



日本銀行のレポートから

日本銀行は、1月、4月、7月、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、2021年4月の展望レポート(基本的見解は4月27日、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。 <https://www.boj.or.jp/mopo/outlook/index.htm/>

「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)

2021年4月

2020～2023年度の 中心的な見通し(図表1、2)

【経済】

当面の経済活動の水準は、対面型サービス部門を中心に、新型コロナウイルス感染症の拡大前に比べて低めで推移するものの、感染症の影響が徐々に和らいでいくことで、外需の増加や緩やかな金融環境、政府の経済対策の効果にも支えられて、回復していくとみられる。その後、感染症の影響が収束していけば、所得から支出への前向きな循環メカニズムが強まるもとで、わが国経済はさらに成長を続けると予想される。

【物価】

消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、当面、感染症や携帯電話通信料の引き下げの影響などを

受けて、小幅のマイナスで推移するとみられる。その後、経済の改善が続くことや、携帯電話通信料の引き下げの影響が剥落することなどから、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、プラスに転じ、徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

経済・物価のリスク要因

【先行きの経済・物価見通しの不確実性】

こうした先行きの見通しについては、感染症の帰趨やそれが内外経済に与える影響によって変わりが得るため、不透明感が強い。また、上記の見通しでは、感染症の影響は、先行き徐々に和らぎ、見通し期間の中盤に概ね収束していくと想定していることに加えて、感染

症の影響が収束するまでの間、企業や家計の中長期的な成長期待が大きく低下せず、金融システムの安定性が維持されるもとで金融仲介機能が円滑に発揮されると考えられているが、これらの点には大きな不確実性がある。

【リスクバランス】

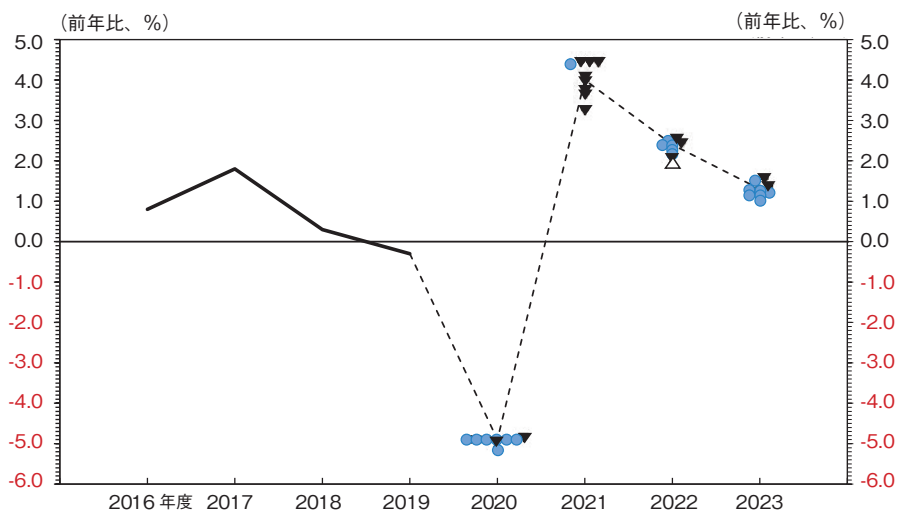
リスクバランスは、経済の見通しについては、感染症の影響を中心に、当面は下振れリスクの方が大きいが見通し期間の中盤以降は概ね上下にバランスしている。物価の見通しについては、下振れリスクの方が大きい。

