



BOJ
Reports & Research Papers

Financial System FSR Report

金融システムレポート



日本銀行
2023年10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、SBI 新生、あおぞらの 10 行、地域銀行は、地方銀行 62 行と第二地方銀行 37 行、信用金庫は、日本銀行の取引先信用金庫 247 庫（2023 年 9 月末時点）。

本レポートは、原則として 2023 年 9 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

日本銀行の金融システムレポートは次の2点を目的としている。一つは、金融システムの安定性を評価すること、もう一つは、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である。

本レポートでは、金融システムの脆弱性について、マクロプルーデンスの視点から分析を行っている。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。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る。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。

2023年10月号の問題意識

今回のレポートでは、金融仲介活動の背後にある様々なリスクテイク行動に焦点を当てたうえで、次の2つの視点から、わが国金融システムの頑健性と潜在的な脆弱性を評価している。

第一に、金融機関の金利リスクについて総点検を行う。金利リスクは、満期変換を担う金融機関にとって本源的なリスクである。そのリスク管理の重要性は、今年3月の米銀破綻によって再認識された。わが国においても、長期にわたる低金利環境のもとで、金融機関の金利リスクが増加した。リスク管理を高度化していく観点からは、これを機に、金利変動によってリスクが顕在化する仕組みについて、改めて理解を深めておくことが重要である。

第二に、金融機関が負う潜在的な信用リスクを点検する。これまでのところ、企業倒産が増加するなかでも、金融機関の貸出債権の質は維持されている。もっとも、世界的な金融環境の引き締まりが続くなか、各種調達コストの累積的な上昇や世界経済の減速が、貸出先企業の財務悪化要因になっている。また、金融機関の不動産エクスポージャーは、国内外で拡大している。こうしたなか、信用リスクプロファイルの変化を的確に評価することが重要になっている。

目次

I. わが国金融システムの安定性評価（要旨）	1
II. 金融資本市場から観察されるリスク	7
1. 国際金融市場	7
2. 国内金融市場	10
3. 金融市場を巡るリスク	13
III. 金融仲介活動	16
1. 銀行部門の金融仲介活動	16
(1) 貸出	
(2) 有価証券投資	
2. ノンバンク部門の金融仲介活動	22
3. 金融循環	26
(1) 金融循環と経済変動リスク	
(2) 金融循環と不動産市場	
IV. 金融機関が直面するリスク	36
1. 信用リスク	36
(1) 国内の信用リスク	
(2) 海外の信用リスク	
2. 有価証券投資にかかる市場リスク	48
3. 銀行勘定の金利リスク	54
(1) 中長期的にみたバランスシート構成の変化	
(2) 金利追随率と金利リスクの関係	
4. 資金流動性リスク	61
5. 経営環境の変化がもたらすリスク	65
(1) デジタル技術に関連するリスク	
(2) 気候関連金融リスク	

V. 金融システムの頑健性	72
1. 金融機関の損失吸収力	72
(1) 自己資本の充実度と損失吸収力	
(2) 資本基盤と収益力を踏まえた資本政策	
2. マクロ・ストレステスト	78
(1) ベースライン・シナリオ	
(2) 金融調整シナリオ	
(3) 逆イールド・シナリオ	
(4) 金融システムの頑健性の評価	
BOX 1 商業用不動産市場の伝播リスク	86
BOX 2 預金の粘着性とその可変性	89
付録：基本用語の定義	93

I. わが国金融システムの安定性評価（要旨）

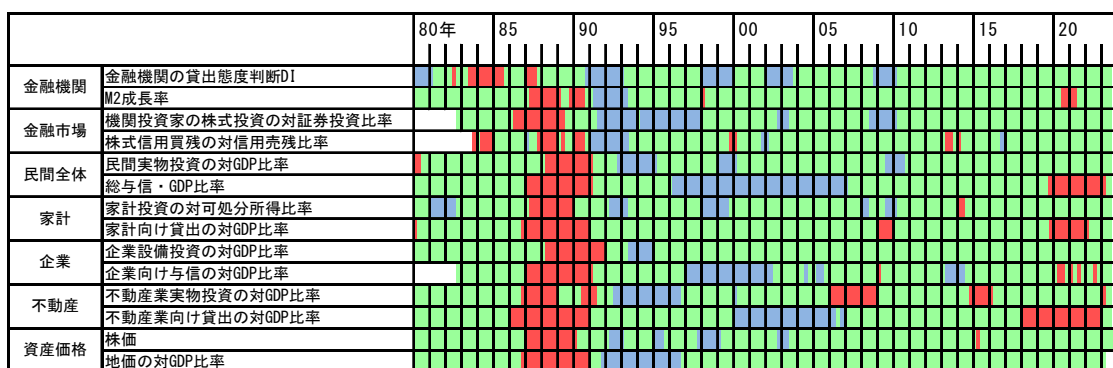
わが国の金融システムは、全体として安定性を維持していると評価できる。世界的な金融環境の引き締めとそれに起因する様々なストレスのもとでも、わが国の金融機関は、適切な金融仲介機能を発揮し得る充実した資本基盤を有している。流動性についても、小口の粘着的な個人預金を中心とした、安定的な資金調達基盤を有している。今年3月に米欧金融部門を巡る不確実性が高まってからも、わが国の金融システムは健全かつ頑健である。

もっとも、テールリスクへの警戒は引き続き重要である。各国中央銀行の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。金融資本市場においても、先行きの不確実性が指摘されている。より長期的な視点からみると、金融機関の基礎的な収益力の低迷が続き、自己資本の蓄積が滞ることがあれば、損失吸収力の低下を通じて金融仲介活動が停滞する可能性がある。また、過度な利回り追求を通じて金融システム面の脆弱性が高まる可能性もある。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観点からは、こうした金融システムの停滞・過熱両方向のリスクを点検しつつ、潜在的な脆弱性に的確に対処する必要がある。

金融循環と金利リスク（→Ⅲ章3節、Ⅳ章3節、BOX2）

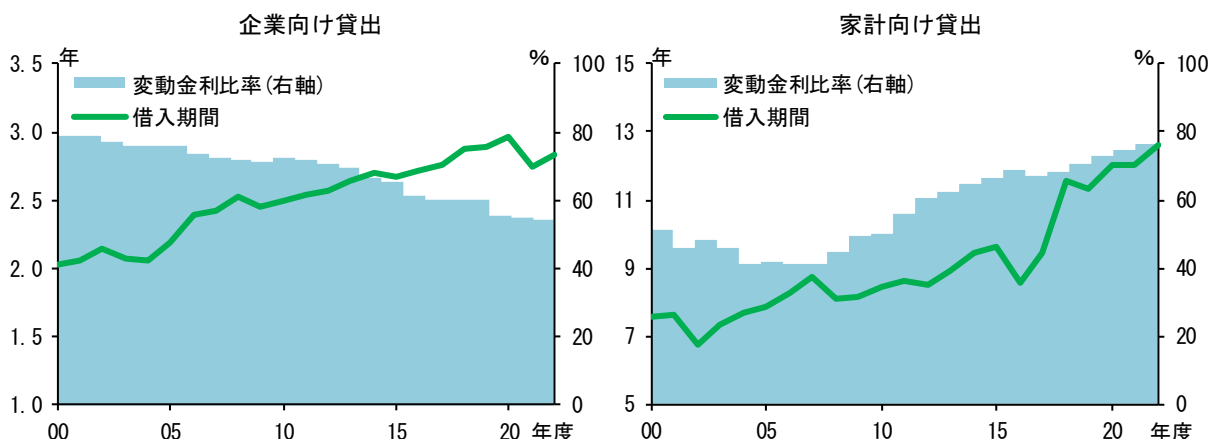
現在の金融活動に大きな不均衡は認められない（図表 I-1）。感染症拡大以降の民間債務の大幅な増加は、手元資金を厚めに確保しようとする、中小企業を中心とした慎重な資金繰りを反映したものである。ただし、中長期的にみると、民間債務が増加する過程で、企業・家計部門の借入期間が長期化している（図表 I-2）。企業は、長期金利が低下した機会を捉えて、長期固定金利の安定資金を確保し、借換リスクを抑制してきた。家計は、長期・低利の変動金利借入によって、大口化した住宅ローンの月々の返済負担を抑制してきた。

図表 I-1 ヒートマップ



（注）図表Ⅲ-3-1 参照。

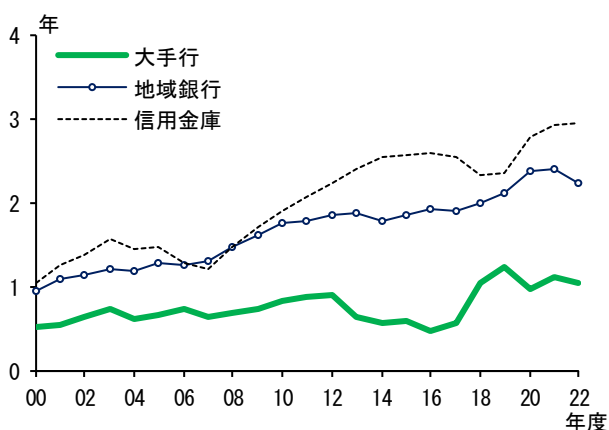
図表 I-2 借入期間



(注) 図表Ⅲ-3-5 参照。

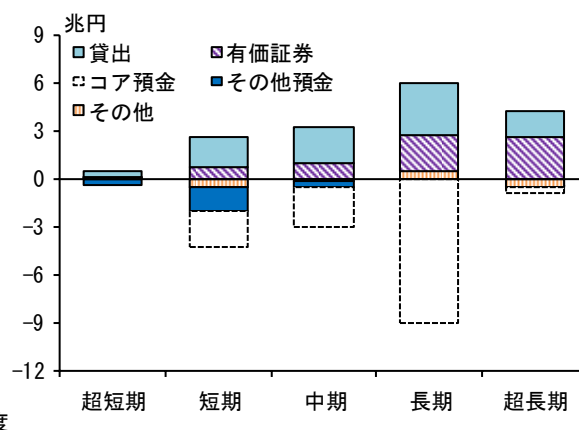
こうした借入期間の長期化を反映して、金融機関のデュレーション・ギャップ——資産・負債の金利更改期間の差（コア預金を勘案しないベース）——は、10年前対比で拡大した状態にある（図表 I-3）。大手行では、長期固定金利貸出の取り扱い増加がその背景にある。地域銀行と信用金庫では、貸出面の変化に加え、有価証券投資の面で長期債投資にシフトしたことも、ギャップ拡大につながっている。こうした資産サイドのデュレーション長期化とそれに伴う金利リスク量増加は、コア預金によって相殺されている（図表 I-4）。コア預金を勘案した金利リスク量（100bpv）は、全体としてみれば、資産と負債が概ねバランスした姿となっている。金融機関には、金利リスク量に耐え得る損失吸収力を維持するとともに、デュレーション・ギャップが従前よりも拡大している分、慎重なリスク管理が求められる。

図表 I-3 デュレーション・ギャップ



(注) 図表Ⅳ-3-3 参照。

図表 I-4 金利リスク量



(注) 図表Ⅳ-3-5 参照。

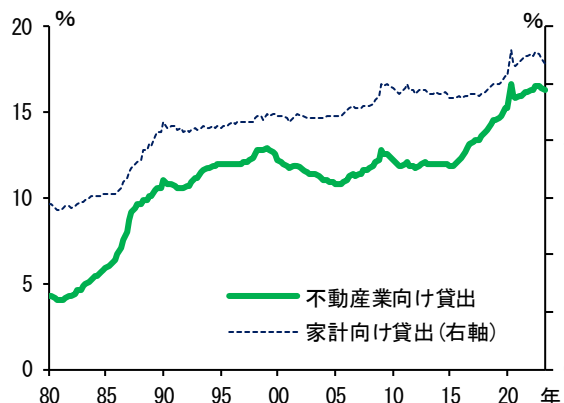
金融循環と不動産市場 (→Ⅲ章 1 節、3 節、BOX1)

金融循環においては、経済活動の回復に伴い、民間債務と経済活動水準とのリバランスに

I. わが国金融システムの安定性評価（要旨）

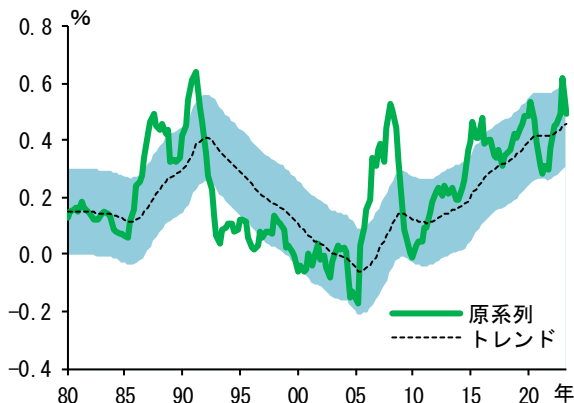
進捗がみられた。そうしたなかでも、不動産市場では、貸出増加が続いている（図表 I-5）。市場別にみると、不動産取引市場では、海外投資家を中心とした資金需要が引き続きみられる。不動産賃貸市場では、賃貸業による固定資産投資の増加と、それに応需する地域銀行を中心とした貸出増加が続いている。前述した借入期間の趨勢的な長期化には、不動産業向け貸出や住宅ローンなど、不動産関連貸出が相応に寄与している（前掲図表 I-2）。

図表 I-5 不動産関連貸出の対 GDP 比率



（注）図表Ⅲ-3-8 参照。

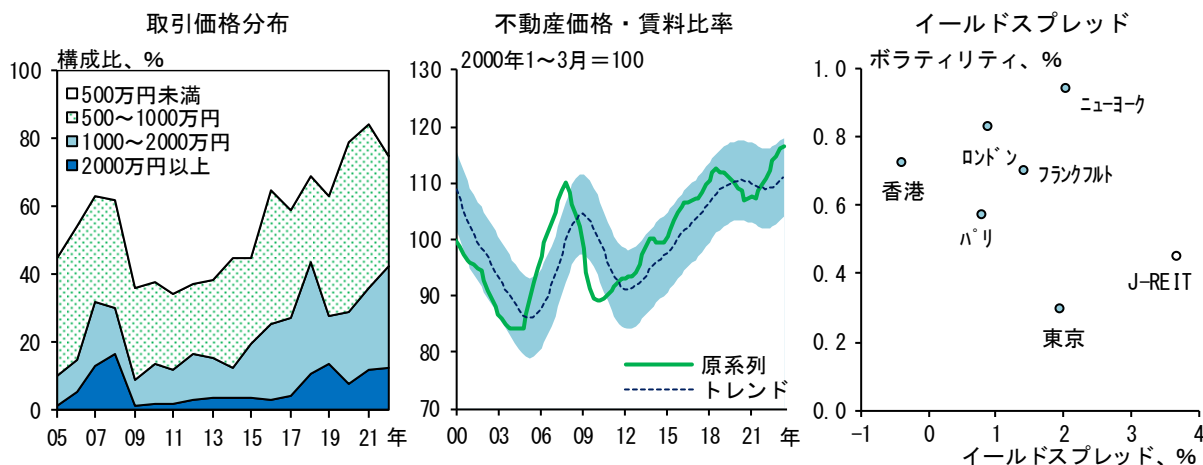
図表 I-6 不動産業実物投資の対 GDP 比率



（注）図表Ⅲ-3-11 参照。

不動産取引市場では、不動産業の負債だけでなく、資産と不動産価格の面でも変化がみられる。資産の面では、「不動産業実物投資の対 GDP 比率」に、ヒートマップ上、過熱を示す「赤」が一時点灯した（図表 I-6）¹。大手デベロッパーによる都市再開発案件が、不動産業の実物投資を加速させている。価格の面では、一部に割高感が窺われる（図表 I-7）。地価をみると、全国的には小幅な値動きにとどまっているものの、局所的には、都心の商業地区に

図表 I-7 商業用不動産のバリュエーション



（注）左図は都心 5 区の商業地取引価格。中図は全国の商業用不動産価格・賃料比率。図表Ⅲ-3-14 参照。

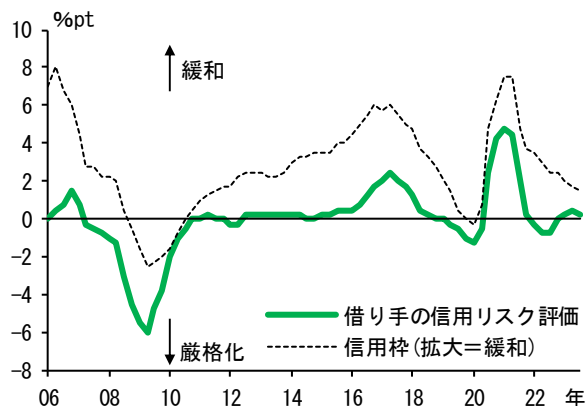
¹ 図表 I-6 において指標が上限の閾値（図中のシャドー部分）を上回ると、ヒートマップには過熱を示す「赤」が点灯する。

において、高額帯の取引が増えている。また、全国の「商業用不動産価格・賃料比率」は、2000年代後半のミニバブル期を上回る水準となっている。同市場の動向については、今後も注意深くみていく必要がある。

企業倒産の増加と金融機関の信用リスク (→Ⅲ章1節、Ⅳ章1節)

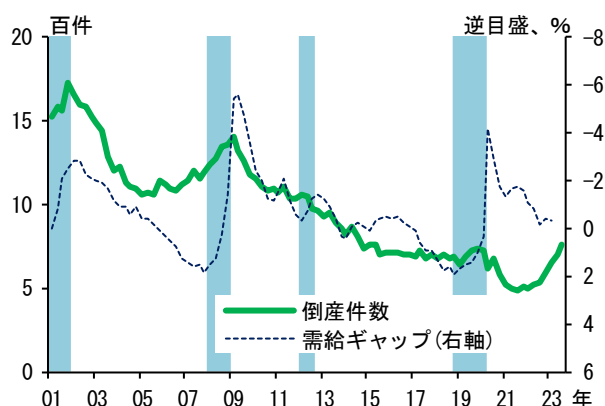
金融機関の貸出運営スタンスは、企業が様々なストレスに直面するなかでも、積極化した状態が続いている。貸出条件をみても、中小企業のリスク評価を継続的に厳格化する動きはない(図表Ⅰ-8)。中小企業向けの信用枠は拡大した状態にある。こうした緩和的な金融環境のもとでも、昨年末以降、企業倒産は増加に転じている(図表Ⅰ-9)。企業のデフォルトも、全体としては低水準ながら、小規模企業を中心に増加している。

図表Ⅰ-8 中小企業向け貸出の条件設定DI



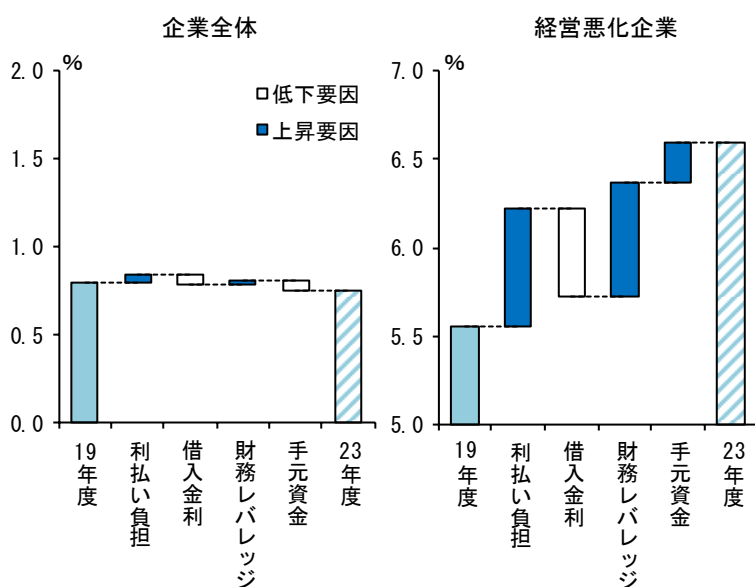
(注) 図表Ⅳ-1-3 参照。

図表Ⅰ-9 企業の倒産件数



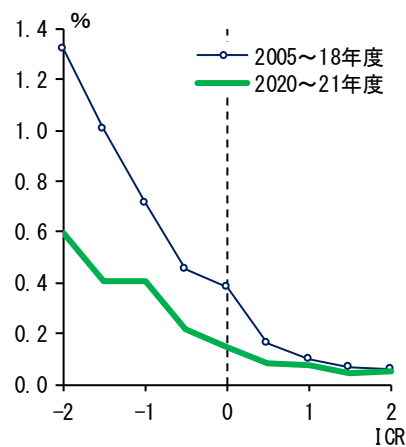
(注) 図表Ⅳ-1-5 参照。

図表Ⅰ-10 中小企業のデフォルト確率



(注) 図表Ⅳ-1-9 参照。

図表Ⅰ-11 中小企業の実績デフォルト率



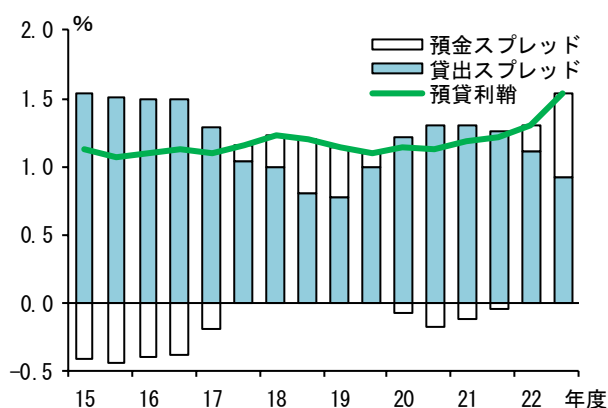
(注) 図表Ⅳ-1-11 参照。

図表 I -10 は、中小企業のデフォルト確率の推計結果とその増減要因を表している。企業全体では、感染症拡大直前と直近のデフォルト確率に有意な差は認められない。既往のコロナ関連融資や各種支援金による手元資金増加が、デフォルトを抑制している。これに対し、感染症拡大以前から経営悪化が続く企業では、利払い負担や財務レバレッジに加え、手元資金の減少も、デフォルト確率の上昇要因となっている。同企業は手元資金の減少に歯止めがかからず、デフォルトの抑制効果が弱まっていることを示唆している。近年の実績デフォルト率をみると、感染症拡大以降の強力な企業金融支援のもと、大きく押し下げられていた（図表 I -11）。経済活動が正常化したなか、今後のデフォルト率は、過去平均的な水準に復していくと考えられる。

海外金利高止まりと金融機関のストレス耐性（→Ⅱ章3節、Ⅳ章1、2、4節、Ⅴ章2節）

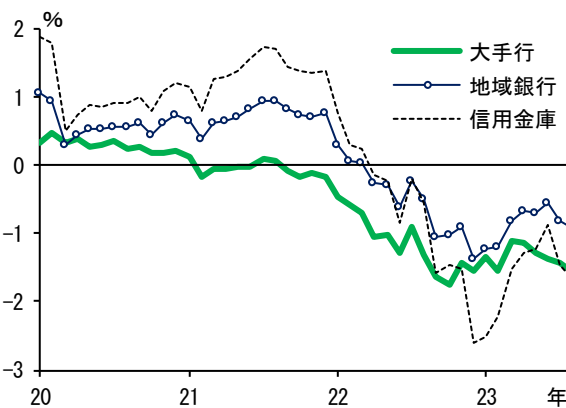
金融機関の外貨ポートフォリオをみると、海外貸出の分野では、世界的に引き締まった金融環境の中でも、信用リスクは抑制されている。海外預貸利鞘は、市場金利の上昇に連れて改善が続き、損失吸収力の一つである収益バッファの改善につながっている（図表 I -12）。また、有価証券投資の分野では、外債をはじめとする評価損の拡大が年初対比で抑制されている（図表 I -13）。リバランスに積極的な銀行を中心に、利回りが高く、平均デュレーションの短いポートフォリオに組み替えられている。同時に、金利上昇リスクのヘッジも強化されている。

図表 I -12 海外預貸利鞘



（注）図表Ⅳ-1-16 参照。

図表 I -13 有価証券の評価損益

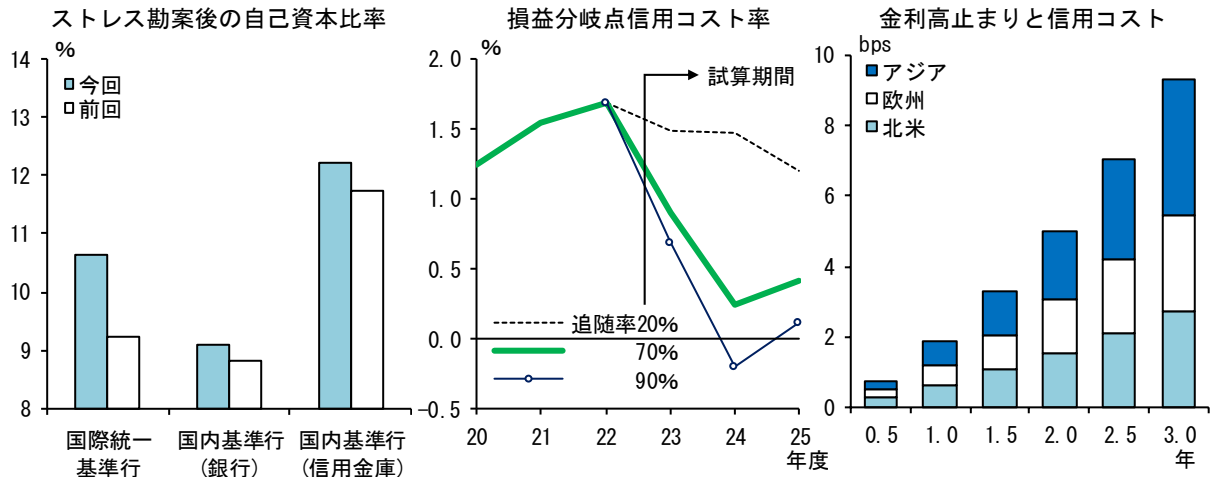


（注）図表Ⅳ-2-1 参照。

こうした外貨ポートフォリオ・リバランスの効果は、マクロ・ストレステストの結果からも確認できる。海外金利が逆イールド化した状態が長期化するというストレスに対する耐性は、前回レポート時から改善した。ストレス勘案後の自己資本比率の水準は、いずれの業態も前回結果を上回っている（図表 I -14 左図）。益出し余力（ネット評価損益）がマイナスと

なる銀行の割合は、前回の8割から5割近くまで低下した。

図表 I -14 逆イールド・シナリオ下の損失吸収力



- (注) 1. 左図は、シミュレーション終期の自己資本比率。図表V-2-5 参照。
 2. 中図は、海外信用コストと海外資金利益が一致する信用コスト率。図表V-2-9 参照。
 3. 右図の横軸は海外金利の高止まり期間、縦軸はそれに対応する信用コスト率。図表V-2-11 参照。

ただし、シミュレーション期間中の損失吸収力には下振れリスクが残る。外貨預金市場にストレスが加わり、預金調達のコストが過去平均（70%）を上回って上昇する場合、金利上昇局面の終盤における損益分岐点信用コスト率はマイナスとなる（図表 I -14 中図）。このことは、海外信用コストを海外資金利益で吸収しきれなくなることを意味している。金融機関は、資金流動性リスクを抑制する観点に加え、損失吸収力を十分に確保する観点からも、粘着性のより高い預金を確保しておくことが重要である。また、海外金利の高止まりは、金融機関財務だけでなく、企業財務の悪化要因にもなる。いずれの地域向け貸出も、金利の高止まり期間が長くなるほど、信用コスト率が非線形的に上昇する傾向が確認できる（図表 I -14 右図）。こうした信用リスクは、財務レバレッジが高く、利払い能力（ICR）がもともと低い企業が集中しているアジア向け貸出において顕著である。

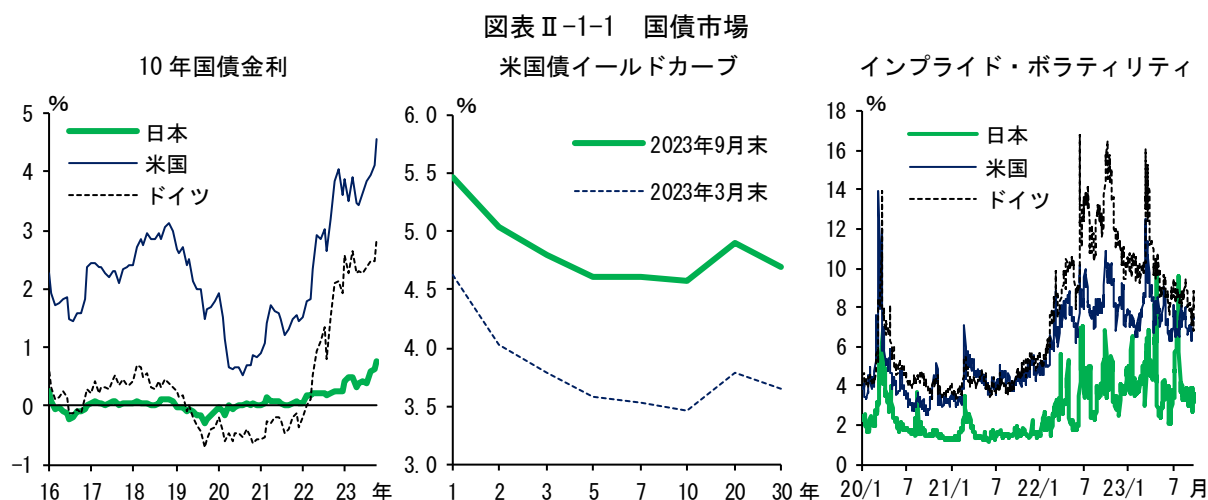
日本銀行は、考査・モニタリング等を通じて、これらの潜在的な脆弱性に対する金融機関の取り組みを促していく。また、マクロプルーデンスの視点から、金融機関による多様なリスクテイクが金融システムに及ぼす影響について引き続き注視していく。

II. 金融資本市場から観察されるリスク

- 2023 年度上期を通じてみると、国際金融市場では、リスク性資産価格の多くが小幅に上昇した。米国では、堅調な企業決算などを受けて、市場センチメントの改善が続いた。今年 3 月に高まった米欧金融部門に対する不安も落ち着いている。
- 国内金融市場は、総じてみると落ち着いて推移した。長短金利は、長短金利操作付き量的・質的金融緩和のもと、現行の金融市場調節方針に沿って推移した。国債市場の流動性・機能度は、総じて悪化した状態が続いたものの、改善方向の動きとなった。社債市場でも、発行・流通スプレッドが幾分縮小した。株価は、割安感が意識されるもと、米欧対比で大幅に上昇した。
- もっとも、金融市場を巡る不確実性は引き続き大きい。国際金融市場では、インフレ抑制と経済成長の維持が両立できるかが依然として懸念されている。こうしたなか、資産価格の調整、新興国からの資本流出を通じて、グローバルな金融環境が一段と引き締まる可能性には、引き続き注意する必要がある。

1. 国際金融市場

2023 年度上期を通じてみると、国際金融市場では、リスク性資産価格の多くが小幅に上昇した。米国では、堅調な企業決算や経済指標、物価上昇率の鈍化を受けて、市場センチメントの改善が続いた。今年 3 月に高まった米欧金融部門に対する不安も落ち着いている。もっとも、米欧の金融政策や世界経済の先行きを巡る不確実性が引き続き意識されている。金利のボラティリティが高止まりするなど、神経質な動きも引き続きみられている。



(注) 右図は、長期国債先物のオプションから算出したインプライド・ボラティリティ。直近は、左図が 2023 年 9 月、右図が 2023 年 9 月末。

(資料) Bloomberg

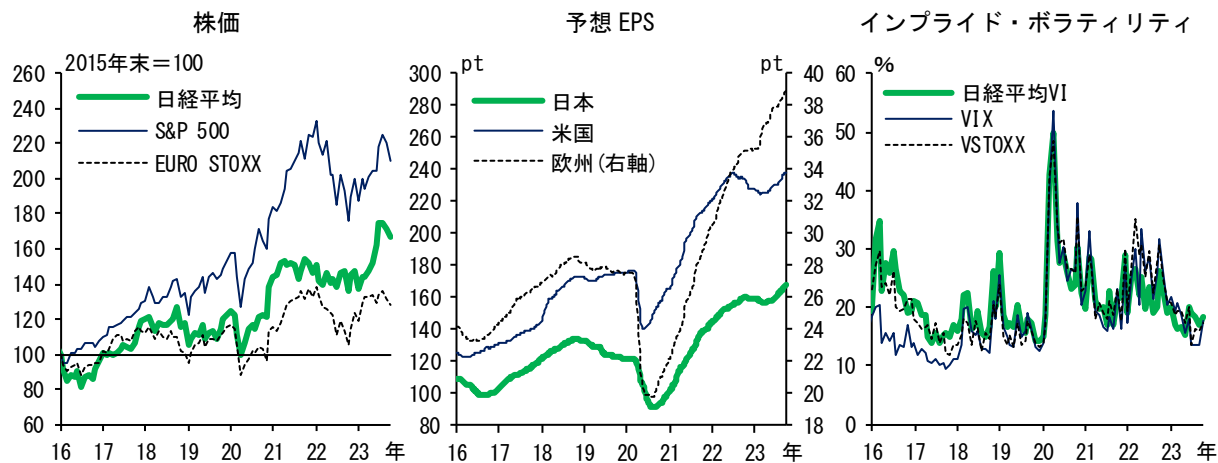
米欧の国債市場

米国の長期金利は、堅調な経済指標を受けて、再び4%台まで大幅に上昇した（図表Ⅱ-1-1）。米国債のイールドカーブは、インフレ抑制を重視するFRB高官発言もあって、逆イールド化した状態が続いた。欧州の長期金利も上昇した。長期国債先物のインプライド・ボラティリティは、先行きの金融政策を巡る不確実性が意識されるなか、米欧とも、引き続き高水準で推移した。

