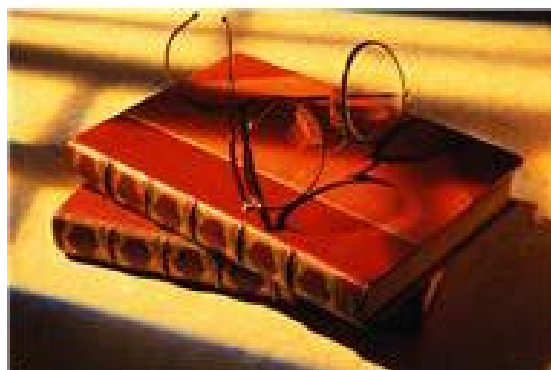


The Dealer's View

July 2, 2015



大和証券株式会社
金融市場調査部

骨太の方針2015

骨太の方針2015

経済財政運営における安倍内閣の基本哲学
「経済再生なくして財政健全化なし」

経済再生



二兎を
得る道

財政再建



三本の矢→デフレ脱却・財政再建は大きく前進



人口減少・高齢化等は一層進展→財政・社会保障の持続性

3本柱の改革

歳入改革

歳出改革

歳入

歳出

基礎的財政収支
(対GDP比)

=

名目GDP

デフレ脱却・経済再生

日本の「失われた20年」とは？

名目GDPの成長が失われた

p.2

II

成長低下の悪循環

p.3~4

少子高齢化

潜在成長率

生産性

成長期待

企業の投資

+

付加価値デフレ

p.7

名目賃金

GDPデフレーター

信用創造の逆回転(財政状況の悪化)

