



BOJ
Reports & Research Papers

Financial System FSR Report

金融システムレポート



日本銀行
2018年4月

本レポートが分析対象としている大手行、地域銀行、信用金庫は次のとおりです。

大手行は、みずほ、三菱 UFJ、三井住友、りそな、埼玉りそな、三菱 UFJ 信託、みずほ信託、三井住友信託、新生、あおぞらの 10 行、地域銀行は、地方銀行 64 行と第二地方銀行 41 行、信用金庫は、日本銀行の取引先信用金庫 253 庫（2018 年 4 月初時点）。

本レポートは、原則として 2018 年 3 月末までに利用可能な情報に基づき作成されています。

本レポートの内容について、商用目的で転載・複製を行う場合は、予め日本銀行金融機構局までご相談ください。転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

【本レポートに関する照会先】

日本銀行金融機構局金融システム調査課（post.bsd1@boj.or.jp）

金融システムレポートの目的

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回公表している。このレポートでは、金融循環や金融機関のストレス耐性について定期的に評価するとともに、金融システムの潜在的な脆弱性についてマクロプルーデンスの視点から分析を行う。マクロプルーデンスとは、金融システム全体の安定を確保するため、実体経済と金融資本市場、金融機関行動などの相互関連に留意しながら、金融システム全体のリスクを分析・評価し、それに基づいて制度設計・政策対応を図るという考え方である。

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・助言に活用している。また、国際的な規制・監督に関する議論にも役立てている。さらに、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る。

2018年4月号の特徴と問題意識

今回のレポートでは、金融機関が近年積極化させている貸出について、特に金利と信用リスクの関係に焦点を当てている。世界的な低金利環境が続くなか、社債などのクレジット市場では、多くの先進国において信用スプレッドが歴史的な低水準にまで縮小し、投資家によるリスク認識の緩みやリスクのリプライシングに関する懸念が指摘されるようになっている。これと似た事象や問題が銀行貸出市場でも起きていないかというのが、今回の問題意識である。

景気改善が長く続き、企業のデフォルト率が低下した結果、金融機関の信用コストは既往最低水準で推移している。しかし、信用コストの算出が過去のデフォルト率に基づいている場合、経済のボラティリティが低下した局面が長く続くと、金融機関が潜在的に抱えている信用リスク量を過少に評価してしまう可能性がある。金融機関が十分なリスク耐性を備えているかどうかをみるには、将来起こり得るマクロ経済環境の悪化に対して、企業財務がどのように変化し、ひいては金融機関の損失吸収力にどのような影響が及び得るか検証しておくことが重要となる。企業の信用リスクは、財務内容の違いを反映しばらつきも大きいため、金融機関はそれぞれの企業の信用リスクに見合った貸出金利を設定する必要がある。その重要性は、ミドルリスク企業向け貸出に注力する金融機関が近年増えていることを踏まえると、一層高まっているといえる。そこで、今回のレポートでは、ミドルリスク企業を中心に、その財務内容や行動特性を明らかにするとともに、それらに対する金融機関の（金利設定を含む）融資スタンスとリスク耐性について掘り下げた分析を行う。そのうえで、金融システムの潜在的な脆弱性に関する評価を行い、金融機関の信用リスク管理の課題等について指摘する。

目次

I. 金融システムレポート（2018年4月号）の要旨	1
II. 金融市場から観察されるリスク	3
1. 国際金融市場	3
2. 国内金融市場	10
III. 金融仲介活動の点検	15
1. 金融機関による金融仲介活動	15
2. 機関投資家の資金運用動向	26
3. 家計の金融資産運用動向	28
4. 企業の資本市場調達動向	29
5. 金融循環	30
IV. 金融機関のリスクと財務基盤	38
1. 信用リスク	38
2. 市場リスク	42
3. 資金流動性リスク	46
4. 金融機関の自己資本充実度	50

V. 金融システムのストレス耐性に関する評価	52
1. マクロ・ストレステスト	52
2. 金融機関の収益力の評価	56
VI. 金融機関の信用面のリスクテイクと金融システムの潜在的な脆弱性	60
1. 企業財務のばらつきと貸出金利体系の歪み	61
2. 低採算先貸出比率の上昇の背景	66
3. 低採算先貸出の信用リスクとデットガバナンス	72
VII. 将来にわたる金融安定の確保に向けて	77
B O X 1 地域金融機関による手数料引き上げの動き	80
B O X 2 地域銀行のガバナンスの変化が銀行経営に及ぼす影響	83
B O X 3 中小企業のデフォルト率の決定要因	86
B O X 4 金融機関の低採算先貸出に関する実証分析	88
付録：基本用語の定義	91

I. 金融システムレポート（2018年4月号）の要旨

金融仲介の現状と金融循環の評価

日本銀行の金融緩和を背景に、金融仲介活動は引き続き積極的な状況にあり、景気の緩やかな拡大を支えている。国内貸出市場では、貸出金利が長短ともに既往ボトム圏で推移し、残高は前年比 2%程度のペースで増加している。特に、地域金融機関間の貸出競争が激化するなかで、中小企業向けの設備関連貸出が幅広い業種で増加している。CP・社債市場でも、発行レートがきわめて低い水準で推移するなか、大企業の資金調達額は高めの伸びを続けている。この間、国際金融市場は、米国の長期金利がインフレ予想の上振れを受けて上昇し、先進国の株価が大幅に下落するといった動きもみられるが、全体としては落ち着いている。海外経済が成長を続けるもとで、本邦金融機関の海外向け投融資は増勢を維持している。

民間非銀行部門の資金調達環境はきわめて緩和した状態にあるが、金融循環の面で、目立った過熱感は窺われない。株価は、本年初までの上昇ペースがやや急だったが、企業収益の改善見通しに概ね沿った動きとなっている。金融機関や企業はバランスシートの規模を拡大させているが、GDP 対比で過大な水準には至っていない。不動産向け貸出残高は高めの伸びを続けてきたが、金融機関の間では、不動産市場の調整リスクや与信の業種集中などを意識し、貸出スタンスを慎重化させる動きが広がってきているほか、国内投資家も、不動産価格の高値警戒感から物件取得を慎重化させている。ただし、金融機関のバランスシートの規模が過大でないとしても、金融機関の貸出や有価証券投資において、リスク対比で適正なリターンが確保されていない場合には、金融システムの脆弱性を高め得ることに留意が必要である。

金融システムの安定性

金融機関は、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おり、全体として、わが国の金融システムは安定性を維持していると判断される。もっとも、金融機関のストレス耐性についてはばらつきがあるほか、金融取引需要を規定する人口や企業数が継続的に減少するという慢性ストレスを考慮すると、現時点の資本の十分性は、将来の金融システムの安定を必ずしも保証する訳ではない。リーマンショックのような急性ストレスに対する損失吸収力があっても、慢性ストレスによって金融機関の基礎的収益力が下押しされる場合には、いずれ自己資本が毀損される状況に至る可能性があるためである。地域金融機関の中には、コア業務純益が減少するなかで、当期純利益の水準や高い配当性向を維持するために、有価証券の益出しを行う先も相応にみられる。無理な益出しの継続は、有価証券の利息・配当収益を減少させるほか、有価証券の含み益は、

経済価値ベースでは資本バッファとして機能する面があることから、株主還元のあり方も含め、収益配分について検討を進めていくことが重要である。

金融機関の信用面のリスクテイクに伴う脆弱性

慢性ストレス下での貸出競争の激化や金融緩和の影響から、金融機関は、いわゆる「ミドルリスク企業」向けを中心に、低利による貸出を積極化させている。こうした動きの背景には、ミドルリスク企業は、優良企業に比べ内部資金が少なく借入の金利感応度が高いため、金融機関が低金利を提示すれば、潜在的な借入需要が顕在化しやすいことがある。ミドルリスク企業向け貸出の増加は、自己資本比率が高く、リスクテイク能力が相対的に高い金融機関で生じているが、同時に、基礎的収益力が低く、リスクテイクのインセンティブが相対的に強い金融機関で生じている傾向がある。景気改善と低金利という良好なマクロ経済環境が長期化しているため、金融機関による信用リスクの評価は緩む傾向がみられる。金融機関や企業が良好なマクロ経済環境の継続を前提に行動するようになると、マクロ経済環境が反転した際に、予想外の損失からバランスシートを毀損する可能性も考えられる。金融機関の正常先債権全体の引当率は、リーマンショック前を下回る既往最低水準で推移しているが、景気悪化や金利上昇など負のショックが発生した場合、収益性や借入返済能力の低いミドルリスク企業を中心にランクダウンが発生し、信用コストが急激に上昇する可能性も考えられる。

マクロプルーデンスの視点からみた金融機関の課題

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、金融面の不均衡が蓄積する可能性がある一方で、基礎的収益力の低迷が続き損失吸収力も失われれば、金融仲介機能が低下する可能性がある。こうした過熱・停滞両方向のリスクがあるなかで、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は、金融機関は、持続性の高い収益の確保に向けた取り組みを加速するとともに、内外貸出や株式・外債などへの投資といった積極的にリスクテイクを進めている分野においてリスク対応力を強化することが重要である。この点、ミドルリスク貸出を積極化させている金融機関は、先行きのマクロ経済環境の変化も念頭に置いて、リスクに応じた適正な金利設定を行うとともに、引当の適切性を検証するなど信用リスク管理の実効性を向上させていく必要がある。特に、貸出債権の引当にあたっては、足もとの良好なマクロ経済環境に過度に引き摺られることのないよう、中長期的な視点から循環的な影響を十分に勘案する必要がある。同時に、金融機関は、顧客企業とのリレーションシップを強化し、企業の生産性向上を積極的に支援していくことが望まれる。日本銀行としても、考査・モニタリング等を通じてこれらの金融機関の取り組みを後押しするとともに、マクロプルーデンスの視点から、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引き続き注視していく。

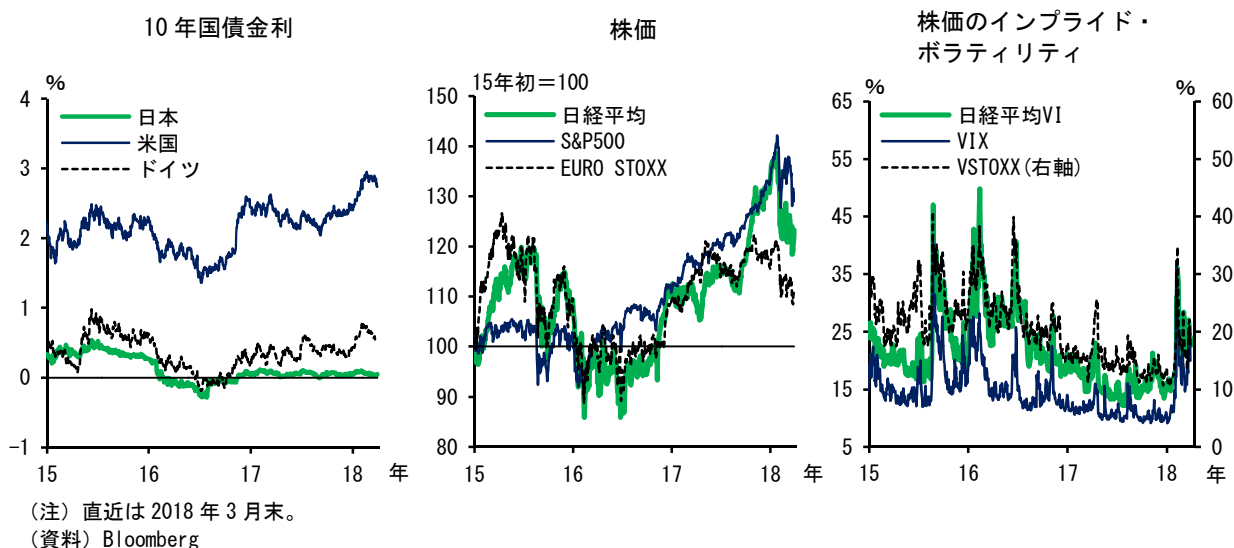
II. 金融市場から観察されるリスク

本章では、主として 2017 年度下期中の動きを中心に、国内外の金融市場の動向を確認し、金融市場からみたリスクの所在について点検する。

1. 国際金融市場

世界経済が総じてみれば着実な成長を続けるもとの、国際金融市場では、ボラティリティが歴史的な低水準で推移し、株式・社債などのリスク性資産の価格は上昇基調を辿ってきた（図表 II-1-1）。本年 2 月には、予想インフレ率の上昇を契機とした米国長期金利の上昇が、先進国を中心とする株価の大幅な下落につながったが、これまでのところ、ボラティリティの上昇は株式市場に限定されている。クレジット市場ではスプレッドがタイトな状況が続いているほか、新興国市場も総じてみれば概ね落ち着いている。もっとも、米国の利上げ継続を背景とした米国金利の上昇が、低金利下で積み上げられてきた投資家のポジションの巻き戻しや、リスク性資産のリプライシング（再評価）を誘発し、国際金融市場全体に波及する可能性には引き続き注意が必要である。

図表 II-1-1 国際金融市場の動向

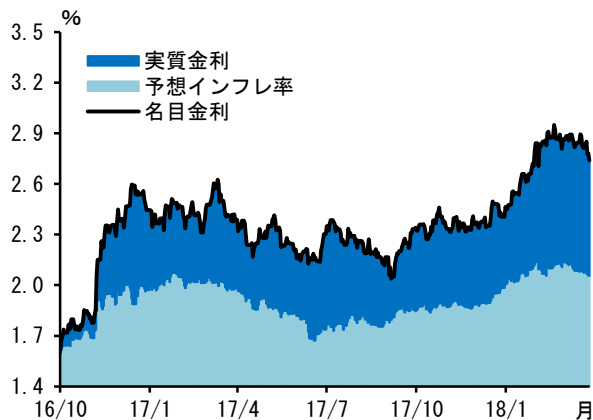


米国長期金利上昇の背景

米国の長期金利は、FRB が 25bp の利上げを昨年 3 回行ったが（3、6 および 12 月）、年間を通じて概ね 2% 台前半の低い水準で安定的に推移した（図表 II-1-1）。しかし、本年入り後、長期金利はやや速いペースで上昇し、3% 近くまで達している。この上昇には、実質金利だけでなく、予想インフレ率の上昇も寄与している（図表 II-1-2）。米国における拡張的な財

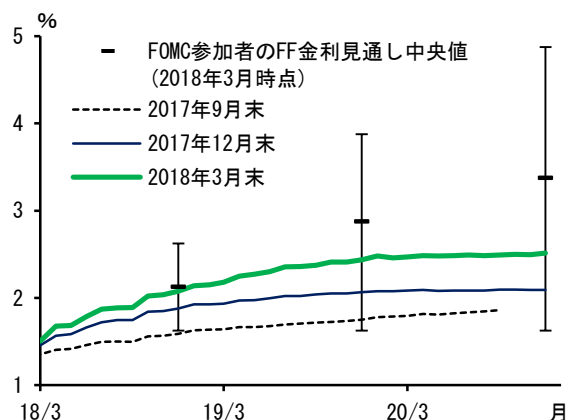
政政策による国債発行増額が意識されたほか、原油価格や時間当たり賃金の上昇が、インフレ予想の変化を通して長期金利の上昇につながったと考えられる。

図表Ⅱ-1-2 米国10年国債金利



(注) 1. 「予想インフレ率」はブレイクイーブン・インフレ率。
2. 直近は2018年3月末。
(資料) Bloomberg

図表Ⅱ-1-3 FF金利先カーブ



(注) バンドはFOMC参加者のFF金利見通しの最大・最小値。
(資料) Bloomberg、FRB

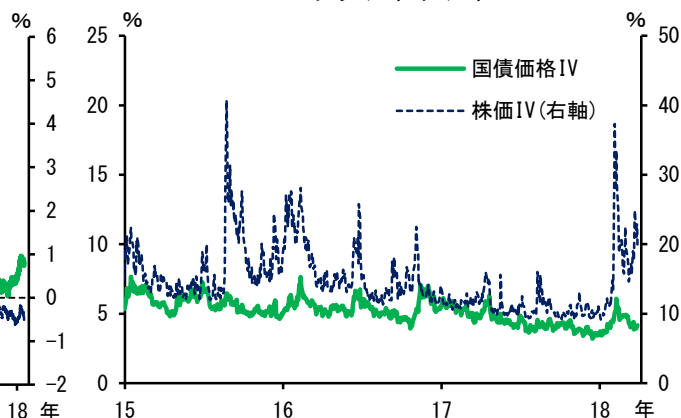
また、財政政策による景気浮揚への期待やインフレ予想の上昇は、先行きの短期金利の引き上げ予想となって、名目長期金利の上昇に寄与した(図表Ⅱ-1-3)。FRBは今年3月にも利上げを行ったが、市場参加者は2018年中にさらに複数回の利上げを織り込んでいる。タームプレミアムはなお抑制された水準となっており、先行きの物価動向に対する不確実性や財政赤字拡大懸念は高まってはいないように窺われる(図表Ⅱ-1-4)。株価のボラティリティが2月に上昇した局面でも、債券先物のボラティリティは低位安定した状態が続いた(図表Ⅱ-1-5)。

図表Ⅱ-1-4 米国10年国債金利とタームプレミアム



(注) 直近は2018年3月末。
(資料) Bloomberg、FRB

図表Ⅱ-1-5 米国市場のインプライド・ボラティリティ



(注) 1. 「国債価格IV」はTYVIXSM、「株価IV」はVIX。
2. 直近は2018年3月末。
(資料) Bloomberg

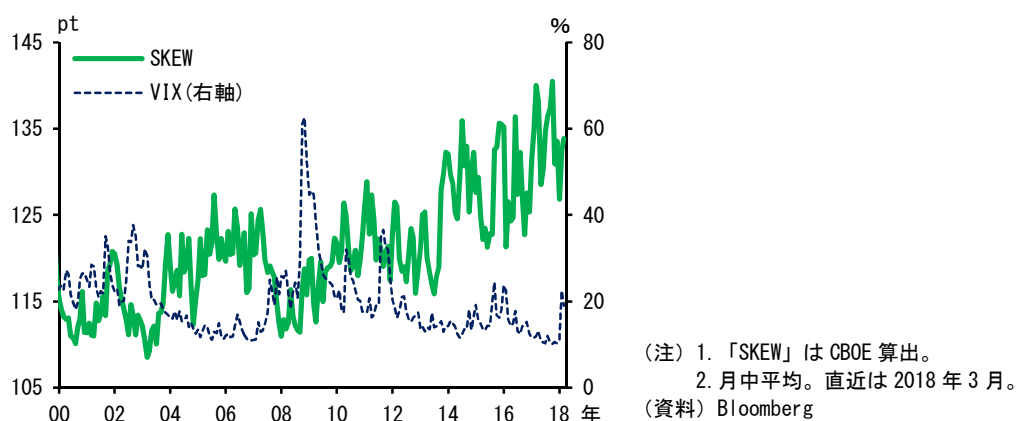
先行きも米国の景気改善が続くと予想されるなか、インフレ率が市場の予想を超えて高まり、それに伴って先行きの金融政策運営に対する不確実性が高まるような場合や、拡張的な

財政政策に伴って国債需給が一段と悪化する場合には、タームプレミアムが反転拡大し、長期金利がより急速に上昇する可能性も考えられる。

株価の下落とボラティリティの上昇

株式オプション市場では、本年1月までの数年間、先行きの株価の予想変動率を示すインプライド・ボラティリティが低位で推移する一方、株価が大幅に下落するリスクの大きさ（将来株価の分布の歪み）を捉えたテールリスク指標（SKEW）は上昇傾向を辿ってきた（図表Ⅱ-1-6）。つまり、株価が急落するテールリスクが投資家に相応に意識されながらも、株価の上昇が続いてきた結果、株式投資による超過収益の拡大が自己実現化し、それがまた新たな投資家を呼び込むという循環が生じ、こうした一連の循環が、更なるボラティリティの低下を生み出してきた。本年2月の株価の大幅な下落とその後の調整は、こうした循環が一時途切れ、投資家の間で潜在的に意識されてきたテールリスクが一部実現したものと解釈できる。

図表Ⅱ-1-6 米国株価のインプライド・ボラティリティと歪み（SKEW）指標

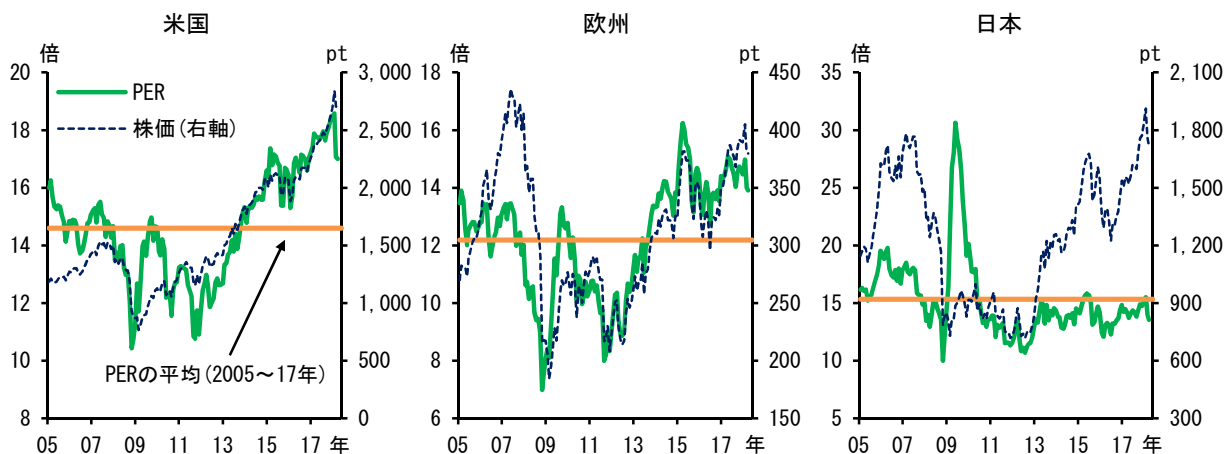


今回の株価下落局面では、ボラティリティと株価の間で次のような相互連関メカニズムが作用した。まず、①これまでの低金利・低ボラティリティ環境のもとで、VIX先物等をショートしてボラティリティの低下局面での収益獲得を目指す「ショート・ボラティリティ戦略」を採用するファンド・商品への資金流入が進んでいた。こうしたなか、②本年2月以降、VIXに上昇圧力がかかったことで、こうしたファンドのポジション調整（VIX先物の買い戻し等）が起こり、これが一段のボラティリティ上昇につながった。これを受け、③ポートフォリオのボラティリティを一定水準に抑えることを目指す（「リスク・パリティ戦略」と呼ばれる）ファンド等が、保有するリスク性資産を売却した¹。さらに、④この動きにトレンドをフォローする他の投資家が追随することで、一段の株価下落とボラティリティの上昇が引き起こされた。

¹ このほか、米国の生命保険会社は、利回り保証を付した変額年金の受け皿として、“managed volatility” fundへの投資を増やしてきた。安定リターンを確保を目指す同ファンドは、ボラティリティの上昇時に、リスク性資産である株式を売却するため、こうした動きも株価の下落を大きくしたと市場参加者の間では指摘されている。

株価のバリュエーション指標（PER）をみると、米欧では、2月の下落後も過去平均を上回ったままであり、株価の調整圧力が残存している可能性も考えられる（図表Ⅱ-1-7）。実際、株式オプション市場から抽出したテールリスク指標は、2月の株価下落後に低下したが、歴史的にみると、その水準はなお高いように窺われる（図表Ⅱ-1-6）。今回の株価の調整が、長期金利の上昇がきっかけとなったように、先行きにおいて、金利のスナップバック（反転上昇）が、株価をはじめとするリスク性資産のリプライシングを促す可能性も考えられる。

図表Ⅱ-1-7 株価とバリュエーション



(注) 1. 「株価」は米国が S&P500、欧州が EURO STOXX、日本が TOPIX。「PER」は 12 か月先予想 EPS をもとに算出。
2. 直近は 2018 年 3 月。

(資料) Thomson Reuters Japan

長期金利のスナップバックが株価に与える影響を考察するために、株式益回りと国債利回りの較差を示したイールド・スプレッドをみると、近年、縮小傾向が続いてきたことが確認できる（図表Ⅱ-1-8）²。これには、長期金利が歴史的な低水準で推移し、景気回復が続くもと、（VIX の低下に表れたように）株式投資のリスクプレミアムの低下と企業利益の予想成長率の改善が寄与してきたと考えられる。もっとも、株式益回りとイールド・スプレッドは、過去平均を下回るようになり、（債券投資と比較した）株式投資の魅力は徐々に低下してきていたように窺われる。こうした状況では、長期金利の上昇が投資家に株価の割高感を改めて認識させるきっかけとなりやすい。本年 2 月の株価の大幅下落も、こうした文脈の中で解釈することが可能である。

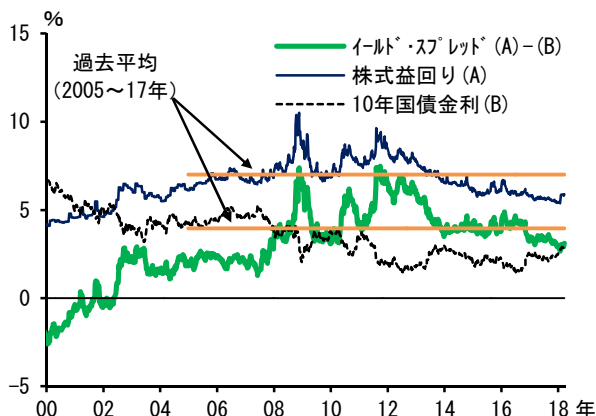
また、長期金利が低位安定してきたもとで、株式の市場構造が変化してきたことにも留意が必要である。米国株式市場における投資家別の資金純流入額をみると、リーマンショック以降、企業部門が株式の最大の買い手となっている（図表Ⅱ-1-9）。資本効率を高める企業経営が求められるもとで、米国企業は、自社株買いなどの株主還元策に積極的に取り組んでき

² イールド・スプレッドは、次式のように、株式投資のリスクプレミアムと企業利益の予想成長率に左右される。

$$\begin{aligned} \text{イールド・スプレッド} &= \text{株式益回り (PER の逆数)} - \text{国債利回り} \\ &= \text{株式投資のリスクプレミアム} - \text{利益予想成長率} \end{aligned}$$

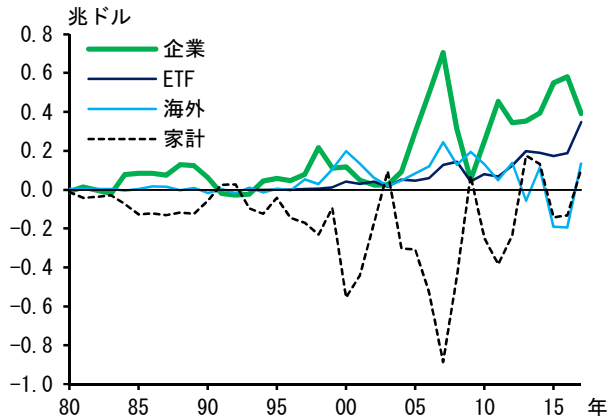
たが（図表Ⅱ-1-10）、こうした還元策には、手元資金のほかに、社債市場で調達した資金も原資として用いられている。最近の米国企業のレバレッジは高まっているだけに、ベースレートである国債金利が上昇すれば、社債をはじめとする資金調達コストが上昇し、企業の株主還元スタンスにも影響が及ぶ可能性がある（図表Ⅱ-1-11）。

図表Ⅱ-1-8 米国イールド・スプレッド



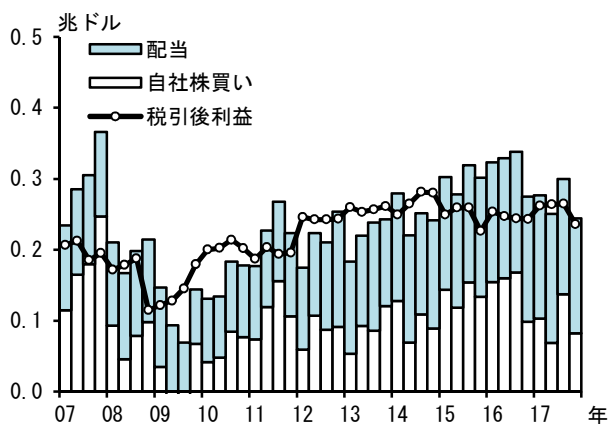
(注) 1. 「株式益回り」(S&P500) = 1/PER。PERは12か月先予想EPSをもとに算出。
2. 直近は2018年3月末。
(資料) Bloomberg、Thomson Reuters Japan

図表Ⅱ-1-9 米国株式市場の投資家別資金流出入



(注) 1. 「企業」は一般事業法人（金融機関を除く）。
2. 直近は2017年。
(資料) FRB

図表Ⅱ-1-10 米国企業の株主還元動向



(注) 1. 「自社株買い」は取得額と処分額の差。
2. 集計対象は一般事業法人（金融機関を除く）。直近は2017年10~12月。
(資料) FRB

図表Ⅱ-1-11 米国企業のレバレッジ



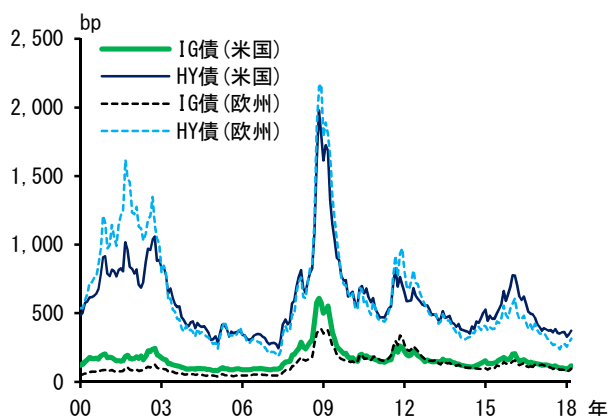
(注) 1. レバレッジ=負債/純資産。S&P500指数を構成する11業種のうち、金融、不動産を除いた9業種の平均値。
2. 直近は2017年12月末。
(資料) Bloomberg

クレジット市場の需給逼迫

先進国のクレジット市場をみると、株価が2月に大きく下落した局面でも、信用スプレッドの水準は歴史的にみて依然低い状況が続いている（図表Ⅱ-1-12）。投資家による利回り追求が、クレジット市場における需給逼迫を引き続き牽引している。例えば、ローン担保証券（CLO）の発行額は、旺盛な投資家需要を背景に、リーマンショック前のピークを上回って推移しており、CLOの裏付け資産であるレバレッジド・ローンの実行額も増加傾向にある（図

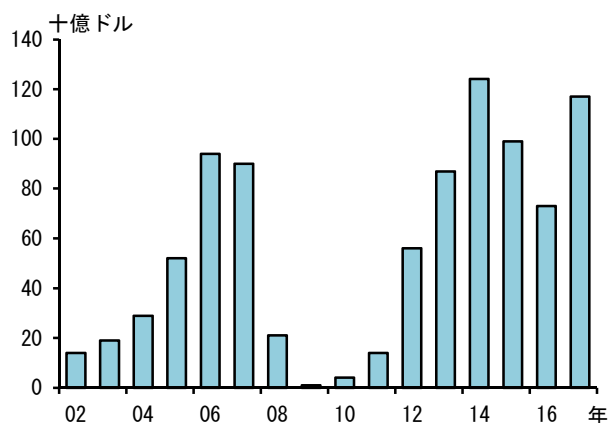
表Ⅱ-1-13、Ⅱ-1-14)。もっとも、こうしたクレジット市場の需給逼迫は、レバレッジド・ローンに対する投資家のリスク認識の低下も同時に招いている。デフォルト時における債権者保護が相対的に弱いとされる「コベナントライト・ローン」のレバレッジド・ローン全体に占める割合が上昇しているほか、コベナンツの質も悪化している³。金利のスナップバックが実現した場合、①前述したようにレバレッジを引き上げてきた企業の利払い能力やデフォルト率にどのような影響を及ぼすか、②また、CLOのリプライシングをどの程度引き起こすことになるか、③そして、クレジット市場の需給の変化がより広範な資産市場に伝播する可能性があるのか、注意深く見ていく必要がある。

図表Ⅱ-1-12 米欧社債スプレッド



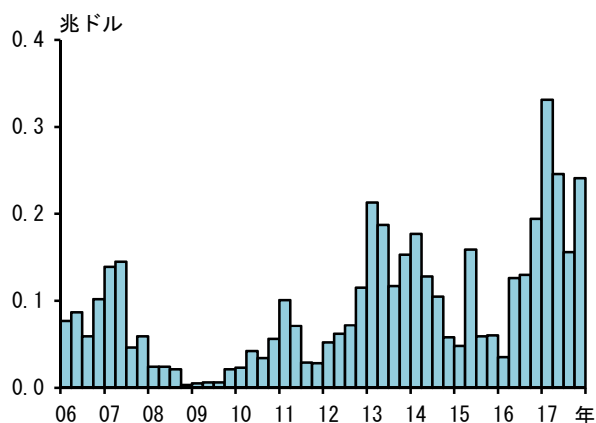
(注) 1. 「IG債」は投資適格債、「HY債」はハイイールド債。
ICE Data Indices 算出。
2. 直近は2018年3月末。
(資料) Bloomberg

図表Ⅱ-1-13 米国CLO発行額



(注) 直近は2017年。
(資料) J. P. Morgan

図表Ⅱ-1-14 米国レバレッジド・ローン実行額



(注) 直近は2017年10~12月。
(資料) J. P. Morgan

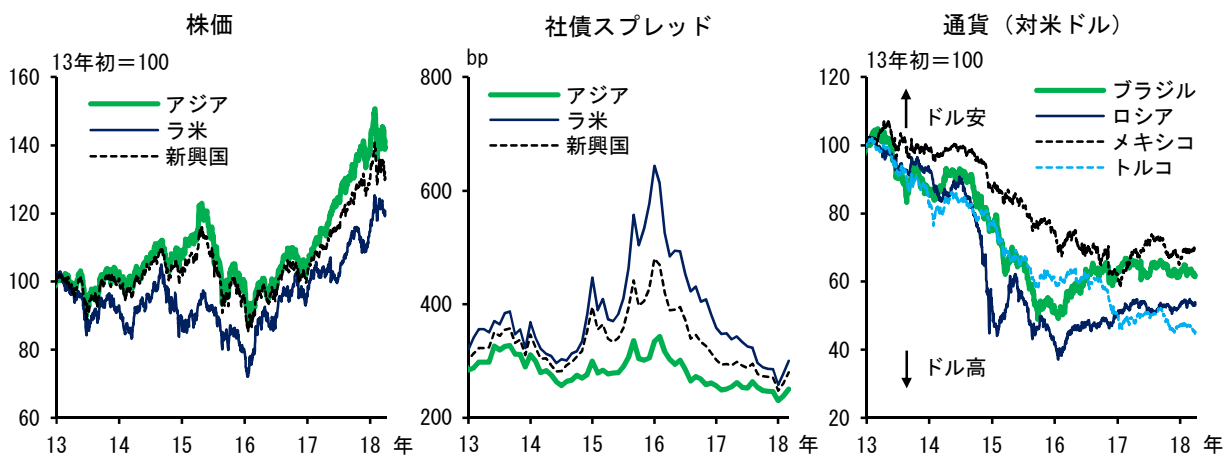
新興国市場

新興国市場でも、株価が2月に下落したが、資金フローの動きに変調はみられない(図表Ⅱ-1-15、Ⅱ-1-16)。新興国経済が緩やかな回復を続けるなか、市場は総じて落ち着いている。もっとも、過去に米国長期金利が上昇した局面では——例えば、2013年5月のTaper

³ Office of Financial Research (OFR), 2017 Financial Stability Report, December 2017.

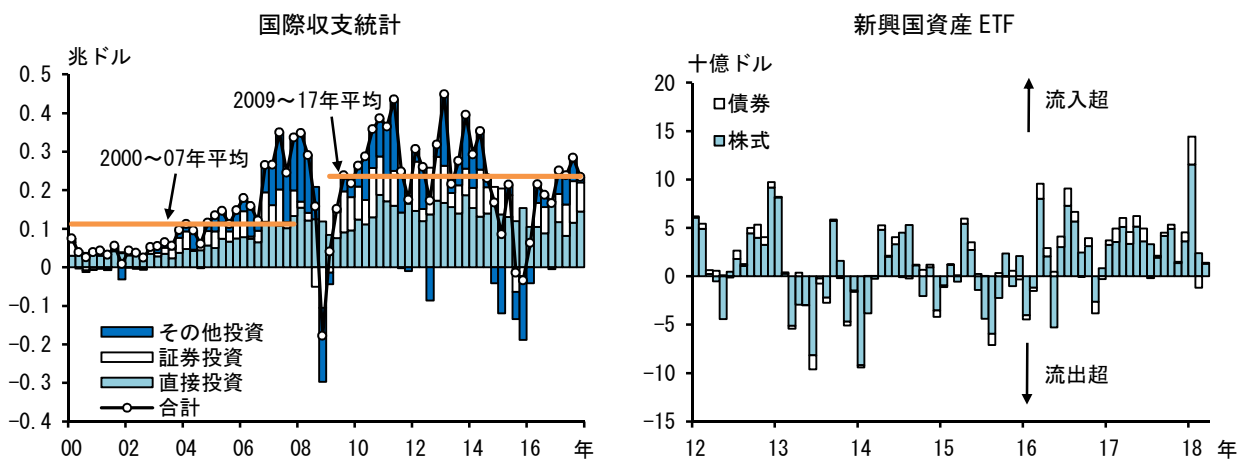
Tantrum の際には——、新興国市場から資本が流出し、通貨が大幅な調整を強いられたこともあった。新興国の株式や債券を組み込んだファンドの資産残高は大幅に増加しているほか、新興国企業のドル建て債務も増加しているため、何らかのショックによって資本が流出した際の影響は、過去より大きくなる可能性も考えられる。ドル建て債務を増加させている新興国企業においては、売上や資産のドル建て比率が上昇しており（いわゆる、自然ヘッジ）、為替変動に対する耐性が過去に比べて強まっているとの指摘も聞かれるが、引き続き注視していく必要がある⁴。

図表 II-1-15 新興国市場の動向



(注) 株価は MSCI インデックスの地域別・現地通貨建て。社債スプレッドは J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified の地域別・ドル建て社債。直近は、左図と右図が 2018 年 3 月末、中図が 2018 年 3 月。
(資料) Bloomberg、J.P. Morgan

図表 II-1-16 新興国への資金フロー



(注) 1. 左図は主要新興国 19 か国合計。直近は 2017 年 10~12 月。
2. 右図は米国で上場している ETF の資金流入。直近は 2018 年 3 月。
(資料) Bloomberg、Haver Analytics

⁴ 新興国企業の自然ヘッジについては、例えば、次の資料を参照。Windsor, C. "Currency Risk at Emerging Market Firms," Reserve Bank of Australia, *RBA Bulletin*, June 2016.

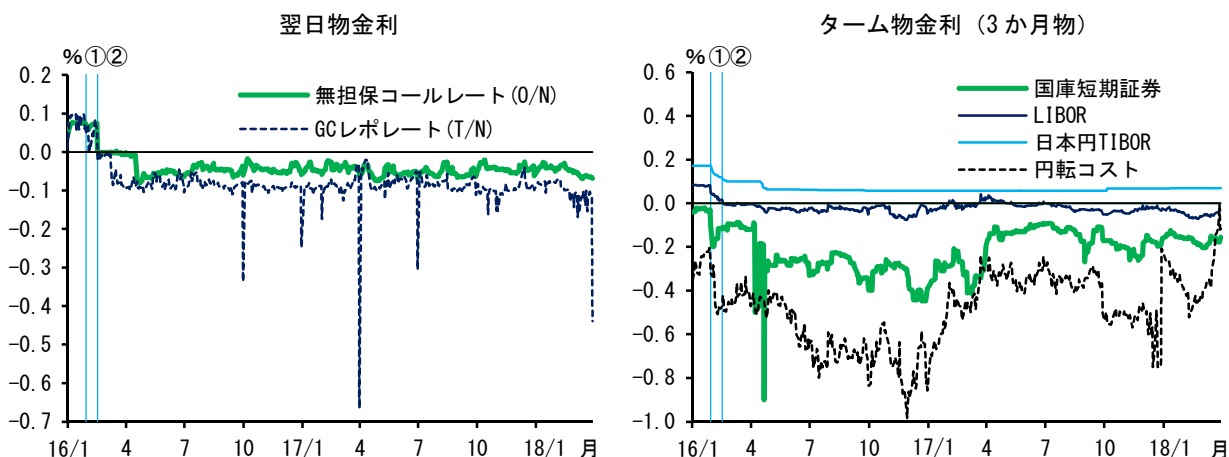
2. 国内金融市場

国内金融市場では、2月に株価が大きく下落したが、日本銀行が長短金利操作付き量的・質的金融緩和を続けるもと、短期金利、長期金利とも安定的に推移している。社債の信用スプレッドも低い水準で推移している。

短期金融市場

短期金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している（図表Ⅱ-2-1）。無担保コールレート（O/N）やGCレポレート（T/N）は、-0%台前半で安定的に推移している。ターム物レートは、ゼロ%近辺ないしマイナス圏での推移を続けている。国庫短期証券利回りは、円転コストの変動に加え、国内投資家の当座預金運営状況や担保需要の変化に応じて、幾分振れの大きい展開が続いている。円転コストの変動については、①為替スワップ市場におけるドルの出し手（円の取り手）である海外投資家が、ドルプレミアムの変動に応じて、ドル放出を増減させるため、円の受け入れも変動する、②その結果、円の安全資産である国庫短期証券に対する海外投資家の需要も変動することが影響している。

図表Ⅱ-2-1 短期金利



(注) 1. ①はマイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入決定時点、②はマイナス金利の適用開始時点。

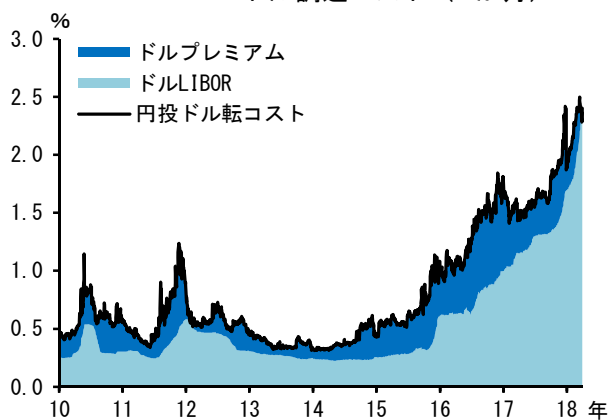
2. 左図の横軸はスタート決済日を表す。左右の図とも、直近は2018年3月末。

(資料) Bloomberg、日本証券業協会、日本相互証券

為替・通貨スワップ市場では、昨年末にかけて、短期ゾーンを中心に、ドルプレミアムの大幅な拡大がみられた（図表Ⅱ-2-2）。これには、欧米金融機関が年末にかけてドル放出に慎重になったことなどが作用したものとみられる。もっとも、長めのタームについてはこうした動きはみられず（図表Ⅱ-2-3）、短期ゾーンについても、本年入り後は、ドルプレミアムは低下している。この間、ドル LIBOR は、FRB の利上げや米財務省による短期国債増発のもとで上昇している。本邦金融機関のドル調達コストも上昇傾向にあり、米国債投資の採算悪化要因となるもとで、本邦金融機関のドル調達意欲は減退しているとみられる。こうした動

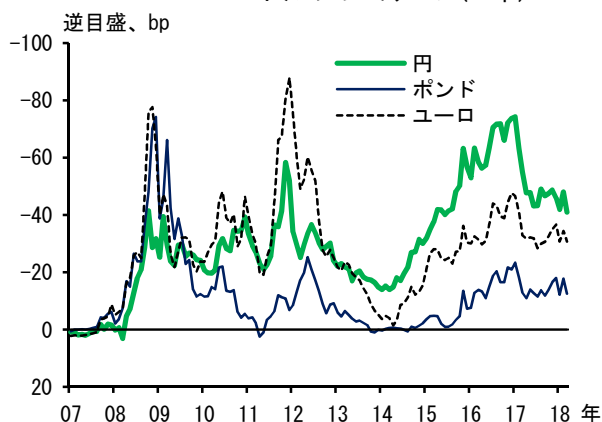
きは、足もとにかけてのドルプレミアム低下の要因となっていると考えられる。

図表Ⅱ-2-2 為替スワップによる
ドル調達コスト（3か月）



(注) 直近は2018年3月末。
(資料) Bloomberg

図表Ⅱ-2-3 通貨スワップにおける
ドルプレミアム（1年）



(注) 直近は2018年3月。
(資料) Bloomberg

長期金利とイールドカーブ

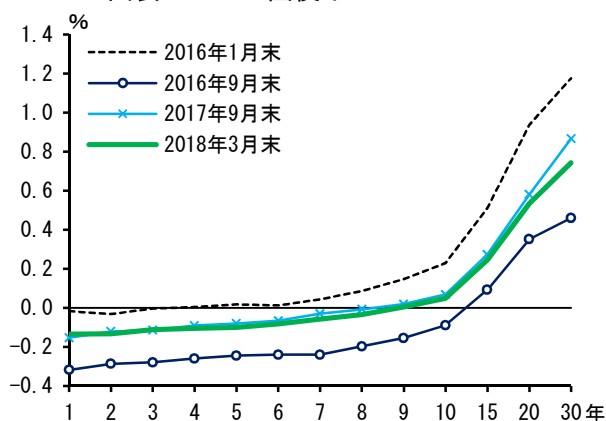
国債イールドカーブの形状をみると、長短金利操作付き量的・質的金融緩和のもとで、現行の金融市場調節方針（短期政策金利：-0.1%、10年国債金利：ゼロ%程度）と整合的な形となっている。短めのタームでは小幅のマイナス領域、10年物は概ねゼロ%近傍のプラスの領域、また20年物は概ねゼロ%台後半で、それぞれ安定的に推移している（図表Ⅱ-2-4、Ⅱ-2-5）⁵。

