

財務金融委員会

財務金融調査室

I 所管事項の動向

1 財政

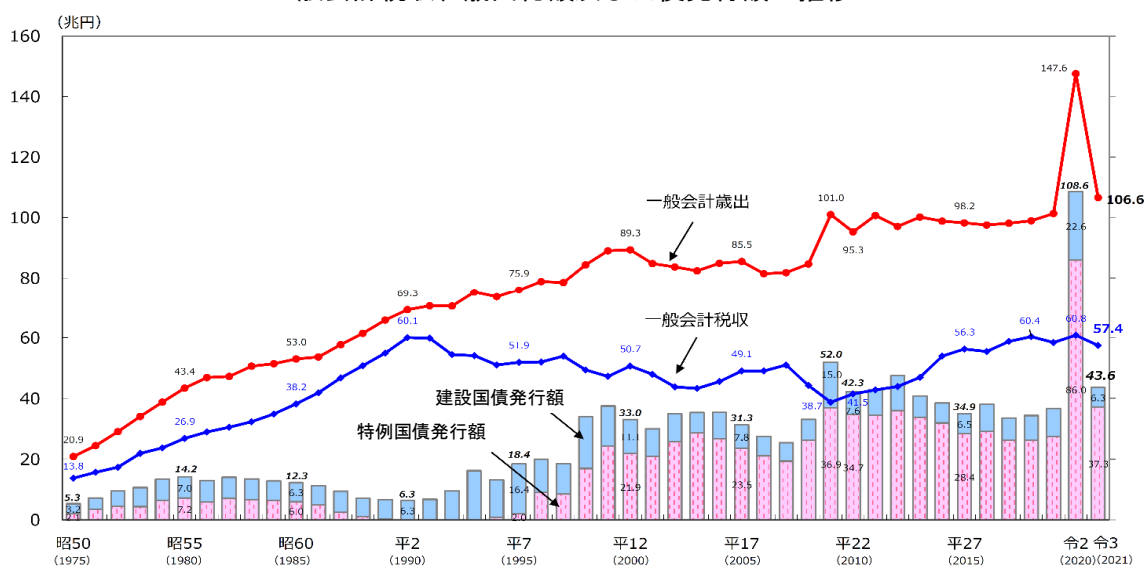
(1) 我が国の財政の現状

ア 概要

我が国の財政は、歳出が租税等収入を上回る状況が続いており、歳入不足分の相当額を公債金収入に頼る公債¹依存体質となっている。

平成 21 年度においては、急速な景気悪化に伴う税収減や経済対策の実施経費の追加などにより、昭和 21 年度以来 63 年ぶりに国債発行額が税収を上回ったが、その後は、景気回復基調とともに税収も増加傾向にあった。しかし、令和 2 年度の当初予算成立後、新型コロナウイルス感染症の感染拡大により内外経済へ甚大な影響がもたらされたことを受けた補正予算が編成され、令和 2 年 4 月に第 1 次、同年 6 月に第 2 次、令和 3 年 1 月に第 3 次補正予算が成立した。その結果、令和 2 年度決算において、一般会計歳出額は 147.6 兆円（当初予算額は 102.7 兆円）となり、その主要財源である国債発行額は、108.6 兆円（当初予算額は 32.6 兆円）まで増加して、国債発行額が税収を上回った。なお、令和 3 年度当初予算では、一般会計歳出額は 106.6 兆円、国債発行額は 43.6 兆円とされており、国債発行額が 57.4 兆円と見込まれる税収を再び下回る見込みとなっている。

一般会計税収、歳出総額及び公債発行額の推移



(注 1) 令和 2 年度までは決算額、令和 3 年度は当初予算額による。

(年度)

(注 2) 令和元年度及び令和 2 年度の計数は、臨時・特別の措置に係る計数を含んだもの。

(注 3) 国債発行額は、平成 2 年度は沿岸地域における平和回復活動を支援する財源を調達するための臨時特別公債、平成 6～8 年度は消費税率 3% から 5% への引上げに先行して行った減税による租税収入の減少を補うための減税特例公債、平成 23 年度は東日本大震災からの復興のために実施する施策の財源を調達するための復興債、平成 24 年度及び平成 25 年度は基礎年金国庫負担 2 分の 1 を実現する財源を調達するための年金特例公債を除いている。

(出所) 財務省資料を基に作成

¹ 国又は地方公共団体が歳出の財源を得るため、また一時的な資金不足を補うために、国民などから借り入れる金銭の債務。また、その債券。債務者が国の場合を国債、地方公共団体の場合を地方債という。

イ 国債依存の現状

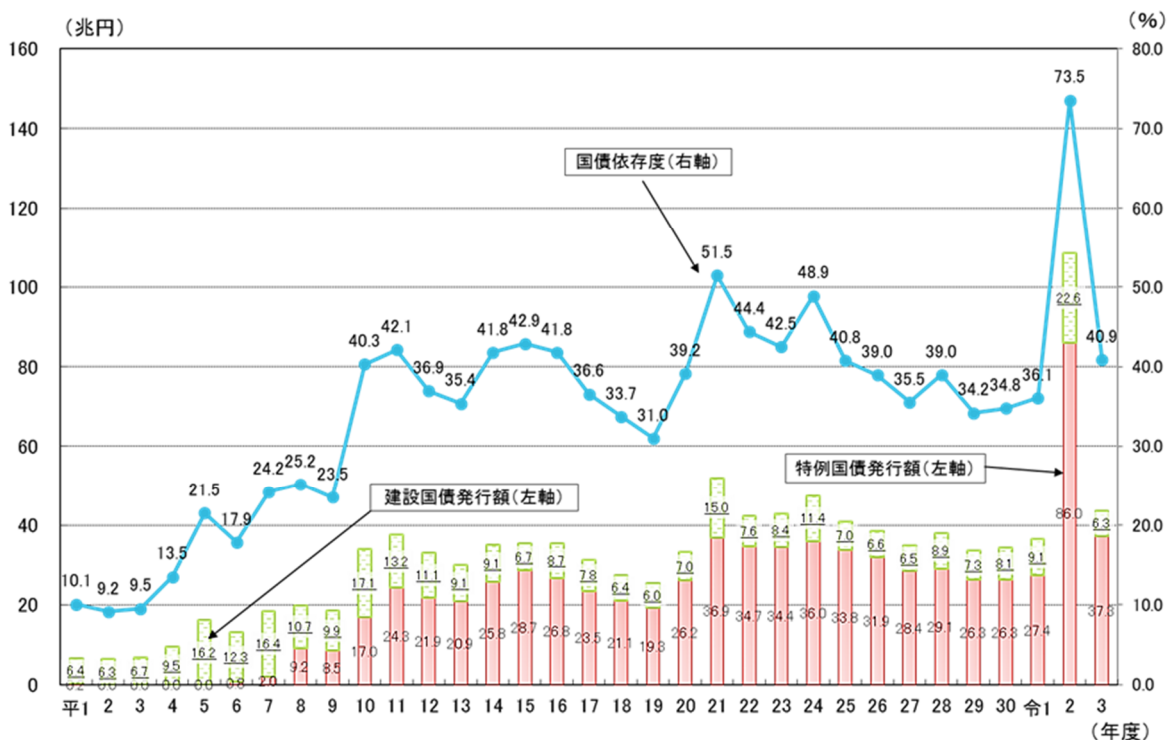
我が国財政は、上記のように taxation で賄えない歳出の相当部分を国債に依存している。

