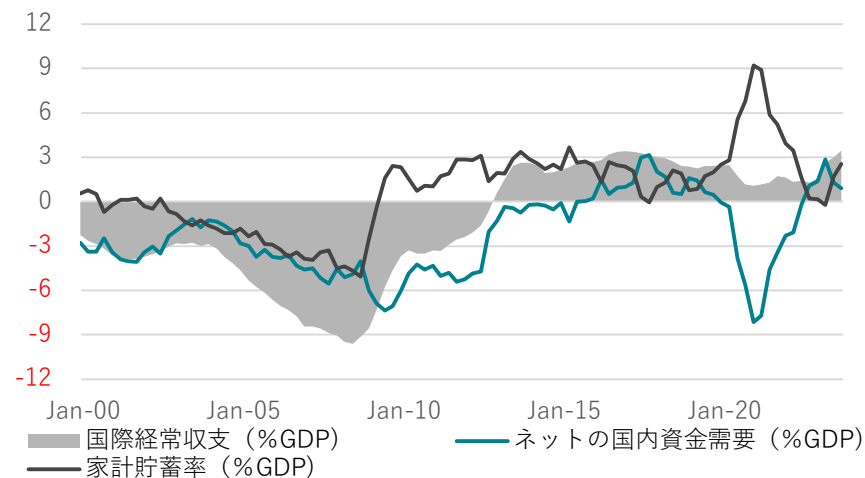
<イタリアの家計貯蓄率と国際経常収支>



<スペインのネットの国内資金需要>



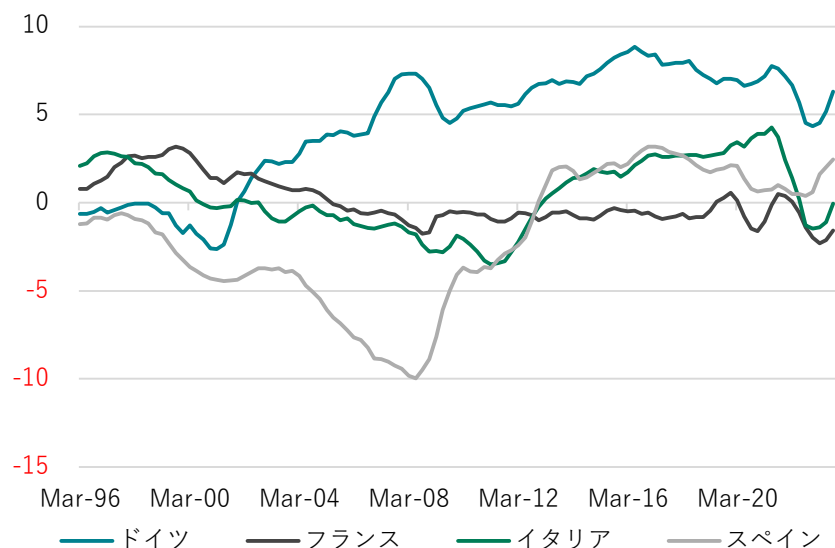
<スペインの家計貯蓄率と国際経常収支>



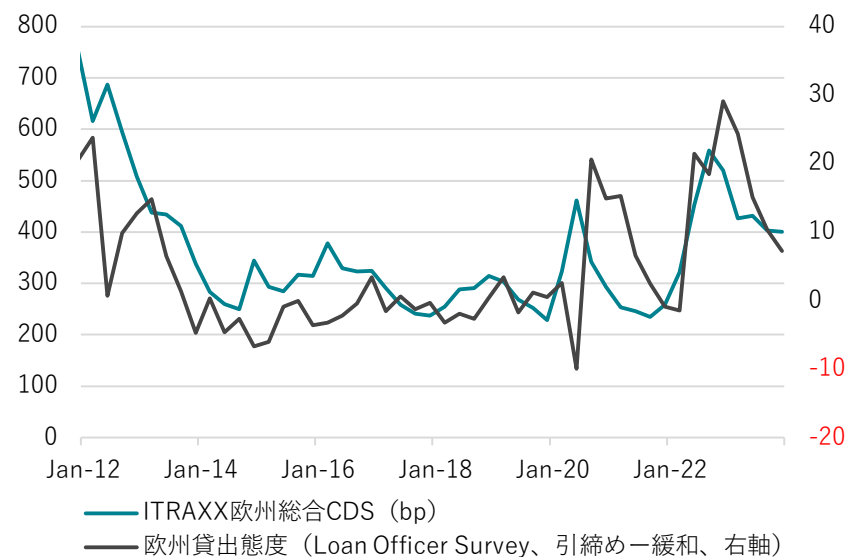
欧州経済は企業のデレバレッジとリストラの再発がリスク

- 欧州の各国の国際経常収支の悪化の度合いで、各国の供給制約によるインフレ圧力の強さを判断することができる。
- コスト・プッシュのインフレは、企業収益にも下押し圧力をかけており、企業のデレバレッジとリストラが深刻化すれば、ハードランディングのリスクとなる。

< 欧州地域別経常収支（対GDP比%） >



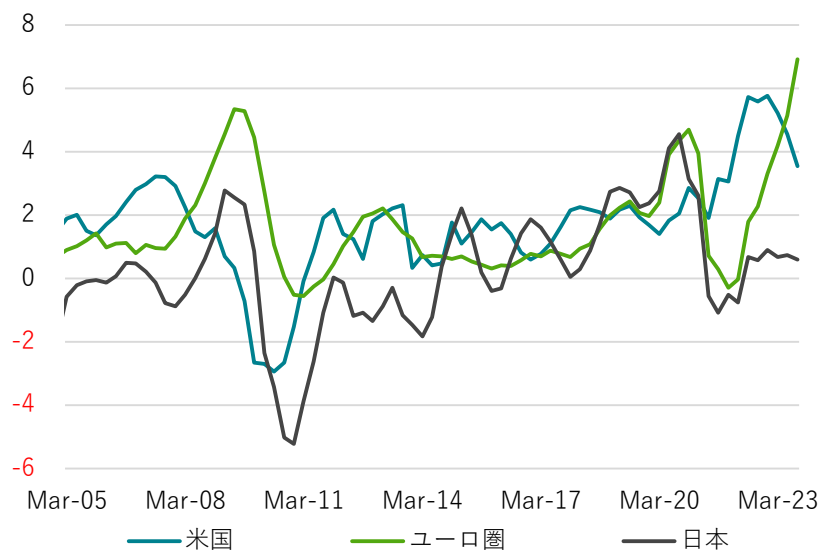
< 欧州信用サイクルとCDS >



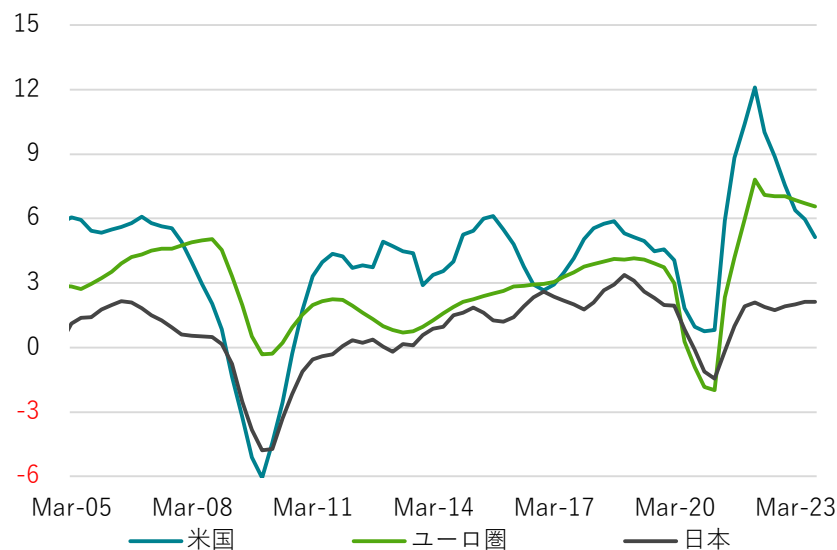
単位労働コスト上昇はインフレ圧力を強めている

- 単位労働コスト（雇用者報酬／実質GDP）は経済活動のためにどの程度労働コストが必要かを示す指標である。単位労働コストの上昇は同じ生産量に対して労働コストが上昇していることを意味し、そのコスト増が価格転嫁されることからインフレ圧力となる。一方で、単位労働コストの低下は生産性向上によりインフレ抑制圧力になる。
- 欧米に比べ日本の単位労働コストの伸びは緩やかであり、インフレ圧力は限定されている。

<単位労働コスト（前年比%、4 QMA）>



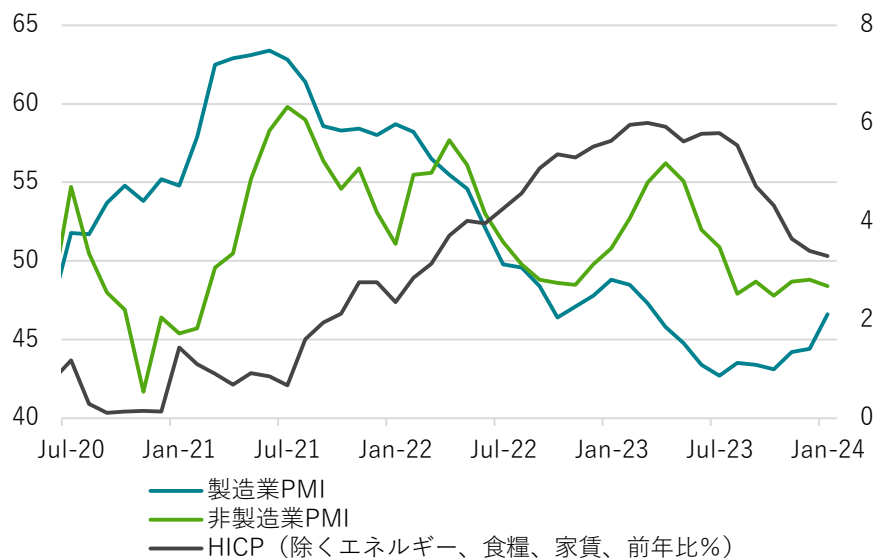
<名目雇用者報酬（前年比%、4 QMA）>



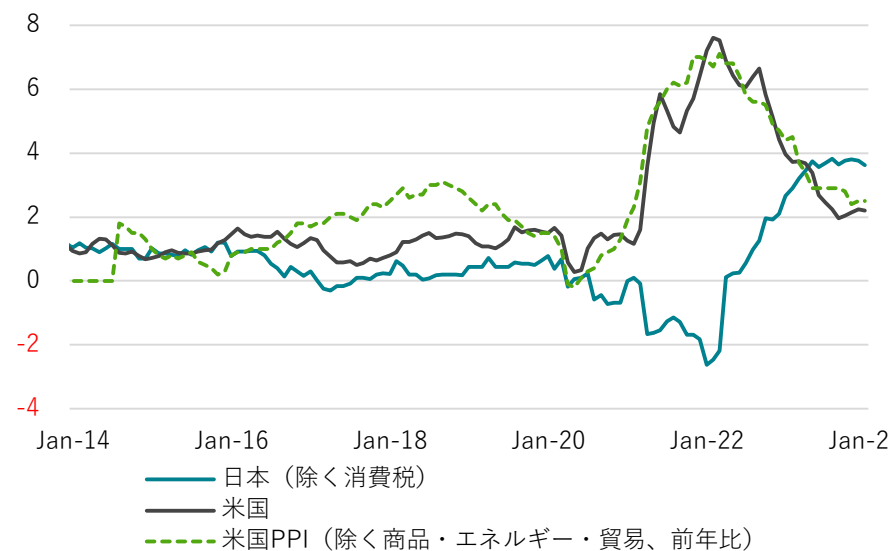
米国のインフレが先行してピークアウト

- ユーロ圏は製造業は停滞を始めているが、コロナからの正常化の動き非製造業が支えられていることがインフレ期待を支え、ウクライナ危機による供給制約で、根強いインフレ圧力が残る原因となっている。
- 米国の基調的インフレ率（除くエネルギー、食糧、家賃）は景気の減速とともに明らかにピークアウトしている。

<ユーロ圏PMIとHICP>



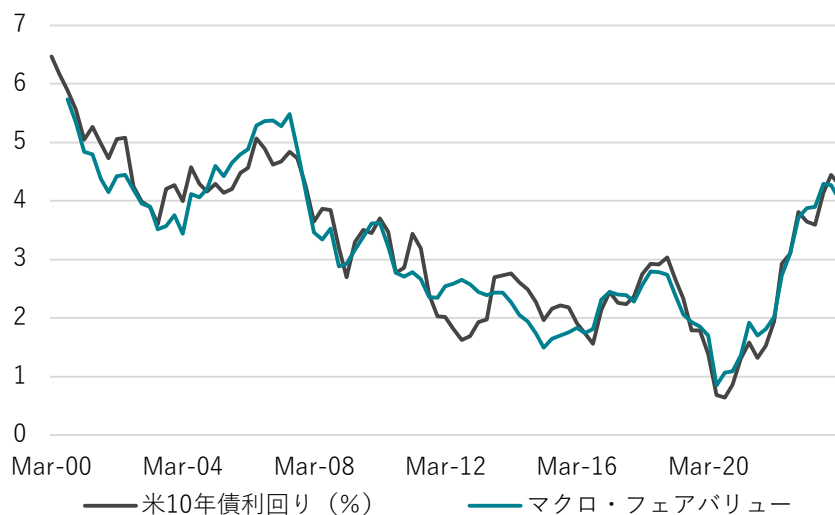
<エネルギー、食糧、家賃除く消費者物価>



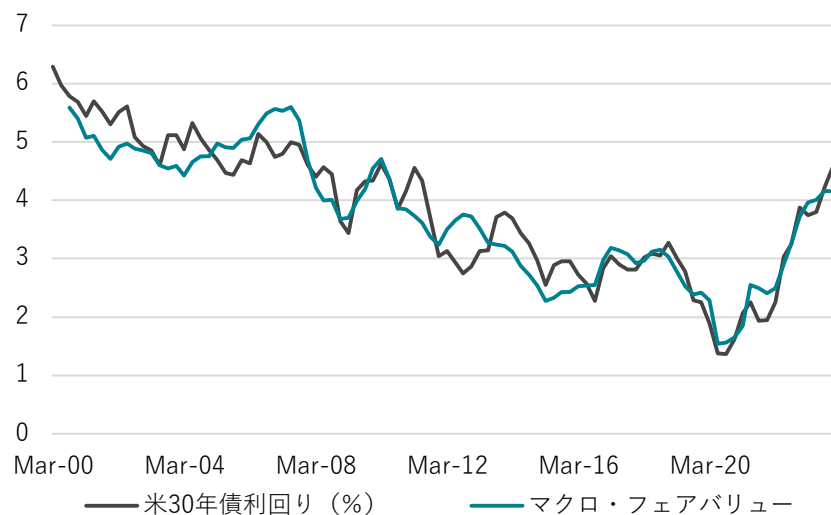
米国債利回りは家計や海外の資金の影響を受ける

- 米国の長期金利のマクロ・フェアバリューは国内の資金需給だけではなく、海外の資金需給の影響も強く受けているようだ。
- 米10年債利回りと30年債利回りのマクロ・フェアバリューを見ると、米家計や欧州の資金の影響は10年債利回りより30年債利回りにより強く影響を及ぼすことが確認できる。