図表Ⅱ-2-4 10年国債金利



(注) 直近は2018年3月末。
(資料) Bloomberg

図表Ⅱ-2-5 国債イールドカーブ



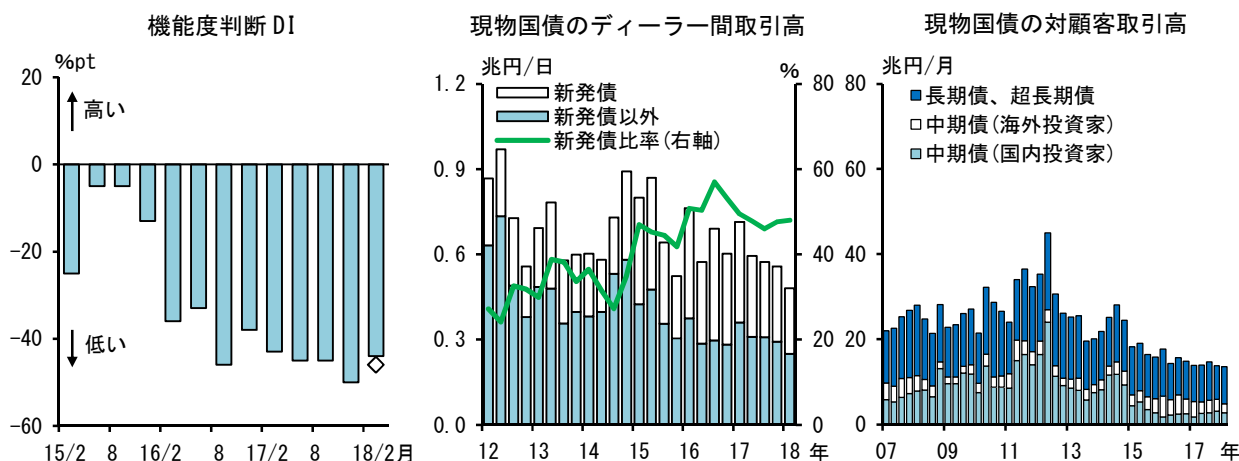
(資料) Bloomberg

⁵ 以下、本節の図表における縦線は、量的・質的金融緩和の導入時点（2013年4月4日）、量的・質的金融緩和の拡大時点（2014年10月31日）、マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入時点（2016年1月29日）、長短金利操作付き量的・質的金融緩和の導入時点（2016年9月21日）を示す。

国債市場の流動性・機能度

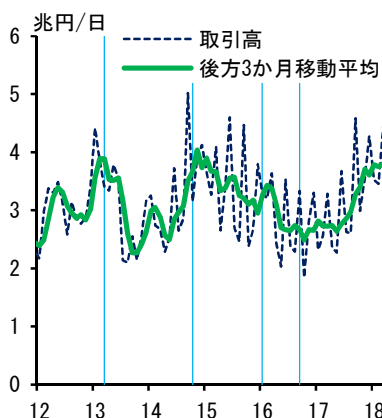
国債市場の流動性については、改善方向の動きを示す指標もみられるが、国債市場の機能度の低下を指摘する市場参加者は依然多い（図表Ⅱ-2-6）⁶。取引高をみると、長国先物の取引は増加傾向にあるが、現物国債のディーラー間取引や現物国債の対顧客取引は低い水準で横ばい圏内の動きが続いている（図表Ⅱ-2-6、Ⅱ-2-7）。ビッド・アスク・スプレッドにつ

図表Ⅱ-2-6 債券市場サーベイと国債市場の取引高



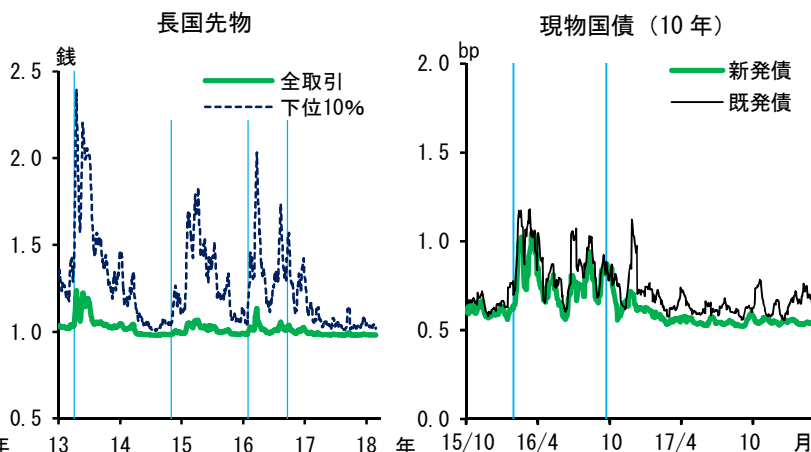
(注) 1. 左図のDIは、回答金融機関数の構成比をもとに、次式で定義。現状の機能度判断DI＝「高い」－「低い」
 図中のマーカーは、調査対象に大手機関投資家を加えたベース。中図は、日本相互証券の取引高。右図は、証券会社の対顧客取引における顧客（政府、日本銀行等を除く）のグロス購入額。
 2. 直近は、左図が2018年2月調査、中図と右図が2018年1～2月。
 (資料) QUICK、日本証券業協会、日本銀行「債券市場サーベイ」

図表Ⅱ-2-7 長国先物の取引高



(注) 直近は2018年3月。
 (資料) 大阪取引所

図表Ⅱ-2-8 ビッド・アスク・スプレッド

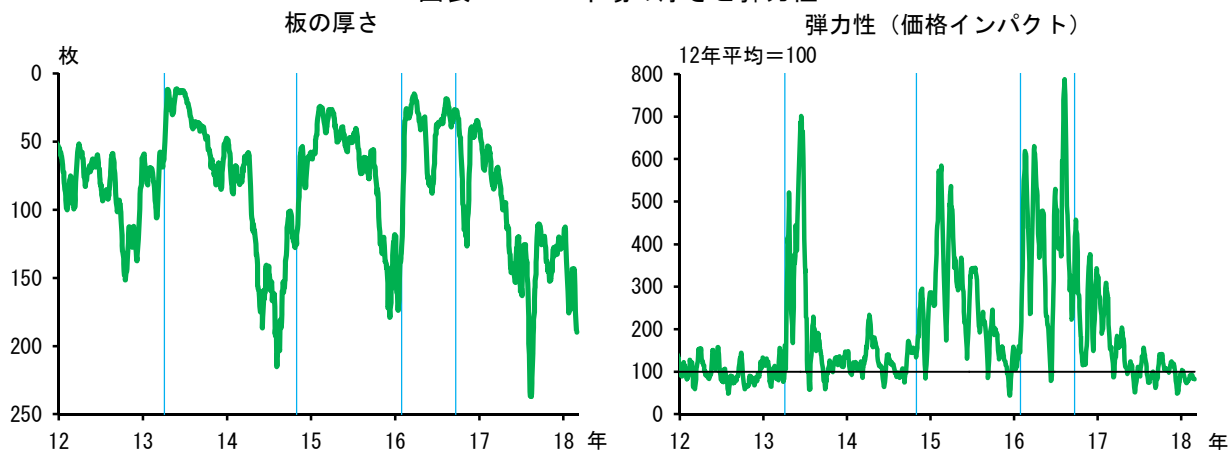


(注) 1. 左図の「全取引」は、スプレッド(1分足)の日中平均値。「下位10%」は、各営業日のスプレッド(1分足)のうち、スプレッドが大きい下位10%の取引の日中平均値。
 2. 右図の集計対象は、ビッドとアスクの双方が提示されている時間帯のスプレッド。「既発債」は、新発債の直前の回号の債券。
 3. 後方10日移動平均。直近は2018年2月末。
 (資料) 日経NEEDS、日本相互証券

⁶ 日本銀行金融市場局は、国債市場の流動性に関する諸指標を、概ね四半期に一度程度の頻度でアップデートし、日本銀行ホームページ (<http://www.boj.or.jp/paym/bond/index.htm/#p02>) に掲載している。

いては、長国先物や現物国債（新発債）は縮小傾向にあるが、現物国債（既発債）は一時的に拡大する局面がなおみられる（図表Ⅱ-2-8）。この間、市場の厚さや弾力性の指標については、改善方向の動きを示唆するものがみられている（図表Ⅱ-2-9）。

図表Ⅱ-2-9 市場の厚さと弾力性

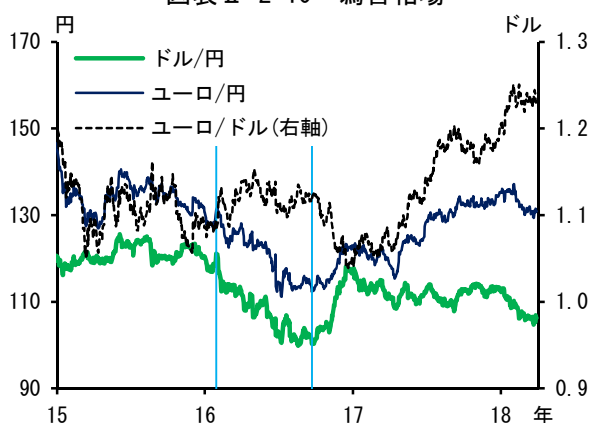


(注) 1. 左図は、1分ごとのベストアスクの枚数（日中の中央値）。右図は、各営業日における1取引当たりの価格変化幅。
2. 後方10日移動平均。直近は2018年2月末。
(資料) 日経NEEDS

為替相場と株式・クレジット市場

米国の長期金利の上昇から日米金利差は拡大したが、株価下落時に、市場参加者から円が安全資産として選好されたことから、円対ドル相場は増価した（図表Ⅱ-2-10）。リスク・リバーサルは、円高リスクへの警戒感がひと頃と比べると強まっていることを示唆している（図表Ⅱ-2-11）。

図表Ⅱ-2-10 為替相場



(注) 直近は2018年3月末。
(資料) Bloomberg

図表Ⅱ-2-11 リスク・リバーサル

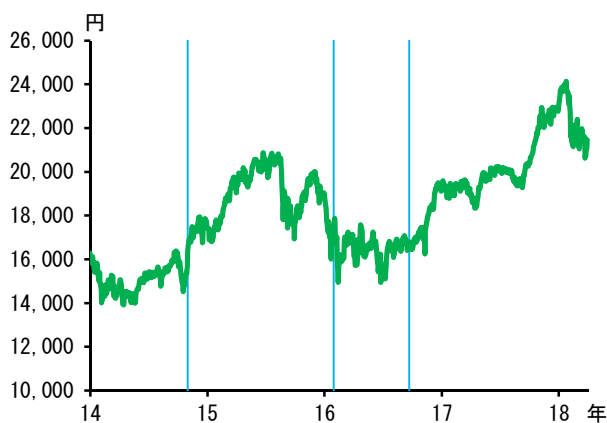


(注) 円プットと円コールのIV（1年）の乖離幅。直近は2018年3月末。
(資料) Bloomberg

この間、本邦株価（日経平均）は、本年1月には、約26年振りとなる2万4000円台に達した後、2月以降は米国株価の調整を受け、大きめに下落した（図表Ⅱ-2-12）。2月以降

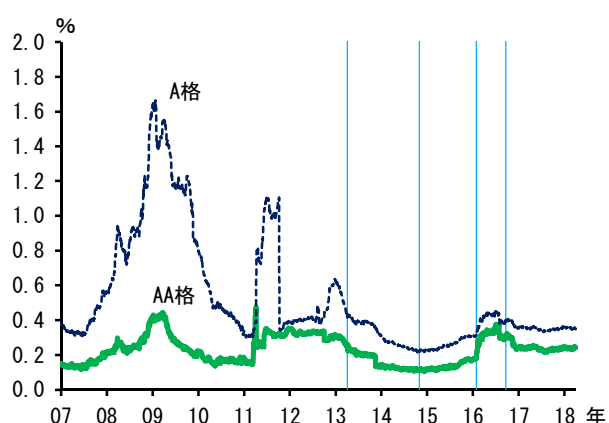
の米国株価下落を受けた本邦株価の下落局面では、本邦株価の下落率が米国株価以上に大きくなる場面がみられた。これには、先行きの円高に対する警戒感が、本邦株価に対する追加的な下押し要因として作用したことが背景の一つにあるとみられる。もっとも、世界経済の緩やかな成長見通しが維持されるなか、足もとの円高が企業収益を大きく下押しするといった見方は広がっておらず、日本株のバリュエーション指標（PER）は、米欧とは異なり過去平均を大きく上回る状況にはない（図表Ⅱ-1-7）。また、クレジット市場をみても、社債スプレッドは引き続き低水準で安定的に推移しており、2月の株価下落後も、企業の収益や利払い能力に対する投資家の見方は、これまでのところ大きく変わっていない（図表Ⅱ-2-13）。

図表Ⅱ-2-12 株価（日経平均）



(注) 直近は2018年3月末。
(資料) Bloomberg

図表Ⅱ-2-13 社債スプレッド



(注) 1. 残存3年以上7年未満の社債流通利回りの対国債スプレッド。格付は格付投資情報センターによる。
2. 直近は2018年3月末。
(資料) 日本証券業協会

Ⅲ. 金融仲介活動の点検

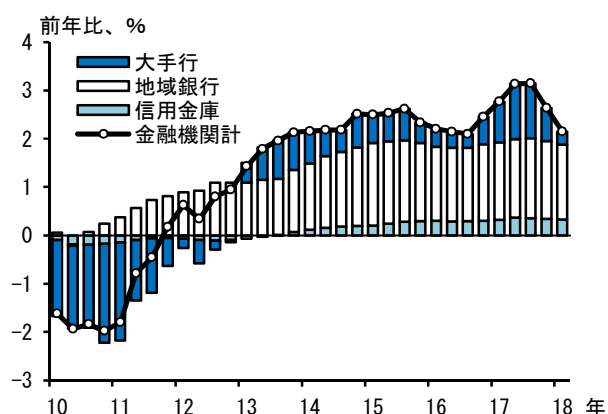
わが国の景気が緩やかに拡大するなか、国内の金融仲介活動は銀行貸出を中心に引き続き積極的な状況にある。設備関連貸出が中小企業向けに幅広い業種で増加するなど、緩和的な金融環境は景気改善に寄与している。また、海外経済が成長を続けるもとの、海外向け投融資も増勢を維持している。本年2月以降、株価がグローバルに下落する局面もみられたが、わが国から海外への資金フローは、内外成長率格差を背景に増加基調が続いている。以下では、主として2017年度下期中の情報に基づき、金融仲介活動の動向を点検する。最初に金融機関（銀行・信用金庫）の金融仲介活動と機関投資家の資金運用動向、次いで家計の金融資産運用動向について整理したあと、金融資本市場を通じる金融仲介の状況を評価する。最後に、これらの金融仲介活動において、リスクテイクの面で行き過ぎた動きがみられないか点検する。

1. 金融機関による金融仲介活動

(1) 国内貸出

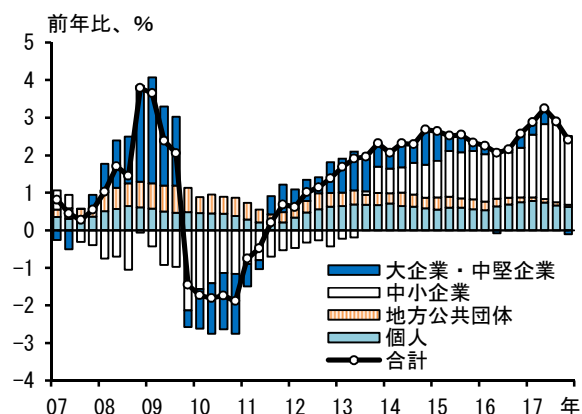
わが国の景気が緩やかに拡大するなか、金融機関の国内貸出は、前年比2%程度の伸びを続けている（図表Ⅲ-1-1、Ⅲ-1-2）。大型M&A関連資金の変動から、大手行の貸出の伸び率は縮小しているが、金融機関の融資姿勢は引き続き積極的であり（図表Ⅲ-1-3）、資金需要も中小企業向けを中心に増加を続けている（図表Ⅲ-1-4）。

図表Ⅲ-1-1 金融機関の国内貸出



(注) 直近は2018年1~3月。
(資料) 日本銀行「貸出・預金動向」

図表Ⅲ-1-2 金融機関の借入主体別貸出



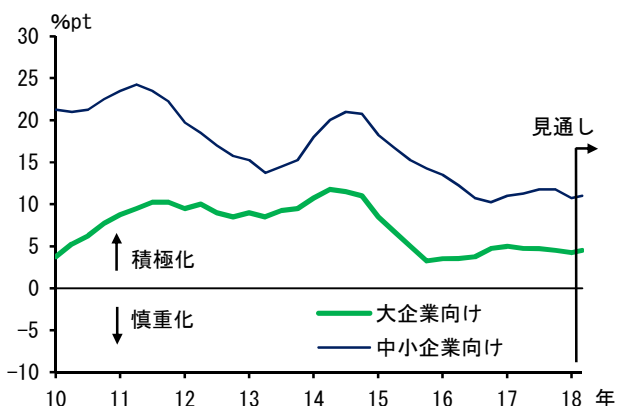
(注) 直近は2017年12月末。
(資料) 日本銀行

貸出先別の動向

貸出先別にみると、企業向けと個人向けが増加を続けている（図表Ⅲ-1-2）。地方公共団体

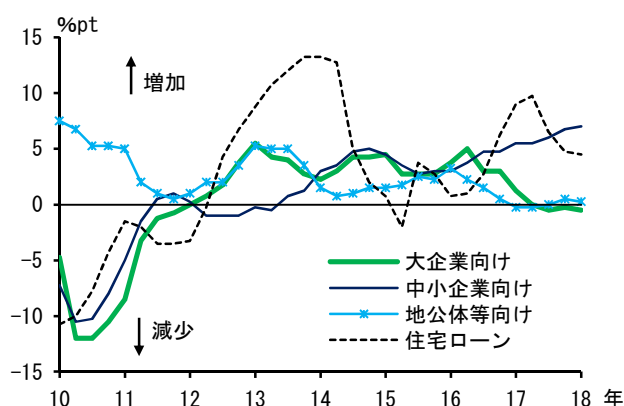
向け貸出は、資金需要に目立った動きがないなかで（図表Ⅲ-1-4）、横ばい圏内で推移している。

図表Ⅲ-1-3 貸出運営スタンス DI



(注) 1. 貸出運営スタンス DI は、回答金融機関数の構成比をもとに、次式で定義。
 $DI = 「積極化」 + 0.5 \times 「やや積極化」 - 0.5 \times 「やや慎重化」 - 「慎重化」$
 2. 後方 4 期移動平均。直近は 2018 年 1 月。
 (資料) 日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート調査」

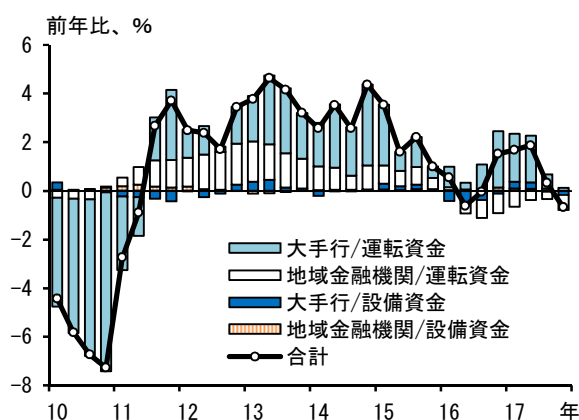
図表Ⅲ-1-4 金融機関からみた資金需要判断 DI



(注) 1. 資金需要判断 DI は、回答金融機関数の構成比をもとに、次式で定義。
 $DI = 「増加」 + 0.5 \times 「やや増加」 - 0.5 \times 「やや減少」 - 「減少」$
 2. 後方 4 期移動平均。直近は 2018 年 1 月。
 (資料) 日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート調査」

図表Ⅲ-1-5 企業向け貸出（除く不動産業）の業態・用途別内訳

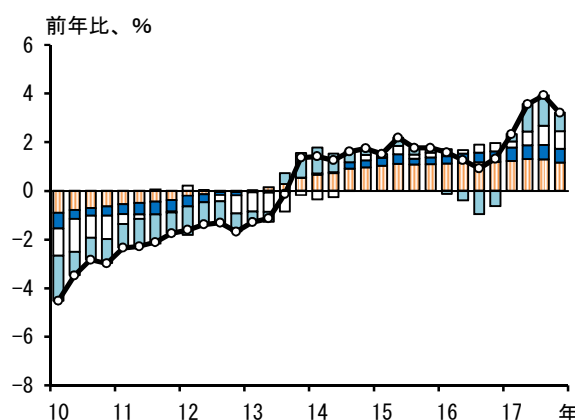
大企業・中堅企業



(注) 直近は 2017 年 12 月末。

(資料) 日本銀行

中小企業

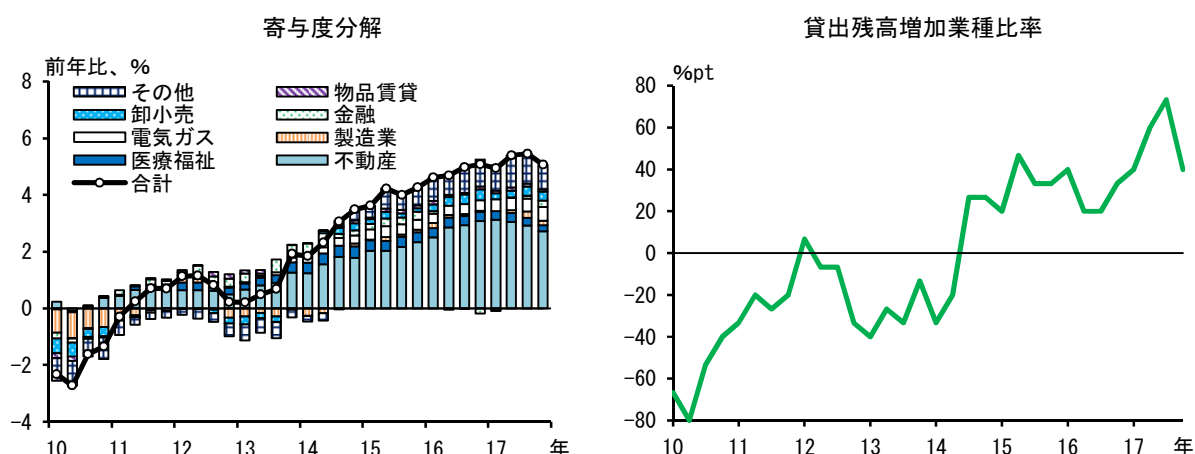


企業向け貸出を規模別にみると、中小企業向けは、景気改善が続くもと設備資金を中心に増加を維持している（図表Ⅲ-1-5）。一方、大企業向けは、伸び率が足もと縮小している。大企業は設備投資を増加させているが、内部資金が潤沢なうえに、社債発行による長期ファイナンスも増えているため（本章 4 節参照）、銀行貸出によるファイナンスに目立った動きはみられない。また、大企業向けの運転資金は、2016 年度下期に大型 M&A 関連資金が集中したが、足もとは大きな動きがない⁷。

⁷ 日本企業関連の M&A は、件数ベースでは引き続き増加しており、活発な地合いにあるが、金額ベースでは、In-Out（日本企業による海外企業の買収）の大型案件の発生タイミングにより振れが大きくなっている。なお、

地域金融機関は、利鞘の薄い大企業向け貸出（運転資金）を抑制する一方で、自らの営業基盤を維持・強化していく観点から、ミドルリスク企業向けを含む中小企業向け貸出に引き続き注力している。地域銀行の中小企業向け貸出を業種別にみると、幅広い業種で貸出が増加している（図表Ⅲ-1-6）。不動産業の寄与が引き続き大きいが、医療・福祉業、製造業、電気・ガス業、卸小売業、その他サービス業など多くの業種で貸出が伸びている。

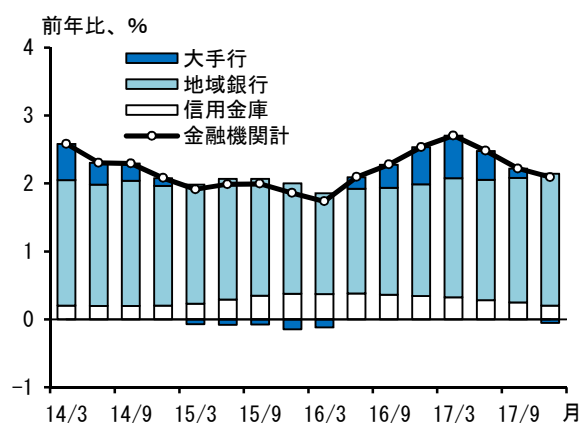
図表Ⅲ-1-6 地域銀行の中小企業向け業種別貸出



(注) 右図は、2009年1月以降継続して存在する30業種において、貸出残高が前年同期比で増加した業種の割合と減少した業種の割合の差。左右の図とも、直近は2017年12月末。

(資料) 日本銀行

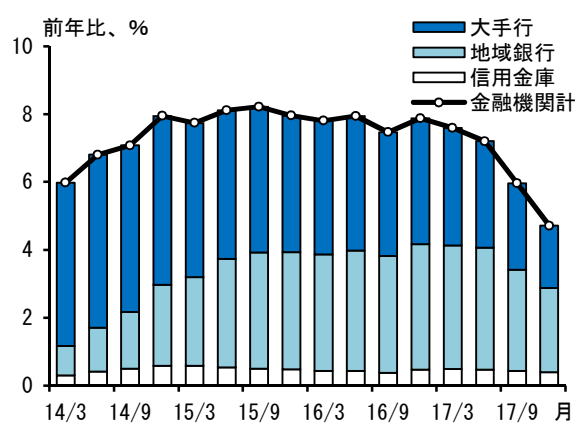
図表Ⅲ-1-7 金融機関の住宅ローン残高



(注) 直近は2017年12月末。

(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-1-8 金融機関のカードローン残高



(注) 直近は2017年12月末。

(資料) 日本銀行

次に、個人向け貸出をみると、住宅ローンは、前年比 2%台の伸びが続いている（図表Ⅲ-1-7）。地域銀行が伸びを牽引する一方で、大手行については、採算性の重視から残高が前年を幾分下回っている。カードローンの前年比は、高めの伸びを続けているが、足もとでは、広告・宣伝の見直しや審査体制の強化などの影響もあって、伸び率が鈍化している（図表Ⅲ

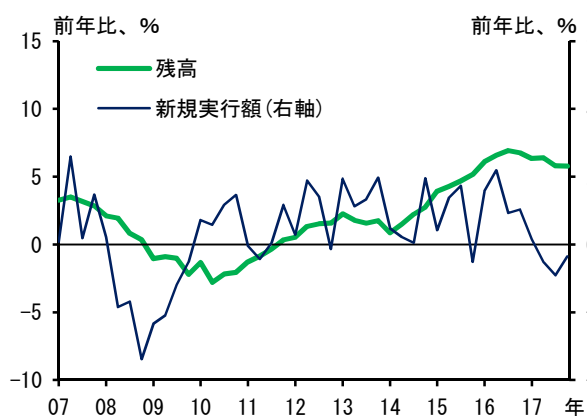
M&A ファイナンスを含む大企業の持株会社向け貸出の一部は、統計上、中小企業向け貸出に含まれている（当該持株会社の常用雇用者数が少ない等の理由により、統計上は中小企業扱いとなるもの）。

-1-8) ⁸。

不動産業向け貸出の動向

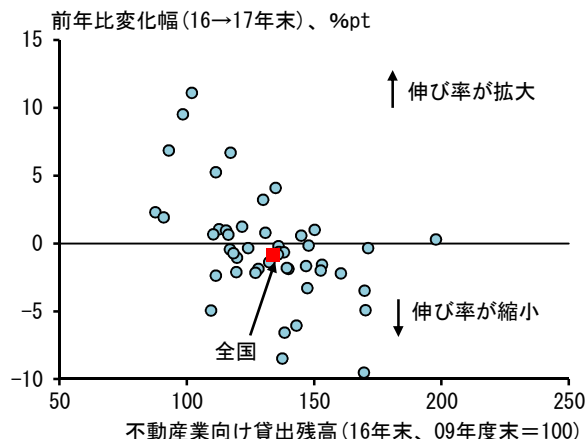
不動産業向け貸出は、残高（ストック）ベースでは、前年比 6%程度の伸びとなっており、全産業向けの伸び（2%程度）を依然上回っているが、新規実行（フロー）ベースでは、2017年度入り後減少が続いている（図表Ⅲ-1-9）。国内銀行と信用金庫の不動産業向け貸出の残高は2017年12月末時点で約90兆円と過去最高の水準にあるが、不動産市場の調整リスクや与信の業種集中などを意識し、貸出スタンスを慎重化させる動きがみられる。特に、そうした動きは、これまで不動産業向け貸出の増加テンポが速かった地域において顕著に観察される（図表Ⅲ-1-10）。

図表Ⅲ-1-9 金融機関の不動産業向け貸出



(注) 直近は、「残高」が2017年12月末、「新規実行額」が2017年10~12月。
(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-1-10 地域金融機関の都道府県別不動産業向け貸出の変化



(注) 横軸は、2009年度末対比のみた2016年末の不動産業向け貸出残高。
(資料) 日本銀行

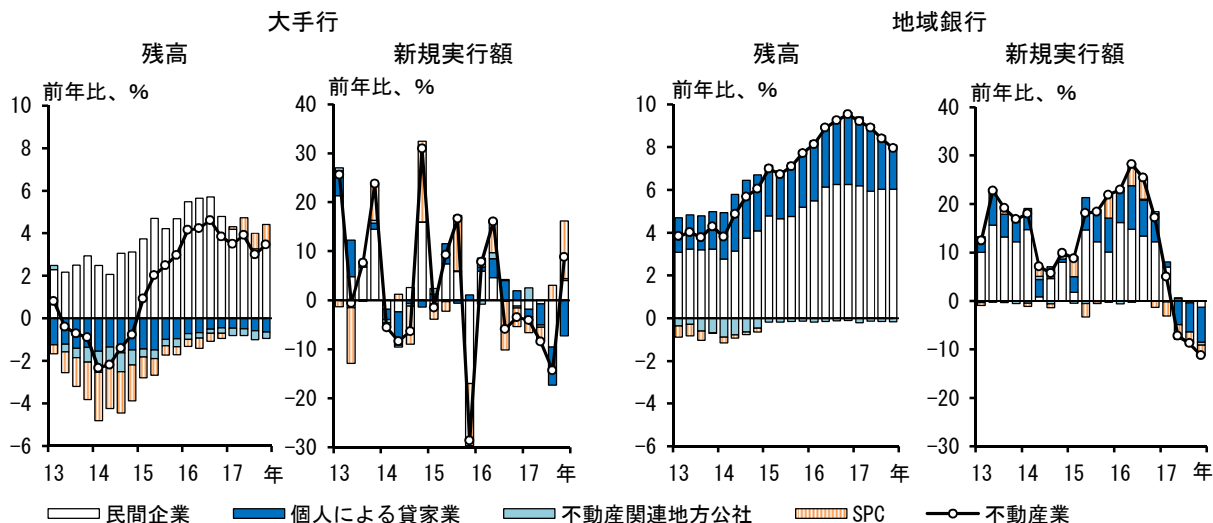
不動産業向け貸出の内訳をみると、大手行は不動産投資信託（REIT）や私募ファンドを含む不動産ファンド向けが中心であり、個人による貸家業向けについては抑制的なスタンスを維持している（図表Ⅲ-1-11）⁹。地域金融機関の不動産業向け貸出は、相続対策としての貸家建設需要や収益物件投資需要の増加から、これまで高い伸びを続けてきたが、2017年度入り後は、個人による貸家業向けのほか、（個人の資産管理会社を含む）民間中小企業向けを中心に伸びが低下している。この背景としては、供給側の要因として、与信の業種集中を意識し貸出スタンスを慎重化させる金融機関が増えていることが挙げられる。また、需要側の要因としては、空室率が一部エリアで上昇するなど貸家市場の需給に緩みが生じていること

⁸ 個人向け貸出残高に占めるカードローンの割合は足もと約3%（2017年12月末時点）であり、住宅ローン（同約90%）に比べるとその規模は小さい。

⁹ 図表Ⅲ-1-11において、REITは民間企業に含まれる。

や、収益の見込める好立地の投資物件が減少していることなどが寄与しているとみられる。

図表Ⅲ-1-11 不動産業向け貸出の内訳

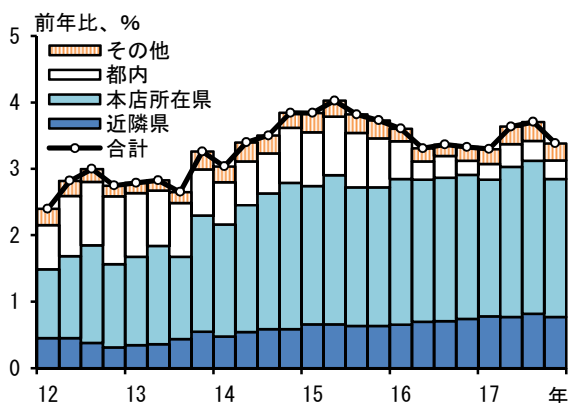


(注) 直近は、「残高」が2017年12月末、「新規実行額」が2017年10~12月。
(資料) 日本銀行

地域別貸出の動向

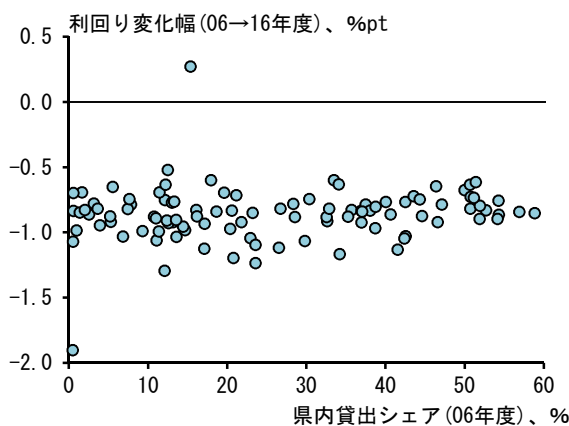
地域銀行の貸出をエリア別にみると、都内での貸出競争が激化するなか、利鞘の薄いシンジケート・ローンを抑制してきているため、都内店貸出のプラス寄与は縮小している（図表Ⅲ-1-12）。地域銀行は地元回帰を進めるとともに、本店所在地の近隣県への貸出増加にも注力している。この結果、地元県内の金融機関同士に加え、近隣県の地域銀行との間でも、貸

図表Ⅲ-1-12 地域銀行のエリア別貸出



(注) 地域分類は次の手順による。①全国を北海道、東北、関東甲信越（除く東京）、東京、北陸、東海、近畿、中国、四国、九州・沖縄の10エリアに分割。②本店が所在する都道府県内での貸出を「本店所在県」に、本店が所在するエリアのうち「本店所在県」以外での貸出を「近隣県」に、都内店の貸出を「都内」に、その他の貸出を「その他」に分類。直近は2017年12月末。
(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-1-13 地域銀行の県内貸出シェアと貸出利回り



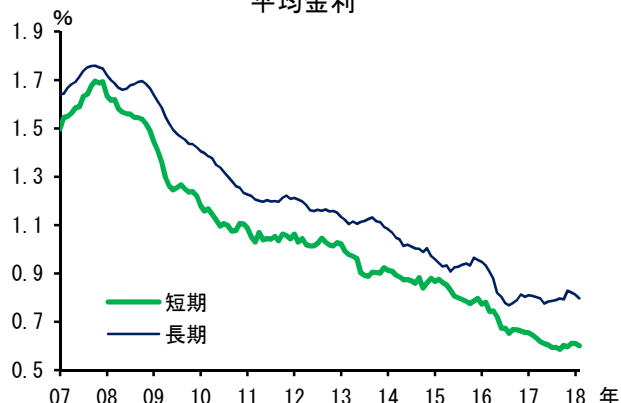
(注) 1. 各銀行の県内貸出シェアは、本店が所在する都道府県内における貸出残高（自行・他行計）に占める自行の貸出残高の割合。集計対象は、大手行等、地域銀行、信用金庫。
2. 貸出利回りは、国内業務部門ベース。
(資料) 金融ジャーナル社「金融マップ」、日本銀行

出競争が激化している。各銀行の地元県内での貸出シェア（県内での寡占度）と貸出金利の変化の関係をみると、両者に有意な相関は観察されない（図表Ⅲ-1-13）。企業数が全国的に減少するなか、各行が県境を越えて法人営業を強化しているため、県外銀行からの貸出が潜在的な競争圧力として強く作用していると考えられる。

貸出金利の動向

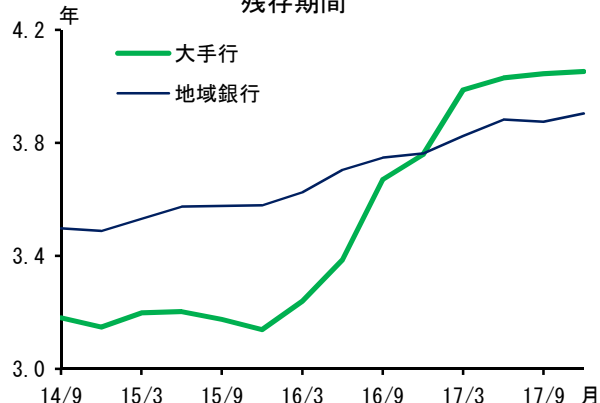
金融機関の新規貸出約定平均金利は、長短ともに、既往ボトム圏内で推移している（図表Ⅲ-1-14）。金融機関は利鞘確保のために、貸出期間の長期化を進めている（図表Ⅲ-1-15）。また、大手行では比較的収益性の高い M&A 関連ファイナンスやハイブリッドファイナンス（劣後ローンなど）に取り組んでいる。地域金融機関では、大企業向け貸出を抑制し、利鞘が相対的に厚い中小企業向け貸出や信用貸出（担保・保証を付さない貸出）に注力しているほか、信用保証協会保証付き貸出からプロパー貸出へのシフトも進めている（図表Ⅲ-1-16）¹⁰。これらは貸出金利の上昇要因として作用しているが、一方で、景気回復の長期化に伴う企業財務の改善や金融機関間の競争激化などの要因は、貸出金利の低下要因として作用している。

図表Ⅲ-1-14 国内銀行の新規貸出約定平均金利



(注) 後方6か月移動平均。直近は2018年2月。
(資料) 日本銀行「貸出約定平均金利」

図表Ⅲ-1-15 銀行の固定金利貸出の平均残存期間



(注) スtock・ベースの試算値。直近は2017年12月末。
(資料) 日本銀行

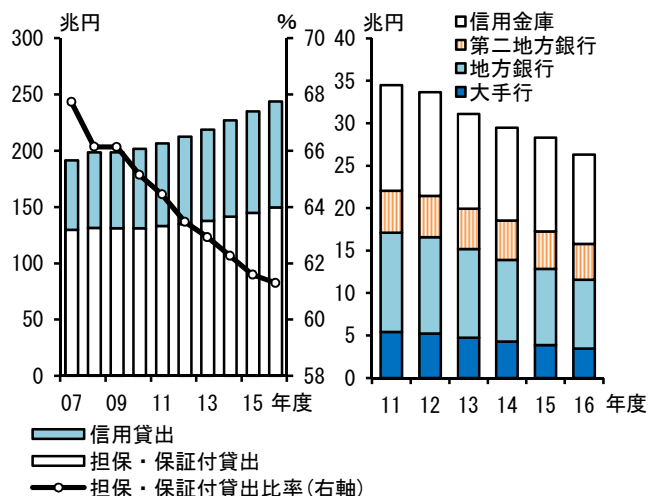
銀行の貸出金利（ストック・ベース）の低下幅について寄与度分解すると、大企業向けは、市場金利連動型が多く、TIBOR等の基準金利が横ばい圏内で推移するなかで、下げ止まっている（図表Ⅲ-1-17）。一方、中小企業向けは低下テンポが徐々に和らいできているが、下げ止まるには至っていない。中小企業向けは、短プラ連動貸出や固定金利貸出のウェイトが大きく、借り換え時の適用金利の低下の影響が持続している。また、個人向けも、住宅ローン金利の低下が続いている。

¹⁰ 信用保証を付さないプロパー貸出は、金融機関自らが信用リスクを負うため、信用保証付き貸出に比べ貸出金利は高くなる（企業にとってみると、信用保証協会へ保証料の支払いが不要となるかわりに、銀行への利払いが多くなる）。なお、信用保証協会への保証料は、図表Ⅲ-1-14の約定平均金利に含まれていない。

図表Ⅲ-1-16 担保・保証の状況

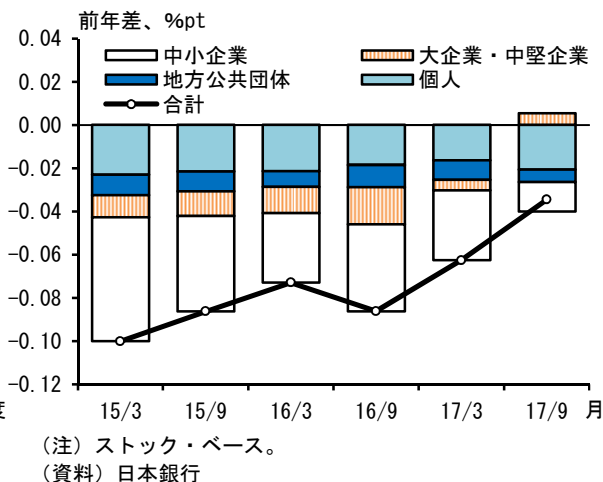
貸出金の担保内訳

信用保証協会保証付残高



(注) 1. 左図の集計対象は地域銀行。
2. 右図は、信用保証協会以外の保証付き貸出を一部含む。
(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-1-17 銀行の貸出金利変化の貸出先別寄与度

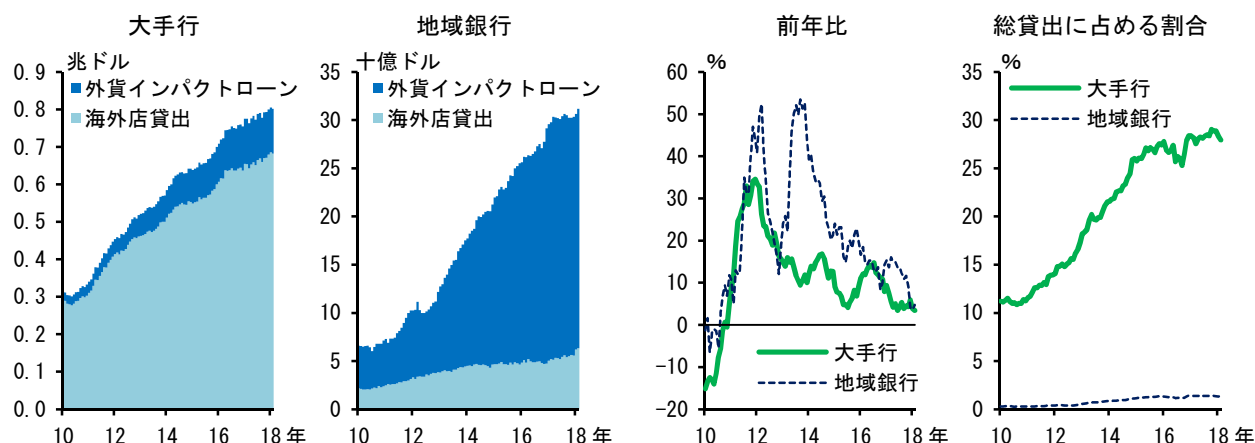


(注) ストック・ベース。
(資料) 日本銀行

(2) 海外貸出

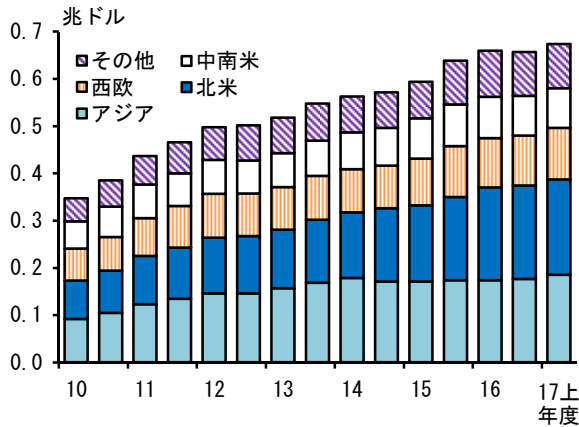
銀行の海外貸出は緩やかな増加を続けており、大手行では総貸出に占める割合が約3割に達している(図表Ⅲ-1-18)。大手行の貸出を地域別にみると、北米・欧州向けが緩やかに増加しているほか、アジア向けも域内経済の緩やかな回復を受けて復調する動きがみられる(図表Ⅲ-1-19)。国際与信市場における邦銀のシェアをみると、グローバルな金融危機後にデレバレッジを進める欧米銀行に代替して上昇してきたが、この1~2年間は、優良企業向けを巡る国際的な貸出競争が再び強まっており、概ね横ばいとなっている(図表Ⅲ-1-20)。

図表Ⅲ-1-18 銀行の海外貸出



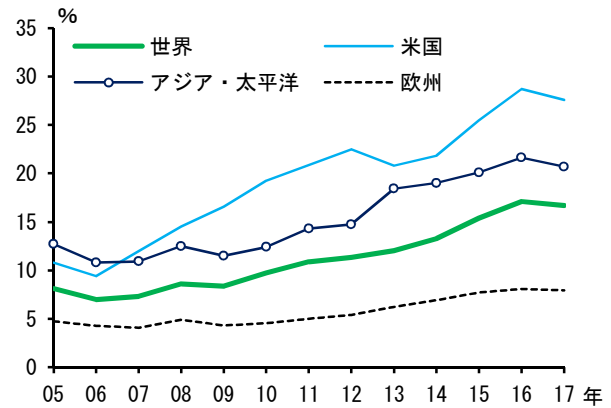
(注) 1. 「海外店貸出」は海外店勘定の外貨インパクトローンを一部含む。「外貨インパクトローン」は金融機関が居住者に対して行う外貨建て貸出。
2. 単体ベース。直近は2018年2月末。
(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-1-19 3メガ行の地域別海外貸出残高