金融政策運営

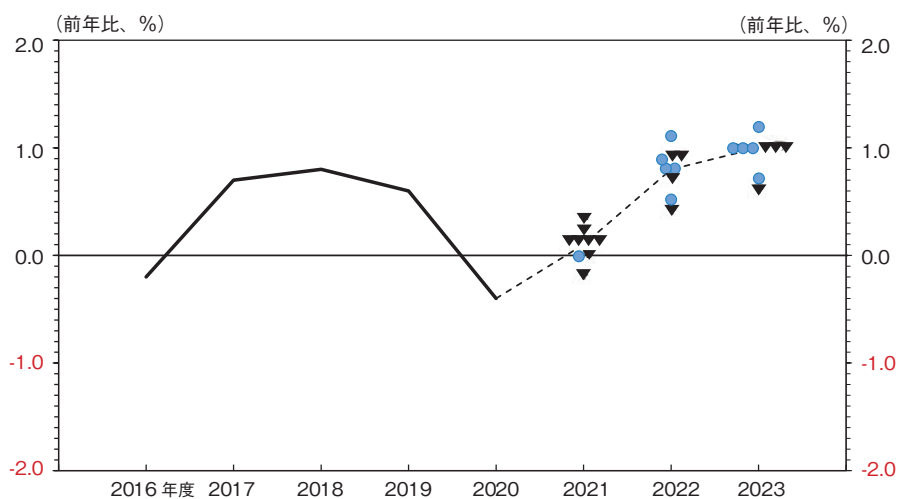
二%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長

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。

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。引

き続き、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、②国債買入れやドルオレなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③それぞれ約一二兆円および約一八〇〇億円の年間増加ペー

スの上限のもとでのETFおよびJ-REITの買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていく。当面、感染症の影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を

図表 2 政策委員の大勢見通し

(対前年度比、%)

	実質 GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2020 年度	- 5.0 ~ - 4.9 < - 4.9 >	- 0.4
1 月時点の見通し	- 5.7 ~ - 5.4 < - 5.6 >	- 0.7 ~ - 0.5 < - 0.5 >
2021 年度	+ 3.6 ~ + 4.4 < + 4.0 >	0.0 ~ + 0.2 < + 0.1 >
1 月時点の見通し	+ 3.3 ~ + 4.0 < + 3.9 >	+ 0.3 ~ + 0.5 < + 0.5 >
2022 年度	+ 2.1 ~ + 2.5 < + 2.4 >	+ 0.5 ~ + 0.9 < + 0.8 >
1 月時点の見通し	+ 1.5 ~ + 2.0 < + 1.8 >	+ 0.7 ~ + 0.8 < + 0.7 >
2023 年度	+ 1.2 ~ + 1.5 < + 1.3 >	+ 0.7 ~ + 1.0 < + 1.0 >

(注) <>内は政策委員見通しの中央値。「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。2020年度の消費者物価指数(除く生鮮食品)は、実績値。

講じる。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。



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。 <https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/index.htm/>

「金融システムレポート」

二〇二一年四月

二〇二一年四月号の

問題意識

今回のレポート（二〇二一年四月号）では、新型コロナウイルス感染症が国内の信用リスクに及ぼす影響を点検する際、当面の資金確保に加え、長い目でみた債務返済の重要性が徐々に高まってくることを意識しつつ、感染症の影響が、企業規模間・業種間はもとより、同一業種内の企業間でも大きく異なっていることを勘案した分析を行っている（図表1）。加えて、有価証券投資のリスクを点検する際、グローバルな金融システムにおける投資ファンドなど、ノンバンク部門のプレゼンスの高まりが、わが国金融機関のリスク・プロフィールをどのように変化させているか、昨年三月の市場急変時の経験

も踏まえた分析を行っている（図表2）。そのうえで、マクロ・ストレステストでは、分析から明らかになった実体経済面と金融市場面のリスク認識を映じた二種類のダウンサイド・シナリオのもとで、金融機関と金融システムの頑健性を検証している。

金融システムの安定性に関する現状評価

新型コロナウイルス感染症が引き続き国内外の経済・金融面に大きな影響を及ぼしているが、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。