p.5

アベノミクスはそれぞれの課題に取り組む

p.6

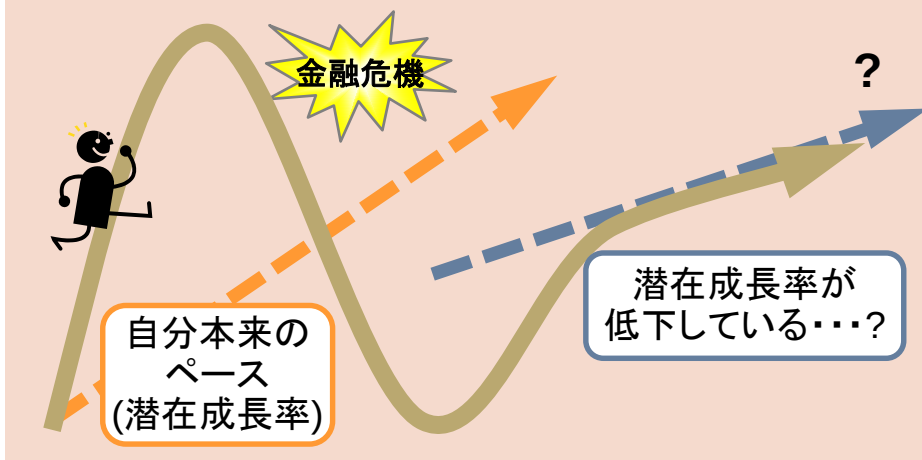
6月30日、「骨太の方針2015」が閣議決定されました。

「経済再生なくして財政健全化なし」の基本哲学のもと、各種経済財政政策が実施されます。

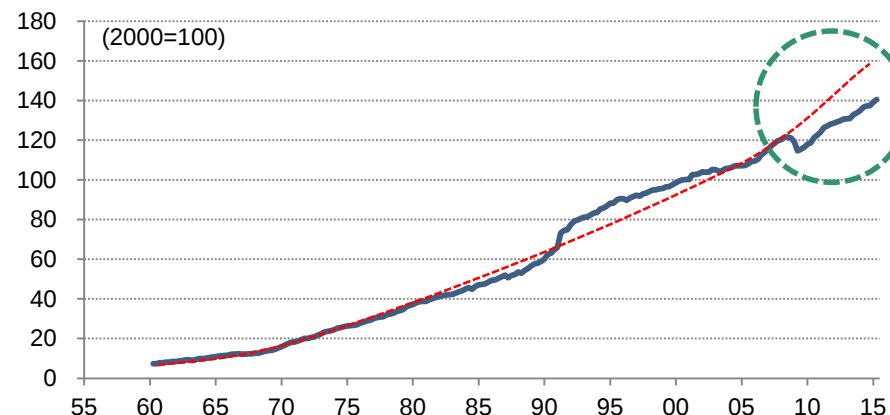
これは日本の「失われた20年」=付加価値デフレに対する処方箋です。

緩慢な成長が続く・・・名目GDPが元に戻らない

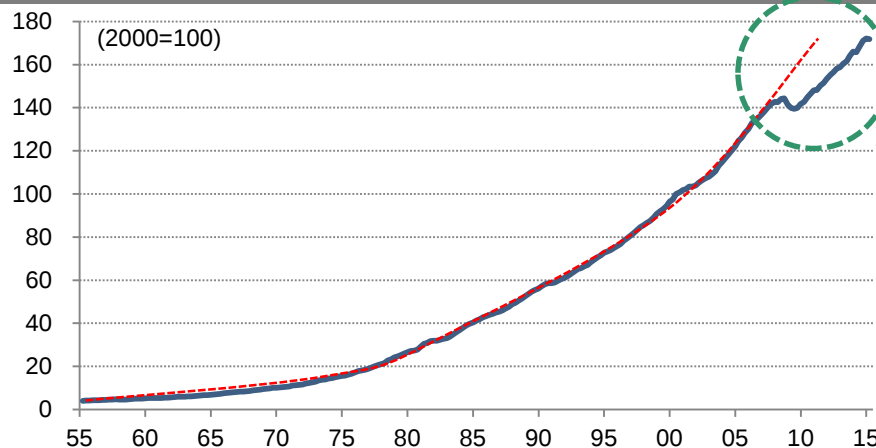
経済成長をマラソンに例えると



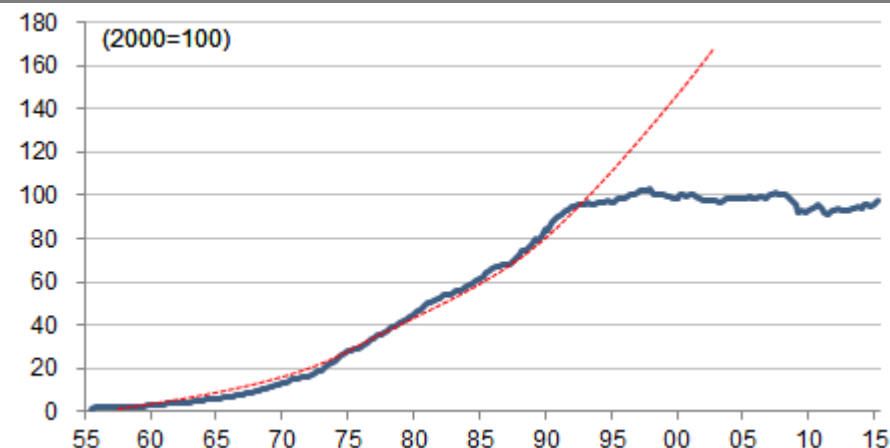
ドイツ



アメリカ



日本



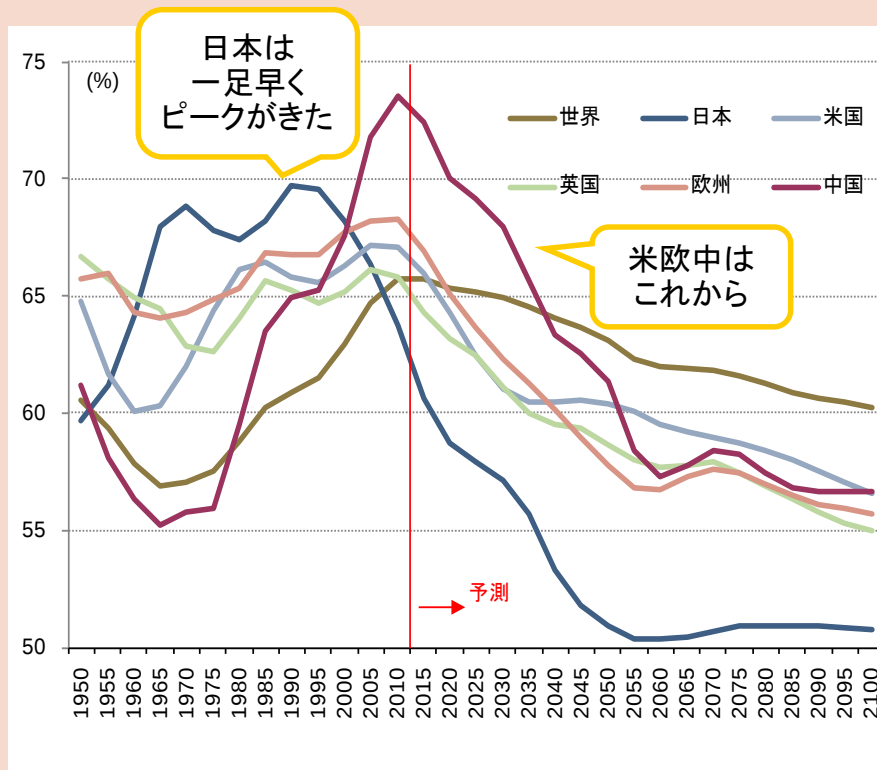
欧米はリーマンショックから立ち直りつつあるものの、緩慢な成長が続いています。
日本はバブル崩壊を先駆けて経験し、その後の「失われた20年」につながりました。
各国で名目GDPの伸びが失われており、経済の停滞感につながります。



