



日本銀行のレポートから

日本銀行は、2016年9月の政策委員会・金融政策決定会合において、「量的・質的金融緩和」および「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとでの経済・物価動向と政策効果について総括的な検証を行い、「『量的・質的金融緩和』導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」（総括的検証）として公表しています。本稿では、総括的検証（9月21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/announcements/release_2016/rel160930d.pdf

「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と 政策効果についての総括的な検証（総括的検証）

二〇一六年九月

総括的検証（図表1・2）

（1）「量的・質的金融緩和」のメカニズム

「量的・質的金融緩和」は、予想物価上昇率の押し上げと名目金利の押し下げにより、実質金利を低下させた。自然利子率は趨勢的に低下しているが、実質金利はその水準を十分下回っており、金融環境は改善した。その結果、経済・物価の好転をもたらし、物価の持続的な下落という意味でのデフレではなくなった。

（2）二％の実現を阻害した要因

しかしながら、二％の「物価安定の目標」は実現できていない。その点については、上記メカニズム

のうち予想物価上昇率の動向が重要である。すなわち、（i）①原油価格の下落、②消費税率引き上げ後の需要の弱さ、③新興国経済の減速とそれとの国際金融市場の不安定な動きといった外的な要因が発生し、実際の物価上昇率が低下したこと、（ii）その中でも、もともと適合的な期待形成の要素が強い予想物価上昇率が横ばいから弱含みに転じたことが主要な要因と考えられる。

（3）予想物価上昇率の期待形成メカニズム

二％の「物価安定の目標」を実現するためには、予想物価上昇率をさらに引き上げる必要があるが、実際の物価上昇率が当面低い水準

で推移する中であって、適合的な期待による引き上げには不確実性があり、時間がかかる可能性に留意する必要がある。それだけに、フォワード・ルッキングな期待形成の役割が重要である。

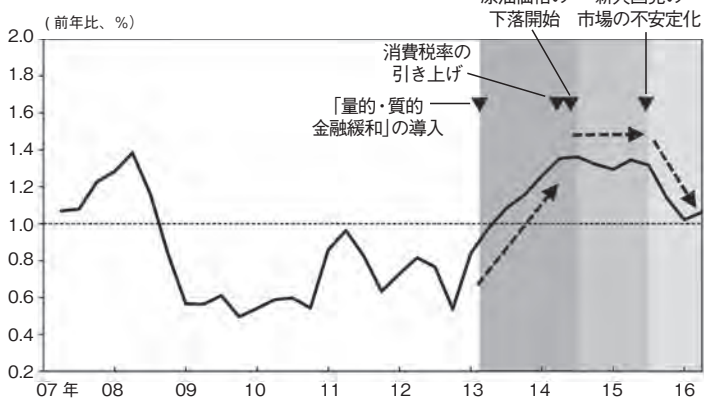
マネタリーベースの拡大は、「物価安定の目標」に対するコミットメントや国債買入れとあわせて、金融政策レジームの変化をもたらすことにより、人々の物価観に働きかけ、予想物価上昇率の押し上げに寄与したと考えられる。一方、マネタリーベースと予想物価上昇率は、短期的というよりも、長期的な関係を持つものと考えられる。したがって、マネタリーベースの長期的な増加へのコミットメント

図表2 マイナス金利と国債買入れによる金利引き下げ効果



(注) 1. 日本国債の利回り(10年物)を、「米国債金利(10年物)」、「消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比」、「有効求人倍率(需給ギャップの代理変数)」の3つの説明変数で回帰した際の推計残差。
2. 推計期間は、1997/1月～2013/3月。データ終期は2016/6月。
(出所) 総務省、厚生労働省、Bloomberg

図表1 予想物価上昇率の動向



(注) 1. 企業、家計、専門家の予想物価上昇率を合成したもの。各主体のインフレ予想として、企業は短観、家計は生活意識アンケート、専門家はコンセンサス・フォーキャストを使用。
2. コンセンサス・フォーキャストは、2014/2Q以前は半期調査を線形補間。生活意識アンケートは、+5%以上および-5%以下の回答を除く。短観(販売価格D1)は、3か月前比の実績。
(出所) Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、日本銀行

