



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、2018年4月の展望レポート（基本的見解は4月27日公表、背景説明を含む全文は4月28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）

— 二〇一八年四月 —

二〇一八～二〇二〇年度の 中心的な見通し（図表1・2）

【景気】

二〇一八年度は、海外経済が着実な成長を続けるもとで、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、潜在成長率を上回る成長を続けると思われる。

二〇一九年度から二〇二〇年度にかけては、設備投資の循環的な減速や消費税率引き上げの影響を背景に、成長ペースは鈍化するものの、外需に支えられて、景気の拡大基調が続くと見込まれる。

【物価】

消費者物価（除く生鮮食品）

の前年比は、企業の賃金・価格設定スタンスがなお慎重なものにとどまっていることなどを背景に、エネルギー価格の影響を除いてみると、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べて、弱めの動きが続いている。もっとも、マクロ的な需給ギャップが改善を続けるもとで、企業の賃金・価格設定スタンスが次第に積極化し、中長期的な予想物価上昇率も高まるとみられる。この結果、消費者物価の前年比は、プラス幅の拡大基調を続け、

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

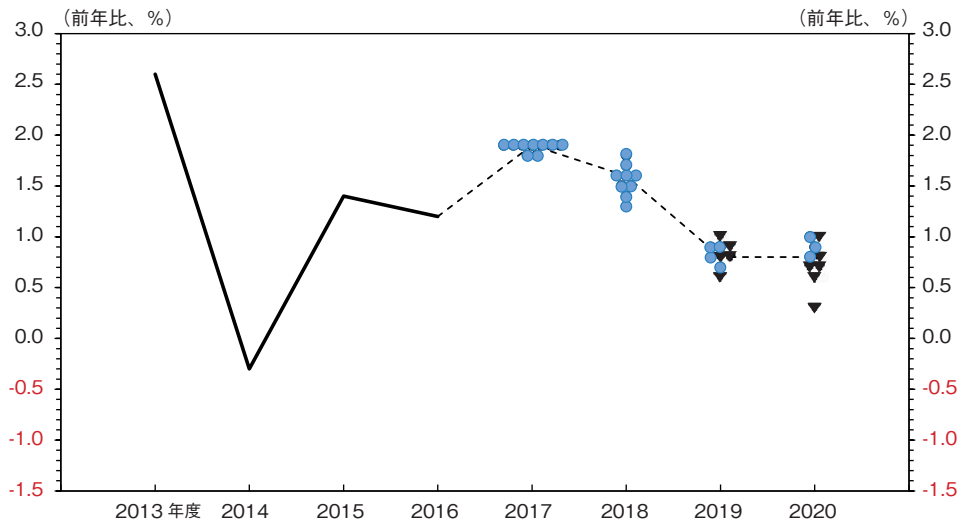
経済については、二〇一八年度は概ね上下にバランスしているが、二〇一九年度以降は下振れリスクの方が大きい。物価については、下振れリスクの方が大きい。物価面では、二％の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているが、なお力強さに欠けており、引き続き注意深く点検していく必要がある。

金融政策運営

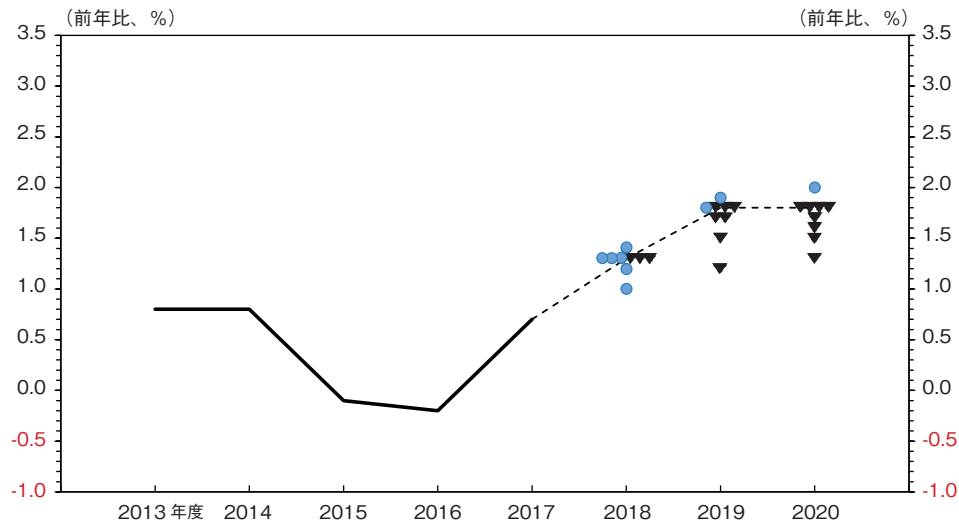
二％の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に