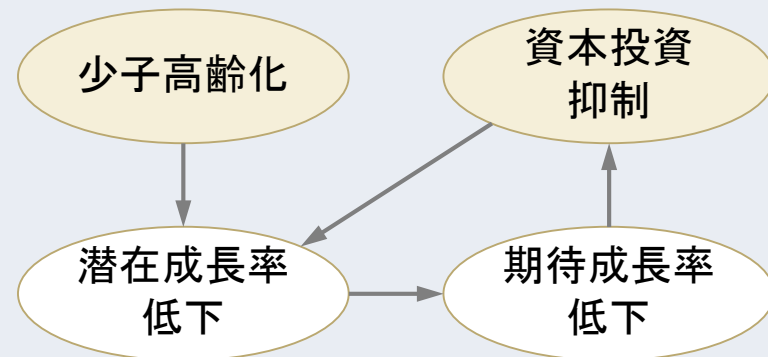
構造変化が起きている…少子高齢化の影響

日本以外でも進む少子高齢化

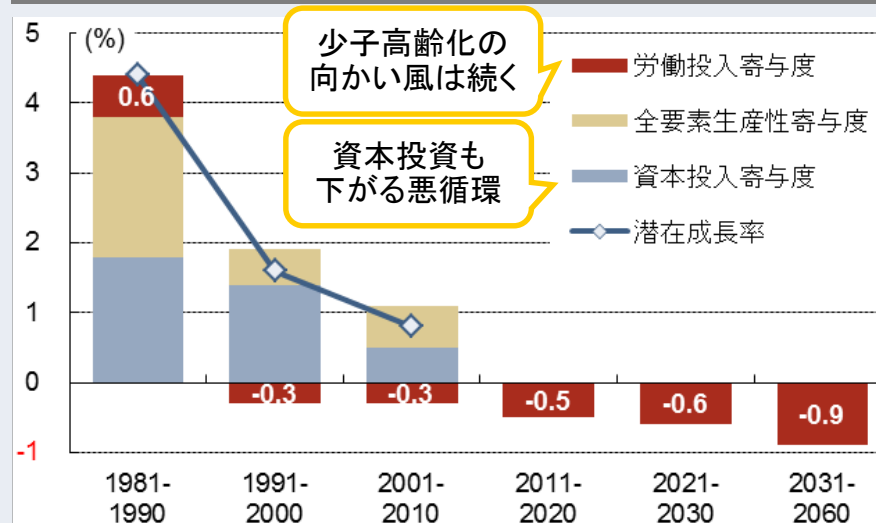
生産年齢人口比率(15-64歳の人口に占める比率)
…日本以外の国でも少子高齢化が進んでいく



成長低下の悪循環



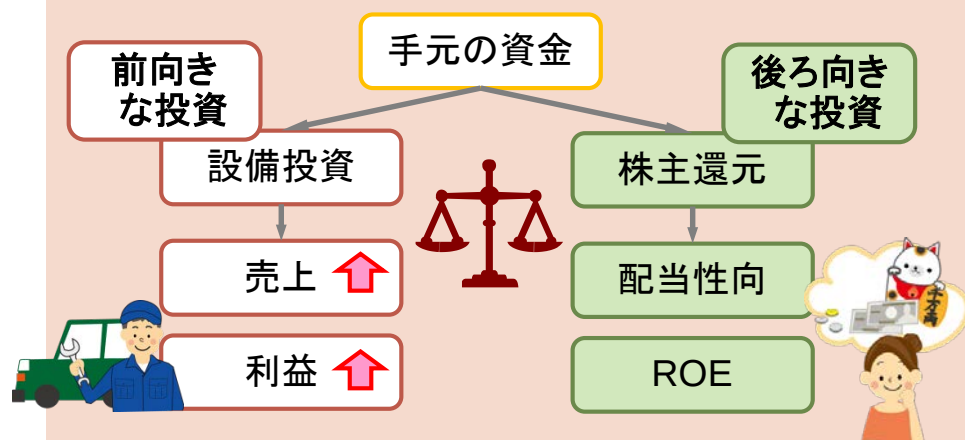
日本の成長会計…少子高齢化の向かい風が続く



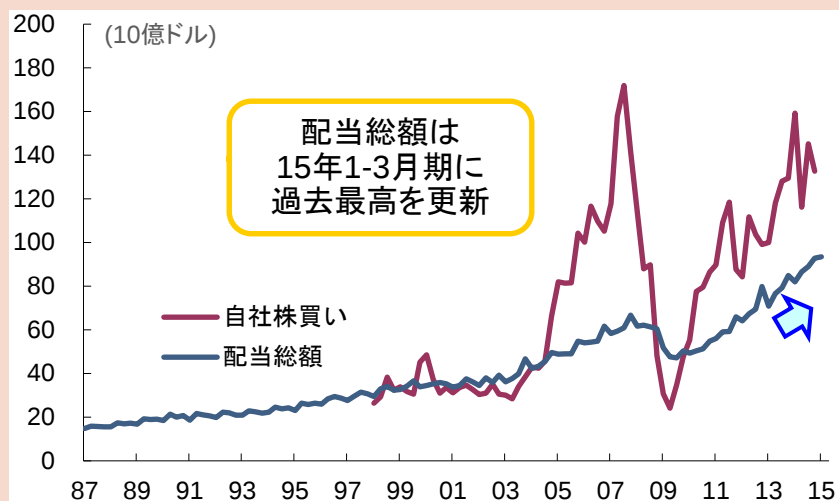
日本では少子高齢化が先んじて起こりましたが、これから各国で同じ病状が進行します。少子高齢化は、所得が減少する需要面、働き手不足という供給面で成長を抑制します。それが期待成長率の低下につながり、資本投資も抑制される悪循環に陥っています。

