



日本銀行のレポートから

日本銀行は、1月、4月、7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、2016年4月の展望レポート（基本的見解は4月28日公表、背景説明を含む全文は4月29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）

— 二〇一六年四月 —

二〇一六～二〇一八年度の 中心的な見通し（図表1・2）

【景気】

当面、輸出・生産面に鈍さが残るとみられるが、家計・企業の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとで、国内需要が増加基調をたどるとともに、輸出も、新興国経済が減速した状態から脱していくことなどを背景に、緩やかに増加するとみられる。このため、わが国経済は、基調として緩やかに拡大していくと考えられる。

【物価】

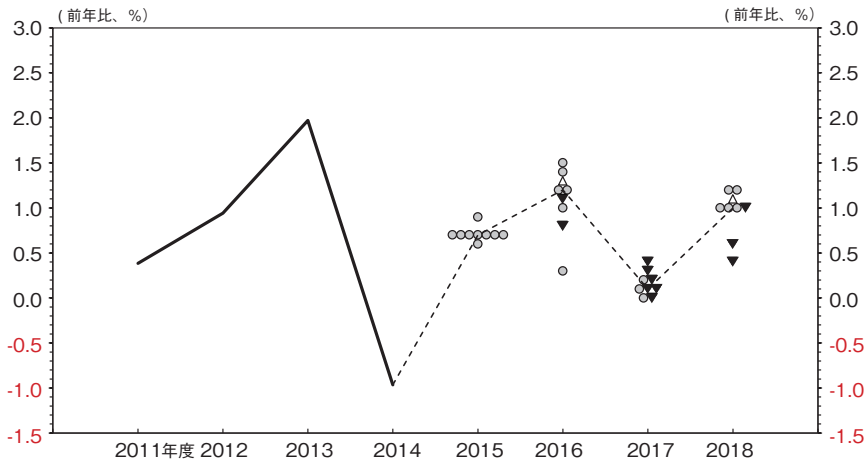
消費者物価の前年比（消費税率引き上げの直接的な影響を除くベース）は、エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移するとみられるが、物価の基調は着実に高まり、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。「物価安定の目標」である2%程度に達する時期は、原油価格が現状程度の水準から緩やかに上昇していくとの前提のもとでは、二〇一七年度中になると予想される。その後は、平均的にみて、2%程度で推移すると見込まれる。

金融政策運営

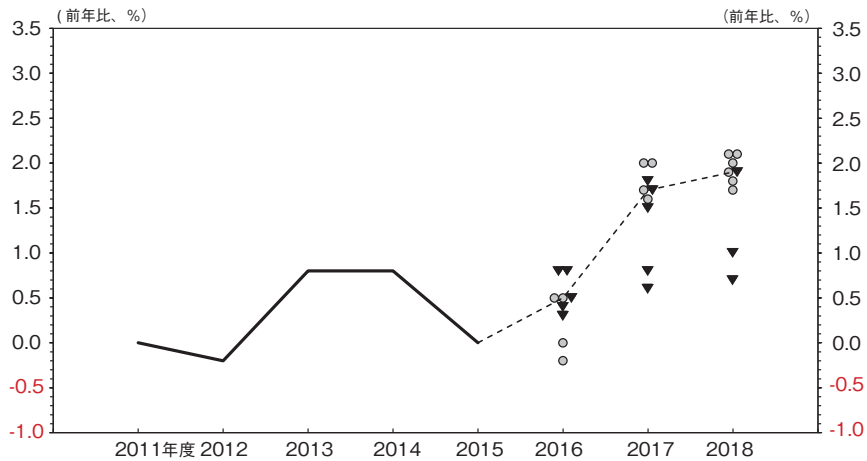
2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続する。今後とも、経済・物価のリスク要因を点検し、「物価安定の目標」の実現のために必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の三つの次元で、追加的な金融緩和措置を講じる。

図表 1 政策委員の経済・物価見通しとリスク評価

(1) 実質 GDP



(2) 消費者物価指数 (除く生鮮食品)



(注1) 実線は実績値、点線は政策委員見通しの中央値を示す。

(注2) ○、△、▼は、各政策委員が最も蓋然性が高いと考える見通しの数値を示すとともに、その形状で各政策委員が考えるリスクバランスを示している。○は「リスクは概ね上下にバランスしている」、△は「上振れリスクが大きい」、▼は「下振れリスクが大きい」と各政策委員が考えていることを示している。

(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 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
2015年度	+ 0.7		0.0
(1月時点の見通し)	(+ 1.1)		(+ 0.1)
2016年度	+ 1.2		+ 0.5
(1月時点の見通し)	(+ 1.5)		(+ 0.8)
2017年度	+ 0.1	+ 2.7	+ 1.7
(1月時点の見通し)	(+ 0.3)	(+ 2.8)	(+ 1.8)
2018年度	+ 1.0		+ 1.9