我が国では、昭和 40 年当時、不況による taxation 不足を補うための特例国債が、戦後初めて発行された。その後しばらくは特例国債の発行が行われなかったが、景気悪化にともなう taxation の伸び悩みにより、昭和 50 年度に再び特例国債を発行することとなった。

昭和 60 年代のいわゆるバブル経済による taxation の伸びに恵まれ、平成 2 年度には特例国債を発行することなく予算を編成するに至ったが、その後の景気低迷への対応や、高齢化の進展による社会保障給付額の増加により、平成 6 年度以降は再び特例国債の発行を余儀なくされている。

近年も特例国債への依存が続いていたが、雇用・所得環境の改善が続き内需を中心とした景気回復が見込まれたことを受け、国債依存度（一般会計歳入に占める国債発行額の割合）は 30% 台での推移となっていた。

国債発行額、国債依存度の推移



(注1) 令和2年度までは決算額、令和3年度は当初予算額による。

(注2) 令和元年度及び令和2年度の計数は、臨時・特別の措置に係る計数を含んだもの。

(注3) 国債発行額は、平成2年度は湾岸地域における平和回復活動を支援する財源を調達するための臨時特別公債、平成6～8年度は消費税率3%から5%への引上げに先行して行った減税による租税収入の減少を補うための減税特例公債、平成23年度は東日本大震災からの復興のために実施する施策の財源を調達するための復興債、平成24年度及び平成25年度は基礎年金国庫負担2分の1を実現する財源を調達するための年金特例公債を除いている。

(注4) 国債依存度は国債発行額を一般会計歳出総額で除して算出。

(出所) 財務省資料を基に作成

しかし、令和2年度は新型コロナウイルス感染症流行による景気悪化への対応のために編成された補正予算で多額の追加歳出が計上され、その歳入を主に公債金としたことから、

国債依存度は73.5%となった。また、令和3年度（当初予算）の国債依存度は40.9%、同年度末の普通国債残高は約990兆円と見込まれている。

ウ 令和2年度決算剰余金

令和3年7月30日、財務省は、令和2年度の一般会計決算概要において、歳入から歳出を差し引いた剰余金が過去最大の4兆5,363億円となったことを公表した。これは、税収が想定より上振れした一方で、歳出予算の経費の金額のうち、予算上の見積りや想定が実情と合わなかったことや、予算の効率的な執行や経費の節減等により、結果として、支出した額が減少し不用額が生じたことなどによるものである。

各会計年度の決算上の剰余金は、財政法（昭和22年法律第34号）第6条第1項において、その2分の1以上の金額を翌年度までに公債又は借入金の償還財源に充てなければならないこととされている。ただし、特別の立法措置により、剰余金の2分の1を超える金額が、公債償還財源ではなく使途が特定されない一般財源に充てられた事例がある。

財政法第6条の剰余金の2分の1超が一般財源に充当された直近の事例

単位：億円

発生	6条 剰余金額	充当先	一般財源 充当額	理由	立法措置
平成 22年度 決算	14,651	23年度 2次補正予算	14,533	平成23年度補正予算（第2号）において新たな国債発行に依存しない	平成22年度歳入歳出の決算上の剰余金の処理の特例に関する法律（平23法88）
		23年度 3次補正予算	119		
平成 30年度 決算	13,283	R元年度 補正予算	8,016	令和元年度の補正予算等において国債の追加発行を抑制	平成30年度歳入歳出の決算上の剰余金の処理の特例に関する法律（令2法3）
		2年度 予算	5,268		
令和元 年度決算	6,852	R2年度 3次補正予算	6,852	令和2年度補正予算（第3号）において国債の発行を抑制	令和元年度歳入歳出の決算上の剰余金の処理の特例に関する法律（令3法4）

（出所）当室作成

※ 単位未満について、予算は四捨五入、剰余金は切り捨て。

(2) 我が国の財政の課題

ア 普通国債残高の累増

我が国の普通国債残高は世界的に見ても高い水準まで累増しているが、家計が保有している潤沢な金融資産の存在など国内の良好な資金環境を背景に、これまで金融機関をはじめとした国内投資家によって多額の国債が安定的に消化されてきた。しかし、急速な少子高齢化の進展など我が国の経済社会構造が大きく変化しており、また新型コロナウイルス感染症流行による景気の落ち込み等への財政上の対応に伴う国債の大量増発の影響を踏まえ、現在の財政構造について、以下のような課題が指摘されている。

(7) 社会保障と財政

我が国の社会保障制度は、受益と負担の対応関係が本来明確な社会保険方式を基本としながら、公費負担（税財源で賄われる負担）に相当程度依存し、その公費の財源の一部について、特例国債を通じて将来世代へ負担の先送りを続けてきた。

今後、高齢化の更なる進展に伴い、社会保障給付の増加が引き続き見込まれる中で、社会保障給付の増大を放置すれば、財政状況は更に悪化する可能性が高い。また、財政赤字は、将来世代への負担の先送りであり、世代間に著しい不公平感を生みかねず、社会保障制度などの持続可能性への懸念を高め、消費の抑制など経済にも悪影響を与える可能性もある。社会保障制度における給付と負担のアンバランスは、少子高齢化に直面する我が国にとって先送りすることのできない構造的課題とされている。

(イ) 国債金利と利払費

我が国の令和3年度の国債発行予定額（当初）は、新規発行分と借換分を合わせると230兆円の規模となっている。現状では、普通国債残高の累増にもかかわらず、長期間にわたる金融緩和を背景とした低金利により、国債の利払費はその残高に比して低く抑えられている。しかし、毎年度膨大な国債発行を続けている中で、我が国財政に対する信認が失われるなどして金利が急上昇することになれば、利払費の大幅な増加が見込まれる。特に、新型コロナウイルス感染症への対応では、短期国債の大幅な発行増で手当てしており、短期国債の増加は金利変動に対する脆弱性をもたらすことになる。

また、国債金利の上昇は、企業や地方自治体の調達金利の増加につながるおそれがあり、経済や自治体財政にも悪影響を及ぼしかねない。

(ウ) 家計の金融資産の変化

日本銀行の統計によれば、家計の金融資産の残高は足元（令和3年6月末）で約1,990兆円となっているが、今後、高齢化の進展により、家計の貯蓄率が低下し、家計の金融資産残高が伸び悩むことになれば、国内の国債消化能力が低下し、今まで国債の安定的な国内消化を支えてきた構造がいずれ変化する可能性も考えられる。さらに、海外投資家の保有割合が高まれば、財政リスクに敏感な海外投資家の投資動向が、金利などに大きな影響を及ぼすことになりかねない。

