



日本銀行のレポートから

日本銀行は、1月、4月、7月、10月の政策委員会・金融政策決定会合において、先行きの経済・物価見通しや上振れ・下振れ要因を詳しく点検し、そのもとでの金融政策運営の考え方を整理した「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）を決定し、公表しています。また、展望レポートの内容を、より幅広い読者に伝えるための取り組みとして、そのポイントをイラストとともに簡潔に整理した資料（ハイライト）を公表しています。本稿では、2024年4月の展望レポート（基本的見解は4月26日、背景説明を含む全文は4月30日公表）のハイライトをご紹介します。

*全文は、日本銀行ホームページに掲載されていますので、ご関心のある方は、ぜひそちらもご参照ください。

<https://www.boj.or.jp/mopo/outlook/index.htm>



「経済・物価情勢の展望」（展望レポート・ハイライト）

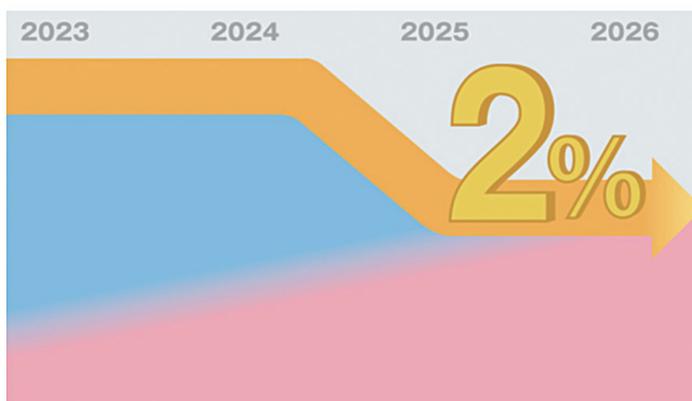
2024年4月



日本経済は成長を続ける
日本経済は、海外経済が緩やかに成長するもとで、金融面からの後押しなどもあって、潜在成長率を上回る成長を続けます。

消費者物価の前年比は、今年度に二%台後半となったあと、来年度・再来年度は概ね二%程度で推移します。この間、一時的な変動を取り除いた消費者物価の基調的な上昇率は、徐々に高まったあと、二%の「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移します。

**物価は来年度以降
二%程度で推移する**



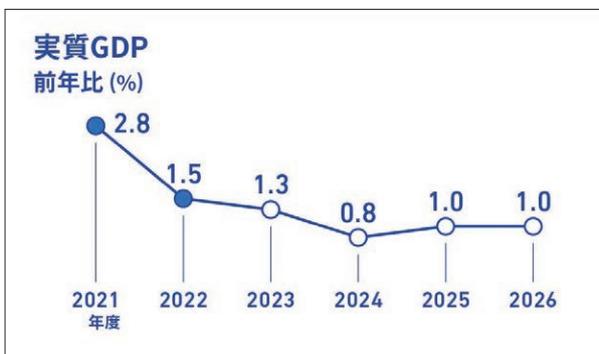
海外の経済・物価動向、資源価格の動向、企業の賃金・価格設定行動など、日本経済・物価を巡る不確実性は引き続き高い状況です。また、金融・為替市場の動向と日本経済・物価への影響にも十分注意を払う必要があります。

日本経済・物価を巡る不確実性は高い



2%目標のもとで金融政策を運営していく
 日本銀行は、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していきます。

政策委員の経済・物価見通し



(注) ●は実績値、○は見通しです。



日本銀行のレポートから

日本銀行は、金融システムの安定性を評価するとともに、安定確保に向けた課題について関係者とのコミュニケーションを深めることを目的として、金融システムレポートを年2回公表しています。本レポートの分析結果は、日本銀行の金融システムの安定確保のための施策立案や、考査・モニタリング等を通じた金融機関への指導・助言に活用しています。また、国際的な規制・監督・脆弱性評価に関する議論にも役立てています。金融政策運営面でも、マクロ的な金融システムの安定性評価を、中長期的な視点も含めた経済・物価動向のリスク評価を行ううえで重要な要素の一つとしています。

