

ト志向は、中古品市場を一層拡大させていく可能性がある。こうした需要面の変化は、新たなサービスの出現の機会である。人手不足が今後も予想される中、安価で良質なサービスを生み出していくためには、AIやIoTの活用を含めたイノベーションが必要である。こうした新分野の発展には、適切な規制・制度の整備が不可欠であり、官民の一体的な取組が必要である。

三つ目として、住宅等の保有資産を流動化することで、家計の購買力を底上げし、消費喚起につなげる必要がある。平均的な家計にとって最大の物理的資産は住宅であり、適切な評価システムの確立等による中古住宅市場の成熟化・拡充によって、住み替えやリフォームが促進され、さらに、住宅を担保とした流動性の確保により消費喚起が期待される。

住宅のような大きな資産を保有しない若い世代においても、前述したような衣料品を始めとした中古品市場の拡大により、様々な財が「資産化」することで、消費喚起に繋がる。ただし、こうした中古品市場についても、匿名の消費者同士が取引をするという不安感もあるため、安心感を確保するような取組が重要となろう。

第3節 財政金融政策の動向

アベノミクスの3本の矢は、5年目を迎えた。これまでの取組により、デフレではないという状況になったが、デフレに後戻りすることなく持続的な物価上昇が展望されるというデフレ脱却までには至っていない。ここでは、財政・金融政策の動向を概観することで、これまでの政策動向がどのように実体経済に影響を与えてきたのか分析するとともに、今後の課題について明らかにする。

1 長短金利操作付き量的・質的金融緩和と実体経済への波及

日本銀行は、2013年4月に導入された量的・質的金融緩和について、累次の緩和強化策を取り入れ、さらに2016年1月のマイナス金利政策の導入、同9月のイールドカーブ・コントロール政策の導入の決定など、経済や物価の動向に合わせた金融緩和の取組を続けている。本項では、こうした累次の緩和強化策の実体経済への波及についてみていく。

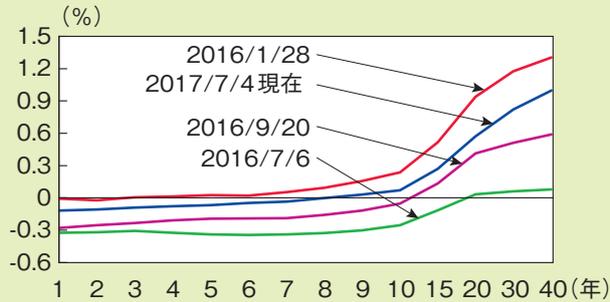
●金融緩和により、銀行貸出は増加

消費者物価は、2016年前半の為替の円高方向への動き等を反映した耐久消費財価格の下落などもあり、2016年初めから横ばいで推移している。こうした中、日本銀行は、早期の2%の物価安定目標の実現に向け、2016年1月には金融機関の日銀当座預金の一部（政策金利残高）にマイナス0.1%の金利を適用することを含めた「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。これにより、イールドカーブは全体的に押し下がり、一時、新発20年債が