政府は、これらの課題を踏まえ、国民の将来不安を軽減して消費拡大を通じた経済成長を促すとともに、金利上昇を抑制し民間投資の活発化を通じた持続的な経済成長の基盤を構築するために、財政健全化に向けた歳出改革等の取組を行ってきている。

イ 財政健全化に向けた取組

政府は、平成30年6月の「経済財政運営と改革の基本方針2018」において、「新経済・財政再生計画」を策定し、新たな財政健全化目標として、2025年度の国・地方を合わせたプライマリーバランス黒字化を目指すと同時に、債務残高対GDP比の安定的な引下げを目指すこととした。

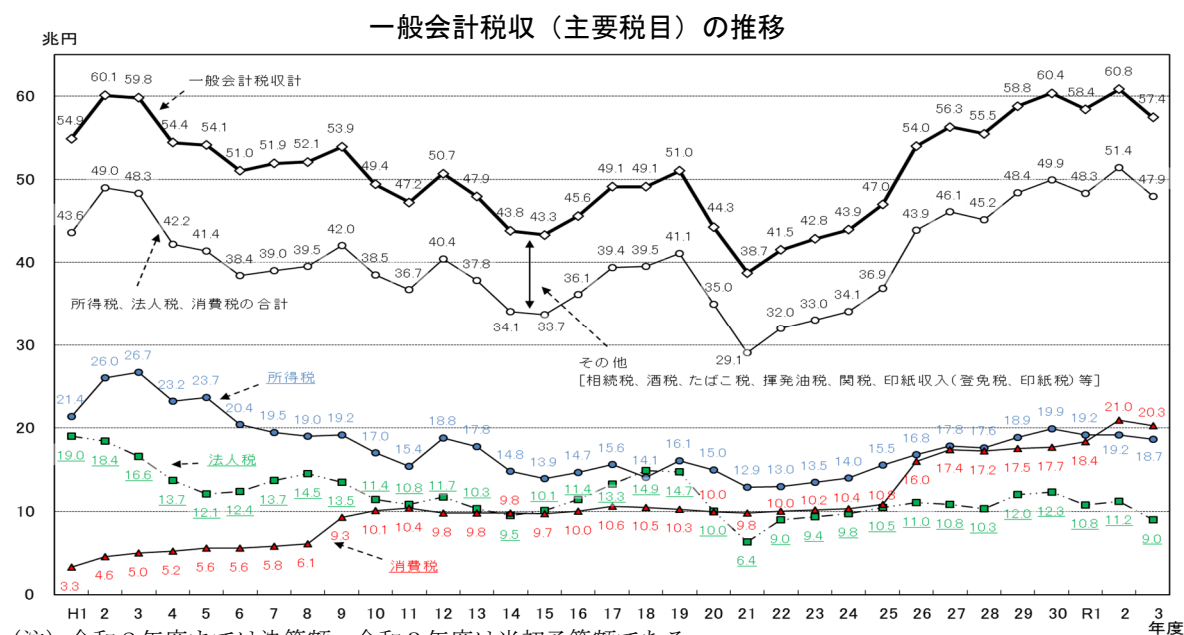
令和3年6月の「経済財政運営と改革の基本方針2021」では、上記の目標を堅持するとしつつも、新型コロナウイルス感染症でいまだ不安定な経済財政状況を踏まえ、令和3年度内に感染症の経済財政への影響の検証を行い、目標年度を再確認することとした。

2 税制

(1) 税収の推移

一般会計税収の合計は平成2年度に60.1兆円に達し、その後は40兆円台から50兆円台で推移していた。平成21年度は、経済情勢の悪化により30兆円台まで低下したが、その後は回復傾向を示し、平成30年度には60兆円を超え、令和元年度には微減したものの、令和2年度には過去最高となる60.8兆円に達した²。令和3年度の当初予算においては、57.4兆円の税収が見込まれている。

税目別税収をみると、所得税は、平成3年度をピークに減少傾向で推移し、平成21年度には12兆円台まで低下していたが、近年はおおむね増加傾向を見せている。法人税は、かつては所得税に次ぐ税収規模であったが、平成21年度に消費税を大きく下回り、それ以降は消費税を下回る水準が続いている。消費税は、平成元年に制度が創設されて以降安定しており、平成26年の税率引上げ以降は所得税に迫る税収規模となり、令和元年の消費税率引上げを経て、令和2年度には所得税を上回り、過去最高となる21兆円に達した。連年、所得税、法人税及び消費税で税収全体の70%以上を占めており、近年では80%を超えている。



(注) 令和2年度までは決算額、令和3年度は当初予算額である。

(出所) 財務省資料等を基に作成

(2) 令和3年度税制改正

令和3年度税制改正では、ポストコロナに向けた経済構造の転換及び好循環の実現、家計の暮らしと民需の下支え等の観点から、デジタルトランスフォーメーション及びカーボンニュートラルに向けた投資を促進する措置の創設、住宅ローン控除制度の特例の延長等

² 報道によると、税収が過去最高となった要因には、①携帯電話やゲーム、自動車、食品などの産業が好調で、法人税収が見込みより増えたこと、②飲食や宿泊など一部の業種では業績の落ち込みが続いているが、中小の事業者はもともと赤字で法人税を納めていない企業もあり、税収が減る要因になりにくかったこと、③令和元年10月の消費税率引上げの効果が通年で表れ消費税収が過去最高となったこと、が挙げられている（『日本経済新聞電子版』2021.7.1）。

が行われた。

(3) 今後の税制改正に関する動向

ア 与党の令和3年度税制改正大綱における見直し項目等

「令和3年度税制改正大綱」（自由民主党・公明党）（令和2年12月10日）では、住宅ローン控除について、会計検査院の指摘を踏まえ、控除額や控除率の在り方を令和4年度税制改正において見直すこととされているほか、IRに関する税制について、非居住者のカジノ所得について非課税とするなどの検討の方向性が示され、令和4年度以降の税制改正で具体化することとされている。その他、私的年金等に関する公平な税制の在り方や、金融所得に対する課税の在り方、資産移転の時期の選択に中立的な相続税・贈与税に向けた検討などの項目が、今後の検討課題として挙げられている。

イ 岸田内閣の発足と基本方針

令和3年10月4日、菅内閣は総辞職し、同日、国会において内閣総理大臣の指名が行われ、岸田内閣が発足した。同月8日の衆議院本会議における岸田内閣総理大臣の所信表明演説においては、新しい資本主義の実現と、その実現に向けた車の両輪となる成長戦略と分配戦略についての基本的方針が表明された。成長戦略では、科学技術立国の実現のため、民間企業が行う未来への投資を応援する税制の実現などが示され、また、分配戦略では、働く人への分配機能の強化のため、労働分配率向上に向けて賃上げを行う企業への税制支援の抜本強化が示された。これらの税制上の措置については、同年11月19日に閣議決定された「コロナ克服・新時代開拓のための経済対策」において、令和4年度税制改正で検討し、結論を得ることとされた。

