

日本の現状と未来像

－ 失われた30年からの完全脱却は可能か－

BNPパリバ証券株式会社
グローバルマーケット統括本部
副会長
チーフ クレジットストラテジスト 兼 チーフ ESGストラテジスト
中空 麻奈



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

1. 骨太方針とは



1.骨太方針とは

経済財政諮問会議の基本事項の確認

- 内閣府設置法（平成11年法律第89号）18条が根拠法。第25条に基づき経済財政諮問会議令が制定されている
- 経済財政政策に関する重要事項について、有識者等の優れた識見や知識を活用しつつ、内閣総理大臣のリーダーシップを十全に発揮することを目的として、内閣府に設置された合議制機関
- 橋本行革による2001年1月の省庁再編によって設置された。モデルは米国の経済諮問委員会
- 構成員として、（1）議長（内閣総理大臣）および10名の議員、計11名に限定、（2）内閣官房長官、経済財政政策担当大臣以外の議員は法定せず、（3）民間有識者の人数を、議員数の4割以上確保することを法定、（4）議案を限って他の国务大臣を臨時員として会議に参加させることができる
- 所管事務として、（1）経済財政政策に関する重要事項についての調査審議、（2）内閣総理大臣または関係各大臣の諮問に応じて国土形成計画法に規定する全国計画など重要事項についての調査審議、（3）これらにつき、意見を述べること
- 内閣府の内部部局のうち、経済財政政策に関する総合調整は政策統括官部門が事務局機能。行政組織の内外から人材を登用し、内閣府と内閣官房の連携を図ることが求められる



1.骨太方針とは

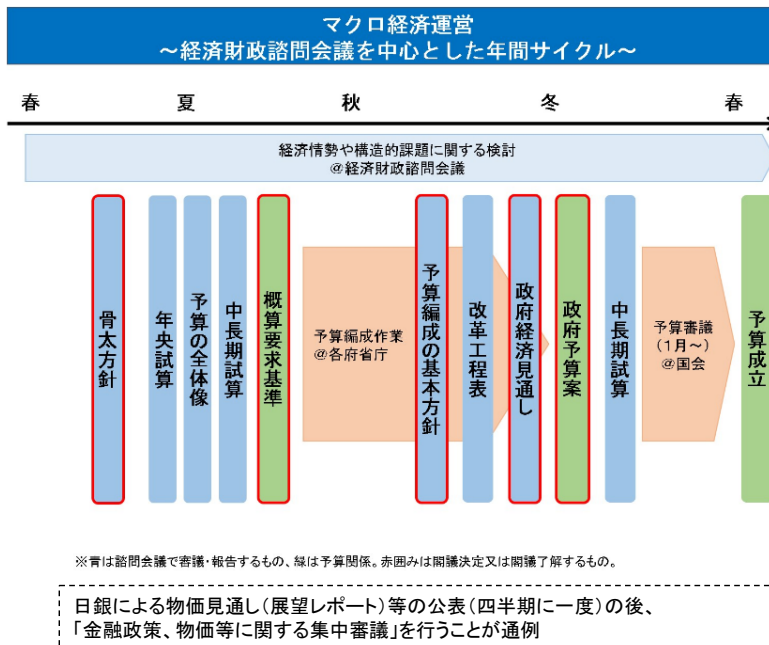
具体的な会議の詳細

■ 経済財政諮問会議議員名簿

経済財政諮問会議議員名簿

議長	岸田 文雄	内閣総理大臣
議員	林 芳正	内閣官房長官
同	新藤 義孝	内閣府特命担当大臣（経済財政政策） 兼 経済再生担当大臣
同	松本 剛明	総務大臣
同	鈴木 俊一	財務大臣
同	齋藤 健	経済産業大臣
同	植田 和男	日本銀行総裁
同	十倉 雅和	住友化学株式会社 代表取締役会長
同	中空 麻奈	BNPパリバ証券株式会社 グローバルマーケット統括本部副会長
同	新浪 剛史	サントリーホールディングス株式会社 代表取締役社長
同	柳川 範之	東京大学大学院経済学研究科教授

■ マクロ経済運営と経済財政諮問会議の関わり



1.骨太方針とは

岸田内閣における主な会議

※経済財政諮問会議以外の5つの会議は、岸田内閣において設置されたもの

会議	主な検討課題	年間開催数 (2023年度)	構成員
経済財政諮問会議	マクロ経済財政政策／毎年の「骨太方針」策定 (経済対策、財政健全化、等)	16回	総理＋5閣僚＋有識者4名
新しい資本主義実現会議	成長戦略／毎年の「実行計画」策定 (労働市場改革、スタートアップ、資産運用立国等)	10回	総理＋5閣僚＋有識者11名
こども未来戦略会議	こども・子育て政策 (こども未来戦略の策定)	8回	総理＋9閣僚＋有識者19名
G×実行会議	G×推進戦略 (GX経済移行債、カーボン・プライシングなど)	4回	総理＋5閣僚＋有識者12名
デジタル行財政改革会議	教育・介護・交通等のデジタル化	4回 (10月設置)	総理＋11閣僚＋有識者5名
全世代型社会保障構築本部	持続可能な社会保障制度の構築 (「改革工程」の策定)	1回	総理＋6閣僚 (別途、有識者のみの会議)



1.骨太方針とは

2024年骨太のポイント整理

章立て

第一章：成長型の新たな経済ステージへの移行

第二章：社会課題への対応を通じた持続的な経済成長の実現～賃上げの定着と戦略的な投資による所得と生産性の向上～

第三章：中長期的に持続可能な経済社会の実現～「経済・財政新生計画」～

第四章：当面の経済財政運営と令和7年度予算編成に向けた考え方

重要な骨子

デフレから完全脱却し、日本経済を新たなステージへと移行させる。物価上昇を上回る所得へ

1. 豊かさを実感できる「所得増加」及び「賃上げ定着」
2. 豊かさを支える中堅・中小企業の活性化
3. 投資の拡大及び革新技術の社会実装による社会課題への対応
4. スタートアップのネットワーク形成や海外との連結性向上による社会課題への対応
5. 地方創生及び地域における社会課題への対応
6. 幸せを実感できる包摂社会の実現
7. 持続的な経済成長の礎となる国際環境変化への対応
8. 防災・減災及び国土強靱化の推進