政府・日本銀行は、海外当局と緊密に連携しつつ、大規模な財政・金融政策や規制・監督面の柔軟な対応を迅速に講じ、経済活動の下支えと

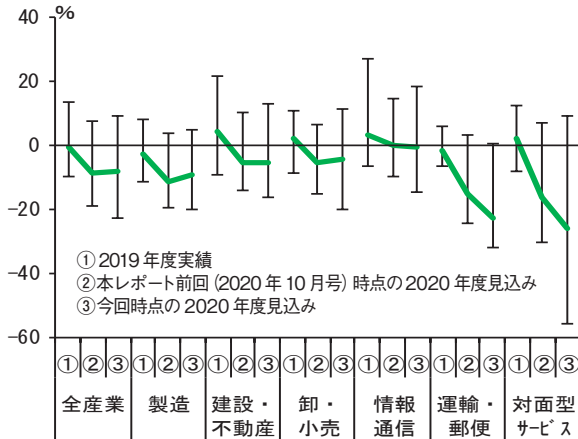
金融市場の機能維持を図っている。

感染症の影響が大きい企業の資金繰りに厳しさがみられるが、金融機関の経営体力が総じて充実しているもとで、政策対応が効果を発揮し、金融仲介機能は円滑に発揮されている。金融市場では、投資家のリスクセンチメントが改善し、株式市場や新興国への資金流入が急拡大している。

先行きのリスクと留意点

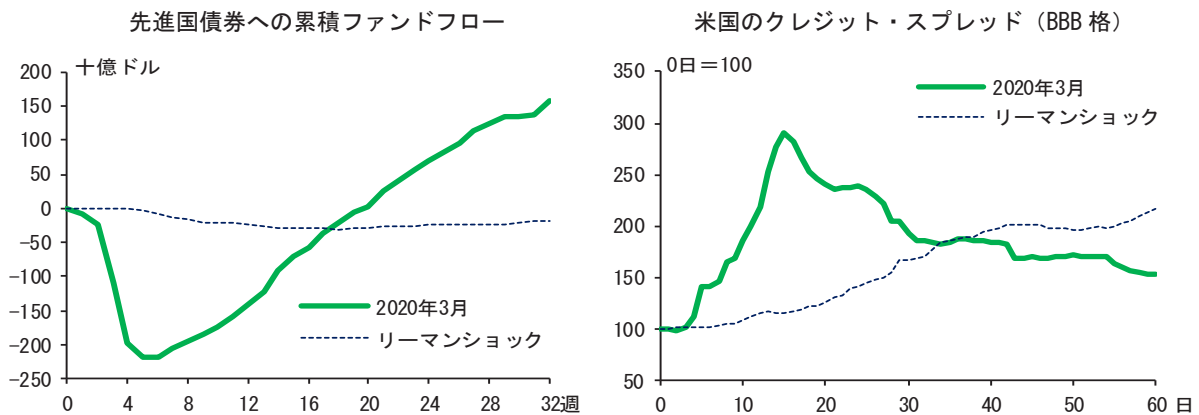
マクロ・ストレステストなどを用いた検証結果によると、先行き、感染症が再拡大するなどの状況を想定しても、わが国の金融システムは、相応の頑健性を備えている（図表3）。その背景として、リーマンショック以降、金融機関が財務基盤を強化してきたことが挙げられる。もともと、仮に、国際金融市場が大幅かつ急激

