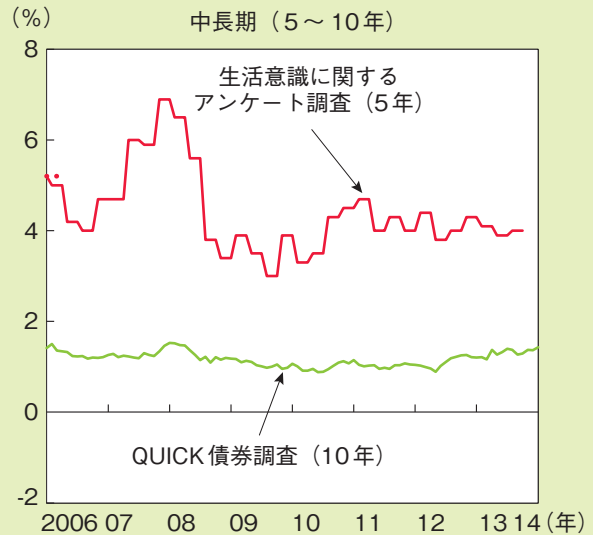
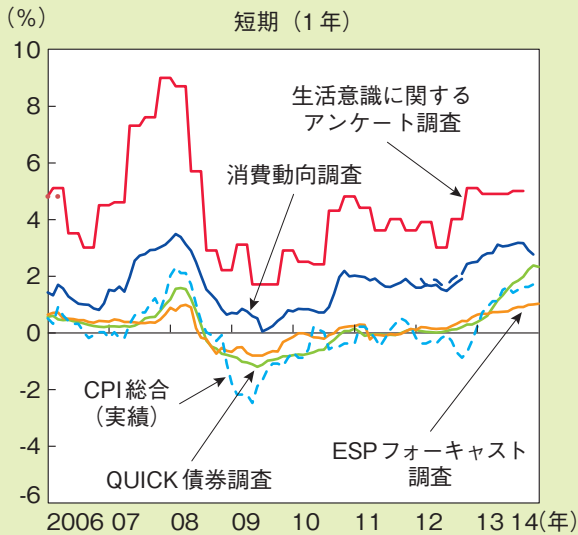