が重要である。

(4) マイナス金利と国債

買入れによるイールドカーブの押し下げ

マイナス金利の導入

は、国債買入れとの組み合わせにより、短期金利のみならず長期金利も大きく押し下げた。

中央銀行がイールド

カーブ全般に影響を与

えるうえで、この組み

合わせが有効であるこ

とが明らかになった。

(5) イールドカーブ引き

下げの効果と影響

国債金利の低下は、

貸出・社債・CP金利

の低下にしっかりとつ

ながっている。金融機

関の貸出態度は引き続

き積極的である。これ

までのところ、マイナ

ス金利のもとで、金融

環境は一段と緩和的に

なっている。もつとも、

貸出金利の低下は金融機関の利鞘

を縮小させることで実現している

ため、さらなる金利低下に伴う貸

出金利への波及については、金融

機関の貸出運営方針にも依存する。

イールドカーブの形状に応じた

経済・物価への効果や金融面への

影響については、以下の点に留意

する必要がある。①経済への影響

は、短中期ゾーンの効果が相対的

に大きい、②ただし、マイナス金

利を含む現在の金融緩和のもとで、

超長期社債の発行など企業金融面

の新しい動きが生じており、こう

した関係は変化する可能性がある、

③イールドカーブの過度な低下、

フラット化は、広い意味での金融

機能の持続性に対する不安感をも

たらし、マインド面などを通じて

経済活動に悪影響を及ぼす可能性

がある。

示唆される政策の方向性

こうした検証からは、以下のよ

うな政策の方向性が示唆される。

(1) 二%の「物価安定の目標」を

実現するためには、予想物価上

昇率をさらに引き上げる必要が

ある。その際、適格的期待によ

る予想物価上昇率の引き上げに

は不確実性があり、時間がかか

る可能性があることを踏まえ、

フォワード・ルッキングな期待

形成を強める手段を導入する必

要がある。また、より持続性が

あり、状況に応じて柔軟に対応

できるスキームとする必要があ

る。

(2) マネタリーベースについては、

長期的な増加にコミットするこ

とが重要である。

(3) マイナス金利と国債買入れを

適切に組み合わせることによ

り、イールドカーブ全般に影響

を与えることができる。

(4) イールドカーブの適切な形成

を促すにあたっては、①貸出・

社債金利への波及、②経済への

影響、③金融機能への影響など、

経済・物価・金融情勢を踏まえ

て判断することが適当である。



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10月の展望レポート（基本的見解は11月1日公表、背景説明を含む全文は11月2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）

— 二〇一六年十月 —

二〇一六～二〇一八年度の 中心的な見通し（図表1-2）

【景気】

海外経済の回復に加えて、きわめて緩やかな金融環境と政府の大型経済対策の効果を背景に、二〇一八年度までの見通し期間を通じて、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。

【物価】

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられる

が、マクロ的な需給バランスが改善し、中長期的な予想物価上昇率も高まるにつれて、見通し期間の後半には二%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。