(資料) 各社開示資料

図表Ⅲ-1-20 邦銀の地域別国際与信シェア



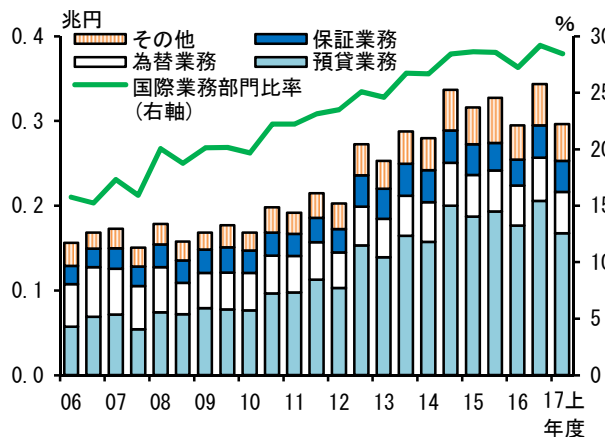
(注) 1. 国際与信の民間非銀行部門向け。最終リスク・ベース。

2. 各年末の値を表示。2017年の計数は2017年9月末の値。

(資料) BIS "Consolidated banking statistics"、日本銀行「BIS国際与信統計」

銀行は、本邦企業のグローバル展開を支えるとともに、長い目でみて高い成長力が期待される海外諸国の金融ニーズを取り込み、国際的な営業基盤をより強固なものにしていく観点から、海外企業向け貸出の拡充を進めている。例えば、大手行では、海外拠点網の整備の一環として、アジアを中心に現地の銀行等に対する買収・出資等に引き続き取り組んでいる。欧州では英国のEU離脱後もEU域内での金融サービスを継続できるようにする観点から、英国以外のEU域内に新たに現地法人を設立する準備を進めている。また、貸出以外のビジネスを含めた総合的な採算性を高めるため、グループ証券会社等との協働等を通じて、取引先との関係深化、手数料収入の増強にこれまで以上に注力している(図表Ⅲ-1-21)。

図表Ⅲ-1-21 大手行の国際業務部門の手数料収入



(注) 「国際業務部門比率」は役務取引等収益全体に占める国際業務部門の割合。

(資料) 日本銀行

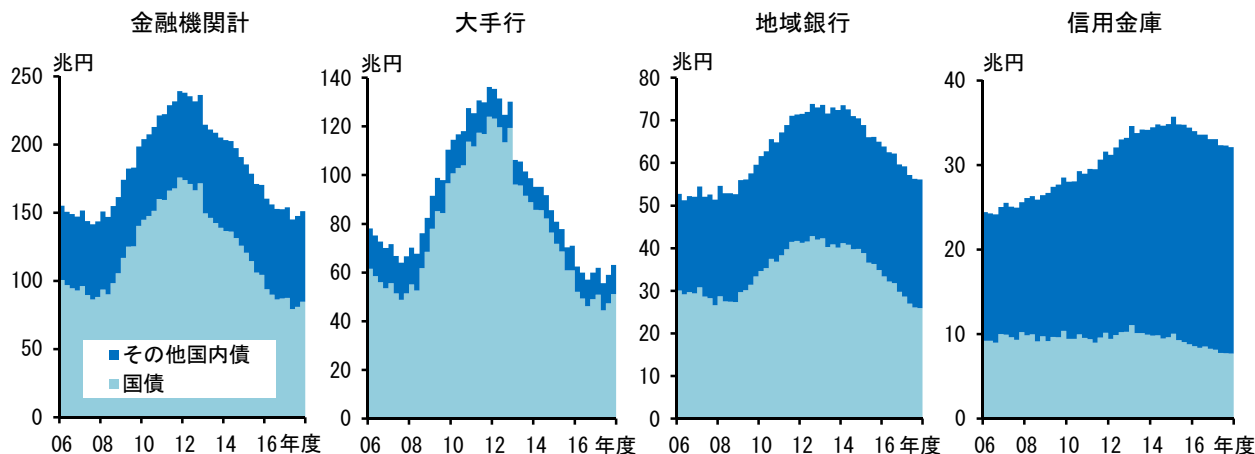
(3) 有価証券投資

金融機関の円債投資残高は、日本銀行による大量の国債買い入れを受けて減少傾向を辿っ

ているが、その減少ペースはこのところ緩やかになっている。外債投資残高は、円債の利回りが低下するなかで、長い目でみて増加傾向を続けてきたが、足もとは減少している。投資信託の運用残高は増加傾向が続いており、有価証券投資において積極的にリスクテイクを行っていく姿勢が維持されている。

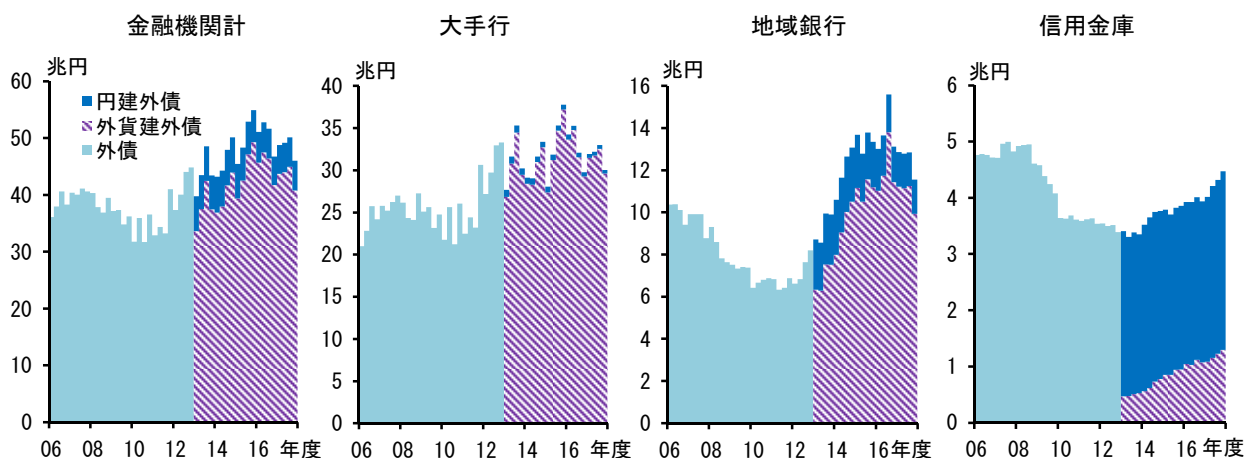
金融機関の円債残高（国債、地方債、社債等）を業態別にみると、地域銀行では緩やかな減少が続いているが、これまで残高を大幅に減少させてきた大手行では減少傾向に歯止めがかかりつつある（図表Ⅲ-1-22）。この背景としては、国債の金利水準は引き続き購入目線に達していない状況ながら、資金利益の確保や評価益の維持、日銀当座預金残高の積み上がり抑制や各種取引の担保の確保のために、一定の国債保有残高を維持しようとする動きがみられたことが挙げられる。また、国債以外の債券（政府保証債、地方債等）についても同様の動きがみられた。

図表Ⅲ-1-22 金融機関の円債残高



(注) 国内店と海外店の合計。末残ベース。直近は2018年2月末。
(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-1-23 金融機関の外債残高



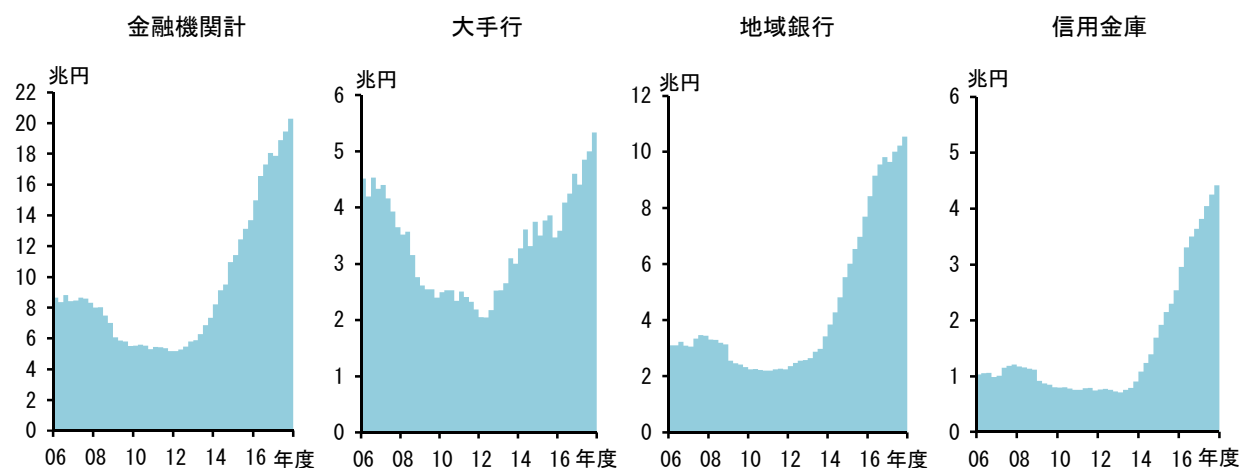
(注) 1. 「外債」は、「外貨建外債」と「円建外債」の合計。2010年3月以前は外国証券。
2. 国内店と海外店の合計。末残ベース。直近は2018年2月末。

(資料) 日本銀行

金融機関の外債残高（円換算ベース）について、足もとの動きを業態別にみると、信用金庫では引き続き増加する一方、大手行や地域銀行では減少している（図表Ⅲ-1-23）。米国市場において、利上げが進むなかでイールドカーブがフラット化しているため、外債投資を再拡大する動きは総じて限定的である。本年2月の米国債価格の下落時には——米国長期金利の上昇時には——、債券を売却する動きもみられた。

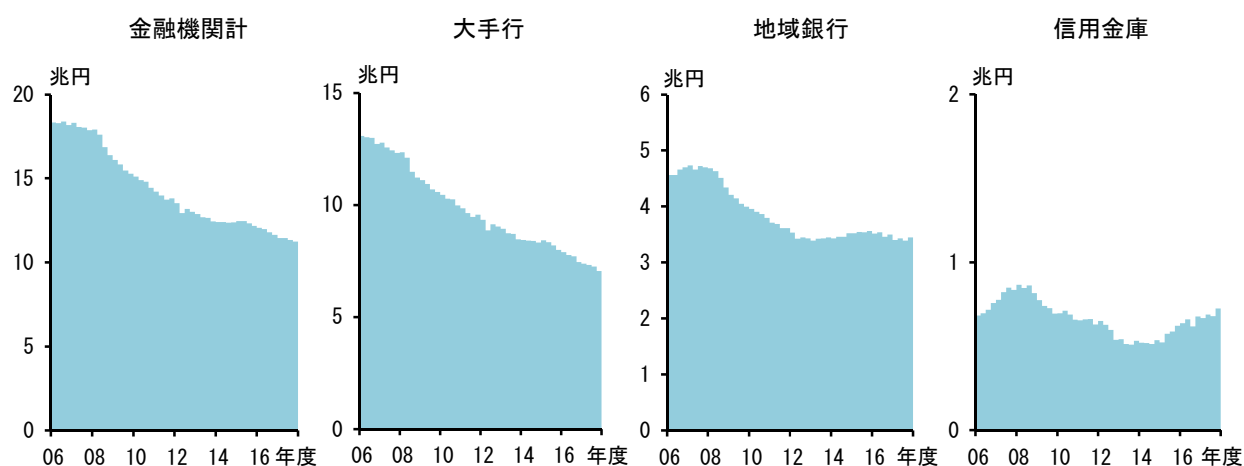
金融機関の投資信託等の残高は、引き続き増加している（図表Ⅲ-1-24）。業態別にみると、大手行では、本年初にかけて株価が底堅く推移するもとで株式投資信託の残高を積み増す先がみられた。地域金融機関では、海外金利系の投資信託の損切りや株式投資信託の利益確定売りの動きが一部でみられたが、全体としてみると、REITや海外株式を含むバランス型の投資信託等の積み上げなどを通して、残高の増加が続いている。

図表Ⅲ-1-24 金融機関の投資信託残高



(注) 1. 投資信託以外の有価証券を一部含む。
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。直近は2018年2月末。
(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-1-25 金融機関の株式残高



(注) 1. 取得価額または償却価額ベース（簿価ベース）。外国株式は含まない。
2. 国内店と海外店の合計。ただし、大手行は国内店。末残ベース。直近は2018年2月末。
(資料) 日本銀行

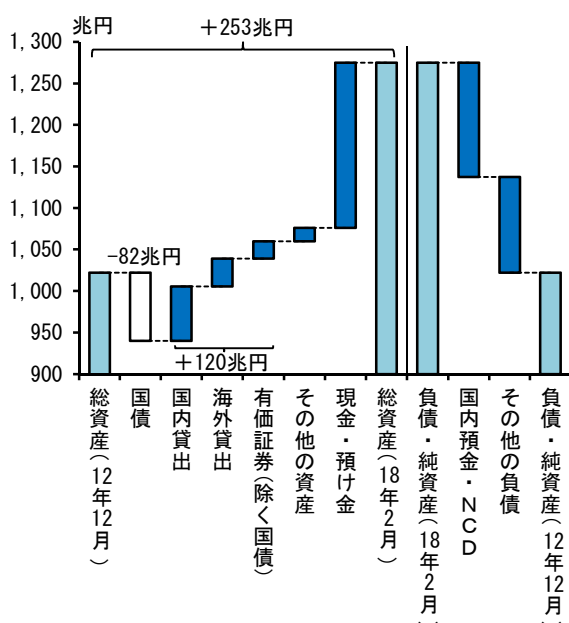
この間、金融機関の株式保有動向をみると、企業との取引関係を重視して保有する株式（いわゆる政策保有株式）の削減が進んでいることから、大手行と地域銀行の株式残高は緩やかな減少傾向が続いている（図表Ⅲ-1-25）。一方、信用金庫では、純投資の積極化から株式の緩やかな増加傾向が続いている。

（４）金融機関バランスシートの変化

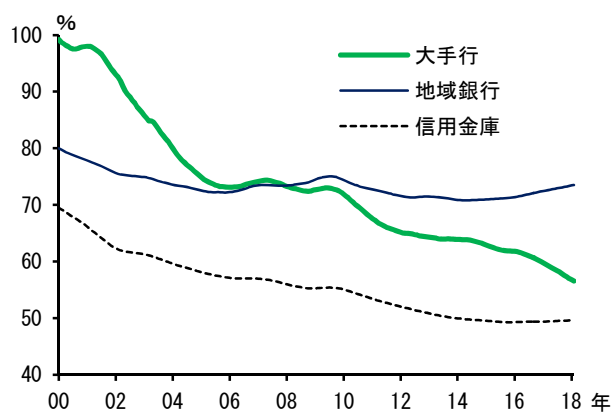
金融機関のバランスシートは、預金の増加を受けた規模の拡大と、リスク性資産の増加を伴うポートフォリオのリバランスが続いている。

金融機関の資産・負債総額は、量的・質的金融緩和導入前の2012年12月から2018年2月までに、253兆円増加した（図表Ⅲ-1-26）。資産サイドの内訳をみると、国債（円金利リスク）から他のリスク性資産（信用、株式関連、海外金利リスクなど）へのポートフォリオ・リバランスが続いている。「国債」が82兆円減少する一方、「国内貸出」、「海外貸出」、「有価証券（除く国債）」は120兆円増加している。この間、日銀当座預金を中心とする「現金・預け金」は199兆円増加している。負債サイドでは、国内預金・NCDが138兆円増加しているほか、海外預金・NCDや日銀借入金などその他の負債も115兆円増加している。

図表Ⅲ-1-26 金融機関の資産・負債の変化



図表Ⅲ-1-27 金融機関の国内預貸率



(注) 1. 預貸率=貸出/預金・譲渡性預金
 2. 国内店。平残ベース。後方12か月移動平均。
 直近は2018年2月。
 (資料) 日本銀行

(注) 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

国内預貸率については、大手行では、収益が好調な大企業を中心とした法人預金の増加などから、低下傾向が続いている（図表Ⅲ-1-27）。一方、中小企業との取引が多い地域金融機関では、法人預金の伸び率が大手行に比べ小さい一方で、貸出を堅調に増加させていること

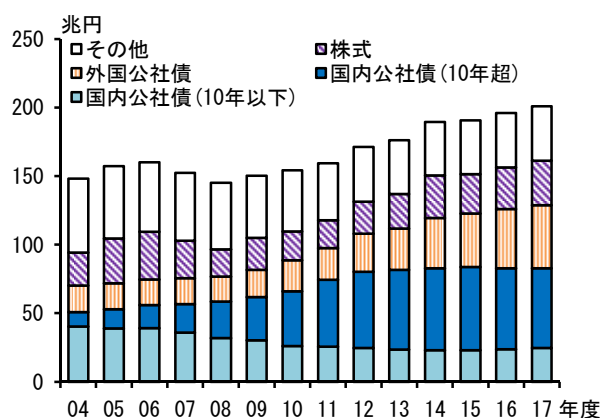
から、預貸率は緩やかに上昇している。

2. 機関投資家の資金運用動向

生命保険会社や年金基金などの機関投資家は、低金利環境が続くなか、外貨建て資産の運用比率を緩やかに引き上げている。

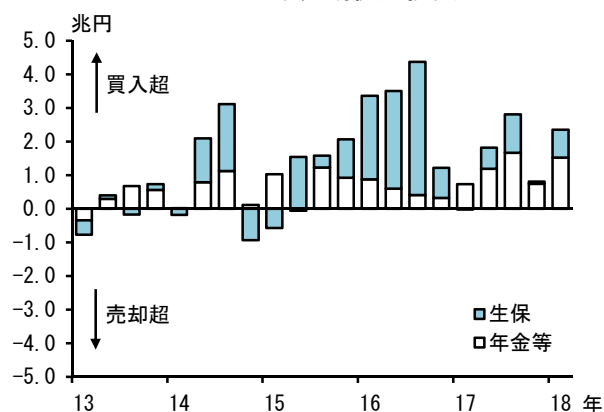
昨年4月の保険料引き上げに伴い、平準払い商品の販売が鈍化するなど運用原資となる保険料収入が減少しているため、保険会社による資産の積み増しペースはこのところ緩やかになっている(図表Ⅲ-2-1)。ポートフォリオの内訳をみると、超長期国債の新規買入れを抑制する一方、相対的に利回りの高い外債やファンド投資などを増加させている(図表Ⅲ-2-2)。外債ポートフォリオの大半を占める為替ヘッジ付き債券については、最近では、ドルのヘッジコストが割高になっていることから、投資対象を米国債から、より利回りの高い債券に入れ替える動きもみられる。入れ替えの主な対象は高格付けの米国社債やMBS、欧州ソブリン債など、比較的风险の低い債券となっている。また、為替ヘッジ比率を低下させたり、ローン担保証券(CLO)を購入する先も一部にみられるが、そうした動きはこれまでのところ限定的である(図表Ⅲ-2-3)。

図表Ⅲ-2-1 生命保険会社の運用資産残高



(注) 1. 「その他」は現預金、貸付金、投資信託、不動産を含む。
2. 集計対象は大手生命保険会社9社。一般勘定ベース。2017年度の計数は2017年9月末の値。
(資料) 各社開示資料

図表Ⅲ-2-2 生保・年金等の対外証券(中長期債)投資

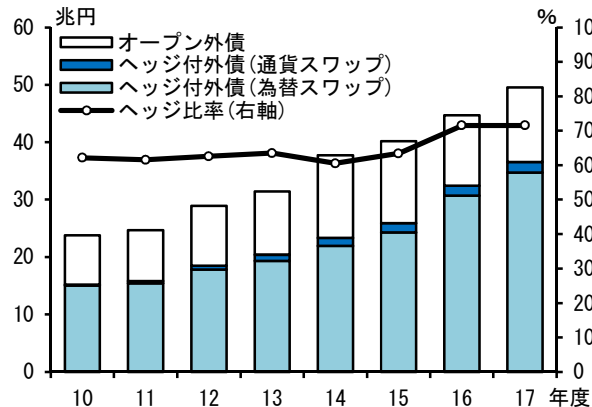


(注) 1. 「年金等」は銀行等および信託銀行の信託勘定。
2. 直近は2018年1~2月。
(資料) 財務省

低金利環境が長期間続くなかでも、保険会社が過度なリスクテイクに向かわない背景には、期間収益が比較的安定していることが挙げられる。生命保険会社の基礎的な期間収益を表す基礎利益をみると、長寿化の進行から実績死亡率が予定死亡率を下回る状態が続いているため、危険差益(予定死亡率に基づく保険金・給付金等支払予定額と実際の支払額との差額)は高めの水準で推移している(図表Ⅲ-2-4)。また、被保険者への保証利回り(予定利率)が

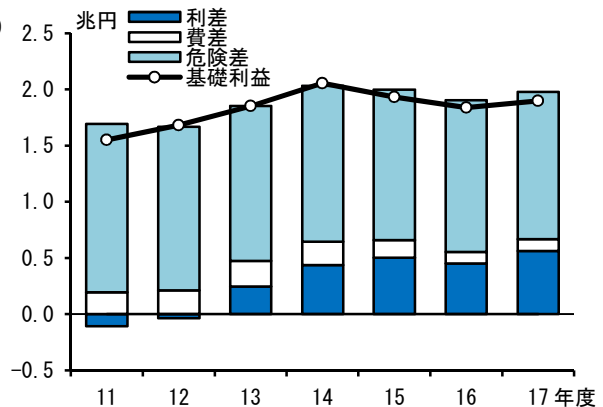
長期的に低下するなかで、逆鞘が解消し、利差益（実際の運用収益と予定利率に基づく予定運用収益の差額）の緩やかな改善が続いている。資産の運用利回りについては、株式配当金や外国公社債利息が増加したことを背景に、安定的に推移している。こうした基礎利益の安定は、高水準の株式含み益と相まって（図表Ⅲ-2-5）、保険会社の過度なリスクテイクを抑制する要因になっているとみられる。

図表Ⅲ-2-3 生命保険会社の外国公社債投資のヘッジ比率



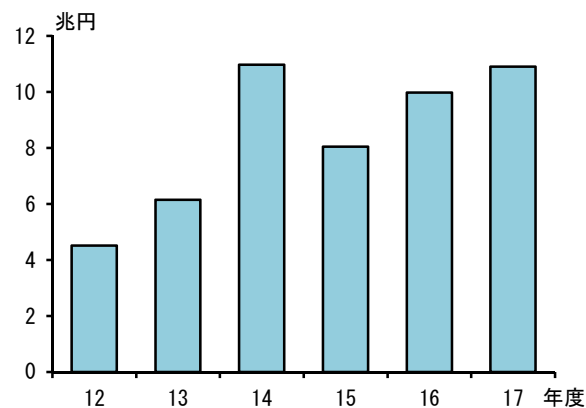
(注) 集計対象は大手生命保険会社9社。一般勘定ベースの試算値。2017年度の計数は2017年9月末の値。
(資料) 各社開示資料

図表Ⅲ-2-4 生命保険会社の基礎利益



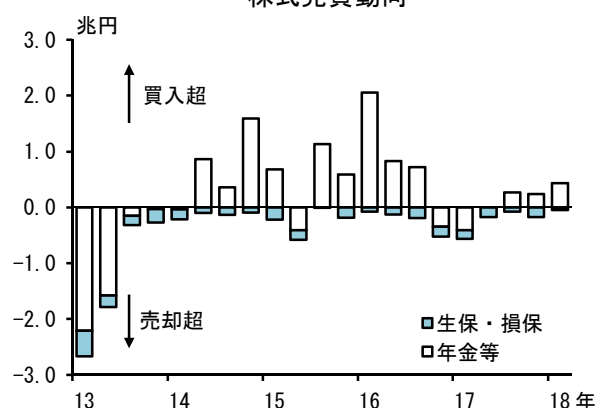
(注) 集計対象は大手生命保険会社4社。2017年度の計数は2017年度上期の年率換算値。
(資料) 各社開示資料

図表Ⅲ-2-5 生命保険会社の国内株式含み益



(注) 集計対象は大手生命保険会社9社。一般勘定ベース。2017年度の計数は2017年9月末。
(資料) 各社開示資料

図表Ⅲ-2-6 生保・損保、年金等の株式売買動向



(注) 1. 「年金等」は信託銀行の銀行勘定および信託勘定。
2. 直近は2018年1~2月。
(資料) 東京証券取引所

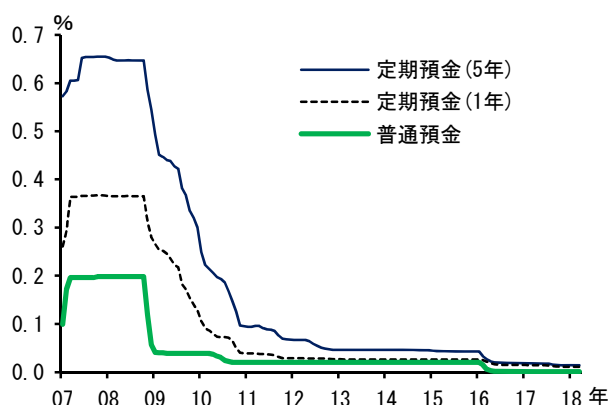
年金基金も、対外証券投資の増加を継続しているほか、国内株式への前向きな投資スタンスを維持している（図表Ⅲ-2-2、Ⅲ-2-6）。具体的にみると、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、基本ポートフォリオに則した資産運用を続けており、相場環境に応じたりバランスを継続している。昨年4月にプライベートエクイティ、インフラ、不動産を対象とした運用委託先を公募して以降、インフラ（グローバル・コア型）、国内不動産の運用機関の

選定を順次行うなど、オルタナティブ投資の拡大に向けた体制整備を進めている¹¹。その他の公的年金は、総じて基本ポートフォリオに即した資産構成に向けたリバランスの目途が立ちつつある。企業年金は、基本的には安全性を重視した従来の運用姿勢を維持している。

3. 家計の金融資産運用動向

家計は、低金利環境下でも安全志向が強く、リスク性資産への投資には引き続き慎重である。個人の銀行預金残高は、預金金利がきわめて低い水準で推移するなかでも、安定的に増加している（図表Ⅲ-3-1、Ⅲ-3-2）。一方、証券会社の顧客預り資産残高も増加基調にあるが、これは主に時価上昇によるものであり、リスク性資産への資金流入が目立って増えている訳ではない（図表Ⅲ-3-3）。

図表Ⅲ-3-1 預金金利

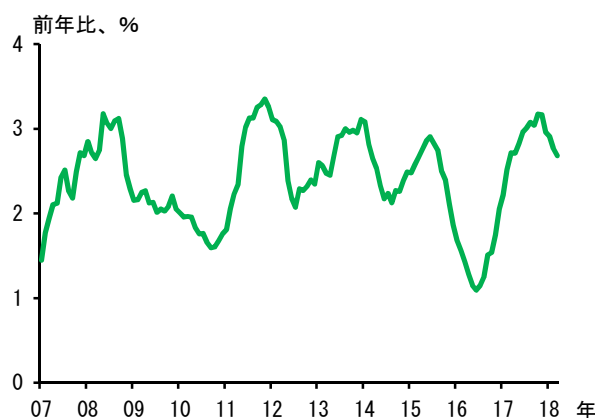


(注) 1. 定期預金金利は、店頭表示金利の単純平均。

2. 直近は2018年3月26日。

(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-3-2 個人預金



(注) 集計対象は都市銀行と地域銀行。直近は2018年3月。

(資料) 日本銀行

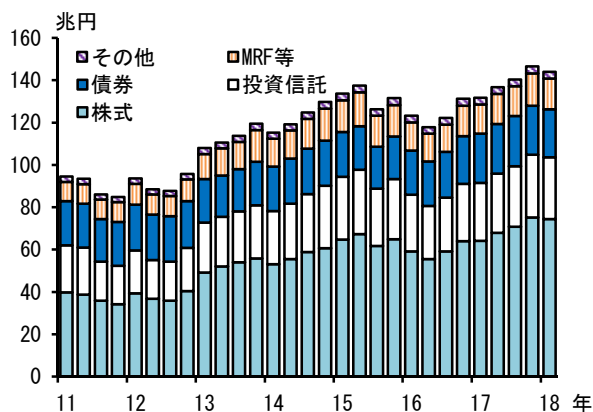
実際、商品別に、株価や為替の変動に伴う保有資産の時価変動を除いた資金の流出入動向をみると、株式は、本年初にかけて個人投資家による利益確定売りが膨らんだことから、資金の流出超幅が拡大していたが、本年2月以降は、株価が不安定化するなかで押し目買いが優勢となっている（図表Ⅲ-3-4）。投資信託は、海外株投資信託やグローバル債券投資信託への資金流入が続いたことから、日本株投資信託の利益確定売りが集中した局面においても、全体としては資金流入超となっている。債券については、銀行預金金利に比べて利回りの高い個人向け国債などを中心に資金流入が続いているが、本年初までの株価上昇を受けた仕組債の早期償還がこうした資金流入を相殺する格好となっている。

この間、金融機関は、家計の中長期的な資産形成に適した投資信託等の商品の充実やラッ

¹¹ 低金利環境が長期化するなか、年金基金のオルタナティブ投資の一環として、相対的にリターンの高いPEファンド投資が注目されつつある。最近のPEファンドを巡る動きについては、渡邊考記・五十嵐公輔・稲場広記、「最近のプライベート・エクイティ・ファンドの増勢について」、日銀レビュー、2018-J-1、2018年4月を参照。

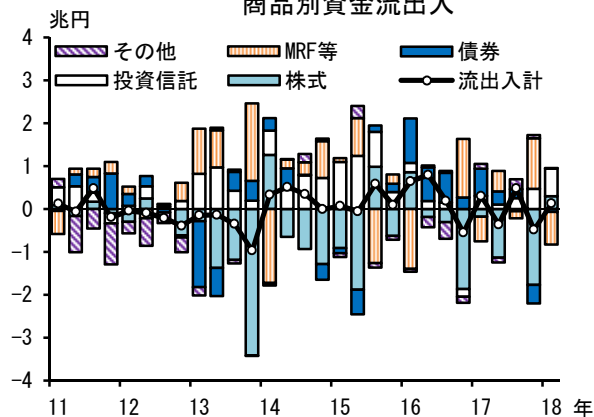
プロ口座等のサービスの拡充を通じて、顧客預り資産を拡大させる取り組みを続けている。昨年1月から加入対象範囲が拡充された個人型確定拠出年金（iDeCo）では、新規加入者の増加が続いている（図表Ⅲ-3-5）。加えて、つみたてNISAが本年1月から導入されており、投資家の裾野の広がりが期待されている。こうした様々な取り組みが、家計の多様な資産形成に寄与していくと期待される。

図表Ⅲ-3-3 主要証券会社の預り資産残高



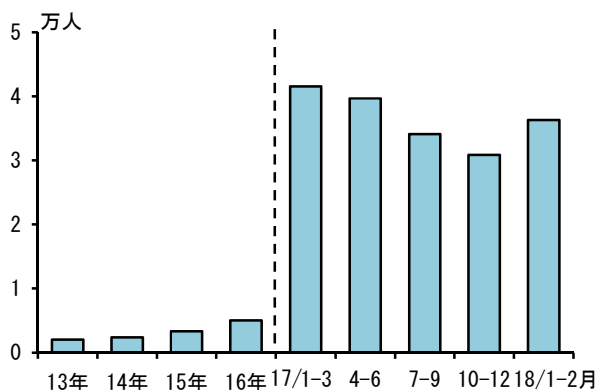
(注) 1. 「投資信託」は株式投信およびラップ商品の合計。
「MRF等」は公社債投信を含む。
2. 集計対象は、日本銀行の取引先主要証券会社17社の個人顧客資産。直近は2018年2月末。
(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-3-4 主要証券会社における商品別資金流出入



(注) 1. 「投資信託」は株式投信およびラップ商品の合計。
「MRF等」は公社債投信を含む。
2. 集計対象は、日本銀行の取引先主要証券会社17社の個人顧客資産。直近は2018年1～2月。
(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-3-5 個人型確定拠出年金の新規加入者数



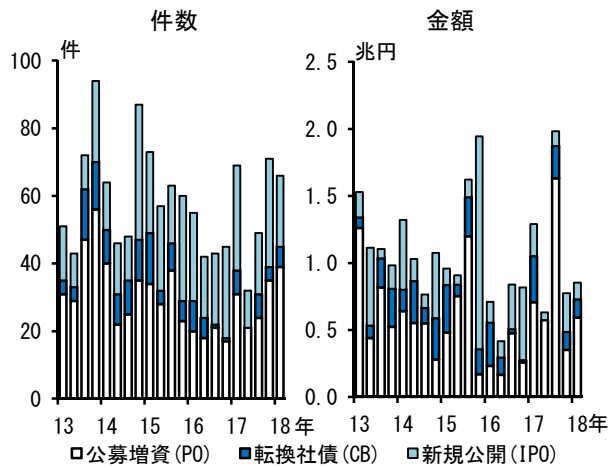
(注) 月平均。
(資料) 国民年金基金連合会

4. 企業の資本市場調達動向

株式市場における資金調達（エクイティ・ファイナンス）は、資本効率や株主還元に対して企業の意識が高まるなか、低調な動きが続いている。公募増資・売出（PO）の金額は、2017年7～9月期には日本郵政株の売出（約1.3兆円）が一時的に増加に寄与したが、全体としてみると低調な状況にある（図表Ⅲ-4-1）。低調なエクイティ・ファイナンスの背景としては、低利のデット・ファイナンス（銀行貸出、CP・社債）が増加していることに加え、2015年6月から適用が開始されたコーポレート・ガバナンス・コードの影響から株主価値が重視さ

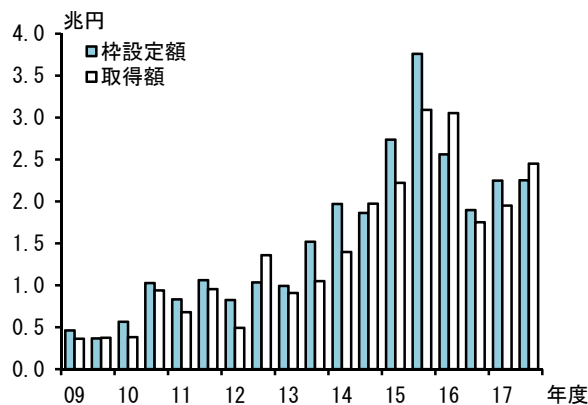
れていることも挙げられる。自社株買いの設定・取得額は、株価上昇を受けた取得コストの上昇もあって、ひと頃より減少しているが、株主還元が強く意識されるなか引き続き高水準となっている（図表Ⅲ-4-2）。

図表Ⅲ-4-1 エクイティ・ファイナンス



(注) 直近は2018年1~3月。
(資料) アイ・エヌ情報センター

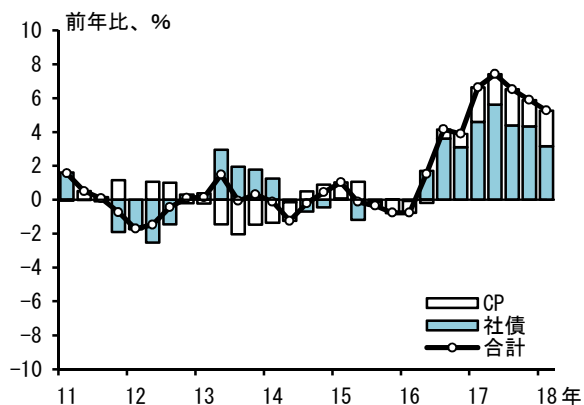
図表Ⅲ-4-2 自社株買いの設定額と取得額



(注) 集計対象は東証一部上場先。公表日ベース。直近は2017年度下期。
(資料) アイ・エヌ情報センター

一方、CP・社債市場では、発行レートがきわめて低い水準で推移するなか、企業の資金調達額は高めの伸びを続けている（図表Ⅲ-4-3）。CPの発行は、景気拡大に伴う運転資金需要の高まりを背景に、増加している。普通社債についても、企業がM&A関連や債務借換（リファイナンス）、設備資金の調達を目的として、長めのゾーンを中心に発行を増やしている。投資家サイドでも、国債金利がきわめて低い水準で推移するなかで、より高い利回り水準を追求する投資家は積極的な社債購入スタンスを維持している。

図表Ⅲ-4-3 CP・社債発行残高



(注) 集計対象は一般事業法人の発行分。直近は2018年2月末。
(資料) アイ・エヌ情報センター、証券保管振替機構

5. 金融循環

金融仲介活動が銀行貸出を中心に引き続き積極的な状況にあることを前節までで確認したが、以下では、こうした緩和的な金融環境が経済に大きな調整を不可避とする不均衡の拡大

をもたらしていないかどうか検証する。

最初に、ヒートマップを用いて、金融循環上の過熱感や停滞感の有無を客観的に評価する。ヒートマップとは、様々な金融活動指標について、それぞれのトレンドからの乖離度合いを色で識別したものである（図表Ⅲ-5-1）¹²。企業や家計の資金調達環境はきわめて緩和した状態にあるが、過熱を示す「赤」や停滞を示す「青」となっている指標はない。例えば、金融機関や企業はバランスシートの規模を拡大させているが、総与信の対GDP比率はトレンドから大きく乖離してはいない（図表Ⅲ-5-2）。

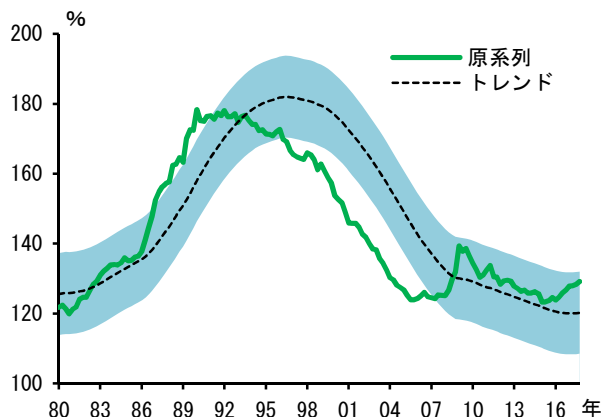
図表Ⅲ-5-1 ヒートマップ

	年	80	81	82	83	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18
金融機関	金融機関の貸出態度判断DI																																							
	M2成長率																																							
金融市場	機関投資家の株式投資の対証券投資比率																																							
	株式信用買残の対信用売残比率																																							
民間全体	民間実物投資の対GDP比率																																							
	総与信・GDP比率																																							
家計	家計投資の対可処分所得比率																																							
	家計向け貸出の対GDP比率																																							
企業	企業設備投資の対GDP比率																																							
	企業向け与信の対GDP比率																																							
不動産	不動産実物投資の対GDP比率																																							
	不動産向け貸出の対GDP比率																																							
資産価格	株価																																							
	地価の対GDP比率																																							

（注）直近は、金融機関の貸出態度判断DI、株価が2018年1～3月、地価の対GDP比率が2017年7～9月、その他が2017年10～12月。

（資料）Bloomberg、財務省「法人企業統計」、東京証券取引所「信用取引残高等」、内閣府「国民経済計算」、日本不動産研究所「市街地価格指数」、日本銀行「貸出先別貸出金」「資金循環統計」「全国企業短期経済観測調査」「マネーサプライ」「マネースtock」

図表Ⅲ-5-2 総与信・GDP比率



（注）1. 「トレンド」は片側HPフィルターにより算出。シャドーはトレンドからの乖離の二乗平均平方根の範囲を表す。

2. 直近は2017年10～12月。

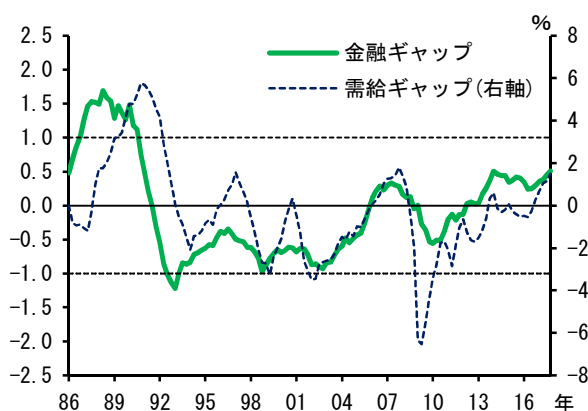
（資料）内閣府「国民経済計算」、日本銀行「資金循環統計」

次に、金融循環のレベル感を定量化するために、ヒートマップを構成する複数の金融活動

¹² 図表Ⅲ-5-1において、「赤（最も濃いシャドー）」は指標が上限の閾値を超えて過熱していることを、「青（2番目に濃いシャドー）」は指標が下限の閾値を下回って停滞していることを、「緑（薄いシャドー）」はそれ以外を示す。「白」はデータがない期間を示す。金融活動指標の詳細については、以下の文献を参照。伊藤雄一郎・北村富行・中澤崇・中村康治、「『金融活動指標』の見直しについて」、日本銀行ワーキングペーパー、No.14-J-7、2014年4月。

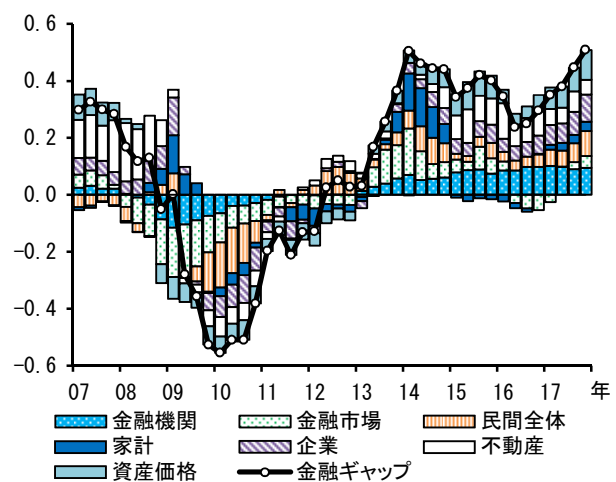
指標の動きを一つの「金融ギャップ」として集計すると、その水準はプラスだが、「過熱」を示す+1を下回っていることが確認できる（図表Ⅲ-5-3）¹³。金融ギャップの変動の内訳をみると、様々な活動領域においてプラス幅が拡大しているが、全体として大きな不均衡が蓄積しているようには窺われない（図表Ⅲ-5-4）。このように金融ギャップのプラス幅はさほど大きくないが、一方で、金融ギャップのプラスの局面が、バブル崩壊以降、最長となっていることには注意が必要である。金融機関や企業・家計が緩和的な金融環境の継続を前提に行動するようになると、緩和的な金融環境でしか持続し得ない非効率的な資源配分が実現し、マクロ経済環境が反転した際に、予想外の損失を被る可能性も考えられる。この点は、わが国の金融システムの潜在的な脆弱性として認識すべきポイントであり、VI章で詳しく分析する。

図表Ⅲ-5-3 金融ギャップと需給ギャップ



(注) 直近は2017年10~12月。
(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-5-4 金融ギャップの寄与度分解



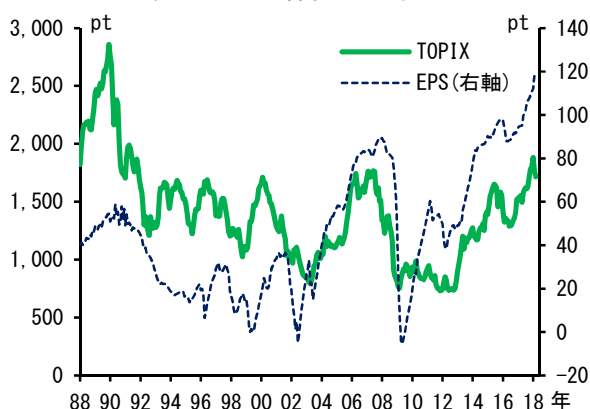
(注) 1. 寄与度分解は図表Ⅲ-5-1の7区分に基づく。
2. 直近は2017年10~12月。

また、金融活動指標を個別にみても、幾つか注意すべき動きがみられる。まず、株価は、バリュエーションの観点では大きな割高感はないが（図表Ⅲ-5-5）、本年初までの上昇テンポが急速であったため、本年2月に大きく下落した後も、ヒートマップ上、「赤」に近い「緑」の近辺で推移している（図表Ⅲ-5-6）。また、金融機関の貸出態度判断DIは、引き続きバブル期以来の高水準で推移しており、金融機関の積極的な貸出スタンスが継続している（図表Ⅲ-5-7）。貸出の積極化は、金融緩和の効果波及の重要な経路であり、中小企業を中心に企業の景況感や設備投資の下支えに寄与している。もっとも、緩和的な金融環境の継続期待が高まったり、過度な銀行間競争が続いたりする場合には、貸出条件の緩和による信用リスクの

¹³ 金融経済指標それぞれのトレンドからの乖離を「赤」「緑」「青」と非連続的に捉えるヒートマップでは、全体としてみた不均衡の蓄積度合いを定量的に評価することが難しい。これに対し、金融ギャップは、14の金融活動指標のトレンドからの乖離を、指標間の相関も考慮した可変ウエイトで集計することにより、わが国の金融循環を連続的かつ集計的に捉えたものである。金融ギャップは、+1を上回って上昇すると過熱、-1を下回って低下すると停滞を示す。相関を考慮する可変ウエイトの計算方法については、次の文献を参考にしている。Y. S. Schuler, P. P. Hiebert, and T. A. Peltonen, "Characterising the Financial Cycle: A Multivariate and Time-varying Approach," European Central Bank Working Paper Series No.1846, September 2015.

