



# 日本銀行のレポートから

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、2014年4月の展望レポート（基本的見解は4月30日公表、背景説明を含む全文は5月1日公表）のポイントを解説します。

\*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/

## 「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）

—— 二〇一四年四月 ——

### 展望レポートのポイント

#### 二〇一四～二〇一六年度の 中心的な見通し（図表1・2）

##### 【景気】

国内需要が堅調さを維持する中で、輸出も緩やかなら増加していくと見込まれ、生産・所得・支出の好循環は持続すると考えられる。このため、わが国経済は、二回の消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けると予想される。

##### 【物価】

消費者物価の前年比（消費税率引き上げの直接的な影響を除くべし）の先行きを展望すると、暫くの間、一％台前半で推移したあと、本年度後半から再び上昇傾向をたどり、見通し期間の中盤頃に、「物価安定の目標」である二％程度に達する可能性が高い。その後は、中長期的な予想物価上昇率が二％程度に向けて収斂していくも、マクロ的な需給バランスはプラス幅の拡大を続けることから、強含んで推移すると考えられる。

#### 二〇一四～二〇一六年度の 中心的な見通しの前提

##### 【景気】

- ① 日本銀行が「量的・質的金融緩和」（図表3）を着実に推進していく中で、金融環境の緩和度合いは一段と強まっていく。
- ② 海外経済については、先進国が堅調な景気回復を続け、その好影響が新興国にも徐々に波及していく中で、緩やかに成長率を高めていく。
- ③ 公共投資は、二〇一四年度上期にかけて、経済対策の押し上げ効果から高水準で推移したあと、次第に緩やかな減少傾向に転じていく。
- ④ 政府による規制・制度改革などの

図表 1 展望レポートのポイント

## 2014～2016年度の中心的な見通し

### 【景気】

2回の消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けると予想される。

### 【物価】

消費者物価の前年比（消費税率引き上げの直接的な影響を除くベース）は、暫くの間、1%台前半で推移したあと、本年度後半から再び上昇傾向をたどり、見通し期間の中盤頃に2%程度に達する可能性が高い。その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していくとみられる。

図表 2 政策委員見通しの中央値（対前年度比、%）

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2014年度	+ 1.1	+ 3.3	+ 1.3
(1月時点の見通し)	(+ 1.4)	(+ 3.3)	(+ 1.3)
2015年度	+ 1.5	+ 2.6	+ 1.9
(1月時点の見通し)	(+ 1.5)	(+ 2.6)	(+ 1.9)
2016年度	+ 1.3	+ 2.8	+ 2.1

(注1) 今回の見通しでは、消費税率について、既の実施済みの8%への引き上げに加え、2015年10月に10%に引き上げられることを前提としているが、各政策委員は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いた消費者物価の見通し計数を作成している。

(注2) 消費税率引き上げの直接的な影響を含む消費者物価の見通しは、税率引き上げが現行の課税品目すべてにフル転嫁されることを前提に、物価の押し上げ寄与を機械的に計算したうえで（2014年度：+2.0%ポイント、2015年度：+0.7%ポイント、2016年度：+0.7%ポイント）、これを上記の政策委員の見通しに足し上げたものである。

成長戦略の推進や、そのもとでの女性や高齢者による労働参加の高まり、企業による生産性向上に向けた取り組みと内外需要の掘り起こしなどもあつて、企業や家計の中長期的な成長期待は、緩やかに高まっていく。

### 【物価】

①労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給バランスは、雇用誘発効果の大きい国内需要が堅調に推移していることを反映して、労働面を中心に改善を続けており（図表4、最近は過去の長期平均並みであるゼロ近傍に達している）。

②中長期的な予想物価上昇率については、全体として上昇しており、こうした動きは実際の賃金・物価形成にも影響を及ぼし始めている。

③輸入物価については、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、エネルギーを中心とした押し上げ効果は本年夏頃にかけて減衰していく。

