



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、2018年10月の展望レポート（基本的見解は10月31日、背景説明を含む全文は11月1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）

二〇一八年十月

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、海外経済が総じてみれば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みられる。

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、外需にも支えられて、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、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企業の生産性向上余地の大きさや近年の技術進歩なども影響している。こうした中で、中長期的な予想物価上昇率の高まりも後ずれしている。

もっとも、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

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

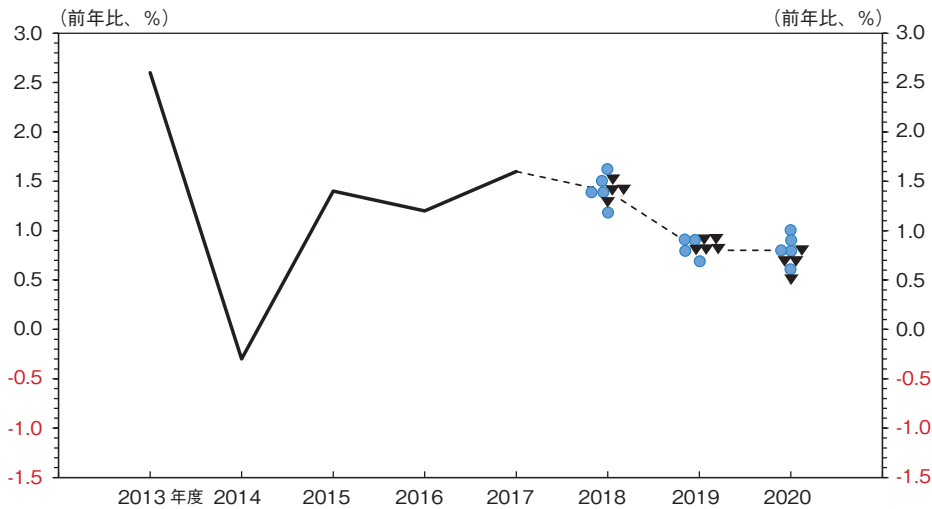
経済・物価ともに下振れリスクの方が大きい。物価面では、二%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているが、なお力強さに欠けており、引き続き注意深く点検していく必要がある。

金融政策運営

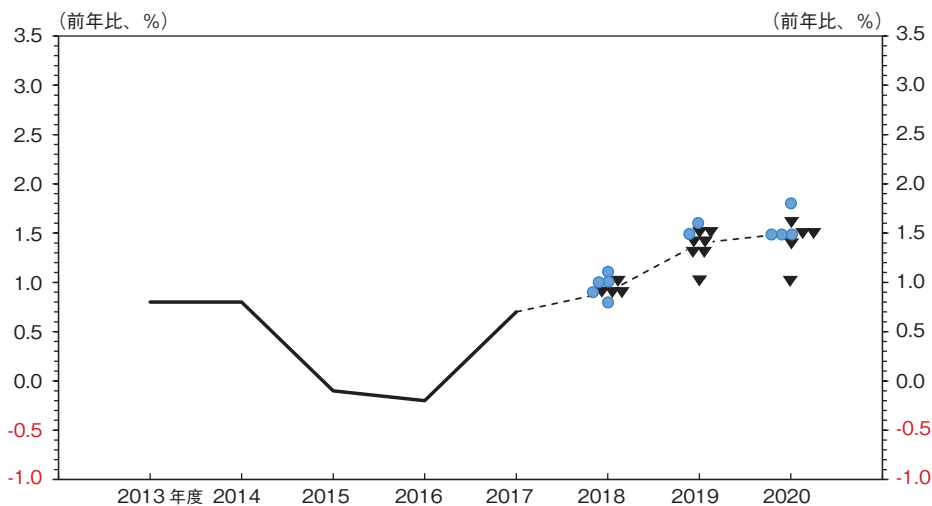
二%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーペー

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 |
|------------|---------|---------------------|-----------------------|
| 2018年度 | + 1.4 | + 0.9 | |
| (7月時点の見通し) | (+ 1.5) | (+ 1.1) | |
| 2019年度 | + 0.8 | + 1.9 | + 1.4 |
| (7月時点の見通し) | (+ 0.8) | (+ 2.0) | (+ 1.5) |
| 2020年度 | + 0.8 | + 2.0 | + 1.5 |
| (7月時点の見通し) | (+ 0.8) | (+ 2.1) | (+ 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(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、各政策委員が、現時点の情報をもとにその影響を織り込んでいる。

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二%を超えるままで、拡大方針を継続する。政策金

利については、二〇一九年十月に予定されている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、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こと

もに、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、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」

