

グローバル金融システム委員会報告書

「低金利長期化の金融安定へのインプリケーション」

要旨（日本銀行仮訳）

グローバル金融危機後の10年間は、歴史的な低金利によって特徴づけられる。利回りは、いくつかの経済圏では回復し始めたものの、循環要因（例：低インフレ率）と構造要因（例：生産性、人口動態）の双方が重石となり、その上昇ペースは緩慢に止まり、以前に比べ低位安定して推移する見込みである。加えて、市場参加者の間では、金利が非常に低い水準に留まる（あるいは再度低下）する、所謂「low-for-long（低金利長期化）」シナリオのリスクが意識されている。低金利環境が長期化すると金融機関の収益性や財務体力を下押しする可能性があるため、金融システムの脆弱性の原因となりうる。さらに、低金利は金融機関のリスクテイクにかかるインセンティブに影響を与えうるため、金融セクターの脆弱性を増長させる可能性がある。

本報告書は、低金利が（先進国および新興国に所在する）銀行および保険会社・民間年金基金に与える影響に焦点を当て、「low-for-long」シナリオが金融安定に影響を及ぼすチャンネルを特定するとともに、検証結果を提供している。本報告書では、低金利シナリオは経済成長やインフレ率の弱さによって引き起こされると仮定している。その他の要因も低金利の長期化につながりうるが、金融安定へのインプリケーションはおそらく異なってくると考えられる。

銀行については、低金利は収益性の低下（ひいては、負のショック後の資本回復力の低下）やリスクテイクの前傾化を通じて、頑健性を低下させる可能性がある。こうした影響は、銀行のなかでも、特に名目預金金利が実質的な下限によって制約を受け、利鞘が縮小している法域で活動する先に関係すると考えられる。新興国の銀行については、そうした影響は国内の低金利のみならず、先進国の低金利がもたらすスピルオーバーによって、顕在化する可能性がある。なお、先進国からのスピルオーバーは、新興国への資本流入、新興国における過度な信用拡大および金融機関の競争激化を促進しうる。

保険会社および民間年金基金については、低金利は資産負債の双方の割引現在価値を押し上げる。しかし、一般的にこうした主体では負債（生命保険や年金にかかる契約の支払い）に比べ資産のデュレーションが短く、負債の割引現在価値の方が資産に比べ大きく上昇する結果、財務健全性が悪化する。また、

仮に低金利環境が急激な金利反転（snapback）を伴って終了した場合、契約者が生命保険の早期解消（解約オプション）に踏み切る可能性があり、保険会社にとっては流動性の脆弱化要因となりうる。特定の保険会社および民間年金基金が破綻ないし倒産した場合は、その影響は金融セクターのカウンターパーティーや非金融セクターのステークホルダーを通じて、金融システム全体やより幅広い経済へ伝播しうる。さらに、破綻によって生じた流動性ニーズの高まりは、投げ売りを通じて資産価値評価の下方修正を増幅させる可能性がある。

低金利が銀行および保険会社・民間年金基金に与える主な影響に関する本報告書の分析結果は以下の通り。

銀行：計量分析、シミュレーション・モデル、過去のストレステストに基づくくと、低金利やイールドカーブのフラット化は利鞘を縮小させるという多くの証拠が得られた。こうした影響は、特に低金利や競争圧力を受けて、預金金利の引き下げ余地が乏しい先で顕著である。しかしながら、銀行は一般的に低金利長期化による影響からROA（総資産利益率）の低下を防ぐ方法（例：経費削減、手数料収入の強化、資産デュレーションの長期化、住宅ローンの拡大）を見出しているとみられる。もっとも、いくつかの方法は必ずしも今後も有効であるとは限らない（例：経費削減）。計量シミュレーションに基づくくと、先行き10年間に亘って金利が低位で推移する「low-for-long」シナリオのもとでは、ベースライン・シナリオ（多くの市場参加者による予想と整合的に金利が緩やかに上昇）対比、銀行は利鞘の縮小に直面するものの、収益全体でみた影響はより軽微に止まる見込みとなっている。

他方、金利と銀行の健全性およびリスクテイク指標の間には、システマティックな関係性はほとんど確認されなかった。銀行は、グローバル金融危機以降、資産デュレーションの長期化や住宅ローンへのシフトを進めているが、過度な利回り確保に向けた動きの兆候はみられていない。欧州や日本など、金利が非常に低い水準まで低下した国・地域においても、銀行部門全体でみた健全性指標は目立って悪化はしていない。