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
2017年度	+ 1.9	+ 0.7	
(1月時点の見通し)	(+ 1.9)	(+ 0.8)	
2018年度	+ 1.6	+ 1.3	
(1月時点の見通し)	(+ 1.4)	(+ 1.4)	
2019年度	+ 0.8	+ 2.3	+ 1.8
(1月時点の見通し)	(+ 0.7)	(+ 2.3)	(+ 1.8)
2020年度	+ 0.8	+ 2.3	+ 1.8

(注)

消費税率については、2019年10月に10%に引き上げられる(軽減税率については、酒類と外食を除く飲食料品および新聞に適用される)ことを前提としている。なお、教育無償化政策の影響については、統計上の取り扱いが未定ということもあり、消費者物価指数には反映されないと仮定している一方、実質GDPの見通しについては、現時点の情報をもとにその影響を織り込んでいる。

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。



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」

二〇一八年四月

二〇一八年四月号の 特徴と問題意識

今回のレポートでは、金融機関が近年積極化させている貸出について、特に金利と信用リスクの関係に焦点を当てている。世界的な低金利環境が続くなか、社債などのクレジット市場では、多くの先進国において信用スプレッドが歴史的な低水準にまで縮小し、投資家によるリスク認識の緩みやリスクのリプライシング（再評価）に関する懸念が指摘されるようになってきている。これと似た事象や問題が銀行貸出市場でも起きていないかというのが、今回の問題意識である。

景気改善が長く続き、企業のデフォルト率が低下した結果、金融機関の信用コストは既往最低水準で推移している。しかし、信用コストの

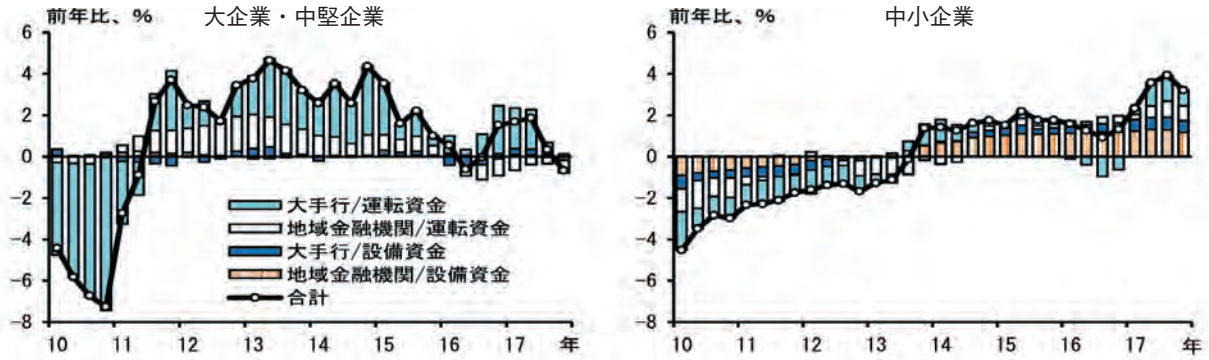
算出が過去のデフォルト率に基づいている場合、経済のボラティリティが低下した局面が長く続くと、金融機関が潜在的に抱えている信用リスク量を過少に評価してしまう可能性がある。金融機関が十分なリスク耐性を備えているかどうかをみるには、将来起こり得るマクロ経済環境の悪化に対して、企業財務がどのように変化し、ひいては金融機関の損失吸収力にどのような影響が及び得るか検証しておくことが重要となる。企業の信用リスクは、財務内容の違いを反映し、ばらつきも大きいため、金融機関はそれぞれの企業の信用リスクに見合った貸出金利を設定する必要がある。その重要性は、ミドルリスク企業向け貸出に注力する金融機関が近年増えていることを踏まえると、一層高まっているといえ

る。そこで、今回のレポートでは、ミドルリスク企業を中心に、その財務内容や行動特性を明らかにするとともに、それらに対する金融機関の（金利設定を含む）融資スタンスとリスク耐性について掘り下げた分析を行う。そのうえで、金融システムの潜在的な脆弱性に関する評価を行い、金融機関の信用リスク管理の課題等について指摘する。要旨は以下のとおり。