二〇一八年十月

二〇一八年十月号の 特徴と問題意識

低金利環境が長期化する中で、金融脆弱性を的確に評価することが一層重要となっている。銀行貸出を中心とする積極的な金融仲介活動は、実体経済の改善に寄与しているが、金融仲介過程で過度なリスクテイク行動が広まると、先行きの実体経済に大きな調整圧力をもたらし得る。また、実体経済が大きく落ち込んだ場合（テールリスクが実現した時に）、金融機関が十分なストレス耐性を有していないと、金融仲介機能を維持することが困難になるため、実体経済を相乗的に悪化させる可能性がある。

こうした問題意識のもと、今回の

レポートでは、次の三点に力点を置いた。第一に、マクロプルーデンスの視点から、実体経済悪化に関するテールリスクの定量的評価を行っている。具体的には、「GDP at Risk」という最新の分析手法を用いて、金融脆弱性が実体経済に及ぼし得るリスクの「見える化」を進めた。第二に、最近の金融機関のリスクテイク行動やリスク管理の実態を踏まえて、リスクプロファイル（リスク量、金融機関間のばらつき）の計測の精緻化を行っている。特に、①信用リスク面では、金融機関が近年積極化させているミドルリスク企業向け貸出や海外貸出の実態について、②市場リスク面では、益出しの増加と株式投信等へのエクスポー

ジャー拡大に伴う影響について、焦点を当てている。第三に、金融機関による近年のリスクテイク行動の影響を金融マクロ計量モデルに織り込み、テールリスクに対する金融機関のストレス耐性に関して、より精緻な分析を行っている。財務が健全な企業に比べると、ミドルリスク企業のデフォルト率が実体経済の悪化によって非線形的に上昇することを考慮し、信用コストを計測した。

金融仲介活動の動向

日本銀行の金融緩和を背景に、国内の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、貸出金利が長期・

短期ともに既往ボトム圏で推移し、残高は前年比二〇％程度のペースで増加している。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。CP・社債市場でも、発行レートのがきわめて低い水準で推移するも、大企業による運転資金調達やリファイナンスのほか、M&A関連の資金調達の増加基調が続いている。

この間、金融機関の海外向け投融資は、世界経済の着実な成長を背景に増勢を維持しており、生保などの機関投資家も海外エクスポージャーを拡大させている。

金融循環と潜在的な脆弱性

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るが、金融循環の面で、一九八〇年代後半のバブル期にみられたような過熱感は窺われない(図表1)。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するなか、金融機関の貸出態度は積極化した状態が続いている。与信

量の対GDP比をみると、ミドルリスク企業向けや不動産業向けの貸出増加を反映し上昇しており、トレンドからの乖離幅も時系列的にみて高めの水準にあるなど、金融循環の拡張局面が続いている(図表2)。こうした金融面の動きは、足もとまでの景気拡大を支えており、先行きについても、短期的には実体経済の下振れリスクを抑制している。一方、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として働くことで、経済に負のシヨ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(後掲図表3)。金融機関や借入主体が過度に

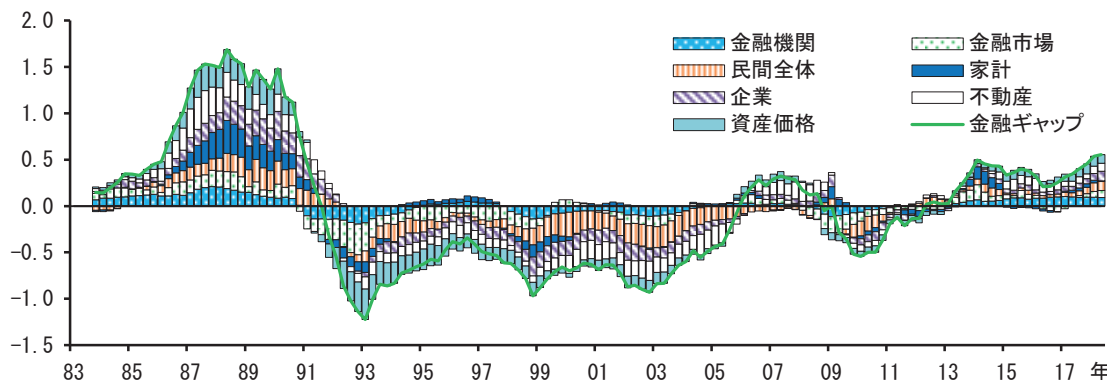
図表1 ヒートマップ

| | 年 | 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 | | |
|------|--------------------|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|--|--|
| 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 | 不動産実業実物投資の対GDP比率 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | 不動産業向け貸出の対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2 金融ギャップの寄与度分解



