



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、2015年10月の展望レポート（基本的見解は10月30日公表、背景説明を含む全文は10月31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/>
 ＊展望レポートは、来年以降、年4回（1月、4月、7月、10月）公表することを予定しています。

「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）

—— 二〇一五年十月 ——

展望レポートのポイント

二〇一五～二〇一七年度の 中心的な見通し（図表1・2・3・4）

【景気】

家計、企業の両部門において所得から支出への前向きな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な増加に転じると考えられる。そうしたもとで、わが国経済は、二〇一五年度から二〇一六年度にかけて潜在成長率を上回る成長を続けると予想さ

れる。二〇一七年度にかけては、消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動などの影響を受けるとともに、景気の循環的な動きを映して、潜在成長率を幾分下回る程度に減速しつつも、プラス成長を維持すると予想される。

【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0%程度で推移するとみられるが、物価の基調が着実に高まり、原油価

格下落の影響が剥落するに伴って、「物価安定の目標」である2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。2%程度に達する時期は、原油価格の動向によって左右されるが、同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にたてば、二〇一六年度後半頃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。

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 | + 1.2 | + 0.1 | |
| (7 月時点の見通し) | (+ 1.7) | (+ 0.7) | |
| 2016 年度 | + 1.4 | + 1.4 | |
| (7 月時点の見通し) | (+ 1.5) | (+ 1.9) | |
| 2017 年度 | + 0.3 | + 3.1 | + 1.8 |
| (7 月時点の見通し) | (+ 0.2) | (+ 3.1) | (+ 1.8) |

(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、見通し期間の終盤にかけて 60 ドル台前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、2015 年度で -0.9% ポイント程度、2016 年度で -0.2% ポイント程度と試算される。また、寄与度は、2016 年入り後マイナス幅縮小に転じ、2016 年度後半には概ねゼロになると試算される。

(注 2) 今回の見通しでは、消費税率について、2017 年 4 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。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、税率引き上げが現行の課税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 (+ 1.3% 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。

図表 1 展望レポートのポイント

2015 ~ 2017 年度の 中心的な見通し

【景気】

2015 年度から 2016 年度にかけて潜在成長率を上回る成長を続けると予想される。2017 年度にかけては、潜在成長率を幾分下回る程度に減速しつつも、プラス成長を維持すると予想される。

【物価】

消費者物価の前年比は、当面 0% 程度で推移するとみられるが、物価の基調が着実に高まり、原油価格下落の影響が剥落するに伴って、2% に向けて上昇率を高めていくと考えられる。2% 程度に達する時期は、原油価格の動向によって左右されるが、同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にたてば、2016 年度後半頃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。

二〇一五〜二〇一七年度の 中心的な見通しの前提等

【景気】

① 日本銀行が、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「量的・質的金融緩和」を継続する中で、金融環境は緩和した状態が続き、景気に対し刺激的に作用していく。

② 海外経済については、先進国が堅調な成長を続けるとともに、その好影響が波及し新興国も減速した状態から脱していくとみられることから、緩やかに成長率を高めていく。

③ 公共投資は、現在の高めの水準から緩やかな減少傾向をたどった後、見通し期間の終盤にかけては下げ止まっていく。

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

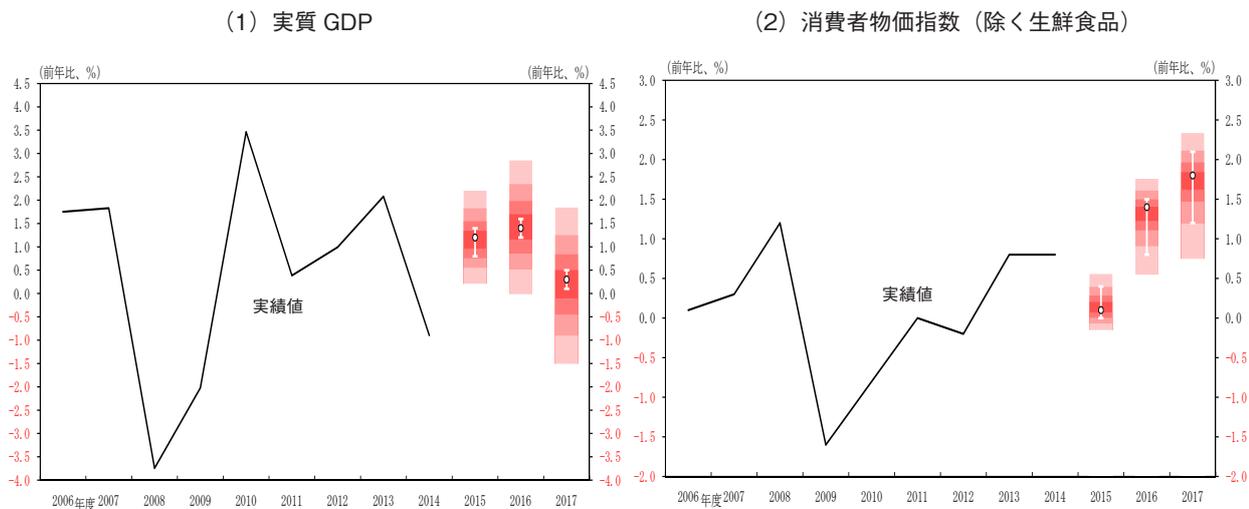
向上に向けた取り組みと内外需要の掘り起こしなどが続くとともに、デフレからの脱却が着実に進んでいくにつれて、企業や家計の中長期的な成長期待は、緩やかに高まっていく。