米欧の株式市場

米国の株価は、夏場にかけて、堅調な企業決算や経済指標、物価上昇率の鈍化を受けて、上昇した。その後、長期金利の上昇が嫌気されたもとの、小幅に下落した（図表Ⅱ-1-2）。先行きの収益改善期待から、弱含んでいた予想EPSは上昇した。特に、ハイテク企業や半導体企業の株価は、生成AIをはじめとする新技術普及への期待感から、上昇幅が大きくなった。一方、欧州の株価は横ばい圏内となった。欧州経済の減速や中国経済の持ち直しペースの鈍化が、相場の重石となった。この間、株価のインプライド・ボラティリティは、米欧とも総じて落ち着いている。

図表Ⅱ-1-2 株式市場



(注) 1. 中国の「日本」はTOPIX、「米国」はS&P 500、「欧州」はEURO STOXXの12か月先予想EPS。後方4週移動平均。

2. 直近は、左図と右図が2023年9月、中図が2023年9月末。

(資料) Bloomberg、Refinitiv Datastream

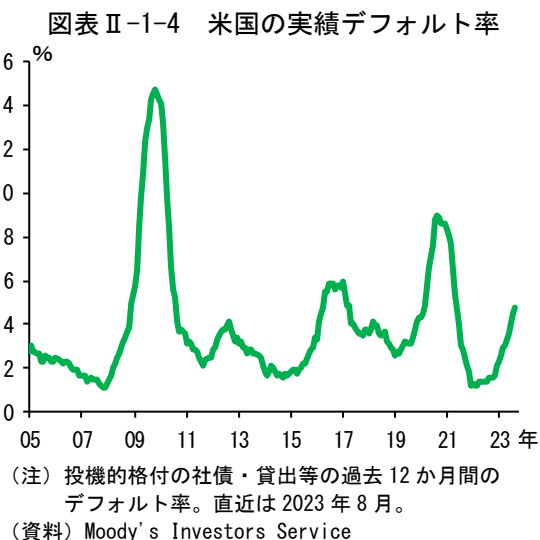
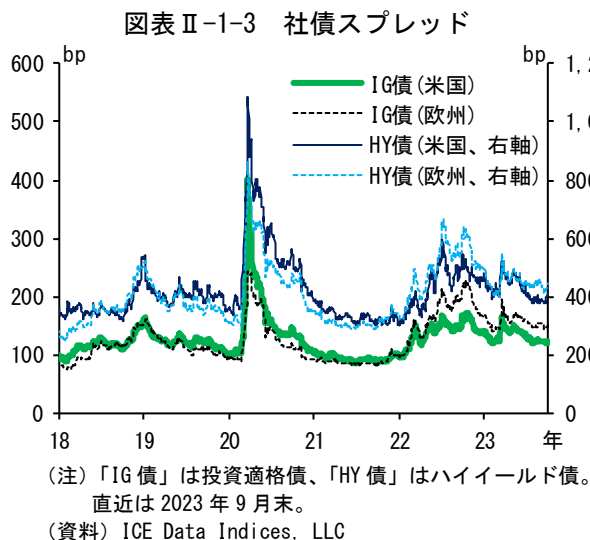
米欧のクレジット市場

米欧のクレジット市場では、社債スプレッドが、投資適格（IG）債、ハイイールド（HY）債とも、期間を通じてみれば幾分縮小した（図表Ⅱ-1-3）。米国の社債スプレッドは、今年3月・5月の米銀破綻を受けて、金融部門を中心に拡大する場面がみられたが、その後は落ち着いている。これまでのところ、信用力の低い債券の割合を表すディストレス比率——HY債のうち、対国債スプレッドが10%以上の債券比率——は過去平均並みの水準にとどまっている。

II. 金融資本市場から観察されるリスク

1. 国際金融市場

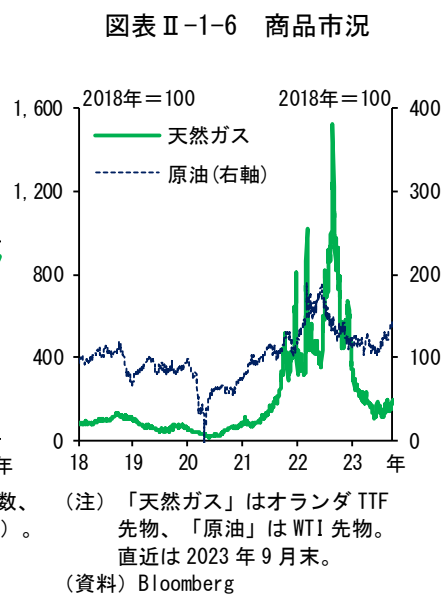
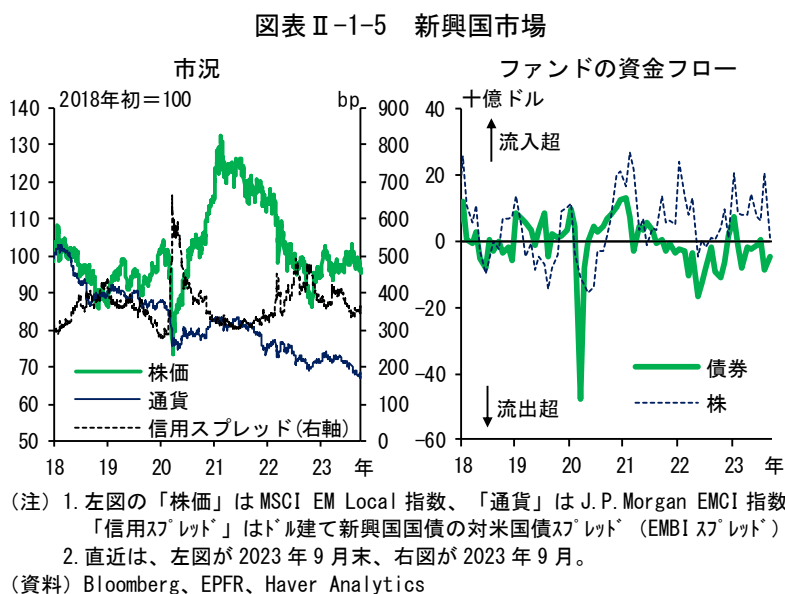
る。もっとも、米国のクレジット市場では、既往の金融引き締めの影響から、デフォルト率が上昇している（図表Ⅱ-1-4）。デフォルト率の一段の上昇を懸念する市場参加者の声も聞かれている。



新興国市場と商品市場

新興国市場でも、市場センチメントの改善が続いた。株価は底堅く推移し、国債の信用スプレッドは幾分縮小した（図表Ⅱ-1-5）。新興国ファンドの資金フローをみると、債券ファンドは米欧の金融引き締めが意識されて小幅な流出超となったが、株式ファンドは流入超が続いた。この間、通貨は、米金利の上昇もあって幾分下落した。

国際商品市場では、天然ガス価格が、欧州の天然ガス在庫が高水準で推移するなかで幾分下落した（図表Ⅱ-1-6）。この間、原油価格は、中国経済の持ち直しペースの鈍化を背景に下落する場面もみられたが、産油国が追加減産を行うなか、期間を通じてみれば上昇した。



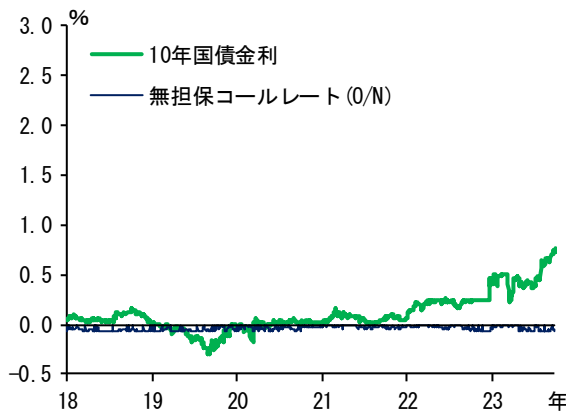
2. 国内金融市場

国内金融市場は、総じてみると落ち着いて推移した。長短金利は、長短金利操作付き量的・質的金融緩和のもと、現行の金融市場調節方針（短期政策金利：-0.1%、10年物国債金利：ゼロ%程度）に沿って推移した。国債市場の流動性・機能度は、総じて悪化した状態が続いたものの、改善方向の動きとなった。社債市場でも、発行・流通スプレッドが幾分縮小した。株価は、割安感が意識されるもと、米欧対比で大幅に上昇した。

長短金利の動向

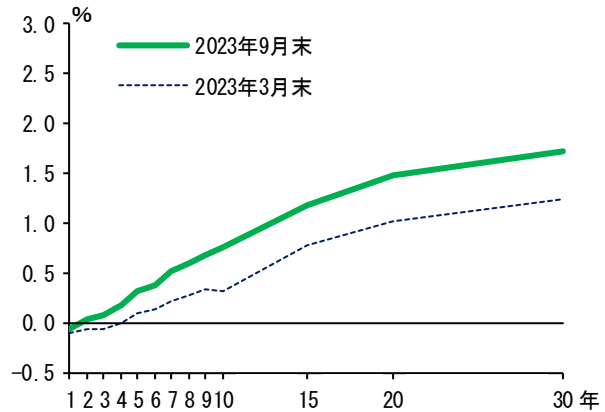
長短金利は、現行の金融市場調節方針（短期政策金利：-0.1%、10年物国債金利：ゼロ%程度）に沿って推移した（図表Ⅱ-2-1）。今年7月に長短金利操作の運用が柔軟化されて以降、長期金利は上昇した²。国債のイールドカーブは、長期・超長期ゾーンを中心に上方シフトした（図表Ⅱ-2-2）。この間、長期国債先物のインプライド・ボラティリティは、先行きの金融政策に対する思惑もあって、振れを伴いつつ、高水準で推移した（前掲図表Ⅱ-1-1）。

図表Ⅱ-2-1 長短金利



（注）直近は2023年9月末。
（資料）Bloomberg、日本銀行

図表Ⅱ-2-2 国債のイールドカーブ



（資料）Bloomberg

国債市場の流動性・機能度

国債市場の流動性・機能度は、総じて悪化した状態が続いたものの、改善方向の動きとなった³。債券市場サーベイをみると、2月調査をボトムに、「低い」超幅が縮小した⁴（図表Ⅱ

² 日本銀行は、今年7月、長短金利操作の運用を柔軟化した。具体的には、「±0.5%程度」の変動幅を据え置いたうえで、その位置付けを「目途」とし、市場の状況次第で、この範囲を超えて金利が動くこともあり得ることとした。

³ 日本銀行ホームページに掲載している「国債市場の流動性指標」も参照。日本銀行金融市場局では、同指標を四半期に一度程度の頻度でアップデートしている。

⁴ 第17回債券市場参加者会合（2023年6月5、6日開催）の参加者からは、「イールドカーブの歪みが縮小するなど、市場機能度は一頃より改善した」「一時期みられたような取引がしにくい状況からは改善傾向にある」との指摘があった。

II. 金融資本市場から観察されるリスク
2. 国内金融市場

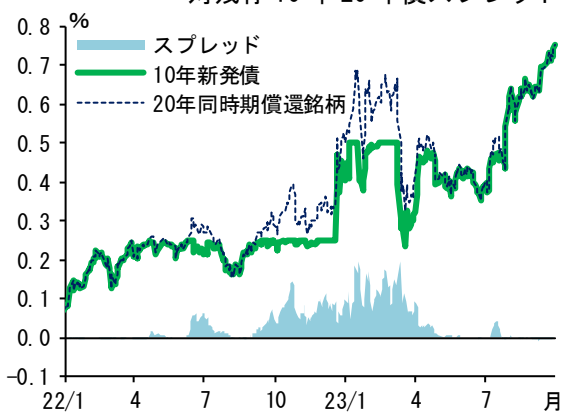
-2-3)。金利動向をみると、国債のイールドカーブは総じて滑らかな形状となった。年限間の金利の相対関係が改善し、同時期に償還される銘柄間の利回り差は解消した（図表Ⅱ-2-4）。流動性指標をみても、長期国債先物市場における板の厚みや弾力性（価格インパクト）は、悪化した状態が続いたものの、足もとにかけて改善方向の動きとなった（図表Ⅱ-2-5）。現物国債のディーラー間取引高は、引き続き低水準で推移したものの、ひと頃に比べ幾分増加した。

図表Ⅱ-2-3 債券市場サーベイ



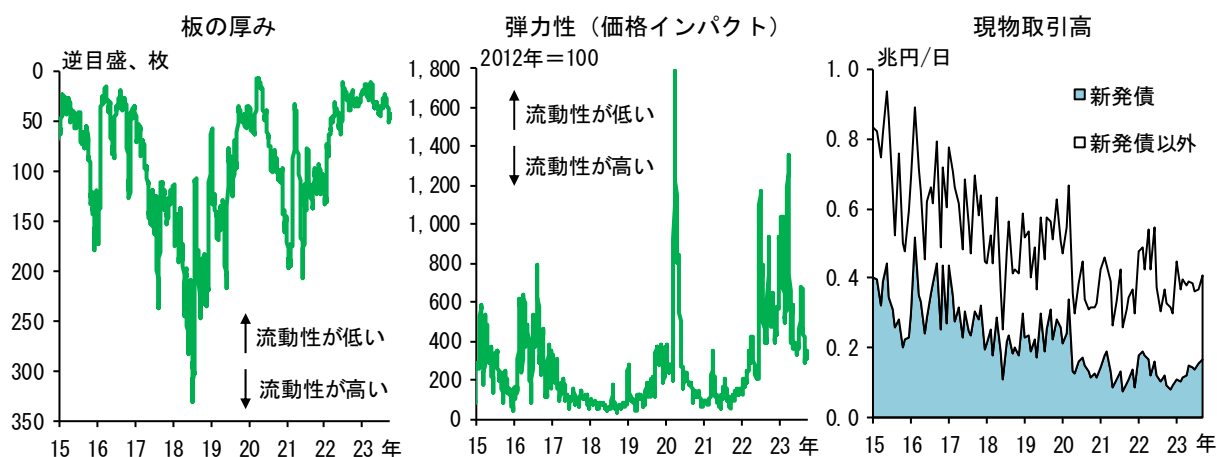
(注) 1. DI は、回答金融機関数の構成比をもとに、次式で定義。現状の機能度判断DI = 「高い」 - 「低い」
2. 2018年2月調査以降は、調査対象に大手機関投資家を加えたベース。直近は2023年8月調査。
(資料) 日本銀行

図表Ⅱ-2-4 10年新発債の
対残存10年20年債スプレッド



(注) 日本証券業協会の売買参考統計値。複利ベース。直近は2023年9月末。
(資料) QUICK、日本証券業協会

図表Ⅱ-2-5 国債市場の流動性指標

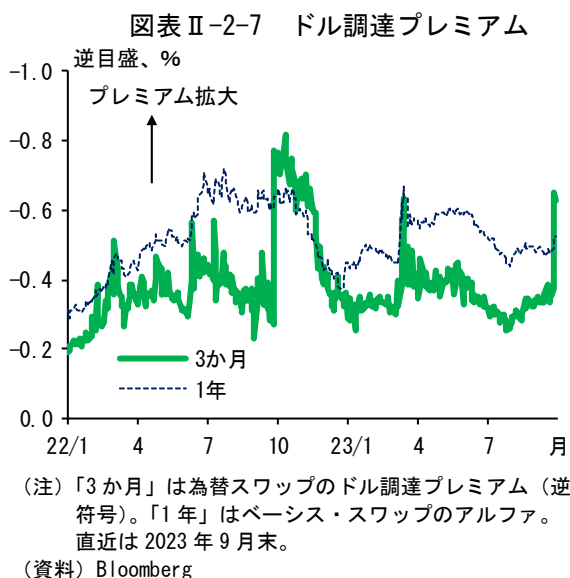


(注) 1. 左図は、長期国債先物の1分ごとのベストアスクの枚数（日中の中央値）。中図は、各営業日における長期国債先物の1取引当たりの価格変化幅。後方10日移動平均。直近は2023年9月末。
2. 右図は、日本相互証券の現物国債のディーラー間取引高（2、5、10、20、30、40年債）。直近は2023年9月。
(資料) QUICK、日本経済新聞社「日経NEEDS」、日本相互証券

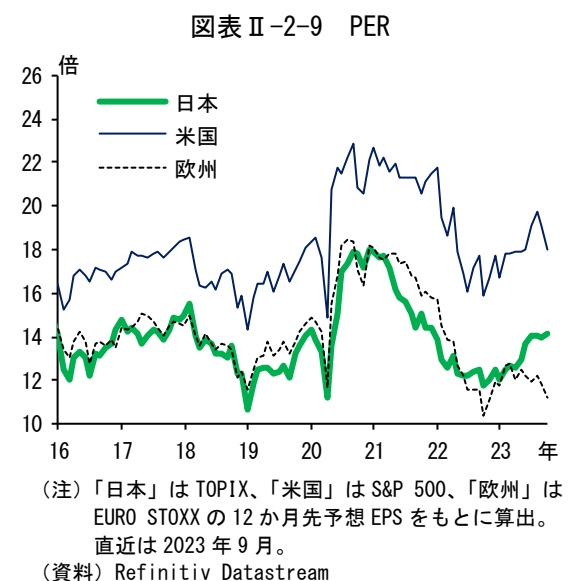
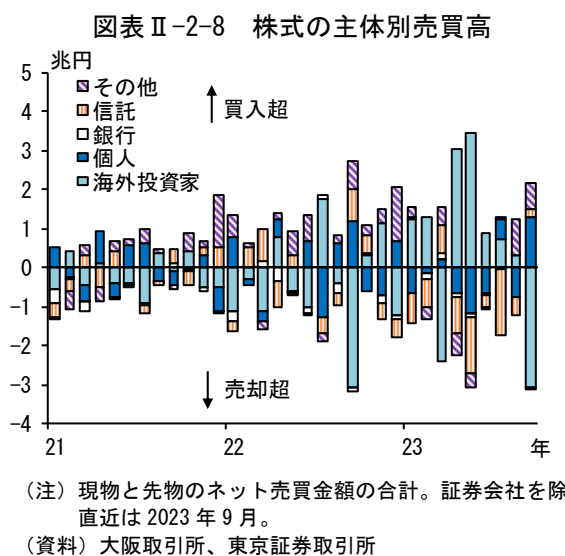
ただし、これらの指標は、振れが大きいほか、海外債券市場の動きにも影響を受けるため、短期間で評価することは容易ではない。長短金利操作のもとでの市場機能の動向については、引き続き注視していく必要がある。

為替市場と株式・クレジット市場

為替市場をみると、ドル/円レートは、日米の金利差が意識されるもとの、ドル高・円安方向の動きとなった（図表Ⅱ-2-6）。なお、為替スワップ市場におけるドル調達プレミアムは、今年3月の米銀破綻を受けて拡大したが、その後は落ち着いている⁵（図表Ⅱ-2-7）。



資本市場をみると、株価は、堅調な企業決算に加え、為替円安の影響もあって、大幅に上昇した（前掲図表Ⅱ-1-2）。日経平均株価は、今年7月、バブル崩壊後の最高値を更新した。為替円安を受けた外需株をはじめ、株主還元や国内金利の上昇が好感された銀行株など、全面高となった。海外対比でみた割安感が意識されるなか、海外投資家の資金フローが株価上昇を牽引した（図表Ⅱ-2-8）。直近では、PERが過去平均並みの水準まで上昇するなど、割安感はひと頃に比べ後退している（図表Ⅱ-2-9）。

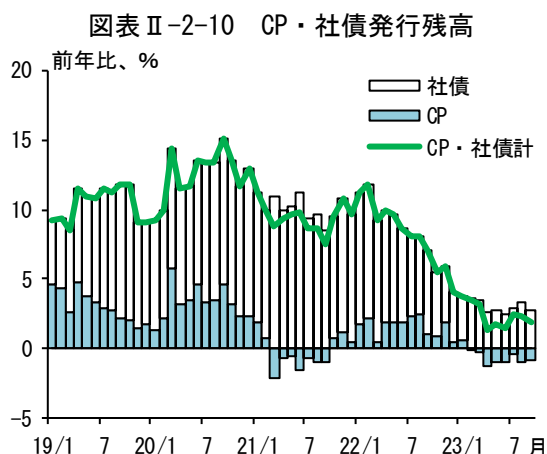


⁵ 9月末にかけてのドル調達プレミアム（3か月）の拡大は、年末越えを意識した動きを反映したものである。

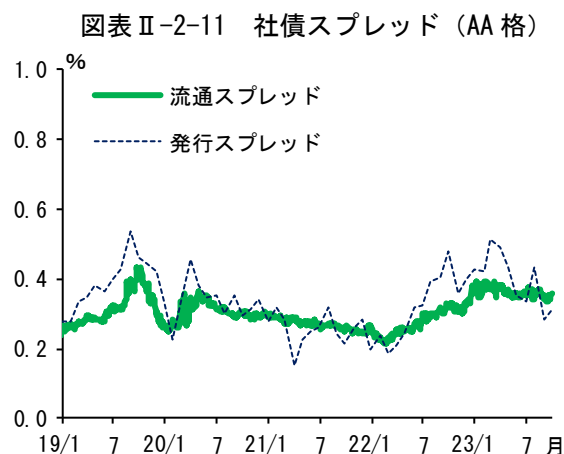
II. 金融資本市場から観察されるリスク

3. 金融市場を巡るリスク

CP・社債は、発行残高の増加が続いた（図表Ⅱ-2-10）。発行年限別には、長期ゾーンの社債発行が持ち直した。もっとも、原材料調達コストの上昇一服を背景に、エネルギー関連企業による発行が落ち着いたことから、残高増加ペースは鈍化した。この間、CPの発行レートはきわめて低い水準で推移した。社債市場では、イールドカーブの歪みや需給環境に改善がみられるなか、発行・流通スプレッドが幾分縮小した（図表Ⅱ-2-11）。



(注) 金融機関等の発行分を除く。直近は2023年9月末。
(資料) アイ・エヌ情報センター、証券保管振替機構



(注) 1. 「流通スプレッド」(日次)は、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。直近は2023年9月末。
2. 「発行スプレッド」(月次)は、当初発行期間が15年未満の社債発行利回りの対国債スプレッド。銀行や証券会社などの発行分は除く。直近は2023年9月。
(資料) Bloomberg、QUICK、アイ・エヌ情報センター、キャピタル・アイ、日本証券業協会

3. 金融市場を巡るリスク

本節では、国際金融市場を巡るリスクを概観したうえで、金融機関に意識されている内外債券投資にかかるリスクについて整理する。

国際金融市場で懸念されているリスク

金融市場を巡る不確実性は引き続き大きい。まず、国際金融市場では、米欧を中心に、インフレ抑制と経済成長の維持が両立できるかが懸念されている。粘着的なインフレ圧力が依然として残るもとの、金融引き締め継続や長期金利の上振れに対する警戒感がみられる。

株式市場やクレジット市場では、米欧の金融引き締めが低格付け先の企業財務や資金調達に及ぼす影響について、引き続き懸念されている。業種別にみると、米欧の不動産では、金融引き締めに伴う資金調達環境の悪化やオフィス需給の軟化を背景に、商業用不動産を巡る動向が懸念されている。米国の銀行業では、中堅・中小行を中心に、預金調達コストの上昇や格下げが先行きの業績に及ぼす影響が意識されている。

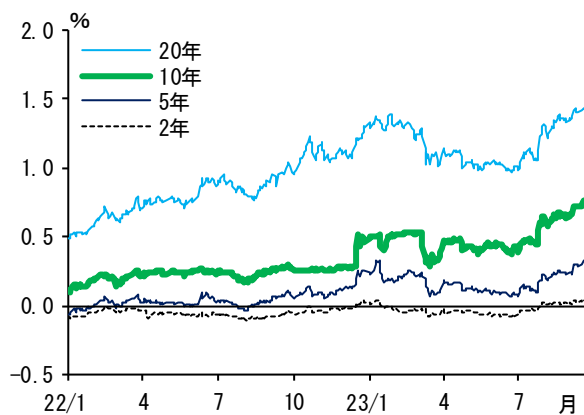
新興国市場では、資本流出の懸念はひと頃に比べて後退しているが、引き続き注意が必要である。この間、国際商品市場では、ウクライナ情勢の展開や中国経済の回復の遅れが資源・穀物価格に及ぼす影響にも留意する必要がある。

こうしたリスクが顕在化した場合、リスク性資産価格の調整やドル調達環境の悪化など、グローバルな金融環境が一段と引き締まる可能性には引き続き注意する必要がある。

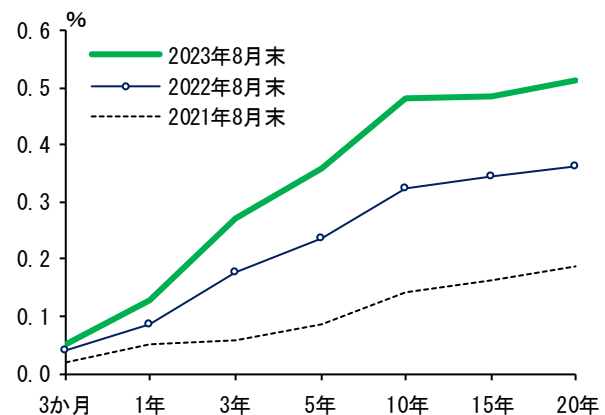
内外債券投資のリスク

国内の長期金利は、夏場以降、小幅に切り上がっている（図表Ⅱ-3-1）。金利の先高観（債券価格の下落リスク）も幾分高まっている。こうしたなか、金利のボラティリティが長めのゾーンを中心に上昇するなど、円債 VaR の増加要因となっている（図表Ⅱ-3-2）。円債の評価損拡大は、金融機関が市場部門に配賦する経済資本の減少につながる。また、VaR の増加や評価損の拡大は、配賦資本の余裕率の低下につながる。いずれも、金融機関の円債保有や機動的なポジション調整を難しくする要因となる。

図表Ⅱ-3-1 年限別の国債金利



図表Ⅱ-3-2 円金利のボラティリティカーブ

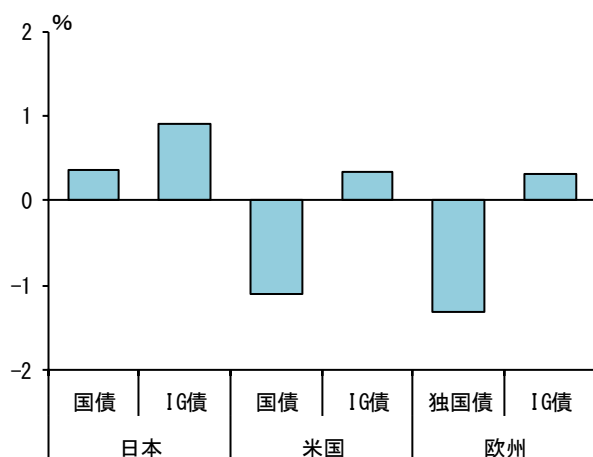


海外では、米欧金利の逆イールド化が進んでいる（前掲図表Ⅱ-1-1）。そうしたもとで、金融機関は外国国債投資の順鞘を確保することが難しくなっている（図表Ⅱ-3-3）。短期の外貨ヘッジコストが割高になっていることも、順鞘確保を難しくしている（図表Ⅱ-3-4）。このように逆イールド化した状態が長期化すると、逆鞘リスクを抑制する観点から、金融機関が外債ポジションを削減する誘因は一段と強まることになる。

外国国債投資の逆鞘リスクが高まるなか、クレジット投資の魅力が相対的に高まっている（前掲図表Ⅱ-3-3）。金融機関が市場性信用リスクを積み増す誘因として働く可能性が考えられる。こうした市場動向がわが国金融機関の債券投資に及ぼす影響については、IV章2節で改めて検証する。

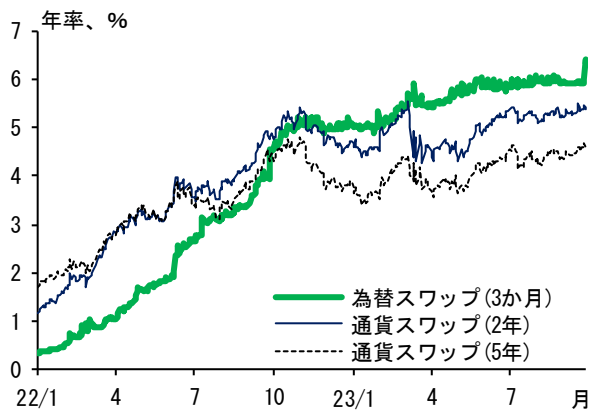
II. 金融資本市場から観察されるリスク
 3. 金融市場を巡るリスク

図表 II-3-3 通貨別の債券利鞘



(注) 国債は5年物、IG債は4~6年物。「米国」と「欧州」は為替ヘッジコストを勘案。2023年9月末時点。
 (資料) Bloomberg、ICE Data Indices, LLC、QUICK、Refinitiv Eikon

図表 II-3-4 ドル調達コスト



(注) 直近は2023年9月末。
 (資料) Refinitiv Eikon

Ⅲ. 金融仲介活動

- わが国の金融仲介活動は円滑に行われている。金融機関の融資姿勢は、引き続き積極的である。国内では、不動産関連の資金需要のほか、経済活動の回復や既往のエネルギー・原材料調達コスト上昇に伴う運転資金需要に応需している。ただし、海外経済の下振れリスクが意識されるなか、大手行の海外貸出は選別的になっている。この間、有価証券投資は、内外金利の上昇を背景に、リスク抑制的な運用が続けられている。
- ノンバンク金融仲介機関（NBFI）の運用資産は、増加傾向が続いている。もっとも、直近にかけては、業態間のばらつきもみられる。保険・年金基金の運用ポジションは、外債残高の削減を主因に頭打ちとなっている。
- こうした様々な金融仲介活動に、大きな不均衡は観察されない。金融循環を表す金融ギャップは、民間債務と経済活動水準とのリバランスが進んだことで、プラス幅が縮小している。過去の金融不均衡の蓄積局面と比べると、レバレッジによる実物投資の活発化や資産価格の上昇は限定的である。ただし、これまで民間債務が増加してきた過程で、借入期間が長期化している。また、貸出増加が続く不動産市場では、一部の価格に割高感が窺われる。

1. 銀行部門の金融仲介活動

(1) 貸出

民間金融機関の国内貸出残高は、増加ペースが幾分鈍化したものの、前年比+3%程度の伸びが続いている^{6,7}（図表Ⅲ-1-1）。引き続き、経済活動の回復や既往のエネルギー・原材料調達コスト上昇に伴う運転資金需要が、貸出増加の主因となっている。足もとにかけては、大手行では、輸入財価格の下落を背景に、運転資金需要に落ち着きがみられ始めている。地域金融機関では、実質無利子・無担保融資（いわゆるゼロゼロ融資）の返済本格化が貸出減少要因となっている。

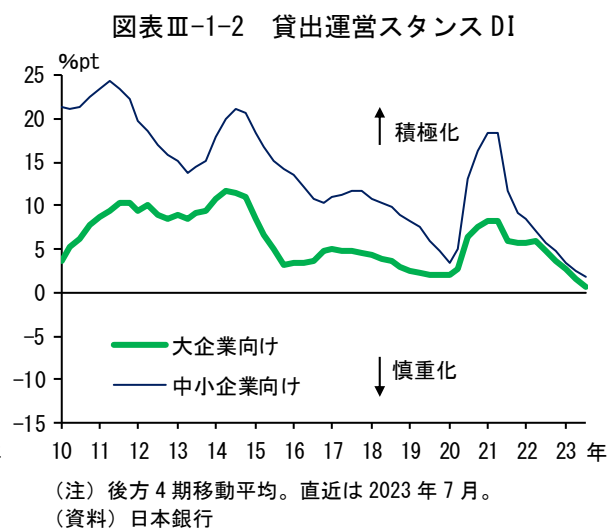
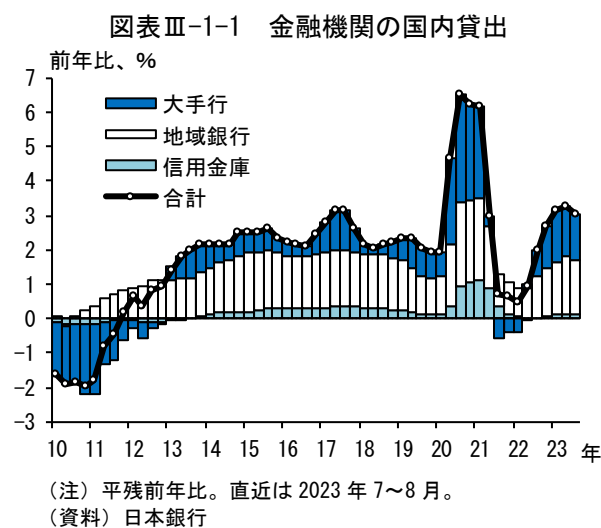
この間、金融機関の融資姿勢は、引き続き積極的である。大手行は、貸出採算を確保しつつ、貸出増加を図っている。地域銀行も、貸出増加を計画している。貸出運営スタンス DI は、

⁶ この間、公的金融——政府系金融機関の融資と民間金融機関による信用保証協会保証付き融資との合計——による企業向け貸出残高は、前年並みの水準となっている。ゼロゼロ融資の残高が減少する一方、各種調達コスト上昇に伴う資金需要がみられる。