少子高齢化・人口減少を克服し、国民が豊かさや幸せを実感できる持続可能な経済社会の実現を目指した2030年度までの6年間の中長期計画。実質1%を安定的に上回る成長を確保し、2%の物価安定目標の持続的・安定的な実現のもと、2040年頃に名目1000兆円程度の経済を視野に定める。5つのビジョンは次のとおり。①社会課題解決をエンジンとした生産性向上と成長機会の拡大、②誰もが活躍できるWell-beingが高い社会の実現、③経済・財政・社会保障の持続可能性の確保、④地域ごとの特性・成長資源を活かした持続可能な地域社会の形成、⑤海外の成長市場との連結性向上とエネルギー構造転換。そのうえでEBPMを強化する

成長と分配の好循環を拡大、財政健全化を堅持した令和7年度の予算編成を行う



1.骨太方針とは

てんこ盛りとの批判もあれど・・・日本の競争力に力点あり！

▶ 経済新生への道行き(内閣府特命担当大臣資料)

経済新生への道行き

短期

デフレからの完全脱却
成長型の新たな経済ステージへの移行

中長期

少子高齢化・人口減少の克服
豊かさと幸せを実感できる持続可能な経済社会

5つのAction

- ① 物価上昇を上回る賃上げの定着
- ② 構造的価格転嫁の実現
- ③ 成長分野への戦略的な投資
- ④ スタートアップネットワークの形成
- ⑤ 新技術の徹底した社会実装

5つのVision

- ① 社会課題解決をエンジンとした生産性向上と成長機会の拡大
- ② 誰もが活躍できるWell-beingが高い社会の実現
- ③ 経済・財政・社会保障の持続可能性の確保
- ④ 地域ごとの特性・成長資源を活かした持続可能な地域社会の形成
- ⑤ 海外の成長市場との連結性向上とエネルギー構造転換

33年ぶりの賃上げ
設備投資 100兆円
過去最高の経常利益

600兆円

2024

2030

生産年齢人口の減少
実質1%を上回る成長を確保
更なる成長を目指す

2060

1,000兆円

- ▶ 日本の問題を一つ指摘するとすれば、競争力の欠如である、と考える
- ▶ その観点から言えば、今年の骨太は例年になく、競争力に焦点をあてたものになっていると考える
- ▶ 日本の現在地はデフレからの完全脱却を目指すステージと位置づけ、次のステージへの移行を図るよう、生産性の改善や積極的な投資を誘う
- ▶ 財政健全化は緊縮財政ではない。財政健全化とワイズスペンディングは両立できる、というスタンスで正しい方向に資金を投下することを目標とするものである