*全文は日本銀行ホームページに掲載されています。<https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/index.htm>



「金融システムレポート」

二〇二四年四月

わが国の金融システムは、全体として安定性を維持している。

金融仲介活動は円滑に行われている。貸出市場では、金融機関の融資姿勢は引き続き積極的であり、残高増加が続いている（今年三月の金融政策の枠組み見直し前後の金利動向については「金融システムレポート（二〇二四年四月号）全文」BOX4を参照）。こうした金融仲介活動に、大きな不均衡は認められない（図表1）。

わが国の金融機関は、様々なストレスに耐え得る、充実した資本基盤と安定的な資金調達基盤を有している。ただし、テールリスクへの警戒

は引き続き重要である。世界的な金融引き締め継続とそれに伴う海外経済の減速懸念など、ストレス局面は一段と長引く可能性がある。より長

期的な視点からみると、金融機関の損失吸収力の低下が、金融仲介活動の停滞や、過度な利回り追求など金融仲介活動の過熱につながる可能性がある。これらの観点から以下の潜在的な脆弱性^{（せいじやくせい）}に的確に対処し、わが国金融システムの安定性を将来にわたって確保していく必要がある。

内外の不動産リスクとその影響

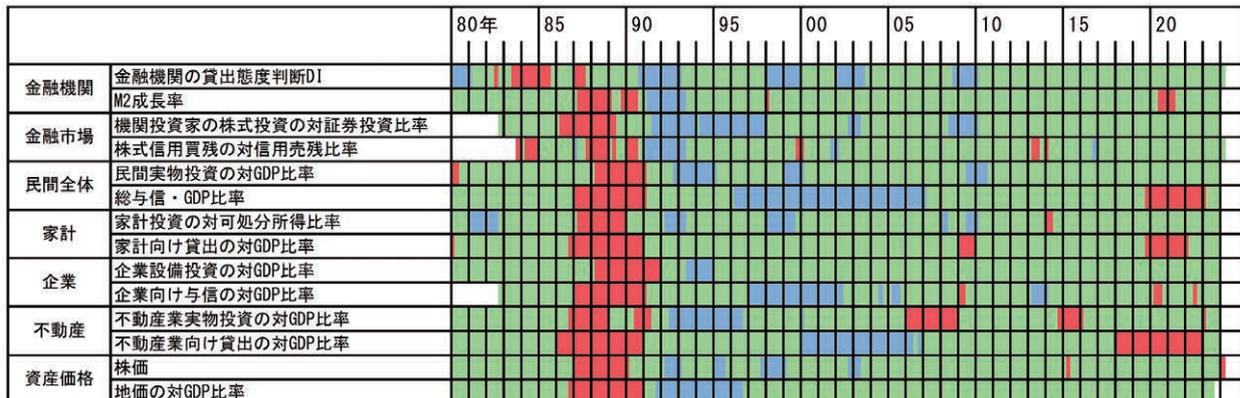
わが国の不動産市場では、一部に

割高感が窺われる。都心の商業地区において、局所的に高額帯の取引が増えている（図表2）。これまでのところ、オフィス空室率の上昇は、

幅広い地域で観察される米国とは異なり、都心の一部に限られる。ただし、これまで不動産取得に積極的だった海外投資家が、昨年後半に四年振りの売り越しに転じるなど、変化もみられる（図表3）。

この間、米国では、オフィス向け貸出の延滞率が一段と上昇している。米国をはじめとする海外不動産市場の変調が、世界分散投資を行う海外ファンダを介してわが国不動産市場に及ぼす影響について、今後も

