



# 日本銀行のレポートから

## ～「経済・物価情勢の展望」(展望レポート) 2011年10月～

日本銀行は、4月および10月の政策委員会・金融政策決定会合において、先行きの経済・物価見通しや上振れ・下振れ要因を詳しく点検し、そのもとでの金融政策運営の考え方を整理した「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)を決定し、公表しています。本稿では、2011年10月の展望レポート(基本的見解は10月27日公表、背景説明を含む全文は10月28日公表)のポイント进行解説します。

\*全文は日本銀行ホームページに掲載されています。http://www.boj.or.jp/mopo/outlook/index.htm/

### 展望レポート(2011年10月)のポイント

#### 経済・物価見通し

二〇一一(二〇一三年度)の中心的な見通し

##### 【景気】

当面、海外経済の減速や円高の影響を受けるものの、その後は、緩やかな回復経路に復していく。

##### 【物価】

消費者物価の前年比は、当面、ゼロ%近傍で推移したあと、見通し期間の後半にかけて、ゼロ%台半ばになっていく。

見通しの上振れ・下振れ要因

##### 【景気】

- ① 国際金融資本市場を巡る動向
- ② 海外経済の動向
- ③ 復興需要

- ④ 企業や家計の中長期的な成長期待

##### 【物価】

- ① 景気の上振れ・下振れ要因の顕現化による影響
- ② 企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向
- ③ 輸入物価の動向

・経済成長率が今回の中心的な見通しに沿って推移する場合でも、消費者物価がしっかりとプラス圏で推移するようになるには、時間がかかる。以上の見通しは、経済にきわめて大きな影響を及ぼしかねない金融市場のショックは、回避されることを前提。

■政策委員見通しの中央値(対前年度比、%)

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数(除く生鮮食品)
2011年度	+0.3	+1.8	0.0
(7月時点の見通し)	(+0.4)	(+2.4)	(+0.7)
2012年度	+2.2	+0.2	+0.1
(7月時点の見通し)	(+2.9)	(+0.6)	(+0.7)
2013年度	+1.5	+0.8	+0.5

(注1) 消費者物価指数は、従来の2005年基準から2010年基準に変更されている。前回から今回にかけての見通しの修正には、この基準年の変更が大きく影響している。

(注2) 消費者物価指数の参考指数として、連鎖基準指数が公表されている。その連鎖基準指数ベースでみた場合、先行き2013年ごろの前年比は、通常の固定基準年指数に基づく今回の消費者物価見通しに比べて、若干低くなっている可能性がある。

# 当面の金融政策運営に関する考え方

「中長期的な物価安定の理解」〔注1〕を念頭に置いた上で、二つの「柱」により経済・物価情勢を点検する。

**第一の「柱」**：二〇一三年度までの経済・物価情勢について、相対的に蓋然性が高いと判断される見通しが、物価安定のもとでの持続的な成長の経路をたどっているかを点検。

**第二の「柱」**：より長期的な視点も踏まえつつ、金融政策運営の観点から重視すべきリスクを点検〔注2〕。

〔注1〕消費者物価指数の前年比で二%以下のプラスの領域にあり、中心は一%程度。

〔注2〕例えば、発生確率は必ずしも大きくないものの、発生した場合には経済・物価に大きな影響を与える可能性がある

るリスク要因も含めて、点検を行っている。

## 第一の「柱」による点検

わが国経済は、当面、海外経済減速や円高の影響を受けるものの、見通し期間を通じてみれば、新興国・資源国を中心に海外経済が高めの成長を維持するとみられることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。

物価面では、消費者物価の前年比は、二〇〇九年末頃から下落幅は着実に縮小を続け、最近では概ねゼロ%となっている。先行きを展望すると、消費者物価の前年比は、当面はゼロ%近傍で推移するが、中長期的な予想

