



緊縮志向のネットの資金需要0%を脱し
「強く豊かな日本投資枠」で
成長志向の-5%を目指すべき

会田 卓司

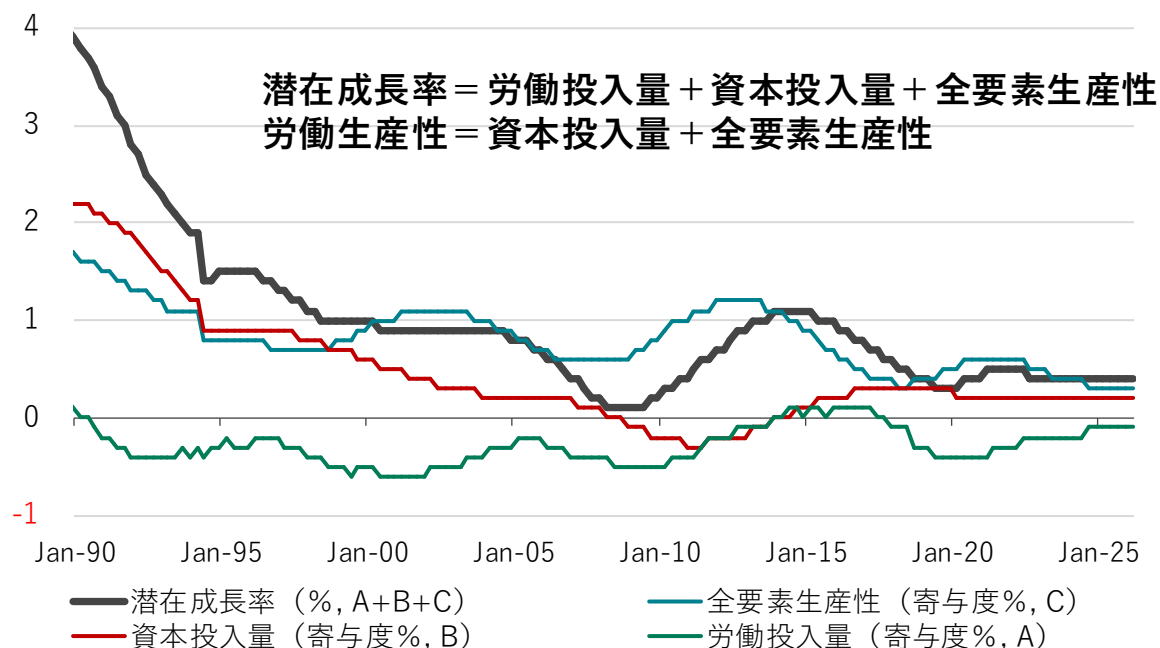
チーフエコノミスト

クレディ・アグリコル証券会社 東京支店

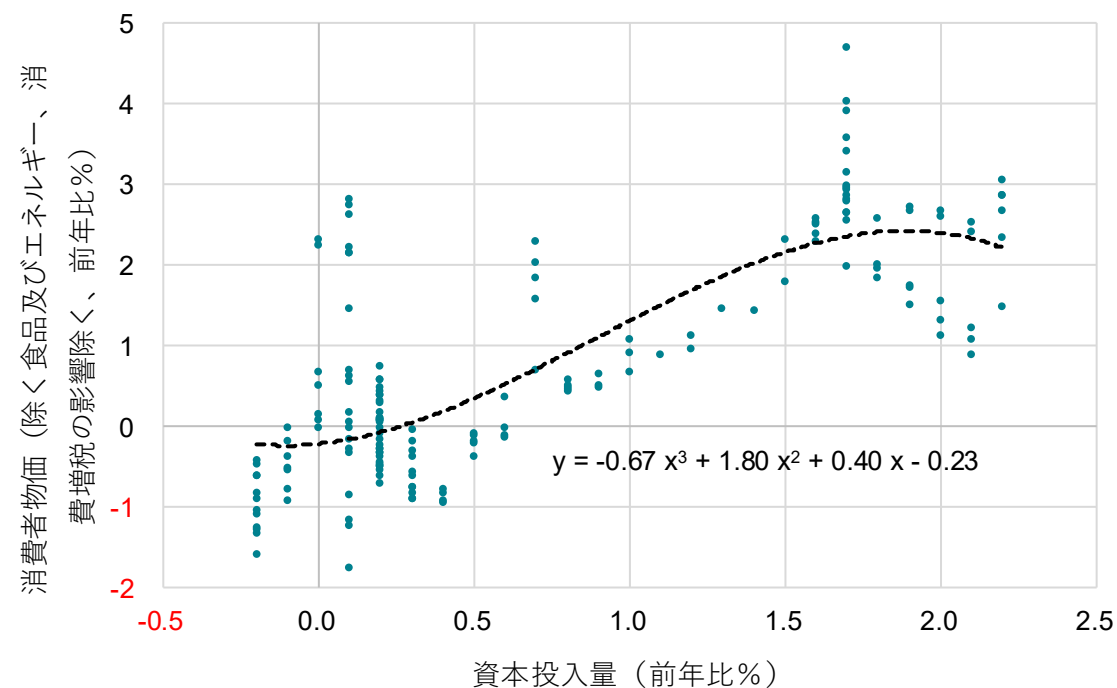
サナエノミクスは積極財政による投資の拡大で国力の回復を目指す

- 高市政権は、人口動態の悪化ではなく、官民の国内投資（資本投入量）の不足が経済停滞の原因であると考えている。日本経済再生と国力の回復を目指すサナエノミクスは、積極財政による投資拡大である。
- 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。生産性の向上が賃金の上昇につながるため、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 >



出所：内閣府、総務省、クレディ・アグリコル証券

メインポイント（経済①）：高市政権の官民連携の戦略投資による内需拡大で構造的経済停滞を脱却へ

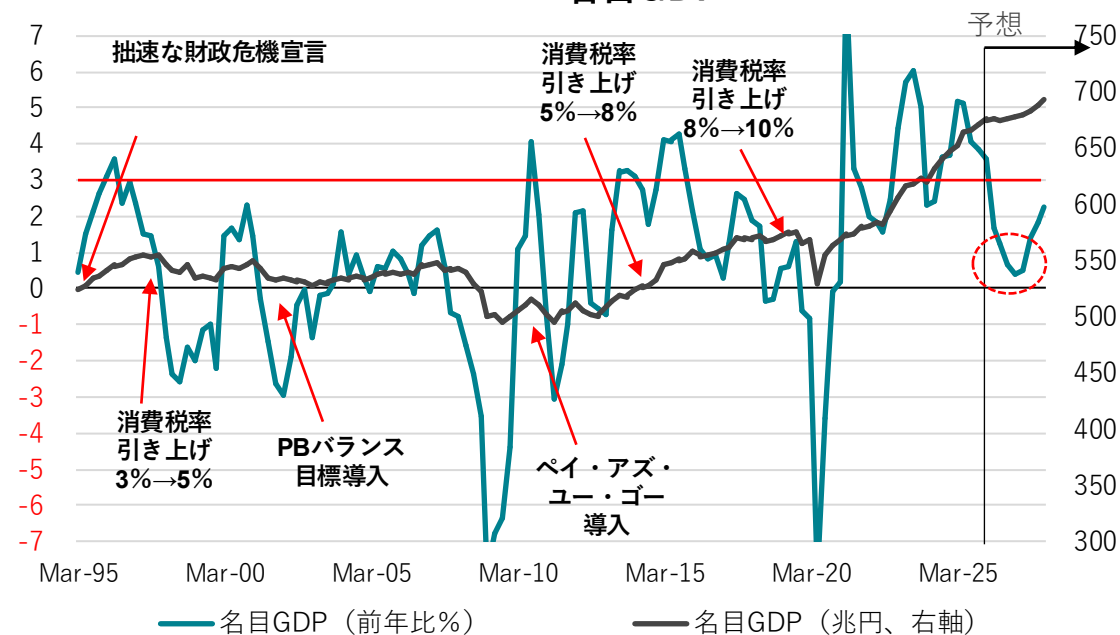
- ① 異常であるプラスの企業貯蓄率が示す構造的な経済停滞圧力が残っているため、内需はまだ弱い。トランプ関税と原油価格上昇などによるグローバルな景気減速の下押し圧力を受ける。まだ弱い内需によって、コアコア物価上昇率（除く生鮮食品・エネルギー）は一時的に減速する。エネルギーのコストの上昇が、家計の購買力を削ぎ、需要の価格弾力性が上がる。地政学上のリスクの後退に加え、官民連携の戦略投資拡大が実質賃金の上昇につながり、内需を徐々に拡大させる力となる。企業貯蓄率が正常なマイナスに戻ったところで、日本経済は構造的な経済停滞から完全に脱却する。
- ② 積極財政と緩和的な金融政策の継続によるリフレの力が、名目GDPを大きく拡大させてきた。日銀のこれまでの拙速な利上げに加え、グローバルな景気減速と交易条件の悪化で、名目GDPの拡大は一時的に減速する。

<企業貯蓄率と消費者物価>



— 企業貯蓄率（%GDP、4QMA、軸逆転）
 — 消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー、除く消費税変更の影響、前年比%、4QMA、右軸）

<名目GDP>



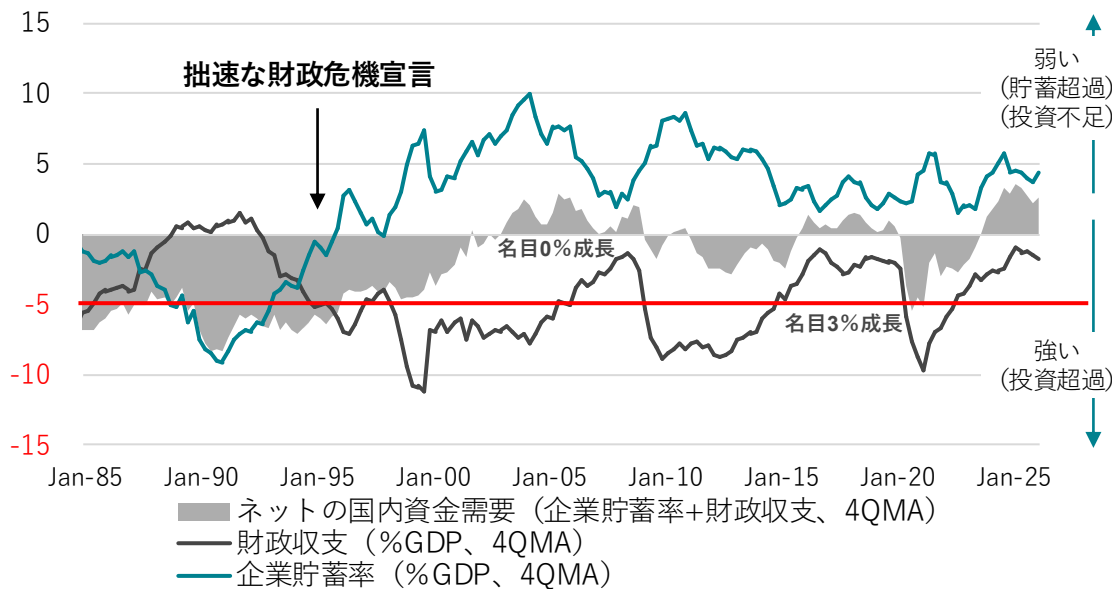
— 名目GDP（前年比%）
 — 名目GDP（兆円、右軸）

出所：内閣府、日銀、総務省、クレディ・アグリコル証券

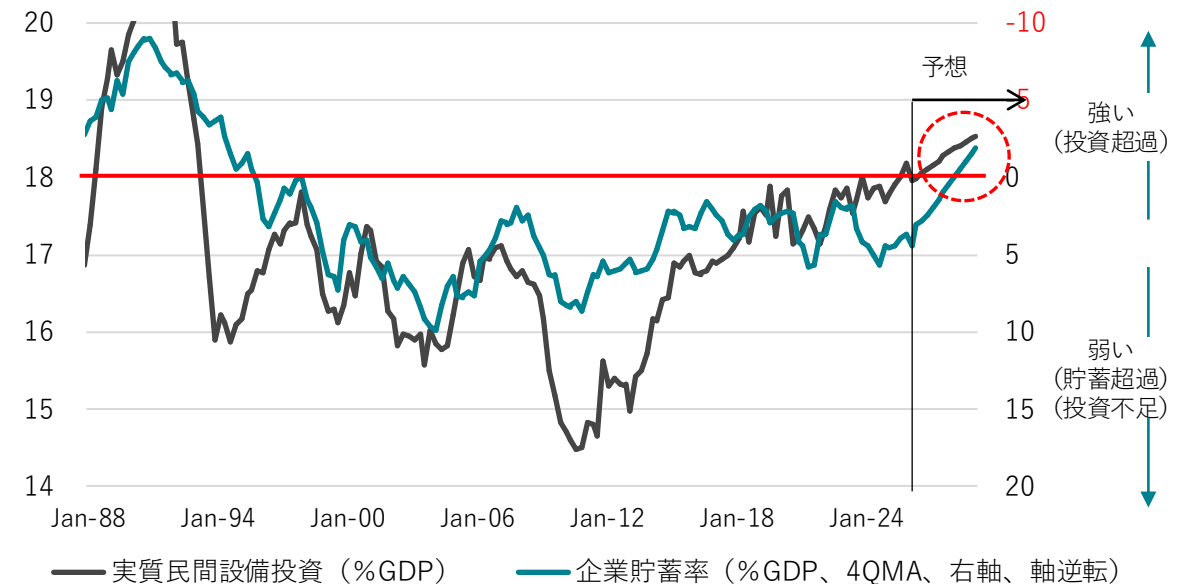
メインポイント（経済②）：高市政権の官民連携の戦略投資による内需拡大で構造的経済停滞を脱却へ

- ③ ネットの国内資金需要（企業貯蓄率+財政収支）が回復し、リフレの力で、名目GDPを拡大させた。高市政権の官民連携の戦略投資と時限的な消費減税による積極財政の推進が内需を回復させ、地政学リスクの後退の後のグローバルな循環的景気回復も見込まれる。企業の国内支出の増加によって、企業貯蓄率が低下を始め、積極財政の動きと合わせ、消滅してしまっているネットの資金需要が再回復し、構造的な経済停滞の完全脱却に向かう力になる。
- ④ 設備投資サイクルの上振れが企業貯蓄率を正常なマイナスに戻す力となる。設備投資サイクルが上向いている限り、将来の供給能力の拡大の期待があるため、円安の更なる強い圧力はかかりにくい。企業貯蓄率の低下が設備投資サイクルに追い付いていく局面で、実質賃金の上昇が強くなる。経済・政策・企業・マーケットの重点が外需から内需にシフトする。

<ネットの国内資金需要>



<企業貯蓄率と国内設備投資サイクル>



出所：内閣府、日銀、クレディ・アグリコル証券

メインポイント（政策①）：高市政権の官民連携の戦略投資による内需拡大で構造的経済停滞を脱却へ

- ① グローバルな循環的景気回復の局面と高市政権の官民連携の戦略投資による内需拡大で、設備投資サイクルの上昇が牽引役となり企業貯蓄率は低下の動きとなる。2026年の骨太の方針で、新たな投資枠を中心に戦略投資の積極財政への動きが始まる。コアコア物価上昇率（除く生鮮食品・エネルギー、消費税の影響）は景気停滞による減速の後、2%の物価目標に向かって再拡大。2027年には、設備投資サイクルの上振れと実質賃金の上昇による内需の回復。2028年には、内需の回復が加速し、企業貯蓄率は正常なマイナスに戻り、構造的デフレ圧力を払拭し、経済停滞を完全に脱却する。
- ② 高市政権の戦略投資拡大による高圧経済の方針の下、日銀には「強い経済成長」と「安定的な物価上昇」のデュアル・マンドートが課されている。中立金利に向けた利上げは、半年に1回の緩やかなものとなる。2%の物価目標に向けた物価上昇率の再拡大で、ゼロ%程度の実質金利に合わせた利上げを継続。実質金利ゼロの維持が、経済活動を促進。2028年には、企業貯蓄率がマイナスに戻り、実質政策金利は物価目標対比でマイナスを脱する。2029年に2.25%のターミナルレートに達する。

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)
2025年度	+1.0	+2.7	+3.0
2026年度	+0.5	+2.8	+2.6
2027年度	+0.7	+2.3	+2.6
2028年度	+0.8	+2.0	+2.2

単位：前年比%

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)
2025年度	+0.8 (+1.1)	+2.7 (+3.1)	+3.0 (+3.0)
2026年度	+0.3 (+0.3)	+1.9 (+1.8)	+1.7 (+1.9)
2027年度	+0.8 (+0.5)	+0.3 (+0.8)	+0.3 (+0.6)
2028年度	+1.4 (+1.4)	+2.1 (+1.6)	+2.1 (+1.7)

注：括弧内は暦年予想 単位：前年比%

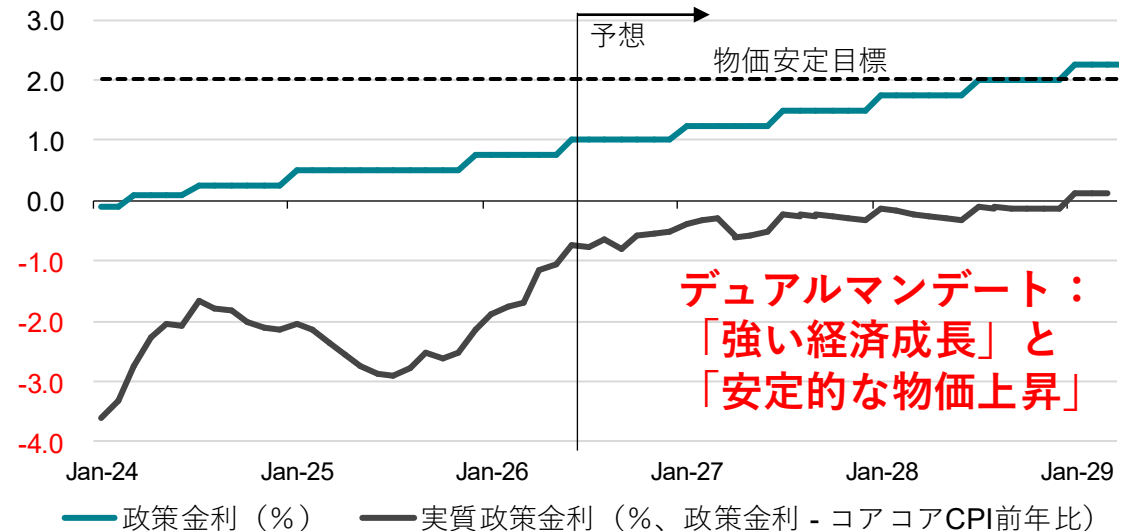
注：物価見通しは2027年4月から食料品消費税ゼロ%を前提
出所：内閣府、総務省、日銀、クレディ・アグリコル証券

日本銀行法 (政府との関係)

第四条

日本銀行は、その行う通貨及び金融の調節が経済政策の一環をなすものであることを踏まえ、それが政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう、常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図らなければならない。

<日銀の政策金利>



注：コアコアCPIは生鮮食品・エネルギー・消費税の影響を除く

「強い経済成長」と「安定的な物価上昇」の日銀のデュアル・マンドレート

- **城内経済財政担当大臣の就任記者会見（2025年10月22日）**：「政府と日銀が足並みを揃え、緊密な協調を図って責任あるマクロ経済運営を行い、強い経済成長と物価安定の両立の実現に向けて、適切な金融政策運営が行われることが非常に重要だ。」
- **高市政権で初の経済財政諮問会議での高市首相の発言（11月12日）**：「今後の「強い経済成長」と「安定的な物価上昇」の両立の実現に向けて、適切な金融政策運営が行われることは非常に重要である。引き続き、日銀総裁におかれては、この経済財政諮問会議において、定期的な報告をお願い申し上げる。」
- **総合経済対策（11月21日）**：「今後の強い経済成長と物価安定の両立の実現に向けて、適切な金融政策運営が行われることが非常に重要である。政府は、引き続き、日銀と緊密に連携し、デフレに後戻りすることのない物価安定の下での持続的な経済成長の実現に向け、一体となって取り組んでいく。」
- **日銀金融政策決定会合の政府の発言（2026年1月23日）**：「「強い経済成長」と「安定的な物価上昇」の両立の実現に向け、適切な金融政策運営が行われることが非常に重要である。」
- **日銀金融政策決定会合の政府の発言（4月28日）**：「強い経済成長と安定的な物価上昇の両立に向け、適切な金融政策運営が重要である。日銀には、内外の経済情勢等を十分に注視しつつ、日本銀行法、政府・日銀の共同声明の趣旨に沿って政府と緊密に連携し、2%の物価安定目標の持続的・安定的な実現に向け、適切な金融政策運営を期待する。」
- **経済財政諮問会議での民間議員ペーパー（5月11日）**：「経済財政諮問会議として、政府・日銀で、「強い経済成長」と「安定的な物価上昇」の両立の実現に向けて政策連携が図られていることの重要性に鑑み、取組状況について適宜確認を行う。」

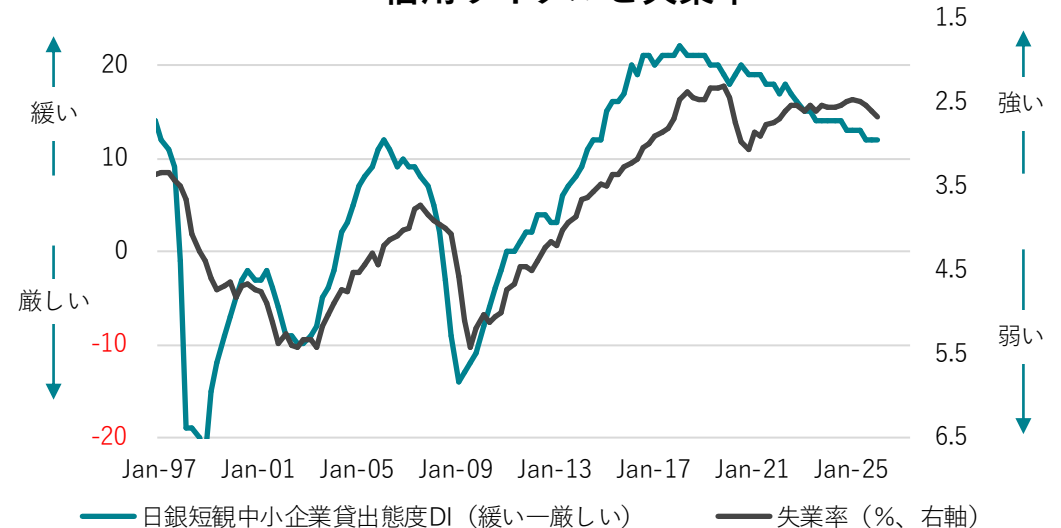
メインポイント（政策②）：高市政権の官民連携の戦略投資による内需拡大で構造的経済停滞を脱却へ

- ③ 高市政権は、衆議院選挙での大勝を背景に、骨太の方針で、経済・財政政策の大転換を試みることになる。高市政権では、需給ギャップが十分に大きくなるまで、積極財政と緩和的金融政策、官民連携の戦略投資・需要の拡大によって、「高圧経済」の方針で、経済規模の持続的な拡大にコミットする。企業の国内支出の増加によって、企業貯蓄率が低下を始め、積極財政の動きと合わせ、消滅してしまっているネットの資金需要が再回復し、構造的経済停滞の完全脱却に向かう。実質賃金上昇までの家計の負担は、消費税率引き下げなどの家計支援の財政政策で軽減することになる。
- ④ 地政学上のリスクが高まる中でのグローバルな景気減速の下、金融・財政政策の後押しが不十分で、信用サイクルと設備投資サイクルが腰折れれば、内需の鈍化で企業貯蓄率は上昇し、構造的な不況に戻るリスクに。日銀の拙速な利上げによって、雇用・賃金・消費を含む内需の回復が遅れることがリスク。設備投資サイクルが腰折れてしまえば、グローバルな戦略投資の競争から脱落し、将来の供給能力の棄損によって、円安と金利上昇に歯止めがかからなくなる。円安のコストを、為替介入や補正予算で軽減しながら、設備投資サイクルの押し上げを続けることが重要である。

< 政府の経済政策の方針 >

コストカット型経済から脱却し、デフレに後戻りせず、成長型経済へ移行
 官民連携による新機軸の戦略投資と内需拡大で、強靱な経済構造をつくる
 人口減少下でも、経済のパイを縮小させない（実質1%・名目3%成長）
 単年度のPB黒字化には拘らない、戦略投資を実現する柔軟な財政政策へ転換
 官民連携の戦略投資で経済・社会の課題を解決する付加価値型成長を目指す
 高圧経済と責任ある積極財政で負債残高対GDP比を安定的に引き下げる
 日銀には、強い経済成長と安定的な物価上昇の両立を目指した金融政策を期待

< 信用サイクルと失業率 >



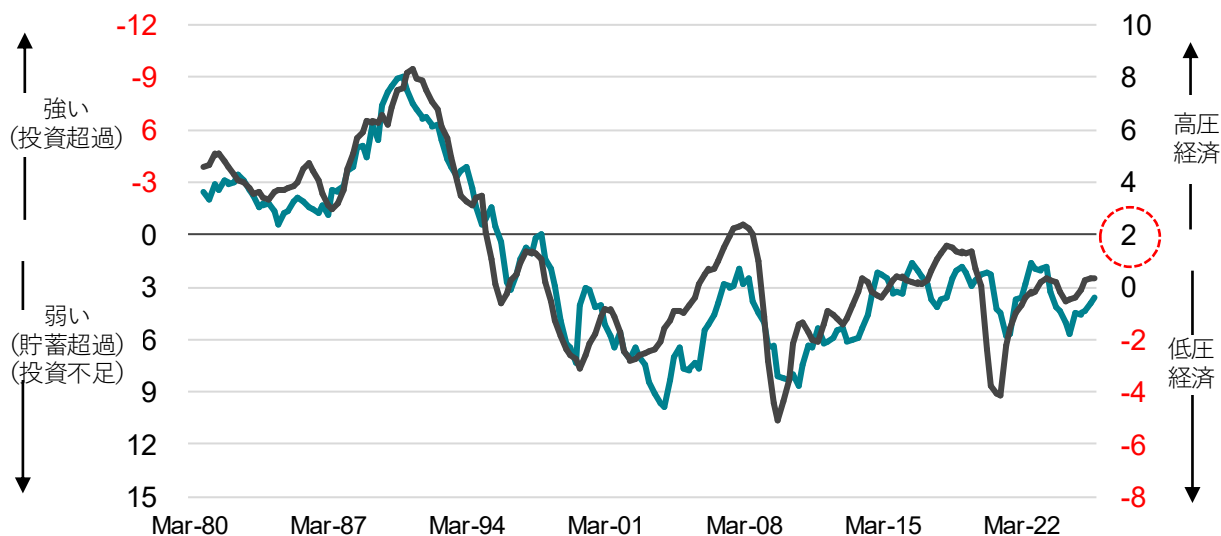
高市政権の経済政策のマクロ戦略の解釈（サナエノミクスは投資拡大）

- 企業の設備投資サイクルをバブル崩壊後の圧倒的高水準まで強く押し上げることで、企業を貯蓄超過から投資超過に転換させ、コストカット型から投資・成長型に移行する。
- 投資需要の拡大によって需給ギャップ2%の高圧経済を実現し、景気回復の実感を、内需・中小企業・地方にまで広げる。
- 需給ギャップ0%を基準にした低圧経済の経済政策運営を見直し、企業の成長・収益期待を押し上げる。投資は短期的に需要であるため、高圧経済の方針で、需給ギャップの上振れ余地を作ることが重要である。
- 市場原理に過度に依存する新自由主義による効率化の量の成長から、官民連携の戦略投資による経済・社会の課題解決の付加価値型成長に、グローバルな経済政策の潮流は変化し、産業競争の大競争となっている。投資による供給能力の拡大が、物価上昇率の安定化と実質賃金の強い上昇につながり、国力の回復となる。
- プライマリーバランス黒字化目標では、将来の成長と所得を生む戦略投資も税収の範囲内に収める必要があるため欠陥がある。戦略投資が柔軟にできる財政目標に変更し、積極財政で潮流の変化に乗る。
- 高圧経済を実現するため、消滅してきたネットの資金需要（企業貯蓄率+財政収支）を、官民連携の戦略投資と家計支援の財政支出で-5%（GDP比）に向けて拡大し、企業と政府の支出する力を強くし、経済の膨らむ力と家計に所得が回る力を強くする。
- ネットの資金需要を-5%以内とすることを、フローの財政規律とする。ネットの資金需要-5%と需給ギャップ+2%が、内需拡大による3%台の名目GDP成長率と2%台の物価上昇率の安定と整合的である。
- 国債による戦略投資は、資産と負債の両建てとなるため、純負債残高GDP比の参照も整合的である。負債残高GDP比も含め、比率の中長期的な引き下げをストックの財政規律とする。
- フローとストックの財政規律で、積極財政を責任あるものとする。純負債残高GDP比を、成長の促進によって、国債格付AAA格の50%まで引き下げ、財政健全化を実現する。
- 日銀には、「強い経済成長」と「安定的な物価上昇」の両立を目指したデュアル・マンデートを課す。政府と日銀の連携によって、投資の拡大で日本経済を再生する。

高市政権は需給ギャップを2%超に押し上げて高压経済に

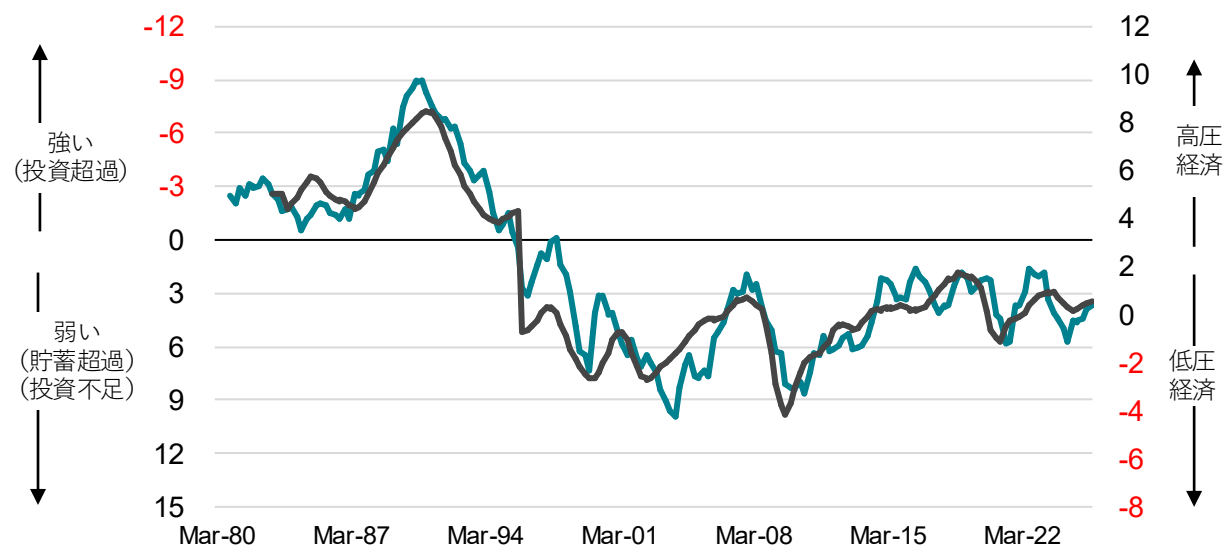
- 日本経済再生のためには、企業貯蓄率が正常なマイナスとなり、コストカット型からの脱却が必要。需給ギャップが+2%以上となるような「高压経済」が必要で、0%を基準に政策を引き締めることは間違い。
- 日銀の推計した需給ギャップでも同じで、企業貯蓄率がマイナスとなるには、+3%超が必要になる。

<企業貯蓄率と内閣府需給ギャップ>



— 企業貯蓄率 (%GDP、軸逆転)
 — 需給 (GDP) ギャップ (4QMA、95年以前は+5、右軸)

<企業貯蓄率と日銀需給ギャップ>



— 企業貯蓄率 (%GDP、軸逆転)
 — 日銀需給 (GDP) ギャップ (4QMA、95年以前は+5、右軸)