図表3 「量的・質的金融緩和」(2013年4月4日導入)

図表 3-1 「量的・質的金融緩和」

1. マネタリーベース・コントロールの採用

- 「マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。」

2. 長期国債買入れの拡大と年限長期化

- イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- 長期国債の買入れ対象を全ゾーンの国債としたうえで、買入れの平均残存期間を、3年弱から国債発行残高の平均並みの7年程度に延長する。

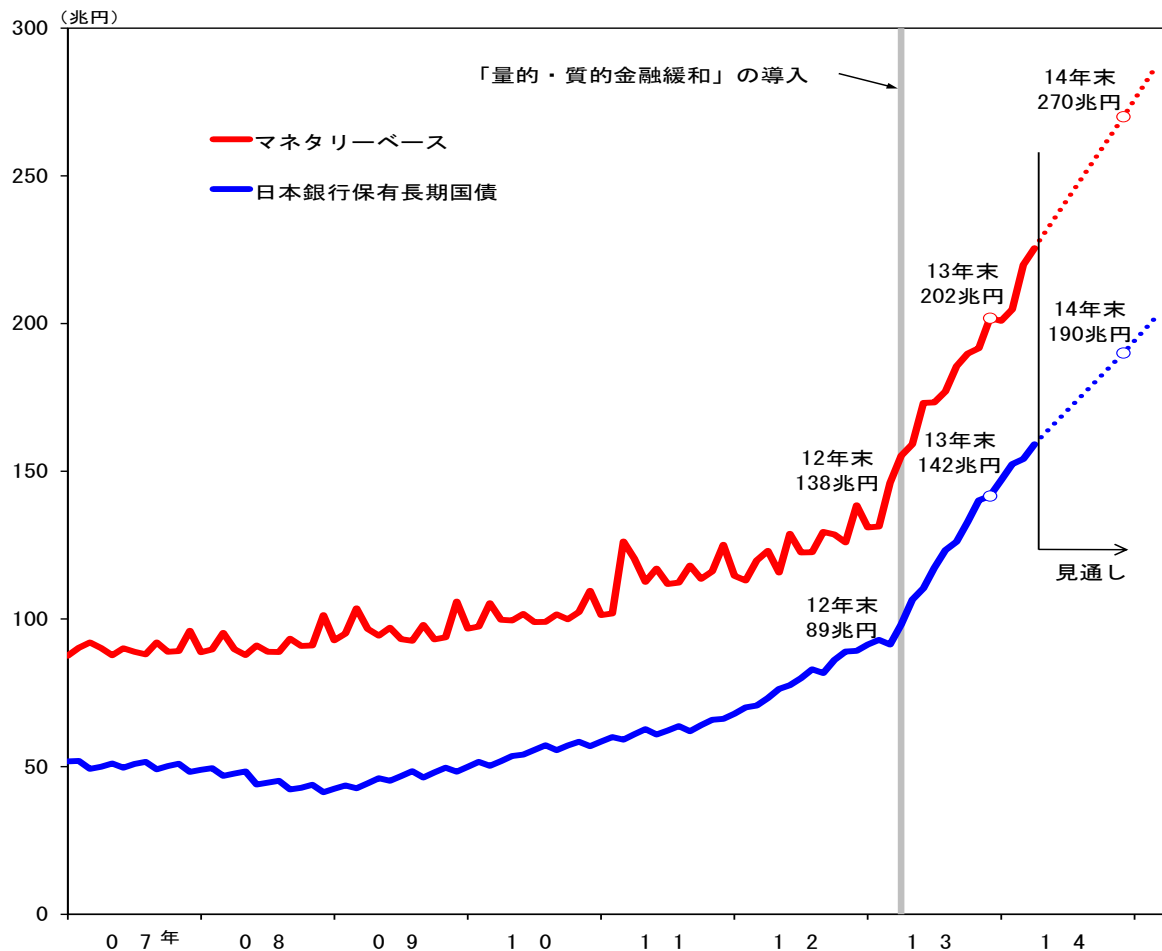
3. ETF、J-REITの買入れの拡大

- 資産価格のプレミアムに働きかける観点から、ETF および J-REIT の保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。