物価上昇率が安定的に推移するとの想定のもと、マクロ的な需給バランスの改善を反映して、見通し期間の後半にかけてゼロ%台半ばになっていくと考えられる。

こうした経済・物価見通しを総合的に評価すると、日本経済は、「中長期的な物価安定の理解」に基づいて物価の安定が展望できる情勢になったと判断されるにはなお時間を要するものの、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していくと考えられる。

## 第二の「柱」による点検

景気については、バランスシート調整が米国経済に与える影響には引き続き注意が必要である。また、欧州のソブリン問題については、今後、財政と金融システム、実体経済の負の相乗作用が、強まっていくことにな

らないかどうか、注視していく必要がある。新興国・資源国では、物価安定と成長を両立することができるかどうか、なお不透明感が高い。こうした海外情勢を巡る不確実性や、それらに端を発する為替・金融資本市場の変動が、わが国経済に与える影響については、丹念に点検していく必要がある。

物価面では、国際商品市況の先行きについては、上下双方方向に不確実性が大きい。中長期的な予想物価上昇率の低下などにより、物価上昇率が下振れるリスクもある。

日本銀行は、昨年十月に導入した「包括的な金融緩和政策」のもとで、資産買入等の基金による金融資産の買入れ等を進めており、買入れ等の規模については、この間、累次にわたり大幅な増額を行ってきた。また、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、問題が生じていないことを条件に、「中長期的な物価安

定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく方針を明らかにしている。

■「包括的な金融緩和と政策」を通じた強力な金融緩和の推進

▼実質的なゼロ金利政策の実施

▼「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質的なゼロ金利政策を継続

▼資産買入等の基金の創設  
↓累次にわたる増額（下表参照）

■金融市場の安定確保  
■成長基盤強化の支援

先行きの金融政策運営については、上述の二つの柱による点検を踏まえ、日本銀行は、日本経済が

■資産買入等基金の増額（兆円程度）

	(導入時)	(11年3月)	(同8月)	(同10月)
総額	35	40	50	55
長期国債	1.5	2.0	4.0	9.0
国庫短期証券	2.0	3.0	4.5	
C P 等	0.5	2.0	2.1	
社債等	0.5	2.0	2.9	
指数連動型上場投資信託（E T F）	0.45	0.9	1.4	
不動産投資信託（J - R E I T）	0.05	0.1	0.11	
固定金利オペ	30.0		35.0	
増額完了の目処	11年12月末	12年6月末	12年12月末	12年12月末

（注）資産買入等の基金とは別に、年間21.6兆円の長期国債の買入れを実施。

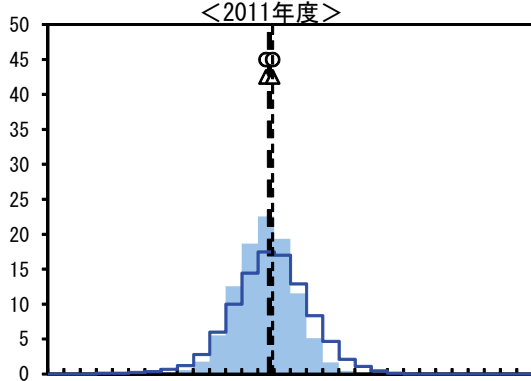
デフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するため、包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援という三つの措置を通じて、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針である。