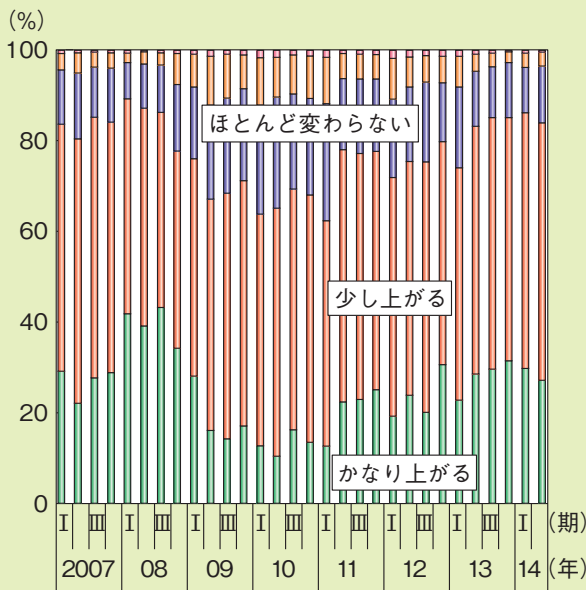
第1-2-2図 予想物価上昇率の動向

予想物価上昇率は短期の見通しを中心に上昇

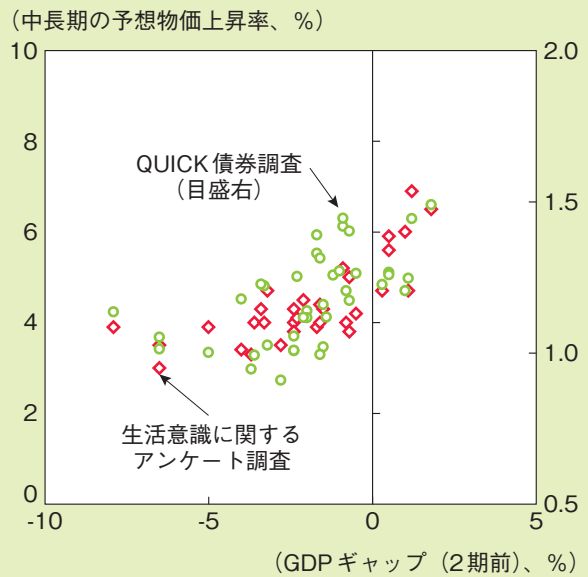
(1) 予想物価上昇率の各種指標



(2) 家計の5年後の予想物価上昇率に関する定性的な評価 (生活意識に関するアンケート調査)



(3) 中長期の予想物価上昇率とGDPギャップの関係

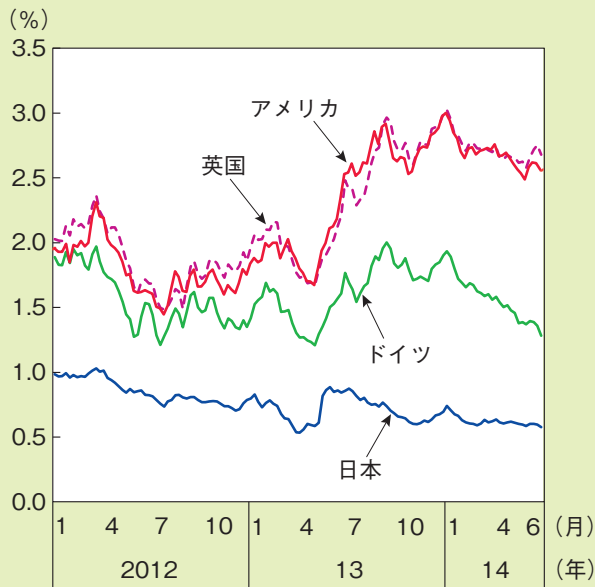


- (備考) 1. 総務省「消費者物価指数」、内閣府「消費動向調査」、「国民経済計算」、日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」、日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」、株式会社QUICK「QUICK債券月次調査」により作成。
2. CPI(総合)の4~5月は、消費税引上げによる直接の影響(内閣府による試算値)を除く。
3. 「消費動向調査」(一般世帯(2人以上世帯))は、消費税の影響が除かれていない。「生活意識に関するアンケート調査」は、消費税の影響を含まない。「ESPフォーキャスト調査」は、消費税の影響を除いたもの。(ただし、2013年4~9月については、消費税の影響を除く調査が行われていなかったため、2013年10月の結果を用いて消費税の影響を調整した)。「QUICK債券月次調査」の中長期は、2~10年先の予想物価上昇率を使用することで、消費税の影響を極力除いた。
4. 「消費動向調査」及び「生活意識に関するアンケート調査」は、訪問留置調査から郵送調査への変更などがあったため、数値の不連続が生じている。破線部(「消費動向調査」の2012年7月~2013年3月、「生活意識に関するアンケート調査」の2006年4月~6月)は、郵送調査による試験調査の参考値。

