



# 日本銀行のレポートから

日本銀行は、1月、4月、7月、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、2020年10月の展望レポート(基本的見解は10月29日、背景説明を含む全文は10月30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)

— 二〇二〇年十月 —

### 二〇二〇～二〇二二年度の 中心的な見通し (図表1、2)

#### 【景気】

経済活動が再開し、新型コロナウイルス感染症の影響が徐々に和らいでいくもとで、改善基調をたどるとみられるが、感染症への警戒感が残るなかで、そのペースは緩やかなものにとどまると考えられる。その後、世界的に感染症の影響が収束していけば、海外経済が着実な成長経路に復していくもとで、わが国経済はさらに改善を続けると予想される。

#### 【物価】

消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、当面、感染症や既往の原油価格下落、GOTOトラベル事業の影響などを受けて、マイナスで推移するとみられる。その後、

経済の改善に伴い物価への下押し圧力は次第に減衰していくことや、原油価格下落の影響などが剥落していくことから、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、プラスに転じていき、徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

### 経済・物価のリスク要因

#### 【先行きの経済・物価見通しの不確実性】

こうした先行きの見通しについては、感染症の帰趨やそれが内外経済に与える影響の大きさによって変わり得るため、不透明感がきわめて強い。また、上記の見通しでは、広範な公衆衛生上の措置が再び導入されるような感染症の大規模な再拡大はないと想定していることに加えて、感染症の影響が

収束するまでの間、企業や家計の中長期的な成長期待が大きく低下せず、金融システムの安定性が維持されるもとで金融仲介機能が円滑に発揮されると考えているが、これらの点には大きな不確実性がある。

#### 【リスクバランス】

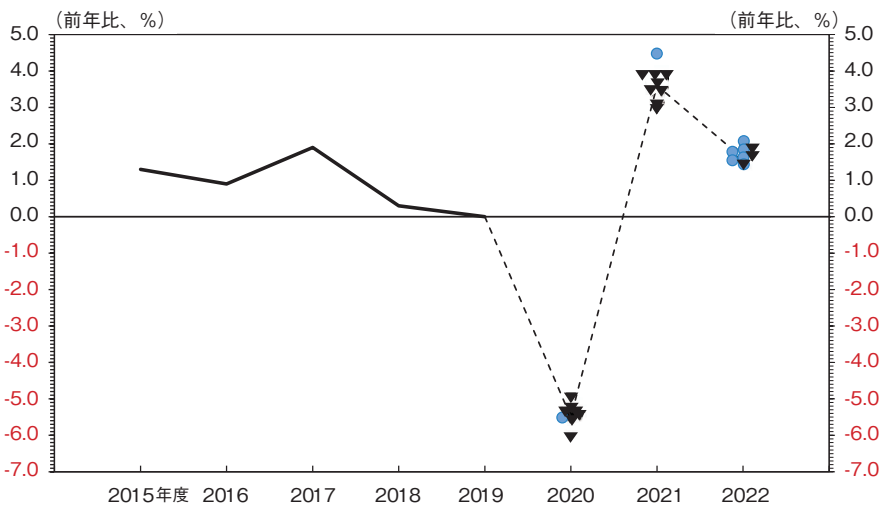
リスクバランスは、経済・物価のいずれの見通しについても、感染症の影響を中心に、下振れリスクの方が大きい。