GDP ギャップ (%) = (実際のGDP - 潜在GDP) / 潜在GDP。
 潜在GDPは、経済の過去のトレンドからみて平均的な水準で生産要素を投入した時に実現可能なGDP。

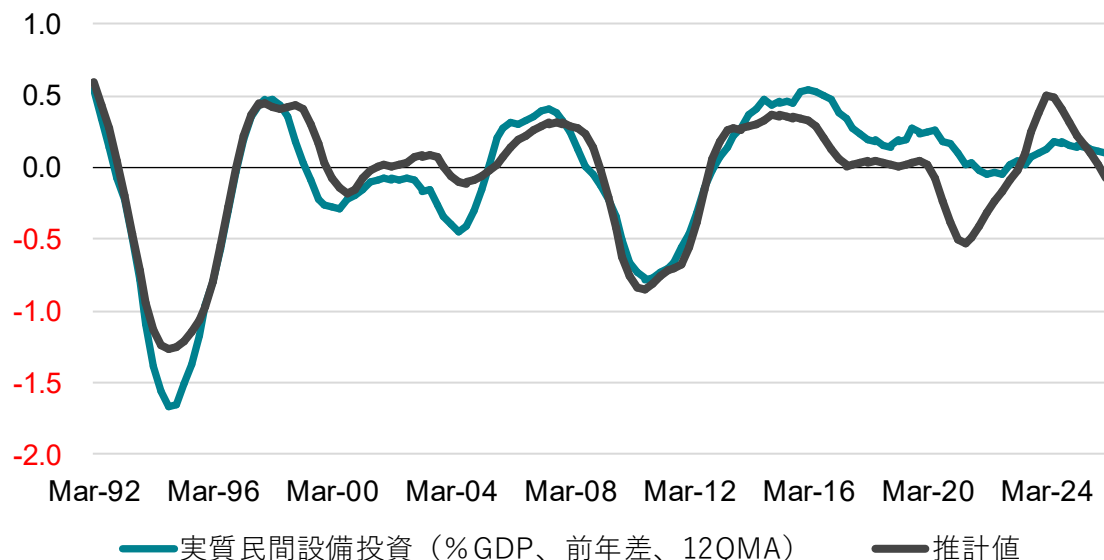
注：GDPの基準改定に伴いバブル期を含む1995年以前の需給ギャップは+5を上乗せ

出所：日銀、内閣府、クレディ・アグリコル証券

円安、利下げ、需給ギャップ拡大は、設備投資サイクルを押し上げる

- 利上げから設備投資サイクルの押し下げまでは3年もの長いラグがあるようだ。需給ギャップの拡大は、設備投資サイクルを大きく押し上げるため、0%から2%超への高圧経済が必要である。
- 企業の雇用不足感は、経済活動の回復を示唆している。現在は循環的に回復が弱くなっている。

<設備投資サイクルの変化の推計値>



実質民間設備投資 (%GDP比、前年差、12QMA) = $-0.07 + 0.02$ ドル円 (前年比、12QMA) + 0.30 需給ギャップ (%、前年差、12QMA) - 0.52 コールレート (%、前年差、12QMA、12Qラグ) ; $R^2 = 0.81$

<雇用人員判断DIと実質GDP>

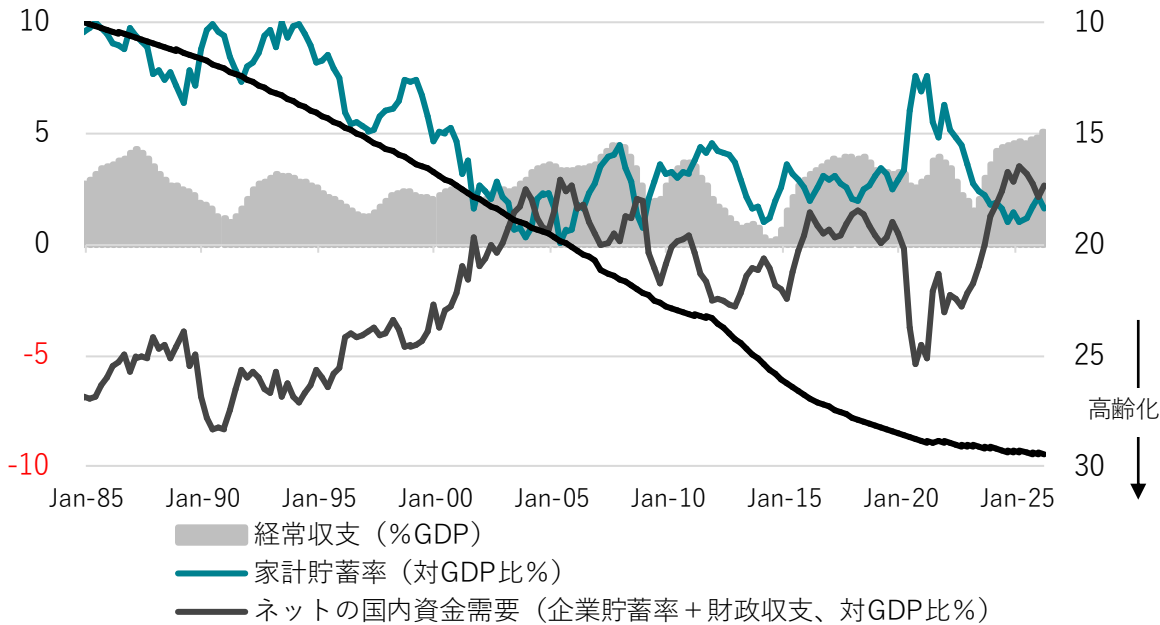


実質GDP (%、前年同期比) = $0.45 - 0.20$ 日銀短観雇用人員判断DI (前年差、全規模全産業) ; $R^2 = 0.61$

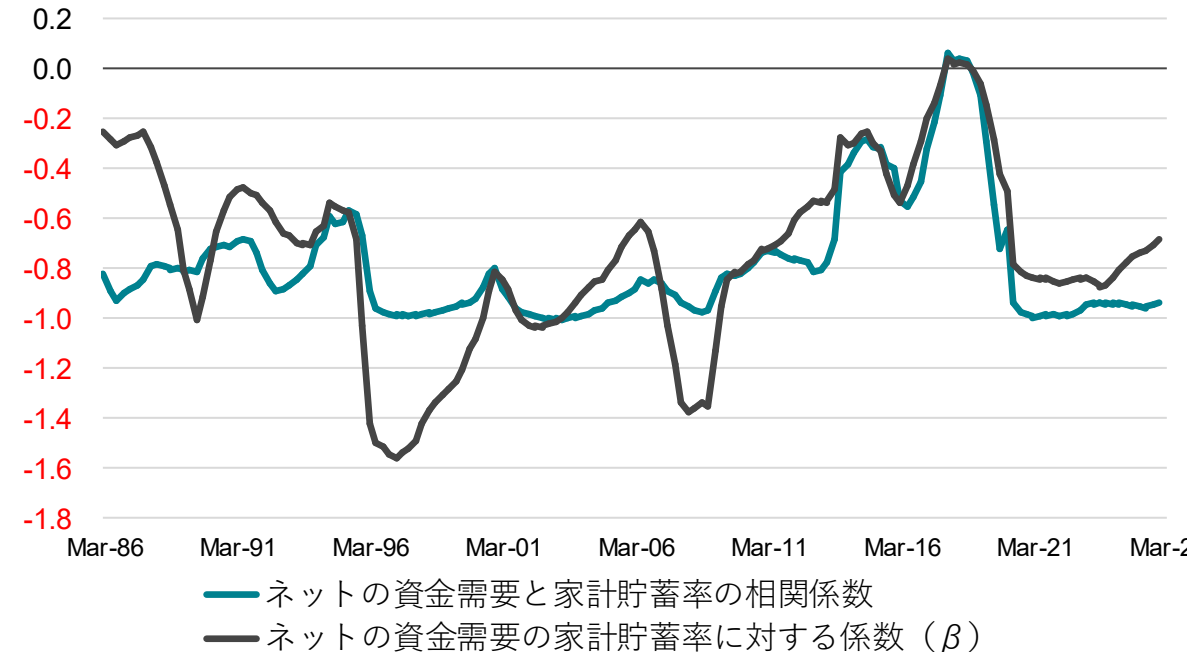
家計のファンダメンタルズは悪化して大きな値上げをもはや許容できない

- 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。最底辺まで低下、企業の大きな値上げが許容できないほど、家計のファンダメンタルズが悪化している。円安による国際経常収支の黒字の拡大が示す海外からの所得の増加でなんとか支えられている。
- ネットの資金需要の家計貯蓄率に対する相関係数と β は高く、官民連携の戦略投資の拡大が、国際経常収支の黒字の縮小ではなく、家計のファンダメンタルズを改善させる。

<家計貯蓄率とネットの資金需要>



<ネットの資金需要と家計貯蓄率の相関係数 (5年ロール) >



出所：日銀、内閣府、総務省、クレディ・アグリコル証券

需給ギャップとネットの資金需要を過度に大きくしなければ、インフレは高進しない

- 需給ギャップが2%程度まで拡大すると、輸入物価上昇の力がなくても、2%程度の物価上昇率に安定する。ネットの資金需要を-5%程度に維持すると、市中のマネーの拡大と家計の所得の増加で、2%程度の物価上昇率に安定する。需給ギャップは需給アプローチ、ネットの資金需要はマネタリーアプローチとなる。
- 需給ギャップとネットの資金需要をあまりに大きくしなければ、インフレは高進しない。財政収支ではなく、需給ギャップとネットの資金需要をコントロールすることが、望ましい財政規律となる。<コアCPIマトリクス表(需給アプローチ) >

前提

需給ギャップ	円高ダミー						
	0	輸入物価 (%、前年比)					
	-15	-10	-5	0	5	10	15
5.0	1.8	2.2	2.5	2.9	3.2	3.6	3.9
4.0	1.6	1.9	2.3	2.6	3.0	3.3	3.7
3.0	1.3	1.7	2.0	2.4	2.7	3.1	3.4
2.0	1.0	1.4	1.7	2.1	2.4	2.8	3.1
1.0	0.8	1.1	1.5	1.8	2.2	2.5	2.9
0.0	0.5	0.9	1.2	1.6	1.9	2.3	2.6
-1.0	0.2	0.6	0.9	1.3	1.6	2.0	2.3
-2.0	-0.0	0.3	0.7	1.0	1.4	1.7	2.1
-3.0	-0.3	0.1	0.4	0.8	1.1	1.5	1.8
-4.0	-0.6	-0.2	0.1	0.5	0.8	1.2	1.5
-5.0	-0.8	-0.5	-0.1	0.2	0.6	0.9	1.3

コアCPI (%、前年比、4QMA) = 1.56 + 0.27 需給ギャップ (4QMA) + 0.07 輸入物価 (%、前年比、12QMA) - 1.30 円高ダミー (1982年1-3月期-1984年4-6月期、1987年1-3月期-2022年10-12月期に1) ; R2 = 0.85

前提

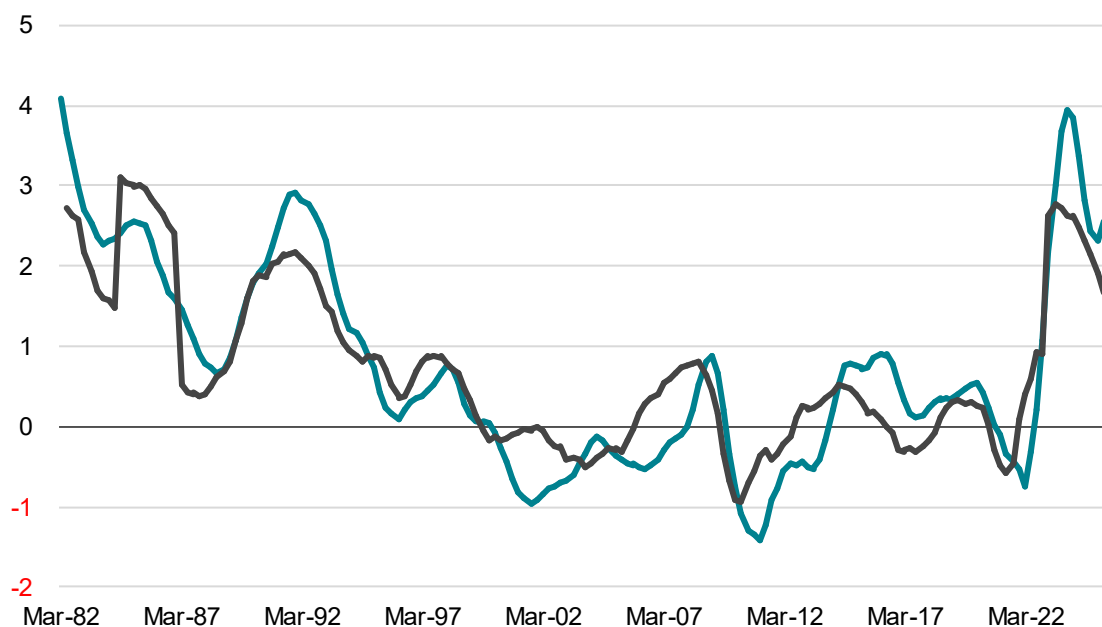
ネットの資金需要	円高ダミー						
	0	輸入物価 (%、前年比)					
	-15	-10	-5	0	5	10	15
10.0	-1.9	-1.5	-1.2	-0.8	-0.5	-0.2	0.2
7.5	-1.3	-1.0	-0.7	-0.3	0.0	0.4	0.7
5.0	-0.8	-0.5	-0.1	0.2	0.5	0.9	1.2
2.5	-0.3	0.0	0.4	0.7	1.1	1.4	1.8
0.0	0.2	0.6	0.9	1.3	1.6	1.9	2.3
-2.5	0.8	1.1	1.4	1.8	2.1	2.5	2.8
-5.0	1.3	1.6	2.0	2.3	2.7	3.0	3.3
-7.5	1.8	2.2	2.5	2.8	3.2	3.5	3.9
-10.0	2.3	2.7	3.0	3.4	3.7	4.1	4.4
-12.5	2.9	3.2	3.6	3.9	4.2	4.6	4.9
-15.0	3.4	3.7	4.1	4.4	4.8	5.1	5.4
-17.5	3.9	4.3	4.6	4.9	5.3	5.6	6.0
-20.0	4.4	4.8	5.1	5.5	5.8	6.2	6.5

コアCPI (%、前年比、4QMA) = 1.26 - 0.21 ネットの資金需要 (%GDP、4QMA、6Qラグと直近値の平均) + 0.07 輸入物価 (%、前年比、12QMA) - 1.40 円高ダミー (1982年1-3月期-1984年4-6月期、1987年1-3月期-2022年10-12月期に1) ; R2 = 0.66

需給ギャップ2%とネットの資金需要-5%が2%の物価上昇率安定と整合的

- 需給ギャップ2%とネットの資金需要-5%が、名目GDP成長率3%を持続的にする「高圧経済」と整合的だ。
- 物価上昇率の需給アプローチとマネタリーアプローチの加重平均をとれば、2%台の物価上昇率の安定とも整合的となる。

<コアCPI推計（需給・マネタリーアプローチの加重平均）>



— コアCPI (%、前年比、除く消費増税の影響、4QMA) — 推計値

注：推計値は需給アプローチとマネタリーアプローチの係数の加重平均を使用
出所：日銀、内閣府、総務省、クレディ・アグリコル証券

<コアCPIマトリクス表（需給・マネタリーアプローチ）>

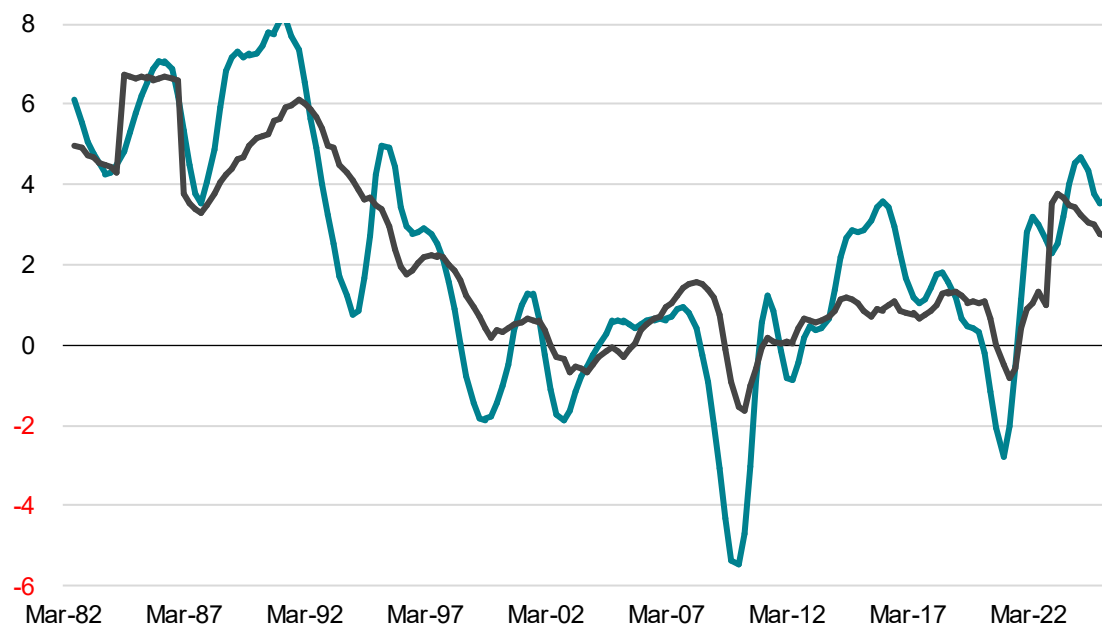
前提									
円高ダミー	0.0		輸入物価（%前年比）					0	
	ネットの資金需要（6Qラグと直近値の平均）								
需給ギャップ	-15.0	-12.5	-10.0	-7.5	-5.0	-2.5	0.0	2.5	5.0
5.0	4.1	3.8	3.6	3.3	3.0	2.8	2.5	2.2	2.0
4.0	3.9	3.7	3.4	3.1	2.9	2.6	2.3	2.1	1.8
3.0	3.8	3.5	3.2	3.0	2.7	2.4	2.2	1.9	1.6
2.0	3.6	3.3	3.1	2.8	2.5	2.3	2.0	1.7	1.5
1.0	3.4	3.2	2.9	2.6	2.4	2.1	1.8	1.6	1.3
0.0	3.3	3.0	2.7	2.5	2.2	2.0	1.7	1.4	1.2
-1.0	3.1	2.9	2.6	2.3	2.1	1.8	1.5	1.3	1.0
-2.0	3.0	2.7	2.4	2.2	1.9	1.6	1.4	1.1	0.8
-3.0	2.8	2.5	2.3	2.0	1.7	1.5	1.2	0.9	0.7
-4.0	2.6	2.4	2.1	1.8	1.6	1.3	1.0	0.8	0.5
-5.0	2.5	2.2	1.9	1.7	1.4	1.1	0.9	0.6	0.3

コアCPI（%、前年比、4QMA）=1.43 - 0.09 ネットの資金需要（%GDP、4QMA、6Qラグと直近値の平均）+0.15 需給ギャップ（4QMA）+0.07 輸入物価（%、前年比、12QMA）-1.34 円高ダミー（1982年1-3月期-1984年4-6月期、1987年1-3月期-2022年10-12月期に1）;R2=0.85

需給ギャップ2%とネットの資金需要-5%が3%超の名目成長率と整合的

- 需給ギャップ2%とネットの資金需要-5%が、名目GDP成長率3%超を持続的にする「高圧経済」と整合的だ。
- 内需の拡大によって円高に転じ、円高ダミーが生じる（デフレ期の1よりは小さい0.5）とみられる。

<名目GDP推計（需給・マネタリーアプローチの加重平均）>



— 名目GDP（%、前年比、4QMA）

— 推計値

注：推計値は需給アプローチとマネタリーアプローチの係数の加重平均を使用
出所：日銀、内閣府、総務省、クレディ・アグリコル証券

<名目GDPマトリクス表（需給・マネタリーアプローチ）>

前提										
円高ダミー	0.5									
		ネットの資金需要（6Qラグと直近値の平均）								
需給ギャップ		-15.0	-12.5	-10.0	-7.5	-5.0	-2.5	0.0	2.5	5.0
5.0		7.7	7.1	6.6	6.0	5.4	4.9	4.3	3.7	3.2
4.0		7.2	6.7	6.1	5.5	5.0	4.4	3.8	3.3	2.7
3.0		6.8	6.2	5.6	5.1	4.5	3.9	3.4	2.8	2.2
2.0		6.3	5.7	5.2	4.6	4.0	3.5	2.9	2.3	1.8
1.0		5.8	5.3	4.7	4.1	3.6	3.0	2.4	1.9	1.3
0.0		5.4	4.8	4.2	3.7	3.1	2.5	2.0	1.4	0.8
-1.0		4.9	4.3	3.8	3.2	2.6	2.1	1.5	0.9	0.4
-2.0		4.4	3.9	3.3	2.7	2.2	1.6	1.0	0.5	-0.1
-3.0		4.0	3.4	2.8	2.3	1.7	1.1	0.6	-0.0	-0.6
-4.0		3.5	2.9	2.4	1.8	1.2	0.7	0.1	-0.5	-1.0
-5.0		3.0	2.4	1.9	1.3	0.8	0.2	-0.4	-0.9	-1.5

名目GDP（%、前年比、4QMA）=3.24 -0.23 ネットの資金需要（%GDP、4QMA、6Qラグと直近値の平均）+0.47 需給ギャップ（4QMA）-2.54 円高ダミー（1982年1-3月期-1984年4-6月期、1987年1-3月期-2022年10-12月期に1）；R2=0.74

政府の戦略投資が企業の投資を誘発する

- 政府の積極的な戦略投資が企業の投資を強く誘発すれば、ネットの資金需要はしっかりとしたマイナス、名目GDP成長率は3%台、需給ギャップがプラスの高圧経済、家計のファンダメンタルズの回復につながる。
- 需給ギャップ0%とネットの資金需要0%の緊縮志向の呪縛を乗り越えられなければ、名目GDP成長率は弱く、経済停滞によって財政赤字は大きく、家計のファンダメンタルズも低迷を続ける。

< 名目GDPと貯蓄投資バランスの推計（成長戦略効果別） >

< 成長投資効果 >

成長戦略効果	1.0	1.5	2.0	2.5
名目GDP成長率	2.0	3.0	3.5	4.0
需給ギャップ	0.0	1.0	1.5	2.0
ネットの資金需要 (a+b)	0.00	-2.50	-3.75	-5.00
企業貯蓄 (a)	3.7	1.3	-0.7	-3.3
財政収支 (b)	-3.7	-3.8	-3.0	-1.7
海外	-3.8	-2.9	-2.5	-2.1
家計	3.8	5.4	6.2	7.1

- 政府の戦略投資がGDP比1%増加した時、企業の投資が誘発されて、企業貯蓄率がどれだけ下がるのか（平均0.43%）
- 成長投資効果が1：これまでの反応と同じ（需給ギャップ0%とネットの資金需要0%の緊縮志向の呪縛）
- 成長投資効果が1を上回る：政府の成長戦略に対する企業の反応が強くなる（成長戦略の成功度合い：0.43% X 成長投資効果）

企業貯蓄率 (%GDP、4QMA) = 3.50 - 成長戦略効果*0.43 ネットの資金需要 (%GDP、4QMA) - 0.84 需給ギャップ (4QMA) + 0.46 円高ダミー (1982年1-3月期-1984年4-6月期、1987年1-3月期-2022年10-12月期に1) ; R2=0.92

名目GDP (%、前年比、4QMA) = 3.24 - 0.23 ネットの資金需要 (%GDP、4QMA、6Qラグと直近値の平均) + 0.47 需給ギャップ (4QMA) - 2.54 円高ダミー (1982年1-3月期-1984年4-6月期、1987年1-3月期-2022年10-12月期に1) ; R2=0.74

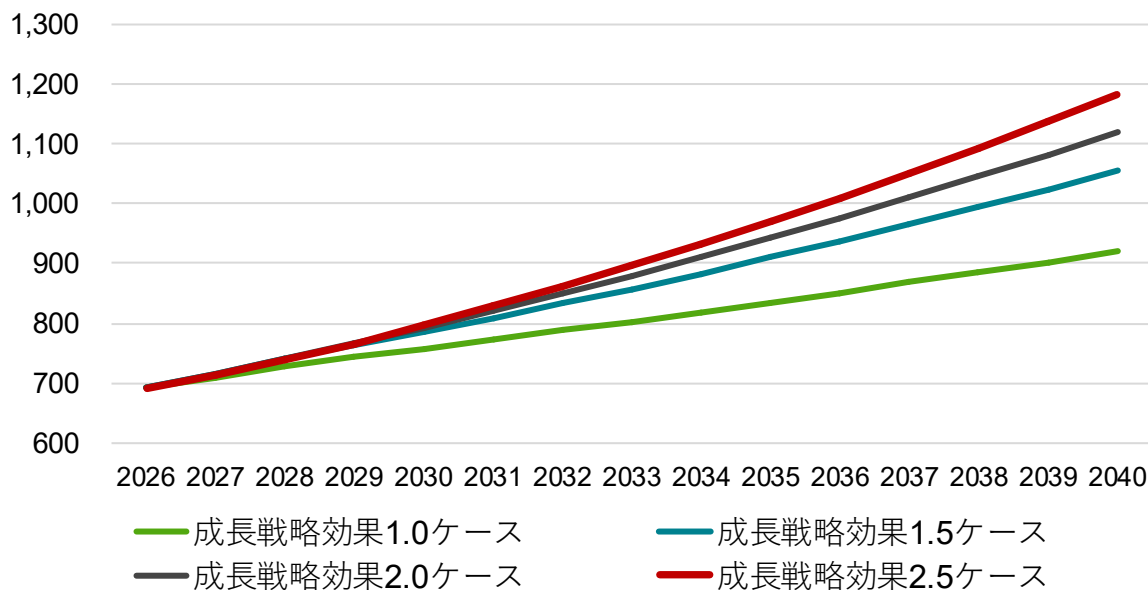
注 - 貯蓄投資バランス：家計+海外+政府+企業=0；円高ダミーは0.50と仮定

出所：日銀、内閣府、クレディ・アグリコル証券

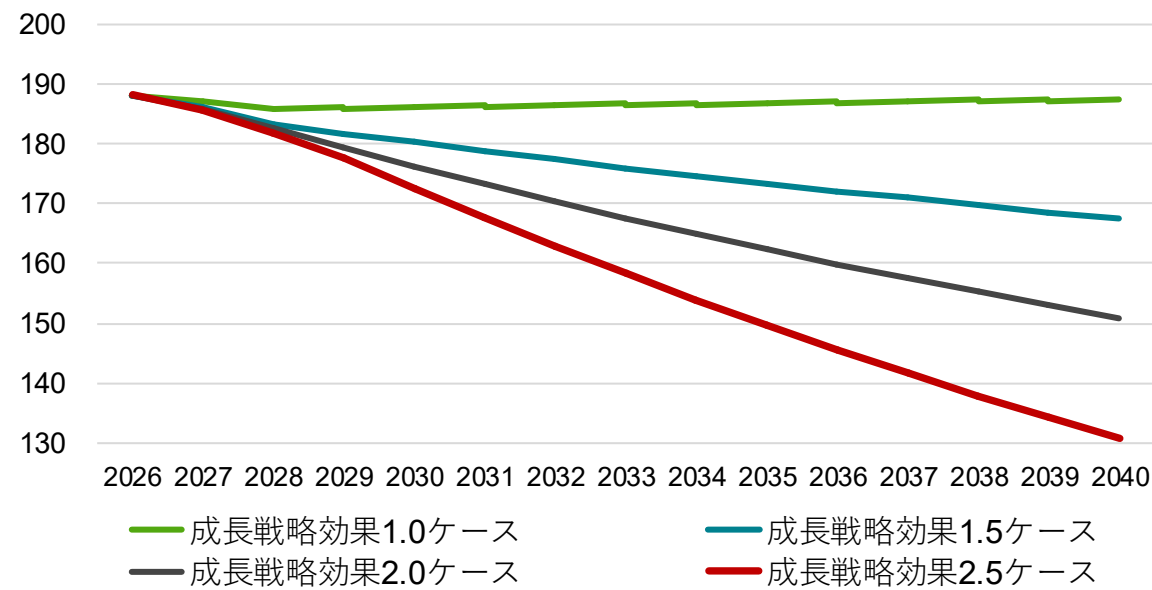
政府の戦略投資拡大による財政赤字は、財政状況を改善させる力に

- 政府の戦略投資が企業の投資を強く誘発すれば、戦略投資の分だけの財政赤字が残っても、2040年度には名目GDPは1,100兆円程度に、政府の負債残高GDP比は150%程度まで改善する見込み。
- 財政健全化優先で戦略投資が不足し、需給ギャップ0%とネットの資金需要0%の緊縮志向の呪縛を乗り越えられなければ、政府の負債残高GDP比が上昇し、財政状況は悪化してしまう。

<名目GDP推計（兆円、成長戦略効果別、年度）>



<政府の負債残高GDP比（%、成長戦略効果別、年度）>



家計貯蓄率（%GDP、4QMA）=4.10 -0.56 ネットの資金需要（%GDP、4QMA）+0.24 需給ギャップ（4QMA）-0.61 円高ダミー（1982年1-3月期-1984年4-6月期、1987年1-3月期-2022年10-12月期に1）；R2=0.90

財政規律としてネットの資金需要を－5%以内に管理すれば財政不安は起きない

- 需給ギャップ2%とネットの資金需要－5%の「高圧経済」が、長期金利を名目GDP成長率と整合的な3%超まで押し上げる。
- 財政規律として、ネットの資金需要を－5%以内にしっかり管理すれば、長期金利は名目GDP成長率を大きく上回る財政不安が起きるリスクは小さい。

<国債10年金利推計（需給・マネタリーアプローチの加重平均）>

円高ダミー	0.5								
	ネットの資金需要（6Qラグと直近値の平均）								
需給ギャップ	-15.0	-12.5	-10.0	-7.5	-5.0	-2.5	0.0	2.5	5.0
5.0	8.3	7.4	6.6	5.7	4.8	3.9	3.1	2.2	1.3
4.0	8.0	7.1	6.2	5.4	4.5	3.6	2.8	1.9	1.0
3.0	7.7	6.8	5.9	5.1	4.2	3.3	2.5	1.6	0.7
2.0	7.4	6.5	5.6	4.8	3.9	3.0	2.2	1.3	0.4
1.0	7.1	6.2	5.3	4.5	3.6	2.7	1.8	1.0	0.1
0.0	6.8	5.9	5.0	4.2	3.3	2.4	1.5	0.7	-0.2
-1.0	6.5	5.6	4.7	3.8	3.0	2.1	1.2	0.4	-0.5
-2.0	6.1	5.3	4.4	3.5	2.7	1.8	0.9	0.1	-0.8
-3.0	5.8	5.0	4.1	3.2	2.4	1.5	0.6	-0.2	-1.1
-4.0	5.5	4.7	3.8	2.9	2.1	1.2	0.3	-0.6	-1.4
-5.0	5.2	4.4	3.5	2.6	1.7	0.9	0.0	-0.9	-1.7

<ドーマー条件（10年金利－名目成長率）>

円高ダミー	0.5								
	ネットの資金需要（6Qラグと直近値の平均）								
需給ギャップ	-15.0	-12.5	-10.0	-7.5	-5.0	-3.0	0.0	2.5	5.0
5.0	0.6	0.3	-0.0	-0.3	-0.6	-0.9	-1.2	-1.5	-1.8
4.0	0.8	0.5	0.1	-0.2	-0.5	-0.8	-1.1	-1.4	-1.7
3.0	0.9	0.6	0.3	0.0	-0.3	-0.6	-0.9	-1.2	-1.5
2.0	1.1	0.8	0.5	0.2	-0.1	-0.4	-0.7	-1.1	-1.4
1.0	1.2	0.9	0.6	0.3	0.0	-0.3	-0.6	-0.9	-1.2
0.0	1.4	1.1	0.8	0.5	0.2	-0.1	-0.4	-0.7	-1.0
-1.0	1.6	1.3	1.0	0.7	0.3	0.0	-0.3	-0.6	-0.9
-2.0	1.7	1.4	1.1	0.8	0.5	0.2	-0.1	-0.4	-0.7
-3.0	1.9	1.6	1.3	1.0	0.7	0.4	0.1	-0.2	-0.5
-4.0	2.1	1.7	1.4	1.1	0.8	0.5	0.2	-0.1	-0.4
-5.0	2.2	1.9	1.6	1.3	1.0	0.7	0.4	0.1	-0.2

