



日本銀行のレポートから

日本銀行は、1月、4月、7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、2017年4月の展望レポート（基本的見解は4月27日公表、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。<http://www.boj.or.jp/mopo/outlook/index.htm/>

「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）

— 二〇一七年四月 —

二〇一七～二〇一九年度の 中心的な見通し（図表1・2）

【景気】

海外経済の成長率が緩やかに高まるもとで、きわめて緩和的な金融環境と政府の大型経済対策の効果を背景に、二〇一八年度までの期間を中心に、景気の拡大が続き、潜在成長率を上回る成長を維持するとみられる。

二〇一九年度は、設備投資の循環的な減速に加え、消費税率引き上げの影響もあって、成長ペースは鈍化するものの、景気拡大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、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、二％に向けて上昇率を高めていくと考えられる。

リスクバランス

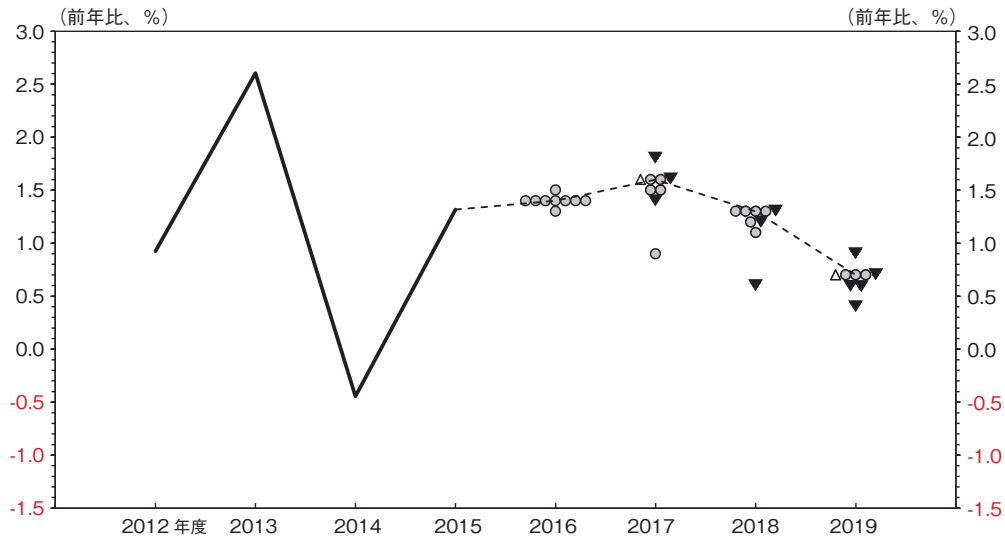
経済・物価ともに下振れリスクの方が大きい。物価面では、二％の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているが、なお力強さに欠け、引き続き注意深く点検していく必要がある。

金融政策運営

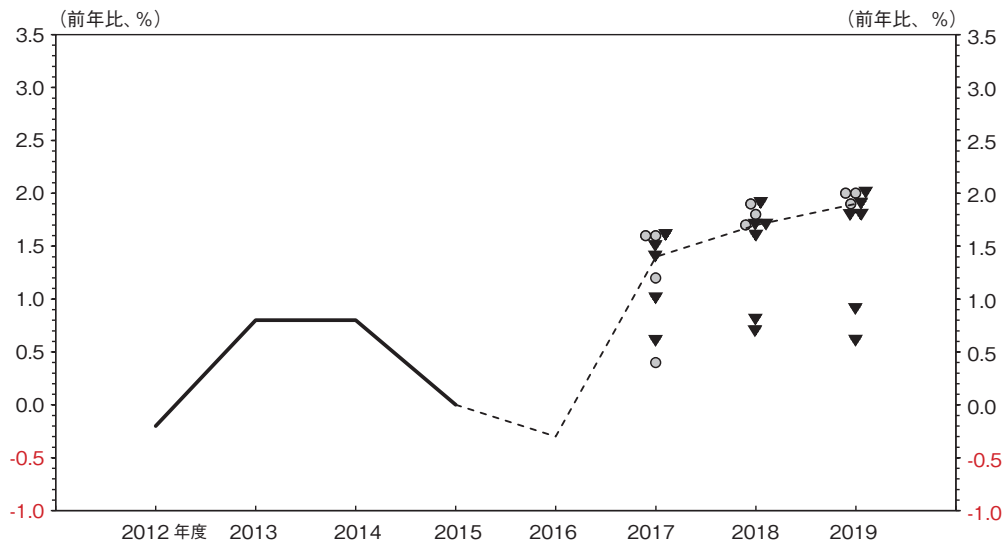
二％の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に二％を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する。今後とも、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。