企業の合理的行動・・・前向きな投資を手控える

設備投資よりも株主還元

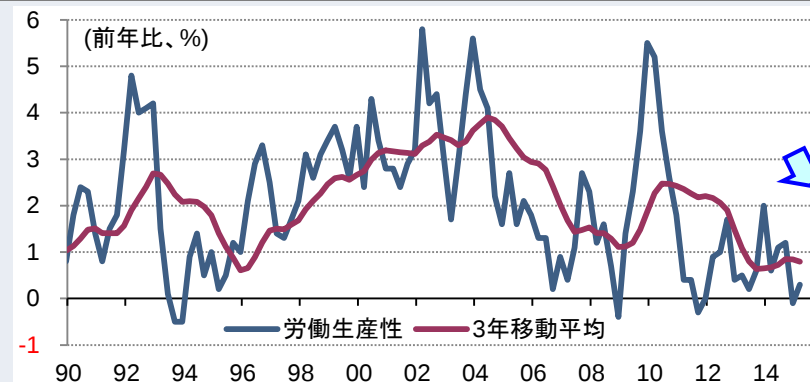


S&P500企業の株主還元



生産性の低下

米国労働生産性



売上高 ↓

一人あたり
売上高 ↓

雇用者数

その人がどれだけ
効率よく働いているか

その人がどれだけ
儲けているか

労働生産性

賃金を払う元手

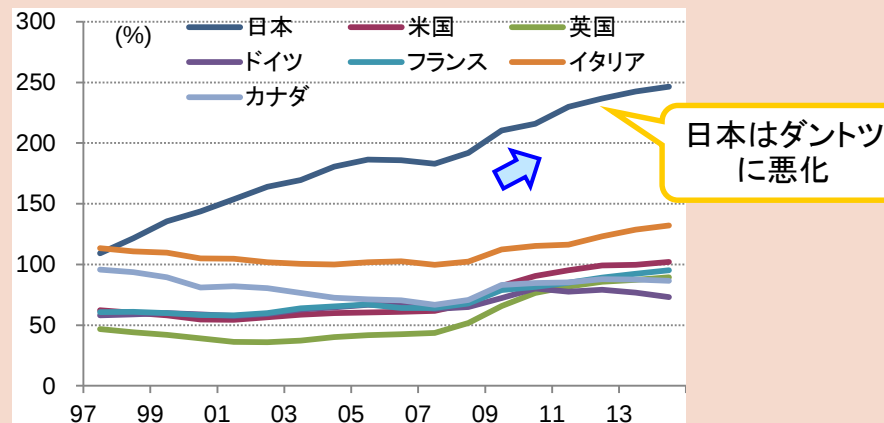
労働生産性が下がると
賃金も下がりやすくなる

成長低下に直面した企業は、なんとかROEを高めるために株主還元を積極化します。
個々の企業にとっては合理的な行動であっても、マクロ全体では前向きな投資が抑制され、
生産性が低下することで一段と潜在成長率が低下するという、合成の誤謬が起きています。