保険会社・民間年金基金：ソルベンシー指標（特に、資産／負債比率）は、「low-for-long」シナリオのもとでは、想定される通り、ほぼ確実に悪化する。もっとも、保険・年金部門の負債デュレーションは長く、中長期的なビジネスを行っていることから、こうした課題は、銀行に比べ、より長い期間にわたって顕在化する見込みとなっている。このため、保険・年金部門は秩序だった調

整を行う余地があるほか、より広範な金融市場の混乱を招く可能性も抑えられている。

作業部会の検証結果によれば、保険・年金部門は、低金利環境に対して資産デュレーションの長期化と（おそらく）ポートフォリオに占める、より信用力の低い資産の割合を引き上げることで対応を図ってきているとみられる。もっとも、銀行同様に、こうしたシフトは将来のショックに対する保険・年金部門のエクスポージャーを大きく増加させている訳ではないとみられる。

リスク：金融安定に対するリスクは、低金利が長期化しても、全般的にみれば大きく蓄積されないようにみえる。しかし、作業部会は「low-for-long」シナリオが仮に実現した場合、注意深い検討とモニタリングを要する懸念事項および注意事項として、以下の4つを特定した。

第一に、銀行全体では十分な収益性を確保できたとしても、いくつかの個別行（もしくは、一国の銀行システム）には負担がかかる可能性がある。特に、リテール向け貸出や預金活動に特化している先や競争の激しい市場でビジネスを行っている先では、負担が大きくなりうる。さらに、作業部会による（多国間）分析が元々有する推計上の限界から、低金利が及ぼす影響が過小評価されている可能性もある。

第二に、近年、金融機関がリスクテイクを相対的に抑制しているのは、グローバル金融危機以降の規制強化やリスク削減（de-risking）が背景にある可能性がある。こうしたリスクテイクの抑制的なスタンスは、金利が低位で推移し利回りや収益性を下押しし続けると、長期的に損なわれる可能性もある。

第三に、低金利が保険・年金部門の収益性やバランスシートに与える影響は中長期にわたって顕在化するため、通常であれば問題があっても秩序あるやり方で解決され则认为られる。もっとも、いくつかの先では対処案が見つからず、結果として、ソルベンシーの問題となり、金融システムの他の主体に波及する可能性も十分にありうる。

第四に、低金利の長期化は、その後急激な金利反転（snapback）を伴う可能性が十分にある。そうした金利の反転は、追加的なリスクテイクがない場合でも、金融機関にとって難題となりうる。銀行はデュレーションの長い資産での評価損や貸倒損失を計上することが想定される。低金利環境下での収益確保に向け

た対応（例：資産デュレーションの長期化や金利感応度の高い不動産向け貸出へのシフト）は、その後の金利反転の影響を悪化させうる。新興国の銀行は、2013年の「taper tantrum」でみられたように、先進国金利の急騰が資本フローの巻き戻しや新興国資産の投げ売りにつながるような場合、より厳しい状況に直面する可能性がある。また、保険・年金部門については、金利反転時には（負のデュレーションギャップから）ソルベンシー指標が改善する見込みであるものの、低金利環境下での資産デュレーションの長期化やリスク性資産への投資拡大次第では、そうしたソルベンシー指標の改善は弱められる可能性がある。さらに、保険・年金部門では、デリバティブのポジションにかかる損失（および結果として生じる担保需要の増加）や保険契約の解約増によって、流動性の問題に直面する可能性も考えられる。

最後に、以下に挙げる3つのリスクは、「low-for-long」シナリオと関連付けられることがあるものの、本報告書の範囲を超えるため、対象外としている。まず、低金利は資産バブルの形成やその後の崩壊の原因となる可能性がある。また、低金利は銀行や保険・年金以外の他の金融機関（例：市場型仲介業者など）の過度なリスクテイクを助長しうる。加えて、銀行、保険・年金、その他の主体間の相互作用が、金利ショックを金融システム全体に増幅させる要因になることも考えられる。

政策インプリケーション：監督当局による第一の防衛線は、引き続き十分な資本、流動性、リスク管理を促進することで金融システムの頑健性を高めていくことにある。同時に、低金利および金利反転シナリオによって生じる個別の懸念事項に対処する政策を検討することも考えられる。作業部会は、金融機関の低金利および金利反転リスクへのエクスポージャーに関するモニタリングの向上（特に、こうしたエクスポージャーの緩やかな積み上がりや急反転の双方を把握するストレステストの実施）を支持する。また、債務超過の保険会社を金融システムの混乱を招くことなく破綻処理する枠組みを整備していくことも非常に重要であると考えられる。

以　上