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。ただし、2016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同時に、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
2016年度	+ 1.4	- 0.3	
(1月時点の見通し)	(+ 1.4)	(- 0.2)	
2017年度	+ 1.6	+ 1.4	
(1月時点の見通し)	(+ 1.5)	(+ 1.5)	
2018年度	+ 1.3	+ 1.7	
(1月時点の見通し)	(+ 1.1)	(+ 1.7)	
2019年度	+ 0.7	+ 2.4	+ 1.9

(注1) 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料品および新聞に適用される)ことを前提としている。

(注2) 2016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。



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」

二〇一七年四月

金融資本市場の動向

国際金融市場では、昨年十一月の米国大統領選後、世界的に株高・金利高の動きが強まりました。わが国では、円安・株高となり、日本銀行が進める「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、きわめて緩和的な金融環境が維持されています。こうしたなか、本邦金融機関によるドル調達環境については、一時的な外債投資抑制によるドル需要の低下から、短期のタームを中心に調達プレミアムがやや低下する動きもみられますが、総じて調達コストの高い状況が続いています。

金融仲介活動の点検

金融機関の国内貸出は、積極的な融資姿勢のもと、幅広い業種での資金需要を受けて、前年比三〇%程度の伸び率で増加しています(図表1)。海外貸出は、ドル調達コストが高止まるなかでも、なお高めの伸びを維持しています。有価証券投資では、昨秋以降の米国金利の上昇を受けて外債投資を一時的に手控える動きもみられますが、金融機関は、投資信託をさらに積み増すなど、リスクテイクを強めていく姿勢を維持しています。保険会社・年金などの機関投資家も、低金利環境が続くなか、外債等を中心にリスク性資産を引き続き積み増しています。こうしたなか、

金融資本市場では、CP・社債の発行レートはきわめて低い水準で推移しており、企業のデット・ファイナンスは増加しています。

民間非金融部門の資金調達環境はきわめて緩和した状態にあります。民間非金融部門の資金調達環境は、多くの金融経済活動において、過熱感は総じて窺われません(図表2)。ただし、低金利環境が継続するもとで、銀行の貸出姿勢はバブル期以来の積極性を示しています(図表3)。また、不動産市場は、全体として過熱の状況にはないと考えられますが、J-REIT等の物件取得が都市圏から地方圏に拡がっているほか、金融機関の不動産業向け投融资も増加しています(図表4・5)。今後、リスクプレミアムの過

度な縮小や過度に強気な賃料見通しが生じることがないか、注意深く点検していく必要があります。

金融システムの安定性

わが国の金融システムは、安定性を維持しています。すなわち、金融機関の自己資本比率は規制水準を十分に上回っており、リスク量との対比でも総じて充実した自己資本水準が維持されています。マクロ・ストレステストの結果も、金融機関は全体として相応に強いストレス耐性を備えていることを示しています。ただし、ストレス付与後の当期利益や自己資本については金融機関の間でばらつきがあり、ストレス耐性にもばらつきが確認されます。この間、金融機関の資金流動性をみると、外貨建て投融资の増加が続いています。一定期間外貨の市場調達が困難化しても資金不足をカバーできるだけの流動性を確保しています。また、大手行を中心に顧客性預金の増強など安定調達基盤の拡充に努めています。