第1-3-1図 金利の推移と貸出動向

金融緩和により、銀行貸し出しは増加

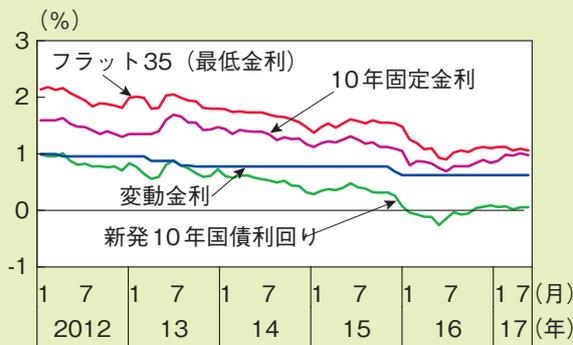
(1) イールドカーブの推移



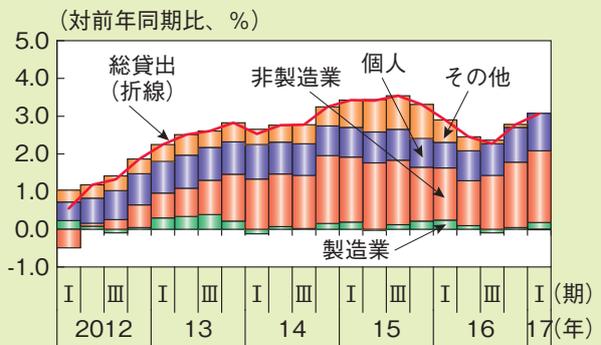
(2) 貸出約定平均金利



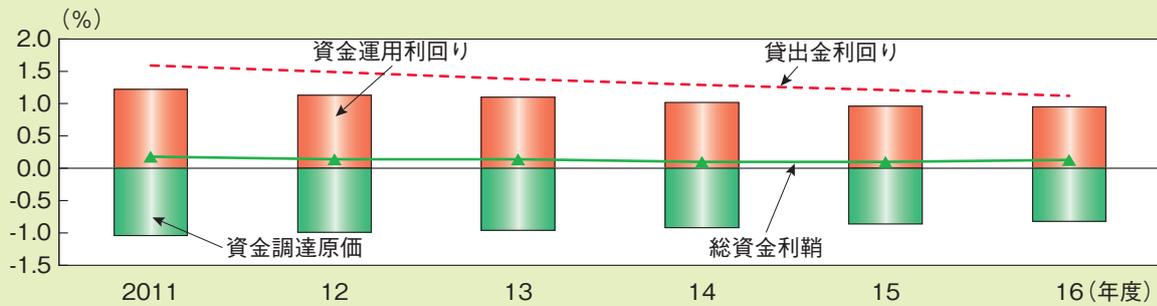
(3) 住宅ローン金利



(4) 貸出先別貸出金



(5) 銀行の資金運用利回り



- (備考) 1. Bloomberg、日本銀行「貸出約定平均金利」、「貸出先別貸出金」、全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」、住宅金融支援機構資料等により作成。
 2. (2) 貸出約定平均金利は、は新規貸出ベースの後方3か月移動平均値。
 3. (2) 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年以上の場合の最低値。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年国債の利回りは、各月の第1営業日の数値。
 4. (5) は2013年度の計数の算出上、合併前の旧みずほ銀行の計数は含まれていない。
 5. (5) の16年度については中間期決算の値を利用。
 6. (5) の算式は次による。ただし、貸出金は金融機関貸付金を、資金調達費用・勘定は金銭の信託運用見合費用・額をそれぞれ除く。

$$\text{資金調達原価} = \frac{\text{資金調達費用} + \text{経費}}{\text{資金調達勘定平残}} \quad \text{貸出金利回り} = \frac{\text{貸出金利息}}{\text{貸出金平残}}$$

$$\text{資金運用利回り} = \frac{\text{資金運用収益}}{\text{資金運用勘定平残}} \quad \text{総資金利鞘} = \text{資金運用利回り} - \text{資金調達原価}$$

マイナスの利回りを付ける場面もあった。企業金融や個人向けの住宅ローンの金利も、こうした動きに沿って低下し、銀行の貸出は、個人や非製造業向けを中心に増加している。このように金融緩和の効果は着実に実体経済に波及している（第1-3-1図（1）（2）（3）（4））。

一方、イールドカーブのフラット化が進むことで、銀行の短期調達、長期貸出による利鞘が縮小している。こうした金融環境の変化は、金融機関にポートフォリオ・リバランスを促すことで、リスク資産への投資が進み、経済全体の成長を促す効果が期待できるが、イールドカーブのフラット化が進み過ぎると金融機関が利鞘をとれなくなり、その結果、金融機関の適切なリスクテイキング行動を阻害し、金融仲介機能へ影響が出る可能性もある（第1-3-1（5））。

こうしたことから、日本銀行は、2016年9月に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入し、長短の金利水準を金融市場調節方針の操作目標とした²⁶。本施策の導入後のイールドカーブをみると、短期金利がマイナスを維持する中、スティープ化も図られており、10年より長いところではプラスとなっている。以下では、こうした金融環境が家計や企業に対して与えた影響を概観する。