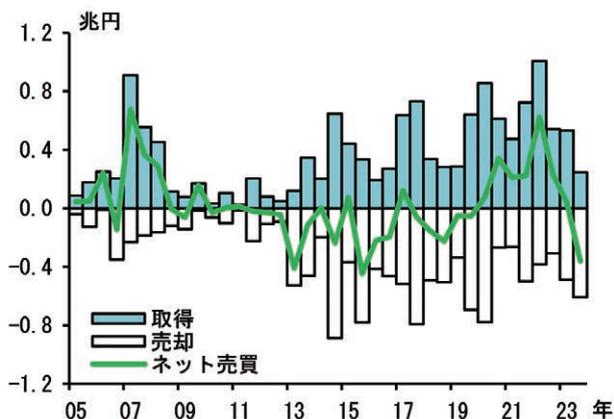
図表 1 ヒートマップ



(注) 「金融システムレポート (2024年4月号) 全文」図表Ⅲ-3-1 参照。

(資料) Bloomberg、財務省、東京証券取引所、内閣府、日本不動産研究所、日本銀行

図表 3 海外投資家の不動産売買

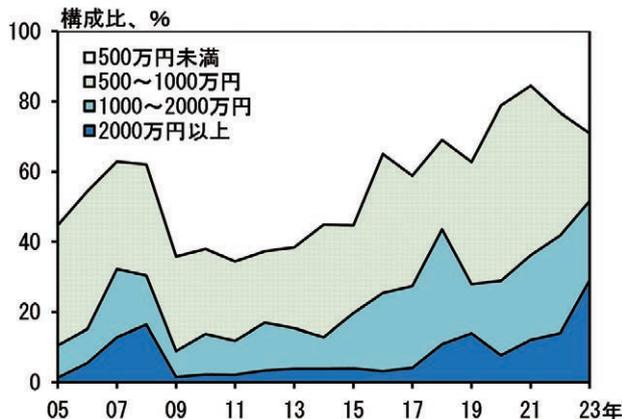


(注) 「金融システムレポート (2024年4月号) 全文」

図表Ⅲ-3-12 参照。

(資料) 日本不動産研究所

図表 2 都心の取引価格分布

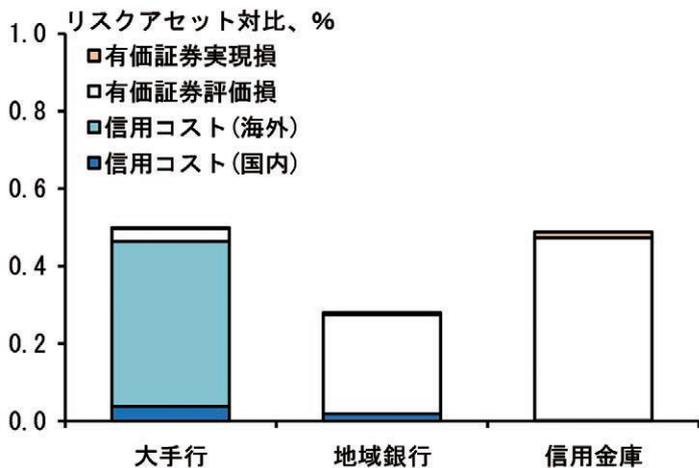


(注) 都心5区の商業地取引価格 (坪単価)。「金融システム

レポート (2024年4月号) 全文」図表Ⅲ-3-11 参照。

(資料) 国土交通省

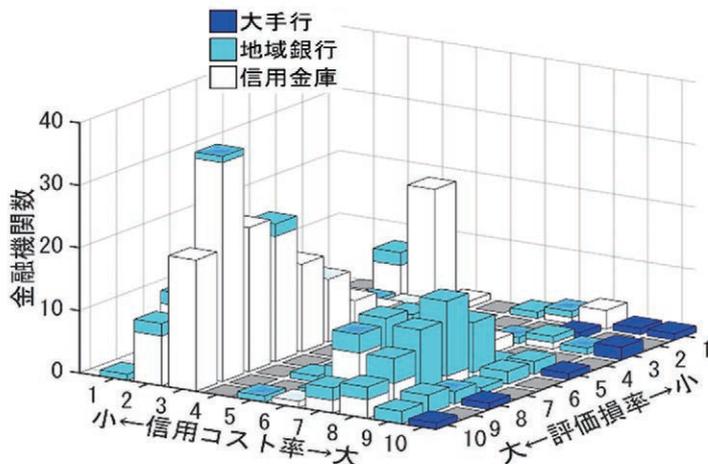
図表 4 不動産ショックの経済損失 (発生後1年目)



