



日本銀行のレポートから

日本銀行は、1、4、7、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、2019年10月の展望レポート(基本的見解は10月31日、背景説明を含む全文は11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。https://www.boj.or.jp/mopo/outlook/index.htm/

「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)

二〇一九年十月

二〇一九～二〇二一年度の 中心的な見通し (図表1・2)

【景気】

当面、海外経済の減速の影響が続くものの、国内需要への波及は限定的となり、二〇二一年度までの見通し期間を通じて、景気の拡大基調が続くとみられる。

輸出は、当面、弱めの動きが続くものの、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくもとで、基調としては緩やかに増加していくと考えられる。国内需要も、消費税率引き上げなどの影響を受けつつも、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを

背景に、増加基調をたどると見込まれる。

【物価】

消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、当面、原油価格の下落の影響などを受けつつも、見通し期間を通じてマクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、二%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

リスクバランス

経済の見通しについては、海外経済の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。物価の見通しにつ

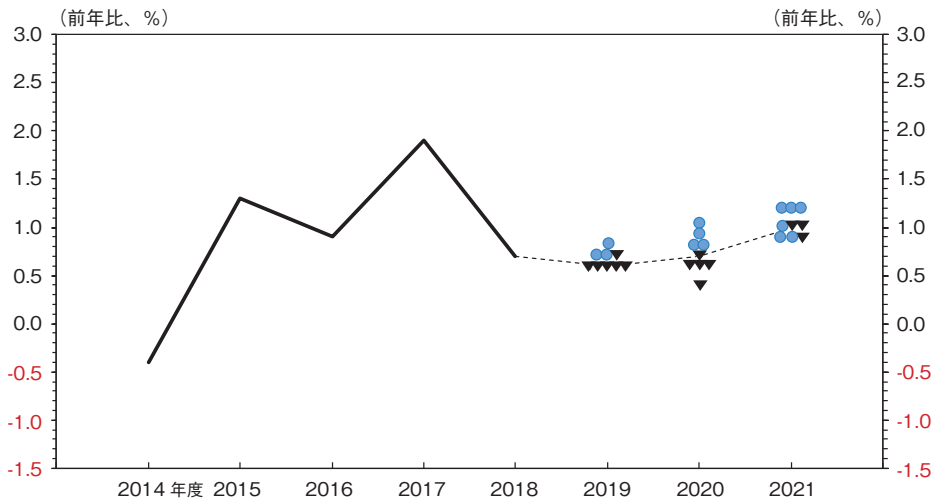
いては、経済の下振れリスクに加えて、中長期的な予想物価上昇率の動向の不確実性などから、下振れリスクの方が大きい。二%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているが、なお力強さに欠けており、引き続き注意深く点検していく必要がある。

金融政策運営

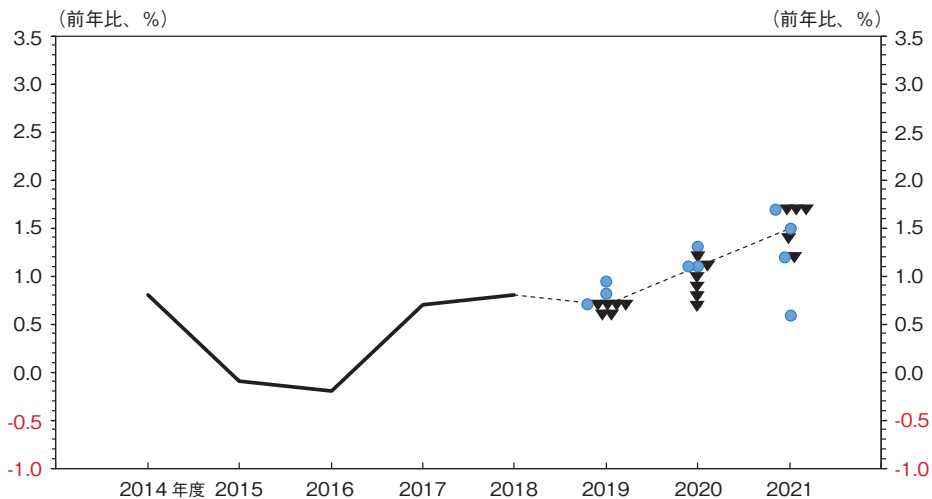
二%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実

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。

(注3) 消費者物価指数 (除く生鮮食品) は、2014年度、2015年度については、2014年4月の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

