



# 日本銀行のレポートから

## ～「経済・物価情勢の展望」(展望レポート) 2012年4月～

日本銀行は、四月および十月の政策委員会・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、二〇一二年四月の展望レポート(基本的見解は四月二十七日公表、背景説明を含む全文は四月二十八日公表)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/dp/dpopo/outlook/index.htm/>

### 展望レポート(二〇一二年四月)のポイント

#### 経済・物価見通し

二〇一二年(二〇一三年度)の中心的な見通し

##### 【景気】

新興国・資源国に牽引されるかたちで海外経済の成長率が再び高まり、また、震災復興関連の需要が徐々に強まっていくにつれて、緩やかな回復経路に復していく。

##### 【物価】

消費者物価の前年比は、展望レポートの見通し期間後半にかけて〇%台後半となり、その後、

当面の「中長期的な物価安定の目途」である一%に遠からず達する可能性が高い。

#### 見通しの上振れ・下振れ要因

##### 【景気】

- ① 国際金融資本市場や国際商品市況の影響を含む海外経済の動向
- ② 復興関連需要
- ③ 企業や家計の中長期的な成長期待

##### 【物価】

- ④ わが国の財政の持続可能性を巡る様々な問題
- ① 景気の上振れ・下振れ要因の顕現化による影響
- ② 企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向
- ③ 輸入物価の動向

■政策委員見通しの中央値 (対前年度比、%)

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2011年度	-0.2	+1.7	0.0
(1月時点の見通し)	(-0.4)	(+1.8)	(-0.1)
2012年度	+2.3	+0.6	+0.3
(1月時点の見通し)	(+2.0)	(+0.1)	(+0.1)
2013年度	+1.7	+0.8	+0.7
(1月時点の見通し)	(+1.6)	(+0.8)	(+0.5)

(注) 国内企業物価指数と消費者物価指数(除く生鮮食品)の2011年度は実績値。

## 当面の金融政策運営に関する考え方

「中長期的な物価安定の目途」  
(注1)を念頭に置いた上で、二つの「柱」により経済・物価情勢を点検する。

**第一の「柱」**：二〇一三年度までの経済・物価情勢について、相対的に蓋然性が高いと判断される中心的な見通しを点検。

**第二の「柱」**：より長期的な視点も踏まえつつ、金融政策運営の観点から重視すべきリスクを点検(注2)。

(注1) 消費者物価の前年比上昇率が2%以下のプラスの領域にあると判断しており、当面は1%を目途としている。

(注2) 例えば、発生確率は必ずしも大きくないものの、発生した場合には経済・物価に大きな影響を与

える可能性があるリスク要因も含めて、点検を行っている。

### 第一の「柱」による点検

わが国経済は、新興国・資源国に牽引されるかたちで海外経済の成長率が再び高まり、また、震災復興関連の需要が徐々に強まっていくにつれて、二〇一二年度前半には緩やかな回復経路に復していくと考えられる。

消費者物価の前年比は、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するとの想定のもと、マクロ的な需給バランスの改善を反映して、今回の見通し期間後半にかけて○%台後半となり、その後、当面の「中長期的な物価安定の目途」である1%に遠

からず達する可能性が高い。

こうした経済・物価見通しを総合的に評価すると、やや長い目でみれば、日本経済は、物価安定のもとでの持続的成長経路に復していくと考えられる。

### 第二の「柱」による点検

景気面では、欧州債務問題に端を発するテイル・リスクは低下しているが、国際金融資本市場や海外経済を巡り、なお大きな不確実性が存在する。また、国際商品市況の一段の上昇が、交易条件の悪化に伴う実質購買力低下などを通じて、国内民間需要を下押しする可能性もある。さらに、復興関連需要については、今後の強まり方や経済効果などを巡る不確実性がある。この間、中長期的な成長期待については、成長力強化への取り組み次第では、上振れ・下振れ双方向の可能性がある。財