図表 1 業種別売上高前年比（大企業）とそのばらつき



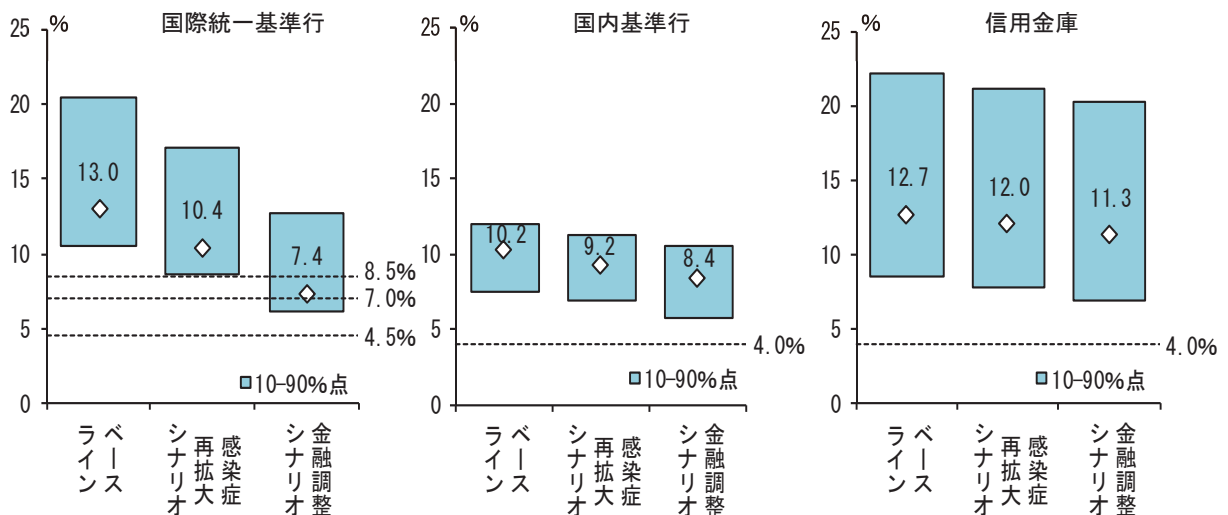
(注) 1. 集計対象は上場企業。
2. 実線は前年度売上高による加重平均値を示す。バンドは 10-90% 点を示す。
3. 対面型サービスは飲食・宿泊・対個人サービス。
(資料) 日本経済新聞社 NEEDS-Financial QUEST

図表 2 昨年 3 月の市場急変時のファンドフローとクレジット・スプレッド



(注) 0 時点は、「2020 年 3 月」は同月初、「リーマンショック」は 2008 年 9 月初。
(資料) Bloomberg、EPFR Global、Haver Analytics

図表 3 各シナリオのもとでの自己資本比率（2023 年度）のシミュレーション結果



(注) 1. 国際統一基準行は CET1 比率、国内基準行と信用金庫はコア資本比率。経過措置を含むベース。マーカーは業態計。
2. 「ベースライン・シナリオ」は、実体経済が調査機関や市場における平均的な見通しに沿って回復していくことを前提としたもの。「感染症再拡大シナリオ」は、感染症が 2021 年末にかけて再拡大し、それが金融市場にも負の影響を及ぼすこと、「金融調整シナリオ」は、何らかの市場性ショックの発生を契機にリーマンショック期と同程度の調整が国際金融市場で発生し、それが金融仲介活動への負の影響を通じ、内外経済に更なる下押し圧力がかかることをそれぞれ想定したもの。

に調整する場合には、金融機関の経営体力が低下して金融仲介機能の円滑な発揮が妨げられ、实体经济の一段の下押し圧力として作用するリスクがある。こうした観点から、特に注意すべきリスクは次の三点である。

第一は、国内外の景気回復の遅れなどに伴う信用コストの上昇である。今後、企業の課題が、資金確保から債務返済へと徐々に移っていくことを念頭に行ったシミュレーションによると、先行きの景気が回復基調を辿る場合には、企業の財務基盤が総じて強固な効果を生揮していることから、国内貸出の信用リスクは全体として抑制される(図表4)。もつとも、感染症の影響は業種間・企業間で大きく異なっており、景気回復が遅れる場合には、その影響が大きい企業への貸出や、以前から脆弱性が蓄積していた貸出の信用力に悪影響が及ぶリスクがある。こうした観点では、金融機関経営との関係が深く、足もとと変調の兆しが窺われる不動産市場の動向や、M&A等に関連し、レバレッジを大幅に高め

た大口与信先の収益動向などを注視していく必要がある。

海外貸出の信用リスクも、邦銀は感染症の影響が大きい業種向けの貸出がさほど多くないことから、総じて抑制されている。もつとも、エネルギー関連与信の信用リスクについては、今後、脱炭素に向けた世界的取り組みの影響が強まってくることで、原油需要が長期的に大幅に減少する可能性がある点を意識しておく必要がある。また、空運関連与信についても、先行きの需要に大きな不確実性があり、慎重にみていく必要がある。

