

●財政健全化には経済再生・デフレ脱却と一体で取り組む必要がある

財政健全化の進捗状況とその変動要因について法人税、所得税を中心に検証した。経済再生・デフレ脱却に向けた取組が進む中、法人税については、最近は利益計上法人の数が増加するとともに、繰越欠損金控除が縮小してきている。所得税については、雇用の改善によって納税者数は増加しており、働く意欲がある者の労働参加と賃上げの継続が重要である。こうした税収の改善は、景気の緩やかな回復基調の継続に加え、デフレではない状態になったことが寄与している。したがって、引き続き、公共サービスの無駄をなくし、質を改善するための歳出改革も含め、経済再生・デフレ脱却と財政健全化を一体として取り組んでいくことが求められる。

2 金融政策の動向

日本銀行は2%の「物価安定の目標」の早期の実現のため、2013年4月に「量的・質的金融緩和」を導入した後、2014年10月にはその拡大を決定し、さらに2016年1月には「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。本項では、一連の金融政策の効果について、想定される波及経路ごとにその影響を確認する。

●マイナス金利を含む一連の金融政策は3つの波及経路を通じて実体経済に影響

まず、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の概要について簡単に確認する。「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」は、2013年4月の「量的・質的金融緩和」の導入以来とられてきた、金融市場調節の対象としてのマネタリーベースの増加の「量」、買入れする資産の「質」という観点に加え、金融機関が保有する日本銀行の当座預金の一部について0.1%のマイナス金利を適用するという「金利」面を加えた3つの次元で金融緩和を進めていくものである。こうしたマイナス金利の適用を含めた日本銀行の一連の金融政策は、3つの波及経路を通じて実体経済に影響を与えると考えられる。具体的には、①イールドカーブの押下げ、②ポートフォリオ・リバランス、③予想物価上昇率の上昇である。これらの波及経路のうち、マイナス金利の適用については、イールドカーブの起点を引き下げることによって金利全般により強い下押し圧力を加え得るという点が主な特徴であると考えられる。以下、それぞれの波及経路ごとの状況を確認する。

●イールドカーブはマイナス金利の導入後、全体的に押下げ

第一に、短期から長期にかけての年限ごとの国債利回りを示すイールドカーブの動向についてみる。「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入が決定された本年1月の水準と本年7月初めの各年限の金利水準を比べると、残存期間15年程度までの金利がマイナスとなっており、マイナス金利の導入による押下げ効果が出ていると考えられる（第1-3-7図（1））。こうした中、銀行貸出金利や住宅ローン金利については、この数年間低下傾向にあるが、マイナス金利の導入後には一層の低下がみられている（第1-3-7図（2））。