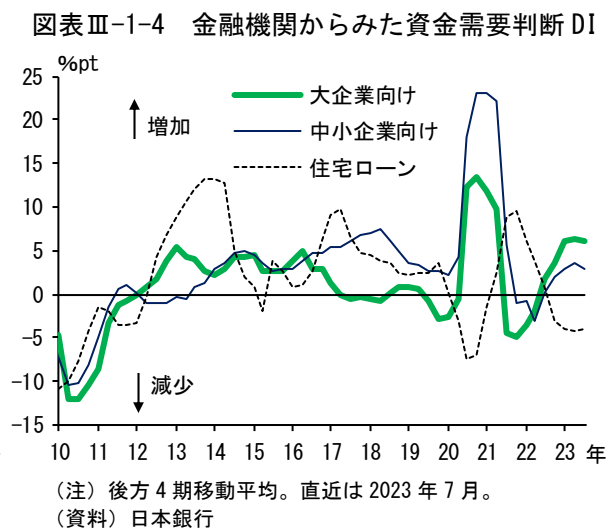
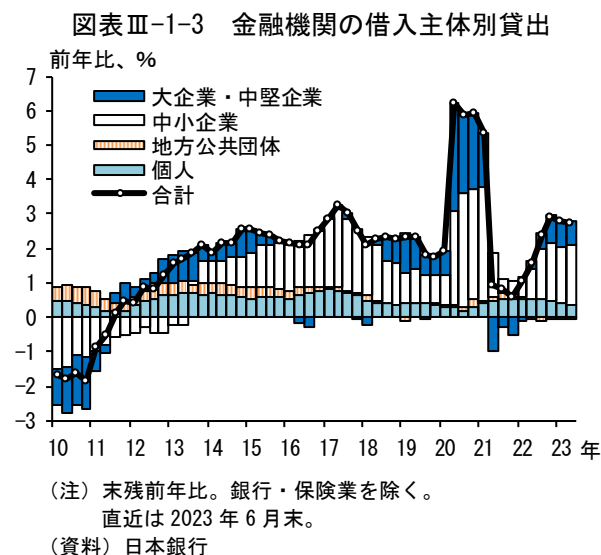
⁷ 外貨建て貸出（外貨インパクトローン）の円換算値に対しては、為替円安の影響が対前年での増加要因となっている。

Ⅲ. 金融仲介活動
1. 銀行部門の金融仲介活動

ひと頃に比べて低下したものの（図表Ⅲ-1-2）、積極化した運営スタンスを維持しているとの回答が9割を占めている。



借入主体別にみると、企業向けは、大企業・中堅企業、中小企業とも、貸出増加が続いている（図表Ⅲ-1-3）。金融機関からみた企業の資金需要も引き続き増加方向にある（図表Ⅲ-1-4）。もっとも、企業の資金需要にはばらつきもみられる。エネルギー・原材料調達コストの価格転嫁が進捗した大企業は、運転資金需要の増加ペースが鈍化し始めている。一方、こうした調達コストの価格転嫁が難しい中小企業は、追加の運転資金需要がみられている。個人向けは、住宅ローン需要の減少を背景に、貸出増加ペースが緩やかに低下している。

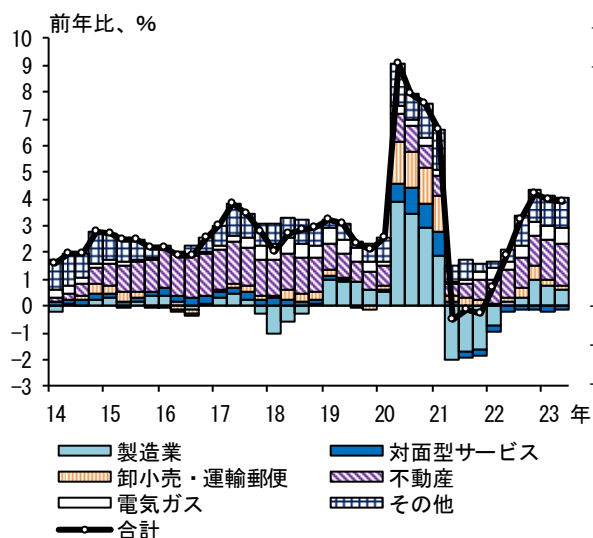


貸出先別の動向

企業向け貸出を業種別にみると、不動産業向けの伸びが拡大している（図表Ⅲ-1-5）。製造業や卸売業では、輸入財価格の下落を背景に運転資金需要が落ち着いたこともあり、伸びが

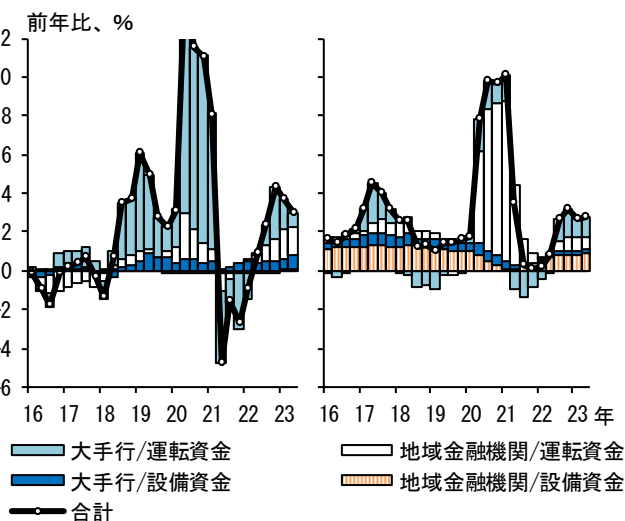
鈍化している。資金使途別にみると、運転資金の前年比プラス幅は、大企業・中堅企業向けが縮小する一方、中小企業向けが横ばいとなっている（図表Ⅲ-1-6）。この間、設備資金は緩やかに増加している。経済活動の回復に伴う更新投資に加え、人手不足対応のための省力化投資や脱炭素に向けた設備投資も、貸出増加に寄与している。

図表Ⅲ-1-5 企業向け貸出（業種別）



（注）集計対象は大手行と地域銀行。末残前年比。銀行・保険業、海外円借款、国内店名義現地貸を除く。「対面型サービス」は、飲食宿泊、生活関連娯楽、教育学習支援、医療福祉。直近は2023年6月末。（資料）日本銀行

図表Ⅲ-1-6 企業向け貸出（使途別）
大企業・中堅企業 中小企業

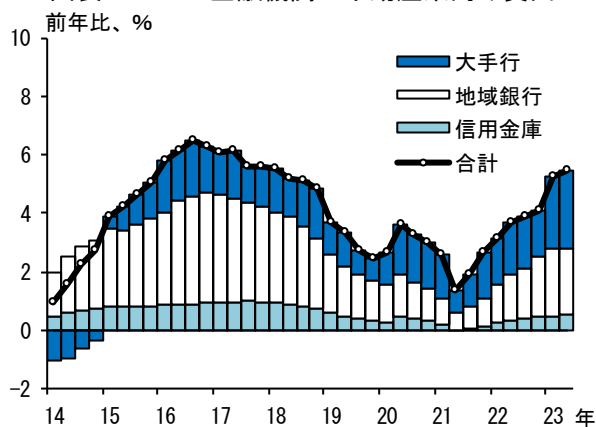


（注）末残前年比。不動産・銀行・保険業を除く。直近は2023年6月末。（資料）日本銀行

不動産関連貸出の動向

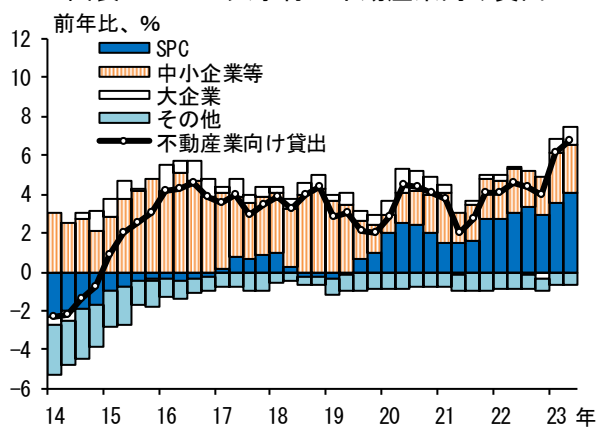
不動産業向け貸出残高は、大手行・地域銀行とも、前年比プラス幅が拡大している（図表Ⅲ-1-7）。大手行は、貸出利鞘が相対的に厚い不動産ファンド向け（図中の「SPC」）やREIT向け（図中の「中小企業等」に含まれる）を中心とした貸出増加が続いている（図表Ⅲ-1-8）。

図表Ⅲ-1-7 金融機関の不動産業向け貸出



（注）末残前年比。直近は2023年6月末。（資料）日本銀行

図表Ⅲ-1-8 大手行の不動産業向け貸出



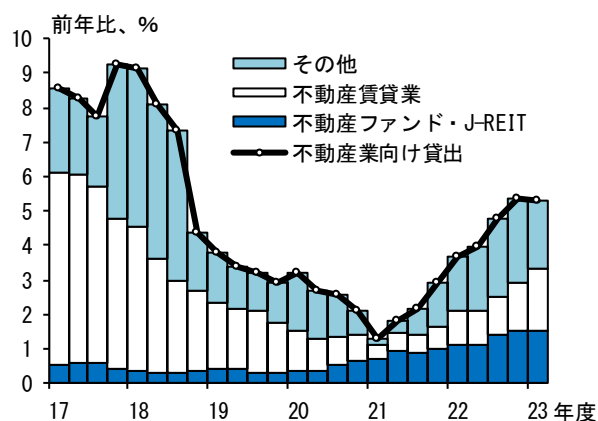
（注）末残前年比。「中小企業等」はJ-REITを含む。直近は2023年6月末。（資料）日本銀行

Ⅲ. 金融仲介活動

1. 銀行部門の金融仲介活動

不動産市況の動向や過去のストレス局面も踏まえた慎重な与信管理のもと、海外投資家の堅調な資金需要に積極的に応需している。地域銀行でも、不動産ファンド向けが増加基調にある（図表Ⅲ-1-9）⁸。感染症拡大下で伸びが一時的に鈍化していた賃貸業向けは、増勢が再び強まっている。このほか、不動産売買業者による資金需要（図中の「その他」に含まれる）も増加している。首都圏だけでなく、地方都市においても、不動産取引が活発になっている。

図表Ⅲ-1-9 地域銀行の不動産業向け貸出



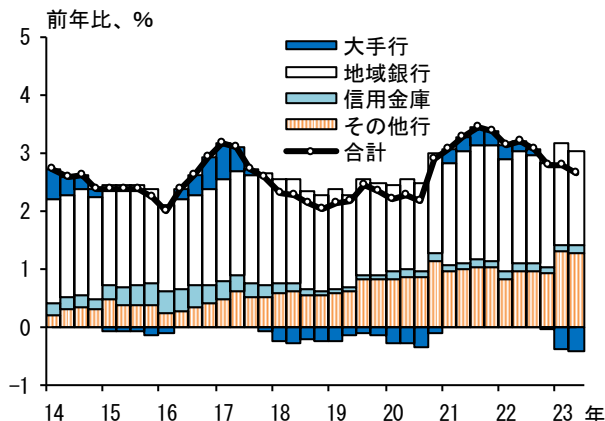
（注）集計対象は、内訳項目の計数を取得可能な87行。

「不動産賃貸業」は居住用。末残前年比。

直近は2023年6月末。

（資料）日本銀行

図表Ⅲ-1-10 金融機関の住宅ローン



（注）末残前年比。「その他行」は、大手行・地域銀行を除く国内銀行。直近は2023年6月末。

（資料）日本銀行

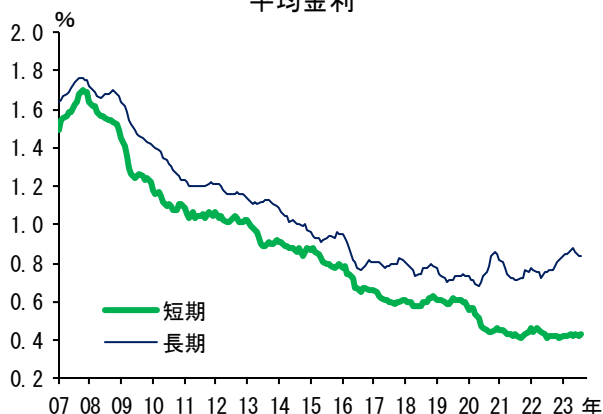
個人向け貸出の大部分を占める住宅ローンは、前年比+3%前後での増加が続いている（図表Ⅲ-1-10）。大幅な金利優遇策を打ち出したインターネット専業銀行（図中の「その他行」に含まれる）が、残高増加を牽引している。もっとも、金融機関全体でみた前年比プラス幅は、物件価格上昇を受けた住宅需要の鈍化を背景に、2021年を直近ピークに縮小している。採算性を重視する大手行は、選別的に貸出を行っていることもあって、減少に転じている。

貸出金利の動向

金融機関の新規貸出約定平均金利をみると、短期の貸出金利は、既往ボトム圏で推移している（図表Ⅲ-1-11）。長期の貸出金利は、企業向け固定金利の引き上げなどを反映して、幾分上昇している。この間、住宅ローン金利は、新規実行の8割を占める変動金利型については横ばいとなっている（図表Ⅲ-1-12）。他方、固定金利型については、ベースレートとなる長期金利に連動して上昇している。変動金利型と固定金利型の金利差は、一段と大きくなっている。

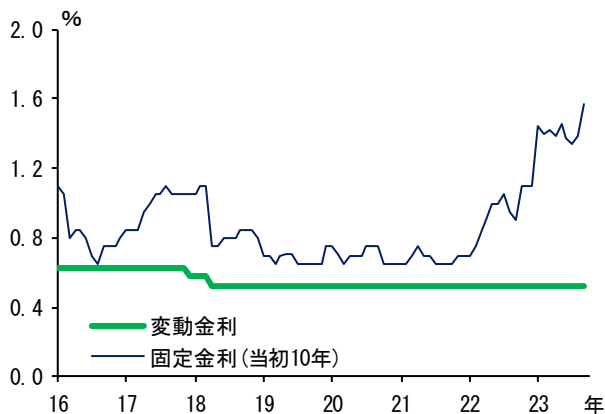
⁸ 地域銀行の不動産業向け貸出構成をみると、不動産賃貸業向けが全体の半数を占めている。そのうち個人向けと法人向けの比率は3:2となっている。不動産ファンド向けは1割にとどまる。残り4割の中には、不動産売買業向けなど多様な貸出が含まれる。

図表Ⅲ-1-11 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2023年8月。
(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-1-12 住宅ローン金利

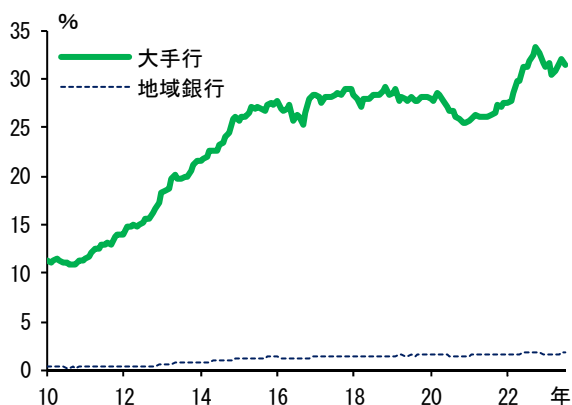


(注) 一部大手行の中央値(金利優遇勘案後)。直近は2023年9月。
(資料) 各社開示資料

海外貸出の動向

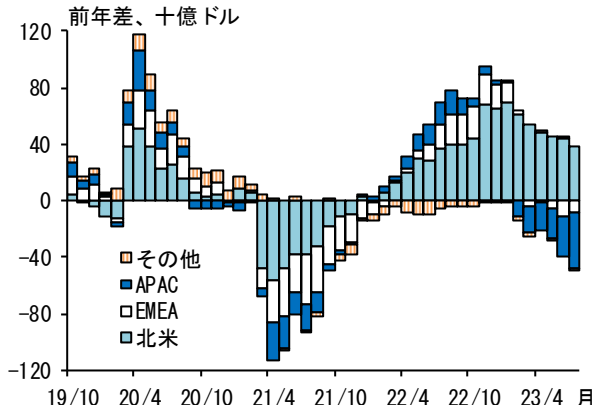
大手行の貸出ポートフォリオは、海外貸出比率が30%超の水準に達するなど、海外金融経済動向の影響を従来よりも受けやすくなっている(図表Ⅲ-1-13)。そうしたもとで、大手行の海外貸出は選別的になっている。海外経済の下振れリスクが意識されていることも、こうした傾向を強めている。地域別にみると、欧州等(EMEA)やアジア太平洋(APAC)向けは、減少に転じている(図表Ⅲ-1-14)。両地域とも、資金需要面では、コモディティ価格上昇を背景に増加していた資源商社向け貸出がピークアウトしている。資金供給面では、大手行が低採算貸出を見直していることが、資金供給の抑制要因となっている。不動産市場に調整圧力が残存する中国経済とその周縁経済に対する大手行の融資姿勢は、より慎重になっている。

図表Ⅲ-1-13 海外貸出比率



(注) 銀行単体ベース。直近は2023年7月末。
(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-1-14 3メガ行の地域別海外貸出



(注) 末残前年差。直近は2023年7月末。
(資料) 日本銀行

北米向けは増加が続いている。大手行が注力しているファンド向けなどが、貸出増加に寄与している。もっとも、その増加ペースは鈍化している。物価高を受けた運転資金需要や市

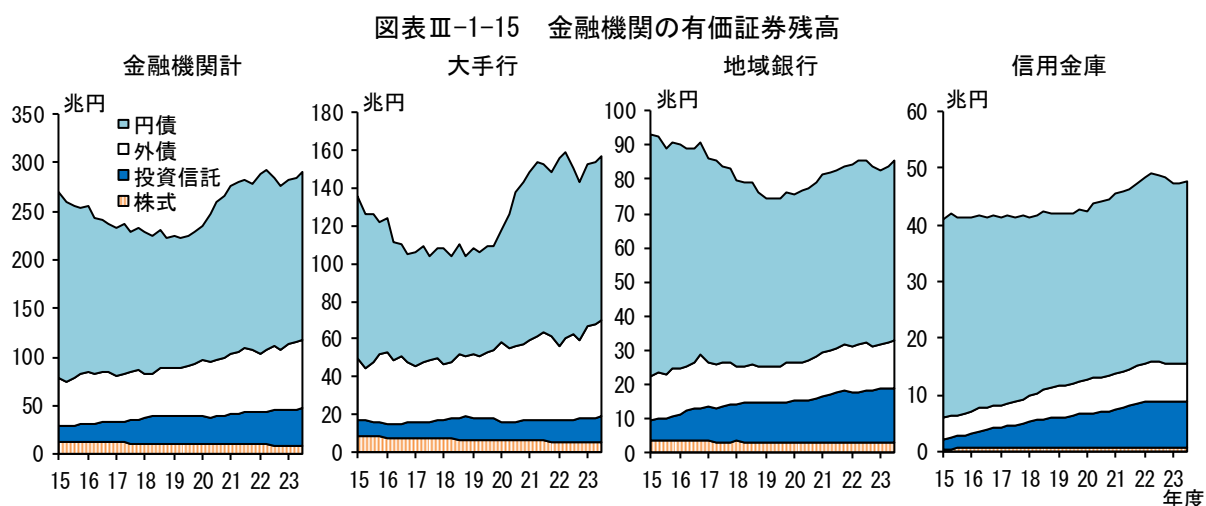
Ⅲ. 金融仲介活動

1. 銀行部門の金融仲介活動

場金利上昇を受けた資本市場調達から借入調達へのシフトが、それぞれピークアウトしている。この間の貸出金利の上昇も、資金需要の抑制に働いている。

(2) 有価証券投資

金融機関の有価証券投資は、国内においては、リスク抑制的な運用が続けられている（図表Ⅲ-1-15）⁹。海外では、金融引き締めを意識したポジション調整が行われている。



(注) 1. 「投資信託」は内国籍・外国籍合算ベース。投資信託以外の有価証券を一部含む。
2. 「株式」は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。
3. 国内店と海外店の合計。ただし、大手行の「株式」は国内店のみ。直近は2023年8月末。
(資料) 日本銀行

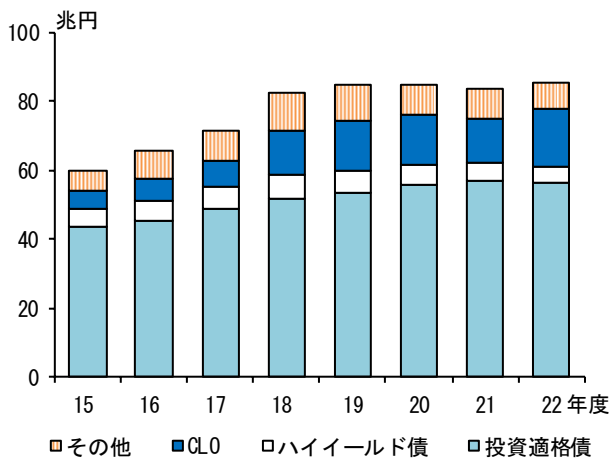
大手行では、円債（国債、地方債、事業債等）については、金利上昇や担保需要の減少を背景に、残高の積み増しが控えられている。外債については、海外金利が逆イールド化した状態が続くなかで、全体として慎重な投資スタンスがとられている。内外の金利上昇リスクが意識されるなか、金利上昇時に基準価額が増価するベアファンドを活用した、金利ヘッジも続けられている。一部には、キャピタルゲイン目的で機動的な売買を行う銀行もある。政策保有株式（企業との取引関係を重視して保有する株式）については、コーポレートガバナンスを巡る社会的要請の高まりもあって、引き続き削減が進んでいる。

地域金融機関でも、内外金利の上昇を背景に、リスク抑制的な投資スタンスがとられている。円債については、金利上昇リスクが意識されるなか、地域銀行も信用金庫も、残高はひと頃に比べ減少している。外債については、地域銀行を中心に、逆鞘リスクと評価損リスクへの対応が続けられている（地域銀行の金利リスクヘッジについては、Ⅳ章2節を参照）。逆鞘リスク抑制のため、比較的利回りの高いMBSや変動利付債に保有債券を入れ替える動きがみられる。評価損リスク抑制のため、ベアファンドを購入する動きもみられる。

⁹ 外貨建て有価証券残高（円換算ベース）の増加には、為替円安も寄与している。

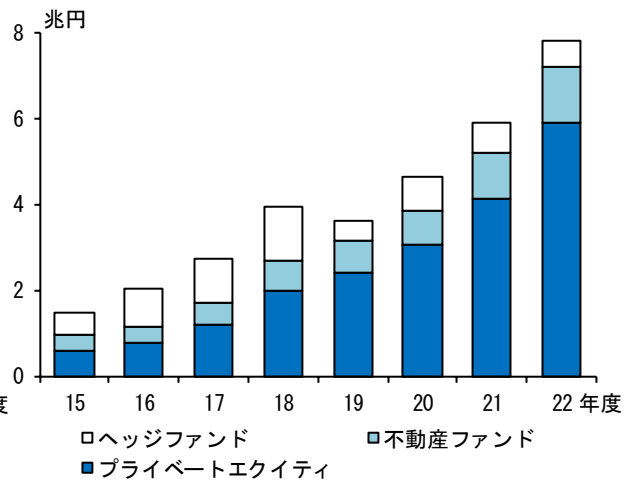
海外クレジット投資についてもリスク抑制的である。ゆうちょ銀行や系統上部金融機関を含む金融機関全体の海外クレジット投資残高は、横ばいにとどまっている（図表Ⅲ-1-16）。市場性信用リスクを抑制する観点から、ハイイールド債のポジションが削減されている。一方、逆鞘リスクを抑制する観点から、クーポンが変動金利であるCLO（ローン担保証券）は引き続き選好されている。また、リスク分散の観点から、大手行等は、プライベートエクイティなどのオルタナティブ投資も増加させている（図表Ⅲ-1-17）。

図表Ⅲ-1-16 金融機関の海外クレジット投資残高



(注) 集計対象は、大手行・地域銀行・信用金庫のほか、ゆうちょ銀行や一部の系統上部金融機関を含む。
(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-1-17 大手行等の海外オルタナティブ投資残高



(注) 1. 集計対象は、大手行のほか、ゆうちょ銀行や一部の系統上部金融機関を含む。
2. 「不動産ファンド」は上場REITを含まない。
(資料) 日本銀行

2. ノンバンク部門の金融仲介活動

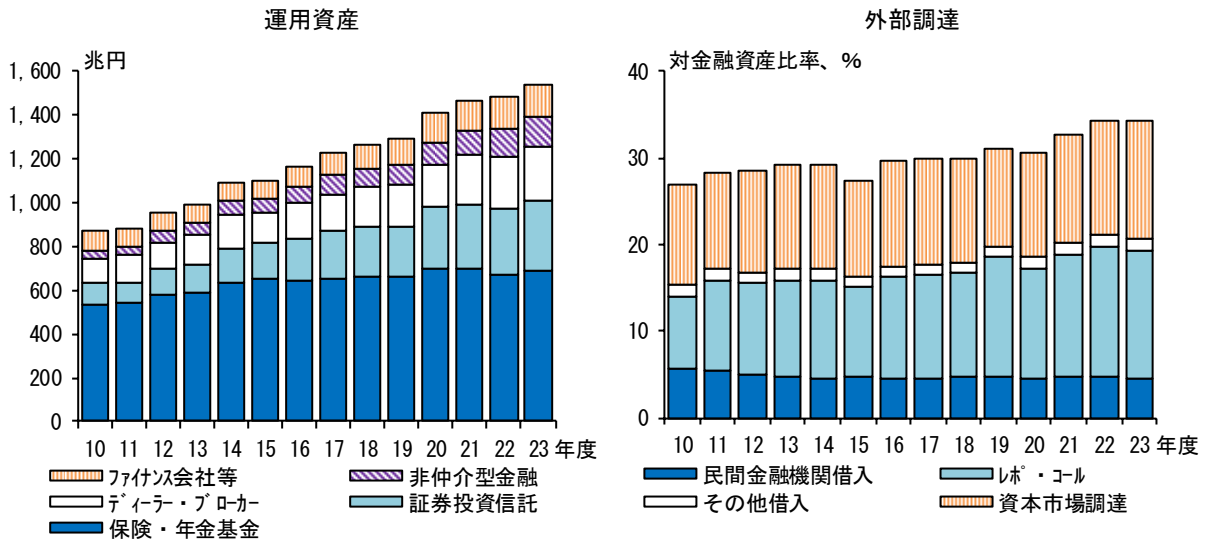
わが国ノンバンク金融仲介機関（NBFI）の運用資産は、増加傾向が続いている（図表Ⅲ-2-1）¹⁰。海外に比べると、NBFIの市場プレゼンスは限られているものの、運用資産の増加とそれに伴う市場調達の拡大は、わが国においても、NBFIとそれ以外の金融機関との連関性を高める要因になっている¹¹。直近にかけては、業態間のばらつきもみられる。最大の資産シェアを持つ保険・年金基金の運用ポジションは、外債残高の削減を主因に頭打ちとなっている。ディーラー・ブローカーのポジションは、日銀当座預金との裁定取引や国債担保取引を仲介する、両建ての短期レポ取引が拡大している。

¹⁰ ここでのNBFIは、金融安定理事会（FSB）に倣い、金融機関全体（銀行部門および非銀行部門）から預金取扱機関、中央銀行、公的金融機関を除いた様々な業態を指している。

¹¹ グローバルにみると、NBFIの金融資産シェアは5割程度まで高まっている。一方、わが国では、引き続き、預金取扱機関が金融仲介における中心的な存在となっており、NBFIの金融資産シェアは3割にとどまっている。

Ⅲ. 金融仲介活動
2. ノンバンク部門の金融仲介活動

図表Ⅲ-2-1 NBFIのバランスシート

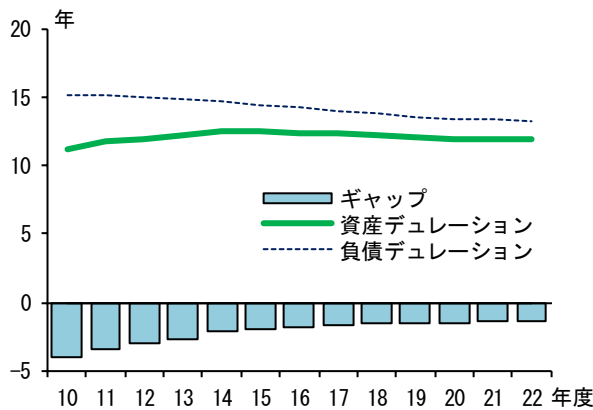


(注)「非仲介型金融」は、金融持株会社のほか、証券取引所・金融商品取引所を含む。
「ファイナンス会社等」は、貸金業のほか、証券金融会社、整理回収機構を含む。直近は2023年6月末。
(資料) 日本銀行

保険・年金基金

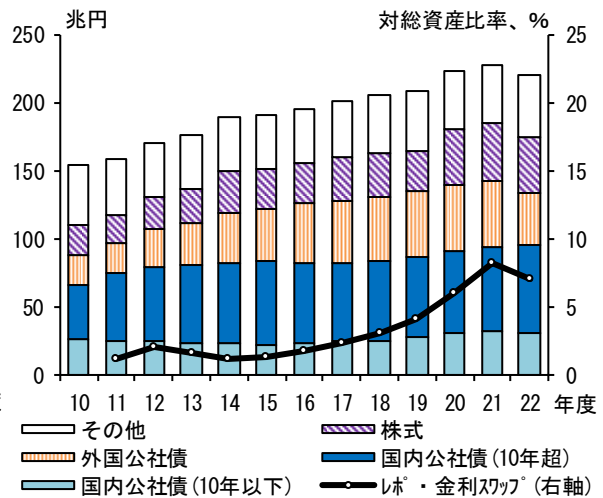
生命保険会社は、経済価値ベースのソルベンシー規制（ESR）の2025年導入を念頭に、資産・負債のデュレーション・ギャップ縮小を図ってきた（図表Ⅲ-2-2）。ここ数年は、保険料収入による超長期債投資のほか、レポ調達や金利スワップを活用した超長期債投資も取り扱われている（図表Ⅲ-2-3）。この間、利鞘（運用利回り－予定利率）は緩やかな拡大が続い

図表Ⅲ-2-2 生命保険会社のデュレーション・ギャップ



(注) 集計対象は大手4社。一般勘定ベースの試算値。
(資料) 国立社会保障・人口問題研究所、生命保険文化センター、総務省、各社開示資料、日本銀行

図表Ⅲ-2-3 生命保険会社の運用資産残高

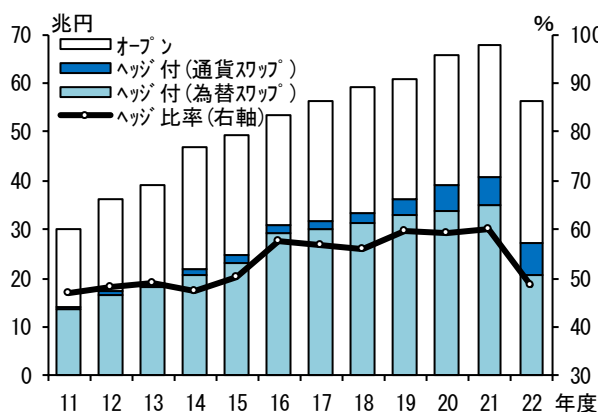


(注) 1. 集計対象は大手9社。一般勘定ベース。
2. 金利スワップは、固定金利受けネットポジションの想定元本。
(資料) 各社開示資料

ており、平均 ESR は 200%以上の水準が確保されている¹²。また、支払準備として、相応の流動性を有している。

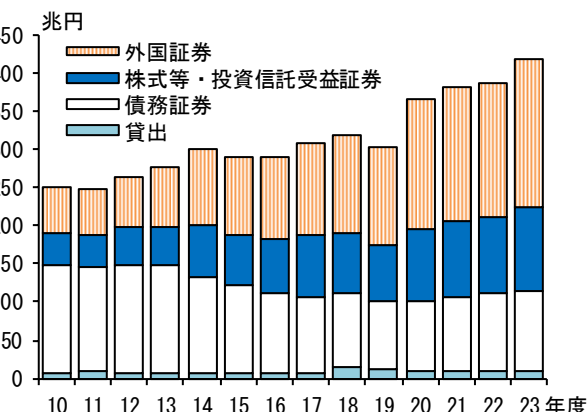
直近にかけては、外貨調達コスト（為替ヘッジコストを含む）の上昇を受けて、為替ヘッジ付き外債が削減されている。また、外債ポジションの為替ヘッジ比率も大きく引き下げられた（図表Ⅲ-2-4）。こうした外債売却による手元流動性の増加を背景に、レポ調達も減少した。外債ポジションの削減圧力は、海外金利が逆イールド化した状態が長期化すると、一段と強まることが考えられる（Ⅱ章3節を参照）。

図表Ⅲ-2-4 生命保険会社の為替ヘッジ比率



（注）集計対象は大手9社。一般勘定ベースの試算値。
「オープン」は、外貨建て保険の対応分を含む。
（資料）各社開示資料

図表Ⅲ-2-5 年金基金の運用資産残高



（注）集計対象は年金基金と公的年金。
直近は2023年6月末。
（資料）日本銀行

企業年金は、責任準備金以上の純資産を確保している先が多いこともあり、レバレッジに頼らない慎重な運用を継続している。公的年金（厚生年金、国民年金）の運用・管理を行う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——長期的な観点から安全かつ効率的な運用を行うための各資産の構成割合を定めたもの——に即して、リバランスを行っている¹³。年金基金の中には、前述した生命保険会社と同様に、為替ヘッジ付き外債を売却する先もみられる（図表Ⅲ-2-5）¹⁴。

投資ファンド

投資ファンドは、堅調な資金流入を背景に、証券投資信託を中心とした運用資産の拡大が

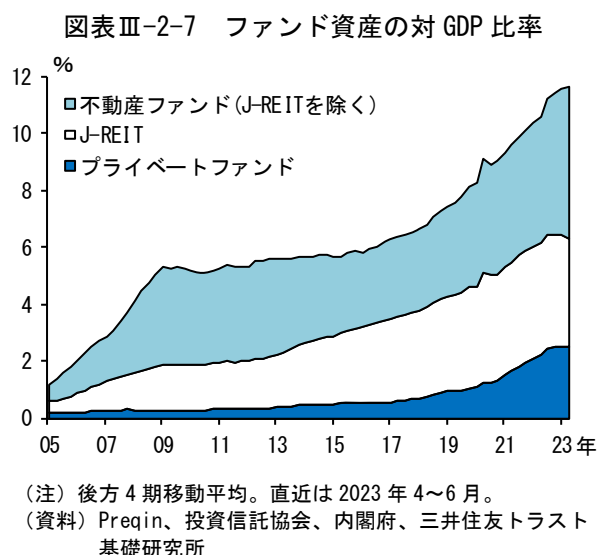
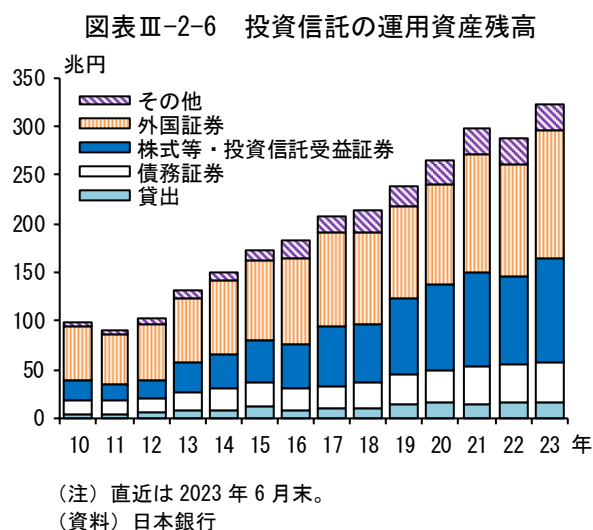
¹² 利鞘は、既往の予定利率の低下を主因に拡大してきた。また、金融庁のフィールドテストによると、生命保険会社42社の平均 ESR は最低基準の100%を有意に上回っている。