<米10年債利回りマクロ・フェアバリュー>



<米30年債利回りとマクロ・フェアバリュー>



米10年金利 = 2.18 + 0.41 米2年金利 - 0.10 米家計貯蓄率 (2QMA) - 0.28 欧州経常収支 (対GDP比%、2Qラグ、4QMA) + 0.35 5Y/5Y インフレ期待 - 0.00 米マネタリーベース (前年差、対GDP%) + 0.54 アップダミー - 0.61 ダウンダミー; R² = 0.98 (アップ・ダウンダミー修正前R² = 0.91)

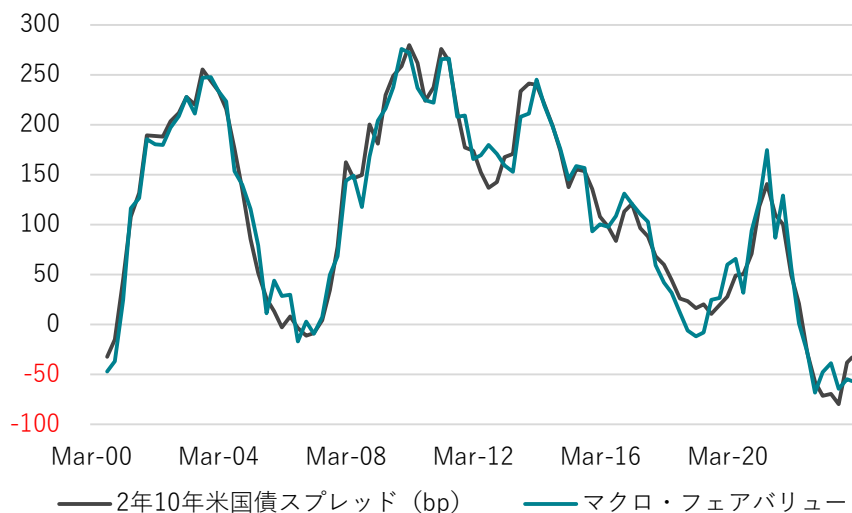
米30年金利 = 3.43 + 0.14 米2年金利 - 0.13 米家計貯蓄率 (2QMA) - 0.37 欧州経常収支 (対GDP比%、2Qラグ、4QMA) + 0.40 5Y/5Y インフレ期待 - 0.03 米マネタリーベース (前年差、対GDP%) + 0.58 アップダミー - 0.60 ダウンダミー; R² = 0.97 (アップ・ダウンダミー修正前R² = 0.87)

出所: FRB、BEA、Eurostat、Bloomberg、クレディ・アグリコル証券 注: ダミー変数は推計誤差が±1標準偏差以上の場合のみ1となる

マクロからみるとイールドカーブのフラット化はボトムアウト

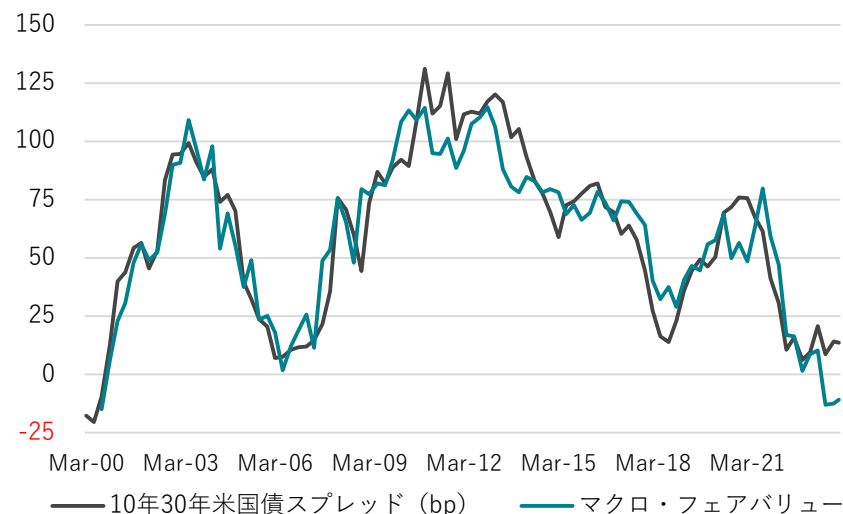
- 米国の2年10年債スプレッドはマーケットには世界経済の先行き不透明感や中央銀行の政策金利の高止まりを見据え、フラット化が続いているが、マクロ・フェアバリューは反転している。
- 10年30年債スプレッドはフェアバリューに近い水準で推移している。

<米2年10年債スプレッドとマクロ・フェアバリュー>



$$\text{米2年10年スプレッド (\%)} = 2.18 - 0.59 \text{ 米2年金利} - 0.10 \text{ 米家計貯蓄率 (2QMA)} - 0.28 \text{ 欧州経常収支 (対GDP比\%, 2Qラグ、4QMA)} + 0.35 \text{ 5Y/5Yインフレ期待} - 0.00 \text{ 米マネタリーベース (前年差、対GDP\%)}$$

<米10年30年債スプレッドとマクロ・フェアバリュー>



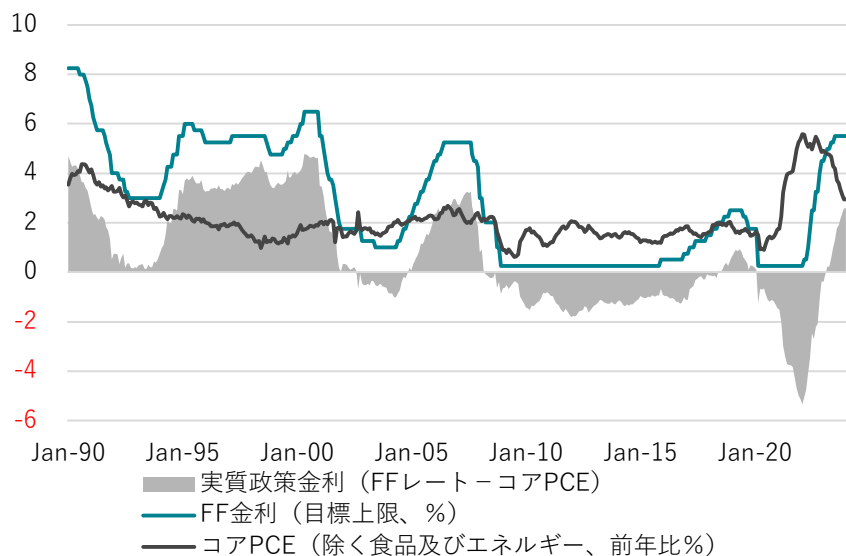
$$\text{米10年30年スプレッド} = 1.25 - 0.27 \text{ 米2年金利} - 0.03 \text{ 米家計貯蓄率 (2QMA)} - 0.09 \text{ 欧州経常収支 (対GDP比\%, 2Qラグ、4QMA)} + 0.04 \text{ 5Y/5Yインフレ期待} - 0.03 \text{ 米マネタリーベース (前年差、対GDP\%)}$$

出所：FRB、BEA、Eurostat、Bloomberg、クレディ・アグリコル証券 注：ダミー変数は推計誤差が±1標準偏差以上の場合のみ1となる

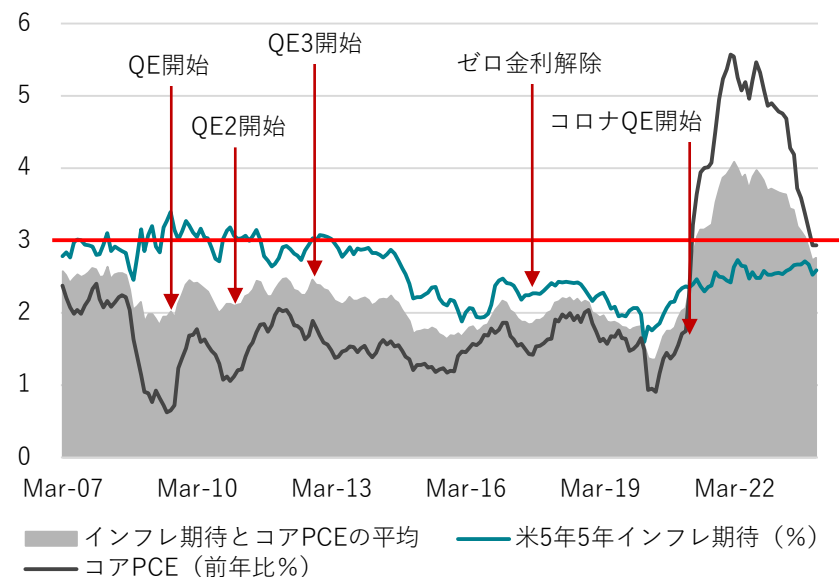
米国の実質金利はプラス圏で推移

- インフレ期待とインフレ率の平均が3%程度がFRBの政策スタンスが中立になる水準だろう。
- FF金利が名目GDP成長率の平均に近づいたところが一つ目の政策変曲点、二つ目はコアPCEデフレーターの前年比をクロスし、実質金利がプラスに転じるころ。

<FF金利とコアPCE>



<米国のインフレとインフレ期待>



ソフトランディングの場合マクロ・フェアバリューは3%台

- FRBの金融政策の引き締め効果が表れ始め、家計貯蓄率が長期平均に戻るソフトランディングの場合、米国10年国債金利のマクロフェアバリューは3%台になる。
- ハードランディングの場合、マクロ・フェアバリューは2%半ばまで低下するだろう。

<ソフトランディングシナリオの米国10年国債金利のマクロ・フェアバリューマトリクス>

前提

インフレ期待 2.40 マネタリーベース 0.12
 欧州経常収支： 0.77

米2年金利	家計貯蓄率 (%GDP)										
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2.50	3.84	3.73	3.63	3.53	3.43	3.32	3.22	3.12	3.02	2.91	2.81
2.75	3.94	3.84	3.73	3.63	3.53	3.43	3.32	3.22	3.12	3.02	2.91
3.00	4.04	3.94	3.84	3.73	3.63	3.53	3.43	3.32	3.22	3.12	3.02
3.25	4.14	4.04	3.94	3.84	3.73	3.63	3.53	3.43	3.32	3.22	3.12
3.50	4.24	4.14	4.04	3.94	3.84	3.73	3.63	3.53	3.43	3.32	3.22
3.75	4.35	4.24	4.14	4.04	3.94	3.84	3.73	3.63	3.53	3.43	3.32
4.00	4.45	4.35	4.24	4.14	4.04	3.94	3.84	3.73	3.63	3.53	3.43
4.25	4.55	4.45	4.35	4.24	4.14	4.04	3.94	3.84	3.73	3.63	3.53
4.50	4.65	4.55	4.45	4.35	4.24	4.14	4.04	3.94	3.84	3.73	3.63
4.75	4.76	4.65	4.55	4.45	4.35	4.24	4.14	4.04	3.94	3.84	3.73
5.00	4.86	4.76	4.65	4.55	4.45	4.35	4.24	4.14	4.04	3.94	3.84
5.25	4.96	4.86	4.76	4.65	4.55	4.45	4.35	4.24	4.14	4.04	3.94
5.50	5.06	4.96	4.86	4.76	4.65	4.55	4.45	4.35	4.24	4.14	4.04
5.75	5.17	5.06	4.96	4.86	4.76	4.65	4.55	4.45	4.35	4.24	4.14
6.00	5.27	5.17	5.06	4.96	4.86	4.76	4.65	4.55	4.45	4.35	4.24

<ハードランディングシナリオの米国10年国債金利のマクロ・フェアバリューマトリクス>

前提

インフレ期待 1.75 マネタリーベース -1.11
 欧州経常収支： 0.70

米2年金利	家計貯蓄率 (%GDP)										
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1.50	3.22	3.12	3.01	2.91	2.81	2.71	2.60	2.50	2.40	2.30	2.19
1.75	3.32	3.22	3.11	3.01	2.91	2.81	2.71	2.60	2.50	2.40	2.30
2.00	3.42	3.32	3.22	3.11	3.01	2.91	2.81	2.71	2.60	2.50	2.40
2.25	3.52	3.42	3.32	3.22	3.11	3.01	2.91	2.81	2.71	2.60	2.50
2.50	3.63	3.52	3.42	3.32	3.22	3.11	3.01	2.91	2.81	2.70	2.60
2.75	3.73	3.63	3.52	3.42	3.32	3.22	3.11	3.01	2.91	2.81	2.70
3.00	3.83	3.73	3.63	3.52	3.42	3.32	3.22	3.11	3.01	2.91	2.81
3.25	3.93	3.83	3.73	3.63	3.52	3.42	3.32	3.22	3.11	3.01	2.91
3.50	4.03	3.93	3.83	3.73	3.63	3.52	3.42	3.32	3.22	3.11	3.01
3.75	4.14	4.03	3.93	3.83	3.73	3.62	3.52	3.42	3.32	3.22	3.11
4.00	4.24	4.14	4.03	3.93	3.83	3.73	3.62	3.52	3.42	3.32	3.22
4.25	4.34	4.24	4.14	4.03	3.93	3.83	3.73	3.62	3.52	3.42	3.32
4.50	4.44	4.34	4.24	4.14	4.03	3.93	3.83	3.73	3.62	3.52	3.42
4.75	4.55	4.44	4.34	4.24	4.14	4.03	3.93	3.83	3.73	3.62	3.52
5.00	4.65	4.55	4.44	4.34	4.24	4.14	4.03	3.93	3.83	3.73	3.62

実質金利は利上げサイクルのピークに近い水準で推移

- ノーランディングの場合、マクロ・フェアバリューは5%を越えて上昇する。
- 米国の実質金利は一時のピークに比べ低下しているが、過去の利上げサイクルのピークに近い水準で推移している。