### 金融政策運営

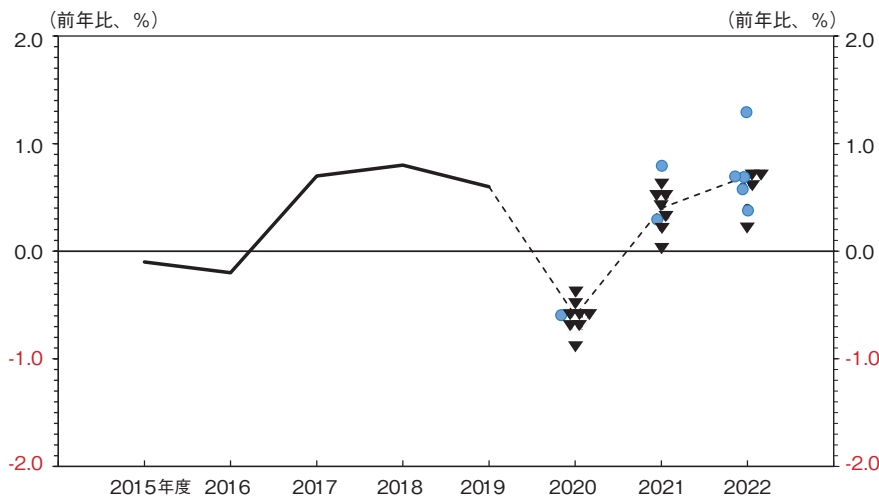
二%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数(除く

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) の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。

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、拡大方針を継続する。引き続き、①新型コロナウイルス対応資金繰り支援特別プログラム、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨

の上限を設けない潤沢な供給、③ETFおよびJ-REITの積極的な買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていく。当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、必

要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。政策金利については、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。

図表 2 政策委員の大勢見通し

(対前年度比、%)

	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
2020年度	-5.6 ~ -5.3 < -5.5 >	-0.7 ~ -0.5 < -0.6 >	-0.8 ~ -0.6 < -0.7 >
7月時点の見通し	-5.7 ~ -4.5 < -4.7 >	-0.6 ~ -0.4 < -0.5 >	-0.7 ~ -0.5 < -0.6 >
2021年度	+3.0 ~ +3.8 < +3.6 >	+0.2 ~ +0.6 < +0.4 >	
7月時点の見通し	+3.0 ~ +4.0 < +3.3 >	+0.2 ~ +0.5 < +0.3 >	
2022年度	+1.5 ~ +1.8 < +1.6 >	+0.4 ~ +0.7 < +0.7 >	
7月時点の見通し	+1.3 ~ +1.6 < +1.5 >	+0.5 ~ +0.8 < +0.7 >	

(注) <>内は政策委員見通しの中央値。「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。



# 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」

二〇二〇年十月

### 二〇二〇年十月号の 問題意識

今回のレポートでは、新型コロナウイルス感染症の影響が続くもとで、金融市場およびわが国の金融機関の金融仲介活動について、足もとの状況を整理したうえで、わが国の金融安定面への影響やリスクに関する分析・評価を行い、今後注視していくべき点や課題を整理している。その際、今次局面のストレスが、①感染症の拡大によって人々の活動が大きく制約されることに伴う「実体経済ショック」に端を発している点、②ショックが企業規模や業種ごとに大きく異なる影響を与えている点、③政府・日本銀行による強力な財政・

金融政策が効果を発揮している点を意識した分析を行っている。ポイントとは以下のとおり。

### 金融システムの 安定性に関する現状評価

新型コロナウイルス感染症が引き続き国内外の経済・金融面に大きな影響を及ぼしているが、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。

政府・日本銀行は、海外当局と緊密に連携しつつ、大規模な財政・金融政策を迅速に講じ、経済活動の下支えと金融市場の機能維持を図っている。規制・監督面でも金融機関による経済への円滑な資金供給を可能とする観点から柔軟な対応を講じて

いる。実体経済に厳しい下押し圧力がかかるもとで、企業や家計の資金繰りに強いストレスが加わっているが、これらの政策対応に加え、金融機関が資本・流動性の両面で相応に充実した財務基盤を備えてきたことから、円滑な金融仲介機能が維持されている。三月に大きく調整した金融市場は、神経質な動きを続けているものの、総じて落ち着きを取り戻しつつある。