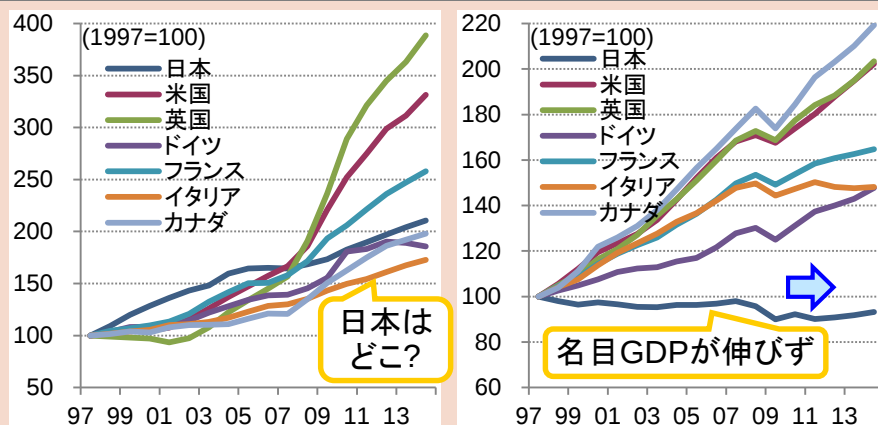
成長率が低いと困ること・・・信用創造の逆回転

日本の政府債務が増えた理由

G7各国の政府債務残高対GDP比

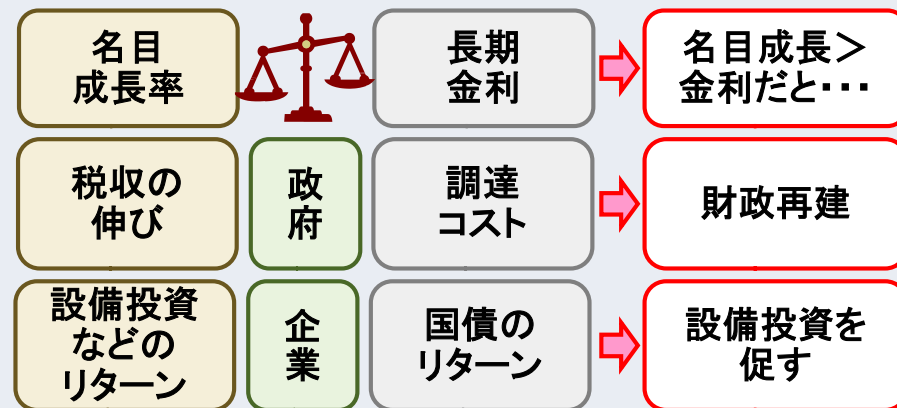
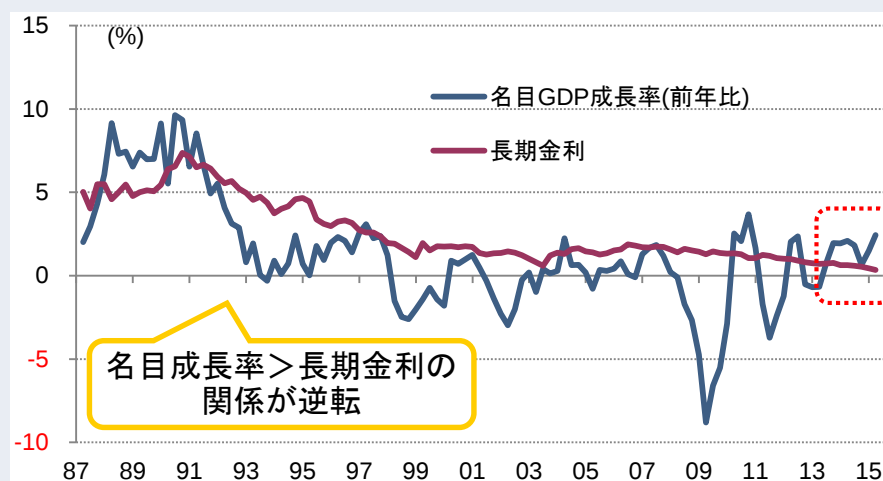


G7各国の政府債務残高(左)・名目GDP(右)推移



名目成長率＞長期金利

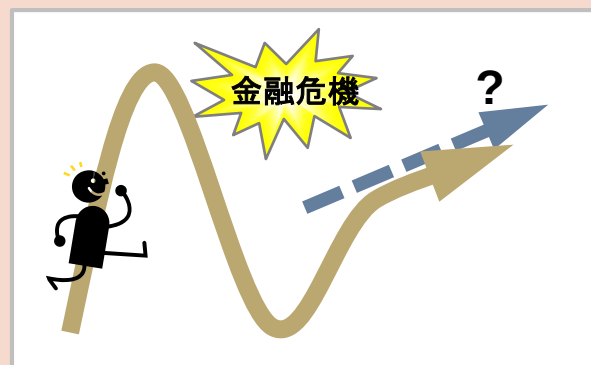
日本名目GDP成長率と長期金利



成長が失われたことで、企業・政府の債務負担が過大になり、お金を借りて投資・財政支出に回すという信用創造のサイクルが逆回転しています。このバランスを改善するためには、名目成長率を長期金利よりも高めるという成長重視のスタンスが有効です。

成長力を高めたい

基礎体力が低下した理由は？



構造的要因
元には
戻らないもの

- ✓ 少子高齢化
- ✓ 生産性向上一巡

循環的要因
元には
戻るもの

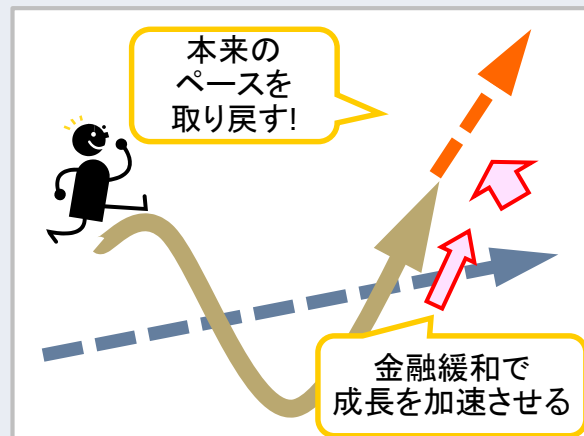
- ✓ 金融危機の後遺症
家計…借金へのトラウマ
企業…設備投資抑制

リハビリを頑張ることで、
元のペースを取り戻すことが
出来るかもしれない!