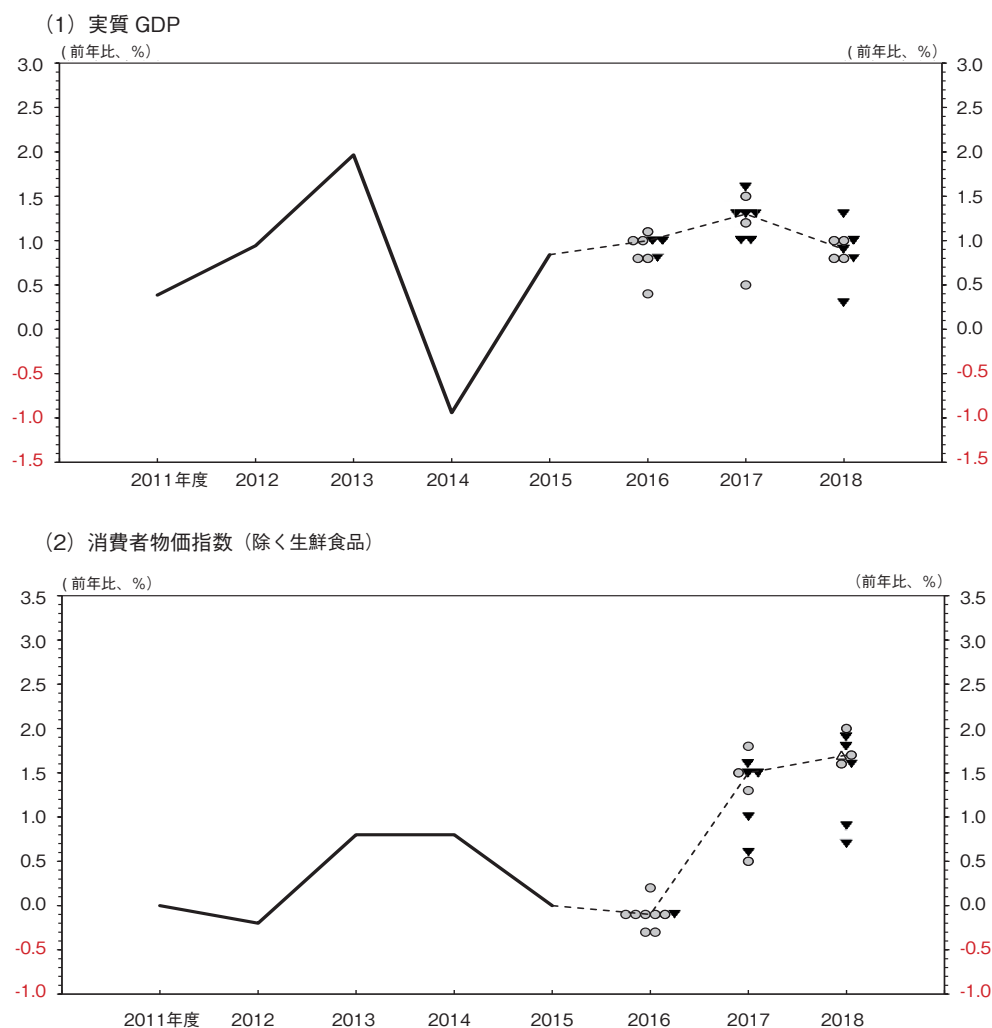
リスクバランス

リスクバランスをみると、経済・物価ともに下振れリスクの方が大きい。物価面では、二%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているとみられるものの、前回見通しに比べると幾分弱まっており、今後、注意深く点検していく必要がある。

金融政策運営

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、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に二%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する。今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。

図表1 政策委員の経済・物価見通しとリスク評価



(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)
2016 年度	+ 1.0	- 0.1
(7月時点の見通し)	(+ 1.0)	(+ 0.1)
2017 年度	+ 1.3	+ 1.5
(7月時点の見通し)	(+ 1.3)	(+ 1.7)
2018 年度	+ 0.9	+ 1.7
(7月時点の見通し)	(+ 0.9)	(+ 1.9)

(注1) 原油価格 (ドバイ) については、1 バレル 50 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 50 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 -0.6%ポイント程度と試算される。また、寄与度は、2016 年度下期にかけてマイナス幅を縮小し、2017 年初に概ねゼロになると試算される。

(注2) 各政策委員は、消費税率については、2019 年 10 月に 10%に引き上げられることを前提として、見通しを作成している。



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」

二〇一六年十月

金融資本市場の動向

国際金融資本市場では、EU離脱を支持する六月下旬の英国国民投票の結果を受け、投資家のリスク回避姿勢が一時的に強まりましたが、その後は徐々に落ち着きを取り戻していきました。先進国の低水準の長期金利を背景に、利回り追求の動きが再び活発化する兆しもみられており、グローバルな資金フローが急速に変化しないか注視する必要があります。この間、わが国でも株価下落や円高進行など海外の影響を受ける局面もみられましたが、九月に日本銀行が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入したもとで、きわめて緩和的な金融環境が維持され