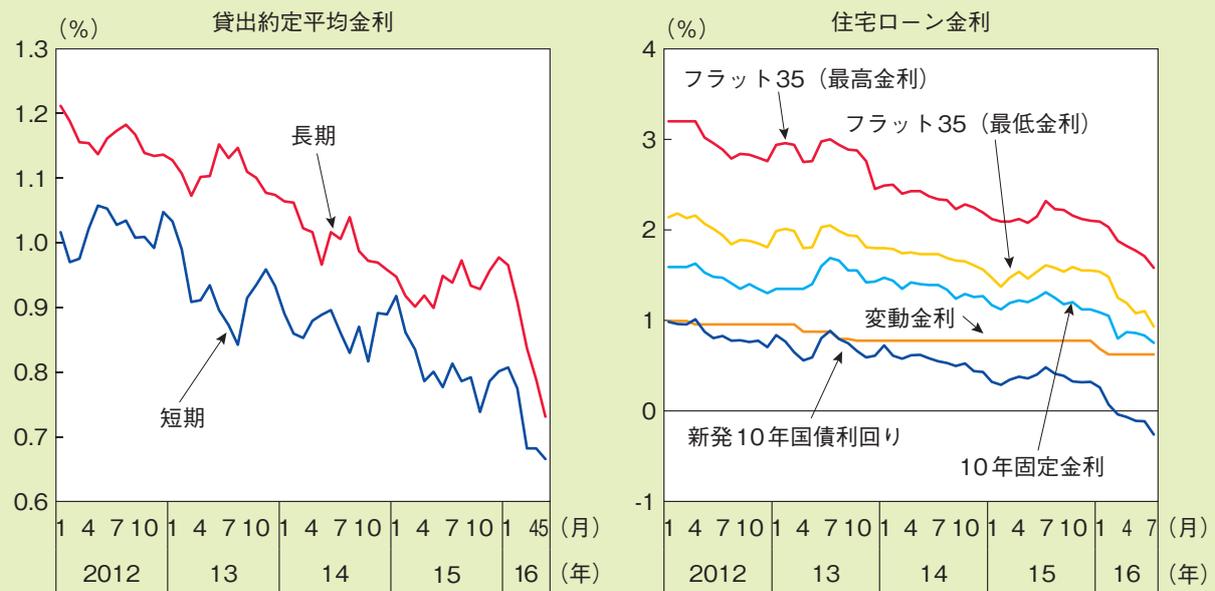
第1-3-7図 イールドカーブと各種金利の動向

イールドカーブはマイナス金利の導入後、全体的に押下げ

(1) イールドカーブの動向



(2) 貸出金利・住宅ローン金利の動向



(備考) 1. Bloomberg、日本銀行「貸出約定平均金利」、住宅金融支援機構資料等により作成。
 2. (1)は、6Mは国庫短期証券(6か月物)利回り、その他は各残存期間の国債利回り。
 3. (2)は、貸出約定平均金利は、新規貸出ベースの後方3か月移動平均値。
 住宅ローン金利は、フラット35は融資率が9割以下で返済期間が21年以上の場合における全金融機関の融資金利率の最低値と最高値、10年固定金利、変動金利は都市銀行5行の最優遇金利の平均。新発10年債国債利回りは、各月の第1営業日の数値。

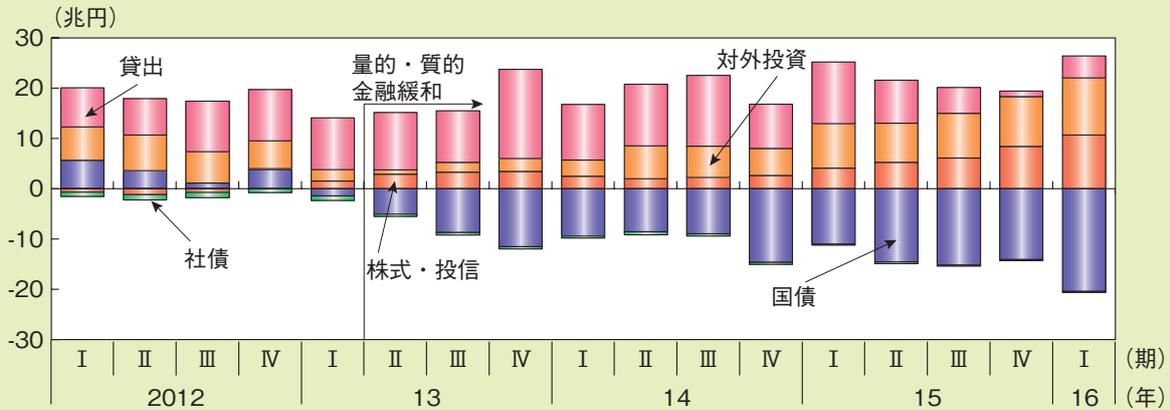
●ポートフォリオ・リバランスは緩やかに進展

第二に、ポートフォリオ・リバランスの状況について確認する。ポートフォリオ・リバランスとは、日本銀行が国債などの資産を大量に購入することで、投資家や金融機関の国債投資が減少する中で、貸出のほか株式や外債等のリスク資産の運用を積極化させることである。こうした民間

