



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)

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、2013年4月の展望レポート(基本的見解は4月26日公表、背景説明を含む全文は4月27日公表)のポイント进行解説します。

*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)

— 二〇一三年四月 —

展望レポートのポイント

二〇一三～二〇一五年度の 中心的な見通しの前提

【景気】

① 海外経済は、国際金融資本市場が総じて落ち着いて推移するとの前提のもとで、米国や中国などを中心に、緩やかながらも次第に成長率を高めていく。

② 日本銀行が「量的・質的金融緩和」(図表1)を着実に推進していく中、金融環境の緩和度合いは一段と強まっていく。

③ 公共投資は、各種経済対策や復興関連予算の増額などから、当面、高水準で増加を続ける。

④ 政府による規制・制度改革や企業による内外の潜在需要の掘り起こしなどの取り組みが徐々に進展し、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 マクロ的な需給バランスは、緩やかな改善傾向をたどり、見通し期間後半にかけて需要超過幅を拡大させていく。この間、労働需給の引き締め傾向は明確となり、名目賃金にも次第に上昇圧力が加かっていく。

② 中長期的な予想物価上昇率については、足もと上昇を示唆する指標がみられる。先行きも、「量的・質的金融緩和」のも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。

③ 輸入物価については、為替相場の動きが当面上昇要因として働くうえ、国際商品市況が世界経済の成長に沿って緩やかな上昇基調をたどるとの想定のもと、

図表 1 「量的・質的金融緩和」の導入（4月4日決定）

図表 1-3 「量的・質的金融緩和」のポイント

物価安定の目標は **「2%」**
（CPI 前年比）

達成期間は **「2年」** を
念頭にできるだけ早期に

マネタリーベースは2年間で
「2倍」 に

国債保有額・平均残存期間は
2年間で **「2倍以上」** に

図表 1-4
「量的・質的金融緩和」の波及ルート

長めの金利 や **資産価格** の
プレミアムへの働き掛け

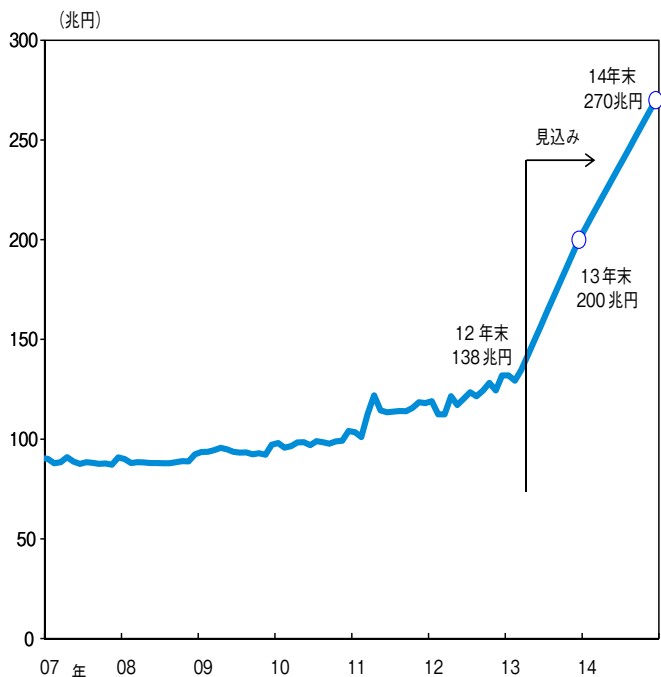
リスク資産運用や貸出を増やす
**ポートフォリオ
リバランス効果**

市場・経済主体の **期待** の
抜本的転換

図表 1-1 「量的・質的金融緩和」

- 1. マネタリーベース・コントロールの採用**
 - 「マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。」
- 2. 長期国債買入れの拡大と年限長期化**
 - イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債の保有残高が年間約 50 兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
 - 長期国債の買入れ対象を全ゾーンの国債としたうえで、買入れの平均残存期間を、3年弱から国債発行残高の平均並みの 7年程度に延長する。
- 3. ETF、J-REIT の買入れの拡大**
 - 資産価格のプレミアムに働きかける観点から、ETF および J-REIT の保有残高が、それぞれ年間約 1兆円、年間約 300 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- 4. 「量的・質的金融緩和」の継続**
 - 「量的・質的金融緩和」は、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。