ウ 新たな国際課税の枠組みへの対応

近年、経済のグローバル化、デジタル化に伴い、巨大IT企業を始めとする多国籍企業が、その市場となる国・地域に工場や支店等の物理的拠点を設けずに事業を行ったり、その収益源たるデータなどの無形資産を法人税の低税率国に置き、収益を当該低税率国に移して計上することで税負担の大幅な軽減を図ったりするなどの行動が国際的な問題となっていた。こうした状況に対し、従来の国際課税ルール³では対応できず、適正な課税が実現されていないとして、2012年（平成24年）6月、経済協力開発機構（OECD）は「BEPS⁴プロジェクト」を立ち上げ、G20と共同してBEPSへの対応について議論を始めた。2015年（平成27年）10月に最終報告書が公表され、翌2016年（平成28年）6月にはBEPS合意事項を実施に移すための「BEPS包摂的枠組み」が立ち上げられ、協議が行われてきた。

³ 国際的に合意された課税権配分に係るルールとして、「PE無ければ課税無し」（恒久的施設（Permanent Establishment）を国内に有していない外国法人の事業所得には課税されないという原則）等がある。

⁴ 租税負担の回避行動やそれに起因する問題は「税源浸食と利益移転（Base Erosion and Profit Shifting：BEPS）」と呼ばれる。

2021年（令和3年）10月8日、「BEP S包摂的枠組み」会合において、①いわゆるデジタル課税と②最低法人税率の導入という2本の柱からなる国際課税の新たなルールについて最終合意が行われた。①デジタル課税は、多国籍企業に対する課税権の一部を、その企業が本拠地を置いている国から、物理的拠点の有無にかかわらず多国籍企業が事業活動を行い利益を得ている市場国へ再配分するものである。②最低法人税率は、15%の世界的な最低法人税率を導入し、企業が低税率国で税負担を軽減したとしても、その企業の本国が最低法人税率との差分を追加的に課税できることとするものである。

本合意は、10月13日のG20財務大臣・中央銀行総裁会議、同月末のG20首脳会議においても支持され、今後は、2023年（令和5年）の実施に向けた多国間条約の策定・批准や国内法の改正が見込まれている。

（参考）近年の税制改正に関する主な動き

平成31年 (令和元年)	2月5日	「所得税法等の一部を改正する法律案」（令和元年度税制改正法案）国会提出 (主な内容) ・住宅ローン減税制度の拡充 ・車体課税の見直し ・研究開発税制の見直し ・個人事業者の事業承継税制の創設
	3月27日	「令和元年度税制改正法案」成立
	10月1日	消費税率引上げ（8% ⇒ 10%）、消費税の軽減税率（8%）制度の実施
令和2年	1月31日	「所得税法等の一部を改正する法律案」（令和2年度税制改正法案）国会提出 (主な内容) ・オープンイノベーションの促進に係る税制の創設 ・連結納税制度の見直し ・未婚のひとり親に対する税制上の措置及び寡婦控除の見直し
	3月27日	「令和2年度税制改正法案」成立
	4月27日	「新型コロナウイルス感染症等の影響に対応するための国税関係法律の臨時特例に関する法律案」（新型コロナ対応国税関係臨時特例法案）国会提出（納税の猶予制度の特例等）
	4月30日	「新型コロナ対応国税関係臨時特例法案」成立
	(9月16日内閣総辞職、同日内閣総理大臣指名、菅内閣発足)	
令和3年	1月26日	「所得税法等の一部を改正する法律案」（令和3年度税制改正法案）国会提出 (主な内容) ・デジタルトランスフォーメーション及びカーボンニュートラルに向けた投資を促進する措置の創設 ・中小企業の経営資源の集約化に資する税制の創設 ・住宅ローン控除制度の特例の延長
	3月26日	「令和3年度税制改正法案」成立
	(10月4日内閣総辞職、同日内閣総理大臣指名、岸田内閣発足)	
	(10月14日解散、10月31日総選挙、第2次岸田内閣発足)	

(出所) 当室作成

3 金融

(1) 日銀の金融政策

第2次安倍政権発足直後の平成25年1月、政府・日銀は、「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について（共同声明）」を公表し、以来、政策運営における政府・日銀の緊密な連携が継続されている。

ア 「物価安定の目標」、「量的・質的金融緩和」及び「長短金利操作」などの導入

共同声明と同時に日銀は、2%の「物価安定の目標」を導入し、黒田総裁就任後の平成25年4月に金融市場調節の操作目標を従来の「金利」からマネタリーベース「量」に変更し、「量的・質的金融緩和」を導入した。また、平成28年1月には、物価安定の目標を早期に実現するために、それまでの「量」・「質」に「金利」の概念を加えた「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入した。

さらに日銀は平成28年9月、それまでの金融政策の枠組みを強化する形で「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入することを決定し、再び主な政策ターゲットを「量」から「金利」とした。その後は、平成30年7月や令和3年3月に、ゼロ%程度とされる長期金利水準の変動幅について拡大を許容⁵するといった金融政策の機動性・持続性を強化する方向での政策が導入されている。

金融緩和策の概要

金融緩和策		「量的・質的金融緩和」 (拡大) 【補完措置】	「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」 【追加緩和】	「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」 【枠組強化】 ※新型コロナウイルス対応 (点検結果への対応)
導入時期		平成25年4月 (平成26年10月) 【平成27年12月】	平成28年1月 【平成28年7月】	平成28年9月 【平成30年7月】 ※令和2年3月以降 (令和3年3月)
金融市場調節方針	マネタリーベースの年間増加額	約60~70兆円 (約80兆円)	同左(約80兆円)	10年物国債金利が0%程度で推移するように国債の買入れ量を調整
	長期金利	—		10年物国債金利が0%(±0.1%)程度 【±0.2%の変動を許容】 (±0.25%程度)
	短期金利	—	マイナス金利(金融機関が保有する日銀当座預金の「一部」に▲0.1%の金利を適用)	同左(▲0.1%のマイナス金利)

⁵ 平成30年7月には、従来のおおむね±0.1%の幅から上下にその倍程度(=±0.2%程度)へ、令和3年3月には、±0.25%程度へと拡大。

		その他	—		指値オペ（日銀指定利回りによる国債買入れ） 〈連続指値オペ〉
資産買入れ方針	長期国債 買入れ量 と年限	保有残高の年間増加ペース	約 50 兆円 (約 80 兆円)	同左 (約 80 兆円)	約 80 兆円をめど ※めど撤廃 (上限なし)
		買入れの平均残存期間	7 年程度 (7~10 年程度) 【7~12 年程度】	同左 (7~12 年程度)	期間の定めを廃止
	J-REIT、 ETF、 の買入れ	ETF 保有残高の年間増加ペース	約 1 兆円 (約 3 兆円) 【+別枠 3,000 億円】	約 3.3 兆円 【約 6 兆円】	同左 (約 6 兆円) 【買入額の変動を許容】 ※原則約 6 兆円、上限約 12 兆円 〈原則(下限)を撤廃。コロナ収束後も上限継続〉
		J-REIT 保有残高の年間増加ペース	約 300 億円 (約 900 億円)	同左 (約 900 億円)	同左 (約 900 億円) 【同上】 ※原則約 900 億円、上限約 1,800 億円 〈同上〉
フォワード ガイダンス	量 (マネタリーベース)	—		オーバーシュート型コミットメント (物価上昇の実績値が、安定的に 2% を超えるまで金融緩和を続ける)	
	政策金利	—		【政策金利のフォワードガイダンス (極めて低い長短金利の水準を維持)】	