(注) 「金融システムレポート (2024年4月号) 全文」図表Ⅴ-2-8 参照。

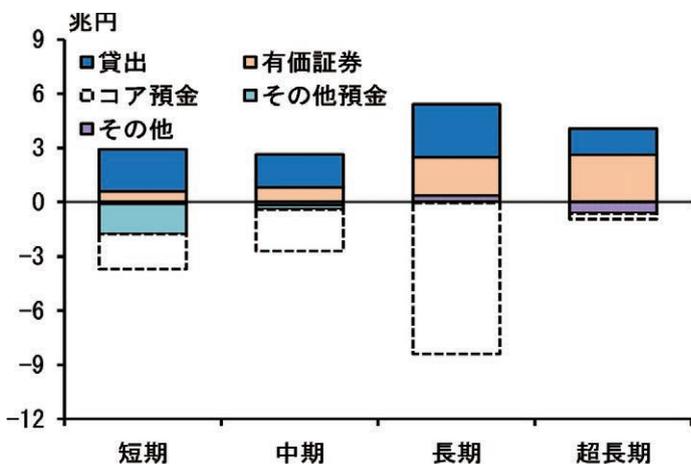
注視する必要がある。こうした問題意識から、今回のマクロ・ストレステストでは、海外市場の調整を契機に、都市圏の商業用不動産価格が局所的に調整するリスクを想定した。テスト結果からは、不動産ショックのもとで発生する金融機関の経済損失(国内外の信用コストと有価証券の評価損・実現損)は、マクロ的に

図表5 損失タイプ別にみた金融機関の分布



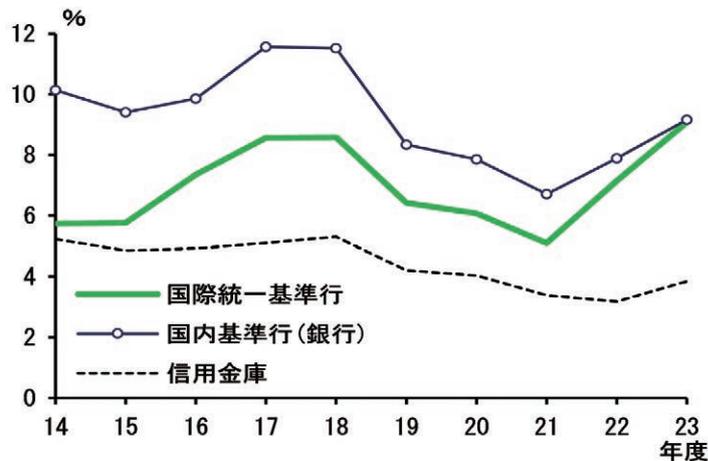
(注)「金融システムレポート(2024年4月号)全文」図表V-2-10参照。

図表6 金利リスク量



(注)「金融システムレポート(2024年4月号)全文」図表IV-3-1参照。
(資料) 日本銀行

図表7 経済資本が維持される上限金利



(注) 評価損益算入後の自己資本比率が規制水準に一致する、10年国債金利の試算値。「金融システムレポート(2024年4月号)全文」図表IV-2-7参照。
(資料) 財務省、日本銀行