	実質 GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除くケース
2019年度	+ 0.6	+ 0.7	+ 0.5
(7月時点の見通し)	(+ 0.7)	(+ 1.0)	(+ 0.8)
2020年度	+ 0.7	+ 1.1	+ 1.0
(7月時点の見通し)	(+ 0.9)	(+ 1.3)	(+ 1.2)
2021年度	+ 1.0	+ 1.5	
(7月時点の見通し)	(+ 1.1)	(+ 1.6)	

(注) 教育無償化政策については、高等教育無償化等が2020年4月に導入されることを前提としている。

績値が安定的に二%を超えるまで、拡大方針を継続する。政策金利については、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる恐れに注意が必要な間、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。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、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。特に、海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大

きいもとで、先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる恐れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる。



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」

二〇一九年十月

二〇一九年十月号の 特徴と問題意識

今回のレポートでは、次の三つに
力点を置いて分析を行った。第一
に、グローバルな金融危機以降、大
手行等を中心に、レバレッジドロー
ンやCLOを含めた海外貸出・海
外クレジット投資が拡大し、それに
伴い海外との連関性が高まっている
ことを踏まえ、邦銀の海外向けエク
スポージャーについて、潜在的なり
スクや脆弱性を分析・評価した。第
二に、地域金融機関について、近年
収益力の低下が続くもとで、経費の
節減や非資金利益の拡大といった経
営効率の改善に向けた取り組みがみ
られていることを踏まえ、経営効率

性の動向や同一業態内のばらつき、
その要因の分析を行った。また、分
析結果を踏まえて、マクロ・ストレ
ステストにおいて、先行き一段の経
営効率の改善が行われた場合の収益
効果を織り込んで、中長期シミュ
レーションと将来のストレセス発生を
想定したテストを行った。第三に、
足もと地域金融機関を中心に国内の
信用コスト率が低水準ながら上昇し
始めていることを踏まえ、信用コス
ト増加の背景や先行きの見通しにつ
いて、整理した。なお、レポートの
構成として、今回から、国内外の金
融脆弱性を総括的に点検する章(IV
章)を設けた。また、各種リスクの
評価に当たり、従来の信用・市場・
流動性リスクに加え、近年重要性が

増しているリスク(サイバーセキュ
リティ、反マネーロンダリング、
デジタルライゼーションへの対応等)
について項目(V章六節)を設けた。
要旨は以下のとおり。

金融仲介活動の動向

日本銀行の金融緩和を背景に、金
融仲介活動は貸出・証券市場の両面
で積極的に行われている。国内貸出
は、貸出金利が既往ポトム圏で推移
するもとで、経済成長を上回る前年
比二%程度のペースで増加してい
る。CP・社債市場でも、きわめて
低い発行レートのもとで、大企業の
資金調達が増加している。国際金融
市場では、世界経済の減速懸念や地
政学的不確実性を背景に、株価はや

期とは異なるリスクが蓄積されている可能性がある。国内与信の増加は、足もとの景気拡大基調を下支えしている一方、やや長い目でみてわが国経済の成長が高まらない場合には、以上のような脆弱性がバランスシート調整圧力として働くことで、負のショック発生時の下押し圧力を強める可能性がある。

国際金融面では、邦銀の海外エクスポージャー拡大とともに、わが国金融システムが外貨調達面も含めて海外金融循環の影響を受けやすくなっている。とくに近年、大手行等を中心に、借り手の信用力が低いレバレッジドローンやこれを裏付けとする証券化商品（CLO）への投融资が増加している（図表4、5）。邦銀の海外貸出は、全体として質の高いポートフォリオが維持されており、保有CLOのほとんどはAAA格である。ただし、レバレッジドローンの借り手は景気悪化に脆弱であるほか、近年、貸付条件の引き緩みが続いており、CLOについても、経済・市場急変時の格付け低下、市場価格下落等のリスクに留

意が必要である。

金融システムの安定性

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。金融機関は、上記のような脆弱性を考慮しても、リーマンショックのようなテールイベントの発生に対して、資本と流動性の両面で相応の耐性を備えている（図表6）。