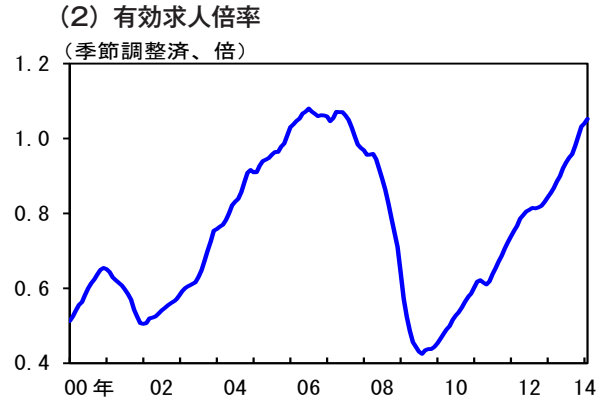
4. 「量的・質的金融緩和」の継続

- 「量的・質的金融緩和」は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する。
  - ▶ その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。

図表 3-2 マネタリーベースと長期国債保有残高の推移



図表4 雇用環境



見通しの上振れ・下振れ要因

【景気】

- ① 輸出動向
- ② 消費税率引き上げの影響
- ③ 企業や家計の中長期的な成長期待
- ④ 財政の中長期的な持続可能性

【物価】

- ① 企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向
- ② マクロ的な需給バランス
- ③ 物価上昇率のマクロ的な需給バランスに対する感応度
- ④ 輸入物価の動向

当面の金融政策運営に関する考え方

二つの「柱」による点検

「物価安定の目標」のもとで、二つの「柱」により経済・物価情勢を点検する(注)。

第一の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、わが国経済は、見通し期間の中盤頃に、二程度度の物価上昇率を実現し、その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していく可能性が高いと判断される。

第二の柱、すなわち金融政策運営

の観点から重視すべきリスクについて点検すると、中心的な経済の見通しについては、輸出の動向など不確実性は大きいものの、リスクは上下にバランスしていると評価できる。物価の中心的な見通しについても、中長期的な予想物価上昇率の動向などを巡って不確実性は大きいものの、リスクは上下に概ねバランスしていると考えられる。より長期的な視点から金融面の不均衡について点

検すると、現時点では、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強気化を示す動きは観察されない。もともと、政府債務残高が累増する中で、金融機関の国債保有残高は、このところ減少しつつも引き続き高水準である点には留意する必要がある。

金融政策運営

「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、今後とも、日本銀行は、二%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。

(注) 「物価安定の目標」のもとでの二つの「柱」による点検については、日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」(二〇一三年一月二十一日) 参照。



# 日本銀行のレポートから

日本銀行は、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性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に『金融システムレポート』を年2回作成・公表しています。『金融システムレポート』の分析結果については、金融システムの安定性確保のための施策立案や、考査・モニタリングを通じた個別金融機関への指導・助言に活用しています。また、国際的な規制・監督の議論にも活かしています。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。

\*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/brp/fsr/index.htm/

## 「金融システムレポート」

二〇一四年四月

### 今回の特徴

今回の『金融システムレポート』は、定例の定観測に加え、①金利上昇と信用コストの関係を取り込んだマクロ・ストレステストの改良、②マクロ・リスク指標の一つである金融活動指標の見直し、③地域金融機関の収益性に関する分析、などを行い、内容の充実を図っています。また、金融仲介活動やリスクの分析を行ううえで、各指標の集計値や平均値に着目するだけでなく、個別金融機関間における分布状況等についても詳細な検証を行っています。