第二は、金融市場の大幅な調整に伴う有価証券投資関連損益の悪化である。わが国の金融機関は、国内の低金利環境が長期化するもつと、高めのリターンを求めて、内外クレジット商品や投資信託などへの投資を積極化してきた。こうしたなか、グローバルな金融システムでは、投資ファンドなど、ノンバンクが金融仲介活動に占めるプレゼンスが高まっている。有価証券投資を介した国際的なネットワークの構造変化を

分析したところ、海外投資ファンドの売買行動が、わが国金融機関の保有有価証券の価格に及ぼす影響が、近年拡大しているとみられることがわかった(図表5)。この結果は、内金融システムとの連環性が高まり、わが国金融機関がストレス時に直面する市場リスクが、海外ノンバンクの行動によって増幅される効果が強まっていることを示唆している。

第三は、ドルを中心とする外貨資金市場のタイト化に伴う外貨調達不安定化である。昨年三月の市場急変時には、コミットメント・ラインの引き出しなどから外貨貸出が急増する一方で、外貨の市場性調達が一時的に困難化した。邦銀が近年調達の安定化に向けて取り組んできたことに加え、主要六中央銀行のドル流動性供給の効果もあって、邦銀の外貨繰りに大きな支障が生じる事態は回避された。もつとも、足もと、海外業務の収益性向上が大きな経営課題となるもつと、外貨調達に関する不安定性確保からコスト抑制に意図が向かいやすい状況にある点については、昨年三月の市場急変時の経

験も踏まえ、注意が必要である。

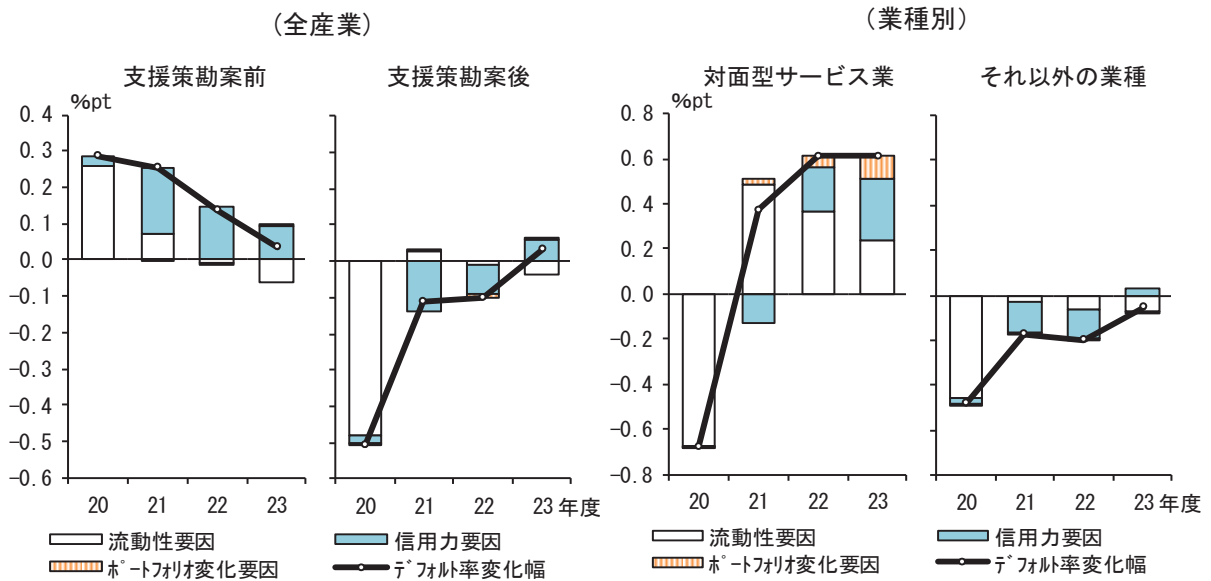
なお、感染症の影響が収束したあとも、低金利環境と構造要因が、金融機関収益への下押し圧力として作用し続けると考えられる。そうしたもつとで、金融仲介機能が停滞方向に向かうリスクや、逆に、利回り追求行動などに起因し、金融システム面の脆弱性が高まる可能性がある点に、引き続き留意していく必要がある。