(注) 寄与度分解はヒートマップ(図表1)の7区分に基づく。
(資料) 日本銀行

楽観的な見通し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期せぬ損失を招くことになるためである。

国際金融環境に関しては、グローバルな債務残高の増加や利回り追求の動きが長期にわたり続いてきた。本邦金融機関による海外貸出は、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、最近では、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として、相対的にリスクのやや高い企業に与信を増やす動きがみられている。有価証券投資においても、やや長い目で見て高めの海外エクスポージャーを維持している。このため、米国の利上げや国際的な通商問題、新興国等の地政学的な不確実性の高まりが、新興国からの資本流出やリスク性資産の幅広いリプライシングを通じて、本邦金融市場や、金融機関に及ぼし得る影響については、引き続き注視する必要がある。

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(図表4)。もともと、人口・企業数の継続的な減少や低金利環境の長期化に伴って、金融機関の基礎的収益力の低下が続いている。こうしたもとで、自己資本の増加ペースが、リスクアセットの拡大ペースに必ずしも見合わなくなっており、地域金融機関では、自己資本比率が緩やかな低下傾向にある。ストレス発生時でも、規制水準を上回る自己資本を確保できる点にこれまでと変化はないが、金融機関は、自己資本比率が大きく下振れしたり、当期純利益の赤字が継続する場合に、リスクテイク姿勢を慎重化させる傾向があることから、金融面から実体経済への下押し圧力が強まり易くなっている点には留意が必要である(図表5)。金融機関の損失吸収力には相応のばらつきがあり、これとの対比でミドルリスク企業向けや不動産業向けの貸出、有価証券投資などで積極的にリスクテイクを

行っている金融機関では、信用コストや有価証券関連の損失に伴う自己資本の下振れが大きくなる可能性がある。

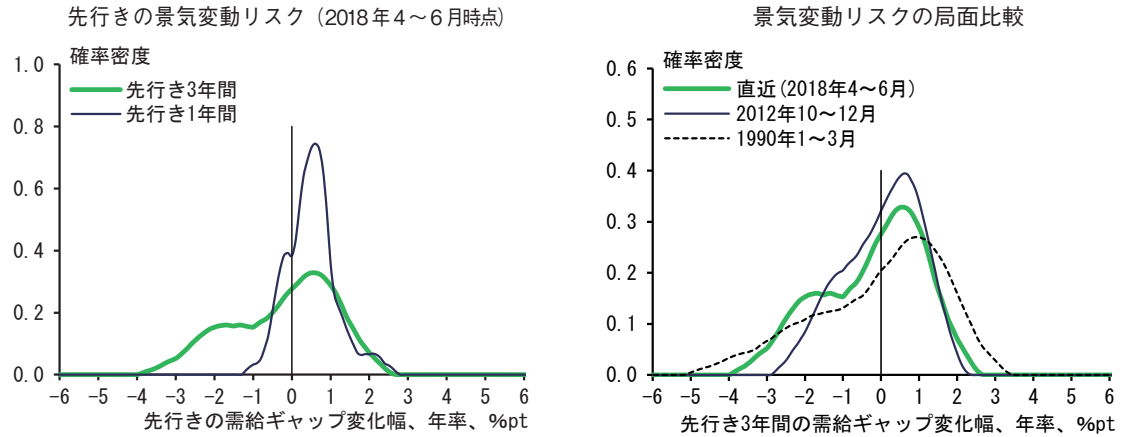
マクロブルーデンスの視点からみた金融機関の課題

将来にわたって金融システムが安定性を維持していくためには、金融機関は基礎的収益力を高めていく必要がある。その表裏一体の関係として、企業部門における中長期的な成長期待の向上も不可欠である。企業自身の生産性改善や成長力強化に向けた政府の取り組みに加えて、金融機関による企業の課題解決支援が重要である。金融機関はそのための取り組みを進めつつあるが、収益力の底上げとして結実するには、なお時間を要すると考えられる。こうした点を踏まえると、金融機関は貸出の収益性改善に加えて、非金利・役務収益の強化や抜本的な経営効率化を図っていく必要がある。