蓄積を通じて、金融システムの不安定化要因にもなり得るため、注意して見ていく必要がある。

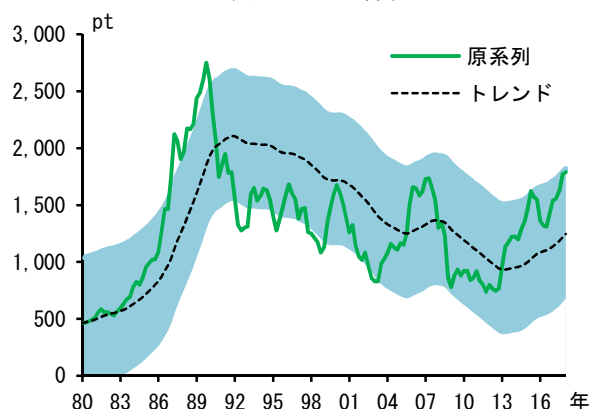
図表Ⅲ-5-5 株価と企業収益



(注) 1. 「EPS」は過去1年の実績ベース。
2. 直近は、「TOPIX」が2018年3月、「EPS」が2018年2月。

(資料) Bloomberg、Thomson Reuters Japan

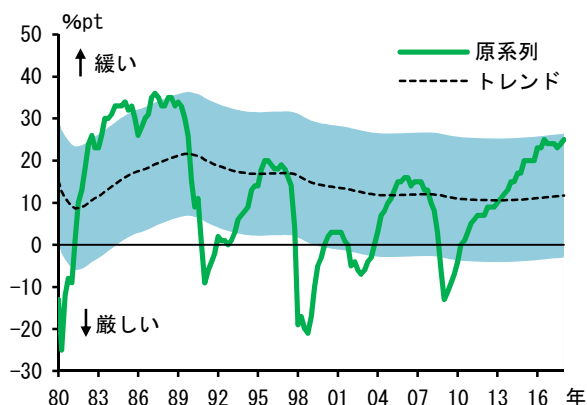
図表Ⅲ-5-6 株価



(注) 1. 「原系列」はTOPIX。「トレンド」は片側HPフィルターにより算出。シャドーはトレンドからの乖離の二乗平均平方根を1.5倍した範囲を表す。
2. 直近は2018年1~3月。

(資料) Bloomberg

図表Ⅲ-5-7 金融機関の貸出態度判断DI



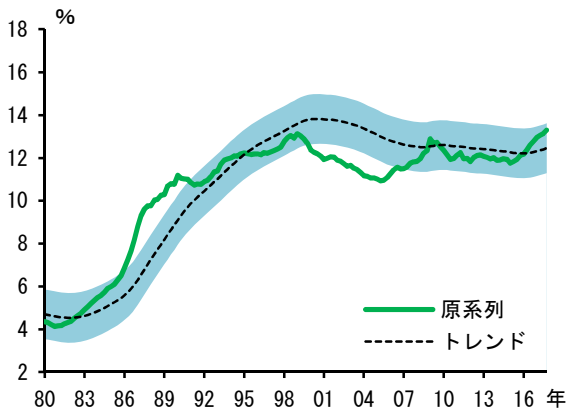
(注) 1. 「原系列」は全規模全産業ベース。「トレンド」は過去平均により算出。シャドーはトレンドからの乖離の二乗平均平方根の範囲を表す。
2. 直近は2018年1~3月。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

不動産市場

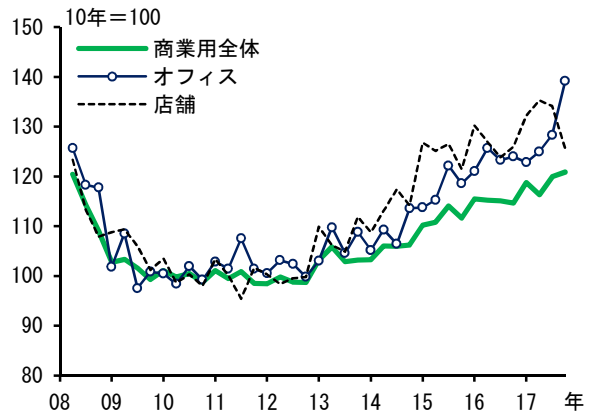
不動産市場に関する金融活動指標は、ヒートマップ上、「緑」であり、全体として過熱の状況にはない。不動産業向け貸出残高の対GDP比率は上昇しているが(図表Ⅲ-5-8)、金融機関の間では、不動産市場の調整リスクや与信の業種集中などを意識し、貸出スタンスを慎重化させる動きが徐々に広がっている(図表Ⅲ-1-11)。不動産取引市場では、本年以降のオフィスの大量供給や東京オリンピック後の国内景気を巡る不透明感などを背景に、国内投資家の間で不動産価格の高値警戒感が広まっている(図表Ⅲ-5-9、Ⅲ-5-10)。J-REITなど国内投資家による物件取得額も、このところ頭打ち感が強まっている(図表Ⅲ-5-11)。一方、海外投資家は、首都圏のオフィスを中心に、物件取得スタンスをやや前傾化させており、高値取引が引き続きみられる。海外投資家の取引シェアの上昇には、従来からの不動産投資ファ

図表Ⅲ-5-8 不動産業向け貸出の対 GDP 比率



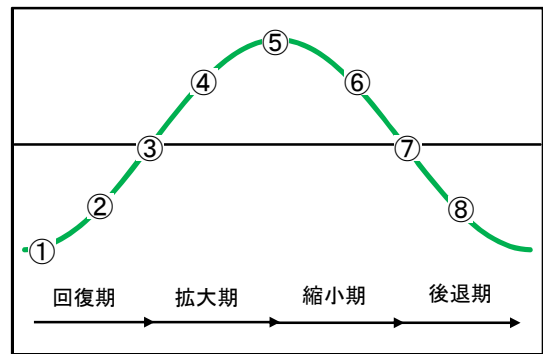
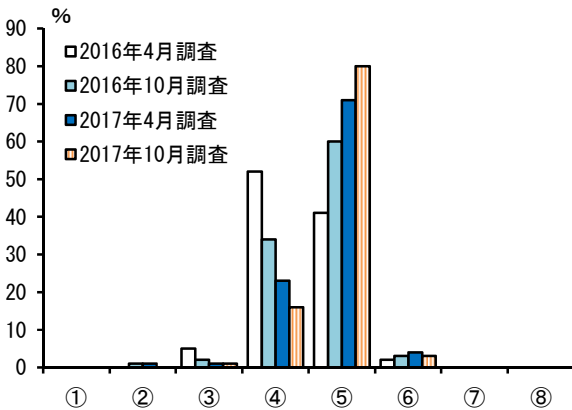
(注) 1. 「トレンド」は片側 HP フィルターにより算出。シャドウはトレンドからの乖離の二乗平均平方根の範囲を表す。
2. 直近は 2017 年 10~12 月。
(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「貸出先別貸出金」

図表Ⅲ-5-9 商業用不動産価格



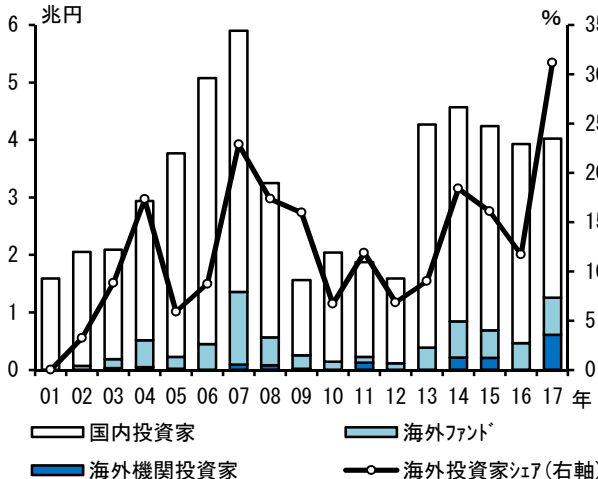
(注) 直近は 2017 年 10~12 月。
(資料) 国土交通省「不動産価格指数」

図表Ⅲ-5-10 不動産市場参加者のマーケット・サイクルに対する評価



(注) 不動産市場参加者（アセット・マネージャー、銀行、ディベロッパー等）を対象にしたアンケートの結果。東京（丸の内、大手町地区）のオフィス市況について、現在の局面にあるかを①~⑧（右図）で回答したもの。2017 年 10 月調査の有効回答は 119 社。
(資料) 日本不動産研究所「不動産投資家調査」

図表Ⅲ-5-11 内外投資家別の不動産物件取得額

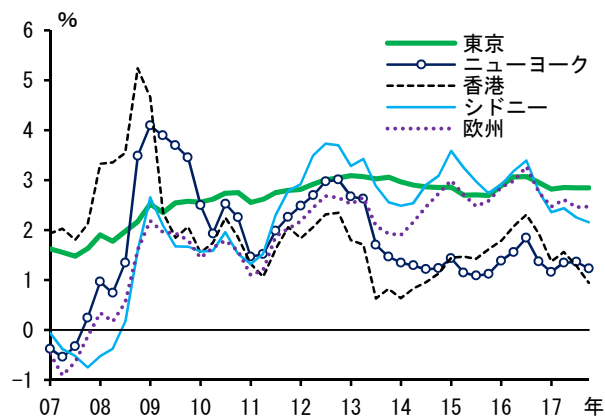


(注) 「海外投資家シェア」は国内の不動産取得額に占める海外投資家による取得額の割合。「海外ファンド」は海外の REIT やディベロッパーを含む。
(資料) 日本不動産研究所

ンドの取引に加え、最近では保険や年金基金、ソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）による取引の増加も寄与している。

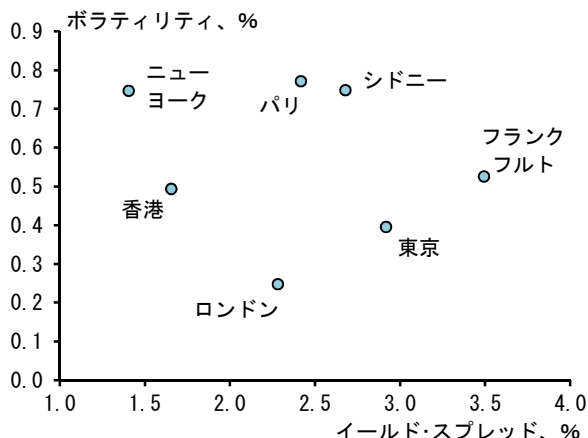
海外投資家の積極的な投資スタンスの背景としては、次の2つの要因を指摘できる。第一に、世界最大の不動産市場である米国市場において不動産の投資採算が低下傾向にある一方で、東京は相対的に投資採算が高いため、海外投資家の運用資金が流入しやすくなっていることである。不動産投資の収益性を表す代表的な指標であるイールド・スプレッド（物件利回り－国債金利）をみると、ニューヨークでは、不動産価格の上昇による物件利回りの低下と国債金利の上昇の両面から、採算が悪化する傾向にある（図表Ⅲ-5-12）。これに対し、東京は、不動産価格の上昇ペースの緩慢さや長期金利の低位安定を反映して、イールド・スプレッドがなお3%前後の水準を維持しているほか、リターンのボラティリティも低く、国際的にみると投資の受け皿として魅力のある都市の一つとなっている（図表Ⅲ-5-13）。第二に、日本の不動産市場の透明性が改善傾向にあり、海外投資家の運用先として選択されやすくなっていることである。不動産透明度インデックスをみると、取引データの整備や不動産関連企業の財務情報の開示が進むもとの、日本市場の透明性は着実に向上しており、米欧市場にはなお見劣りするものの、香港市場との対比では遜色ない水準となっている（図表Ⅲ-5-14）¹⁴。

図表Ⅲ-5-12 商業用不動産のイールド・スプレッド



(注) 1. イールド・スプレッドは、グレードAオフィスビルの収益率と10年国債金利の差。「欧州」は、ロンドン、フランクフルト、パリの単純平均。
2. 直近は2017年10～12月。
(資料) Bloomberg、JLL

図表Ⅲ-5-13 商業用不動産のリターンとボラティリティ



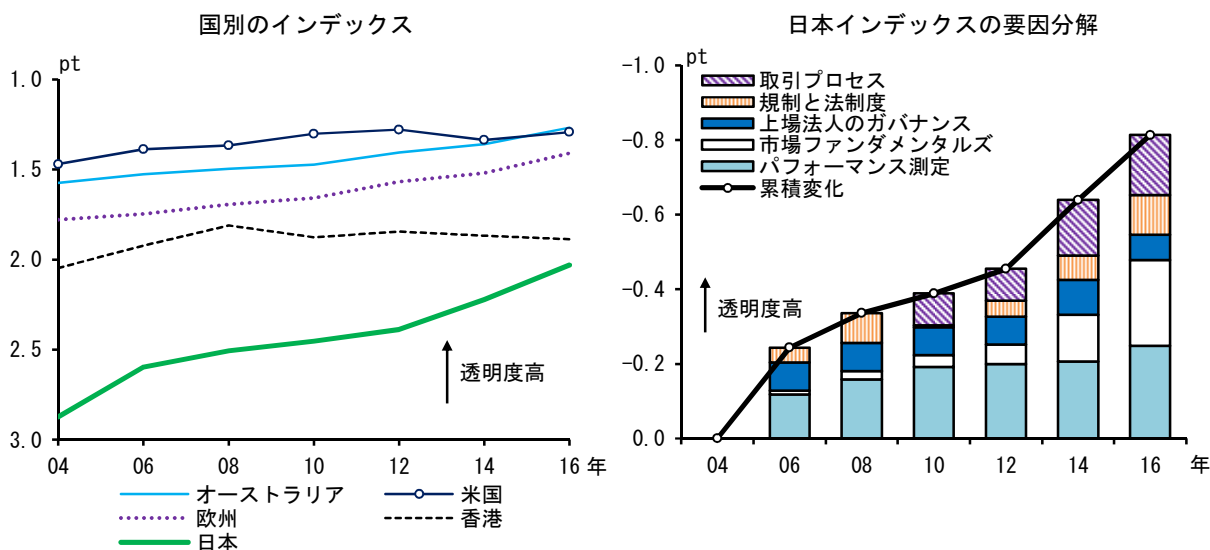
(注) 1. イールド・スプレッドは、グレードAオフィスビルの収益率と10年国債金利の差。2016～17年の平均値。
2. ボラティリティは、同収益率の2010～17年の標準偏差。
(資料) Bloomberg、JLL

保険や年金基金、SWFなどの機関投資家は不動産の長期保有を前提としているため、これ

¹⁴ 不動産透明度インデックスは、世界109の不動産市場を対象に、①パフォーマンス測定、②市場ファンダメンタルズ、③上場法人のガバナンス、④規制と法制度、⑤取引プロセスの観点から、不動産市場の透明性を採点・指標化したもの（JLLとラサール・インベストメント・マネジメントの共同調査に基づく）。総合評点1が最も透明度が高く、総合評点5が最も透明度が低いことを表す。最新の調査（2016年調査）では、日本市場は評点2.03で19位（前回2014年調査では26位）。

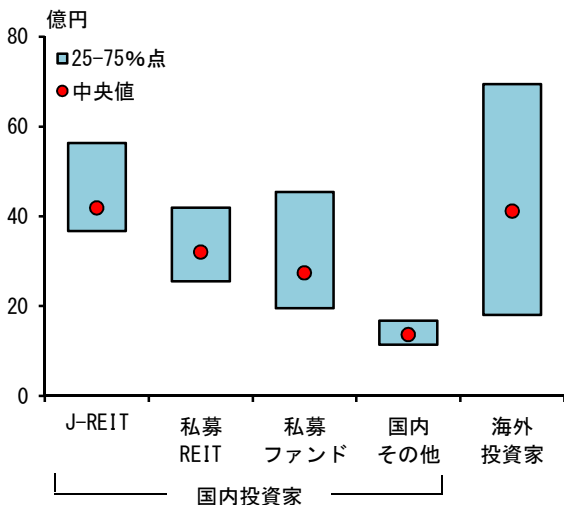
ら海外投資家層の厚みが増すことは、わが国不動産市場の安定化に寄与すると考えられるが、一方で、国内と海外の不動産市場との連動性を高めることを通じて不安定化に寄与する可能性もある。特に海外投資家は、国内投資家よりも大型の案件を扱う傾向があり、そのマーケット・インパクトは大きくなりやすい（図表Ⅲ-5-15）。また、海外投資家の中でも、リーマンショック前は米系が大勢を占めていたが、近年は、アジア系の投資家がプレゼンスを高めている（図表Ⅲ-5-16）。これらの投資家が、海外不動産価格が下落する局面においてどのような行動をとり、それが日本の不動産市場にどのように影響する可能性があるのかについては、注意深くみていく必要がある。

図表Ⅲ-5-14 不動産透明度インデックス



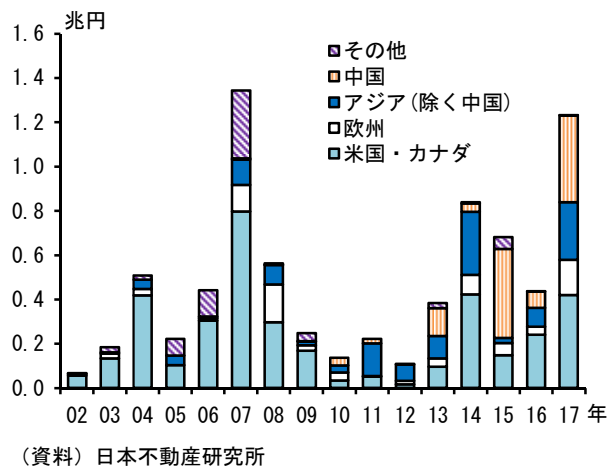
(注) 1. 左図の「欧州」は、英国、ドイツ、フランスの単純平均。
 2. 右図は、2004年以降の日本インデックスの累積変化を寄与度分解したものの。
 (資料) JLL

図表Ⅲ-5-15 投資家別に見た不動産物件1件当たりの取得額



(注) 2002～17年における物件1件当たりの平均取得額の分布。
 (資料) 日本不動産研究所

図表Ⅲ-5-16 国籍別に見た海外投資家による不動産物件取得額

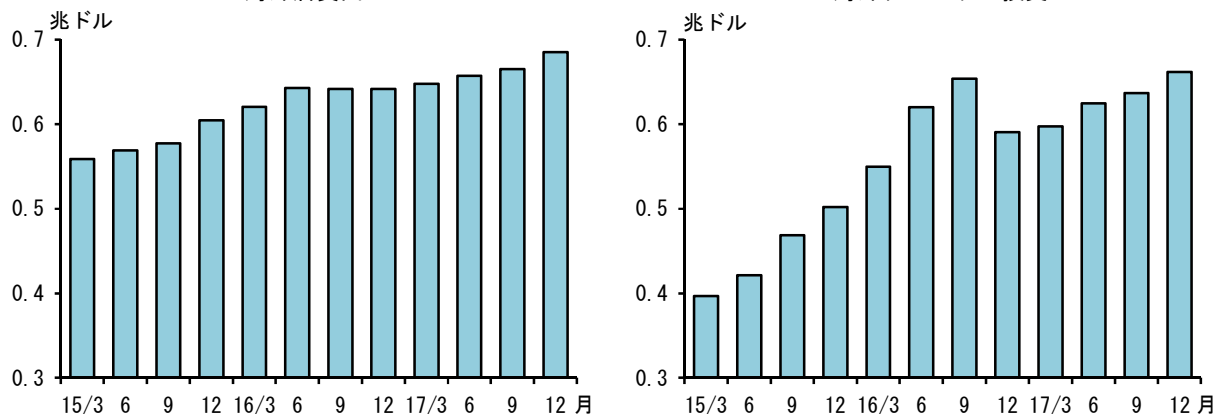


(資料) 日本不動産研究所

海外エクスポージャーの拡大

本章の最後に、本レポートで示したヒートマップや金融ギャップに関する留意点を指摘しておく。ヒートマップを構成する14の金融活動指標は、1980年代後半のバブル期とその後の崩壊期を特徴づけるために選択したものであり、当時の金融循環は国内市場で生成・展開されたものである。国内の銀行貸出市場、株式市場、不動産市場が、ヒートマップ（とそれをもとに推計した金融ギャップ）の動きを左右するのはこのためである。しかし、仮に国内金融面で不均衡が蓄積していなくとも、本邦金融機関が海外で過度なリスクテイクを行っている場合には、それに伴う脆弱性は国内の金融経済活動を評価するヒートマップでは把握できない。近年、米国のクレジット市場では、投資家の利回り追求から、ハイイールド債の信用スプレッドが非常にタイトな状況が続いているほか、レバレッジド・ローンについては、貸出条件が緩く債権者保護の相対的に弱いコベナントライト・ローンの比率が高まっており、これらを組み込んだローン担保証券（CLO）の発行も増えている（図表Ⅱ-1-13）。本邦金融機関は、低金利環境が続くなか、海外貸出に加え、海外のクレジット商品への投資も増やしており（図表Ⅲ-5-17）、そうした投融資においてリスクが過度に蓄積していないかを評価することがより重要になっている。金融機関の海外エクスポージャーの動向については、ヒートマップに組み込むのに十分な期間のデータが揃っていないが、金融機関のリスクテイクとリスク管理の状況については、次のⅣ章で点検する。

図表Ⅲ-5-17 金融機関の海外向け貸出とクレジット投資残高
海外店貸出 海外クレジット投資



(注) 集計対象は、左図が大手行と地域銀行、右図が大手行、地域銀行、信用金庫、ゆうちょ銀行・系統上部金融機関のうち有効回答先。

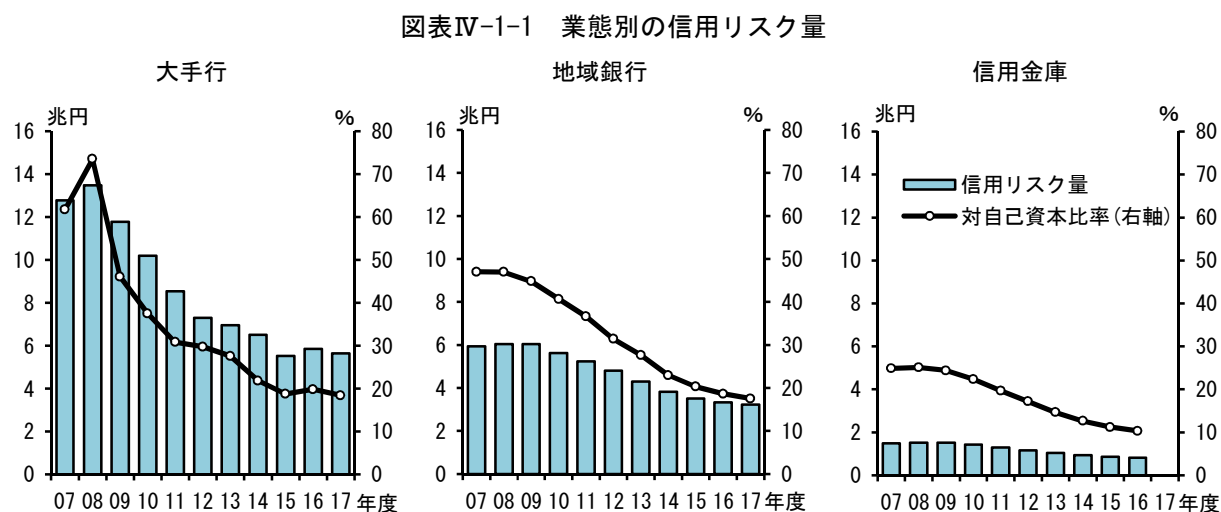
(資料) 日本銀行

IV. 金融機関のリスクと財務基盤

本章では、金融機関の財務データ等を集計することで金融システム全体におけるリスクプロファイル（リスク蓄積の大きさやその速さ、分布・偏在）を確認し、それとの対比でみた現時点での財務基盤の充実度（自己資本、資金流動性）を評価する¹⁵。

1. 信用リスク

金融機関の信用リスク量は、低い水準が維持されている（図表IV-1-1）¹⁶。業態別に信用リスク量の対自己資本比率をみると、大手行と地域銀行では 20%程度、信用金庫では 10%程度の水準で、それぞれ推移している。



(注) 1. 信用リスク量は非期待損失（信頼水準 99%）。

2. 集計対象は自己査定対象債権。2017年度の計数は、左図と中図は2017年度上期の年率換算値。

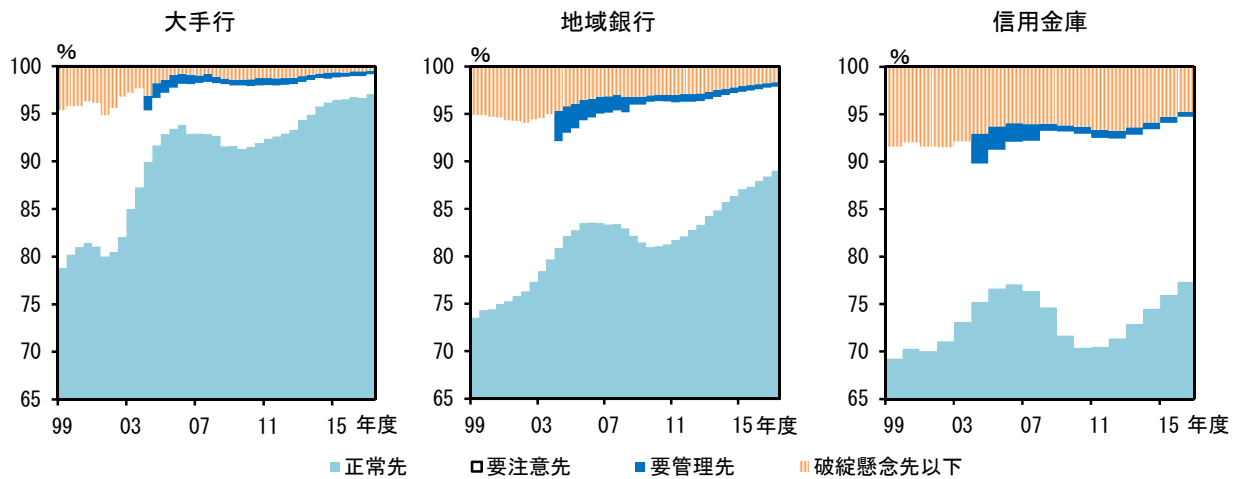
(資料) 日本銀行

金融機関が国内外で貸出残高を増加させてきたにもかかわらず、信用リスク量が低水準で推移しているのは、国内外の景気が緩やかに拡大するなか、企業財務の改善に伴い債務者区分構成の改善が続いているためである。債務者区分別の与信残高をみると、正常先の比率は上昇傾向にあり、大手行や地域銀行ではリーマンショック前のピークを明確に上回っている（図表IV-1-2）。信用コスト率は、いずれの業態においてもきわめて低い水準で推移しており、大手行では足もとで貸倒引当金が大幅な戻入超となっている（図表IV-1-3）。

¹⁵ 本章の図表中の自己資本は、特に断りのない限り、国際統一基準行の2012年度以降は普通株式等 Tier1 資本（CET1 資本）、国内基準行の2013年度以降はコア資本、それ以前は Tier1 資本を表している（経過措置を除くベース）。

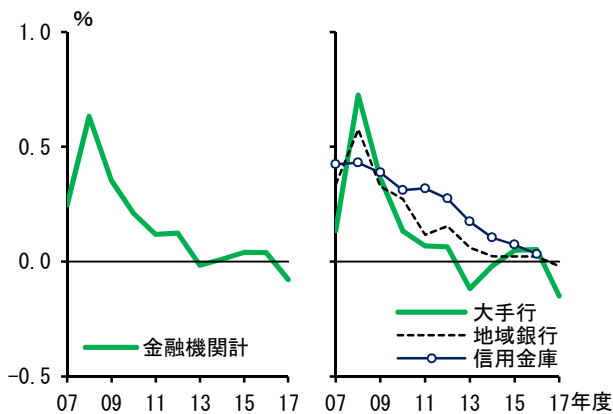
¹⁶ ここでの信用リスク量は「非期待損失」を用いる。非期待損失は、1年間に99%の確率で生じ得る貸出からの損失額の最大値から、1年間で平均的に生じる損失額（期待損失）を引いたものとして試算している。

図表IV-1-2 与信の債務者区分別構成比



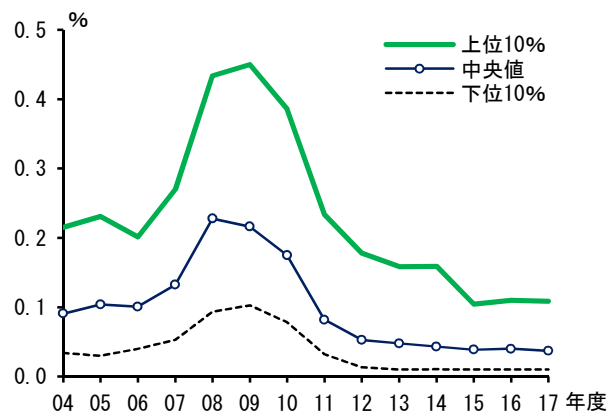
(注) 1. 「要注意先」は、2004年度以降はその他要注意先（要管理先を含まない）。
 2. 直近は、左図と中図が2017年9月末、右図が2017年3月末。
 (資料) 日本銀行

図表IV-1-3 金融機関の信用コスト率



(注) 直近は、「大手行」と「地域銀行」が2017年度上期の年率換算値、「信用金庫」が2016年度。
 (資料) 日本銀行

図表IV-1-4 正常先債権の引当率



(注) 1. 正常先債権残高に対する正常先の一般貸倒引当金の比率。
 2. 集計対象は地域銀行。直近は2017年9月末。
 (資料) 日本銀行

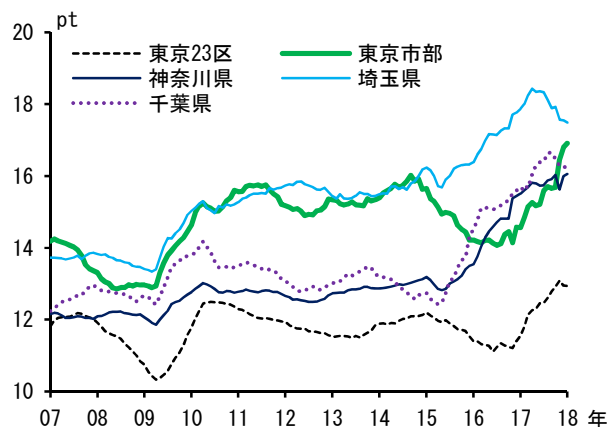
このように、信用コスト率の過去の実績をもとに算出した信用リスクは、景気拡大の長期化や低金利環境の継続から低位に抑えられているが、こうしたリスク量は金融機関が潜在的に抱えている信用リスクを過少評価している可能性がある。金融機関は、この点も踏まえ、信用リスク管理の実効性を高めていく必要がある。例えば、正常先債権に対する貸倒引当金の引当率は歴史的な低水準となっているが（図表IV-1-4）、引当の算定にあたっては、マクロ環境悪化の可能性を踏まえ、景気循環の影響を均して試みるのが望ましい¹⁷。また、貸出積極化に伴うポートフォリオ特性の変化を踏まえ、先行きの環境変化を想定したストレステストなどを活用して信用リスクを計測していく必要がある（ストレステストについてはV章を参照）。

¹⁷ 詳しくは、『金融システムレポート別冊シリーズ：地域金融機関における貸倒引当金算定方法の見直し状況』（2017年4月）を参照。

不動産関連の信用リスク

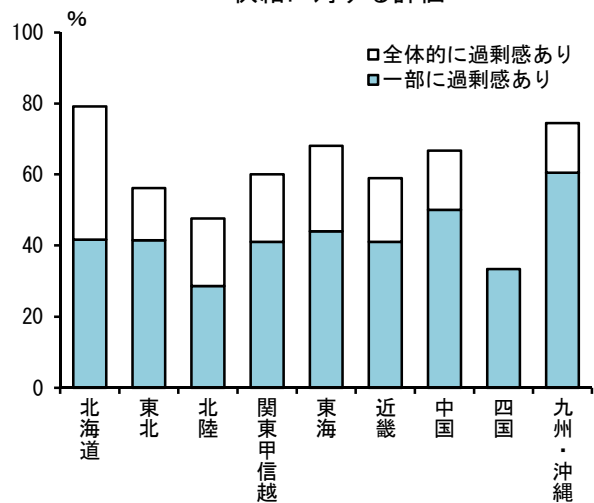
不動産業向け貸出は、新規実行を抑制する動きが広がっているとはいえ、残高（ストック）はなお高い伸びを続けており、そのボリュームも非常に大きい（図表Ⅲ-1-11）。一部地域で賃貸住宅の空室率の上昇が続いているほか、全国的に賃貸物件の新規供給に対する過剰感がみられるなど、市場動向に変化が窺われている（図表Ⅳ-1-5、Ⅳ-1-6）¹⁸。前回のレポートで指摘したとおり、入口審査や中間管理において、DSCR や LTV など定量基準を活用してい

図表Ⅳ-1-5 賃貸住宅の空室率



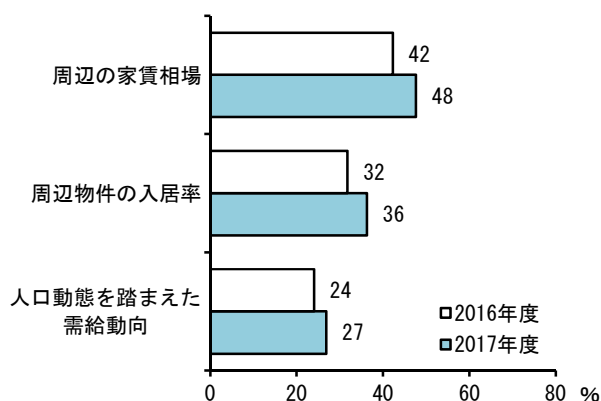
(注) 空室率指数は、入居者を募集している建物の総戸数に対する入居者募集戸数の比率。直近は2018年1月。
(資料) タス「賃貸住宅市場レポート」

図表Ⅳ-1-6 地域金融機関の賃貸物件供給に対する評価



(注) 1. 各行庫の営業地域の賃貸物件供給について、「全体として過剰感が高まっている」または「一部地域で過剰感が高まっている」と回答した金融機関の割合。
2. 2017年度に実施した、貸家業向け貸出のリスク管理に関するアンケートの結果。集計対象は地域金融機関。地域区分は本店所在地ベース。
(資料) 日本銀行

図表Ⅳ-1-7 賃貸市場調査の実施状況



(注) 1. 調査を実施していると回答した金融機関の割合。
2. 貸家業向け貸出のリスク管理に関するアンケートの結果。集計対象は地域金融機関。
(資料) 日本銀行

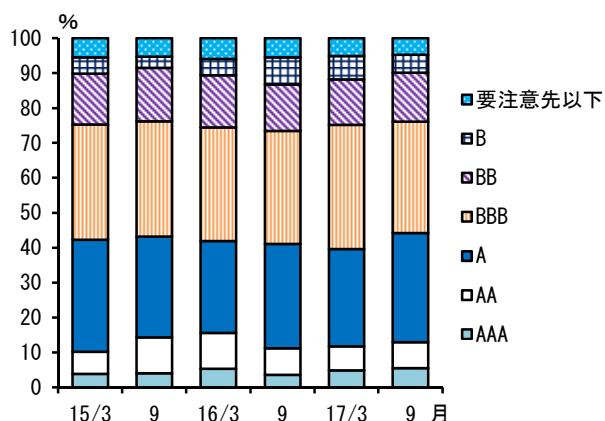
¹⁸ 図表Ⅳ-1-5 で用いた空室率指数の分母の戸数には、入居者を募集している建物の総戸数のみが含まれており、満室稼働している建物の総戸数は含まれない。したがって、満室稼働の建物に少数の空室が発生すると、指数計算の対象となるため空室率指数は低下する一方、空室が埋まり満室稼働の建物が発生すると、指数計算の対象外となり空室率指数は上昇する。このため、同指数の短期的な動きを解釈するには注意が必要である。

ない金融機関や、ポートフォリオ・モニタリングの結果を審査基準に反映させていない金融機関では、貸出債権の質が低くなる傾向がある。こうした状況を踏まえると、貸家市場の需給動向のモニタリングの精緻化を含め、入口審査や中間管理の高度化を通じて、信用リスク管理の実効性をこれまで以上に高める必要がある（図表Ⅳ-1-7）。

海外向け信用リスク

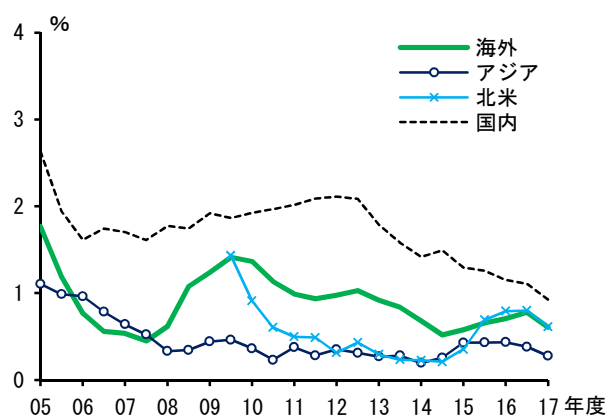
海外向けエクスポージャーは拡大を続けているが（図表Ⅲ-5-17）、これまでのところ信用リスクは低位に抑えられている。まず、海外貸出の質をみると、大口与信の7割以上が投資適格級（BBB 以上）であり（図表Ⅳ-1-8）、不良債権比率も低水準で推移している（図表Ⅳ-1-9）。2014 年から 15 年にかけての資源価格下落局面でも、資源関連企業や新興国企業向けの信用コストの上昇は限定的であった。最近では、米国の利上げによりドル調達コストが上昇するなか、大手行では、貸出の採算性の審査をより厳格化するとともに、融資実行時の信用力の審査や中間管理等を慎重に行うなど、全体として、過度なリスクテイクの動きはみられない。

図表Ⅳ-1-8 海外大口与信の格付け別構成比



(注) 集計対象は大手 5 行。
(資料) 日本銀行

図表Ⅳ-1-9 海外貸出の不良債権比率



(注) 集計対象は大手 3 グループ（銀行単体ベース）。
直近は 2017 年 9 月末。
(資料) 各社開示資料

海外クレジット投資も規模が拡大しているが、積極的な積み増しを図る先は一部の金融機関に限定されている。ドル調達プレミアム拡大を受けて、利鞘確保の観点からハイイールド債を積み増したり、流動性の低い証券化商品を増やす動きがみられるものの、こうしたリスクテイクは、十分な資本配賦を行ったうえで実施されている。また、CLO 等の証券化商品については、投資対象を個別に精査する選別投資が徹底されており、裏付け資産に占める第一順位担保付きローンの割合もかなり高い。ただし、海外クレジット市場ではスプレッドのタイト化が進んでいる（図表Ⅱ-1-12）。今後、米国金利の上昇などを契機にリスクのリプライシング（再評価）が進んだ場合、社債やレバレッジド・ローンの発行企業の財務内容やデ

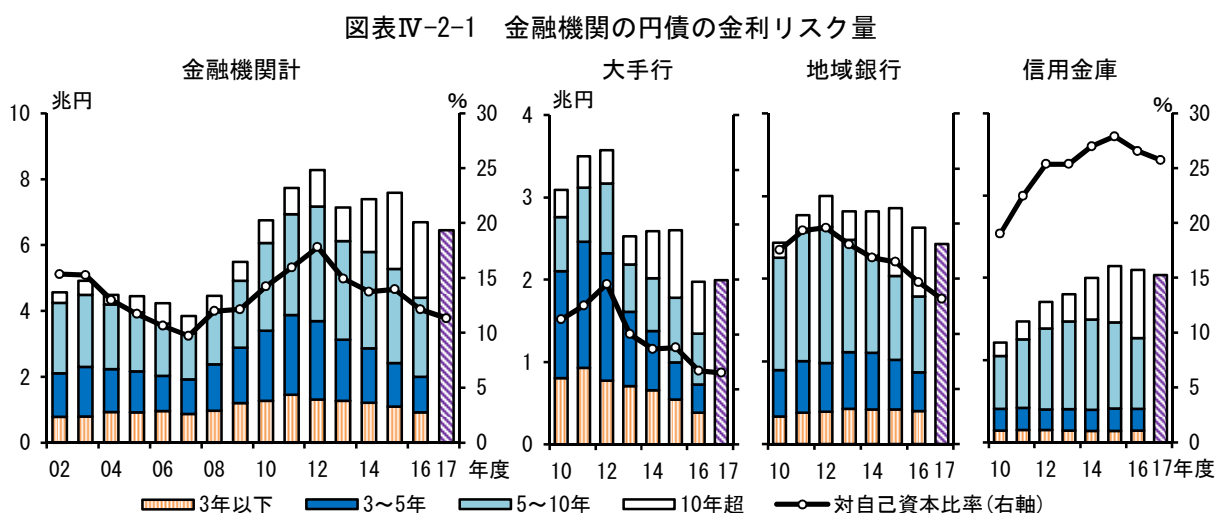
フォルト率にどのような影響が及ぶかについて注視していく必要がある。

2. 市場リスク

次に、市場リスクについて、円金利リスク、外貨金利リスク、株式リスクの順に評価する。

円金利リスク

金融機関の円債投資にかかる金利リスク量は、円債保有残高の減少を受けて、2012 年をピークに減少傾向を辿ってきたが、最近では横ばい圏内で推移している（図表IV-2-1）¹⁹。金利リスク量の増加要因である債券デュレーションの長期化も、最近では落ち着いた動きとなっている（図表IV-2-2）。



(注) 金利リスク量は銀行勘定の 100bpv。コンベクシティ以上の高次項も勘案した推計値。2017 年度の計数は 2018 年 2 月末の試算値。

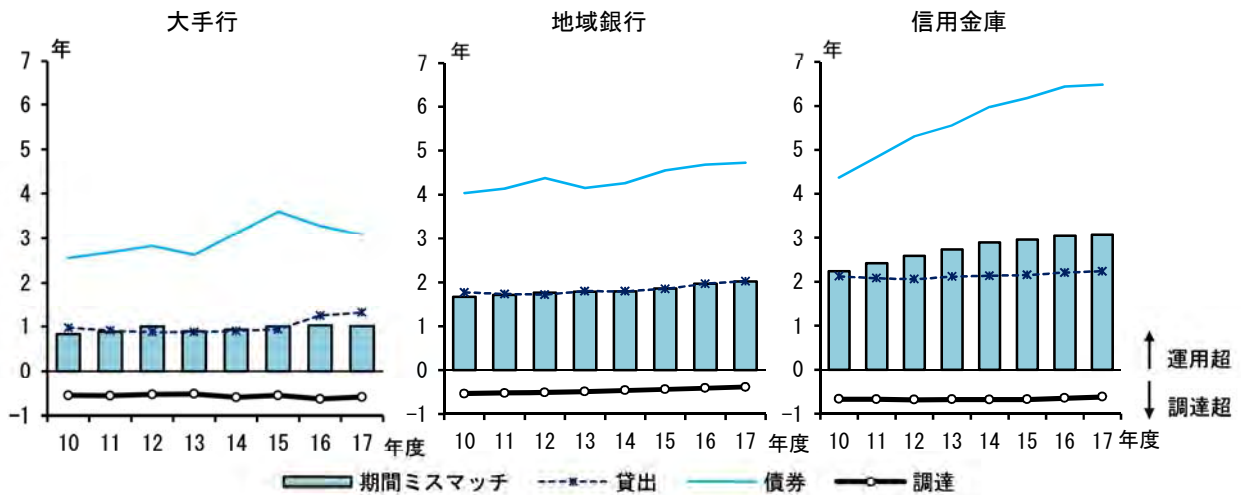
(資料) 日本銀行

円債の金利リスク量の対自己資本比率を業態別にみると、大手行では 5%程度と低いが、地域銀行では 10%台半ば、信用金庫では 20%台半ばと相対的に高くなっている。債券投資に貸出・預金などを含めたバランスシート全体の円金利リスク量を業態別にみても、同様の傾向が確認できる（図表IV-2-3）²⁰。

¹⁹ 図表IV-2-1 では、全年限の金利が 1%pt 上昇（パラレルシフト）すると想定して、保有債券の経済価値の変動を算出している。

²⁰ 図表IV-2-3 では、全年限の金利が 1%pt 上昇（パラレルシフト）すると想定して、各資産・負債の経済価値の変動を算出している。資産サイドの平均残存期間が負債サイドよりも長い場合、期間ミスマッチ（資産と負債の平均残存期間の差）が拡大すると金利リスク量は増加する。ただし、価値変動の計測対象は、円資産（貸出と債券）・負債、円金利スワップ（銀行のみ）にかかるリスクであり、外貨建て資産・負債や円金利スワップ以外のオフバランス取引は対象としていない。また、負債サイドの計測では、流動性預金の残存期間は 3 か月以内と仮定しており、いわゆる「コア預金」は勘案していない。

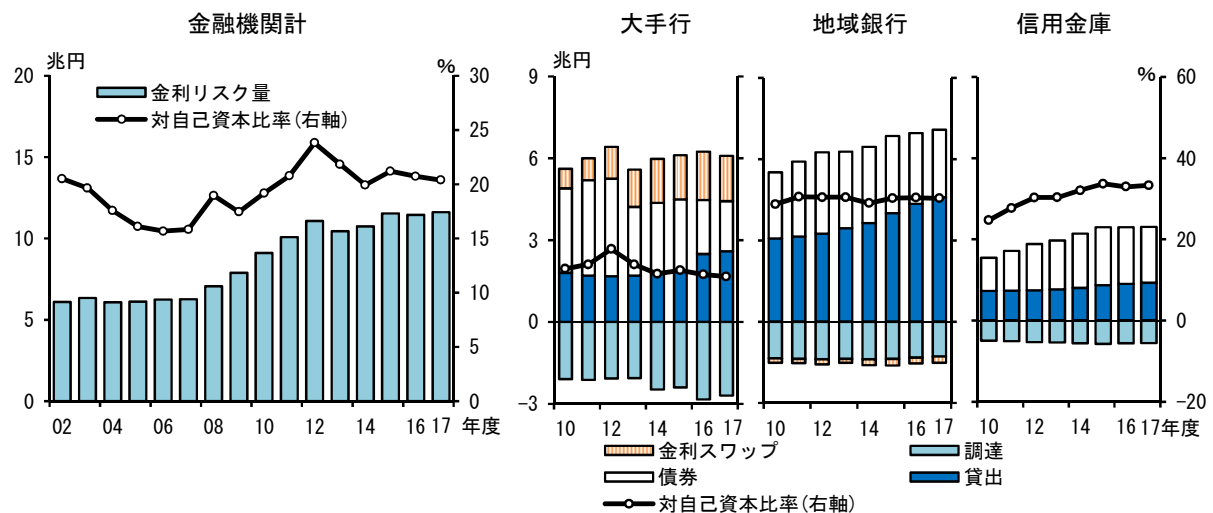
図表IV-2-2 業種別の円建て資産・負債の平均残存期間



(注) 1. 「期間ミスマッチ」は資産と負債の平均残存期間の差。資産の平均残存期間は、貸出、債券、金利スワップ受分の加重平均値。負債の平均残存期間は、調達、金利スワップ払分の加重平均値。
2. 2017年度の計数は2017年12月末の値。