(注1) 原油価格 (ドバイ) については、1バレル 35ドルを出発点に見通し期間の終盤である2018年度にかけて40ドル台後半に緩やかに上昇していくと想定している。その場合の消費者物価 (除く生鮮食品) の前年比に対するエネルギー価格の寄与度は、2016年度で-0.8%ポイント程度と試算される。また、寄与度は、2016年度後半にマイナス幅縮小に転じ、2017年中央に概ねゼロになると試算される。

(注2) 消費税率については、2017年4月に10%に引き上げられること (軽減税率については酒類と外食を除く食料品および新聞に適用されること) 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。消費税率引き上げの直接的な影響を含む2017年度の消費者物価の見通しは、税率引き上げが課税品目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 (+1.0%ポイント)、これを政策委員の見通し計数に足し上げたものである。

(注3) 2015年度の消費者物価 (除く生鮮食品) は実績値。



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、モニタリング・考査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」

— 二〇一六年四月 —

わが国の 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、引き続き円滑に行われています。昨夏以降の国際金融資本市場等における変動拡大は、わが国にも相応に影響を及ぼしていますが、マイナス金利付き量の質的金融緩和のもとで、金融システムの安定性・機能度への影響は限定的に止まっています。

金融システムの機能度

金融機関の国内貸出は、幅広い業種での資金需要を受けて、前年比二%台前半の伸びを続けています（図表1）。海外貸出についても、外貨調達力を踏まえつつ積極的に取り組んでおり、前年比一割程度の伸びとなっています。有価証券投資では、円債残高が高水準にあるもとで外債や投資信託等による運用を積み増しています。また、機関投資家等も、金利の一段の低下を受けて国内債からリスク資産に投資先をシフ

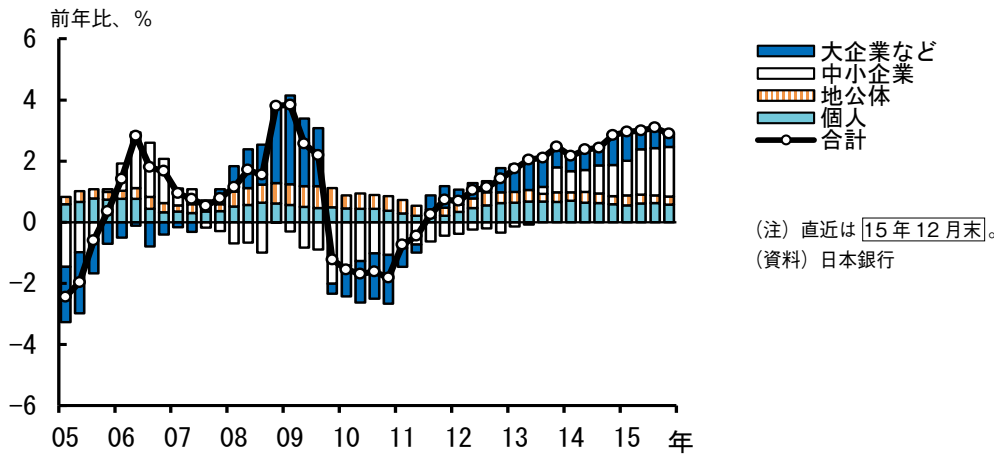
トする動きが続いています。こうしたもとで、企業・家計の資金調達環境は、より緩和的となっています。

金融システムの安定性

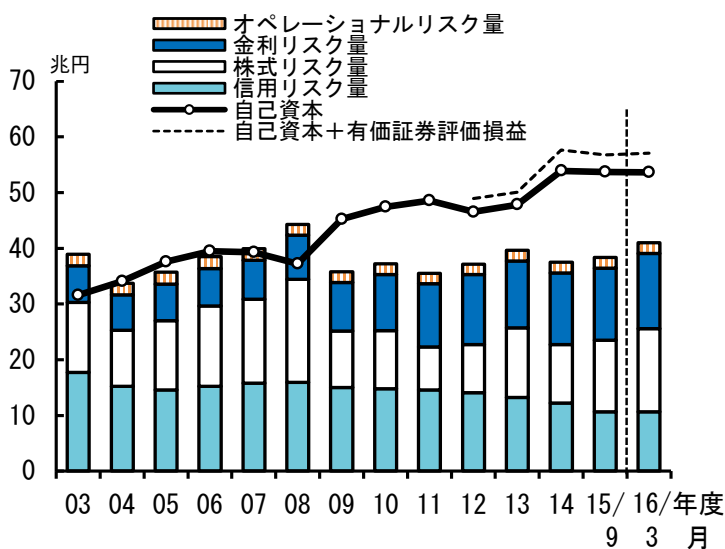
金融機関の財務基盤は、全体として充実した状況にあります（図表2）。また、金融機関は十分な円資金流動性を有しています。外貨資金に関しては、一定期間調達が困難化しても資金不足をカバーできる流動性を確保しているほか、調達基盤の拡充に向けた取り組みが着実に進捗しています。ただし、市場性調達の比重はなお高く、外貨資金市場の流動性の状況を注視していく必要があります。

