



# 日本銀行のレポートから

日本銀行は、1、4、7、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、2019年4月の展望レポート（基本的見解は4月25日、背景説明を含む全文は4月26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）

— 二〇一九年四月 —

### 二〇一九～二〇二一年度の 中心的な見通し（図表1・2）

#### 【景気】

当面、海外経済の減速の影響を受けるものの、二〇二一年度までの見通し期間を通じて、景気の拡大基調が続くとみられる。

輸出は、当面、弱めの動きとなるものの、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくもとで、基調としては緩やかに増加していくと考えられる。国内需要も、消費税率引き上げなどの影響を受けつつも、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、増加基調をたどると見込まれる。

#### 【物価】

消費者物価（除く生鮮食品）の

前年比は、プラスで推移しているが、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べると、弱めの動きが続いている。

これには、①賃金・物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が根強く残るもとで、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスなどが明確に転換するには至っていないことに加え、②企業の生産性向上に向けた動きや近年の技術進歩なども影響している。こうした物価の上昇を遅らせてきた諸要因の解消に時間を要している中で、中長期的な予想物価上昇率も横ばい圏内で推移している。

もともと、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態が続くもとで、企業の賃金・価格設定スタンスが次第に積極化し、家計の値

上げ許容度が高まっていけば、実際に価格引き上げの動きが拡がり、中長期的な予想物価上昇率も徐々に高まるとみられる。この結果、消費者物価の前年比は、二％に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

#### リスクバランス

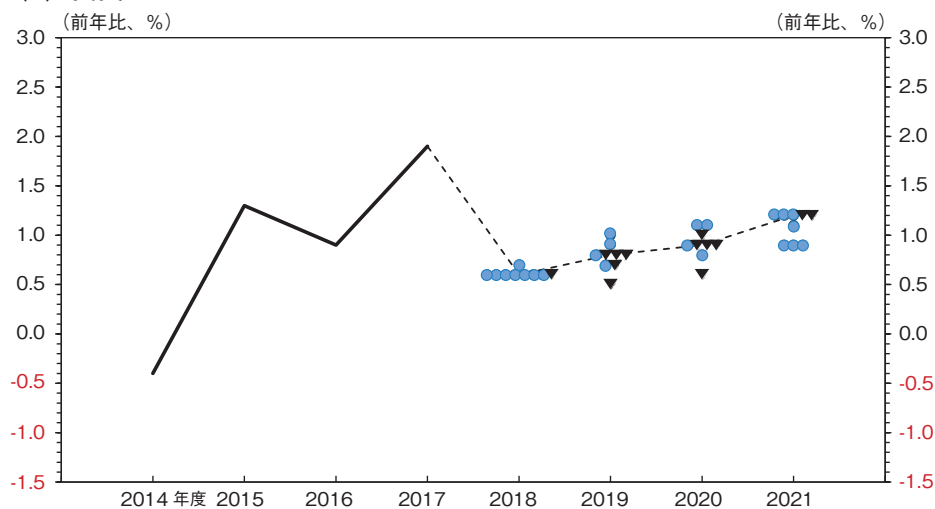
経済・物価ともに下振れリスクの方が大きい。物価面では、二％の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているが、なお力強さに欠けており、引き続き注意深く点検していく必要がある。

#### 金融政策運営

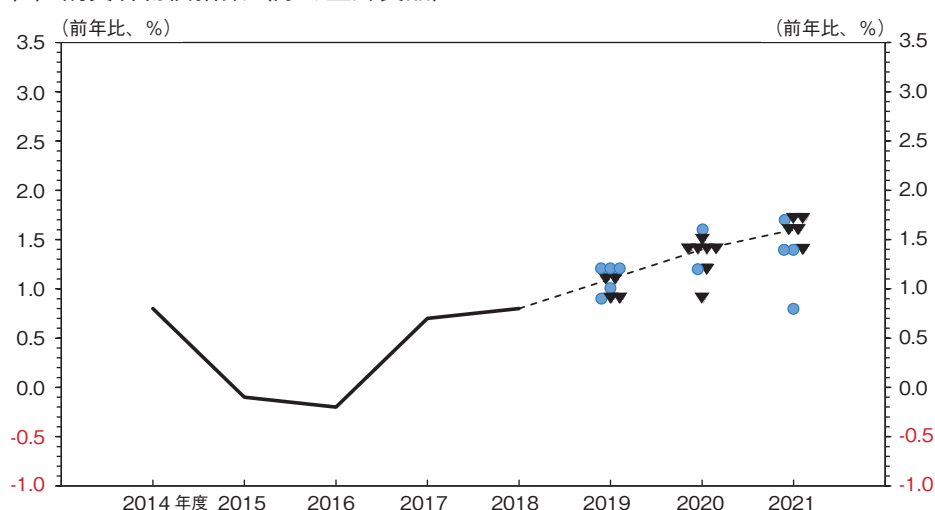
二％の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩

