



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」

二〇二四年十月

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、貸出金利が上昇するも、企業は資金需要は増加しており、金融機関の融資姿勢も引き続き積極的である。こうした金融仲介活動に、大きな不均衡は認められない（次ページ図表1）。

わが国の金融機関は、内外の金融市場や実体経済に大幅な調整が生じるリーマンショック型のストレスや、グローバルな金利上昇と実体経済の減速が同時に生じるストレスに対して耐え得る、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。もともと、先行きの国際金融市場や地政学的リスクの動向など、テールリスクへの警戒は引き続き重要である。より長期的な視点からみ

ると、人口減少などを背景に企業の借入需要が構造的に減少する状況が続いた場合、貸出市場の需給バランスによっては、金融機関の収益力や損失吸収力が低下し、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。以下では、これらの観点も踏まえつつ、わが国金融システムを巡るリスクや脆弱性について点検する。

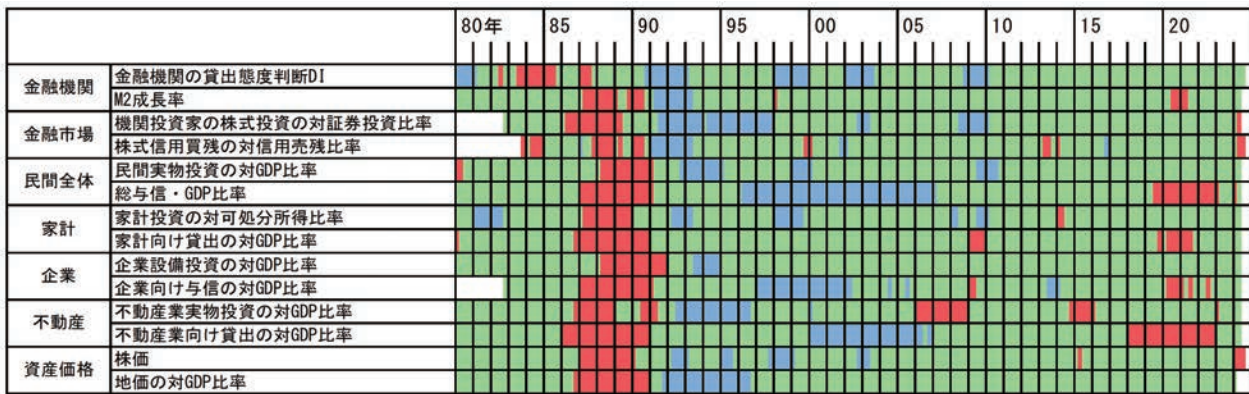
資産価格の動向

株式市場について、ヒートマップを構成する「株価」と「株式信用買残の対信用売残比率」、「機関投資家の株式投資の対証券投資比率」をみると、トレンドからの上方乖離を示す「赤」が点灯している（次ページ図表1）。八月初には、米国の景気減速懸念を契機とする投資ポジション

の巻き戻しの影響などから、グローバルに資産価格が変動した。この間、P E Rは過去平均的な水準での推移を続けており、バリュエーション上、大きな過熱感は見られない。もともと、わが国の金融機関が相応の株式リスク量を有していることを踏まえると、資産価格の動向については留意する必要がある。

また、わが国の不動産市場では、不動産貸出の趨勢的な増加が続くも、一部に価格の割高感が窺われる。「商業用不動産価格・賃料比率」は、ミニバブル期の水準を上回っているほか、都心の商業地区において、局所的な高額の取引がみられている（次ページ図表2）。また、不動産取引業の一部では販売在庫水準も高まっている（次ページ図表3）。都心のオフィス空室率が最近では低下に