図表 1-2 マネタリーベースの目標



見通し期間中、上昇を続ける。

二〇一三～二〇一五年度の 中心的な見通し (図表2.3)

【景気】

金融緩和や各種経済対策の効果から国内需要が底堅く推移し、海外経済の成長率が次第に高まっていくことなどを背景に、本年半頃には緩やかな回復経路に復していくと考えられる。その後は、二回の消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、生産・所得・支出の好循環が維持されるもとで、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けると予想される。

【物価】

消費者物価の前年比は、マクロ的な需給バランスの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを反映して上昇傾向をたどり、見通し期間の後半にかけて、「物価安定の目標」である二%程度に達する可能性が高いとみている。

見通しの上振れ・下振れ要因

【景気】

- ① 国際金融資本市場の動向
- ② 海外経済の動向に関する不確実性
- ③ 企業や家計の中長期的な成長期待
- ④ 消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の規模

【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に対する物価の感応度
- ③ 輸入物価の動向

⑤ 財政の中長期的な持続可能性

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」を念頭に置いたうえで、二つの「柱」により経済・物価情勢を点検する。

第一の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、見通し期間の後半にかけて、日本経済は、二%程度の物価上昇率の実現し、持続的な成長経路に復する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、海外経済の動向など不確実性は大きいものの、リスクは上下にバランスしていると評価できる。物価の中心的な見通しについても、中長期的な予想物価上昇率の動向を巡って不確実性は大きいものの、リスクは上下に概ねバランスしていると考えられる。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。もっとも、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高

水準である点には留意する必要がある。

先行きの金融政策運営

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(注)。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。

このような金融政策運営は、实体经济や金融市場に表れ始めた前向きな動きを後押しするとともに、高まりつつある予想物価上昇率を上昇させ、日本経済を、十五年近く続いたデフレからの脱却に導くものと考えている。

(注) 日本銀行は、「量的・質的金融緩和」の実施に当たり、市場から大量の長期国債を購入することとなるが、これは、金融政策目的で行うものであり、財政ファイナンスではない。日本銀行としては、政府が、一月の「共同声明」の趣旨に沿って、持続可能な財政構造を確立するための取り組みを着実に推進することを強く期待している。

図表 2 政策委員見通しの中央値 (対前年度比、%)

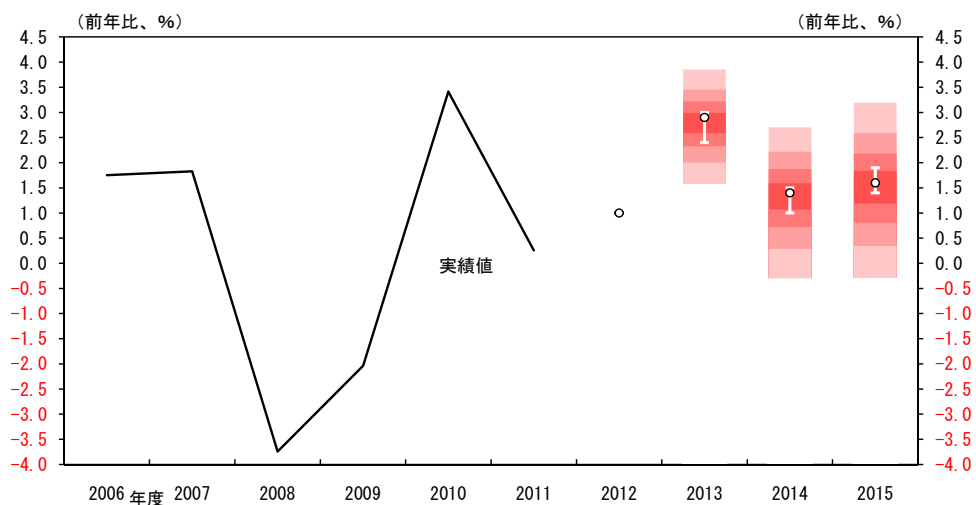
	実質 GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2013 年度	+ 2.9	+ 0.7	/
(1 月時点の見通し)	(+ 2.3)	(+ 0.4)	
2014 年度	+ 1.4	+ 3.4	+ 1.4
(1 月時点の見通し)	(+ 0.8)	(+ 2.9)	(+ 0.9)
2015 年度	+ 1.6	+ 2.6	+ 1.9