もともと、国内預貸業務を中心に、金融機関の収益性が低下を続けている。この背景には、低金利環境の長期化に加え、より長い期間でみれば、人口減少や成長期待低下に伴う借入需要の趨勢的な減少といった構造要因があると考えられる。そのもとで、大手金融機関はグローバル展開とグループベースの総合金融戦略を推進しており、システミックな重要性を高めている。地域金融機関は、国内貸出・有価証券投資面でリスクテイクを積極化しているが、それに見合ったリターンを確保できず、自己資本比率が緩やかな低下を続けている。先行きもこうした状況が長引くと、将来のストレス発生時の損失

吸収力低下が想定され、金融仲介機能の低下を通じて実体経済への下押し圧力が強まる可能性がある。

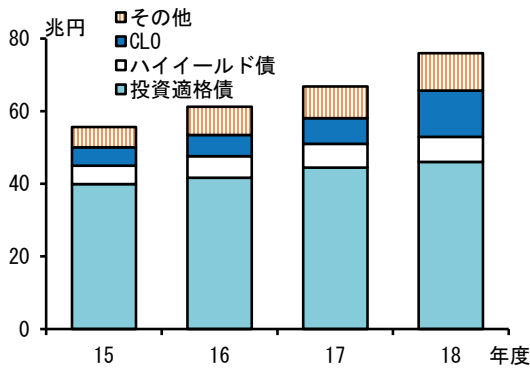
金融機関の課題

以上を踏まえ、金融機関に求められる経営課題は、次の四点である。第一は、収益力向上に向けた取り組みの強化である（図表7）。具体的には、①企業の課題解決や家計の資産

形成支援等の金融サービス提供力の強化、②リスクに見合った貸出金利の確保や非資金利益の拡大、③経費構造の見直しなどが挙げられる。金融機関は、戦略的に必要な投資は行いつつ、近年取り組んでいるこれらの経営効率改善策を一段と積極化し、基礎的収益力の向上を通じて、将来にわたるストレス耐性を確保していく必要がある。その効果的な推進の観点から、経営統合やアライアンスも有効な選択肢となり得る。第二は、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の強化である。地域金融機関では、ミドルリスク企業・不動産業向け貸出や、投資信託など有価証券投資面の

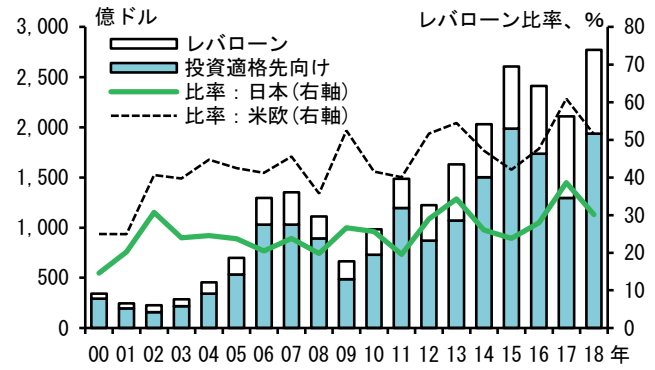
リスク管理強化である。大手金融機関では、海外投融資やこれに伴う外貨調達への対応のほか、グローバルかつグループベースの経営管理強化が求められる。第三は、デジタルライゼーションへの対応である。金融機関は戦略リスクを意識しつつ、デジタル技術の活用方針を明確化するとともに、サイバーセキュリティや反マネーロンダリングの体制整備を進めていく必要がある。第四は、適切な資本政策の実施である。金融機関は自己資本の適正水準や、配当、有価証券評価益の活用などのあり方を含めた資本政策を明確に定め、株主など幅広いステークホルダーと対話を深めていく必要がある。日本銀行は、考査・モニタリング等を通じて上記の金融機関の対応を後押ししていくとともに、マクロプルーデンスの観点から、金融機関による多様なリスクテイクが金融システムに及ぼす影響について注視していく。また、金融機関が構造的な課題克服に取り組んでいくうえで重要な要素となる金融制度の整備などについても、関係者と議論を行っていく。