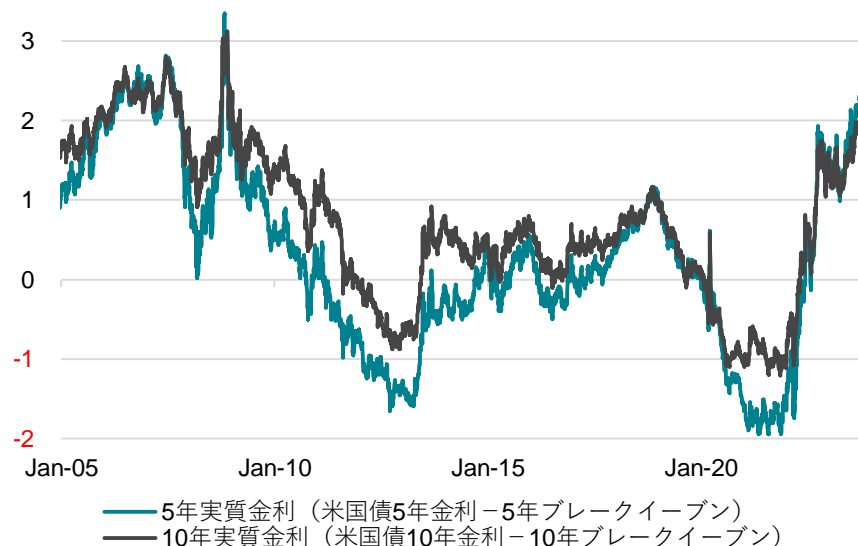
<ノーランディングシナリオの米国10年国債金利のマクロ・フェアバリューマトリクス>

前提

インフレ期待 **3.00** マネタリーベース **-1.11**
 欧州経常収支: **0.70**

米2年金利	家計貯蓄率 (%GDP)										
	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6	7	8
2.50	4.27	4.17	4.07	3.96	3.86	3.76	3.66	3.55	3.45	3.35	3.25
2.75	4.37	4.27	4.17	4.07	3.96	3.86	3.76	3.66	3.55	3.45	3.35
3.00	4.48	4.37	4.27	4.17	4.07	3.96	3.86	3.76	3.66	3.55	3.45
3.25	4.58	4.48	4.37	4.27	4.17	4.07	3.96	3.86	3.76	3.66	3.55
3.50	4.68	4.58	4.48	4.37	4.27	4.17	4.07	3.96	3.86	3.76	3.66
3.75	4.78	4.68	4.58	4.47	4.37	4.27	4.17	4.07	3.96	3.86	3.76
4.00	4.88	4.78	4.68	4.58	4.47	4.37	4.27	4.17	4.07	3.96	3.86
4.25	4.99	4.88	4.78	4.68	4.58	4.47	4.37	4.27	4.17	4.07	3.96
4.50	5.09	4.99	4.88	4.78	4.68	4.58	4.47	4.37	4.27	4.17	4.06
4.75	5.19	5.09	4.99	4.88	4.78	4.68	4.58	4.47	4.37	4.27	4.17
5.00	5.29	5.19	5.09	4.99	4.88	4.78	4.68	4.58	4.47	4.37	4.27
5.25	5.39	5.29	5.19	5.09	4.99	4.88	4.78	4.68	4.58	4.47	4.37
5.50	5.50	5.39	5.29	5.19	5.09	4.99	4.88	4.78	4.68	4.58	4.47
5.75	5.60	5.50	5.39	5.29	5.19	5.09	4.99	4.88	4.78	4.68	4.58
6.00	5.70	5.60	5.50	5.39	5.29	5.19	5.09	4.98	4.88	4.78	4.68

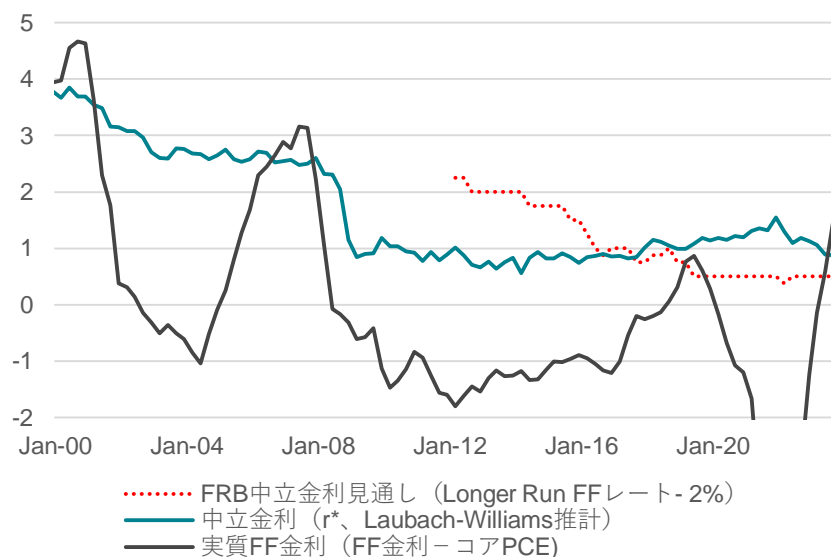
<米国実質金利>



自然利子率の上昇は家計貯蓄で決まる

- 実質FF金利は中立金利の水準を上回り、引締め効果が出ていることを示している。
- 中立金利の動きは米国の家計貯蓄率の長期平均とFRBのバランスシートのトレンドで説明できる。

<実質FF金利>



<自然利子率と推計値>



$$\text{自然利子率 (\%)} = 2.70 - 0.29 \text{ 家計貯蓄率 (\%GDP、8QMA)} + 0.07 \text{ FRBバランスシート (8Q変化、\%GDP; R2 = 0.83)}$$

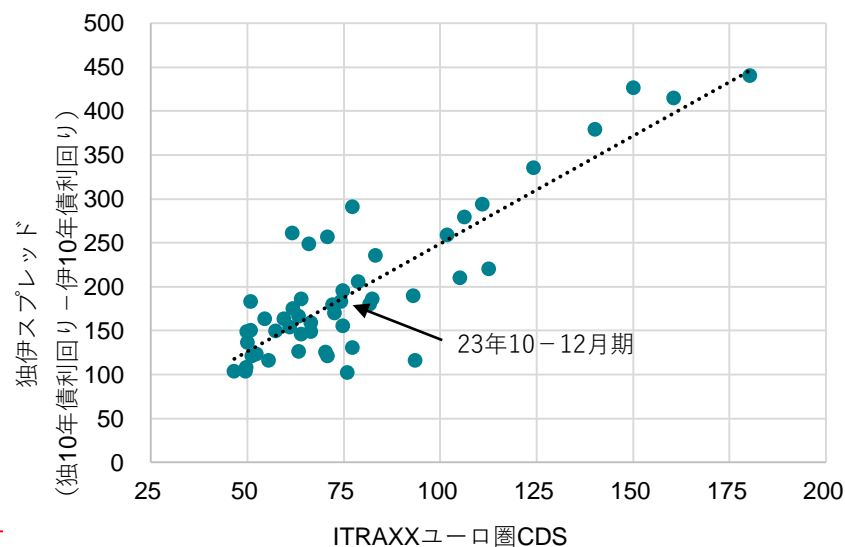
欧州債利回りもインフレ期待が安定することが重要

- ドイツ債利回りのマクロ・フェアバリューの安定にはECBのバランスシートの影響よりインフレ期待がしっかりとアンカーされていることが重要である。足元のインフレ高進が一服し、マーケットのインフレ期待が後退する局面ではドイツ国債利回りは大幅に低下するリスクがある。
- 独伊スプレッドは欧州のCDSの影響を強く受ける。CDSが一定の水準以下の場合にはイタリアの政治状況など自国の影響がより強くなる。

<独長期金利のマクロ・フェアバリュー>



<独伊スプレッドと欧州CDS>



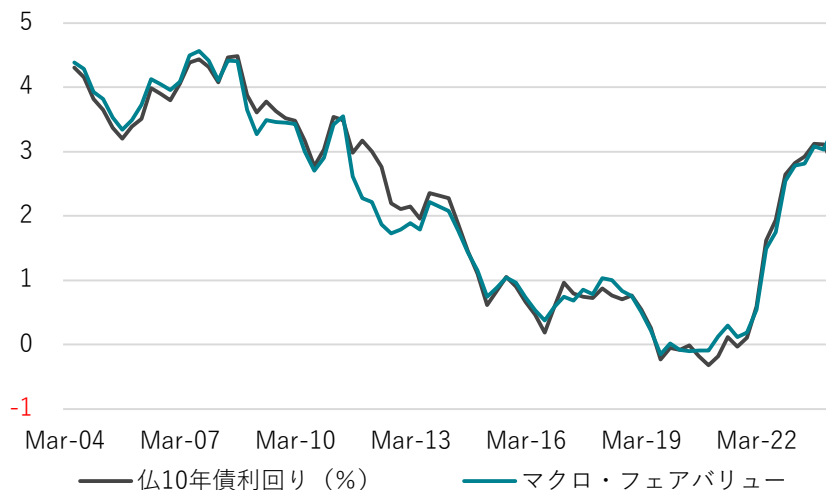
独10年金利 = $-2.04 + 0.56$ 独2年金利 -0.05 欧州ネットの国内資金需要 (対GDP比%) $+1.67$ 5Y/5Yインフレ期待 -0.00 ECBバランスシート (前年差、対GDP%) -0.92 ウクライナ危機ダミー $+0.40$ アップダミー -0.42 ダウンダミー;
 $R^2 = 0.99$ (アップ・ダウンダミー調整前 $R^2 = 0.98$)

出所: Eurostat、Bloomberg、クレディ・アグリコル証券 注: ダミー変数は推計誤差が±1標準偏差以上の場合のみ1となる

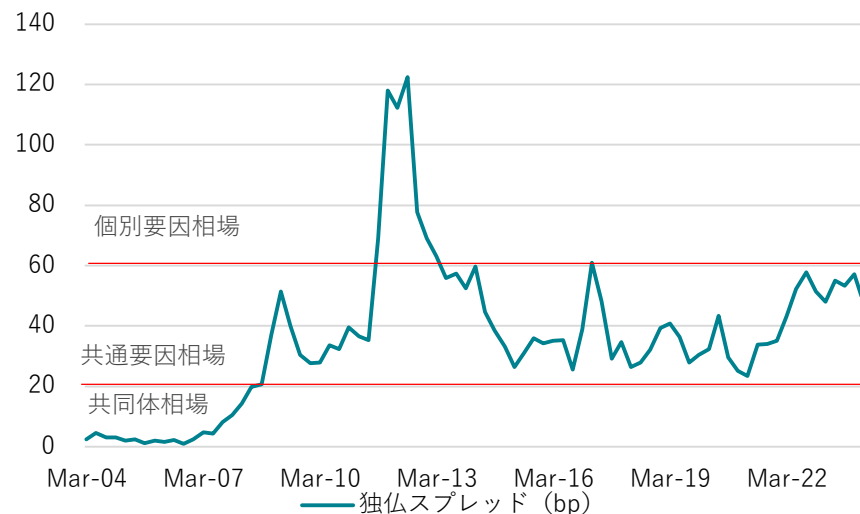
フランス国債はフランスの支出の強さの影響も受ける

- フランス国債10年金利のマクロ・フェアバリューはドイツ国債2年金利とフランスの追加的なネットの資金需要の強さで説明できる。
- 独仏スプレッドのは債務危機以降、一定のレンジ内で推移してきた。各国の経済状況が変われば、足元のレンジを突き抜けるリスクは高まるだろう。

< 仏長期金利のマクロ・フェアバリュー >



< 独仏スプレッド >



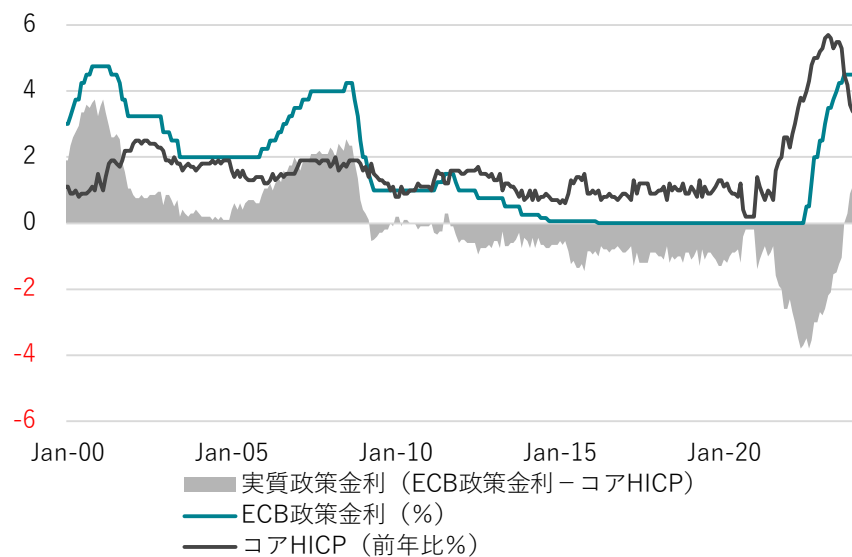
$\text{仏10年金利} = 0.28 + 0.97 \times \text{独2年金利} - 0.04 \times (\text{仏ネットの国内資金需要} - \text{ユーロ圏ネットの国内資金需要 (対GDP比)}) + 0.58 \times \text{アップダミー} - 0.25 \times \text{ダウンダミー}$; $R^2 = 0.99$ (アップ・ダウンダミー調整前 $R^2 = 0.98$)

出所: Eurostat、Bloomberg、クレディ・アグリコル証券 注: ダミー変数は推計誤差が±1標準偏差以上の場合のみ1となる

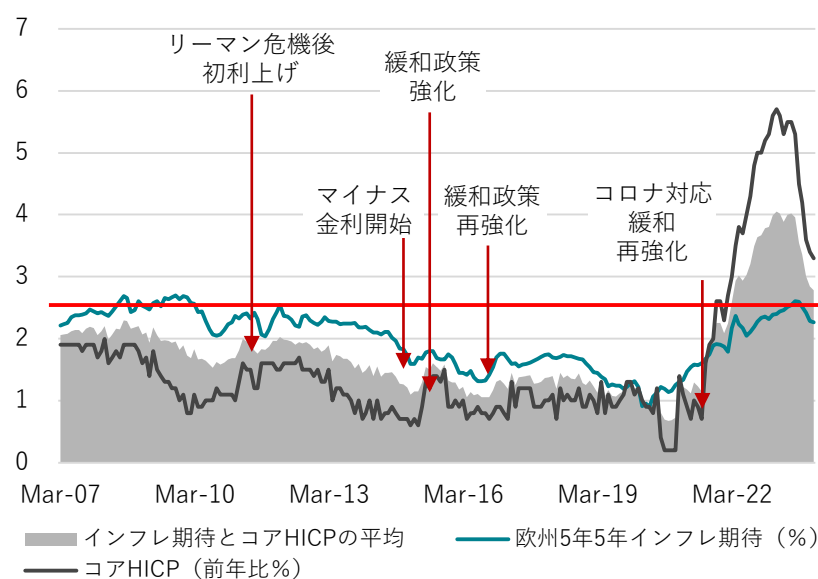
欧州の実質金利もプラスに転じている

- 欧州の実質政策金利がプラスに転じたことで、金融引き締め効果が現れやすい環境は整った。
- ECBはインフレを抑制する動きを強めているが、供給サイドのインフレ圧力が政策に反応する前に需要が減退するリスクがある。

