



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4月の展望レポート（基本的見解は4月30日公表、背景説明を含む全文は5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）

—— 二〇一五年四月 ——

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）

【景気】

国内需要が堅調に推移するとともに、輸出も緩やかに増加していくと見込まれ、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じて、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、当面〇％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」である二％に向けて上昇率を高めていくと考えられる。

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、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。

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
2014 年度	-0.9	+2.8	+0.8
(1 月時点の見通し)	(-0.5)	(+2.9)	(+0.9)
2015 年度	+2.0	+0.8	
(1 月時点の見通し)	(+2.1)	(+1.0)	
2016 年度	+1.5	+2.0	
(1 月時点の見通し)	(+1.6)	(+2.2)	
2017 年度	+0.2	+3.2	+1.9

(注 1) 原油価格 (ドバイ) については、1 バレル 55 ドルを出発点に見通し期間の終盤にかけて 70 ドル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 -0.7 ~ -0.8% ポイント程度、2016 年度で +0.1 ~ +0.2% ポイント程度と試算される。また、寄与度は、当面マイナス幅を拡大した後、2015 年度後半にはマイナス幅縮小に転じ、2016 年度前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 (+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。

(注 3) 2014 年度の消費者物価指数 (除く生鮮食品) については、3 月の前年比が 2 月と同じであると仮定して計算しているほか、消費税率引き上げの物価の押し上げ寄与は、上記同様に機械的に計算している (+2.0% ポイント)。

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】

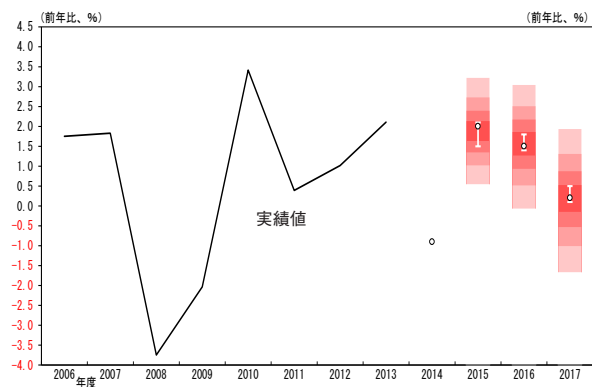
2015 年度から 2016 年度にかけて潜在成長率を上回る成長を続けると予想される。2017 年度にかけては、潜在成長率を幾分下回る程度に減速しつつも、プラス成長を維持すると予想される。

【物価】

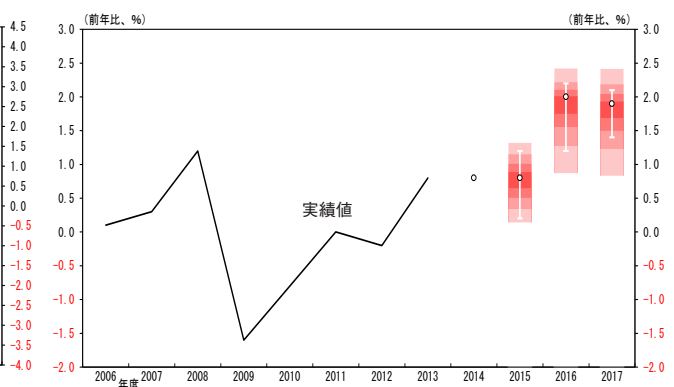
消費者物価の前年比は、当面 0% 程度で推移するとみられるが、物価の基調が着実に高まり、原油価格下落の影響が剥落するに伴って、2% に向けて上昇率を高めていくと考えられる。2% 程度に達する時期は、原油価格の動向によって左右されるが、現状程度の水準から緩やかに上昇していくとの前提にたてば、2016 年度前半頃になると予想される。その後は、平均的にみて、2% 程度で推移すると見込まれる。

図表 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」B O X 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) ○ は政策委員の見通しの中央値を表す。ただし、2014 年度の消費者物価指数 (除く生鮮食品) は、3 月の前年比が 2 月と同じであると仮定して計算した値。

(注 3) 棒グラフ内の縦線は政策委員の大勢見通しを表す。

(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。

② 海外経済については、先進国が堅調な景気回復を続け、その好影響が新興国にも徐々に波及する中で、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。