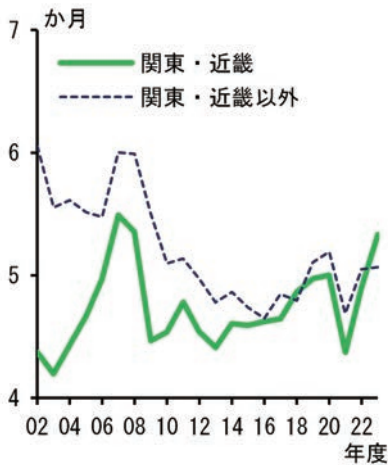
図表1 ヒートマップ



(注)「金融システムレポート(2024年10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

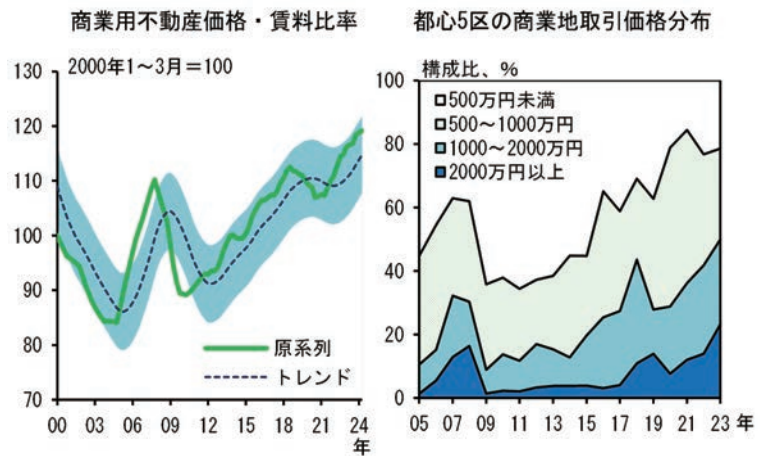
図表3 不動産取引業の棚卸
資産回転期間



(注)「金融システムレポート(2024年10月号)全文」図表Ⅲ-3-8 参照。

(資料) CRD 協会

図表2 商業用不動産価格



(注)「金融システムレポート(2024年10月号)全文」図表Ⅲ-3-5、図表Ⅲ-3-7 参照。

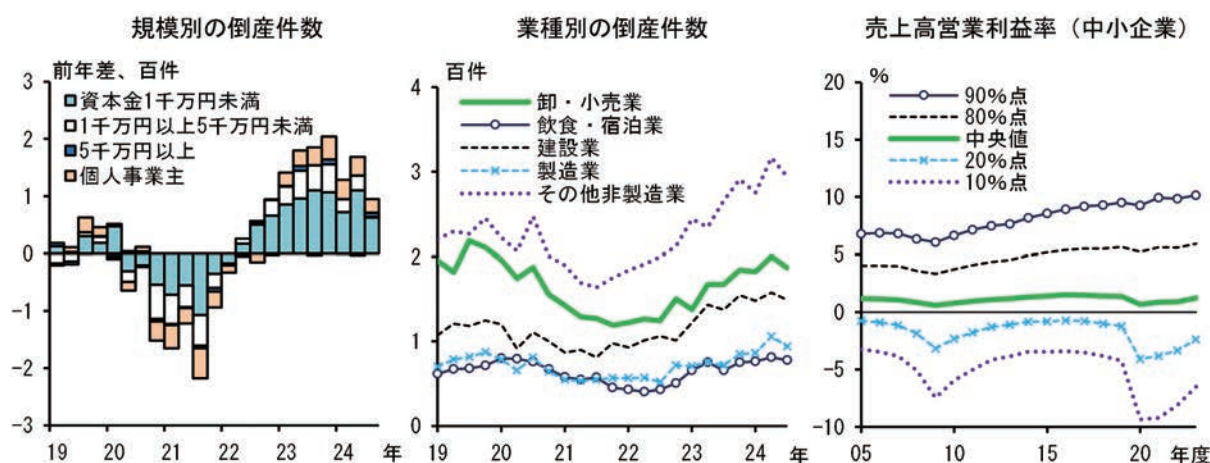
(資料) 国土交通省、日本銀行

金融機関の信用リスクについてみると、わが国経済が緩やかな回復を続けるもと、多くの企業で財務が改善した状態が続いており、全体として貸出債権の質は維持されている。また、金融機関の信用コスト率は低位に抑制されている。もともと、原材料価格高や人件費上昇の影響もあり、収益の改善ペースが鈍い企業も存在するなど、企業財務のばらつきは大きく、倒産件数やデフォルト率は

景気改善のなかでの 倒産・デフォルト動向

転じているほか、不動産業の財務状況は景気回復とともに改善が続いており、デフォルト率も低位で推移しているものの、他業種と比べてレバレッジ比率の水準が高く金利感応度も高い点には留意が必要である。海外ファンドによるポートフォリオ・リバランスの一環として、日本の投資物件を売却する動きが引き続きみられていることも踏まえると、不動産市場の先行きには一段と注意していく必要がある。