< ECB政策金利とコアHICP >



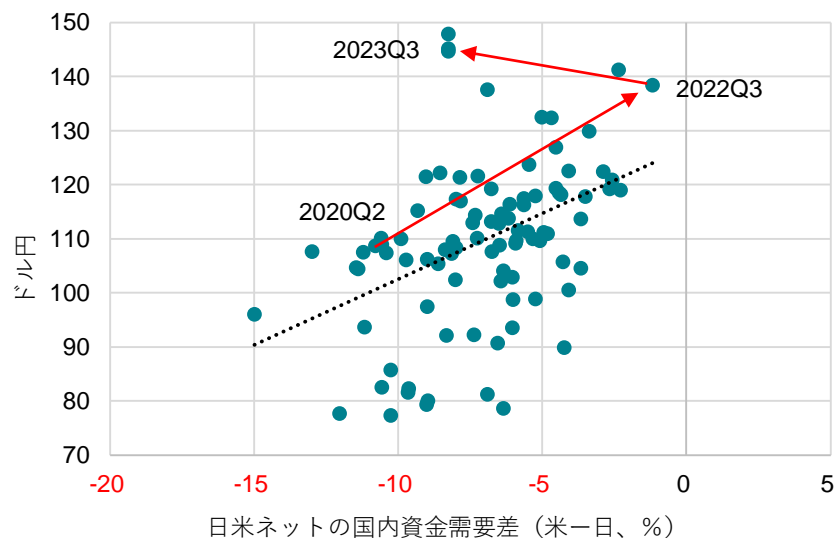
< 欧州のインフレとインフレ期待 >



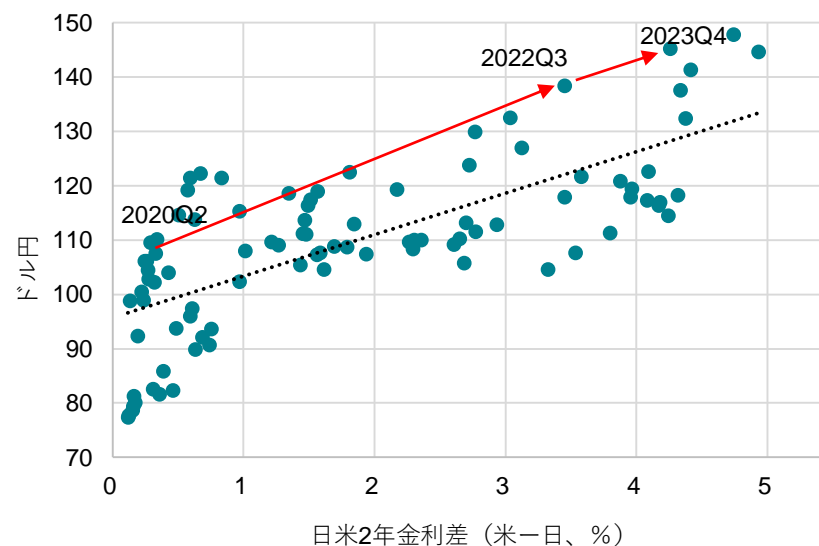
金利差とマネー拡大の差がドル・円に影響

- 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、円安を止める力に達するだろう。また、ネットの資金需要の差が縮小することは、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。

<日米のネットの資金需要の差とドル・円>



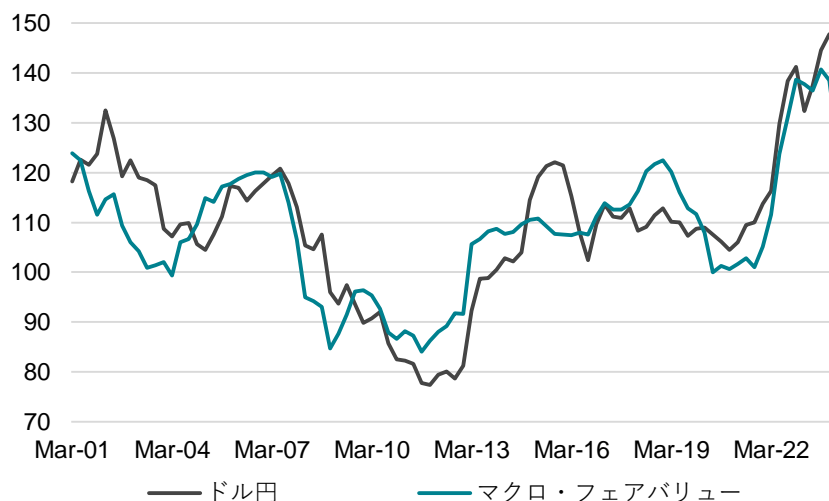
<日米の2年金利差とドル・円>



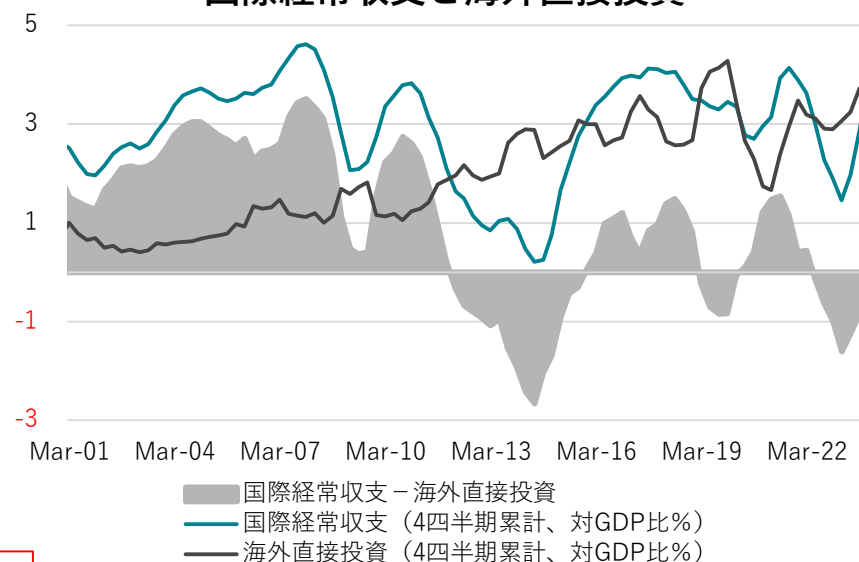
アベノミクスでドル円は10円程度、恒常的に円安シフト

- アベノミクス以降、日銀の緩和政策や内需拡大への期待などが保たれ、円安方向にシフトしていることが確認できる。緩和政策の修正に動く局面で過度な円高を回避するには、日米のマネーが拡大する力の差をしっかりと縮小させる必要があるだろう。
- マクロフェアバリューからの乖離は海外直接投資の拡大やグローバルなセンチメントなどの影響を受けている。

<ドル円のマクロ・フェアバリュー>



<国際経常収支と海外直接投資>



ドル円 = 98.22 - 1.76 国際経常収支 (2四半期ラグ、対GDP比%)
 + 7.72 日米2年金利差 (米国 - 日本、%) + 0.74 日米ネットの資金需要差 (2四半期
 ラグ、米国 - 日本、対GDP比%) + 13.45 アベノミクスダミー + 12.99 アップダミー
 - 9.70 ダウンダミー; R² = 0.92 (アップ・ダウンダミー調整前R² = 0.70)

出所：日銀、内閣府、Bloomberg、クレディ・アグリコル証券 注：ダミー変数は推計誤差が±1標準偏差以上の場合のみ1となる

アベノミクスから離脱すれば強い円高圧力に

- アベノミクスの経済政策が実施されていることで、10円程度の円安圧力となっている。
- アベノミクスから離脱し、緊縮財政によりネットの資金需要が消滅してマネーが再び拡大しなくなったところに、FRBの利下げ期待を米2年金利が織り込めば、ドル・円は110円に向かう円高圧力のリスクとなる。

<アベノミクスダミーが維持された場合のドル円のマクロ・フェアバリュースマトリクス> <アベノミクスダミーが外れた場合のドル円のマクロ・フェアバリュースマトリクス>

前提

経常収支	1.6
米国ネットの資金需要	-8.0
日本2年金利	0.0

米国2年金利	日本のネットの資金需要								
	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	1
1.5	119.30	118.57	117.83	117.10	116.36	115.62	114.89	114.15	113.42
2.0	123.16	122.43	121.69	120.96	120.22	119.48	118.75	118.01	117.28
2.5	127.02	126.29	125.55	124.82	124.08	123.34	122.61	121.87	121.14
3.0	130.88	130.15	129.41	128.68	127.94	127.20	126.47	125.73	125.00
3.5	134.74	134.01	133.27	132.54	131.80	131.06	130.33	129.59	128.86
4.0	138.60	137.87	137.13	136.40	135.66	134.92	134.19	133.45	132.72
4.5	142.46	141.73	140.99	140.26	139.52	138.78	138.05	137.31	136.58
5.0	146.32	145.59	144.85	144.12	143.38	142.64	141.91	141.17	140.44
5.5	150.18	149.45	148.71	147.98	147.24	146.50	145.77	145.03	144.30
6.0	154.04	153.31	152.57	151.84	151.10	150.36	149.63	148.89	148.16
6.5	157.90	157.17	156.43	155.70	154.96	154.22	153.49	152.75	152.02
7.0	161.76	161.03	160.29	159.56	158.82	158.08	157.35	156.61	155.88

前提

経常収支	1.6
米国ネットの資金需要	-8.0
日本2年金利	1.0

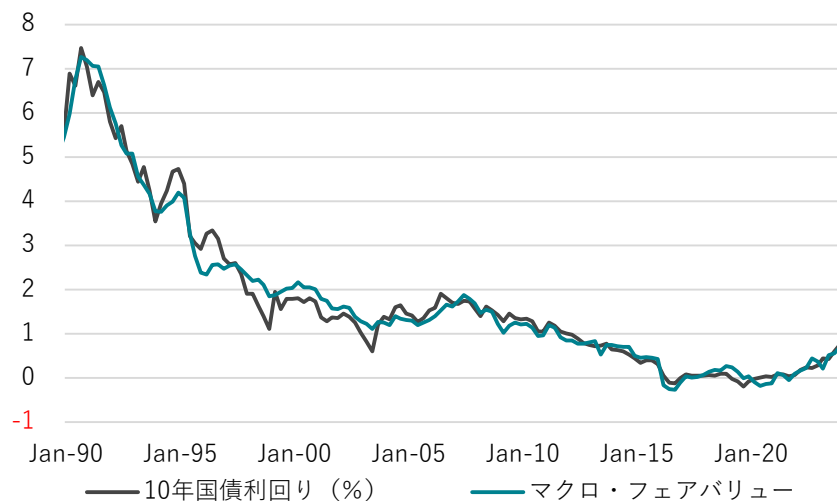
米国2年金利	日本のネットの資金需要								
	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	1
1.5	98.48	97.74	97.00	96.27	95.53	94.80	94.06	93.33	92.59
2.0	102.34	101.60	100.86	100.13	99.39	98.66	97.92	97.19	96.45
2.5	106.20	105.46	104.72	103.99	103.25	102.52	101.78	101.05	100.31
3.0	110.06	109.32	108.58	107.85	107.11	106.38	105.64	104.91	104.17
3.5	113.92	113.18	112.44	111.71	110.97	110.24	109.50	108.77	108.03
4.0	117.78	117.04	116.30	115.57	114.83	114.10	113.36	112.63	111.89
4.5	121.64	120.90	120.16	119.43	118.69	117.96	117.22	116.49	115.75
5.0	125.50	124.76	124.02	123.29	122.55	121.82	121.08	120.35	119.61
5.5	129.36	128.62	127.88	127.15	126.41	125.68	124.94	124.21	123.47
6.0	133.22	132.48	131.74	131.01	130.27	129.54	128.80	128.07	127.33
6.5	137.08	136.34	135.60	134.87	134.13	133.40	132.66	131.92	131.19
7.0	140.94	140.20	139.46	138.73	137.99	137.26	136.52	135.78	135.05

出所：日銀、内閣府、Bloomberg、クレディ・アグリコル証券

マネー拡大の力が強まっても金利を抑制することは可能である

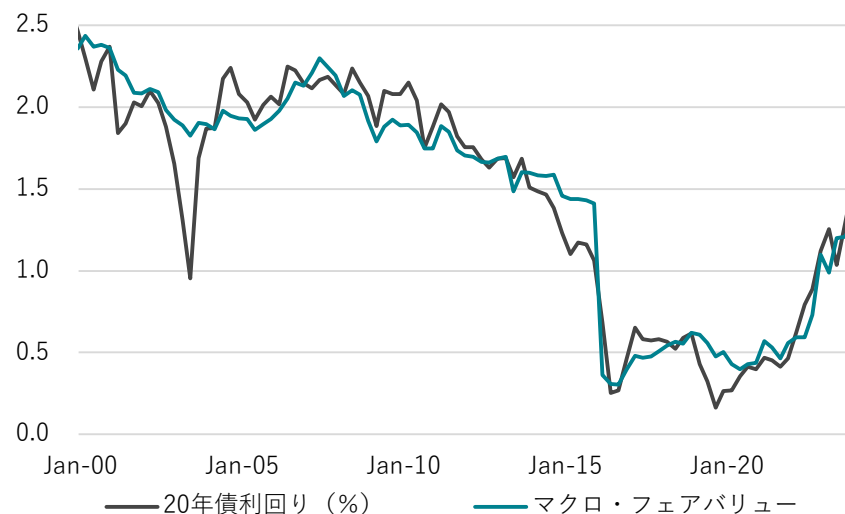
- 財政収支が大きな赤字になっても、企業貯蓄によりネットの資金需要が大きくなければ、金利には上昇圧力がかからない。
- グローバルに中央銀行がインフレ高進にしっかりと対応する姿勢を示し、欧米金利水準が上昇するなか、日本国債の金利上昇は抑制されている。

<10年金利とマクロ・フェアバリュー>



$$10\text{年債金利}(\%) = 0.26 + 0.69 \text{ コールレート}(\%) + 0.27 \text{ 米国債10年金利}(\%) - 0.04 \text{ ネットの資金需要(対GDP比}\%) - 0.02 \text{ 日銀長期国債買入額(年率換算、対GDP比)} - 0.40 \text{ マイナス金利・YCCダミー} + 0.51 \text{ アップダミー} - 0.45 \text{ ダウンダミー}; R^2 = 0.99 \text{ (アップ・ダウンダミー修正前} R^2 = 0.98)$$