政の持続可能性確保へ向けた取り組みも、経済動向に大きな影響を及ぼし得る。

物価面では、国際商品市況や中長期的な予想物価上昇率の動向などを、注視する必要がある。先行きの金融政策運営については、上述の二つの柱による点検を踏まえ、強力な金融緩和の推進と成長基盤強化の支援の双方を通じて、デフレ脱却に向けて適切な政策運営に努めていく。

▽ 第一に、日本銀行は、当面の「中長期的な物価安定の目途」である消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく。ただし、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から間

題が生じていないことを条件としている。

▽ 第二に、日本銀行としては、強力な金融緩和の推進と併せて、わが国経済の成長基盤強化にも、中央銀行の立場から引き続き取り組んでいく。

わが国経済は、現在、急速な高齢化のもとで、趨勢的な成長率の低下という長期的・構造的な課題に直面している。こうした課題を克服し、新たな経済成長の基礎を築いていくためには、民間企業が付加価値の創造力を高め、外需の取り込みや内需の掘り起こしを進める必要がある。また、このような企業の前向きな活動を支えていくために、政府が環境整備に努めることや、民間金融機関が成長基盤強化に向けた取り組みを行うことも、重要である。さらに、政府債務が対GDP比でみて先進国中最大となっているもとで、中長期

### ■資産買入等の基金の増額

	10/10月 (導入時)	11/3月	11/8月	11/10月	12/2月	12/4月
総額	35兆円程度	→ 40	→ 50	→ 55	→ 65	→ 70
長期国債	1.5	2.0	4.0	9.0	19.0	29.0
国庫短期証券	2.0	3.0	4.5	→	→	→
CP等	0.5	2.0	2.1	→	→	→
社債等	0.5	2.0	2.9	→	→	→
ETF	0.45	0.9	1.4	→	→	1.6
J-REIT	0.05	0.1	0.11	→	→	0.12
固定金利オペ	30.0	→	35.0	→	→	30.0
増額完了の目途	11年末	12/6月末	12年末	12年末	12年末	13/6月末

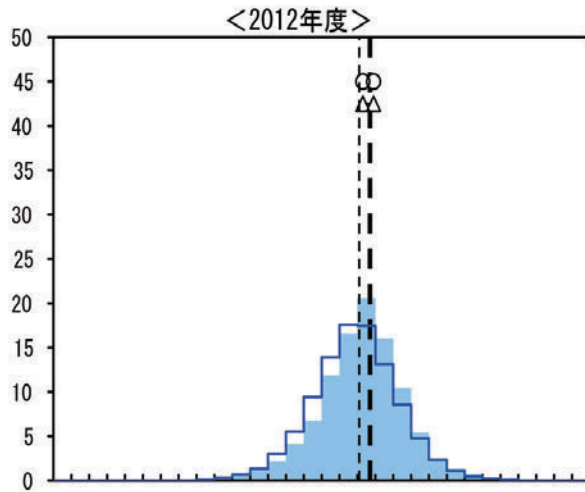
(注1) 2012年末時点において予定する資産買入等の基金の規模は従来通り65兆円程度とし、70兆円程度への増額は2013年6月末を目途に完了する。

