

国の信用を守り、
希望ある社会を次世代に引き継ぐ

財務省

日本経済と資金循環の構造変化に関する研究会

財務総合政策研究所
川本 敦

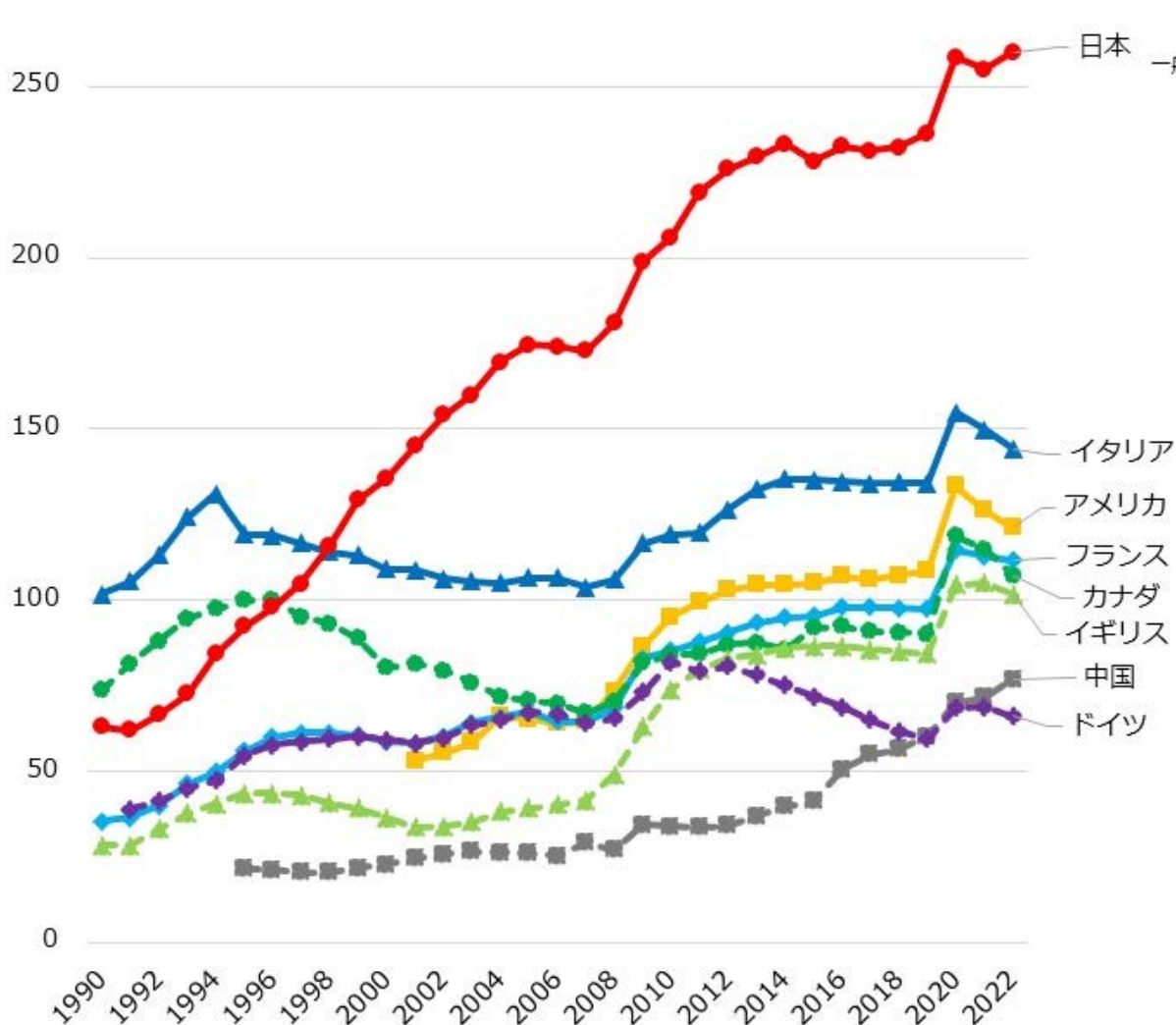
2023年11月21日

1. 今、なぜ「資金循環」に注目するのか

今、なぜ「資金循環」に注目するのか ～ 国債残高と保有者

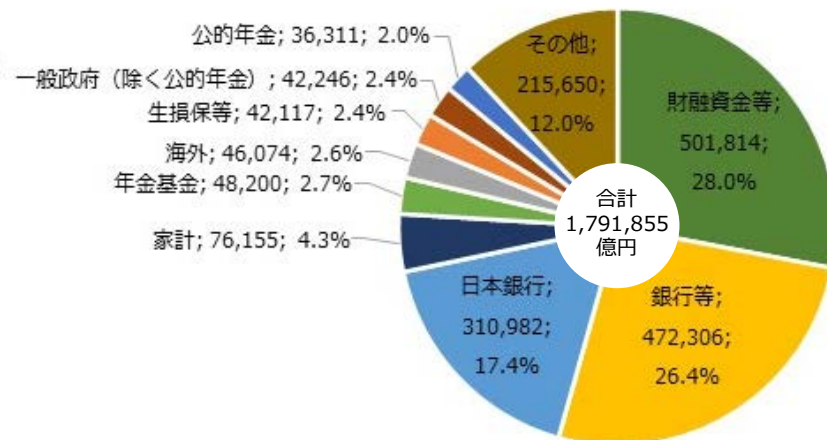
- ✓ 国債残高は増加基調で推移。
- ✓ 保有者構成は大きく変化。銀行のシェアが減少した一方で、日本銀行や海外のシェアが増加。

国債残高対GDP比推移 (%)

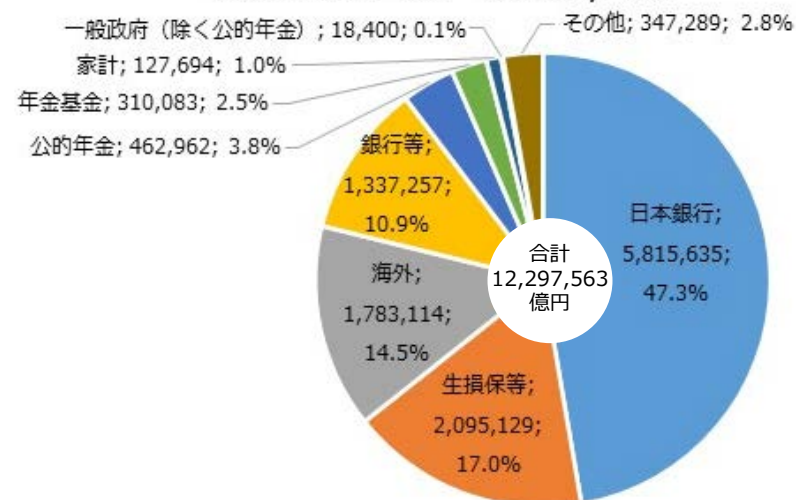


(出所) IMF, World Economic Outlook Database

【1990年度】国債及び国庫短期証券保有者内訳 (億円 ; %)



【2022年度】国債及び国庫短期証券保有者別内訳 (億円 ; %)