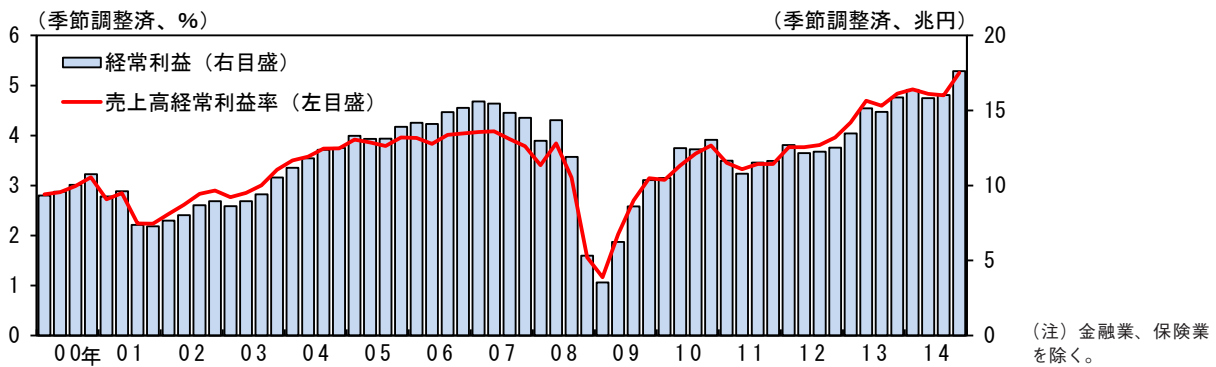
④ 政府による規制・制度改革などの成長戦略の推進や、そのもとでの女性や高齢者による労働参加の高まり、企業による生産性向上に向けた取り組みと内外需要の掘り起こしなどが続くとともに、デフレからの脱却が着実に進んでいくにつれて、企業や家計の中長期的な成長期待は、緩やかに高まっていく。

【物価】

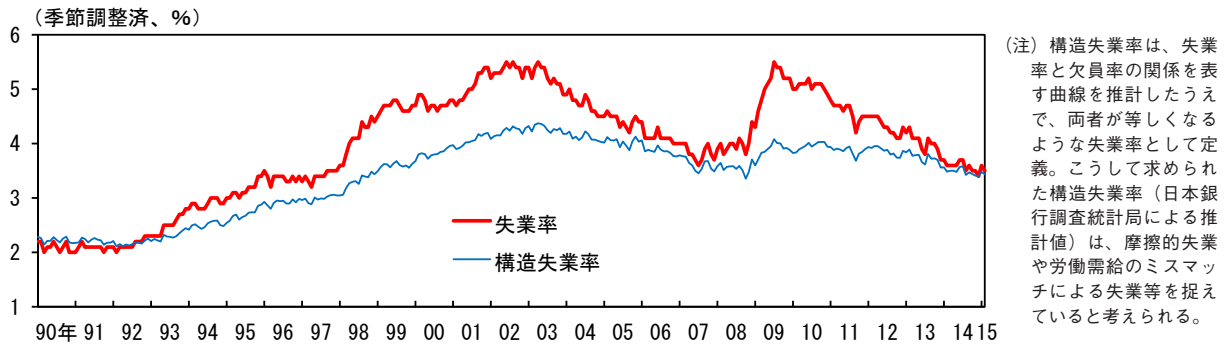
① 労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給バランスは、着実に改善傾向をたどっている。

② 中長期的な予想物価上昇率については、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる。こうした予想物価上昇率の動き