(注 1) 今回の見通しでは、消費税率が 2014 年 4 月に 8%、2015 年 10 月に 10% に引き上げられることを織り込んでいるが、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。

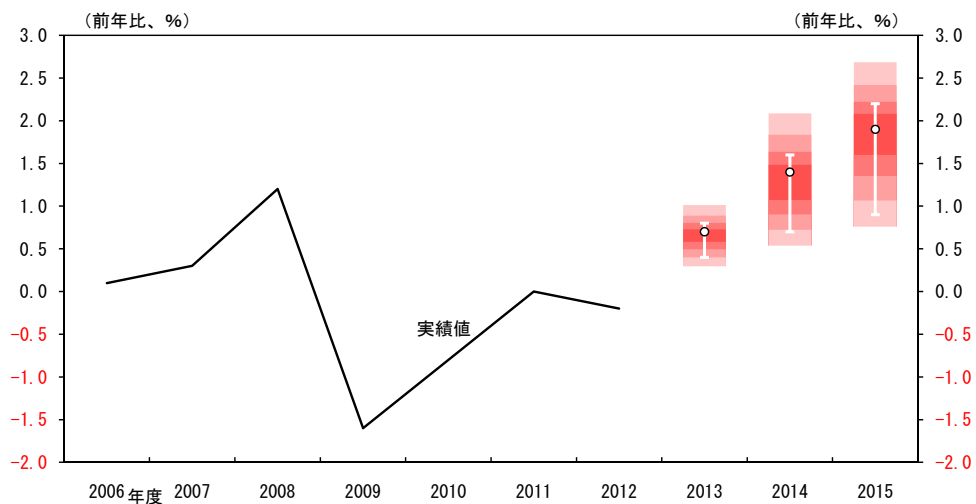
(注 2) 消費税率引き上げの直接的な影響を含む 2014 年度と 2015 年度の消費者物価の見通しは、税率引き上げが現行の課税品目すべてにフル転嫁されることを前提に、物価の押し上げ寄与を機械的に計算したうえで (2014 年度: +2.0% ポイント、2015 年度: +0.7% ポイント)、これを上記の政策委員の見通しに足し上げたものである。

図表 3 政策委員の見通し分布チャート

(1) 実質 GDP



(2) 消費者物価指数 (除く生鮮食品)



(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。



日本銀行のレポートから

金融システムレポート

「金融システムレポート」を 読む前に

レポートの目的

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に『金融システムレポート』を年二回作成・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性確保のための施策立案や、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。

『金融システムレポート』では、マクロ・ブ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・ブルーデンスとは、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連関に留意しながら、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う考え方をします。

具体的には、以下の点について分析・評価を行っています。第一に、わが国の金融システムを取り巻く外部環境について点検を行っています。第二に、わが国の金融仲介活動として、企業・家計を取り巻く金融環境のほか、金融資本市場と貸出市場の状況を点検しています。第三に、金融システムにおけるリスクを評価しています。その際、金融面のマクロ的なリスクを表す諸指標を点検するほか、金融資本市場や銀行・保険会社などに内在する各種リスクを幅広く点検しています。第四に、金融システムのリスク耐性を評価しています。そこでは、实体经济や金融資本市場に大きなストレスが生じるケースを想定したマクロ・ストレス・テストが分析の中心となります。

今回の特徴など

今回の『金融システムレポート』は、基本的に二〇一三年三月末までの情報

をもとに分析しています。定例の定点観測に加え、①邦銀の海外業務における収益力の評価、②成長分野向け投資資に向けた金融機関の課題、③地域金融機関の収益力向上のための方策などに関して分析の充実を図っています。

日本銀行は、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あり、こうした観点から、今後とも『金融システムレポート』の充実に努めていきます。

また、日本銀行は、去る四月三・四日に開催された金融政策決定会合において、量的・質的金融緩和を導入しました。この政策は、長めの金利や資産価格などを通じる波及ルートに加え、市場や経済主体の期待を抜本的に転換させる効果が期待できます。『金融システムレポート』においても、この政策のもとで、金融システムにおける資金の流れや金融機関、投資家の行動にどのような変化が生じていくかを分析していきます。