図表5 大手行等の海外クレジット投資残高



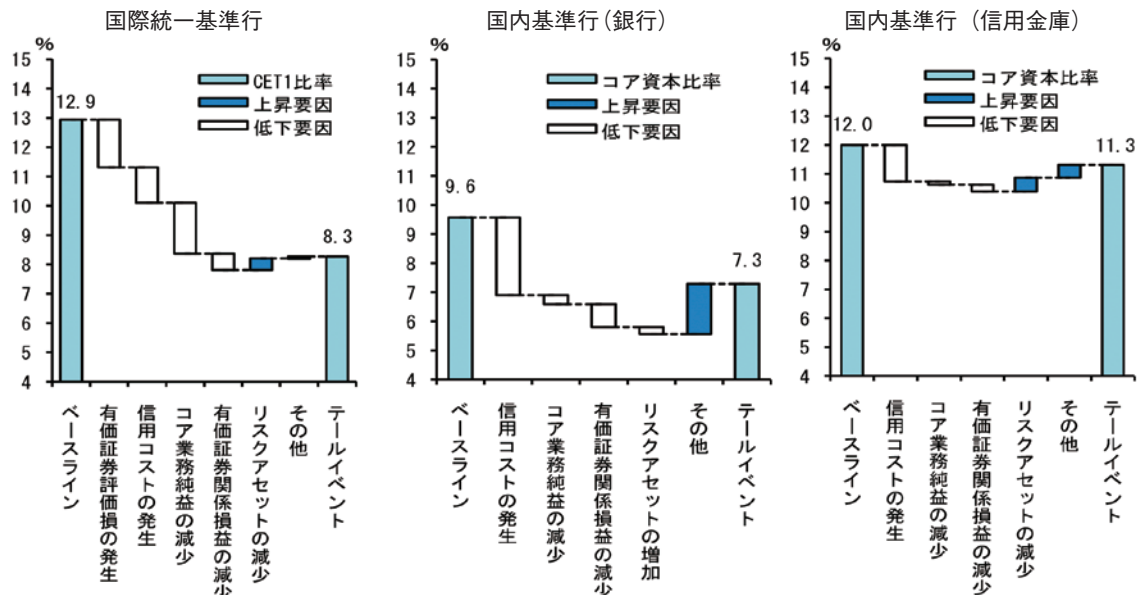
(注) 大手行等の保有する CLO のうち、99%が AAA 格トランシェ。
(資料) 日本銀行

図表4 邦銀のシンジケート・ローン(シ・ローン) 引受動向



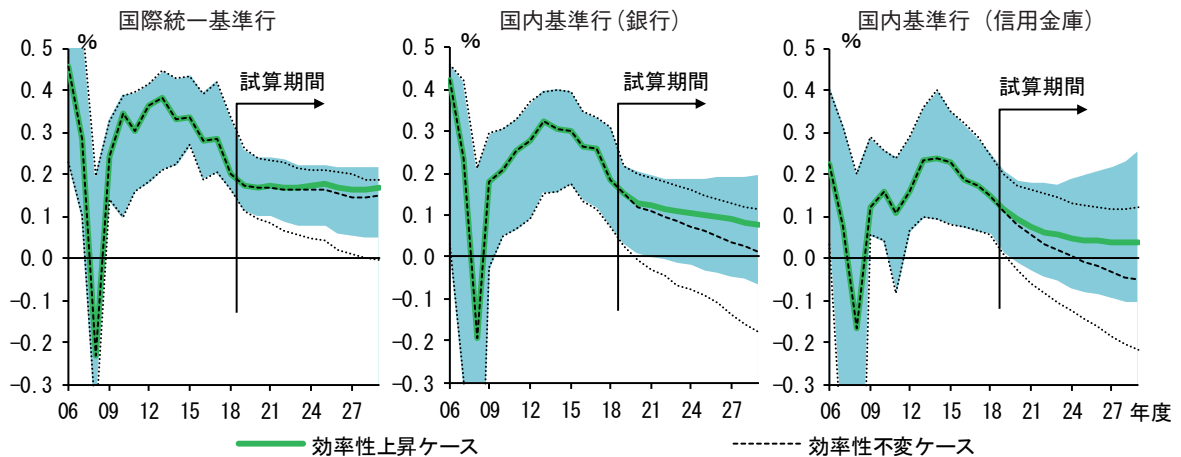
(注) 「投資適格先向け」は BBB 格以上のシ・ローン、「レバローン」は BB 格以下のシ・ローン。
(資料) Dealogic

図表6 CET1 比率とコア資本比率の要因分解 (2022 年度)



(注) シミュレーション期間の終期(2022年度末)における、ベースラインとテールイベント・シナリオ下の自己資本比率の乖離要因を表示。「その他」は、税金・配当、CET1 調整項目等の寄与の合計。

図表7 当期純利益 ROA (中長期のベースライン)



(注) シャドーは効率性上昇ケース、細点線は効率性不変ケースの 10-90% 点。