<20年金利とマクロ・フェアバリュー>



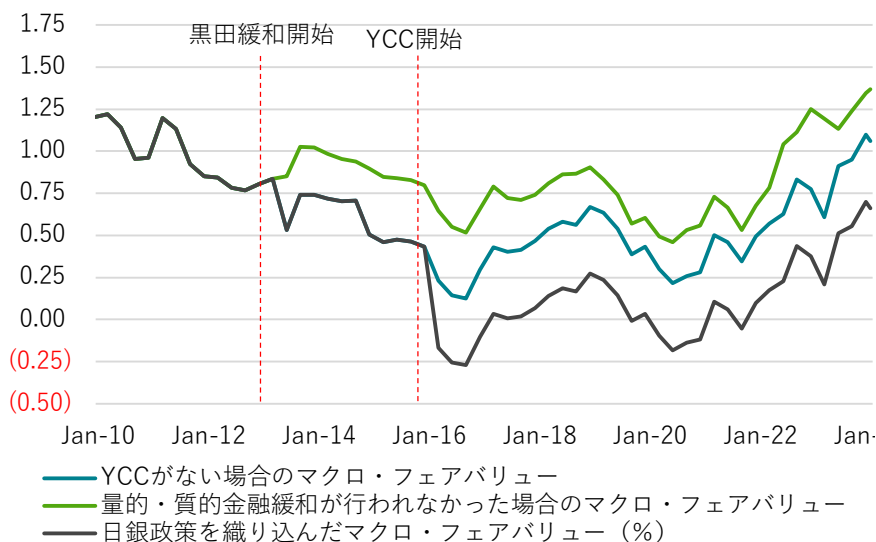
$$20\text{年債金利} = 1.37 + 0.47 \text{ コールレート} + 0.15 \text{ 米国債10年金利}(\%) - 0.03 \text{ ネットの資金需要(対GDP比}\%) - 0.02 \text{ 日銀長期国債買入額(年率換算、対GDP比)} - 0.92 \text{ マイナス金利・YCCダミー} + 0.44 \text{ 政策柔軟化ダミー} + 0.23 \text{ アップダミー} - 0.36 \text{ ダウンダミー}; R^2 = 0.98 \text{ (アップ・ダウンダミー修正前} R^2 = 0.93)$$

出所：日銀、内閣府、Bloomberg、クレディ・アグリコル証券 注：ダミー変数は推計誤差が±1標準偏差以上の場合のみ1となる

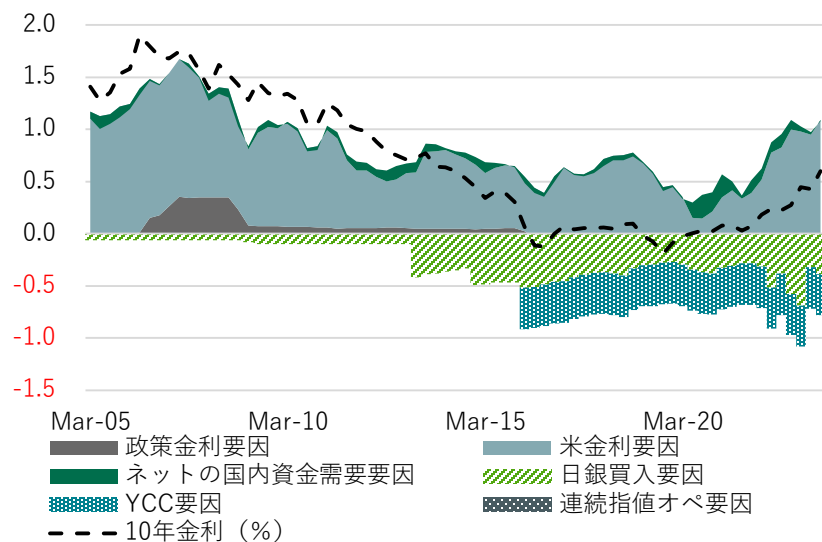
緩和政策が無ければ、10年債利回りは1%越え

- 日銀のYCCとマイナス金利政策が実施されていなければ、40bp程度高い水準を推移していたことがマクロ・フェアバリューからわかる。
- YCCやマイナス金利政策を撤廃し、国債買入のみで金利を足元のフェアバリュー水準まで押し下げるには30兆円程度の国債買入の増額が必要だろう。

<日銀政策の10年債フェアバリューへの影響度>



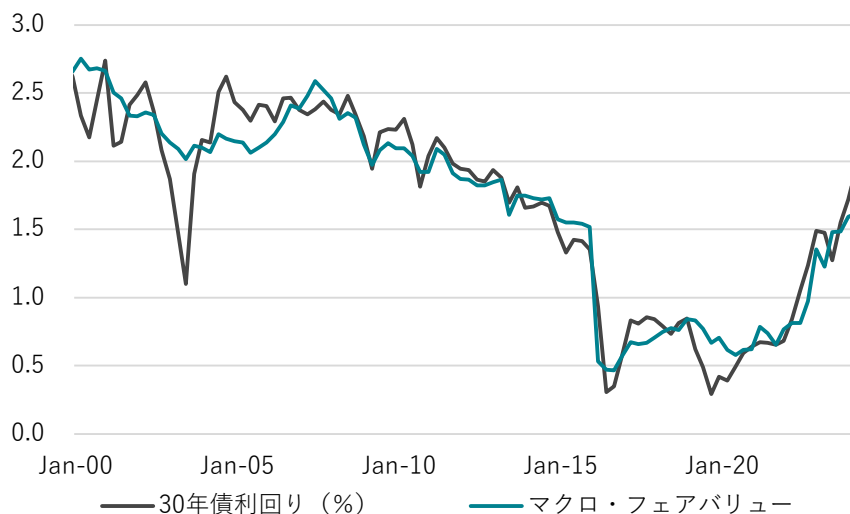
<10年国債マクロ・フェアバリューの要因分解>



スプレッドは大幅にオーバーシュート

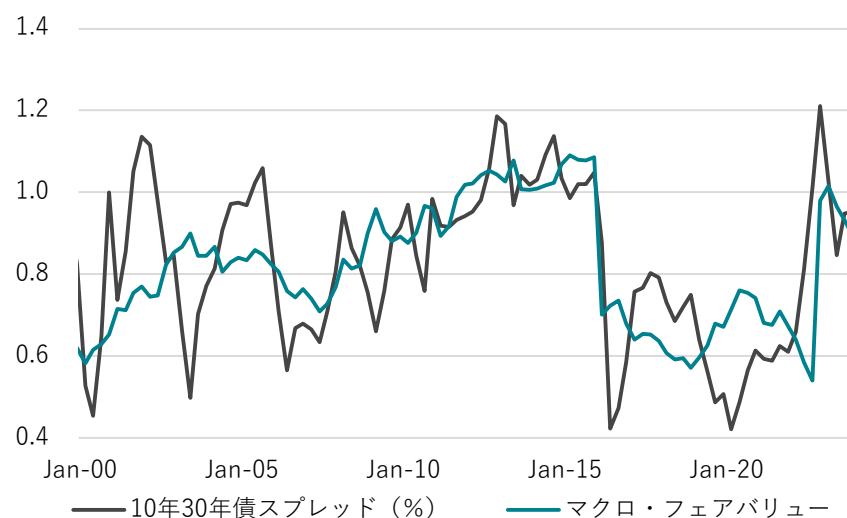
- YCCで長期債金利が推移しているなか、金利を求める動きが強まり、超長期債の金利低下圧力を強めている。
- 10年30年債スプレッドは金融政策引き締め期待などからマクロ・フェアバリューを大幅にオーバーシュートしている。

<30年金利とマクロ・フェアバリュー>



$$\begin{aligned}
 \text{30年債金利} = & 1.48 + 0.57 \text{ コールレート} + 0.18 \text{ 米国債10年金利 (\%)} \\
 & - 0.03 \text{ ネットの資金需要 (対GDP比\%)} - 0.02 \text{ 日銀長期国債買入} \\
 & \text{額 (年率換算、対GDP比)} - 0.83 \text{ マイナス金利・YCCダミー} + 0.45 \\
 & \text{政策柔軟化ダミー} + 0.29 \text{ アップダミー} - 0.42 \text{ ダウンダミー}; R^2 = \\
 & 0.97 \text{ (アップ・ダウンダミー修正前} R^2 = 0.92)
 \end{aligned}$$

<10年30年債スプレッドとマクロ・フェアバリュー>



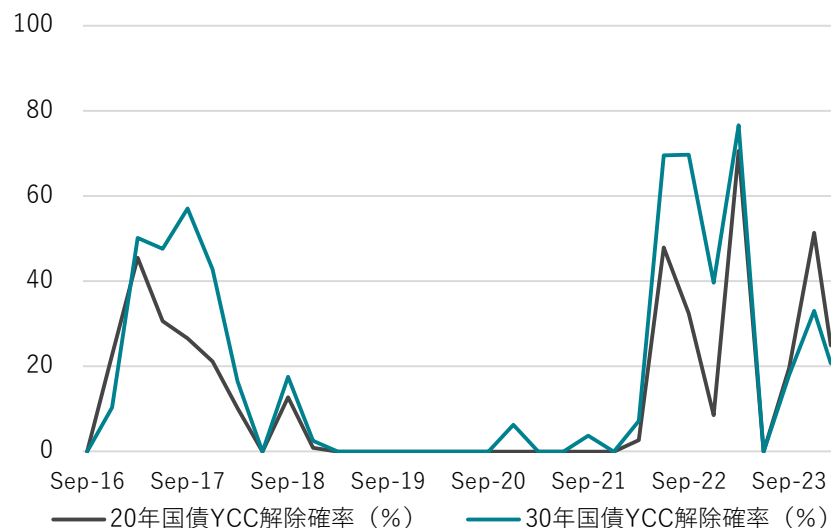
$$\begin{aligned}
 \text{10年30年債スプレッド} = & 1.22 - 0.12 \text{ コールレート} - 0.09 \text{ 米国債10} \\
 & \text{年金利 (\%)} + 0.01 \text{ ネットの資金需要 (対GDP比\%)} + 0.00 \text{ 日銀} \\
 & \text{長期国債買入額 (年率換算、対GDP比)} - 0.43 \text{ マイナス金利・YCC} \\
 & \text{ダミー} + 0.45 \text{ 政策柔軟化ダミー}
 \end{aligned}$$

出所：日銀、内閣府、Bloomberg、クレディ・アグリコル証券 注：ダミー変数は推計誤差が±1標準偏差以上の場合のみ1となる

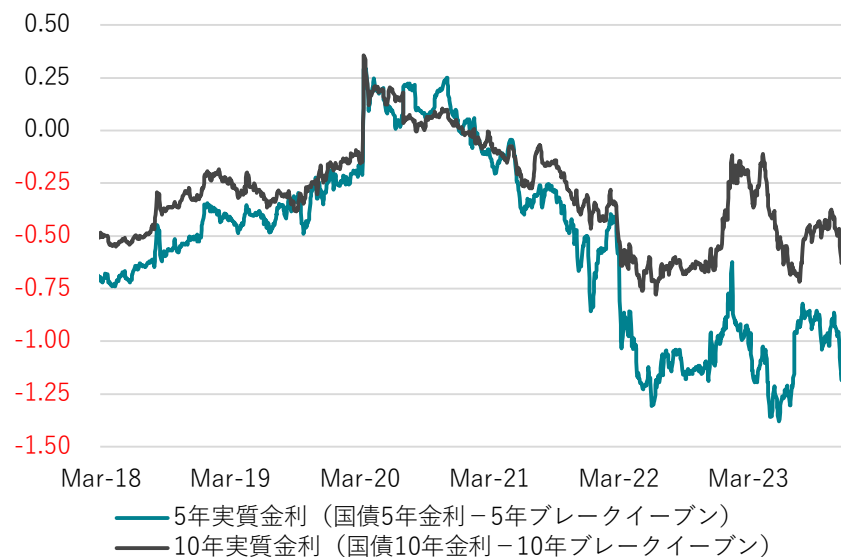
マーケットはYCCの解除を織り込みは下がっている

- 10月のYCCの再柔軟化後もマーケットではYCCが修正されるとの見方が続いてきたが、12月の金融政策決定会合以降は、YCC・マイナス金利解除の織り込みは消えている。
- 実質金利はグローバルなインフレ加速を受け、低下していた。日銀のYCC容認レンジ拡大で実質金利は上昇したが、2021年の水準程度で推移している。

<20年金利、30年金利のYCC解除確率>



<5年実質金利と10年実質金利>



マイナス金利・YCCへの信認が維持されていれば、日銀は40bpの低下圧力を得ている

- マイナス金利・YCCへ信認が維持されていれば、日銀は40bpの低下圧力を得ていることがモデルから確認できる。日銀が政策の引き締めに移れば、低下圧力は消滅するだろう。
- 昨年の経済対策と能登半島地震の復旧・復興の動きによる財政拡大で、ネットの資金需要（企業貯蓄率＋財政収支）が－3%まで拡大すれば、マクロ・フェアバリューは0.9%台まで上昇する。

<国債10年金利のマクロ・フェアバリュー>

<ネットの資金需要が－3%になり、マイナス金利・YCCを解除した場合の国債10年金利のマクロ・フェアバリュー>

前提										
名目GDP	596.7		コールレート	-0.02						
ネットの資金需要	0.3									
米10年債利回り	日銀月間国債買入れ額 (兆円)									
	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
3.00	0.48	0.43	0.38	0.34	0.29	0.24	0.19	0.14	0.10	
3.25	0.55	0.50	0.45	0.40	0.36	0.31	0.26	0.21	0.16	
3.50	0.62	0.57	0.52	0.47	0.43	0.38	0.33	0.28	0.23	
3.75	0.69	0.64	0.59	0.54	0.50	0.45	0.40	0.35	0.30	
4.00	0.76	0.71	0.66	0.61	0.57	0.52	0.47	0.42	0.37	
4.25	0.83	0.78	0.73	0.68	0.63	0.59	0.54	0.49	0.44	
4.50	0.90	0.85	0.80	0.75	0.70	0.66	0.61	0.56	0.51	
4.75	0.97	0.92	0.87	0.82	0.77	0.73	0.68	0.63	0.58	
5.00	1.04	0.99	0.94	0.89	0.84	0.80	0.75	0.70	0.65	
5.25	1.11	1.06	1.01	0.96	0.91	0.86	0.82	0.77	0.72	
5.50	1.17	1.13	1.08	1.03	0.98	0.93	0.89	0.84	0.79	
5.75	1.24	1.20	1.15	1.10	1.05	1.00	0.96	0.91	0.86	
6.00	1.31	1.27	1.22	1.17	1.12	1.07	1.03	0.98	0.93	