(注1) 表中の色付きの欄は、金融市場調節において優先される項目。「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入により、それまでの「量」であるマネタリーベースを最優先とする政策から、中長期を含めた「金利」を最優先とし「量」は「金利」の状況により変動する政策に転換された。

(注2) 令和元年12月には、ETF市場の流動性向上を図る観点からETFの貸付制度が導入されている。

(出所) 当室作成

イ 貸出促進付利制度の創設

令和2年に入ってから新型コロナウイルス感染症拡大への対応については、(A) 企業等の資金繰り支援 (新型コロナウイルス対応資金繰り支援特別プログラム)、(B) 金融市場安定のための資金供給、(C) リスクプレミアム縮小のための資産買入れ——の追加緩和策が導入されている。(A) は金融支援特別オペを利用した金融機関に対し利用残高相当額に一定の付利、(B) は長期国債買入額のめど (上限) の撤廃、(C) はETF及びJ-REIT買入額の上限を倍増——する等の内容となっている。これらの追加緩和策は、危機時対応として導入されたもので、状況に応じて日銀がオペレーションを実施する性質のものである⁶。

しかしながら、新型コロナウイルス感染症拡大の影響による物価の下押し圧力が長期間継続

⁶ 図表「金融緩和策の概要」のとおり、ETF及びJ-REITの買入上限については、コロナ収束後の金融危機への対応のため、維持されることになっている。

することが予想されることから、令和3年3月、日銀は平成28年9月の『量的・質的金融緩和』導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証』によって導入された「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の点検を行っている。

そこでは、これまでの政策は新型コロナウイルス感染症の影響への対応を含め効果を発揮しており、「物価安定の目標」の実現には同じ枠組みの継続が適当と結論付けている。その一方で、金融機関の収益悪化に伴う金融仲介機能への影響を長短金利操作付き量的・質的金融緩和の枠組みの中で緩和するために、下表のような貸出促進付利制度の創設が決定された。これにより、金融仲介機能への影響に配慮しつつ、より機動的な長短金利の引き下げを行うことが可能となっている。

貸出促進付利制度の概要

	付利金利（インセンティブ）	対象となる資金供給
カテゴリーⅠ	現行 0.2% [Xより高い]	コロナオペ（プロパー分※） ※信用保証協会保証を活用しない融資
カテゴリーⅡ	現行 0.1% [短期政策金利の絶対値=X]	コロナオペ（プロパー分以外）
カテゴリーⅢ	現行ゼロ% [Xより低い]	貸出支援基金・被災地オペ 気候変動対応オペ

（注1）全カテゴリーについて、残高増加額の2倍の金額をマクロ加算残高（付利金利ゼロ%）に加算。

（注2）対象資金供給及び付利金利水準は、状況に応じて金融政策決定会合で変更。

（出所）日銀資料を基に作成

ウ 「物価安定の目標」達成状況及び今後の物価見通し

平成25年1月の2%の「物価安定の目標」導入以降、消費者物価指数の上昇率及び日銀による同目標達成時期の見通しは、以下のグラフのように推移している。

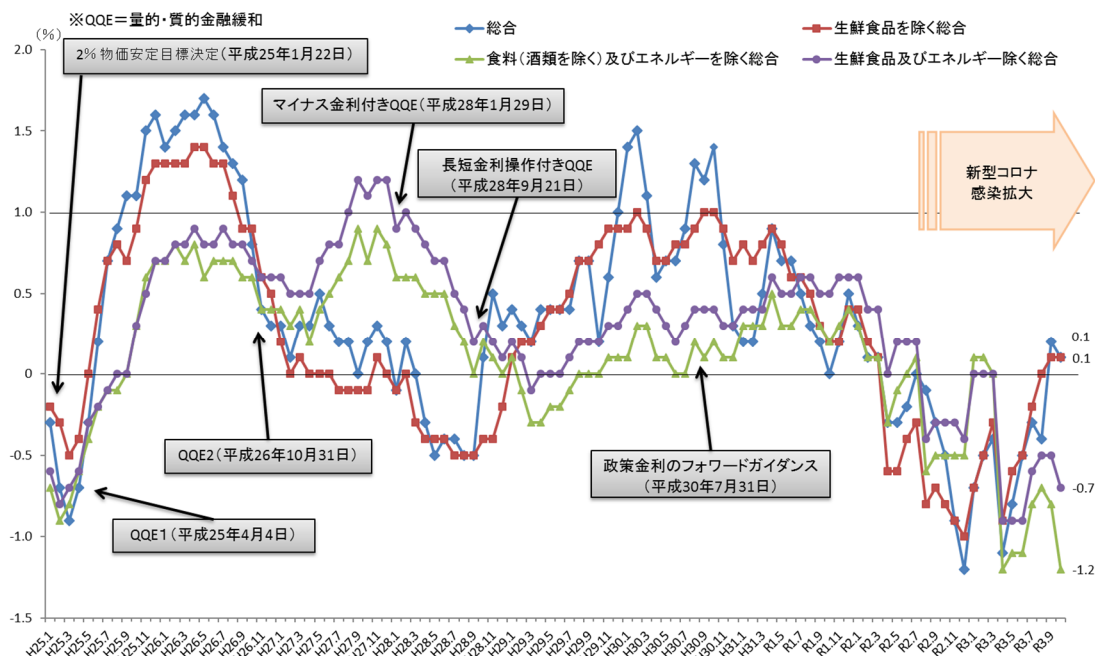
日銀は、平成25年4月の「量的・質的金融緩和」導入当初は、2%の物価安定目標の達成時期について、2015年度（平成27年度）を中心とする期間との見方を維持してきた。しかし、下図表のとおり、平成27年4月以降、立て続けに見通しを後退させ、平成30年4月には、計数のみに過度な注目が集まることは適当ではないとして達成時期の文言は削除され、現在も目標達成には至っていない。

2%の「物価安定の目標」が達成できていない理由について、日銀はたびたび整理を行っている⁷が、令和3年3月に公表した「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」においては、①予想物価上昇率に関する複雑で粘着的な適合的期待形成のメカニズム、②弾力的な労働供給による賃金上昇の抑制、③企業の労働生産性向上によるコスト上昇圧力の吸収等——と整理している。②及び③については、短期的な物価の下押し要