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

出所：内閣府、BNP Paribas

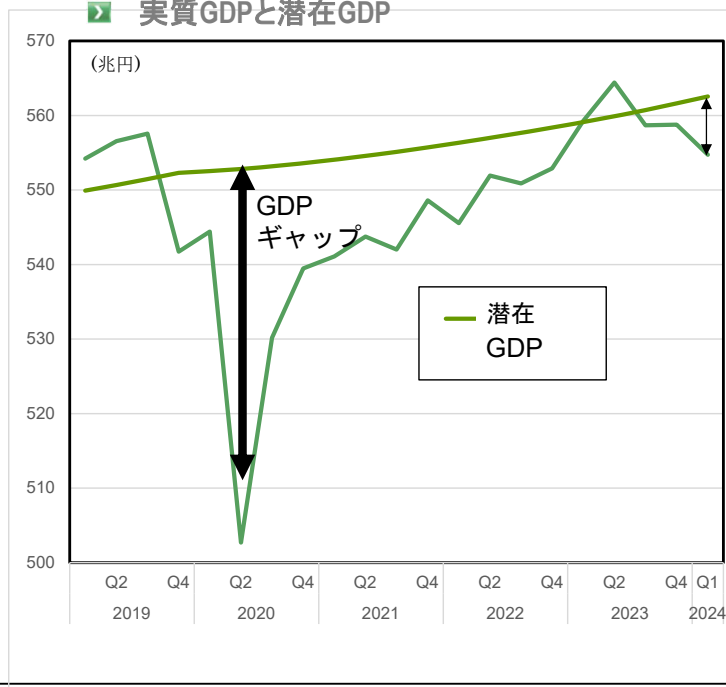
2. 日本の現在地



2.日本の現在地

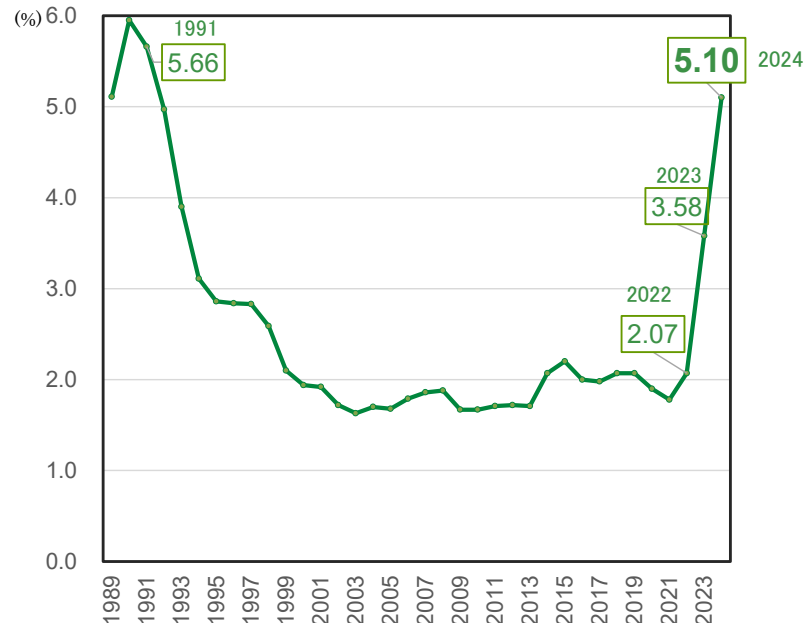
GDPギャップはマイナスからプラスに。賃金上昇率は33年ぶり高水準

実質GDPと潜在GDP



出所:内閣府, BNPパリバ

春季労使交渉による賃上げ率



出所:内閣府, 日本労働組合総連合会, BNP Paribas



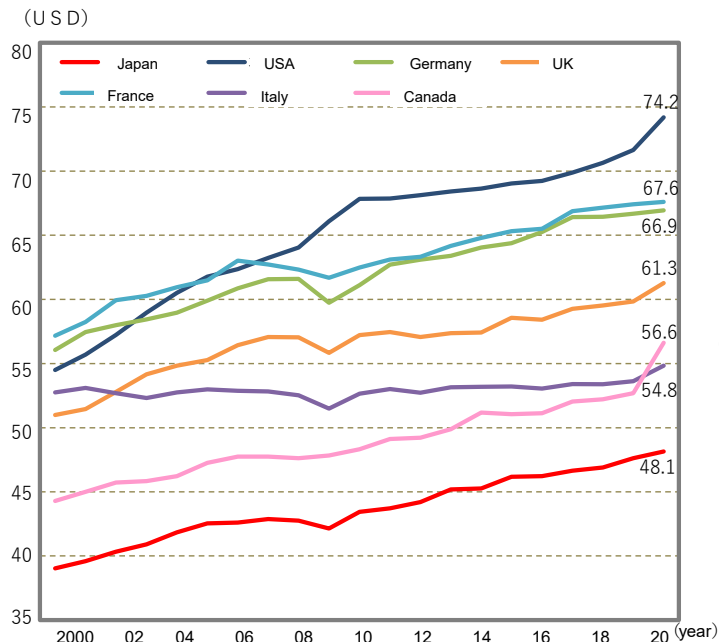
BNP PARIBAS

The bank for a changing world

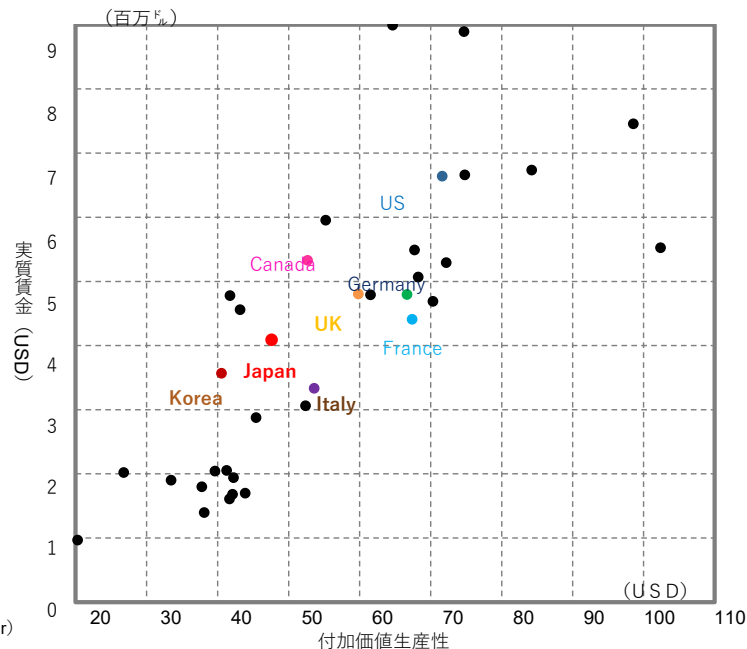
2.日本の現在地

日本の付加価値生産性は海外先進国に比べ低かったが・・・

▶ 主要先進国の付加価値生産性(時間当たり労働生産性)の推移



▶ 付加価値生産性と実質賃金の関係(2019年、OECD諸国)