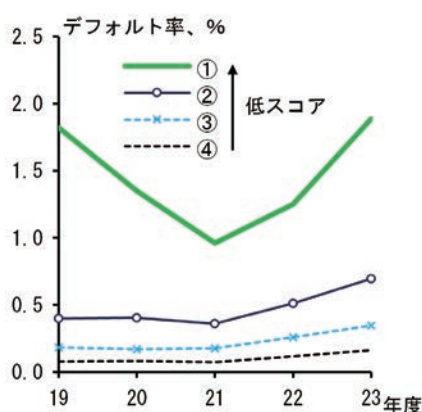
図表4 倒産件数と企業財務



(注)「金融システムレポート(2024年10月号)全文」図表IV-1-4、図表IV-1-6 参照。

(資料) CRD 協会、帝国データバンク

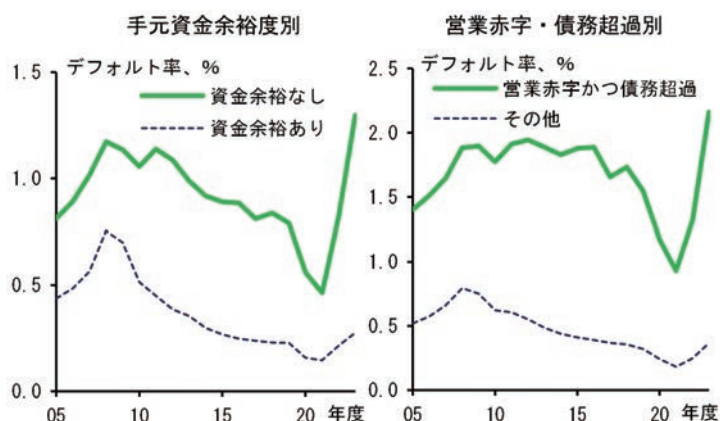
図表6 感染拡大前の信用スコア別にみた実績デフォルト率



(注) 信用スコア(四分位)は、モデルを用いて推計した2018年度時点のデフォルト確率に基づく。「金融システムレポート(2024年10月号)全文」図表IV-1-8 参照。

(資料) CRD 協会

図表5 企業特性別にみた実績デフォルト率



(注)「資金余裕なし」は手元資金(期初の手元流動性と期中の営業キャッシュフローの合計)が販管費の半年分未満の先、「資金余裕あり」は半年分以上の先。「金融システムレポート(2024年10月号)全文」図表IV-1-7 参照。