¹³ わが国の年金基金では、債務主導投資（LDI）のようなレバレッジを活用した投資戦略ではなく、政策的資産構成割合や基本ポートフォリオに沿った投資戦略が主流となっている。詳しくは次の文献を参照。伊藤雄一郎・河西桂靖・轟木亮太郎・豊田融世・堀江里佳子、「企業年金の運用戦略からみた金融安定への含意——英国債市場の混乱からの教訓——」、日銀レビューシリーズ、2023-J-2、2023年1月。

¹⁴ 外国証券残高（円換算ベース）の増加には、為替円安や米欧の株高が寄与している。

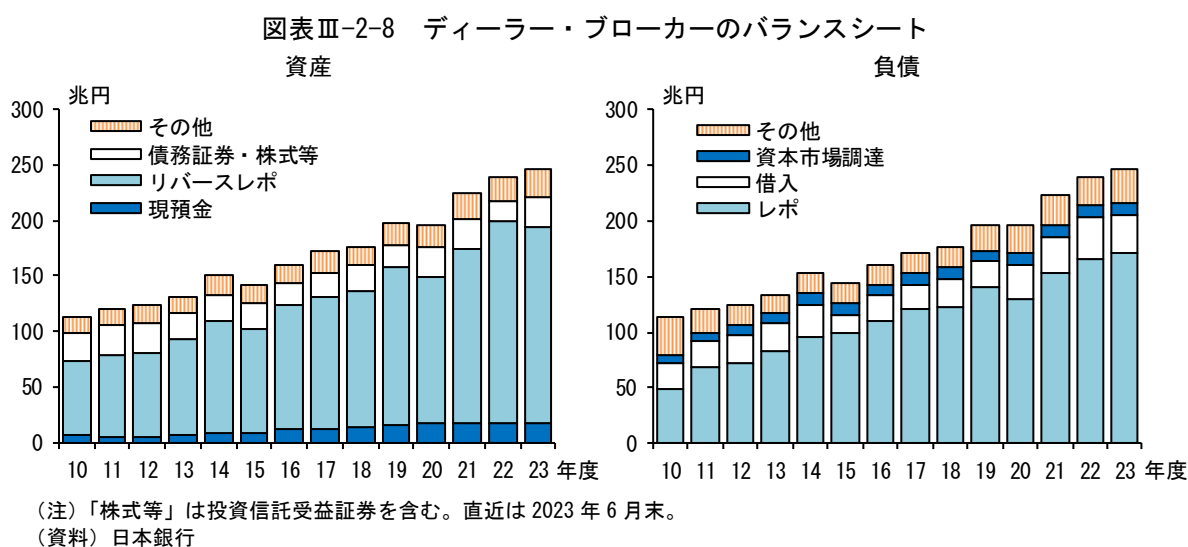
Ⅲ. 金融仲介活動
2. ノンバンク部門の金融仲介活動

続いている（図表Ⅲ-2-6）。この間、わが国でも、レバレッジを活用するプライベートファンドや不動産ファンドの運用資産が拡大している（図表Ⅲ-2-7）。同ファンドによる銀行借入の増加に伴い、銀行部門は NBFI の影響を受けやすくなっている。銀行システムの内側だけでなく、外側でもレバレッジが積み上がる可能性について、注意深く点検していく必要がある。



ディーラー・ブローカー

ディーラー・ブローカーのポジションは、両建ての短期レポ取引を主因に拡大している¹⁵（図表Ⅲ-2-8）。邦証や短資会社では、短期金融市場における日銀当座預金との裁定のためのレポ取引が増えている。外証の在日拠点では、本部の国債担保需要に応えるため、国債取引を仲介するためのレポ取引が増えている。これらの取引は、資産・負債の期間ミスマッチの



¹⁵ ディーラー・ブローカーのオフバランス取引については、次の文献を参照。井上紫織・三木翔太・源間康史、「店頭デリバティブ取引データからみた円金利スワップ市場——新型コロナウイルス感染症拡大の影響——」、日銀レビューシリーズ、2021-J-7、2021 年 6 月。

ない両建て取引が中心である。ただし、中央清算機関（CCP）参加者とそれ以外の市場参加者（相対取引者）の取引を仲介する場合には、相対取引者からの証拠金が差し入れられるまでの間、ディーラー・ブローカーには CCP に対する証拠金相当の流動性負担が生じ得る。日中に市場取引価格が大きく変動する場合にも、追加的な証拠金（緊急当初証拠金）を求められることがある。

3. 金融循環

前節までに確認したとおり、わが国の金融仲介活動は円滑に行われている。本節では、こうした円滑な金融仲介活動や、その結果としての民間債務の増加が、先行きの経済活動に大きな調整をもたらし得る金融不均衡の蓄積につながっていないか点検する。

（1）金融循環と経済変動リスク

ここでは、ヒートマップと金融ギャップを用いて、金融循環上の過熱感や停滞感を評価する。ヒートマップは、1980年代後半のバブル期を基準に、様々な金融活動指標に関して過熱・停滞の状況を判定したうえで、3色に色分けしたものである。直近では、全14指標が過熱でも停滞でもない「緑」となっている（図表Ⅲ-3-1）¹⁶。前回レポート以降の変化をみると、「総与信・GDP比率」と「不動産業向け貸出の対GDP比率」は、過熱を示す「赤」から「緑」に変更となった¹⁷。「不動産業実物投資の対GDP比率」には「赤」が一時点灯した。

図表Ⅲ-3-1 ヒートマップ

		80年	85	90	95	00	05	10	15	20
金融機関	金融機関の貸出態度判断DI	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤
	M2成長率	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤
金融市場	機関投資家の株式投資の対証券投資比率	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤
	株式信用買残の対信用売残比率	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤
民間全体	民間実物投資の対GDP比率	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤
	総与信・GDP比率	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤
家計	家計投資の対可処分所得比率	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤
	家計向け貸出の対GDP比率	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤
企業	企業設備投資の対GDP比率	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤
	企業向け与信の対GDP比率	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤
不動産	不動産業実物投資の対GDP比率	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤
	不動産業向け貸出の対GDP比率	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤
資産価格	株価	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤
	地価の対GDP比率	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤	赤

（注）直近は、株価が2023年7～9月、地価の対GDP比率が2023年1～3月、その他が2023年4～6月。

（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

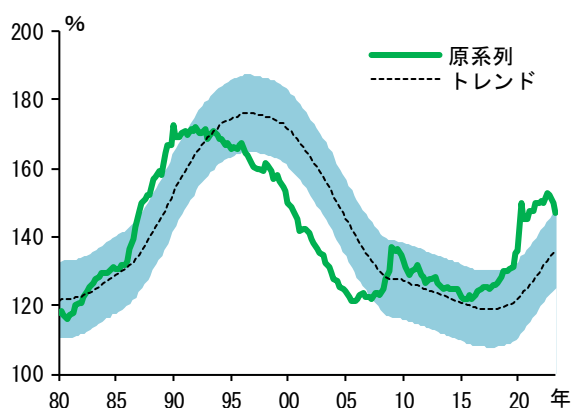
¹⁶ 図表Ⅲ-3-1では、金融活動における過熱・停滞の状況を機械的に判定している。すなわち、指標が上限の閾値を上回っていれば「赤」、指標が下限の閾値を下回っていれば「青」、どちらでもなければ「緑」としている。なお、「白」はデータがない期間を示す。金融活動指標の詳細については、次の文献を参照。伊藤雄一郎・北村富行・中澤崇・中村康治、「『金融活動指標』の見直しについて」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.14-J-7、2014年4月。

¹⁷ ただし、「総与信・GDP比率」と「不動産業向け貸出の対GDP比率」は、ヒートマップ上、「赤」に近い「緑」の近辺で推移している。

Ⅲ. 金融仲介活動
3. 金融循環

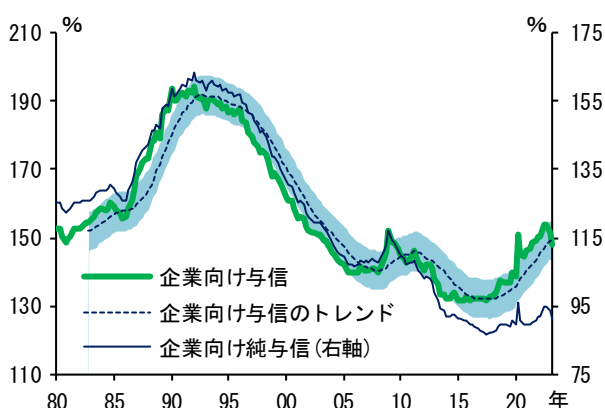
これまでトレンド対比で高止まりしていた「総与信・GDP 比率」と「企業向け与信の対 GDP 比率」からは、経済活動の回復に伴い、民間債務と経済活動水準とのリバランスが進んでいることが確認できる（図表Ⅲ-3-2、Ⅲ-3-3）。このうち「企業向け与信の対 GDP 比率」は、企業向け与信の増加が続くなかでも、トレンド近辺まで低下している。両指標とも依然として高めの水準にあるが、これには、手元資金を厚めに確保しようとする、中小企業を中心とした慎重な資金繰りが反映されている。感染症拡大以降の企業向け与信の増分の多くは、企業向け純与信（企業向け与信－企業の現預金）がほとんど拡大していないことから示唆されるように、中小企業の手元資金として確保された状態が続いている（Ⅳ章 1 節を参照）。こうした点を踏まえると、現在の金融活動に過熱感はない。

図表Ⅲ-3-2 総与信・GDP 比率



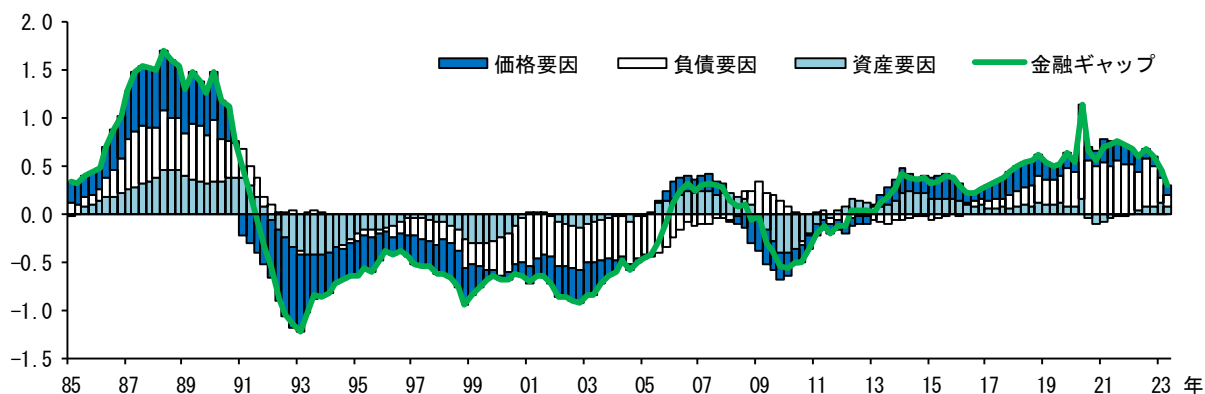
(注) 1. 「トレンド」は片側 HP フィルターにより算出。シャドーはトレンドからの乖離の二乗平均平方根の範囲を表す。
2. 直近は 2023 年 4～6 月。
(資料) 内閣府、日本銀行

図表Ⅲ-3-3 企業向け与信の対 GDP 比率



(注) 1. 「企業向け与信のトレンド」は後方 3 年移動平均により算出。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. 「企業向け純与信」は、企業向け与信から企業の現預金を除いたものの対 GDP 比率。
3. 直近は 2023 年 4～6 月。
(資料) 内閣府、日本銀行

図表Ⅲ-3-4 金融ギャップ

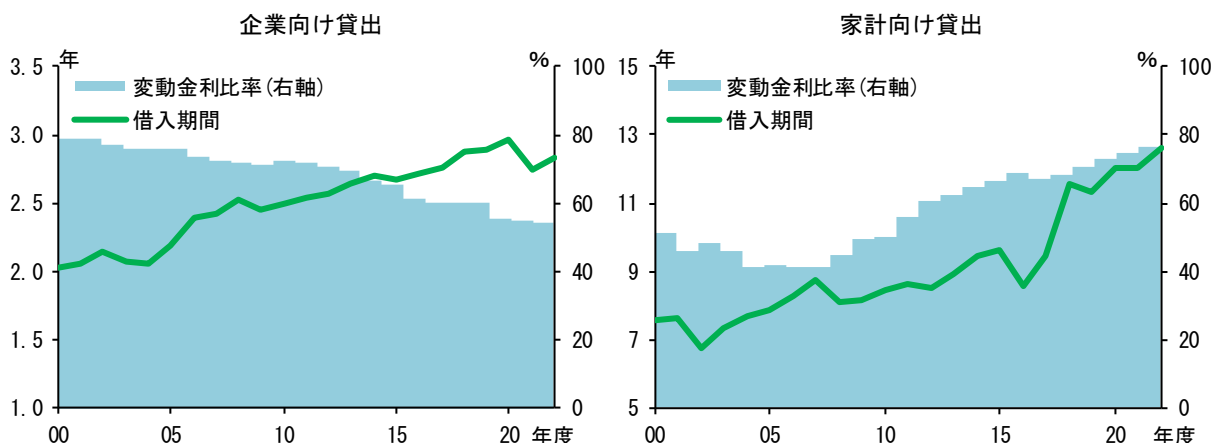


(注) 金融活動指標のうち、民間全体、家計、企業、不動産の実物投資に関する指標を「資産要因」、これらの債務調達に関する指標を「負債要因」、残りの指標を「価格要因」としている。
直近は 2023 年 4～6 月（地価の対 GDP 比率のみ前期の値を横置き）。
(資料) 日本銀行

金融ギャップは、金融循環を定量的に評価するために、ヒートマップを構成する14の金融活動指標のトレンドからの乖離率を加重平均して一つの指標に集約したものである（図表Ⅲ-3-4）¹⁸。金融ギャップをみると、そのプラス幅は直近にかけて縮小している。民間債務と経済活動水準とのリバランスが進んだことで、金融ギャップの拡大要因となっていた負債要因の寄与が低下している。「不動産実物投資の対GDP比率」に「赤」が一時点灯するなど、実物投資のプラス寄与（資産要因）が徐々に拡大しているものの、1980年代後半の金融不均衡の蓄積局面と比べると、レバレッジによる実物投資の活発化や資産価格の上昇（価格要因）は限定的である。この点からも、現在の金融活動に大きな不均衡は認められない。

ただし、中長期的にみると、民間債務が増加する過程で、借入期間が長期化している（図表Ⅲ-3-5）。企業は、長期金利が低下した機会を捉えて、長期固定金利の安定資金を確保し、借換リスクを抑制してきた。家計は、長期・低利の変動金利借入によって、大口化した住宅ローンの月々の返済負担を抑制してきた。企業向け貸出も家計向け貸出も、借入期間は2000年代以降のピーク圏にある。

図表Ⅲ-3-5 借入期間



（注）「借入期間」は試算値。「変動金利比率」は、2018年度以降が大手行と地域銀行の実績値。それ以前は試算値。いずれも直近は2022年度。

（資料）国土交通省、財務省、住宅金融支援機構、日本銀行

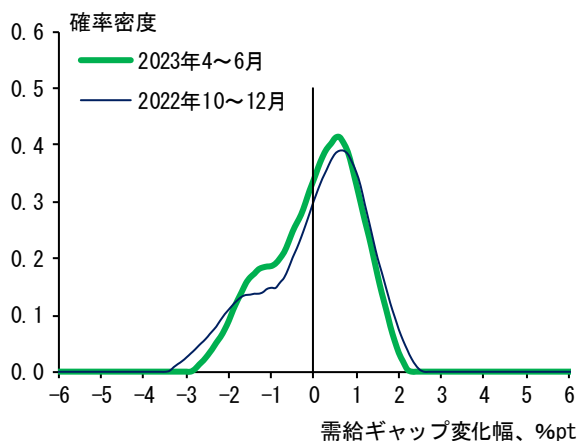
また、2010年代前半から続く金融ギャップのプラス局面は、バブル崩壊以降の最長を更新している。「総与信・GDP比率」は、「緑」に変更になったものの、依然としてトレンドを上回っている。先行き、民間債務と経済活動水準とのリバランスに時間を要すれば、大きな金融不均衡の蓄積につながる可能性がある¹⁹（前掲図表Ⅲ-3-2）。GDPの変動リスクを表す「GDP at Risk (GaR)」をみると、先行き3年間のGDP成長率の確率分布は引き続き、景気悪化方

¹⁸ 図表Ⅲ-3-4では、14の金融活動指標を加重平均するにあたって、他の指標との相関の高い指標に、より高いウエイトを付与している。また、そのウエイトは、時系列的な相関度合いの変化に応じて可変としている。

¹⁹ 1980年以降の諸外国の銀行危機の事例では、「総与信・GDP比率」の「赤」点灯が長期化したり、他の金融活動指標にも同時に「赤」が点灯したりする場合、その後の危機発生確率が高まる傾向がみられた。詳細は、金融システムレポート2021年4月号のBOX1を参照。

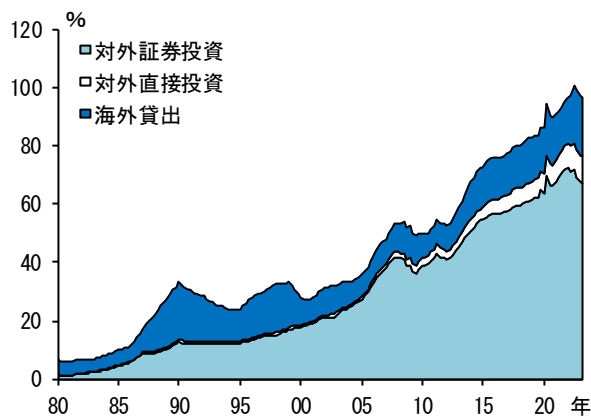
向に歪んだ形状となっている（図表Ⅲ-3-6）²⁰。こうした分布の形状は、民間債務の増加が将来的にバランスシート調整圧力となることで、景気悪化方向のリスクを高める要因になり得ることを示唆している。

図表Ⅲ-3-6 先行きの経済変動リスク



（注）先行き3年間の需給ギャップの変化幅の分布。各時点の需給ギャップ、金融ギャップ、全米金融環境指数に基づく試算値。

図表Ⅲ-3-7 対外与信の対GDP比率



（注）集計対象は預金取扱機関とNBF1。後方4期移動平均。直近は2023年4~6月。（資料）内閣府、日本銀行

この間、海外向け与信は、基調として拡大方向にある（図表Ⅲ-3-7）。大手行による海外貸出や、銀行・信用金庫・機関投資家による外債投資は、直近ではポジション削減の動きがみられるものの、外貨金利リスクの趨勢的な増加要因となってきた。これまでの対外与信の拡大によって、わが国の金融システムは、実体経済を通じた経路のほか、金融を通じた経路からも、海外金融経済の影響を受けやすくなっている。世界的な金融環境の引き締めは、海外資産価格の調整や外貨調達コストの上昇を通じて、わが国の金融機関経営に影響をもたらしている。また、海外債券市場で一定のプレゼンスを有するわが国金融機関のポジション調整は、現時点では限定的ながら、海外債券市場に対するマーケット・インパクトをもたらす要因にもなり得る。

（2）金融循環と不動産市場

民間債務と経済活動水準とのリバランスが進むなかでも、不動産関連貸出——不動産業向け貸出と住宅ローン——の増加が続いている。この間の不動産関連貸出の増加は、貸出期間の長期化を伴っている（図表Ⅲ-3-8、Ⅲ-3-9）。こうしたもとで、所得減少や金利上昇に対す

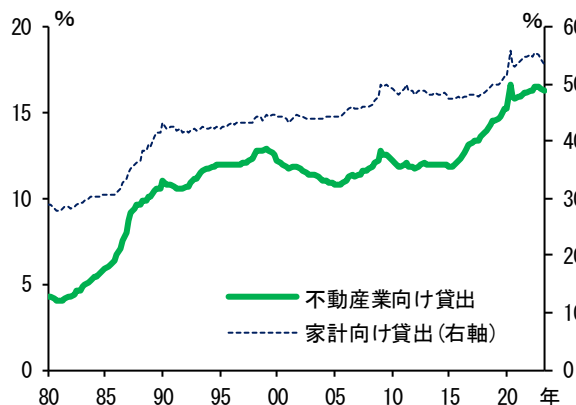
²⁰ GaRは、金融資産のリスク評価手法であるVaRの考え方をGDP成長率に援用したものである。具体的な回帰式は次のとおり。

$$\left(\begin{array}{c} \text{先行き}X\text{年間の} \\ \text{需給ギャップの変化幅} \end{array} \right) = \alpha \left(\begin{array}{c} \text{需給ギャップ} \\ \text{の前期末} \end{array} \right) + \beta (\text{金融ギャップ}) + \gamma (\text{全米金融環境指数}) + \delta$$

詳細な考え方や計測方法、利用上の留意点については、金融システムレポート2018年10月号のIV章2節、BOX1を参照。

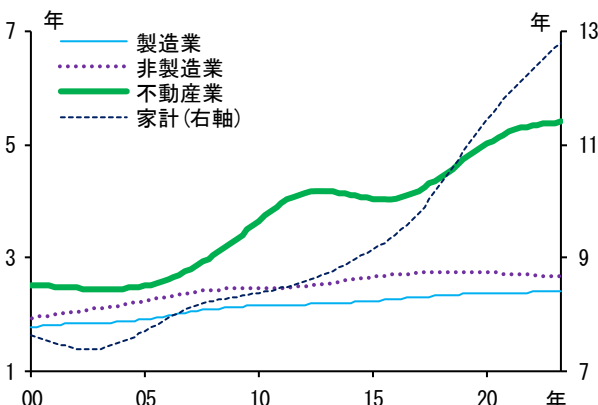
るストレス耐性が相対的に低い貸出案件が増えていないか、点検することが引き続き重要である。以下では、不動産業向け貸出と住宅ローンのそれぞれについて、今回の金融循環における貸出増加の現状を整理する。

図表Ⅲ-3-8 不動産関連貸出の対 GDP 比率



(注) 直近は 2023 年 4~6 月。
(資料) 内閣府、日本銀行

図表Ⅲ-3-9 業種別の借入期間

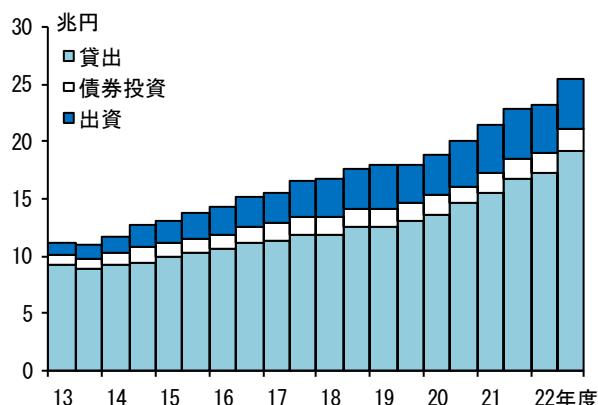


(注) HP フィルターにより算出したトレンドを表示。
「非製造業」は不動産業を除く。直近は 2023 年 4~6 月。
(資料) 財務省、住宅金融支援機構、日本銀行

不動産業向け貸出の増加

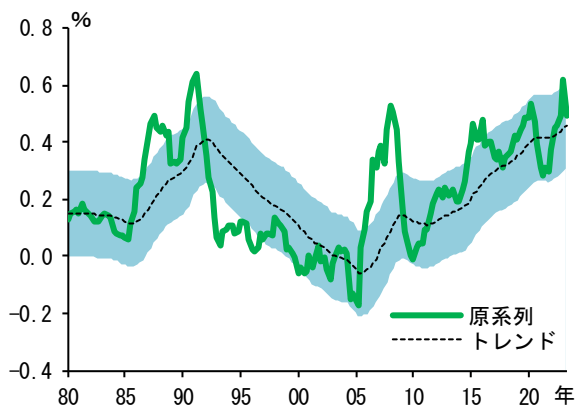
不動産市場では、不動産業の負債と資産、不動産価格のそれぞれの面で変化がみられる。負債の面では、「不動産業向け貸出の対 GDP 比率」が、既往ピーク圏で高止まりしている（前掲図表Ⅲ-3-8）。とりわけ不動産取引市場では、低金利環境を背景に、海外投資家を中心とした資金需要が引き続きみられる。それに応需するかたちで、わが国金融機関の不動産ファンド向け投融資は、大手行のノンリコースローンを中心に、右肩上がりの増加となっている（図表Ⅲ-3-10）。

図表Ⅲ-3-10 不動産ファンド向け投融資



(注) 「貸出」はノンリコースローン。
集計対象は大手行、地域銀行、信用金庫。
(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-3-11 不動産業実物投資の対 GDP 比率

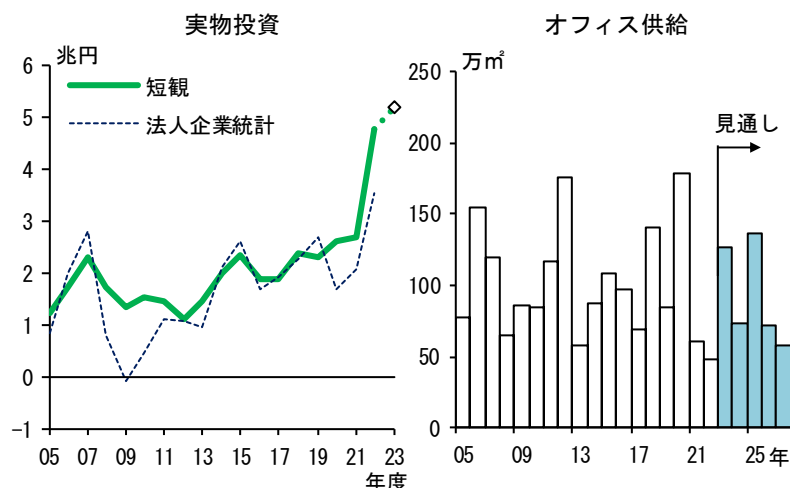


(注) 1. 「トレンド」は片側 HP フィルターにより算出。
シャドーはトレンドからの乖離の二乗平均平方根の範囲を表す。
2. 直近は 2023 年 4~6 月。
(資料) 財務省、内閣府

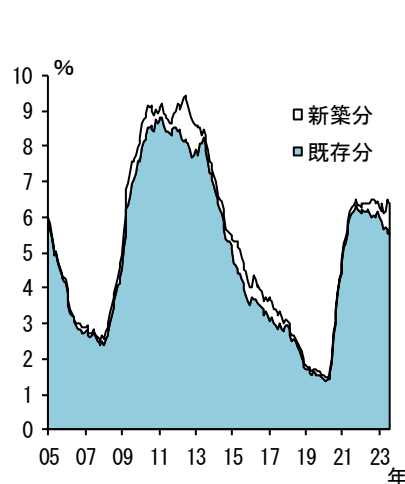
Ⅲ. 金融仲介活動
3. 金融循環

資産の面では、「不動産実物投資の対 GDP 比率」に「赤」が一時点灯した(図表Ⅲ-3-11)。同比率は、2000年代後半のミニバブル期を上回り、1990年代前半の既往ピークに次ぐ水準を記録した。大手デベロッパーによるオフィスや商業施設などの都市再開発案件が、不動産の実物投資を加速させている(図表Ⅲ-3-12 左図)。大手デベロッパーによる今期の実物投資は、前年を上回る高水準となることが見込まれている。先行きを展望しても、東京を中心にオフィスの大量供給が計画されている(図表Ⅲ-3-12 右図)。

図表Ⅲ-3-12 不動産の実物投資



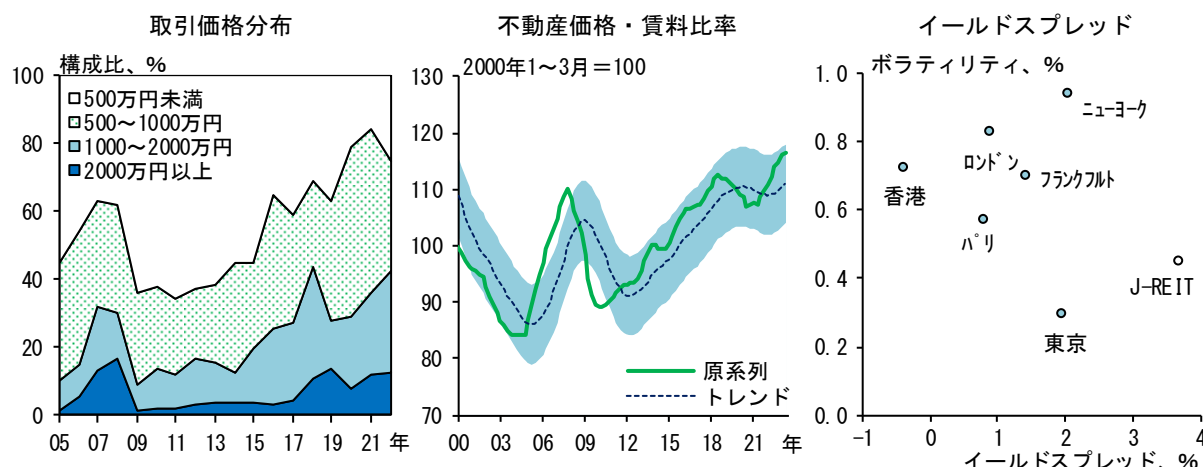
図表Ⅲ-3-13 オフィス空室率



(注) 1. 左図のマーカ―は2023年度見込み(短観)。「法人企業統計」は在庫投資を含む。集計対象は大企業・不動産業。
2. 右図は「東京23区の大規模オフィスビル市場動向調査2023」に基づく。
(資料) 財務省、森ビル、日本銀行

(注) 集計対象は東京ビジネス地区。直近は2023年8月。
(資料) 三鬼商事

図表Ⅲ-3-14 商業用不動産のバリュエーション



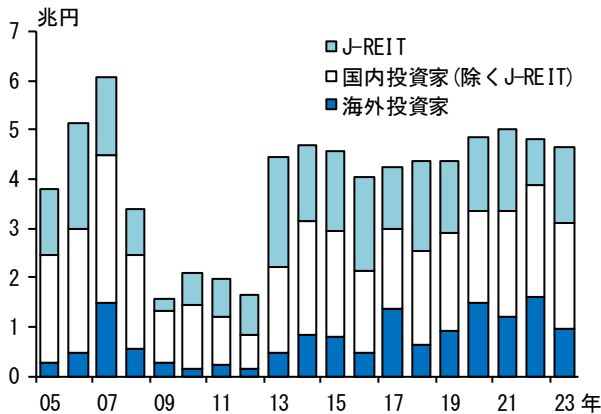
(注) 1. 左図は、国土交通省「不動産取引価格情報」に基づき作成した都心5区の商業地取引価格(坪単価)の構成比。中図の「トレンド」は後方3年移動平均により算出。シャドウはトレンドからの乖離の二乗平均平方根の範囲を表す。右図の縦軸は2010年以降のイールドスプレッドの標準偏差、横軸は2022年度中のイールドスプレッドを表す。
2. 直近は、左図が2022年、中図が2023年4~6月。
(資料) Haver Analytics、JLL、株式会社日経BP「日経不動産マーケット情報 ディールサーチ」、国土交通省、日本銀行

そうしたもとで、オフィスの空室率は高めの水準となっている(図表Ⅲ-3-13)。新築ビルのオフィスであっても、空室が埋まるまでに、ある程度の時間を要するようになっている。

価格の面では、一部に割高感が窺われる。地価をみると、全国的には小幅な値動きにとどまっており、「地価の対 GDP 比率」が過熱と判断する状況にはない（前掲図表Ⅲ-3-1）。もっとも、局所的には、都心の商業地区において、高額帯の取引が増えている²¹（図表Ⅲ-3-14 左図）。全国の「商業用不動産価格・賃料比率」は、ミニバブル期を上回る水準となっている（図表Ⅲ-3-14 中図）²²。イールドスプレッドが J-REIT の投資目線（4%前後）を下回る案件もみられる。

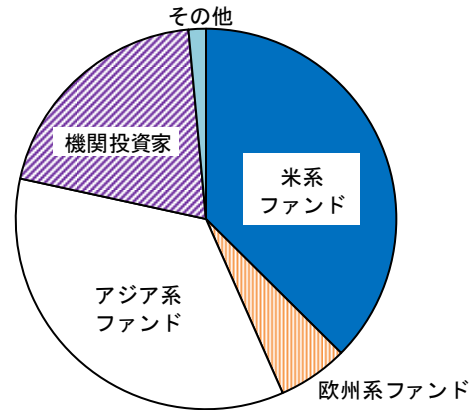
バリュエーションの変化を背景に J-REIT など国内投資家の投資スタンスが選別的になるなかでも、海外投資家の投資スタンスに目立った変化はみられない（図表Ⅲ-3-15）。海外機関投資家——不動産の長期保有を前提とする保険会社や年金基金、政府系ファンド——の投資スタンスは、引き続き総じて積極的である。その背景として、わが国の不動産市場における投資採算が安定しており、相対的に魅力的であることが指摘されている²³（前掲図表Ⅲ-3-14 右図）。こうした海外機関投資家の投資行動は、わが国不動産市場の調整リスクを抑制している面がある。他方、グローバル REIT ファンドなど、世界分散投資を行う海外ファンドのわが国不動産市場におけるプレゼンスは、海外機関投資家を上回る（図表Ⅲ-3-16）²⁴。海外不動産市場の調整色が徐々に強まるなか、海外ファンドによるポートフォリオのリバランスやレパトリを通じて、わが国市場が海外市場からの影響を受けやすくなっている点には、引