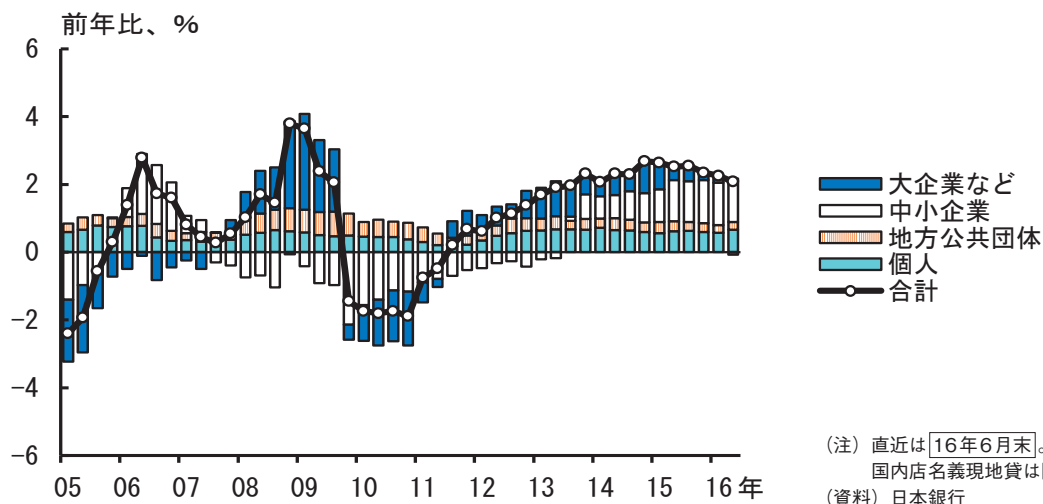
金融仲介活動の点検

金融機関の国内貸出は、積極的な融資姿勢のもと、幅広い業種での資金需要を受けて、前年比二%程度のプラスで推移しています(図表1)。海外貸出についても、北米など先進国向けを中心に高めの伸びを続けています。有価証券投資では、円債残高がなお高水準にあるなか、外債や投資信託などを一層積み増しています。保険会社・年金などの機関投資家、ゆうちょ銀行・系統上部金融機関など市場運用を中心とする預金取扱機関は、外債等のリスク資産を積み増す傾向が一段と強まっています。この間、家計の資産運用は、昨

夏以降、株安・円高の影響もあって、資産ポートフォリオ多様化の動きが弱まっています。金融資本市場を通じる金融仲介については、エクイティ・ファイナンスは不安定な株式相場を背景に弱めの動きとなっていますが、社債市場では良好な発行環境を背景に超長期債発行の動きが広がっています。こうしたもとで、企業や家計の資金調達環境はきわめて緩和した状態にあります。

以上の金融仲介活動において、行き過ぎたリスクテイクや信用量の増加といった過熱感は、総じて窺われません(図表2)。もともと、低金利環境が続くもとで、銀行の貸出姿勢はバブル期以来の積極性を示しています(図表3)。貸出姿勢の積極

図表 1 金融機関の借入主体別貸出



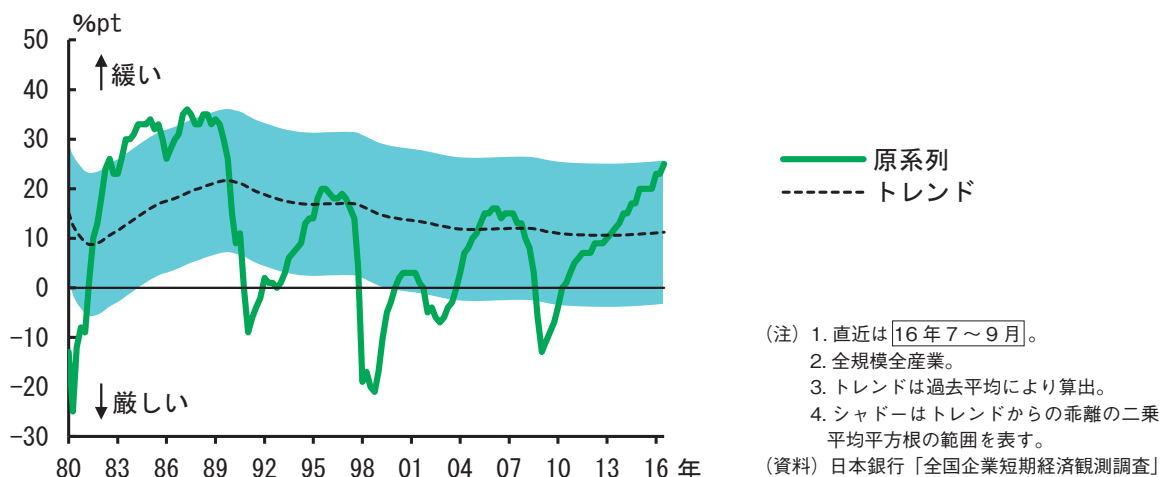
図表 2 金融活動指標

	80年	81年	82年	83年	84年	85年	86年	87年	88年	89年	90年	91年	92年	93年	94年	95年	96年	97年	98年	99年	00年	01年	02年	03年	04年	05年	06年	07年	08年	09年	10年	11年	12年	13年	14年	15年	16年		
金融機関																																							
金融機関																																							
金融市場																																							
民間全体																																							
家計																																							
企業																																							
不動産																																							
資産価格																																							

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

※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

図表 3 金融機関の貸出態度判断 DI



化は、金融緩和の効果の重要な波及経路ですが、一方で、金融機関同士の競争が過度に進んだ場合には、貸出採算の悪化等を通じて金融機関の収益基盤を脆弱にするともに、金融システムを不安定化させるリスクもあるため、注視していく必要があります。また、不動産市場は、現時点では、全体として過熱の状況にはないと考えられますが、大都市圏では一部に投資利回りが低水準となる高値取引がみられているほか、不動産向け貸出も伸び率を高めています。今後、投資家の期待利回りの過度な低下や高値取引の地方圏への拡がりが生じていくことがないか、注意深く点検していく必要があります。