(注2) 資産買入等の基金とは別に、年間21.6兆円の長期国債の買入れを実施。

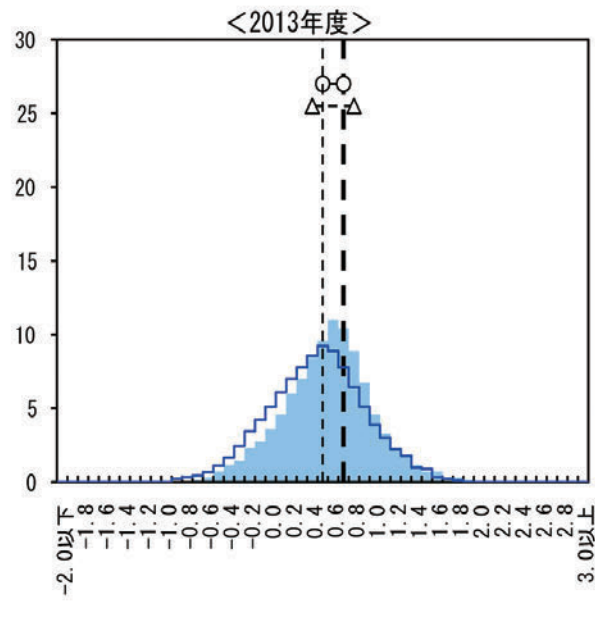
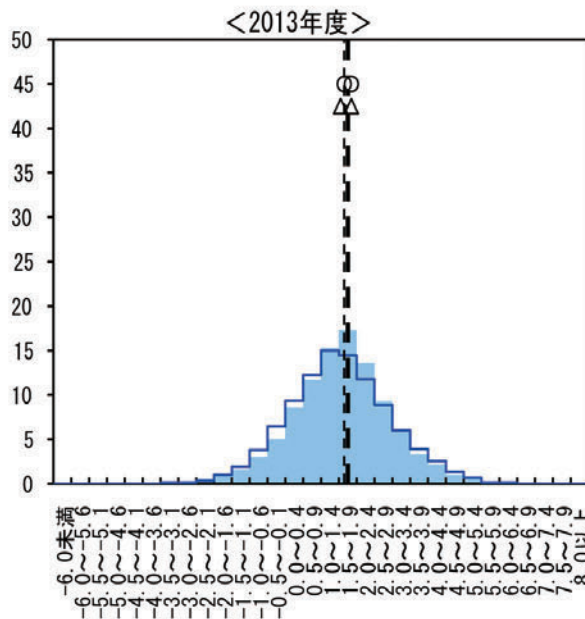
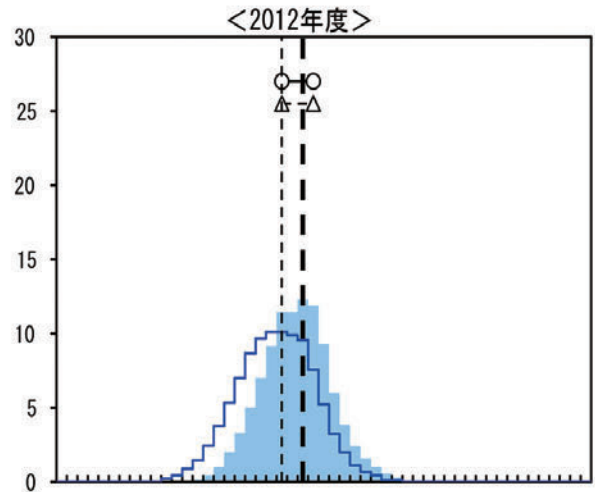
的な財政の持続可能性をしっかりと確保していくことも不可欠である。このように、民間企業、金融機関、政府、日本銀行がそれぞれの役割に即して取り組みを続けていくことが、重要である。

## (参考) リスク・バランス・チャート

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数 (除く生鮮食品)



(注1) 縦軸は確率 (%) を、横軸は各指標の値 (前年比、%) を示す。今回の確率分布は棒グラフで示されている。実線は 2012 年 1 月時点の確率分布を表す。

(注2) 縦の太点線は、政策委員の見通しの中央値を表す。また、○で括られた範囲は政策委員の大勢見通しを、△で括られた範囲は全員の見通しを、それぞれ表す。

(注3) 縦の細点線は、2012 年 1 月時点の政策委員の見通しの中央値を表す。

(注4) 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。



# 日本銀行のレポートから

## ～「金融システムレポート」を読む前に～

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性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として、『金融システムレポート』を年二回作成・公表しています。従来、日本銀行は『金融システムレポート』と『金融市場レポート』を発行してきましたが、近年、内外の金融資本市場の動向を分析することが一段と重要性を増している点を踏まえて、前月号(二〇一一年十月号)より両者を統合し、新しい『金融システムレポート』として公開しています。

『金融システムレポート』では、マクロ・プルーデンスの視点を重視して、わが国金融システムの安定性を評価しています。マクロ・プルーデンスとは、金融システム全体の安定性を確保するため、实体经济と金融資本市場、金融機関行動などの相互関連に留意しながら、金融システム全体