⁷ 平成28年9月の『量的・質的金融緩和』導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証』においては、海外からの外的要因及び足下の物価上昇率が将来の物価上昇期待に強く影響する等と整理。平成30年7月には、①企業側の中長期的な成長期待が高まらない中での正規雇用者に対する慎重な賃金設定スタンス、②家計の値上げに対する許容度の低さ、③企業の慎重な価格設定スタンス——等と再度整理した。

困であって、中・長期的には物価にプラスの影響を与えることが考えられる。他方、①については、長期デフレにより定着した人々の考え方や慣行の転換に時間を要するとしている。加えて、新型コロナウイルス感染症の影響による下押し圧力もあると説明している。

各種消費者物価指数上昇率及び目標達成時期の見通しの推移



見通し公表時点	「物価安定の目標」の達成時期の見通し	見通し公表時点	「物価安定の目標」の達成時期の見通し
平成 25 (2013) 年 4 月	「2015 年度に」、 「2015 年度を中心とする期間」 ⁸	平成 28 (2016) 年 4 月	「2017 年度中」
平成 27 (2015) 年	4 月 「2016 年度前半頃」	11 月	「2018 年度頃」
	10 月 「2016 年度後半頃」	平成 29 (2017) 年 7 月	「2019 年度頃」
平成 28 (2016) 年 1 月	「2017 年度前半頃」	平成 30 (2018) 年 4 月	達成時期の見通しについての記述を削除

(注) 月次データ (前年同月比)。令和 3 年以降のみ 2020 年基準、それ以前は旧基準計数。

(出所) 総務省統計局「消費者物価指数 (CPI)」、「消費税調整済指数 (参考値)」、日銀「経済・物価情勢の展望」を基に作成

物価上昇の見通しについては、令和 2 年に入り、新型コロナウイルス感染症拡大の影響を受け物価上昇の見通しは厳しいものとなり、当面マイナスで推移するとの見通しが続いていた。直近の令和 3 年 10 月時点では、当面、エネルギー価格の上昇を反映してプラス幅を緩やかに拡大していくと予想されるとしている。その後は、エネルギー価格・宿泊料・携帯電話通信料といった一時的な要因による振れを伴いつつも、基調としては、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、徐々に上昇率を高めていくと考えられるとしている。ただし、リスク要因を加味すると上振れよりも下振れリスクの方が大きいとしている。

⁸ 日銀は、「2015 年度に」と「2015 年度を中心とする期間」は同様であるとの認識。

消費者物価指数（除く生鮮食品）の政策委員の大勢見通し⁹

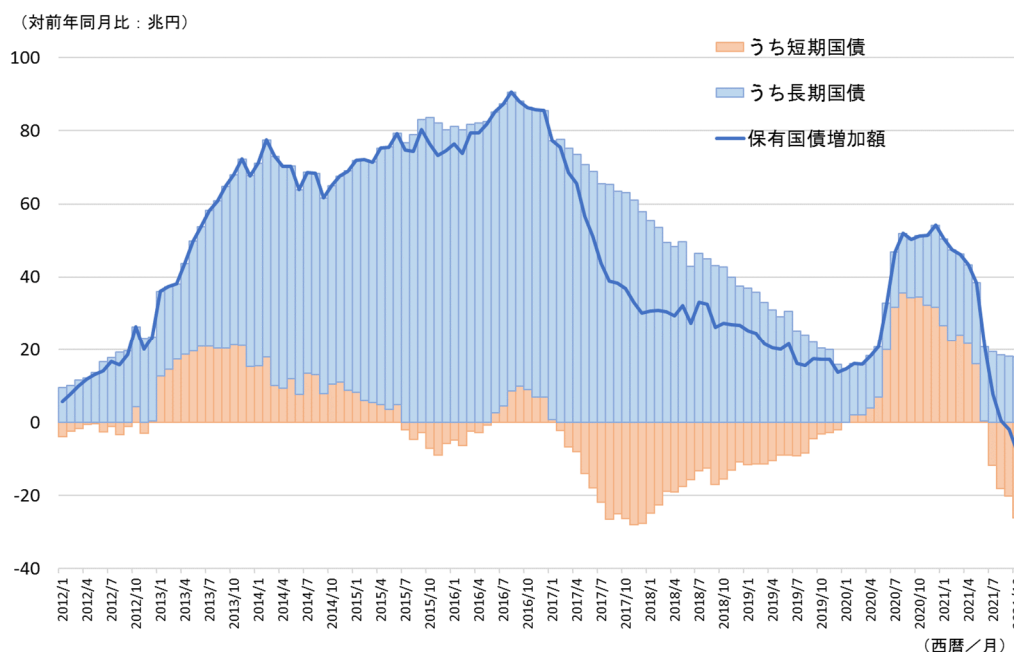
(単位：%)	2021 年度	2022 年度	2023 年度
2021 年 10 月時点	0.0	+0.9	+1.0
同年 7 月時点	+0.6	+0.9	+1.0
2020 年 10 月時点	+0.4	+0.7	—

(注) 今回、2021 年度の物価見通しが 0.6%ポイント低下したのは、消費者物価指数の 2020 年基準への切替えに伴う技術的なもの。当該基準年の切替えにより、携帯電話通信料の下押し寄与が拡大したことが主要因。
(出所) 日銀「経済・物価情勢の展望」より作成

新型コロナウイルス感染症拡大による需要の大幅な減少で、日米欧ともに一旦は、物価上昇がマイナス水準となったものの、ワクチン接種率の向上や米欧の財政・金融出動による需要の急回復により、米欧では 2%を大きく上回る物価の上昇が観察されている。この物価上昇が需要の急回復による一時的なものなのか、それとも基調的なものなのかの判断が今後の金融政策の動向に影響を及ぼすことになる。

他方で日本においては、先述のとおり、現時点で米欧と比較すると物価の大幅な上昇は観察されていないが、下図のように日銀の保有長期国債の増加ペースは、長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策の導入以降で低下傾向が続いている。先述したように現在の金融政策は、より機動性・持続性を重視したものに変容している。それ自体は、日本銀行法の精神から当然に否定されるものではないが、①金融政策が非常に複雑化している点、②金融政策が財政の見通しに影響を与える点——を考慮すると、同じく日銀法に定められる国会（国民）への丁寧な説明が求められる。

日銀の保有国債増加額の推移



(出所) 日銀統計より作成

⁹ 消費者物価指数（除く生鮮食品）の対前年度比（%）の政策委員見通しの中央値。なお、2021 年春に実施された大手キャリアによる携帯電話通信料の引下げが 2021 年度の消費者物価指数に与える直接的な影響は、▲1.1%ポイント程度。

(2) 金融行政に関する最近の取組と課題

金融庁は、令和3年8月31日、「2021 事務年度金融行政方針～コロナを乗り越え、活力ある経済社会を実現する金融システムの構築へ～」(以下「金融行政方針」という。)を公表した。そこでは、ア「コロナを乗り越え、力強い経済回復を後押しする」、イ「活力ある経済社会を実現する金融システムを構築する」——等の重点課題が示されている¹⁰。