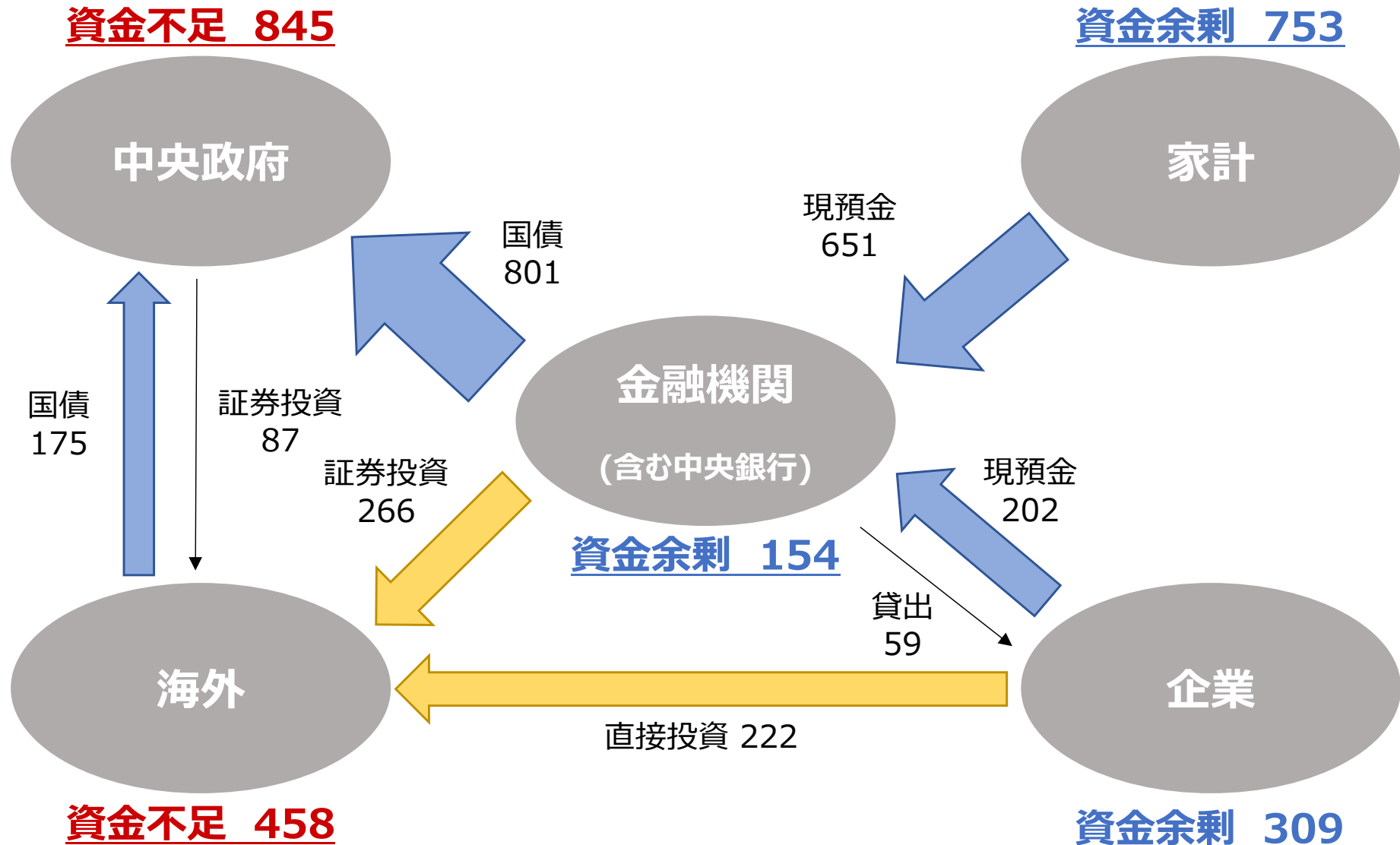


(注) 「国債」は「財投資」を含む (出所) 日本銀行, 資金循環統計

今、なぜ「資金循環」に注目するのか ～ 資金需給の構図

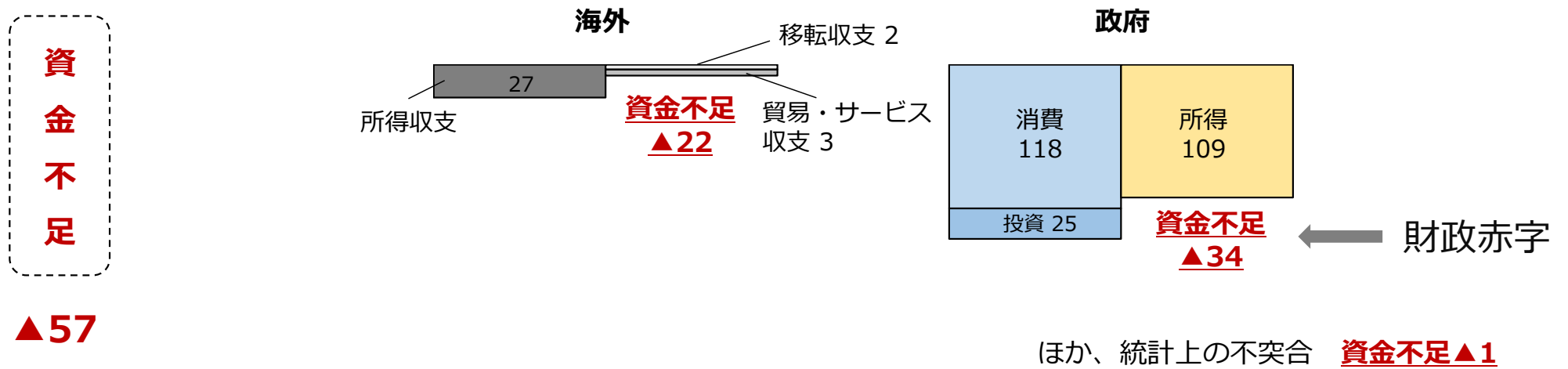
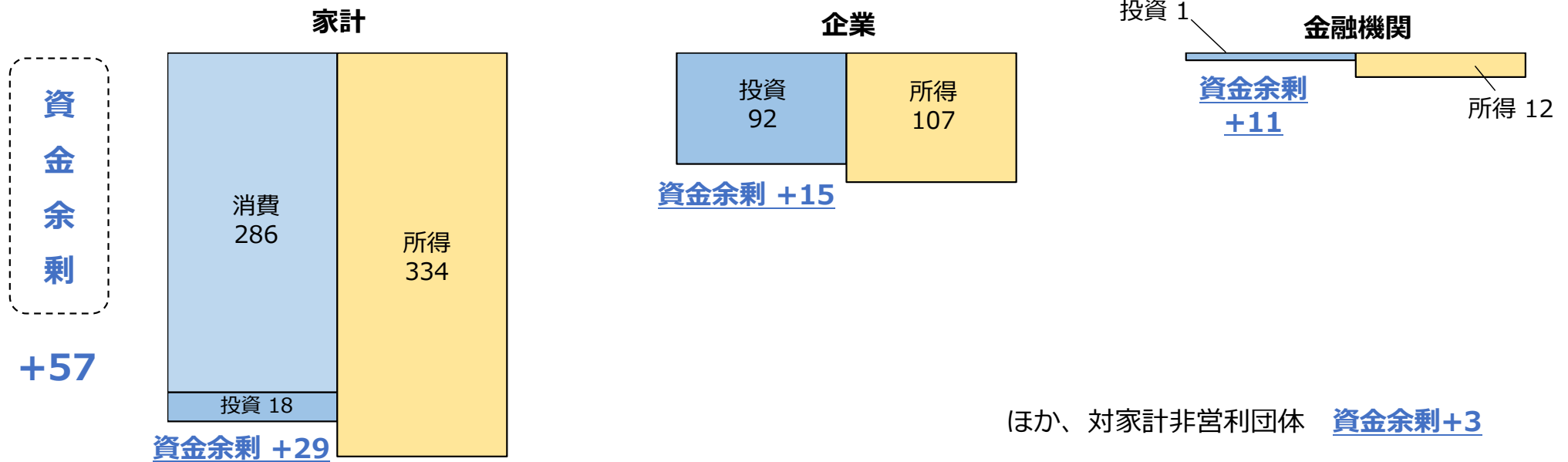
- ✓ 家計・企業の資金余剰が、現預金を通じて政府の資金不足をファイナンスする構図。
- ✓ この間、①家計では資金余剰の大半が現預金に充てられる、②企業への貸出が現預金を下回るなど、国内でのリスクテイクが低調。

(数値は1990年度～2022年度のフロー累計：兆円)



今、なぜ「資金循環」に注目するのか ～ 資金過不足の発生

(数値は2021年：兆円)



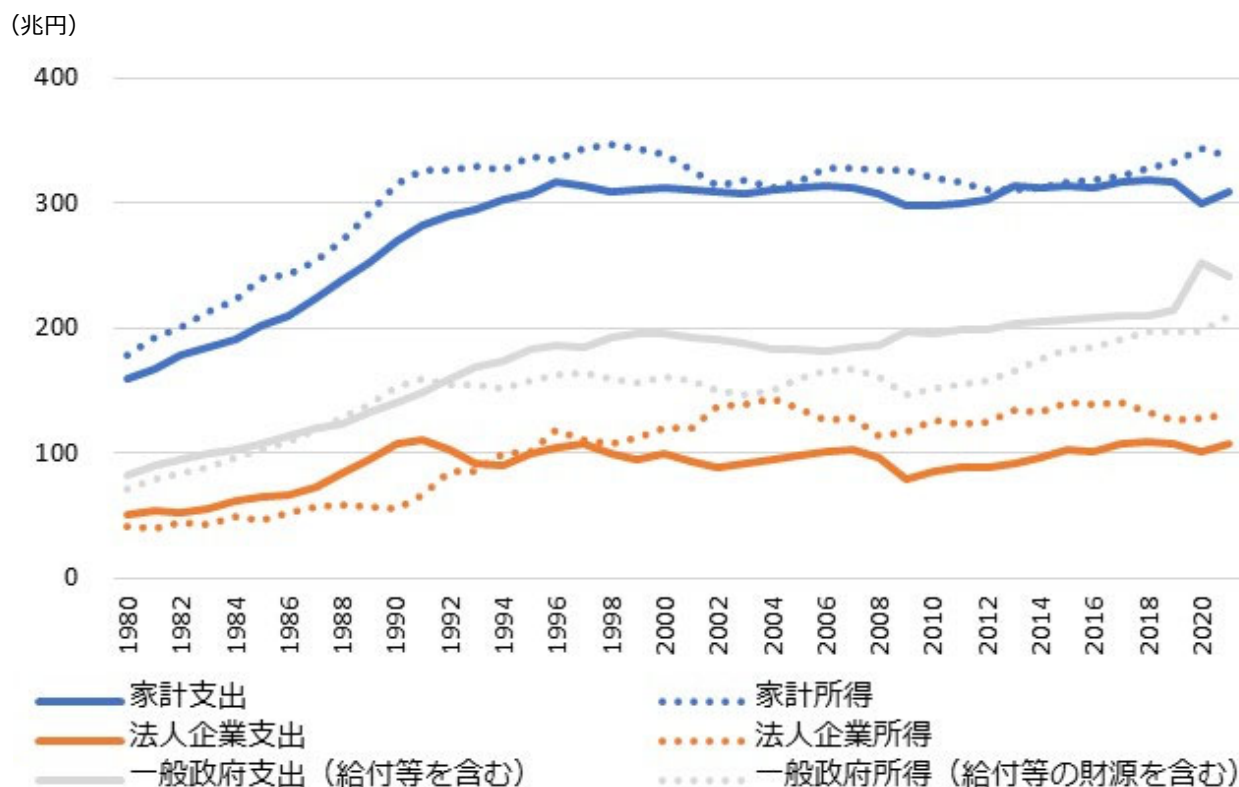
(注) 「所得」は、可処分所得を示している。なお、企業・金融機関については、当期純利益から配当金の受払を差し引いた金額、政府については、税・社会保険料から給付・移転等を差し引いた金額に概ね相当する。