のリスクの動向を分析・評価し、それに基づいて制度設計・政策対応を図るといった考え方です。

こうした考え方に基づいて、『金融システムレポート』では以下の視点に基づいて金融システムの分析・評価を行っています。第一に、金融システムのリスク耐性を評価する観点から、实体经济や金融資本市場にストレスが生じるケースを複数想定し、マクロ・ストレス・テストを行っています。第二に、实体经济と金融の相乗作用を「金融マクロ計量モデル」を活用しながら分析・評価しています。第三に、システム横断的な観点から、銀行システムに内在する各種リスクの点検に加えて、保険会社など銀行とつながりの深い銀行以外の金融部門に内在する各種リスクも点検しています。第四に、金融不均衡の度合いなど金融面のマクロ的なリスクを表す諸指標に基づいて、金融システムの状況を多面的に評価しています。

第五に、金融資本市場がわが国の金融システムに及ぼし得るリスクを分析・評価しています。

日本銀行は、『金融システムレポート』の分析結果を、金融システムの安定性確保のための施策立案につなげるとともに、考査・モニタリングを通じて個別金融機関への指導・助言にも活用しています。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。日本銀行は、今後とも、『金融システムレポート』の充実に努め、わが国金融システムの安定性確保に一層貢献していく方針です。

\*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/fsr120419a.htm/>



# 「金融システムレポート」

— 二〇一二年四月 —

## 概観

### わが国の金融システムを取り巻く環境

わが国の金融システムを取り巻く環境をみると、国際金融資本市場は幾分落ち着きを取り戻してきているものの、先行き不透明感は引き続き高い状態にある。欧州では、債務問題に対する懸念が銀行の資金調達環境に悪影響を及ぼしている。銀行は、資金調達環境の悪化を受けて貸出態度を慎重化させており、欧州経済の停滞感をもたらす一因となっている。米国では、家計のバランスシート調整が

引き続き实体经济の重石となっている。新興国では、全体として経済成長の減速とインフレ圧力の低下が緩やかに進行しているが、一部の国では物価安定と経済成長を両立できるか不透明な状況にある。

わが国では、企業の利払い能力が高水準を維持するなど、企業の財務状況は総じて改善した状態にある。ただし、中小企業や、住宅ローンを抱える家計にとっては厳しい財務状況が続いている。

### 金融機関の金融仲介活動

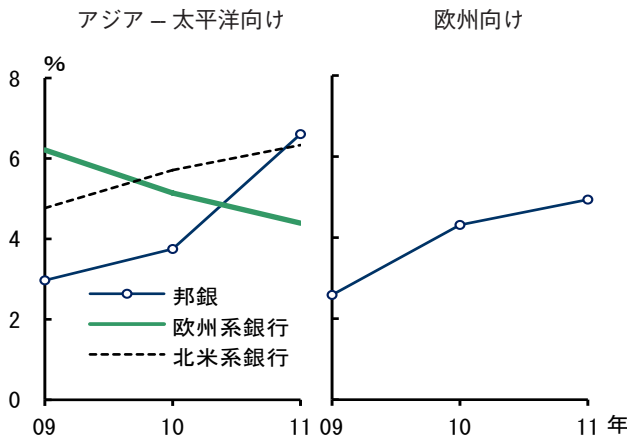
わが国では、低金利環境が持続

する中、企業・家計を取り巻く金融環境は緩和の動きが続いている。CP・社債市場では良好な発行環境が続いているほか、貸出市場でも銀行が貸出姿勢を積極化させている。こうしたもとで、銀行の貸出金利は低下を続けている。貸出金利の低下には、設備投資を目的とした借入需要が低迷する中、業態を超えた金融機関の貸出競争が激化していることも一因となっている。国内貸出の収益が減少するもとで、わが国の銀行は、大手行を中心に海外貸出にも注力しており、海外の貸出市場におけるシェアは緩やかながら高まる方向にある（図表1）。