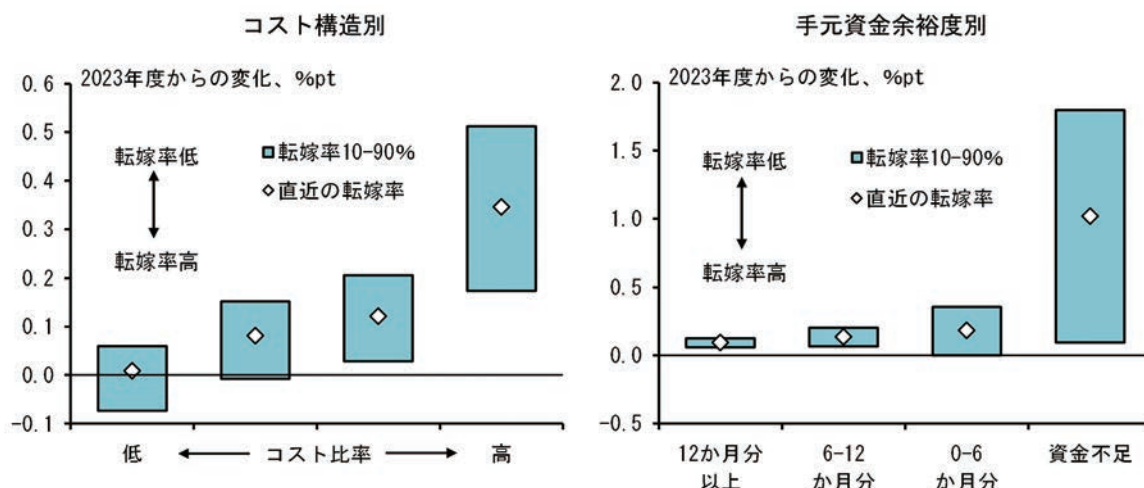
(資料) CRD 協会

感染症拡大前を上回っている(図表4)。

デフォルト企業の財務内容を仔細にみていくと、直近では、相対的に手元資金に余裕のない企業や、営業赤字かつ債務超過の企業など、財務面で脆弱性を抱える企業のデフォルト率が上昇している(図表5)。こうした企業のデフォルト率は、感染症拡大後に企業金融支援策等を背景に一旦低下した後には上昇しており、既往の脆弱性がラグを置いて顕在化したことによるものである可能性を示唆している。実際、デフォルト企業を、感染症拡大前の財務内容で評価した信用スコア別に均等ウェイトで区分けしてみると、二〇二三年度のデフォルト企業のうち相応の先は、感染症拡大前から脆弱であったことが示唆される(図表6)。もともと、当時は脆弱ではなかった企業のデフォルト率も小幅に上昇しており、感染症拡大以降に発生したコスト上昇などのショックの影響が表れている可能性がある。

足もとのコスト上昇圧力がデフォルト確率に与える影響を試算する

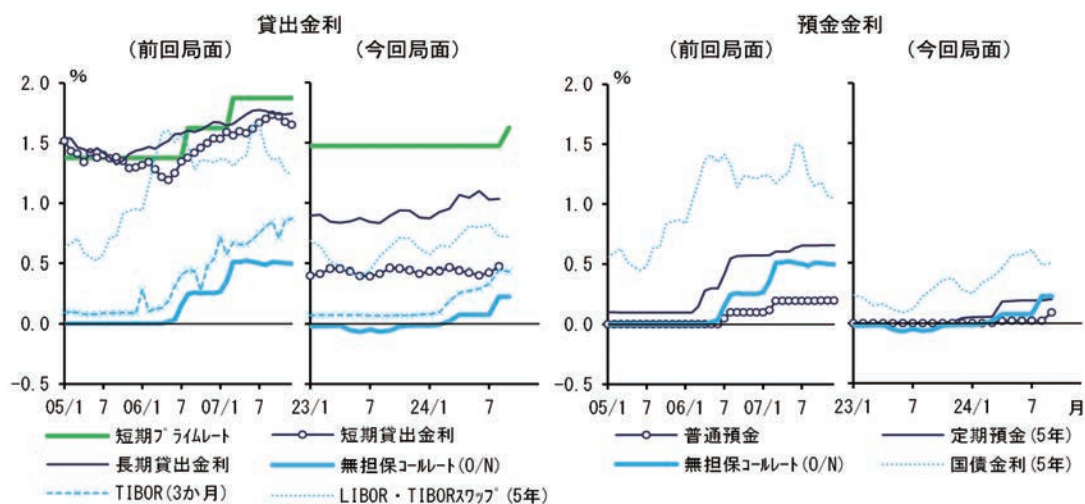
図表7 コスト構造・財務別のデフォルト確率上昇幅



(注) デフォルト確率モデルによる推計値 (2023 年度から 2024 年度にかけての変化)。バンドは、仮想的に価格転嫁率を変化させた場合のレンジ。「金融システムレポート (2024 年 10 月号) 全文」図表IV-1-12 参照。

(資料) CRD 協会、財務省、帝国データバンク、日本銀行

図表8 貸出金利と預金金利 (前回利上げ局面との比較)



(注) 直近は、市場金利・短期プライムレート・預金金利が 2024 年 9 月、貸出金利が 2024 年 8 月。「金融システムレポート (2024 年 10 月号) 全文」図表IV-4-7 参照。

(資料) Bloomberg、Haver Analytics、財務省、日本銀行

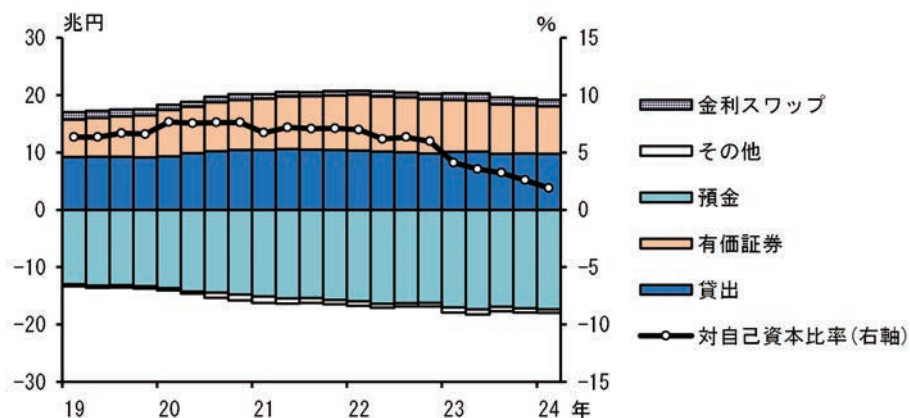
市場金利の上昇が 貸出金利・預金金利に 及ぼす影響

と、価格転嫁率によって相応に異なるものの、売上原価と人件費負担が売上高対比で大きい企業や、手元資金に余裕のない企業ほど、コスト上昇時のデフォルト確率の上昇幅が非線形的に拡大することが確認された (図表7)。