図表Ⅲ-3-15 取引主体別の不動産取得額



(注) 2023年は上期の年率換算値。
(資料) 日本不動産研究所

図表Ⅲ-3-16 海外投資家の構成



(注) 不動産取得額の構成比。集計期間は2020年1月～2023年6月。
(資料) 株式会社日経 BP「日経不動産マーケット情報 デイールサーチ」

²¹ 国土交通省「地価 LOOK レポート」によると、全国主要都市のうち、3か月前対比で地価が上昇した地区は全体の93%、+6%以上上昇した地区は1%となっている（2023年7月時点）。

²² 「地価の対 GDP 比率」をはじめとする金融活動指標（前掲図表Ⅲ-3-1）は、1980年代後半のバブル期にかけて「赤」点灯するように設計している。これに対し、図表Ⅲ-3-14の「商業用不動産価格・賃料比率」は、いわゆるミニバブル期（2007年）にかけて「赤」点灯するようにトレンドや閾値を設定している。

²³ 為替の円安傾向が、海外機関投資家の不動産投資を前倒しする一因になっている可能性も指摘されている。

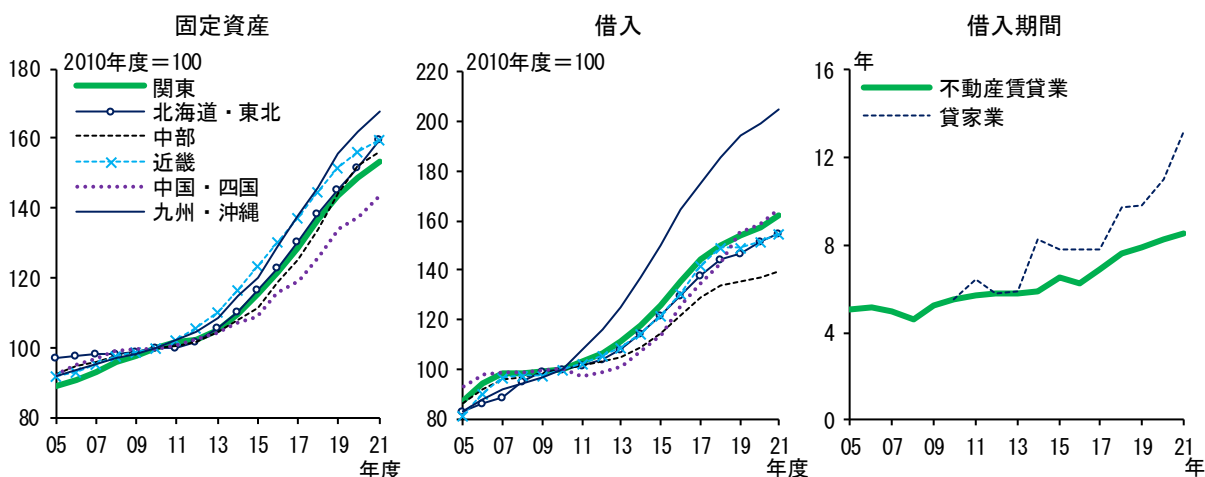
²⁴ わが国で活動する海外ファンドのうち、世界全域で投資するファンドは4割、APACで投資するファンドは5割、日本のみで投資するファンドは1割となっている（2020年1月～2023年6月のファンドレイズに基づく集計値）。

Ⅲ. 金融仲介活動
3. 金融循環

引き続き注意が必要である（海外不動産市場からの伝播リスクについてはBOX1を参照）。

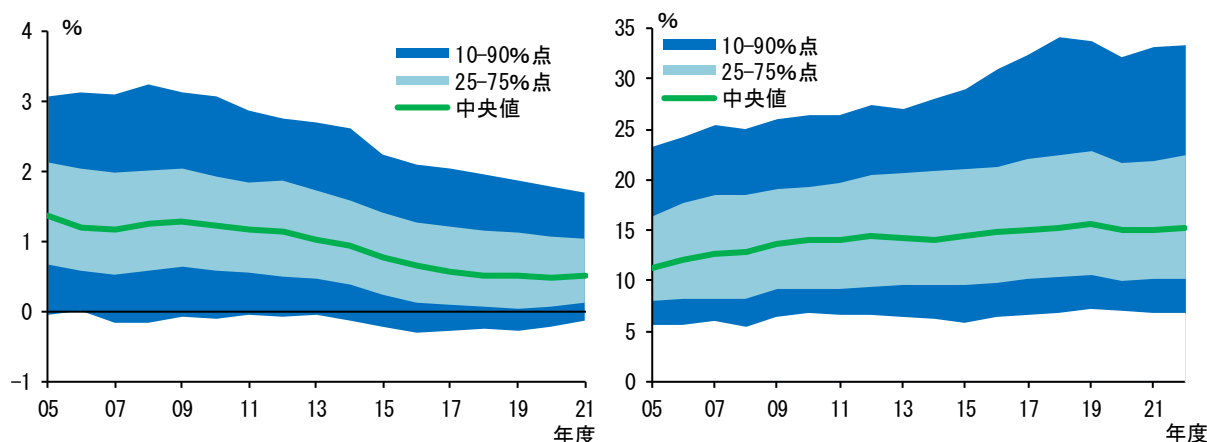
不動産賃貸市場では、賃貸業による固定資産投資の増加と、それに応需する地域金融機関からの借入増加が続いている（図表Ⅲ-3-17）。借入期間が長期化する傾向も、引き続き観察される。前回レポートでも指摘したとおり、全国各地で賃料収入の減少や空き家の増加がみられる²⁵。そうしたなかで、金融機関からみた賃貸業向け貸出の採算性は、低下傾向が続いている（図表Ⅲ-3-18）。地域金融機関の中には、経費を資金利益でカバーできなくなっている先や、不動産業向け貸出比率が30%を上回る先もある。金融機関は、世帯数の動態とそれに伴う空室率の上昇リスクも視野に入れた入口審査・中間管理を強化する必要がある。また、状況に応じて不動産業向け貸出の上限管理を強化するなど、与信管理の実効性をこれまでで以

図表Ⅲ-3-17 不動産賃貸業のバランスシート



- (注) 1. 左図は、中小賃貸業（資本金1億円未満）の本社所在地に基づく集計。
2. 中図は、地域銀行と信用金庫の本店所在地に基づく集計。
3. 右図は、借入金を短期（1年以内）借入金で除した試算値。
(資料) CRD協会、日本銀行

図表Ⅲ-3-18 不動産業向け貸出の採算性(左)と貸出比率(右)



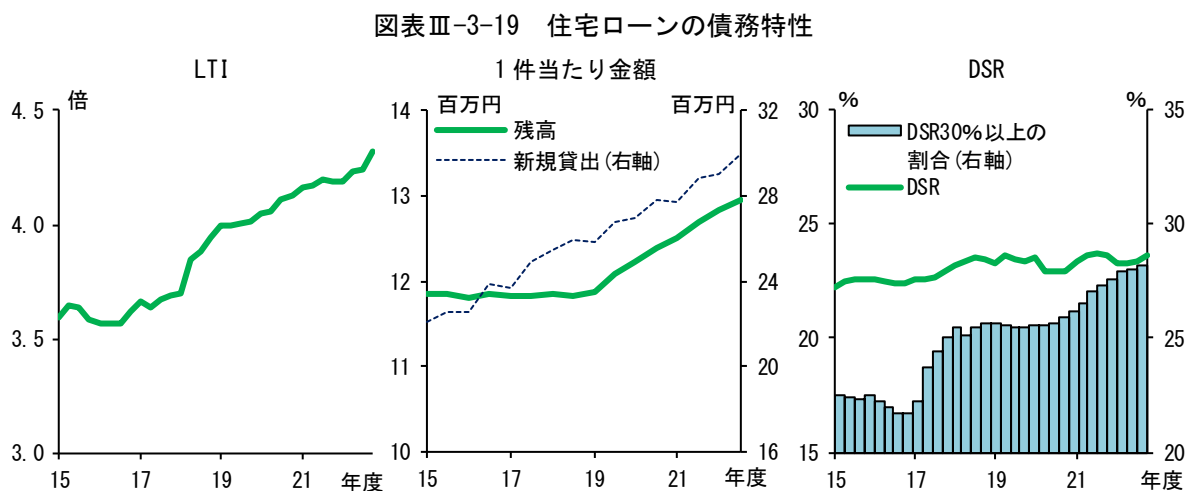
- (注) 1. 左図は金融機関の採算分布。貸出金利－国内部門経費率－円調達コストとして試算。
2. 右図は大手行・地域銀行・信用金庫の貸出全体に対する不動産業向け貸出比率の分布。直近は2022年度。
(資料) 帝国データバンク、日本銀行

²⁵ 詳細は、金融システムレポート2023年4月号のⅢ章3節を参照。

上に高める必要がある。

住宅ローンの増加

家計債務の大半を占める住宅ローン残高は、ローン実行時点の年収に対する住宅ローン組成額の比率（LTI）が既往ピークを更新するなど、増加が続いている（前掲図表Ⅲ-3-8、図表Ⅲ-3-19）。共働き世帯が収入合算ローンを利用して、従来よりも大口の住宅ローンを組成する傾向も続いている。ローン実行時点の年収に対する年間返済額の比率（DSR）をみると、歴史的な低利で住宅ローンが提供されるなか（前掲図表Ⅲ-1-12）、DSR30%以上の住宅ローン構成比の上昇が続いている²⁶。大口化した住宅ローンは、借入期間の長期化にもつながっている。



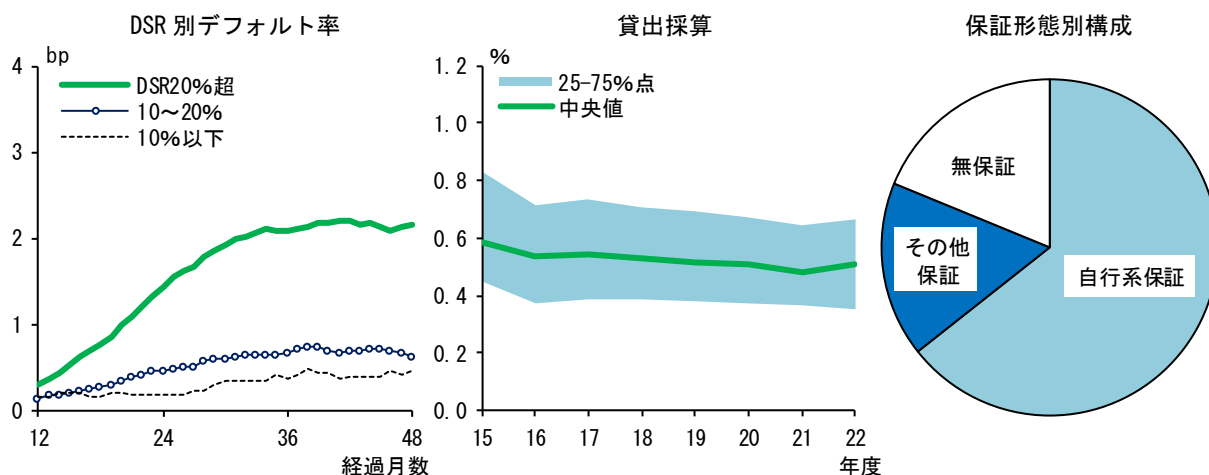
（注）集計対象は原則として、大手行、地域銀行、信用金庫。左図と右図は後方4期移動平均。直近は2023年1～3月。
（資料）日本銀行

住宅ローンの残高増加と借入期間長期化は、金融機関や保証会社からみると、信用リスクの増加要因となる。住宅ローンは、DSRが高いほど、また、経過月数が長いほど、相対的にデフォルトしやすい（図表Ⅲ-3-20）。住宅ローン残高の内訳をみると、インターネット専業銀行を中心に無保証残高が増加方向にあるほか、保証付き残高のうち8割は、同じ銀行グループ内の関連会社（自行系保証会社）による信用保証が利用されている。住宅ローンは、企業向け貸出対比ではリスク分散が効いており、これまでの実績をみても、纏まった信用コストにつながることは考えにくい。金融機関には、長期の借入期間の中で利払い額が増加したり債務返済能力が悪化し得ることも踏まえて、住宅ローンの入口審査および、その後の所得環境の点検などの中間管理を丁寧に実施していくことが期待される。

²⁶ 大手行と地域銀行が提供する住宅ローンのうち、変動金利型の割合（2022年度末時点）は、新規実行ベースが85%、残高ベースが76%と、変動金利ローンが引き続き主流となっている（前掲図表Ⅲ-3-5右図）。

Ⅲ. 金融仲介活動
3. 金融循環

図表Ⅲ-3-20 住宅ローンの信用リスク



(注) 1. 左図は、住宅金融支援機構のMBS対象債権(2013年以降の実行分)に対する繰上請求債権件数の割合。後方12か月移動平均。
2. 中図は、住宅ローン金利-調達コスト-団体信用保険料(0.3%)として試算。集計対象は地域銀行と信用金庫。
3. 右図の集計対象は銀行と信用金庫。2022年度末時点。
(資料) 住宅金融支援機構、日本銀行

IV. 金融機関が直面するリスク

- 金融機関の貸出債権の質は、国内・海外とも維持されている。国内では、企業の多くは厚めの手元資金を確保しており、これがデフォルトの抑制要因となっている。もっとも、手元資金の減少に歯止めがかからない企業もあり、倒産増加につながっている。海外では、選別的な貸出運営が行われており、金融機関の損失吸収力の改善も続いている。ただし、アジア太平洋向け貸出の信用リスクは高まりつつある。
- 金融機関の有価証券の評価損拡大は、年初対比で抑制されている。もっとも、金融機関の多くは、引き続き損超である。外債の逆鞘リスクが顕在化した金融機関もある。金融機関には引き続き、リスクプロファイルの変化を踏まえつつ、逆鞘リスクや評価損リスクを適切に管理していくことが求められる。
- 金融機関は、円貨金利リスク量に見合った損失吸収力を備えている。ただし、資産デュレーションが過去 10 年間で長期化した分、資産サイドの金利リスク量が増加している。銀行部門に対する金利変動の直接的な影響は、①イールドカーブの形状や②金融機関自身のバランスシート構成（資産・負債のデュレーション・ギャップ）のほか、③運用・調達商品ごとの金利追随率によって規定される。金融機関には、こうした影響メカニズムも踏まえた金利リスク管理が期待される。
- 金融機関は、円貨については、小口の個人預金を中心に、十分な資金流動性を有している。外貨については、中長期の市場調達や粘着性の高い法人預金の獲得を併用することで、調達の安定性維持が図られている。ただし、資金調達環境の先行きには不確実性がある。金融機関には、安定調達基盤を確立するための継続的な取り組みが求められる。
- これらのリスクのほか、デジタル技術や気候変動に関連するリスクについても、金融機関は引き続きしっかりと管理していくことが求められる。

1. 信用リスク

金融機関の信用リスクは低位に抑制されている。貸出ポートフォリオをみると、正常先の比率は高水準が維持されている（図表IV-1-1）。大手行と地域銀行では、幾分低下していた同比率が、感染症拡大以前の水準に復している。他方、破綻懸念先以下の比率は歴史的な低水準にとどまっている。非期待損失の試算結果にも、前回レポート以降、著変はみられない（図表IV-1-2）²⁷。損失水準は、大手行において幾分切り上がった状態にあるものの、その対自己

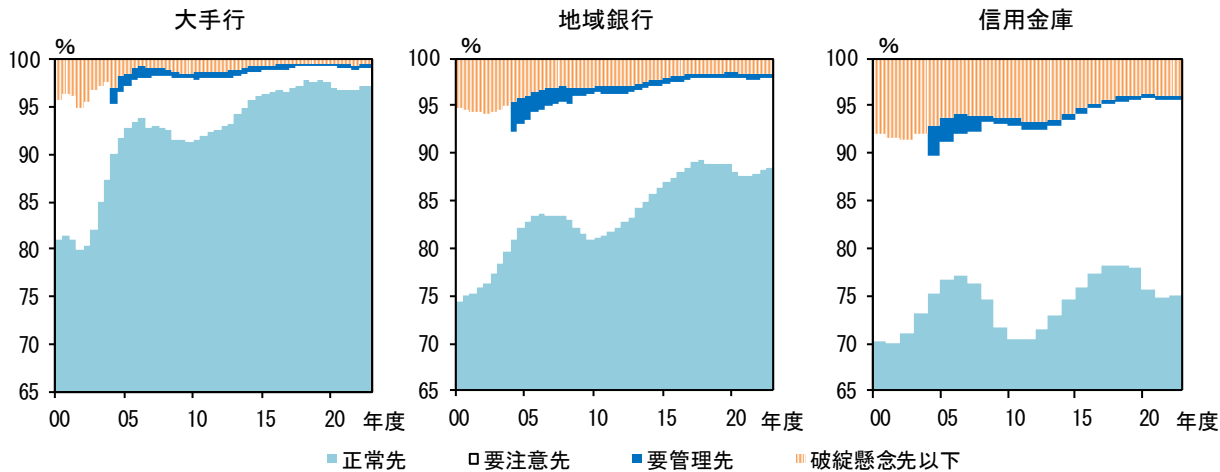
²⁷ 図表IV-1-2 の非期待損失は、1 年間に 99%の確率で生じる貸出からの損失額の最大値と、1 年間で平均的に生じる損失額（期待損失）との差として定義している。算出に当たっては、2005 年度から各時点までの実績デフ

IV. 金融機関が直面するリスク

1. 信用リスク

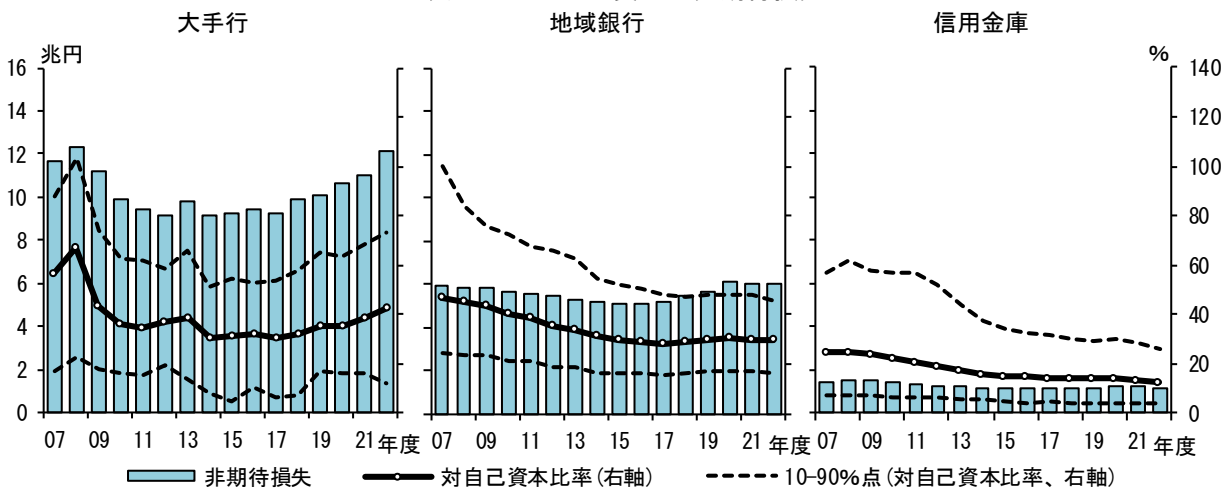
資本比率は、大手行が 40%程度、地域銀行が 30%程度、信用金庫が 10%程度である。国内・海外とも、金融機関の貸出債権の質は維持されている。

図表IV-1-1 内外貸出の債務者区分別構成



(注)「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）。直近は 2022 年度。
(資料) 日本銀行

図表IV-1-2 内外貸出の非期待損失



(注) 非期待損失は、信頼水準 99%の損失最大値と期待損失との差。「對自己資本比率」は、国際統一基準行の 2012 年度以降は CET1 資本ベース、国内基準行の 2013 年度以降はコア資本ベース、それ以前は Tier1 資本ベース（経過措置を除く）。集計対象は自己査定対象債権。直近は 2022 年度。
(資料) 日本銀行

もっとも、貸出先企業を取り巻く環境には様々な変化がみられる。各種調達コストの累積的な上昇や世界経済の減速は、内外企業の財務悪化要因になっている。国内では、ゼロゼロ融資の元本返済が多くの企業で始まっているほか、今年度入り後、利子補給期間が順次終了している。海外では、既往の利上げや今年 3 月以降の銀行破綻を背景に、米欧金融機関の貸出態度が厳格化している。本節では、こうした環境変化が企業財務に及ぼす影響を中心に、

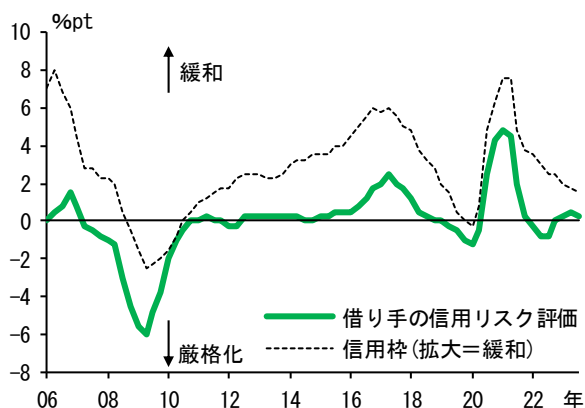
オルト率を参照している。デフォルト時損失率は、要管理先と破綻懸念先の貸出債権に対する平均的な未保全率に一致すると仮定している。

金融機関の潜在的な信用リスクを点検する。

(1) 国内の信用リスク

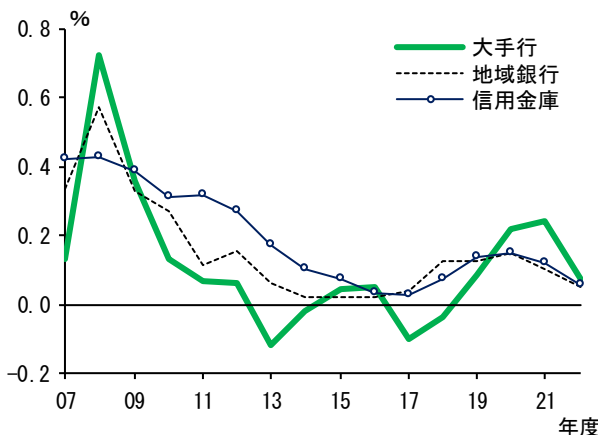
国内における金融機関の貸出運営スタンスは、企業が様々なストレスに直面するなかでも、積極化した状態が続いている（Ⅲ章1節を参照）。金融機関の貸出条件をみても、中小企業のリスク評価を継続的に厳格化する動きはない（図表IV-1-3）。中小企業向けの信用枠は拡大した状態にある。信用リスクは適切に管理されており、金融機関の信用コスト率は低位にとどまっている（図表IV-1-4）。

図表IV-1-3 中小企業向け貸出の条件設定DI



(注) 後方4期移動平均。直近は2023年7月。
(資料) 日本銀行

図表IV-1-4 信用コスト率

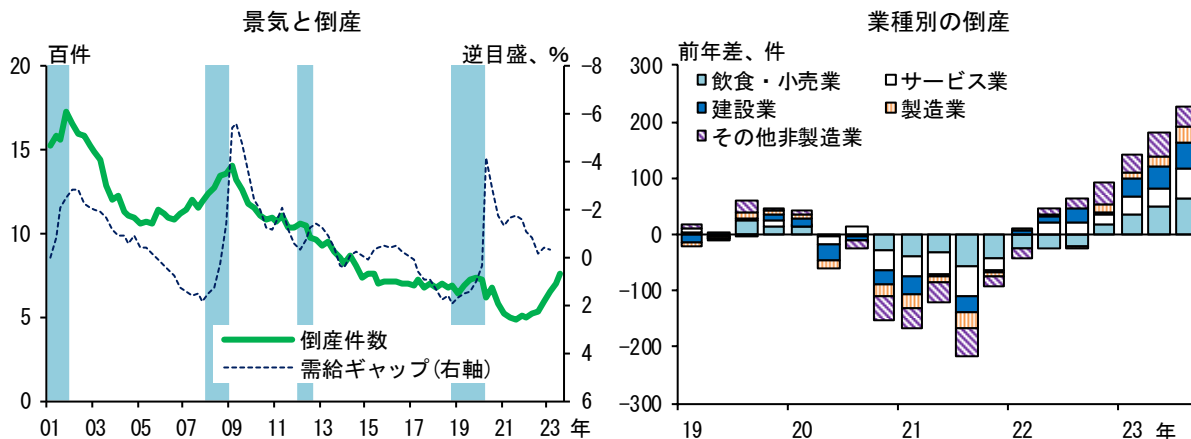


(注) 集計対象は内外貸出。直近は2022年度。
(資料) 日本銀行

景気が改善するなかでの倒産増加

こうした緩和的な金融環境と、そのもとでの経済活動の回復基調にもかかわらず、昨年末以降、企業倒産は増加に転じている（図表IV-1-5左図）。直近の倒産件数は、感染症拡大以前

図表IV-1-5 企業の倒産件数



(注) 1. 左図のシャドーは景気後退局面。「倒産件数」は四半期平均。直近は、「倒産件数」が2023年7~8月、「需給ギャップ」が2023年1~3月。
2. 右図は四半期平均。直近は2023年7~8月。
(資料) 帝国データバンク、東京商工リサーチ、日本銀行

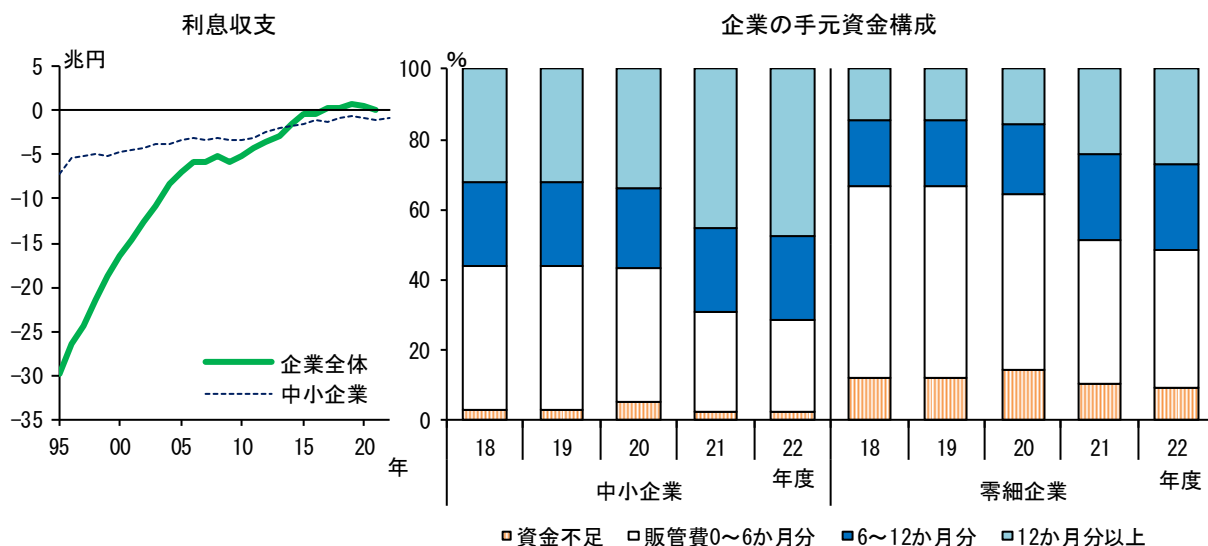
IV. 金融機関が直面するリスク

1. 信用リスク

と同程度の水準となっている。業種別にみると、飲食・小売業をはじめ、感染症拡大以降に倒産が抑制されていた中小企業において、反動増が生じている（図表IV-1-5右図）。これは、従来みられた倒産のパターンとは異なる。2000年代以降、需給ギャップが悪化する際に倒産が増加する傾向がみられたのに対し、直近は、需給ギャップが改善に向かうなかで、倒産が増加している。

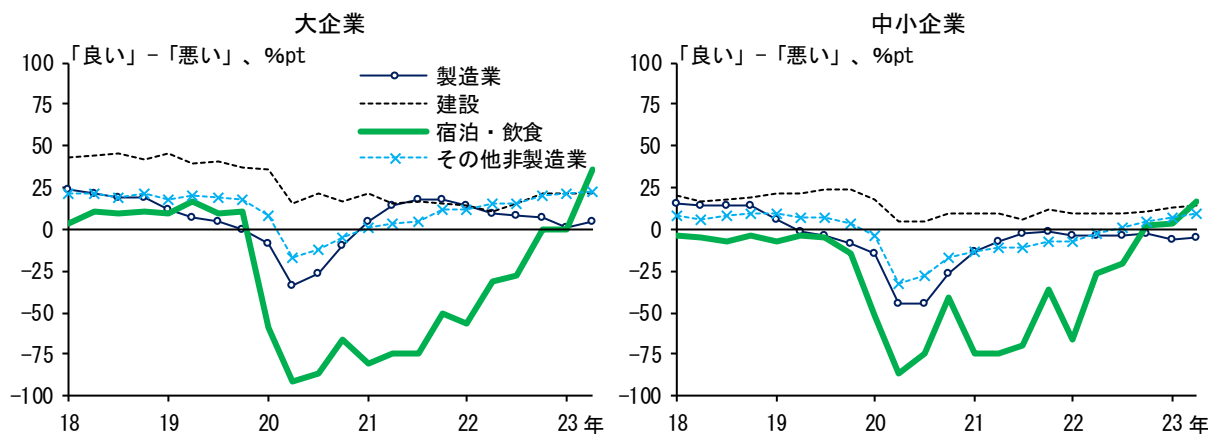
この間、企業財務は、全体として改善に向かっている。企業全体の利息収支は、2010年代半ば以降、ゼロとなっており、利払い負担は低位に抑制されている（図表IV-1-6左図）。中小企業の利息収支の支払い超幅も、歴史的な低水準である。短観をみても、大企業、中小企業とも業況判断は改善に向かっている（図表IV-1-7）。感染症拡大の直撃を受けた宿泊・飲食の業況判断も、「悪い」超から「良い」超に転じている。

図表IV-1-6 企業財務



(注) 1. 左図の「中小企業」は配当金を含む。直近は、「企業全体」が2021年、「中小企業」が2022年。
 2. 右図の手元資金は、期初の流動資産と期中の営業キャッシュフローの合計。
 (資料) CRD 協会、財務省、内閣府

図表IV-1-7 業況判断DI



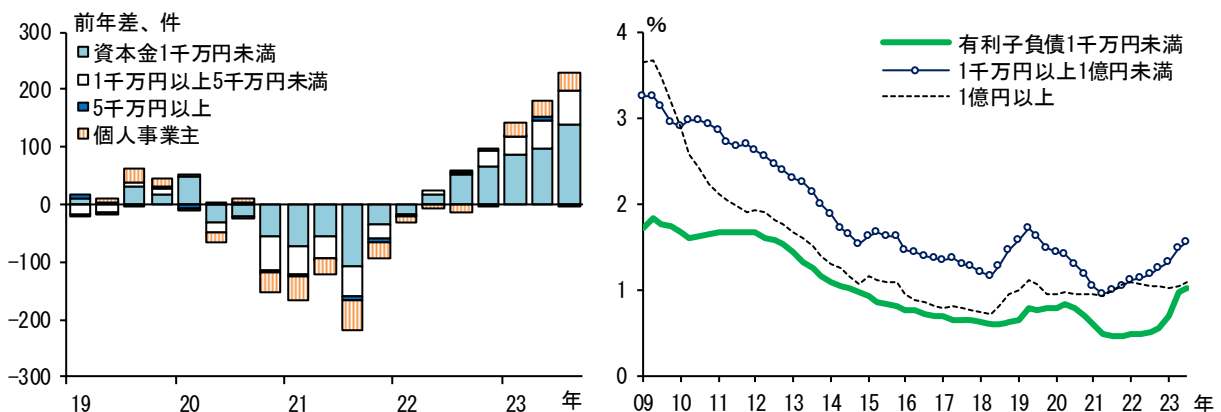
(注) 直近は2023年6月。
 (資料) 日本銀行

景気が改善するなかでの倒産増加は、同規模や同業種の企業であっても、企業財務が二極化していることを示唆している。企業の手元資金比率（対販管費）の分布をみると、手元資金（期初の流動資産と期中の営業キャッシュフローの合計）に比較的余裕のある企業——例えば、販管費の半年分以上の手元資金を保有する企業——は、感染症拡大以降に大きく増加した（前掲図表IV-1-6 右図）²⁸。その割合は、中小企業の7割、零細企業の5割となるなど、企業の多くは、手元資金を厚めに確保した状態にある（Ⅲ章3節を参照）。他方、手元資金がマイナスとなる資金不足企業は、景気が改善するなかでも、中小企業の2%、零細企業の9%の寄与がある。これらの資金不足企業の中から、倒産が生じていると考えられる。

倒産増加と信用コストの関係

倒産が増加するなかでも、金融機関の信用コストは抑制されている（前掲図表IV-1-4 右図）。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（図表IV-1-8）。資本金でも有利子負債でも、1千万円未満の企業の寄与が大きくなっている。また、感染症拡大以降、いわゆるグループ引当——特定の債務者群をグループ化したうえで、当該グループに高めの引当率を設定する手法——を活用するなど、予防的に引当を積んできたことも、追加的な信用コストの抑制につながっている²⁹。ただし、協会保証付き融資の信用リスクが金融機関から信用保証協会に移転されている点には、留意が必要である。

図表IV-1-8 倒産件数(左)と実績デフォルト率(右)