### 金融システムにおけるリスク

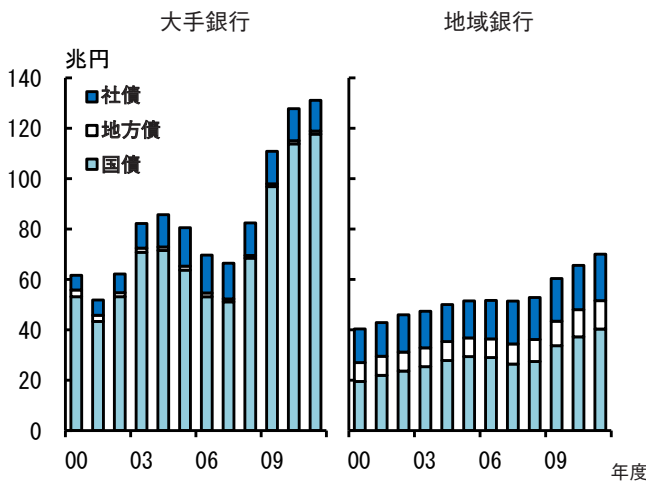
金融的な不均衡という観点から金融システムの状況を点検すると、期待の強気化に起因した不均衡の存在を示唆する指標は観察されない。金融機関が抱えるリスク量は、全体として自己資本対比でみて引き続き減少している。もともと、わが国の政府債務残高が顕著に累増しているもとで、金融機関が多額の国債を保有していることには留意しておく必要がある（図表2）。また、国際金融資本市場では先行き不透明感が高い状態が続いている。こうした環境のもと、銀行

**図表1 海外シンジケート・ローン市場におけるシェア (地域別)**



(注) 1. 欧州系銀行はユーロ圏所在の銀行など。  
 2. 銀行以外の金融機関も含む。  
 3. 年間の新規実行額におけるシェア。  
 (資料) Thomson Reuters

**図表2 債券投資残高**



(注) 直近は11年度上期。  
 (資料) 日本銀行

や生命保険会社では、内外の有価証券投資が増加している。さらに、銀行の総貸出に占める海外貸出のウエイトは徐々に高まる傾向にある。このため、金融機関経営は、わが国の経済や金融資本市場のみならず、海外経済や国際金融資本市場の動向からも直接・間接に影響を受けやすくなっている点に注意を要する。また、銀行の国内貸出にかかる信用コストは足もと減

**金融システムのリスク耐性**

少しているものの、貸出債権の質に目立った改善はみられていない。銀行の自己資本比率は内部留保の蓄積などから上昇しているが、収益力は低下している。マクロ・ストレス・テストの結果からは、わが国金融システムのリスク耐性は全体として強まった

状態にある。すなわち、一時的な景気後退とそれに伴う株価下落が生じるケースや国内金利が一律に1%上昇するケースなど、一定の規模のストレスが生じたとしても、銀行の自己資本基盤が全体として大きく損なわれる事態は回避されると試算される(図表3)。ただし、相対的に収益力や自己資本基盤が弱い銀行では、自己資本比率が先

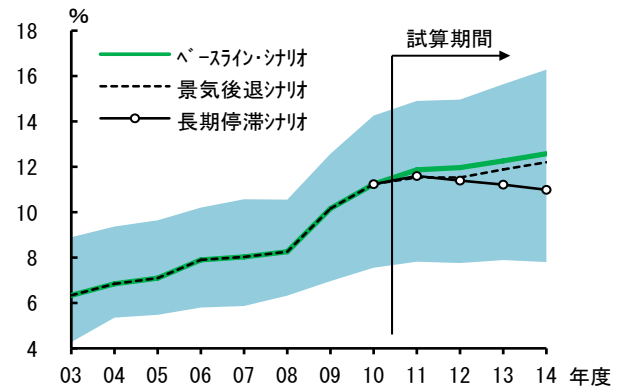
があることに留意を要する。さらに、より厳しい前提でのストレス・テストの結果を踏まえると、金融システムの安定性を長期的に確保していく観点から、以下の点に留意が必要である。第一に、経済が長期間にわたって停滞する場合、銀行の期間収益を上回る信用コストの発生が持続可能性がある。第二に、株価の下落と金利の上昇が同時に発生するなど、内外の金融資本市場に大きなショックが生じると、銀行の有価証券関係損益が短期間のうちに大きく悪化する可能性がある。また、その影響は金融と実体経済の相乗作用の中で増幅され得る。最近の欧州でもみられたように、財政の先行きに対する信認が低下すると、市場金利が非連続的に大きく上昇し得る点には注意が必要である。第三に、銀行は概ね十分な外貨流動性を保有しているが、複数の外貨調達手段が同時に活用できなくなるような状況では、追加的な資金繰り対応が必要となる可能性もある。