国債10年金利（%、4QMA）= 2.01 - 0.34 ネットの資金需要（%GDP、4QMA、6Qラグと直近値の平均）+ 0.30 需給ギャップ（4QMA）- 0.69 円高ダミー（1982年1-3月期-1984年4-6月期、1987年1-3月期-2022年10-12月期に1）；R2=0.77

デフレ構造不況の完全脱却でドーマー条件は満たされる

- 国債10年金利は、名目GDP成長率の3年移動平均とネットの資金需要で説明可能である。長期金利は成長トレンドから強く影響を受けることが分かる。
- 積極財政と高圧経済でデフレ構造不況から完全脱却し、3%以上の名目成長率を維持すれば、成長率が長期金利を上回るドーマー条件が満たされることが想定され、負債残高GDP比は低下していくことが示唆される。

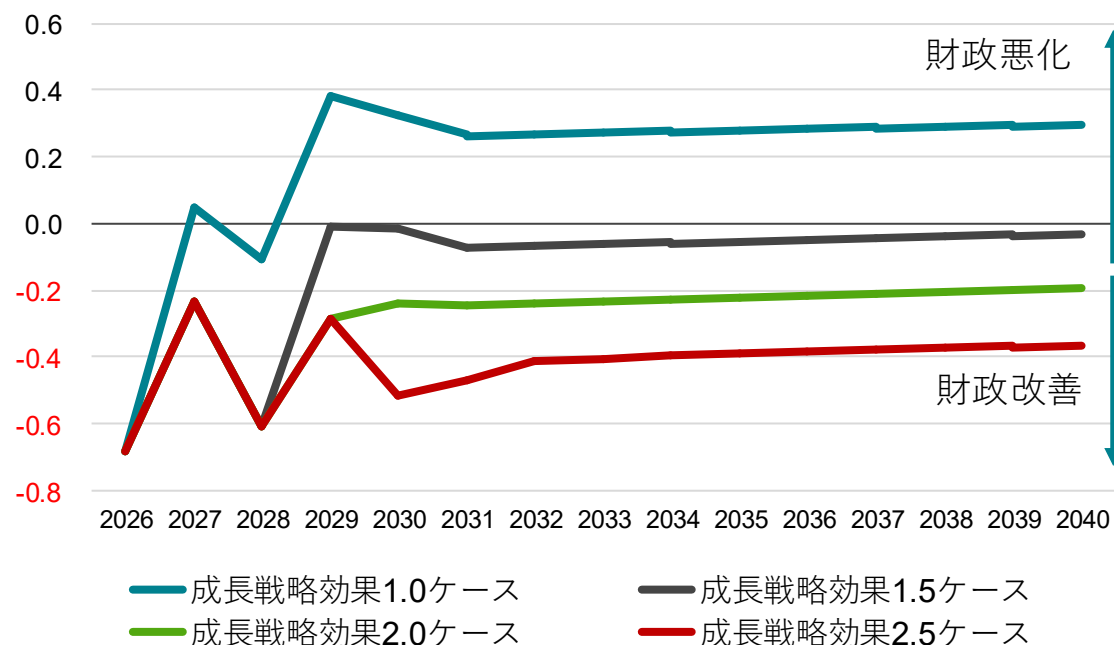
<国債10年金利のマクロ・フェアバリュー>

前提

日銀月間国債買入れ額 (兆円)	3.0	緩和的金融政策ダミー								0	
米10年金利	4.5										
		ネットの国内資金需要 (企業貯蓄率+財政収支)									
名目GDP (%、前年比)	5.0	2.5	0.0	-2.5	-5.0	-7.5	-10.0	-12.5	-15.0		
0.0	0.70	1.08	1.47	1.85	2.24	2.63	3.01	3.40	3.78		
0.5	0.85	1.23	1.62	2.00	2.39	2.77	3.16	3.54	3.93		
1.0	1.00	1.38	1.77	2.15	2.54	2.92	3.31	3.69	4.08		
1.5	1.15	1.53	1.92	2.30	2.69	3.07	3.46	3.84	4.23		
2.0	1.30	1.68	2.07	2.45	2.84	3.22	3.61	3.99	4.38		
2.5	1.44	1.83	2.22	2.60	2.99	3.37	3.76	4.14	4.53		
3.0	1.59	1.98	2.36	2.75	3.13	3.52	3.91	4.29	4.68		
3.5	1.74	2.13	2.51	2.90	3.28	3.67	4.05	4.44	4.82		
4.0	1.89	2.28	2.66	3.05	3.43	3.82	4.20	4.59	4.97		
4.5	2.04	2.43	2.81	3.20	3.58	3.97	4.35	4.74	5.12		
5.0	2.19	2.58	2.96	3.35	3.73	4.12	4.50	4.89	5.27		
5.5	2.34	2.72	3.11	3.50	3.88	4.27	4.65	5.04	5.42		
6.0	2.49	2.87	3.26	3.64	4.03	4.41	4.80	5.19	5.57		

国債10年金利 (%) = 0.54 + 0.30 名目GDP (%、前年比、12QMA) + 0.26 米10年金利 (%) - 0.15 ネットの資金需要 (対GDP比%) - 0.06 日銀長期国債買入れ額 (年率換算、対GDP比) - 0.63 緩和的金融政策ダミー (2016年4-6月期から2024年10-12月期まで1、2025年1-3月期から7-9月期まで0.75、他は0) ; R2 = 0.93

<ドーマー条件 (10年金利 - 名目成長率) の推移>



注：米10年金利は5%を適用

実質政策金利がマイナスを脱したケースのマクロ・フェアバリュー

- 積極財政への転換でネットの資金需要の回復を見込んで、長期金利は上昇した。
- 実質政策金利がマイナスを脱すれば、国債10年金利は3%程度に上昇することが見込まれる。

<国債10年金利のマクロ・フェアバリュー>

前提										
日銀月間国債買入れ額 (兆円)	3.0		緩和的金融政策ダミー		0					
米10年債利回り	4.5									
コールレート	ネットの国内資金需要									
	5.0	2.5	0.0	-2.5	-5.0	-7.5	-10.0	-12.5	-15.0	
0.00	1.22	1.34	1.45	1.57	1.68	1.80	1.91	2.03	2.14	
0.25	1.40	1.51	1.63	1.74	1.86	1.97	2.09	2.20	2.32	
0.50	1.57	1.69	1.80	1.92	2.03	2.15	2.26	2.38	2.49	
0.75	1.75	1.86	1.98	2.09	2.21	2.32	2.44	2.55	2.67	
1.00	1.93	2.04	2.16	2.27	2.39	2.50	2.62	2.73	2.84	
1.25	2.10	2.22	2.33	2.45	2.56	2.68	2.79	2.91	3.02	
1.50	2.28	2.39	2.51	2.62	2.74	2.85	2.97	3.08	3.20	
1.75	2.45	2.57	2.68	2.80	2.91	3.03	3.14	3.26	3.37	
2.00	2.63	2.75	2.86	2.97	3.09	3.20	3.32	3.43	3.55	
2.25	2.81	2.92	3.04	3.15	3.27	3.38	3.50	3.61	3.73	
2.50	2.98	3.10	3.21	3.33	3.44	3.56	3.67	3.79	3.90	
2.75	3.16	3.27	3.39	3.50	3.62	3.73	3.85	3.96	4.08	
3.00	3.33	3.45	3.56	3.68	3.79	3.91	4.02	4.14	4.25	

<国債10年金利のマクロ・フェアバリュー>

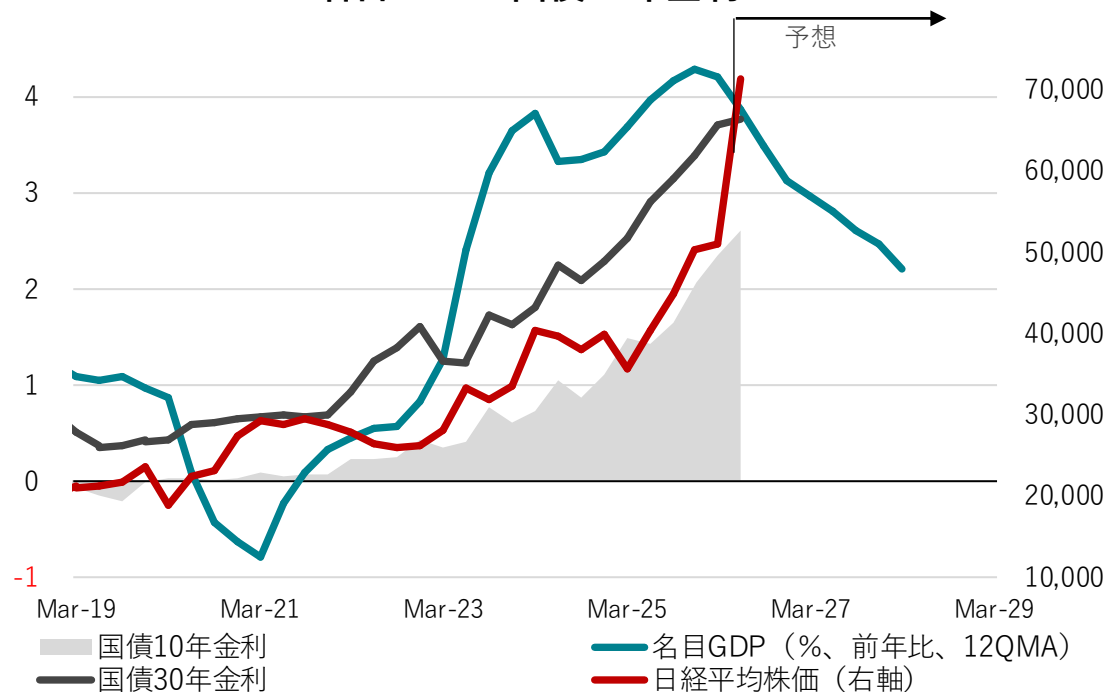
前提										
日銀月間国債買入れ額 (兆円)	3.0		緩和的金融政策ダミー		0					
ネットの国内資金需要	0.0									
コールレート	米10年債利回り									
	3.00	3.25	3.50	3.75	4.00	4.25	4.50	4.75	5.00	5.25
0.00	1.01	1.08	1.15	1.22	1.29	1.36	1.43	1.50	1.57	1.64
0.25	1.18	1.25	1.32	1.39	1.46	1.53	1.60	1.67	1.74	1.81
0.50	1.35	1.42	1.49	1.56	1.63	1.70	1.77	1.84	1.91	1.98
0.75	1.52	1.59	1.66	1.73	1.80	1.87	1.94	2.01	2.08	2.15
1.00	1.69	1.76	1.83	1.90	1.97	2.04	2.11	2.18	2.25	2.32
1.25	1.86	1.93	2.00	2.07	2.14	2.21	2.28	2.35	2.42	2.49
1.50	2.03	2.10	2.17	2.24	2.31	2.38	2.45	2.52	2.59	2.66
1.75	2.20	2.27	2.34	2.41	2.48	2.55	2.62	2.69	2.76	2.83
2.00	2.37	2.44	2.51	2.58	2.65	2.72	2.79	2.86	2.93	3.00
2.25	2.54	2.61	2.68	2.75	2.82	2.89	2.96	3.03	3.10	3.17
2.50	2.70	2.78	2.85	2.92	2.99	3.06	3.13	3.20	3.27	3.34
2.75	2.87	2.94	3.02	3.09	3.16	3.23	3.30	3.37	3.44	3.51
3.00	3.04	3.11	3.18	3.26	3.33	3.40	3.47	3.54	3.61	3.68

国債10年金利 (%) = 0.13 + 0.72 コールレート (%) + 0.30 米国10年金利 (%) - 0.044 ネットの資金需要 (対GDP比%) - 0.023 日銀長期国債買入れ額 (年率換算、対GDP比) - 0.34 緩和的金融政策ダミー ; R2 = 0.98

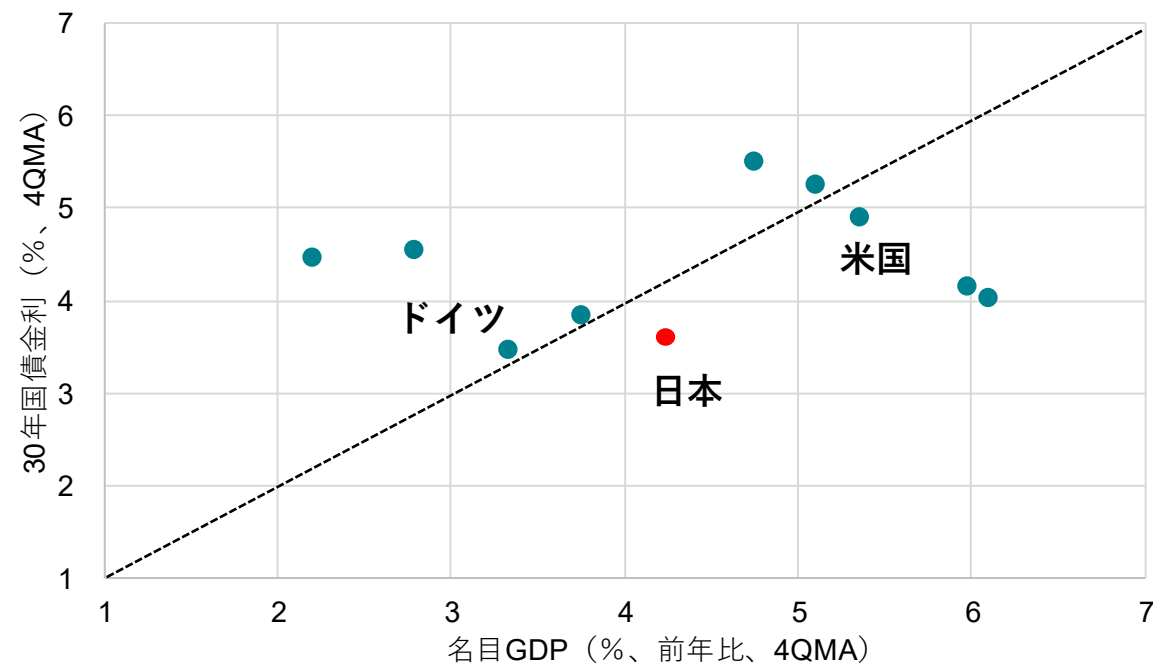
財政の緊縮から積極への転換を見込み経済の正常化を織り込む超長期国債金利

- 高市政権の積極財政によって日本経済がデフレ構造不況を脱却する可能性が徐々に高まっているため、超長期国債の金利は名目GDPの平均的な成長率である3%程度まで上がってきた。この超長期国債の金利の上昇は、財政拡大の悪影響を懸念するものではなく、日本経済の正常化の可能性の高まりを織り込むものだ。株式市場も力強く上昇している。
- 超長期金利と名目成長率の正の関係は他国でも確認できる。超長期金利が名目成長率を上回る国は多くあり、財政規律が厳しく「健全」とされるドイツでも金利が成長率を上回っている。

<名目GDPと国債30年金利>



<30年国債金利と名目GDP成長率>

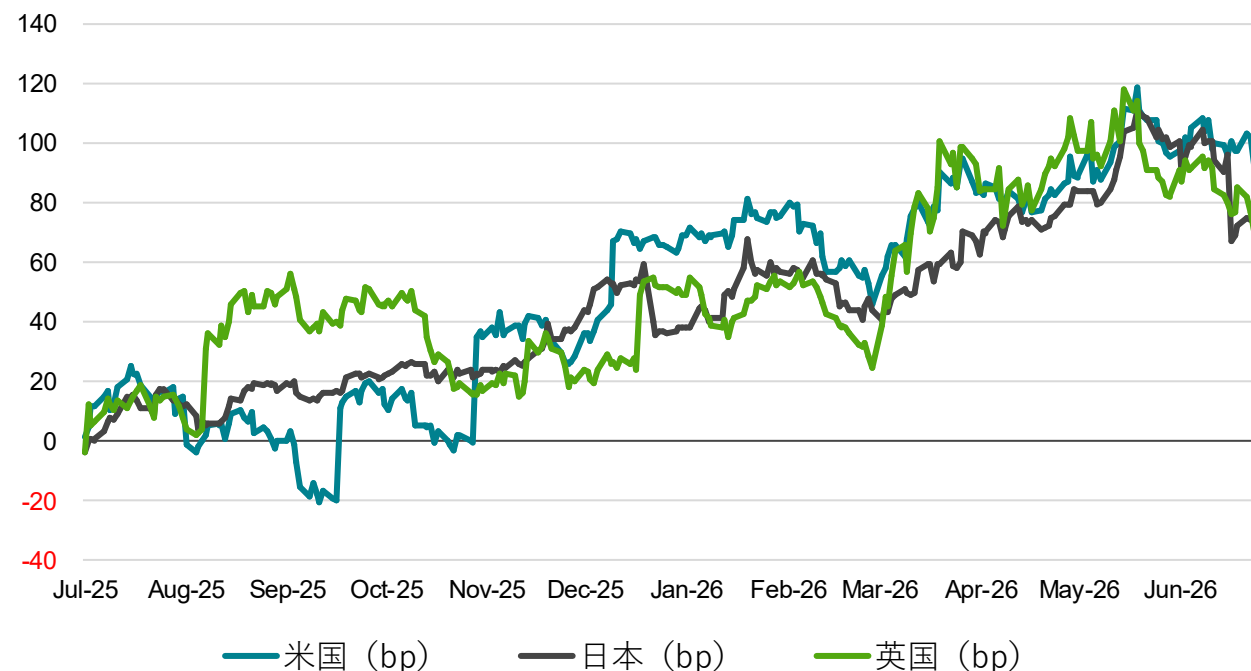


イールドカーブが早期にステープ化した原因

- ① 積極財政を目指す政権の誕生によって、名目GDP3%成長が持続的である期待が高まった。政策金利の影響の小さい超長期から順に金利が上昇。
- ② グローバルな経済政策の潮流が、新自由主義による効率化重視の投資不足から、官民連携の戦略投資の競争に変化し、長期投資が拡大しつつある。投資が先行する欧米は財政赤字が大きい。
- ③ 日銀当座預金残高に付利があるため、日銀の利上げ局面で金利上昇が予想される中、国債投資が控えられる副作用がある。**付利のある利上げは、付利のない利上げよりも、イールドカーブをステープ化させ、引き締め効果が強いリスクがある。長期投資を抑制するリスクにもなる。**
- ④ 日銀は国債買い入れを減額しているため、名目GDPの増加額と比較して、成長通貨の供給が不足するのではないかと不安がある。成長通貨の供給の必要性が日銀が減額を止める理由に。

- ⑤ 賦課制度下の年金基金の膨張は、本来民間にあるべき長期資金を政府が吸収していることを示す。民間から吸収した長期資金の50%が海外に振り向けられてしまっているため、長期投資の拡大が予想される中、日本で長期資金が不足する不安がある。

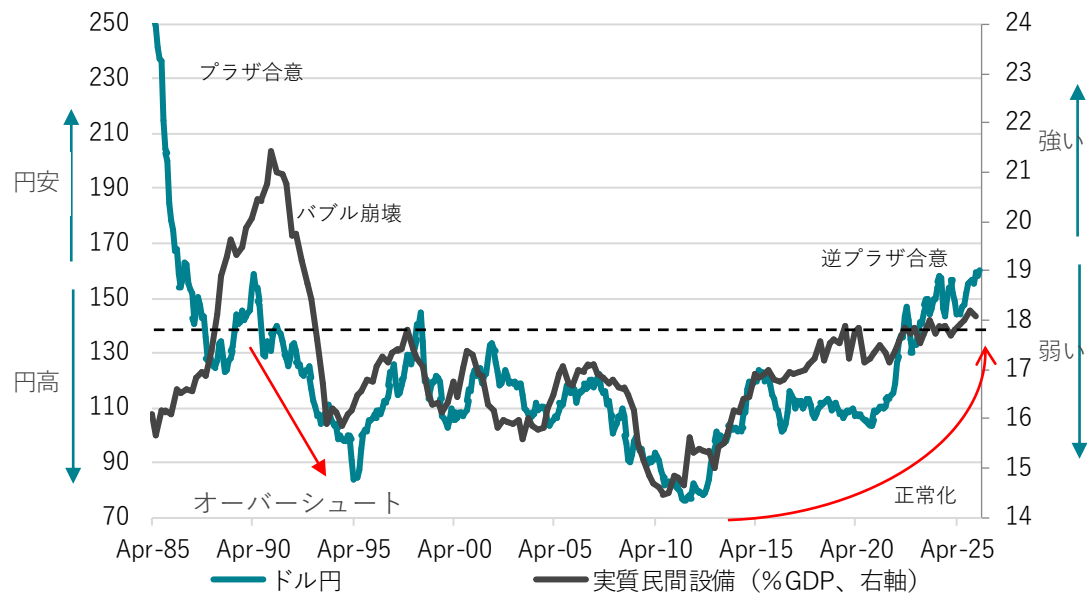
<10年国債金利と政策金利の差（2025年6月末対比）>



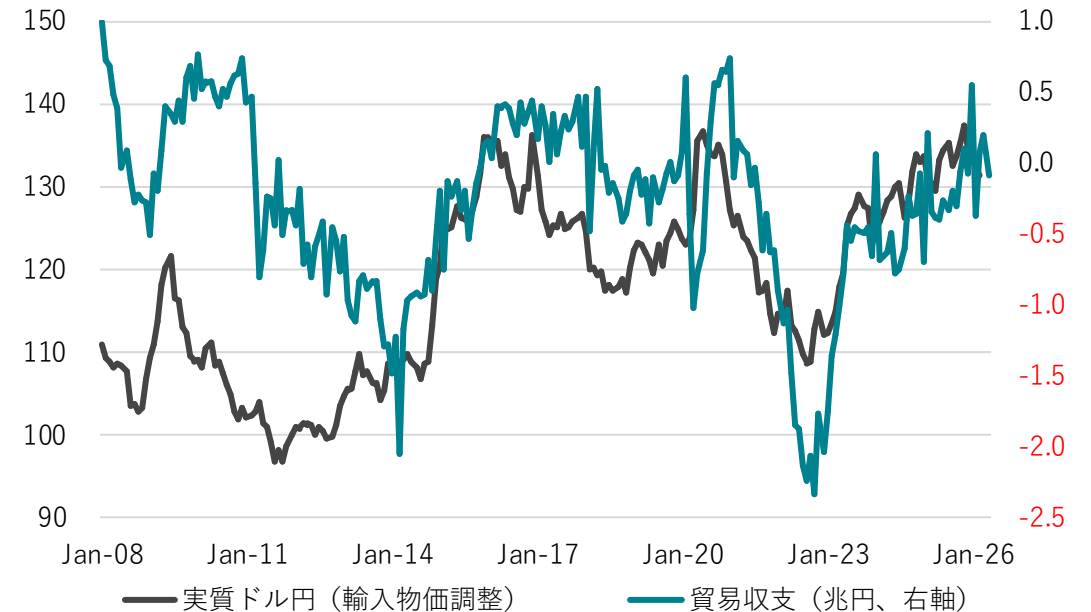
「逆プラザ合意」で円相場は正常化

- 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、企業貯蓄率を正常なマイナスに戻し、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。ドル円は異常な円高から正常化した。円安の水準は、トランプ関税に対する日本企業のバッファとなるため、円安は「問題」から「虎の子」に変わった。
- 貿易可能な財の輸入物価の調整では、実質ドル円は異常な円安の水準ではない。円安が貿易収支の改善につながってきているため、悪い円安ではない。トランプ政権の「第二次プラザ合意」の円高圧力は、デフレに戻る大きなリスクになる。

<逆プラザ合意でドル円は適正水準に回帰>



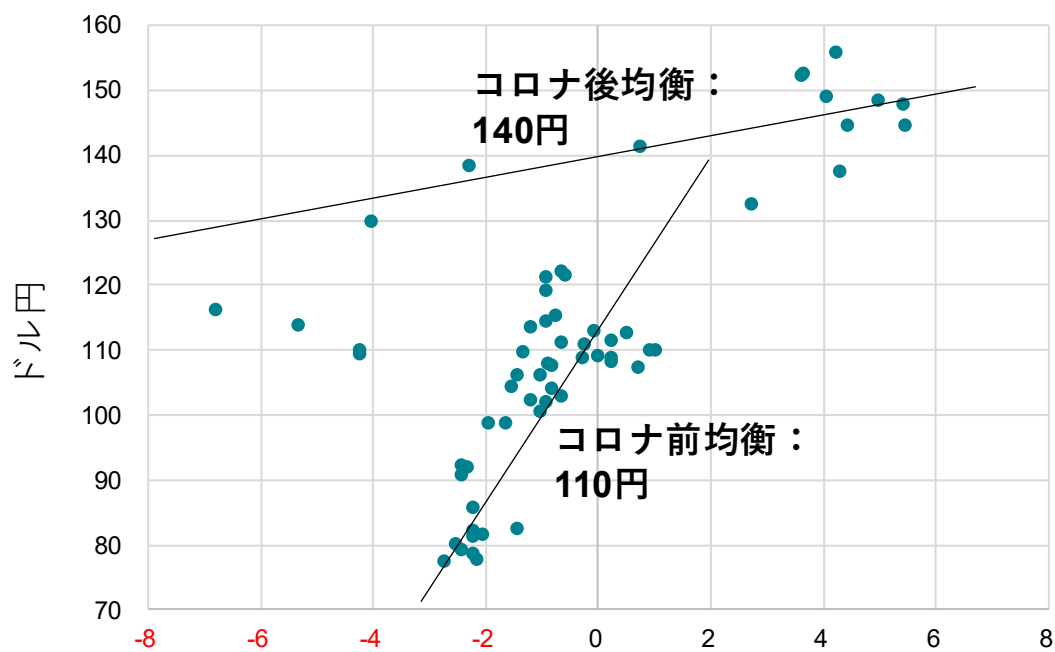
<実質ドル円と貿易収支>



日米の実質金利差は縮小へ

- 日米の実質金利差の拡大が円安圧力となってきた。両者が均衡した時のドル円は、コロナ前が110円程度、コロナ後は140円程度とみられる。
- 日米の実質金利差は大きく縮小していくとみられ、過度な円安は止まるとみられる。

<日米の実質政策金利差とドル円>

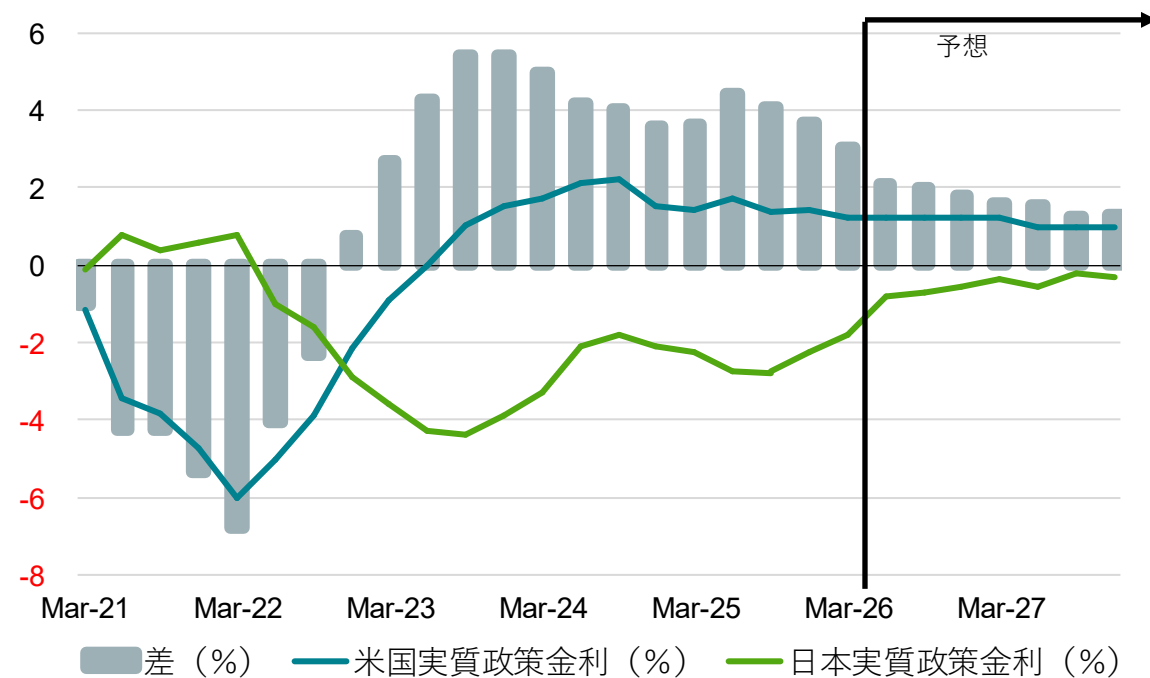


実質政策金利差 (%、米国－日本)

注：サンプルは2010年以降

出所：総務省、日銀、BLS、Bloomberg、クレディ・アグリコル証券

<日米の実質政策金利>

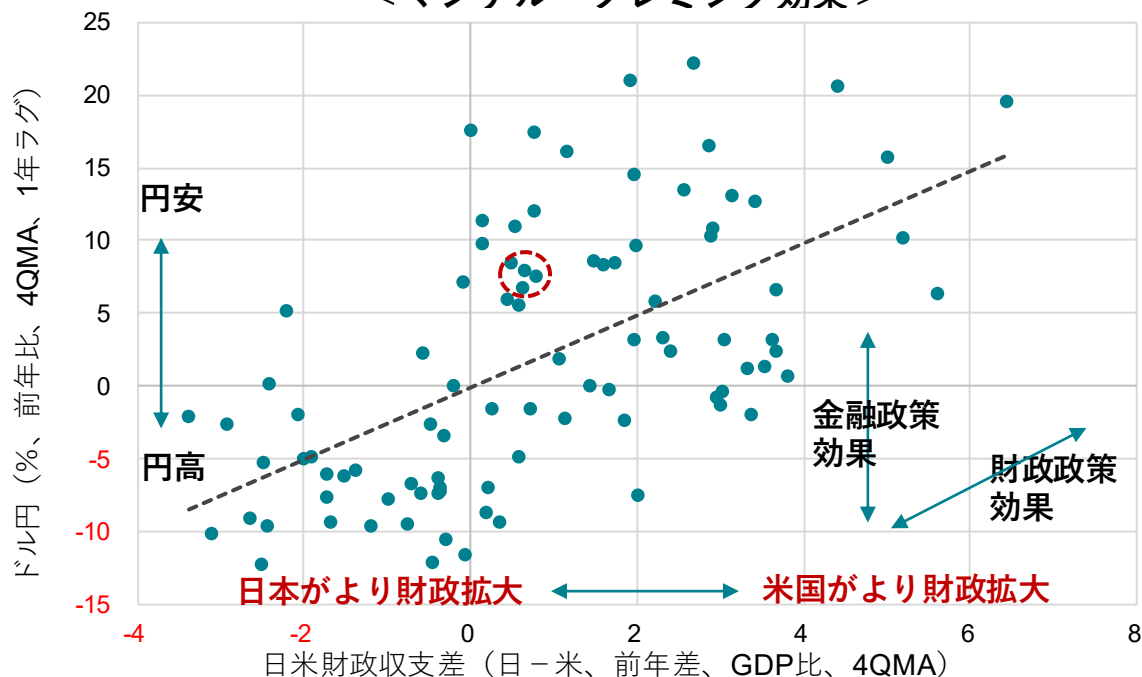


注：米国の実質政策金利は政策金利－グローバルコアCPI、日本はコアコアCPI；米国の政策金利先行きは26年から27年1-3月期まで3.75%、以降は3.50%、消費者物価は2026年1月以降2.5%で横ばいと仮定。