### 金融システムの総合評価

わが国の金融システムは、全体として安定性を維持している。金融資本市場や金融機関行動において、過度な期待の強気化など、金

融面の不均衡を示す動きは、現時点では観察されない。金融資本市場では、今年に入り、株式市場でボラティリティが高まる局面もみられたが、国債市場、外国為替市場のボラティリティは、総じて落ち着いている。

金融機関（銀行・信用金庫）は、全体としてみると、資本基盤が充実しており、十分な資金流動性も確保されている。このため、大幅な景気後退や金利上昇といったストレスのもとでも自己資本比率が規制水準を維持するなど、金融機関は経済・金融面のショックに対して、相応に強いリスク耐性を備えている。もっとも、景気後退や金利上昇の背景、程度、速さによっては、金融システムに対して影響が及ぶ可能性がある点には、留意が必要である。また、個別にみると、資本基盤が相対的に弱

く、リーマン・ショック後の資産内容の回復が遅れている金融機関もみられる。こうした金融機関では、着実に自己資本の強化に取り組んでいく必要がある。

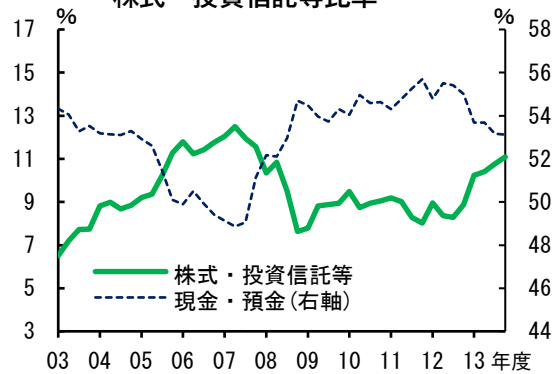
金融仲介活動は、前回レポート時と比べ、より円滑に行われるようになってきている。

金融機関は、国内外での貸出を積極化しているほか、有価証券投資においても、小幅ながらリスク・テイクを強める動きがみられる。金融資本市場を通じた金融仲介も活発になっている。こうしたもとで、企業・家計を取り巻く金融環境は、より緩和的になっている。金融機関の貸出は、中小企業向けを中心に伸びを高めており、業種・地域にも広がりがみられる。

足もとの景気回復は、金融機関の

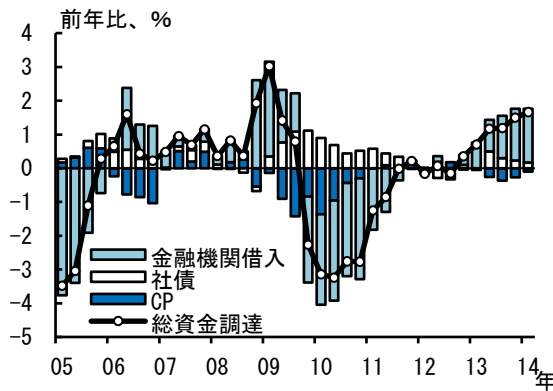


図表1 家計の現預金比率と  
株式・投資信託等比率



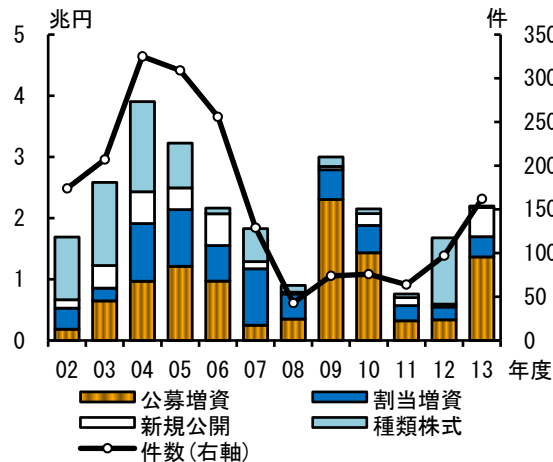
(注) 1. 直近は13年12月末。  
2. 株式・投資信託等は株式、投資信託、対外証券投資、外貨預金の合計。対家計金融資産比率。  
3. 資産残高の増減には、保有資産の時価変動による増減が含まれている。  
(資料) 日本銀行「資金循環統計」