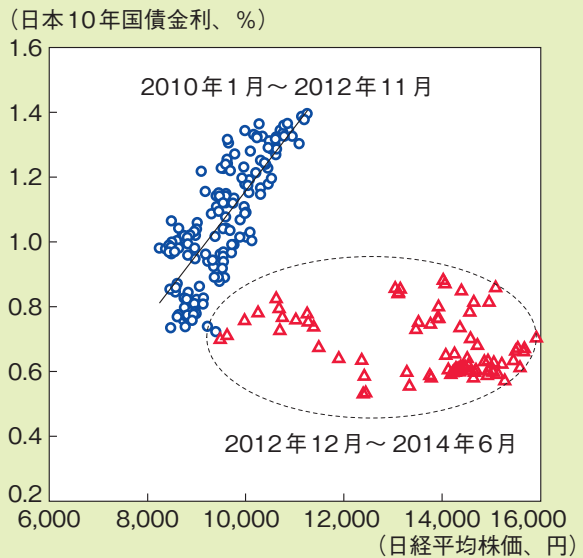
第1-2-3図 長期金利の動向

長期金利は低い水準に抑制

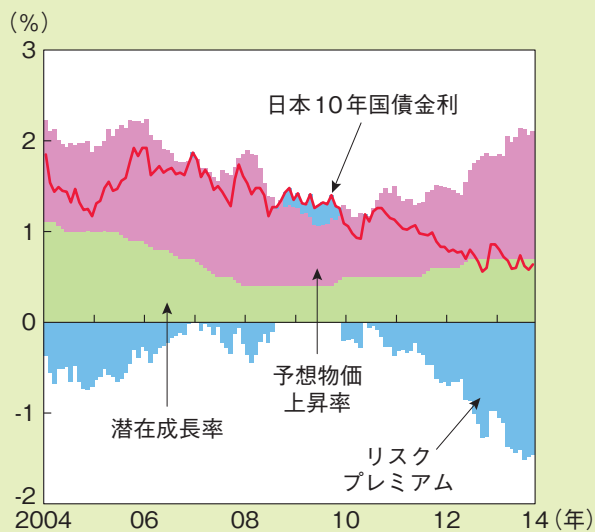
(1) 各国の長期金利の動向



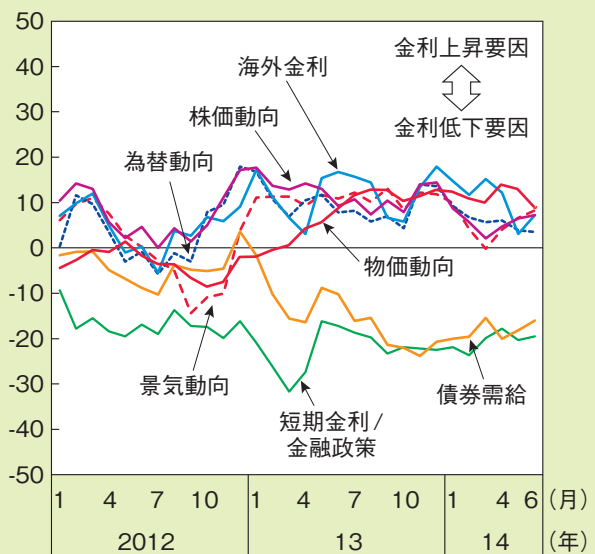
(2) 長期金利と株価の関係



(3) 長期金利の要因分解



(4) 債券市場関係者が注目する金利変動要因



(備考) 1. Bloomberg、内閣府「国民経済計算」、「景気動向指数」、「消費動向調査」、株式会社QUICK「QUICK債券月次調査」などにより作成。
2. (2)は週次データを使用した。
3. (3)は、フィッシャー方程式を基に、名目長期金利=潜在成長率+予想物価上昇率+リスクプレミアムと定義している。潜在成長率は長期的な実質金利の代理変数としている。予想物価上昇率は、「QUICK債券月次調査」の今後10年間平均。潜在成長率は四半期データを線形補完により月次化した値。名目長期金利は新発国債(10年)流通利回り。
4. (4)は、「QUICK債券月次調査」における、「指数(その変動要因が債券価格に与える影響予測について尋ねた回答を用いて、強い債券価格上昇要因=100、上昇要因=75、中立・不明=50、低下要因=25、強い低下要因=0として、加重平均を算出したもの)」から50を引いて、逆符号にしたもの。