「投資」は総固定資本形成、在庫変動、土地の購入、資本移転等の合計を示している。

(出所) 内閣府，国民経済計算

今、なぜ「資金循環」に注目するのか ～ 資金過不足の推移

- ✓ 一国経済全体の「所得」と「支出」の動きをみると、
 家計部門：1990年代半ば以降、所得の伸びが低下し、支出の伸びが低い状態が続いてきた。
 企業部門：1990年代半ば以降、所得（利益）は増加するが、支出（投資）が所得を大きく下回る傾向。
 政府部門：家計、企業の支出が抑制される中で、所得を上回る支出（財政赤字）が続けられてきた。



家計支出： 家計消費 + 住宅投資 + 個人企業の投資

法人企業支出： 民間企業の投資 + 公的企業の投資

一般政府支出： 政府消費（医療・介護給付を含む） + 一般政府の投資

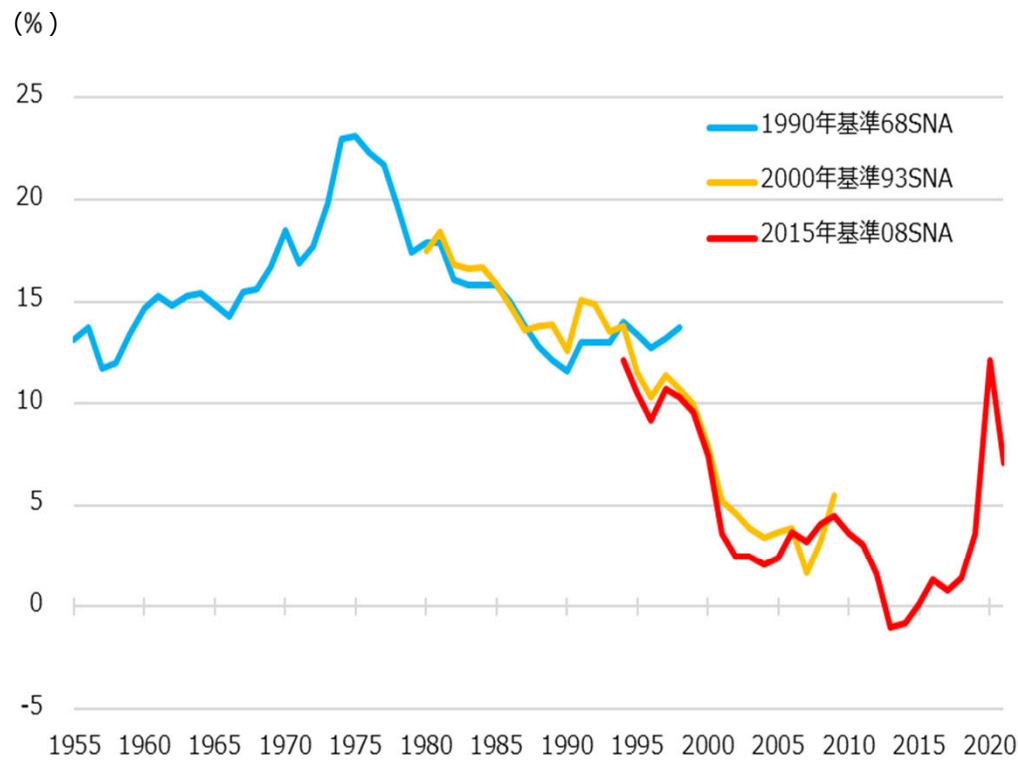
※一般政府支出（給付等を含む）：一般政府支出に、給付・移転等（家計・企業の可処分所得となるもの）を加えたもの。