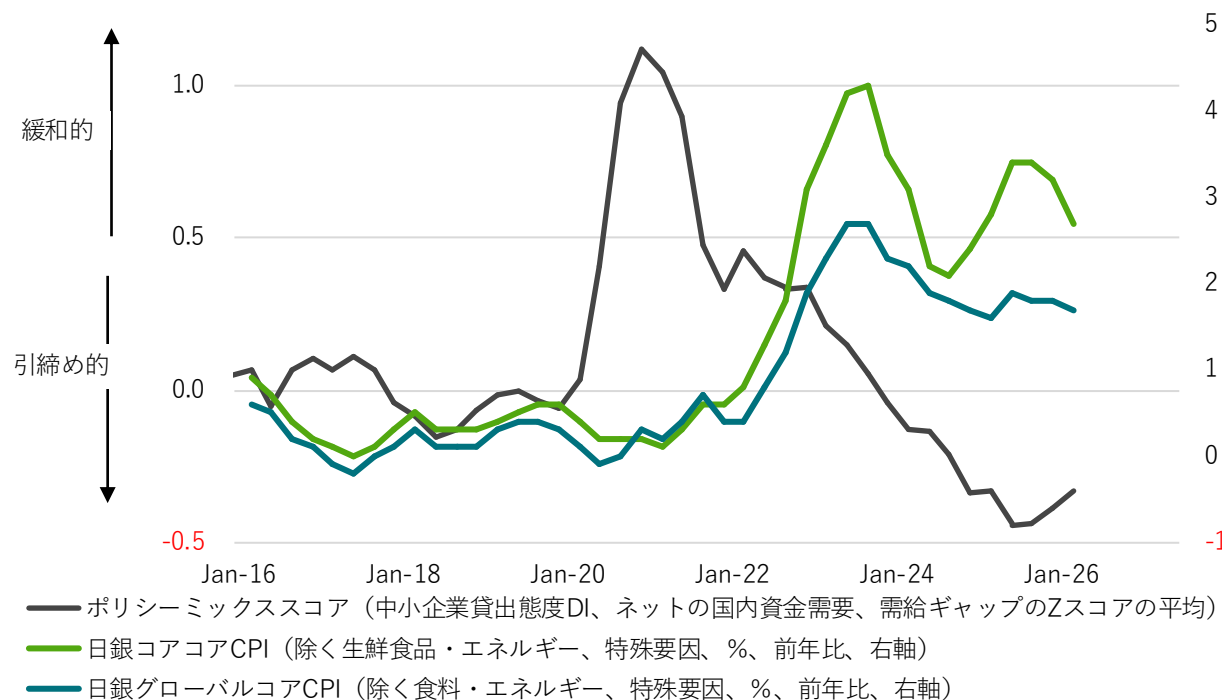
マンデル・フレミングモデルの効果は健在

- 財政拡大による内需拡大が金利の先高感につながり、為替は強くなる方向に行くのがマンデル・フレミングモデルの含意だ。日本の財政拡大によっても、円安なのは、米国の方が財政拡大が強いからだ。過去のデータでも、日米の相対的財政拡大の度合いが、モデルの通りに、為替に影響していることが確認できる。
- 財政政策と金融政策のポリシーミックススコアと、中小企業と大企業の貸出態度DIのスプレッドでは、すでに引締めの方が働き始めてしまっている。

<マンデル・フレミング効果>



<ポリシーミックススコアと日銀のCPI>



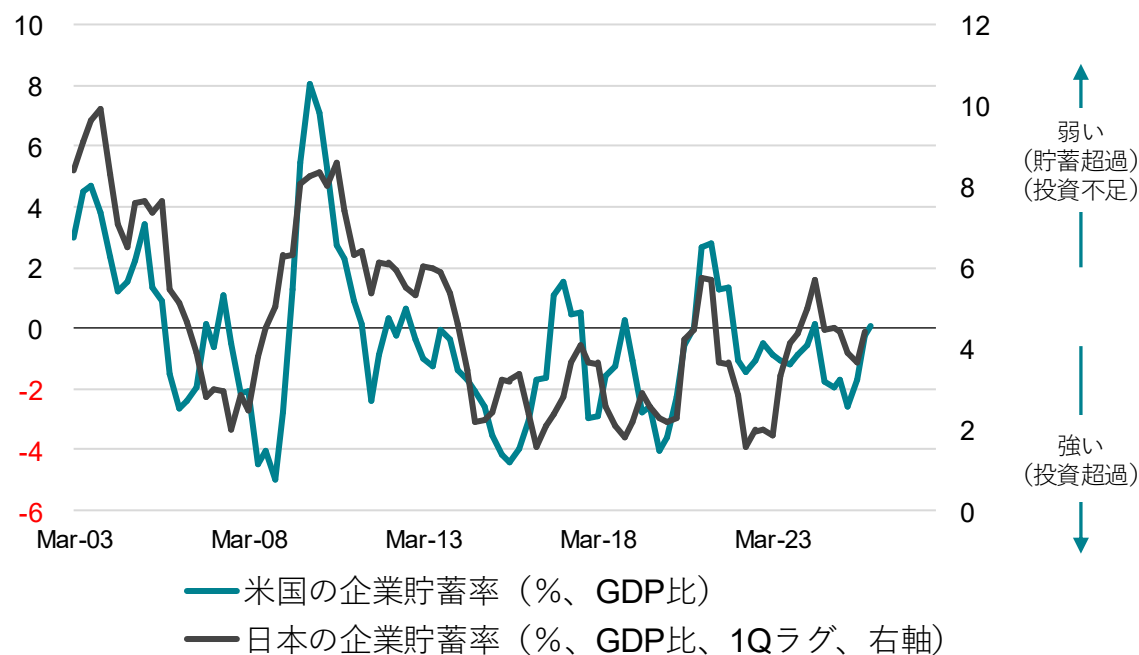
注：2022年は外れ値として除外

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

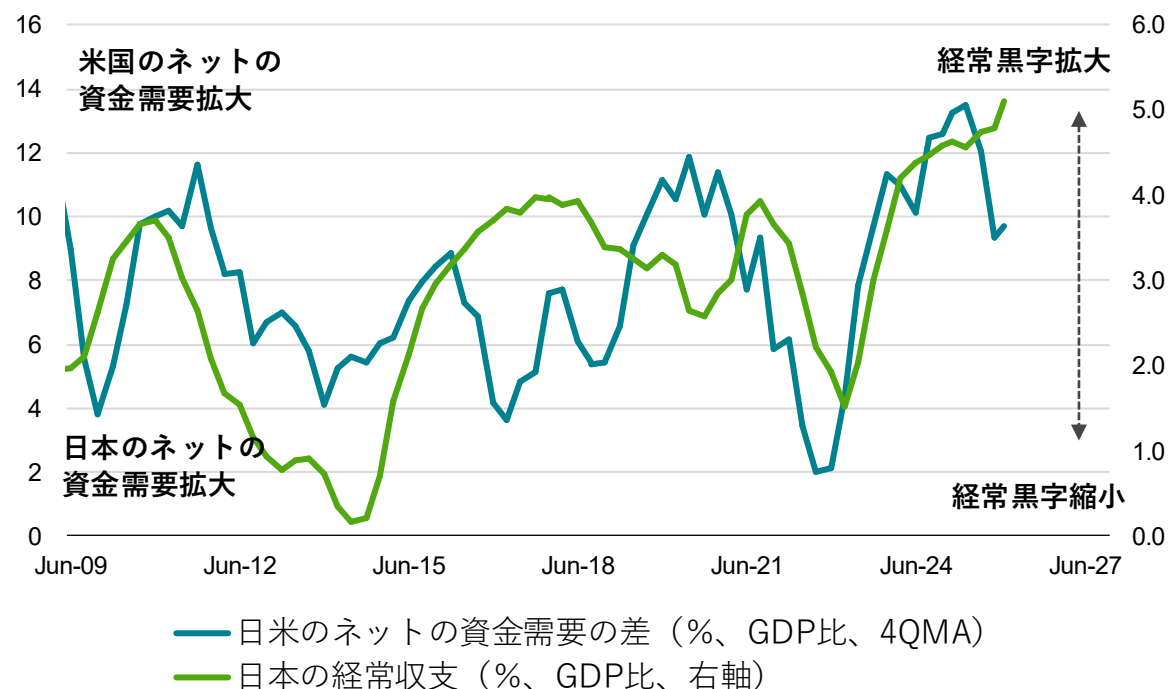
米国の企業貯蓄率は日本に先行

- 日本の企業貯蓄率は米国貯蓄率に対し1四半期のラグをもつ傾向にある。米国の企業貯蓄率が大幅なプラス圏で推移している中、日本の企業貯蓄率も上昇への警戒がまだ必要。
- 米国のネットの資金需要が拡大し、日本と相対的に内需が強くなると、日本の輸出需要が拡大し、国際経常収支の黒字が拡大する傾向がある。日本の財政拡大が大きすぎて、経常収支の黒字を押し下げて円安となることは確認できない。企業の資金需要は弱く、クラウドディング・アウトは起こっていない。

<日米の企業貯蓄率>



<日米のネットの資金需要（企業貯蓄率+財政収支）の差と日本の経常収支>



出所：日銀、内閣府、FRB、BEA、クレディ・アグリコル証券

サナエノミクスはアベノミクスとは異なる

- 高市政権の経済政策の方針は、アベノミクスとは全く異なる。アベノミクスの大規模な金融緩和に対して、高市政権では金融政策は利上げ方向である。財政政策も、総需要の単純な追加よりも、成長投資による将来の供給能力の拡大が重視されている。
- アベノミクスの成長戦略は、予算措置を伴わない規制緩和や構造改革などが中心の、政府の関与を小さくする新自由主義的な戦略であった。サナエノミクスでは、経済安全保障の強化や国土強靱化など、経済・社会課題を解決するための官民連携の成長投資・危機管理投資が成長戦略となる。

アベノミクス

金融政策：2%のインフレを目指し、日銀はバランスシート拡大など大規模な金融緩和を実施。

財政政策：総需要の単発的な押し上げが中心。財政規律はプライマリーバランスの単年度黒字化。

成長戦略：予算を伴わない規制緩和や構造改革など、政府の関与を小さくする新自由主義的な戦略。

サナエノミクス

金融政策：日銀は緩やかな利上げで金融緩和度合いを調整。政府は、強い経済成長と物価の安定の実質的なデュアルマંデートを日銀に要請。

財政政策：長期で計画的な成長投資で将来の供給能力の拡大を重視。民間投資を誘発し、投資需要の拡大で高圧経済を実現。債務残高GDP比の低下を重視する柔軟な財政規律に変更。

成長戦略：経済安全保障の強化や国土強靱化など、経済・社会課題を解決するための官民連携の成長投資・危機管理投資で「強い経済」を実現。強い産業をより強くする産業政策。

世界的潮流を踏まえた経済政策の転換 = 「経済産業政策の新機軸」 (経産省)

- 新自由主義から、社会・経済課題の解決に向けた官民連携の成長投資に潮流は変化している。

< 新自由主義的政策 (1990s~2010s) >

< 経済産業政策の新機軸 (2021~) >

目的	⇒	効率化で量の成長 (成長産業は市場が発見)	⇒	多様化する中長期の社会・経済課題の解決で付加価値型成長
理論的根拠	⇒	市場機能の重視 「政府の失敗」を懸念 政府の関与を縮小	⇒	不確実性への対応と供給能力拡大 政府による市場の創造 政府もリスクを負う「企業家国家」
政策のフレームワーク	⇒	ミクロ経済政策 (供給サイド) 民間主導 競争促進とグローバル化	⇒	ミクロ・マクロ経済政策の一体化 (需要と供給の両サイド) 官民連携の成長投資と需要の拡大
財政出動	⇒	小規模・単発・短期 プライマリーバランス黒字化	⇒	大規模・長期・計画的 新しい財政規律の指標?
帰結	⇒	投資と賃金が不足、地域の衰退、 貧富の格差の拡大、政治不安	⇒	投資と賃金の上昇による労働供給の 増加、貧富の格差の是正

新自由主義・緊縮財政から産業政策・積極財政の支持に転じた世界銀行

世界銀行レポート（2026年3月17日）：Industrial Policy for Development 抄訳

- 約30年前、世界銀行は、一部の例外を除けば産業政策は通常コストのかかる失敗であるとの立場をとり、それが産業政策への否定的な見方を広める一因となった。
- この助言は、時を経る中で有効性を失っている。本レポートは、現在の世界経済環境に合わせて、提言を更新するものである。
- **産業政策は従来考えられていたよりもはるかに再現可能性が高く、すべての国にとって政策手段の一つとして検討されるべきである。**
- 昨年、世界銀行のカントリーエコノミストの80%が、各国政府から産業政策をより効果的に活用する方法について助言を求められたと報告している。

< 新自由主義的政策（1990s～2010s） >

政府の関与を縮小
効率化による量の成長
グローバル化
財政収支の早期の改善を目指す

潮流の変化



< 経済産業政策の新機軸（2021～） >

官民連携の戦略投資と需要の拡大の競争
社会・経済の課題の解決で付加価値型成長
経済安全保障
財政赤字による戦略投資を許容

目指すべき絵姿としての「強い経済」のグランドデザインへ

<内閣府中長期の財政試算：「弱い経済」のグランドデザイン>

貯蓄率（年度）	2024	推計										
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
家計	2.0	2.2	2.3	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0
海外（-国際経常収支）	▲ 4.6	▲ 5.3	▲ 5.5	▲ 5.3	▲ 4.8	▲ 4.3	▲ 3.8	▲ 3.5	▲ 3.1	▲ 2.9	▲ 2.6	▲ 2.4
政府（a）	▲ 1.4	▲ 0.8	▲ 0.5	0.7	1.1	1.1	1.1	1.2	1.1	1.2	1.0	0.8
企業（b）	4.0	3.9	3.7	2.4	1.6	1.1	0.6	0.2	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.4
ネットの資金需要（a+b）	2.6	3.1	3.2	3.1	2.7	2.2	1.7	1.4	1.0	0.9	0.7	0.4

注：貯蓄投資バランス：家計+海外+政府+企業=0 政府利払費は2026年度の13兆円から2035年度の32兆円へ増加するが財政黒字に

積極財政による官民連携の成長投資・危機管理投資 ↓ ダイナミックスコアリング：政府投資→企業投資誘発を最大に

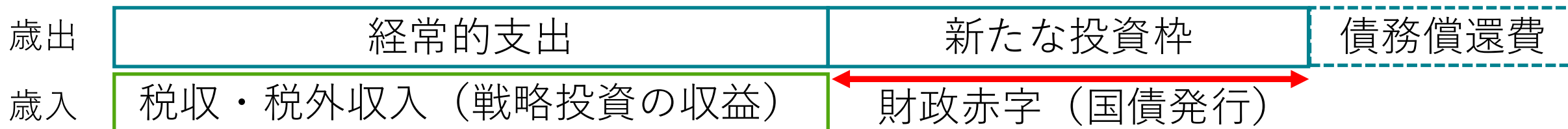
<「強い経済」のグランドデザイン>

貯蓄率（①+②+③+④=0）	
① 家計	上昇してファンダメンタルズの向上
② 海外（-国際経常収支）	安定的に推移
③ 財政収支（a+b）	成長投資と危機管理投資などの新たな投資枠の支出分はマイナス
政府経常的収支（a）	均衡へ
政府投資支出（b）	経常的支出に分別して多年度の新たな投資枠として管理
④ 企業（c）	貯蓄超過（プラス）から投資超過（マイナス）へ
ネットの資金需要（a+b+c）	名目GDP成長率3%台と家計に所得をしっかりと回すために-5%

当初予算で多年度・別枠となる「新たな投資枠」を拡大する予算編成の抜本的見直しが必要

- 特別会計・基金とは別に、国債でファイナンスする「新たな投資枠（投資的支出）」の拡大が、政府の戦略投資と積極財政へのコミットメントを示すことになる。
- **経常的支出 = 歳出 - 債務償還費 - 「新たな投資枠」**
- **経常的収支 = 税金・税外収入（成長投資の収益を含む） - 経常的支出**
- 財政収支 = 経常的収支 - 「新たな投資枠」
- 財政規律として、経常的収支は均衡を目指す
- 「新たな投資枠」は、将来の成長と所得をもたらすため、その分、財政収支は赤字
- 10年超の長期の債務残高GDP比の安定と整合的な、最大限の「新たな投資枠」が必要
- **官民合計の十分な投資超過によって、リミッターを外し、国民に所得をしっかりと回す**

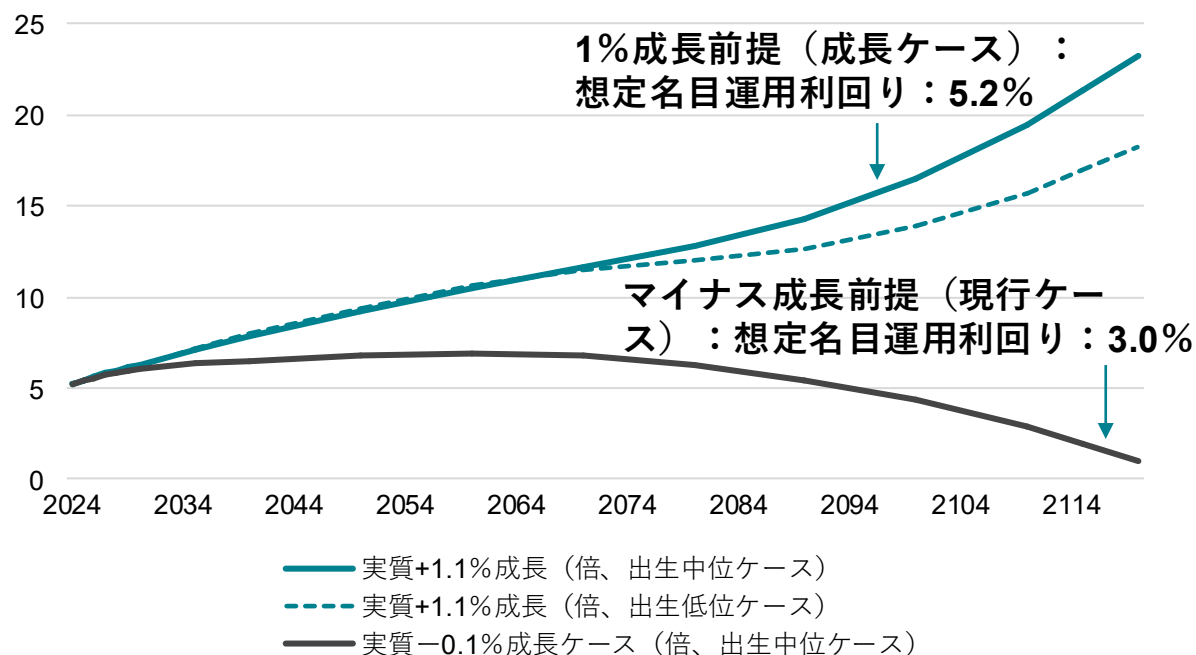
<財政収支のイメージ>



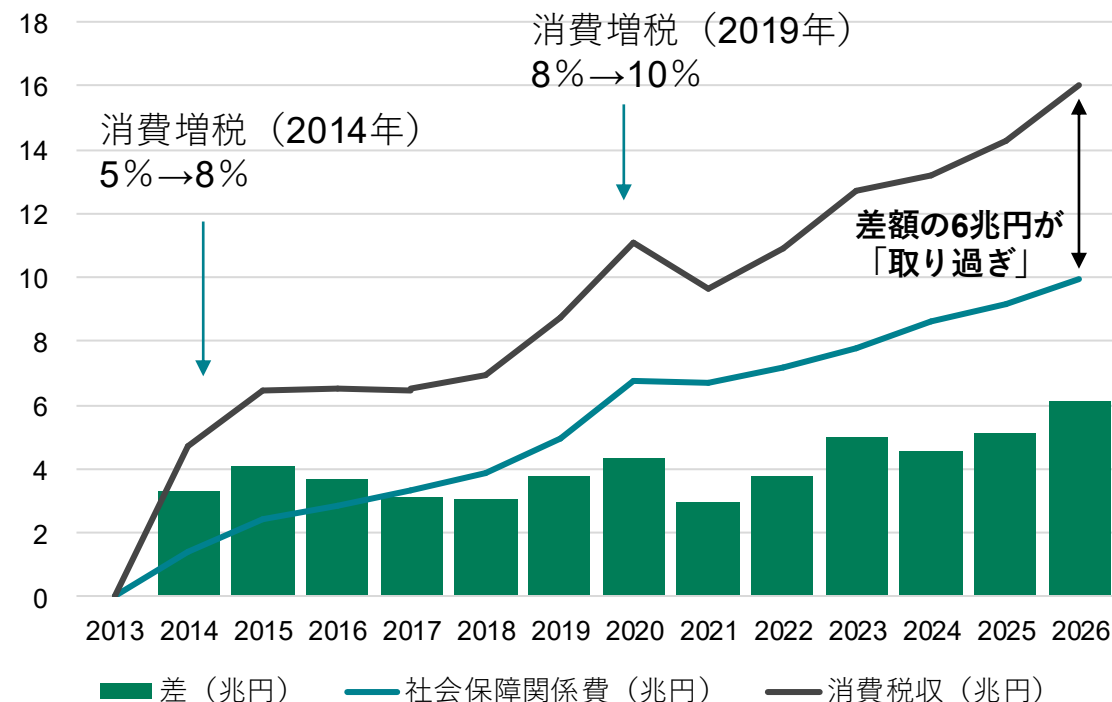
社会保障制度は強靱

- 成長型移行ケース（実質1%成長）で、100年後に、積立度は年間支払い額の20倍超となり、年金制度は強靱だ。支給に必要な財源をその時点の収入でまかなう賦課方式で、年金基金は本来必要のない政府の膨大な余剰金融資産である。
- 高齢化による社会保障関係費の増加を、消費税込の増加は大きく上回っている。消費税率を引き下げる余地がある。

< 厚生年金の積立度合 >



< 消費税込と社会保障関係費 >



注：厚生労働省の「将来の公的年金の財政見通し」

注：「積立度合」は前年度末積立金の当年度の支出合計に対する倍率。国民年金から優先的に取り崩し、100年後に1と置く。

出所：財務省、厚生労働省、クレディ・アグリコル証券

日本の負債構造は強靱である

- 企業の純負債は消滅し、政府と企業の純負債の合計である経済の負債構造が強靱であることは、投資不足も示す。経済の負債構造が強靱であれば、名目GDP成長率を大きく上回るような金利の高騰は考えにくい。
- 政府の純負債残高GDP比は急速に改善し、国債格付けAAA格の水準が目前で、戦略投資の拡大余地は大きい。

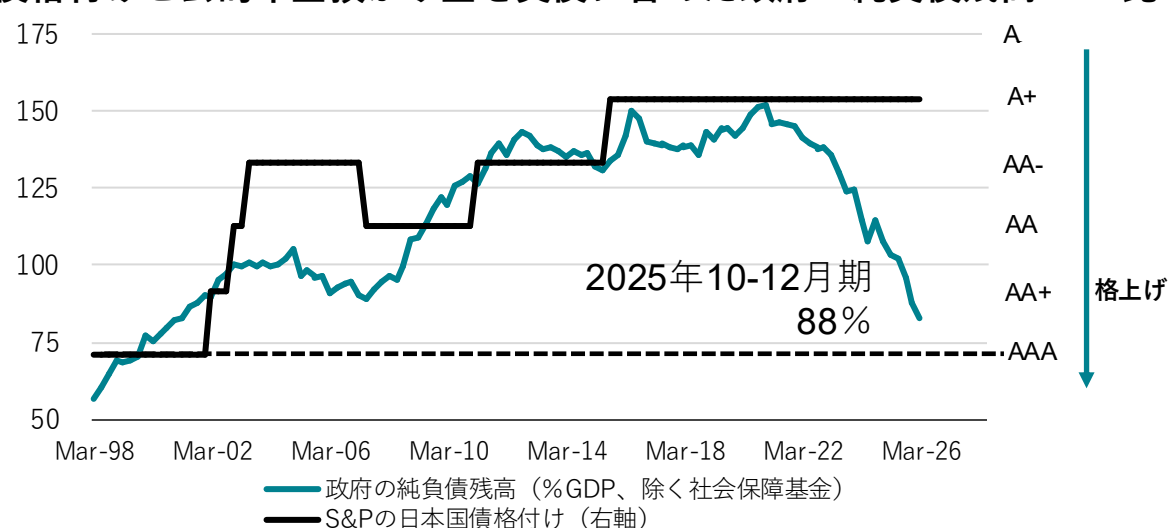
<各国の主体別純負債（対GDP比）>

2025年 10-12月期	政府総負債	政府総金融資産	部門別純負債（5つの合計はゼロとなる）					経済の負債構造 (A+B=C)	中央銀行総資産 (D)	中央銀行余剰 バランスシート (D-C)
			政府 (A)	企業（除く株式 等、B)	企業（株式等）	家計	海外			
日本	210	143	67	-10	155	-299	85	57	107	50
米国	139	35	105	216	239	-389	-171	321	18	-303
ユーロ圏	107	52	54	63	36	-164	11	117	59	-58

<国債格付けと政府の純負債残高GDP比>



<国債格付けと公的年金預かり金を負債に含めた政府の純負債残高GDP比>



日銀の利上げでも政府の純利払費の増加は限定的

- 日銀の利上げでも、政府の純利払費（GDP比%）は先進各国よりかなり小さい状況が維持される。
- 純負債残高と純利払費には相関関係が確認できる。企業の純負債残高が大きい米国は上振れ、小さい日本は下振れている。

<政府の純利払い費見通し>

純利払費	日本	米国	ユーロ圏	ドイツ	フランス	イギリス	ギリシャ
2025年	0.2	4.0	1.6	0.7	2.1	2.8	2.4
2026年	0.5	4.1	1.7	0.8	2.3	3.0	2.4
2027年	1.0	4.2	1.8	0.9	2.5	3.1	2.5

単位: 対GDP比%

<短期金利見通し>

短期金利	日本	米国	ユーロ圏	ドイツ	フランス	イギリス	ギリシャ
2025年	0.8	4.2	2.2			4.2	
2026年	1.4	3.6	2.0			3.5	
2027年	2.0	3.4	2.0			3.5	

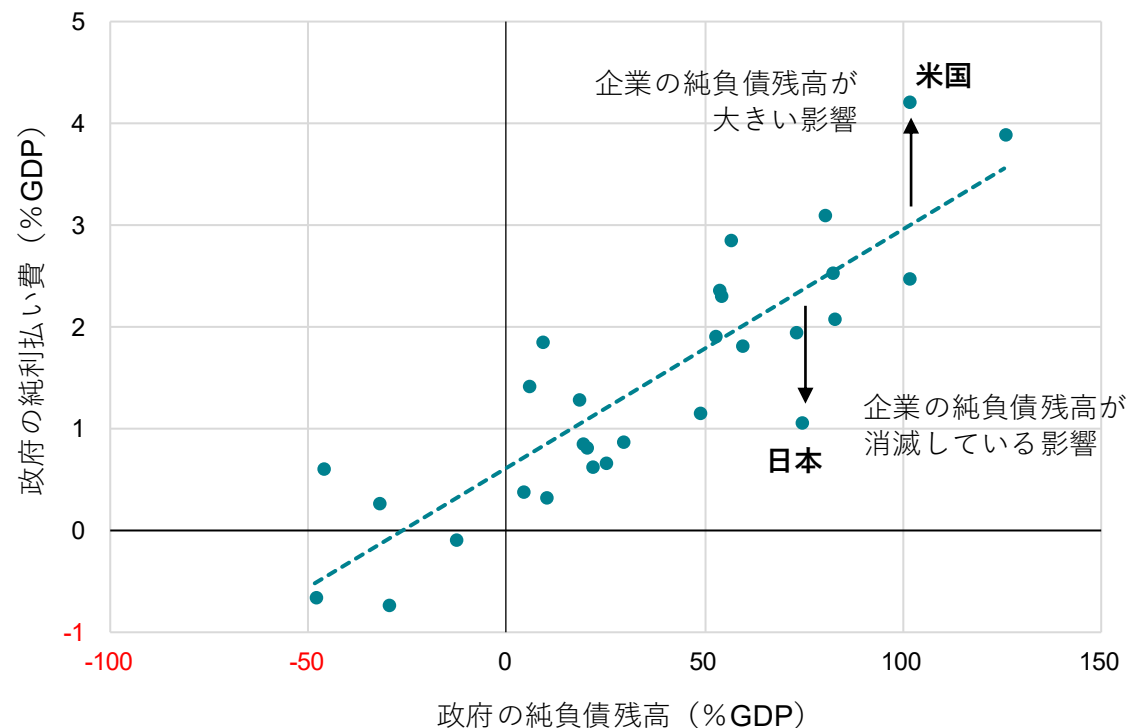
単位: %

<長期金利見通し>

長期金利	日本	米国	ユーロ圏	ドイツ	フランス	イギリス	ギリシャ
2025年	1.5	4.3	3.1	2.6	3.3	4.6	3.4
2026年	2.3	4.1	3.2	2.7	3.5	4.5	3.5
2027年	2.7	4.1	3.2	2.8	3.6	4.5	3.6

単位: %

<政府の純利払費と純負債残高（2027年）>

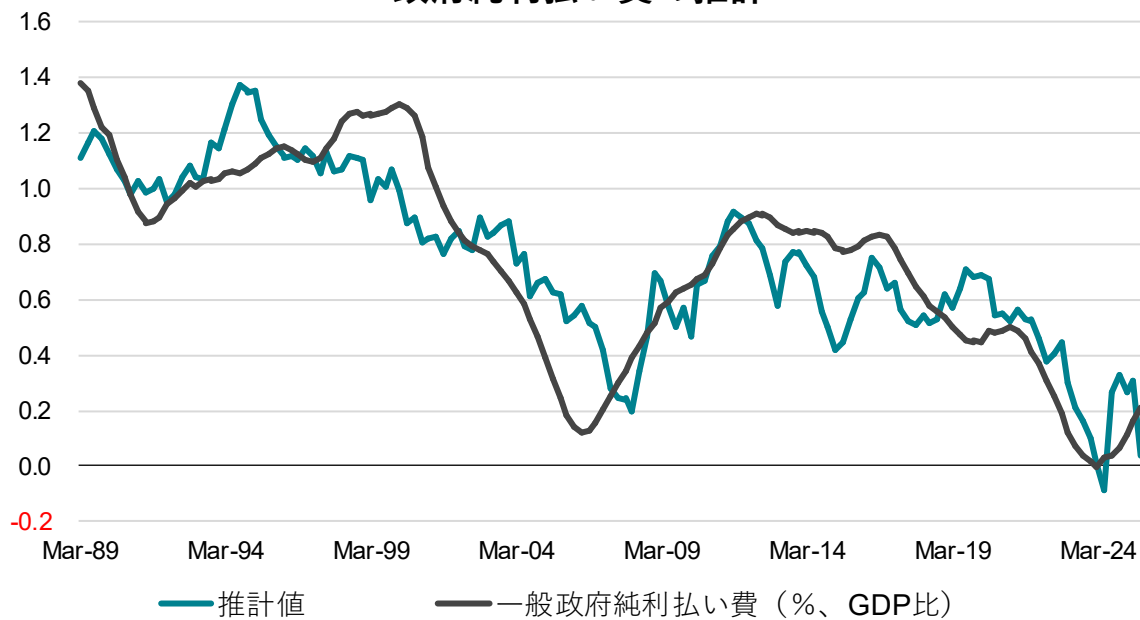


出所: OECD、クレディ・アグリコル証券

政府の純利払い費のGDP比は小さいまま

- 政府の純利払い費のGDP比は、ネットの資金需要と経済の負債構造（企業と政府を合わせた純負債のGDP比）で決まるようだ。日銀の利上げでも、政府の純利払費（GDP比%）は先進各国よりかなり小さい状況が維持される。
- 官民連携の投資拡大による100%の経済の負債構造と-5%のネットの資金需要を前提としても、政府の純利払い費のGDP比は1%程度と小さいままだ。