(注) 1. 右図は初回の3か月以上延滞または破綻懸念先以下へのランクダウンの比率。

2. 四半期平均。直近は、左図が2023年7~8月、右図が2023年7月。

(資料) 帝国データバンク、日本リスク・データ・バンク

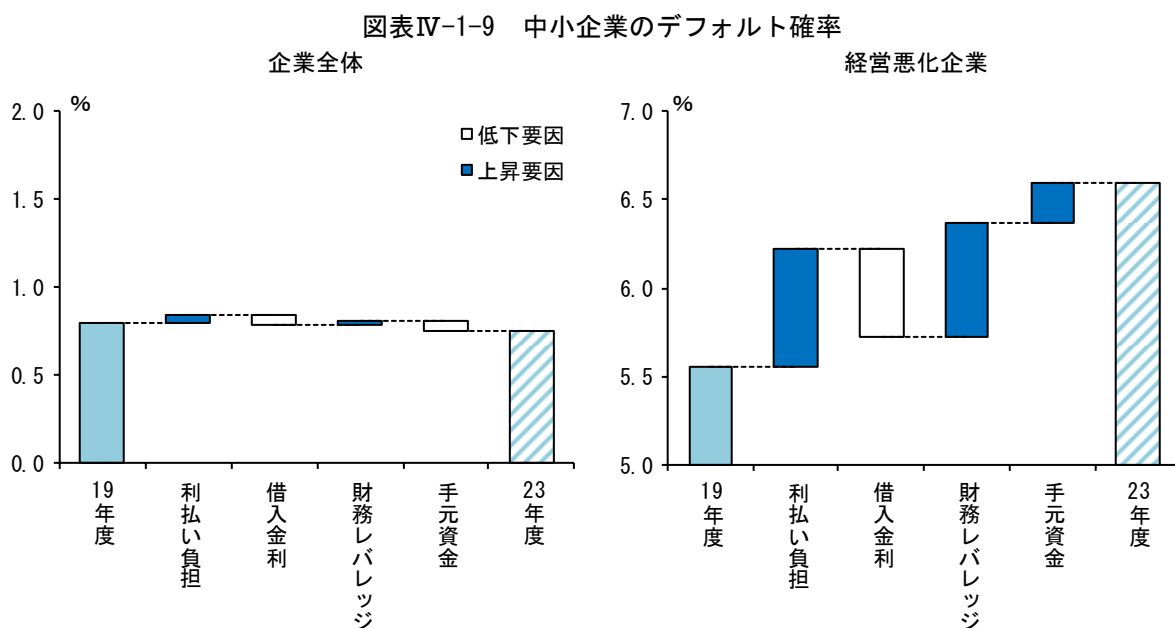
²⁸ 図表IV-1-6 右図と以降の図表では、特に断りのない限り、CRD 協会の中小企業信用リスク情報データベースに格納されている企業を分析対象としている。中小企業（売上高1億円以上）と零細企業（売上高1億円未満）の社数構成比は概ね1:1である。なお、ゼロゼロ融資については、2020年度中の借入増分を全て同融資とみなしたうえで、①借入期間は8年、②据置期間は3年、③支払金利は1.5%と仮定している。

²⁹ グループ引当については、次の文献を参照。日本銀行金融機構局、「地域金融機関の引当方法の見直しと経営改善支援への取り組み」、金融システムレポート別冊シリーズ、2023年3月、「地域金融機関による引当方法の見直しと審査・管理の工夫」、金融システムレポート別冊シリーズ、2021年12月。

IV. 金融機関が直面するリスク
1. 信用リスク

先行きの倒産・デフォルト動向

最近の倒産増加は、感染症拡大以前から経営が悪化していた「経営悪化」企業——債務超過かつ営業赤字になっているが、正常先や要注意先に区分されている企業を経営悪化企業と呼ぶ——によるものとみられる³⁰。ここでは、先行き1年以内に①3か月以上の延滞、②要管理先以下への格下げ、③信用保証協会による代位弁済のいずれかに初めて該当することをデフォルトと定義する。そのうえで、中小企業全体と経営悪化企業のそれぞれについて、デフォルト確率を推計し、先行きの倒産・デフォルト動向を評価した³¹。



(注) 「利払い負担」は Kinked-ICR、「手元資金」は短期資金過不足額比率の寄与。
(資料) CRD 協会、日本銀行

図表IV-1-9は、中小企業のデフォルト確率の推計結果とその増減要因を表している。企業全体としてみると、感染症拡大直前の2019年度と直近2023年度のデフォルト確率に有意な差は認められない。ゼロゼロ融資の元利返済が本格化したもとでも、既往のコロナ関連融資や各種支援金による手元資金増加が、デフォルトを抑制している。これに対し、感染症拡大以前から経営悪化が続く企業では、デフォルトの抑制効果が弱まっている。利払い負担や財務レバレッジに加え、手元資金の減少も、デフォルト確率の上昇要因となっている。同企業は、感染症拡大後に営業赤字がさらに拡大したことで、収益対比でみた利払い負担が大き

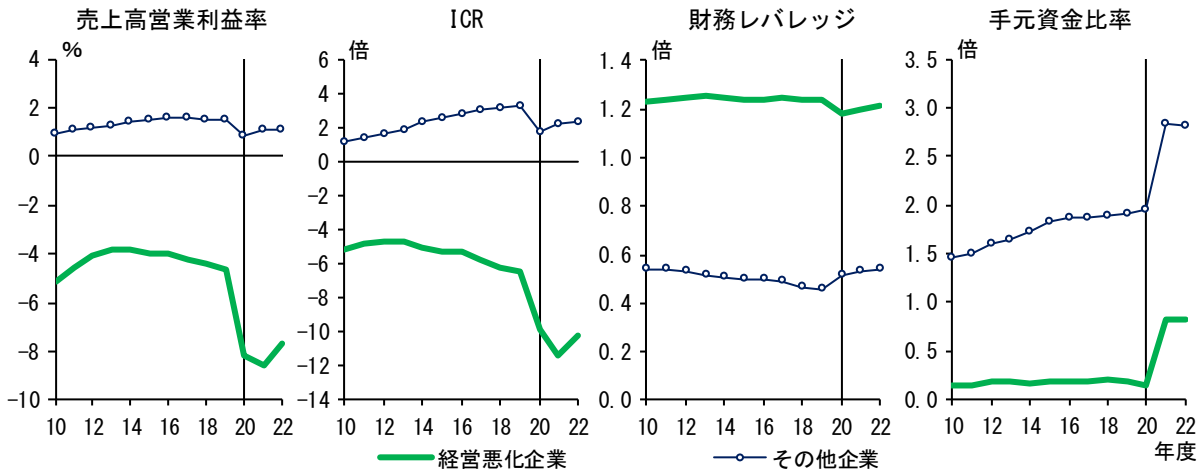
³⁰ 経営悪化企業の財務特性については、金融システムレポート2023年4月号のIV章1節を参照。

³¹ デフォルト確率の推計には、企業の手元資金を明示的に勘案したデフォルトモデルを用いている。同モデルは、「先行き1年間のデフォルト有無」を被説明変数、「短期資金過不足額比率」(手元資金/総資産)、「財務レバレッジ」、「借入金利」、「Kinked-ICR」を説明変数として推計した(推計期間は2003~2019年度)。2023年度の企業財務は、「全国企業短期経済観測調査」における同業種・中小企業の2023年度見込みをもとに想定した。Kinked-ICRは、分子の営業利益ROAがマイナスとなる場合、通常のICRとは異なり、営業利益ROA、借入金利、財務レバレッジの総乗として定義している。

デフォルトモデルの詳細については、金融システムレポート2020年10月号のBOX4を参照。

くなっており、手元資金の減少に歯止めがかからずにいる（図表IV-1-10）。このため、同企業のデフォルト確率は足もと上昇している。

図表IV-1-10 経営悪化企業の財務指標

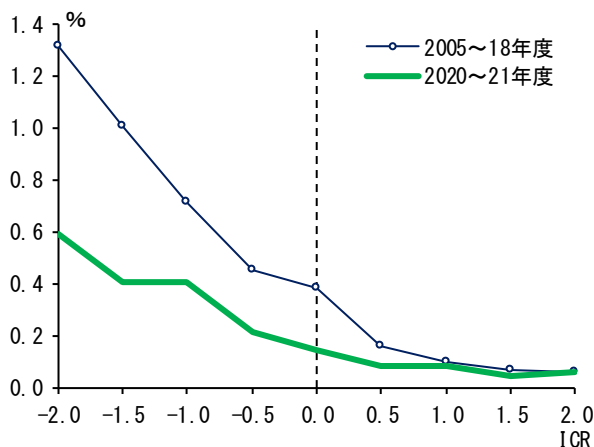


(注) 1. 財務レバレッジは借入金/総資産。手元資金比率は対短期借入比率。
 2. 中央値を表示。縦線は感染症拡大始期を表す。集計対象は中小企業。
 (資料) CRD 協会

信用リスク管理上の留意点

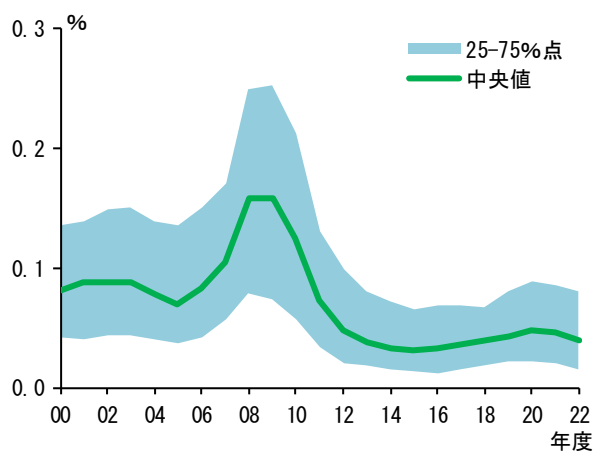
金融機関には、こうした信用リスクの大きい企業に対する与信管理・支援を強化していくことが期待される。近年の実績デフォルト率——各時点で実質破綻先以下へ格下げされた割合——は、感染症拡大以降の強力な企業金融支援のもと、大きく押し下げられていた（図表IV-1-11）。経済活動が正常化したなか、今後のデフォルト率は、景気循環の影響を均した過去平均的（through the cycle）な水準に復していくと考えられる。

図表IV-1-11 中小企業の実績デフォルト率



(注) Kinked-ICR 別に見たデフォルト（実質破綻先以下への格下げ）の割合。
 (資料) CRD 協会

図表IV-1-12 正常先債権の引当率



(注) 集計対象は大手行、地域銀行、信用金庫。
 (資料) 日本銀行

前述のとおり、経営悪化企業は、利益率が一段と低下した状態にある（前掲図表IV-1-10）。

IV. 金融機関が直面するリスク

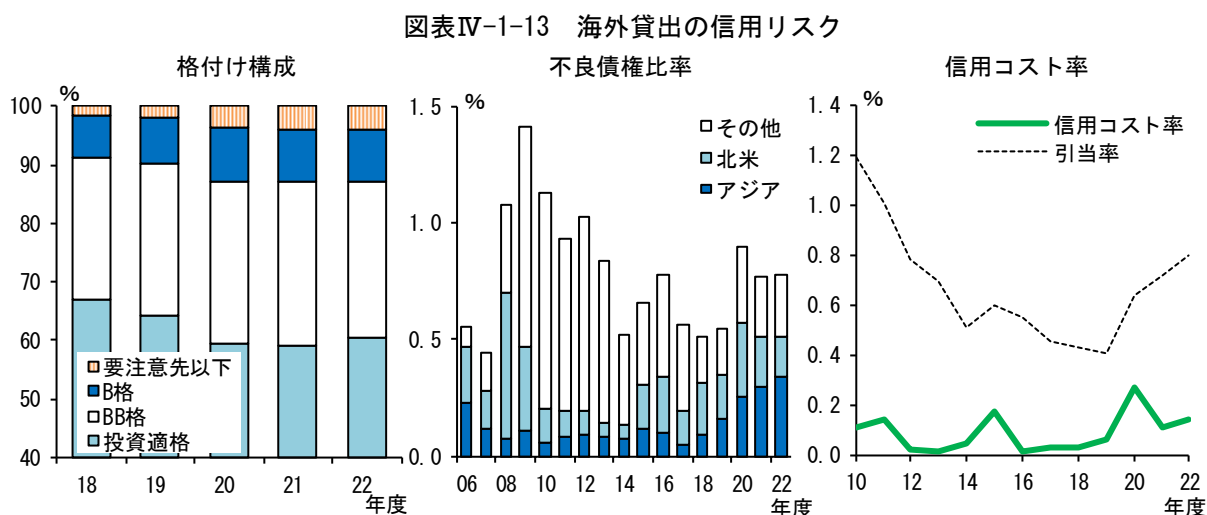
1. 信用リスク

利払い負担を表すICRはマイナスとなっている。財務レバレッジは、融資の返済が進まずに高止まりしている。同企業は、借換リスクにも晒されている。短期借入対比でみた手元資金比率も低水準である。

金融機関は、コロナ借換保証の活用も含め、経営改善に向けた本業支援を加速させる必要がある。長く経営が悪化した状態にある企業は、利益率やICRが悪化している分、再生が難しい。第二創業支援や廃業・事業譲渡支援といった再チャレンジ支援も含め、貸出先企業の実態に合った支援を提供することが重要である。これまでのレポートでも指摘してきたとおり、金融機関の引当率は、格下げ実績が減少していたことを反映して低下した状態にある（図表IV-1-12）。継続的な企業支援を提供するうえでは、それに見合う十分な引当を積んでおくことも重要である。

（2）海外の信用リスク

海外貸出の信用リスクは、世界的に引き締まった金融環境の中でも抑制されている（図表IV-1-13）。格付け構成をみると、投資適格比率は高水準を維持している。大手行が国際部門の強化に取り組むもと、同比率は一時期低下していたが、最近はやが止まっている。企業の利払い負担増加に伴う格下げは、これまでのところ限定的である。この間、不良債権比率や信用コスト率は横ばいとなっている。引当率は、感染症拡大をはじめ、ロシア関連案件や中国不動産大手の格下げなど、リスク・イベントが相次いだなか、フォワードルッキング引当が活用されていることもあり、高めの水準となっている。

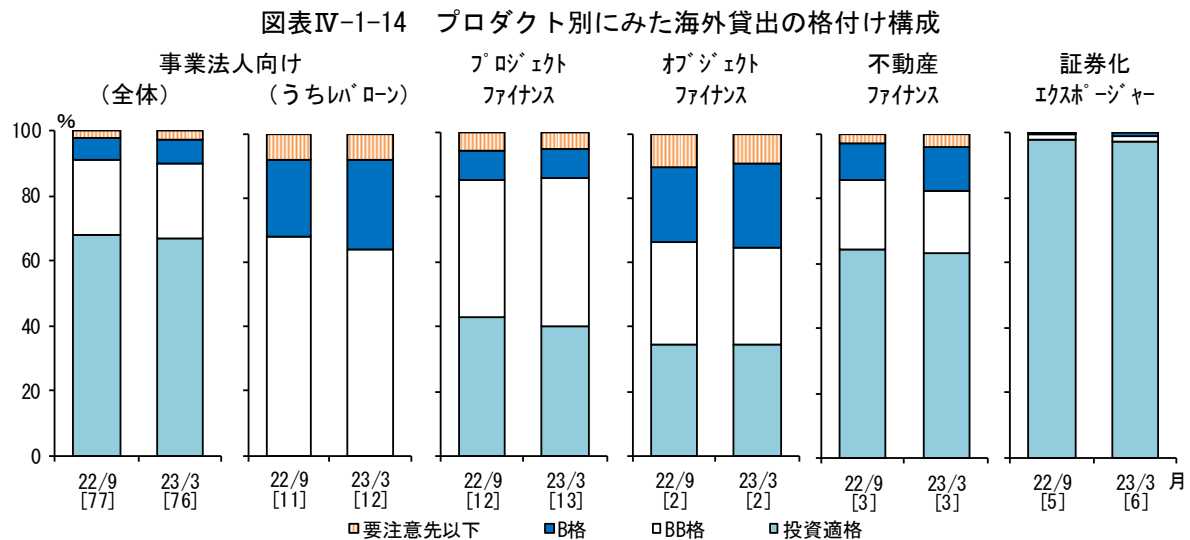


(注) 集計対象は、左図が3メガ行（内部格付けベース）、中図が3メガ行（単体ベース）、右図が3メガ行の国際業務部門（単体ベース）。

(資料) 各社開示資料、日本銀行

プロダクト別の格付け構成からも、信用リスクに大きな変化は確認されない（図表IV-1-14）。募残が生じたレバレッジドローンや市況が悪化した不動産ファイナンスにおいて、B格

構成比が幾分上昇したものの、全体では引き続き、投資適格が7割近くを占めている。この間、比較的风险の高いプロジェクト・ファイナンスやオブジェクト・ファイナンスの投資適格比率は横ばいとなっている。前者については、エネルギーや電気ガス関連の格下げは限定的である。後者については、航空機需要の改善が見込まれている。全体としてみれば、海外貸出ポートフォリオの質は維持されている。



(注) []内はプロダクト別の構成比。集計対象は大手行のほか、ゆうちょ銀行や一部の系統上部金融機関を含む。
(資料) 日本銀行

もっとも、海外貸出市場を巡る不確実性は引き続き高い。金融引き締めの継続やそれに伴う海外経済の減速懸念に加え、米欧金融機関の中には、今年3月の預金流出をきっかけに、貸出運営スタンスをさらに慎重化させた先もある。そうしたもとで、大手行の海外貸出のリスクプロファイルの変化には、引き続き注視する必要がある。以下では、前回レポートで指摘した3つの変化——貸出構成の変化、預貸利鞘の改善、貸出の大口化と集中——について、その後の動向を点検する。

貸出構成の変化

貸出構成は、一段とリスク抑制的な方向に変化した(図表IV-1-15)。Ⅲ章1節でみたとおり、大手行の貸出運営スタンスはより選別的になっている。米欧を中心とした投資適格先の資金需要には積極的に応需する一方、リスクの高い貸出は抑制的である。内部格付けを外部格付け対比で低めに設定するなど、保守的なリスク評価が行われている。貸出種別にみても、レバレッジドローンや低採算貸出が抑制された状態にある。不動産市場に調整圧力が残存し、対米摩擦が懸念される中国経済とその周縁経済に対する貸出も同様である。アジア太平洋(APAC)向け貸出は、減少傾向が鮮明になっている(前掲図表Ⅲ-1-14)。

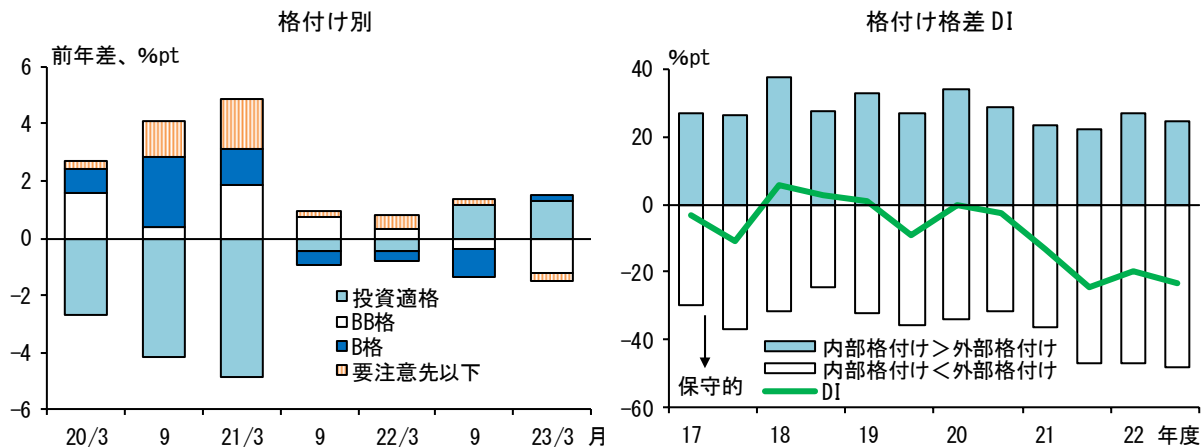
この間、借入需要も変化している。原材料調達コストや人件費の増加を背景とした運転資

IV. 金融機関が直面するリスク

1. 信用リスク

金需要は、累積的な利上げの影響もあって落ち着いている。資金調達を社債発行から借入へシフトする動きも低調となった。大手行のコミットメントラインからの引き出しも一服した。

図表IV-1-15 海外貸出のリスクプロファイル

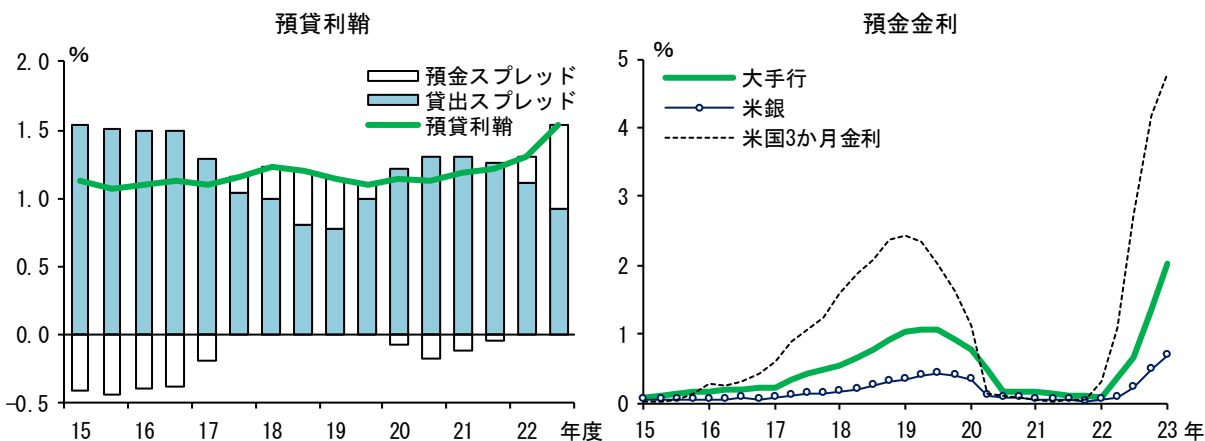


(注) 集計対象は、左図が3メガ行（内部格付けベース）、右図が3メガ行の大口貸出先。
 (資料) Moody's、日本銀行

預貸利鞘の改善

海外預貸利鞘は、市場金利の上昇に連れて改善が続いた（図表IV-1-16）。大手行の海外貸出の9割は変動金利型である。このため、貸出の金利追随率は比較的高くなっている。ただし、貸出スプレッド（貸出金利－ベースレート）には、大手行の選別的な貸出運営スタンスを背景に、比較的格付けの高い貸出の寄与が大きくなったことが、スプレッド縮小要因として働いている³²。

図表IV-1-16 海外預貸金利



(注) 1. 左図の預金・貸出スプレッドはそれぞれ、預金・貸出金利とベースレート（米国3か月金利）との差。
 集計対象は3メガ行の国際業務部門（単体ベース）。
 2. 右図の集計対象は「大手行」が国際業務部門、「米銀」が総資産100億ドル以上（中央値）。
 (資料) FFIEC、FRB、日本銀行

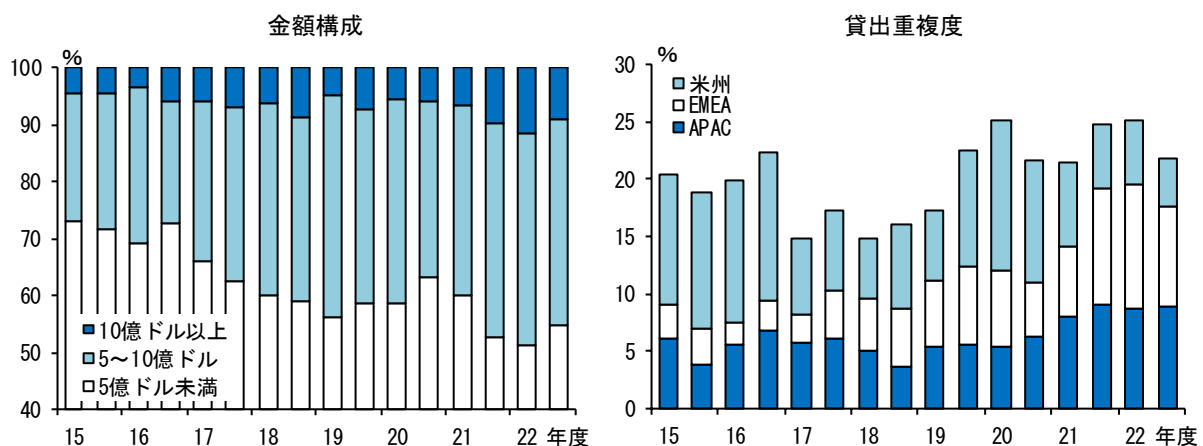
³² 市場金利の長短金利差がマイナスとなっていることも、貸出スプレッドの縮小要因となっている。

この間、預金スプレッド（ベースレート－預金金利）は拡大が続いた。預金調達については、地元米銀が金利追随率を抑制してきたこともあって、邦銀の追随率も比較的小幅に抑えられてきた。これまでの預貸利鞘の改善は、損失吸収力の一つである収益バッファの改善にもつながっている（利鞘と収益バッファの関係については、V章2節を参照）。

貸出の大口化と集中

海外貸出は、引き続き大口化した状態にある（図表IV-1-17）³³。大口貸出1件当たりの金額をみると、相対的に規模の大きい案件が増加している。また、APAC向けでは、大手行間で貸出先が重複する案件も増えている。大手行が貸出先との関係強化のため、資源商社やファンドの資金需要に応需してきたことが、貸出大口化と集中の背景にある。大口貸出が共通エクスポージャーである場合、海外発のショックに対して大手行の貸出ポートフォリオが共振し、金融システムに及ぼす影響が大きくなりやすい。

図表IV-1-17 大口貸出



(注) 1. 左図の集計対象は3メガ行の大口貸出先（非日系）。

2. 右図は、3メガ行全てに共通する大口貸出先向けの貸出残高割合。集計対象は3メガ行の大口貸出先。

(資料) 日本銀行

貸出先全体としてみると、資金調達コストが上昇したもとでも、堅調な売上を背景に、利払い負担を表すICRの悪化は回避されている³⁴。ICR1倍未満の企業——本業利益だけでは利払い負担をカバーできない企業——の割合も小幅な上昇にとどまっている（図表IV-1-18）。もっとも、今後、景気が大きく減速し、企業収益を下押しすることになれば、ICRの悪化は避けられない。また、低ICR企業の中には、短期負債比率（短期負債/有利子負債）の高い先が多い。特にAPACの企業は、今後1年以内に有利子負債の1/3が満期を迎える。その借換

³³ 図表IV-1-17では、予め抽出した3メガ行の大口貸出先を集計対象としている。したがって、ここでの大口化は、厳密には、海外大口貸出の大口化が進んでいることを意味する。

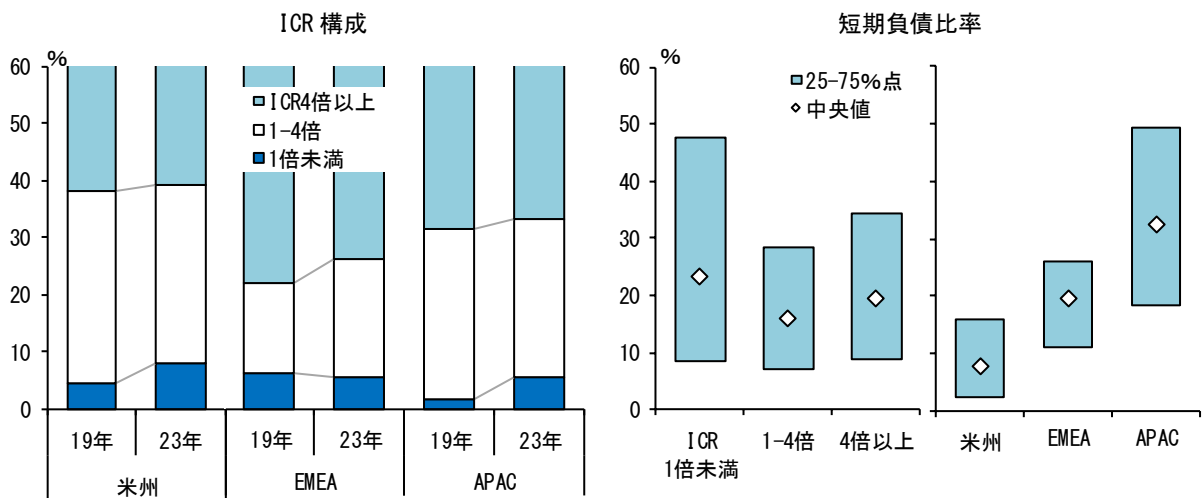
³⁴ 低金利局面において企業が長期の固定金利調達（借入や社債発行）を嗜好していたことが、利上げが企業のICRに及ぼす影響に時間差を生んでいるとの指摘もある。

IV. 金融機関が直面するリスク

1. 信用リスク

リスクには注意が必要である。

図表IV-1-18 大口貸出先のリスク

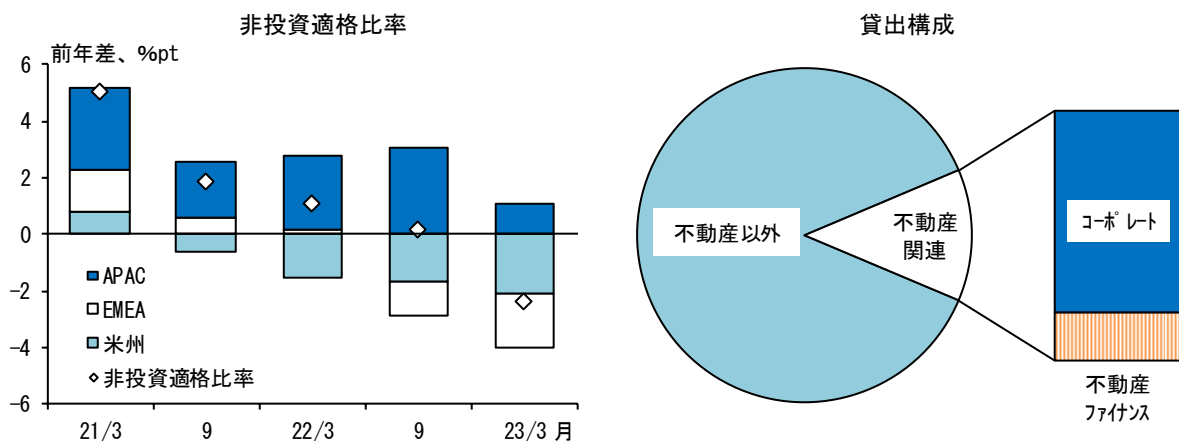


(注) 左図の「19年」は2019年末、「23年」は2023年6月を表す。右図は2023年6月時点。集計対象は3メガ行の大口貸出先。

(資料) S&P Global Market Intelligence、日本銀行

この間、各国の不動産市場は調整色が強まっている。大手行の不動産関連貸出の非投資適格比率をみると、米州向けと欧州等（EMEA）向けは低下しており、不動産関連貸出全体としては、貸出債権の質の悪化が回避されている（図表IV-1-19）。もっとも、中国市場の影響を受けやすいAPAC向けは、非投資適格比率が高まっている。この傾向は、コーポレートローンでも不動産ファイナンスでも確認される。また、米州向けを中心とする不動産ファンド向け貸出には、一部のオフィス案件に質の悪化がみられる。大手行の不動産関連貸出は海外貸出全体の1割に過ぎないが、既存融資の予兆管理や追加融資の判断など、リスク・リターンのバランスも勘案した、よりきめ細かい信用リスク管理が必要な局面が続いている。

図表IV-1-19 不動産関連貸出のリスク



(注) 集計対象は3メガ行。右図は2022年度末時点。

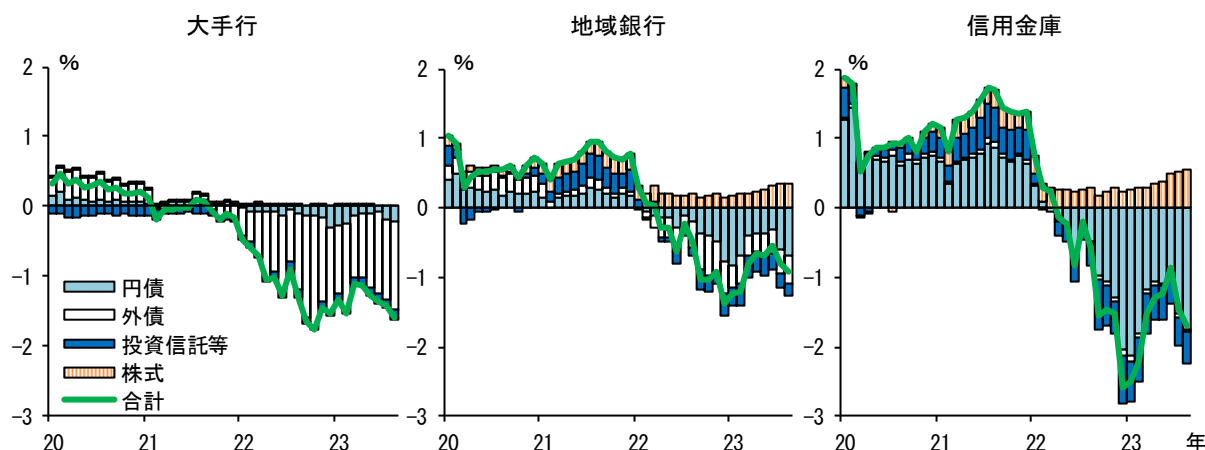
(資料) 日本銀行

2. 有価証券投資にかかる市場リスク

金融機関の有価証券ポートフォリオをみると、内外金利が上昇したもとでも、評価損（満期保有目的の有価証券を含み、政策保有株式を除く）の拡大は年初対比で抑制されている（図表IV-2-1）。金利ポートフォリオのリバランスが奏功したものと考えられる。もっとも、金利商品の評価損益は、引き続き損超となっている。米欧の政策金利が長期にわたって高止まりする（higher for longer）可能性が残るなか、逆鞘リスクと評価損リスクには引き続き注意が必要である。