【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、本年度末にかけてプラス (需要超過) に転じた後、二〇一六年度にプラス幅が一段と拡大し、需給面からみた賃金と物価の上昇圧力は、着実に強まっていく。その後、二〇一七年度には、マクロ的な需給バランスは、プラスの水準で横ばい圏内の動きになる。

② 中長期的な予想物価上昇率については、日本銀行が「量的・質的金融緩和を推進し、実際の物価上昇率が高まっていくことで、上昇傾向をたどり、「物価安定の目標」である 2% 程度に向けて次第に収斂していく。こうしたもとで、企業の賃金・価格設定

図表3 政策委員の見通し分布チャート

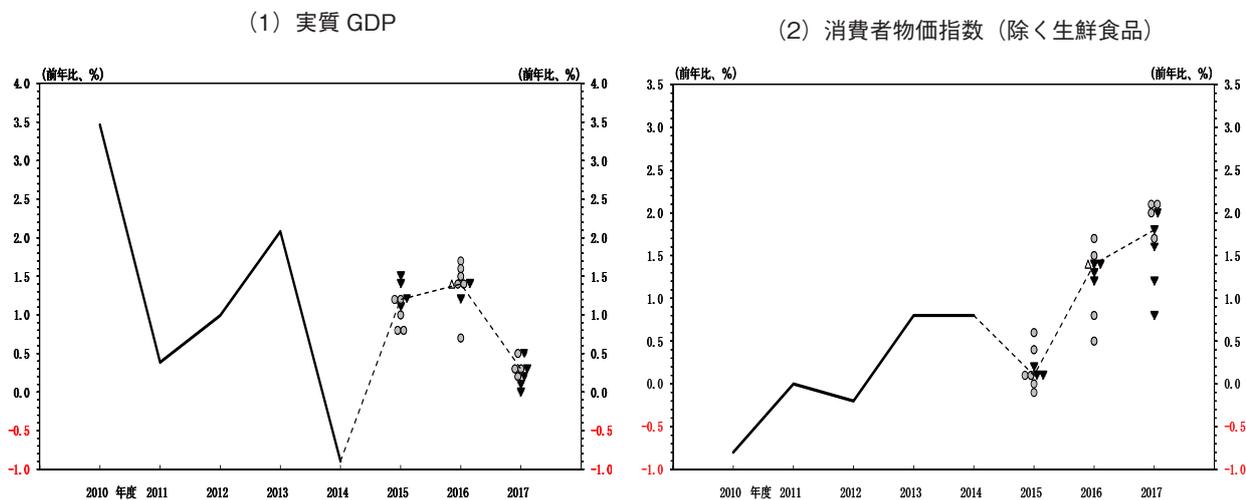


(注1) 上記の見通し分布は、各政策委員の示した確率分布の集計値（リスク・バランス・チャート）について、①上位10%と下位10%を控除したうえで、②下記の分類に従って色分けしたもの。なお、リスク・バランス・チャートの作成手順については、2008年4月の「経済・物価情勢の展望」BOXを参照。

| | | | |
|-------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| 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。