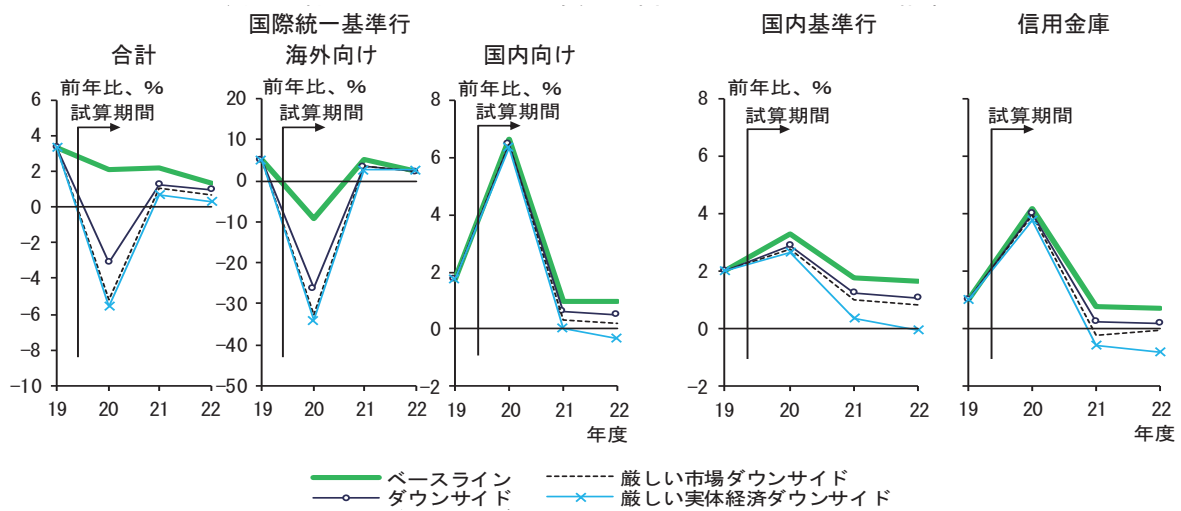
### 先行きのリスクと留意点

先行きを展望すると、わが国の金融システムは、景気改善がかなり緩やかなものにとどまると想定しても、相応の頑健性を備えている。もつ

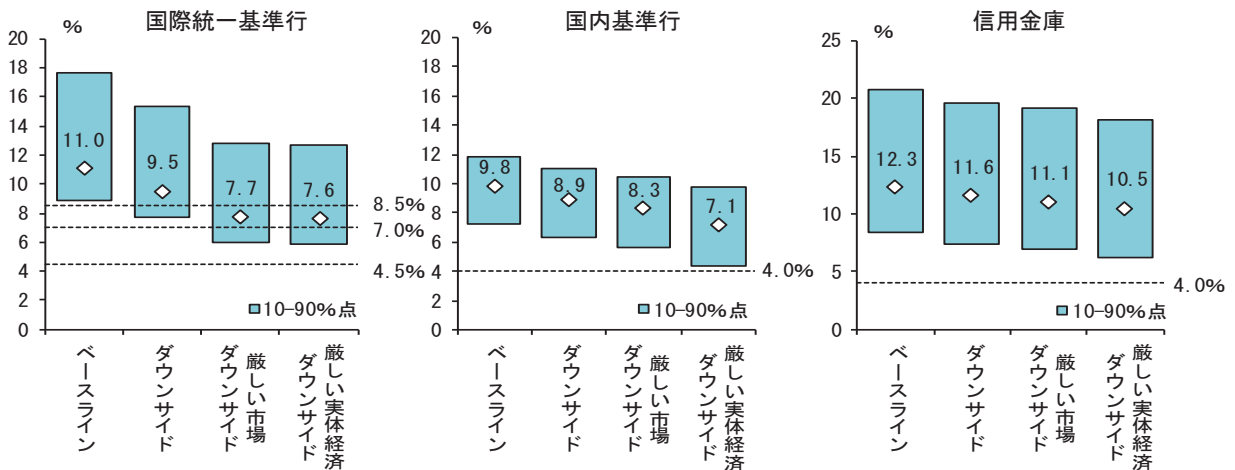
とも、感染症の帰趨<sup>きすう</sup>やその内外経済への影響を巡る不確実性はきわめて大きい。仮に今後、景気が長期にわたり停滞し、そのことを受けて金融市場も大きく調整するような厳しいストレス事象が発生する場合には、金融機関の経営体力の低下により、金融仲介機能の円滑な発揮が妨げられ、实体经济のさらなる下押し圧力として作用するリスクがある（図表1、2）。こうした観点から特に注意すべきリスクは次の三点である。これらのリスクに備えつつ、金融システムの安定確保と金融仲介機能の円滑な発揮に万全を期していくことが、マクロブルーデンス上重要である。