同時に、金融機関は、国内ミドルリスク貸出や不動産業向け貸出、海外貸出、有価証券投資など積極的に

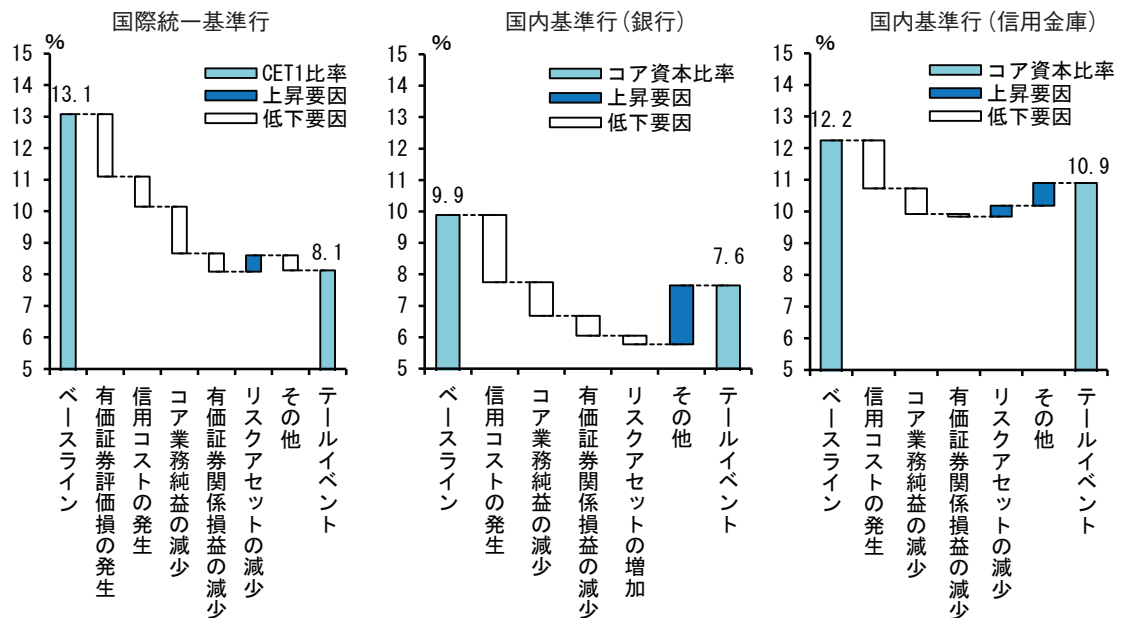
リスクテイクを進めている分野においてリスク対応力を強化していくことも重要である。特に、景気循環を均してみた信用リスク対比で貸出金利の低い、低採算貸出が増加していることも踏まえると、金融機関は、先行きのマクロ経済環境を念頭に置いて、引当の適切性を検証するとともに、リスクに応じた金利設定を行っていくことがより重要になっている。また、損失吸収力確保の観点から、資本政策のあり方や配当政策を含む収益配分、有価証券評価益の活用方針について、ストレス耐性を踏まえた適切性の検証を行っていくことも必要である。日本銀行は、考査・モニタリング等を通じてこれらの金融機関の取り組みを後押しするとともに、マクロブルーデンスの視点から、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。また、本レポートで示した個別金融機関ごとのマクロ・ストレステストの結果なども踏まえ、金融機関との対話を強化し、ストレス耐性に関する認識の共有を深めていく方針である。

図表3 金融脆弱性と景気変動リスク



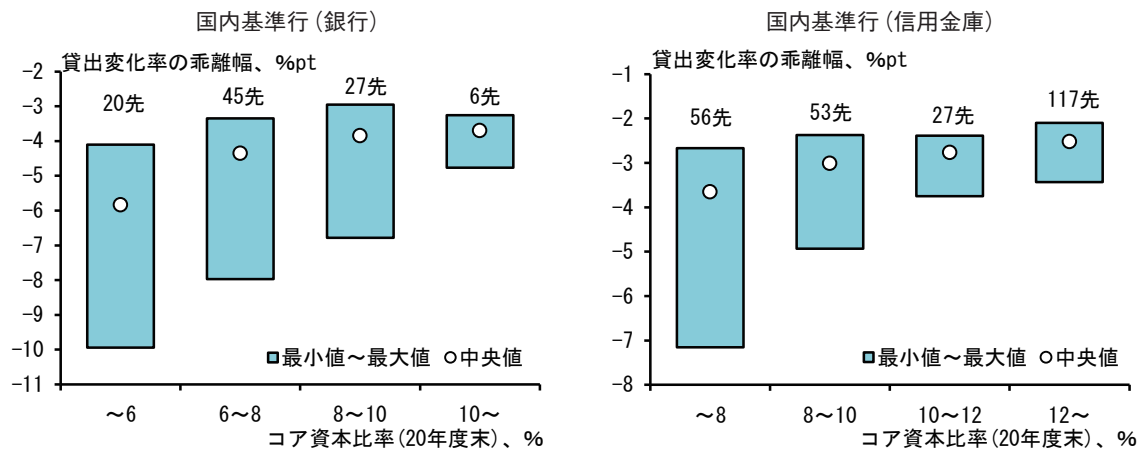
(注) 「GDP at Risk」という手法を用いて、金融脆弱性が先行きの景気変動リスクに及ぼす影響を推計したものを。

図表4 CET1比率とコア資本比率の要因分解 (2020年度)



(注) シミュレーション期間の終期 (2020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 金融機関の自己資本比率と貸出の下振れ幅 (テールイベント)



(注) 貸出変化率の乖離幅は、国内法人向け貸出の累積変化率 (2018年3月末→2021年3月末) について、ベースライン・シナリオとの差分をとったもの。