



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10月の展望レポート（基本的見解は10月31日公表、背景説明を含む全文は11月1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/

「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）

—— 二〇一四年十月 ——

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・3）

【景気】

国内需要が堅調さを維持する中で、輸出も緩やかな増加に向かつていくと見込まれ、家計部門、企業部門ともに所得から支出への前向きの循環メカニズムは持続すると考えられる。このため、わが国経済は、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）の先行きを展望すると、当面現状程度のプラス幅で推移したあと、次第に上昇率を高め、見通し期間の中盤頃、すなわち二〇一五年度を中心とする期間に、「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とで、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 日本銀行が今般拡大した「量的・質的金融緩和」（図表4）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する中で、緩やかに成長率を高めていく。
- ③ 公共投資は、経済対策の押し上げ効果から高水準で推移してきしたが、本年度下期中には緩やかな減少傾向に転じていく。

図表 1 展望レポートのポイント

2014～2016年度の中心な見通し

【景気】

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、当面現状程度のプラス幅で推移したあと、次第に上昇率を高め、見通し期間の中盤頃、すなわち2015年度を中心とする期間に2%程度に達する可能性が高い。その後、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、%）

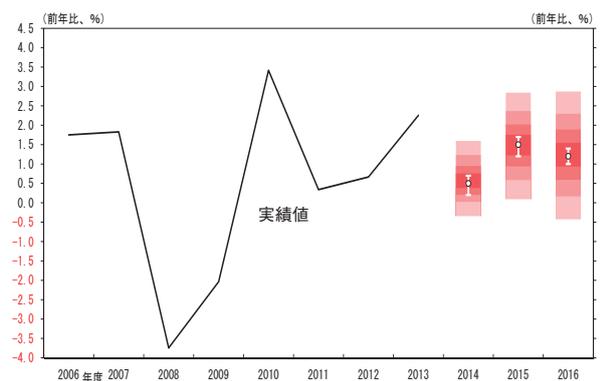
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2014年度	+0.5	+3.2	+1.2
(7月時点の見通し)	(+1.0)	(+3.3)	(+1.3)
2015年度	+1.5	+2.4	+1.7
(7月時点の見通し)	(+1.5)	(+2.6)	(+1.9)
2016年度	+1.2	+2.8	+2.1
(7月時点の見通し)	(+1.3)	(+2.8)	(+2.1)

(注1) 今回の見通しでは、消費税率について、既に実施済みの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。

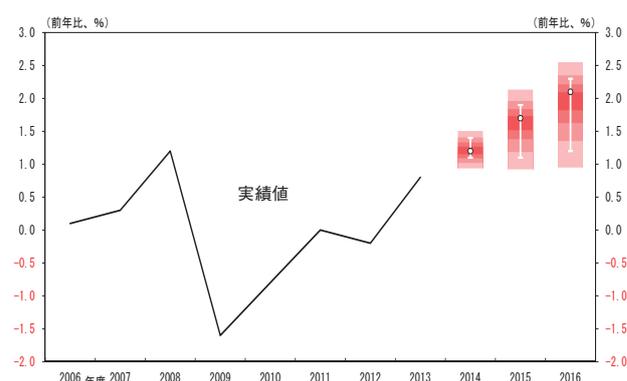
(注2) 消費税率引き上げの直接的な影響を含む消費者物価の見通しは、税率引き上げが現行の課税品目すべてにフル転嫁されることを前提に、物価の押し上げ寄与を機械的に計算したうえで(2014年度:+2.0%ポイント、2015年度:+0.7%ポイント、2016年度:+0.7%ポイント)、これを上記の政策委員の見通しに足し上げたものである。

図表 3 政策委員の見通し分布チャート

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数（除く生鮮食品）



(注1) 上記の見通し分布は、各政策委員の示した確率分布の集計値（リスク・バランス・チャート）について、①上位10%と下位10%を控除したうえで、②下記の分類に従って色分けしたものの。なお、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。

上位40%～下位40%	上位30%～40% 下位30%～40%	上位20%～30% 下位20%～30%	上位10%～20% 下位10%～20%
-------------	------------------------	------------------------	------------------------

(注2) 棒グラフ内の○は政策委員の見通しの中央値を表す。また、縦線は政策委員の大勢見通しを表す。

(注3) 消費者物価指数（除く生鮮食品）は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベース。

図表 4 「量的・質的金融緩和」の拡大 (2014年10月31日決定)