金融機関の収益力低下に伴う潜在的な脆弱性

現状では、金融機関は充実した資本基盤を備えており、当面収益力が下押しされるもとでも、リスクテイクを継続していく力を有しています。今後、金融機関のポートフォリオ・リバランスが、経済・物価情勢の改善と結びついていけば、収益力の回復につながっていくと考えられます。

もともと、金融システムの構造的側面に焦点を当てると、わが国の金融機関が提供する金融仲介サービスは比較的均質で代替性が高く、競合する金融機関数も多くなっています（図表6）。このため、人口減少などを背景に伝統的な金融仲介サービスに対する需要が減少すると、金融機関間の競争が激化しやすいと考えられます。金融機関間の過度な競争は、金融機関の収益力を弱め、経営を不安定化させる要因となり得ます。すなわち、預貸利鞘の低下傾向が続くなかで、金融機関が収益維持の観点

から、過度なリスクテイクに向かうことになれば、金融面での不均衡が蓄積し、金融システムの安定性が損なわれる可能性があります。一方、収益力の低迷が続く損失吸収力の低下した金融機関が増えれば、金融機関全体でみた金融仲介機能が低下し、実体経済に悪影響を及ぼす可能性も考えられます。

以上のように、金融機関の収益力の低下に伴う潜在的な脆弱性として、マクロ的なリスク蓄積や資産価格等への影響が行き過ぎる過熱方向のリスク、収益の減少に歯止めがかからず金融仲介が停滞方向に向かうリスクの両面があり、これらについて注視していく必要があります。

金融機関の課題と

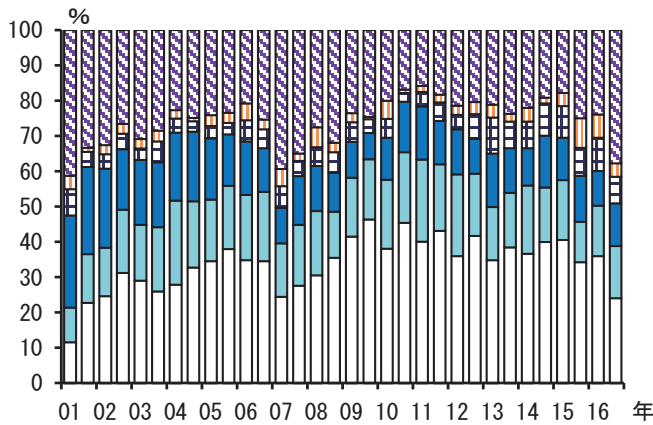
日本銀行の取り組み

金融システムが将来にわたって安定性を維持していくために、金融機関が対応すべき課題は以下の三点です。第一に、地域経済・企業への支援強化やフィンテックの活用、経営効率を高めるための業務改革などに

おいて、個々の金融機関が自らの強みを活かした取り組みを進め、収益力の改善を図っていくことです（図表7）。第二に、国際業務や市場運用など、わが国金融機関が積極的にリスクテイクを進めている分野におけるリスク対応力を強化していくことです。第三に、大規模金融機関では、自らが金融システムに及ぼし得る影響度が高まっていることを十分に認識し、リスク蓄積に応じた財務基盤の充実と経営管理体制の強化、ストレス発生時の秩序ある対応に向けた準備などを一段と進めていくことです。

日本銀行も、金融システムの安定確保に向けて、モニタリング・考査等を通じてこれらの課題解決に引き続き対応していきます。特に、収益力の向上は重要かつ喫緊の課題であり、収益力に関するターゲット考査の実施などモニタリング・考査一体で金融機関との対話を強化していきます。また、ストレステストの高度化・活用については、金融機関との対話や共同研究を一段と進めていきます。