日本経済が直面している問題は、リーマン・ショック後の大幅な需要の落ち込みからの回復という短期・循環的な問題には

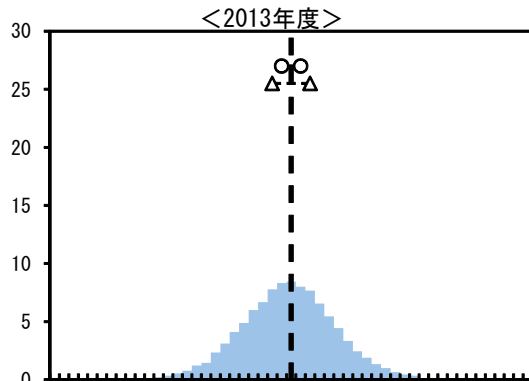
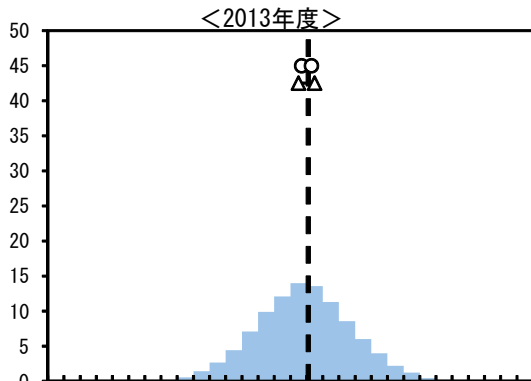
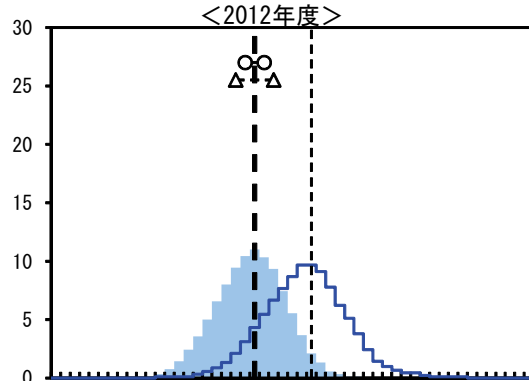
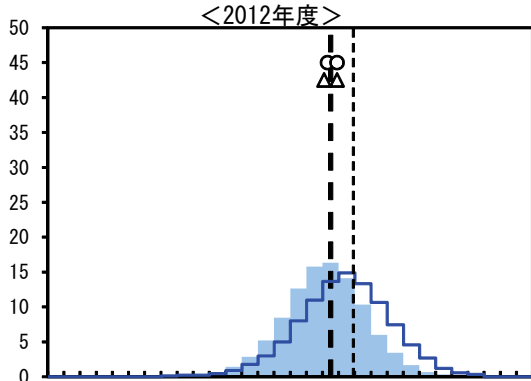
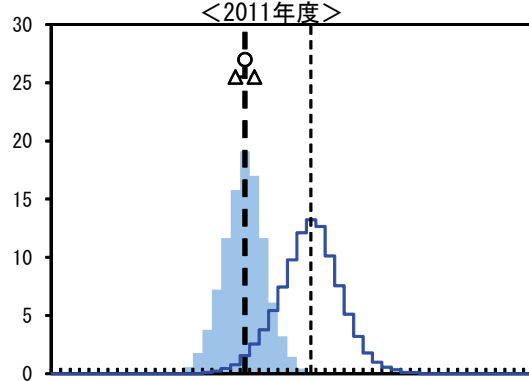
とどまらない。より根源的には、中長期的な成長期待の低下という、長期的・構造的な要因が重要である。すなわち、わが国経済は、これまでも、急速な高齢化や労働生産性の伸び悩みなどを背景とした経済成長率の趨勢的な低下という基本的な課題に直面してきた。加えて、日本経済は、震災からの復旧・復興という新たな課題にも直面している。対GDP比で先進国中最大の政府債務を抱えるもとで、市場からの信認を確保し続けていくため、中期的な財政健全化への展望を明確にする必要にも迫られている。こうした課題を克服し、先行き、新たな経済発展の基礎を築いていくためには、日本経済が置かれている以上の状況を正しく認識しつつ、政府、中央銀行、金融機関、民間企業とも、中長期的に持続可能な成長力の強化に向けて、それぞれの役割に即した取り組みを続けていくことが重要である。

## (参考) リスク・バランス・チャート

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数(除く生鮮食品)



標 0 10 20 30 40 50  
 0 10 20 30 40 50 60 70 80 90 100  
 0 10 20 30 40 50 60 70 80 90 100  
 0 10 20 30 40 50 60 70 80 90 100