日本銀行は、本年三月に金融政策枠組みの見直しを行ったあと、七月に政策金利を引き上げた。短期金利 (無担保コールレート翌日物) は、三月以降〇・〇・一%の範囲で推移していたところから上昇し、〇・二五%程度で推移している。そのもとで、金融機関は、市場金利の変化も踏まえて貸出金利や預金金利を設定しており、その影響は、様々な経済主体に及んでいくことになる。

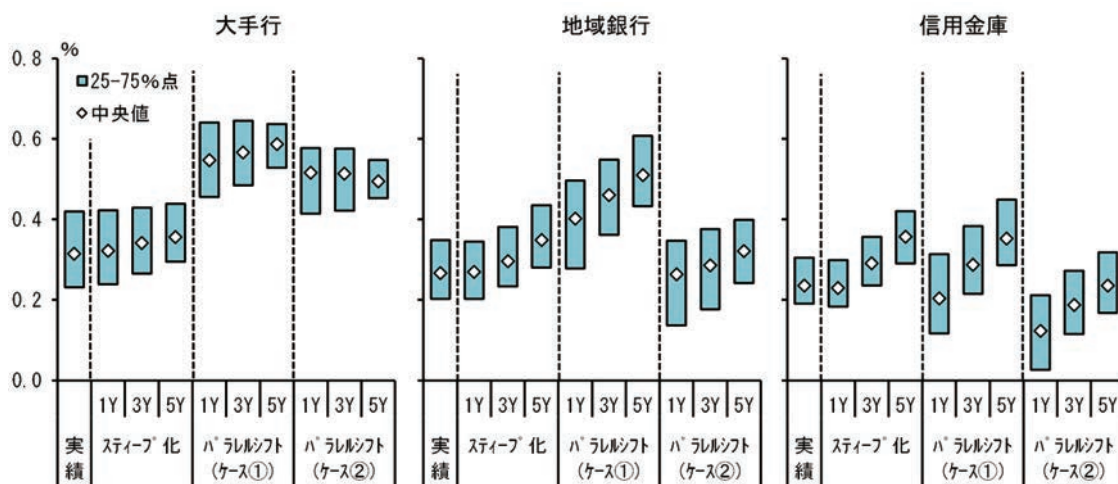
前回レポート以降の貸出金利の動向についてみると、長期貸出にかかるとの新規約定金利は、主な参照金利である中期ゾーンの市場金利が政策金

図表9 銀行勘定の金利リスク量



(注) 円貨金利リスク量 (100bpv)。「金融システムレポート (2024 年 10 月号) 全文」図表IV-4-1 参照。
(資料) 日本銀行

図表10 コア業務純益ROAの水準



(注) いずれも 10 年金利が +1% pt 上昇した場合のシミュレーション結果。「スティープ化」は短期金利不変、「パラレルシフト」は短期金利も +1% pt 上昇。短期プライムレート連動型貸出と固定金利貸出の追従率は、「スティープ化」と「パラレルシフト (ケース①)」では 100%、「パラレルシフト (ケース②)」では 50% と想定。横軸は、金利上昇後の経過年数を示す。「金融システムレポート (2024 年 10 月号) 全文」図表IV-4-6 参照。
(資料) 日本銀行