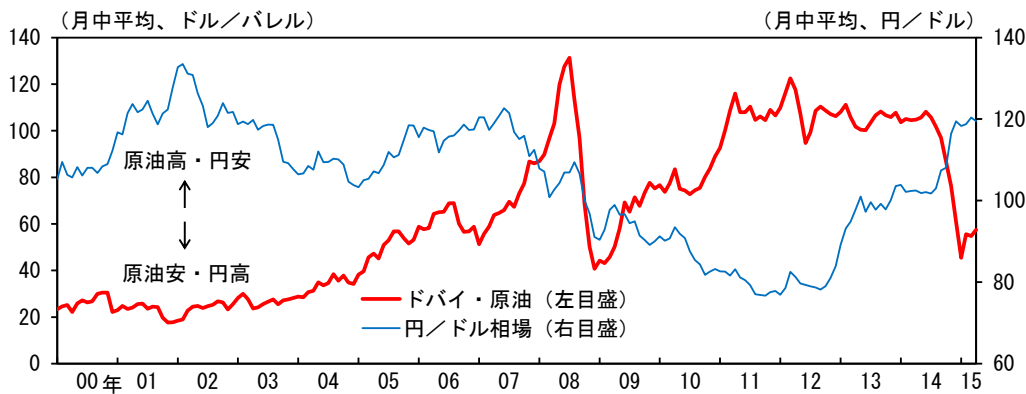
図表 4 企業収益（全産業全規模）



図表 5 失業率



図表 6 原油価格と為替レート



は、実際の賃金・物価形成にも影響を及ぼしている。

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

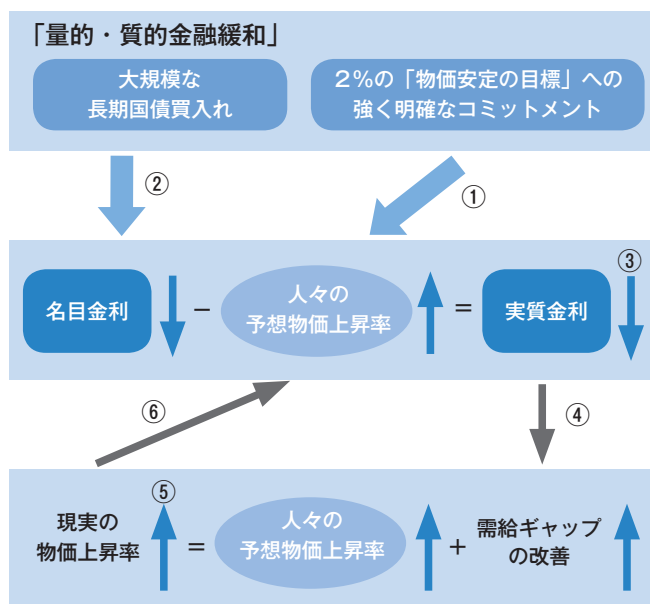
「物価安定の目標」のもとで、二つの「柱」により経済・物価情勢を点検する(注)。

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、二〇一六年度前半頃に二％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、海外経済の動向などを巡る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

図表7 「量的・質的金融緩和」のメカニズム



「量的・質的金融緩和」が想定するメカニズムの起点は、①2%の「物価安定の目標」の実現に向けた強く明確なコミットメントによって予想物価上昇率を引き上げるとともに、②巨額の長期国債買入によってイールドカーブ全体にわたって名目金利に下押し圧力を加え、③実質金利を低下させることである。これらを起点に、④低下した実質金利が民間需要を刺激することで、需給ギャップが改善する、⑤需給ギャップが改善すれば、①による予想物価上昇率の上昇と合わせて、現実の物価上昇率が上昇する、⑥人々が実際に物価上昇を経験すれば、予想物価上昇率はさらに上昇し、一連のプロセスがさらに強まる、といったかたちで、経済の好転を伴いながら「物価安定の目標」に向けて物価上昇率が上昇するという好循環が生まれる。

金融政策運営

「量的・質的金融緩和」は所期の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、漸減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。

「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向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」

二〇一五年四月

今回の特徴

今回のレポートでは、金融システムの現状評価に加え、金融機関に対するモニタリング・考査で得られた所産をこれまで以上に活用し、金融仲介活動やリスクの分析・評価を行っています。こうした分析・評価を踏まえ、金融機関に内在するリスクに関して、金融機関のリスク管理面の課題を提示しています。また、本レポートにおける分析・評価は、本年度の考査の実施方針にも反映されています。

金融システムの総合評価

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。

金融システムの機能度

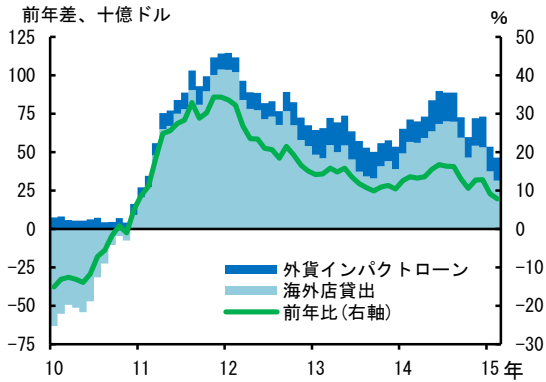
金融機関は、引き続き、国内外で貸出を積極化しています。国内では、リスクを取る方向での業務運営を指向し、成長事業の育成・事業再生への取り組みを強めています。こうしたもとで、金融機関の国内貸出は、企業向けを中心に緩やかな増加を続けており、企業規模、業種、地域のいずれの面でも徐々に広がりが出てきています（図表1）。海外においても、本邦企業のグローバル展開を支え、成長力の高いアジアなど海外諸国の金融ニーズを取り込んでいく観点から融資に積極的に取り組んでおり、海外貸出は高い伸びを続けています（図表2）。有価証券投資では、高水準の円債残高を維持しつつ、