図表 4-1 「量的・質的金融緩和」の拡大のポイント

マネタリーベースの年間増加ペースを「60～70兆円」から **「80兆円」に拡大**

長期国債の保有残高の年間増加額を「80兆円」に **「+30兆円」**

長期国債買入れの平均残存期間を「7～10年」に **「+3年」**

ETF、J-REITの買入れペースを **「3倍」**



これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクを未然に防ぎ、
好転している**期待形成のモメンタム**を維持

図表 4-2 「量的・質的金融緩和」の拡大の考え方

- わが国経済は、基調的には緩やかな回復を続けており、先行きも潜在成長率を上回る成長を続けると予想される。
- ただし、物価面では、このところ、消費税率引き上げ後の需要面での弱めの動きや原油価格の大幅な下落が、物価の下押し要因として働いている。
- このうち、需要の一時的な弱さはすでに和らぎは始めているほか、原油価格の下落は、やや長い目でみれば経済活動に好影響を与え、物価を押し上げる方向に作用する。
- しかし、短期的とはいえ、現在の物価下押し圧力が残存する場合、これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクがある。
- 日本銀行としては、こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持するため、ここで、「量的・質的金融緩和」を拡大することが適当と判断した。

- ④ 政府による規制・制度改革などの成長戦略の推進や、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や潜在成長率は、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、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、雇用誘発効果の大きい国内需要の堅調さが雇用の増加をもたらすも、労働面を中心に着実に改善傾向を続けている。
- ② 中長期的な予想物価上昇率については、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる。こうした予想物価上昇率の動きは、実際の賃金・物価形成にも影響を及ぼしている。
- ③ 輸入物価についてみると、この

ところの為替相場の動きは、消費者物価の押し上げ要因として作用する一方、原油価格をはじめとする国際商品市況の下落は、当面物価の下押し圧力となる。

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

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、すなわち二〇一五年度を中心とする期間に二〇程度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

- 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

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、輸出の動向や消費税引き上げの影響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は、中長期的な予想物価上昇率の動向などを巡っ

て不確実性は大きく、下振れリスクが大きい。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化を示す動きは観察されない。もつとも、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、漸減傾向が続いているが、なお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、二〇の「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」（二〇一三年一月二十二日）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」

二〇一四年十月

今回の特徴

今回のレポートでは、金融システムの現状評価に加え、「将来にわたる金融安定の確保に向けて」として、将来の金融システムの安定性・機能度に影響を及ぼし得る要因を整理したうえで、金融機関の経営課題や日本銀行の取組みについて記述しています。また、金融機関に内在するリスクについても、各リスクの現状評価だけでなく、金融機関がリスク管理上、留意すべき点を記述しています。さらに、金融資本市場から観察されるリスクについても、わが国の市場に加え、国際金融資本市場に関する分析を充実させています。

日本銀行は、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あり、こうした観点から、今後『金融システムレポート』の充実に

努めていきます。本稿では、金融システムの機能度と安定性に関する評価を中心に、要点を述べたいと思います。詳しくは、レポートをご覧ください。

金融システムの総合評価

わが国の金融システムは、安定性を維持しています。金融仲介活動は、より円滑に行われるようになっていきます。

金融システムの機能度

金融機関は、引き続き、国内外で貸出を積極化しています。国内では、相対的に信用力の低い企業への貸出にも取り組むなど、リスクを取る方向での業務運営を指向しています。成長事業の育成や事業再生にも着実に取り組んでいます。国内貸出は、幾分伸びを高めており、徐々に

地域・業種の広がりもみられます(図表1)。この間、資金需要が緩やかな増加にとどまっていることを映じて、貸出利鞘の縮小が続いています。

海外では、本邦企業の国際展開の支援等に積極的に取り組んでおり、海外貸出は高い伸びを続けています(図表2)。有価証券投資では、高水準の円債残高を維持しつつ投資信託等を積み増すなど、小幅ながらリスク・テイク姿勢を強めています(図表3)。この間、金融資本市場を通じる金融仲介は、エクイティ・ファインダンスが引き続き高水準で推移するなど、良好な発行環境が維持されています。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ます。