図表2 企業の資金調達残高



(注) 1. 直近は14年2月末。  
2. CPは銀行発行分を含まず、社債は銀行発行分を含む。社債は海外発行分を含む。金融機関借入は、直近のみ銀行、協同組織金融業、保険業の借入分を含む。  
(資料) アイ・エヌ情報センター、証券保管振替機構、日本証券業協会、日本銀行「貸出先別貸出金」「預金・現金・貸出金」

図表3 エクイティ・ファイナンス



(注) 発行・効力発生日ベース。  
(資料) アイ・エヌ情報センター

## 外部環境の点検

収益にもプラスの影響を及ぼしている。株式投資に関連する収益や投資信託の販売増加、信用コストの減少などである。もともと、国内預貸業務を通じる基礎的な収益力は、趨勢的な貸出利鞘の縮小などから、低下傾向に歯止めがかかっている。特に、地域金融機関の収益環境には厳しいものがある。これらは、現下の金融システム全体の安定性や機能度に影響するものではないが、中長期的には損失吸収力やリスク・テイク余力を制約していく可能性があることから、克服していくべき課題である。

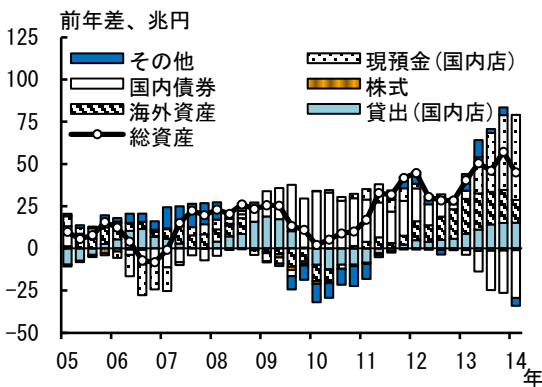
海外経済は、一部になお緩慢さを残しているが、先進国を中心に回復しつつある。こうしたもとで、国際金融資本市場では、欧州債務問題に対する懸念が一段と後退する一方、米国金融政策や新興国の動向に対して敏感な地合いが続いた。年明け後は、経常赤字など構造面で問題を抱える一部の新興国の先行きに対する懸念が高まり、投資家のリスク・テイク姿勢が後退するなどやや神経質な展開となる場面もみられた。

## 金融仲介活動の点検

わが国の景気は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には緩やかな回復を続けており、企業の財務状況や家計の雇用・所得環境は総じて改善の方向にある。家計は投資信託などリスク性資産の保有を増加させている(図表1)。この間、財政収支は赤字が続いているが、先行き、消費税率の引き上げなどによりプライマリー・バランスの改善が見込まれる。

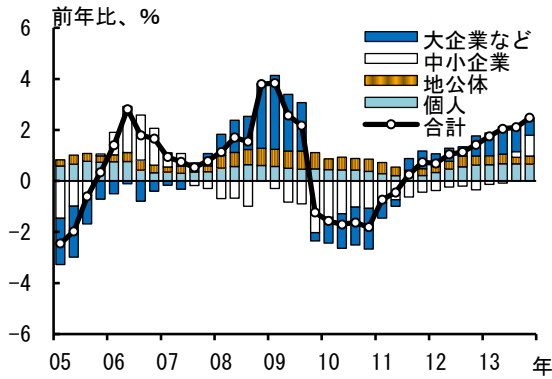
量的・質的金融緩和のもとで、前回レポート時と比べ、より緩和的になっている(図表2)。大企業・中堅企業だけでなく、中小企業についても調達環境が改善しているほか、家計についても住宅ローン金利が低下している。金融資本市場を通じた金融仲介は、エクイティ・ファイナンスを中心に活発になっている(図表3)。金融機関(銀行・信用金庫)は、量的・質的金融緩和のもとで日本銀行による国債買入れが増加するなか、貸出などのリスク性資産を増加させてい