（出所）内閣府の国民経済計算データより、数字を組み替えることによって作成。

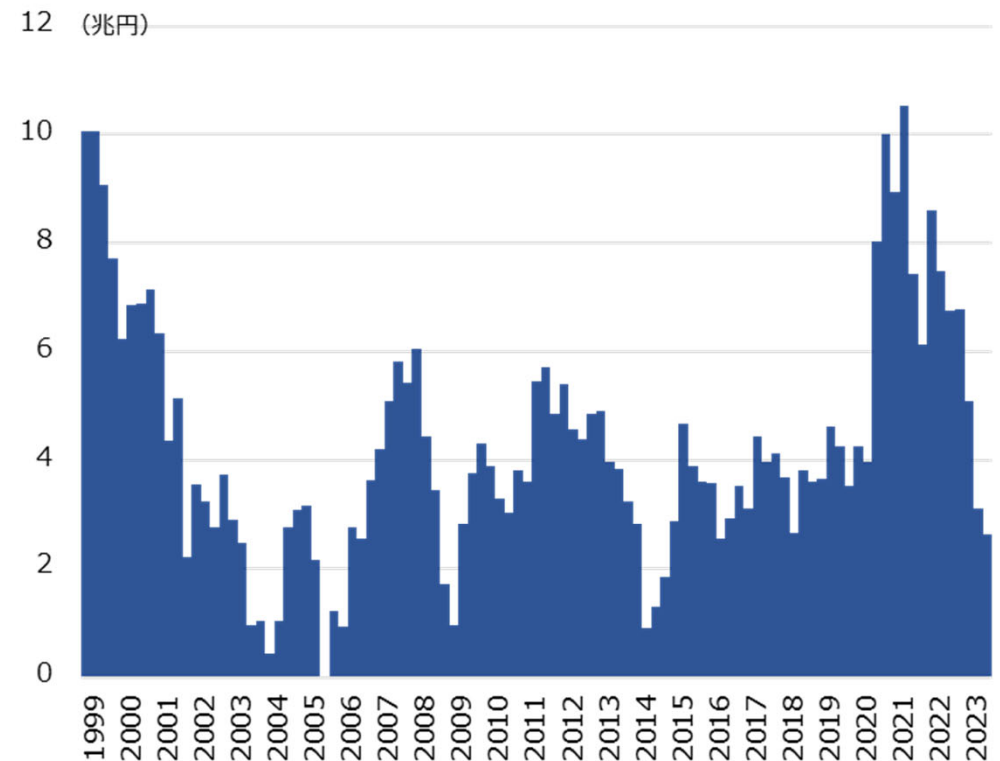
2. 家計部門

- ✓ 貯蓄率：一時的にマイナスになるも、マイナスは定着せず、コロナ禍で急上昇。
- ✓ 資金過剰：足元ではコロナ前の水準に戻っている。

家計貯蓄率の推移



家計の資金過不足の推移

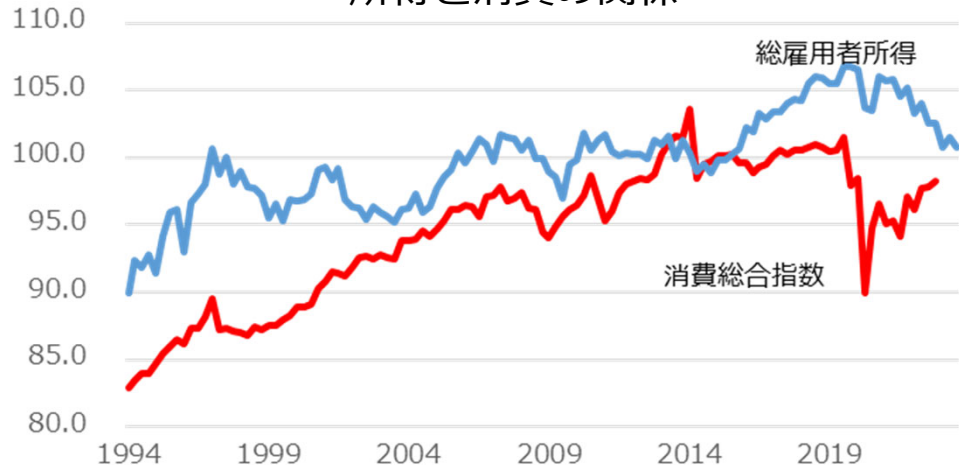


(注) 家計貯蓄率 = 貯蓄額 ÷ (可処分所得 + 年金受給権の変動調整 (受取))
 (出所) 内閣府, 国民経済計算年次推計 各版

(注) 資金過不足は、4期後方移動平均値。
 (出所) 日本銀行, 資金循環統計

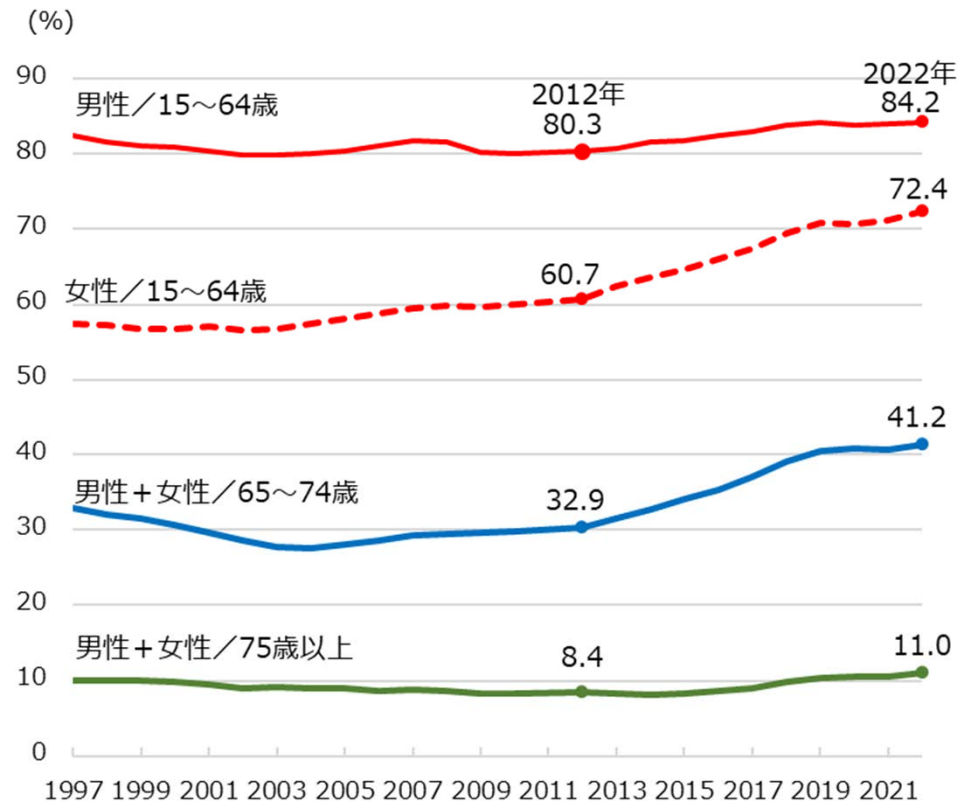
- ✓ 2010年代後半から、日本の消費は伸び悩む一方、総雇用者所得は緩やかに上昇。
- ✓ 1人あたり実質賃金上昇率の推移は横ばい。
- ✓ 他方で、女性と高齢者の労働参加により就業者数は増加し、総雇用者所得に寄与。

所得と消費の関係



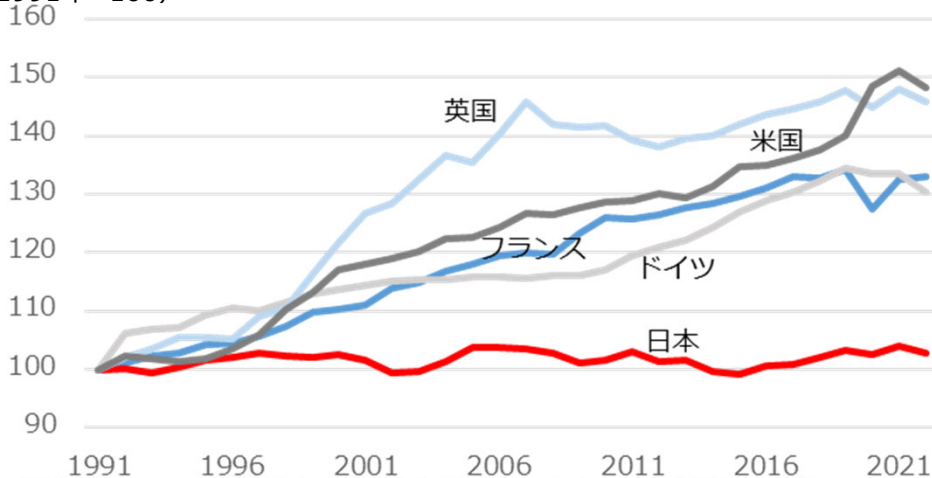
(注) 実質総雇用者所得、消費総合指数いずれも物価の動きを加味した実質指数。
(出所) 内閣府, 月例経済報告

女性と高齢者の就業率推移



(注1) 年齢階級別就業率 = 就業者数 ÷ 年齢階級別人口
(注2) 2011年は東日本大震災の影響によりN/A
(出所) 総務省, 労働力調査

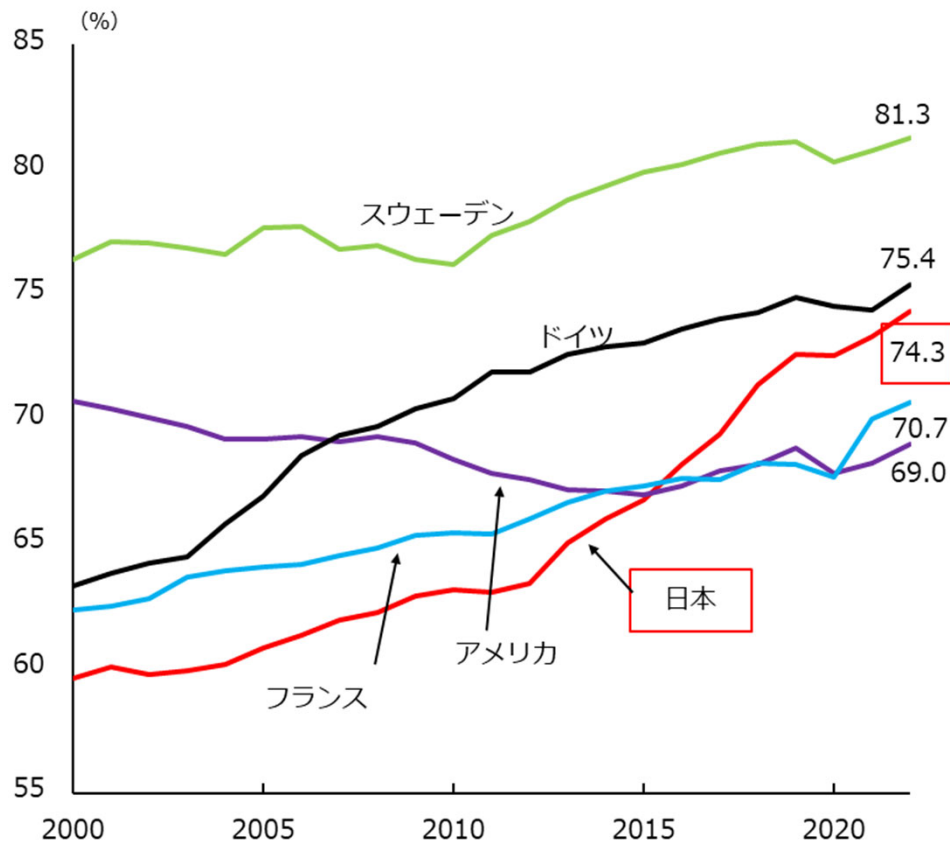
1人あたり実質賃金 (1991年=100) 実質賃金上昇率の国際比較



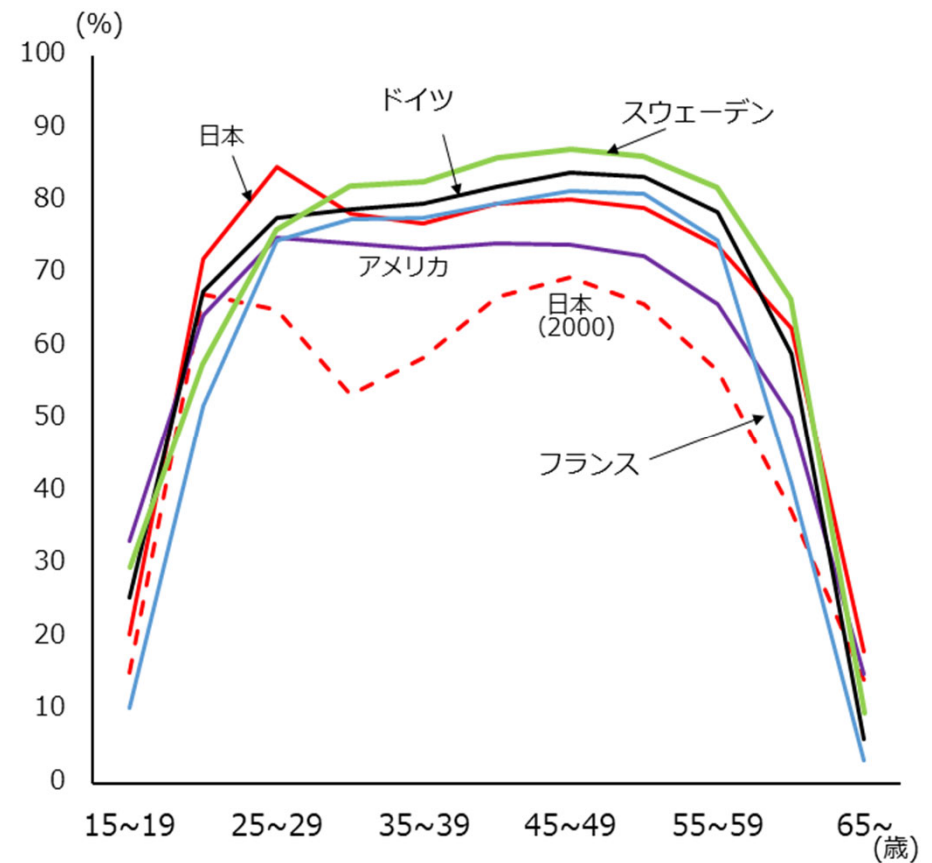
(注) 2021年の米国ドル (購買力平価ベース) により実質化した値。
(出所) OECD statistics