(資料) 日本銀行

図表IV-2-3 金融機関の円金利リスク量



(注) 金利リスク量は銀行勘定の100bpv。コンベクシティ以上の高次項も勘案した推計値。大手行と地域銀行はオフバランス取引(金利スワップ)を考慮。2017年度の計数は2017年12月末の値。

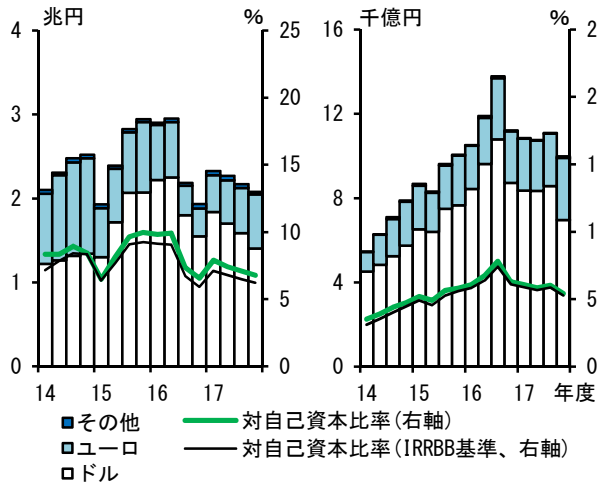
(資料) 日本銀行

外貨金利リスク

金融機関の外債投資にかかる金利リスク量は、2016年半ばをピークに減少している(図表IV-2-4)²¹。2016年秋以降の海外金利の上昇時に外債の保有残高を削減して以降、ポジションの再構築が進んでおらず、全体としてみると、リスク量は抑制された状態にある。外債の金利リスク量の対自己資本比率は、大手行で約7%、地域銀行で約5%となっている。

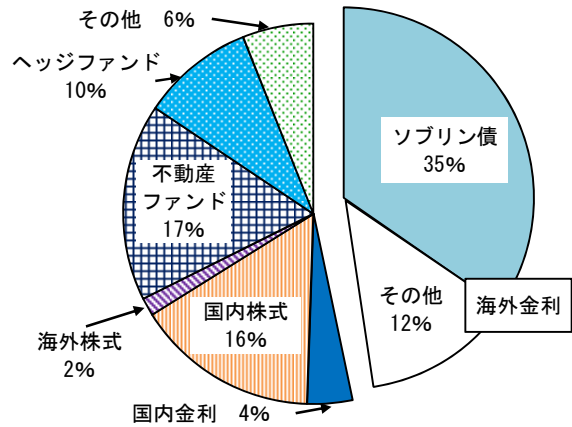
²¹ 図表IV-2-4では、銀行勘定の金利リスク(IRRBB)にかかる監督指針(金融庁、2017年12月)に基づき、外貨建て外債の金利リスク量は、全年限の金利が2%pt上昇(パラレルシフト)すると想定して、保有債券の経済価値の変動を算出している。

図表IV-2-4 外貨建て外債の金利リスク量
大手行 地域銀行



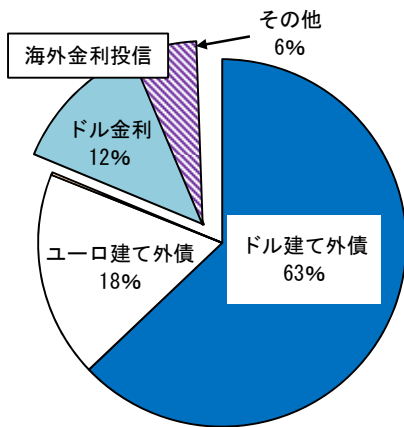
(注) 1. 金利リスク量は銀行勘定の 200bpv。大手行はオフバラン
ス取引を考慮。
2. 「対自己資本比率 (IRRBB 基準)」は、国際統一基準行
が Tier1 資本ベース、国内基準行がコア資本ベース。
いずれも経過措置を含む。
3. 直近は 2018 年 2 月末。
(資料) 日本銀行

図表IV-2-5 地域金融機関の
投資信託残高の内訳



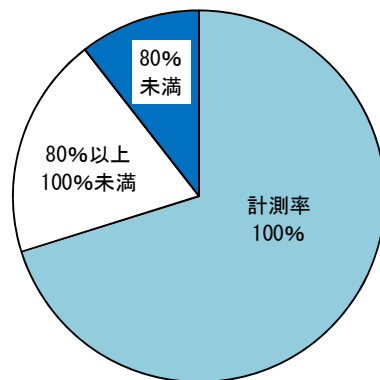
(注) 取得原価ベース。2017 年 12 月末時点。
(資料) 日本銀行

図表IV-2-6 地域銀行の外貨金利リスク量



(注) 2017 年 12 月末時点。
(資料) 日本銀行

図表IV-2-7 地域銀行による投資信託の
リスク量計測率の分布



(注) 1. リスク量計測率=リスク量を計測している投資信託
残高/投資信託残高全体
2. 2016 年度に実施した、有価証券運用のリスク管理に
関するアンケートの結果。集計対象は地域銀行の有
効回答先 57 行。
(資料) 日本銀行

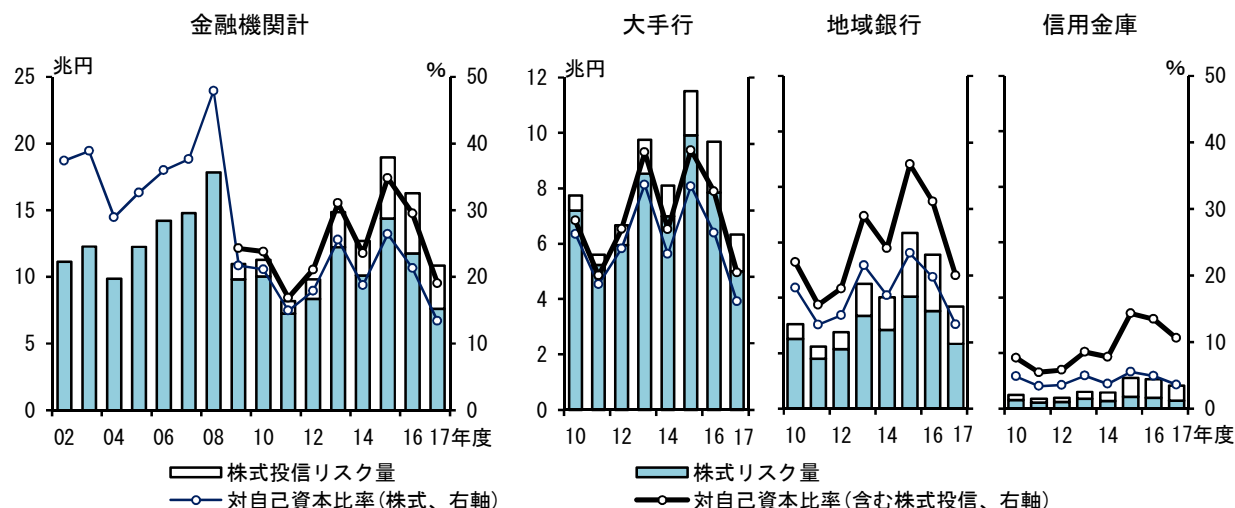
この間、地域金融機関では、投資信託を増加させる動きが続いており、海外金利、株式、為替、不動産など多様な市場リスクを抱えるようになっている (図表Ⅲ-1-24、IV-2-5)。投資信託残高の約半分を占める海外金利投信の金利リスク量は、外貨金利リスク量全体の 20% 程度に達している (図表IV-2-6)。また、海外金利投信の組入資産は、主としてソブリン債であるが、信用リスクの相対的に高い商品を組み入れている投資信託も少なからずある。こうしたなか、リスク量計測の改善が必要な金融機関も一部で見られる (図表IV-2-7)。金融機関

は、様々なリスクファクターの変動がもたらす影響を横断的に把握し、採算性やリスクの大きさ・相関を踏まえた管理・運用体制を整備しておく必要がある。また、国際金融市場のボラティリティの上昇や国内不動産市場の局面の変化など、その時々市場環境の変化を踏まえ、資産の時価変動や期間収益への影響などを多面的に分析するとともに、ストレス時の対応方針を組織的に検討しておくことも重要である。

株式リスク

金融機関の株式リスク量（株式投信を含む）は、ボラティリティの低下を主因にこれまで減少してきた（図表IV-2-8、IV-2-9）²²。株式リスク量の対自己資本比率をみると、大手行と地域銀行では20%程度、信用金庫では10%程度となっている。この間、政策保有株式の削減もリスク量の減少要因となる一方、地域金融機関では、株式投信の運用積極化がリスク量の増加要因として作用している。なお、政策保有株式は漸減傾向にあるが、その株式リスクはなお金融機関の財務や収益に相応の影響を及ぼし得る規模にある（図表IV-2-10）。

図表IV-2-8 金融機関の株式リスク量



(注) 1. 「株式リスク量」と「株式投信リスク量」は VaR (信頼水準 99%、保有期間 1 年)。外貨建て分は含まない。2008 年度以前は株式投信を含まない。

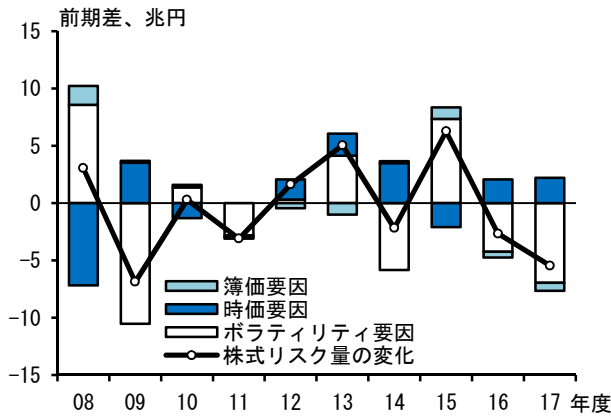
2. 2017 年度の計数は、2018 年 2 月末時点の保有残高と株価動向を用いた試算値。

(資料) 日本銀行

最近では、コーポレート・ガバナンス・コードの制定もあって、金融機関・企業の双方で、株主などステークホルダーに対し、政策保有株式の保有意義をリスク・コストとの対比により明確に説明することが求められるようになってきている。また、昨年末に合意されたバーゼルⅢの最終規則では、国際的に活動する銀行の保有株式にかかる資本賦課が厳格化された。金融機関は、政策保有株式の保有意義とコストに関して客観的な評価を行い、政策保有株式を含む株式リスク量を経営体力との関係で適切な範囲にコントロールしていく必要がある。

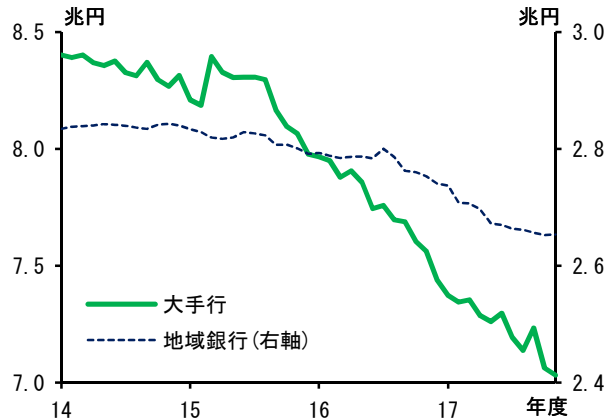
²² 図表IV-2-8 では、株式リスク量（株式投信を含む）は信頼水準 99%、保有期間 1 年の VaR として算出した。

図表IV-2-9 金融機関の株式リスク量の変動要因



(注) 株式リスク量は VaR (信頼水準 99%、保有期間 1 年)。外貨建て分は含まない。2009 年度以前は不連続。2017 年度の計数は試算値。
(資料) 日本銀行

図表IV-2-10 金融機関の政策保有株式残高



(注) 子会社・関連会社の株式は除く。直近は 2018 年 2 月末。
(資料) 日本銀行

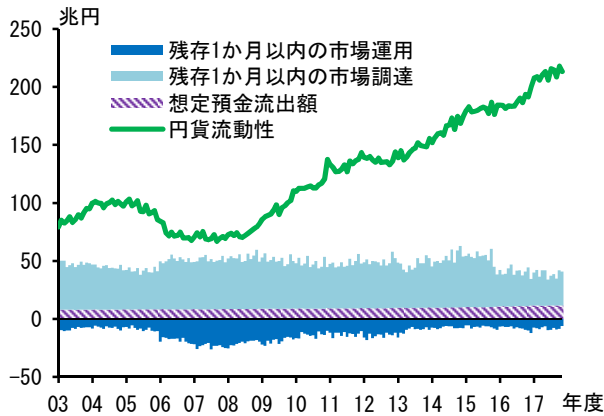
3. 資金流動性リスク

続いて、資金流動性リスクについて、円貨、外貨の順に評価する。

円貨資金流動性リスク

金融機関は、円資金については十分な資金流動性を有している。円の運用・調達構造をみると、①安定的なリテール預金が調達の中心であること、②預金残高が貸出を大きく上回っていること、③当該預貸差部分の多くを国債など流動性の高い有価証券や日本銀行預け金で運用していることなどから、安定性は高い。ストレス時においても、想定される資金流出を大幅に上回る流動資産を確保しており、十分な短期ストレス耐性を備えていると評価できる(図表IV-3-1)²³。

図表IV-3-1 大手行の円貨流動性のストレス耐性



(注) 1. 預金流出額は預金の 3%と想定。
2. 「円貨流動性」=現金+預け金+国債
3. 直近は 2018 年 2 月末。
(資料) 日本銀行

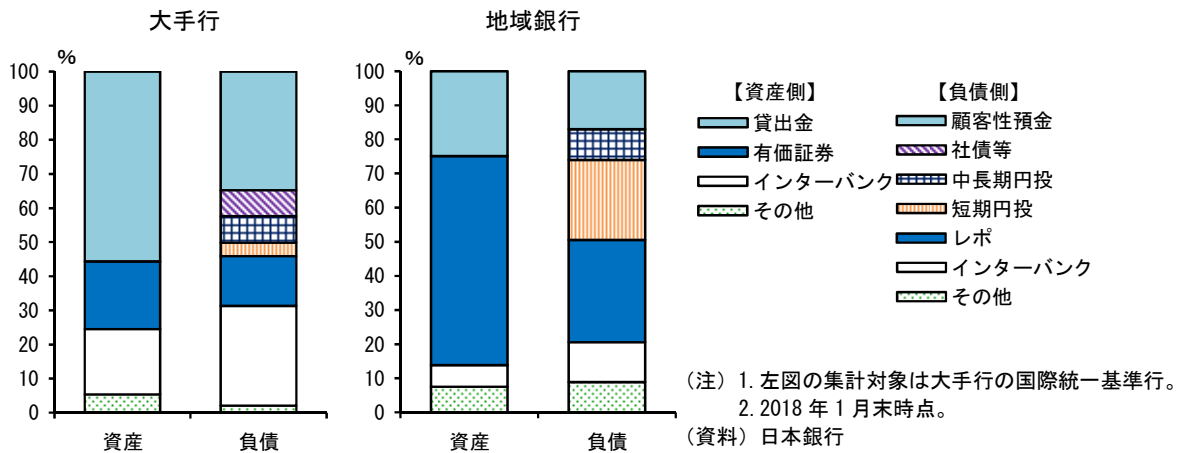
²³ 流動性カバレッジ比率 (LCR) の考え方に準拠し、「1 か月以内に満期が到来する市場性調達と預金全体の 3% の流出」を想定。

外貨資金流動性リスク

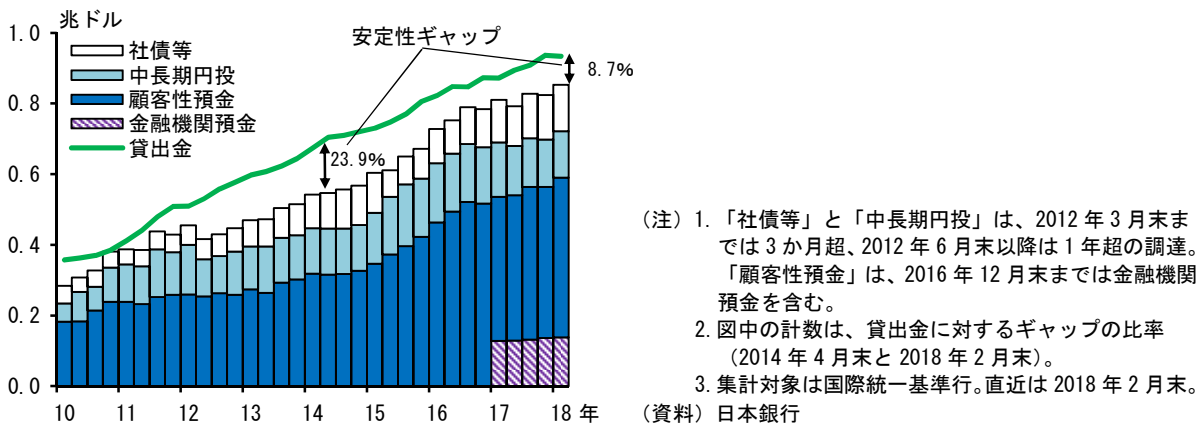
外貨資金については、市場性資金の調達割合が比較的高いが、金融機関は、一定期間市場調達が困難化しても、資金不足をカバーできる流動性準備を確保している。

大手行の外貨のバランスシートをみると（図表IV-3-2）、運用面では相対的に期間の長い貸出が多い一方、調達面では顧客性預金が約3分の1と最も大きく、次いでインターバンク調達のウエイトが大きくなっている。こうした運用・調達構造の安定性を評価するうえでは、流動性の乏しい貸出金と、顧客性預金、中長期円投、社債等の安定性調達との差額である「安定性ギャップ」が有用な指標である。大手行の安定性ギャップは、顧客性預金の増加などを反映して、ひと頃に比べ縮小した状態にある（図表IV-3-3）。もっとも、ギャップはなお相応に残っているほか、顧客性預金には、ストレス時に流出しやすい金融機関預金や満期の短い大口定期預金など、粘着性が相対的に低い預金も含まれている。また、短期ストレス耐性については、大手行は、ストレス時に想定される資金流出額をカバーするだけの流動性資産を概ね確保しているが、資金流出項目の中では、未使用のコミットメント・ラインからの引き出しや顧客性預金の流出など金融機関にとって偶発的な要因が一定の割合を占めている（図

図表IV-3-2 業態別の外貨建てバランスシート

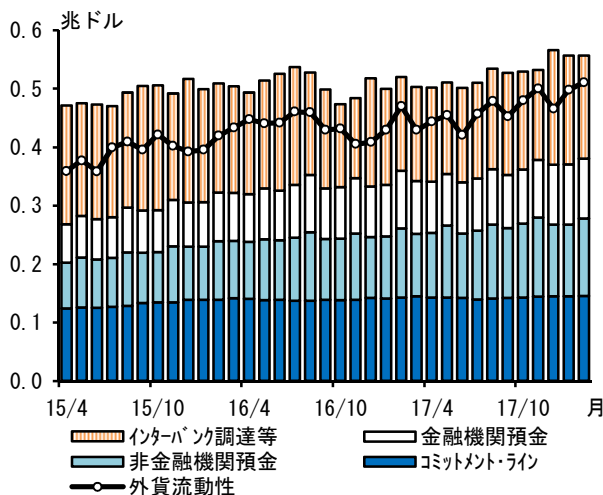


図表IV-3-3 大手行の安定性ギャップ



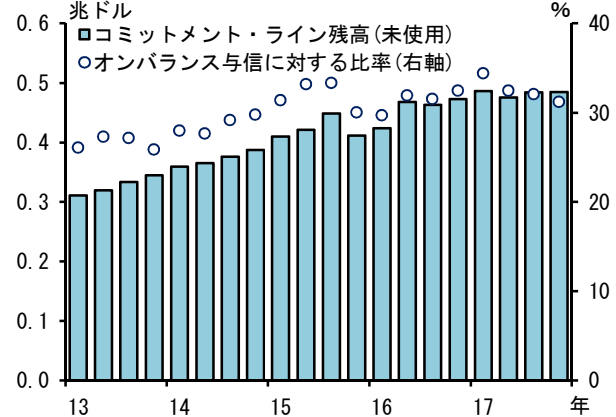
表IV-3-4、IV-3-5)²⁴。大手行は、コミットメント・ラインや預金の属性分析の結果をリスク管理に反映させてきているが、取引相手や商品ごとの属性も勘案して、流出リスクをさらにきめ細かく管理していくとともに、安定調達基盤の一層の拡充に取り組んでいく必要がある。

図表IV-3-4 大手行の外貨流動性のストレス耐性



(注) 1. 「外貨流動性」=インターバンク運用+貸出金の50%+円転+有価証券(除くレポ調達額)。有価証券(除くレポ調達額)以外は、残存1か月以内(期間の定めがないものを含む)。2017年2月末以前の金融機関預金は、2017年3月末以降の金融機関預金と非金融機関預金の割合に基づく試算値。
2. 集計対象は国際統一基準行。直近は2018年2月末。
(資料) 日本銀行

図表IV-3-5 大手行のコミットメント・ライン残高



(注) 集計対象は3メガFGの国際与信(国境を越える取引、海外における国境を越えない取引を含む)。最終リスクベース。直近は2017年12月末。
(資料) 日本銀行

地域銀行は、大手行と比べ、運用面では米国債などの有価証券のウエイトが大き一方、調達面では顧客性預金が少なく、レポや円投といった短期市場調達への依存度が高い(図表IV-3-2)。平均的には、ストレス時に想定される資金流出額を概ねカバーするだけの流動性資産を保有しているが、金融機関間のばらつきは大きく、ストレス時には外貨建て有価証券の売却を余儀なくされる可能性のある先もみられる。こうした先では、市場流動性のきめ細かいモニタリングや限度枠管理などを行い、市場ストレス時の対応の実効性向上に取り組んでいく必要がある。

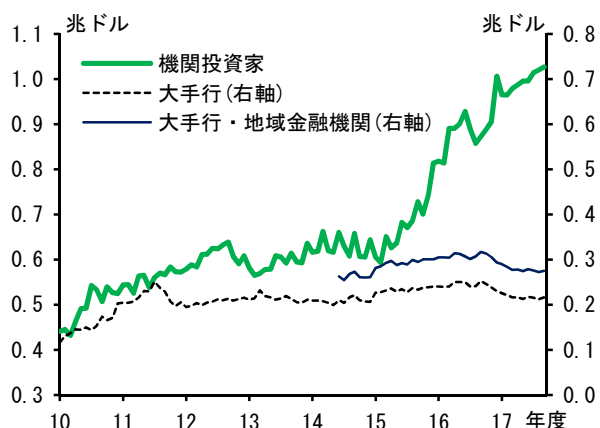
外貨調達環境

本邦金融機関の為替・通貨スワップ(円投)によるドル調達額をみると、安定調達基盤の

²⁴ 図表IV-3-4では、残存期間1か月以内(期間の定めがないものを含む)の資産・負債について、①金融機関預金とインターバンク調達等(中央銀行等調達を除く)が全額流出する、②非金融機関預金およびインターバンク調達等(うち中央銀行等調達)の40%が流出する、③未使用のコミットメント・ラインの30%が引き出される、④貸出金の50%が外貨流動性としてみなされると想定した。レポ調達は、資金流出および外貨流動性のいずれにも含めていない。

拡充を目指す大手行は抑制傾向にある一方、市場運用比率の高い預金取扱機関や生命保険会社などの機関投資家は円投による調達額が引き続き高水準となっている（図表IV-3-6）。期末やストレス時には、為替・通貨スワップ市場の流動性が低下し、ドル調達プレミアムが上振れしやすいため、スワップ市場への依存度が高い先では、流動性管理の徹底が必要である。

図表IV-3-6 本邦金融機関の円投額

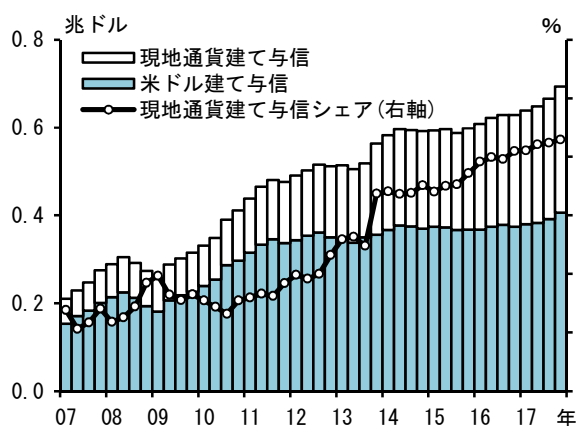


(注) 1. 「機関投資家」は生命保険会社（協会会員会社）のほか、ゆうちょ銀行、農林中央金庫、信金中央金庫（2014年9月末以降）を含む。生命保険会社の値は、2017年9月末以降は大手9社の実績に基づく試算値。
2. 直近は2017年12月末。

(資料) Bloomberg、生命保険協会、各社開示資料、日本銀行

この間、本邦金融機関の海外与信に占める現地通貨建て貸出のウエイトは、アジア向けを中心に引き続き上昇傾向にある（図表IV-3-7）。貸出増加を上回るペースで預金を獲得できている金融機関が多いことから、預貸率は総じて低下傾向にあるが、アジア通貨の中にも、円投やインターバンクなど市場性調達への依存度の高い通貨が引き続きみられる（図表IV-3-8）。現地通貨建て資金の調達市場は相対的に流動性が低いため、金融機関は、地場銀行とのコミットメント・ラインの締結や中長期調達手段（スワップ・資本等）の活用などを含め、引き続き安定調達基盤の拡充に取り組んでいく必要がある。

図表IV-3-7 邦銀の通貨別アジア向け与信

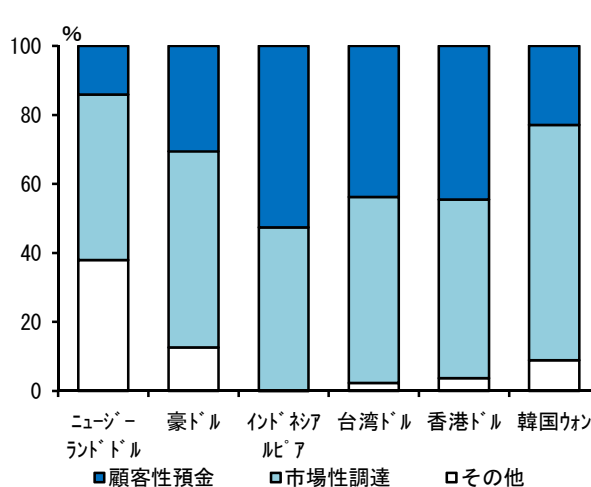


(注) 1. 「米ドル建て与信」は、現地通貨建てクロスボーダー与信のほか、米ドル建て以外の外貨建て与信を含む。

2. 直近は2017年12月末。

(資料) BIS “Consolidated banking statistics”、日本銀行「BIS国際与信統計」

図表IV-3-8 大手行の通貨別調達構造



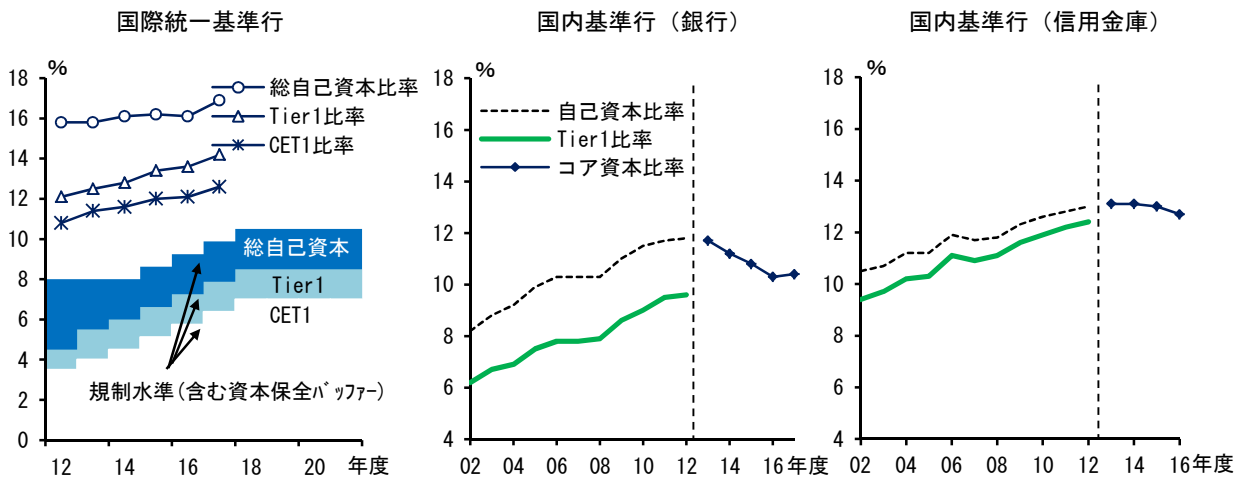
(注) 集計対象は大手5行。直近の預貸率が高い6通貨について、主要な調達項目を集計。2017年12月末時点。

(資料) 日本銀行

4. 金融機関の自己資本充実度

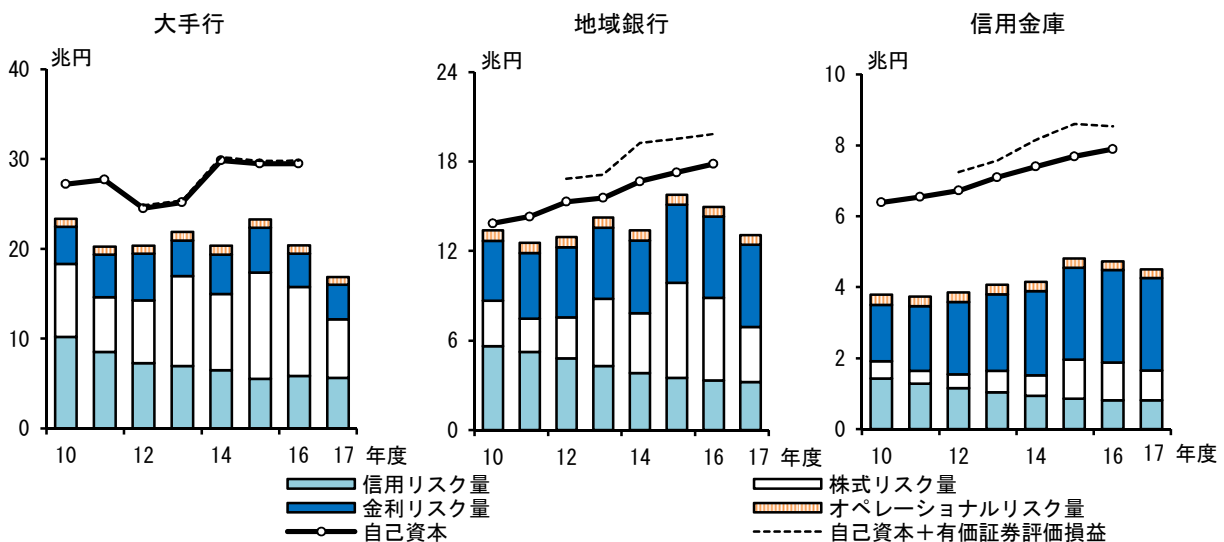
最後に、金融機関の自己資本の充実度について検証する。まず、金融機関の自己資本比率は、規制水準を十分に上回っている。2017 年度上期末における国際統一基準行の総自己資本比率、Tier1 比率、普通株式等 Tier1 比率（CET1 比率）、および国内基準行のコア資本比率は、規制水準を大きく上回った（図表IV-4-1）。2017 年末に合意されたバーゼルⅢの最終規則については、金融システムの安定性と金融仲介機能の維持のバランスがとられた内容と

図表IV-4-1 金融機関の自己資本比率



(注) 国際統一基準行と国内基準行の分類は、バーゼルⅢの規制比率は各時点、それ以前の規制比率は2013 年度末時点の区分による。銀行連結ベース。直近は、左図と中図が2017 年9月末、右図が2017 年3月末。経過措置を含むベース。
(資料) 日本銀行

図表IV-4-2 業態別のリスク量と自己資本



(注) 1. 「信用リスク量」は外貨建て分を含む。「株式リスク量」は株式投信を含む。左図の「株式リスク量」と「金利リスク量」（一部オフバランスを含む）は外貨建て分を含む。「自己資本+有価証券評価損益」は国内基準行の有価証券評価損益（税効果勘案後）を自己資本に合算したもの。
2. 2017 年度の計数は、①信用リスク量、外貨金利リスク量（除く外債）、オペレーショナルリスク量は、左図と中図が2017 年9月末の値、右図が2017 年3月末の値、②株式リスク量、円債・外債の金利リスク量は2018 年2月末の試算値、③円金利リスク量（除く円債）は2017 年12月末の試算値。
(資料) 日本銀行

なっているうえ、適切な移行期間や経過措置も確保されているため、金融機関は対応可能と考えられる²⁵。

また、金融機関の自己資本を、各種リスク量と比較すると、総じて充実した水準にあることが確認できる（図表IV-4-2）²⁶。現時点において、金融機関は十分な損失吸収力やリスクテイク能力を備えていると考えられる。

²⁵ 国際統一基準行については、バーゼルⅢのもとで、2016年3月末に、①資本保全バッファ（2.5%）、②カウンターシクリカル資本バッファ（上限2.5%）、③G-SIB向けサーチャージ（規模等に応じて1~2.5%）の適用が開始され、2019年3月末までに完全適用される。また、国内基準行でも、現時点ではコア資本の基礎項目に全てまたは部分的に計上することが認められている商品（社債型優先株式、劣後債など）や、現時点では控除が免除されている資産については、段階的に経過措置が終了する。なお、図表IV-4-1において、国内基準行のコア資本比率が緩やかに低下しているのは、同措置の影響が徐々に剥落しているためである。

²⁶ ここでのリスク量は、全ての金融機関について共通の方法とパラメータ（信頼水準や保有期間など）を用いて算出した推計値であり、金融機関自身が内部的なリスク管理を行ううえで計測したリスク量の合計に必ずしも一致しない。各リスク量の推計方法については、図表IV-1-1、IV-2-3、IV-2-4、IV-2-8の注を参照。オペレーショナルリスク量は業務粗利益の15%と想定している。

V. 金融システムのストレス耐性に関する評価

金融機関の自己資本は、リスク量対比でみて総じて充実した水準にあり、現時点において、金融機関は十分な損失吸収力やリスクテイク能力を備えていることを前章で指摘した。ただし、こうした評価には、2つの留意点がある。第一に、リスク量の計測が、過去の信用コストの実績や過去の市場変動に基づいているため、景気回復期間が長くなり、ボラティリティが低下した局面が続くと、金融機関が潜在的に抱えているリスク量を過少に評価する可能性がある。このため、金融機関が十分なリスク耐性を備えているかどうかをみるには、近年の良好なマクロ経済環境とは独立に、起こり得る相応に強いストレスをかけて、金融機関の損失吸収力を検証することが望ましい。第二に、金融取引需要を規定する人口や企業数が継続的に減少するという慢性ストレスに金融機関が直面している場合には、仮に現時点の自己資本の水準が十分であったとしても、将来の金融システムの安定が必ずしも保証される訳ではない²⁷。現時点において、リーマンショックのような急性ストレスに対する損失吸収力があっても、慢性ストレスによって金融機関の基礎的収益力が下押しされている場合には、いずれ自己資本が毀損される可能性があるためである。以下では、第一の留意点に対応したマクロ・ストレステストと、第二の留意点に対応した金融機関の基礎的収益力の評価を行う。

1. マクロ・ストレステスト

ここでは、内外の金融経済情勢がリーマンショック時並みに悪化する状況（テールイベント・シナリオ）を想定して、ストレステストを行う。このシナリオは、本レポートにおいて毎回（半年ごとに）設定しているものだが、経済状況をリーマンショック時並みまで悪化させるには、足もとの経済状況の過熱感が強いほど、与えるストレスの規模を大きく設定することになる。すなわち、ストレスの大きさを反循環的（countercyclical）に設定し、金融システムのストレス耐性や金融機関の自己資本充実度を検証する。また、金融機関のリスクプロファイルや財務基盤の状況はその時々において異なるため、同程度の厳しい金融経済情勢を想定しても、金融システムへの影響度は異なり得る。なお、このシナリオは、上述の点検・分析を有効に行うことを目的に仮想的に設けたものであり、経済や資産価格などの先行きに関する日本銀行の見通しを示すものではなく、また、蓋然性の高さを示すものでもない。

テストの対象は、銀行115行と信用金庫253庫（総与信残高に占めるウエイトは8~9割程度）、ストレスを与える期間は、2018年4~6月期から2021年1~3月期の3年間である。シミュレーションでは、日本銀行金融機構局が構築した「金融マクロ計量モデル」を用

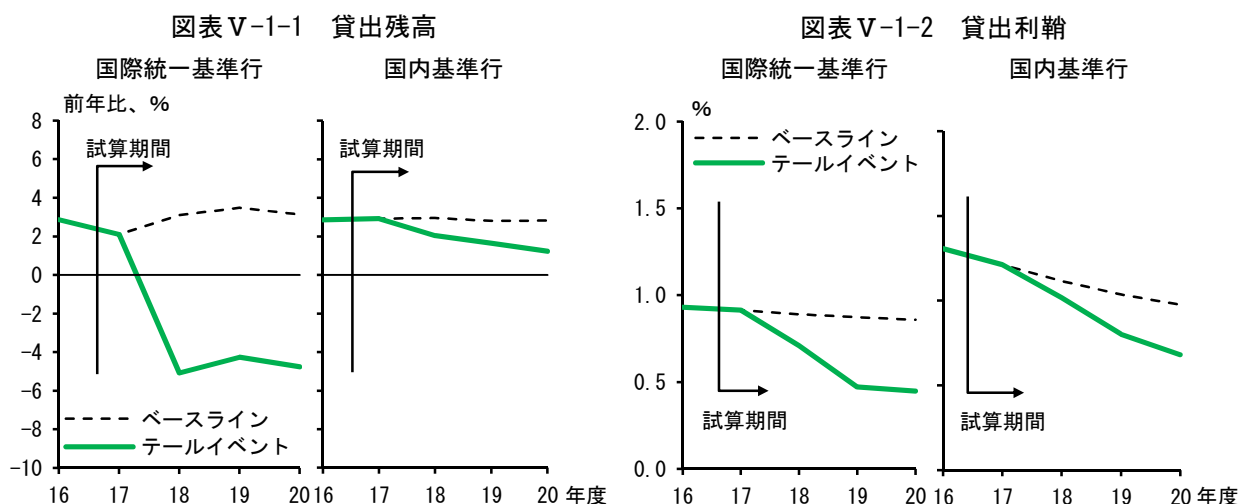
²⁷ 詳しくは、中曽宏（日本銀行前副総裁）、「マクロプルーデンス政策の新たなフロンティア——銀行の低収益性と銀行間競争への対応——」（時事通信社主催講演会、2017年11月）を参照。

いる²⁸。今回のテストでは、幾つかの点でモデルの見直しを行っている。金融機関の貸出金利と調達金利について、従来のモデルでは、国内部門と海外部門を明示的に分離していなかったが、今回のモデルでは各部門を分けて金利の定式化を行っている。具体的には、①人口や企業数の継続的な減少に伴う金融機関間の競争激化の影響が、国内の貸出金利に対して下押し圧力となって作用する、②外貨建ての貸出金利と調達金利には、ストレス時に各種プレミアムが上乘せされる、というメカニズムを導入した。この結果、今回のテストでは、従来よりも、国内部門の収益力を幾分厳しめに見積もる結果となっているほか、国際統一基準行では海外経済の収縮と金融市場の動揺といったストレスの影響がより強く表れるようになっている。以下では、具体的なテスト内容と結果を示す²⁹。

ベースライン・シナリオ

シミュレーションのベースラインは、複数の調査機関や市場の平均的な見通しを踏まえ、「海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、わが国経済は先行きも緩やかな拡大を続ける」ことを前提とする。また、国債金利は、本年1月下旬時点のイールドカーブに概ね沿って推移することを想定している。

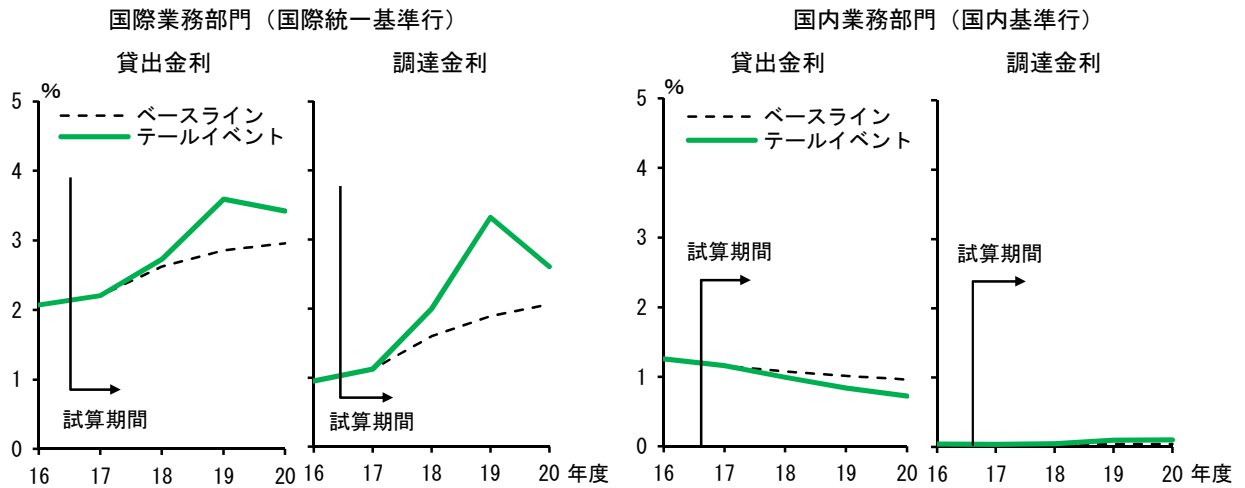
シミュレーションによれば、内外経済が緩やかに拡大するもとで、金融機関の貸出増加は続くが（図表V-1-1）、国内では慢性ストレスに伴う競争激化の影響から貸出利鞘の縮小が続くため（図表V-1-2、V-1-3）、資金利益は国内業務部門を中心に緩やかな減少基調を辿る（図表V-1-4）。この間、非資金利益（投信販売手数料など）は景気の拡大や株価の上昇を反映して増加するほか、信用コストは企業の良好な財務状況を反映して低水準で推移する（図



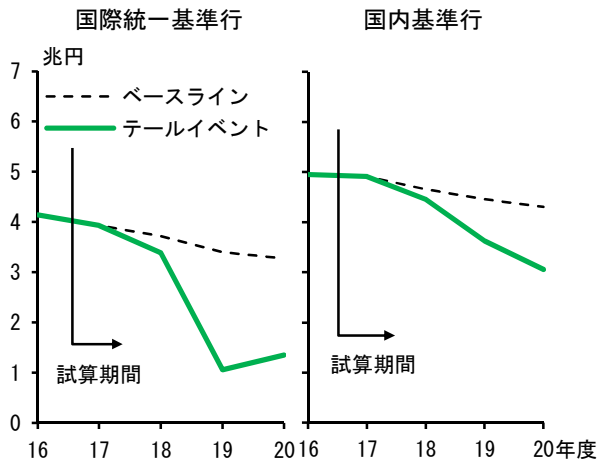
²⁸ 詳しくは、以下の論文を参照。北村富行・小島早都子・高橋宏二郎・竹井郁夫・中村康治、「日本銀行のマクロ・ストレス・テストについて」、日本銀行調査論文、2014年10月。

²⁹ ベースライン・シナリオとテールイベント・シナリオにおける主要経済指標については、日本銀行ホームページ (<http://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/fsr180419.htm/>) からダウンロード可能である。

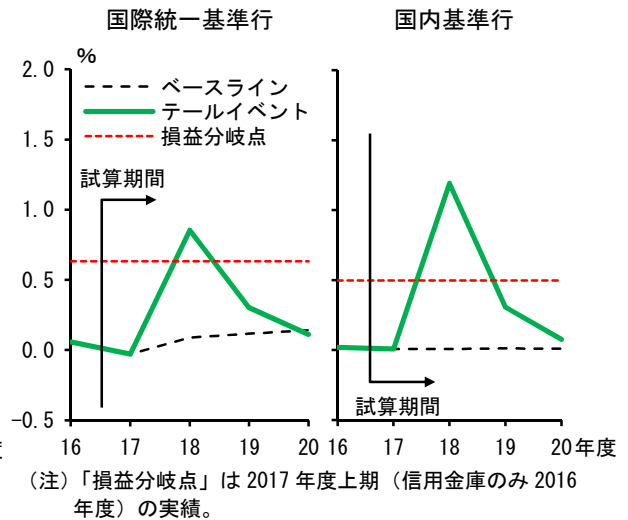
図表V-1-3 業務部門別の貸出・調達金利



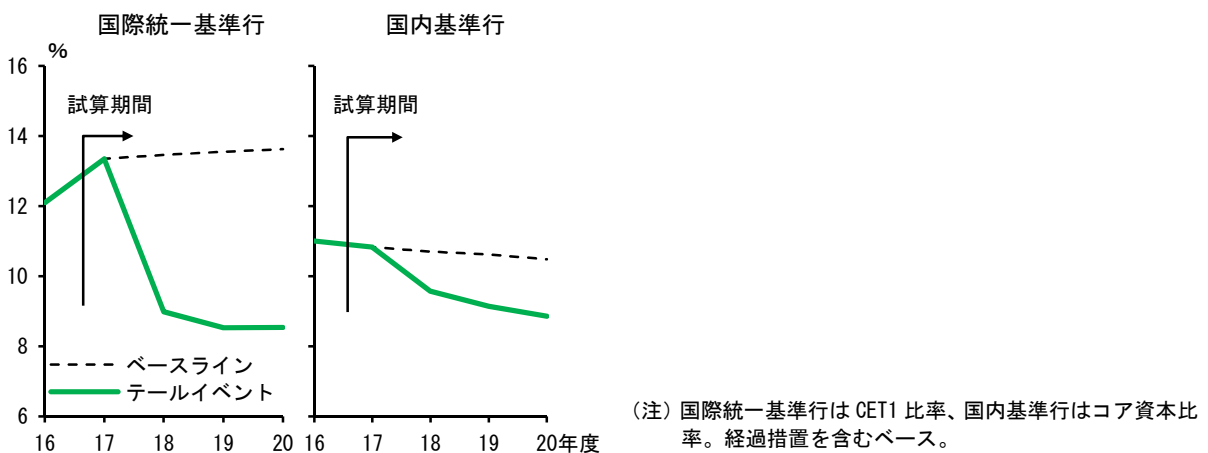
図表V-1-4 資金利益



図表V-1-5 信用コスト率



図表V-1-6 CET1比率とコア資本比率



表V-1-5)。以上の結果、資金利益が緩やかに減少するもとも、国際統一基準行、国内基準行ともに、自己資本比率はシミュレーション期間を通じて規制水準を十分に上回る水準で推