金融システムの安定性

わが国の金融システムは、安定性を維持しています。すなわち、金融機関の自己資本比率は規制水準を十分に上回っており、マクロ的なリスク量との対比でも総じて充実した水準にあります（図表4）。マクロ・

ストレステストの結果も、金融システムが相応に強いストレス耐性を備えていることを示しています。また、流動性の面では、金融機関は十分な円資金を有しています。外貨資金についても、一定期間調達が可能でも、資金不足をカバーできる流動性を確保しているほか、外貨資産の売却を余儀なくされるストレス・シナリオのもとでも、金融機関の健全性は維持されることが確認できます。ただし、市場性調達の比重はなお高く、金融機関は引き続き外貨資金の安定調達基盤の拡充に取り組んでいく必要があります。

金融機関の収益性低下に伴う潜在的な金融脆弱性

現状では、金融機関は充実した資本基盤を備えており、当面収益力が下押しされるもとでも、リスクテイクを継続していく力を有しています。今後、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繋がっていくと考え

られます。もともと、人口減少や高齢化の進展などの構造問題は、地域金融機関の預貸業務の収益性を今後も下押し続けるとみられます。そうしたもとで、マイナス金利の影響も加わり、足もとの収益力の減少傾向が長引いた場合には、損失吸収力の低下する金融機関が増加し、金融仲介機能が低下する可能性も考えられます（図表5）。

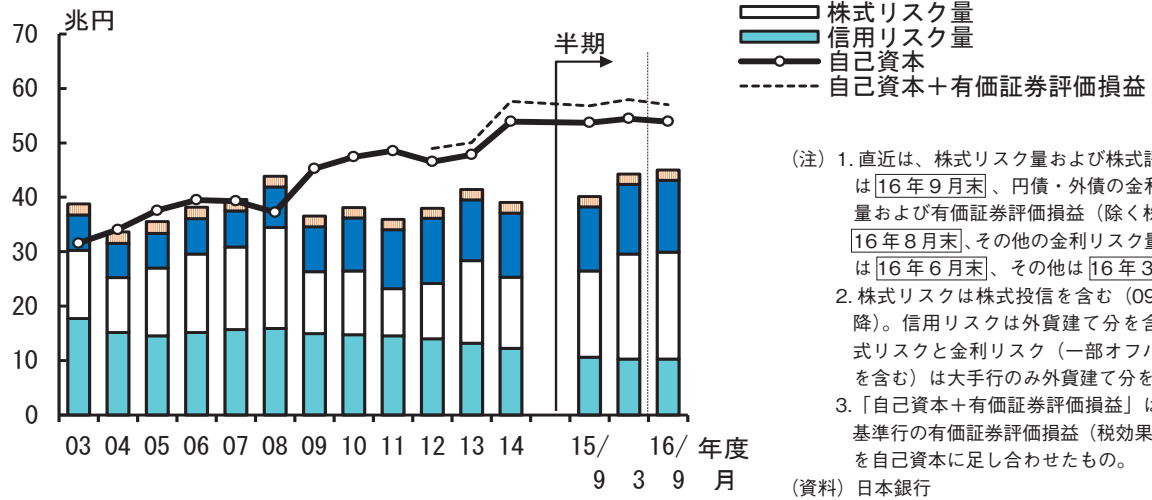
一方で、マイナス金利の影響などから貸出や有価証券投資の収益性が低下するなかで、金融機関が収益維持の観点から過度なリスクテイクに向かうことになれば、金融システムの安定性が損なわれる可能性があることにも留意が必要です。

以上のように、金融機関の収益性低下に伴う潜在的な脆弱性としては、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、収益の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について注視し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課題

金融システムが将来にわたって安定性を維持していくためには、潜在的な脆弱性に繋がりが得るリスクの蓄積や構造的な変化に対して、金融機関は着実に対応していく必要があります。収益性低下の問題に対しては、金融仲介能力の向上を通じた地域経済・企業への支援強化など、収益力の安定・向上に向けた経営方針の具体化が望まれます。また、国際業務や市場運用など、わが国金融機関が積極的にリスクテイクを進めている分野におけるリスク対応力の強化も重要です。このほか、大規模金融機関では、システミックな重要性の高まりを踏まえ、リスク蓄積に対する強い財務基盤と経営管理体制の強化、ストレス発生時の秩序ある対応に向けた準備などが一段と強く求められます。日本銀行も、金融システムの安定確保に向けて、モニタリング・考査等を通じてこれらの課題に引き続き対応していきます。

図表4 金融機関のリスク量と自己資本



図表5 銀行の収益性と貸出の関係