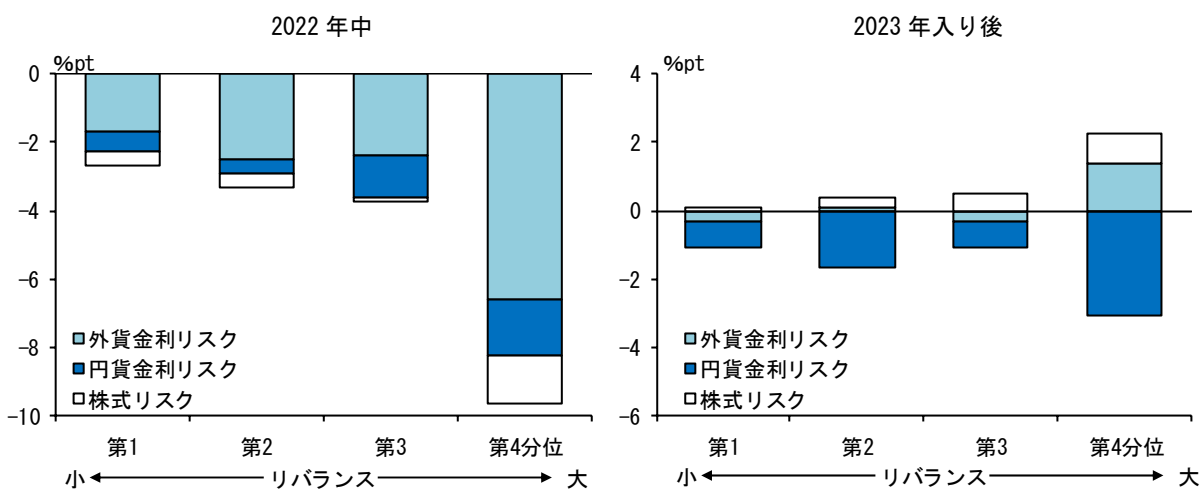
昨年中の投資行動を振り返ると、外貨金利リスクを中心に、市場リスク——円貨金利リスクは 100bpv、外貨金利リスクは 200bpv、株式リスクは株価▲10%下落時の時価変動——

図表IV-2-1 有価証券の評価損益



（注）有価証券評価損益（満期保有目的の有価証券を含み、政策保有株式を除く）の対リスクアセット比率。
直近は2023年8月。
（資料）日本銀行

図表IV-2-2 市場リスク量の変化



（注）1. リバランス度合の分位ごとに、市場リスク量変化（対自己資本比率）の中央値を表示。右図は2023年8月までの変化。
2. 「円貨金利リスク」は100bpv、「外貨金利リスク」は200bpv、「株式リスク」は株価指数▲10%下落時の時価変動。
対自己資本比率は、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。

（資料）日本銀行

IV. 金融機関が直面するリスク
2. 有価証券投資にかかる市場リスク

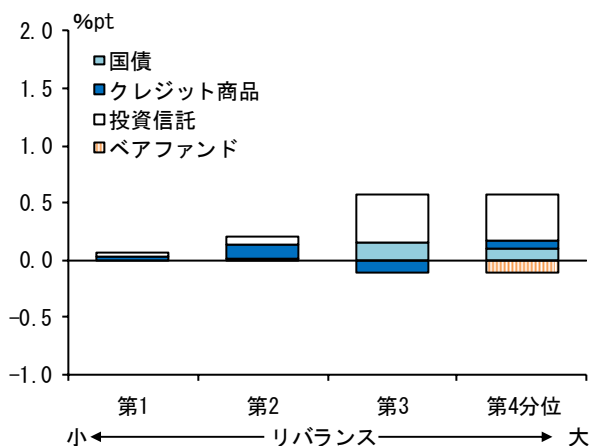
が削減されていた（図表IV-2-2 左図）³⁵。この傾向は、リバランスに最も積極的だった第4分位グループの銀行において顕著である。逆鞘リスクの高い低利回り銘柄や、評価損リスクの高い長期デュレーション銘柄を中心に、外債ポジションを削減する動きが多数みられた。

今年入り後の投資行動は、リスク抑制的だった昨年中に比べ、多様化している。第4分位グループの銀行は、昨年中に削減した外債ポジションを一部復元している（図表IV-2-2 右図）。一方、円債ポジションについては、金融政策の修正観測を背景に一段と削減している。株式リスクは、株価上昇を背景に全体として微増となっている。以下では、こうした投資行動に伴う市場リスクプロファイルの変化について整理する。

外債ポジションの復元

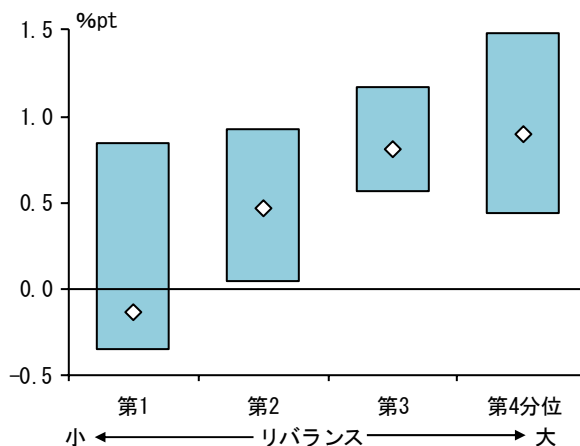
外債ポートフォリオの残高変化をみると、第3・第4分位グループのように、昨年中に大きくリバランスした銀行は、今年入り後、残高を再び積み増している（図表IV-2-3）。利息収入の獲得が、その主な目的となっている。もっとも、逆鞘リスクや評価損リスクが意識されるなか、いったん削減したポジションをそのまま復元する銀行は例外的である。残高増加の大部分は、投資分散の図られた海外金利系の投資信託である。

図表IV-2-3 外債ポジションの変化



(注) リバランス度合の分位ごとに、外貨金利商品の対有価証券残高比率の変化（2022年末から2023年6月）の中央値を表示。
(資料) 日本銀行

図表IV-2-4 外債利回りの変化



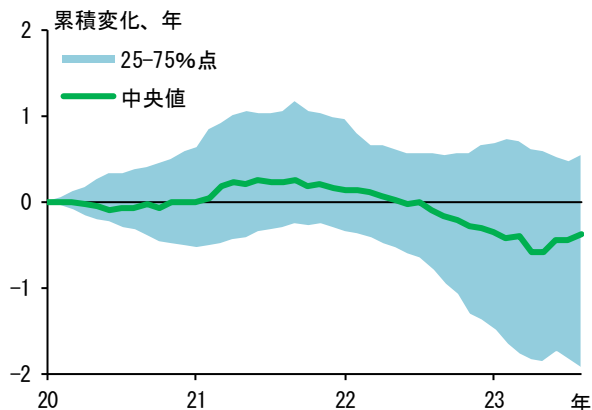
(注) リバランス度合の分位ごとに、外債・外貨金利系投資信託の運用利回りの変化（2021年末から2023年6月）の中央値（マーカー）と25-75%点（バンド）を表示。
(資料) 日本銀行

また、昨年来のリバランスによって、利回りが高く、平均デュレーションの短いポートフォリオに組み替えられている（図表IV-2-4、IV-2-5）。こうした利回り改善やデュレーション短期化は、第3・第4分位グループの銀行において顕著である。同時に、金利上昇リスクの

³⁵ ここでは、2022年中の売却損（の対自己資本比率）の多寡をリバランス（銘柄入れ替え）の代理指標としている。2022年中に大きくリバランスした銀行は、自己資本比率や益出し余力など、損失吸収力がもともと高かった先である。詳しくは、金融システムレポート2023年4月号のIV章3節を参照。

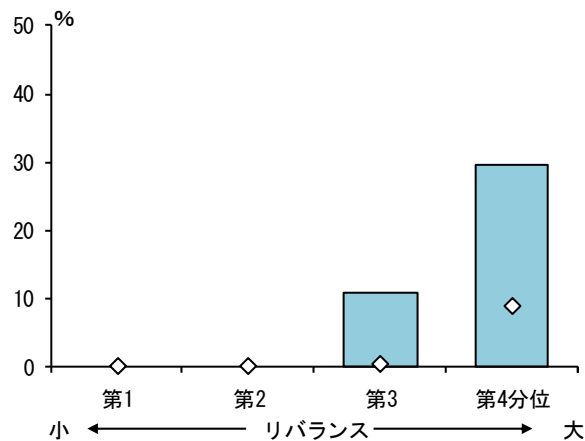
ヘッジも強化されている（図表IV-2-6）。海外金利のボラティリティが高止まりするなか、金利ヘッジを活用することは有効な選択肢である。

図表IV-2-5 外債デュレーションの変化



(注) 後方12か月移動平均。集計対象は地域銀行。
直近は2023年8月。
(資料) 日本銀行

図表IV-2-6 外貨金利ヘッジ

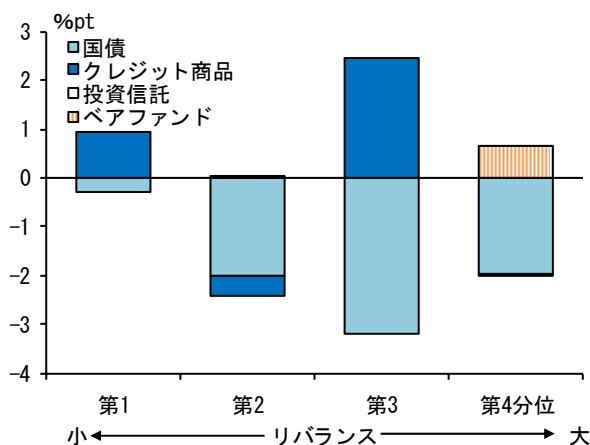


(注) リバランス度合の分位ごとに、外貨金利ヘッジ比率の中央値（マーカー）と25-75%点（バンド）を表示。2023年5～7月平均。
(資料) 日本銀行

円債ポジションの削減

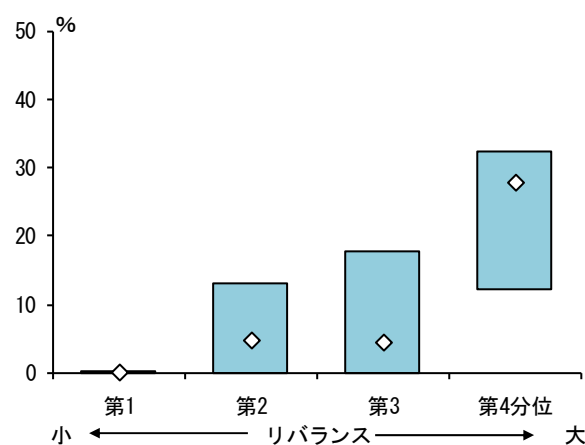
外債ポジションはリバランス後の復元が始まっているのに対し、円債ポジションはリバランスの途上にある。金融政策の修正観測を背景に、金融機関は国債保有に総じて慎重になっている。国債の保有残高をみると、押し並べて削減されている（図表IV-2-7）。昨年中にリバランスを進めた第3・第4分位グループの銀行だけでなく、第2分位グループにおいても、残高が減少している。加えて、金利上昇リスクのヘッジも強化されている（図表IV-2-8）。第

図表IV-2-7 円債ポジションの変化



(注) リバランス度合の分位ごとに、円貨金利商品の対有価証券残高比率の変化（2022年末から2023年6月）の中央値を表示。
(資料) 日本銀行

図表IV-2-8 円貨金利ヘッジ

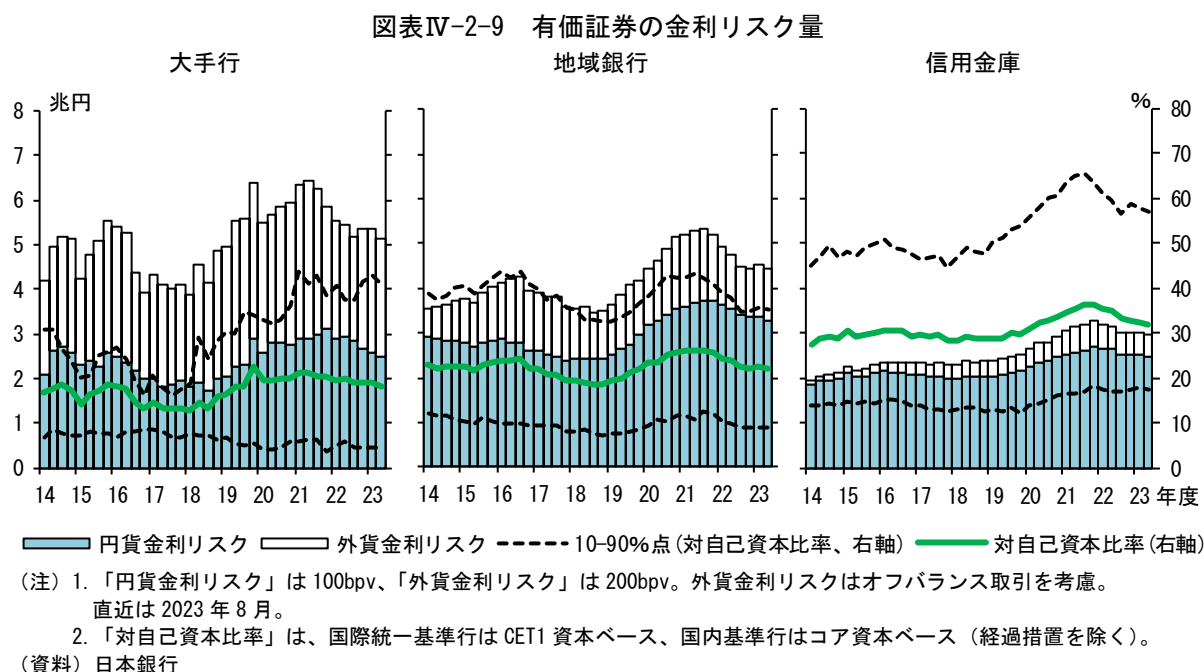


(注) リバランス度合の分位ごとに、円貨金利ヘッジ比率の中央値（マーカー）と25-75%点（バンド）を表示。2023年5～7月平均。
(資料) 日本銀行

IV. 金融機関が直面するリスク
2. 有価証券投資にかかる市場リスク

4分位グループの残高増加の主因は、金利ヘッジのためのベアファンド購入である³⁶（前掲図表IV-2-7）。業態全体でみたヘッジ比率は、近年にない高水準となっている。

こうした円債・外債のポジション調整の結果、金融機関の有価証券にかかる金利リスク量は、ひと頃比べて削減されている（図表IV-2-9）³⁷。ただし、金利リスクの総量は、歴史的には依然として高めの水準にある。金利リスク量の対自己資本比率も、大手行が20%程度、地域銀行が25%程度、信用金庫が35%程度となっている。金融機関の中には、金利リスク量が業態平均を大きく上回る先もある。



金利リスクから市場性信用リスクへの移転

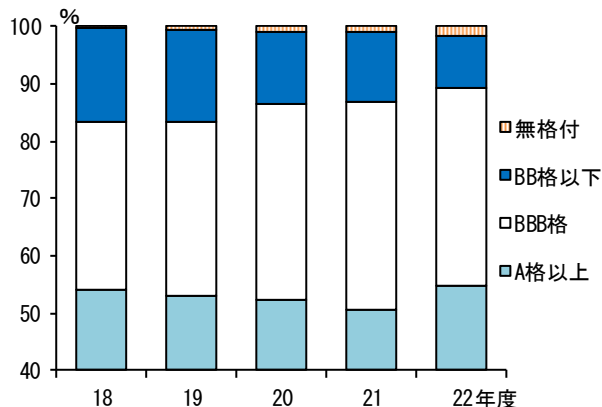
この間のリバランスによって削減された金利リスクの一部は、市場性信用リスクへ変換されている。前述のとおり、今年入り後に増加した外債ポジションの大部分は、海外金利系の投資信託である。同商品は、クレジット商品も含む多様な商品に分散投資している。また、前掲図表IV-2-7の第3分位グループの銀行は、利回りの高い社債など、国内クレジット商品を買増している。金融機関には、こうしたリスクプロファイルの変化を含め、金利ポートフォリオを適切に管理していくことが求められる。

³⁶ 一部の大手行のように、満期保有目的で有価証券を保有する銀行もある。満期保有目的での有価証券保有は、日々の時価評価を行う必要がなくなるという意味で、評価損リスクの抑制につながる。もっとも、満期保有目的の有価証券であっても、減損リスクや逆踏リスクの管理は必要である。こうした問題意識から、前掲図表IV-2-1では、満期保有目的の有価証券の評価損益も集計対象としている。

³⁷ 図表IV-2-9では、銀行勘定の金利リスクにかかる金融庁告示と整合的になるように、円貨金利が全年限+1%ptの上方シフト、外貨金利（ドルとユーロ）が同+2%ptの上方シフトを想定している。

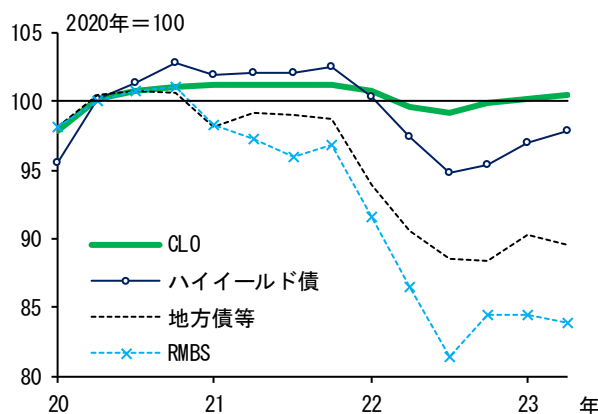
金融機関が保有する海外クレジット商品は、引き続き、投資適格債が中心である（図表IV-2-10）。金融機関からの報告によると、保有する証券化商品のほとんどは、レバレッジドローンに裏付けとするCLOを含め、AAA格トランシェが維持されている。ただし、海外クレジット商品（変動金利のCLOを除く）も、この間の金利上昇を受けて、価格が下落している（図表IV-2-11）。不動産市場の調整色が強まるなど信用リスクが意識されれば、さらなる価格下落につながり得る。価格変動とそれに伴う評価損リスクには注意が必要である。

図表IV-2-10 海外クレジット商品の格付け構成



(注) 集計対象は、大手行のほか、ゆうちょ銀行や一部の系統上部金融機関を含む。
(資料) 日本銀行

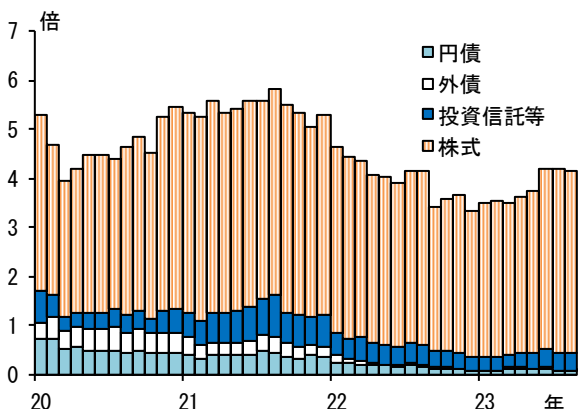
図表IV-2-11 保有クレジット商品価格



(注) 地域銀行と信用金庫の保有する海外クレジット商品をもとに算出。直近は2023年6月。
(資料) 日本銀行

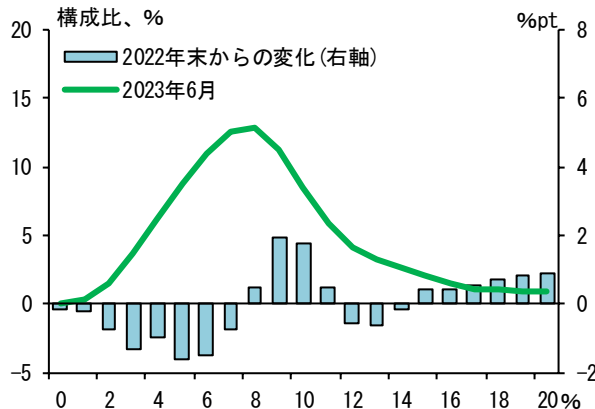
このほか、米欧が利上げ局面入りして以降、有価証券のグロス評価益は大きく減少した（図表IV-2-12）。最近の株価上昇を受けて株式評価益が増加したものの、損失確定売りに合わせて益出しを行った銀行では、残りの評価益（益出し余力）が乏しくなっている（V章1節を参照）。また、第1・第2分位グループのように、ポジションを維持した銀行の中には、金利

図表IV-2-12 有価証券のグロス評価益



(注) グロス評価益（満期保有目的の有価証券を除き、政策保有株式を含む）の対コア業務純益（投信解約損益を除く、過去3年平均）比率。集計対象は地域銀行。直近は2023年8月。
(資料) 日本銀行

図表IV-2-13 配賦資本比率の分布



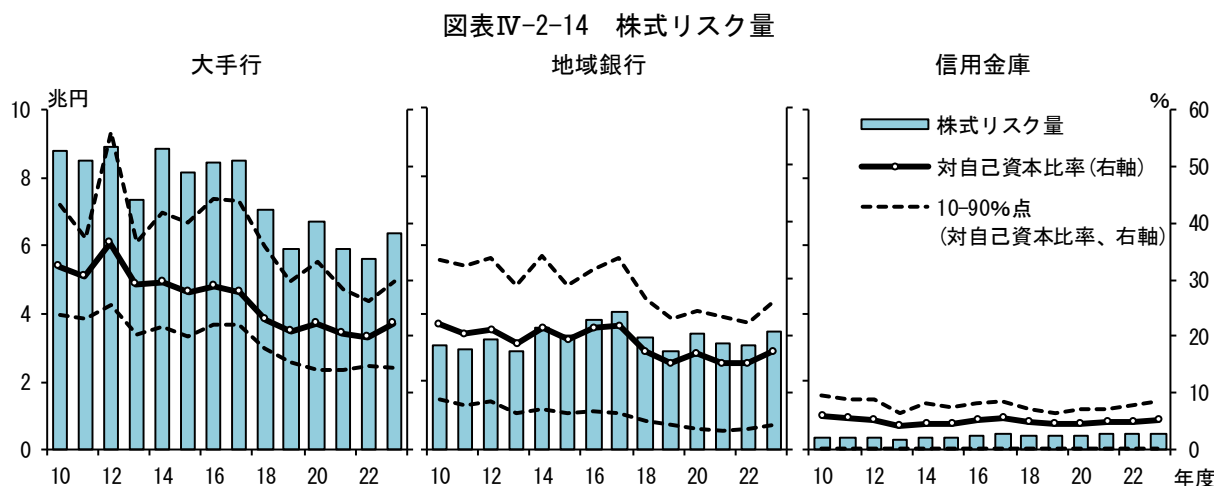
(注) 市場部門への配賦資本の対有価証券残高比率の分布。集計対象は地域銀行。
(資料) 日本銀行

IV. 金融機関が直面するリスク
2. 有価証券投資にかかる市場リスク

上昇リスクが評価損として顕在化している先もある。評価損の拡大は、実現損と同様に、市場部門に配賦した経済資本の減少要因となる。現時点では、市場部門には厚めに資本が配賦されているが、配賦資本の余裕が乏しくなれば、機動的なポジション調整が難しくなる（図表IV-2-13）。金融機関は、先行きの金利動向や経済動向が金融市場に及ぼす影響を視野に入れ、リスク管理の継続的な高度化に努めていく必要がある。

高止まりする株式リスク

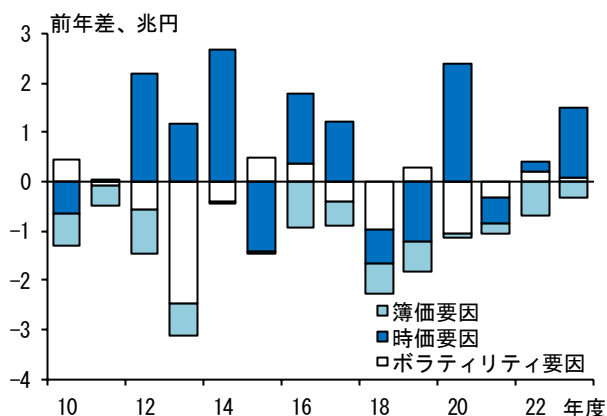
金融機関の株式リスク量も、重要な市場リスクの一つである。株式リスク量の対自己資本比率は、大手行・地域銀行ともに20%程度の水準となっている（図表IV-2-14）。引き続き、金融機関の財務や収益に相応の影響を及ぼし得る水準と評価される。市場のボラティリティが上昇すれば、株式リスク量がさらに押し上げられることも考えられる。最近にかけては、株式リスク量の増加要因と減少要因が交錯した（図表IV-2-15）。保有株式の「簿価要因」は、政策保有株式の継続的な削減と、金利商品の損失確定売りに合わせた株式の益出しを背景に、昨年来のリスク量減少に寄与している。他方、「時価要因」が、春以降の株価上昇（Ⅱ章2節を参照）を背景に、リスク量増加に寄与している。



(注) 1. 「株式リスク量」はVaR（信頼水準99%、保有期間1年）。外貨建てを除く。
2. 「対自己資本比率」は、国際統一基準の2012年度以降はCET1資本ベース、国内基準の2013年度以降はコア資本ベース、それ以前はTier1資本ベース（経過措置を除く）。
3. 直近2023年度は、2023年8月末時点の保有残高と株価動向に基づく試算値。
(資料) 日本銀行

金融機関が株式を保有する際には、様々な観点からの検討が必要である。第一に、信用リスク管理の観点である。金融機関の株式保有と貸出が同じリスクプロファイルをもつと、ストレス時に、株式保有と貸出にかかる信用リスクが共振し得る。この点、最終化されたバーゼルⅢ規制において、株式のリスクウエイトが現行の100%から250%へ段階的に引き上げられることも踏まえ（Ⅴ章1節を参照）、政策保有株式は計画的に削減されている（図表IV-2-16）。

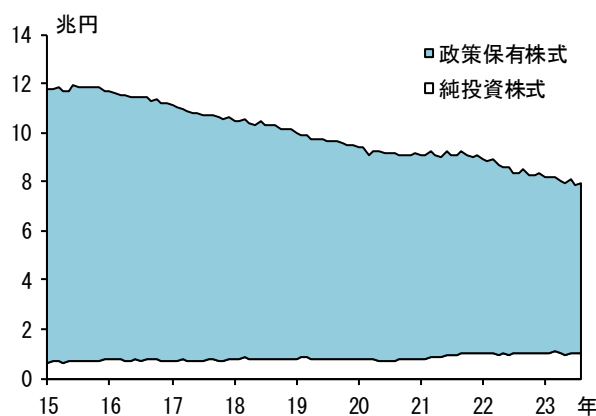
図表IV-2-15 株式リスク量の変動要因



(注) 株式リスク量は VaR (信頼水準 99%、保有期間 1 年)。外貨建てを除く。直近 2023 年度は、2023 年 8 月末時点の保有残高と株価動向に基づく試算値。

(資料) 日本銀行

図表IV-2-16 目的別の株式残高



(注) 簿価ベース。子会社・関連会社の株式を除く。

集計対象は大手行と地域銀行。直近は 2023 年 8 月。

(資料) 日本銀行

第二に、資本政策の観点である。コーポレートガバナンスの面では、資本効率の向上を目的に、政策保有株式を過度に保有する銀行のトップ人事に対し、株主から反対が表明された事例もみられる。政策保有株式を保有する銀行の中には、増配など株主還元を要請された先もある。金融機関の資本政策には、従来以上に、株主との対話が重要になっている。

第三に、有価証券投資のリスク・リターンの観点である。金融機関の政策保有株式には、配当利回りが相対的に高く、評価益の厚い銘柄が多い。このため、保有株式の配当収益や益出しを通じて、株式保有が有価証券全体の運用パフォーマンスを下支えすることが期待できる。実際、昨年中、多くの銀行において、株式保有が金利上昇というストレスに対する緩衝材になっていた³⁸。金融機関には、こうした様々な観点から、株式保有の意義とコストについて客観的に評価し、株式リスク量を損失吸収力との対比で適切な範囲に抑制することが求められる。また、株式の保有・売却の方針については、幅広い利害関係者と共有することも重要である。

3. 銀行勘定の金利リスク

今年 3 月の米銀破綻によって、金融システムに内在する銀行勘定の金利リスクや、金利リスクと資金流動性リスクとの相互関連が注目を集めた。以降、金利が大幅に上昇した法域のみならず、それ以外の法域、国際的なフォーラムにおいても、金利リスクに関する総点検が行われている。金融システムレポートでも、これまで、金利リスク量やそれを規定する要因の一つであるコア預金の動向を定期的に点検してきた。また、前回レポートでは、金利上昇

³⁸ 金融システムレポート 2023 年 4 月号の IV 章 3 節を参照。

下にある海外銀行勘定の金利感応度を点検した³⁹。本節では、最近の国際情勢を踏まえ、国内銀行勘定の金利リスクを中心に、リスクの積み上がり状況のほか、金利変動の影響を規定する要因を改めて点検する。

なお、本節の金利リスク分析に用いる金利上昇シナリオ——イールドカーブのスティープ化とパラレルシフト——は、V章2節のマクロ・ストレステストと同様、金融システムのストレス耐性の検証を有効に行うことを目的に仮想的に設けたものである。日本銀行の見通しや、その蓋然性の高さを示すものではない。

(1) 中長期的にみたバランスシート構成の変化

金利変動は、直接・間接の様々な経路を通じて、わが国の銀行部門に影響を及ぼし得る。このうち直接的な経路については、①イールドカーブの形状のほか、②バランスシートの構成（資産・負債のデュレーション・ギャップ）、③市場金利に対する運用・調達商品それぞれの金利追随率によって規定される。これらの要因が、預金などの調達利回り、貸出・有価証券などの運用利回り、時価評価のための割引率を通じて、銀行部門の金利リスク——貸出や有価証券関連の資金利益、有価証券の評価損益——に影響をもたらす。以下では、わが国銀行部門のバランスシートが低金利環境下でどのように変化し、金利リスク量がどのように増減したか振り返る。

バランスシートの拡大

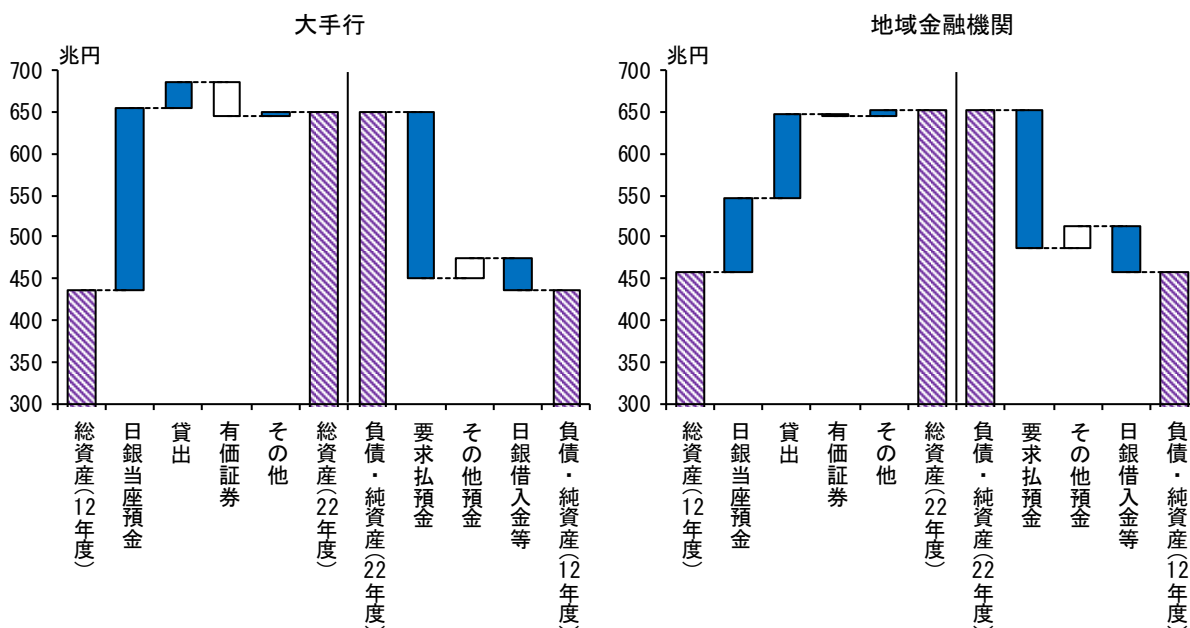
円貨バランスシートをみると、2012年度末から2022年度末までの10年間で、いずれの業態も資産・負債が増加した（図表IV-3-1）。資産サイドでは、貸出が増加要因の一つとなっている。負債サイドでは、要求払預金が増加要因の一つとなっている。また、大規模な金融緩和のもとで、資産サイドの日銀当座預金と負債サイドの日銀借入金もそれぞれ増加した。

この間、預貸差と預証差のいずれも、預金超過となった（図表IV-3-2）。感染症拡大以降の預金増加も、預金超過の一因となっている。こうした預金超過の傾向は、外貨バランスシートと比べると顕著である。外貨バランスシートは、貸出超過となっており、その預貸差は、市場調達によって埋められている。負債サイドの安定性は、外貨バランスシートでは市場調達に強く依存する一方、円貨バランスシートでは預金調達、とりわけコア預金に依存している⁴⁰。