図表4 銀行・信用金庫の資金運用残高



(注) 1. 国内店と海外店の合計。国内店は平残ベース、海外店は末残ベース。  
 2. 各四半期の平均の前年差。直近のみ14年1-2月の前年差。  
 3. 海外資産は海外証券と海外店貸出の合計。  
 (資料) 日本銀行

図表5 金融機関の貸出先別貸出残高



(注) 集計対象は銀行と信用金庫。直近は13年12月末。金融業・保険業向けを含む。  
 (資料) 日本銀行

金融資本市場から  
観察されるリスク

わが国の金融資本市場では、今年に入り、株式市場でボラティリティ

る(図表4)。国内貸出については、中小企業向けを中心に伸びを高めており、業種・地域にも広がりがみられる(図表5)。海外貸出についても、高めの伸びを続けている。有価証券投資では、外国証券や株式投資等への投資が小幅ながら増加した。この間、保険会社等、金融機関以外の投資家の運用動向には、大きな変化はみられていない。

金融仲介機関に  
内在するリスク

金融機関(銀行・信用金庫)の自己資本比率は、全体としてみると、

が上昇する局面がみられた。これは、一部の新興国市場が神経質な動きとなったことや、グローバルな株価下落に伴い投資家のリスク回避姿勢が高まったことによるものである。この間、長期金利は、引き続き日本銀行の大量の国債買入れによる債券需給の引き締めなどを背景に、安定的に推移している。為替市場でもボラティリティは低下傾向にある。

みると、リスク量対比でみて自己資本の充実度が低い先も引き続き相応

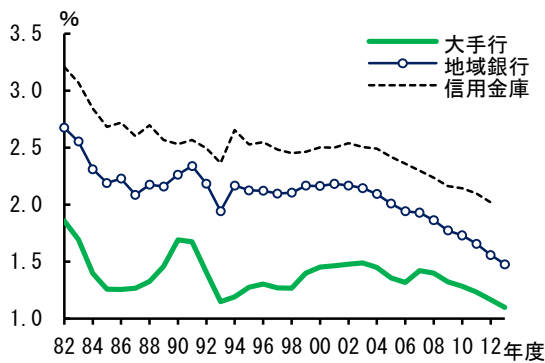
このところ上昇を続けており、規制水準を十分に上回っている。金融機関のリスク量は、金利リスク量と信用リスク量が減少した一方、株式リスク量が保有株式の時価上昇を受けて増加した。以上の結果、金融機関のリスク量は全体としてみると増加したが、そのベースは、概ね自己資本の増加に見合うものとなっており、金融機関の資本基盤は総じて充実していると考えられる(図表6)。また、金融機関は、十分な資金流動性も確保している。ただし、個別にみると、リスク量対比でみて自己資本の充実度が低い先も引き続き相応

金融システムの  
マクロ的なリスク評価

各種リスク指標を点検すると、金融資本市場や金融機関行動において、過度の期待の強化など、金融面の不均衡を示す動きは、現時点で

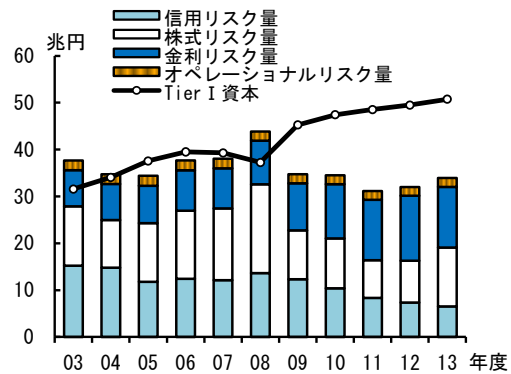
に存在しており、こうした先は、着実に自己資本の充実に取り組んでいく必要がある。  
 この間、足もとの景気回復は、金融機関の収益にプラスの影響を及ぼしている。株式投資に関連する収益や投資信託の販売増加、信用コストの減少などである。もっとも、国内預貸業務を通じる基礎的な収益力は、趨勢的な貸出利鞘の縮小などから、低下傾向に歯止めがかかっていない(図表7)。特に、地域金融機関の収益環境には厳しいものがある。これらは、現下の金融システムの安定性や機能度に影響するものではないが、中長期的には損失吸収力やリスク・テイク余力を抑制していく可能性があることから、克服していくべき課題である。