成長力(国内総生産)を高めるには

①労働力、②生産性、③資本

成長力のリハビリ



雇用市場の
ひっ迫

労働力 ↑

賃金
所得 ↑

一人あたり
売上高を
引き上げる必要

生産性 ↑

設備投資 ↑

政府・日銀の共同戦線

政府

アベノミクス
骨太の方針

経済再生



二兎を
得る道

財政再建



日銀

政府との政策連携の
共同声明(2013/1月)

- ✓ デフレ脱却と持続的な経済成長の実現に向け、**政府・日銀の連携を強化**
- ✓ 日銀は物価安定目標をCPI2%とし、**金融緩和を推進し、早期実現を目指す**
- ✓ 政府は我が国経済の再生のため、**機動的なマクロ経済政策運営に努めると共に、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取組を具体化**
- ✓ 政府は、日銀との連携強化にあたり、**持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進**

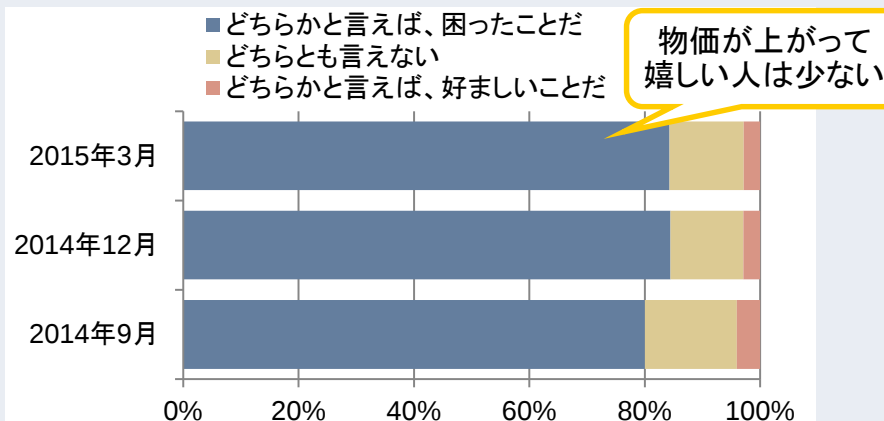
成長力を高めるために、政府・日銀は共同戦線を張っています。

アベノミクス3本の矢とは、政府と日銀がそれぞれ「できることはなんでもやる」のスタンスで、経済再生と財政再建の二兎を得るために必要な取組をまとめたものです。

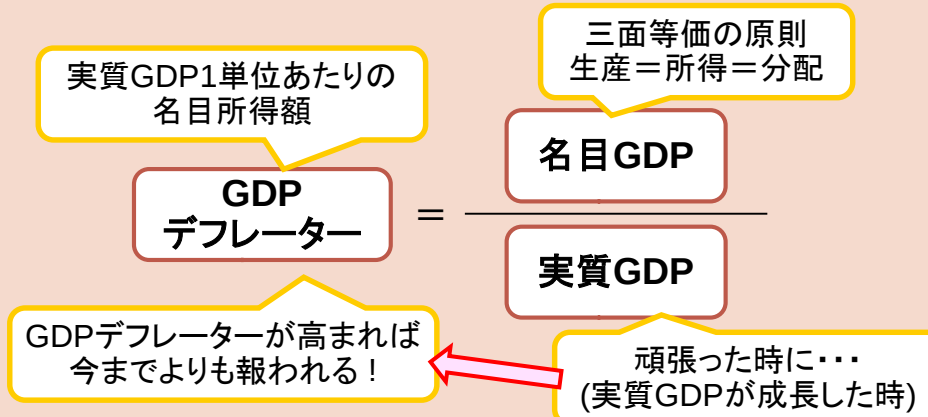
インフレになるということは・・・日本の失われた20年は付加価値デフレ

インフレは困ったことだ？

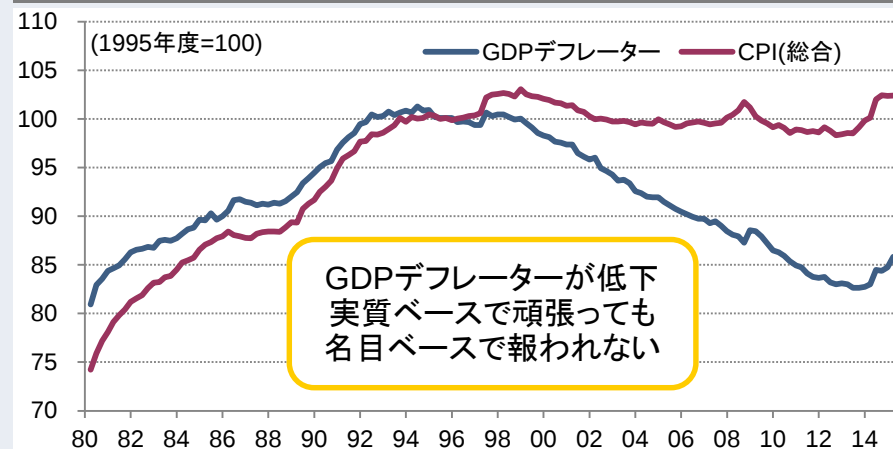
物価上昇についての感想(生活意識に関するアンケート調査)