第一は、国内外の景気落ち込みの長期化に伴う信用コストの上昇である。国内では、企業の売上・利益の大幅な落ち込みと借人の増加が続いている。近年企業が自己資本・手元資金の両面で財務基盤を強化してきたことに加え、各種の企業金融支援策が強力な効果を発揮していることから、当面、デフォルトの増加は抑

図表1 各シナリオのもとでの貸出残高のシミュレーション結果



図表2 各シナリオのもとでのCET1比率とコア資本比率（2022年度）のシミュレーション結果



(注) 1. 数字は平均値。

2. 国際統一基準行はCET1比率、国内基準行と信用金庫はコア資本比率。経過措置を含むベース。

※ 図表1、2における「ベースライン・シナリオ」は、实体经济が調査機関や市場における平均的な見通しに沿って回復していくことを前提としたもの。「ダウンサイド・シナリオ」は、今後の景気回復がごく緩慢なものにとどまるとともに、それが金融市場にも負の影響を及ぼすかなり厳しい想定。より厳しい後者2種類のシナリオは、先行きの不確実性が大きいことを勘案し、实体经济、金融市場それぞれにさらに追加的なストレスが加わった際に、どのような影響が生じるかを把握する観点から付加したもの。



制されるとみられる(図表3)。もつとも、景気悪化が長引く場合には、企業の債務返済能力は低下が続くことになる。特に、感染症拡大以前から脆弱性の蓄積が進んでいた低採算のミドルリスク企業向け貸出や不動産向け貸出、大型M&Aに関連した高レバレッジ案件向け貸出などへの影響を注視していく必要がある。

邦銀の海外向け貸出は、全体として質の高いポートフォリオを維持しているが(図表4)、個別にみると、原油価格下落の影響を受けるエネルギー向けプロジェクトファイナンス、世界需要が縮小している航空機関連のオブジェクトファイナンス等も少なくない。また、近年の海外貸出積極化のもとで、収益性の低い大口貸出先が増加傾向にある。今次の海外経済の落ち込みがリーマンショック期より大きいことを念頭に、慎重なリスク管理を行っていく必要がある。

第二は、金融市場の大幅な調整に伴う有価証券投資関連損益の悪化である。わが国の金融機関は、国内の

低金利が長期化するもとで高めのリターンを求めて内外クレジット商品や投資信託などを通じてリスクテイクを積極化してきた(図表5)。金融市場が落ち着きを取り戻しつつあることもあって、損失は限定的であるが、特定の商品で評価損が膨らんでいる事例も存在する。金融市場を巡る不確実性がお高いもとは、三月の調整局面において既存のリスク管理の枠組みが適切に機能したかを検証し、その実効性を高める取り組みを進める必要がある。

第三は、ドルを中心とする外貨資金市場のタイト化に伴う外貨調達不安定化である。近年邦銀は、海外貸出を拡大する一方、市場調達期間の長期化や法人顧客性預金の拡充など、調達の安定化に取り組んできた(図表6)。本年(二〇二〇年)三月には、コミットメント・ラインの引き出しなどから外貨貸出が急増したが、こうした取り組みに加えて、主要六中央銀行のドル流動性供給の効果もあって、邦銀の外貨繰りに大きな支障が生じる事態は回避された。

