マクロ経済



日本の新しい財政規律への改革

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

岡三証券 投資調査部

会田 卓司

チーフエコノミスト 03-6202-5950 <u>ta-aida@okasan.co.jp</u> 田 未来

エコノミスト 03-6202-5943 <u>m-ri@okasan.co.jp</u> 松本 賢

エコノミスト 03-6202-5973 matsumoto-ken@okasan.co.jp

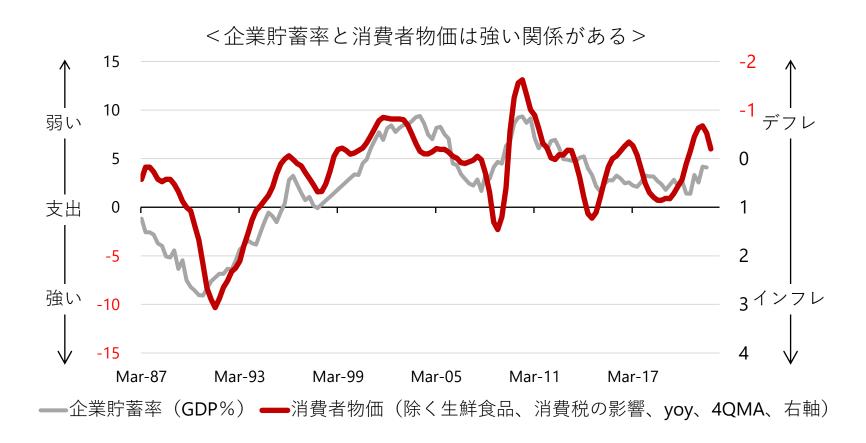
当資料の最後に重要なお知らせがあります。必ずお読みください

構造的財政収支を日本の新しい財政規律の目安に

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

企業の支出力の弱さでデフレ構造不況に

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



財政支出が足りず家計に所得が回らない

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



構造的財政収支を日本の新しい財政規律の目安に

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

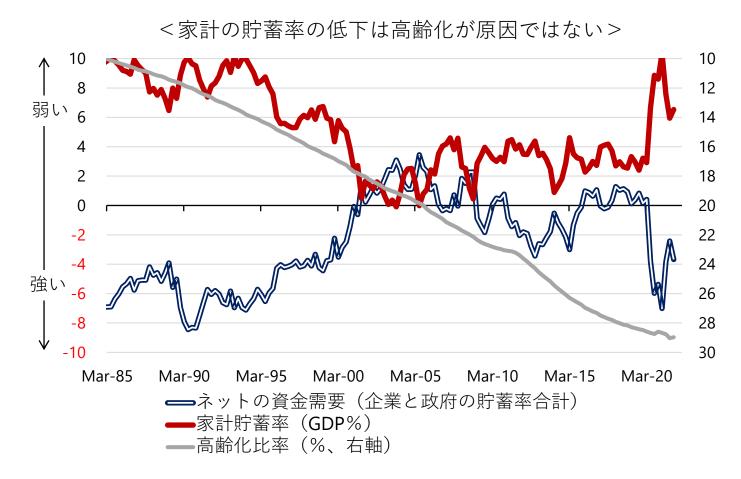


構造的財政収支=ネットの資金需要(企業貯蓄率+財政収支)+財政定数(5%)

黒字=財政政策を緩和すべき、大きな赤字=緊縮すべき ネットの資金需要が-5%で構造的財政収支は均衡する

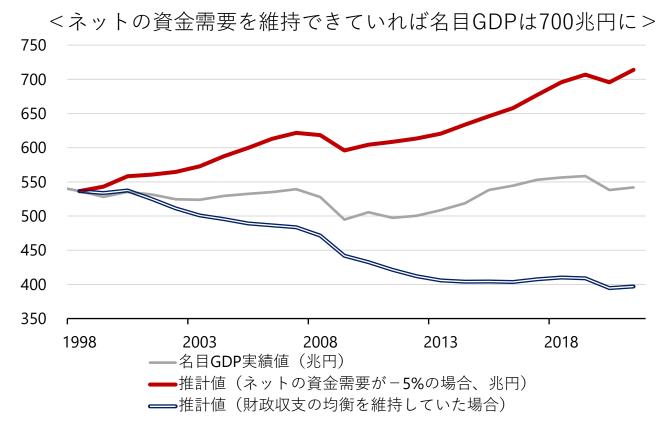
家計の貯蓄率の低下はネットの資金需要の消滅が原因

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



プライマリーバランス黒字化目標で国力衰退

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



名目GDP(前年比) = -1.0 - 0.13 日銀短観雇用人員判断DI(前年差、景気循環要因) + 0.040 日銀短観中小企業金融機関貸出態度判断DI - 0.28 ネットの資金需要(2期ラグ) + 2.1 資本蓄積(1期ラグ) + 0.15 米国実質GDP(前年比、海外要因); R²=0.81

積極財政で新しい資本主義が稼働

アベノミクス(包括的な政策概念=デフレ構造不況脱却の目標)

大胆な 金融政策 機動的な 財政政策 民間投資を喚起する 成長戦略

金融政策

財政政策

成長戦略

企業と政府の 合わせた支出する力

(ネットの資金需要)

- 新自由主義(効率重視の成長)

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

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

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

消滅

(家計に所得が回らない)



新自由主義の失敗

- 新しい資本主義(成長と分配の好循環)