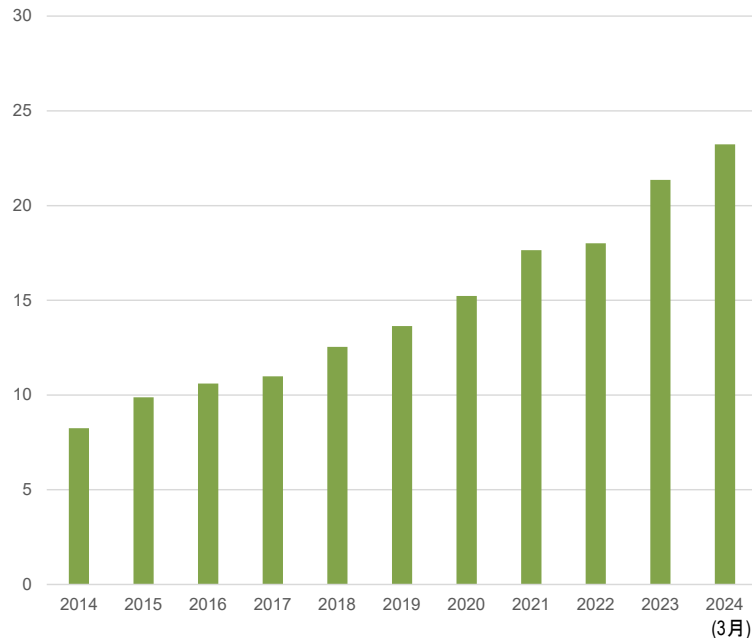


2.日本の現在地

NISA(日本の新たな個人投資非課税制度):貯蓄から投資への流れの拡大

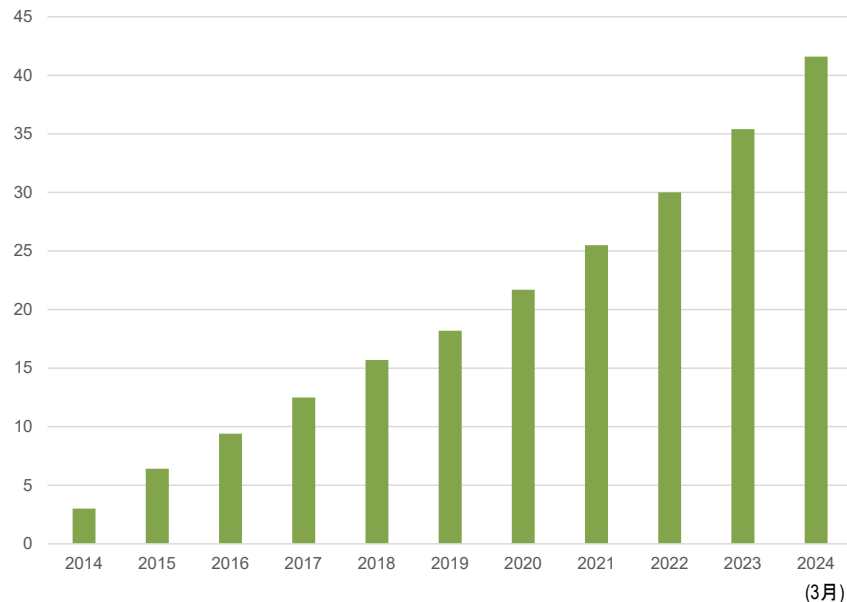
▶ NISA口座数

(千件)



▶ 買付けNISA金額

(兆円)



2.日本の現在地

日経平均株価は34年ぶりの高値を記録、最高値更新中

▶ 日経平均株価推移(短期)



▶ 日経平均株価推移(長期)



2.日本の現在地

円は減価、企業業績は改善

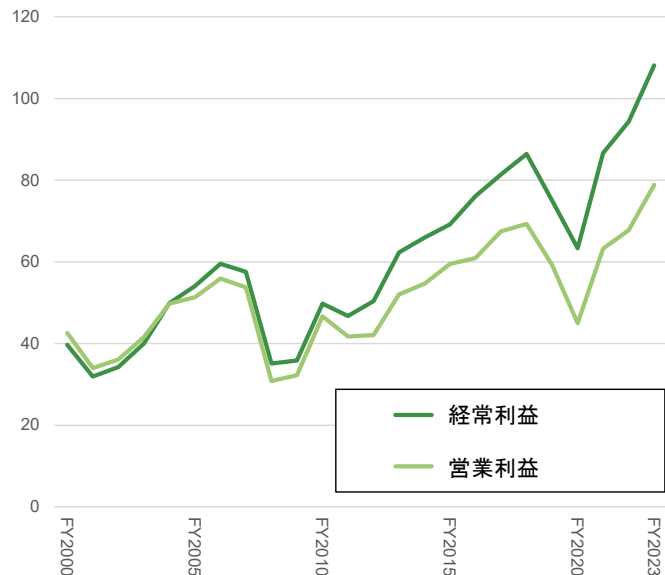
円ドルレート

(円/ドル)



企業業績

(兆円)