これらの重点課題への取組により、金融庁は、①金融システムの安定/金融仲介機能の発揮、②利用者保護/利用者利便、③市場の公正性・透明性/市場の活力——のそれぞれを両立させることを通じ、企業・経済の持続的成長と安定的な資産形成等による国民の厚生を増大を目指すこととしている。ここでは、金融行政方針に掲げられた重点課題のうち、主なものについて概説する。

ア 「コロナを乗り越え、力強い経済回復を後押しする」

新型コロナウイルス感染症による深刻な影響を受けた経済社会を、金融機関が引き続き金融仲介機能を発揮して力強く支えぬくことができるよう万全を期すとともに、ポストコロナの活力ある経済の実現を目指して、金融機関等による事業者の経営改善・事業再生・事業転換支援等を促す。

当該重点課題は、(ア) 地域経済再生のための取組、(イ) モニタリング方針、(ウ) 金融機関による資金繰り支援——の3つの柱で構成されている。

(ア) 地域経済再生のための取組

金融庁の企業アンケートの結果(複数回答)によると、経営者保証の提供に伴う影響としては、①前向きな投資や事業展開の抑制(51%)、②早期の事業再生への着手の遅れ(45%)——を挙げる中小企業が多い。

そこで金融庁は、ポストコロナのビジネスモデルの再構築等に取り組むことができるよう、中小企業の実態を踏まえた事業再生のための私的整理等のガイドラインの策定及び「経営者保証に関するガイドライン」の見直しについて検討することとしている。また、将来性のあるベンチャー企業・再生局面にある企業において、不動産担保や経営者保証に依存しない資金調達が可能となるよう、事業全体を対象とする新たな担保制度としての事業成長担保権(仮称)について検討することとしている¹¹。

(イ) モニタリング方針

金融庁は、現状では自己資本比率規制を十分上回る自己資本比率を維持していること、信用コスト率の水準も抑制されているとした上で、コロナによる経済・市場動向の不確実性が継続する中で、金融機関の健全性について、フォワードルッキングな観点から確認し

¹⁰ このほか、データ分析の高度化・モニタリング能力の向上、専門人材の育成等を内容とする「金融行政をさらに進化させる」がある。

¹¹ 当該検討においては、①海外の制度・実務等を参考に、②利便性確保の方法や他の債権者の保護等に留意することとされている。また、2021年4月より、法制審議会担保法制部会において、事業成長担保権(仮称)を含めた担保法制に関する議論が開始されており、金融庁はこれに並行して、法制度の具体的な在り方、金融機関や監督当局における実務上の取扱いの検討を進めることとしている。

ていくとしている。これには、①足下の信用コスト率の上昇、②海外向け与信残高の増—があることが背景にある¹²。加えて、コロナ対応のための政府・日銀による政策の下支えが、足下の信用コストを抑制している側面もあることから、よりフォワードルッキングな視点が重要となってくるものと考えられる。

イ 「活力ある経済社会を実現する金融システムを構築する」

国内外の経済社会・産業をめぐる変化を成長の好機と捉え、国内外の資金の好循環を実現するとともに、金融サービスの活発な創出を可能とする金融システムを構築することにより、活力ある経済・社会構造への転換を促す。

当該重点課題は、(ア) デジタル・イノベーションの推進、(イ) サステナブルファイナンスの推進、(ウ) 資本市場の活性化と成長資金の円滑な供給、(エ) 様々なリスクへの備え、(オ) 国際金融センターの実現、(カ) 利用者目線に立った金融サービスの普及——の6つの柱から構成される。

(ア) デジタル・イノベーションの推進

金融庁は、送金手段や証券商品のデジタル化に対応した金融制度を検討するとされている。近年、分散型金融 (D e F i) ¹³による金融サービスとして、支払/決済、証券のトークン化、貿易金融、レンディングが登場している¹⁴。また、デジタルコンテンツ・著作物として非代替性トークン (N F T) ¹⁵が登場しているほか、グローバル・ステーブルコイン¹⁶による送金 (デジタルマネー) が計画されている。これらの民間イノベーションによる金融サービスは、企業や一般利用者の利便性を向上させることから促進する必要がある一方、利用者保護上の問題を有するとともに、取引量が拡大すると金融システムの安定性を脅かす懸念も生じる。骨太の方針 (経済財政運営と改革の基本方針 2021)・成長戦略実行計画では、ブロックチェーン等の新しいデジタル技術の活用が示されており、金融庁に設置された研究会では、これらの金融のデジタル化への対応の在り方等の議論が開始されている。

(イ) サステナブルファイナンスの推進

グリーンボンドやソーシャルボンドのE S G関連債¹⁷に関しては、発行額が増加傾向に

¹² そのほか、大手行によるC L O (ローン担保証券) などの海外クレジット市場投資の拡大後の高水準での推移もある。

¹³ 分散型台帳技術 (D L T) やオンラインP 2 P (サーバを介さずに端末同士で直接データのやり取りを行うネットワークモデル) プラットフォーム等の分散型金融技術による、特定の管理者がいない (又はいないと称する) デジタル・アセット取引等のプラットフォームのこと。

¹⁴ 具体的には、利用者を直接マッチングした外国為替取引による支払/決済、分散型台帳技術による①証券のトークン化及び②情報の共有を利用した貿易取引業務の効率化、P 2 Pで行う暗号資産等の貸借取引が挙げられる。

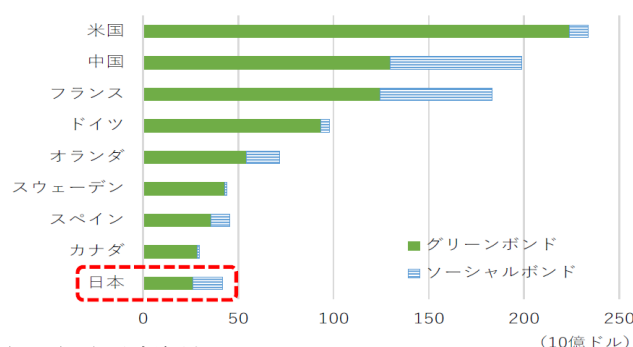
¹⁵ デジタルデータであっても偽造が不可能で所有証明書付きのもの。

¹⁶ ステーブルコインとは、特定の資産等に対して安定した価値の維持を目指す暗号資産で、価格安定メカニズムを有し、複数の機能が組み合わさっている点が特徴。グローバル・ステーブルコインは、複数の法域で取引されるステーブルコインのことで、フェイスブックによるディエム (旧リブラ) 構想が代表的。リブラ構想の発表とともに中銀デジタル通貨 (C B D C) 発行の検討が、各国で活発化している。

¹⁷ E S G関連債はグリーンボンドやソーシャルボンドといった環境、社会、ガバナンスに関する投資等に資金の用途を限定した債券をいう。グリーンボンドは、企業や地方自治体等が、国内外の地球温暖化対策等、環境分野への取組に特化したグリーンプロジェクトに要する資金を調達するため、また、ソーシャルボンドは、社