は限定的であることが確認できる(前ページ図表4)。邦銀による海外不動産ファイナンスは僅少であり、米国市場の大幅な調整を想定しても、追加損失は限られる。

ただし、国内では、金融循環の拡張局面が長期化するなか、金融機関の不動産関連エクスポージャー(貸

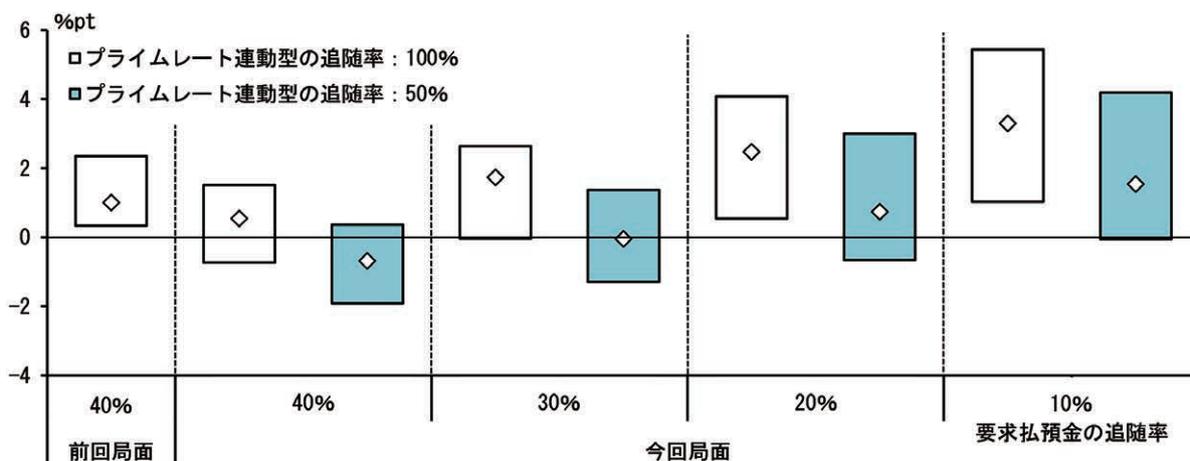
出および有価証券投資)が積み増されている。特に、都市圏の不動産に対する共通エクスポージャーが拡大している。このため、都市圏の商業用不動産市場に限定された局所的なショックであっても、業態を問わず、全国の幅広い金融機関に影響が及び得る(図表5)。

金利上昇に対する 経済主体ごとの耐性

銀行部門の円貸金利リスク量(銀行勘定の一〇〇b p v、コア預金を勘案したベース)をみると、資産サイドと負債サイドのリスク量は概ねバランスした姿となっている(図

表6)。直近にかけては、金利上昇リスクが意識されるなか、有価証券デュレーションが短期化するなど、デュレーション・ギャップ(資産・負債の金利更改期間の差、コア預金を勘案しないベース)が縮小方向にある。こうしたリバランス行動を反映して、金利上昇に対する金融機

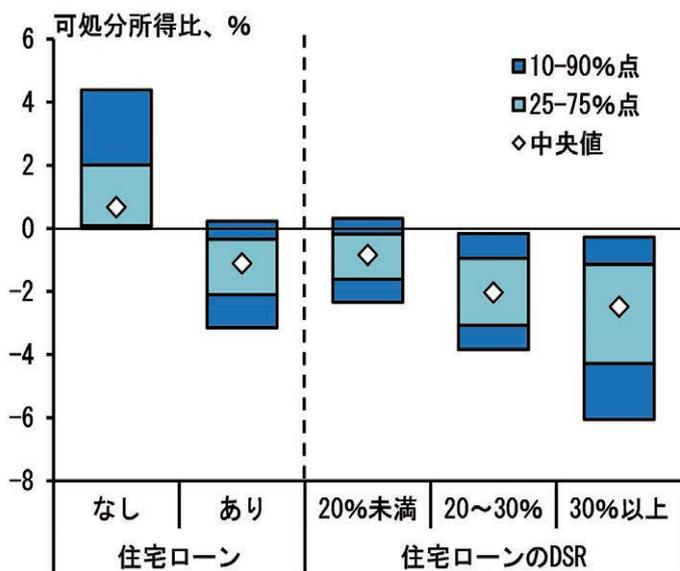
図表 8 シミュレーション結果：利息収支の変化



(注) イールドカーブが+0.1% pt上昇した際の金融機関当たりの利息収支(対国内資金利益比率)の変化について、中央値(マーカー)と25-75%点(バンド)を表示。その他の金利追従率は、プライムレート連動型以外の貸出と有価証券が100%、定期性預金が80%。「前回局面」は2006年度時点、「今回局面」は2023年9月時点。「金融システムレポート(2024年4月号)全文」図表IV-3-7参照。
(資料) 日本銀行