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

出所:ブルームバーグ、財務省、BNPパリバ

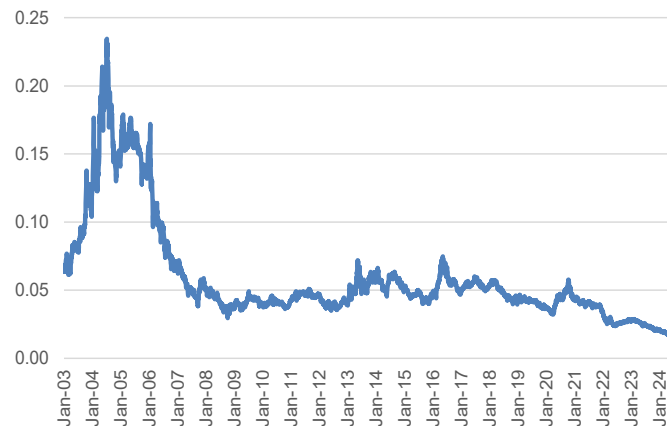
2.日本の現在地

株式市場を動かしているのは大企業だけか？

RTY/NDX



TSEMOTHER /NKY



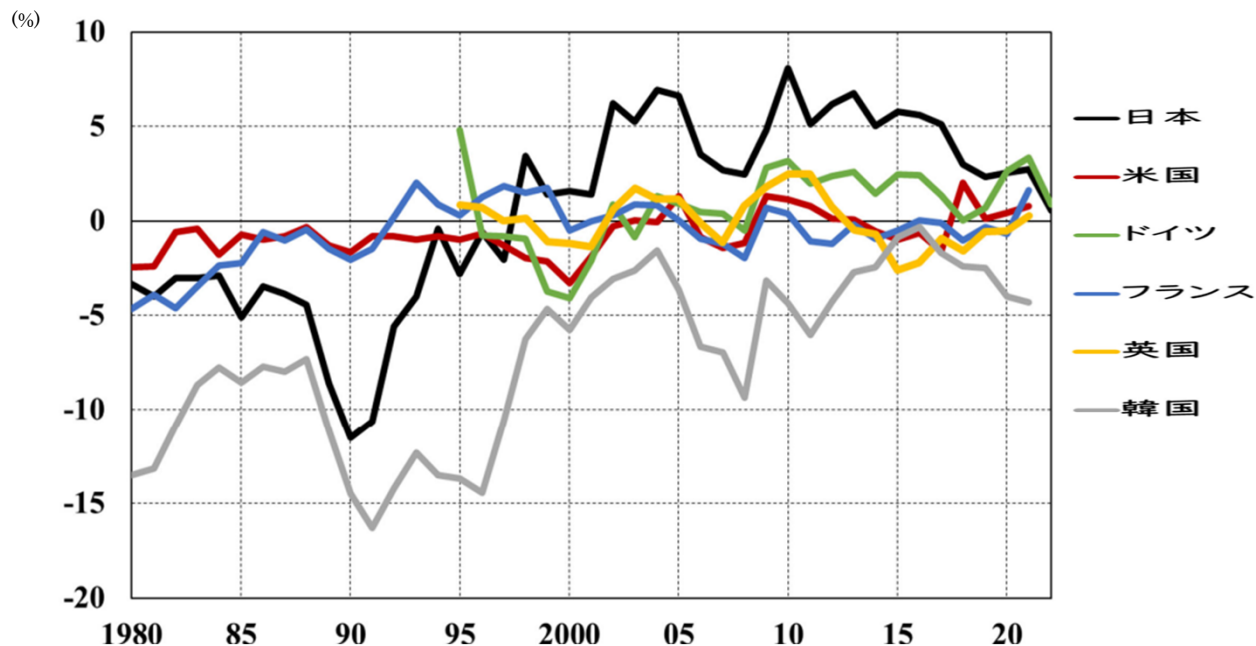
3. 短期集中策



3. 短期集中策

日本企業の投資スタンスは弱いが・・・投資増加へ

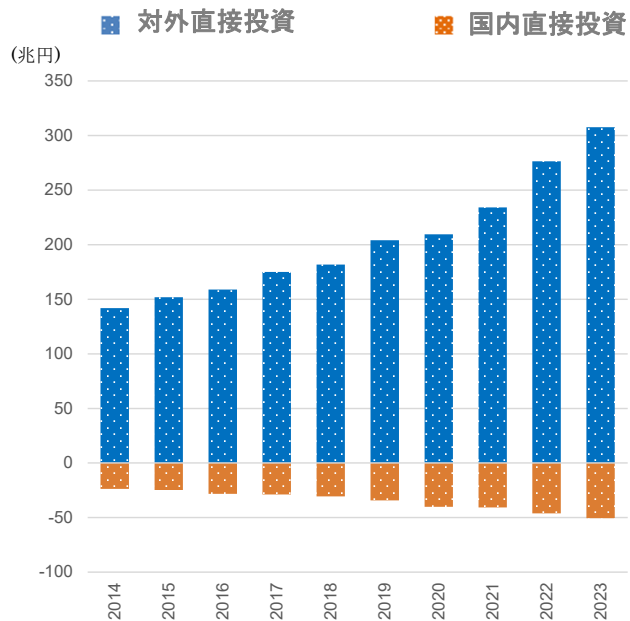
■ 非金融法人の貯蓄・投資バランス



3. 短期集中策

対外直接投資は国内直接投資よりはるかに大きいことにどう対応するか

対外直接投資



海外からの人材・資金を呼び込むためのアクションプラン(2023)

対日直接投資の目標:
46兆円(2022年度) ⇒ 100兆円(2030年度)