もつとも、海外資金市場が引き続きシヨックへの脆弱性を抱えるもとで、今後も外貨の調達基盤と資金繰り管理を強化していく必要がある。

### 金融機関の経営課題と 日本銀行の対応

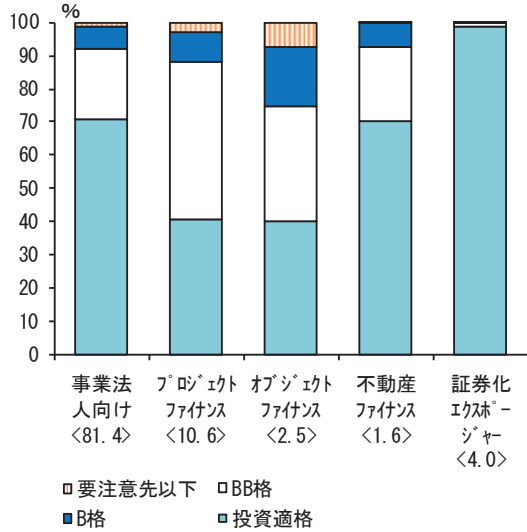
金融機関にとつて、当面の重要課題は、感染症の帰趨や、それが内外経済に与える影響の大きさについて、きわめて不確実性が大きいもつとで、経営体力とリスクテイクのバランスを確保し、金融仲介機能を円滑に発揮していくことである。金融仲介に関しては、迅速な資金繰り支援に加え、貸出先企業の経営の持続可能性をしっかりと見極めていくこと、そのうえで、本業や金融面での支援、事業の承継・譲渡・再編など企業の実情に応じた有効な支援を行っていくことが一層重要になっていく。このことは、資源の効率的配分を通じて、国・地域の生産性や活力の向上に資するものである。また、これらの役割を担っていくうえで、金融機関自身の健全性確保が前提とな

る。上記三つのリスク管理の強化、貸出先企業の経営の持続可能性を踏まえた適切な引当、先行きの不確実性を勘案した資本政策、がポイントとなる。

より中長期的な視点からは、人口減少や高齢化、デジタル・トランスフォーメーション(DX)や働き方改革、気候変動への関心の高まりなど、わが国社会を取り巻く環境が大きく変化しつつあることを踏まえ、「コロナ後」の持続可能な社会の実現に向けて、より付加価値の高い金融サービスを提供していくことが期待される。金融機関は、そうした将来を見据え、経営効率性と経営基盤の一段の強化に向けた取り組みを加速していく必要がある。

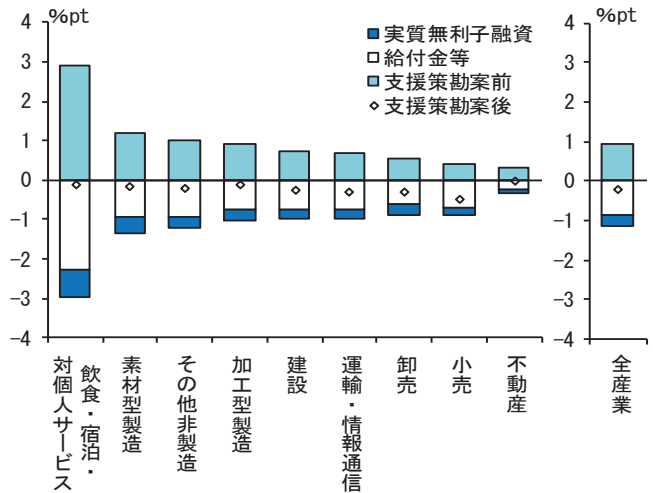
日本銀行は、政府や海外金融当局等と引き続き緊密に連携しつつ、金融システムの安定確保と金融仲介機能の円滑な発揮に向けて取り組んでいく。また、中長期的視点からも、金融制度の整備やDX対応などを含め、金融機関の取り組みを積極的に後押ししていく。