*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/fsr130417.htm/>

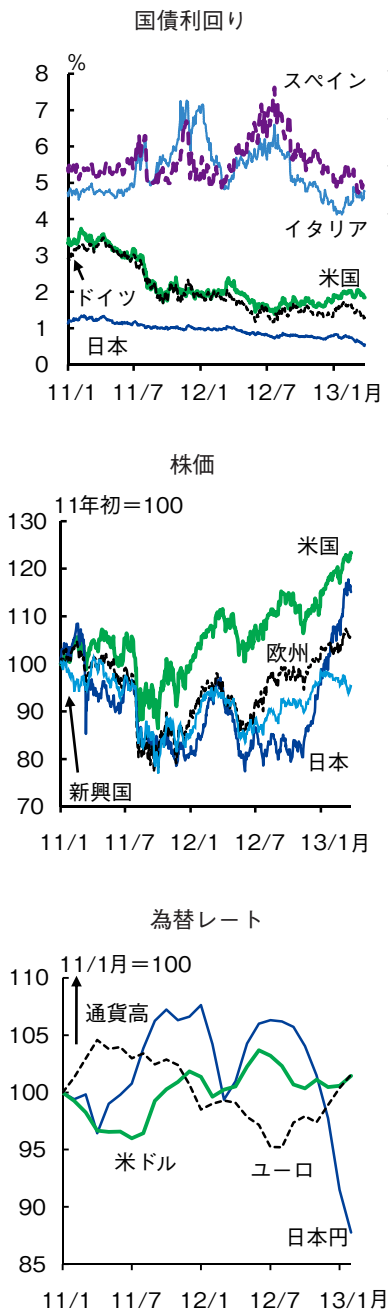
「金融システムレポート」——二〇一三年四月——

概観

わが国の金融システムを 取り巻く外部環境

わが国の金融システムを取り巻く外部環境をみると、一部に改善の動きがみられるものの、先行き不透明感は依然として高い。

図表 1 国債利回り、株価、
為替レート



(注1) 上図は10年債利回り。中国は米国：S&P500、新興国：MSCI エマージング、欧州：STOXX Europe 600、日本：TOPIX。下図は名目実効為替レート。
(注2) 直近は、上図と中国は3月29日、下図は13年2月。
(資料) BIS、Bloomberg

国際金融資本市場では、投資家のリスク回避姿勢が徐々に後退している(図表1)。また、实体经济面では、米国経済が緩やかな回復基調を続けているほか、中国経済でも持ち直しの動きがみられている。もっとも、欧州債務問題の根本的な解決を巡って、なお多くの課題が残っている。

わが国の景気は、昨年後半以降、

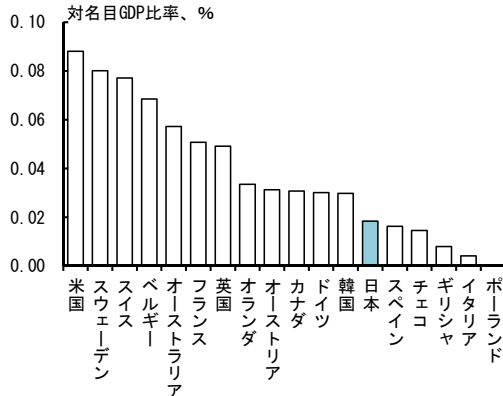
弱めの動きとなった後、足もとでは下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている。こうしたもとで、企業は慎重な財務運営を続けており、企業の財務状況は総じて改善した状態にある。ただし、一部の中小企業では厳しい財務状況が続いているほか、住宅ローンを抱える家計では所得との対比でみた債務の

金融機関の 金融仲介活動

わが国では、企業・家計を取り巻く金融環境は緩和した状態にある。

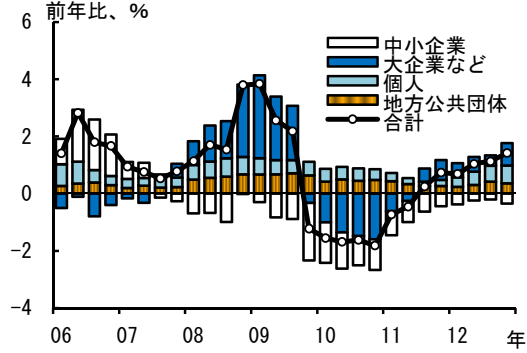
元利返済額の比率が引き続き高めとなっている。公的部門については、財政赤字が続くもとで、政府債務残高が累増している。