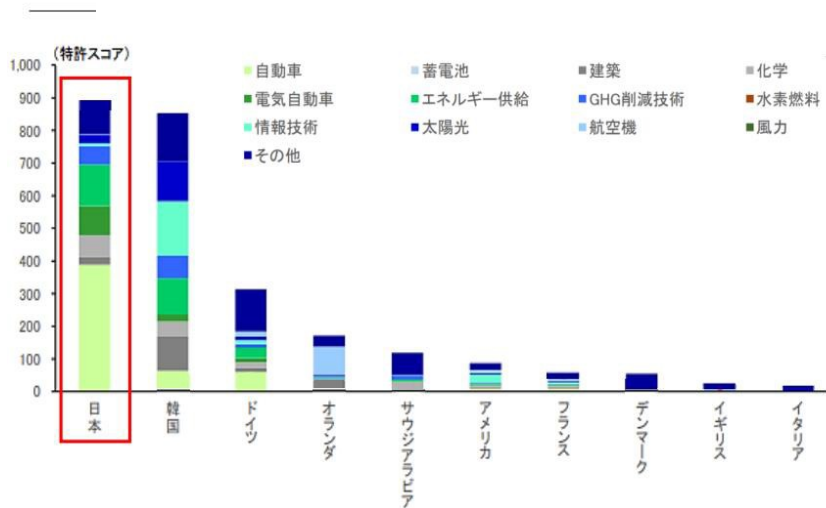
戦略品のサプライチェーン強化
例) 半導体、バイオテクノロジー



3. 短期集中策

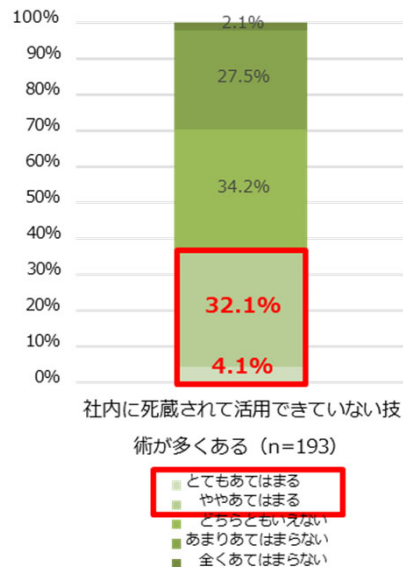
日本にはGX関連の特許が多数ある！

各国企業のGX関連特許スコア



出所：GPIFポートフォリオの気候変動リスク・機会分析（ESG活動報告 別冊）、JOIC「オープンイノベーション白書（初版）」を基に作成。

活用されていない技術がたくさんあるか？



3. 短期集中策

経済成長と財政健全化の両立を目指して

三位一体の労働市場改革と構造的賃金引上げ

-リ・スキリング、職務給、成長分野への労働移動の促進

投資拡大

-GX、DX、スタートアップ、イノベーション、インバウンド

持続可能な経済財政運営

中期経済財政フレームの策定



実質GDP成長率1%を継続的に達成できるか？



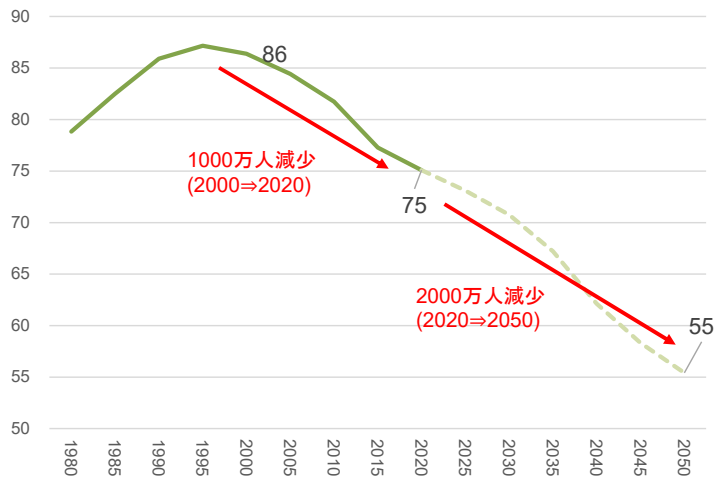
4. 長期対応策



4. 長期対応策

人口減少に伴い人手不足が深刻化

(%) 生産年齢人口



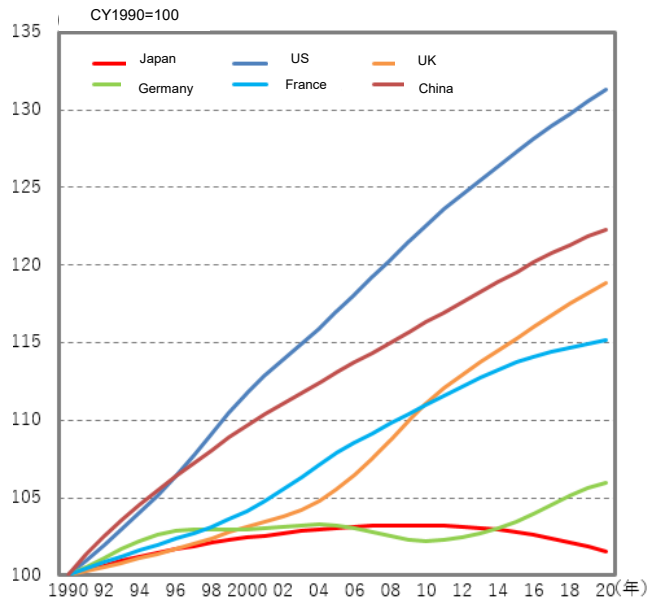
(D.I.) 雇用条件(=十分 - 不十分)



4. 長期対応策

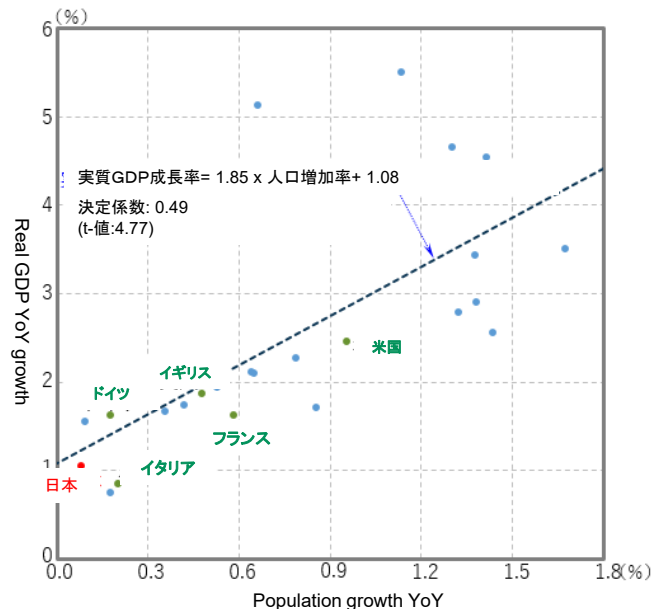
失われた30年は人口停滞の時代と重なる。人口減少は経済成長に大きな影響を与える

人口の変化



Source: Cabinet Office materials

人口増加率と経済成長率の関係



Note: OECD countries, 30-year average to 2019

Source: Cabinet Office materials



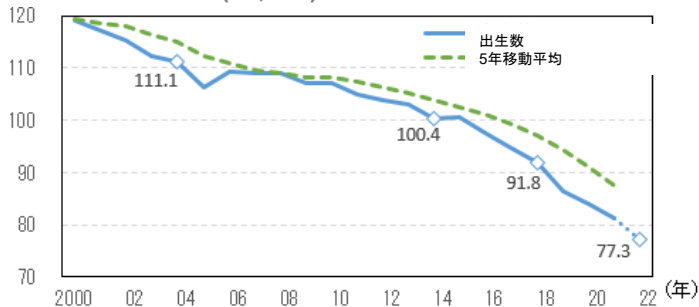
BNP PARIBAS

The bank for a changing world

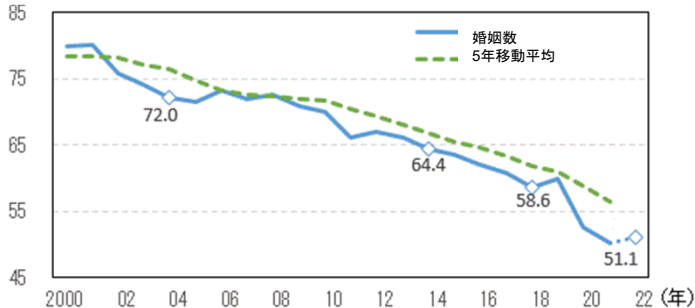
4. 長期対応策

いまだに対策が功を奏さないが...