- ✓ 女性の労働参加率は急上昇。
- ✓ 幅広い年齢層で労働参加が増加。特に20代は欧米諸国より高水準。
- ✓ 今後、更なる労働参加の余地があるかが焦点。

女性の労働参加率



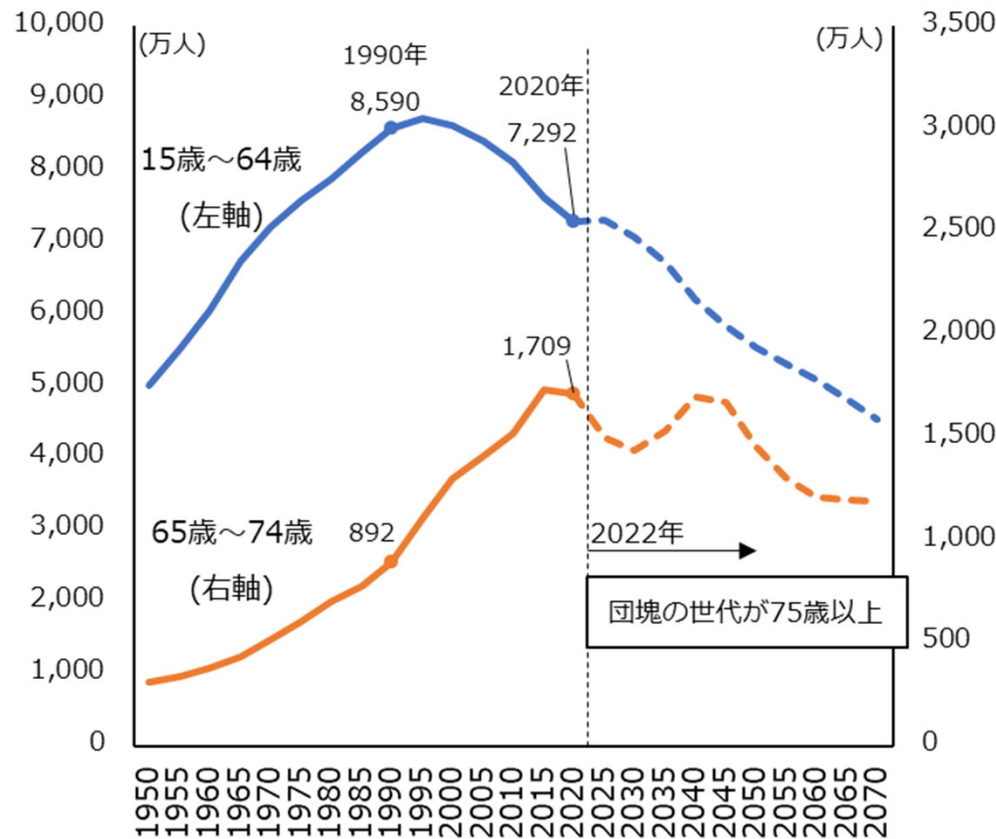
女性の年齢層別の労働力率



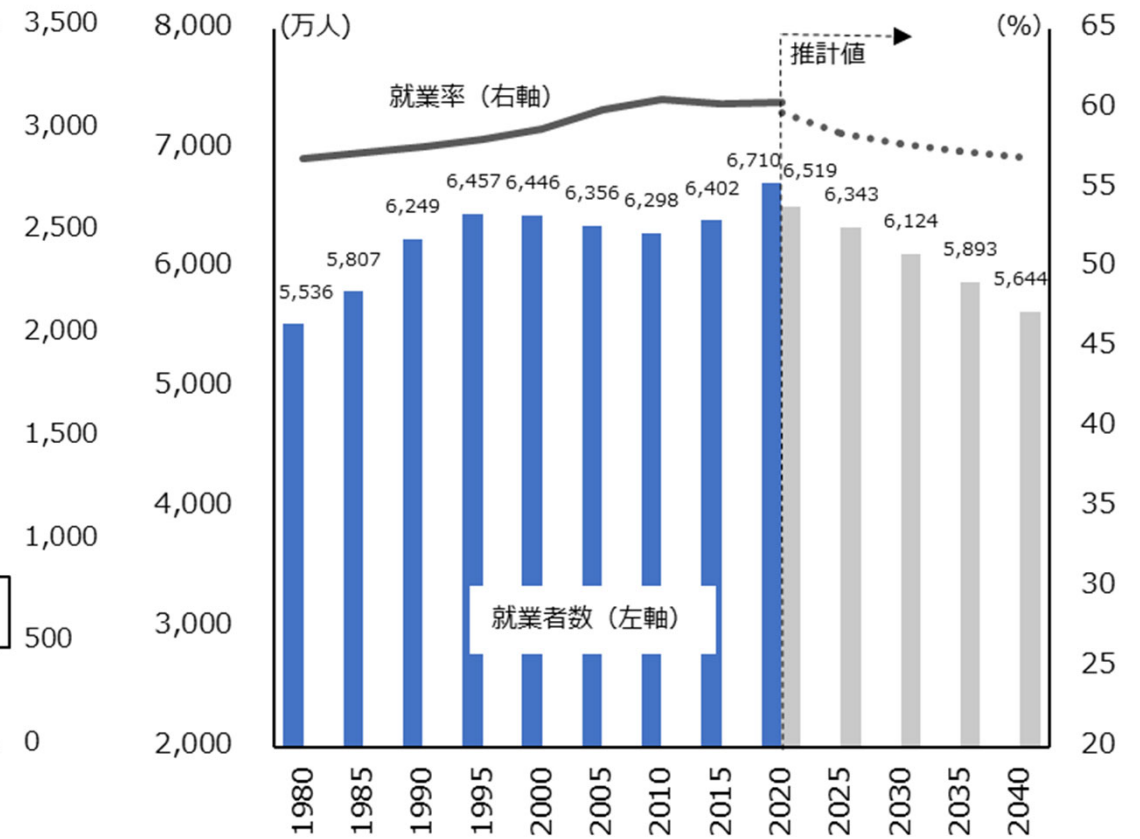
(注1) 左図の計数（日本（2000）以外）および右図の直近値は2022年。
 (注2) 右図は15～64歳。
 (出所) OECD Statistics

- ✓ 生産年齢人口は1995年にピークアウト。他方、就業者数は1990年→2020年にかけて460万人増加。
- ✓ 2022年に団塊世代（1947年から1949年生まれ）が75歳以上に。65歳～74歳人口は2030年頃まで減少。
- ✓ 2020年→2030年にかけて、大幅に減少するとの推計がある。（2018年労働政策研究・研修機構）

年齢区分別人口の推移と見通し



就業者数・就業率の推移と見通し



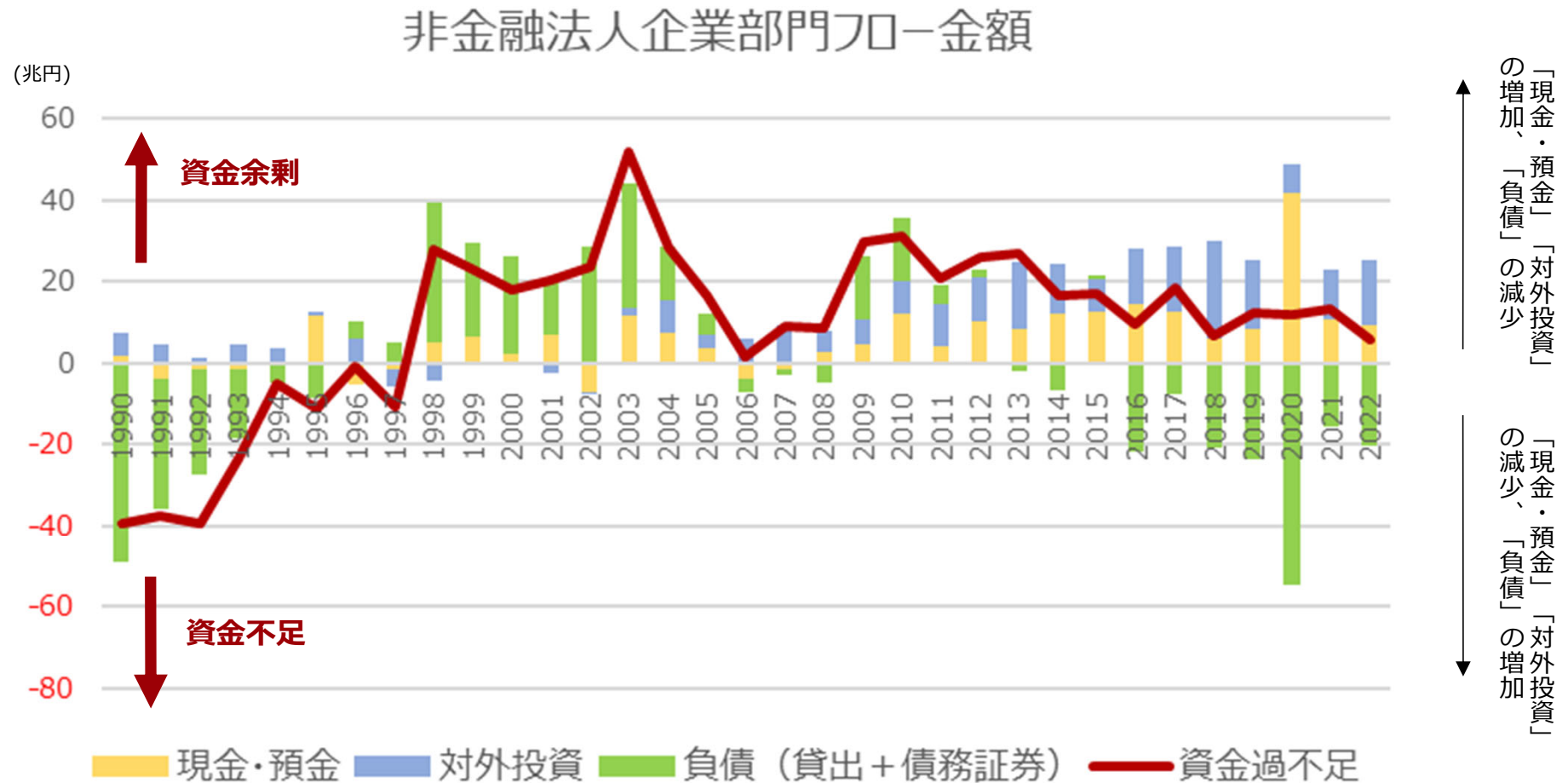
(出所) 2020年までは総務省、国勢調査、2025年以降は国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口（令和5年推計）」の出生中位・死亡中位仮定による推計結果