標 0 10 20 30 40 50  
 0 10 20 30 40 50 60 70 80 90 100  
 0 10 20 30 40 50 60 70 80 90 100  
 0 10 20 30 40 50 60 70 80 90 100

- (注1) 縦軸は確率(%)を、横軸は各指標の値(前年比、%)を示す。今回の確率分布は棒グラフで示されている。実線は2011年7月時点の確率分布を表す。
- (注2) 縦の太点線は、政策委員の見通しの中央値を表す。また、○で括られた範囲は政策委員の大勢見通しを、△で括られた範囲は全員の見通しを、それぞれ表す。
- (注3) 縦の細点線は、2011年7月時点の政策委員の見通しの中央値を表す。
- (注4) 消費者物価指数は、従来の2005年基準から2010年基準に変更されている。前回から今回にかけての見通しの修正には、この基準年の変更が大きく影響している。
- (注5) リスク・バランス・チャートの作成手順については、2008年4月の「経済・物価情勢の展望」BOXを参照。



# 日本銀行のレポートから

## ～新しくなった「金融システムレポート」～

### 「金融システムレポート」と「金融市場レポート」の統合

日本銀行では、わが国金融システムの安定性について包括的な分析・評価を示し、金融システムの安定確保に向けて関係者とのコミュニケーションを深めることを目的として、「金融システムレポート」を二〇〇五年以来、年二回作成・公表してきました。また、これと並行して、金融市場の発するシグナルを的確に把握し、その結果をタイムリーに発表することで、内外市場関係者等との問題意識の共有を一段と進めることを目的に、「金融市場レポート」を作成・公表してきました。

しかし、近年、金融システムの安定性を評価するにあたっては、国内外の金融資本市場の動向を一体として分析することがますます重要になっていきました。

こうした環境変化を踏まえて、今般日本銀行では、二つのレポートを統合し、新しい「金融システムレポート」として、年二回作成・公表することとしました。

### マクロ・プルーデンスを重視したレポートの拡充

新しい「金融システムレポート」では、マクロ・プルーデンスの視点をこれまで以上に重視して、わが国の金融システムの安定性を評価しています。マクロ・プルーデンスとは、金融システム全体の安定を確保するため、实体经济と金融資本市場、金融機関行動などの相互連関に留意しながら、金融システム全体のリスクの動向を分析・評価し、それに基づいて制度設計・政策対応を図るといった考え方です。

今回のレポート（二〇一一年十月十八日公表）では、銀行が抱える各種リスクの点検や銀行システムの頑健性の評価といったこれまでの分析に加え、マクロ・プルーデンスの観点から分析内容の充実を図っています。第一に、实体经济や金融資本市場に様々なストレスが発生することを想定し、マクロ・ストレス・テストを強化しています。第二に、新たに開発した「金融マクロ計量モデル」を活用し、实体经济と金融のフィードバック作用を分析・評価しています。第三に、保険会社など

銀行とつながりの深い金融部門に分析対象を拡張し、システム横断的に各種リスクを点検しています。第四に、金融不均衡の蓄積状況を異なる角度から評価するため、金融面のマクロ的なリスクを表す指標を拡充しています。第五に、金融資本市場がわが国の金融システムに及ぼす影響を多面的に把握するため、金融資本市場から観察されるリスクの分析を強化しています。

「金融システムレポート」の分析結果は、金融システムの安定確保のための施策立案、考査・モニタリングを通じて個別金融機関への指導・助言、さらには、国際的な規制・監督の議論に活かされています。金融政策においても、マクロ的な金融システムの安定性評価は、中長期的な視点も含めた経済・物価動向のリスク評価を行ううえで重要な要素のひとつとなっています。日本銀行は、今後とも、「金融システムレポート」の充実に努め、わが国金融システムの安定確保に一層貢献していく方針です。