この間、マクロ的な信用量を含め、幅広い金融活動において趨勢からの大きな乖離はみられません（図表3）。不動産市場は、地域差を伴いつつ活発になっているほか、金融機関の不動産関連貸

図表1 金融機関の借入主体別貸出(国内)



図表2 金融機関のリスク量と自己資本



- (注) 1. 直近は、株式リスク量および株式評価損益は 16年3月末、円債・外債の金利リスク量および有価証券評価損益（除く株式）は 16年2月末、その他の金利リスク量（円貨）は 15年12月末、その他は 15年9月末。
2. 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（一部オフバランスを含む）は大手行のみ外貨建て分を含む。
3. 「自己資本+有価証券評価損益」は、国内基準行の有価証券評価損益（税効果勘案後）を自己資本に足し合わせたもの。
4. 信用金庫の15年9月末、16年3月末については、自己資本、信用リスク、オペレーショナルリスク量を15年3月末の水準から横ばいと仮定。

図表3 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	15	16	
		年																																					
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	赤	
	M2成長率	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	
金融市場	機関投資家の株式投資の対証券投資比率	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	
	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	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	赤	
	総与信・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	
家計	家計投資の対可処分所得比率	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	
	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	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	不動産業実物投資の対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	

※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

（注）直近は、金融機関の貸出態度DI、株価は「16年1～3月」、地価の対GDP比率は「15年7～9月」、その他は「15年10～12月」。

（資料）Bloomberg、財務省「法人企業統計」、東京証券取引所「信用取引残高等」、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」

出の伸び率が上昇していますが、全国の地価動向などからみると、全体としては過熱の状況にないと考えられます。

マイナス金利付き 量的・質的金融緩和と 金融システム

マイナス金利付き量的・質的金融緩和の影響をみると、市場金利は一段と低下し、預金・貸出金利も幅広く低下しています。こうしたもとで、金融機関等に対して、貸出に対するより前向きな取り組みを含め、もう一段のポートフォリオ・リバランスを促す力が作用しています。これらは、金融システムの機能をより円滑化する方向での変化です。

もつとも、効果の浸透を制約している要因も存在しています。たとえば、幅広い主体が運用方針の見直しやシステムを含む実務対応を進めていく途上にあるなかで、取引見合わせの動きが

幅広くみられます。また、本年入り後、国際金融資本市場の不安定な動きが続いたことが、株安・円高や外貨調達コストの上昇等に繋がっているほか、金融機関等のリスクテイクを一部抑制する方向に働いています。したがって、これらの要因が解消されていけば、政策効果がより浸透していくとみられます。

金融機関収益に対しては、当面、一段の下押し圧力が働きますが、金融機関は総じて充実した資本基盤を有するもとで前向きな信用仲介を継続していくとみられます。金融機関のポートフォリオ・リバランスが、経済・物価情勢の改善と結びついていけば、基礎的収益力の回復にもつながっていくと考えられます。もつとも、足もとの収益力の減少傾向が長引く場合には、いずれ信用仲介機能の制約に繋がっていく可能性があります。金融安定面への影響としては、マクロ的なリスク蓄積や資

産価格等への影響が行き過ぎる過熱方向のリスク、収益減少に歯止めがかからず金融仲介が停滞方向に向かうリスクの両面をみていく必要があります。

マクロブルーデンスの視点からみたリスクと課題

金融システムが、将来にわたって安定性を維持しつつ、円滑な金融仲介活動を通じて経済成長に貢献していくには、潜在的な脆弱性に繋がりが得るマクロ的なリスクの蓄積や構造的な変化に着実に対応していく必要があります。

マクロ的なリスク蓄積の観点からは、①金融システム全体としてみた海外経済および内外金融資本市場の変動に対するエクスポージャーの拡大が、構造的な変化としては、②大規模金融機関のシステミックな重要性の高まりと、③国内預貸業務の収益性の低下が挙げられます。マイナス金利付き量的・質

的金融緩和の効果が浸透していく過程では、これら三つの何れに対しても強く影響していくと考えられます。

このほか、やや長い目でみて金融安定に影響し得る要素としては、④家計部門における「貯蓄から投資へ」の持続性、⑤FinTechを含む金融分野でのIT活用の広がりとサイバー・セキュリティの重要性の高まりが挙げられます。

日本銀行の取り組み

日本銀行は、金融機関に対し上述の課題への対応を促していきませんが、その際、金融機関の資本基盤は充実していることを踏まえ、前向きなリスクテイクやグローバルな業務展開を可能とする管理力の充実を促すことに力点を置きます。また、モニタリング・考査、セミナー等を通じて、金融機関の対応をサポートするなど、金融安定の確保に向けた各種対応を講じていきます。