(注) 推計値は、2018年時点の労働政策研究・研修機構「労働力需給の推計」における「ベースライン・労働参加漸進シナリオ」による。
 (出所) 総務省、労働力調査 労働政策研究・研修機構、労働力需給の推計

3. 企業部門・海外部門

企業の資金余剰

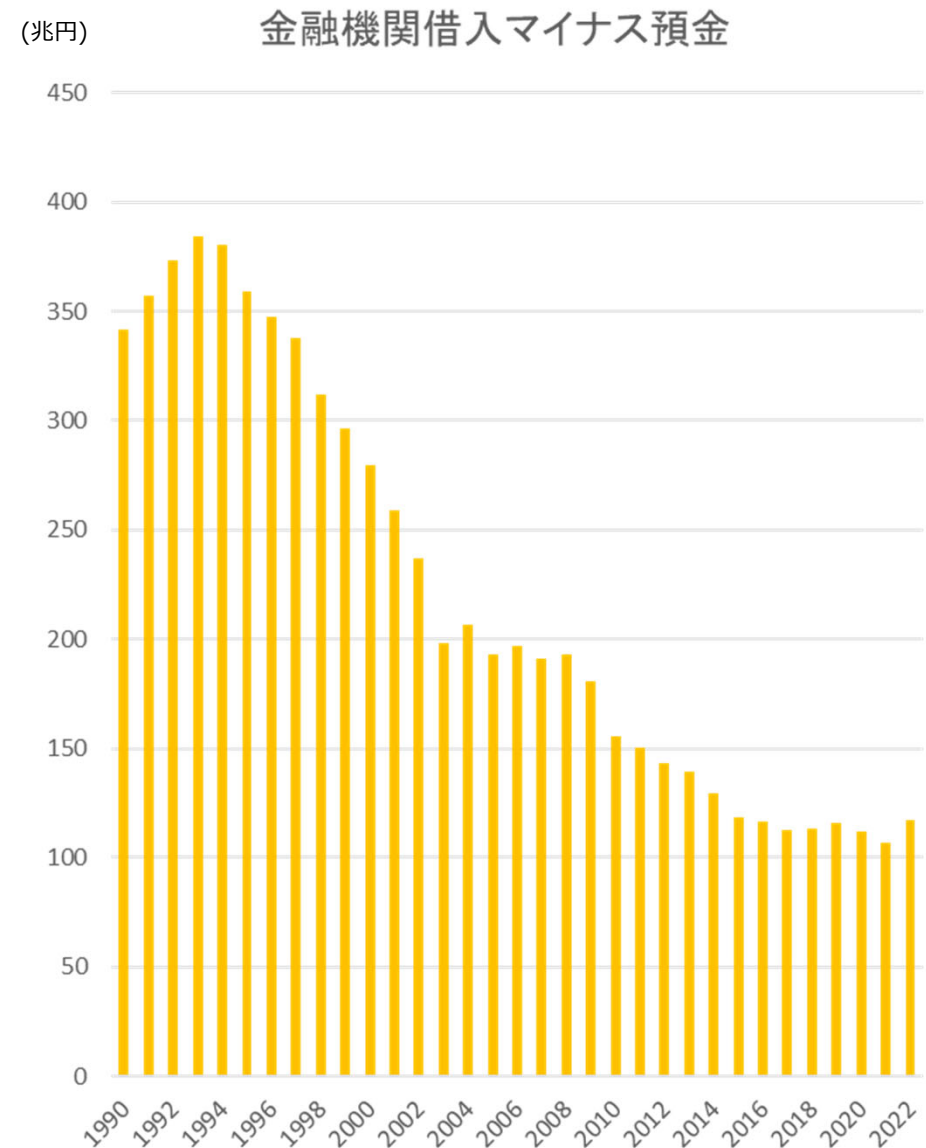
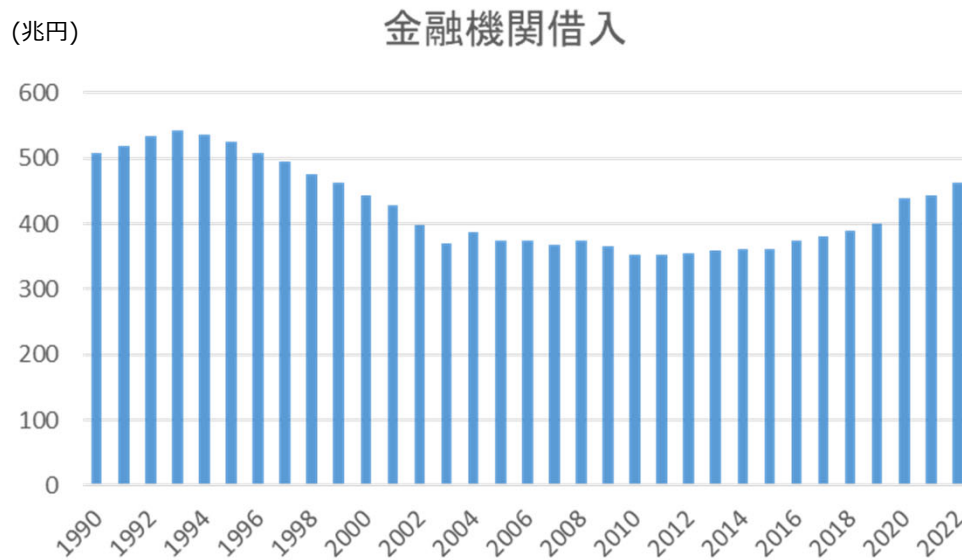
- ✓ 1998年以降、一貫して資金余剰が継続。
- ✓ 2000年代前半までは負債が減少。2000年代後半以降は、現預金と対外投資が増加。



(注) 対外投資は、対外直接投資、対外証券投資、その他対外債権債務の合計値。
 (出所) 日本銀行、資金循環統計

国内：低調な金融機関借入と預金増

- ✓ 企業の借入金残高の減少は2000年前半で底打ちした一方、預金が増加傾向。
- ✓ 企業の借入金マイナス預金は、1990年代の金融危機後の減少が20年以上継続。