●金利の低下等により住宅着工は増加

家計の住宅取得意欲は高まっており、住宅着工の動向をみると、2016年初から夏場にかけて大幅に増加しており、年換算で100万戸を超える月もあった（第1-3-2図（1）（2））。その後、年末にかけてやや落ち着いたものの、1月には2020年東京大会向けの選手村の着工もあって100万戸を超えるなど、おおむね横ばいで推移している。

2016年度の着工を利用関係別にみると、持家、貸家及び分譲のすべてで増加しているが、特に、貸家の着工が大幅に増加した。金利低下のほか、2015年の相続税に係る税制改正の影響もあって、貸家建設のインセンティブが高まったことが指摘されており、個人の貸家業に対する貸出残高をみると、2017年3月時点で28兆円を超え、前年から1兆円程度増加している²⁷（第1-3-2図（3））。

我が国は、一世帯当たり人数の減少によって、人口減少下でも世帯数が増加しているが、2020年以降は世帯数も減少すると推計²⁸されており、人口動態に沿って住宅ストックの調整が必要となる。最近の住宅ストックの積み上がりについて、住宅・土地統計調査を基に減失率を推計し、一定の仮定の下、建築着工統計に基づいて試算してみると、世帯数の伸びに対して住宅ストックの伸びが大きくなっている可能性が示唆される（第1-3-2図（4））。さらに地域別にみると、北海道では世帯数が減少しているのに対して住宅ストックは増加しており、その他地域においても世帯数の伸びに対して住宅ストックの伸びが大きい地域も見受けられる（付注1-3）。住宅に占める空き家の割合（空き家率）は、2003年に12.2%、2013年に13.5%と増