## 金融システムの 安定性確保に向けた課題

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。もっとも、わが国金融システムの安定性を長期的に確保し、円滑な金融仲介活動を維持していくためには、金融機関は以下の三つの経営課題に重点的に取り組む必要がある。

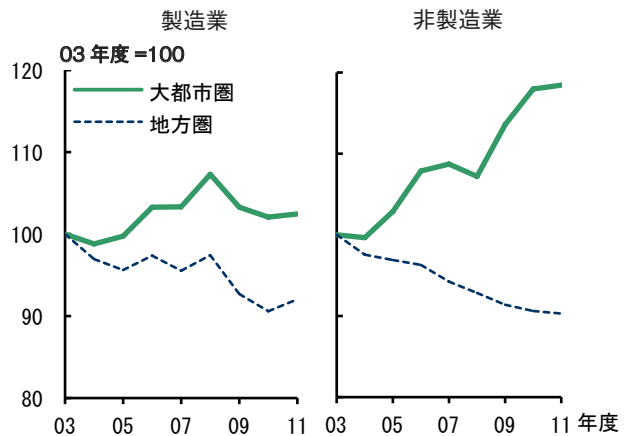
第一の課題は、金融機関におけ

図表3 Tier I比率



(注) シャドローは、景気後退シナリオにおける10-90%点。  
(資料) 日本銀行による試算値

図表4 地域銀行の中小企業向け貸出残高



(注) 1. 大都市圏は、本店所在地が南関東、東海、近畿の銀行の集計値。  
地方圏はそれ以外の地域の銀行の集計値。  
2. 直近は11年12月末。  
(資料) 日本銀行「貸出先別貸出金」

るリスク管理の実効性向上である。金融機関は、信用リスクを抑制するため、国内貸出業務では、業況が悪化した企業に対して、経営改善を支援するための取り組みを強化するとともに、再生可能性に応じて信用リスク管理面での適切な対応を図ることが重要である。海外貸出業務では、海外拠点を含む審査・モニタリング体制の強化が求められる。また、市場リスクを抑制するためには、内外市

場の連関を点検するなどリスクを多面的に把握したうえで、バランスのとれたポートフォリオの構築と自己資本に応じたリスク量の管理を行う必要がある。資金流動性リスクについては、外貨調達を含めた厳格な管理が引き続き求められる。

第二の課題は、金融機関における自己資本基盤の一層の強化である。金融機関にとって、海外貸出や成長分野向け投融資など、収益

性の高い分野での金融仲介活動を続けていくためにも、自己資本の充実は不可欠である。また、国際統一基準行には、新しいバーゼル規制が二〇一三年から順次適用される。金融機関は、自己資本基盤を着実に強化していく必要がある。

第三の課題は、社会構造の変化に応じた収益基盤の構築である。銀行の収益力は低下しており、特に地方圏の銀行は、人口の減少が進行する中、厳しい経営環境に直面している(図表4)。金融機関は、成長力の高い企業や事業分野の発掘・支援などを通じて企業の新陳代謝を促し、主力である与信業務の収益基盤を拡充する必要がある。他の業務面でも、人口の減少や高齢化等、社会構造の変化にあわせて、新たな金融サービスを創出していくことが望まれる。また、戦略的な業務提携や統合などを通じて、経営の効率性を改善させることや顧客ネットワークの拡充を図ることも、収益基盤強化のひとつの選択肢となり得る。