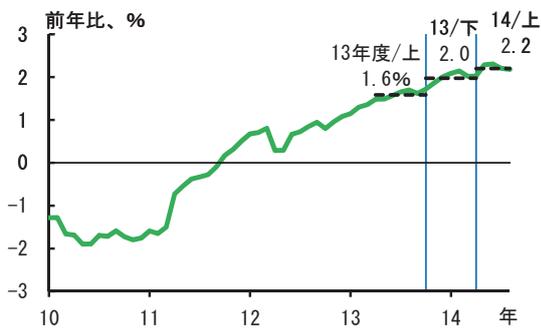
金融システムの安定性

以上のような金融仲介活動におい

て、信用量のトレンドからの大幅な乖離など、過熱を示す動きはみられていません（図表4）。国際金融資本市場では、ボラティリティが低水準で推移するも（図表5）、リスク資産への資金流入やリスクプレミアムの縮小を伴う「利回り追求」が強まりました。本邦市場でも、総じて低ボラティリティ環境が続くもとで長期金利は低水準で推移し、株式市場やクレジット市場も堅調に推移しましたが、過度な期待の強化等は窺われていません。

金融機関は、全体としてみると、充実した資本基盤を有しています。自己資本比率は規制水準を十分に上回っています。金融機関の負っているリスクは、前回レポート時に比べて株式、金利リスクが幾分増加しましたが、自己資本も利益の蓄積等から充実が進みました（図表6）。自己資本対比でみたりリスクの蓄積状況に大きな変化はみられていません。こうしたもとで、金融機関は、大幅な景気の悪化、金利の上昇といったショックに対して、相応に強いストレス耐性を有しています。ただし、

図表1 金融機関の国内貸出



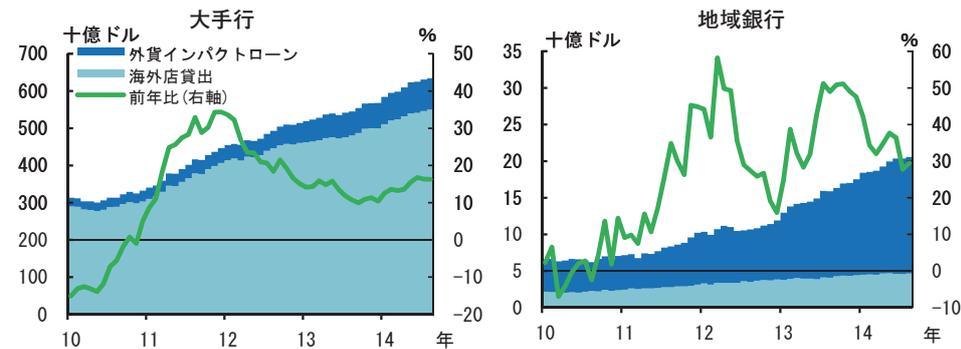
- (注) 1. 集計対象は銀行と信用金庫。直近は14年8月。
 2. 横線は半期平均値。縦線は左から、13年9月、14年3月。
 3. 銀行分の貸出残高は、為替変動要因、貸出債権償却要因、貸出債権流動化要因等を調整した特殊要因調整後数値。

(資料) 日本銀行「貸出・預金動向」

経済・金融のショックの背景、程度、速さによっては、金融システムの安定性に影響が及ぶ可能性がある点には留意が必要です。また、資金流動性についてみると、金融機関は、円資金について十分な資金流動性を有しています。外貨資金は市場調達の比重が高い調達構造となっていますが、調達の長期化等の取組みから、一定期間調達が困難化しても資金不足をカバーできる流動性を確保しています（図表7）。

将来にわたる金融安定の確保に向けて、先行きを展望すると、現在進行し

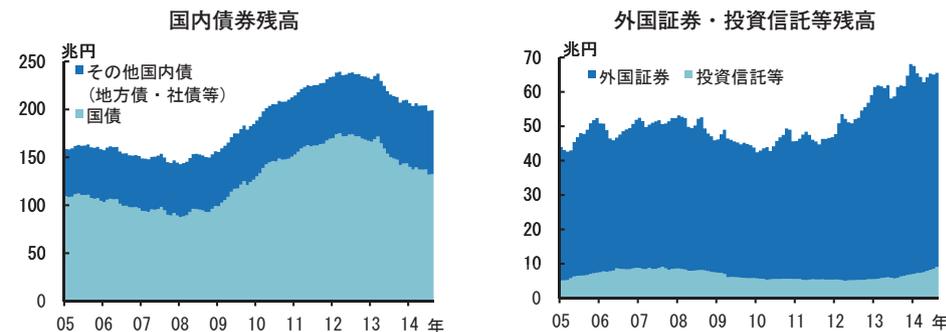
図表2 銀行の海外店・外貨貸出



- (注) 1. 直近は14年8月。
 2. 海外店貸出は、一部海外店勘定の外貨インパクトローンを含む。
 3. 外貨インパクトローンは、金融機関が居住者に対して行う外貨建て貸出。
 4. 前年比は、外貨インパクトローンと海外店貸出の合計の伸び率。