図表3 ベンチャー・キャピタルの投融資額



(注) 09年時点。集計対象はOECD加盟国のGDP上位国。
 (資料) OECD「Entrepreneurship at a Glance 2010」、ベンチャー・エンタープライズセンター「2010年ベンチャービジネスの回顧と展望」、内閣府「国民経済計算」

図表2 金融機関の国内貸出残高



(注) 集計対象は銀行と信用金庫。直近は12年12月末。
 (資料) 日本銀行「貸出先別貸出金」

金融システムにおけるリスク

CP・社債市場では総じてみれば良好な発行環境が続いている。また、銀行の国内貸出残高は、運転資金や企業買収関連を中心に増加している(図表2)。さらに、大手行は海外貸出に注力しているほか、地域金融機関でも地元中小企業の海外進出を支援する取り組みを強化する動きがみられている。ただし、創業期の企業への投融資額は伸び悩んでいる(図表3)。

金融面のマクロ的なリスクに関する指標を点検する限り、これまでのところ期待の強化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。もともと、金融機関の国債保有残高が引き続き大きいことには注意する必要がある。また、銀行・信用金庫が抱えるリスク量は、自己資本との対比で引き続き減少している

が、基礎的な収益力は低下している(図表4、5)。

金融システムのリスク耐性

マクロ・ストレス・テストの結果によれば、わが国金融システムのリスク耐性は、全体として相応に強い状態にある。すなわち、リーマン・ショック時なみの大幅な景気後退が生じるケースなどを想定しても、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たとみられる(図表6、7)。もともと、基礎的な収益力や貸出債権の質が低い銀行では、自己資本比率が大きく低下する可能性がある。また、円貨・外貨ともに、銀行は、全体として概ね十分な量の資金流動性を確保しているとみられる。

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。もともと、金融機関が円滑な金融仲介活動を

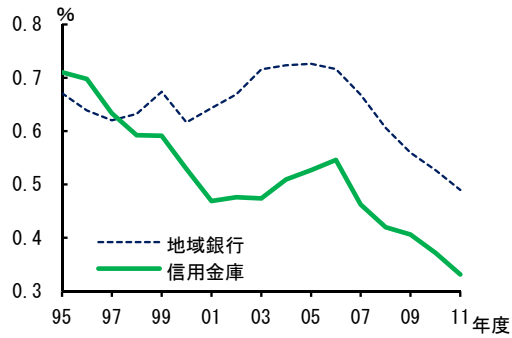
を継続していくためには、以下の経営課題に重点的に取り組む必要がある。

第一に、収益力の向上を図る必要がある。金融機関は、事業の成長性・リスクを見極める能力の強化や、金融手法面の工夫などを通じて、取引先企業の事業再生や成長分野で活動する企業に対する支援の実効性を高め、潜在的な金融サービスに対する需要を掘り起こすことが重要である。さらに、金融機関が合併などを通じて経営効率の改善や顧客ネットワークの拡張を図ることも、収益力向上のためのひとつの選択肢となり得る。

第二に、自己資本基盤を強化する必要がある。金融機関は、内外における成長分野向け投融資など、収益性やリスク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。

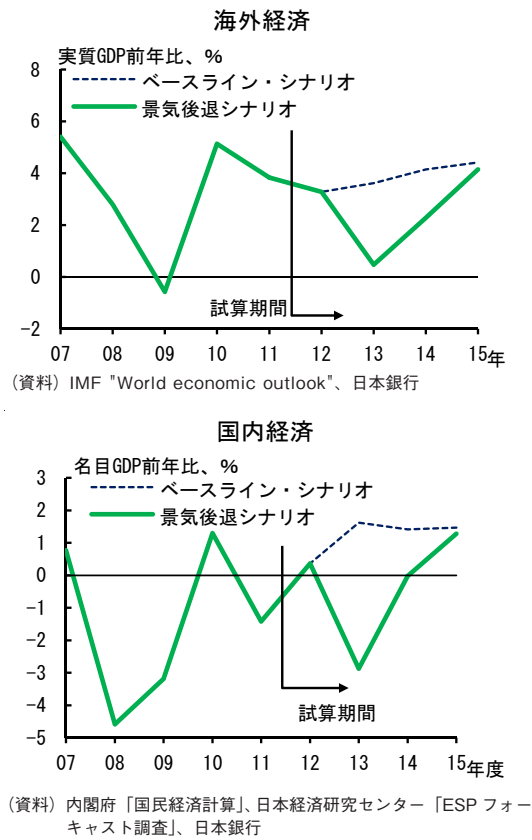
第三に、金融機関には、引き続きリスク管理の実効性を向上させることが求められる。信用リスク管理面では、企業再生面での一層の取り組み