●銀行では国債の保有割合が大きく低下、貸出などリスク資産は増加

最後に、「量的・質的金融緩和」の導入を受けた金融機関のポートフォリオ・リバランスの動向を確認する。ポートフォリオ・リバランスとは、民間保有のポートフォリオのリスクを中央銀行のオペレーションによって減少させると、民間が一定のリスク許容度の範囲内で収益を最大化しようとする結果、新たなリスクテイクを行うことである。この結果、資産価格の上昇や貸出の増加を通じて、設備投資や個人消費を喚起することが期待される。

2001年3月から2006年3月まで実施された「量的緩和政策」（以下「前回」という。）と、2013年4月に導入された「量的・質的金融緩和」（以下「今回」という。）は、いずれも、国債を中心とする資産の買入れを通じて、銀行など金融機関等が保有する国債を減らし、代わりに日銀当座預金残高を増やすものである。ただし、今回は、(1) 日本銀行による毎月の国債の買入規模が新規発行額の約7割にも上る大規模なものであり資産の入替え効果が大きいこと、かつ(2) 買入れ対象が短期国債中心であった前回に比べて、より価格変動リスクの大きい長期国債中心であること、が大きな相違点である。それぞれの政策導入後の銀行のポートフォリオの変化を比べてみると、以下のような特徴がみられる。

第一に、資産全体に対する構成比の動きをみると、前は日銀当座預金の割合が上昇する一方で、国債の保有比率も同様に上昇した（第1-2-4図（1））。他方、今回は、日銀当座預金の割合が大きく上昇する一方、国債の割合の低下が著しく、両者が相殺しあうような動きとなっている。

第二に、国債と日銀当座預金以外の資産がどのように変化したかをみると⁴³、前は、貸出の減少が大きかったことから、2005年央まで資産が減少を続けたのに対して、今回は、貸出を中心に資産が増加しており、2013年に入ってから高い伸びを維持している（第1-2-4図（2））。前は、企業における根強いバランスシート調整圧力が、ポートフォリオ・リバランスの効果を大きく相殺していたと考えられる。一方、今回は、銀行の貸出スタンスの積極化⁴⁴が、実際の貸出増加につながっており、緩やかながらポートフォリオ・リバランスが進みつつあると評価できる⁴⁵。

●最近ではより幅広い主体に対して貸出が増加

これまでの分析からは、民間主体の資金調達・運用行動の積極化や、銀行におけるポートフォリオ・リバランスの動きがある程度観察された。ここでは、資金の需要サイドに注目し、どのような主体が資金調達を活発化させているのかについて、貸出先の分析から、その特徴を

注 (43) しばしば、日銀当座預金残高が積み上がることをもって（いわゆる「ブタ積み」）、ポートフォリオ・リバランスの効果が出ない、との指摘もみられる。しかし、例えば金融機関がリスク性資産を購入した場合、その購入代金は、別の金融機関の日銀当座預金残高に振り替わるため、金融システム全体としてみた日銀当座預金残高は変化しない。日銀当座預金残高や比較的风险が低い国債以外の資産が増加しているかどうかによって、金融機関のリスクテイクの動きが確認できると考えられる。

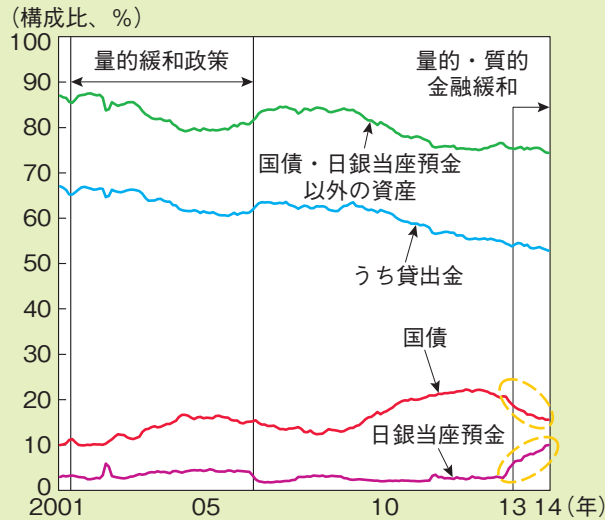
(44) 日銀短観によると、金融機関の貸出態度は、2009年3月調査をボトムに改善が続いている。