<政府純利払い費の推計>



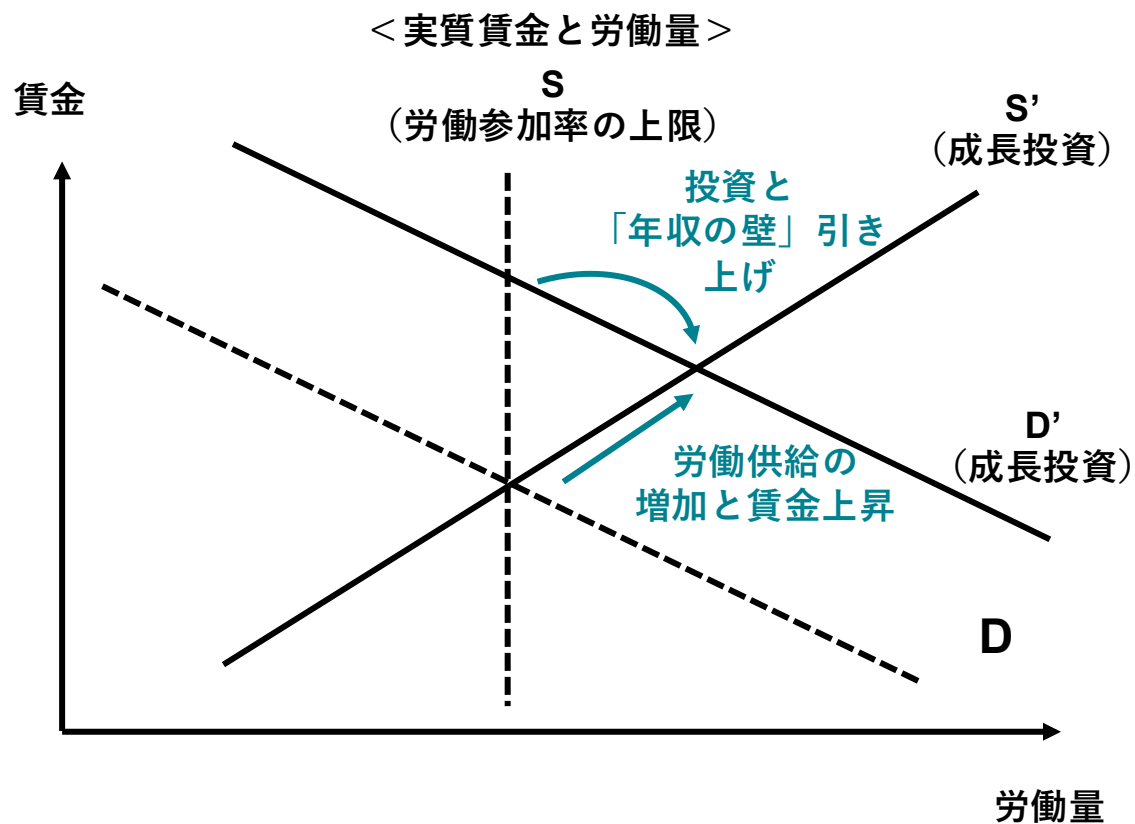
<政府純利払い費（%、GDP比）のマトリクス>

経済の負債構造（企業と政府を合わせた純負債（GDP比））	ネットの資金需要（企業貯蓄率+財政収支、GDP比）						
	-15	-10	-5	0	5	10	15
0	0.9	0.3	-0.2	-0.8	-1.4	-1.9	-2.5
25	1.2	0.6	0.0	-0.5	-1.1	-1.6	-2.2
50	1.5	0.9	0.3	-0.2	-0.8	-1.4	-1.9
75	1.7	1.2	0.6	0.1	-0.5	-1.1	-1.6
100	2.0	1.5	0.9	0.3	-0.2	-0.8	-1.3
125	2.3	1.7	1.2	0.6	0.1	-0.5	-1.1
150	2.6	2.0	1.5	0.9	0.3	-0.2	-0.8
175	2.9	2.3	1.8	1.2	0.6	0.1	-0.5
200	3.2	2.6	2.0	1.5	0.9	0.4	-0.2
225	3.5	2.9	2.3	1.8	1.2	0.6	0.1
250	3.7	3.2	2.6	2.1	1.5	0.9	0.4
275	4.0	3.5	2.9	2.3	1.8	1.2	0.6
300	4.3	3.7	3.2	2.6	2.1	1.5	0.9

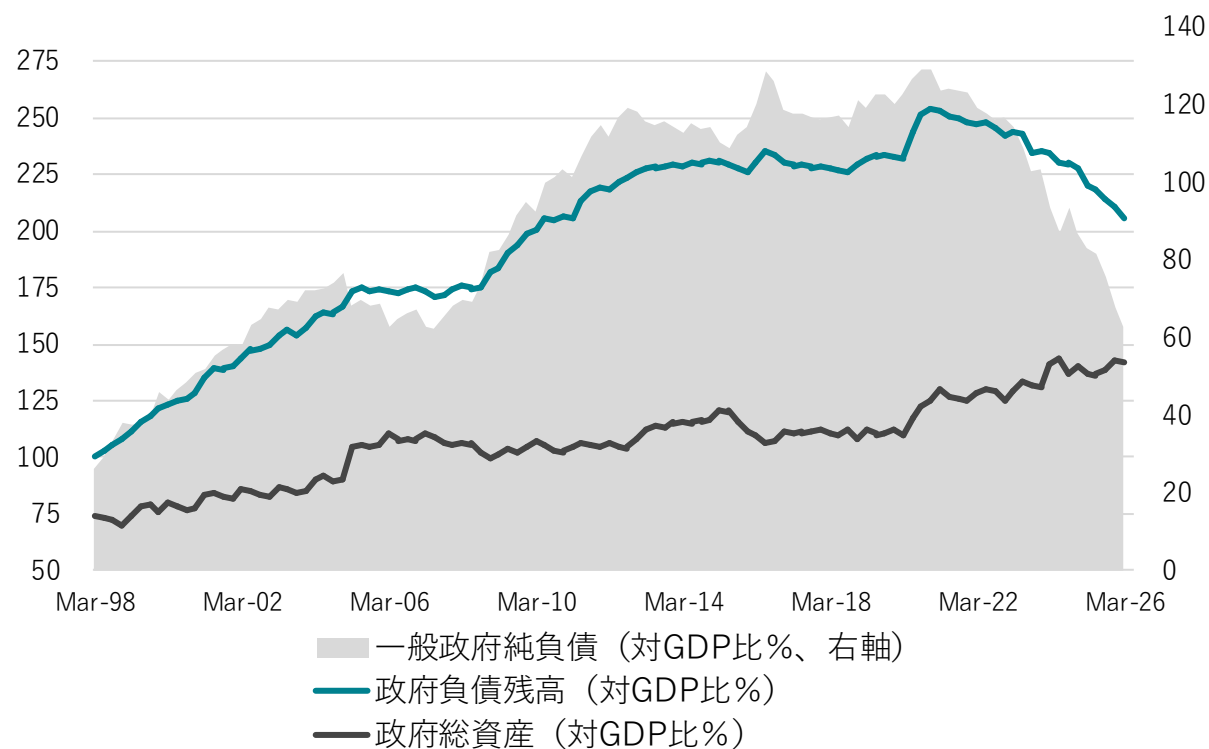
$$\text{政府純利払い費（\%、GDP比）} = -0.71 + 0.01 \text{ 経済の負債構造率} - 0.04 \text{ ネットの資金需要（\%、GDP比、4QMA）} - 0.07 \text{ ネットの資金需要（\%、GDP比、4QMA、20四半期ラグ）}; R2=0.75$$

投資と制度改革で労働の供給曲線は右上がり限界ではない

- 労働参加率の上限によって、労働供給に限界があるとされている。成長投資によって、資本蓄積で労働生産性が上昇するなどして、労働供給曲線が変化し、労働供給量は増加する。「年収の壁」引き上げも追い風となる。
- 成長投資による名目GDPの拡大と、資産価値の上昇によって、純負債残高GDP比は更に改善する。



<政府の総負債と総金融資産（グローバル基準で時価評価）>



Key calls（経済）：高圧経済の方針で構造的経済停滞からの完全脱却の動き

成長（CY25：1.1%・CY26：0.3%・CY27:0.5%）：短期的停滞の後に構造的経済停滞から脱却へ

2026年は、グローバルな景気減速とトランプ政権の不確実性、地政学上のリスクによる原油高と供給停滞の下押しの中、日銀が拙速な利上げをすることで、+0.5%程度の潜在成長率を下回る成長となり、構造的経済停滞からの脱却への動きは一時的に停滞する。2027年以降は、グローバルな循環的景気回復、高市政権の官民連携の戦略投資拡大の積極財政の推進と設備投資サイクルの上振れによる内需の拡大で、構造的経済停滞からの脱却への動きが再開する。2028年までには、成長の上振れによる高圧経済への動きとなる。時限的な消費減税に加え、実質賃金の上昇が消費の回復につながる。名目GDPの持続的拡大によって、企業の競争がコスト削減から投資に明確に変化する。設備投資のGDP比率はなかなか到達できなかった18%を大きく上回り、消費の拡大とともに景気回復に加速感が出る。企業の期待収益率・成長率の上振れで潜在成長率が上昇する。企業貯蓄率は正常なマイナスに戻り、構造的経済停滞を完全脱却。積極財政・緩和的金融政策の継続が必要条件で、緊縮財政への転換や利上げのスピードが速ければ、構造的経済停滞脱却の失敗のリスクになる。

物価上昇率（CY25：3.0%・CY26: 1.9%・CY27: 0.6%）：エネルギーを除けば一時的に減速

消費者物価指数（除く生鮮食品とエネルギー）の前年比は、まだ弱い内需とエネルギーコストの大幅な増加による購買力の低下によって、2026年後半に一時的に1%台半ばまで縮小する。需要の価格弾力性の上昇に企業は警戒感を持ちなじめる。時限的な消費減税もあり、2027年には0%台まで減速する。グローバルな循環的景気回復と内需の回復の下、設備投資と賃金を含む企業の支出が強くなり、過剰貯蓄として構造的経済停滞の原因となった企業貯蓄率のプラス幅は縮小していく。実質賃金の上昇による消費の回復と成長率の上振れによる高圧経済の実現で、物価上昇率は再び2%に向けて上昇幅が拡大していく。2028年には企業貯蓄率がマイナス化し、構造的経済停滞圧力を払拭し、賃金上昇の加速とインフレ期待が2%にアンカーされることで、物価目標の安定的・持続的な達成となる。日銀の拙速な利上げによって、信用サイクルの下押しで内需が腰折れないことと急激な円高にならないことが前提条件。

Key calls（政策）：政府と日銀の連携で強い経済成長と安定的な物価上昇の両立

金融政策：強い経済成長と安定的な物価上昇の両立のデュアル・マンデート

2024年からの四度の利上げをしたことで、内需の回復を遅らせてしまった。拙速に動くことで、グローバルな金利上昇局面に対峙する利上げ余地を浪費してしまった。高市政権の高圧経済による構造的経済停滞からの脱却と積極財政の方針との連携がより重視される。政府は、日銀に強い経済成長と安定的な物価上昇の両立を目指す、事実上のデュアル・マンデートを課した。中立金利に向けた利上げは、半年に1回の緩やかなものとなる。2%の物価目標に向けた物価上昇率の再拡大で、ゼロ%程度の実質政策金利に合わせた利上げを継続。2028年には、企業貯蓄率がマイナスに戻り、企業の需要が回復し、構造的経済停滞の脱却で、実質政策金利は物価目標対比でマイナスを脱する。物価上昇の拡大に従った利上げとなることで、実質政策金利はゼロ%近傍が維持され、企業の投資拡大による企業貯蓄率のマイナス化を支援する。2029年に実質政策金利が若干のプラスに戻るところが到達点となる。地政学上のリスクが高まる中でのグローバルな景気減速の下、拙速な利上げで、信用サイクルと設備投資サイクルが腰折れれば、内需の鈍化で企業貯蓄率は上昇し、構造的な不況に戻るリスク。

財政政策：戦略投資拡大と高圧経済の方針の下で積極財政を推進して内需拡大に注力

政府の関与を縮小する自由主義的政策からの転換は継続し、成長を妨げている社会・経済課題を、政府の積極財政と官民連携の戦略投資によって解決する新機軸の方針がとられる。積極財政と高圧経済を実現する高市政権に移行し、戦略投資の拡大と減税で、景気回復を国民に実感させることで、2028年の参議院選挙までに政権への強い支持を維持しようとする。戦略投資まで税収でまかなう必要があるなどの欠陥があるプライマリーバランスの黒字化目標は、骨太の方針で形骸化し、積極財政を推進できる財政目標に転換する。予算編成方針を抜本的に改革し、当初予算に新たな投資枠を設定することで成長戦略に基づく長期投資を可能にし、危機には機動的な補正予算で対応する。外需依存から脱するため、米国との貿易紛争後の1980年代後半の内需拡大のような展開が経済政策で促進される。構造的経済停滞からの完全脱却によって、税収が大きく上振れすることで、2029年に財政収支は赤字を脱する。政府の純負債残高GDP比は、過去AAAであった50%の水準に改善する。

メインシナリオ①：構造的経済停滞からの脱却への道

2024年（実績）：日銀の拙速な利上げでマイナス成長に

- 日銀が拙速なマイナス金利政策の解除と追加利上げを実施して信用サイクルが下押しされ、グローバルな景気減速もあり、実質GDP成長率はマイナスとなる経済停滞に。輸入物価の上昇の転嫁が進み、物価上昇率の高止まりが、実質賃金の下押しとなり、内需が停滞。
- 内需は停滞しながらも、名目賃金等の上昇を背景とした日銀の利上げ姿勢継続により、長期金利は上昇。

2025年（実績）：高市政権の誕生で成長期待が高まる

- グローバルな景気減速とトランプ政権の不確実性の景気下押しが続く。賃金上昇によって、消費は緩やかな回復基調。日銀の利上げが一時休止することで、設備投資のサイクルは堅調に。実質GDP成長率は0.5%程度の潜在成長率を上回る。緊縮的な石破政権の退陣後、高市政権の経済政策の方針は積極財政に変化し、大規模な経済対策を実施。
- 日銀の利上げ、高市政権の積極財政と成長期待の高まりで長期金利、超長期金利は大きく上昇。株式市場も、緊縮的な石破政権による石破ディスカウントが剥落し、高市政権下での成長期待と円安サポートで上昇が続く。

2026年：地政学上のリスクと政策転換の端境期で一時的な停滞

- グローバルな景気減速とトランプ政権の不確実性、地政学上のリスクによる原油高と供給停滞の下押しの中、日銀が拙速な利上げをすることで、潜在成長率を下回る成長となり、構造的経済停滞からの脱却への動きは一時的に停滞する。高市政権は、6月の骨太の方針で、官民連携の戦略投資拡大の積極財政を推進し、2027年度の積極財政の政府予算が執行されることで、高圧経済を目指す。2026年はその端境期にあり、推進力は限定的となる。政策経費は当初予算に計上され、補正予算は緊急時のフレキシブルなものとなる。
- ネットの資金需要の回復に伴う安定的な名目GDPの成長で、リスク資産は堅調な推移が続く。成長期待を先んじて織り込んだ長期、超長期金利は緩やかな上昇のなかで2027年以降の中立金利に向けた利上げサイクルを織り込んでカーブは徐々にフラット化へ。

メインシナリオ②：構造的経済停滞からの脱却への道

2027年：官民連携の戦略投資の始動で構造的経済停滞脱却への動きも再開

- 官民連携の戦略投資の始動で、企業貯蓄率の低下がみられる。ネットの資金需要がしっかり回復する。企業の競争がコスト削減から投資に明確に変化し、設備投資のGDP比率はなかなか到達できなかった18%を明確に上回る。実質賃金の上昇が、消費の回復につながる。日銀は中立金利に向けて、半年に1回の利上げを継続。実質政策金利はゼロ近傍が維持され、構造的経済停滞からの脱却を支援。
- マイナスのネットの資金需要と名目GDPの持続的成長でリスク資産の上昇は続き、日経平均株価は7万円台が定着。日銀の利上げに伴い長期金利も上昇するものの、利上げの到達点が意識され始めることでカーブのフラット化が続く。

2028年：構造的経済停滞脱却で潜在成長率が上昇

- 内需の拡大によって、実質GDP成長率は1%台半ばの水準へ加速。企業貯蓄率が正常なマイナスに転じて、企業の資金需要が回復し、構造的デフレ圧力を払拭し、物価上昇率も目標の2%に安定的に達し、予想インフレ率もアンカーされ、構造的経済停滞を完全脱却。政策金利は2%まで上昇し、実質政策金利はマイナスを脱する。
- デフレ構造不況の脱却で名目GDPの成長が持続し、日経平均株価は7万円台後半で推移。金利は、利上げが到達点に達し、GDPの伸び率がやや落ち着くことでカーブはさらにフラット化。

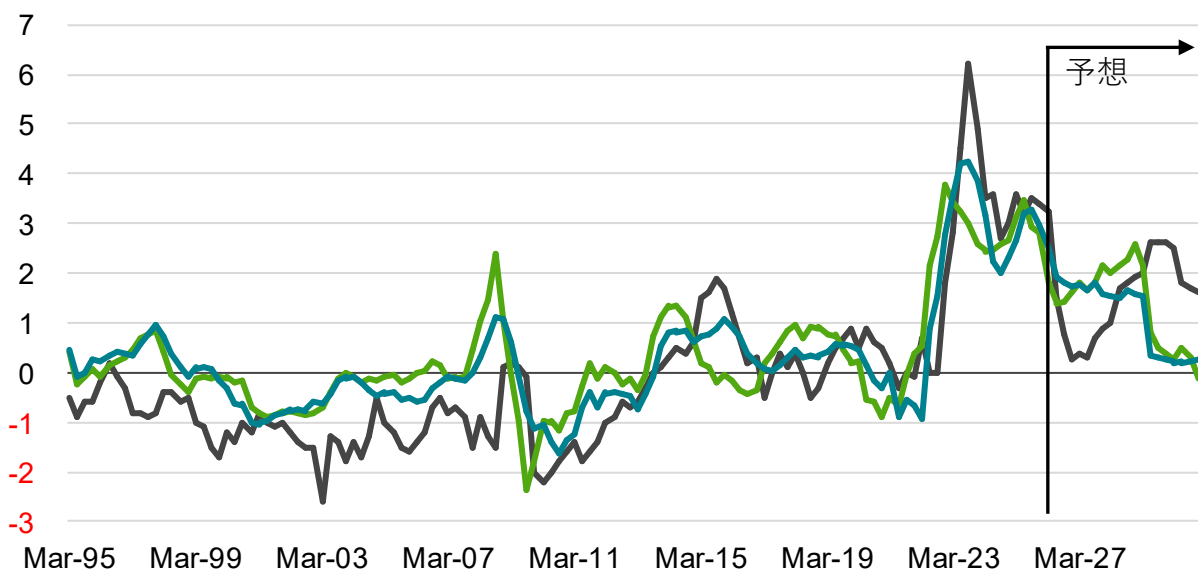
2029年：高圧経済の維持と財政収支の黒字化

- 企業の期待収益率・成長率の上振れで潜在成長率が1%程度に上昇。日銀の政策金利が2.25%に達したあと、若干の実質プラスの水準で利上げを止めることで、景気がやや過熱気味の高圧経済となる。円高は景気を下押すが、実質GDP成長率は引き続き1%を上回る。経済規模の持続的拡大の予見可能性によって企業の投資が拡大し、名目GDPの拡大によって税収が増加し、財政収支は赤字を脱する。
- 実質の成長率は鈍化しながらも、ネットの資金需要の安定的な推移と名目GDPの拡大でリスク資産やインフレ期待の底割れは回避される。

インフレ率は徐々に下振れリスクに変化

- 物価は2%の目標をまた大きく下回る可能性が高く、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、構造的なデフレ圧力の払拭が見通せるまで、デフレ完全脱却はできない。原油価格の上昇による交易条件の悪化で、GDPデフレーターは急減速するリスクがある。
- 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950兆円程度まで拡大し、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。

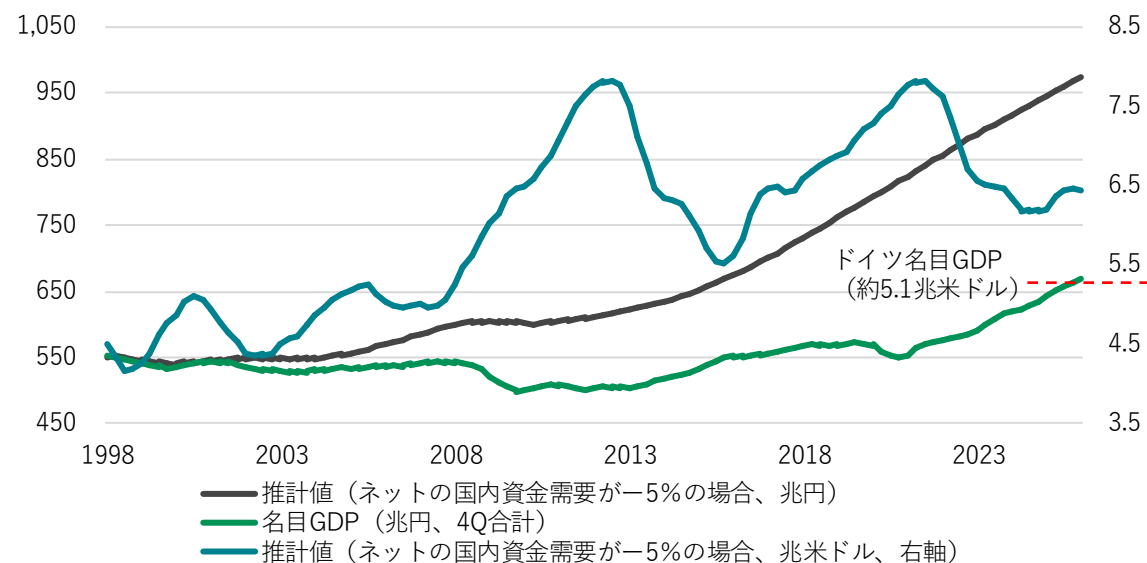
<消費者物価指数とGDPデフレーター>



— GDPデフレーター（前年比%）
 — コアCPI（除く生鮮食品、前年比%）
 — コアコアCPI（除くエネルギー及び生鮮食品、前年比%）

注：消費税影響除く
 出所：日銀、内閣府、総務省、厚生労働省、クレディ・アグリコル証券

<名目GDPのシミュレーション>



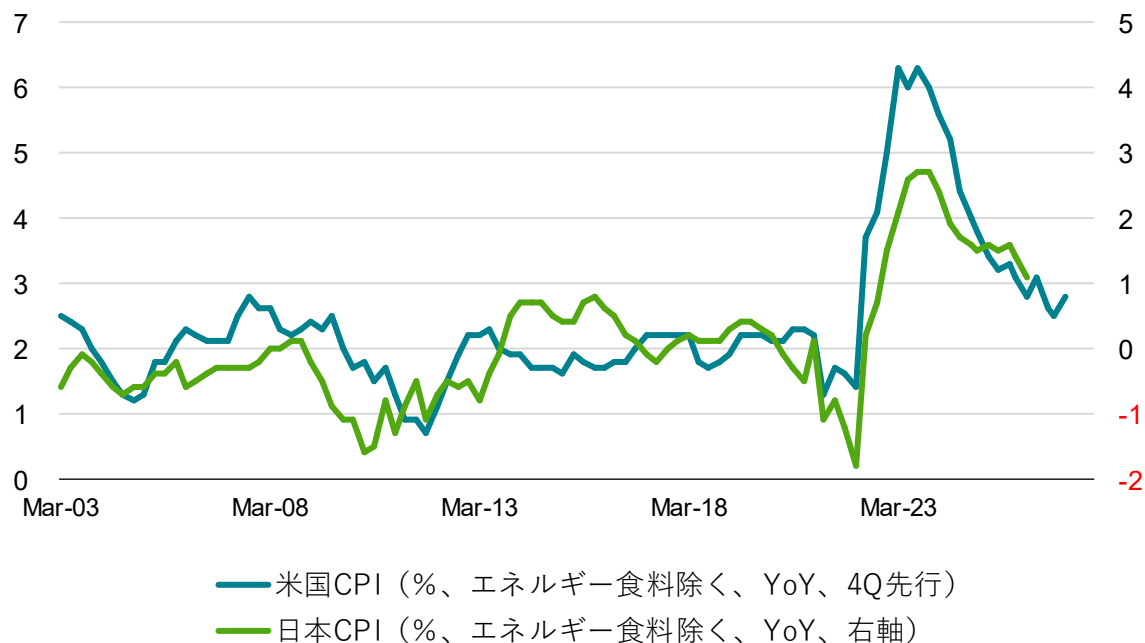
名目GDP（前年比、4QMA） = -0.11 - 0.26 ネットの資金需要 + 0.15 日銀短観中小企業貸出態度DI（4QMA） + 3.89 アップダミー - 4.33 ダウンダミー；R2=0.79（アップ・ダウンダミー調整前R2=0.38）

注：消費税影響除く、アップダウン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

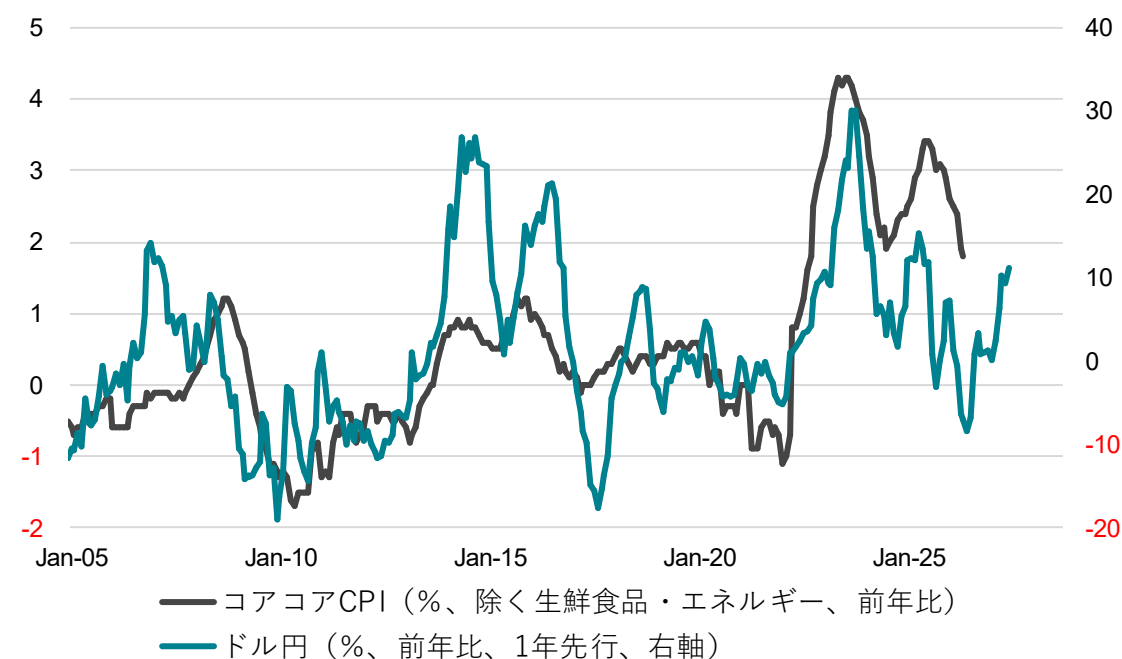
米国の物価上昇率の鈍化と円安の一服は日本の物価上昇率の鈍化につながる

- 消費者物価は日本は米国に遅行する傾向が強い。米国のインフレの鈍化は、日本のインフレも鈍化させる方向に。
- 円安の物価押し上げも一服し、インフレは鈍化する方向に。物価上昇率にはドル円の水準ではなく変化が重要であることに注意が必要だ。

<日米のCPI (グローバルコア)>



<ドル円とコアコアCPI>



出所：総務省、BLS、Bloomberg、クレディ・アグリコル証券

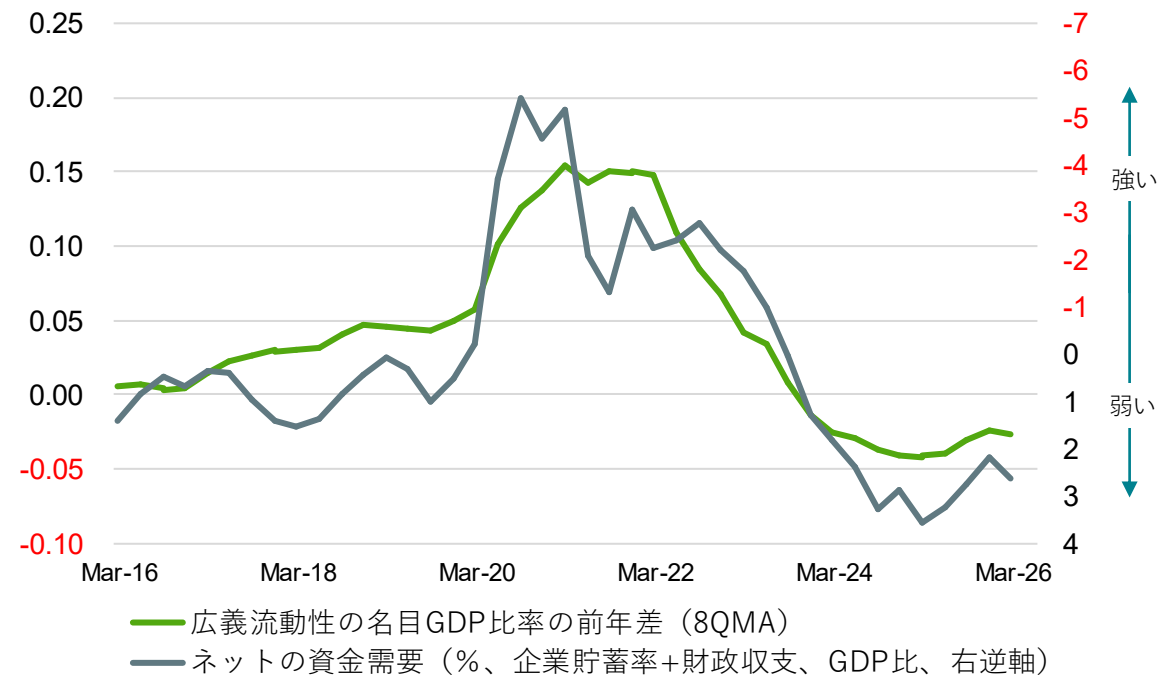
円安が企業収益を押し上げている

- 製造業の収益は、貿易収支ではなく貿易総額に左右され、製造業は競争力を失っていない。
- 日銀当座預金残高が潤沢であるという前提で、企業と政府が借入をして支出を増やせば、通貨は増加していくことになる。ネットの資金需要がマイナス方向に動くと、広義流動性（マネーストック）の名目GDP比率が上昇することが確認できる。

< 製造業の経常利益とコア貿易総額 >



< 広義流動性の名目GDP比率とネットの資金需要 >



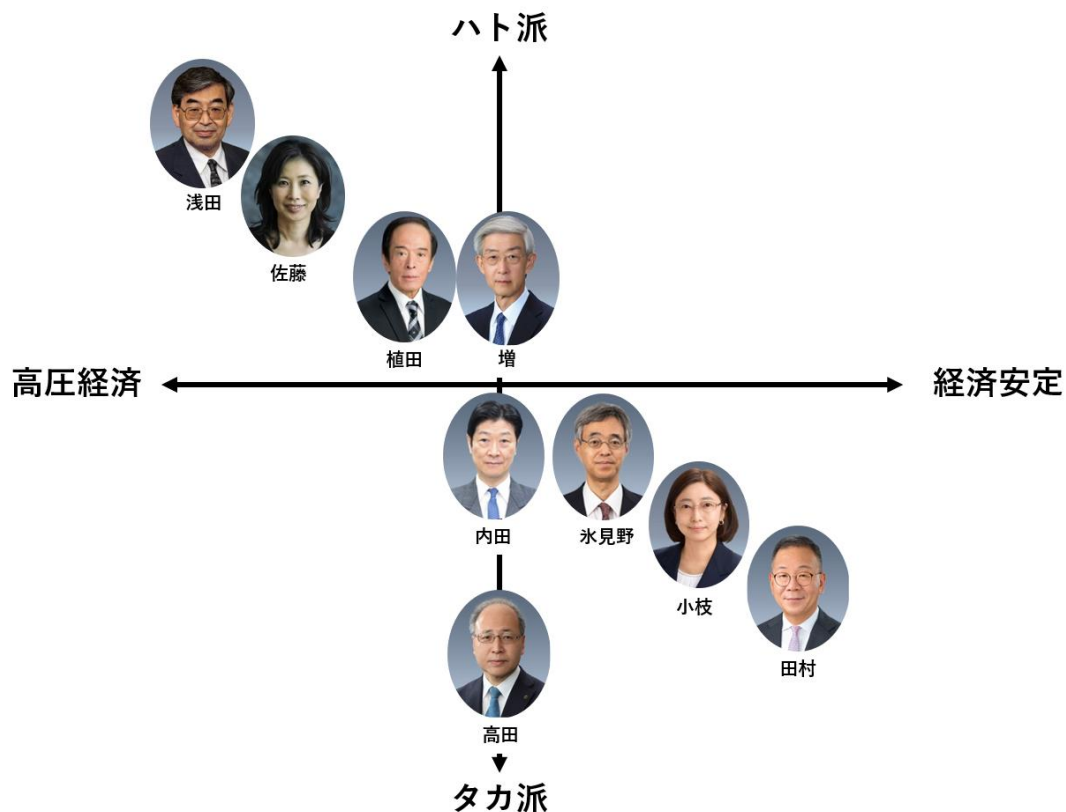
製造業経常利益（兆円、前年差）=-0.20+0.41コア貿易総額（兆円、前年差）；R2=0.55