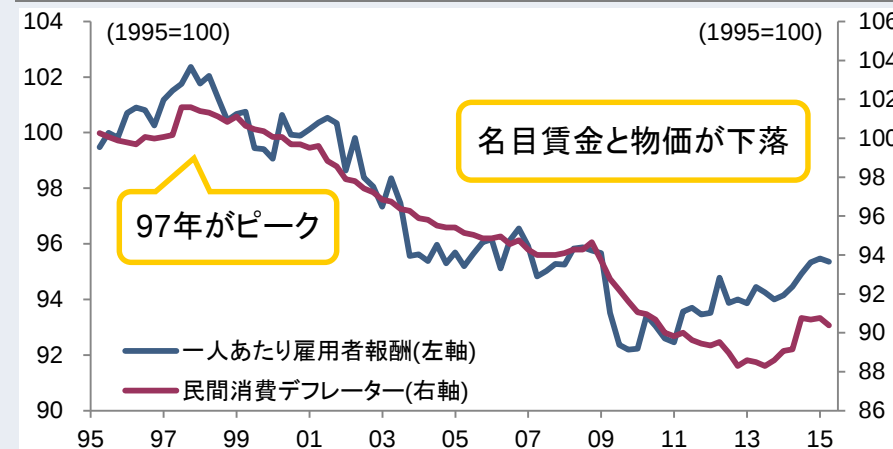
GDPデフレーターで考えよう



消費者物価指数とGDPデフレーター



名目雇用者報酬と民間消費デフレーター

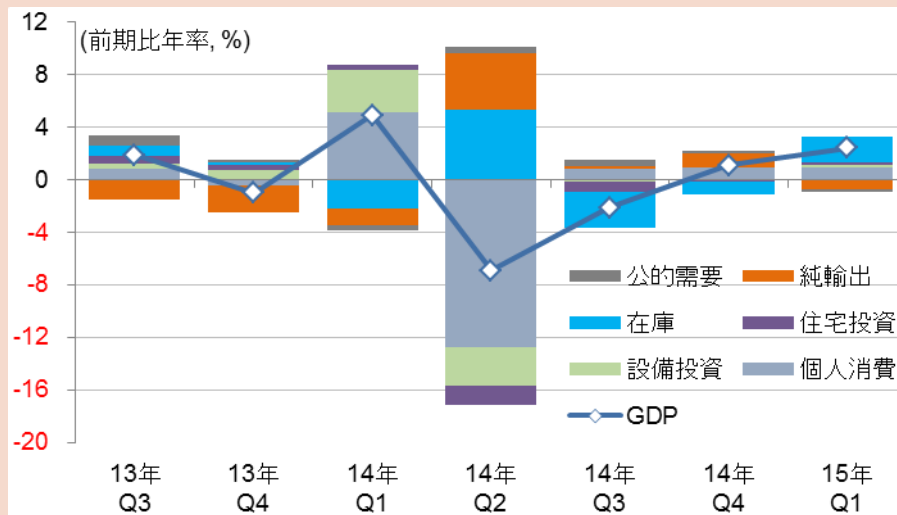


日銀はデフレ脱却に向けて全力で取り組んでいます。インフレ環境とは物価だけではなく、頑張った(実質GDPが成長した)時に、今までよりも報われる(GDPデフレーターが高まる)環境を取り戻そうというものです。「失われた20年」=付加価値デフレに対する処方箋です。

前向きな循環が回り始めた？

日本経済はゆっくりと前進中

実質GDP成長率



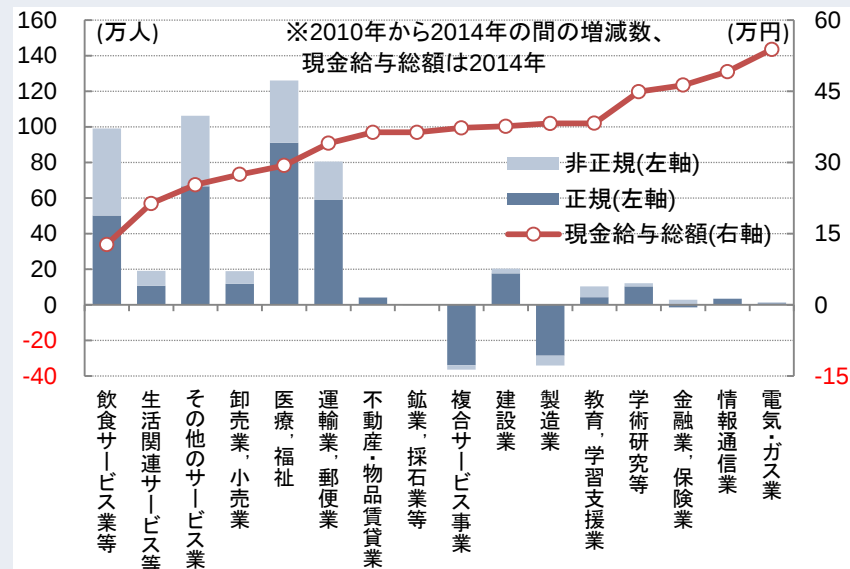
日銀の個人消費の判断は強化化

4月:「一部で改善の動きに鈍さがみられるものの、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、全体としては底堅く推移している」