移する（図表V-1-6）³⁰。

テールイベント・シナリオ

テールイベント・シナリオでは、金融市場でリーマンショック時と同程度の株価（TOPIX）の下落と円高・ドル安、国債金利の低下が生じるとともに、海外経済も当時と同様、大幅に減速する。その結果、わが国の需給ギャップも、リーマンショック時並みまで悪化する。このシナリオに基づくシミュレーションの結果は、次のとおりである。まず、景気悪化による資金需要の低迷に加え、金融機関の収益率や自己資本比率の低下から貸出スタンスも慎重化するため、貸出の伸びは低下する（図表V-1-1）。特に、国際統一基準行では、海外貸出が海外経済の収縮の影響に加え、円高による円換算値の目減りもあって大幅に減少することから、貸出額は全体として大きく縮小する。また、貸出利鞘も、国際統一基準行でより大きく縮小する（図表V-1-2、V-1-3）。これは、外貨調達コストが国際金融市場の不安定化や邦銀の信用力低下を反映して大きく上昇する一方で³¹、資金需要が低迷するもとで海外貸出金利にそれを転嫁することが難しいためである。以上の結果、資金利益は全体として減少し、海外貸出比率が高い国際統一基準行では落ち込みがより大きくなる（図表V-1-4）。このほか、国際統一基準行では、内外株価の下落を受けて有価証券評価損が発生するほか、投信販売手数料などを含む非資金利益も減少する。この間、信用コスト率は、内外の大幅な景気悪化を受けて企業の財務も悪化するため、国際統一基準行、国内基準行ともに、損益分岐点信用コスト率を上回る水準まで上昇する（図表V-1-5）。

自己資本比率は、国際統一基準行では、コア業務純益の減少や有価証券評価損の発生等から、ベースライン・シナリオ対比で 5.1%pt 低下するが、規制水準を上回る状態を確保する（図表V-1-6、V-1-7）。国内基準行の自己資本比率は、信用コストの増加とコア業務純益の減少を主因に 1.6%pt 低下するが、規制水準を十分に上回る。

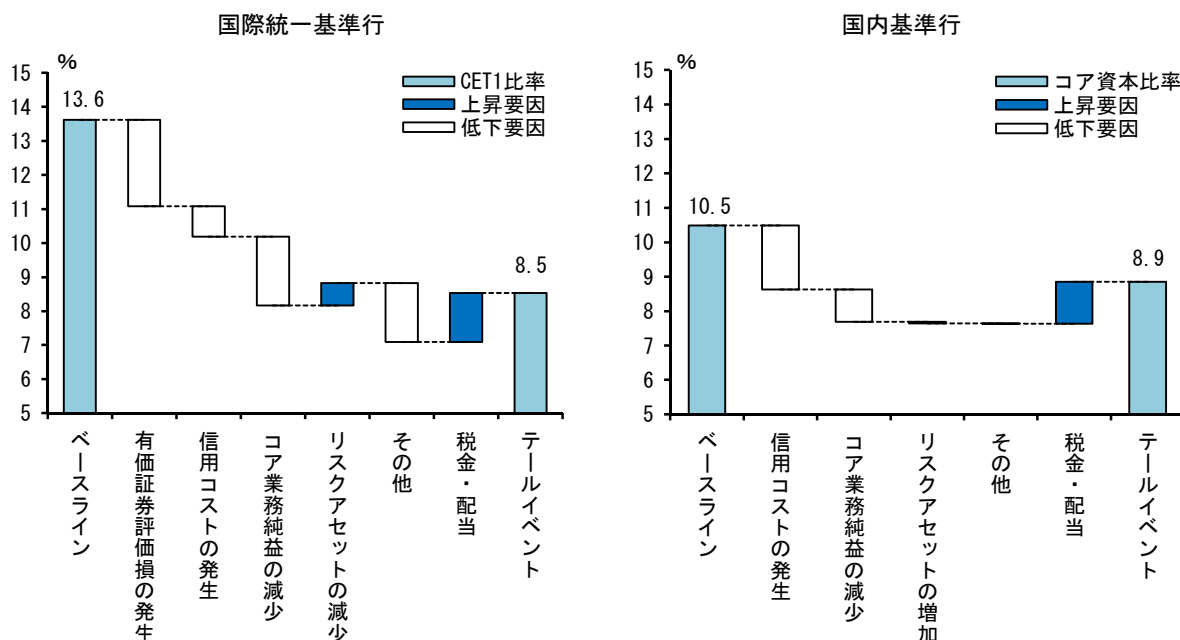
このように、わが国の金融機関は、急性ストレスの発生に対して、平均的にみれば相応の耐性を備えていることが確認できる。ただし、ストレス発生後の当期純利益や自己資本比率については、金融機関の間ではばらつきがあることには注意が必要である。約 8 割の金融機関において当期純利益が赤字となるほか、国内基準行の自己資本比率は、規制水準（4%）を上回っていても、安定性の目安となる 8%を下回る先が約 4 分の 1 に達する（図表V-1-8、V-1-9）。また、本シミュレーションでは、仮想的な代表的企業のランクダウンの影響を織り込んでいるが、企業規模や財務状況等による企業のストレス耐性の相違までは織り込んでい

³⁰ 国内基準行のコア資本比率が緩やかに低下するのは、資金利益の減少に加え、現在導入されている自己資本比率算定上の経過措置の影響が徐々に剥落するためである。

³¹ ドル LIBOR や通貨・為替スワップ市場における外貨調達プレミアムが、リーマンショック時並みに上昇すると想定している。

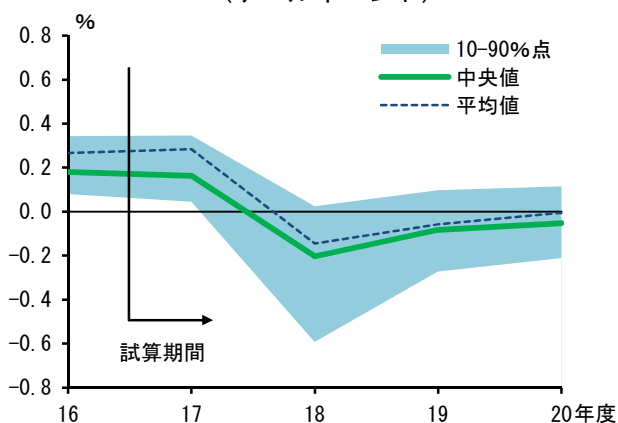
ない。低金利環境が継続するなかで、負のショックの影響を受けやすい企業向けの貸出が増えている現状を踏まえると（Ⅵ章参照）、テールイベント発生時における信用コストの増加の影響は本シミュレーションよりも大きくなる可能性がある。

図表 V-1-7 CET1 比率とコア資本比率の要因分解（2020 年度）



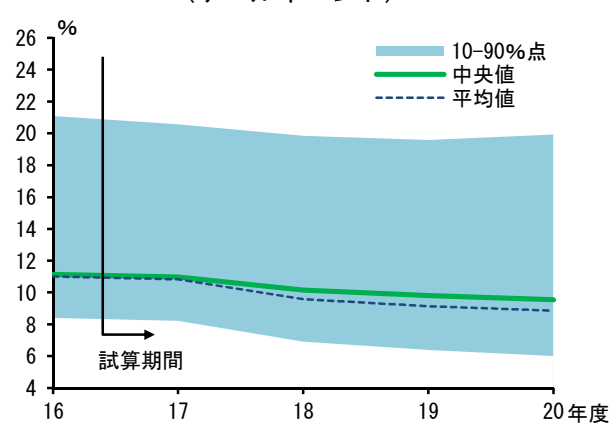
(注) 1. シミュレーション期間の終期（2020 年度末）における、ベースラインとテールイベント・シナリオ下の自己資本比率の乖離要因を表示。「有価証券評価損の発生」は税効果を勘案したベース。
2. 国際統一基準行は CET1 比率、国内基準行はコア資本比率。経過措置を含むベース。

図表 V-1-8 金融機関の当期純利益の分布（テールイベント）



(注) 当期純利益の対総資産比率を表示。対象は国際統一基準行と国内基準行。

図表 V-1-9 国内基準行のコア資本比率の分布（テールイベント）

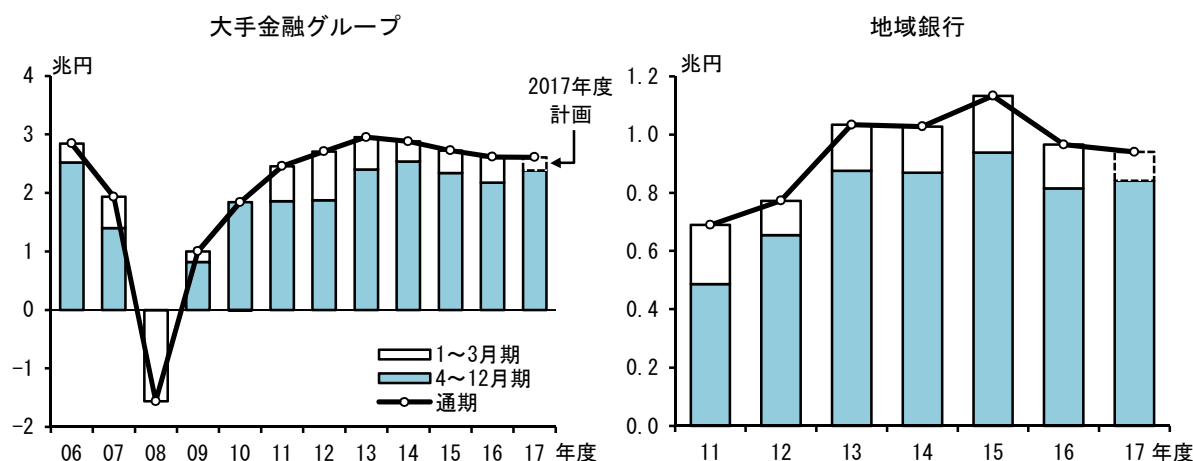


2. 金融機関の収益力の評価

金融機関の収益は、長期的にみれば、相応に高い水準を維持しているが、国内預貸業務を中心に基礎的収益力に対する下押し圧力は強まっている。2017 年度第 3 四半期までの当期

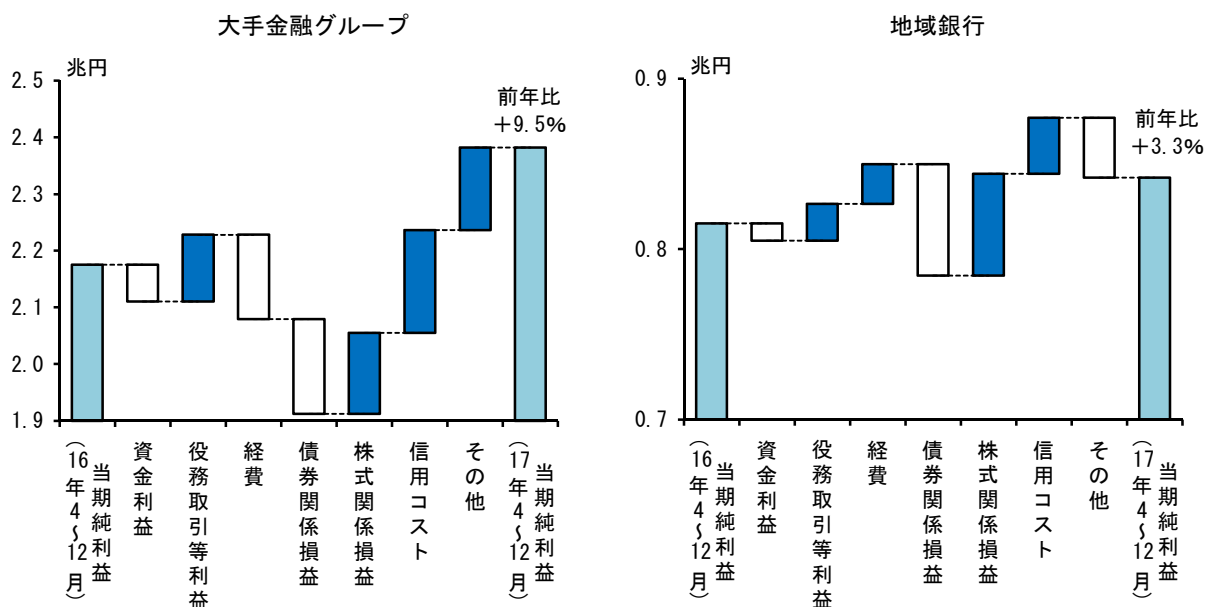
純利益は、株式売却益や貸倒引当金の戻入益に支えられて増益となったものの、資金利益は減益となった（図表V-2-1、V-2-2）。金融機関の年度計画によれば、2017年度通期の当期純利益は小幅の減益が見込まれている。低金利環境の継続や金融機関間の競争激化の影響による預貸利鞘の縮小が、資金利益の大きな下押し要因となっており、貸出の増加は預貸利鞘の縮小の影響を相殺するには至っていない。

図表V-2-1 当期純利益



(注) 左図の集計対象は、みずほFG、三菱UFJFG、三井住友FG、りそなHD、三井住友トラストHD、新生銀行、あおぞら銀行。
(資料) 各社開示資料、日本銀行

図表V-2-2 当期純利益の前年差の要因分解

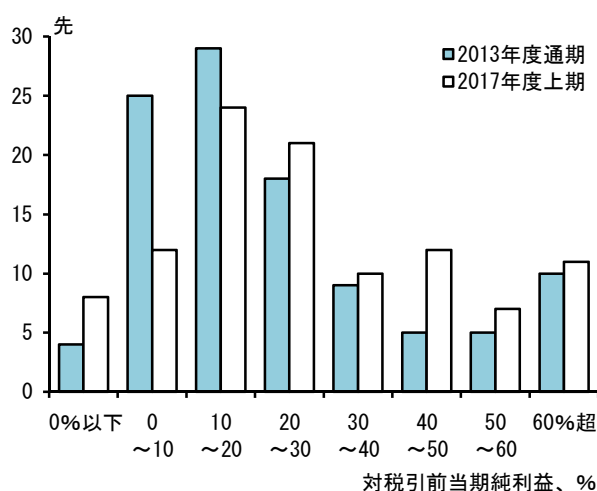


(注) 左図の集計対象は、みずほFG、三菱UFJFG、三井住友FG、りそなHD、三井住友トラストHD、新生銀行、あおぞら銀行。
(資料) 各社開示資料

こうした厳しい収益環境を踏まえ、大手金融グループでは、①グループの一体運営の加速、②人員・店舗戦略の見直し、③デジタル戦略推進を軸に、経営効率化に向けた取り組みを本格化させつつある。また、地域銀行においても、経営効率化への取り組みから経費が減少し

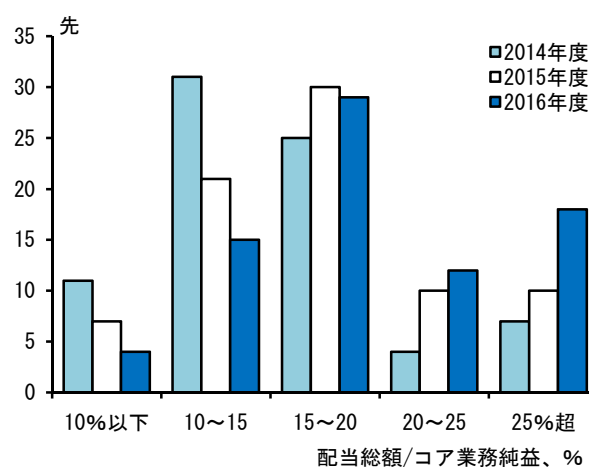
ているほか、証券子会社を設立したり³²、振込・送金手数料をはじめとする各種手数料の体系を見直したりするなど、非資金利益の拡充による収益源の多様化に向けた取り組みが進められている（BOX1）。こうした取り組みの一方で、地域金融機関の中には、コア業務純益の減少を多額の有価証券売却益（益出し）で補うことで当期純利益の水準を維持している先も相応にみられる。最終利益に占める益出しの割合も近年高まっている（図表V-2-3）。また、コア業務純益が減少しているなかでも、高い配当性向を維持するために、益出しを行っている先もみられる（図表V-2-4、BOX2）。特に、そうした傾向は、外国機関投資家の株主構成比が高い銀行においてみられる。

図表V-2-3 当期純利益に占める有価証券関係損益の分布



(注) 1. 有価証券関係損益は、投資信託解約損益を含む。
2. 集計対象は地域銀行。
(資料) 日本銀行

図表V-2-4 金融機関の配当と収益



(注) 集計対象は、2014~16年度の財務データが利用可能な地域銀行および地域金融グループ。
(資料) 日本経済新聞社「日経 ValueSearch」、日本銀行

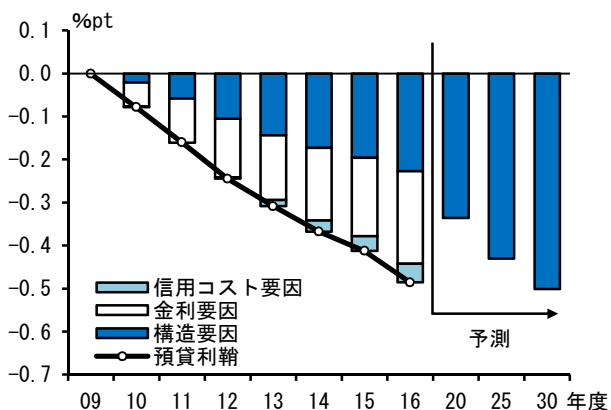
有価証券の含み益は、自己資本比率規制上、国内基準行では資本に算入されないが、経済価値ベースでは資本バッファとして機能する面がある。実際、過去のレポートで示したように、含み益の多い金融機関はリスク性資産の積み増しに積極的である一方、含み益の少ない金融機関はリスク性資産の積み増しには慎重な傾向がある³³。人口や企業数の継続的な減少は、金融機関の預貸利鞘を構造的に下押しし続けるとみられるが（図表V-2-5）、金融機関が従来の当期純利益や配当の水準を維持するために、有価証券の益出しを続けることには限界がある。また、運用計画に沿わない無理な益出しと配当の継続は、有価証券の利息・配当収益を減少させるほか、将来の損失吸収力の低下も招くことに留意する必要がある。金融機関は、先々の人口や企業数の減少も織り込んだ収益の中長期予測を踏まえたうえで、持続性の高い収益の確保に向けた取り組みを強化するとともに、株主還元のあり方も含め、望まし

³² 詳しくは、日銀レビュー「地域銀行の証券子会社の経営動向」（2018年5月公表予定）を参照。

³³ 詳しくは、FSR（2017年4月号、BOX5）を参照。

い収益配分について検討を進めていくことが重要である。

図表 V-2-5 地域金融機関の預貸利鞘縮小の要因



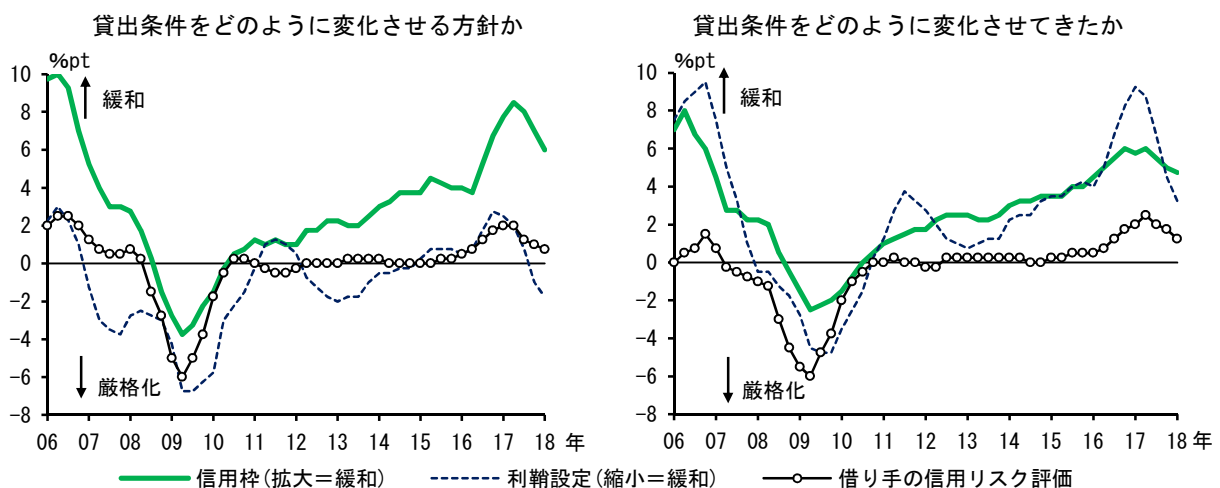
- (注) 1. 地域金融機関を対象にしたパネル推計（推計期間は2001～16年度）の結果をもとに、2009年度以降の預貸利鞘の累積変化を寄与度分解したもの。
 2. 推計では、各金融機関の預貸利鞘を被説明変数とした。説明変数には、各金融機関の営業エリアの人口成長率、高齢化率、競合店舗数（以上、構造要因）、各金融機関の不良債権比率（信用コスト要因）、5年国債金利（金利要因）を用いている。
 3. 「構造要因」の予測については、人口成長率と高齢化率は国立社会保障・人口問題研究所の予測値を使用。競合店舗数は2016年度以降一定と仮定。

VI. 金融機関の信用面のリスクテイクと金融システムの潜在的な脆弱性

Ⅲ章で確認したとおり、金融機関が積極的な融資姿勢を維持するもとの、貸出は中小企業の設備資金向けを中心に増加を続けている。貸出の積極化による金融機関のポートフォリオ・リバランスは、これまでの経済情勢の改善に寄与している³⁴。こうした前向きな動きが一段と広がり、経済・物価情勢のさらなる改善へと結びついていけば、金融機関の収益力の回復にもつながっていくと考えられる。

もっとも、ポートフォリオ・リバランスに際し、金融機関が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、やや長い目でみて金融システムの安定性が損なわれる可能性がある。実際、景気改善と低金利という良好なマクロ経済環境が続いているため、金融機関による信用リスクの評価は緩む傾向にある（図表VI-1）。行き過ぎたリスクテイクの動きは、社債等に代表される市場性取引であれば、信用スプレッドなどの価格情報から比較的容易に観察することができる。しかし、相対取引を基本とする金融機関貸出については、債務者の信用力のばらつきを勘案していない貸出量ギャップ（総与信・GDP比率のトレンドからの乖離）などのマクロ指標では、貸出債権の質の変化を十分に捕捉しきれないという問題がある。このため、貸出を通じた信用面のリスクテイクに伴う脆弱性を点検するには、粒度の高い企業別・金融機関別のミクロデータを用いて、債務者の信用力と貸出金利の水準、貸出量などの関係をきめ細かく分析・評価する必要がある。

図表VI-1 中小企業向け貸出の条件設定 DI



(注) 1. 貸出条件設定 DI (左図は今後3か月間の変化、右図は過去3か月間の変化)は、回答金融機関数の構成比をもとに、次式で定義。DI = 「緩和」 + 0.5 × 「やや緩和」 - 0.5 × 「やや厳格化」 - 「厳格化」

2. 後方4期移動平均。直近は2018年1月。

(資料) 日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート調査」

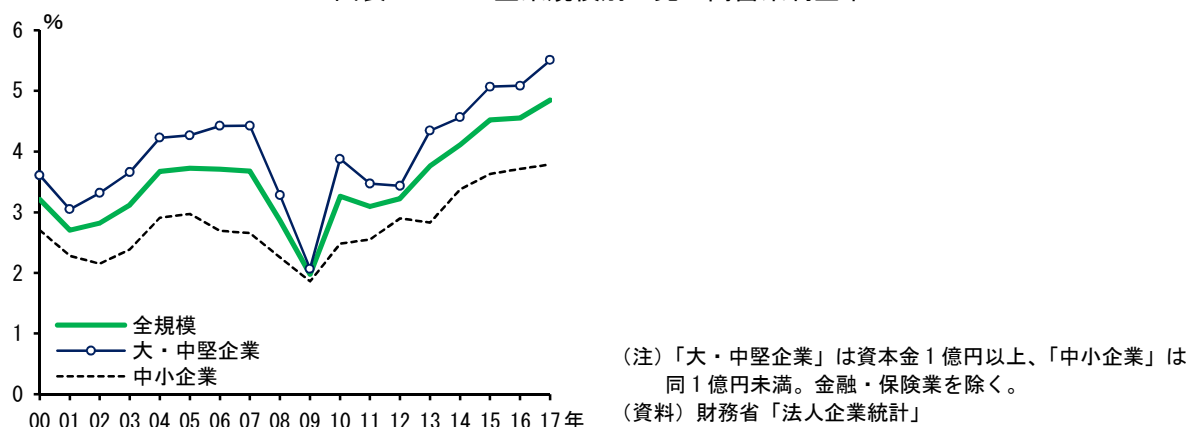
³⁴ FSR (2017年4月号、BOX2) では、日銀短観の個票データを用いて、金融機関の貸出スタンスの積極化が企業の業況感改善に寄与していることを確認した。

本章では、こうした問題意識のもと、貸出市場における金融機関の信用面のリスクテイクが、貸出債権の質の劣化を通じて、中長期的な金融システムの安定性に悪影響を及ぼすことがないかどうかを点検する。

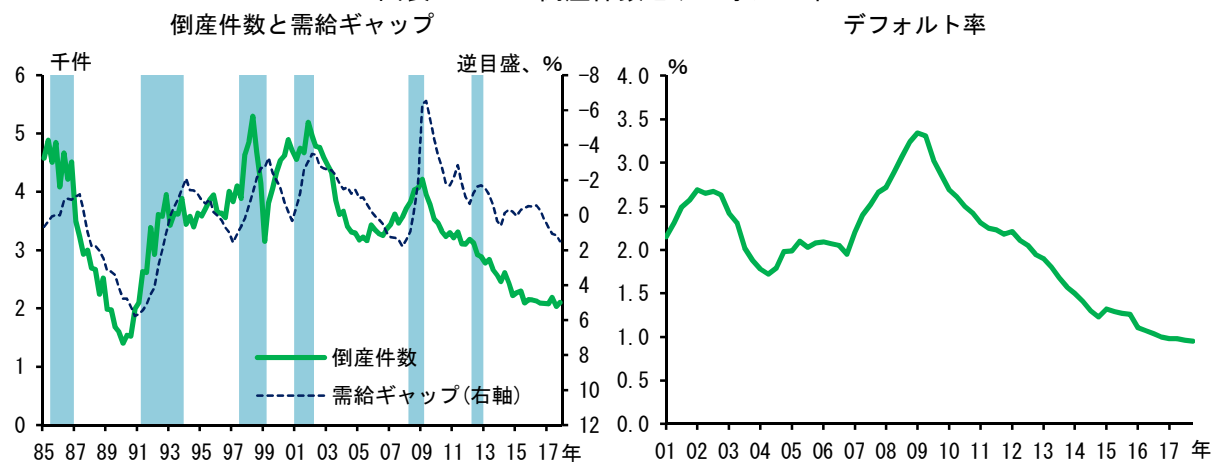
1. 企業財務のばらつきと貸出金利体系の歪み

IV章で示したとおり、金融機関の信用コストは、歴史的な低水準で推移している（図表IV-1-3）。これは、長期にわたる景気の改善を反映して、企業収益が史上最高水準まで改善するなか（図表VI-1-1）、金融緩和に伴う金利水準の低下にも支えられて、企業の利払い能力が向上し、デフォルト率が低下しているためである。実際、企業の倒産件数は、1980年代後半のバブル期並みまで減少するとともに、「3か月以上の延滞ないし破綻懸念先以下へのランクダウン」として定義されるデフォルト率も、2000年代以降の最低水準まで低下している（図表VI-1-2）。

図表VI-1-1 企業規模別の売上高営業利益率



図表VI-1-2 倒産件数とデフォルト率



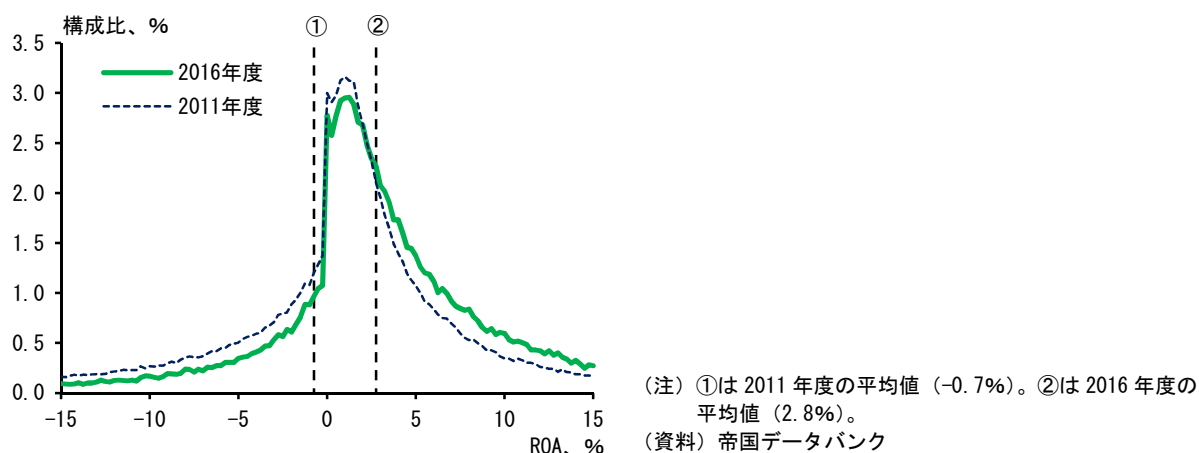
(注) 1. 左図の直近は2017年10~12月。シャドーは景気後退局面を表す。

2. 右図は各四半期末月の値を表示。直近は2017年12月。

(資料) 東京商工リサーチ、日本リスク・データ・バンク、日本銀行

もっとも、企業収益の改善は、企業間で一様ではなく、相応のばらつきを伴っている。中小企業の営業利益 ROA の分布をみると、直近の 5 年間で、分布の右裾の厚みの増加により、平均値は -0.7% (2011 年度) から +2.8% (2016 年度) へと上昇している (図表 VI-1-3)。しかし、長期にわたる景気回復の中にあっても、収益性の改善が捗々しくなく、分布の左裾に滞留し続けている企業も相応に存在する。こうした低収益企業の長期低迷の背景としては、グローバル化や為替レートの変動に伴うグローバルなサプライチェーンの構造変化に適応できていない可能性や、地域の高齢化・人口減など構造的な下押し圧力が相対的に強く作用し続けている可能性などが考えられる。

図表 VI-1-3 中小企業の ROA 分布

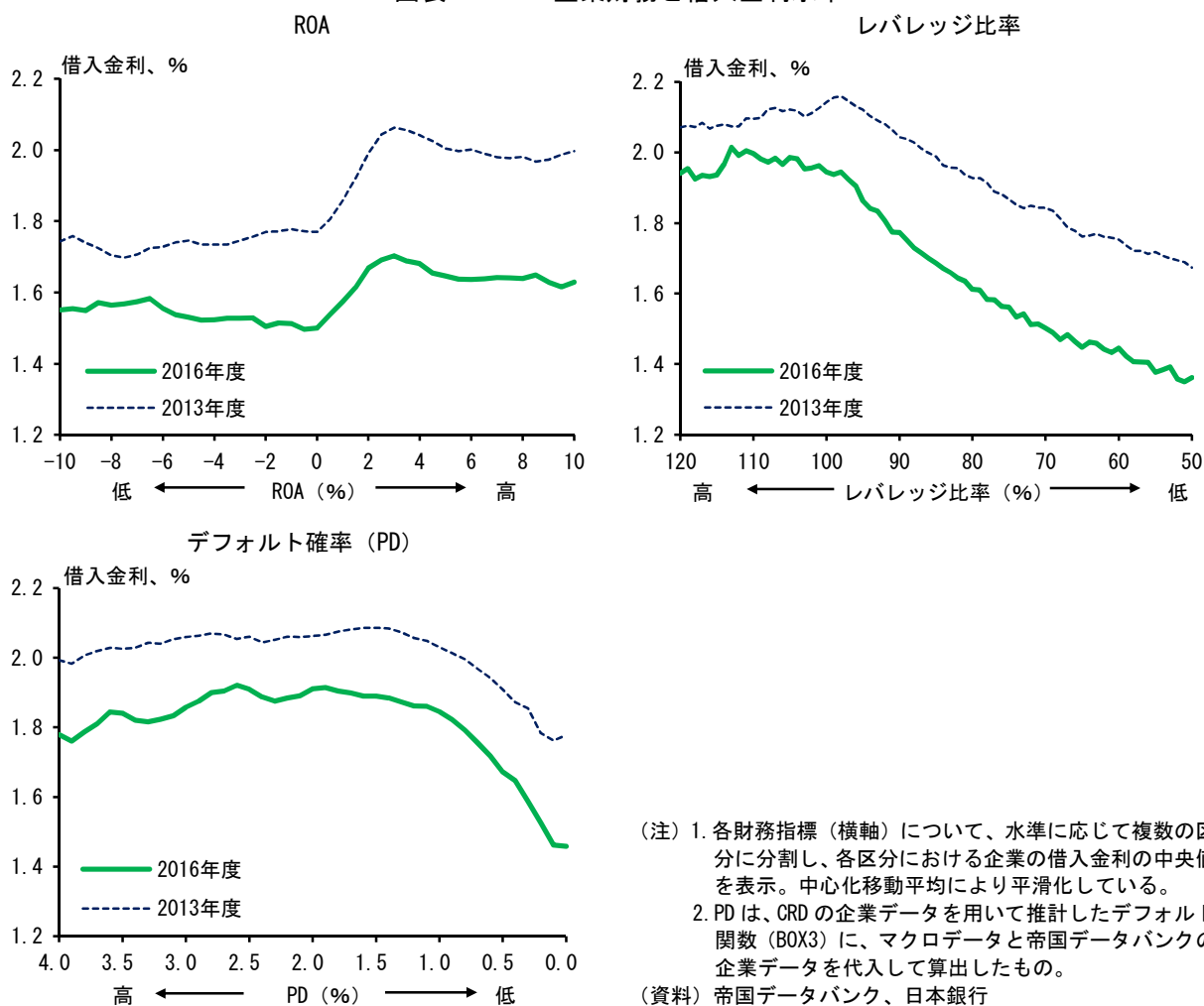


このように収益性をはじめとする企業財務の内容には相応のばらつきがある一方、企業財務と貸出金利との対応関係をみると、企業の信用リスクに見合わない事例も存在する。一般に、銀行の貸出金利は、企業の信用リスクの大きさを反映して決定され、企業の信用リスクが高いほど、上乗せされるプレミアムも大きくなると考えられる。しかし、実際には、①収益性 (営業利益 ROA) や②財務レバレッジ (負債/総資産)、③ (これら以外の様々な財務変数やマクロ経済環境も勘案して推計した) デフォルト確率 (PD) のいずれをみても、それらの指標から判断される信用リスクの高さに比べて、相対的に貸出金利が低位に設定されている例がみられる (図表 VI-1-4)³⁵。例えば、通常、デフォルト確率が高くなるほど、貸出金利の水準は高くなることが想定されるが、デフォルト確率がある一定水準以上になると、そうした関係が崩れ、むしろデフォルト確率の上昇に伴って金利水準は逡減していることが確認できる。これには、金融機関がデフォルト確率の高い企業に対して、資金回収の不確実性が高い長期貸出を抑制し、主に短期貸出で対応していることも影響しているとみられる (図表 VI-1-5)。しかし、長期借入比率が金利水準に及ぼす影響はさほど大きいものではなく、こ

³⁵ 本章で扱う貸出金利は、特に断りのない限り、支払利息を借入金残高で除すことによって算出した実効ベースの貸出金利を指す。したがって、金融機関が約定金利を低位に設定したり、金利減免に応じたりする場合だけでなく、返済猶予を認めて利払い額が減少した場合でも、算出される貸出金利は低下することになる。

れを調整しても、信用リスク（デフォルト確率）の上昇に伴って借入金利が逡増していく姿にはならない³⁶。財務内容の悪い企業に対して、金融機関が企業の要請に応じて、約定金利を低位に設定したり、金利減免に応じているケースは従来からみられる。しかし近年は、それだけではなく、貸出競争が激化するなかで、金融機関側から、貸出金利を信用リスク対比で圧縮しながら積極的に信用供与を増やしている——金利を低めに設定することで金利感応度が高い企業の資金需要を掘り起こしている——可能性がある。

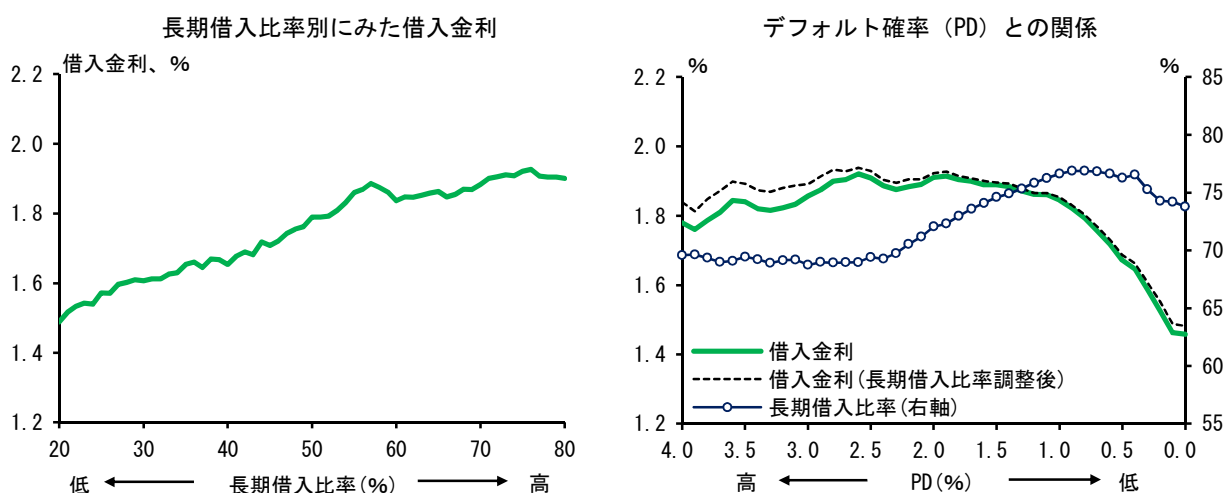
図表VI-1-4 企業財務と借入金利水準



以下では、財務内容の相対的に悪い貸出先企業のうち、銀行が貸出金利の水準を信用リスク対比で低めに設定している先を、「銀行にとって採算が低い貸出先（低採算先）」と呼ぶ。分析においては、（銀行にとって将来の信用コストにつながる）デフォルト確率を左右する企

³⁶ この他に、可能性としては、金融機関が信用リスクの高い先に対し、優良担保や保証による保全を行うことで、金利を低めに設定していることも考えられる。データの制約により、担保による保全の影響を検証することは難しいが、中小企業信用リスク情報データベース（CRD）を用いれば、信用保証の有無が、企業財務と借入金利の関係にどのような影響を及ぼしているかを定量的に検証できる。これによれば、①信用保証が有る場合、保証料の分だけ、実効ベースの貸出金利が上昇するが、②信用保証の有無は、ROA・レバレッジと借入金利の関係の形状（図表VI-1-4）には大きな変化をもたらさないことが確認できる。したがって、信用保証による保全が、図表VI-1-4で観察されるような金利体系の歪みをもたらす主因とは考えにくい。

図表VI-1-5 長期借入比率と借入金利



- (注) 1. 長期借入比率=長期借入金/借入金合計
 2. 左図は、長期借入比率について、水準に応じて複数の区分に分割し、各区分における企業の借入金利の中央値を表示。右図は、PDについて、同様に複数の区分に分割し、各区分における企業の借入金利と長期借入比率の中央値を表示。左右の図とも2016年時点。中心化移動平均により平滑化している。
 3. 右図の「借入金利(長期借入比率調整後)」は次の手順で計算した。①左図をもとに、長期借入比率と借入金利の関係を推計する。②推計した関係式を用いて、仮に全ての企業が同一の長期借入比率であった場合に——ここでは、長期借入比率=75%と設定——、借入金利がどの程度変化するか算出する。

(資料) 帝国データバンク、日本銀行

業の財務変数のうち、営業利益 ROA と財務レバレッジを取り上げ、それらと借入金利水準の関係に着目する。具体的には、次の2つの基準のうち、どちらかを2年連続で満たす場合、「低採算先」と定義する。また、それ以外の企業は、本レポートでは「通常の貸出先(通常先)」と呼んで区分することにする³⁷。

- ① ROA 基準：営業利益 ROA が企業分布の中央値を下回っているにもかかわらず、借入金利が信用力の最も高い企業向けの金利 (ROA の上位 10%の企業の借入金利) を下回る。
- ② レバレッジ基準：財務レバレッジが企業分布の中央値を上回っているにもかかわらず、借入金利が信用力の高い企業向けの金利 (財務レバレッジの下位 50%の企業の借入金利) を下回る。

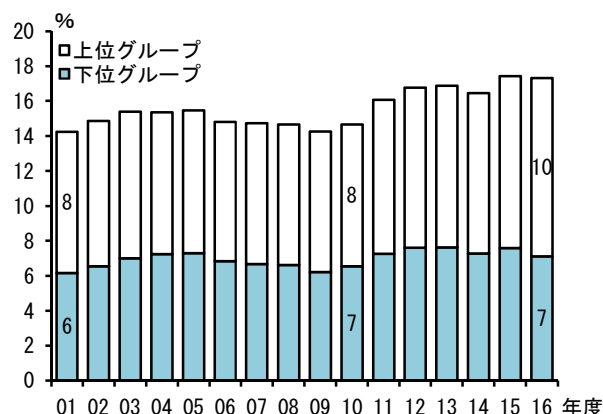
低採算先の抽出に際して、財務指標の企業分布に注目したのは、分布の下位に位置する企業は、上位に位置する企業に比べ、景気循環を均して見た ("through the cycle"で捉えた) デフォルト確率が高く、したがって、金融機関にとっての信用リスクも相対的に大きいと考えられるためである (BOX3)。また、企業の財務指標だけでなく、借入金利の基準も導入しているのは、そうした信用リスクとの対比で銀行が受け取る金利 (リターン) が見合ってい

³⁷ 2年連続としたのは、単年度の振れではなく、継続して財務状況が悪化した企業を抽出するためである。産業ごとの違いをコントロールするため、低採算先の抽出は産業別に行っている。なお、レバレッジ基準の設定に際しては、レバレッジの非常に低い企業は、ほとんど借入を行っていないため、借入金利の代表性に疑義が残ると考えられ、ここでは、サンプルを広くとりレバレッジ下位 50%の企業の金利を基準とした。

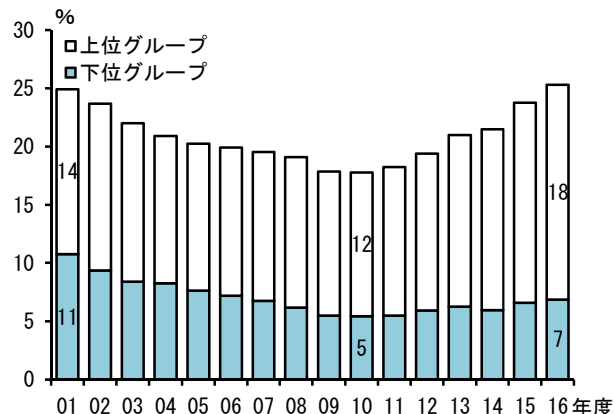
るかどうかを勘案するためである。ここで定義している「低採算先」とは、リスクとリターンが見合っていない貸出先であり、信用リスクの高い企業であっても、借入金利がリスクと見合って高めに設定されている場合には、低採算先として抽出されない³⁸。

このように定義された低採算先が中小企業全体に占める比率（低採算先比率）は、リーマンショック以降、振れを伴いつつも、ごく緩やかに上昇している（図表VI-1-6）³⁹。また、低採算先貸出が中小企業向け貸出全体に占める比率をみると、2010年をボトムに、低採算

図表VI-1-6 低採算先比率



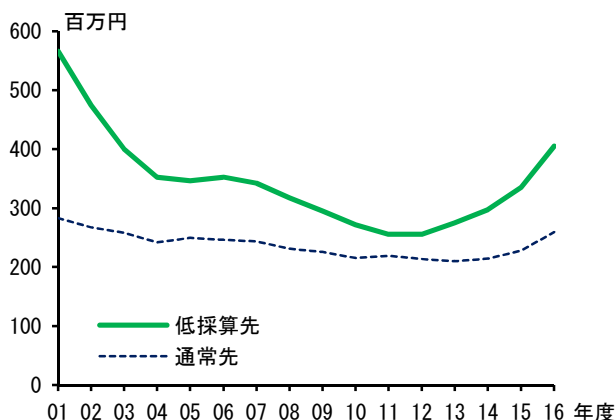
図表VI-1-7 低採算先貸出比率



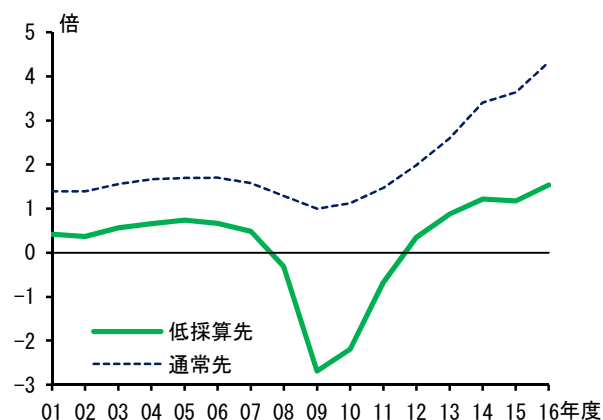
(注) 低採算先のうち、①ROA基準において2年連続で下位25%の水準を下回った企業、またはレバレッジ基準において2年連続で上位25%の水準を上回った企業を「下位グループ」、②残りを「上位グループ」に分類。以降の図表も同様。
(資料) 帝国データバンク