出所：日銀、内閣府、財務省、クレディ・アグリコル証券

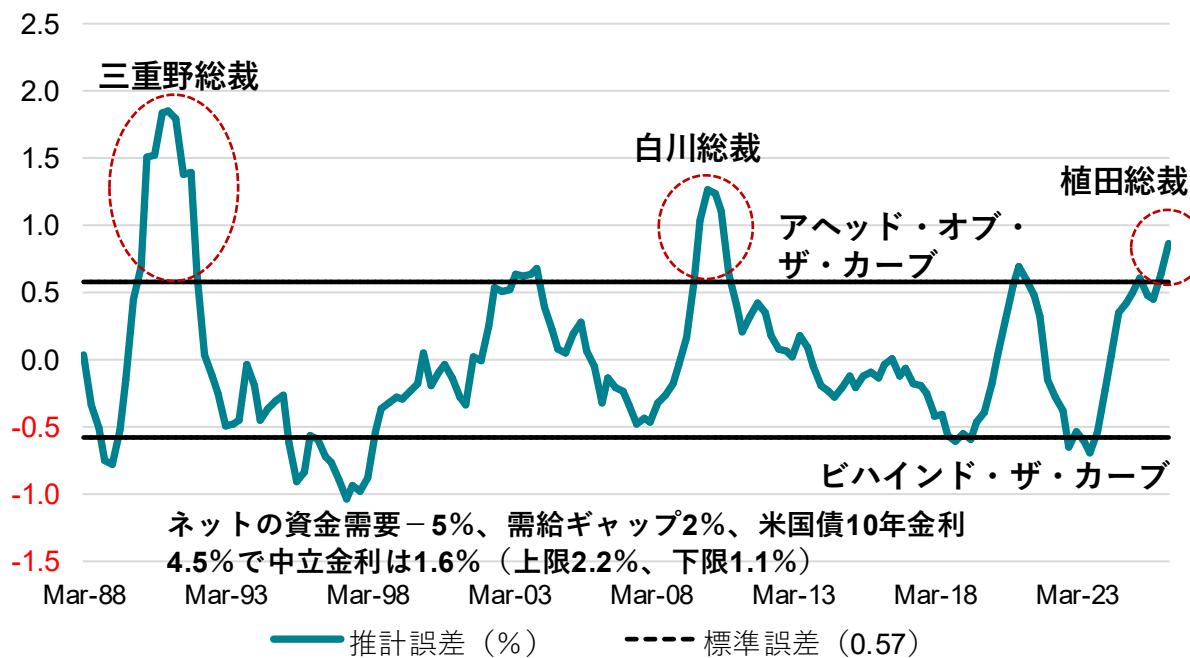
植田総裁下の分布図の比重はハト派とタカ派でバランス

- 植田総裁下の分布図の比重は、ハト派とタカ派でバランスしている。
- 金融引き締めバイアスを考慮すると、日銀政策金利のマクロ・フェアバリューは既に上限にある。

<植田日銀総裁下の政策委員の分布図>



<コールレートのマクロ・フェアバリュー推計誤差>

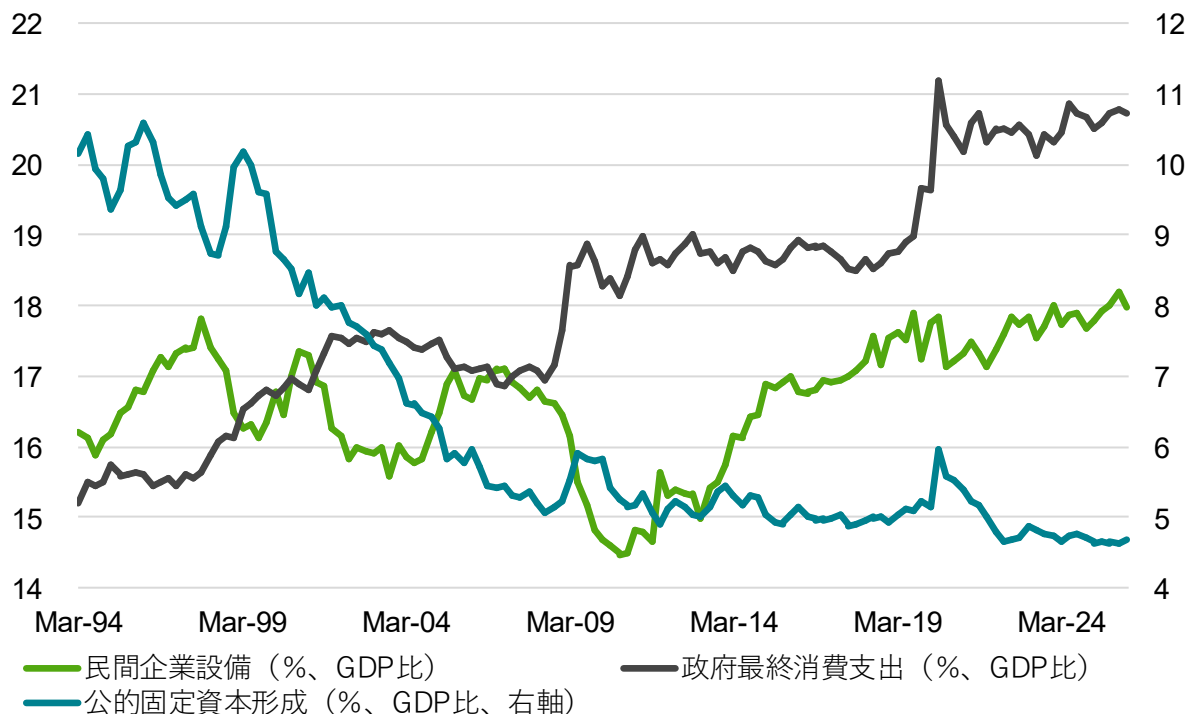


$$\text{コールレート (\%)} = -0.18 - 0.13 \text{ ネットの資金需要 (\%GDP、1Qラグ)} + 0.30 \text{ 需給ギャップ (4QMA、1Qラグ)} + 0.12 \text{ 米国債10年金利; } R^2 = 0.84$$

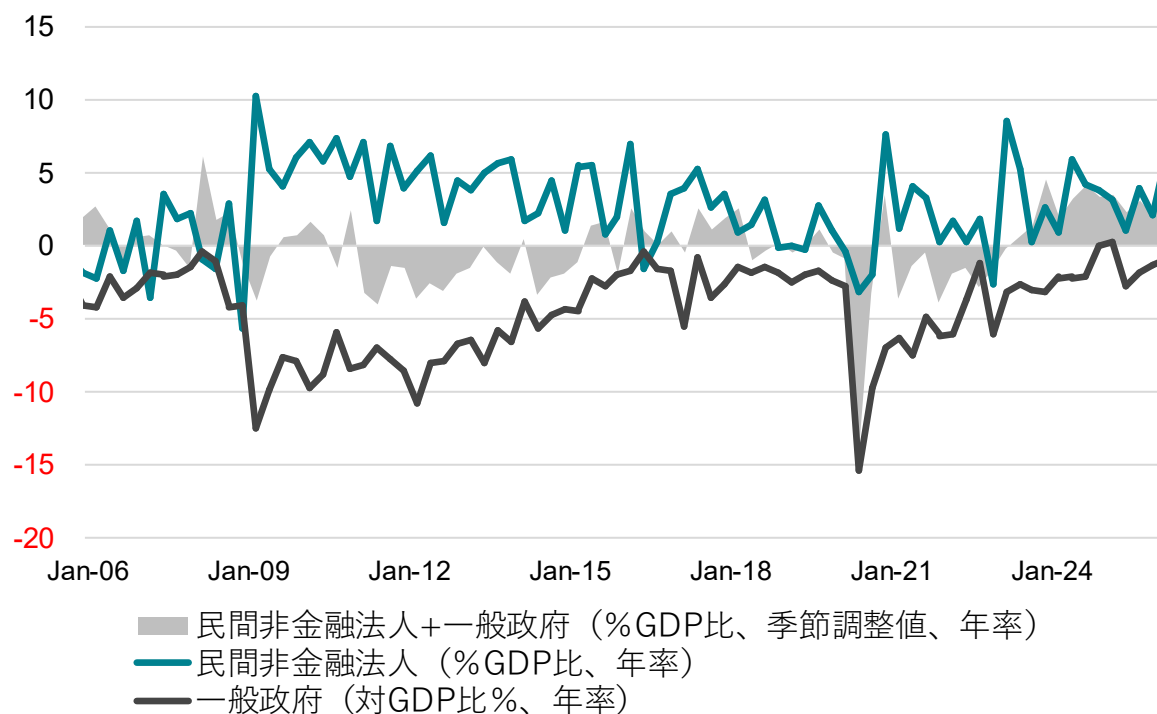
公的投資の拡大は急務

- 高齢化などによる政府消費の増加を懸念し、公共投資が削減され、地方経済の疲弊と災害に脆い体質となった。民間の設備投資サイクルの上昇に、公的投資がついていかなければ、官民連携の戦略投資の障害となる。
- 財政収支の赤字がほぼなくなってしまうことは、国民の生活を困窮化させていることになり、日銀の拙速な利上げとともに内需の弱さの原因になっている。とりすぎた税収の国民への還元と公的投資の拡大は急務だ。

<公的投資の割合>



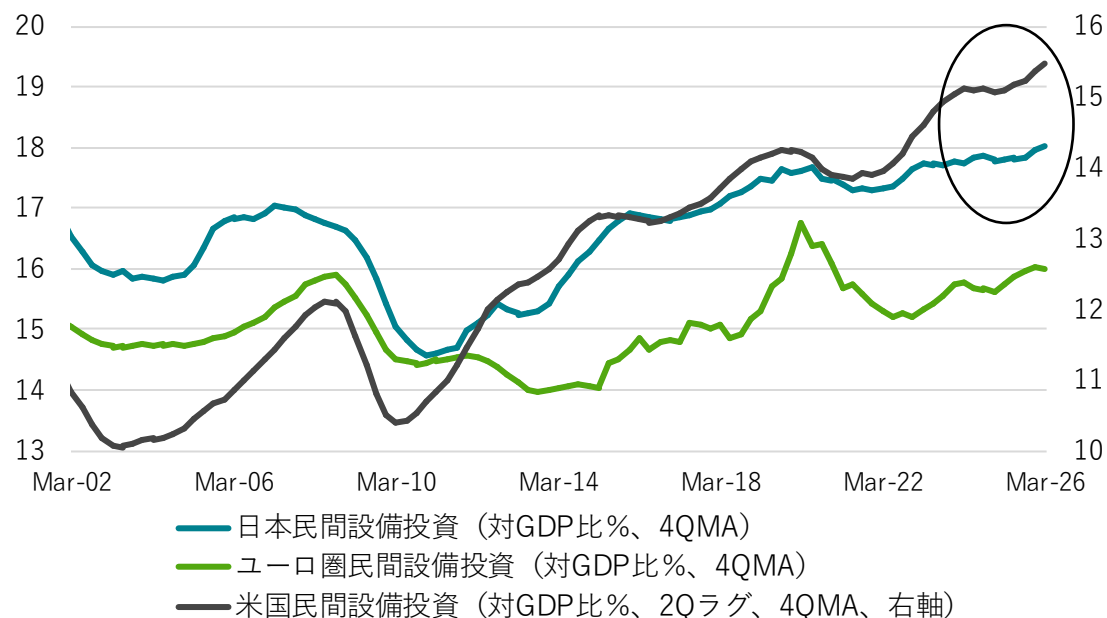
<季節調整値の民間非金融法人と一般政府の貯蓄率>



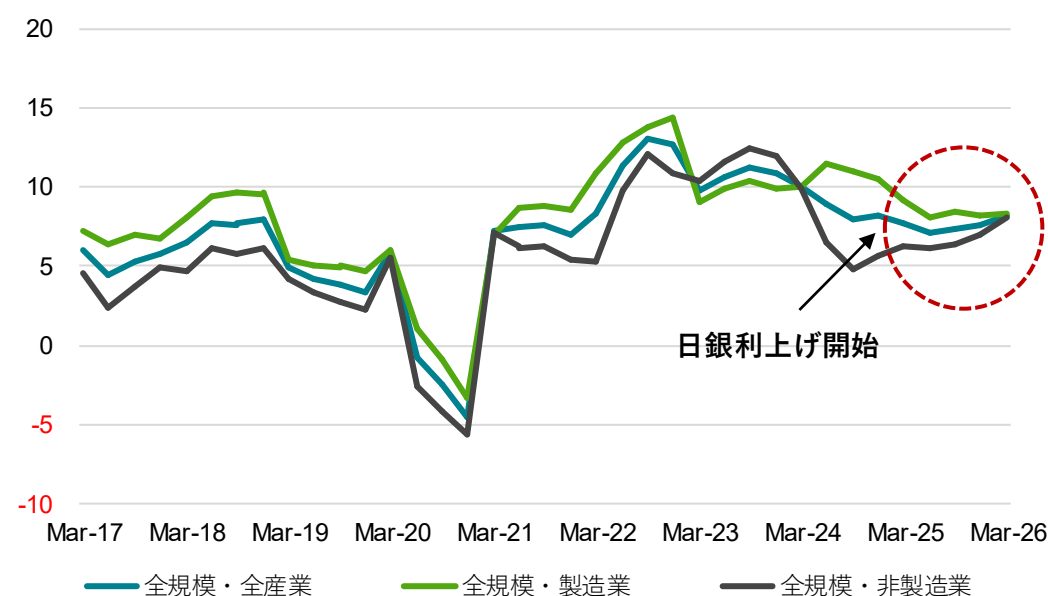
米国の設備投資サイクルにキャッチアップできるか？

- 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。内需が弱く投資機会がないことで、資本の流入が弱く、円安の原因に。
- 日本の企業の投資計画には強い回復の兆しがみられていた。人手不足による労働から資本の代替が必要にもかかわらず、日銀の拙速な利上げによって、中小企業と非製造業の設備投資を減速させてしまったことが、供給側からの「悪い」物価上昇の原因になっている。

<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>

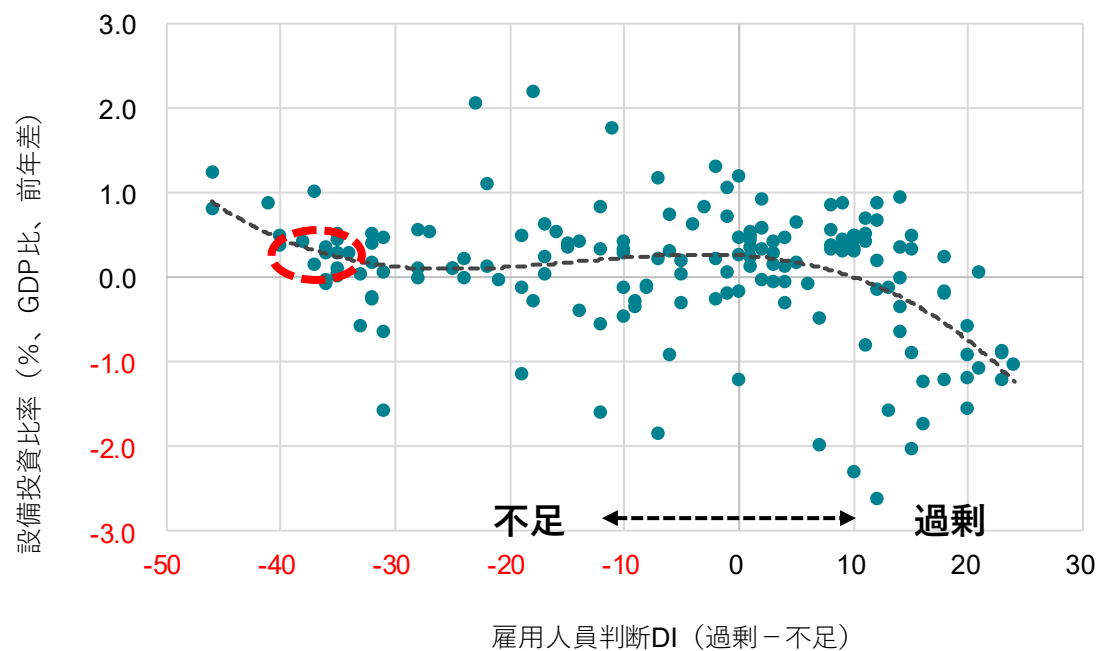


出所：日銀、内閣府、BEA、Eurostat、クレディ・アグリコル証券

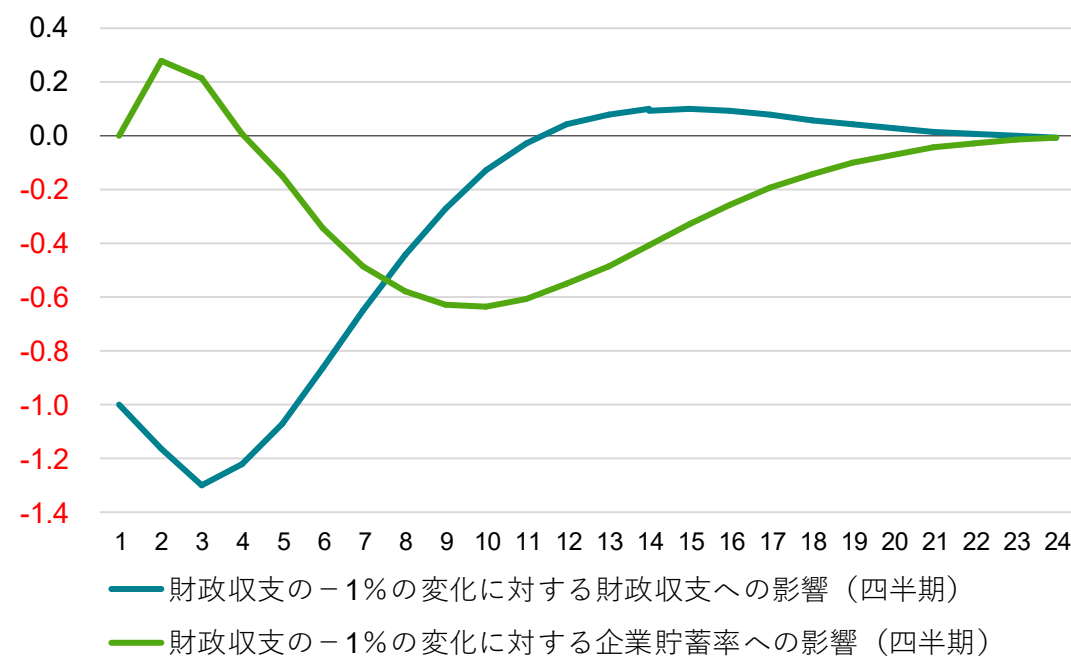
財政拡大と人手不足が設備投資サイクルの加速と企業貯蓄率の低下につながる

- 人手不足は設備投資サイクルを加速させることが確認できる。人手不足はまだ限界ではないようだ。
- 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。財政拡大の財政収支への影響は、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。

<人手不足と設備投資サイクルの変化>



<1%の財政収支の低下の影響>

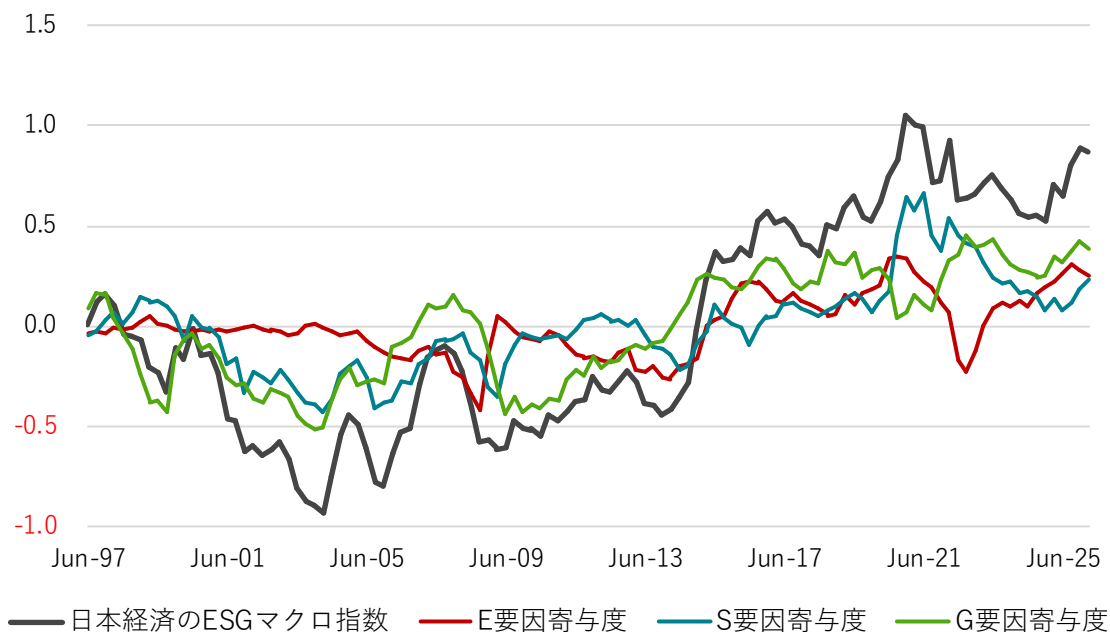


注：財政収支の-1%への変化は企業貯蓄率に対して95%信頼区間で有意

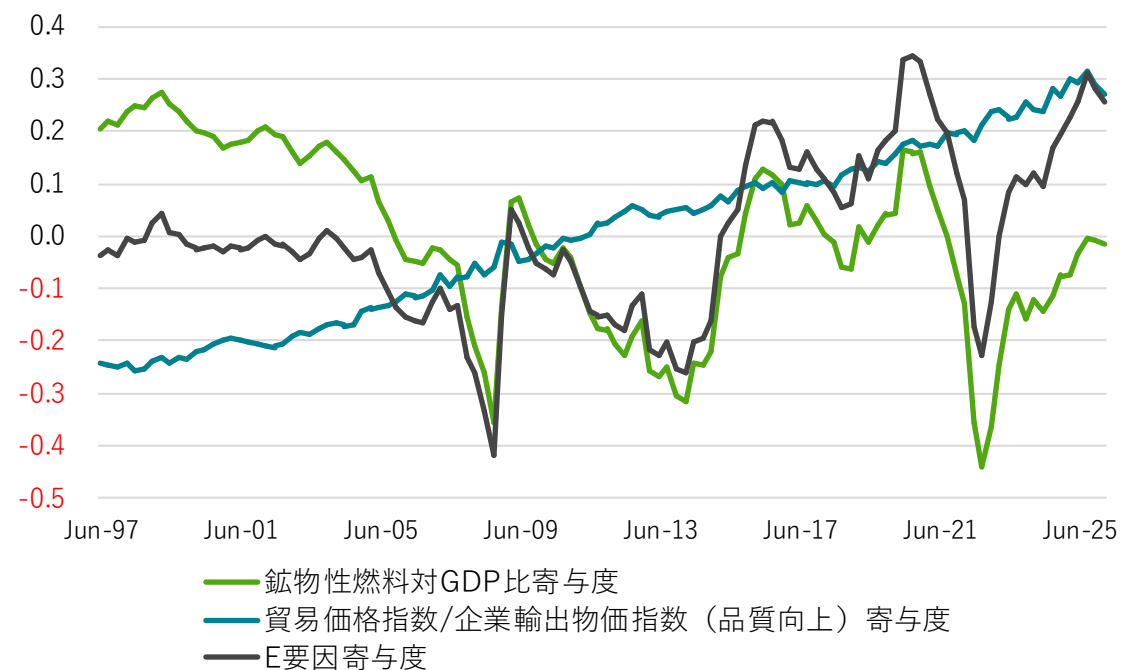
ESGマクロ指数は高水準だが伸び悩み

- ESGマクロ指数はアベノミクス前から大幅に改善してきたが、伸び悩んでいる。
- 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 >

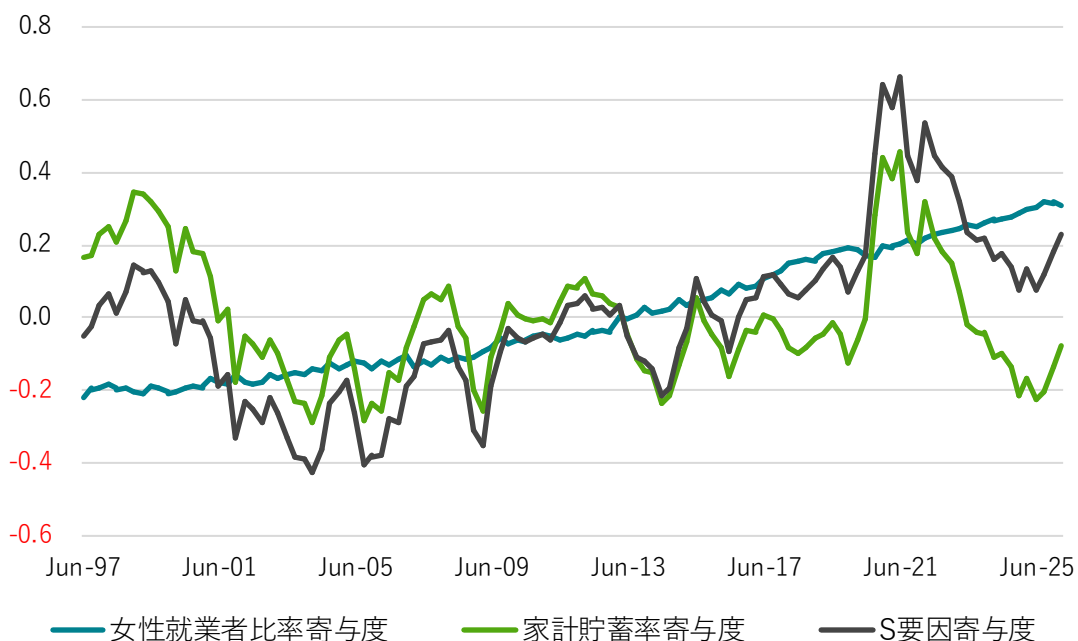


出所：日銀、財務省、内閣府、総務省、クレディ・アグリコル証券

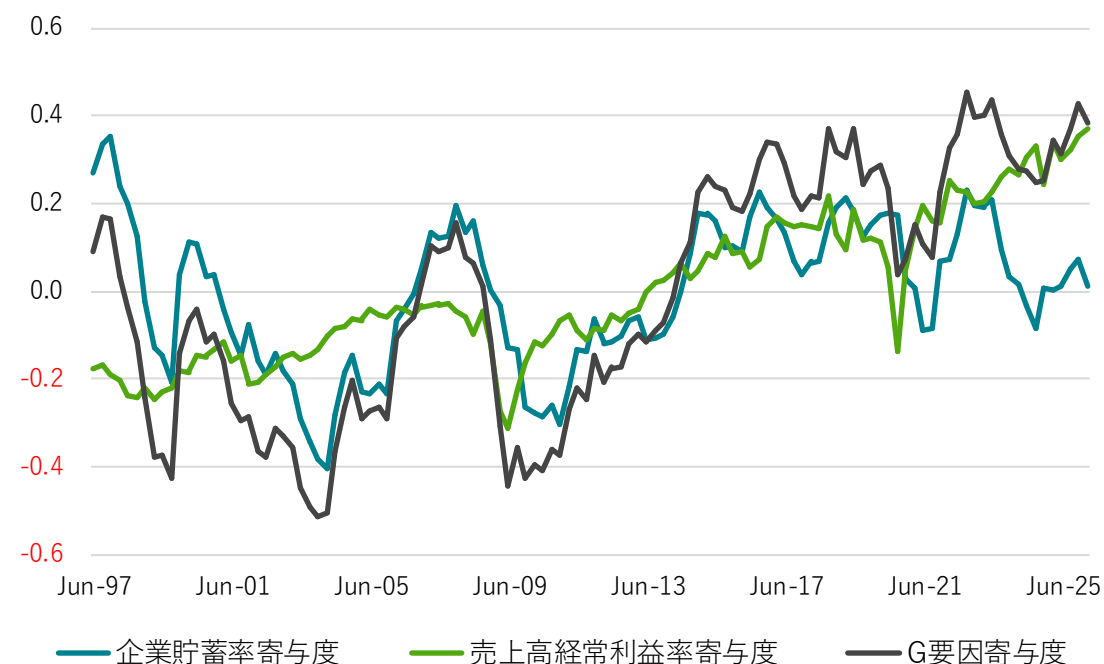
企業の経営効率と女性の就業率の向上が大きい

- 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>

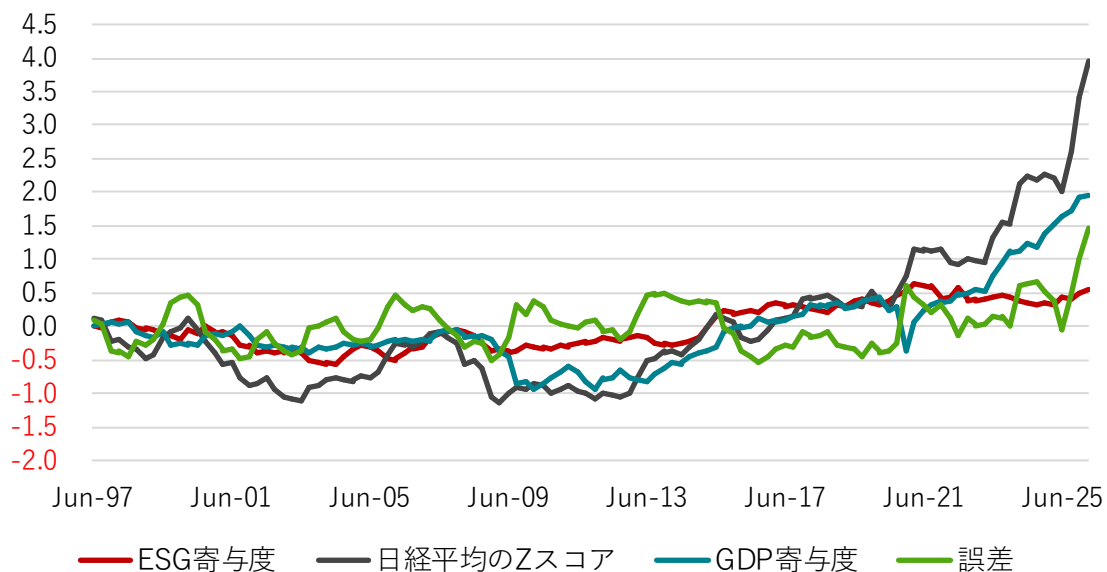


出所：日銀、財務省、内閣府、総務省、クレディ・アグリコル証券

日経平均株価の量と質の要因分析

- 日経平均株価の上昇は、名目GDP（量）の拡大に依存し、質の改善はまだ不十分。
- 大企業からの圧力などで十分な利益が上げられない中小企業がゾンビと言われる。大企業と中小企業の業況感格差と企業貯蓄率の強い相関関係は、低金利でも資金調達をして投資を実行するアイデアを持たない大企業の方がゾンビであることを示す。