注

(26) 日本銀行（2017）を参照。

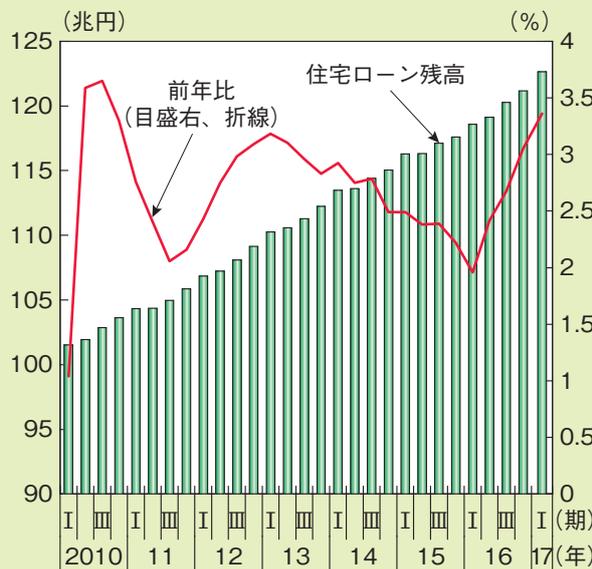
(27) 貸家建設の動向については 安井・江尻（2017）を参照。

(28) 国立社会保障・人口問題研究所（2013）を参照。

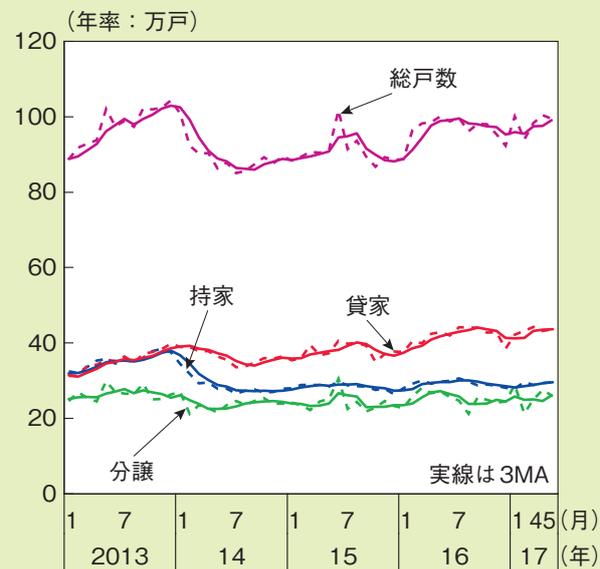
第1-3-2図 住宅建設の動向

低金利環境の中、住宅建設は貸家を中心に増加

(1) 家計の住宅ローン残高



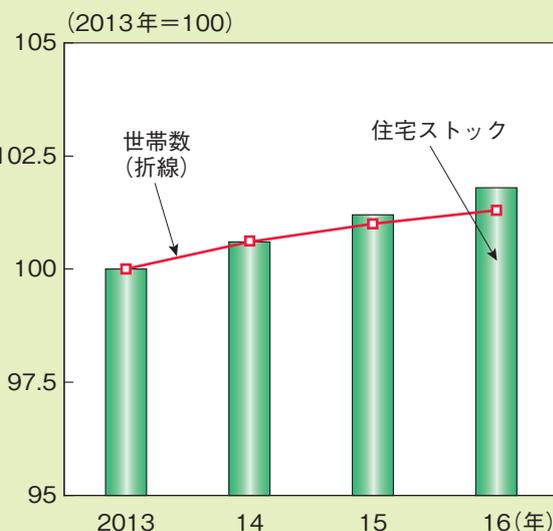
(2) 住宅着工戸数



(3) 個人の貸家業への貸出残高と賃貸住宅融資金利



(4) 世帯数と住宅ストック



(備考) 1. 総務省「住宅・土地統計調査」、国土交通省「建築着工統計」、日本銀行「貸出先別貸出金」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の世帯数将来推計(全国推計)(2013年1月推計)」、「日本の世帯数将来推計(都道府県別推計)(2014年4月推計)」、独立行政法人住宅金融支援機構公表資料により作成。
 2. (1) 図について、住宅ローン残高は国内銀行の銀行勘定、信託勘定、海外店勘定の合計。
 3. (3) 図について、貸出残高(個人の貸家業)は、国内銀行・信用金庫・その他の金融機関の貸出残高の和。賃貸住宅融資金利は、繰上返済制限制度無・35年固定の実際に適用した金利。

加傾向にあり、住宅市場の需給バランスの動向には留意が必要である。

●家計の現預金選好の高まり

家計のバランスシートをみると、資産・負債両面で増加している。資産側では、現預金比率は2002年以降の景気回復局面と比較すると高い水準となっている（第1-3-3図（1）（2））。現預金比率は他の金融資産の価格が下落することでも増加するが、家計がリスク性資産ではなく、現金・預金を増やしている面も大きい。負債側では、低金利環境下で住宅ローン残高が増加しているが、消費者金融なども増加している。

預金金利が低下する中で、前述のとおり平均余命は伸長しており、「人生100年時代」における資産形成のためには、家計の金融資産をバランスのとれたポートフォリオに移行させていくことが必要である。

家計の貯蓄から資産形成の動きを後押しするため、2014年に導入されたNISA（少額投資非課税制度）は、着実に普及・定着が進んでいるものの、開設されたNISA口座のうち稼働しているものは半分以下との調査²⁹もある（第1-3-3図（3））。こうした状況も踏まえ、特に少額からの積立・分散投資を強く後押ししていくとの観点から、2018年1月より、主に投資未経験者による利用を念頭に置いた積立NISAが導入される。積立NISAを含むNISA制度等の活用を促進することで、貯蓄から資産形成への流れを後押ししていくことが重要である。

投資に対して消極的な理由としては、投資に興味がないとするものが多いが、投資に係るリスクや知識の欠如などを理由に挙げるものも多い³⁰。金融機関は安定的な資産形成に適した金融商品を開発するとともに、若年層を始め将来に向けた資産形成の必要性の高い層の理解が深まるよう、丁寧に説明していく必要がある。また、金融資産の大宗を保有する高齢者世帯についても、本人の理解力を考慮した上で、適切な商品選択を促し、安定的な資産形成につなげていくことが重要である。