図表7 国内業務部門の貸出利鞘



(注) 直近は、大手行と地域銀行は13年度上期を年率換算、信用金庫は12年度。  
(資料) 日本銀行

図表6 金融機関のリスク量とTier I資本



(注) 1. 集計対象は銀行と信用金庫。直近は13年9月末。  
2. 信用リスク量は非期待損失(信頼水準99%)、株式リスク量はVaR(信頼水準99%、保有1年)、金利リスク量は100bpv、オペレーションリスク量は業務粗利益の15%。銀行の金利リスク量はオフバランス取引(金利スワップ)を考慮。  
3. 信用金庫の13年度については、Tier I資本、信用リスクを13年3月末の水準から横ばいと仮定、業務粗利益は12年度から横ばいと仮定。  
4. 株式リスクは株式投信を含まない。信用リスクは外貨建て分を含む。株式リスクと金利リスク(オンバランス分)は大手行のみ外貨建て分を含む。

図表8 金融活動指標

(資料) 日本銀行

		80	81	82	83	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	
金融機関	金融機関の貸出態度判断DI																																				
	M2成長率																																				
金融市場	機関投資家の株式投資の対証券投資比率																																				
	株式信用買残の対信用売残比率																																				
民間全体	民間実物投資の対GDP比率																																				
	総与信・GDP比率																																				
家計	家計投資の対可処分所得比率																																				
	家計向け貸出の対GDP比率																																				
企業	企業設備投資の対GDP比率																																				
	企業向け与信の対GDP比率																																				
不動産	不動産実物投資の対GDP比率																																				
	不動産業向け貸出の対GDP比率																																				
資産価格	株価																																				
	地価の対GDP比率																																				

(注) 金融機関の貸出態度判断DI、株式信用買残の対信用売残比率、株価は14年1~3月、M2成長率は14年1~2月、地価の対GDP比率は13年7~9月。その他は13年10~12月。

(資料) Bloomberg、財務省「法人企業統計季報」、東京証券取引所「信用取引残高」、内閣府「国民経済計算」、日本不動産研究所「市街地価格指数」、日本銀行「貸出先別貸出金」「資金循環統計」「全国企業短期経済観測調査」「マネーサプライ」「マネーストック」

※赤色: 過熱方向(トレンドを一定幅以上上回る状態) / 青色: 停滞方向(トレンドを一定幅以上下回る状態) / 緑色: それ以外 / 白色: データがない期間

は観察されない(図表8)。マクロ・ストレス・テストによれば、リーマン・ショック時なみの景気後退が生じるケースや、景気の悪化を伴って長期金利が2%ポイント程度上昇するケースを想定しても、金融機関の自己資本比率は全体として規制水準を上回って推移するとみられる。ただし、景気後退や金利上昇の背景、程度、速さ次第では、企業の利払い負担の上昇等を通じて实体经济と金融の相乗作用が強めに働き、金融機関の収益や自己資本、ひいては金融システムに影響が及ぶ可能性がある。さらに、個別にみて、リスク量対比で資本基盤が脆弱な金融機関では、経済・金融面に大きなショックが生じた場合、自己資本比率が大きく低下する可能性がある点にも、留意が必要である。この間、資金流動性の面では、一定期間の継続的な預金流出や金融資本市場の機能低下といったストレスにも対応し得る流動資産が確保されている。