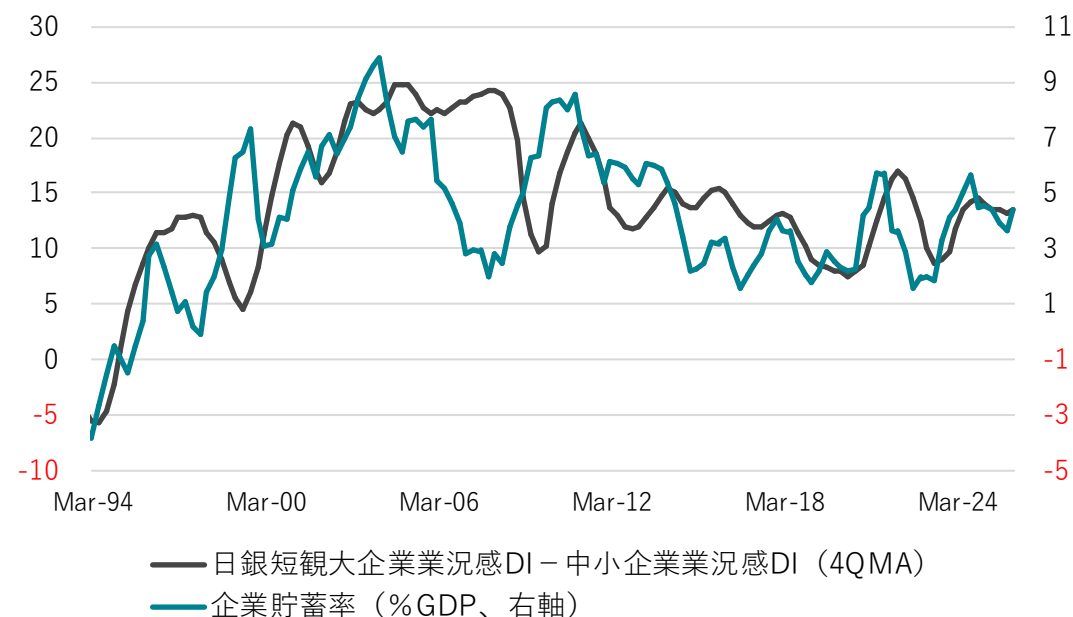
<日経平均株価の要因分析>



日経平均株価 (Zスコア) = 0.83 ESG + 0.54 GDP ; R2=0.85

出所：日銀、財務省、内閣府、総務省、ブルームバーグ、クレディ・アグリコル証券

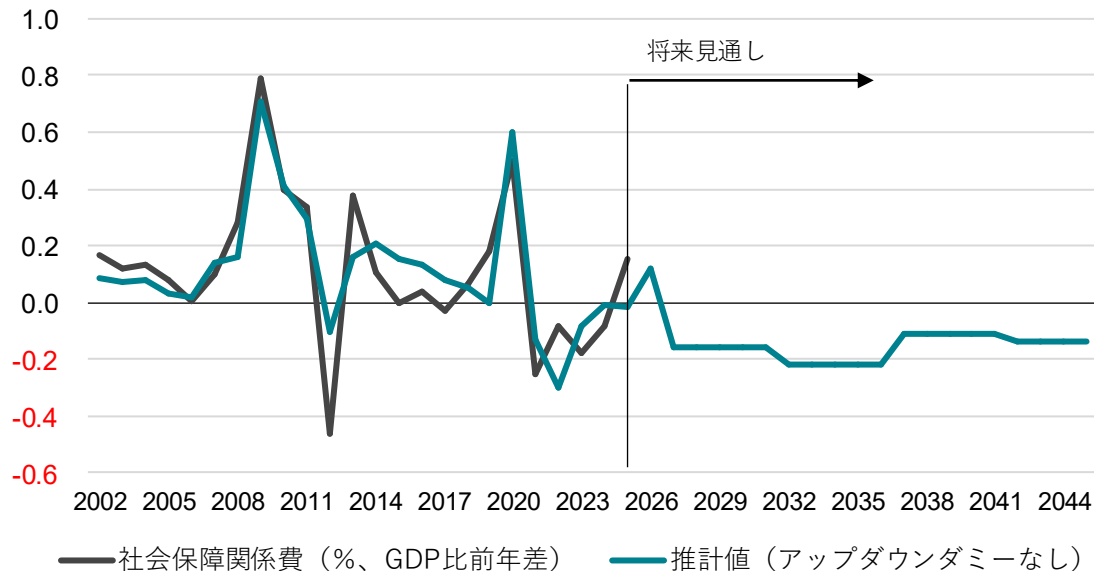
<大企業と中小企業の景況感格差>



社会保障費は抑制しすぎ

- 社会保障費の増加率は、高齢化で推計できる水準より、0.5%程度（GDP比、定数）抑制されすぎている。
- 医療費の抑制は更に過剰である。後期高齢者の増加で医療費が急増することは確認できない。

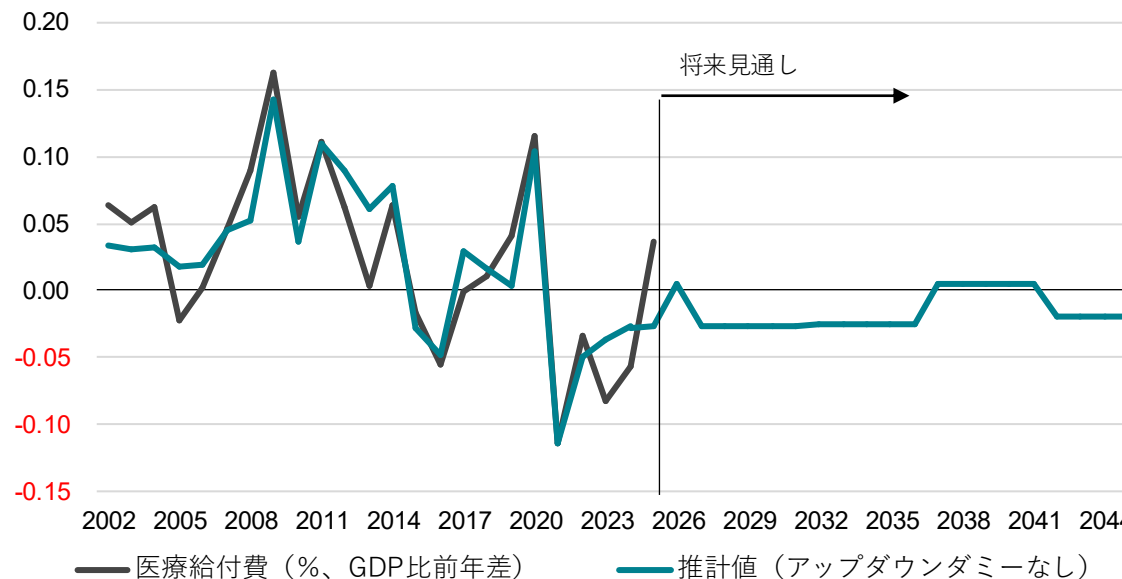
< 社会保障関係費の推計 >



注：アップダウン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

$$\text{社会保障関係費（\%GDP比、前年度差）} = -0.48 + 0.59 \text{ 65\sim75歳比率（\%、前年度比、1Yラグ）} + 1.08 \text{ 75歳以上比率（\%、前年度比、1Yラグ）} + 0.67 \text{ 経済ショックダミー（2009年度に1、2010\sim2011年度に0.5、2020年度に1）} + 0.24 \text{ アップダミー} - 0.24 \text{ ダウンダミー；R2=0.94（アップダウン修正前R2=0.73）}$$

< 医療給付費の推計 >

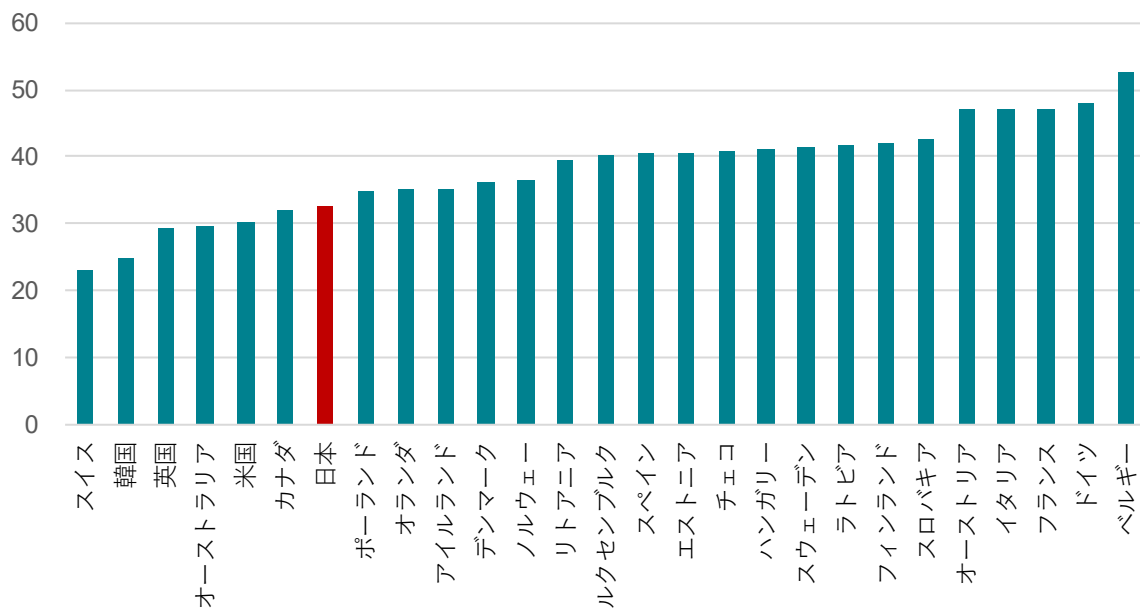


$$\text{医療給付費（\%GDP比、前年度差）} = -0.06 + 0.15 \text{ 65\sim75歳比率（\%、前年度比、1Yラグ）} + 0.16 \text{ 75歳以上比率（\%、前年度比、1Yラグ）} + 0.11 \text{ 経済ショックダミー（2009年度に1、2011\sim2012年度に1、2020年度に1）} - 0.10 \text{ 下押しダミー（2015\sim2016年度に1、2021年度に1）} + 0.05 \text{ アップダミー} - 0.05 \text{ ダウンダミー；R2=0.93（アップダウン修正前R2=0.81）}$$

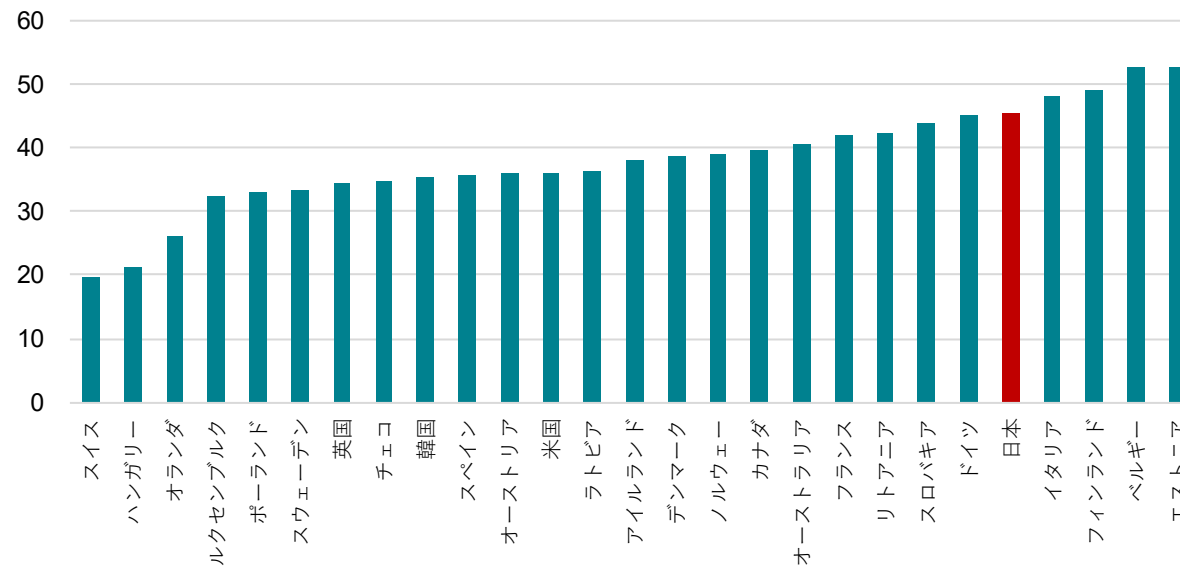
日本は重税国家となってしまった

- 消費税率と社会保険料の引き上げによって、日本の労働者負担率は大きく上昇してきた。
- 家計貯蓄率・賃金上昇率・年金所得代替率を考慮すると、日本の労働者負担率は各国比較するとかなり大きく、重税国家になってしまっている。

<労働者負担率>



<実感的な労働者負担率>



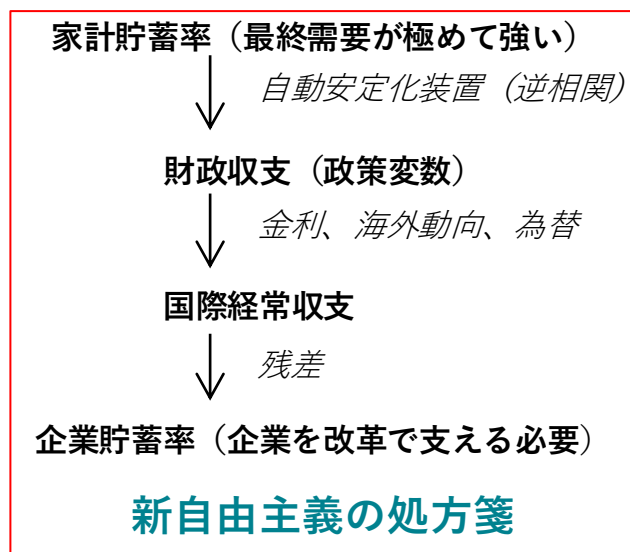
労働者負担率はOECD算出のtax wedgeを参照（単身の平均収入）。労働者負担額（所得税・社会保障拠出金・各種給与税）＝雇用主の労働コスト－労働者の手取り額（手当含む）
 労働者負担率＝労働者負担額÷労働コスト*100。

実感的な労働者負担率 = 労働者負担率 - 家計貯蓄率（各国の平均からの乖離） - 一人当たり賃金上昇率（各国の平均からの乖離） - 年金所得代替率（Zスコア） *（各国の家計貯蓄率と賃金上昇率の標準偏差の平均）

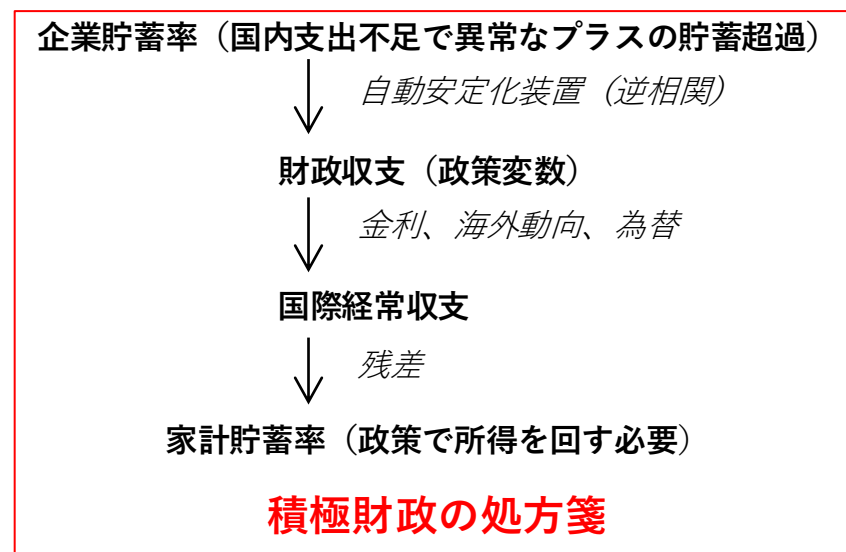
需要過多と経済停滞は因果関係と処方箋が逆

- 家計貯蓄率、企業貯蓄率、財政収支、国際経常収支の同時決定が主流派経済学の認識だが、一方向の因果関係がかなり強くなるのが、経済の構造問題の原因。最終的に0になるから貯蓄・投資バランスは意味がないとの指摘は、三角形の内角の和が180度だから形に意味がないというのと同じ間違い。
- 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、経済停滞が構造的な問題になる。

< 需要過多が構造問題の因果関係の方向 >



< 経済停滞が構造問題の因果関係の方向 >

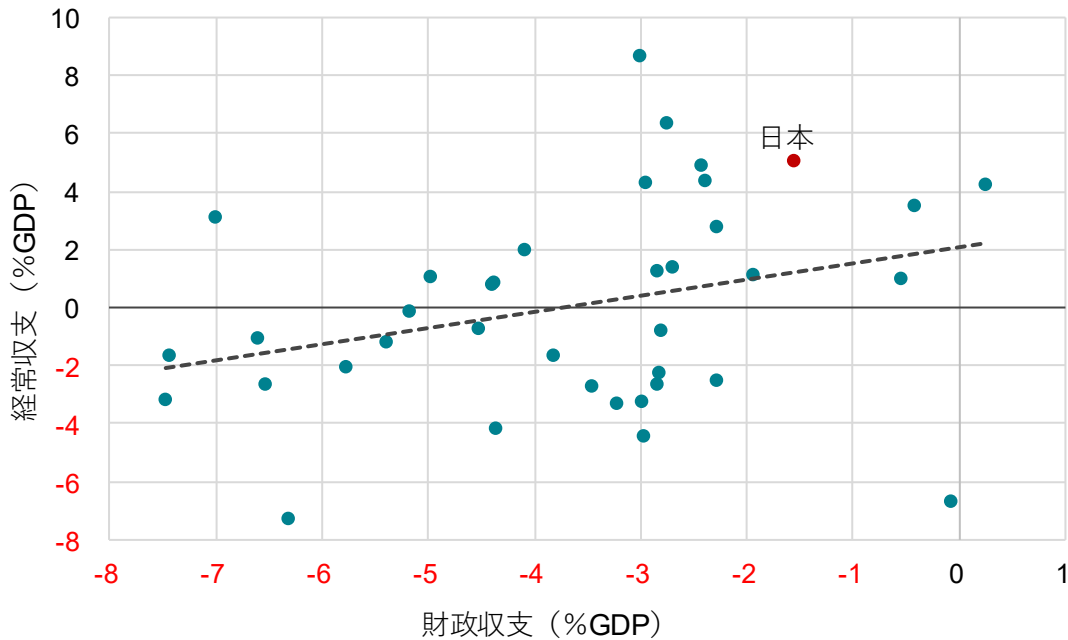


$$IS \text{ (貯蓄・投資) バランス} : \text{家計貯蓄率} + \text{企業貯蓄率} + \text{財政収支 (政府貯蓄率)} - \text{国際経常収支} = 0$$

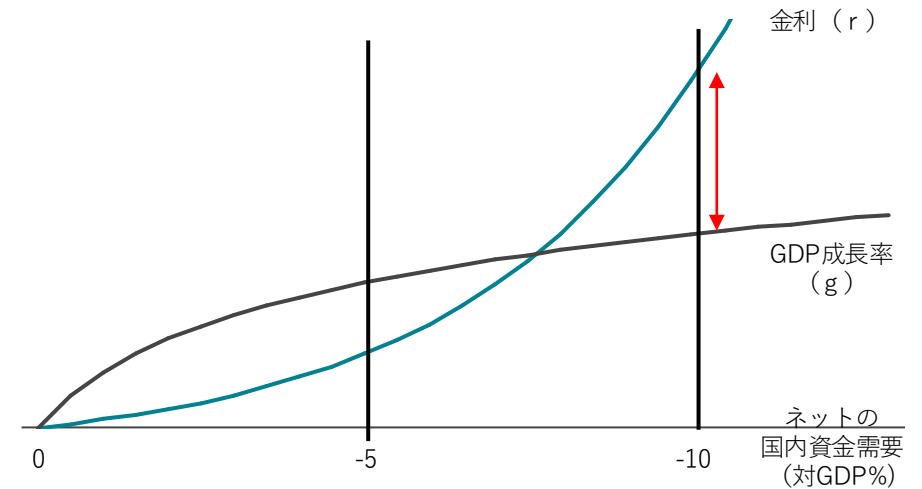
日本の政府負債残高は誇張されている

- OECD各国の財政赤字と国際經常収支のポジションで見れば、日本はかなり良い。
- 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。

< 經常収支と財政収支（2026年） >



< 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

注：上下10%を上回る国は除外
出所：OECD、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

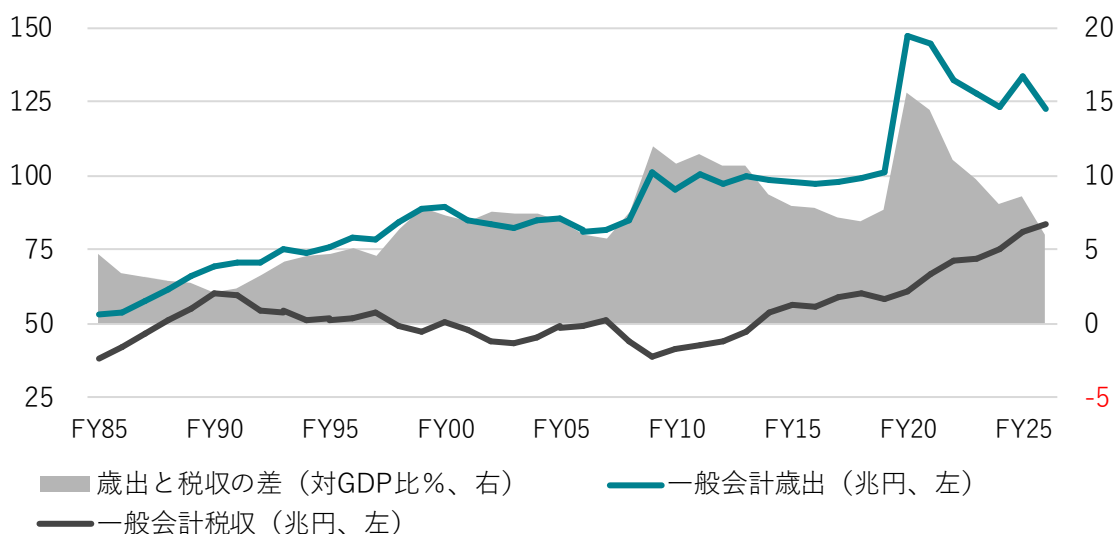
60年償還ルールに基づき、国の債務を完全に返済（現金償還）するという恒常的な減債の制度を持っているのは、先進国で日本だけ。財政黒字の半分を債務償還に強制的に回すルールがあるのも日本だけ。グローバル・スタンダードでは、国債の発行による支出は、民間の所得と資産の増加となるため、景気過熱の抑制の必要がない限り、発行された国債は、永続的に借り換えされていく。歳出には利払い費のみ計上し、債務償還費は入らない。ルールを撤廃し、債務償還費が歳出から除かれる分、政府の戦略投資に充てられる。

- **下のワニの口の理由**：60年償還ルールを廃止し、政府の支出をその範囲内で増加させても、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、GDP比5%（30兆円程度）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

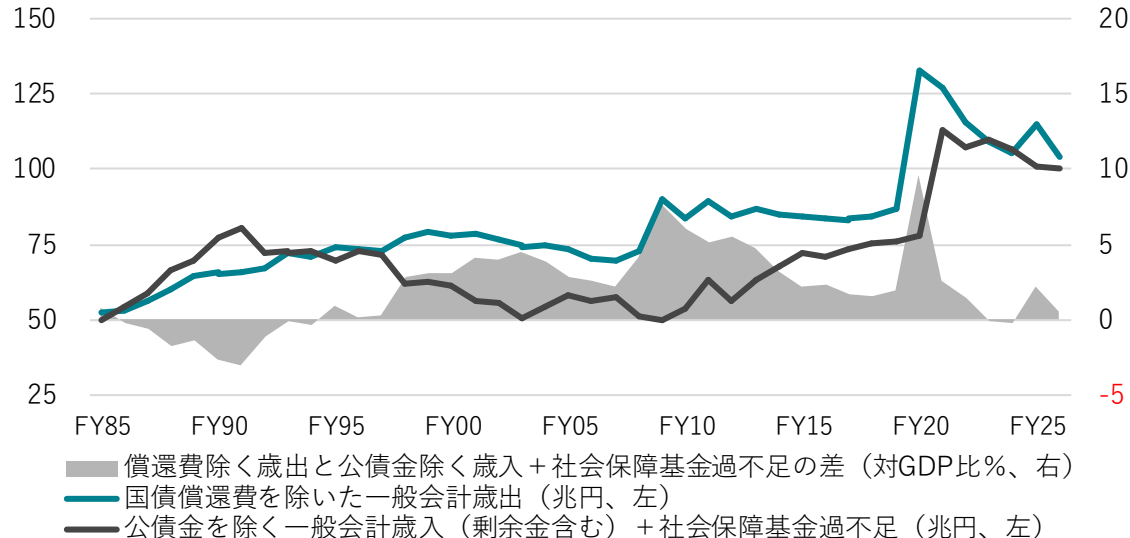
- 債務償還費を除けば、歳出と税収の差が拡大する「ワニの口」にならない。
- 国債の60年償還ルールは見かけだけのもので、日本でも国債は永続的に借り換えされている。

<典型的な開いたワニの口>



注：令和6年度までは決算ベース、7年度は補正予算後ベース、8年度は当初予算ベース

<グローバル・スタンダードでの開いていないワニの口>



注：令和6年度までは決算ベース、7年度は補正予算後ベース、8年度は当初予算ベース

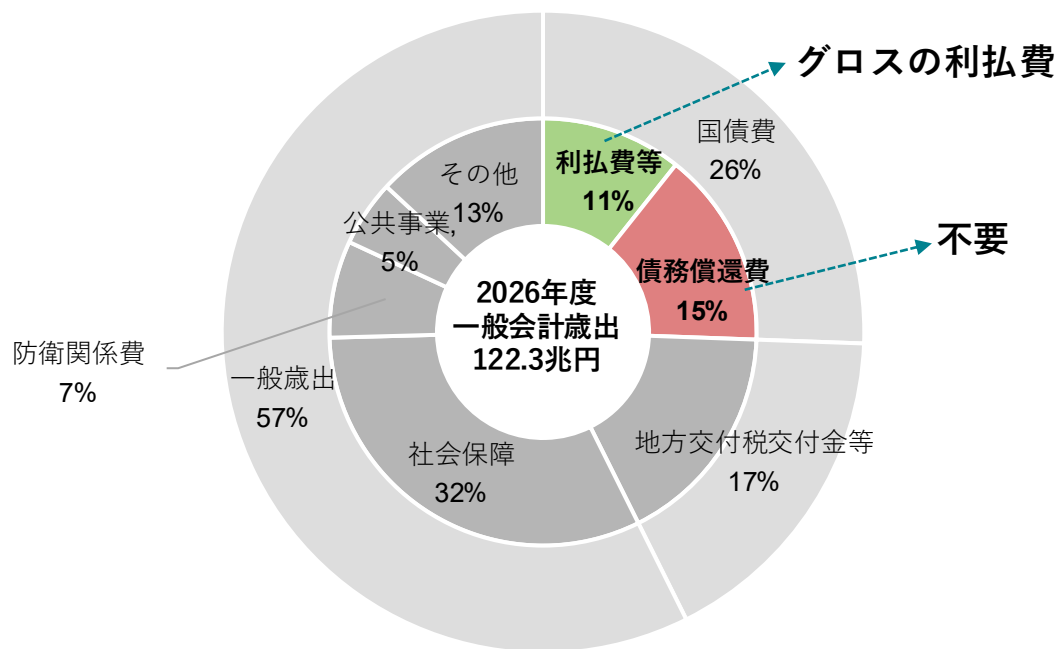
自民党防衛費増額の財源検討の特命委員会：国債60年償還ルールは「あくまで公債政策に関する政府の節度ある姿勢を示すために導入されたものであり、文字どおりの減債、すなわち国債発行残高の減少を目指すものではなかったことを確認」

オリヴィエ・ブランシャール (MIT名誉教授)：「政府は永遠の存在なので、債務の返済期間が来たら新しい債務を発行することができる。『債務の借り換え』である。すべての政府がそのようにしている。」

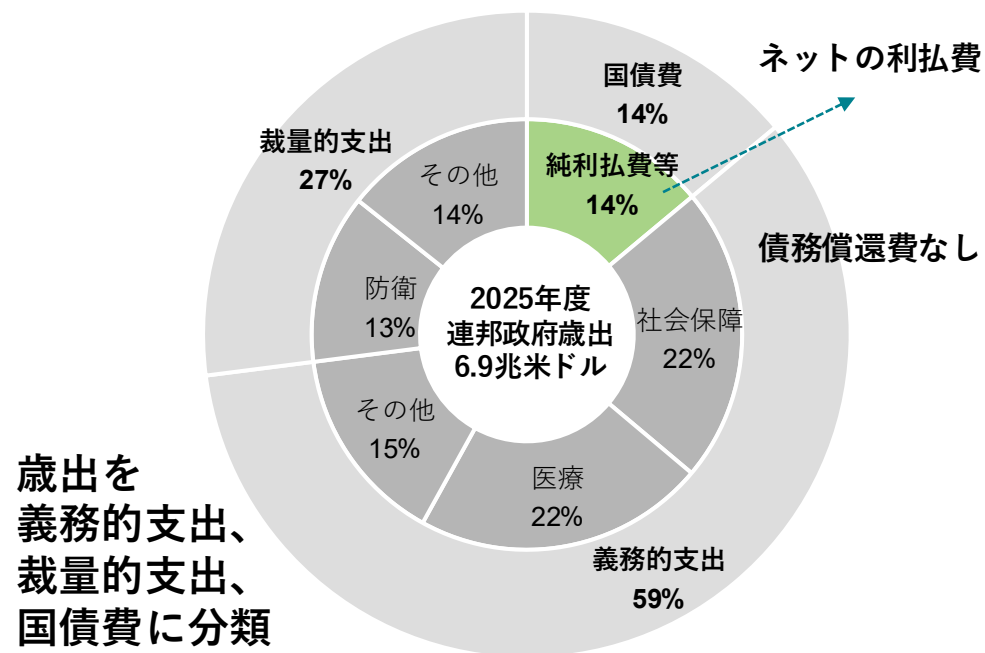
国債は事実上永続的に借り換えされていく

- 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。
- 米国では、利払い費は金利収入を控除するネットであるが、日本ではグロスであり、利払い費も誇張されている。