前提										
名目GDP	600.0		コールレート	-0.02						
ネットの資金需要	-3.0									
米10年債利回り	日銀月間国債買入れ額 (兆円)									
	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
3.00	1.02	0.97	0.92	0.87	0.83	0.78	0.73	0.68	0.64	
3.25	1.09	1.04	0.99	0.94	0.90	0.85	0.80	0.75	0.70	
3.50	1.16	1.11	1.06	1.01	0.97	0.92	0.87	0.82	0.77	
3.75	1.23	1.18	1.13	1.08	1.03	0.99	0.94	0.89	0.84	
4.00	1.30	1.25	1.20	1.15	1.10	1.06	1.01	0.96	0.91	
4.25	1.36	1.32	1.27	1.22	1.17	1.13	1.08	1.03	0.98	
4.50	1.43	1.39	1.34	1.29	1.24	1.20	1.15	1.10	1.05	
4.75	1.50	1.46	1.41	1.36	1.31	1.27	1.22	1.17	1.12	
5.00	1.57	1.53	1.48	1.43	1.38	1.33	1.29	1.24	1.19	
5.25	1.64	1.60	1.55	1.50	1.45	1.40	1.36	1.31	1.26	
5.50	1.71	1.66	1.62	1.57	1.52	1.47	1.43	1.38	1.33	
5.75	1.78	1.73	1.69	1.64	1.59	1.54	1.50	1.45	1.40	
6.00	1.85	1.80	1.76	1.71	1.66	1.61	1.56	1.52	1.47	

$$10\text{年債金利}(\%) = 0.26 + 0.69 \text{ コールレート}(\%) + 0.27 \text{ 米国債10年金利}(\%) - 0.04 \text{ ネットの資金需要(対GDP比)} - 0.02 \text{ 日銀長期国債買入れ額(年率換算、対GDP比)} - 0.40 \text{ マイナス金利・YCCダミー} + 0.51 \text{ アップダミー} - 0.45 \text{ ダウンダミー}$$

出所：日銀、内閣府、Bloomberg、クレディ・アグリコル証券

デフレ構造不況を脱却し、日銀がYCC・マイナス金利を解除すれば、国債10年金利のまで上昇するだろう

- 日本経済がデフレ構造不況を脱却し、日銀がマイナス金利・YCCから脱却した場合、国債10年金利は1%台後半まで上昇するだろう。
- 日銀がマイナス金利・YCCから脱却後、デフレ構造不況から脱却できない場合、国債10年金利のマクロ・フェアバリューは1%程度で推移することになるだろう。

<デフレ構造不況脱却及びマイナス金利・YCC解除後の国債10年金利のマクロ・フェアバリュー>

前提

名目GDP	600.0	コールレート	1.00						
ネットの資金需要	-3.0								
	日銀月間国債買入れ額 (兆円)								
米10年債利回り	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2.50	1.57	1.52	1.48	1.43	1.38	1.33	1.29	1.24	1.19
3.00	1.71	1.66	1.62	1.57	1.52	1.47	1.42	1.38	1.33
3.50	1.85	1.80	1.75	1.71	1.66	1.61	1.56	1.52	1.47
4.00	1.99	1.94	1.89	1.85	1.80	1.75	1.70	1.65	1.61
4.50	2.13	2.08	2.03	1.98	1.94	1.89	1.84	1.79	1.75
5.00	2.27	2.22	2.17	2.12	2.08	2.03	1.98	1.93	1.88
5.50	2.41	2.36	2.31	2.26	2.21	2.17	2.12	2.07	2.02
6.00	2.55	2.50	2.45	2.40	2.35	2.31	2.26	2.21	2.16
6.50	2.68	2.64	2.59	2.54	2.49	2.45	2.40	2.35	2.30

<マイナス金利・YCCから脱却語、デフレ構造不況を脱却できない場合の国債10年金利のマクロ・フェアバリュー>

前提

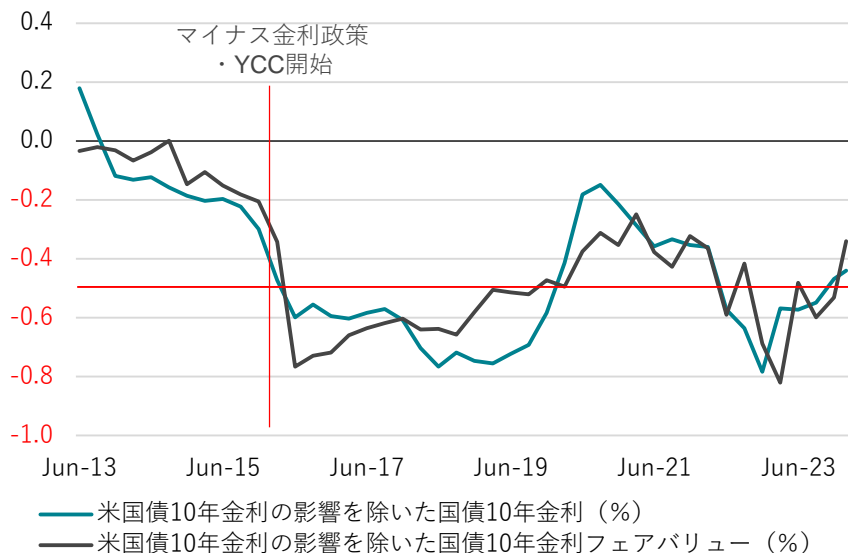
名目GDP	600.0	コールレート	0.10						
ネットの資金需要	3.0								
	日銀月間国債買入れ額 (兆円)								
米10年債利回り	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2.50	0.68	0.63	0.59	0.54	0.49	0.44	0.39	0.35	0.30
3.00	0.82	0.77	0.73	0.68	0.63	0.58	0.53	0.49	0.44
3.50	0.96	0.91	0.86	0.82	0.77	0.72	0.67	0.63	0.58
4.00	1.10	1.05	1.00	0.96	0.91	0.86	0.81	0.76	0.72
4.50	1.24	1.19	1.14	1.09	1.05	1.00	0.95	0.90	0.86
5.00	1.38	1.33	1.28	1.23	1.19	1.14	1.09	1.04	0.99
5.50	1.52	1.47	1.42	1.37	1.32	1.28	1.23	1.18	1.13
6.00	1.65	1.61	1.56	1.51	1.46	1.42	1.37	1.32	1.27
6.50	1.79	1.75	1.70	1.65	1.60	1.55	1.51	1.46	1.41

$$10\text{年債金利}(\%) = 0.26 + 0.69 \text{ コールレート}(\%) + 0.27 \text{ 米国債10年金利}(\%) - 0.04 \text{ ネットの資金需要(対GDP比}\%) - 0.02 \text{ 日銀長期国債買入れ額(年率換算、対GDP比)} - 0.40 \text{ マイナス金利・YCCダミー} + 0.51 \text{ アップダミー} - 0.45 \text{ ダウンダミー}$$

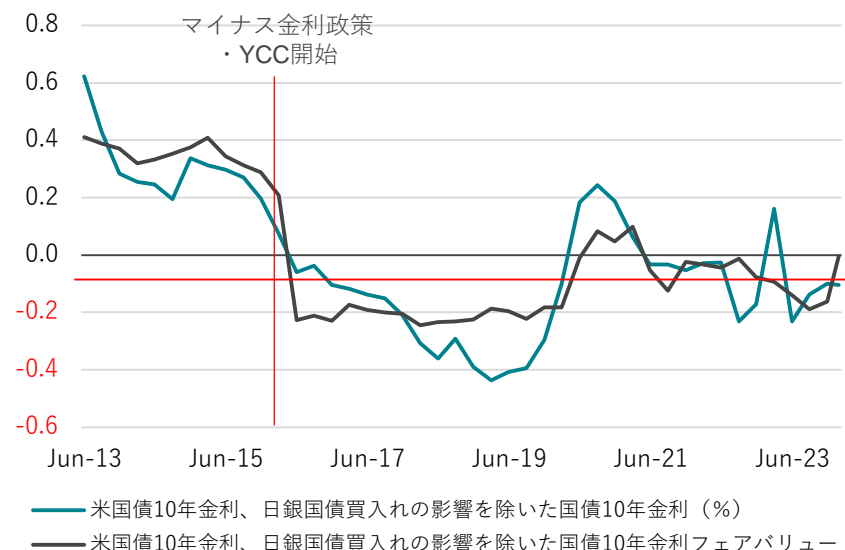
YCC修正でも緩和効果は維持されている

- 日銀のYCCの容認レンジの拡大や連続指値オペの適応金利の引上げで国債10年金利は上昇したが、米国債10年金利の上昇を影響を除くと、国債10年金利は引き続きマイナス圏で推移している。
- 日銀の金融緩和政策で米国債10年金利と日銀の影響を除いた国債10年金利はマイナスになったが、国内のマクロファンダメンタルズの改善でゼロ近傍まで上昇している。

<米国債10年金利の影響を除いた国債10年金利>



<米国債10年金利、日銀国債買入れの影響を除いた国債10年金利>

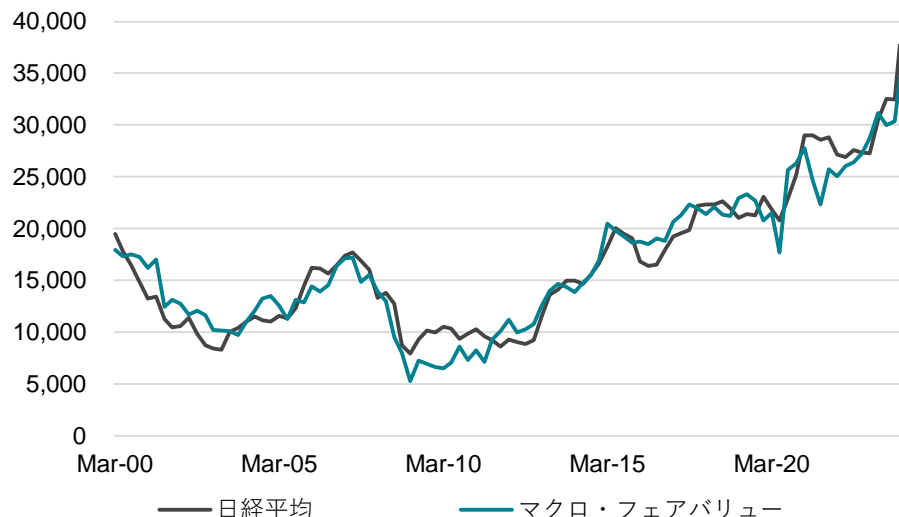


出所：日銀、内閣府、Bloomberg、クレディ・アグリコル証券

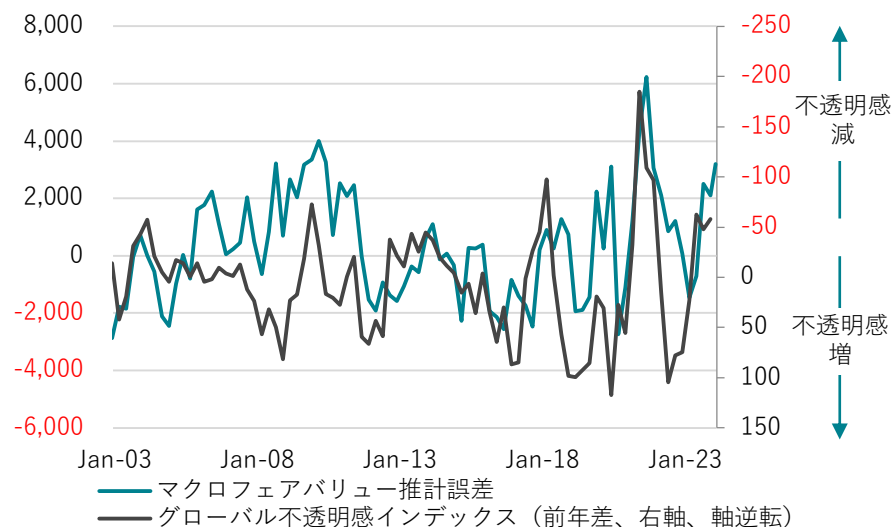
マネー拡大の力で株価は一段と上昇

- 名目GDP成長率を押し上げるネットの資金需要が大きくなっても、日銀が国債買入を増加することで金利をコントロールできる一方で、株価は名目GDPの成長による収益力の拡大とマネーの拡張する力がともに強まることで一段と押し上げられる。
- マクロフェアバリューと実際の株価の差はグローバルな先行き不透明感の影響を強く受ける。

<日経平均のマクロ・フェアバリュー>



<フェアバリュー誤差と不透明感インデックス>



日経平均 = $-98,064.4 + 211.0 \text{ 名目GDP (兆円)} + 91.5 \text{ 日銀短観中小企業貸出態度DI} - 1,161.1 \text{ ネットの資金需要 (2期ラグ)} + 1,570.5 \text{ アベノミクス・ダミー (2013年1-3月期以降は1)} + 3,175.3 \text{ アップダミー} - 2,469.2 \text{ ダウンダミー}; R^2=0.97$
 (アップ・ダウンダミー修正前 $R^2=0.90$)

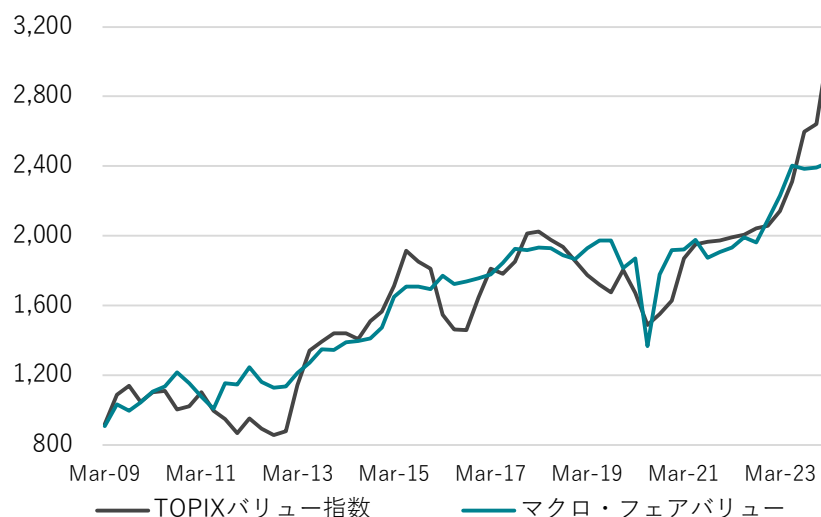


出所：日銀、内閣府、Bloomberg、クレディ・アグリコル証券 注：ダミー変数は推計誤差が±1標準偏差以上の場合のみ1となる。グラフはアップ・ダウンダミー修正前モデルを基に計算