金融仲介の 現状と金融循環の評価

日本銀行の金融緩和を背景に、金融仲介活動は引き続き積極的な状況にあり、景気の緩やかな拡大を支えている。国内貸出市場では、貸出金利が長短ともに既往ボトム圏で推移し、残高は前年比二％程度のペース

図表 1 企業向け貸出（除く不動産業）の業態・使途別内訳



(注) 直近は2017年12月末。
(資料) 日本銀行

図表 2 ヒートマップ

		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	17	18
		年																																						
金融機関	金融機関の貸出態度判断DI	[Color-coded cells]																																						
	M2成長率	[Color-coded cells]																																						
金融市場	機関投資家の株式投資の対証券投資比率	[Color-coded cells]																																						
	株式信用買残の対信用売残比率	[Color-coded cells]																																						
民間全体	民間実物投資の対GDP比率	[Color-coded cells]																																						
	総与信・GDP比率	[Color-coded cells]																																						
家計	家計投資の対可処分所得比率	[Color-coded cells]																																						
	家計向け貸出の対GDP比率	[Color-coded cells]																																						
企業	企業設備投資の対GDP比率	[Color-coded cells]																																						
	企業向け与信の対GDP比率	[Color-coded cells]																																						
不動産	不動産実物投資の対GDP比率	[Color-coded cells]																																						
	不動産向け貸出の対GDP比率	[Color-coded cells]																																						
資産価格	株価	[Color-coded cells]																																						
	地価の対GDP比率	[Color-coded cells]																																						

(注) 1. 「赤」は指標が上限の閾値を超えて過熱していることを、「青」は指標が下限の閾値を下回って停滞していることを、「緑」はそれ以外を示す。「白」はデータがない期間を示す。

2. 直近は、金融機関の貸出態度判断DI、株価が2018年1～3月、地価の対GDP比率が2017年7～9月、その他は2017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」

で増加している。特に、地域金融機関間の貸出競争が激化するなかで、中小企業向けの設備関連貸出が幅広い業種で増加している(図表1)。CP・社債市場でも、発行レートがきわめて低い水準で推移するなか、大企業の資金調達額は高めの伸びを続けている。この間、国際金融市場は、米国の長期金利がインフレ予想の上振れを受けて上昇し、先進国の株価が大幅に下落するといった動きもみられるが、全体としては落ち着いている。海外経済が成長を続けるもとで、本邦金融機関の海外向け投融资は増勢を維持している。

民間非銀行部門の資金調達環境はきわめて緩和した状態にあるが、金融循環の面で、目立った過熱感は窺われない(図表2)。株価は、本年初までの上昇ペースがやや急だったが、企業収益の改善見通しに概ね沿った動きとなっている。金融機関や企業はバランスシートの規模を拡大させているが、GDP対比で過大な水準には至っていない。不動産向け貸出残高は高めの伸びを続けてきたが、金融機関の間では、不動産市場の調整リスクや与信の業種集中などを意識し、貸出スタンスを慎重化させる動きが広がってきているほか、国内投資家も、不動産価格の高値警戒感から物件取得を慎重化させている。ただし、金融機関のバランスシートの規模が過大でないとしても、金融機関の貸出や有価証券投資において、リスク対比で適正なリターンが確保されていない場合には、金融システムの脆弱性を高めることに留意が必要である。

金融システムの安定性

金融機関は、リーマンショックのようなテールイベントの発生に対し

て、資本と流動性の両面で相応の耐性を備えており、全体として、わが

国の金融システムは安定性を維持していると判断される。もともと、金融機関のストレス耐性についてはばらつきがあるほか、金融取引需要を規定する人口や企業数が継続的に減少するという慢性ストレスを考慮すると、現時点の資本の十分性は、将来の金融システムの安定を必ずしも保証する訳ではない。リーマンショックのような急性ストレスに対する損失吸収力があっても、慢性ストレスによって金融機関の基礎的収益力が下押しされる場合には、いずれ自己資本が毀損される状況に至る可能性があるためである。地域金融機関の中には、コア業務純益が減少するなかで、当期純利益の水準や高い配当性を維持するために、有価証券の益出しを行う先も相応にみられる(図表3)。無理な益出しの継続は、有価証券の利息・配当収益を減少させるほか、有価証券の含み益は、経済価値ベースでは資本バッファーとして機能する面があることから、株主還元のある方も含め、収益配分