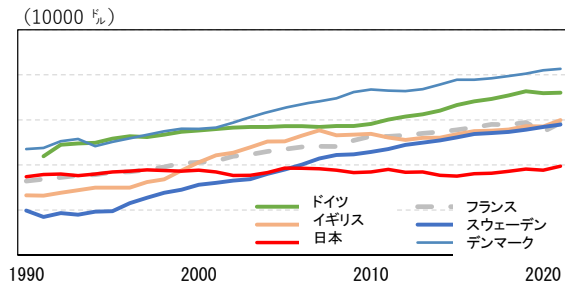
出生数の推移(10,000)



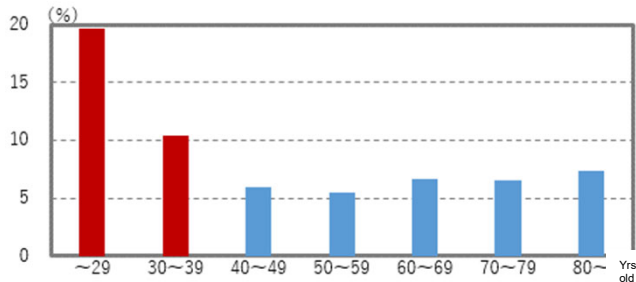
婚姻数の推移(万組)



各国の平均賃金PPPベース



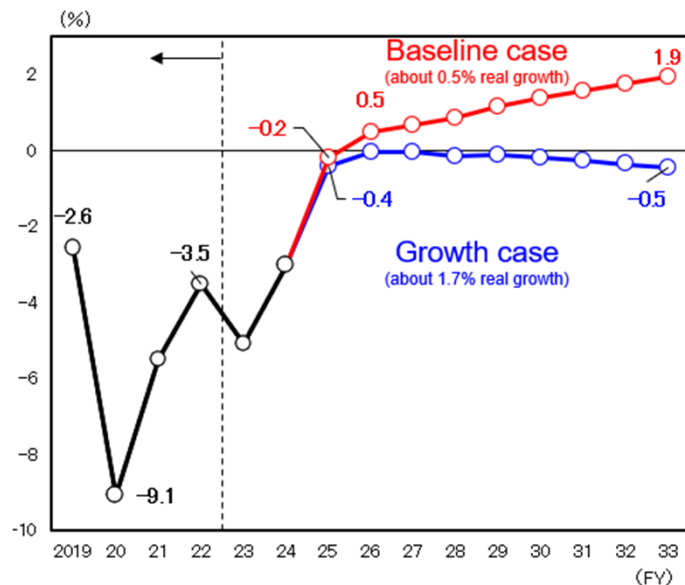
二人以上世帯の消費支出に占める住居費の割合(2019年)



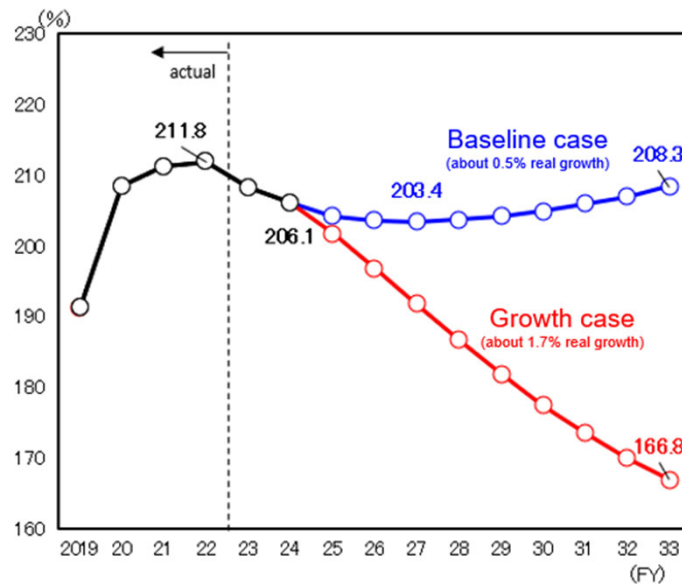
4. 長期対応策

経済成長と財政健全化の両立を目指して

▶ プライマリーバランス対GDP比



▶ 公的債務対GDP比



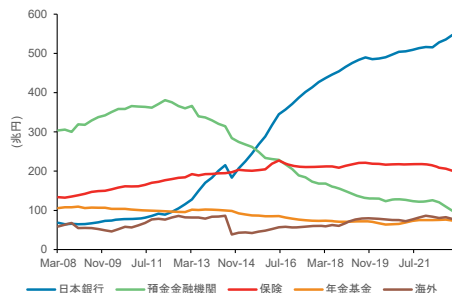
4. 長期対応策

日本の財政健全化と信用維持

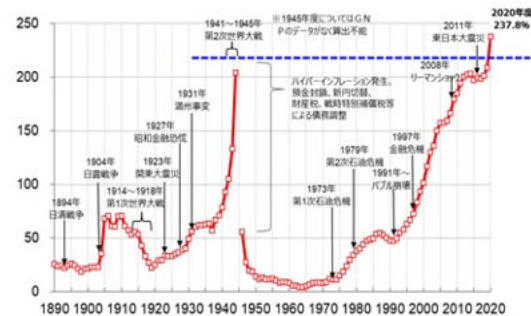
先進国の格付け一覧

	MDY		S&P		Fitch		R&I		JCR	
	格付け	アウトルック	格付け	アウトルック	格付け	アウトルック	格付け	アウトルック	格付け	アウトルック
アメリカ	Aaa	NEG	AA+u	STABLE	AA+u	STABLE	AAA	STABLE	AAA	STABLE
ドイツ	Aaa	STABLE	AA+u	STABLE	AA+u	STABLE	AAA	STABLE	AAA	STABLE
フランス	Aa2u	STABLE	AA-u	STABLE	AA-u	STABLE	AAA	STABLE	AAA	STABLE
イタリア	Baa3u	STABLE	BBB	STABLE	BBB	STABLE	BBB+	STABLE	A	STABLE
スペイン	Baa1	POS	Au	STABLE	A-u	STABLE	A	-	AA	STABLE
イギリス	Aa3u	STABLE	AAu	STABLE	AA-u	STABLE	AAA	STABLE	AAA	STABLE
カナダ	Aaa	STABLE	AAA	STABLE	AA+u	STABLE	NR	-	AAA	STABLE
日本	A1	STABLE	A+u	STABLE	Au	STABLE	AA+	STABLE	AAA	STABLE
中国	A1	NEG	A+	STABLE	A+u	NEG	AA-	STABLE	AA	STABLE