\*全文は日本銀行ホームページに掲載されています。

<http://www.boj.or.jp/research/bnp/fsr/fsr11018a.htm/>

# 「金融システムレポート」

— 二〇一一年十月 —

## 概観

### 先行き不透明感が 高まる外部環境

わが国の金融システムを取り巻く環境をみると、先行き不透明感が高まっている。欧州では、二〇〇九年末以降、周縁国の政府債務問題が相次いで表面化しており、銀行の資金調達環境が悪化している。米国では、家計のバランスシート調整が続き、銀行の住宅ローンの不良債権比率も高止まりしている。一方、新興国では、緩和的な金融環境が続くもとで、不動産市場などの過熱感はなお強いとみられるが、最近では経済成長率が幾分鈍化している。こうした中、国際金融資本市場では神経質な展開が続

いている。

わが国では、東日本震災の発生以降も、企業の資金繰りは総じてみれば改善傾向が維持されている。ただし、一部の中小企業や家計は引き続き厳しい財務状況に直面している。

### 緩和の動きが続く 金融環境

低金利環境が持続する中、企業・家計を取り巻く金融環境は総じて緩和の動きが続いている。震災後も、CP・社債市場では概ね良好な発行環境が続いているほか、貸出市場では銀行の貸出姿勢が引き続き積極的である。銀行全体で住宅ローン残高を増加させているほか、成長分野向け貸出への取り組み

みもみられている。被災地では、金融機関が震災関連の保証も活用しながら、現地の借入需要に応じている。

銀行のこのような積極的な貸出姿勢の背景としては、預金が安定的に流入する一方で、企業・家計の借入需要が低迷している点が挙げられる。新たな収益源を求めて、大手行は海外与信に注力する一方、地域銀行は本店所在地以外での貸出姿勢を強めている。こうした中で、大都市圏を中心に貸出競争が激化しており、貸出金利低下の要因となっている。

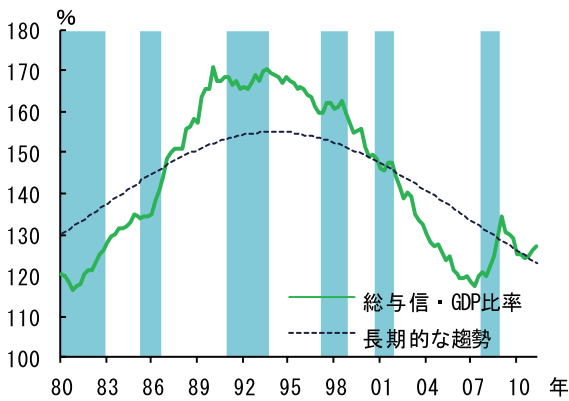
### 金融機関のリスクは 抑制的

わが国では、総与信・GDP比

率が長期的な趨勢の近傍で推移するなど、マクロ・リスク指標からは、金融不均衡の蓄積は確認されない（図表1）。銀行やそれ以外の金融機関が抱えるリスクも、自己資本対比でみて概ね抑制された状態にある。米欧と比べても、わが国金融機関の信用コスト率や不良債権比率は低位にとどまり、外貨を含む資金流動性リスクも抑制されている（図表2）。

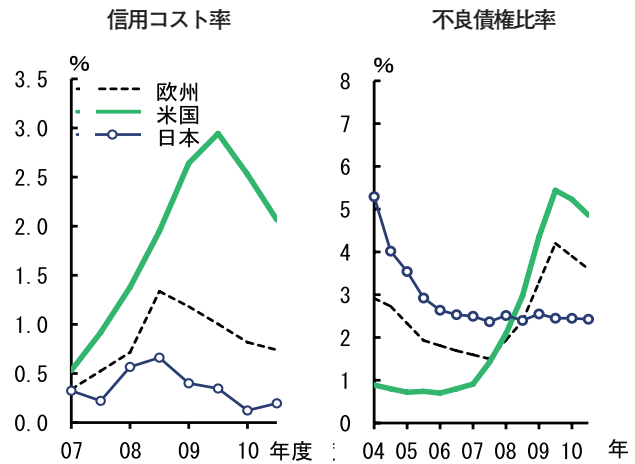
ただし、内外の金融資本市場間の連関が高まっており、わが国の金融資本市場は、やや神経質な展開となっている（図表3）。銀行や生命保険会社は、株式リスクが依然として大きいうえで、国債や外債などの市場性エクスポージャーを徐々に積み増している。このため、海外市場の動向から直接ないし間接的な影