外債、投資信託など運用の多様化を図り、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）。この間、国内長期債投資を中心としてきた主要機関投資家でも、リスク性資産への投資ウエイトを高める動きがみられています（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推移するなど、良好な発行環境が維持されています。こうしたもとで、企業・家計の資金調達環境は、より緩和的になっています。一方、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、このところ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徐々に高まっています（図表5）。

金融システムの安定性

以上のような金融仲介活動におい

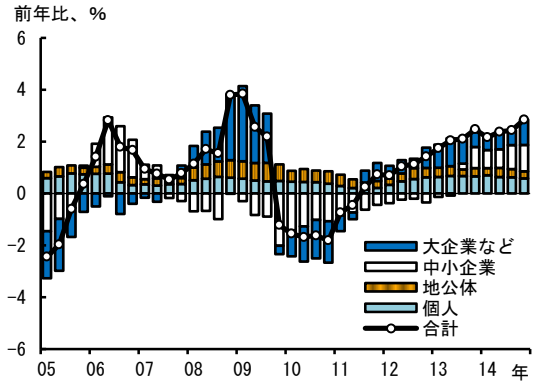
図表2 大手行の海外店貸出・外貨貸出の増減
(ドルベース)



- (注) 1. 直近は15年2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。

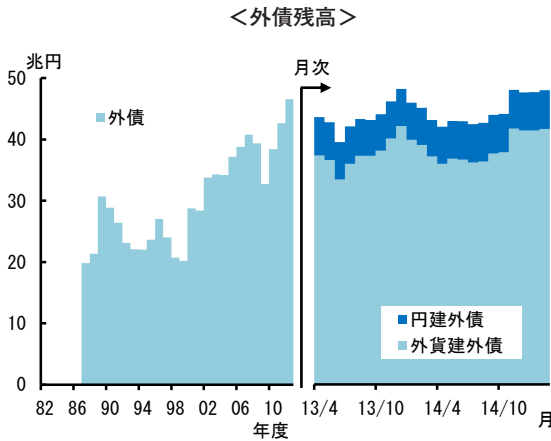
(資料) 日本銀行

図表1 金融機関の借入主体別貸出

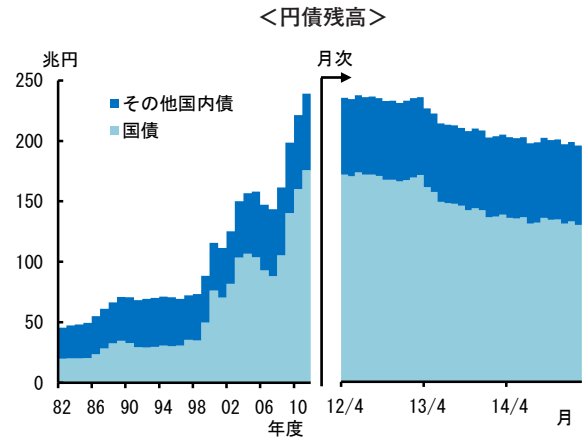


- (注) 集計対象は銀行と信用金庫。直近は14年12月末。
(資料) 日本銀行

図表3 金融機関の有価証券投資

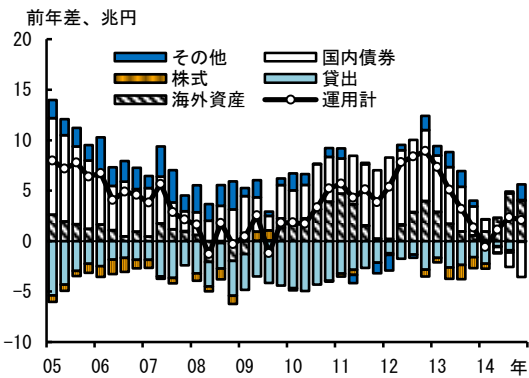


- (注) 1. 直近は15年2月末。
2. 「外債」は、「外貨建外債」と「円建外債」の合計。
3. 国内店と海外店の合計。末残ベース。
(資料) 日本銀行



- (注) 1. 直近は15年2月末。
2. 国内店と海外店の合計。ただし、12年4月以降の大手行のデータについては国内店分のみを使用。末残ベース。
(資料) 日本銀行