●幅広い業種で設備投資向け資金需要がみられる

前述のとおり企業収益が回復する中、企業の設備投資は持ち直しており、設備投資向けの借入も増加している。製造業では、設備投資資金向け貸出金が2014年7-9月期以降前年比で上昇しており、幅広い業種で積極的な資金需要がみられる（第1-3-4図（1））。非製造業では、2012年7-9月期以降安定的に前年比プラスとなっている（第1-3-4図（2））。特に増加寄与が大きい不動産については、貸家建設の盛り上がりなどを反映していると考えられる。また、飲食・宿泊などのサービス業では、2020年東京大会を控え、インバウンド需要の取り込みを狙った積極的な投資を行っているものとみられる。建設投資の持ち直しを反映して建設業なども押上げに寄与している。

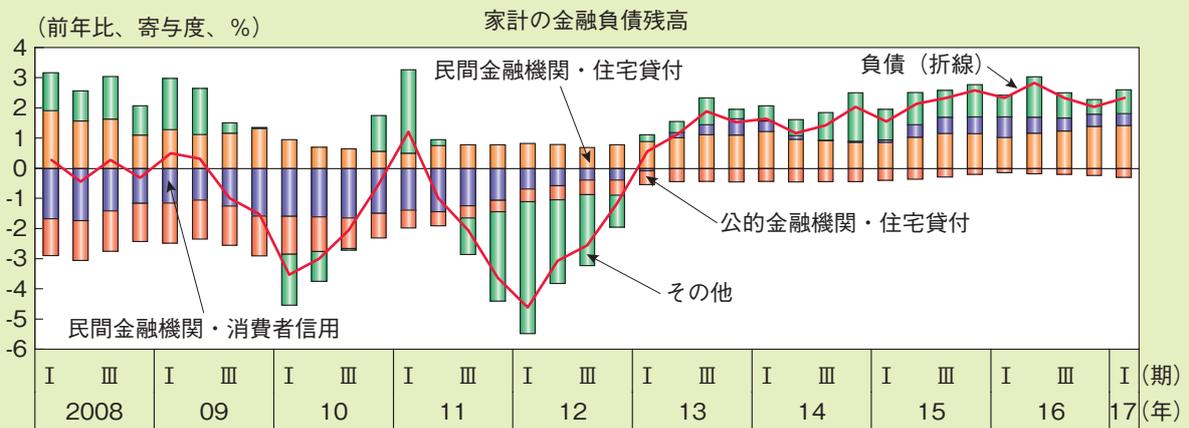
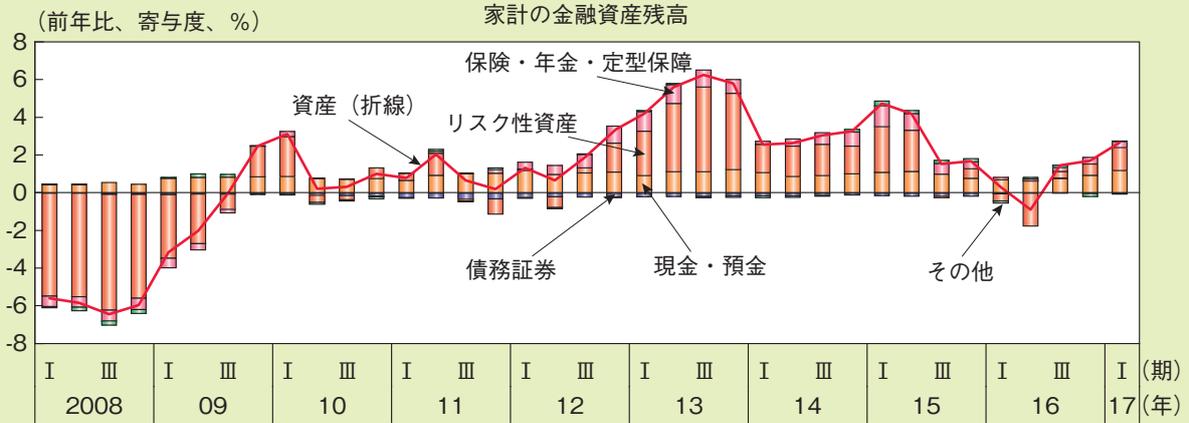
注 (29) 金融庁（2016）を参照。