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、2014年度、2015年度については、2014年4月の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)	(参考) 消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除くケース
2018年度	+ 0.6	+ 0.8	
(1月時点の見通し)	(+ 0.9)	(+ 0.8)	
2019年度	+ 0.8	+ 1.1	+ 0.9
(1月時点の見通し)	(+ 0.9)	(+ 1.1)	(+ 0.9)
2020年度	+ 0.9	+ 1.4	+ 1.3
(1月時点の見通し)	(+ 1.0)	(+ 1.5)	(+ 1.4)
2021年度	+ 1.2		+ 1.6

(注) 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(軽減税率については、酒類と外食を除く飲食品および新聞に適用されること)、教育無償化政策については、幼児教育無償化が2019年10月に、高等教育無償化等が2020年4月に導入されることを前提としている。

和」を継続する。マネタリーベースについては、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2%を超えるまで、拡大方針を継続する。政策

金利については、海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも二〇二〇年春頃まで、現在のきわめて低い長

短金利の水準を維持することを想定している。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安

定目標」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、金融システムの安定性を評価するとともに、安定確保に向けた課題について関係者とのコミュニケーションを深めることを目的として、金融システムレポートを年2回公表しています。本レポートの分析結果は、日本銀行の金融システムの安定確保のための施策立案や、考査・モニタリング等を通じた金融機関への指導・助言に活用しています。また、国際的な規制・監督・脆弱性評価に関する議論にも役立てています。金融政策運営面でも、マクロ的な金融システムの安定性評価を、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一つとしています。

\*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」

二〇一九年四月

### 二〇一九年四月号の 特徴と問題意識

今回のレポートでは、次の四つに力点を置いて分析を行った。第一に、今回ヒートマップにおいて、不動産業向け貸出の対GDP比率が「赤」（過熱方向でトレンドからの乖離が大きい状態）に転じたことを踏まえ、不動産市場について、バブル期との比較を念頭に置きつつ、幅広い視点からその金融安定上のリスクを分析・評価した。第二に、地域金融機関の収益力低下の背景を理解するため、わが国同様に低金利環境下にある欧州系金融機関との収益構造の比較を行った。また、将来の収益力

に対する市場参加者の見方が集約された株式市場の情報を利用して、わが国金融機関の潜在的な脆弱性を定量的に評価した。第三に、地域金融機関の収益力と自己資本比率の低下が継続していることを踏まえ、それが長引いた場合の金融安定への影響を定量的に把握する観点から、マクロ・ストレステストにおいて、目先のストレス発生を想定した定例のテストに加え、五年後のストレス発生を想定したテストを実施した。第四に、金融安定への影響が大きいと考えられる大手金融機関のシステムミックスな重要性和デジタルイノベーションについて、BOJで分析した。前者については、システムミックスな重要

性の一つの表れである海外との連関性・共振性の実情を取り上げた。後者については、金融機関の取り組み状況と、足もと幅広い取り組みが加速しているキャッシュレス決済の動きを整理した。要旨は以下のとおり。

### 金融仲介活動の動向

日本銀行の金融緩和を背景に、金融仲介活動は銀行貸出を中心に引き続き積極的な状況にある。国内貸出市場では、貸出金利が既往ボトム圏で推移し、残高は前年比二%台半ばのペースで増加している。大企業向けM&A関連貸出が増加しているほか、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。