図表VI-1-8 低採算先の財務指標(1)

借入金



ICR



(注) 借入金は1社当たり平均値、ICRは各企業分布の中央値。
(資料) 帝国データバンク

³⁸ 貸出利鞘が長期的に縮小傾向を辿るなか、経費を考慮すれば、優良企業を含む多くの貸出先で貸出採算が低下しているのが実態である。本章で定義する「低採算」とは、こうした経費を含めた採算の実態に焦点を当てたものではない。優良企業に比べ信用リスクが高いにもかかわらず、それに見合った貸出金利が設定されていない先を低採算先として抽出している。

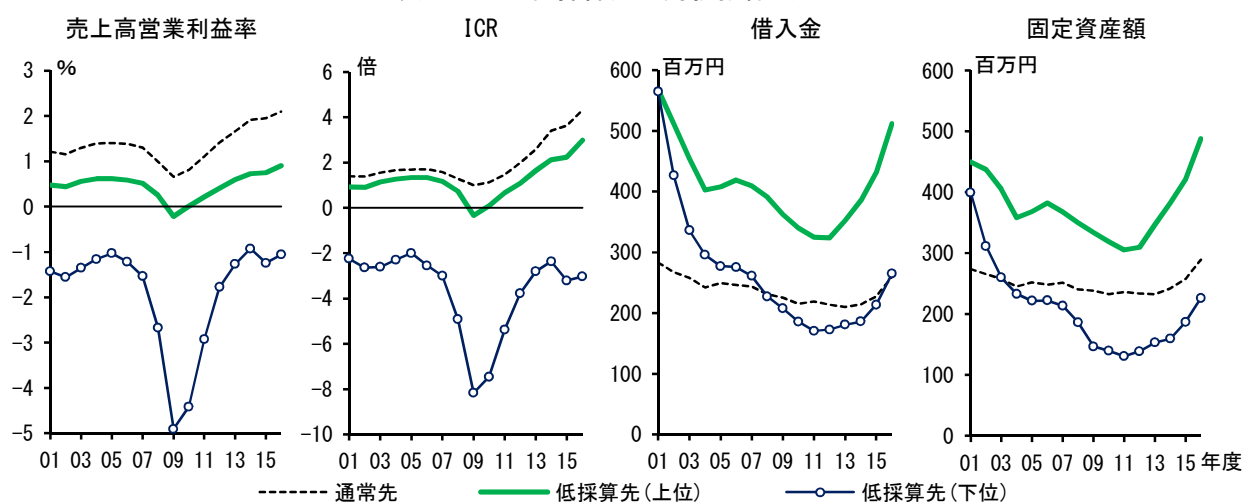
³⁹ リーマンショック時に低採算先比率が若干低下しているのは、①倒産等により低採算先の退出が進んだこと、②大きな負のマクロショックにより企業の財務内容が一様に悪化したため、ROAやレバレッジの分布において従来の低採算先の位置が相対的に改善するといったリシャッフルが相応の規模で生じたこと、などが影響しているとみられる。

先比率を上回るペースで上昇している⁴⁰。足もとは、金融危機後の不良債権処理問題に直面していた 2000 年代初とほぼ同水準となっている（図表VI-1-7）。こうした低採算先貸出比率の上昇には、低採算先比率自体の緩やかな上昇に加えて、低採算先 1 社当たりの借入金が増加していることが影響している（図表VI-1-8）。

2. 低採算先貸出比率の上昇の背景

このように、低採算先貸出比率が 2010 年頃から一貫して上昇を続けているが、その構成比をみると、2000 年代初頭は、低採算先の中でもとりわけ収益性が低くレバレッジの高い下位グループ向けの貸出比率が高かったのに対し、近年は、低採算先の中でも相対的に財務内容が上位に位置するグループ向けの貸出が増加している（図表VI-1-7）。低採算先のうち、上位グループと下位グループでは、財務内容に大きな開きがあるうえ、2000 年代初頭は、下位グループの借入金（とそれによりファイナンスされた不稼働資産）が非常に大きかった（図表VI-2-1）。これに対して、近年は、上位グループの借入金（とそれによりファイナンスされた設備資産等）の拡大が顕著となっている⁴¹。このことは、近年の低採算先貸出の増加の背景には、過去のわが国の金融危機時とは本質的に異なるメカニズムが働いている可能性

図表VI-2-1 低採算先の財務指標（2）



（注）売上高営業利益率と ICR は各企業分布の中央値、借入金と固定資産額は 1 社当たり平均値。直近は 2016 年度。
（資料）帝国データバンク

⁴⁰ 低採算先貸出比率の変動パターンは、低採算先の抽出条件である借入金利率の水準の設定を変更しても、基本的に変わらない。例えば、借入金利率の条件を引き上げた場合でも、低採算先貸出比率は、緩やかに増加している姿が維持される。他方、借入金利率の高い場合と低い場合で、抽出される低採算先の利益率を比較すると、後者の方が明確に低くなっている。この背景として、①財務内容の悪い企業の要請に応じて金融機関が金利減免を行っているケース、②金融機関自らが貸出金利を低めに設定し、利益率の低い企業の資金需要を掘り起こし、貸出を増加させているケースの双方が考えられる。

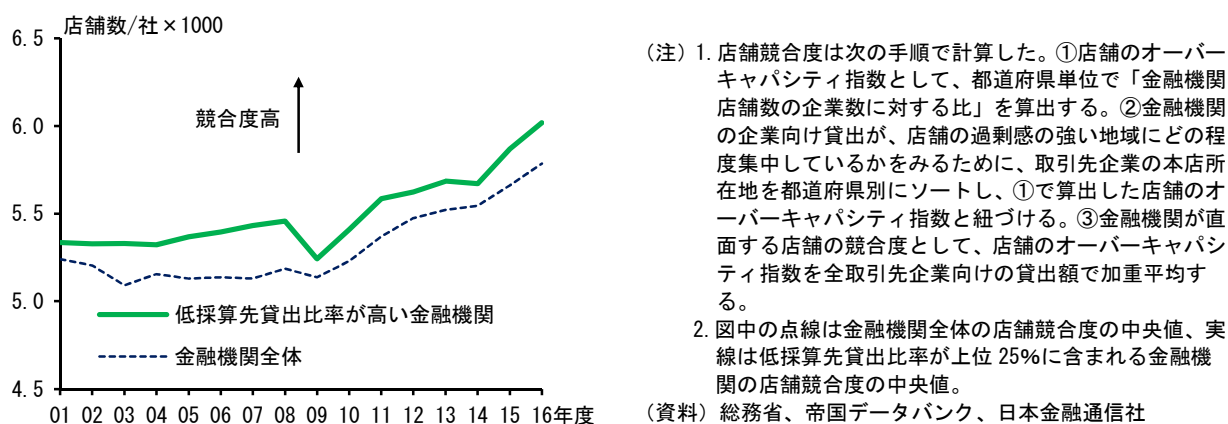
⁴¹ 図表VI-2-1 をみると、低採算先下位グループの借入金と固定資産額も、近年（上位グループほどではないにせよ）増加している。これは、1 社当たりの平均値を示しているためであり、下位グループのうち規模の大きな先の動きを反映したものである。そうした先を除くと、借入金や固定資産額は足もと横ばい圏内で推移している——図示していないが、下位グループの中央値は横ばいで推移している——。

を示唆している。すなわち、2000年代初頭までは、不良債権問題による金融機関の資本不足が意識されるなか、貸倒損失を回避する目的から、金融機関は金融支援が無ければデフォルトする可能性の高い企業（ハイリスク企業）にいわゆる「追い貸し」を増やしていたとみられる⁴²。これに対し、最近の低採算先貸出の増加は、金融緩和の長期化に加え、金融機関同士の貸出競争激化もあって貸出利鞘の縮小圧力が強まるもとの、経営体力のある金融機関が、いわゆる「ミドルリスク企業」向けを中心に信用面のリスクテイクを積極化させていることが影響していると考えられる（BOX4）。

金融機関間競争の影響

前回の本レポートで詳しく分析したとおり、企業数や人口の減少を背景に金融仲介サービス需要が減少傾向を辿るなか、金融機関間の競争は貸出面を中心に激化している⁴³。金融機関店舗数と企業数の相対比をもとに算出した金融機関の競争指数は、2010年前後から上昇に転じており、店舗間の競合が近年一段と激化していることが窺われる（図表VI-2-2）。こうしたもとの、金融機関の各店舗は、新たな取引機会を求めて法人営業を強化してきており、特に自らの営業エリア内にあるミドルリスクの地元企業向けに、貸出先を拡大しているとみられる。実際、中小企業の取引金融機関数をみると、この5年間で増加しているが、特に低採算先において、取引金融機関数の増加が顕著となっている（図表VI-2-3、VI-2-4）。

図表VI-2-2 金融機関の店舗競合度



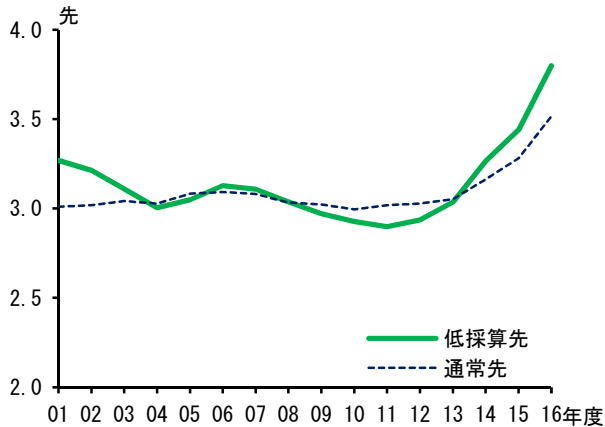
さらに、政府系金融機関の存在も、金融機関同士の貸出競争を強める方向に作用したとみられる。民間金融機関と政府系金融機関の双方と取引関係を持つ企業の比率は、長期的に緩やかな上昇トレンドにあり、最近の景気の改善を受けても、低下に転じる兆候は窺われない（図表VI-2-5）。政府系金融機関が民間金融機関の機能を補完している面もあるが、企業別の

⁴² 欧州でも、債務危機以降、不良債権が増加している金融機関の一部で、2000年代初頭までの本邦金融機関と同様に、信用コストの増加を回避する目的で、利払い能力の低い企業向けに「追い貸し」を行っていた模様である。この点について、詳しくは、ECBのFinancial Stability Review (November 2017)のBOX1を参照。

⁴³ FSR (2017年10月号)のVI章3節「金融機関の競争環境」を参照。

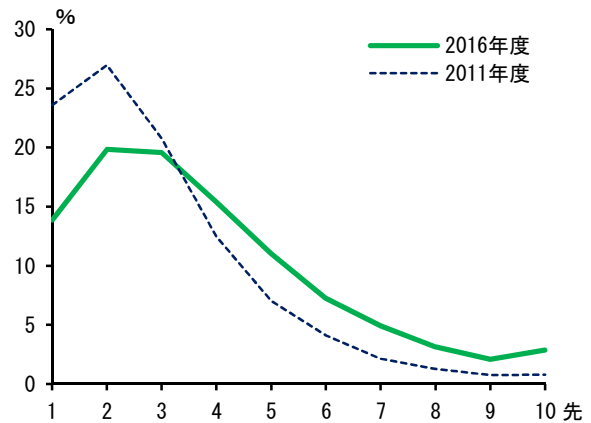
借入金利をみると、金融面での各種政策措置の影響もあってか、政府系金融機関と取引関係を持つ企業の方が、民間金融機関としか取引関係を持たない企業よりも、金利の低下幅が大きくなっている。したがって、政府系金融機関との競争も含め、貸出金利の引き下げ競争が激化している可能性がある（図表VI-2-6）。

図表VI-2-3 中小企業1社当たりの取引金融機関数



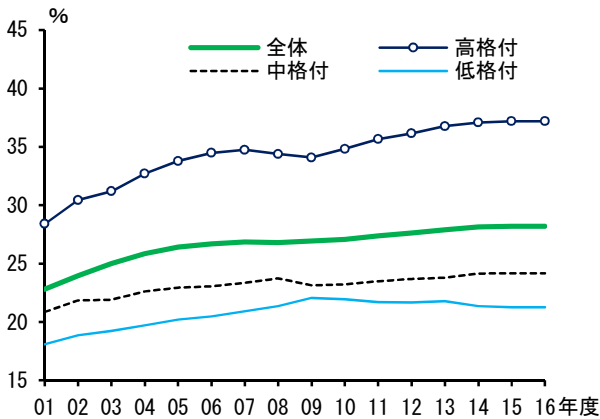
(注) 各企業分布の中央値。
(資料) 帝国データバンク

図表VI-2-4 低採算先の取引金融機関数の分布



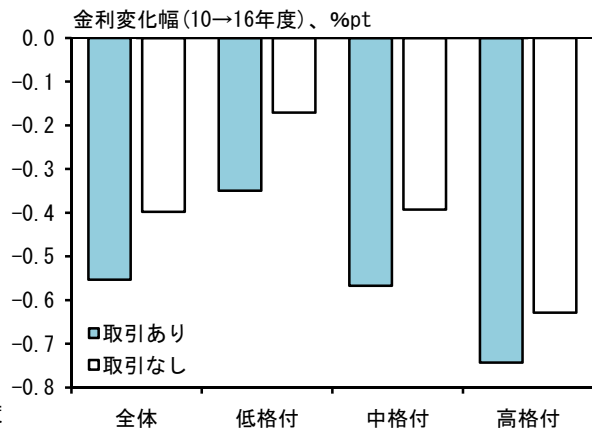
(資料) 帝国データバンク

図表VI-2-5 政府系金融機関と民間金融機関の取引重複度



(注) 1. 取引重複度は、民間金融機関の取引先中小企業のうち、政府系金融機関とも取引関係をもつ企業の比率。
2. 各時点における信用評点が上位25%の企業を「高格付」、上位25%～下位25%を「中格付」、下位25%を「低格付」に分類。
(資料) 帝国データバンク

図表VI-2-6 政府系金融機関との取引の有無と借入金利の低下幅

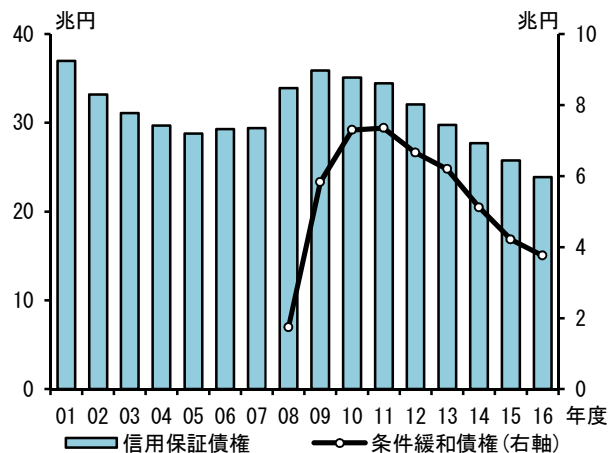


(注) 1. 「取引あり」は政府系金融機関との取引関係をもつ中小企業、「取引なし」は取引関係のない中小企業。それぞれについて、借入金利(平均値)の変化幅を算出した。
2. 格付けの定義は図表VI-2-5を参照。
(資料) 帝国データバンク

なお、公的金融という観点では、リーマンショック後に導入された金融面の各種政策措置——金融円滑化法の施行や信用保証制度の拡充等——も、低採算先貸出の増加に、何がしか寄与した可能性も考えられる。もっとも、信用保証債権や条件緩和債権の残高をみると、リーマンショック後のピークから足もとにかけていずれも低下傾向を辿っているため、これらの金融面の政策措置が、2010年以降の低採算先貸出比率の上昇トレンドを説明する主因で

あるとは考えにくい（図表VI-2-7）。

図表VI-2-7 信用保証債権と条件緩和債権

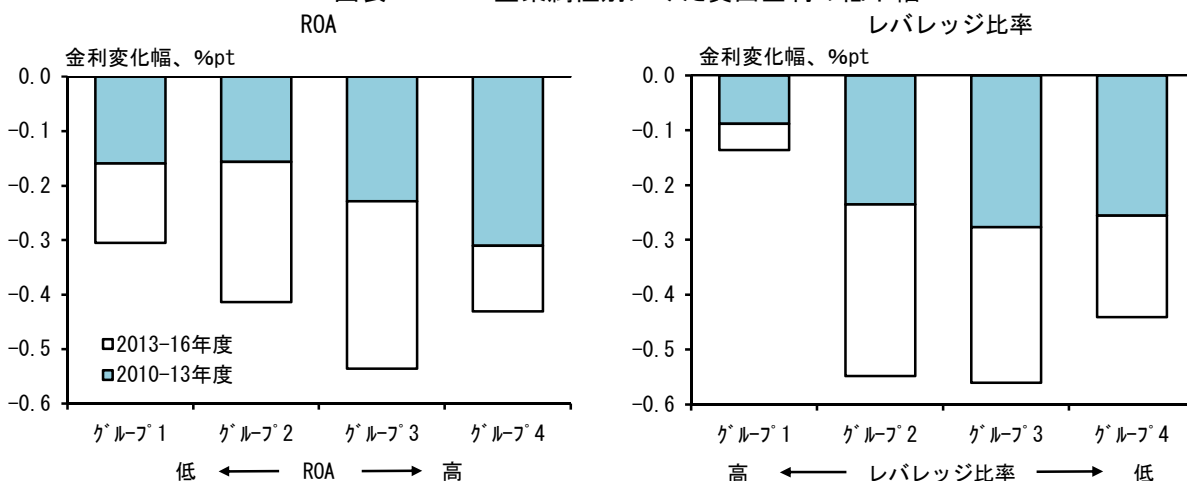


(注) 1. 「信用保証債権」は、民間金融機関の貸出債権のうち、保証協会の保証付きの残高。
 2. 「条件緩和債権」は、金利減免など融資条件を緩和した貸出債権のうち、貸出条件緩和債権に該当しない、その他要注意先債権の残高。
 (資料) 全国信用保証協会連合会、中小企業庁、日本銀行

金融緩和の影響

金融機関同士の貸出競争の激化に加えて、長期にわたる金融緩和も、ポートフォリオ・リバランス・チャンネルを通じて、低採算先、特にミドルリスク企業向けの貸出増加を後押ししてきたと考えられる。2010年から足もとまでの貸出金利の低下を企業属性別にみると（図表VI-2-8）、2013年頃までは、財務が相対的に良好な企業（ROAが高く、レバレッジが低い先）で金利の低下幅が相対的に大きくなっており、金融緩和効果は当初、比較的风险の低いゾーンでまず顕在化していたことが分かる。その後、金融緩和が長期化するなかで、低リスクゾーンの貸出金利の低下幅が次第に小さくなるとともに、もう少しリスクの高いミドルリスクゾーンの金利の低下幅が大きくなってきている。この間、ハイリスクゾーン（ROAが最も低く、レバレッジが最も高い企業向け）の金利の低下幅は限定的なものにとどまっている。

図表VI-2-8 企業属性別にみた貸出金利の低下幅



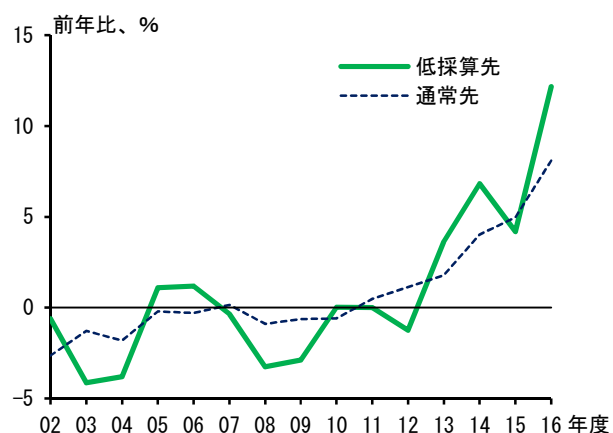
(注) ROAおよびレバレッジ比率の四分位ごとに中小企業を4つのグループに分類し、それぞれのグループについて、貸出金利（平均値）の変化幅を算出。
 (資料) 帝国データバンク

ミドルリスク企業は、優良企業に比べ内部資金が少ないため、銀行借入依存度がもともと高い。しかし、収益性が相対的に低いため借入返済能力も低く、したがって、利益拡大を目指して設備投資を行おうとしても、金利が高いと借入増加には踏み切れない。逆に言えば、内部資金の少ないミドルリスク企業は、内部資金の潤沢な優良企業とは異なり、借入の金利感応度が高いため、金融機関が低金利を提示すれば、潜在的な借入需要が顕在化しやすいと考えられる。金融緩和や銀行間競争は、こうしたメカニズムを通して、ミドルリスク企業を中心とする低採算先の借入増加を促してきたと考えられる。

景気改善長期化の影響

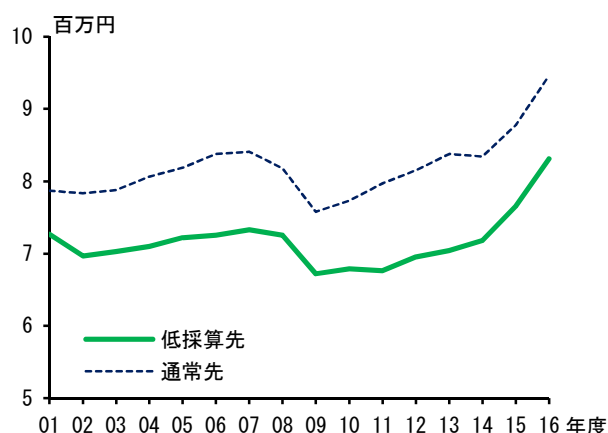
景気改善の長期化が、ミドルリスク企業を中心とする低採算先の潜在的な借入需要の拡大につながってきたことも重要なポイントである。企業の借入需要を規定する生産要素投入の動向をみると、まず、低採算先の従業員数は、通常先よりも高めの伸びが続いている（図表VI-2-9）。低採算先は、通常先に比べ、労働生産性の面で劣位にある——言い換えると、1単位の付加価値を生み出すために、より多くの労働力が必要となる——ため、景気回復が長期化するなかで、より多くの従業員を吸収してきたと考えられる（図表VI-2-10）。また、低採算先の設備投資も、このところ通常先よりも高めの伸びが続いている（図表VI-2-11）。低採算先の設備投資は、2000年代初頭の金融危機時やリーマンショック時に大きく落ち込んでいた。しかし景気拡大に伴い、生産能力の回復を企図したペントアップ投資や人手不足の緩和を狙った省力化投資が、足もとで顕在化してきている可能性が高いと考えられる。

図表VI-2-9 中小企業1社当たりの従業員数



(資料) 帝国データバンク

図表VI-2-10 中小企業の労働生産性



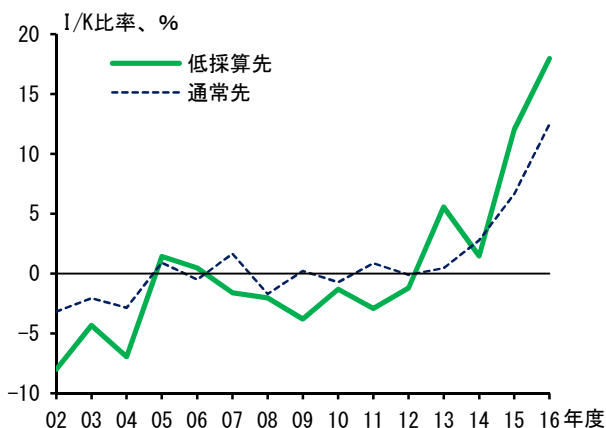
(注) 従業員1人当たりの売上総利益(売上高-売上原価)を表示。

(資料) 帝国データバンク

このように、景気改善の長期化を背景に生産要素の投入を増やしていく過程で、低採算先は、内部資金が乏しいため、運転・設備資金の借入需要を増やしていったと考えられる。低採算先貸出は、製造業、卸・小売業、不動産業を含む幅広い業種で増加しているが（図表VI

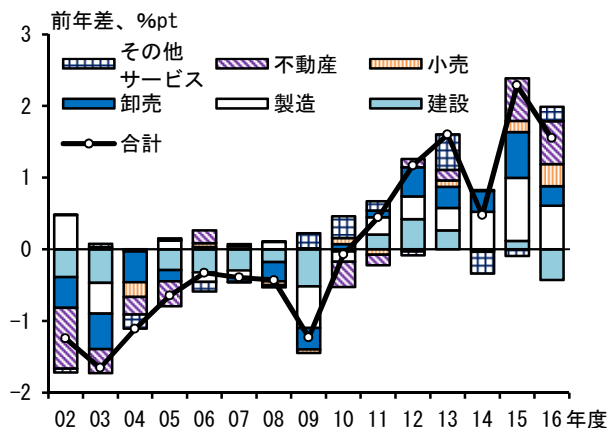
-2-12)、これは、景気改善の長期化により、その恩恵が幅広い業種に広がっていることと総合的である。

図表VI-2-11 中小企業1社当たりの設備投資



(注) 設備投資 (I) は、固定資産 (K) の前年差 (ΔK) として算出。
(資料) 帝国データバンク

図表VI-2-12 業種別の低採算先貸出比率

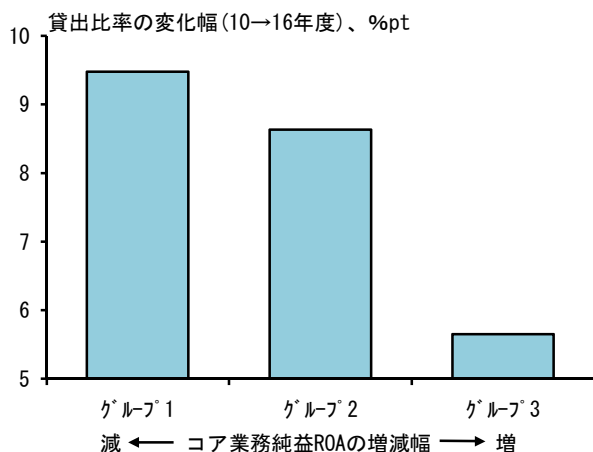


(注) 低採算先貸出比率の前年差を業種別に寄与度分解したもの。
(資料) 帝国データバンク

金融機関のリスクテイク

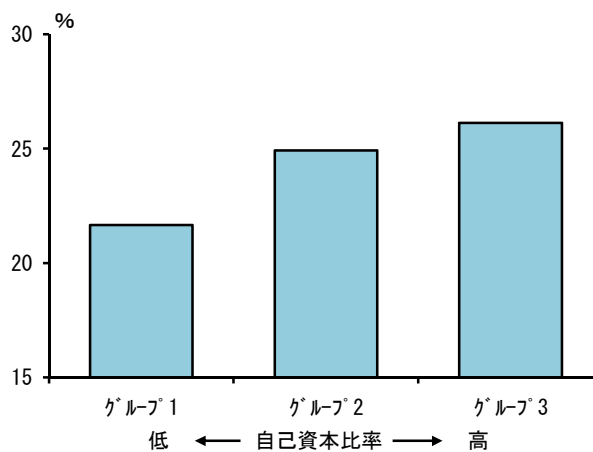
本節の最後に、ミドルリスク企業を中心とする低採算先貸出を増加させている金融機関には、どのような特徴があるか考察する。詳しくはBOX4の定量分析で示すが、①リスクテイクのインセンティブの面で、基礎的収益力であるコア業務純益の減少幅が大きい銀行ほど、②また、リスクテイク能力の面で、自己資本比率が高い銀行ほど、低採算先貸出を増やして

図表VI-2-13 コア業務純益の減少幅と低採算先貸出比率の変化幅



(注) 1. 各年について、コア業務純益ROAの前年差をもとに金融機関を3つのグループに分類し、それぞれのグループについて、低採算先貸出比率の前年差(平均値)を算出。2010年度以降の低採算先貸出比率の累積変化幅をグループごとに表示。
2. 集計対象は、自己資本比率が9%以上の金融機関。詳しくはBOX4参照。
(資料) 帝国データバンク、日本銀行

図表VI-2-14 自己資本水準と低採算先貸出比率



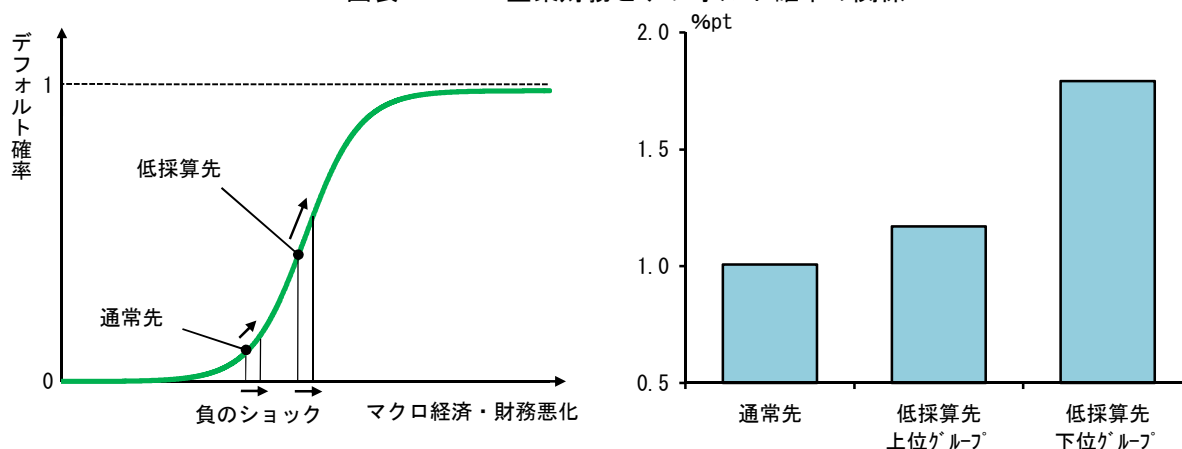
(注) 2010~16年度の自己資本比率(平均値)をもとに、金融機関を3つのグループに分類し、それぞれのグループについて、2016年度の低採算先貸出比率(平均値)を算出。
(資料) 帝国データバンク、日本銀行

いることが確認できる（図表VI-2-13、VI-2-14）。こうした傾向から、近年の低採算先貸出の増加は、2000年代初頭までのわが国や、欧州債務危機時の一部欧州諸国でみられた「追い貸し」とは、本質的に性格が異なることが分かる。すなわち、「追い貸し」とは、自己資本の乏しい金融機関が、信用コストの発生に伴う自己資本の毀損を回避する目的から、金利減免などの救済措置が無ければデフォルトする可能性が高い企業——図表VI-1-7の下位グループ向け貸出が主に該当する——に対して融資を増やし、経済環境の好転を待つ動きである。これに対し、足もとで生じている動きは、充実した資本基盤を備え、十分なリスクテイク能力を有する金融機関が、貸出競争の激化や金融緩和の長期化による収益への下押し圧力を軽減する目的から、ミドルリスクゾーン——図表VI-1-7の上位グループ向け貸出が主に該当する——でのリスクテイクを積極化しているものと考えられる。こうした金融機関による企業向け貸出の増加は、企業の生産活動を資金面で下支えし、景気改善に寄与しているといえる。

3. 低採算先貸出の信用リスクとデットガバナンス

金融機関は、ミドルリスク企業向けを中心に信用面でのリスクテイクを積極化させているが、既述のとおり、信用コストは、景気拡大と低金利に支えられたデフォルトの減少を反映して、現状、歴史的な低水準で推移している（図表IV-1-3）。もっとも、景気悪化や金利上昇など負のショックが発生した場合、多くの低採算先のランクダウンが発生し、信用コストが急激に上昇する可能性も否定できない。低採算先は、ここ数年の間に1社当たりの借入金が大幅に増加している。このため、借入金利水準が優良企業並みに抑制されているにもかかわらず、利払い能力を表すインタレスト・カバレッジ・レシオ（ICR）の水準は、通常先に比べかなり低く、足もとでも1倍強——つまり、収益水準が支払利息を若干上回る程度——にとどまっている（図表VI-1-8）。低採算先のうち、上位グループ（ミドルリスク企業）は、下

図表VI-3-1 企業財務とデフォルト確率の関係



(注) 右図は、通常先のデフォルト確率（中央値）を+1%pt 上昇させるショックを仮定して、企業グループごとのデフォルト確率（中央値）の上昇幅を試算したものの。2016年時点のマクロ経済環境を前提に算出。

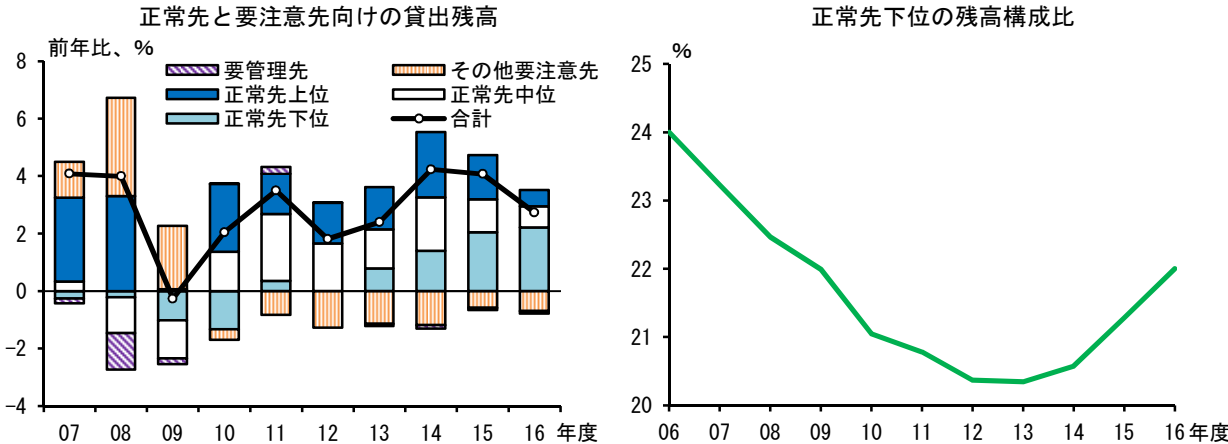
(資料) CRD、帝国データバンク

位グループ（ハイリスク企業）に比べ ICR は高いが、借入残高が大きい（図表VI-2-1）、金利が上昇に転じれば、急速に ICR が悪化する可能性がある。こうした利払い能力の相対的な低さから、低採算先は、景気悪化や仕入れコストの上昇、金利上昇といった負のマクロショックが発生すると、通常先に比べ、デフォルト確率が上昇しやすいと考えられる（BOX3）。例えば、足もとのマクロ経済環境（2016 年時点）のもとで、相対的に財務が健全な通常先のデフォルト確率を+1%pt 上昇させるような負のマクロショックが発生したと仮定すると、低採算先のデフォルト確率は、もともと水準が高いうえに、上昇幅もより大きくなる—— +1%pt を有意に上回る——と試算される（図表VI-3-1）。

金融機関の信用リスク管理の強化

こうした低採算先の信用リスクの大きさを踏まえると、金融機関は、先行きのマクロ経済環境の変化も念頭に置いて、リスクに応じた適正な金利設定を行うとともに、引当の適切性を検証するなど信用リスク管理の実効性を向上させていく必要がある。この点、金融機関の債務者区分構成をみると、景気改善が長期化するなかでランクアップした正常先下位が近年増加しているが（図表VI-3-2）、こうした債務者は将来の負のショックによりランクダウンが生じやすいと考えられる。低採算先のうち、ミドルリスク企業を含む上位グループの多くは、正常先下位に分類されているとみられ⁴⁴、正常先債権全体の引当率は、リーマンショック前を下回る既往最低水準で推移している（図表IV-1-4）。正常先債権の引当率の低下は、引当率の算定期間の短い金融機関ほど、景気回復の長期化と低金利環境の長期化をより強く反映するかたちで生じているとみられる（図表VI-3-3）。仮に、何らかの負のマクロショックが発生し、正常先の引当率がリーマンショック時並みに上昇した場合には、一部の地域金融機関において、正常先債権の追加引当のみを想定しても、コア業務純益の 50%以上に相当する信用

図表VI-3-2 地域銀行の債務者区分構成

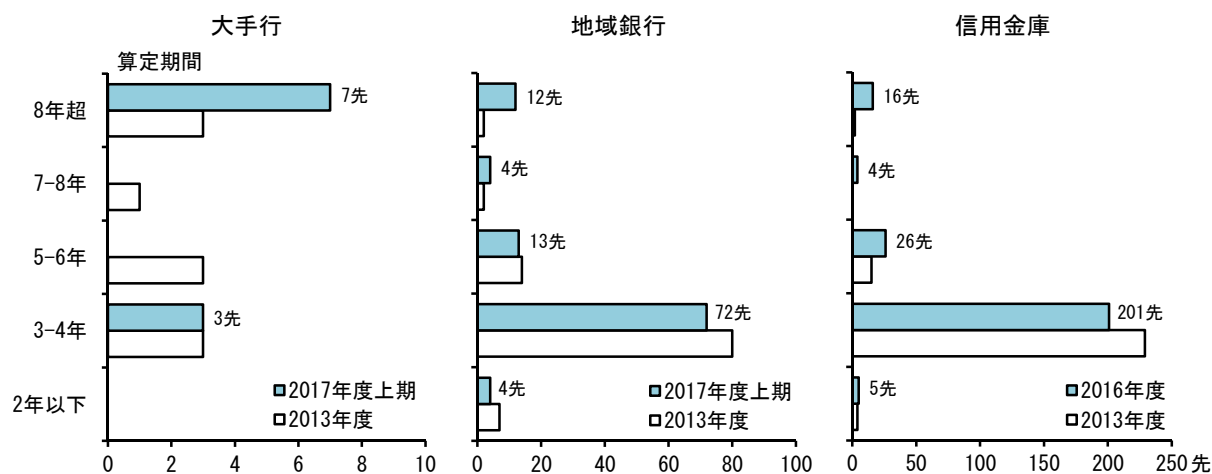


(注) 正常先債権は、各行の内部格付け区分を 1/3 ずつ分類。右図は、自己査定対象債権残高に占める正常先下位の割合。
 (資料) 日本銀行

⁴⁴ ミドルリスク企業は、正常先下位のほかに、要注意先（要管理先以外）に分類された先もあるとみられる。

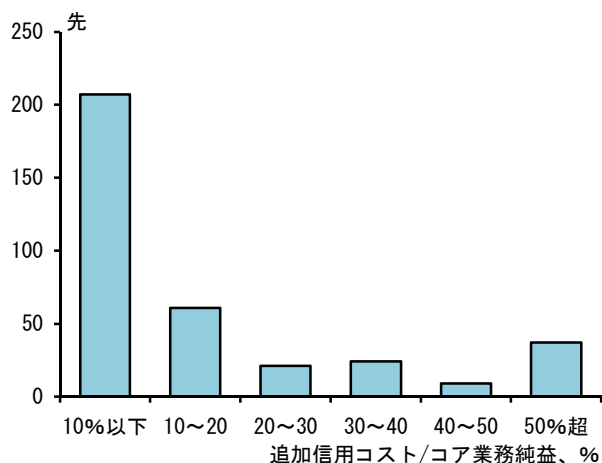
コストが発生する可能性があるとの試算結果が得られた（図表VI-3-4）。

図表VI-3-3 引当率の算定期間



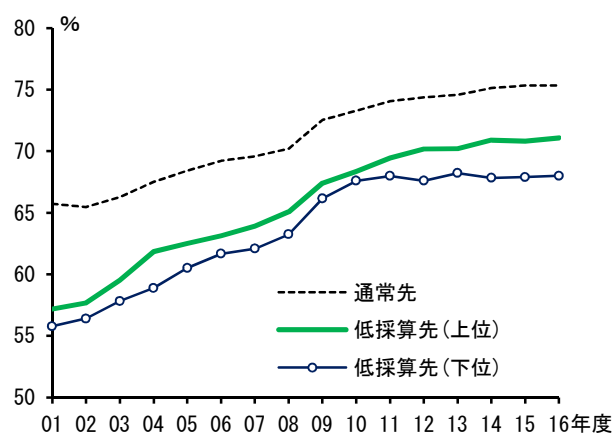
(注) 各調査時点における、正常先の引当率算出にかかる総算定期間（全ての算定期間の合計）。
 (資料) 日本銀行

図表VI-3-4 正常先引当率の上昇による
収益インパクト



(注) 正常先の引当率がリーマンショック時（2008~09年度）並みに上昇した場合に見込まれる、2016年度末時点の正常先債権に対する追加引当のコスト（対コア業務純益比率）を、金融機関別に算出。集計対象は地域金融機関。
 (資料) 日本銀行

図表VI-3-5 中小企業の長期借入比率



(注) 長期借入比率=長期借入金/借入金合計
 (資料) 帝国データバンク

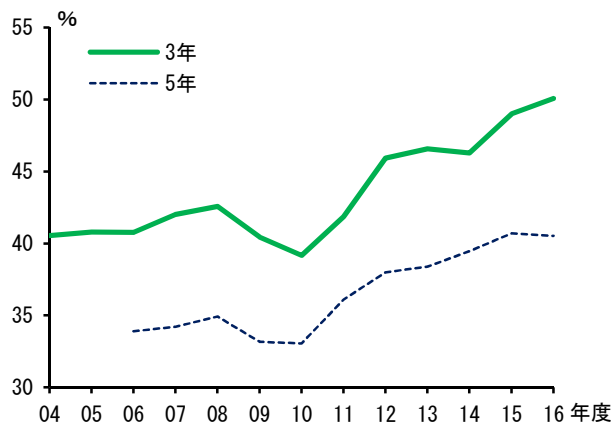
こうした試算結果も踏まえると、貸出債権の引当にあたっては、足もとの良好なマクロ経済環境に過度に引き摺られることのないよう、会計原則を踏まえつつ、中長期的な視点から循環的な影響を十分に勘案してその水準を検討していく必要がある。金融機関は利鞘確保のために貸出期間の長期化を進めており（図表Ⅲ-1-15）、低採算先貸出でもモデルリスク企業を中心にそうした傾向が明確にみられることを踏まえると（図表VI-3-5）、景気循環を均した信用リスク評価の重要性は一層高まっている。大手行のみならず、地域金融機関においても、正常先債権にかかる引当率の算定期間を長期化させる動きが一部で見られるが、依然として短い算定期間を設定している先もかなり多い（図表VI-3-3）。金融機関は、先行きのマクロ経

済環境の変化も念頭に置いて、与信ビジネスモデルや実質的な与信期間なども勘案のうえ、引当率の算定方法を改善させていくことが望ましい⁴⁵。

金融機関によるデットガバナンスの強化

金融機関は、信用リスク管理を強化すると同時に、顧客企業とのリレーションシップも強化し、企業の生産性向上を積極的に支援していくことが望まれる。低採算先のパフォーマンスをやや長い目でみると、いったん低採算先として分類された企業が、その後も低採算先にとどまり続ける確率は、近年、緩やかに高まってきている（図表VI-3-6）。このことは、景気改善や銀行による低金利の貸出供給にもかかわらず、低採算先の財務改善が必ずしも順調には進まず、よって銀行も貸出金利を信用リスク対比で適正な水準に見直すことができていないことを示唆しているともみることができる。こうした状況のもとで、将来、金利が上昇すると、低採算先のデフォルトから信用コストが増えるか、あるいは、デフォルト回避のために銀行が貸出金利の引き上げを抑制したり、金利を減免することで利鞘の縮小を余儀なくされるか、いずれかの問題に直面する可能性は小さくない。金融機関は、このような状況に陥ることを回避するために、与信実行後も顧客企業をしっかりとモニタリングし、①販売先の拡充や設備・IT投資も活用した経営効率の改善などにより、キャッシュフローの増加に向けて積極的に働きかけるとともに、②将来性のある新規事業の後押し、後継者問題への対応、不採算分野からの退出を含め、顧客企業の経営課題の解決に向けた支援を強化していくことが期待される。マクロ的な金融経済環境が良好な今こそ、企業の生産性向上に向けた抜本的

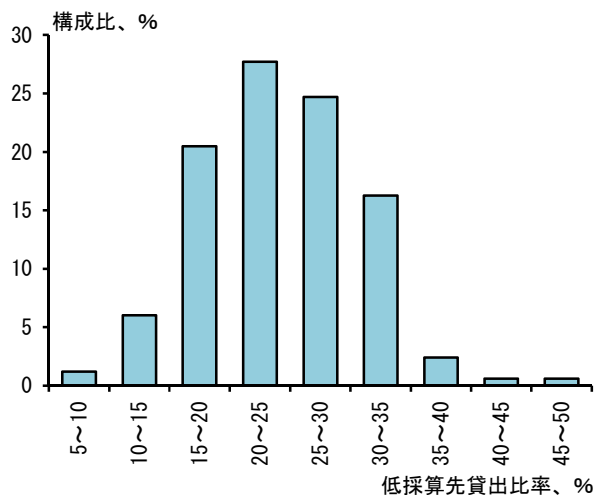
図表VI-3-6 低採算先の遷移確率



(注) 各時点における低採算先のうち、3年前または5年前の時点で低採算先であった先の比率。集計対象は、比較時点の財務データが利用可能な中小企業。

(資料) 帝国データバンク

図表VI-3-7 金融機関の低採算先貸出比率の分布



(注) 集計対象は大手行と地域金融機関。2016年度時点。

(資料) 帝国データバンク

⁴⁵ 多くの地域金融機関が引当方法の改善のために見直しを検討しているが、実施に至っていない先も多い。こうした先では、引当方法見直しの合理性・客観性を確保するための工夫を行っている金融機関の事例も参考にしながら、改善に向けて引続き取り組んでいくことが望ましい。詳しくは、『金融システムレポート別冊シリーズ：地域金融機関における貸倒引当金算定方法の見直し状況』（2017年4月）を参照。