(45) なお、2010年及び2013年に導入された日本銀行による貸出支援策によって、銀行が低いコストで貸出原資を調達できるようになったことも、銀行の貸出スタンスの積極化に寄与している可能性がある（付図1-5）。

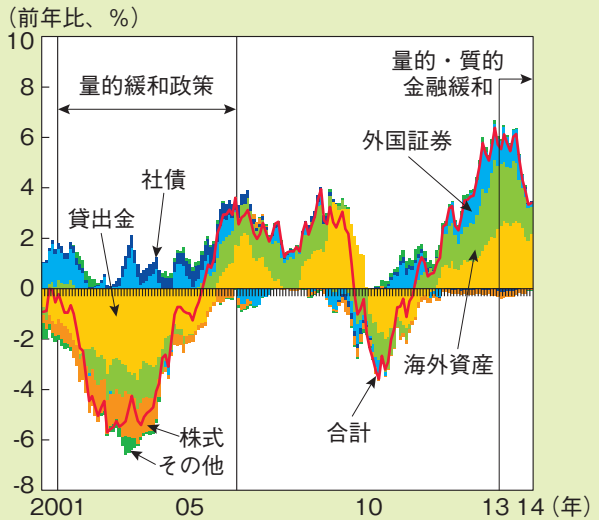
第1-2-4図 銀行のポートフォリオ・リバランス

銀行では国債の保有割合が大きく低下、貸出などリスク資産は増加

(1) 国内銀行の資産構成比



(2) 国内銀行の国債・日銀当座預金以外の資産残高



- (備考) 1. 日本銀行「民間金融機関の資産・負債」により作成。
 2. (1) 及び (2) は、国内銀行の銀行勘定（平残）及び海外支店（末残）。現金、預け金、金銭の信託、国債、地方債、短期社債、社債、株式、外国証券貸出金、外国為替、海外資産（海外店の貸出金及び有価証券）。
 3. 時価ベース（為替や株価などの変動による影響も受ける）。

明らかにしよう。

まず、銀行貸出残高は個人向け、法人向け、共に増加している（第1-2-5図（1））。個人向けの内訳をみると、住宅ローン等が引き続き主たる増加要因となっているものの、その寄与はやや低下している（第1-2-5図（2））。一方で、消費や納税、株式払込資金といった多様な用途が含まれる「その他」⁴⁶のプラス寄与が拡大している。これは、例えば個人消費の活発化を反映している可能性がある。次に法人向けをみると、時期によってその増加要因に違いがみられる（第1-2-5図（3））。例えば、2011年後半には、東日本大震災によって電力会社の収益が悪化し起債が困難となったことなどを背景に、電力会社向け貸出が増加に寄与していた。また、2012年央からは、J-REIT向けを中心に不動産業向け貸出のプラス寄与が拡大した。ただし、最近の動きをみると、これら電力会社や不動産業向けを除いたベースでも、着実な増加が続いており、2000年代央の景気拡張局面と比較しても、プラス寄与が大きい⁴⁷。また、中小企業向け貸出も着実に増加している（付図1-6）。以上のことから、最近では、特定の用途・業種ではなく、幅広い主体で借入需要が高まっていると評価できる。

注 (46) 個人向け貸出には、預金担保貸付のうち事業用・非事業用の区別が困難なものは計上されているが、原則として事業性貸出（個人企業、個人事業主向け）は含まれない。
 (47) なお、2014年I期には前年比の伸びがやや鈍化しているが、これには、為替による外貨建て貸出の円換算額への押し上げ効果が剥落した影響が大きい可能性がある（日本銀行（2014））。