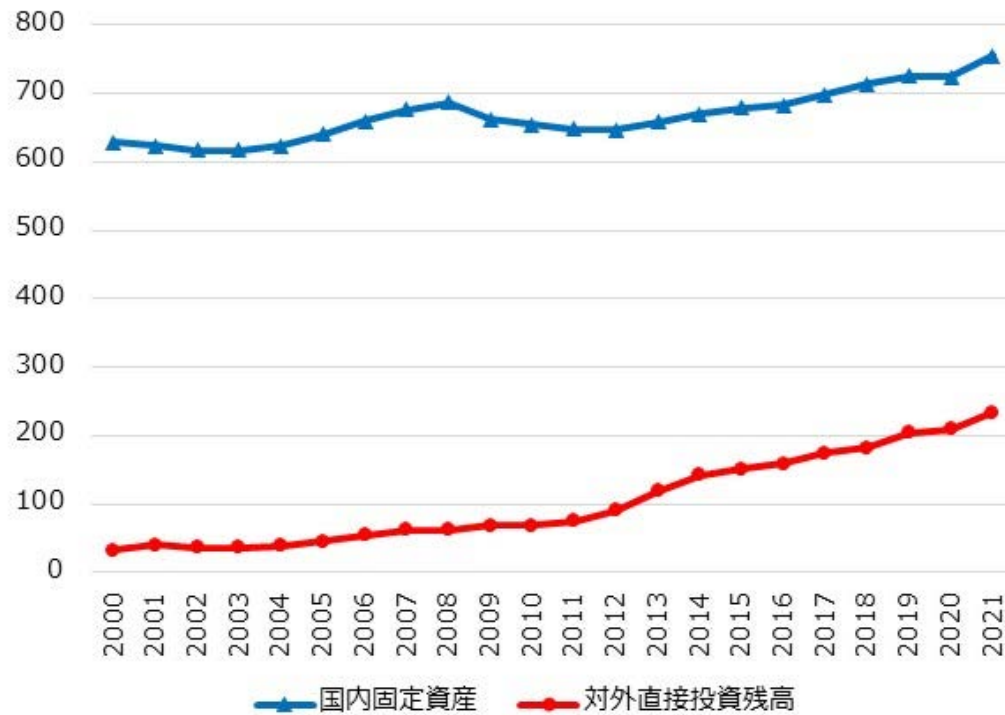


(注) 金融機関借入は、非金融法人企業の民間金融機関貸出（負債）と公的金融機関貸出（負債）の合計値
 (出所) 日本銀行，資金循環統計

海外投資と国内設備投資

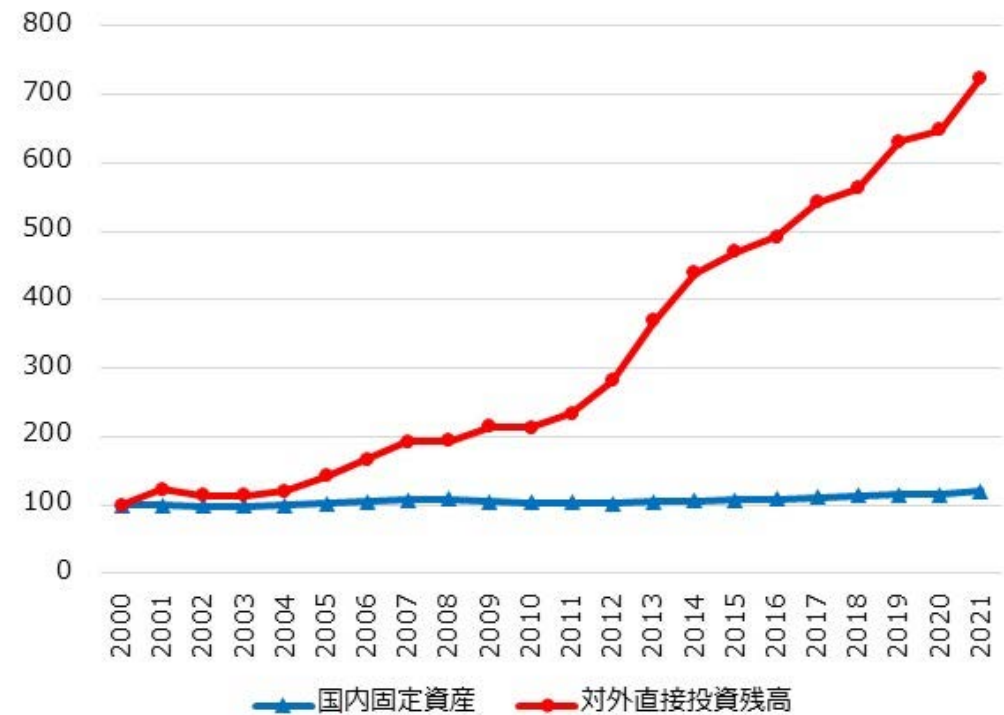
✓ 対外直接投資が2010年代に加速する一方、国内設備投資は低い伸びに留まる。

残高 (兆円)



(出所) 内閣府, 国民経済計算

伸び率 (2000年=100)

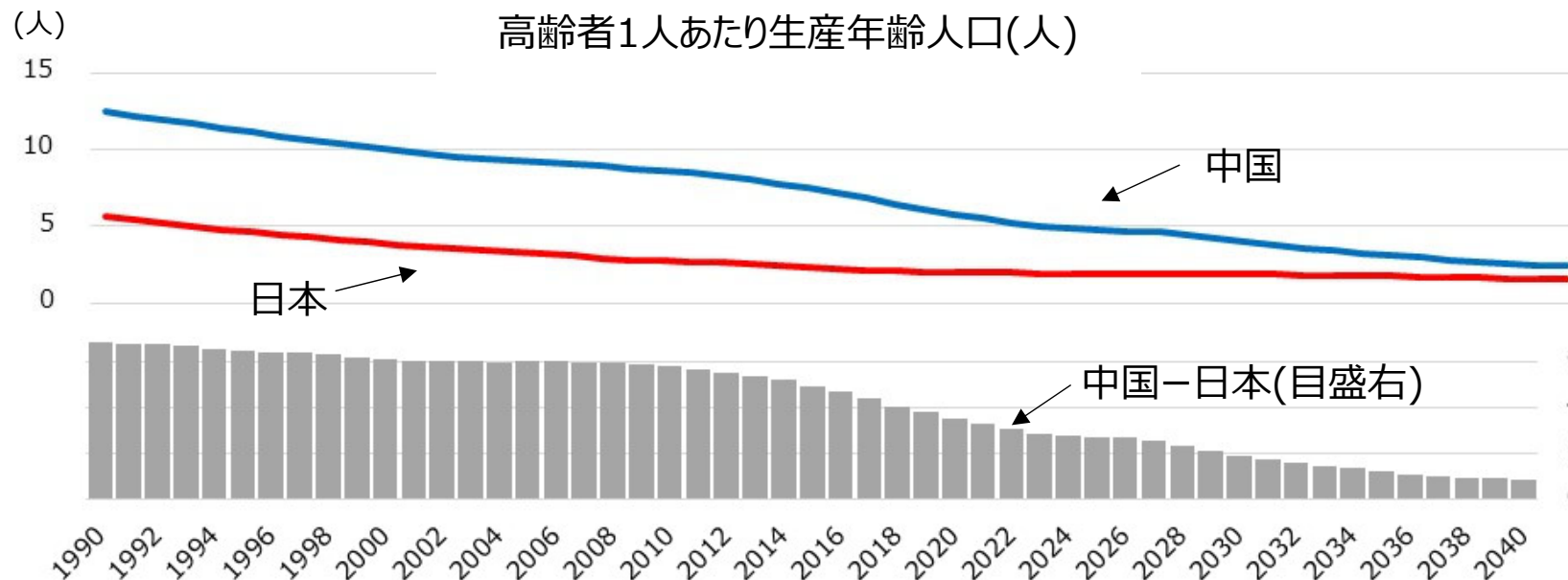
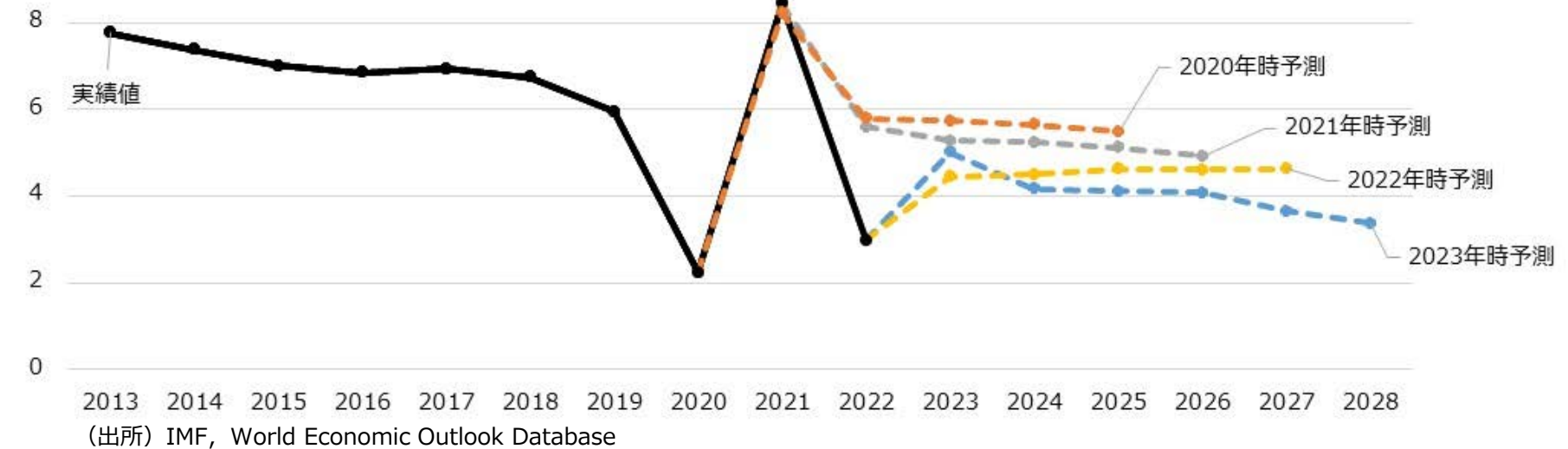


(出所) 財務省, 本邦対外資産負債残高

海外の成長見通し（中国の例）

- ✓ GDP成長率は低下傾向。成長率見通し（IMF）も近年下方改定の方角。最新の見通しでは2028年に3%台に。
- ✓ 高齢化が加速し、日本国内とのギャップは縮小する方角。