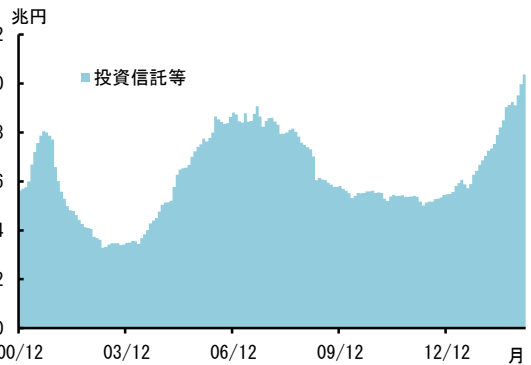
図表4 生命保険会社の資金運用



- (注) 1. 直近は14年12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」

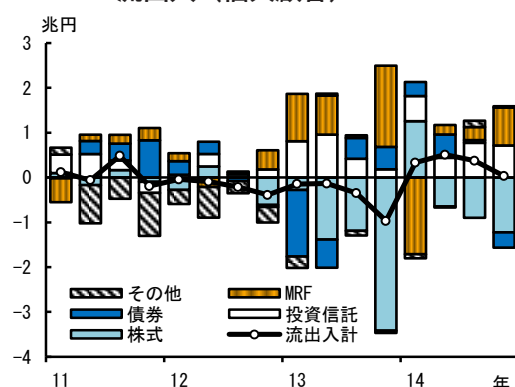
＜投資信託等残高＞



- (注) 1. 直近は15年2月末。
2. 国内店と海外店の合計。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5 主要証券会社における商品別資金
流出入（個人顧客）



(注) 1. 直近は14年10～12月。
2. 日本銀行の取引先主要証券会社15社の合計。
3. 「投資信託」は株式投信およびラップ商品の合計。
「MRF」には公社債投信を含む。

(資料) 日本銀行

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6、7）（注）。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、前回レポート時に比べて信用リスク量の減少等からやや減少し、自己資本は利益の蓄積等から充実が進みました（図表8）。こうしたもとで、金融機関のマクロ的なリスクと財務基盤の適切なバランスは確保されており、金融システムは

円資金について十分な資金流動性を有しています。外貨資金は市場性調達の比重が高い調達構造となっておりますが、一定期間調達が困難化しても資金不足をカバーできる流動性を確保しています（図表9）。この間、資源価格が大幅に下落し、国際金融資本市場では幅広くボラティリティが高まりました。ボラティリティの上昇は、ある程度本邦市場にも及んでいます（図表10）。**将来にわたる金融安定の確保に向けて** わが国の金融システムは安定性を維持していますが、将来にわたって

相応に強いストレス耐性を有しています。ただし、経済・金融のショックの背景、程度、速さなどによって、金融システムは、金融システムの安定性に影響が及ぶ可能性がある点には留意が必要です。また、資金流動性についてみると、金融機関は、

これを維持していくには、引き続き、マクロ的な視点からみて、金融機関の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、あるリスク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。マクロ的なリスクの蓄積の観点から注目しておくべき点としては、①金融機関の国際業務、海外エクスポージャーの拡大、②金融機関の資産負債管理における市場運用の重要性、マーケット・エクスポージャーの高まりが挙げられます。リスクの構造的な変化の観点から注目しておくべき点としては、③大手金融機関のシステミックな重要性の高まり、④国内預貸業務（とくに地域金融）における収益性の低下が挙げられます。また、⑤家計の資産選択行動に伴う金融システムへの影響を注視していく必要があります。

と市場運用におけるリスク対応力の強化、②大手金融機関におけるシステミックな重要性への対応、③地域金融機関における基礎的収益力低下への対応が挙げられます。日本銀行は、引き続き、金融システムにおけるマクロ的なリスクの蓄積状況や構造変化に関する実態把握と分析、ストレス耐性の検証等を行っていきます。そのうえで、リスクの所在や課題を提示しつつ、幅広い関係者との間で認識の共有や協議を行っていくとともに、所要の対応を講じていきます。金融機関との間では、量的・質的金融緩和による緩和的環境を活用した前向きな金融仲介活動を幅広くフォローしていくとともに、上述の諸課題に対応していく観点から、①国際業務、②ALM・市場運用、③大手金融機関のシステミックなリスク特性と経営管理、④地域金融機関の収益力、⑤産業力強化・企業活力向上に向けた取り組み、⑥金融機関・証券会社等のマーケット業務と金融商品販売業務の動向、に関する実態把握を強化し、意見交換を行っていきます。

(注) 今回の金融活動指標では、「不動産業実物投資の対GDP比率」が「緑」から「赤」に転じ、過熱方向に変化しました。不動産の取引量や価格動向など、その他の幅広い情報も含めて総合的にみれば、不動産市場に過熱感は見られていませんが、引き続き関連指標の動きを注視していく必要があります。