図表5 コア業務純益 ROA



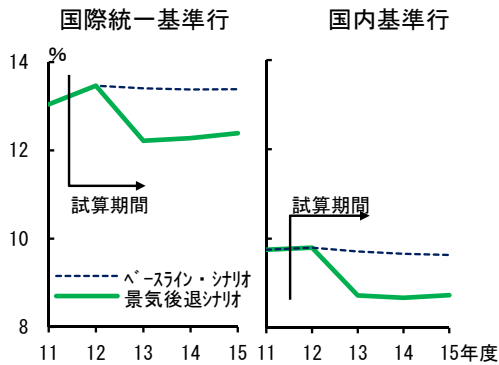
(資料) 日本銀行

図表6 海外経済と国内経済の想定(景気後退シナリオ)



(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本経済研究センター「ESP フォーキャスト調査」、日本銀行

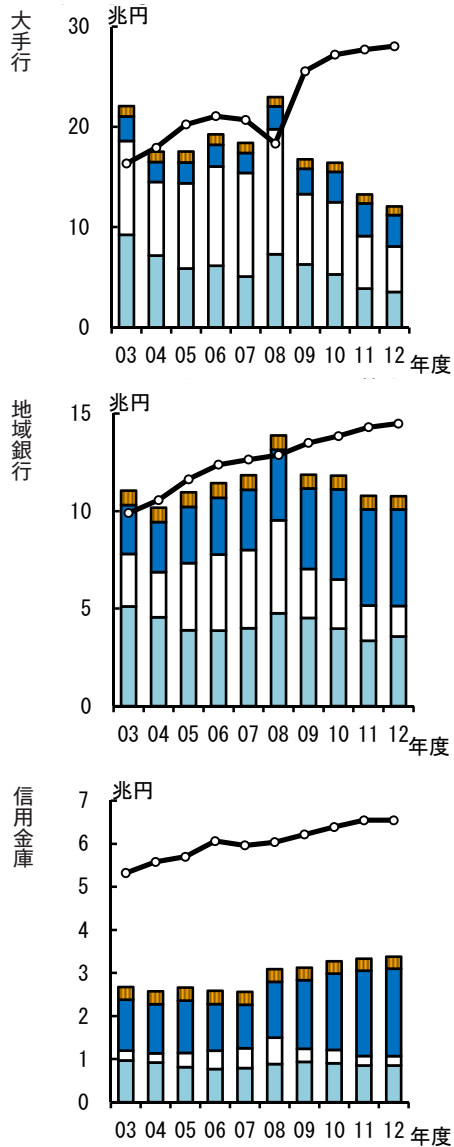
図表7 Tier I 比率(景気後退シナリオ)



(注) 集計対象は大手行と地域銀行。
(資料) 日本銀行

みに加えて、このところの海外貸出や大口貸出の増加を踏まえ、内外与信ポートフォリオにかかる集中リスクの抑制、大口与信先に対する管理の強化を図る必要がある。また、債券保有にかかる様々なリスクを把握しておくことも重要である。株式リスクについても、株価動向が金融機関の収益などに及ぼす影響を踏まえ、引き続き適切に管理していく必要がある。

図表4 リスク量とTier I 資本



信用リスク 株式リスク 金利リスク
オペレーショナルリスク Tier I 資本

(注1) 信用リスクは非期待損失(信頼水準99%)、株式リスクはVaR(信頼水準99%、保有1年)、金利リスクは100bpv、オペレーショナルリスクは業務粗利益の15%。

(注2) 直近は12年9月末。

(注3) 信用金庫の12年度については、Tier I 資本、株式保有残高、信用リスクを12年3月末の水準から横ばいと仮定、業務粗利益は11年度と横ばいと仮定。

(資料) 日本銀行