金融機関と 企業・家計の金利耐性

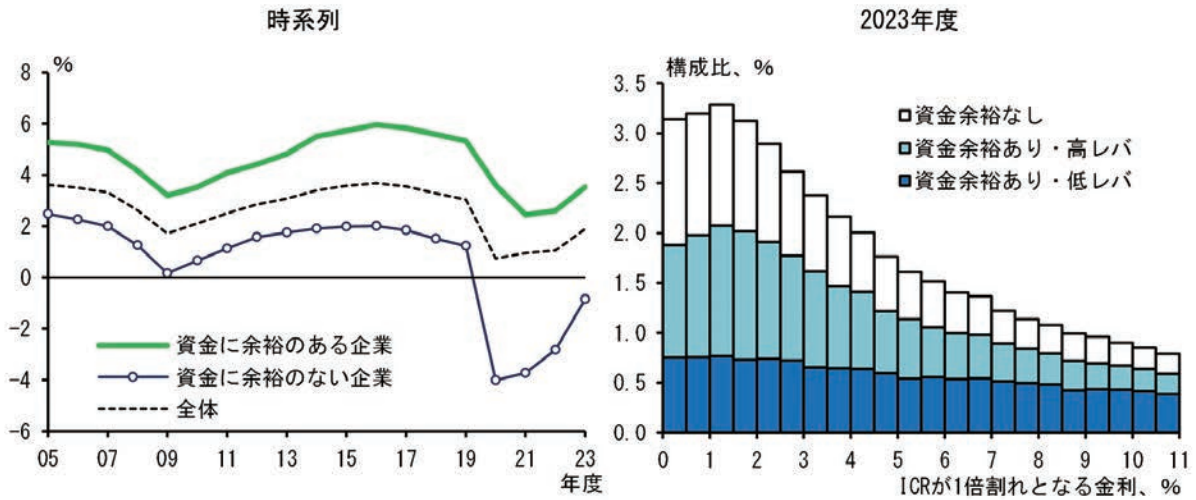
金融機関は、有価証券ポートフォリオのリバランスを進めており、円債はデューレーションが短期化している。こうした取り組みを反映して、円金利上昇に対する金融機関の耐性は、高まる方向にある (図表9)。

円金利上昇は、やや長い目でみれば、貸出金利・預金金利の変化などを通じて、全体として金融機関の利

利に先行して上昇してきたことから、緩やかに上昇している (図表8左図)。短期の貸出金利については、これまで概ね横ばいで推移してきたが、九月入り後に引き上げられた短期プライムレートの影響について確認していく必要がある。

預金金利も、定期預金金利が先行して上昇してきたが、足もとでは、普通預金金利も〇・一%程度まで上昇している (図表8右図)。その上げ幅は、二〇〇六〜二〇〇七年の前回利上げ局面と同様に、政策金利の上昇幅と比べてやや小さくなっている。

図表11 借入超の中小企業におけるICR1倍割れとなる借入金利



(注) 集計対象は中小企業のうち借入超企業（有利子負債が現預金を上回る企業）。「資金に余裕のある企業」は手元資金が販管費の半年分以上の先、「資金に余裕のない企業」は半年分未満の先。「金融システムレポート（2024年10月号）全文」図表IV-1-16 参照。

(資料) CRD 協会

息収支を押し上げていくとみられる。もっとも、預貸金利の追随率は、貸出・預金市場の需給バランスや競争環境、金融機関のサービス提供力や顧客との関係などに応じて変わり得るため、金融機関収益への影響には相応の不確実性がある。円金利上昇による各金融機関のコア業務純益の変化を、イールドカーブの形状や貸出金利の追随率に幾つかの想定を置いたもとで試算すると、シナリオによっては、固定金利債権や満期の長い有価証券が多い金融機関を中心に、収益が一時的に下押しされるケースもみられるが、いずれの業態でも増加していくことが示唆される（前ページ図表10）。

家計の金利耐性については、近年、年収に対する年間返済額比率（DSR）の高い若年世代において住宅ローン保有世帯が増えている。もっとも、住宅ローンにおける「五年ルール」や「一二五%ルール」といった激変緩和措置は、短期的な返済負担増を抑制する方向で作用する。また、やや長い目でみれば、景気が緩やかに回復し、賃金上昇が続くもとで、返済負担は徐々に軽減されていくと考えられる。

企業の金利耐性について、利払い能力を示すインタレスト・カバレッジ・レシオ（ICR）が1倍割れとなる借入金利の水準をみると、足もとの収益の回復を反映して全体として上昇しつつあるほか、資金に余裕がある企業では、相応に高い金利であっても利払い負担に耐え得る収益力が確保されている（図表11）。一方、全体からみれば一部であるものの、現時点での貸出金利水準の近傍でICRが1倍割れとなる企業については、手元資金に余裕のない企業や手元資金があってもレバレッジが高い先など、利払い負担に対して脆弱な企業もみられる。

日本銀行は、調査・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、マクロブ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を引き続き注視していく。