について検討を進めていくことが重要である。

金融機関の信用面の リスクテイクに伴う脆弱性

慢性ストレス下での貸出競争の激化や金融緩和の影響から、金融機関は、いわゆる「ミドルリスク企業」向けを中心に、低利による貸出を積極化させている(図表4)。こうした動きの背景には、ミドルリスク企業は、優良企業に比べ内部資金が少なく借入の金利感応度が高いため、金融機関が低金利を提示すれば、潜在的な借入需要が顕在化しやすいことがある(図表5)。ミドルリスク企業向け貸出の増加は、自己資本比率が高く、リスクテイク能力が相対的に高い金融機関で生じているが、同時に、基礎的収益力が低く、リスクテイクのインセンティブが相対的に強い金融機関で生じている傾向がある。景気改善と低金利という良好なマクロ経済環境が長期化しているため、金融機関による信用リスクの評価は緩む傾向がみられる。金融機関や企業が良好なマクロ経済環境の継

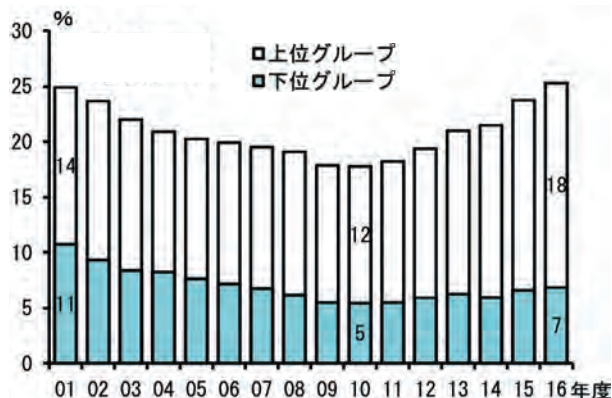
続を前提に行動するようになると、マクロ経済環境が反転した際に、予想外の損失からバランスシートを毀損する可能性も考えられる。金融機関の正常先債権全体の引当率は、リーマンショック前を下回る既往最低水準で推移しているが(図表6)、景気悪化や金利上昇など負のショックが発生した場合、収益性や借入返済能力の低いミドルリスク企業を中心にランクダウンが発生し、信用コストが急激に上昇する可能性も考えられる。

マクロプルーデンスの 視点からみた金融機関の課題

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、金融面の不均衡が蓄積する可能性がある一方で、基礎的収益力の低下が続き損失吸収力も失われれば、金融仲介機能が低下する可能性がある。こうした過熱・停滞両方向のリスクがあるなかで、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、金融機関は、持続性の高い収益の確保に向けた取り組み

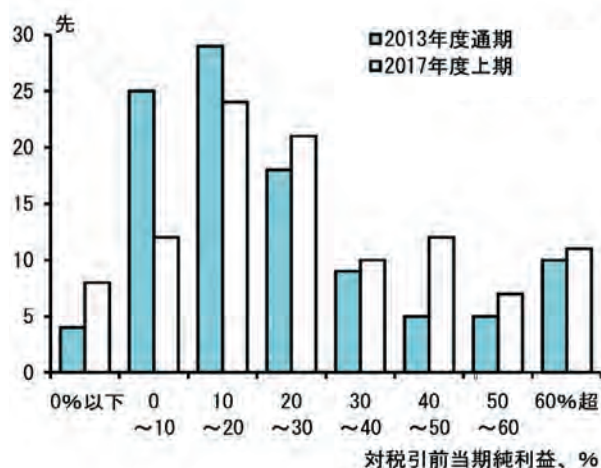
みを加速するとともに、内外貸出や株式・外債などへの投資といった積極的にリスクテイクを進めている分野においてリスク対応力を強化することが重要である。この点、ミドルリスク貸出を積極化させている金融機関は、先行きのマクロ経済環境の変化も念頭に置いて、リスクに応じた適正な金利設定を行うとともに、引当の適切性を検証するなど信用リスク管理の実効性を向上させていく必要がある。特に、貸出債権の引当にあたっては、足もとの良好なマクロ経済環境に過度に引き摺られることのないよう、中長期的な視点から循環的な影響を十分に勘案する必要がある(図表7)。同時に、金融機関は、顧客企業とのリレーションシップを強化し、企業の生産性向上を積極的に支援していくことが望まれる。日本銀行としても、考査・モニタリング等を通じてこれらの金融機関の取り組みを後押しするとともに、マクロプルーデンスの視点から、金融機関による多様なリスクテイクが金融システムに及ぼす影響について引き続き注視していく。