関の耐性は改善傾向にある。図表7は、有価証券の評価損が拡大しても、金融機関が十分な損失吸収力を維持できる一〇年国債の上限金利を試算した結果である。低金利環境下において低下傾向にあった上限金利は、直近にかけて反転している。

図表 9 金利関連収支の変化

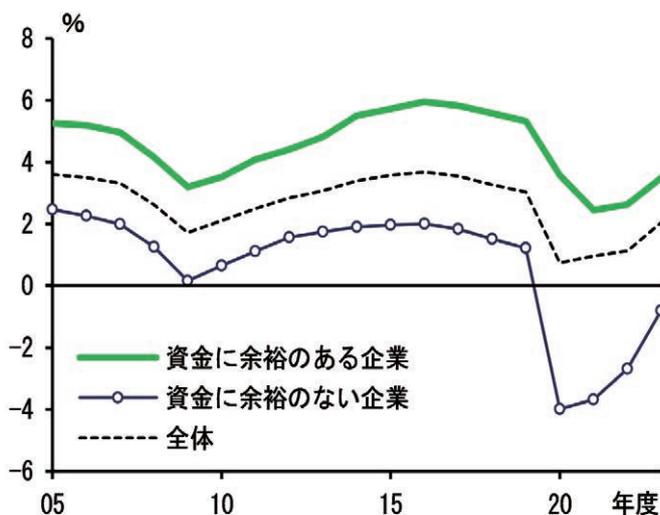


(注) 短期金利が+1% pt上昇した際の世帯当たり収支変化の分布。「金融システムレポート(2024年4月号)全文」図表III-3-20参照。
(資料) 総務省

ただし、市場金利の上昇が金融機関収益に及ぼす影響は、イールドカーブの変化に加え、貸出や預金の金利追従率に依存する(図表8)。追従率は、貸出・預金市場の需給バランスや競争環境、顧客との関係から影響を受ける。バランスシート構成に応じて金融機関収益への影響が異なること、預金の粘性には不確実性があることにも注意

が必要である。家計部門においては、景気改善とそれらとの金利上昇は、全体として、所得や利息収支の改善につながることが見込まれる。住宅ローン債務者も、激変緩和措置によって短期的な元利返済額の増加が抑制されるほか、預金など保有資産からの利息収入の増加が返済負担を部分的に相殺する(図表9)。企業部門において

図表 10 ICR 1倍割れとなる借入金利



(注) 金利上昇後のICRが1倍となる借入金利の試算値。「資金に余裕のある(余裕のない)企業」は、手元資金が販管費の半年分以上(半年分未満)の企業。「金融システムレポート(2024年4月号)全文」図表IV-1-5参照。

(資料) CRD 協会

は、企業収益が改善基調にある。多くの企業は、高い借入金利であっても、利払い負担に耐え得る収益力を確保している(図表10)。ただし、家計・企業とも財務のばらつきが大きい。年収に対する年間返済額比率(DSR)が高い家計や利払い能力(ICR)が低い企業の中には、金利上昇に対する耐性が低い先もある。

その他の注目すべき動き

【企業倒産】経済活動が回復基調にあるも、企業倒産・デフォルトが増加している(図表11)。労働市場がタイト化するなか、人手不足を事由とする倒産もみられる。そうしたもとも、金融機関の信用コストは抑制されている。最近の倒産・デフォルトの大半を小規模企業が占