(30) 金融庁（2016）によると、「有価証券への投資は資産形成のために必要ないと思う理由」としてあげられた上位の回答は、「そもそも投資に興味がないから」（60.5%）、「投資は損をするリスクがあり、怖いものだと思うから」（34.1%）、「自分には投資の知識がなく、投資を資産形成に役立てられると思わないから」（29.4%）となっている。

第1-3-3図 家計のバランスシート

家計の現預金選好は高まっている

(1) 資産・負債残高



(2) 現預金比率



(3) NISA口座の開設数・買付額の推移と利用金額

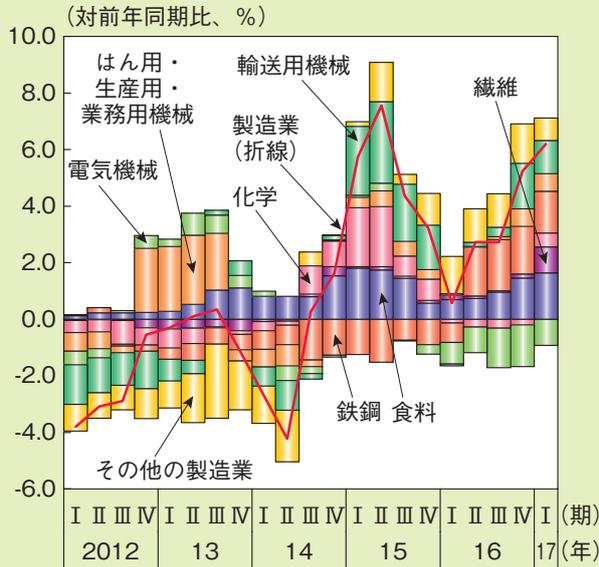


(備考) 1. 日本銀行「資金循環統計」、金融庁「NISA口座の利用状況調査」により作成。
 2. (1) のリスク性資産は、株式等・投資信託受益証券に対外証券投資を含めている。
 3. (3) の総口座数は、これまでに開設された総口座数から金融機関変更に伴う変更前口座・廃止口座等の数を差し引いたもの。
 4. (3) の買付額は、2014年、2015年及び2016年の利用枠で買付けがあった金額の合計。