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もとで、大企業による資金調達が増加基調にある。この間、国際金融市場では、世界経済の不透明感の高まりなどを背景に、株価やクレジット市場のスプレッドが不安定な動きを示す場面もみられたが、足もととは落ち着きを取り戻しつつある。そうしたもとで、わが国金融機関の海外エクスポージャーは、貸出やクレジット商品（高格付けのCLOや投資適格の社債等）を中心に増勢を維持している。

## 金融循環と潜在的な脆弱性

以上のような金融仲介活動を受けて、企業・家計の資金調達環境はきわめて緩和した状態にある。こうしたもとで、総与信の対GDP比率がトレンドから上方に乖離して推移するなど、金融循環の拡張的な動きが継続しているが、全体として一九八〇年代後半のバブル期のような過熱感は見られていない（図表1）。た

だし、銀行の不動産向け貸出はなお高めの伸びを示しており、その対GDP比率は、トレンドからの乖離幅がバブル期以来の水準となっている（図表2）。地価動向など幅広い情報を総合すると不動産市場に過熱感は窺われないが（図表3）、①貸出の伸びの中心が中小企業・個人による不動産貸付業向けであること、②そうした貸出に積極的な金融機関に自己資本比率が低めの先が多いこと、③貸出とは別に、金融機関のREIT・不動産ファンド向け貸付も増加しているこ

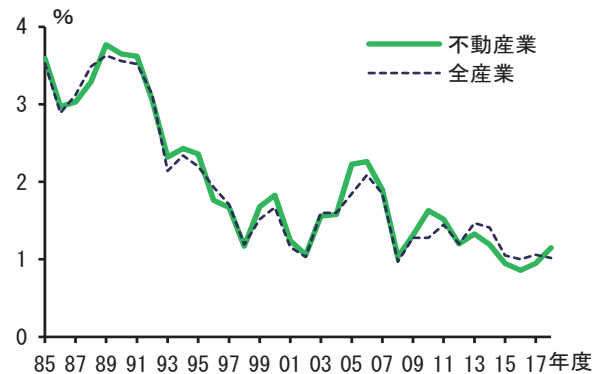
図表1 ヒートマップ

		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	19										
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																																																		
	不動産向け貸出の対GDP比率																																																		
資産価格	株価																																																		
	地価の対GDP比率																																																		

(注) 「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。

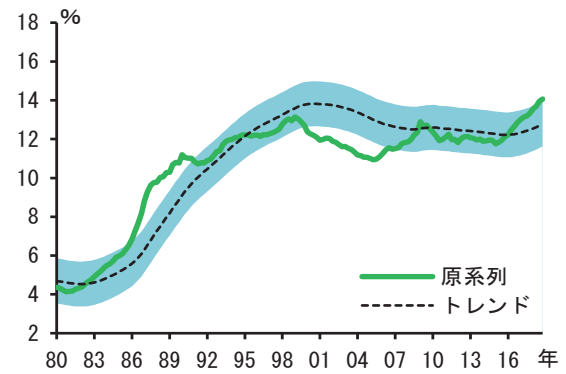
(資料) Bloomberg、財務省「法人企業統計」、東京証券取引所「信用取引残高等」、内閣府「国民経済計算」、日本不動産研究所「市街地価格指数」、日本銀行「貸出先別貸出金」「資金循環統計」「全国企業短期経済観測調査」「マネーサプライ」「マネーストック」

図表3 不動産の期待成長率



(資料) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

図表2 不動産向け貸出の対GDP比率



(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「貸出先別貸出金」

とから、不動産市場を巡る脆弱性を注視していく必要がある。また、地域金融機関は、相対的に信用力の低いミドルリスク企業向け貸出に積極的に取り組みつつ地域の企業・経済を支援しているが、リスクに見合った利鞘を確保しにくい状況が続いている。先行きの信用コスト上昇に対する脆弱性にも留意が必要である。

金融循環の拡張的な動きは、足もと景気拡大に寄与しているが、やや長い目でみて、わが国経済の成長力が高まらない場合には、むしろバランスシート調整圧力を蓄積することで、経済に負のショックが発生した際の下押し圧力を強める方向に作用する可能性がある。