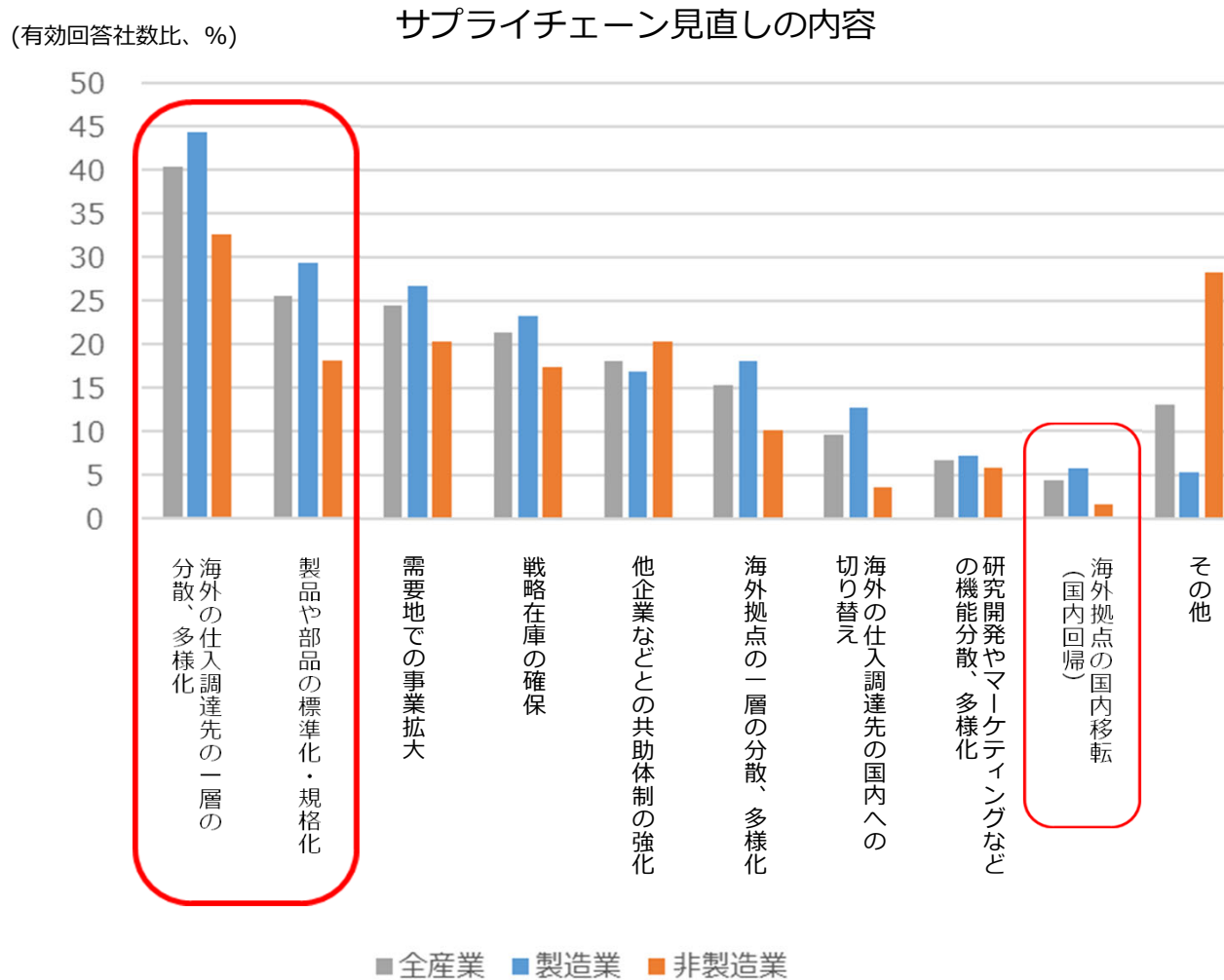
中国GDP成長率予測の変遷（%）



(注1) 生産年齢人口：15歳～64歳、高齢者：65歳以上 (注2) 2022年以降はUNによる推計値
 (出所) UN, World population prospects 2022

企業アンケート：サプライチェーンの見直し

- ✓ サプライチェーンの見直しの具体的な内容として、「海外の仕入調達先の多元化」、「製品や部品の標準化・規格化」を挙げる企業が多い。
- ✓ 他方、「海外拠点の国内移転」を挙げる企業は限定的。



(注) 対象は大企業（資本金10億円以上）。「グローバルサプライチェーンの見直しを実施または検討している場合、その具体的な内容」についての回答（3つまでの複数回答）。

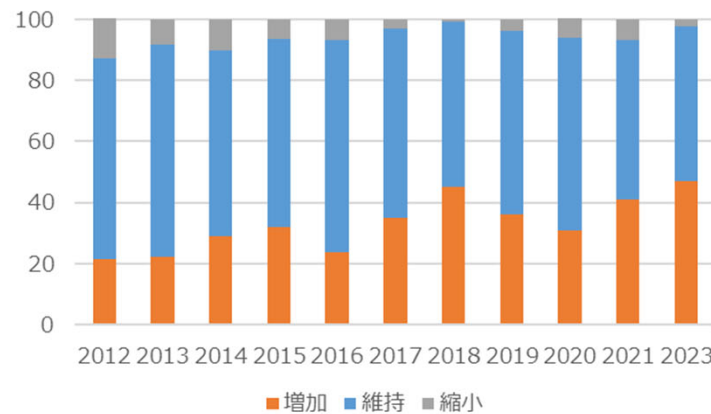
(出所) 株式会社日本政策投資銀行，【特別アンケート】企業行動に関する意識調査結果（大企業）2023年6月

企業アンケート：製造業の国内拠点と海外拠点

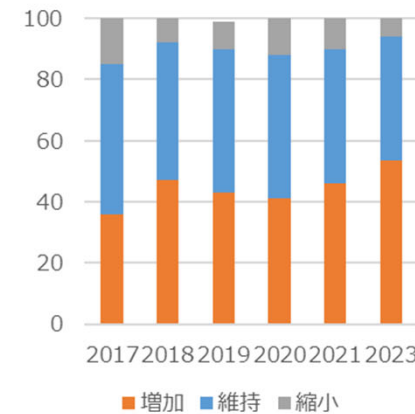
- ✓ 国内拠点の生産能力を「増加」させるとの回答が上昇。特に、向こう10年程度の見通しについては、直近の回答で、半数以上の企業が「増加」させている。
- ✓ 海外拠点の生産能力については、向こう3年程度については「増加」させるとの回答が減少している一方、向こう10年程度では、「増加」させると回答した企業が6割程度で横ばい。

国内拠点の見通し（構成比、%）

（向こう3年程度）

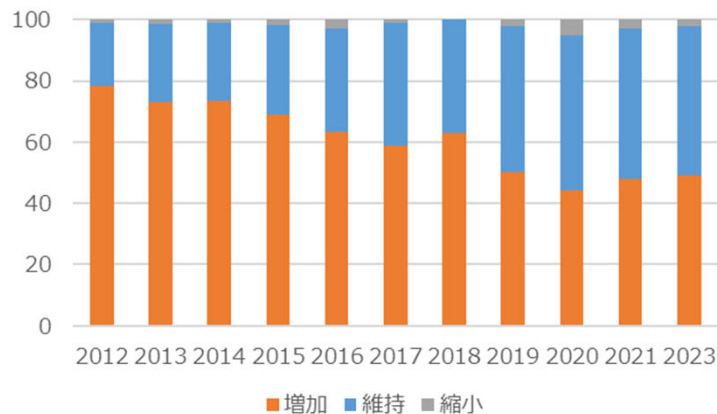


（向こう10年程度）

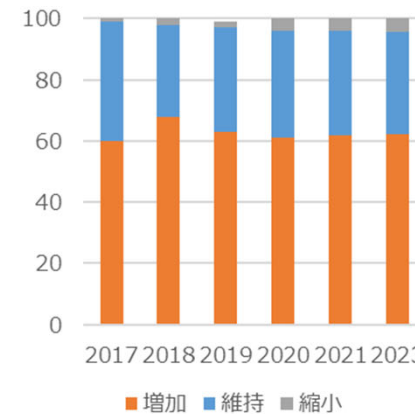


海外拠点の見通し（構成比、%）

（向こう3年程度）



（向こう10年程度）



（注）対象は国内・海外の両方で生産活動を行っている大企業（資本金10億円以上）かつ製造業。「国内外拠点における生産能力についての中長期的な見通し」についての回答。

（出所）株式会社日本政策投資銀行，【特別アンケート】企業行動に関する意識調査結果（大企業）2012年6月～2023年6月

4. 研究会開催に当たっての問題意識

- 家計部門においては、
 - ・高齢化が進行する中においても、貯蓄率が下がらず、資金余剰が継続した背景は何か？
 - ・今後の人口動態・労働参加等を踏まえ、こうした動きが変化することは考えられるのか？

- 企業部門においては、
 - ・中長期的な海外の成長見通しやサプライチェーンの構造が変化する中で、海外への直接投資に変化が生じる可能性はあるか？

- 企業や家計のリスクテイクが変化した場合に、資金需給の構造にどのような影響が考えられるか？

- 今後、資金需給の変化に伴い、金利の変動など、政府債務の維持可能性に影響を与え得る事態がどのような場合に生じるか？

- どのような政策のあり方が望ましいのか？