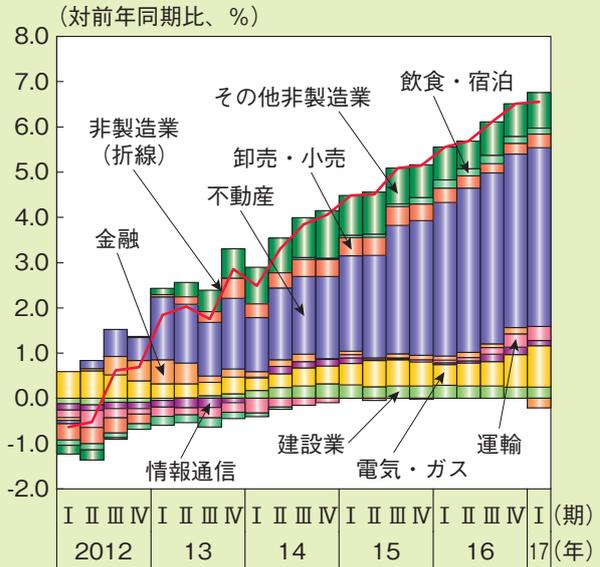
第1-3-4図 企業金融の動き

幅広い業種で設備投資向け資金需要がみられる

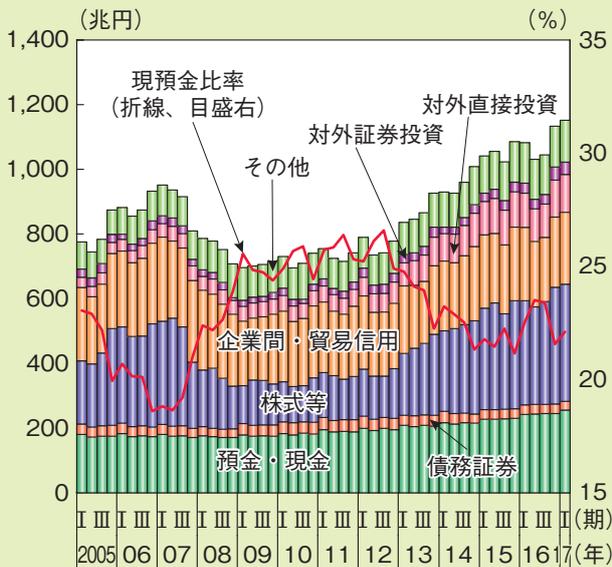
(1) 製造業の設備投資資金向け貸出



(2) 非製造業の設備投資資金向け貸出



(3) 企業の金融資産残高



(4) 実質金利



- (備考) 1. 日本銀行「貸出先別貸出金」、「資金循環統計」、「国内銀行貸出約定平均金利」、総務省「消費者物価指数」により作成。
2. (1) (2)において、「設備投資資金」は、耐用年数がおおむね1年以上の有形固定資産(通常、企業会計における貸借対照表の有形固定資産勘定に計上されるもの)の購入、造成、建設、改良及び補修等に要する資金。耐用年数がおおむね1年以上の有形固定資産には、例えば、土地、建物、構築物、機械装置及び車輛運搬具等が含まれる。
3. (4)において、実質金利は、貸出約定平均金利(長期、ストック)から消費者物価指数(生鮮食品除く総合)の前年同月比を差し引いて実質化。消費者物価指数(生鮮食品除く総合)は、2014年4月以降は消費税率引上げによる直接の影響(内閣府による試算値)を除いた連鎖基準方式。

他方で、企業の金融資産の内容をみると、2012年以降、好調な企業収益を背景に海外への投資意欲が高まった結果、対外直接投資や対外証券投資が増加している。また、株価の上昇に

より資産価値が総体として増加する中、現預金も増加しており、結果として現預金比率は2006～07年頃の水準を上回っている。経済ショックへの備えや事業拡大のため、企業は手許流動性を確保しようとする傾向が強いとみられる（第1-3-4図（3））。

名目金利を消費者物価で実質化した実質金利をみると、2016年以降、物価が横ばいとなったことにより、やや上昇した結果、2016年央には一時2013年以来高い水準となった。その後物価がプラスに転じたことからこのところ下落傾向にある。今後、物価の安定的な上昇により、実質金利が押し下がっていくことで、さらに企業の投資意欲の醸成が期待される（第1-3-4図（4））。

●低金利の下、年金基金は運用利回りの確保に向け取組

金融緩和の下で国債を始めとする国内債券の利回りが低下する中で、全体としてのリスクを抑えながら年金財政上必要な利回りを確保していくため、年金積立金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、長期的な経済・運用環境の変化に即し、従来、国内債券に偏っていた基本ポートフォリオを2014年10月に見直し、株式等への分散投資を推進した。

資金循環統計から公的年金（GPIF以外も含む）の資産をみると、2014年以降債務証券が減少する一方、株・投資信託受益証券、対外証券投資が増加している（第1-3-5図）。

GPIFでは、専門人材の採用など必要な体制整備を図りながら、資産全体の5%を上限に、インフラやプライベートエクイティ、不動産などの「オルタナティブ資産」への投資も開始している（2015年度末で資金全体の0.06%）。

2 基礎的財政収支黒字化への取組

大胆な金融政策と合わせて、政府は機動的な財政政策によりデフレ脱却に取り組んできた。他方で、厳しい財政状況の下、歳出・歳入改革の取組により基礎的財政収支は改善してきた。財政の信認確保のためには、今後も歳出・歳入両面から改革を一層進めていく必要がある。本項では、こうした財政健全化の取組について概観するとともに経済成長に資する財政政策について、主に公共投資や人的投資について考察する。

●基礎的財政収支は税収の伸び悩みから改善に遅れ

国・地方の基礎的財政収支の動向をみると、2009年度を底に改善しており、2012年度以降、景気が持ち直しから緩やかに回復する中、消費税率の引上げもあって歳入が増加しており、社会保障関係費が増加する中でも改善を続けている（第1-3-6図（1）（2））。2015年度には2010年度の水準からの対GDP比赤字半減目標（対GDP比3.2%）よりも小さい3.0%の赤字³¹と

注 (31) 復旧・復興対策の経費及び財源の金額を除いたベース。