(資料) 日本銀行

図表3 金融機関の有価証券投資



- (注) 1. 集計対象は銀行と信用金庫。直近は14年8月。
 2. 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。

(資料) 日本銀行

図表4 金融活動指標

		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	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	
	M2成長率	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	
金融市場	機関投資家の株式投資の対証券投資比率	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	
	株式信用買残の対信用売残比率	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	
民間全体	民間実物投資の対GDP比率	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	
	総与信・GDP比率	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青
家計	家計投資の対可処分所得比率	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青
	家計向け貸出の対GDP比率	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤
企業	企業設備投資の対GDP比率	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤
	企業向け与信の対GDP比率	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青
不動産	不動産実物投資の対GDP比率	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤
	不動産業向け貸出の対GDP比率	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤
資産価格	株価	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤
	地価の対GDP比率	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤

(注) 直近は、金融機関の貸出態度判断DI、株価は14年7～9月、M2成長率、株式信用買残の対信用売残比率は14年7～8月、地価の対GDP比率は14年1～3月、その他は14年4～6月。

(資料) Bloomberg、財務省「法人企業統計」、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tock」

※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

ている経済のグローバル化や国・地域の産業構造の転換が、さらに進捗していくことに伴って、質・量両面で、金融システムの担う金融仲介機能、リスクも変容していくと見込まれます。わが国の成長力や景気・物価情勢の行方は、金利や株価形成等を通じて、金融機関の有価証券投資における投資姿勢やパフォーマンスにも影響していきます。また、国際金融資本市場における「利回り追求」の強まりは、今後の展開によってはわが国に影響を及ぼすと考えられます。このように、内外金融経済環境は継続的に変化しており、これに伴って金融システムのリスク・プロファイルも変わっていくと

見込まれます。

また、金融機関の国内貸出利鞘の縮小傾向、収益力の低下傾向が長引けば、金融機関のリスク・テイク能力、損失吸収力を制約していきます。さらに、経済のグローバル化に伴ってわが国の金融システムが海外との結びつきを強めるも、抜本的な国際金融規制改革、グローバル金融システムの構造変化が進行してきます。これらの要素も、中期的にはわが国金融システムの安定性、機能度に影響を及ぼしていく可能性があります。

以上のような点を踏まえ、将来にわたって金融安定を確保していくうえで金融機関経営の課題は次の三点了。これらへの取組みが、先行きの金融機関の健全性及び収益力を規定する重要なファクターになっていくと考えられます。

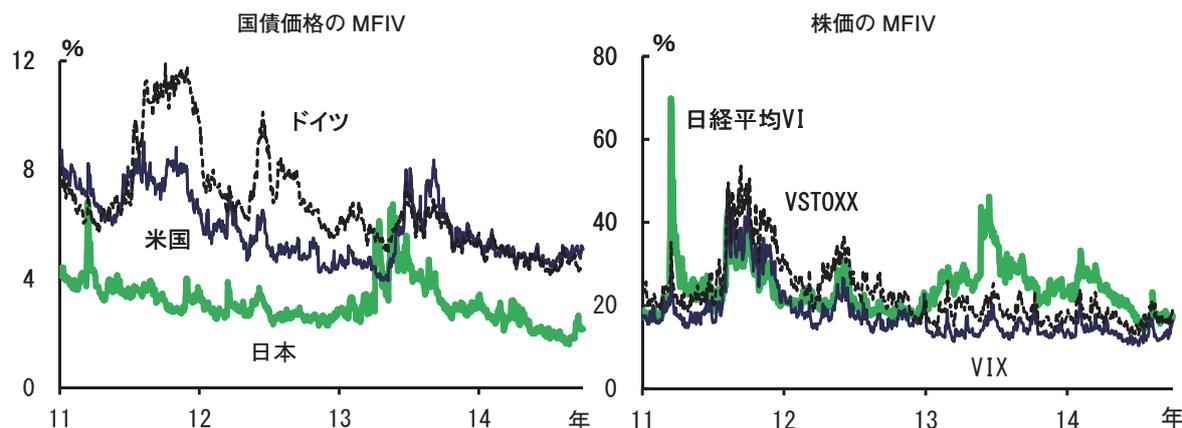
第一に、金融機関は、景気回復に伴う資金需要への適切な対応に加え、国・地域の産業活力向上への貢献が期待されています。成長事業への投融资、事業再生や産業の新陳代謝等への積極的な取組みを含め、活