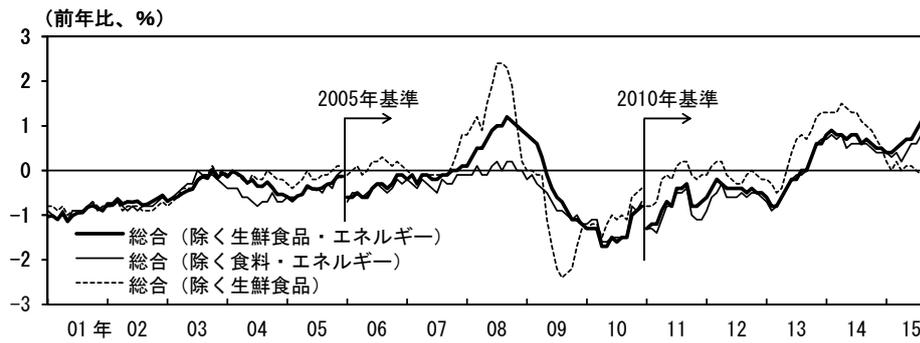
図表4 政策委員の経済・物価見通しとリスク評価



(注1) 「金融政策決定会合の運営の見直しについて」（2015年6月19日）において、来年1月以降、「政策委員の見通し分布チャート」にかえて「政策委員全員の経済・物価見通し及びリスク評価」を公表する方針を明らかにしていたが、後者について、時系列での比較が可能となるよう、今回から先行的に公表することとした。

(注2) 実線は実績値、点線は政策委員見通しの中央値を示す。
 (注3) ○、△、▽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4) 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 5 消費者物価の基調的な変動



(注1) 総合 (除く生鮮食品・エネルギー) は、日本銀行調査統計局算出。
 (注2) 消費者物価指数は、消費税調整済み (試算値)。

スタンスは積極化していく。
 ③ 輸入物価についてみると、これまでの為替相場の動きが、輸入物価を通じて消費者物価の押し上げ要因として作用していく一方、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 海外経済の動向
- ② 消費税率引き上げの影響
- 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

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、二〇一六年度後半頃に二%程度の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、海外経済の動向を中心に、下振れリスクが大きい。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。もともと、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、全体として減少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%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、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」

二〇一五年十月

今回の特徴

今回のレポートにおける編集・分析面の特徴は、次の五点です。①年度半ばの中間的なレビューと位置づけ、金融安定に向けた課題に関する部分を中心に、年度初（前回レポート）からの変化を中心とした記述にしました。②これまで分離していた金融機関の円・外貨金利リスク、株式リスクを「市場リスク」として統合しました。金融機関の有価証券投資において運用の多様化が進み、各種のリスクを横断的にみていく必要性が高まっていることに対応したものです。③金融機関が積極的にリスク・テイクを進めている分野（M&A関連貸出、貸家業向け貸出、有価証券投資等）についてBOXを設け、リスク管理上の留意点を提示しました。④マクロ・ストレス・テストのモデルやシナリオ設定方法等を拡充するとともに、個々の金融機関が行うストレス・テストの参考に資

するよう、方法論やデータの開示を拡充しました。シナリオ設定の考え方に関する「別冊」を公表したほか、テストに関する主要データを日本銀行ホームページからダウンロード可能としました。⑤アジア経済の減速、夏場以降の市場ボラティリティの高まりを踏まえ、リスク分析やマクロ・ストレス・テストにおいて、金融機関への影響や留意点についての説明を加えました。

金融システムの総合評価

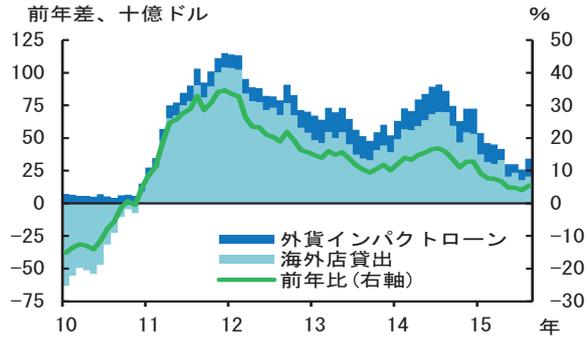
本稿では、金融システムの機能度と安定性に関する評価を中心に要点を述べたいと思います。詳しくはレポートをご覧ください。

金融システムの機能度

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。

て、リスクを取る方向での業務運営を引き続き指向しています。国内では、大企業のM&A向けや内外事業展開等に伴う資金需要へ積極的に対応しているほか、成長性や業績回復を見込んだ下位格付け先への貸出や企業再生関連の貸出等への取り組みにも広がりがみられます。こうしたもとで、国内貸出は企業向けが牽引する形で緩やかな増加を続けており、企業規模、業種、地域のいずれの面でもさらに広がりが出てきています（図表1）。海外でも、本邦企業のグローバル展開を支え、成長力の高い海外諸国の金融ニーズを取り込んでいく観点から、融資に積極的に取り組んでいます。非日系企業を中心とした取引先拡大等を企図して、貸出債権を買い取る動きもみられています。こうしたもとで、海外貸出は高めの伸びを続けていますが、このところのアジア経済減速を受けて伸び率は幾分鈍化しています（図表2）。