ある。また、我が国においても、下図のとおり欧米諸国等と比較すると市場規模は小さいが、足下では発行額の拡大が続いている。

国別のESG関連債累計発行額（～2020年）



(出所) 金融庁資料

このような状況の中、政府は「成長戦略実行計画」にグリーンボンド等が活発に取引される「グリーン国際金融センターの実現」などからなるグリーン分野の成長を掲げている。これを受け、金融行政方針のサステナブルファイナンスの推進では、同センターの実現に向けた環境整備を行うとしている¹⁸。取組内容としては、以下のような、①企業情報開示の質と量の向上、②市場機能の発揮のための環境整備——のほか、金融機関の投融資先支援・気候変動リスク管理や国際的な議論への貢献が挙げられている。

<p>①企業情報開示</p>	<ul style="list-style-type: none"> ✚ 東証プライム上場企業に気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）又はそれと同等の国際的枠組みに基づく開示の質と量の充実を促す。 ✚ 以下の取組の適切な開示の在り方を検討¹⁹ サステナビリティに関する開示：気候変動対応、人的資本への投資 等 ガバナンスに関する開示：取締役会等の活動状況 等
<p>②市場機能の発揮</p>	<p>【プラットフォーム・認証】</p> <ul style="list-style-type: none"> ✚ 資金用途等の基準の策定を進め、グリーンボンド等の適格性を客観的に認証する枠組みの構築を目指す。 ✚ 認証の取得状況を含むグリーンボンド等の情報、ESG投資関連情報を広く集約するプラットフォームの整備。 <p>【ESG評価機関】</p> <ul style="list-style-type: none"> ✚ 評価手法の透明性や比較可能性、評価の独立性・客観性に係るガバナンスの確保など、ESG評価機関・データ提供機関に期待される行動規範等の策定。 <p>【ソーシャルボンド】</p> <ul style="list-style-type: none"> ✚ 新ガイドラインを踏まえ、ソーシャルプロジェクトの社会的な効果に係る指標を具体的に例示する文書の策定を検討。

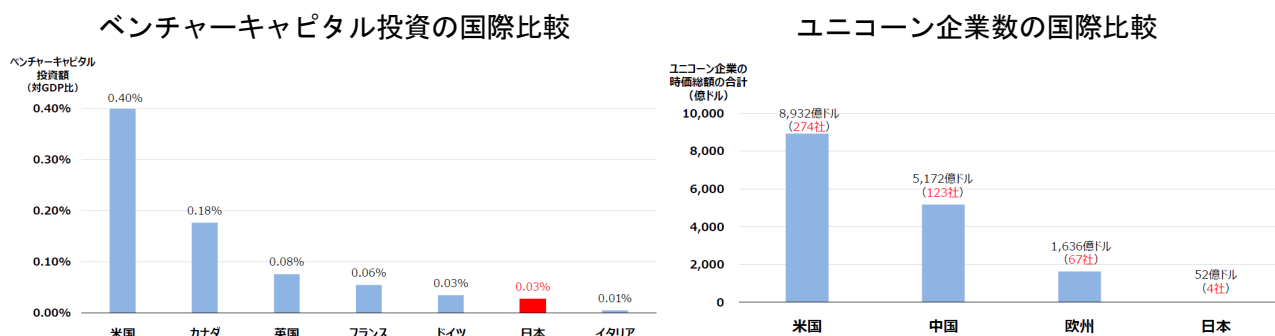
会的課題の解決に貢献するソーシャルプロジェクトに要する資金を調達するためにそれぞれ発行される。2020年には、新型コロナウイルス感染症対策支援を目的とするいわゆるコロナ債が、ソーシャルボンドの一つとして発行が急増している。

¹⁸ グリーン国際金融センターは、「(オ) 国際金融センターの実現」の関連事項にも位置付けられている。

¹⁹ 「(ウ) 資本市場の活性化と成長資金の円滑な供給」のコーポレートガバナンス改革の推進の一部として示されている。

(ウ) 資本市場の活性化と成長資金の円滑な供給

スタートアップ等によるイノベーションは、経済成長に欠かせない源泉となる。しかしながら下図のとおり、我が国のベンチャーキャピタル投資の規模やユニコーン企業（企業評価額が10億ドル超で非上場のスタートアップ企業）の規模・数は他国に大きく後れをとっている状況となっている。



(左図注) 日本は2016年、他の国は2017年の数値。

(右図注) 2021年3月1日現在のユニコーン企業（時価総額10億ドル超の未公開企業）数の国別内訳。時価総額は、CB Insightsの推計値。

(出所) 内閣官房成長戦略会議資料

また、ベンチャーキャピタル投資を日米で比較すると、米国は投資額・件数ともに大きいことに加え、コロナ禍の2020年においても米国は前年比で投資額を増加させている。加えて米国では、非上場企業が創業直後に上場できるSPAC（特別買収目的会社）の上場件数、調達額が近年増加しており、イノベティブな起業家が早期に資金調達を実施することが可能となっている。

このような状況の中、金融庁は、市場機能の向上のための制度・市場慣行の点検・見直しとして、「成長戦略実行計画」の記載も踏まえ、新規株式上場（IPO）時の公開価格設定プロセス、SPAC（特別買収目的会社）、私募取引の活性化に向けた環境整備も含めた、スタートアップエコシステムに資する資金供給の在り方について検討を行うとしている²⁰。

(E) 様々なリスクへの備え（マネロン対策、経済安全保障）

マネーロンダリング（資金洗浄）対策について、FATF（金融活動作業部会）第4次対日相互審査の結果では、口座開設後の継続的な顧客管理や取引のモニタリングに課題があることが指摘された。また、「イ(ア) デジタル・イノベーションの推進」に関連する、デジタルマネー、暗号資産、デジタルコンテンツ・著作物は、マネロンに利用される懸念が指摘されている。そこで政府は、不正送金の監視を複数の金融機関で共同化するシステムの実用化を令和6年春までに目指すとし²¹、金融庁は、顧客や送金に関わる情報管理等で必要な法制度の検討を始めている。

そのほか経済安全保障に関しては、金融業が①我が国経済活動の基幹的なインフラ産業

²⁰ そのほか、銀証ファイアーウォール規制の見直しの検討の継続が示されている。また、欧米に比べ取引量の少ない私設取引システム（PTS）に関しては、①PTSから金融商品取引所への移行基準の見直し、②証券会社が投資家の立場を最優先する方法を示す「最良執行方針」に価格を最重視する記載を盛り込むよう求める——といった、東証に取引が集中する市場構造の見直しなどが示されている。

²¹ 日本は「重点フォローアップ国（毎年、法令等整備状況について改善状況を示す）」とされたことを受け、政府は今後3年間の行動計画を策定。

であること、②個人・企業の情報を保有する産業であること——を理由に、金融業の保有する情報の適切な管理を含め、機器・システム利用や業務提携・委託等について、経済安全保障の議論を踏まえた対応を行うとしている。

内容についての問合せ先

財務金融調査室 相川首席調査員（内線 68480）