国際金融面では、海外貸出は全体として質の高いポートフォリオが維持されているが、海外金融機関との競争激化や外貨調達コストの高止まりを背景に、リスクがやや高い先への与信を増やす動きもみられている。有価証券投資でも、金融機関は海外クレジット商品や投資信託を積み増すかたちでリスクテイクを積極化しており、多様で複雑な市場リス

クを抱えるようになってきている。このため、世界経済の下振れ等を契機とするリスク性資産の幅広いリプライシングの影響を受けやすくなっている点には留意が必要である。

### 金融システムの安定性

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。金融機関は、上記のような脆弱性を考慮しても、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いる(図表4、5)。

もともと、金融仲介活動の中核となる国内預貸業務の収益性が低下を続けている。これには低金利環境の長期化に加えて、人口減少に伴う成長期待の低下と借入需要の趨勢的な低下という構造要因による面が大きいと考えられる。こうした国内収益環境のもとで、大手金融機関はグローバル展開とグループベースの総合金融戦略を推進しており、システミックな重要性、海外との関連性を高めている。地域金融機関は、ミドルリスク企業向けや不動産業向けな

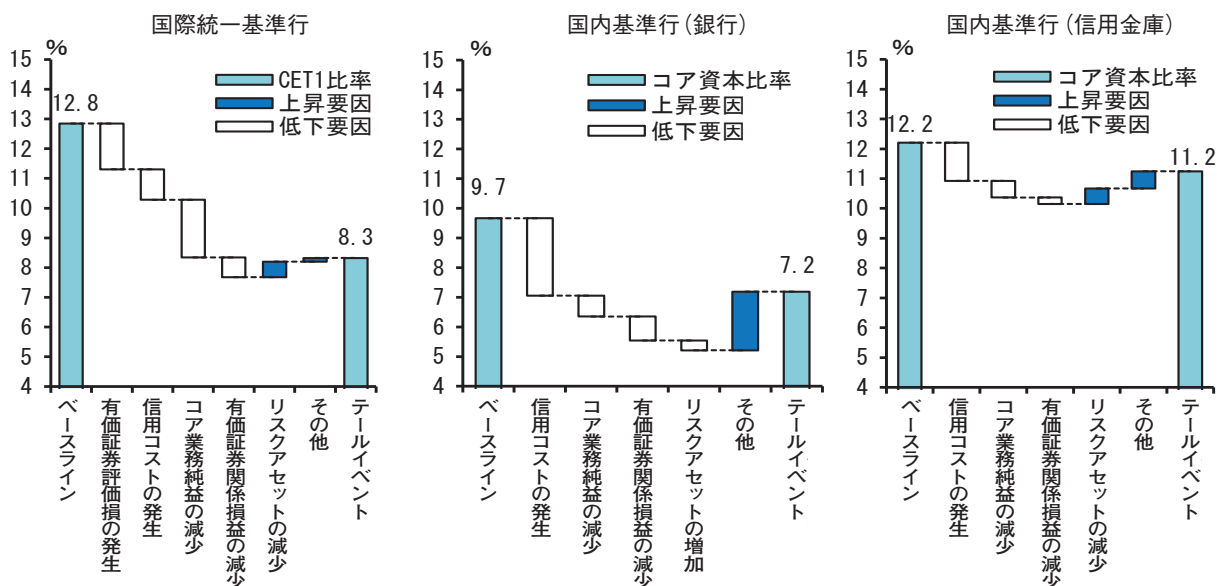
ど国内貸出や有価証券投資を積極化しているが、総じてリスクアセット拡大に見合った収益を確保できておらず、自己資本比率、ストレステータスは緩やかに低下している。こうした状況が長引くと、ストレステ時の信用コストや有価証券関連損失に伴う自己資本の下振れが大きくなる結果、金融面から実体経済への下押し圧力が強まる可能性がある(図表6)。