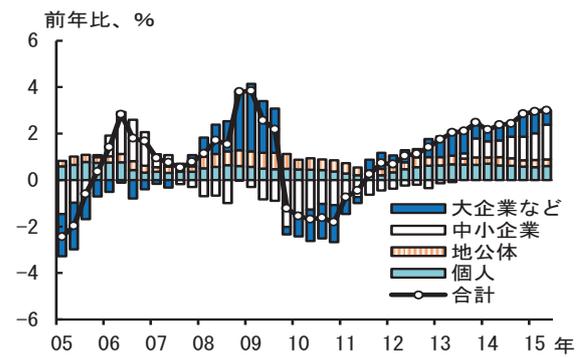
図表 2 大手行の海外店貸出・外貨貸出の増減



(注) 1. 直近は 15 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

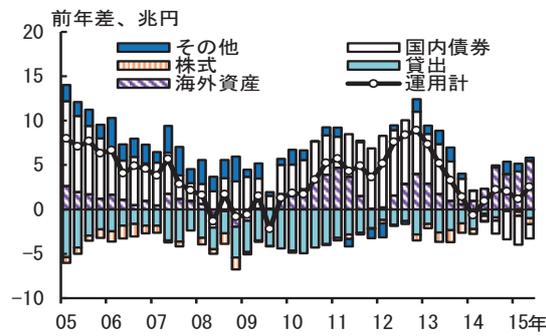
図表 1 金融機関の借入主体別貸出



(注) 集計対象は銀行と信用金庫。直近は 15 年 6 月末。

(資料) 日本銀行

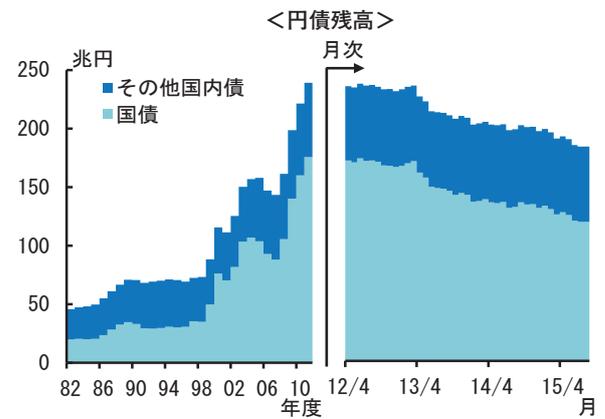
図表 4 生命保険会社の資金運用



(注) 1. 直近は 15 年 6 月。金融取引額の直近 4 四半期の合計値。2. その他は現預金、株式は出資金を含む。貸出は現先・債券貸借取引を除く。

(資料) 日本銀行「資金循環統計」

図表 3 金融機関の有価証券投資

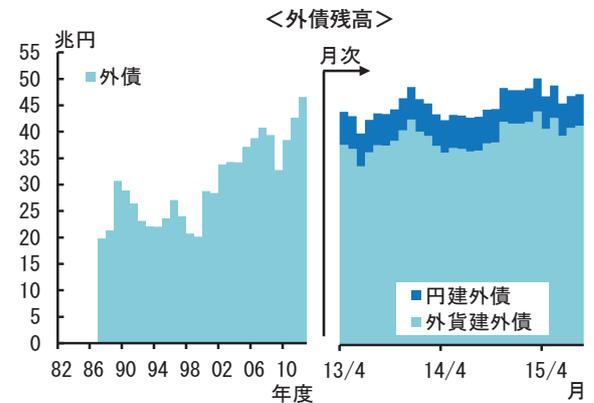


図表 5 新規貸出約定平均金利

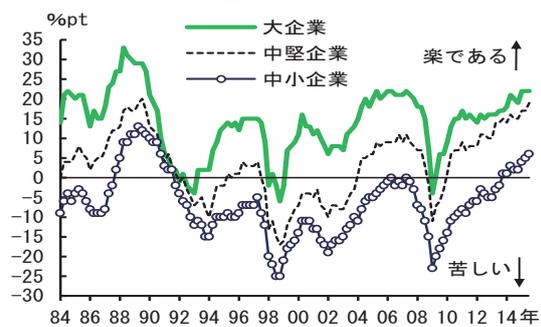


(注) 集計対象は国内銀行。直近は 15 年 8 月。後方 6 か月移動平均。

(資料) 日本銀行「貸出約定平均金利」



図表 6 企業の資金繰り判断 DI



(注) 直近は 15 年 9 月。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

図表 3 (continued) 金融機関の有価証券投資



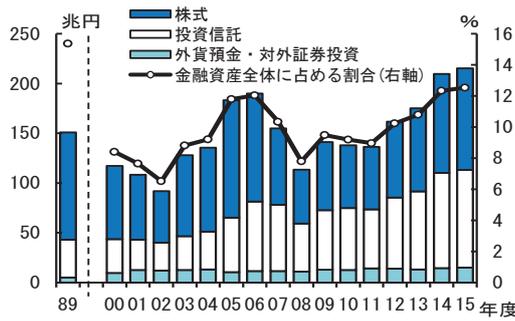
(注) 1. 直近は 15 年 8 月末。2. 国内店と海外店の合計。3. 「円債残高」は、12 年 4 月以降の大手行のデータは国内店分のみ使用。末残ベース。

4. 「外債」は、「外貨建外債」と「円建外債」の合計。末残ベース。

5. 「投資信託等」は、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7 家計のリスク性資産の保有動向



(注) 1.直近は15年6月末。2.時価ベース。
(資料) 日本銀行「資金循環統計」

有価証券投資では、高水準の円債残高を維持しつつ、投資信託等による運用を一層積み増すなど、リスク・テイクを徐々に強めていく姿勢を継続しています(図表3)。

生命保険会社・年金などの主要機関投資家でも、リスク性資産への投資を増やす動きが続いています(図表4)。金融資本市場を通じる金融仲介は、エクイティ・ファイナンスが引き続き高水準であるほか、CP・社債の発行環境も良好です。

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おります(図表5、6)。この間、家計の