<日本の国家予算の歳出>



<米国の国家予算の歳出>

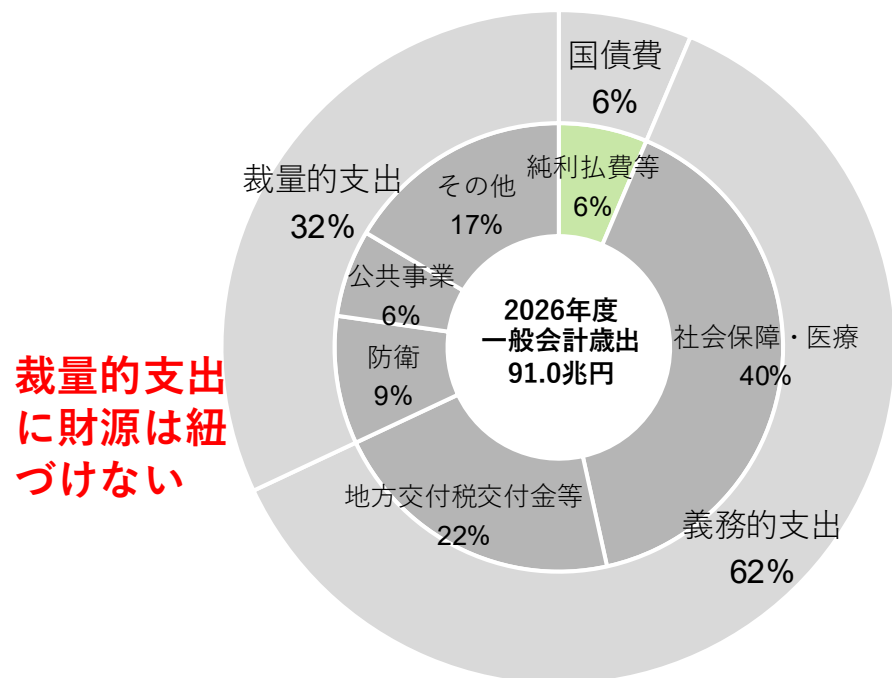


注：米国国家予算のその他には退役軍人関連支出や失業・就業関連手当が含まれる 出所：財務省、OMB、クレディ・アグリコル証券

国債費が財政を圧迫しているというのは間違い

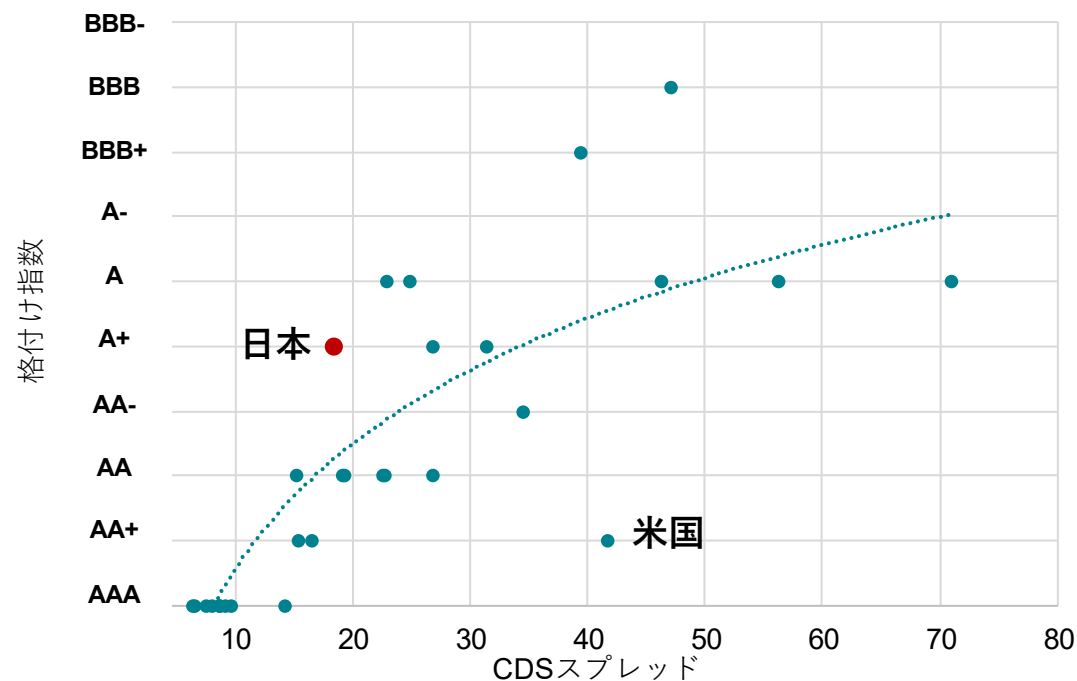
- グローバル・スタンダードでは、日本の国債費は歳出の5%（ガラパゴスでは25%）で、米国の14%と比較して、かなり小さい。国債費が財政を圧迫しているというのは間違い。
- ソブリンCDSスプレッドと比較すると、日本の格付けは過小評価されている。各国との整合性を考慮すれば、日本の格下げリスクは小さい。

<日本政府のグローバル・スタンダードの歳出構造>



出所：OECD、財務省、Bloomberg、クレディ・アグリコル証券

<OECD各国の格付け指数とCDSスプレッド>



注：サンプルはOECD加盟国。ハンガリーとルクセンブルクを除く。

日本の財政のガラパゴス（謎） ルールの②と③

② 単年度の税込中立の原則：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、単年度での税込を中立にするため、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込増などで、10年程度の長期間で税込を中立にする。日本は、単年度の税込中立に縛られ、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。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、企業貯蓄率をマイナスに正常化できる可能性が高まる。

③ プライマリーバランスの黒字化：グローバルには財政収支の赤字を一定幅に収める

日本では、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。グローバルには、財政収支の赤字を一定幅に収めることが目標だ。国債は永続的に借り換えされていくため、財政収支を黒字化する必要はない。財政赤字が許容される分は、政府の投資支出を拡大できる。グローバルな産業政策の大競争の時代にあることに対応できる。企業貯蓄率のプラスが大きいときは、財政収支の赤字も大きくあるべき。ネットの資金需要を基準とする。金融資産・負債を時価評価し、純負債残高GDP比の低下を新たな財政規律とすべき。

- **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

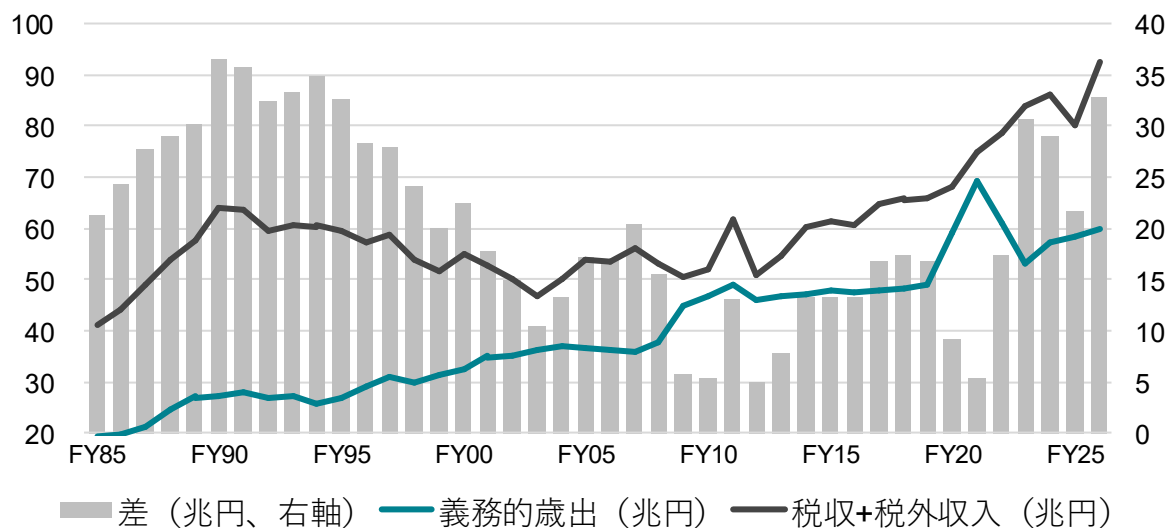
- **財政収支の額は黒字化の目標ではなく、GDP比で一定の赤字の範囲に収めることがグローバル・スタンダードで、日本の場合、一定の財政赤字の範囲はネットの資金需要で定義をする必要**

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。義務的経費は既に taxation・税外収入の範囲内に収まっており、消費減税でも社会保障支出は減らない。投資不足が将来世代への負担となってしまう。

<義務的歳出と税収+税外収入>

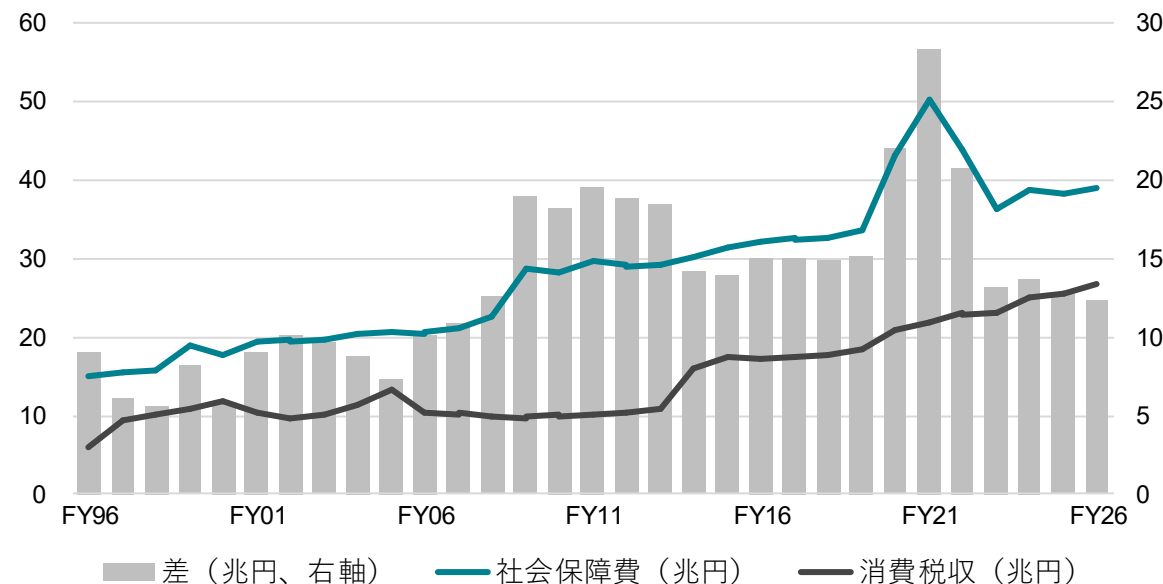


注：歳出は義務的歳出（地方交付税交付金、社会保障費）、裁量的歳出、利払い費に分類される

注：税収+税外収入の25年度は補正後予算、26年度は当初予算ベース

出所：内閣府、財務省、クレディ・アグリコル証券

<社会保障費と消費税込>



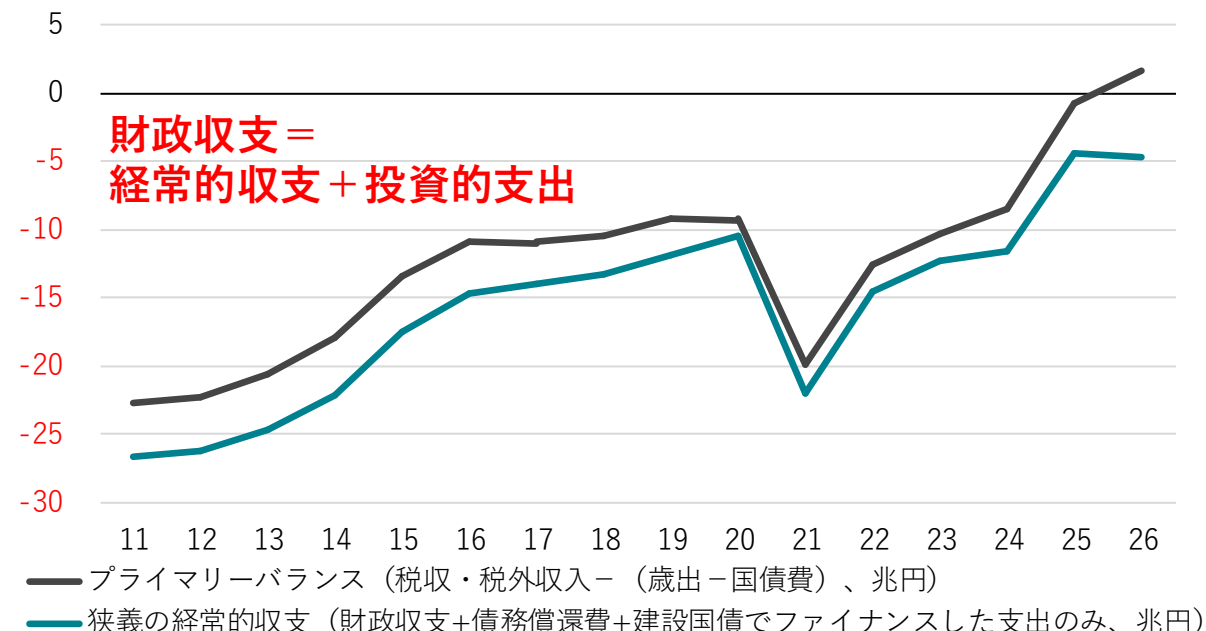
経常的収支の均衡を目指す財政規律の改革で戦略投資の拡大を可能に

- 財政規律として経常的収支の均衡の上、財政収支は投資的支出の分は赤字であるべき。
- 投資的支出は、多年度で別枠管理する仕組みを具現化すべき。

< 経常的収支をベースにする新たな財政規律 >

- プライマリーバランス黒字化は、将来の経済成長と所得をもたらす投資も収支の範囲内とする制約で、戦略投資拡大の制約に
- 歳出から債務償還費と投資的支出を除外し、経常的歳出とする
- 財政規律として、経常的歳出を、収支・税外収入の範囲内に収め、経常的収支を均衡を目指す
- 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、収支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
- 投資的支出の是非は、国債の利払い負担を上回る将来的便益があるかどうか（国債は借換えていくため、元本返済は負担ではない）
- 投資的支出は、狭義には建設国債でファイナンスした支出、広義にはその他の投資的役割のある支出も含む

< 当初予算ベースのPBと経常的収支 >



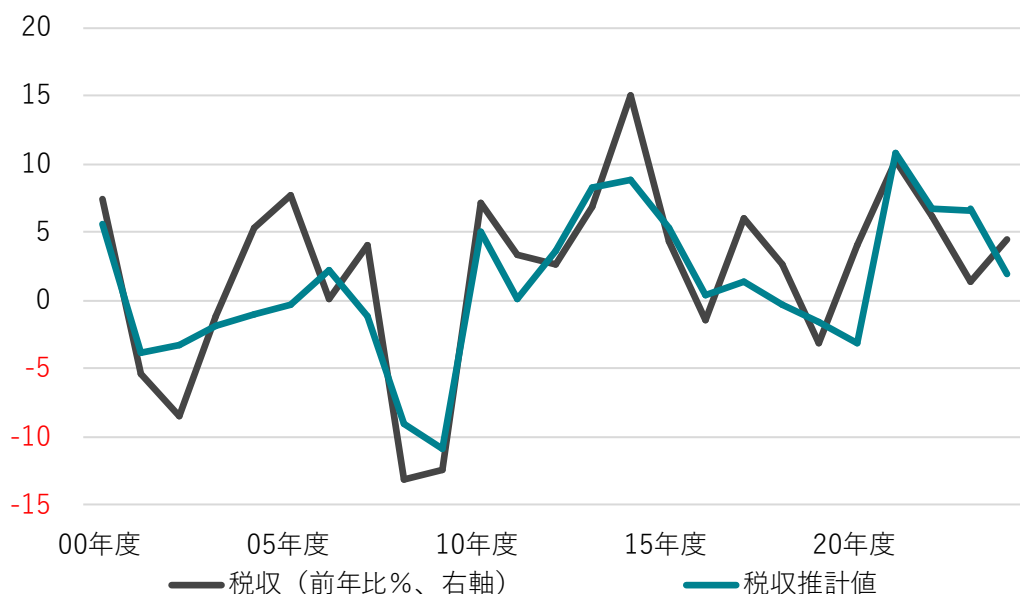
オリヴィエ・ブランシャール (MIT名誉教授)

- 「政府が緊縮財政に乗り出す際の削減対象となりにくくするためには、政府の予算を経常勘定と資本勘定に分けることが理に適う。」
- 「財政ルールを導入してプライマリーバランスに制約を設ける場合、政府全体のPBよりも、経常勘定のPBを用いる方がより良い手段。」

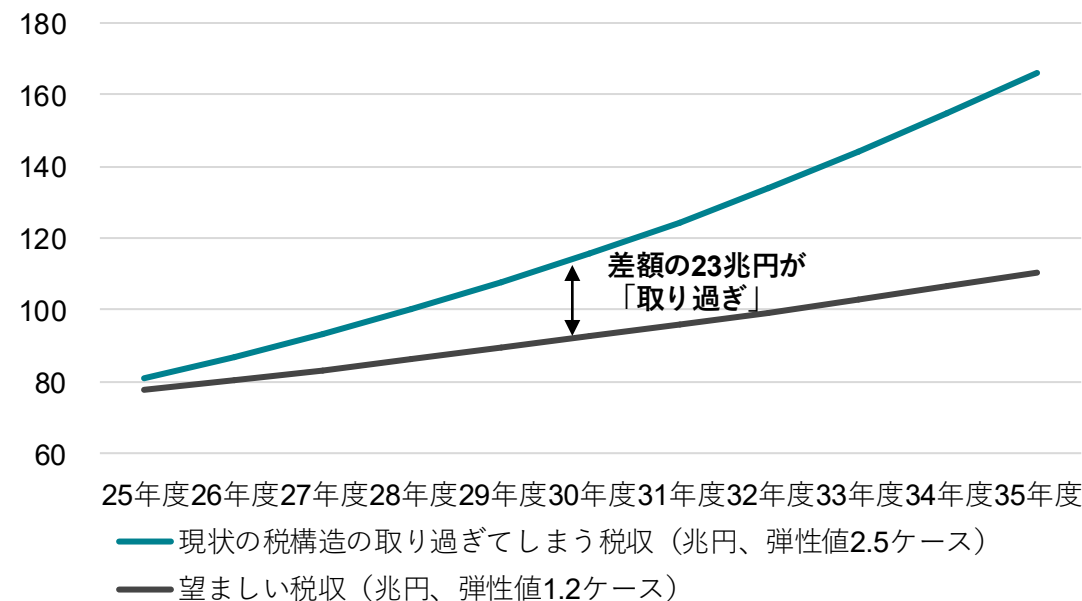
財政拡大で税収は増加

- 2000年度以降のデータでは、名目GDP成長率の税収弾性値は2.5倍程度はありそうだ。
- 弾性値1.2（財務省試算値）が望ましいと仮定すれば、2030年度の税収は23兆円程度の「取り過ぎ」となる。消費税を撤廃して、国民に還元すれば、「取り過ぎ」のほとんどは是正される。

<税収と税収推計値>



<税収シミュレーション>

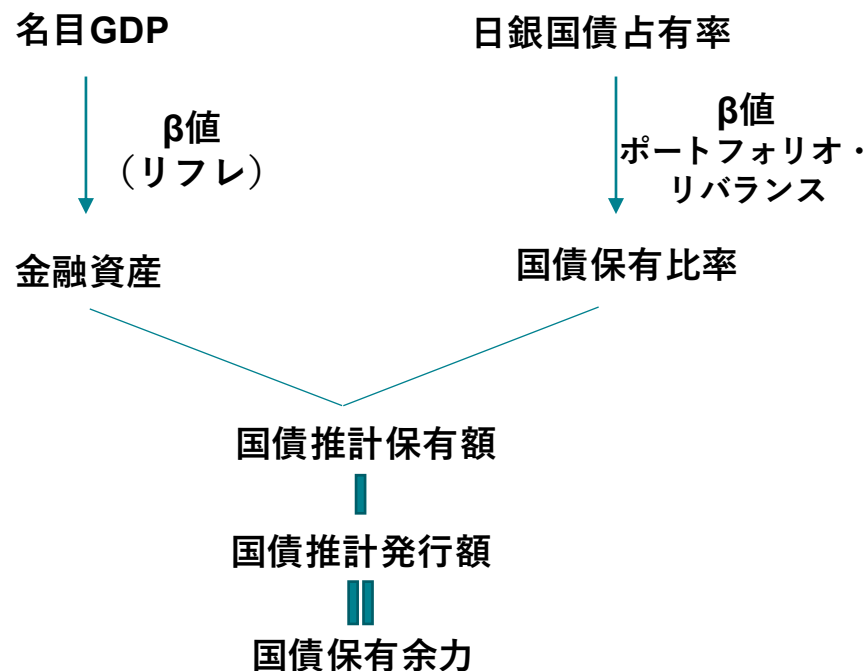


$$\text{税収 (前年比\%)} = 2.84 + 2.50 \text{ 名目GDP (前年比\%)} - 1.38 \text{ ネットの国内資金需要 (\%GDP)} - 0.56 \text{ 消費税率 (\%)} + 6.25 \text{ アップダミー (04・05・07・14・17・18・20年度)} - 4.91 \text{ ダウンダミー (02・08・23年度)} ; R^2=0.94 \text{ (アップ・ダウンダミー修正前} R^2=0.72)$$

日銀以外の主体の国債保有余力

- 日銀が国債買入れ額を減らせば、日銀の国債保有額は減少し、財政赤字による国債発行と合わせて、日銀以外の主体が国債保有を増加させなければならない。名目GDPの拡大で、各国債保有主体の金融資産が増加するため、国債の保有余力が生まれる。
- 日銀の国債買入れが月額2兆円程度までの減額で金融資産の増加を保守的に見積もっても、2029年度時点で国債保有余力は縮小せず、国債の安定消化に大きな問題がないことが分かる。

< 国債保有余力の算出イメージ >



< 国債保有余力（国債推計保有額－国債推計発行額）：2029年度末時点 >

	金融資産の名目GDP1兆円増加に対するβ値	金融資産 (29年度末時点)	金融資産 (25年7-9月期時点)	金融資産差額	国債保有額 (29年度末時点)	国債保有額 (25年7-9月期時点)	国債保有額差額	
金融機関	日銀		987	726	260	321	522	-201
	預金取扱	7.6	2748	2402	346	262	118	144
	証券投資	2.4	532	424	109	27	16	11
	信託	1.6	761	688	73	190	201	-11
	その他	2.0	1083	993	90	50	18	32
非金融機関	非金融法人	6.6	1950	1652	298	15	8	7
	一般政府	2.7	1032	909	123	104	71	33
	家計	5.6	2541	2286	255	31	18	13
	対家計民間非営利団体	0.2	80	70	10	5	3	2
	海外	6.4	1475	1184	291	96	69	27
合計(日銀以外)			12,204	10,609	1,595	780	522	258
全体の国債推計保有額(兆円)								1,102
国債推計発行額(兆円)								1,085
国債保有余力(兆円)								16.9

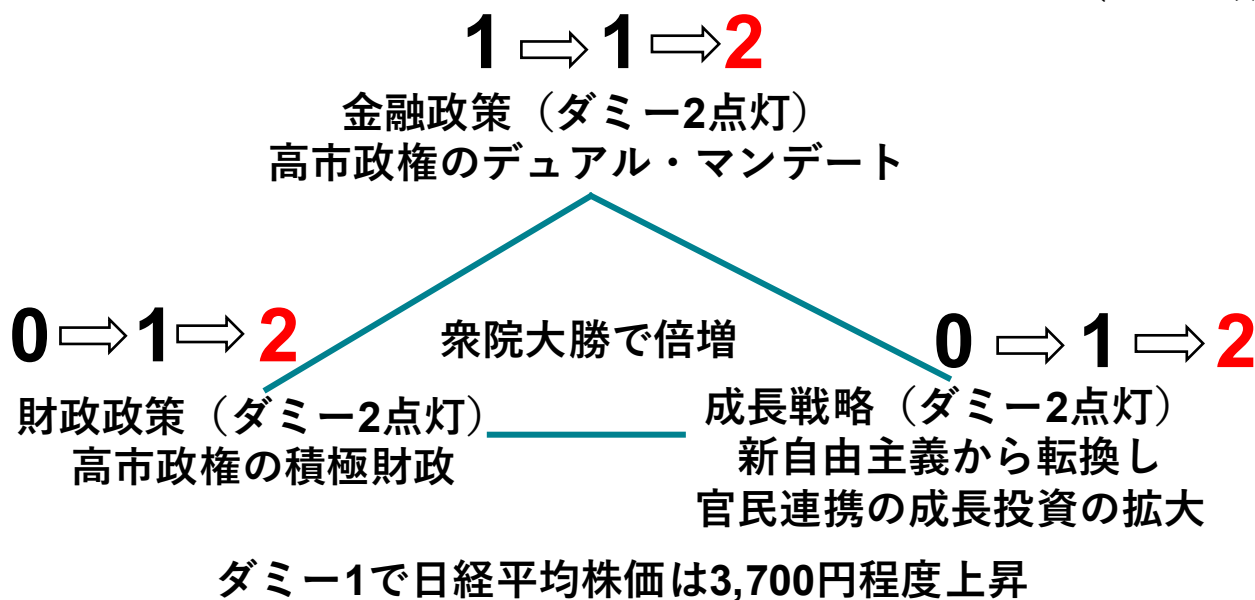
出所：日銀、内閣府、クレディ・アグリコル証券

注：兆円、名目GDP成長率は3%、財政収支はGDP比-1.0%で固定。βは保守的に実績の半分で推計。

サナエノミクスによるマクロ政策の三本の矢が日経平均株価を大きく押し上げ

- マクロ政策の三本の矢はそれぞれ日経平均株価を3,700円押し上げる。アベノミクスの金融緩和でマクロ政策ダミー1が点灯し、高市政権の積極財政で追加の1、成長戦略である官民連携の成長投資の拡大が期待され、さらに1が点灯した。衆議院選挙の大勝でサナエノミクスが信任され、ダミー効果は倍増した。
- デフレ完全脱却の期待とともに名目GDPが700兆円程度、ネットの資金需要が-2.5%程度に達すれば、日経平均株価のマクロフェアバリューは6万円台後半になる。

<マクロ政策ダミーのイメージ>



<日経平均株価のマクロ・フェアバリュー

(マクロ政策ダミー=6; デフレ完全脱却、実質民間設備投資GDP比18%の場合) >

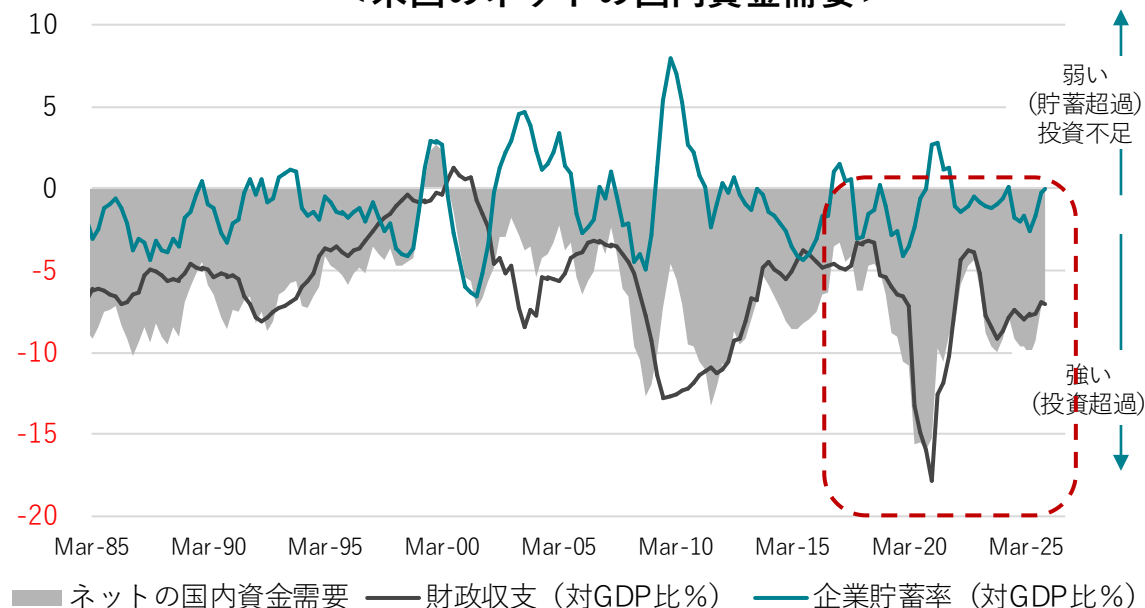
名目GDP (兆円)	ネットの国内資金需要 (企業貯蓄率+財政収支、対GDP比%)								
	3	2	1	0	-1	-2	-3	-4	-5
650	51,866	52,486	53,106	53,725	54,345	54,965	55,585	56,204	56,824
660	53,725	54,345	54,965	55,585	56,204	56,824	57,444	58,063	58,683
670	55,585	56,204	56,824	57,444	58,063	58,683	59,303	59,923	60,542
680	57,444	58,063	58,683	59,303	59,923	60,542	61,162	61,782	62,401
690	59,303	59,923	60,542	61,162	61,782	62,401	63,021	63,641	64,260
700	61,162	61,782	62,401	63,021	63,641	64,261	64,880	65,500	66,120
710	63,021	63,641	64,261	64,880	65,500	66,120	66,739	67,359	67,979
720	64,880	65,500	66,120	66,739	67,359	67,979	68,598	69,218	69,838
730	66,739	67,359	67,979	68,599	69,218	69,838	70,458	71,077	71,697
740	68,599	69,218	69,838	70,458	71,077	71,697	72,317	72,936	73,556
750	70,458	71,077	71,697	72,317	72,936	73,556	74,176	74,796	75,415
760	72,317	72,936	73,556	74,176	74,796	75,415	76,035	76,655	77,274

$$\begin{aligned} \text{日経平均} = & -94,456 + 191 \text{ 名目GDP (兆円)} - 590 \text{ ネットの資金需要} + 335 \text{ 実質民間設備投資 (\%GDP, 12QMA)} \\ & + 3,695 \text{ マクロ政策ダミー (2013年1-3月期以降に1、2025年4-6月期に2、10-12月期から3、2026年1-3月期から6)}; R^2=0.94 \end{aligned}$$

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

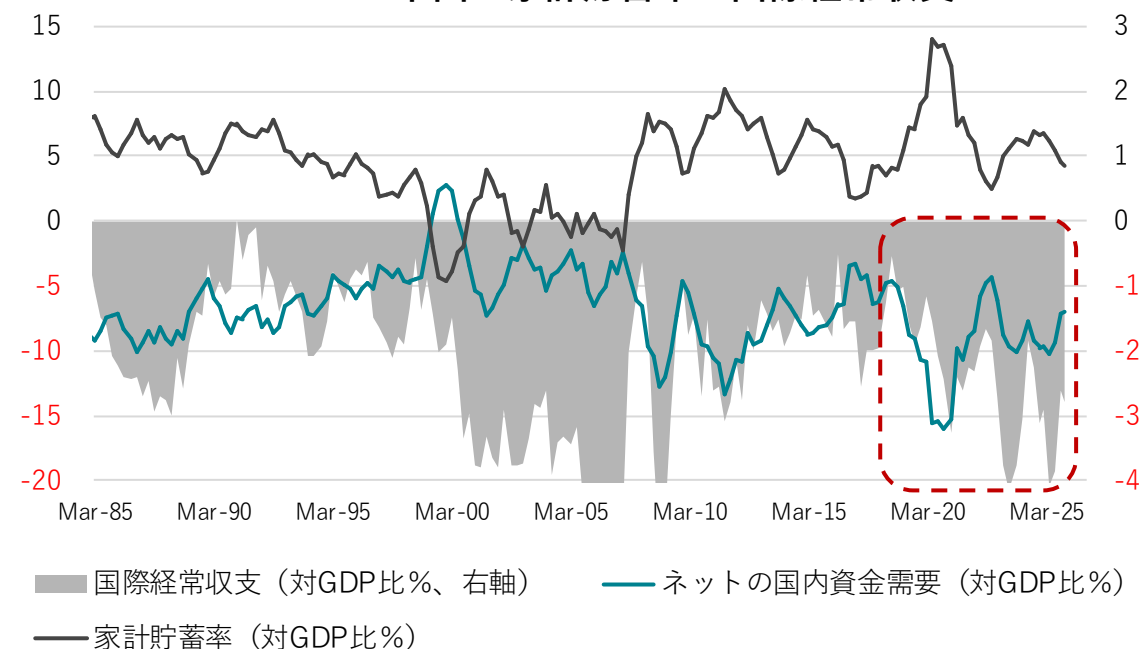
- 国防費や社会保障費、利払費の増加で財政赤字は高水準が続く見込み。大国間の競争が弱かった1990年代、2010年代の財政健全化路線が敷かれることはないだろう。米国の地位と競争力維持のため、官民連携の投資の拡大で経常赤字も高水準が続くことが予想される。
- 製造業の復活で対外依存度が低下すれば、所得が家計に回り、恒常的な経常赤字の縮小と家計貯蓄率の上昇、内需のさらなる拡大が中長期的に目指すべき姿である。

<米国のネットの国内資金需要>



出所：FRB、BEA、クレディ・アグリコル証券

<米国の家計貯蓄率と国際経常収支>



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_FFAF100L700; FF'FOF_FFAF410L700; FF'FOF_FFAF420L700
- 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