積極財政と金融緩和の ポリシーミックスで 2%の物価目標を目指す

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

\Rightarrow

精極財政による 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拡大

回復

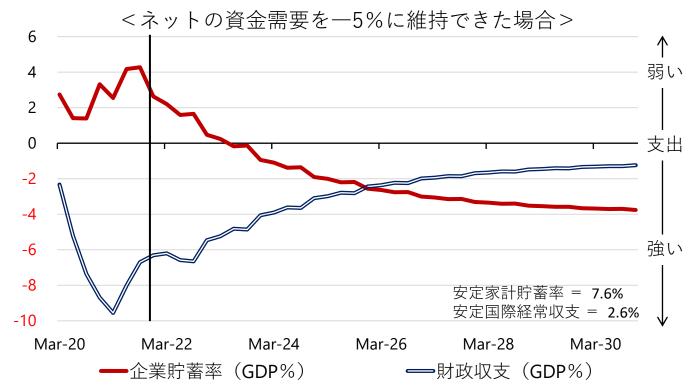
(家計に所得を回す)



新しい資本主義の定義

ネットの資金需要の回復でデフレ構造不況脱却

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

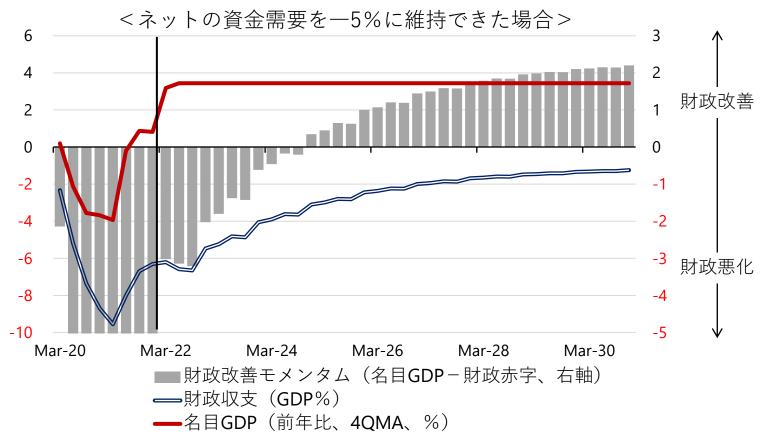


企業貯蓄率 = 2.2 + 0.36 ネットの資金需要 -0.084 日銀短観中小企業貸出態度DI(4QMA) +0.67 企業貯蓄率(4ラグ) +2.6 アップダミー -2.1 ダウンダミー; R^2 =0.97 家計貯蓄率 = 2.5 + 0.79 ネットの資金需要 +0.14 家計貯蓄率(4ラグ) +1.2 アップダミー -1.5 ダウンダミー; R^2 =0.98

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)

積極財政=財政再建

- ・ネットの資金需要を一5%に回復させれば、名目GDPは3%成長へ
- ・名目GDP成長率は、財政赤字を大きく上回り、政府債務残高(GDP比)は縮小し、財政再建へ
- ・企業の投資を刺激する、成長投資などの効果的な財政支出が、財政負担を小さくできる



名目GDP= -0.084 - 0.26 ネットの資金需要 + 0.12 日銀短観中小企業貸出態度DI(4QMA) + 3.7アップダミー - 4.9 ダウンダミー ; R²=0.83

膨大な海外純資産で円安は基本的にポジティブ

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

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

政府純債務残高-家計純資産残高(対GDP比%) ーギリシャ 50 ドイツ 対外純債務 (対GDP比%) 50 100 -150 150 日本 ポルトガル 150 -200 **•** 米国 スイス -250-300-350

対外純資産 (対GDP比%)

<日本の企業のネットの債務残高は既に消滅>

ストックのネット金融資産(対GDP%) 2021年7-9月期

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

Q&A

①:金利は暴騰しないか?

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

○:企業の貯蓄に課税するのか?

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

○: ユーロ圏は財政収支が目標?

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

Q:歳出と税収のワニの口が開き続けている?

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

○: 貯蓄投資バランスは恒等式?

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

○: 財政赤字が最も重要?

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

ネットの資金需要=企業貯蓄率+財政収支

Q&A

Q:ネットの資金需要の誘導は可能?

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

O:政府債務残高は増え続ける?

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

Q:ゾンビ企業は増えないか?

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

○:成長戦略は?

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

○:無駄な財政支出でもいい?

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

○:金融政策は必要ない?

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

Q:財政政策の目標を変えると、国際的な信用が失われないか?

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

重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(https://www.okasan.co.jp/)をご参照ください。

地域別の開示事項

【日本】

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座 振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手続料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<株式>

- ・株式(株式・ETF・J-REITなど)の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み) (手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み)) の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入 および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、 その時々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただ く場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・REITは、運用する不動産の価格や収益力の変動、発行者である投資法人の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により価格や分配金が 変動 し、損失が生じるおそれがあります。

重要な注意事項

<債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる 可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途 換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品でありますが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生 じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

<投資信託>

・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。

お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))

保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))

換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)

その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご 負担いただく 費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。

- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ 有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部 評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- ○自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- ○2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

重要な注意事項

岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会 一般社団法人日本暗号資産取引業協会

【香港における本レポートの配布】

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。 本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

【米国内における本レポートの配布】

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみに配信されたものです。本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。

本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、 資格も有しておりません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

【その他の地域における本レポートの配布】

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等をすることが法律に反したり、岡三 証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

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

(2022年1月1日改定)