金融資産運用は、預金中心の構図に大きな変化はありませんが、投資信託等への純流入が続くなど、リスク性資産の比重が高まってきています(図表7)。

金融システムの安定性

以上の金融仲介活動において、過熱を示す動きや過度な期待の強気化といった金融面の不均衡はみられていません(図表8)。不動産市場は地域差を伴いつつ徐々に取引が活発になっていますが、全体としては過熱の状況にはないと考えられます(図表9)。

金融機関は、全体としてみると、充実した財務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、前回レポート時から概ね横ばいとなった一方、自己資本は内部留保の蓄積等から増加しました(図表10)。こうしたもとで、金融機関のマクロ的なりリスクと財務基盤の適切なバランスは引き続き確保されており、金融システムは相応に強いストレス耐性を有しています。資金流動性に関しては、金融機関は、円

資金について十分な流動性を有しています。外貨資金は引き続き市場性調達の比重が高い調達構造となっていますが、銀行の安定調達基盤の拡充に向けた取り組みが進捗がみられました(図表11)。一定期間調達が困難化しても資金不足をカバーできる外貨流動性を確保しています。

この間、アジアなど新興国経済の減速に対する懸念が強まるもとで、夏場以降、国際金融資本市場のボラティリティが高まりました(図表12)。わが国においても、株価が下落するなど海外市場の影響が及びました。金融機関の財務基盤や金融システムの安定性への影響は、今のところ限定的なものに止まっています。

マクロ・プルーデンスの視点からみた課題

将来にわたって金融システムの安定を維持していくには、引き続き、金融機関のマクロ的なりリスクと財務基盤の適切なバランスを確保していくとともに、先々の脆弱性に繋がっていく可能性がある金融システムの構造的な変化に対しても、着実に対応していく必要があります。

金融機関のマクロ的なりリスクは、内外貸出や有価証券投資でリスクを取る方向の業務運営を進めるもとにあっても、総じて抑制されています。もつとも、これは、近年における安定的な金融環境の継続(信用コストの低位安定、市場ボラティリティの低さ)による面が大きく、この間、信用、市場、資金流動性など各種のエクスポージャーは増加を続けています。金融機関は、引き続き、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を図っていく必要があります。とくに、海外業務では資産の拡大に対応した外貨の安定調達基盤の拡充や与信管理の充実が、市場運用ではリスクの横断的、多面的な把握と管理が重要と考えられます。また、大手金融機関のシステムミックスな重要性の高まり、地域金融機関の基礎的な収益力の低下といった構造的な課題は、前回のレポートから変わっていません。