### マクロプルーデンスの視点からみた金融機関の課題

金融システムが将来にわたって安定性を維持していく観点から、金融機関に求められる経営課題は、次の四点である。第一は、収益力向上に向けた取り組みの強化である。①リスクに応じた貸出金利の設定、②企業の課題解決や家計の資産形成支援を通じた役務収益力強化、③経営効率の抜本的改善が課題となる。また、これらを効果的に推進する観点から、経営統合やアライアンスも有効な選択肢となり得る。第二は、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であ

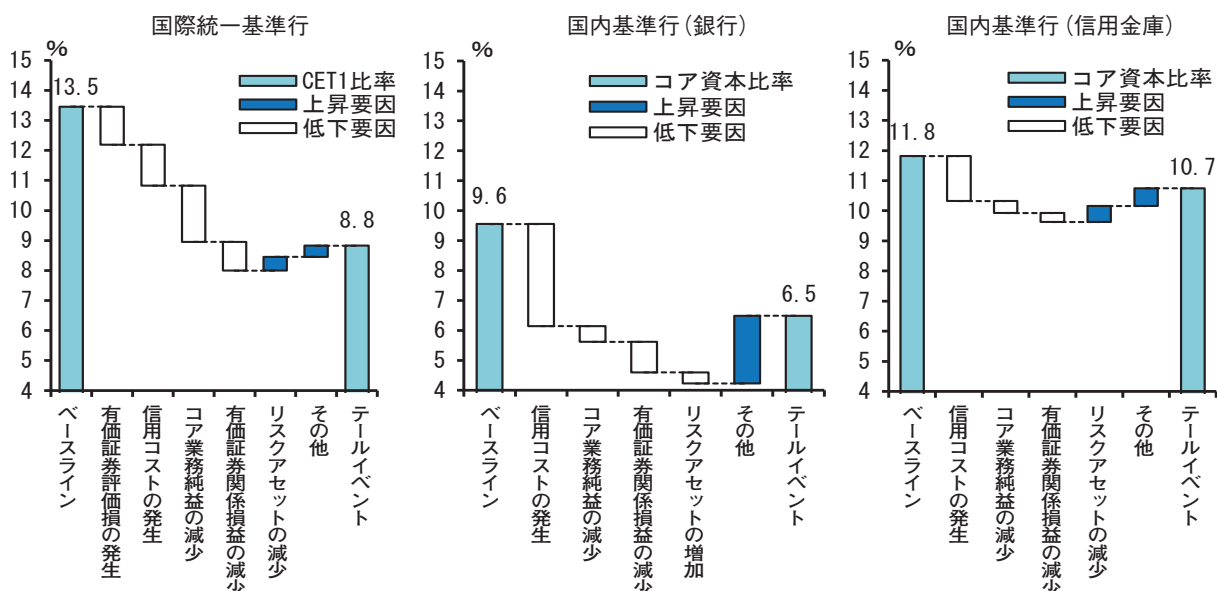
る。地域金融機関では、ミドルリスク企業向けや不動産業向け貸出、投資信託を通じた投資拡大等に対応した管理強化が挙げられる。大手金融機関には、システミックな重要性を踏まえた強固な財務基盤の確保、グローバルかつグループベースの経営管理等が求められる。第三は、デジタルイノベーションへの対応である。わが国でも、幅広いキャッシュレス決済への取り組みや、金融機関によるオープンAPI、AIやクラウドの活用等が進みつつある。金融機関はデジタル技術の活用方針を明確化し、それに応じたサイバーセキュリティ・情報管理体制を整備する必要がある。第四は、自己資本の適正水準や配当、有価証券評価益の活用方針等を含めた適切な資本政策の実施である。日本銀行は、考査・モニタリング等を通じて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 CET1比率とコア資本比率の要因分解(2021年度)



(注) シミュレーション期間の終期(2021年度末)における、ベースラインとテールイベント・シナリオ下の自己資本比率の乖離要因を表示。

図表5 CET1比率とコア資本比率の要因分解:借入需要減少ケース(2026年度)



(注) シミュレーション期間の終期(2026年度末)における、ベースラインとテールイベント・シナリオ下の自己資本比率の乖離要因を表示。

図表6 貸出残高:借入需要減少ケース