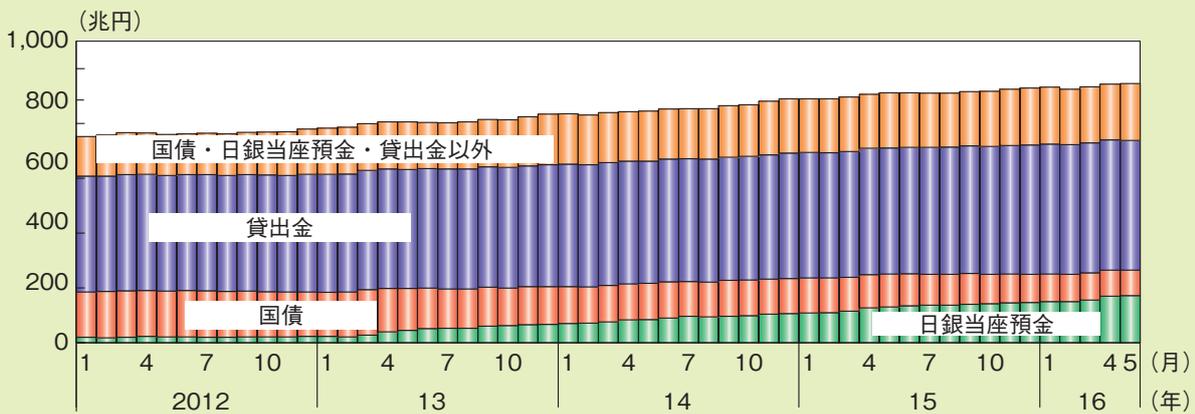
第1-3-8図 ポートフォリオ・リバランスの動向

ポートフォリオ・リバランスは緩やかに進展

(1) 日本銀行以外の主体による投資フロー



(2) 国内銀行の資産残高と構成比



(3) 国内銀行の国債・日銀当座預金残高以外の資産



- (備考) 1. 日本銀行「民間金融機関の資産・負債」、「資金循環統計」により作成。
 2. (1) は、資金循環統計でカバーされる全ての主体を含む。国債は、国債・財融債と国庫短期証券の合計。対外投資は、国内部門による対外直接投資と対外証券投資の合計。数字は、四半期フローの後方4期移動平均。
 3. (2) および (3) は、国内銀行の銀行勘定(平残)および海外支店(末残)。現金、預け金、金銭の信託、国債、地方債、短期社債、社債、株式、外国証券、貸出金、外国為替、海外資産(海外店の貸出金および有価証券)。時価ベース(為替や株価などの変動による影響も受ける)。

部門の資産運用の変化を確認するために、日本銀行以外の主体による投資フローをみると、「量的・質的金融緩和」導入後、全体として国債保有を減らし、対外投資、株式・投信への投資や貸出を増加させる動きが強まっている（第1-3-8図（1））。そこで、特に国債の保有シェアの低下がみられる国内銀行⁸²の資産の動向をみると、国債の保有は量的・質的金融緩和の導入直前の2013年3月から直近の2016年4月にかけて70兆円減少する一方で、日銀当座預金は142兆円、貸出金は40兆円、その他の資産の保有は33兆円、それぞれ増加しており、全体として資産残高が増加する中で、リスク資産も増加している（第1-3-8図（2））。このうち、その他の資産の内訳についてみると、2015年後半からの為替レートの円高方向への動きを受けて、海外資産の保有や外国証券の保有は前年比でみると増加テンポが緩やかになっているものの、増加の動きが続いている。このように、民間金融機関による国債の保有が低下する一方で、その他のリスク資産の保有は増加しており、緩やかにポートフォリオ・リバランスが進展している（第1-3-8図（3））。

●予想物価上昇率については、最近はやや弱めの動き

第三に、予想物価上昇率の動向を確認する。予想物価上昇率については、主体によって予想形成に用いる情報に違いがあるため、方向性や水準が異なることがある。例えば、家計の場合には食料品やガソリンなど購入頻度が高い品目の価格動向に大きく左右されるが、エコノミストの場合にはマクロの経済変数等に基づいた予測値となる傾向が強い。その上で、予想物価上昇率の動きをみると、まず、家計については、2013年4月の「量的・質的金融緩和」導入後に上昇し、以降は安定的に推移してきた（第1-3-9図）。エコノミストや市場参加者については、2014年前半にかけて上昇し、その後も一部の指標を除き⁸³、2015年にかけて、おおむね安定的に推移してきた。ただし、2016年に入ってから、原油価格の上昇はあるものの、円高方向の動きによる下押し圧力がある中で、いずれの主体でも弱含んでいる。このように、予想物価上昇率の動きについては、金融政策だけでなく、原油価格の変動等によっても影響を受けると考えられるため、政策効果だけを取り出してみることは難しい。ただし、最近は、やや弱めの動きとなっている点は注意が必要であろう。

予想物価上昇率が高まっていくには、家計や企業が将来の物価上昇を見込めるようになる必要がある。そのためには、上に述べたような日本銀行の取組に加え、成長力強化に向けた取組などを通じて潜在成長率を高めていくことが重要であり、引き続き、政府と日本銀行が一体となった取組が求められる。

●中小企業向け貸出や、社債の発行残高が増加

ここまで、量的・質的金融緩和の効果について、波及経路ごとに確認したが、こうした動き

注 (82) 詳細は付図1-9を参照。

(83) 例えば、QUICK債券調査における今後1年のCPIコア変化率が挙げられる。ただし、同指標については2014年4月の消費税率引上げの影響が含まれていることには留意が必要である。