(図表1) 総与信・GDP比率



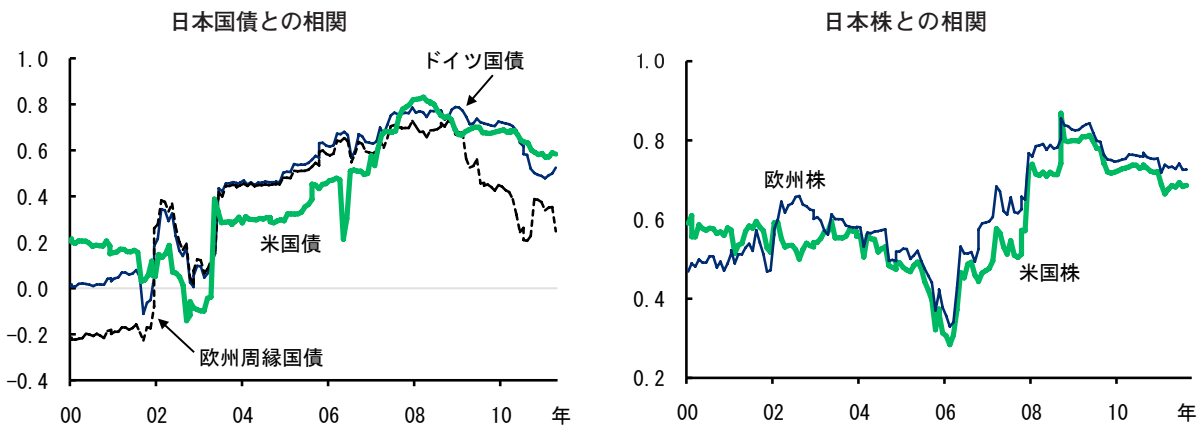
(注) シャドーは景気後退局面。  
 (資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「資金循環統計」

(図表2) 不良債権関連指標



(注) 1. 米国の信用コストは直接償却のみ。欧州は大陸主要国の信用コスト。  
 2. 日本の不良債権比率は毎年3・9月、米国は毎年6・12月、欧州は毎年12月(直近のみ6月)。  
 (資料) ECB "Consolidated banking data"、"EU banking sector stability"、FDIC、日本銀行

(図表3) 内外金融資本市場間の連関



(注) 縦軸は過去3年間の月次変化率の相関係数。  
 (資料) Bloomberg

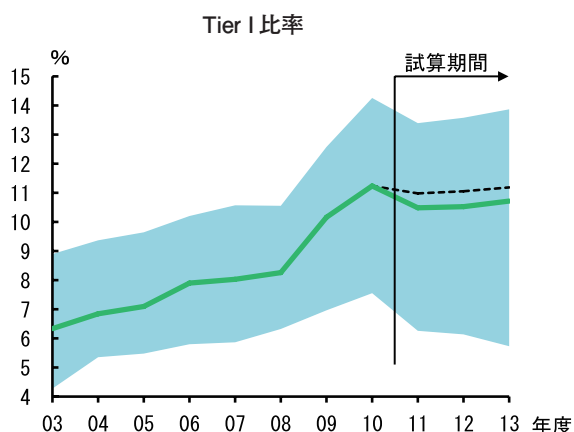
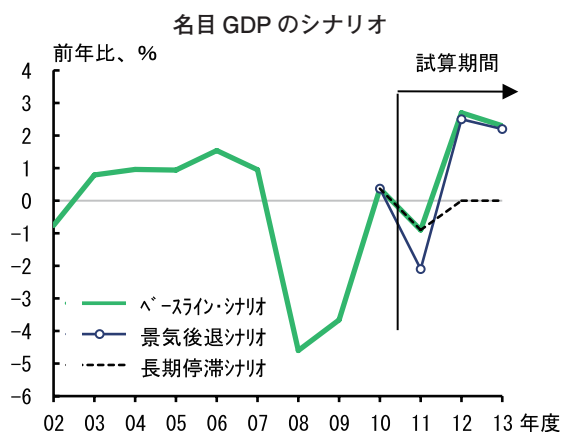
### 金融システムの 頑健性は維持