図表4 プロダクト別にみた大手行等の海外貸出の格付け構成



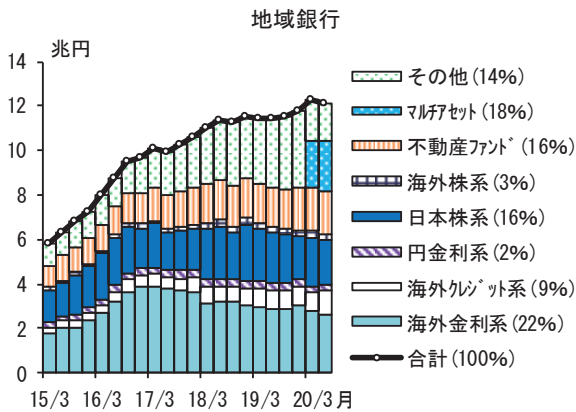
(注) 集計対象は大手行のほか、ゆうちょ銀行や一部の系統上部金融機関を含む。括弧内は商品別の構成比。2020年3月末時点。  
(資料) 日本銀行

図表3 業種別にみたデフォルト率への影響 (中小企業)



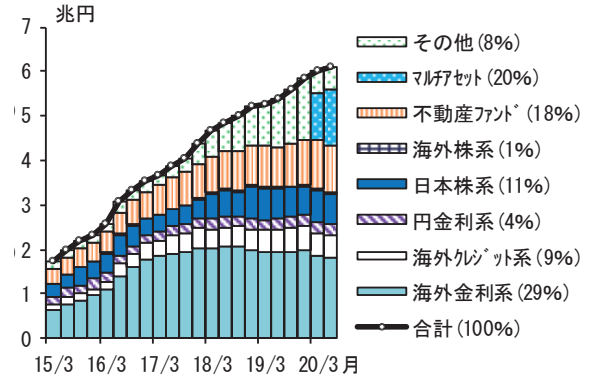
(注) 1. 支援策は、「給付金等」と「実質無利子融資」を指す。支援策が一切行われなかったと仮定した場合、デフォルト率は、例えば全産業でみて1%ptほど上昇することになるが、そうしたデフォルト率の上昇が、各種の支援策によってどの程度押し下げられたとみられるかを定量的に評価している。  
2. 「支援策勘案後」は、ベースライン(ショック無し)からのデフォルト率変化幅。なお「実質無利子融資」では、給付金等の支給を受けてもなお手元資金が流出する場合に、4,000万円を上限として、流出分の追加融資を受けると想定しており、これを越えた借入を勧奨していない。

図表5 投資信託残高の内訳



(注) 1. 取得原価ベース。凡例内の数字は、直近時点での構成比。  
2. 「その他」は、外国籍のその他の証券を含む。

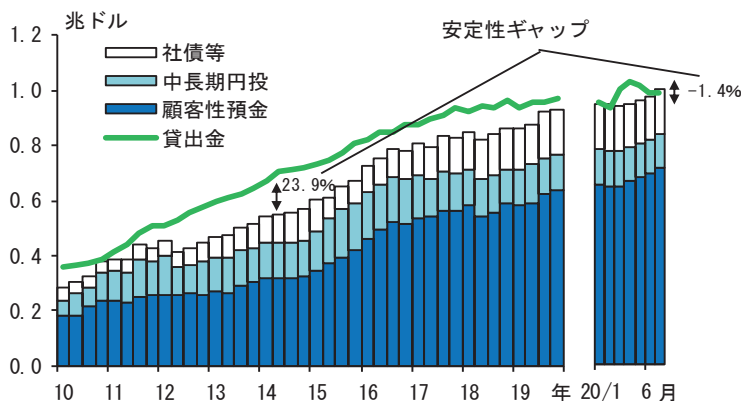
信用金庫



3. 2019年12月末以前の「その他」には「マルチアセット」を含む。  
4. 直近は2020年6月末。

(資料) 日本銀行

図表6 大手行の安定性ギャップ



(注) 1. 安定性ギャップとは、流動性の乏しい貸出金と、顧客性預金、中長期円投および社債を合わせた安定性調達との差額。  
2. 「社債等」と「中長期円投」は、2012年3月末までは3か月超、2012年6月末以降は1年超の調達。  
3. 図中の計数は、貸出金に対するギャップの比率(2014年4月末と2020年7月末)。  
4. 集計対象は国際統一基準。  
5. 直近は2020年7月末。

(資料) 日本銀行