バリュー株もグロース株もマネーが拡大する力で上昇する

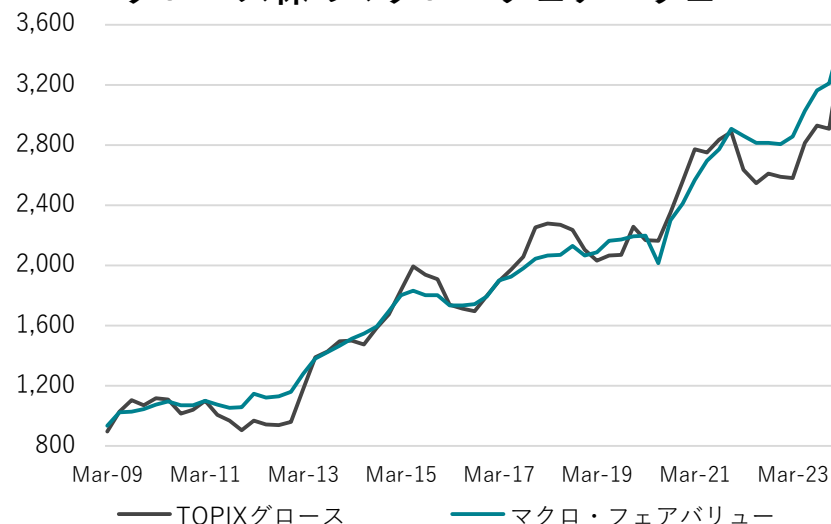
- バリュー株は国内のショックでボラティリティが大きいものの、トレンドはマネーが拡大する力の影響を強く受ける。緩和政策がしっかりと維持されている限り、バリュー株が腰折れるリスクは低いだろう。
- グロース株は米国株の影響を受けるが、リフレ政策をしっかりと継続することでグローバルな下落圧力を相殺できる。

＜バリュー株のマクロ・フェアバリュー＞



TOPIXバリュー = $-5,834.4 + 13.8$ 名目GDP (兆円) + 3.0 日銀短観
 中小企業貸出態度DI (2四半期ラグ) - 21.5 ネットの資金需要 (2期
 ラグ) + 149.7 アップダミー - 254.6 ダウンダミー; $R^2=0.98$ (アッ
 プ・ダウンダミー修正前 $R^2=0.86$)

＜グロース株のマクロ・フェアバリュー＞



TOPIXグロース = $-2,488.3 + 5.1$ 名目GDP (兆円) - 18.3 ネット
 の資金需要 (2期ラグ) + 0.4 S&P 500 + 6.3 ドル円 + 168.0 アッ
 ダミー - 200.3 ダウンダミー; $R^2=0.99$ (アップ・ダウンダミー修正
 前 $R^2=0.96$)

出所：日銀、内閣府、Bloomberg、クレディ・アグリコル証券 注：ダミー変数は推計誤差が±1標準偏差以上の場合のみ1となる

名目GDPが600兆円を超えれば、日経平均が40,000円へ向かう

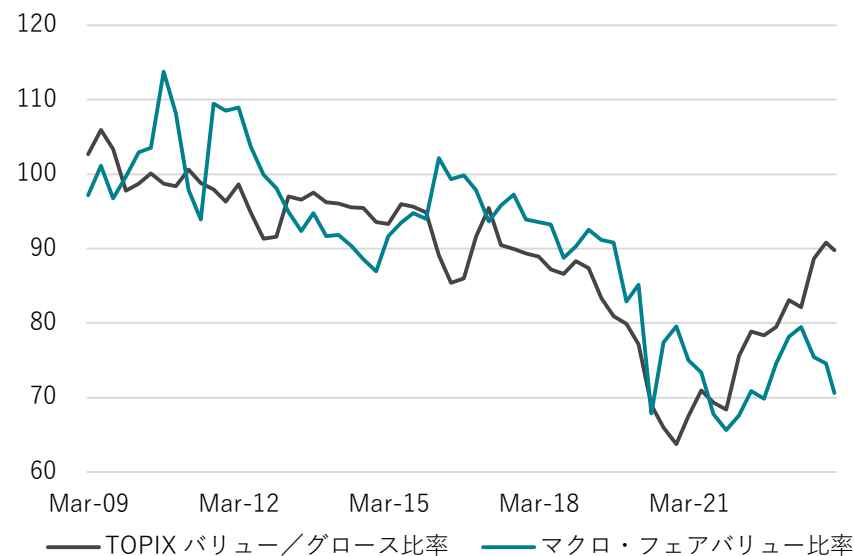
- 日経平均が40,000円に達するには、名目GDPが620兆円程度、ネットの資金需要が-5%程度に達する必要がある。
- TOPIXのバリュース・グロース比率はアベノミクス以降の下方トレンドから一転し上昇し始めている。マーケットは内需回復を織り込んでいるようだ。

<日経平均マクロ・フェアバリュースのマトリクス>

名目GDP (兆円)	ネットの国内資金需要 (対GDP比%)							
	2	1	0	-1	-2	-3	-4	-5
540	16,411	17,572	18,733	19,894	21,055	22,216	23,377	24,538
550	18,521	19,682	20,843	22,004	23,165	24,326	25,487	26,648
560	20,631	21,792	22,953	24,114	25,275	26,436	27,598	28,759
570	22,741	23,902	25,063	26,224	27,386	28,547	29,708	30,869
580	24,851	26,012	27,174	28,335	29,496	30,657	31,818	32,979
590	26,962	28,123	29,284	30,445	31,606	32,767	33,928	35,089
600	29,072	30,233	31,394	32,555	33,716	34,877	36,038	37,199
610	31,182	32,343	33,504	34,665	35,826	36,987	38,148	39,309
620	33,292	34,453	35,614	36,775	37,936	39,097	40,258	41,419
630	35,402	36,563	37,724	38,885	40,046	41,207	42,368	43,529
640	37,512	38,673	39,834	40,995	42,156	43,317	44,478	45,639

2023年7-9月期 名目GDP: 595.0兆円

<TOPIXバリュース・グロース比率>

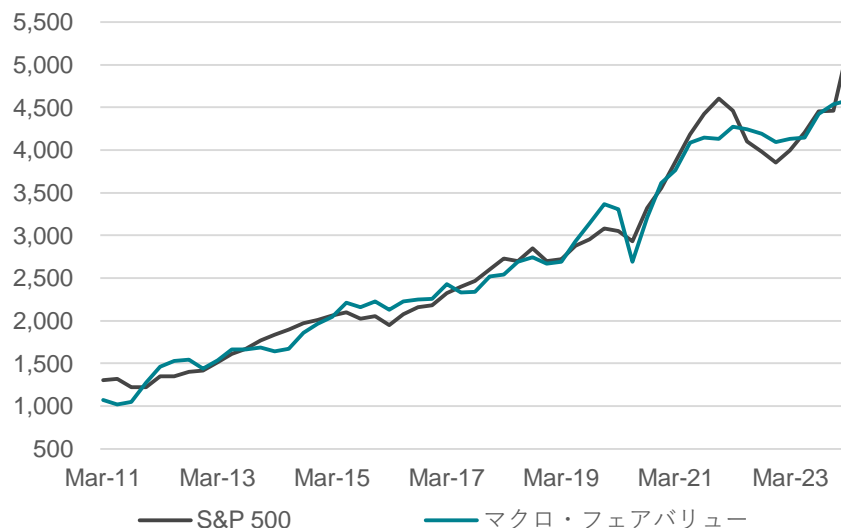


出所: 日銀、内閣府、Bloomberg、クレディ・アグリコル証券 注: 日銀短観中小企業貸出態度DIは14と仮定。

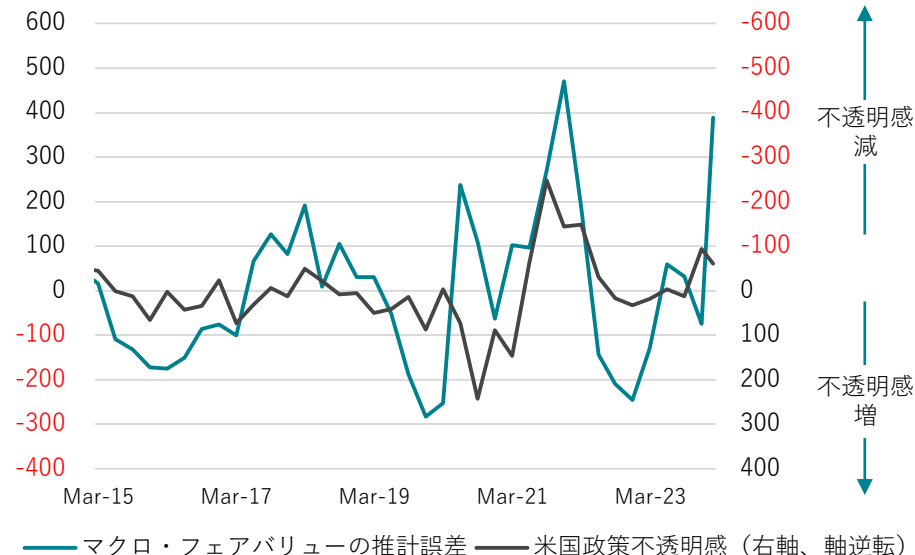
米国株式もマネーが拡大する力で上昇

- 米国株もマネーの拡大と緩和的な金融環境でコロナ禍以降、大幅に上昇した。足元ではFRBの利上げの効果が信用サイクルのピークアウトを通して押し圧力となっているが名目GDPが大幅に縮小していないことが株価のサポートとなっている。
- マクロ・フェアバリューと実際の株価の乖離は米国の政策不透明感の影響を受けている。

<S&P 500のマクロ・フェアバリュー>



<フェアバリュー誤差と不透明感インデックス>



**S&P 500 = -3,103.6 + 280.5 名目GDP (兆米ドル、4QMA)
+ 68.9 NFIB中小企業貸出期待DI - 55.8 ネットの資金需要 (2期ラグ)
+ 256.3 アップダミー - 206.0 ダウンダミー;
R² = 0.99 (アップ・ダウンダミー修正前R² = 0.97)**

出所：FRB、BEA、NFIB、Bloomberg、クレディ・アグリコル証券 注：ダミー変数は推計誤差が±1標準偏差以上の場合のみ1となる

S&P500の大幅下落を回避するためにも信用サイクルの支えることは重要

- ネットの国内資金需要が-8%程度と仮定すると、株価が2022年のピークに達するには米名目GDPが28.5兆米ドル程度に達する必要がある。
- 今までのFRBの利下げの累積的な効果がより強まり、米国の信用サイクルが崩れ、企業のデレバレッジが進んだ場合、S&P500は大幅に下落するだろう。

<S&P500マクロ・フェアバリュアのマトリクス>

<信用サイクルが腰折れた場合のS&P500マクロ・フェアバリュアのマトリクス>

前提

NFIB貸出態度 **-8**

名目GDP (兆米ドル)	ネットの国内資金需要 (%GDP)							
	-2.0	-3.0	-4.0	-5.0	-6.0	-7.0	-8.0	-9.0
24.0	3,190	3,246	3,302	3,358	3,414	3,469	3,525	3,581
24.5	3,331	3,387	3,442	3,498	3,554	3,610	3,665	3,721
25.0	3,471	3,527	3,583	3,638	3,694	3,750	3,806	3,861
25.5	3,611	3,667	3,723	3,779	3,834	3,890	3,946	4,002
26.0	3,752	3,807	3,863	3,919	3,975	4,031	4,086	4,142
26.5	3,892	3,948	4,004	4,059	4,115	4,171	4,227	4,282
27.0	4,032	4,088	4,144	4,200	4,255	4,311	4,367	4,423
27.5	4,173	4,228	4,284	4,340	4,396	4,451	4,507	4,563
28.0	4,313	4,369	4,424	4,480	4,536	4,592	4,648	4,703
28.5	4,453	4,509	4,565	4,621	4,676	4,732	4,788	4,844
29.0	4,594	4,649	4,705	4,761	4,817	4,872	4,928	4,984

前提

NFIB貸出態度 **-15**

名目GDP (兆米ドル)	ネットの国内資金需要 (%GDP)								
	0.0	-1.0	-2.0	-3.0	-4.0	-5.0	-6.0	-7.0	-8.0
24.0	2,597	2,653	2,709	2,764	2,820	2,876	2,932	2,987	3,043
24.5	2,737	2,793	2,849	2,905	2,960	3,016	3,072	3,128	3,184
25.0	2,878	2,933	2,989	3,045	3,101	3,157	3,212	3,268	3,324
25.5	3,018	3,074	3,129	3,185	3,241	3,297	3,353	3,408	3,464
26.0	3,158	3,214	3,270	3,326	3,381	3,437	3,493	3,549	3,604
26.5	3,299	3,354	3,410	3,466	3,522	3,577	3,633	3,689	3,745
27.0	3,439	3,495	3,550	3,606	3,662	3,718	3,774	3,829	3,885
27.5	3,579	3,635	3,691	3,747	3,802	3,858	3,914	3,970	4,025
28.0	3,719	3,775	3,831	3,887	3,943	3,998	4,054	4,110	4,166
28.5	3,860	3,916	3,971	4,027	4,083	4,139	4,194	4,250	4,306
29.0	4,000	4,056	4,112	4,167	4,223	4,279	4,335	4,391	4,446

コロナ禍の前回最高値: **4796.56 (2022/01/03)**

2023年7-9月期名目GDP: **27.62兆米ドル**

出所: FRB、BEA、NFIB、Bloomberg、クレディ・アグリコル証券

日本経済見通し

日本		Q123	Q223	Q323	Q423f	Q124f	Q224f	Q324f	Q424f	Q125f	Q225f	Q325f	Q425f	CY23	CY24	CY25
実質GDP	前期比%	1.2	0.9	-0.7	0.2	0.1	0.3	0.3	0.2	0.4	0.6	0.4	0.3			
	前期比年率%	5.0	3.6	-2.9	0.7	0.3	1.4	1.2	1.0	1.6	2.3	1.7	1.3			
	前年比%	2.5	2.2	1.6	1.7	0.4	-0.2	0.9	0.9	1.3	1.5	1.6	1.7	2.0	0.5	1.5
民間消費	前期比%	0.9	-0.6	-0.2	0.1	0.0	0.4	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3	0.9	0.3	1.3
民間住宅	前期比%	0.3	1.7	-0.5	-0.5	0.1	0.3	0.3	0.3	0.5	0.3	0.3	0.3	1.3	0.3	1.4
設備投資	前期比%	1.8	-1.3	-0.4	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.3	1.5	1.0	0.8	1.6	2.7	4.7
公共投資	前期比%	1.9	1.5	-0.8	0.3	1.0	1.0	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	2.7	2.3	1.9
純輸出	寄与度%	-0.4	1.4	-0.1	-0.0	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.7	-0.2	-0.3
輸出	前期比%	-3.6	3.8	0.4	0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-1.0	-0.5	0.5	0.7	0.7	2.2	0.1	-0.7
輸入	前期比%	-1.5	-3.3	0.8	0.8	0.8	0.5	0.0	-0.5	-0.3	0.5	1.0	1.0	-1.2	1.2	0.6
名目GDP	前年比%	4.6	6.3	6.7	5.2	3.1	1.2	1.8	2.1	2.6	2.9	3.2	3.4	5.7	2.0	3.0
コアCPI (除く生鮮食品)	前年比%	3.5	3.3	3.0	2.5	2.4	2.6	2.2	1.8	1.8	1.5	1.5	1.7	3.1	2.3	1.6
コアCPI (除く生鮮食品、エネルギー)	前年比%	3.5	4.2	4.3	3.8	3.0	2.2	1.6	1.4	1.5	1.5	1.7	1.7	4.0	2.0	1.6
失業率	%													2.6	2.7	2.3
名目総雇用者報酬	前年比%													2.0	2.6	3.5
企業貯蓄率	対GDP比%													4.0	3.0	1.0
家計貯蓄率	対GDP比%													2.8	3.3	4.0
財政収支	対GDP比%													-4.3	-5.0	-3.5
経常収支	対GDP比%													2.5	1.3	1.5
日銀政策金利	%	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
日銀長期金利誘導目標	%	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	