図表4 J-REIT等による不動産取得件数の地域別内訳



(注) 直近は16年下期。
(資料) 日本不動産研究所

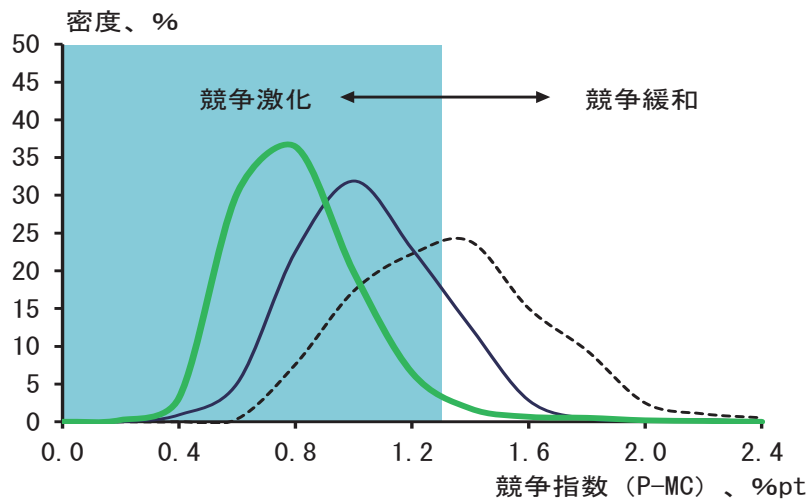
- 東京5区
- 東京23区(除く5区)
- その他首都圏
- 大阪市
- 名古屋市
- その他

図表5 金融機関の不動産業向け貸出



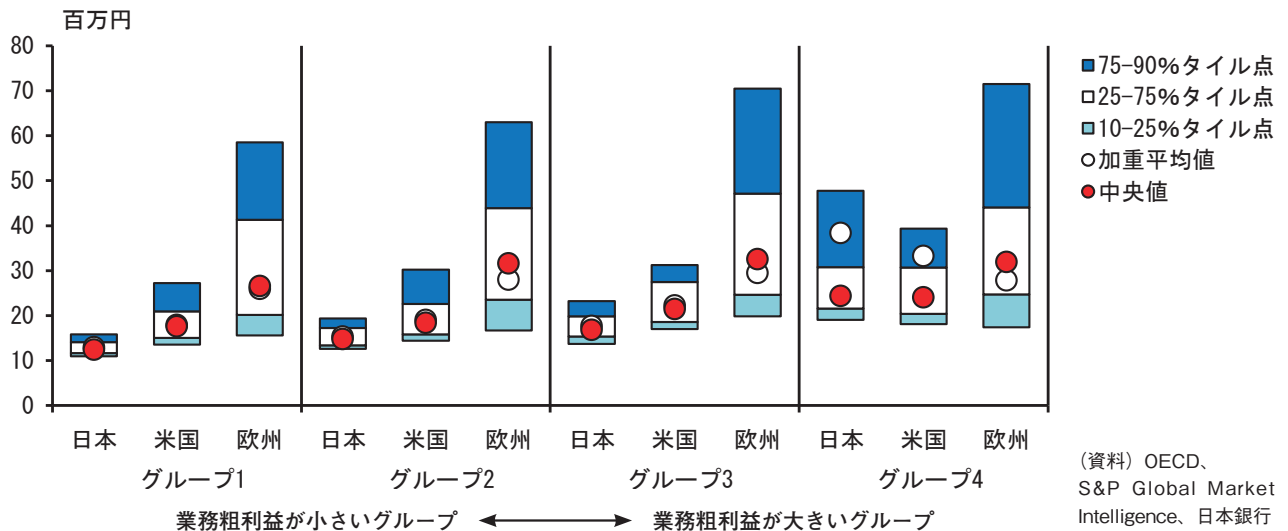
(注) 直近は16年12月末。
(資料) 日本銀行

図表6 金融機関の競争指数と経営の安定性 (地域金融機関の競争指数の分布)



(注) 1. 日本銀行による試算値。
2. シャドローは、競争指数(財価格(P)の限界費用(MC)に対する上乗せ幅であるマークアップ(P-MC))が低下し金融機関間競争が激化すると、経営が不安定化することを表す。

図表7 職員1人当たりの業務粗利益の分布



(資料) OECD、S&P Global Market Intelligence、日本銀行