5月:「雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している」

賃金の上昇には時間がかかる

雇用者変化と現金給与総額



- ✓ 景気サイクルにおいて、経済各主体が同割合で拡大・縮小を繰り返すのであれば、景気回復した際には、きれいに元に戻ると言える。
- ✓ しかし、経済は雇用の質が悪くなる方向で変化している。国内での2010年から14年にかけての雇用者数の変化を見た場合、見事なくらい？低賃金職に偏っている

30日、安倍首相は「日本経済は四半世紀ぶりの良好な状況に達しつつある」と評価しつつも、「この好機を逃すことなく、経済財政一体改革を不退転の決意で断行する」と強調しました。日本経済は良い方向に向かっていますが、その足取りはまだゆっくりとしたものです。

日銀は今後も緩和を続ける：物価安定目標にはまだ「道半ば」

日銀は2科目のテストで合格点を取る必要がある

中間目標

期待インフレが2%近辺で落ち着くこと

最終目標

日本経済の復活
(低成長低インフレからの脱却)

黒田総裁コメント

今年の春、政府からの賃上げ要請もあって、久しぶりのベースアップや賞与の引き上げが、大企業のみならず中小企業においても実現しました。今後とも賃金が適正なペースで上昇していくためには、賃金を引き上げるための協調メカニズムを構築することが必要です。日本銀行の物価安定の目標は、そうしたメカニズムの中で、企業が賃金を決定する際のメルクマールとなり得るものです。日本銀行が予想物価上昇率をしっかりと2%にアンカーすることによって、労使がそのことを前提に交渉を行うことが可能になり、また、それによって、企業や家計は、2%の予想物価上昇率を前提として、しっかりと行動計画を立てることができるようになります。このように、適切な賃金決定メカニズムを構築することは、予想物価上昇率を2%にアンカーするためにも必要です

政治面からも日銀は頑張りを続ける必要がある

財政政策 スケジュール

国債大量買入れ
→財政ファイナンス
懸念との戦い

2014年4月

消費税 5% → 8%

2014年7-9月

駆け込み反動長引く?

2015年10月から
先送り

2017年4月

消費税 8% → 10% ?

2017年7-9月

駆け込み反動の度合いは?

2020年度

プライマリーバランス
黒字化目標

日銀2014年9月決定会合 黒田総裁記者会見

増税した場合に、予想以上にあるいはその他の内外経済状況如何で経済の落ち込みが大きくなる事態となれば、財政・金融政策で対応できる

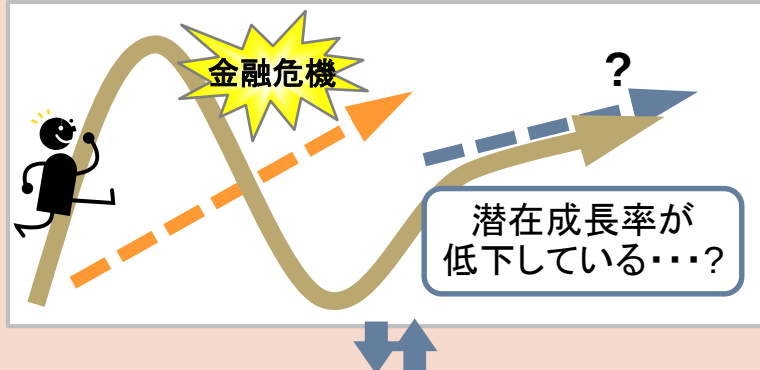
日銀も経済再生・財政再建を達成するために、緩和によるサポートを続けます。
今後の財政政策スケジュールをふまえると、2017年4月の消費増税による経済へのダメージを無事乗り切ったと確信できるまで、日銀は頑張りを続ける必要があります。



まとめ

名目成長率を追い求める

名目GDPの成長が失われた



信用創造の逆回転(財政状況の悪化)

我々が出来ること

名目GDP

実質GDP

GDP
デフレーター

成長も
インフレも
追い求める



貯蓄



投資

インフレで実質価値が目減り

国策の恩恵を享受する

アベノミクスはそれぞれの課題に取り組む

日銀

インフレ2%に向けて
積極的な金融緩和を実施

政府

機動的な財政政策によって
経済成長を支える

潜在成長力を高めるための
成長戦略を策定

持続可能な財政構造を
取り戻すための取組を推進



成長力を
高めたい!

二兎を得る



財政再建も
進めたい!

政府・日銀は日本の経済再生・財政再建という二兎を得るために、共同戦線を張っている
彼らが追い求めるのは、名目成長率を取り戻すこと
成長とインフレを高める政策が取られる中、我々ができることは「貯蓄から投資へのシフト」



The Dealer's View...

日本経済再生を「貯蓄から投資へ」によってサポート

お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行う場合、約定代金に対して最大1.24200%（但し、最低2,700円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては、現地諸費用等を別途いただくことがあります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかに為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行うにあたっては、売買代金の30%以上で、かつ30万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行うことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、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。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失を生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。
- 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われていないものもあります。

商号等：大和証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第108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