*ISバランス項目はは資金循環統計を基に計算

日本の企業貯蓄率・ネットの国内資金需要のレシピ

日銀資金循環データ抽出方法

- 日本銀行のウェブサイトアクセスする (<http://www.boj.or.jp/>) ページ左の「統計」を選択
- 一覧下部の「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「データコードの直接入力」をクリック
- 下記のデータコードを入力し「検索」をクリック
FF'FOF_FF4F100L700; FF'FOF_FF4F410L700; FF'FOF_FF4F420L700
- 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
- 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）
- 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
- 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
- データは億円単位なので、10,000で割り兆円単位に変える

GDPデータ抽出方法

- 内閣府の統計情報・調査結果のページにアクセス (<https://www.cao.go.jp/statistics/index.html>)
- ページ中部の「国民経済計算（GDP統計）（四半期、年次）：基幹統計（加工統計）」をクリック
- 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
- ジャンプしたページの中央部分にある四半期の実額の名目原系列のファイルをダウンロード
- 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
- データは10億円単位なので、1,000で割り兆円単位に変える

企業貯蓄率の計算方法

- 四半期毎に資金循環統計の金融機関、非金融機関の過不足のデータの和を計算
- 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
- それを同じく4四半期累計の名目GDPで割り100をかけたものが、四半期の企業貯蓄率である

政府貯蓄率（財政収支）の計算方法

- 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
- それを同じく4四半期累計の名目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)である

ネットの国内資金需要の計算方法

- 各四半期毎の企業貯蓄率と政府貯蓄率の和がネットの国内資金需要である

クレディ・アグリコル証券 リサーチ・チームの紹介

会田 卓司 (あいだ たくじ)

チーフエコノミスト

- メリルリンチ、バークレイズ、ブレヴァン・ハワード、UBS、ソシエテ・ジェネラル、岡三でチーフエコノミストを務め、20年以上の幅広い経験と豊富な実績を積む
- 資金循環統計を駆使した独自の経済分析に定評があり、企業貯蓄率やネットの資金需要の開発で有名
- 最高ランキングは、Institutional Investors誌で2位、日経ヴェリタス誌で株式3位・債券6位
- 安倍元首相が最高顧問であった自民党財政政策検討本部や積極財政議員連盟などのアドバイザー
- 主著：「日本経済の新しい見方」（金融財政事情研究会）
- 照夫（父）がヤクルト、有志（弟）が巨人の元プロ野球選手であったことに由来する「アンダースロー」と題したマクロコメントを配信。従弟が元関脇隆乃若
- 米スワースモア大学経済学部・数学部卒、米ジョンス・ホプキンス大学経済学博士前期課程修了



大藤 新 (おおとう あらた)

マクロストラテジスト

- ソシエテ・ジェネラルでエコノミストとしてキャリアを積み、その後、三菱UFJモルガン・スタンレー証券ではグローバル投資ストラテジストとしてMUFGグループのハウスビュー（日本経済・金利市場担当）を作成
- 資金循環統計などマクロ指標を基に定量的にフェア・バリューを算出し、フェア・バリューをもとにしたストラテジーやアセット・アロケーションのシナリオ作成が強み
- 米カリフォルニア大学デービス校経済学部・統計学部卒、英オックスフォード大学経済学修士課程修了



著書：「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。

浜田宏一先生 推薦

イェール大学名誉教授・東京大学名誉教授・内閣官房参与

「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）

Disclosures and certification

The views expressed in this report accurately reflect the personal views of the undersigned analyst(s). In addition, the undersigned analyst(s) has not and will not receive any compensation for providing a specific recommendation or view in this report.

Takuji Aida, Arata Oto

Important: Please note that in the United States, this fixed income research report is considered to be fixed income commentary and not fixed income research. Notwithstanding this, the Crédit Agricole CIB Research Disclaimer that can be found at the end of this report applies to this report in the United States as if references to research report were to fixed income commentary. Products and services are provided in the United States through Crédit Agricole Securities (USA), Inc.

Foreign exchange disclosure statement to clients of CACIB

https://www.ca-cib.com/sites/default/files/2017-02/2016-05-04-cacib-fx-disclosure-april-2016_0.pdf

Additional recommendation obligations – available from analyst(s) upon request:

- A list of all the recommendation changes on any financial instrument or issuer disseminated within the last 12 months.
- Where Crédit Agricole CIB is a market-maker or liquidity provider in the financial instruments of the issuer.

Valuation and methodology

Based on their expertise, each analyst defines the information that is relevant to produce their recommendations. This information may change over time. All recommendations focus on FX and fixed income instruments, either spot, cash or derivative markets. Crédit Agricole CIB is currently disclosing investment recommendations either at the issuer level, at the financial instrument level or at the country level. Credit Agricole CIB investment recommendations are based on a risk and reward analysis:

- Risk analysis may be conducted at the financial instruments level. Among the information normally used to define the risks, are (1) publications produced by other research teams within Crédit Agricole CIB (Economics, FX, Credit Research, Interest rate), (2) country analysis, (3) regulatory filings; (4) regular discussions with relevant stakeholders such as experts or regulatory bodies or (5) any other publicly available sources.
- Reward analysis is usually based on valuation models. Valuation may be based on proprietary models or external models provided by sources considered as reliable (eg, Bloomberg). Among other factors, valuation models may be based on relative value models, quantitative models, cross-asset models.
- Investment recommendations may also be based on other technical aspects, including positioning flows and observing the market and underlying movements in particular instruments or issuers. This analysis will take into account key criteria such as market liquidity of the financial instrument at the time of production of the recommendation.

Any change in recommendation is disclosed via specific documents indicating both the new and the previous recommendation and the rationale backing the change.

Credit Agricole CIB expressly disclaims any responsibility for: (i) the accuracy of the models or estimates used in deriving the recommendations; (ii) any errors or omissions in computing or disseminating the valuations; and (iii) any uses to which the recommendations are put. Any valuation provided may be different from the valuation of the same product that Credit Agricole CIB may use for its own purposes, including those prepared in its own financial records.

Disclaimer

© 2024, CRÉDIT AGRICOLE CORPORATE AND INVESTMENT BANK All rights reserved.

This research report or summary has been prepared by Crédit Agricole Corporate and Investment Bank or one of its affiliates (collectively "Crédit Agricole CIB") from information believed to be reliable. Such information has not been independently verified and no guarantee, representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness.

This report is provided for information purposes only. Nothing in this report should be considered to constitute investment, legal, accounting or taxation advice and you are advised to contact independent advisors in order to evaluate this report. It is not intended, and should not be considered, as an offer, invitation, solicitation or personal recommendation to buy, subscribe for or sell any of the financial instruments described herein, nor is it intended to form the basis for any credit, advice, personal recommendation or other evaluation with respect to such financial instruments and is intended for use only by those professional investors to whom it is made available by Crédit Agricole CIB. Crédit Agricole CIB does not act in a fiduciary capacity to you in respect of this report.

Crédit Agricole CIB may at any time stop producing or updating this report. Not all strategies are appropriate at all times. Past performance is not necessarily a guide to future performance. The price, value of and income from any of the financial instruments mentioned in this report can fall as well as rise and you may make losses if you invest in them. Independent advice should be sought. In any case, investors are invited to make their own independent decision as to whether a financial instrument or whether investment in the financial instruments described herein is proper, suitable or appropriate based on their own judgement and upon the advice of any relevant advisors they have consulted. Crédit Agricole CIB has not taken any steps to ensure that any financial instruments referred to in this report are suitable for any investor. Crédit Agricole CIB is under no obligation to ensure that such other reports are brought to the attention of any recipient of this report. Crédit Agricole CIB has established a "Policy for Managing Conflicts of Interest in relation to Investment Research" which is available upon request. A summary of this Policy is published on the Crédit Agricole CIB website. This Policy applies to its investment research activity.

Crédit Agricole CIB, its directors, officers and employees may effect transactions (whether long or short) in the financial instruments described herein for their own accounts or for the account of others, may have positions relating to other financial instruments of the issuer thereof, or any of its affiliates, or may perform or seek to perform securities, investment banking or other services for such issuer or its affiliates. Crédit Agricole CIB may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the information presented in this report. Crédit Agricole CIB is under no obligation to ensure that such other reports are brought to the attention of any recipient of this report. Crédit Agricole CIB has established a "Policy for Managing Conflicts of Interest in relation to Investment Research" which is available upon request. A summary of this Policy is published on the Crédit Agricole CIB website. This Policy applies to its investment research activity.

None of the material, nor its content, nor any copy of it, may be altered in any way, transmitted to, copied or distributed to any other party without the prior express written permission of Crédit Agricole CIB. To the extent permitted by applicable securities laws and regulations, Crédit Agricole CIB accepts no liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from the use of this document or its contents.

France: Crédit Agricole Corporate and Investment Bank is authorised by the Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution ("ACPR") and supervised by the European Central Bank ("ECB"), the ACPR and the Autorité des Marchés Financiers ("AMF"). Crédit Agricole Corporate and Investment Bank is incorporated in France with limited liability. Registered office: 12, Place des Etats-Unis, CS 70052, 92 547 Montrouge Cedex (France). Companies Register: SIREN 304 187 701 with Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre. United Kingdom: Crédit Agricole CIB is authorised and regulated by the Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (the "ACPR") and supervised by the European Central Bank (the "ECB"), the ACPR and the Autorité des Marchés Financiers (the "AMF") in France. Crédit Agricole CIB London is authorised by the Prudential Regulation Authority and subject to regulation by the Financial Conduct Authority and limited regulation by the Prudential Regulation Authority. Details about the extent of our regulation by the FCA and the PRA are available from Crédit Agricole CIB London on request. Crédit Agricole Corporate and Investment Bank is a public limited company ("société anonyme") under French law, incorporated in France under SIREN number 304187701 at the Nanterre Trade and Companies Registry, with limited liability and its head office address at 12, Place des États-Unis, CS 70052, 92547 Montrouge Cedex, France. It is registered in England and Wales as an overseas company at Companies House under company number FC008194, with a UK establishment at Broadwalk House, 5 Appold Street, London, EC2A 2DA, United Kingdom (UK establishment number BR001975). United States of America: This research report is distributed solely to persons who qualify as "Major U.S. Institutional Investors" as defined in Rule 15a-6 under the Securities and Exchange Act of 1934 and who deal with Crédit Agricole Corporate and Investment Bank. This report does not carry all of the independence and disclosure standards of a retail debt research report. Recipients of this research in the United States wishing to effect a transaction in any security mentioned herein should do so by contacting Crédit Agricole Securities (USA), Inc. (a broker-dealer registered with the Securities and Exchange Commission ("SEC") and the Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA")). The delivery of this research report to any person in the United States shall not be deemed a recommendation of Crédit Agricole Securities (USA), Inc. to effect any transactions in the securities discussed herein or an endorsement of any opinion expressed herein. This report shall not be re-distributed in the United States without the consent of Crédit Agricole Securities (USA), Inc. Italy: This research report can only be distributed to, and circulated among, professional investors (operatori qualificati), as defined by the relevant Italian securities legislation. Spain: Distributed by Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, Madrid branch and may only be distributed to institutional investors (as defined in article 7.1 of Royal Decree 291/1992 on Issues and Public Offers of Securities) and cannot be distributed to other investors that do not fall within the category of institutional investors. Hong Kong: Distributed by Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, Hong Kong branch. This research report can only be distributed to professional investors within the meaning of the Securities and Futures Ordinance (Cap.571) and any rule made there under. Japan: Distributed by Crédit Agricole Securities Asia B.V. which is registered for financial instruments business in Japan pursuant to the Financial Instruments and Exchange Act (Act No. 25 of 1948), and is not intended, and should not be considered, as an offer, invitation, solicitation or recommendation to buy or sell any of the financial instruments described herein. This report is not intended, and should not be considered, as advice on investments in securities which is subject to the Financial Instruments and Exchange Act (Act No. 25 of 1948). Luxembourg: Distributed by Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, Luxembourg branch. It is only intended for circulation and/or distribution to institutional investors and investments mentioned in this report will not be available to the public but only to institutional investors. Singapore: Distributed by Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, Singapore branch. It is not intended for distribution to any persons other than accredited investors, as defined in the Securities and Futures Act (Chapter 289 of Singapore), and persons whose business involves the acquisition or disposal of, or the holding of capital markets products (as defined in the Securities and Futures Act (Chapter 289 of Singapore)). Switzerland: Distributed by Crédit Agricole (Suisse) S.A. This report is not subject to the SBA Directive of January 24, 2003 as they are produced by a non-Swiss entity. Germany: Distributed by Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, Frankfurt branch and may only be distributed to institutional investors. Australia: Distributed to wholesale investors only. This research, and any access to it, is intended only for "wholesale clients" within the meaning of the Australian Corporations Act.

Benchmarks are the subject of recent and on-going reform, which include changes in methodology, discontinuation and/or replacement. Where implemented, reforms may cause benchmarks to perform differently than in the past or have other consequences which may have a material adverse effect on products and services provided by Crédit Agricole CIB currently and/or in the future. You should therefore consult your own independent advisers and make your own assessment about the potential risks imposed by benchmark reforms, when making any investment decision with respect to a product or service linked to or referencing a benchmark. Reforms include (i) the expectation that LIBOR will cease after year-end 2021 and be replaced by Alternative Reference Rates on each currency (e.g. USD/GBP), impacting LIBOR and other benchmarks which are pegged to it and (ii) EONIA will stop being published on 3 January 2022 and be replaced by €STR.

THE DISTRIBUTION OF THIS DOCUMENT IN OTHER JURISDICTIONS MAY BE RESTRICTED BY LAW, AND PERSONS INTO WHOSE POSSESSION THIS DOCUMENT COMES SHOULD INFORM THEMSELVES ABOUT, AND OBSERVE, ANY SUCH RESTRICTIONS. BY ACCEPTING THIS REPORT YOU AGREE TO BE BOUND BY THE FOREGOING.

16/08/21

14 February 2024 (09:56 CET)