日本国債の保有者推移



公的債務の対GDP比(%、年度)



免責事項

本資料に含まれる情報は、BNPパリバ証券株式会社が信頼できると考える情報源より取得されたものですが、弊社はその正確さについて意見を表明し、または保証するものではありません。情報は不完全または省略されたものであることがあります。本資料は、目論見書ではありませんし、本資料で取り扱われている有価証券の価値についての判断の基準を示す目的で作成されたものではありません。また、本資料は、有価証券の購入、売却その他の取引を推奨し、または勧誘するものではありません。本資料に含まれる予想及び意見は、資料作成時における弊社の判断に基づくものであり、予告なしに変更されることがあります。弊社またはその関連会社（以下合わせて「BNPパリバ」）は、本資料で取り扱われている有価証券またはその派生証券を自己勘定で保有し、または自己勘定で取引することがあります。BNPパリバ及びその役員は本資料に取りあげられている発行者のアドバイザー又は役員を過去に務めた、または将来務める可能性があります。BNPパリバは本資料で取り上げた発行者に対して、過去12ヶ月以内に（アドバイザー、シンジケート・マネジャー、アンダーライター等として）有価証券の引受その他の投資銀行サービスを提供した可能性があります。BNPパリバは、法律で許容される範囲において、本資料の発表前に、そこに含まれる情報に基づいて取引を行うことがあります。本資料の内容に依拠して読者が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。本資料は限られた読者のために提供されたものであり、弊社の書面による了解なしに複製することはできません。

本資料は、機関投資家のために作成されたものであり、英金融監督当局（FCA）より定義されたところのいわゆる英国の個人投資家のために提供されたものではなく、かつそうした個人投資家に譲渡することはできません。本資料の英国における発行および配布は、ビー・エヌ・ピー・パリバ・エス・エー（本店パリ）の支店であるビー・エヌ・ピー・パリバ・ロンドン支店の承認を得たものとなります。ビー・エヌ・ピー・パリバ・ロンドン支店は、英国における投資業務の遂行にあたり、証券先物業協会（SFA）の規制を受けており、また、ロンドン証券取引所の会員です。このレポートが米国内で配布される場合には、本資料は、米国の規制に基づく「大手機関投資家」のみを対象に配布するものであることをご了承ください。本資料を受取り、記載されている証券について取引を行いたいと望む場合には、必ず米国の規制に基づいて登録されている証券会社を通して実行しなくてはなりません。BNP Paribas Securities Corporationは、米国において登録されている証券会社です。米国のBNP Paribas Securities Corporationは、資料が直接、米国の受取人に配布された場合において、レポートの内容に関して責任を負うものとなります。

金融商品取引法第37条に定める事項の表示

金融商品取引を行うにあたっては、各金融商品等に所定の手数料等（たとえば、株式のお取引の場合には、約定代金に対し、事前にお客様と合意した手数料率の委託手数料および消費税、投資信託のお取引の場合には、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）をご負担いただく場合があります。また、すべての金融商品には、関連するさまざまなリスクがあり、国内外の政治・経済・金融情勢、為替相場、株式相場、商品相場、金利水準等の市場情勢、発行体等の信用力、その他指標とされた原資産等の変動により、多額の損失または支払い義務が生じるおそれがあります。さらに、デリバティブのお取引の場合には、弊社との合意により具体的な額が定まる保証金等をお客様に差し入れていただくこと、加えて、追加保証金等を差し入れていただく可能性もあり、こうした取引についてはお取引の額が保証金等の額を上回る可能性があります（お取引の額の保証金等の額に対する比率は、現時点では具体的な条件が定まっていないため算出できません。）。また、上記の指標とされた原資産の変動により、保証金等の額を上回る損失または支払い義務が生じるおそれがあります。さらに、取引の種類によっては、金融商品取引法施行令第16条第1項第6号が定める売付けの価格と買付けの価格に相当するものに差がある場合があります。なお、金融商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該金融商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料をよくお読みください。

権利行使期間がある場合は権利を行使できる期間に制限がありますので留意が必要です。

期限前解約条項、自動消滅条項等の早期終了条項が付されている場合は、予定された終了日の前に取引が終了する可能性があります。

商号等/BNPパリバ証券株式会社（金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第2521号）

加入協会/日本証券業協会、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



無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告知しなければならないこととされております。

登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制を整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公表経費等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

格付会社について

ムーディーズ・レーティングス

格付会社グループの呼称等について

格付会社グループの呼称

ムーディーズ・レーティングス（以下「ムーディーズ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号

ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のウェブサイト（<https://ratings.moody's.com/japan/ratings-news/>）の「規制関連」のタブ下にある「開示」をクリックした後に表示されるページの「無登録格付説明関連」の欄に掲載されております。

信用格付の前提、意義及び境界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上、財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスクに価格変動性及びその他のリスクについて着及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズに比べて信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかしムーディーズは、当社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性及び保証するものではありません。詳しくは上記ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

S&Pグローバル・レーティング

格付会社グループの呼称等について

格付会社グループの呼称

S&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.spglobal.com/jp/ratings/>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（<http://www.spglobal.com/jp/unregistered/>）に掲載されております。

信用格付の前提、意義及び境界について

S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性及び流通市場での価格を示すものでもありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができただけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合のみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っており、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もこのことに留意する必要があります。この情報は、当社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

フィッチ・レーティングス

格付会社グループの呼称等について

格付会社の呼称

フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.fitchratings.com/jp/web/>）の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。

信用格付の前提、意義及び境界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自身が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べたものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断した情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に依拠した事実情報又はその使用結果に関する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当事実を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。信用格付の前提、意義及び境界の詳細にわたる説明については、フィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。

この情報は、当社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