日本銀行は、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対応していきます。

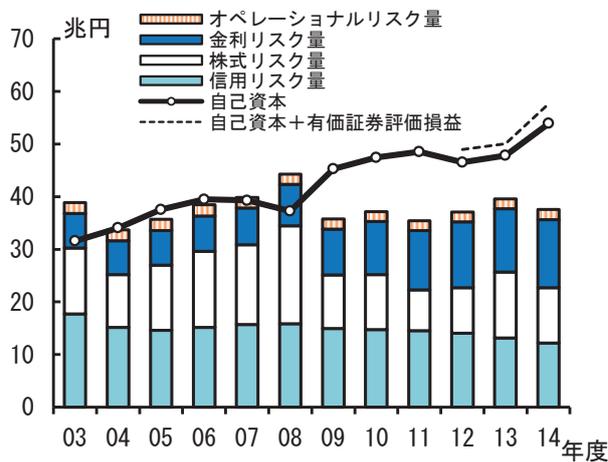
図表 8 金融活動指標

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

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

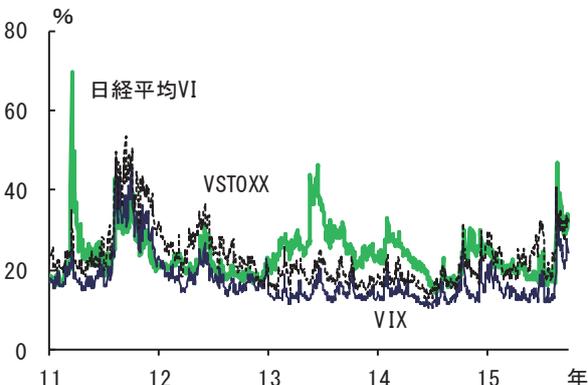
※赤色：過熱方向（トレンドを一定幅以上上回る状態）/ 青色：停滞方向（トレンドを一定幅以上下回る状態）/ 緑色：それ以外 / 白色：データがない期間

図表 10 金融機関のリスク量と自己資本



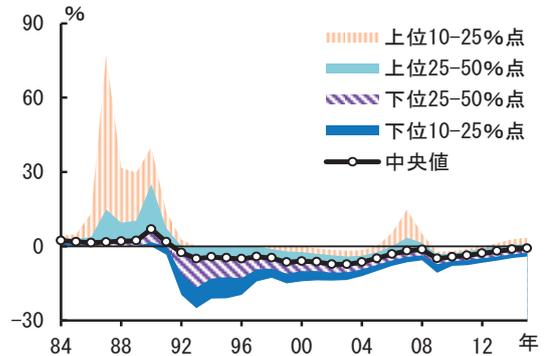
(注) 1. 集計対象は銀行と信用金庫。2. 株式リスクは株式投信を含まない。信用リスクは外貨建て分を含む。株式リスクと金利リスク（一部オフバランスを含む）は大手行のみ外貨建て分を含む。3. 「自己資本+有価証券評価損益」は、国内基準行の有価証券評価損益（税効果勘案後）を自己資本に足し合わせたもの。
 (資料) 日本銀行

図表 12 株価のボラティリティ



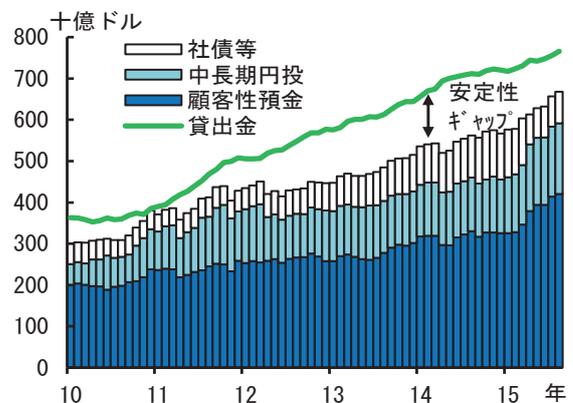
(注) 直近は15年9月30日。
 (資料) Bloomberg、日本銀行

図表 9 商業地価上昇率の分布



(注) 1. 各年の7月初。直近は15年7月初。2. 商業地の個別地点における地価上昇率の分布。
 (資料) 国土交通省「都道府県地価調査」

図表 11 大手行の安定性ギャップ



(注) 1. 集計対象は国際統一基準行（大手行）。原則主要拠点ベース。直近は15年8月末。2. 「社債等」と「中長期円投」は、12年3月までは3か月超、12年4月以降は1年超の調達。
 (資料) 日本銀行