めていることが、その一因である。ただし、最近の信用コストには、いわゆる越境貸出など、同一企業に対して複数の金融機関が貸出を実行している共通エクスポージャーの中から、大口の信用コストを計上する事例が散見される。こうした貸出先からは、金融機関が中間管理のための債務者情報を手取することが難しく、デットガバナンスが働きにくくなっている面がある。金融機関には、こうした情報ギャップを最小化する取り組みが不可欠である。

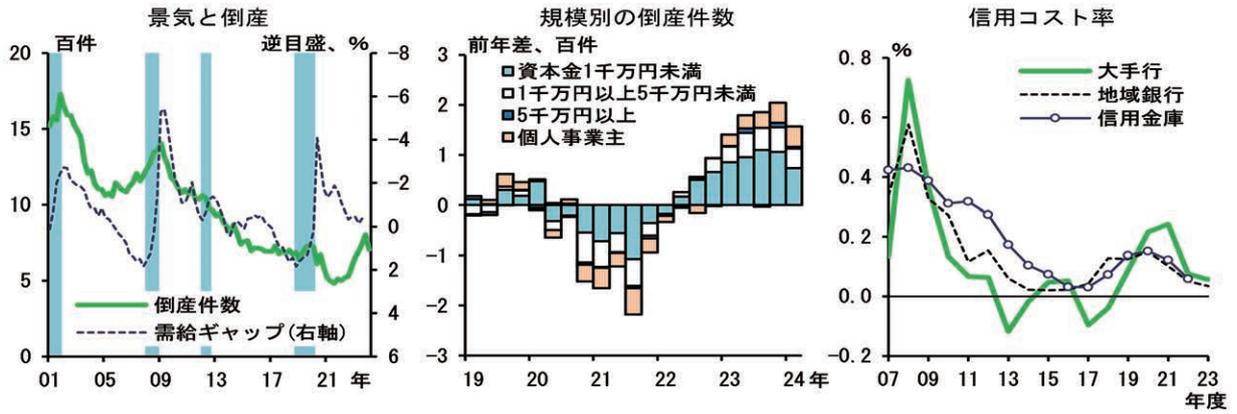
【株価】株価が上昇している。最近の株高には、堅調な企業業績やガバナンス改革に対する市場の期待が反映されている。金融機関にとつて、株高は株式リスク量の増加要因となる一方、益出し余力の改善要因にもなっている。この間、上場銀行は、市場評価の改善に向けて増配し、配当性を引き上げてきた(図表12)。こうした傾向は、収益力など損失吸収力の低い銀行からも観察される。資本政策における収益配分は、資本基盤と収益力を踏まえたものである

ことが望ましい。

【海外のプライベートファンド】海外では、ここ数年、プライベートファンド市場が急成長を遂げている(図表13)。プライベートファンドは、投資家からの投資資金と金融機関からの借入資金をもとに、伝統的な金融仲介を補完・代替する存在となっている。邦銀も、僅かながら、プライベートファンドに対するエクスポージャーを有している。そのプライベートファンド市場は、投資資金の流入増加が頭打ちとなるなど、これまでの成長ペースに変化がみられる。また、ファンドの投資先企業の利払い負担が高まるなど、ファンドやファンドに融資する金融機関が負う信用リスクは高まりつつある。