図表4 低採算先貸出比率



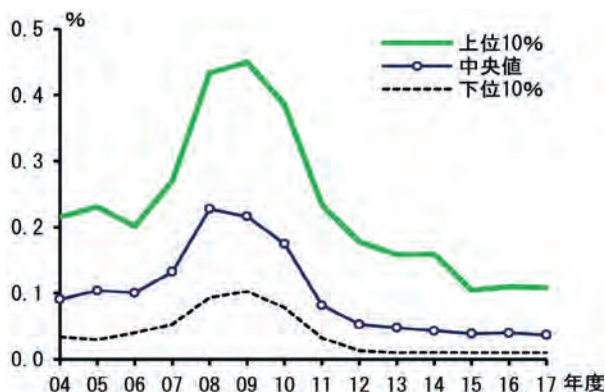
(注) 「低採算先」とは、財務内容の相対的に悪い貸出先企業のうち、銀行が貸出金利の水準を信用リスク対比で低めに設定している先を指す。低採算先の中でも相対的に財務内容が下位に位置する企業を「下位グループ」、残りを「上位グループ」に分類している。
(資料) 帝国データバンク

図表3 当期純利益に占める有価証券関係損益の分布



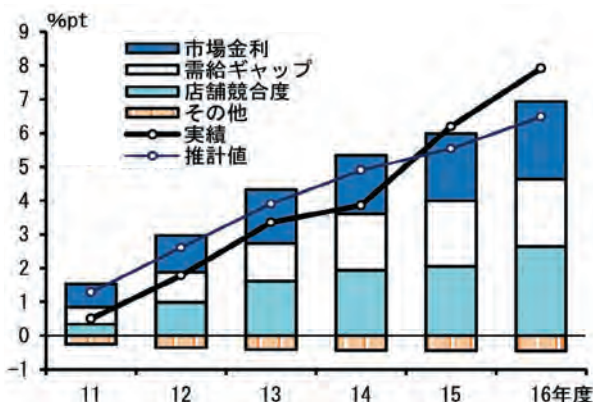
(注) 1. 有価証券関係損益は、投資信託解約損益を含む。
2. 集計対象は地域銀行。
(資料) 日本銀行

図表6 正常先債権の引当率



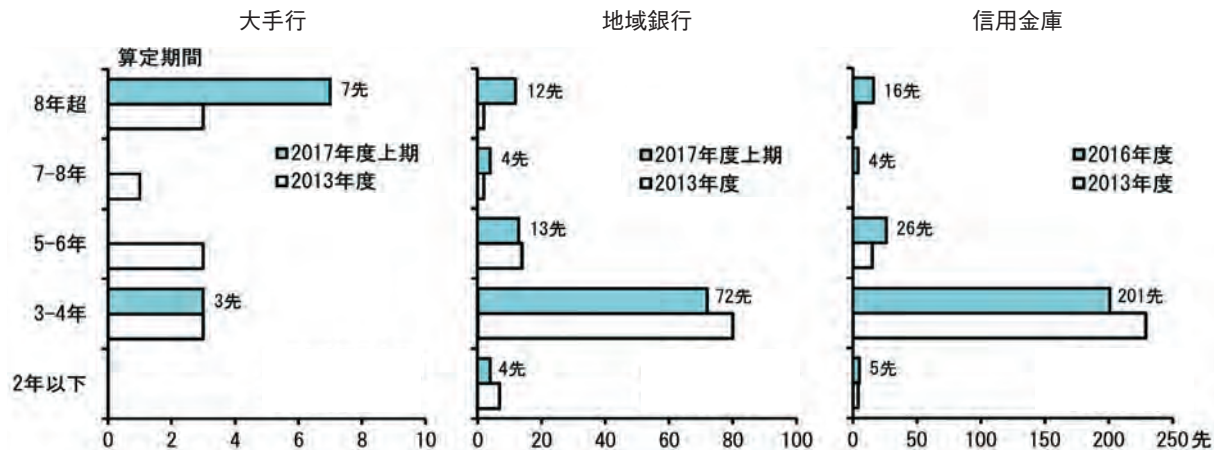
(注) 1. 正常先債権残高に対する正常先の一般貸倒引当金の比率。
2. 集計対象は地域銀行。直近は2017年9月末。
(資料) 日本銀行

図表5 低採算先貸出比率の要因分解



(注) 金融機関別にみた低採算先貸出比率を被説明変数とし、市場金利、店舗競合度、需給ギャップを説明変数とするパネル推計の結果をもとに、2010年度以降の低採算先貸出比率の累積変化を寄与度分解したもの。

図表7 引当率の算定期間



(注) 各調査時点における、正常先の引当率算出にかかる総算定期間 (全ての算定期間の合計)。
(資料) 日本銀行