力ある金融仲介機能の発揮とそれを可能とする金融手法、リスク管理力の強化が必要です。

第二に、わが国経済のグローバル化の進展により、金融機関の海外業務は今後も拡大していくと見込まれます。外貨資金は市場調達に比重が高いことも踏まえて、業務拡大に対応した安定調達基盤の確保、与信管理等の充実が必要です。また、国際的に活動する大規模金融機関は、金融システム全体の安定性と機能度に大きな影響力を有することから、国際規制改革等への適切な対応を含め、より高い基準での健全性と経営管理が求められます。

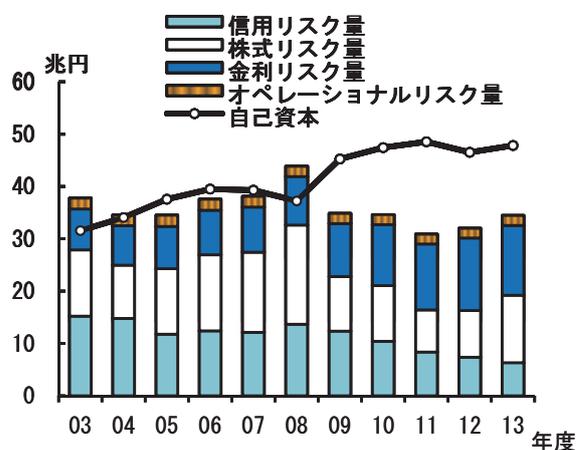
第三に、大幅な「預金超過」が続くも、資産負債管理（ALM）における有価証券投資の重要性は引き続き高くなっています。昨年来、金融機関の間では、投資信託や外国証券への投資を増やすなど、リスク・バランスを見直す動きもみられますが、引き続き円債が有価証券投資の中心を占めており、円金利リスクは時系列的には高めの水準にあります。金融機関は、ALMの明確

図表 5 国際金融資本市場におけるボラティリティ



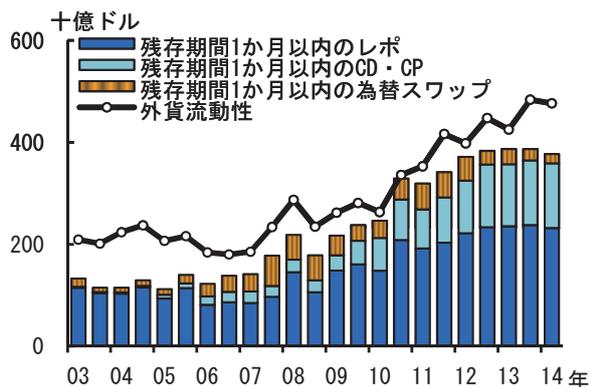
(注) 1. 国債のMFIVは、日本は大阪取引所「長期国債先物オプション」、米国はシカゴ商品取引所「米国長期国債先物オプション」、ドイツはEurex「ドイツ長期国債先物オプション」を用いて算出。先行き3か月までの国債価格の変動に対応している。
2. 直近は9月30日。
(資料) Bloomberg、日本銀行

図表 6 金融機関のリスク量と自己資本



(注) 1. 集計対象は銀行と信用金庫。
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、オペレーショナル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. 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は大手行のみ外貨建て分を含む。
(資料) 日本銀行

図表 7 大手行の外貨流動性のストレス耐性



(注) 1. 集計対象は大手行。直近は14年3月末。
2. 外貨流動性=現金+預け金+レポ取引分を除く米国債+残存期間1か月以内のレポ調達額
(資料) 日本銀行

な方針を定め、適切なリスク・テイクと管理を行っていくことが必要です。

日本銀行は、以上のような課題に対する金融機関の取組みや収益力の状況等について、日常的なモニタリングや調査を通じて金融機関との対話を深めていくとともに、金融機関の経営管理、リスク管理の向上を促していきます。また、国・地域の産業や企業の実情、活力向上に向けた課題や金融面から取り得る対応などについても、金融機関と意見交換を行っていきます。金融仲介機能やリスク管理の向上に資するテーマについては、セミナーの開催等を通じて、問題意識やノウハウの共有を図っていきます。

また、日本銀行は、金融システム全体の安定確保に向けて、マクロ・プルーデンスの視点から、引き続き、金融システムの安定性と機能度を検証していきます。そのうえで、必要に応じ、リスクの所在、課題や所要の対応などについて、幅広い金融システム関係者との間で、認識の共有や協議を行っていきます。