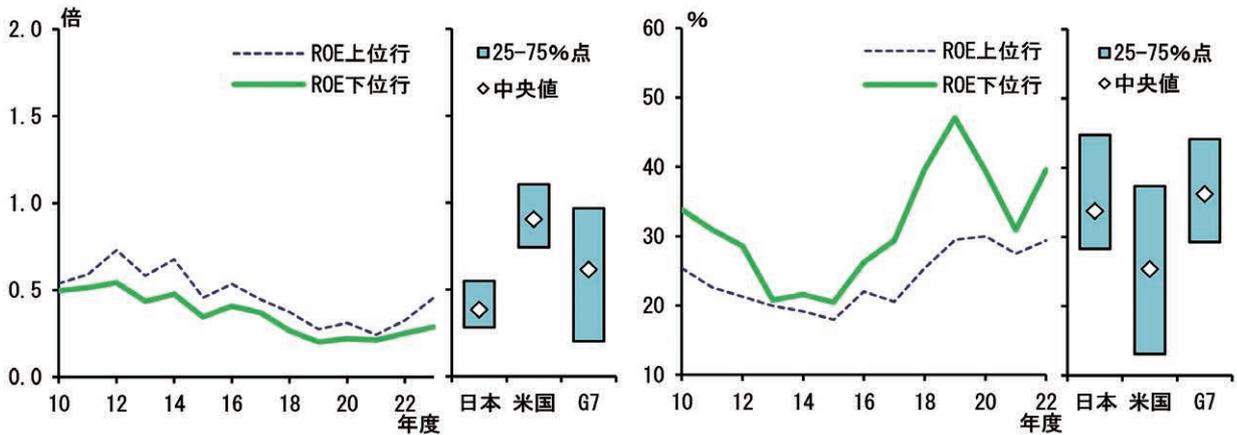
日本銀行は、考査・モニタリング等を通じて、これらの潜在的な脆弱性に対する金融機関の取り組みを促していく。また、マクロプルーデンスの観点から、金融機関による多様なリスクテイクが金融システムに及ぼす影響について引き続き注視していく。

図表 11 倒産件数と信用コスト率



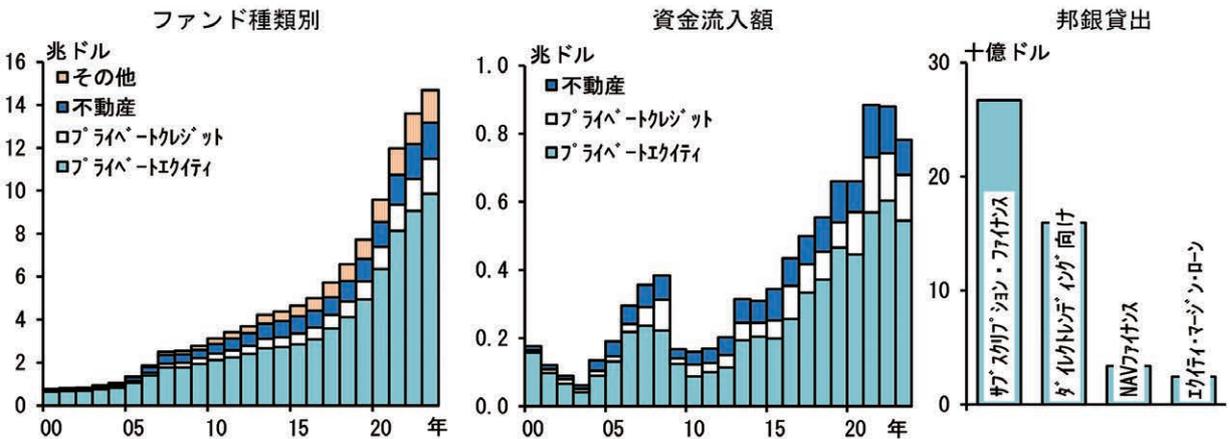
(注) 左図のシャドーは景気後退局面。「金融システムレポート(2024年4月号)全文」図表IV-1-3、IV-1-6参照。
 (資料) 帝国データバンク、東京商工リサーチ、日本銀行

図表 12 上場銀行のPBR(左)と配当性向(右)



(注) 「G7」は日本と米国を除く。「金融システムレポート(2024年4月号)全文」図表V-1-7参照。
 (資料) S&P Global Market Intelligence

図表 13 プライベートファンド市場



(注) 集計対象は、左図が全世界、中図が米州。右図は3メガ行の米州ファンド向け貸出残高。「金融システムレポート(2024年4月号)全文」図表B3-1、B3-2参照。
 (資料) Preqin、日本銀行