な取り組みを促していく好機であるともいえる。

低採算先貸出比率は近年上昇傾向にあるだけでなく（図表VI-1-7）、その金融機関の分布をみると、かなりのばらつきがあり、足もとでは30～40%に達する先もある（図表VI-3-7）。特に、こうした低採算先貸出比率の高い金融機関では、信用リスク管理の強化と同時に、債務者である企業に対する働きかけ（デットガバナンス）の強化を進めていくことが重要な課題である。金融機関が営業エリアに低採算先を多く含んでいる場合、そうした先の生産性が改善しないと、金融機関自身の収益が改善しないだけでなく、地域の付加価値創出力も低下していくと考えられる。これらの企業が、金融機関の支援を受けつつ、生産性の改善やビジネスプロセスの効率化に取り組んでいけば、長い目でみて、地域の資源配分の効率性が向上し、人手不足のもとでも経済全体の成長力の底上げに寄与していくことが期待できる。そうした状況が実現すれば、金融機関自身の営業基盤の下支えにもつながっていくと考えられる。

Ⅶ. 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全体として安定性を維持している。ただし、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、金融面の不均衡が蓄積する可能性がある一方で、基礎的収益力の低迷が続き損失吸収力も失われれば、金融仲介機能が低下する可能性がある。こうした過熱・停滞両方向のリスクがあるなかで、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は、金融機関は収益力の維持・向上に努めるとともに、リスクの蓄積や多様化・複雑化に対して着実に対応していく必要がある。

金融機関の課題

金融システム全体の安定のために、システムを構成する個々の金融機関が取り組むべき主な課題は、以下の3点である。

第一に、地域経済や営業基盤の中長期的な展望を踏まえたうえで、収益力の向上に向けた経営方針を具体化し、各金融機関が自らの強みを活かした取り組みを進めていくことである。

国内預貸業務の収益性は、国内経済の成長力低下や低金利環境の継続などを背景に、趨勢的に低下している。先行きを展望しても、地域の人口・営業基盤の縮小など経営環境が構造的に変化するなかで、金融機関の低収益性の問題はより厳しいものになると見込まれる。地域金融機関は、先々の人口や企業数の減少も織り込んだ収益の中長期予測を踏まえたうえで、持続性の高い収益の確保に向けて、自らの強みを活かした取り組みを強化するとともに、業務改革などを通じて人材や設備を有効活用し、経営効率の改善を図っていくことが重要である。また、借入企業とのリレーションシップを強化し、企業の生産性向上を積極的に支援することを通じて、自らの収益基盤である地域経済の底上げに貢献していくことも求められる。

第二に、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の強化である。

基礎的な収益力が低下するなか、金融機関は、貸出では国内のミドルリスク企業や海外向けを、また、有価証券運用では投資信託や外債を中心に増加させてきた。全体としてみると、金融機関のリスクは、財務基盤との関係で概ね適切な範囲に維持されているが、個別にみると、リスク管理や収益管理が十分でない金融機関もみられる。内外のマクロ経済環境が変化する可能性も念頭に置いて、リスクとリターンの評価を適切に行っていくとともに、信用リスクや市場リスクの管理の実効性を向上させていく必要がある。また、内外金利差拡大の影響も踏まえ、米ドルを中心とする主要通貨やアジアを中心とする現地通貨の資金流動性リスク管理を引き続き改善させていくことが重要である。このほか、金融ビジネスにおけるIT活

用が広がるなかで、サイバー・セキュリティの確保も重要な課題である。

第三に、大規模金融機関のシステミックな重要性の高まりへの対応である。

大規模金融機関は、グループ一体となった幅広い金融サービスの提供をグローバルに推進してきた結果、規模の拡大やリスク・リターンの多様化・複雑化が一段と進むとともに、マクロ的な金融安定や経済活動への影響力を高めている。こうした状況のもとで、大規模金融機関においては、リスク蓄積に対する十分な耐性を有する強固な財務基盤の確立、ストレステストの活用を含む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、複雑化する業務・リスクに対応した経営情報システムの整備などが、一段と強く求められる。

日本銀行の取り組み

日本銀行は、金融システムの安定確保に向けて、引き続き考査・モニタリング等を通じて、上記の金融機関の課題解決に向けた動きを後押ししていく⁴⁶。

考査・モニタリングでは、個別金融機関の健全性確保を図っていくなかで、金融機関の経営・業務の実態やマクロ的なリスクの蓄積状況を把握したうえで、上記の課題への対応を促していく。特に、人口や企業数の減少などの構造要因に起因する地域金融機関の低収益性の問題については、持続性の高い収益の確保に向けた取り組みの強化が重要かつ喫緊の課題である。こうした認識のもと、通常の考査に加えて収益力に関するターゲット考査を今年度も継続するほか、経営戦略や業務改革の取り組みをモニタリングでフォローするなど、考査・モニタリング一体で金融機関との対話を続けていく。金融機関向けのセミナーでも、企業評価の高度化など金融仲介機能の強化につながるテーマのほか、業務改革などの生産性向上を通じて金融機関収益の改善に資するテーマを取り上げていく⁴⁷。金融システムの調査では、ストレステストの一段の高度化・活用を図るため、金融機関と必要に応じて共同研究を進めていくほか、金融システムの潜在的な脆弱性の点検などマクロプルーデンスの視点に立った分析を強化していく。

また、金融のグローバル化に対応して、国際金融資本市場や海外金融システムの動向の把握態勢の強化を図るとともに、海外中央銀行等との協力も一段と拡充していく。国際金融規制面では、金融システムの頑健性と円滑な機能との適切なバランスを確保していく観点から、バーゼルⅢの具体化やその影響評価を巡る国際的な議論に積極的に貢献していく。取引施策の面でも、最後の貸し手機能の適切な発揮も含め、金融システムの安定確保に向けた対応を

⁴⁶ 今年度考査の基本的な考え方については、「[2018年度考査の実施方針等について](#)」（2018年3月）を参照。

⁴⁷ 日本銀行は、金融機関による地域・産業の活力向上支援や経営管理をサポートしていく観点から、様々なセミナーやワークショップを開催している。2017年度中は、①企業評価の高度化、②業務改革、③ガバナンス改革、④ITを活用した金融高度化、などのテーマに取り組んだ。

講じていく⁴⁸。以上の取り組みにおいては、引き続き、金融庁を始めとする関係当局との適切な連携を図っていく⁴⁹。

⁴⁸ 日本銀行は、円資金について有担保・無担保の最後の貸し手機能を有している。また、米ドルについては、保有外貨資産を活用して緊急時に貸付を行い得るほか、豪ドルとシンガポールドルについても、当局間の為替スワップ取極を活用し、緊急時に貸付を行い得る枠組みを有している。

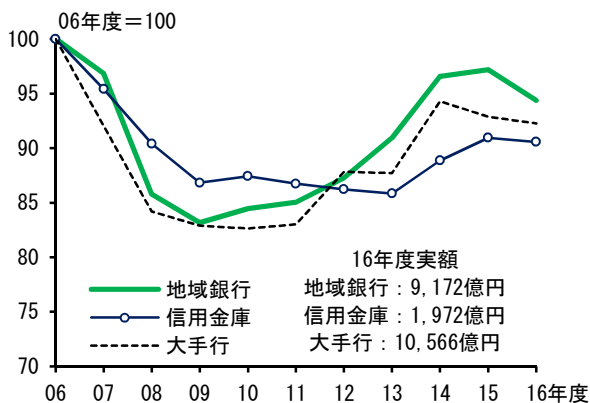
⁴⁹ 2017 年度中は、8 月と 2 月に「金融庁・日本銀行連絡会」を開催し、金融システム・金融市場に関する意見交換を行った。

BOX 1 地域金融機関による手数料引き上げの動き

地域金融機関の資金利益が減少基調を辿るなか、多くの先が非資金利益の増加に向けて様々な取り組みを強化している。このBOXでは、そうした取り組みのうち、手数料の引き上げに焦点を当て、その特徴や今後の課題について整理する。

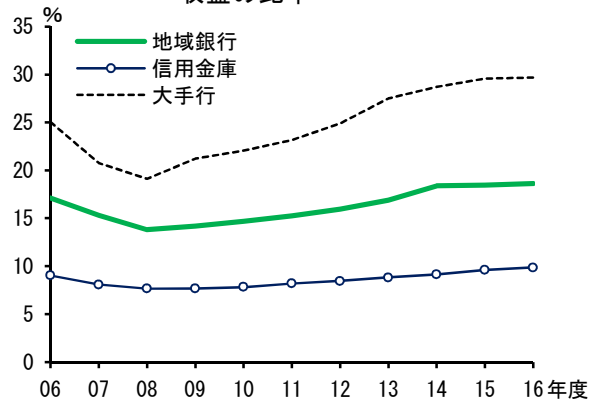
最初に、非資金収入のうち、その大半を占める役務取引等収益の動きをみると、グローバルな金融危機に伴う株価下落などの影響から、投信販売を主因に減少したが、その後は回復基調にある（図表B1-1）。もっとも、2016年度の役務取引等収益は、2006年度の水準を依然下回っている。これは、為替の受け入れ手数料が、ネットバンキングの普及などから減収基調を辿っていることなどが影響している。また、役務取引等収益が業務収益に占める比率を業態別に比較すると、シンジケート・ローンの組成や証券仲介業務等を幅広く手掛ける大手行が30%程度と高い一方で、地域銀行は20%弱、信用金庫は10%程度にとどまっている（図表B1-2）。さらに、地域銀行の役務取引等収益の内訳をみると、為替業務と投信等販売業務の2つで過半を占めており、大手行と比べ、収入源の偏りが大きい（図表B1-3）。

図表 B1-1 役務取引等収益



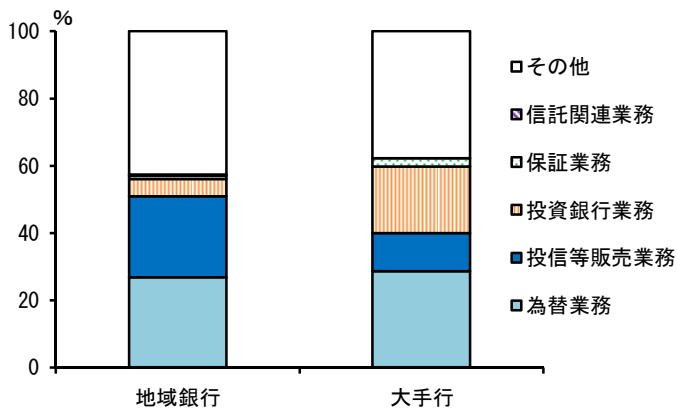
(注) 集計対象は国内業務部門。「大手行」は大手3行。
 (資料) 日本銀行

図表 B1-2 業務収益に占める役務取引等収益の比率



(注) 集計対象は国内業務部門。「大手行」は大手3行。
 (資料) 日本銀行

図表 B1-3 役務取引等収益の内訳



(注) 1. 集計対象は国内業務部門。「大手行」は大手3行。
 2. 2016年度時点。
 (資料) 日本銀行

このような状況のもと、地域金融機関は、役務取引等収益の増収に向け、様々な施策に取り組んでいる。具体的には、まず第一に、証券子会社の設立や人材育成などを進めながら、投資信託などの預かり資産販売強化を図っている。第二に、対法人でのソリューションビジネスへの取り組みを強化し、ビジネスマッチングや事業承継などに関連した手数料収入を増やすとともに、顧客囲い込みを通じた貸出取引面での相乗効果も企図している。第三に、以下でみるように、各種手数料の引き上げを進めている。

各行庫の公表資料で確認すると、2017年度中に、地域金融機関（地域銀行および信用金庫）において手数料の引き上げ・新設を行った先は、2016年度に比べ40%近く増加している。業態別にみると、地域銀行では57%、信用金庫では29%の増加率となっている（図表B1-4）。2016年度以降を対象にすると、地域銀行では55%程度、信用金庫では40%程度の先が、何らかの手数料引き上げを実施している。

図表 B1-4 手数料の引き上げ・新設状況

	先数			実施比率 (%)		
	地域銀行	信用金庫	計	地域銀行	信用金庫	計
2017年度	44 (57.1)	67 (28.8)	111 (38.8)	41.9	26.3	30.8
2016年度	28	52	80	26.7	20.4	22.2
2016年度以降	58	103	161	55.2	40.4	44.7

(注) 括弧内は前年比。
(資料) 各行庫開示資料

図表 B1-5 2017年度中の主な引き上げ・新設項目

	先数
振込・送金関連手数料	50
証明書発行手数料	48
両替関連手数料	47
ローン繰上返済手数料	24
不動産担保事務関連手数料	22
ローン条件変更手数料	19
代金取立手数料	18
融資実行関連手数料	18
手形・小切手交付手数料	17
夜間金庫利用手数料	16

(資料) 各行庫開示資料

手数料の引き上げ項目は多岐に亘るが、振込・送金手数料を筆頭に、各種の証明書発行手数料、両替関連の手数料、ローンの繰上返済・条件変更手数料、不動産担保事務手数料などが多くなっている（図表B1-5）。以下では、項目の類型化を通じ、金融機関の戦略について整理する。

第一に、受益者負担の色彩が濃いサービスに関する手数料の引き上げが増えている。大量の硬貨の入金や大口の金種指定の払戻のほか、監査法人などが求める残高や取引履歴証明（含む英文）の発行、所定外の様式での証明書発行などにかかる手数料が該当する。地方公共団体が印鑑証明や住民票発行などの手数料を徴収していることから、顧客の理解が得やすいとの判断もあるとみられる。ローンの繰上返済や条件変更（変動金利から固定金利への変更など）に係る手数料の引き上げも、これらの類型に該当する。顧客は、そのコスト負担も勘案して借り替えや条件変更を判断するため、納得性を得やすい面がある。

第二に、業務効率化の推進や顧客の囲い込みを企図した手数料の引き上げも行われている。振込手数料に関しては、窓口対応を抑制し、効率性の高いATMや自動振替に誘導する観点で料金設定が進められてきたが、そうした動きは現在も続いている。また、顧客の囲い込みを企図し、他行庫カードによる振込料金を引き上げる一方で、優良顧客（給振口座や一定額以上の預金者）向けに対する無料化などの差別化も進めている。

第三に、長らく無料となっていたサービスの有料化に踏み切る動きもみられ始めている。具体的には、当座預金口座の開設手数料を新設する動きのほか、地方公共団体の公金取扱事務の有料化を求める動きも増えつつある⁵⁰。金融機関は地方公共団体に対し、これまで滞留預金の運用益も勘案した総合採算の観点から無償でのサービス提供を続けてきたが、利益確保が難しくなるなか、サービスに見合った課金を求め始めている。ただし、現時点では、歴史的経緯や厳しい財政事情などもあり、交渉は必ずしも容易ではないとの指摘も聞かれている。

なお、上記第三の点と関連するが、顧客への預金サービス提供に関して、いわゆる「口座維持手数料」を導入することも、検討課題の一つとなっている⁵¹。すなわち、普通預金を通じた決済サービスについても、既述の当座預金サービスや地公体取引と同様に、採算は悪化する方向にある。金融機関は、取引が休止している口座を含め膨大な口座数を有しており、口座情報の維持・管理に必要なシステム投資等に多大なコストを要している。また、マネーロンダリングなどのリスクを抑制するための態勢の構築が求められるなど、コストは増す方向にある。一方で、本年10月からは、全国銀行協会が、銀行間振込の24時間365日即時決済サービスの提供を予定するなど顧客の利便性向上策にも取り組んでいる。今後も、金融機関は、顧客サービス提供の効率性向上に向けた取り組みを一層進めるとともに、顧客の利便性や安全性の改善につながるサービス提供の充実に努め、金融サービスの適正対価に関する顧客の理解を得ていく必要がある。

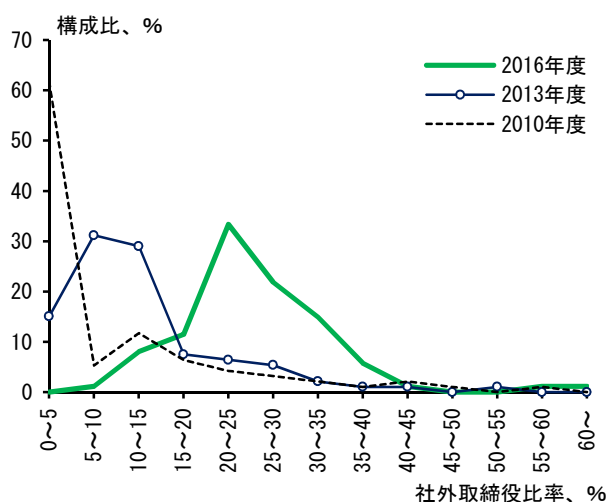
⁵⁰ 大別すると、①公金の収納や支払い（職員の給与振込事務を含む）に関する手数料、②職員の派出手数料がある。このうち後者は相対的に理解が得られ始めている。

⁵¹ 口座維持手数料については、金利自由化や低金利環境を背景に、預金スプレッドが1990年代半ばにほぼゼロとなった後も、金融機関同士の競争や、国民のサービスに対するノルム（社会通念）などもあって、徴求する選択肢は取られてこなかった。現状では、ごく一部に一定期間不稼働となっている口座を対象に、管理手数料を徴求する先がみられている。詳しくは、中曾宏（日本銀行前副総裁）、「マクロブルーデンス政策の新たなフロンティア——銀行の低収益性と銀行間競争への対応——」（時事通信社主催講演会、2017年11月）を参照。

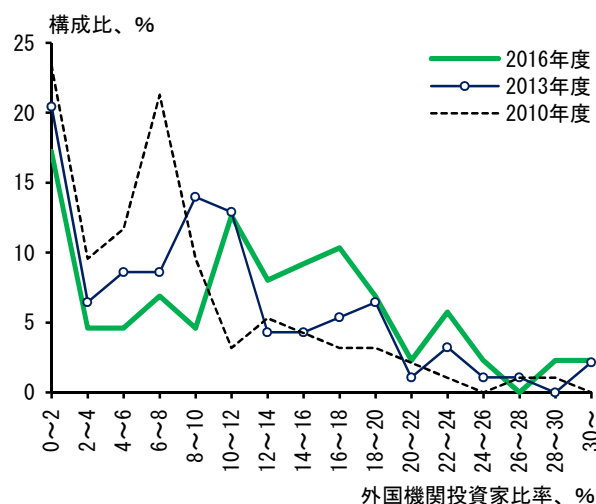
BOX 2 地域銀行のガバナンスの変化が銀行経営に及ぼす影響

地域銀行のガバナンスについて、近年における組織体制面の変化をみると、2015年の会社法の改正やコーポレート・ガバナンス・コードの制定等を受けて、多くの先が、経営判断における外部意見の積極的な取り入れや透明性の強化に向けた取り組みを進めている。例えば、全取締役に占める社外取締役の比率は、地域銀行の平均で、2010年度の8%から2013年度には12%、2016年度には25%へと上昇している（図表B2-1）。また、最近では、社外取締役のより積極的な活用や取締役会の経営陣に対する監督機能の強化を狙って、2016年度までに約4分の1の先が、「監査役会設置会社」から「監査等委員会設置会社」に移行している。

図表 B2-1 地域銀行における社外取締役比率



図表 B2-2 地域銀行における外国機関投資家の株主構成比



(注) 左右の図とも、集計対象は各時点で営業している地域銀行および地域金融グループ。子会社銀行は含まない。
 (資料) 日本経済新聞社「日経 ValueSearch」、各社開示資料

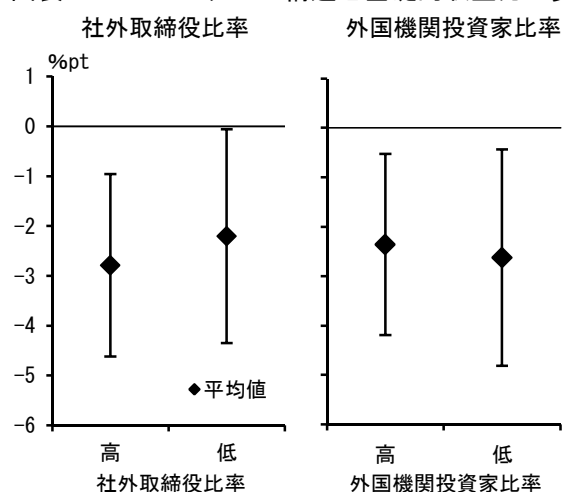
銀行のガバナンスの面では、組織体制のほかに、株主構成も変化している。地域銀行の株主構成をみると、近年、金融機関同士や取引先企業との株式持ち合いの解消が進む一方で、外国機関投資家による株式の所有割合（外国機関投資家比率）が拡大しており、外国機関投資家比率の平均値は、2010年度の7%から2013年度には10%、2016年度には12%へと上昇している（図表B2-2）⁵²。株主は、議決権行使等による直接的な働きかけだけでなく、「経営に不満がある場合には株式を売却する」という市場行動による間接的な働きかけを通じて、経営判断に影響を与え得る。外国機関投資家は、国内の株主に比べて、①投資先地域銀行とのビジネス上の直接的な利害関係が少ないうえ、②国際分散投資の規模が大きく、利回りの高い他国への再投資が比較的容易であることから、要求利回りが高く、経営陣への働きかけ

⁵² ここでの外国機関投資家比率は、有価証券報告書に記載されている「外国法人等」のうち「個人以外」の所有株式が発行済み普通株式数全体に占める割合である。

をより強く行う傾向があると考えられる⁵³。

こうしたガバナンスの変化は、これまでのところ、必ずしも地域銀行の収益力の変化を伴っている訳ではない⁵⁴。地域銀行を社外取締役比率や外国機関投資家比率の高低で2つのグループに分けたうえで、各グループの基礎的収益力の変化を比較すると、両者の間に有意な差はみられない(図表B2-3)⁵⁵。ガバナンスが変化してから十分な年数が経過していないため、銀行の収益力への影響について結論付けるのは時期尚早であるが、一方で、ガバナンスの変化が銀行行動に影響を及ぼしている部分もある。例えば、外国機関投資家比率が相対的に高い地域銀行は、配当性向(配当総額/当期純利益)を引き上げる傾向がある(図表B2-4)。そうした銀行の中には、有価証券の益出しによって配当原資を捻出している先もみられる(図表B2-5)。また、外国機関投資家比率が高い地域銀行は、自己株買いも積極的にいき、株主への利益還元を行っている様子が窺われる(図表B2-6)。外国機関投資家比率が高い先ほど積

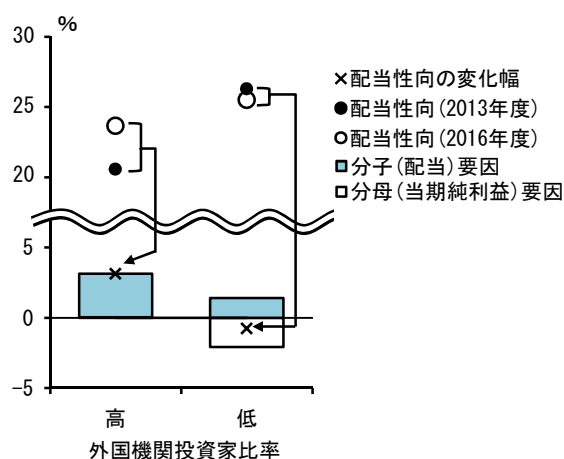
図表 B2-3 ガバナンス構造と基礎的収益力の変化



(注) 2013年度の社外取締役比率および外国機関投資家比率の高低に応じて、分析対象65先を2つのグループに分類し、それぞれのグループについて、コア業務純益(投信解約損益を除く)ROEの2013~16年度の変化幅を算出。バンドは1標準偏差。

(資料) 日本経済新聞社「日経 ValueSearch」、各社開示資料、日本銀行

図表 B2-4 外国機関投資家比率と配当性向の変化



(注) 2013年度の外国機関投資家比率の高低に応じて、分析対象65先を2つのグループに分類し、それぞれのグループについて、配当性向の2013~16年度の変化幅(平均値)を算出。棒グラフは、配当性向の変化幅を寄与度分解したもの。

(資料) 各社開示資料、日本銀行

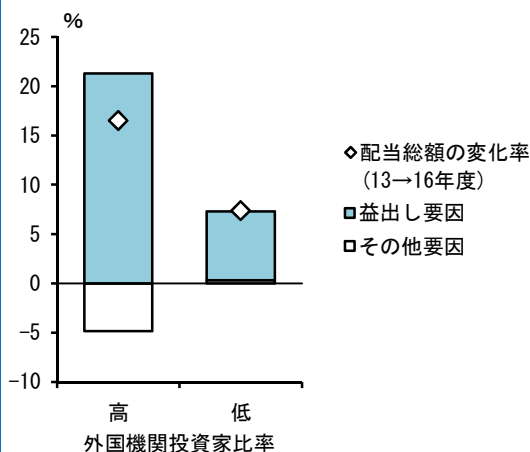
⁵³ 国内機関投資家も、概ね同様の理由から、外国機関投資家ほどではないにせよ、投資先の経営判断に比較的強い働きかけを行い得る存在と考えられる。国内機関投資家の株式所有比率は、有価証券報告書に直接的な記載がなく、全体像を正確に把握することは難しいが、大株主に限定すれば、有価証券報告書の「大株主の状況」(所有株式数の多い順に10先程度記載)のデータから、その所有比率を算出できる。こうして算出した大株主限定の国内機関投資家比率と外国機関投資家比率を合算した「内外機関投資家比率」を用いて以下の分析を行っても、概ね同様の結果が得られることを確認している。

⁵⁴ 以下の分析では、2013年度以降連続してデータが利用可能な地域銀行・地域金融グループ(子会社銀行および公的資金受入先を除く)を分析対象とする(計65先)。

⁵⁵ ここでは、逆の因果関係——収益力の違いが、ガバナンス構造の違いを生み出している可能性——を排除するため、2013年度時点の社外取締役比率や外国機関投資家比率の違いが、その後3年間のROEの変化に及ぼした影響に焦点を当てる。

極的に配当や自己株買いを行う傾向があることは、クロスセクション推計の結果からも確認できる（図表B2-7）。

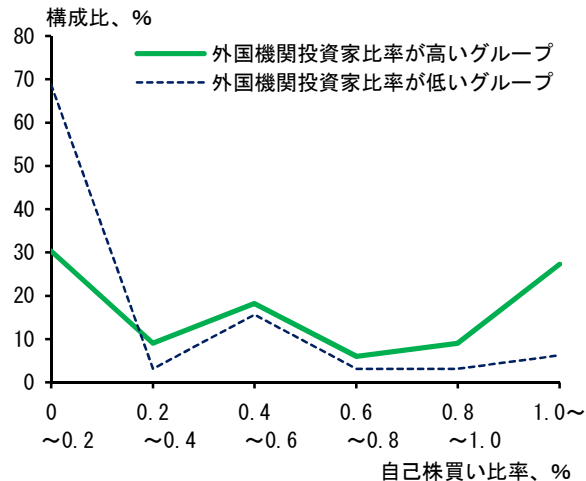
図表 B2-5 配当総額の変化と益出し



- (注) 1. 2013年度の外国機関投資家比率の高低に応じて、分析対象65先を2つのグループに分類し、それぞれのグループについて、配当総額の2013～16年度の変化率（平均値）を算出。
2. 棒グラフは、配当総額の変化率を寄与度分解したものの。「益出し要因」は、2013年度の配当総額に対する「益出し額×(1-実効税率)×配当性向」の累積変化の比率。益出し額は、債券・株式の売買損益と投信解約損益の合計。合計が負の場合は益出しゼロとみなした。

(資料) 各社開示資料、日本銀行

図表 B2-6 外国機関投資家比率と自己株買い



- (注) 2013年度の外国機関投資家比率の高低に応じて、分析対象65先を2つのグループに分類し、それぞれのグループについて、自己株買い比率（2014～16年度の平均）を算出。自己株買い比率は、自己株取得額（除く処分額）の対純資産比率。

(資料) 日本経済新聞社「日経 ValueSearch」、各社開示資料、日本銀行

図表 B2-7 クロスセクション推計結果：株主還元を与える影響

説明変数	被説明変数		
	配当性向の変化幅 (13→16年度)	配当総額の変化率 (13→16年度)	自己株買い比率 (14～16年度の平均値)
外国機関投資家比率(13年度)	0.27 * (0.15)	0.76 *** (0.20)	0.03 *** (0.01)
Adj. R ²	0.04	0.18	0.13
S. E.	8.80	11.70	0.50

- (注) 1. ***は1%水準で有意、**は5%水準で有意、*は10%水準で有意。括弧内は標準誤差。
2. サンプル数は、「配当性向の変化幅」は65先。「配当総額の変化率」と「自己株買い比率」は、外れ値の影響が大きいため、最上位と最下位を除いた63先。
3. 「自己株買い比率」は、自己株取得額（除く処分額）の対純資産比率。

地域銀行は現状において充実した資本基盤を備えているが、基礎的収益力が向上しないまま、益出しに依存するかたちで無理な配当を継続していけば、有価証券の利息・配当収益が減少するうえ、経営体力のバッファーである有価証券評価益の減少を通じて、地域銀行のストレス耐性に悪影響を及ぼしかねない。地域銀行は、ガバナンス強化に向けた各種の取り組みが、持続性のある収益確保につながるよう、それらの実効性を高めていくとともに、中長期的な視点から株主還元のあり方について株主との間で建設的な対話を進めていくことが重要である。

BOX 3 中小企業のデフォルト率の決定要因

このBOXでは、中小企業のデフォルト率の決定要因について定量的に考察する⁵⁶。分析対象は、中小企業信用リスク情報データベース（CRD）に登録されている中小企業のうち約50万社である。2002年から2016年のデータを用いて、デフォルトの有無（デフォルト発生：1、それ以外：ゼロ）を被説明変数とするロジットモデルをパネル推計した。説明変数には、企業の財務状態を表す変数として、①流動性比率（流動資産／負債）、②レバレッジ比率（負債／総資産）、③在庫率（棚卸在庫／売上高）、④営業利益 ROA を取り入れる。また、企業の外部環境を表すマクロ変数として、⑤需給ギャップ、⑥市場金利（5年スワップ金利）、⑦輸入物価を取り入れた。業種ごとに有意となる説明変数やパラメータの大きさが異なる可能性を許容するため、推計は業種（建設業、製造業、卸売業、小売業、不動産業、その他サービス業）に分けて行っている。

推計結果をみると、説明変数はほとんどの業種で統計的に有意で、符号条件も満たしている（図表 B3-1）。すなわち、市場金利の上昇や、レバレッジ比率・在庫率の上昇などによってファイナンス負担が重くなると、企業がデフォルトする可能性が高まる。また、ROAの低下や流動性比率の低下など、利払い原資に減少圧力が働いた場合でも、デフォルト確率が高まることが確認できる。このほか、景気の悪化や輸入物価の上昇（交易条件の悪化）といった企業を取り巻く外部環境の悪化も、デフォルト確率を高める方向に作用する。過去のデフ

図表 B3-1 推計結果：デフォルト関数

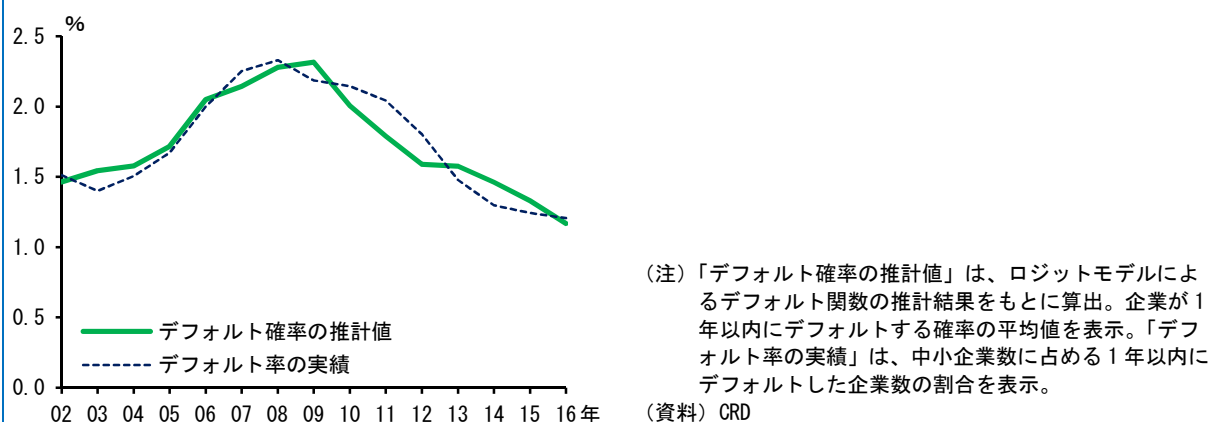
		被説明変数：デフォルトの有無					
		建設業	製造業	卸売業	小売業	不動産業	その他サービス業
説明変数	流動性比率 (%)	-0.020	-0.033	-0.018	-0.022	-0.016	-0.019
	レバレッジ比率 (%)	0.003	0.002	0.005	0.004	0.007	0.003
	在庫率 (%)	0.016	0.013	0.013	0.012	—	—
	ROA (%)	-0.017	-0.025	-0.030	-0.021	-0.028	-0.017
	需給ギャップ (%)	-0.027	-0.023	-0.020	0.001	-0.015	-0.036
	5年スワップ金利 (%)	0.647	0.367	0.424	0.391	0.792	0.442
	輸入物価	-0.002	0.006	0.008	0.002	0.001	0.005
Pseudo R ²		0.094	0.113	0.094	0.075	0.063	0.076
サンプル数		1,872,710	1,873,263	1,143,024	890,519	319,084	2,501,872

- (注) 1. t年のデフォルトの有無をt-1年の財務変数とマクロ変数で説明するロジットモデルを推計。推計期間は2002～16年度。不動産業については、説明変数の需給ギャップを商業用不動産価格（前年比）で代替。
2. 表中の斜字は、10%の有意水準を満たさなかったパラメータ。その他のパラメータは、1%水準で有意。

⁵⁶ この分析で「デフォルト」として扱うイベントは、3か月以上延滞、破綻懸念先以下へのランクダウン、信用保証協会による代位弁済である。

オルト実績に対するモデルの説明力も、概ね良好である（図表 B3-2）。

図表 B3-2 デフォルト率の実績とデフォルト確率の推計値



デフォルト確率は、企業の財務状態や外部環境の変化に応じて、非線形的に変動する（図表 VI-3-1）。縦軸に企業のデフォルト確率、横軸に上記説明変数を一つに集約した変数を用いて、推計したモデルを表現すると、両者の関係は S 字型の曲線を描く。すなわち、あるマクロ経済環境のもと、財務状態が良好で、S 字の下部に位置する企業は、負のショックを受けても、デフォルト確率はほとんど上昇しない。しかし、財務状態が悪く、S 字型の傾斜が急になっている部分に位置する企業が、負のショックを受けると、デフォルト確率は大きく上昇する。これが、本稿の分析で対象にした低採算先（ROA が低い、もしくはレバレッジが高い割に借入金利の低い企業）が、ショックの影響を受けやすいと考えられる所以である。このようなデフォルト確率の非線形性は、景気悪化等のストレスイベント発生時において、金融機関の信用コストを急激に増大させる方向に作用する点に留意する必要がある。

BOX 4 金融機関の低採算先貸出に関する実証分析

金融機関がミドルリスク企業向けを中心に低採算先貸出を増加させている背景としては、主として、次の2つの要因が考えられる。第一の要因は、金融緩和の効果である。市場金利の低下は、金融機関に対し、信用面でのリスクテイクを促していると考えられる。第二の要因は、金融機関間の貸出競争の激化である。企業数が年々減少するなかで、金融機関は、貸出先を確保し収益を維持するため、信用リスクが相対的に高い企業向けにも貸出を増やしている可能性がある。

これら2つの要因がどの程度、低採算先貸出の押し上げにつながっているかを定量的に確かめるため、金融機関別にみた低採算先貸出比率を被説明変数とし、①市場金利（5年国債金利）、②金融機関店舗間の貸出競争の度合いを表す店舗競合度（図表VI-2-2）を説明変数とするパネル推計を行った。このほか、景気変動の影響をコントロールするため、③需給ギャップも説明変数として導入している。推計モデルとしては、固定効果モデルに加えて、金融機関の動学的な調整行動をより適切に捉えるために、自己ラグも説明変数に加えたモデル（ダイナミックパネル）も使用した。

推計結果（モデル1）をみると、ダイナミックパネル、固定効果モデルのどちらの場合でも、市場金利にかかるパラメータは、符号がマイナスであり、かつ統計的に有意となっている（図表B4-1）。すなわち、市場金利が低下するほど、金融機関は相対的に信用リスクの高い企業への貸出を増加させる効果が確認できる。また、店舗競合度にかかるパラメータも、いずれのモデルでも符号はプラスであり、統計的に有意となっている。このことは、厳しい店舗間貸出競争に晒されている金融機関ほど、低採算先貸出を増加させていることを示している。需給ギャップにかかるパラメータも、統計的に有意にプラスとなっている。これは、①景気的好転が、企業財務の改善を通じて、金融機関の信用リスク評価を緩和させる方向に作用することに加え、②相対的に内部資金に乏しい低採算先では、景気の改善によって借入需要が増加しやすいことを捉えているとみられる。

推計結果をもとに、2010年度以降の低採算先貸出比率の累積的な変化を寄与度分解してみると（図表B4-2）、市場金利の低下、金融機関間の競合激化、需給ギャップの改善のいずれも、押し上げ要因として寄与してきたことが確認できる。特に、足もとにかけては、金融機関間の競争による押し上げ寄与が最も大きくなっており、企業数との対比でみた金融機関店舗数の過剰感が、金融機関による低採算先への貸出増加を促してきたことが窺われる。

次に、金融機関の財務特性（収益力と自己資本）の違いが、低採算先の貸出動向にどのような影響をもたらすかを検証する。まず、金融機関の基礎的収益力（コア業務純益ROA）を

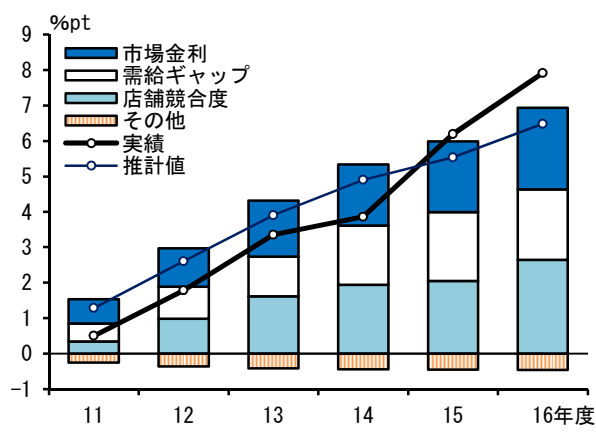
説明変数として追加する。一般には、収益力の弱い金融機関ほど、収益維持を図るため、リスクの相対的に高い低採算先への貸出を増やすインセンティブがあると考えられる⁵⁷。また、そうしたインセンティブがどの程度実現するかどうかは、リスクテイク能力、すなわち、金融機関の自己資本比率の高低によって左右されると考えられる。具体的には、自己資本比率それ自体のほかに、自己資本比率の高低を表すダミー変数と基礎的収益力のクロス項も説明変数として追加することにより、自己資本比率が一定の値を上回るか下回るかで、ROA に対する感応度が異なるようモデルを定式化した⁵⁸。

図表 B4-1 推計結果：低採算先貸出の決定要因

		被説明変数：低採算先貸出比率(%)			
		モデル1		モデル2	
		ダイナミック パネル	固定効果モデル	ダイナミック パネル	固定効果モデル
説明 変数	店舗競合度 (店/千社)	3.709*** (1.105)	4.773*** (1.184)	—	—
	コア業務純益ROA(%)	—	—	-3.125*** (1.197)	-1.774*** (0.576)
	低自己資本ダミー× コア業務純益ROA	—	—	2.220** (1.064)	3.209*** (0.339)
	自己資本比率(%)	—	—	0.118* (0.0652)	0.111*** (0.0399)
	需給ギャップ(%)	0.350*** (0.0652)	0.574*** (0.0743)	0.396*** (0.0506)	0.737*** (0.0210)
	5年国債金利(%)	-1.830*** (0.436)	-2.185*** (0.495)	-2.099*** (0.303)	-3.577*** (0.176)
	自己ラグ	0.461*** (0.0700)	—	0.665*** (0.0600)	—
S.E.		4.99	6.97	3.81	6.36

- (注) 1. ***は1%、**は5%、*は10%水準で有意。括弧内は標準誤差。
 2. 内生性の問題を回避するために、各説明変数は1期ラグを使用したほか、各変数のラグ変数を操作変数としてGMM推計した(推計期間は2005~16年度)。
 3. コア業務純益ROAは2年移動平均値。

図表 B4-2 低採算先貸出比率の要因分解



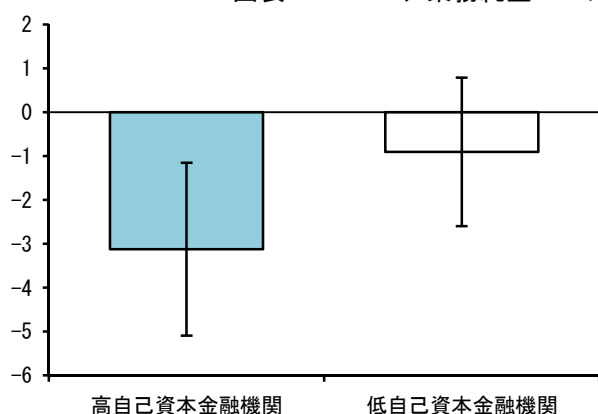
- (注) 1. モデル1(ダイナミックパネル)の推計結果をもとに、2010年度以降の低採算先貸出比率の累積変化を寄与度分解したもの。自己ラグの影響は、他の説明変数の過去からの影響に分解して表示。
 2. 「その他」は初期値(2009~10年度の低採算先貸出比率の実績変化幅)を表す。

⁵⁷ FSR(2016年10月号、BOX2)では、①基礎的収益力が弱い金融機関ほど、また、②自己資本比率の高い金融機関ほど、収益の低下を補うべく、投資信託や外債などのリスク性資産を増やす傾向があることを指摘している。

⁵⁸ 一般には、自己資本比率8%が経営体力の目安となるが、8%以下の金融機関のサンプル数が少ないので、ここでは、自己資本比率9%を境目として設定した。9%未満8%台の自己資本比率の金融機関は、リスクテイクをする際に、8%割れの可能性を考慮して貸出行動をより慎重に決定すると考えられる。

推計結果（モデル 2）から、次の点を確認できる（図表 B4-1）⁵⁹。まず、コア業務純益 ROA にかかるパラメータは有意にマイナスとなっており、基礎的収益力の弱い金融機関ほど、低採算先貸出を増やすというリスクテイクのインセンティブ・メカニズムが確認できる。また、自己資本比率にかかるパラメータは有意にプラスとなっており、リスクテイク能力の面で、自己資本比率が高い銀行ほど、低採算先貸出を増やしていることが確認できる。加えて、コア業務純益 ROA と自己資本ダミーのクロス項にかかるパラメータも有意となっており、自己資本比率の高低によって、ROA に対する低採算先貸出の感応度が異なることが分かる。自己資本比率の高い金融機関では、ROA のパラメータは有意にマイナスとなっているのに対し、自己資本比率の低い金融機関では、ROA は有意な説明力を持っていない（図表 B4-3）。すなわち、充実した資本基盤を備えている金融機関は、コア業務純益の減少圧力に対し低採算先貸出を前傾化させる傾向があるのに対し、資本基盤が相対的に脆弱な金融機関は、コア業務純益が低下しても貸出行動を変化させないことが確認できる。こうした傾向は、自己資本に余裕のない金融機関が、低採算先のデフォルトを回避するため、「追い貸し」を行った 2000 年代初頭までの金融危機時とは大きく異なると考えられる。

図表 B4-3 コア業務純益 ROA に対する低採算先貸出比率の感応度



- (注) 1. モデル 2 (ダイナミックパネル) の推計結果をもとに算出。バンドは、90%信頼区間を表す。
 2. 「高自己資本金融機関」は自己資本比率が 9%以上の金融機関、「低自己資本金融機関」は同比率が 9%未満の金融機関。

⁵⁹ モデル 2 の推計に際しては、モデル 1 と異なり、金融機関の店舗競合度を説明変数から外している。これは、金融機関間の競争が激しいほど、コア業務純益 ROA が低くなる傾向があるためである——多重共線性の回避——。

付録：基本用語の定義

金融機関決算関連

当期純利益 = コア業務純益 + 株式関係損益 + 債券関係損益 - 信用コスト ± その他（特別損益など）

コア業務純益 = 資金利益 + 非資金利益 - 経費

資金利益 = 資金運用収益 - 資金調達費用

非資金利益 = 役務取引等利益 + 特定取引利益 + その他業務利益 - 債券関係損益

株式総合損益 = 株式関係損益 + 株式評価損益の増減額

株式関係損益 = 株式売却益 - 株式売却損 - 株式償却

債券総合損益 = 債券関係損益 + 債券評価損益の増減額

債券関係損益 = 債券売却益 + 債券償還益 - 債券売却損 - 債券償還損 - 債券償却

信用コスト = 貸倒引当金純繰入額 + 貸出金償却 + 売却損等 - 償却債権取立益

信用コスト率 = 信用コスト / 貸出残高

国際統一基準行の自己資本比率関連

普通株式等 Tier1 比率（CET1 比率） = 普通株式等 Tier1 資本 / リスクアセット

普通株式等 Tier1 資本は、普通株式、内部留保等で構成される。

リスクアセットは、保有する資産をリスクに応じたウエイトで合算したもの。

Tier1 比率 = Tier1 資本 / リスクアセット

Tier1 資本には、普通株式等 Tier1 資本に加え、一定の条件を満たす優先株式等が含まれる。

総自己資本比率 = 総自己資本 / リスクアセット

総自己資本には、Tier1 資本に加え、一定の条件を満たす劣後債等が含まれる。

国内基準行の自己資本比率関連

コア資本比率 = コア資本 / リスクアセット

コア資本は、普通株式、内部留保のほか、一定の条件を満たす優先株式等が含まれる。

リスクアセットは、保有する資産をリスクに応じたウエイトで合算したもの。