金融機関の経営課題と日本銀行の対応

金融機関にとって当面の重要課題は、感染症の帰趨やそれが内外経済に与える影響の大きさについて、きわめて不確実性が大きいもつとで、経営体力とリスクテイクのバランスを確保し、金融仲介機能を円滑に発揮していくことである。そうした観点からは、上記三つのリスク管理の強化、貸出先企業の経営の持続可能性を踏まえた支援や適切な引当、先行きの不確実性を勘案した資本政策が重要である。

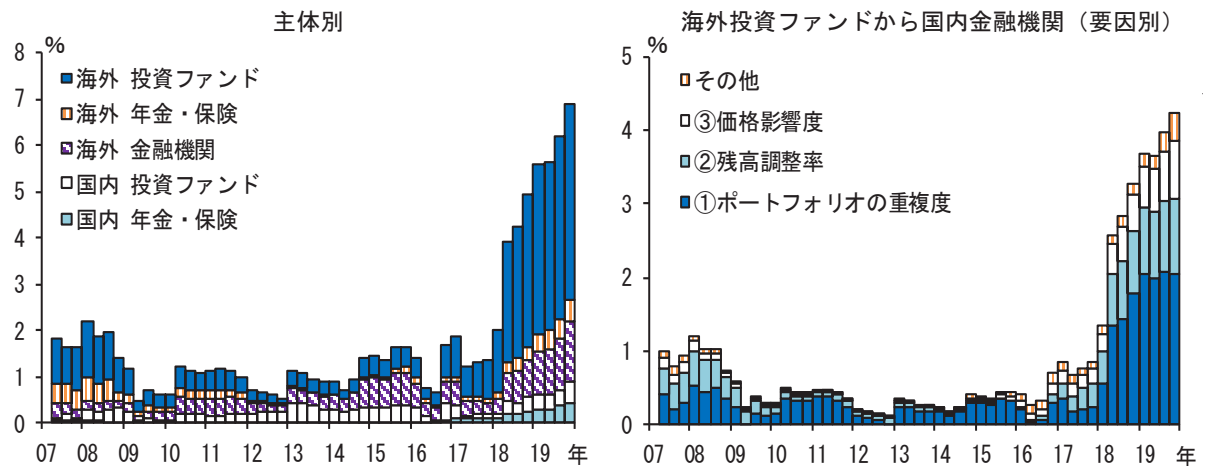
わが国では、人口減少や高齢化が進むなかで、デジタル・トランス

図表4 デフォルト率変化幅の要因分解（中小企業）



- (注) 1. 感染症拡大がなかった場合（収益は横ばい、予備的借入を行わない等）からのデフォルト率変化幅。
 2. 企業金融支援策は、給付金等および実質無利子融資を勘案している。
 3. 業種別については、企業金融支援策勘案後。

図表5 国内金融機関が直面する連環性効果の寄与度分解



- (注) 1. 連環性効果とは、異なる主体間の取引を通じたショックの増幅メカニズム（1標準偏差の価格ショックが何%増幅されるか）を表す。この連環性効果の大きさは、主に①ポートフォリオの重複度（異なる主体が価格変動面で等質性の高い資産をどの程度重複して保有しているか）、②残高調整率（各主体が価格下落に対してどの程度資産を売却するか）、③価格影響度（各主体の資産売却の量に対して市場価格がどの程度反応するか）から構成される。
 2. 直近は2019年10～12月。

フォーメーション(DX)や気候変動など、経済や社会を取り巻く環境が大きく変化しつつある。こうしたもとで、金融機関には、財務の健全性を維持しつつ、「コロナ後」の持続可能な社会の実現に向け、付加価値の高い金融サービスを提供していくことが期待される。

日本銀行は、以上の点を踏まえて、政府や海外金融当局等と引き続き緊密に連携しつつ、金融システムの安定確保と金融仲介機能の円滑な発揮に取り組みしていく。その一環として、地域金融強化のための特別当座預金制度を通じ、地域金融機関の経営基盤強化を後押ししていく。中長期的視点からも、金融制度の整備や気候関連金融リスク、DX対応などを含め、金融機関の取り組みを積極的に支援していく。