響を受けやすくなっている点に注意する必要がある。また、銀行の信用コストは足もと減少しているものの、貸出債権の質は改善していない。消費者金融会社の不良債権比率も上昇傾向にあり、今後の信用コストの推移に注意が必要である。

わが国金融システムの頑健性は維持されている。仮に大幅な景気後退と株価下落が同時に発生するケースや国内金利が大幅に上昇するケースなど、厳しいマクロ・ストレス・テストのもとでも、銀行の自己資本基盤が全体として大きく損なわれる事態は回避されると試算される(図表4)。ただし、相対的に収益力や自己資本基盤が弱い銀行では、自己資本比率が先行きも低い水準にとどまる可能性があることに留意を要する。

また、マクロ・ストレス・テストなどの結果を踏まえると、長期的に

(図表4) 名目 GDP のシナリオ・Tier I 比率



(資料) 経済企画協会「ESP フォーキャスト」、内閣府「国民経済計算」

(注) 1. 集計対象は大手行と地域銀行。  
2. 景気後退シナリオの試算結果。シャドーは、各行の貸出シェアでウエイト付けした 10-90%点。  
3. 点線はベースライン・シナリオの試算結果。

(資料) 日本銀行による試算値

金融システムの安定性を確保する観点から、以下の点に留意が必要である。第一に、経済が長期間にわたって停滞する場合、銀行の信用リスクが顕在化しやすくなり、収益を上回る信用コストが複数年度にわたって発生する可能性がある。第二に、内外の金融資本市場間の連関が強まるもとの、例えば、海外の国債市場や株式市場が変動を来たす場合には、短期間のうちにわが国に波及し、銀行の国内証券関係損益が大幅に悪化する可能性がある。これらの可能性を踏まれば、銀行は自己

資本基盤の強化に努めていくことが一層重要となる。

### 金融システムへの安定確保に向けた課題

わが国の金融システムは、震災以降も、全体として安定性を維持している。もともと、わが国金融システムの安定性を長期的に確保し、円滑な金融仲介活動を維持していくためには、以下の三つの経営課題に重点的に取り組む必要がある。

第一の課題は、金融機関におけるリスク管理の実効性向上である。金融機関は、信用リスクを抑制するため、貸出債権の質の改善に向けて、業況が悪化した企業に対する経営改善支援を強化することが求められる。また、市場リスク抑制のため、内外の金融資本市場間の連関も勘案して有価証券投資に伴うリスクを多面的に把握し、バランスのとれたポートフォリオの構築と自己資本に応じた市場リスク量の管理が必要となる。資金流動性リスクに関

しても、とりわけ外貨の資金流動性リスクについて厳格な管理が求められる。

第二の課題は、金融機関における自己資本基盤の一層の強化である。復興資金需要への対応や成長分野の発掘・支援など、円滑な金融仲介活動を続けていくためにも、自己資本の充実は不可欠である。また、国際統一基準行には、新しいバーゼル規制が二〇一三年から順次適用されていく。金融機関は、自己資本基盤の着実な強化が求められる。

第三の課題は、安定的な収益基盤の構築である。安定的な収益の確保は、自己資本基盤の強化のために内部留保を蓄積する、あるいは増資を円滑に行ううえでも重要な課題である。成長力の高い企業や事業分野の発掘・支援などを通じて収益基盤を拡充するとともに、新たに展開するサービスの料金を採算に見合う水準に設定するなど、収益変動を抑制するための工夫が必要となる。