³⁹ 金融システムレポート2023年4月号のBOX4を参照。

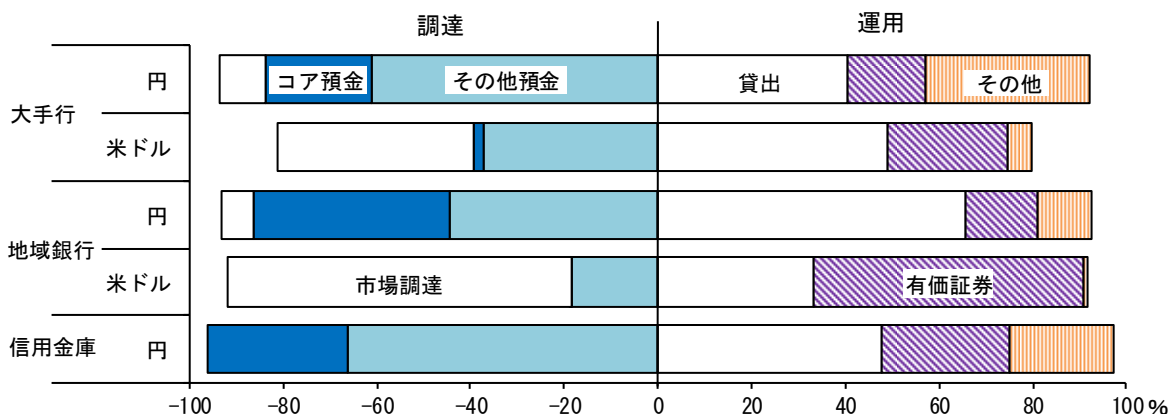
⁴⁰ コア預金とは、普通預金のように契約上、満期がなく、随時引き出しが可能な預金のうち、実態としては引き出されることなく、長期にわたって口座に滞留している粘着的な預金を指す。一般に、コア預金は金利感応度が低い。コア預金の残存構成は金融機関によって長短様々だが、本節では、金利リスクを保守的に評価する観点から、

図表IV-3-1 資産・負債の増減



(注) 国内業務部門ベース。信用金庫の「日銀当座預金」は、信金中金預け金等を含む。
 (資料) 日本銀行

図表IV-3-2 資産・負債構成



(注) 「その他」はその他運用とその他調達のネットポジション。2022年度末時点。
 (資料) 日本銀行

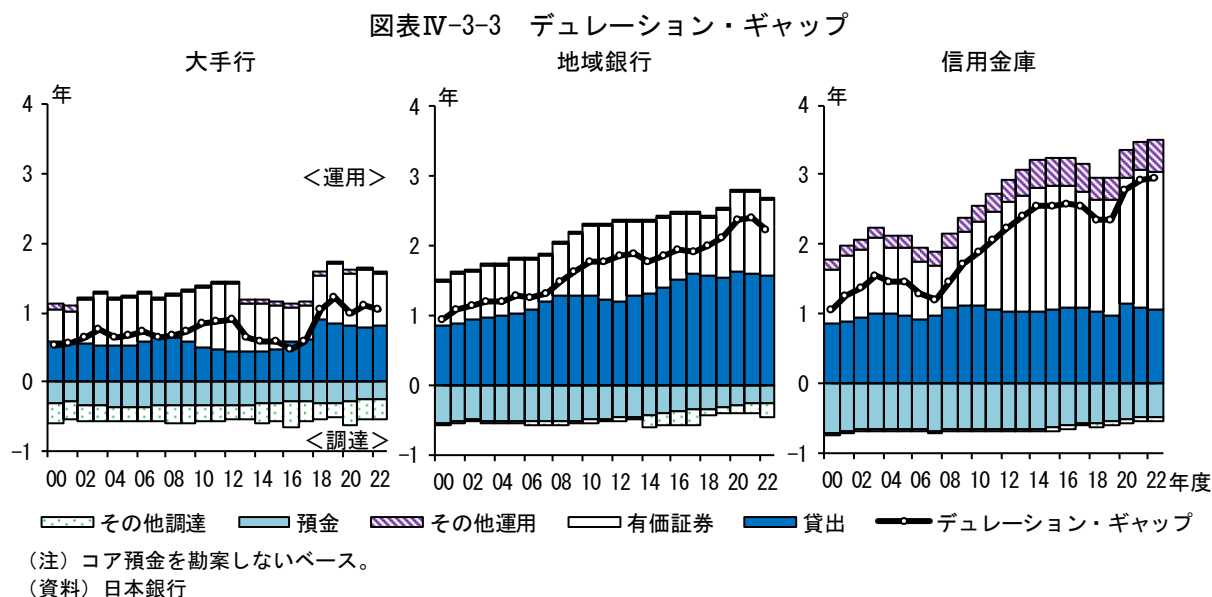
デュレーション・ギャップの拡大

円貨バランスシートは、資産・負債の残高だけでなく、そのデュレーション・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）——も拡大している（図表IV-3-3）。業態別にみると、大手行のデュレーション・ギャップは、2010年代後半に拡大した後、横ばいとなっている。固定金利貸出の割合が2012年度の1割強から直近の3割強へ上昇するなど、長期固定金利貸出の取り扱い増加とそれに伴う資産デュレーション長期化がその背景にある。特に、2016年に長期金利が大きく低下した局面を捉え、大企業が低利の長期固定金利で借り入れる動きが広がった影響が、ギャップ拡大要因として、大手行のバラ

特に断りのない限り、コア預金は期間3か月以内の要求払預金として扱っている。

IV. 金融機関が直面するリスク
3. 銀行勘定の金利リスク

ンスシートに残存している。



地域銀行と信用金庫のデュレーション・ギャップは趨勢的に拡大してきた。両者共通のギャップ拡大要因となっているのは、定期性預金の減少とそれに伴う負債デュレーションの短期化である。定期性預金と要求払預金の金利差が縮小したことを背景に、要求払預金が相対的に選好されるようになってきている。このほか、地域銀行では、法人向け貸出が伸び悩むなかで不動産業向け貸出など長期貸出に注力したことが、資産デュレーションの長期化につながっている。信用金庫では、有価証券利鞘を確保するために長期債投資にシフトしたことが、資産デュレーション長期化につながっている。

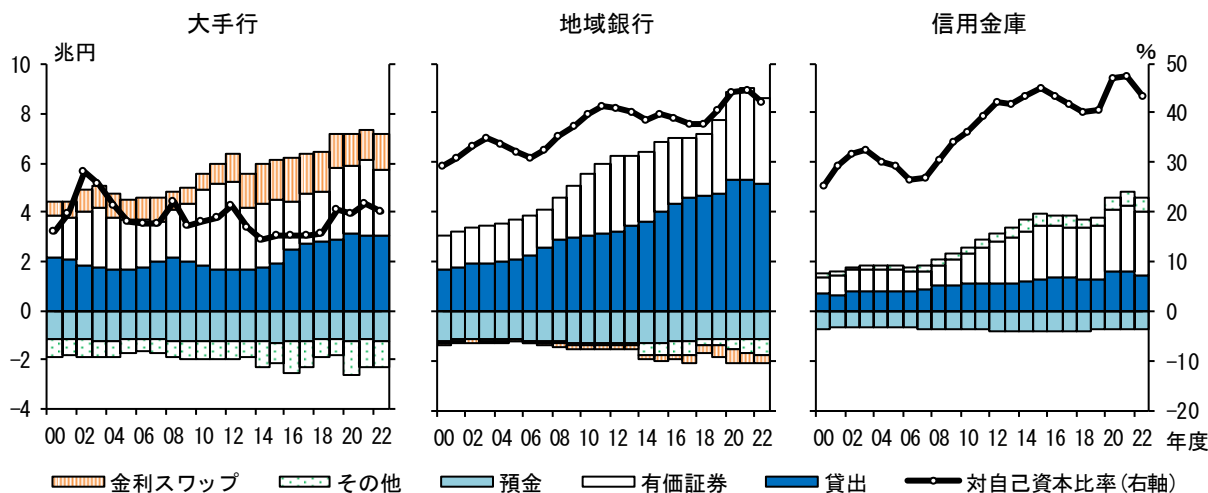
金利リスク量の拡大

資産・負債残高とそのデュレーション・ギャップ（または残存構成）を勘案した円貨金利リスク量（100bpv、コア預金を勘案しないベース）も、10年前との対比では、地域金融機関を中心に増加した（図表IV-3-4）。資産サイド（貸出および有価証券）の金利リスク量の対自己資本比率をみると、大手行が20%程度で横ばいとなる一方、地域銀行と信用金庫の直近は40%程度となっている。地域銀行と信用金庫では、前述した資産デュレーションの長期化が、金利リスク量の増加要因となっている。すなわち、地域銀行では貸出にかかる金利リスク量、信用金庫では有価証券にかかる金利リスク量が増加している。地域金融機関の中には、金利リスク量の対自己資本比率が業態平均を大きく上回る先もある。

図表IV-3-4で示した金利リスク量はコア預金を勘案していないことに注意が必要である。リスク管理の現場では、要求払預金の一部は長期間滞留するコア預金——金利変動下でも粘着的な預金——として認識されている。コア預金の平均満期を5年以上と認識している金融

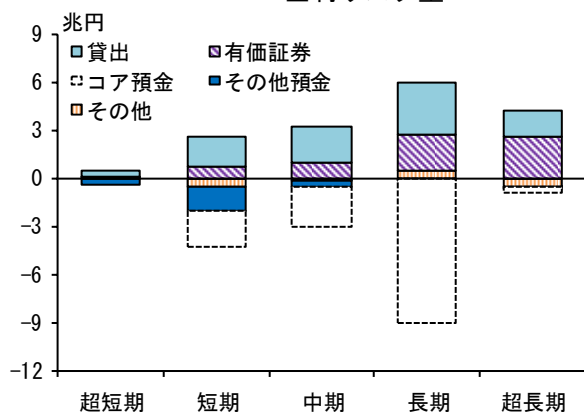
機関は全体の2割を占める。金融機関全体としてみると、コア預金を勘案した金利リスク量は、資産と負債が概ねバランスした姿となっている（図表IV-3-5）。金融機関ごとにみても、コア預金を勘案した金利リスク量の対自己資本比率は、監督上の基準値を下回っている⁴¹（図表IV-3-6）。ただし、預金の粘着性は必ずしも不変ではない。預金の粘着性が変化する可能性には注意が必要である（BOX2を参照）。

図表IV-3-4 円貨金利リスク量



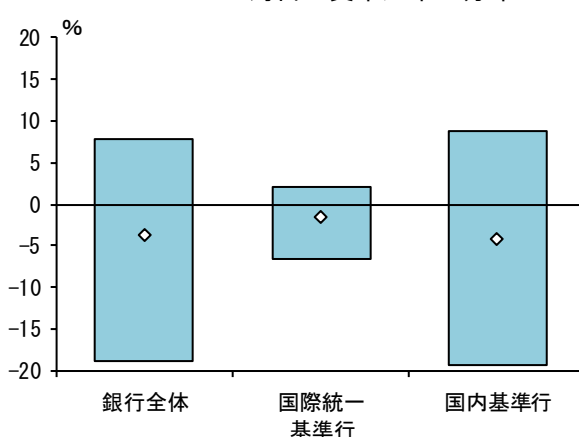
（注）コア預金を勘案しないベース。「対自己資本比率」は資産サイド（貸出および有価証券）の比率。
 国際統一基準行の2012年度以降はCET1資本ベース、国内基準行の2013年度以降はコア資本ベース、
 それ以前はTier1資本ベース（経過措置を除く）。
 （資料）日本銀行

図表IV-3-5 コア預金を勘案した金利リスク量



（注）1. 2022年度末の100bpv。集計対象は新業態を含む銀行。
 2. 横軸の超短期は3か月以内、短期は3年以内、中期は5年以内、長期は10年以内、超長期は10年超。
 （資料）日本銀行

図表IV-3-6 金利リスク量の対自己資本比率の分布



（注）1. 金利リスク量（2022年度末の100bpv、対自己資本比率）の中央値（マーカー）と10-90%点（バンド）を表示。対自己資本比率は、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。
 2. 集計対象は新業態を含む銀行。
 （資料）日本銀行

⁴¹ 監督上の基準値は、国際統一基準行が15%（対Tier1資本）、国内基準行が20%（対コア資本）。

(2) 金利追随率と金利リスクの関係

前述のとおり、金利変動の影響は、イールドカーブの形状と金融機関自身のバランスシート構成に加え、運用・調達商品ごとの金利追随率によって規定される。金利追随率は、金利変動の影響をどれだけ収益化できるか——あるいは、どれだけの損失を被るか——を左右する重要な変数である。以下では、イールドカーブ変化を想定した簡易シミュレーションにより、金利追随率が金融機関収益に及ぼす影響を整理する。

イールドカーブ変化として、翌日物金利が-0.1%で固定される一方、10年以上の金利が+1%pt上昇する「スティープ化」と、全年限の金利が+1%pt上昇する「パラレルシフト」の2通りを想定する。イールドカーブは、シミュレーションの期初に1回限りで変化し、その後は不変とする。加えて、それぞれのイールドカーブ変化に対して、預金の金利追随率が高い場合（要求払預金40%、定期性預金80%）と低い場合（同10%、20%）の2通りを想定する^{42,43}。2022年度末時点のバランスシート情報を前提に、全4通りについて試算することで、金融機関収益に対する金利追随率の説明力を明らかにする。金融機関のバランスシート——資産・負債の残高および残存構成——やデリバティブ・ポジションは、イールドカーブ変化に応じて変わり得るが、ここでは、単純化のために不変と仮定する。

金利追随率が高い場合の金融機関収益

図表IV-3-7左図は、預金の金利追随率が高い場合（要求払預金40%、定期性預金80%）における資金利益のシミュレーション結果である。上段のスティープ化時は、大手行・地域金融機関とも、時間の経過につれて増益幅が拡大していく。これは、短期金利がほとんど変化しないスティープ化時には、預金コストの増加が小幅にとどまる一方、資産サイドの金利更改につれて貸出利鞘と有価証券利鞘が緩やかに拡大するためである。大手行と地域金融機関の相違は、資金利益の改善ペースである。地域金融機関は資産デュレーションが長い分、シミュレーション終盤にかけて、資金利益の改善ペースが大手行を上回る。

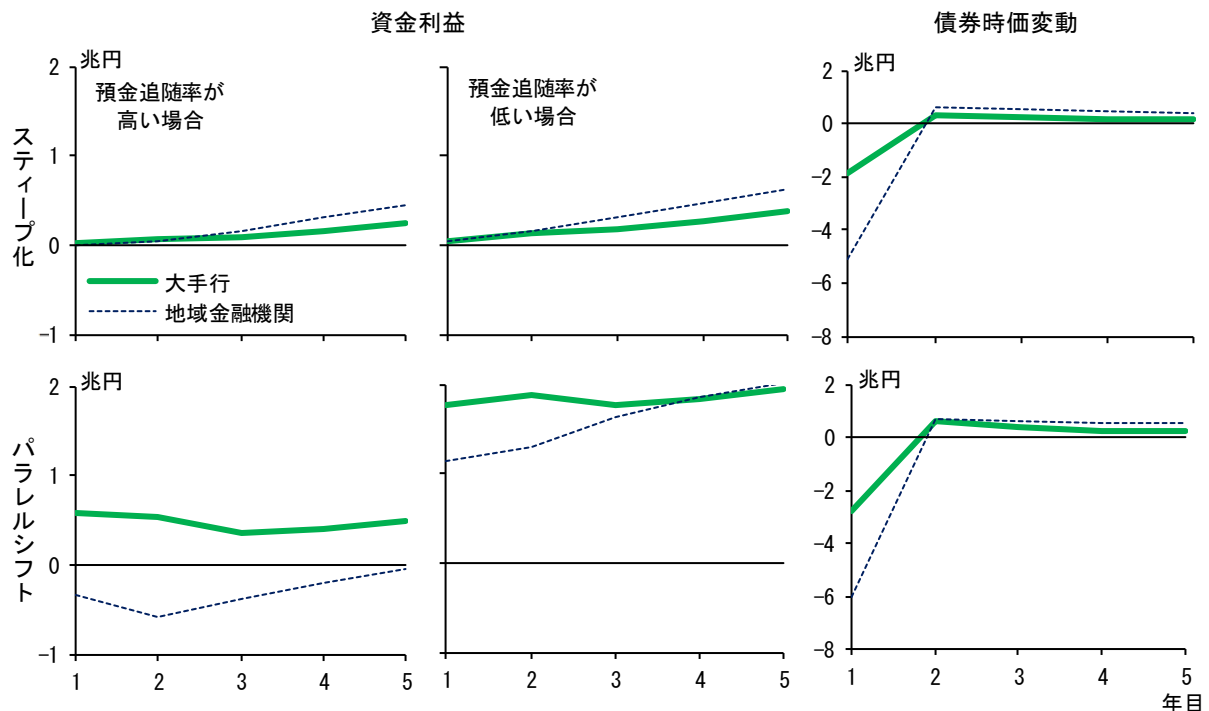
下段のパラレルシフト時の資金利益は、大手行と地域金融機関で様相が全く異なる。大手行がシミュレーション初期から増益となる一方、地域金融機関ではしばらくの間、減益が続く。これは、短期金利上昇の寄与の違いによる。大手行は、貸出の面では変動金利商品の取り扱いが多く、有価証券投資の面では短期債の取り扱いが多いことから、デュレーション・

⁴² 金利追随率の高い場合は、2006～2007年の金利上昇局面における金利追随率の実績に概ね相当する。金利追随率の低い場合は、昨年中の米銀大手行の金利追随率の実績に概ね相当する。なお、簡易シミュレーションにおいて、コア預金は期間3か月以内の要求払預金として扱っている。

⁴³ 預金以外の金利追随率の想定は次のとおりである。短期プライム金利連動の貸出が50%、それ以外の貸出（固定金利貸出および市場金利連動）が100%。有価証券とそれ以外の市場取引が100%。一般に、短期プライム金利連動の商品は、市場金利に対する追随率が高いと考えられる。もっとも、2009年以降、短期プライム金利は1%台半ばで横ばいと、同金利自身が市場金利に追随しなくなっている。このため、本節のシミュレーションでは、短期プライム金利連動の商品の金利追随率も低めに設定している。

ギャップが相対的に小さい。このため、短期金利の上昇局面では、大手行の運用利回りは預金利回り以上に上昇する。対照的に、地域金融機関は、貸出の面では長期の固定金利商品の取り扱いが多く、有価証券投資の面では長期債の取り扱いが多いことから、デュレーション・ギャップが相対的に大きい。したがって、地域金融機関では、預金利回りが運用利回りに先行して上昇するため、資金利益が悪化した状態が続く。

図表IV-3-7 資金利益と債券時価変動



(注)「資金利益」は基準時点からの変化幅、「債券時価変動」は前期からの変化幅を表示。
 (資料) 日本銀行

金利追随率が低い場合の金融機関収益

図表IV-3-7 中図は、預金の金利追随率が低い場合（要求払預金 10%、定期性預金 20%）における資金利益のシミュレーション結果である。上段のステイプ化時の資金利益は、金利追随率が高い場合と比べて大差がない。想定上、短期金利がほとんど上昇せず、預金の金利追随率の違いが貸出利鞘や有価証券利鞘に対して有意な効果をもたないためである。他方、下段のパラレルシフト時の資金利益は、大手行・地域金融機関とも、ステイプ化時を大きく上回る。これは、預金の金利追随率が低いと、貸出利鞘、有価証券利鞘とも順鞘を確保しやすくなるためである。特に、地域金融機関においては、追随率が高い場合には資金利益が減益となる一方、追随率が低い場合には増益となる。このように、同じイールドカーブ変化に直面しても、預金の金利追随率次第で、資金利益に対する影響は大きく変わり得る。

図表IV-3-7 右図は、債券時価変動のシミュレーション結果を表している。債券時価変動は、ステイプ化時もパラレルシフト時も、長期金利の上昇を主因に、シミュレーション初期に

IV. 金融機関が直面するリスク 4. 資金流動性リスク

悪化する。その推移は、預金の金利追随率の影響を受けることがなく、大手行も地域金融機関も程度の差はあれ、同様の軌跡を辿る。シミュレーション終盤にかけては、評価損益の悪化した債券が償還期に近づくことで、債券時価は徐々に改善していく。

金利リスク管理への含意

以上のとおり、銀行部門に対する金利変動の直接的な影響は、イールドカーブの形状や金融機関自身のバランスシート構成のほか、運用・調達商品ごとの金利追随率に規定される。わが国の金融機関は、金利リスク量に耐え得る損失吸収力を備えているものの、資産・負債のデュレーション・ギャップが従前よりも拡大している分、慎重なリスク管理が求められる。

本節の分析には幾つかの留意点がある。第一に、シミュレーション上、金利上昇に対する金融機関のマネジメント・アクションは一切勘案していない。金融機関は貸出や保有債券の償還資金を、当初の期間構成に沿って再投資するだけであり、金利ヘッジや損失確定売りなどのポジション調整は想定していない。したがって、シミュレーション結果は、金利上昇時の収益予測ではなく、収益に対する潜在的な増減圧力を表したものと解釈すべきものである。

第二に、本節のシミュレーションは、金利変動の直接的な影響やその波及メカニズムを描写することを目的としたものであり、間接的な影響は分析の対象外である。例えば、金利変動やその際の景気変動に伴う資金需要の増減は、資金利益の増減要因となるが、ここでは考慮していない。また、金融機関の預貸金収益の増減は、その取引相手である家計や企業の利息収支（預金利息－支払利息）の増減となり、金融機関が負う信用コストの増減につながるが、そうした経路も考慮していない。

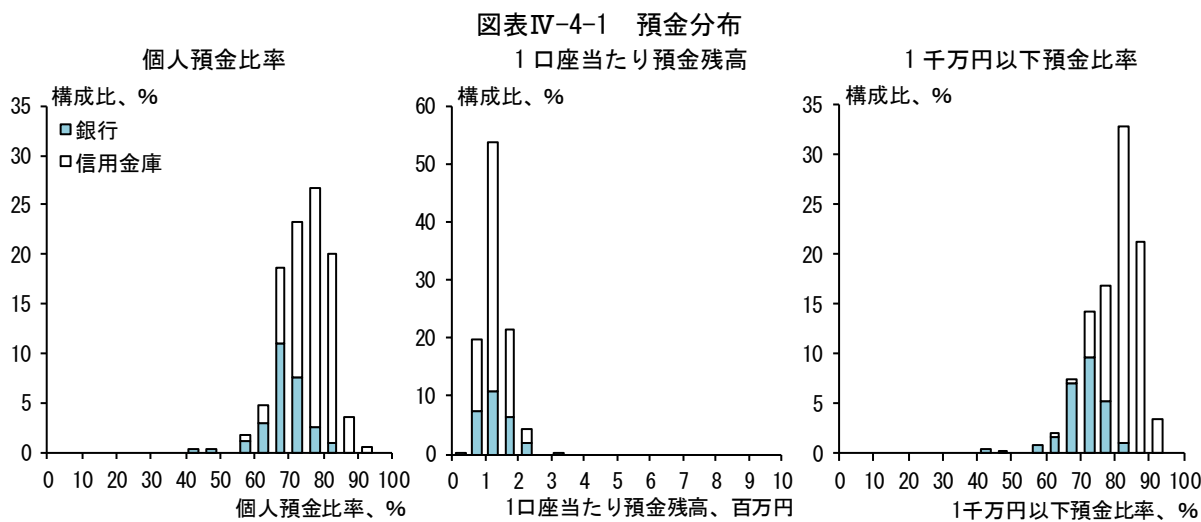
第三に、金融機関間の金利追随率のばらつきも考慮していない。議論を単純化するため、金利追随率は金融機関間で一律と想定している。しかし実際には、金利追随率はそれぞれの金融機関が決定し得る変数であり、貸出・預金市場の競争環境も考慮すれば、金利追随率のばらつきは相応に大きくなることが予想される。より高い預金金利を提示した金融機関の預金が増加するなど、金利追随率のばらつきを背景にした金融機関間・商品間の預金シフトも生じ得る。実際の金利上昇局面では、金融機関は、こうした様々な事象を考慮したうえで、金利追随率を決定することが求められる。

4. 資金流動性リスク

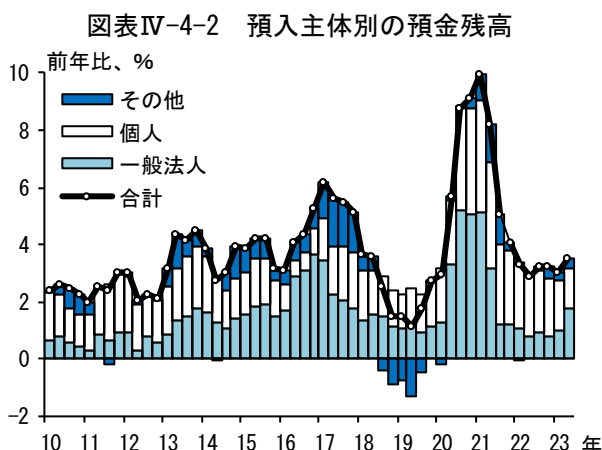
資金流動性の安定性を規定する要素の一つは、粘着的な預金である。資金調達基盤における粘着的な預金の比重が高いほど、資金流動性が安定する。反対に、今年3月に破綻した米銀のように、粘着的な預金の比重が低いと、預金が短期間で流出し得る。以下では、円貨と外貨それぞれの資金流動性リスクについて、預金の粘着性の観点から点検する。

円貨預金の粘着性

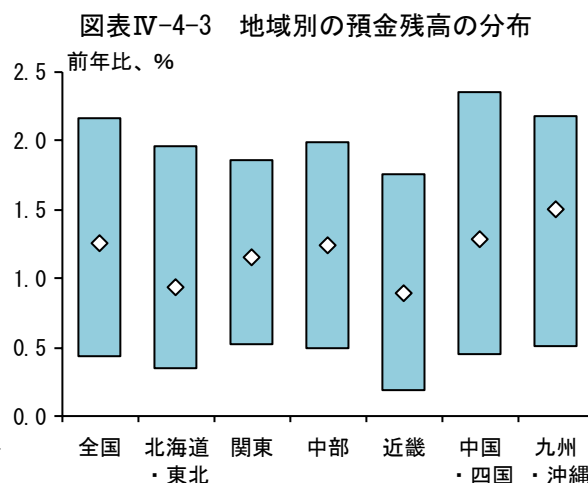
円貨資金については、金融機関は十分な資金流動性を有している。預金取扱機関にとって、円貨資金の調達基盤は、小口の粘着的な個人預金である（図表IV-4-1）。そのほとんどは、付保対象となる1千万円以下の預金でもある⁴⁴。また、預金残高は貸出残高を大きく上回っている。こうした安定的な資金調達基盤もあって、金融機関は、円貨資金を低利で確保できている。預入主体別の預金残高をみると、個人・法人とも増加傾向が続いている（図表IV-4-2）。



(注) 1. 金融機関全体（大手行・地域銀行・信用金庫）に対する構成比。集計対象は国内店勘定（金融機関預金を除く、銀行グループベース）。2022年度末時点。
2. 右図は、個人・法人預金（当座預金を除く）のうち1口座1千万円以下の預金の比率。
(資料) 日本銀行



(注) 集計対象は国内銀行。直近は2023年4~6月。
(資料) 日本銀行



(注) 個人・法人預金の2022年度前年比の中央値（マーク）と25-75%点（バンド）を表示。集計対象は大手行、地域銀行、信用金庫、新業態。大手行と新業態は「全国」のみに含まれる。
(資料) 日本銀行

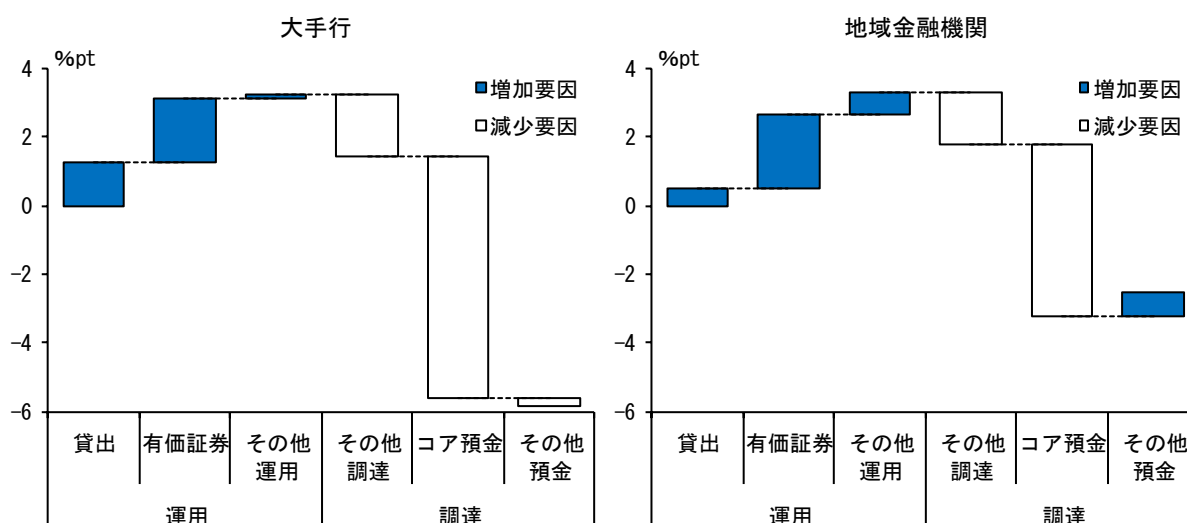
⁴⁴ 預金保険制度では、預金者1人当たり1千万円までの一般預金のほか、決済性預金が保護の対象となる。外貨預金、譲渡性預金、金融債などは、保護の対象外である。なお、図表IV-4-1の1千万円以下預金比率は、預金残高に対する1千万円までの個人・法人預金（試算値）の比率である。決済性預金や名寄せは勘案していない。

IV. 金融機関が直面するリスク
4. 資金流動性リスク

ただし、預金市場の先行きには注意すべき点もある。第一に、預金市場の成長性には地域間でばらつきがみられる（図表IV-4-3）。実際、地域別にみた預金増減は、人口動態などの違いを反映して区々である。同一地域に拠点を置く金融機関の間でも、預金増減のばらつきが認められる。金融機関は、自身を取り巻く経営環境が預金調達に及ぼす影響について、注視していく必要がある。

第二に、前回までのレポートで指摘してきたとおり、金融機関の中には、コロナ関連融資によって増加した法人預金のデュレーションが、貸出と同等かそれ以上と認識している先がある。今後、コロナ関連融資の約定弁済や期限前弁済が進むなか、金融機関の企業向け貸出と法人預金が両建てで減少することが見込まれる。その際、貸出よりもデュレーションが長いと認識していたコア預金が減少すれば、資産・負債のデュレーション・ギャップが拡大する金融機関が出てき得る（図表IV-4-4）。

図表IV-4-4 円貨金利リスク量の変化



(注) 1. 銀行勘定の円貨金利リスク量 (100bpv) の変化 (2019年12月~2023年3月) を対自己資本比率として表示。
2. 対自己資本比率は、国際統一基準行がCET1資本ベース、国内基準行がコア資本ベース。
(資料) 日本銀行

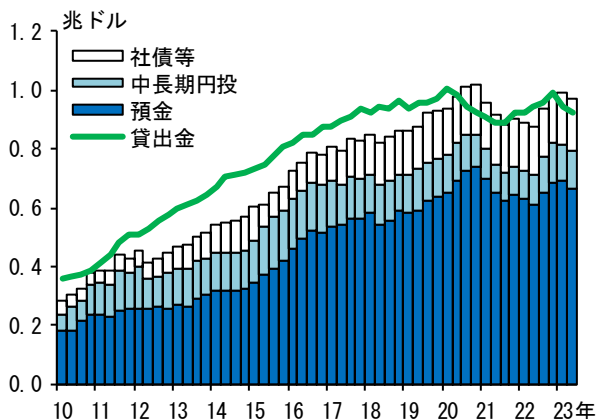
金融機関には、これらの留意点も踏まえたうえで、安定的な預金基盤を維持していくことが求められる。その際、高めの金利プレミアムを設定して預金を獲得することは、安定的な預金基盤の構築には必ずしもつながらない可能性がある。むしろ、金利プレミアムを付した預金は、金利感応度が高く、粘着性が低い可能性がある点に留意が必要である。

外貨調達の安定性

外貨資金については、調達の安定性維持が図られている。大手行の運用・調達ギャップ——貸出金と、社債発行などの長期調達や預金の差額——をみると、比較的安定的な調達が運用を上回った状態にある（図表IV-4-5）。今年入り後、運用サイドでは、貸出増加が頭打ち

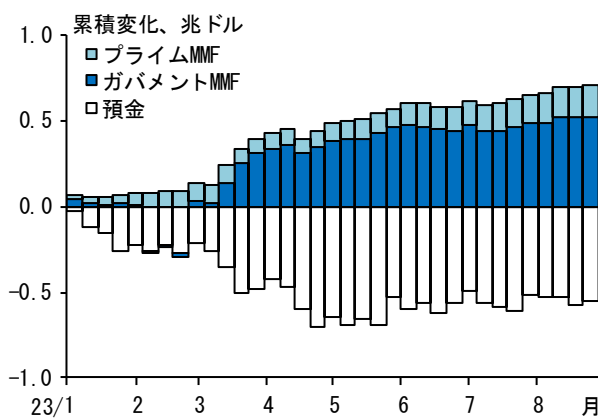
となっている（Ⅲ章1節を参照）。一方の調達サイドでは、より長期安定的な資金調達へのシフトがみられる。貸出が減少に転じたもとでも、大手行は、社債発行など長期調達を増やしている。

図表IV-4-5 大手行の運用・調達ギャップ



(注) 1. 「社債等」と「中長期円投」は、2012年6月末以降は1年超、それ以前は3か月超の調達。
2. 集計対象は国際統一基準行。直近は2023年6月末。
(資料) 日本銀行

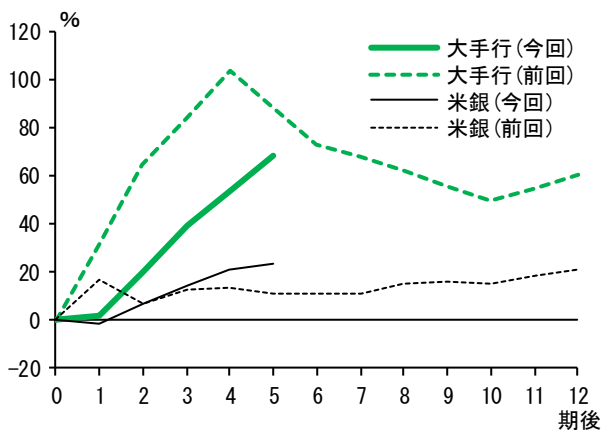
図表IV-4-6 MMFの資金流入



(注) 2022年末からの累積変化。直近は2023年8月末。
(資料) FRB, Haver Analytics

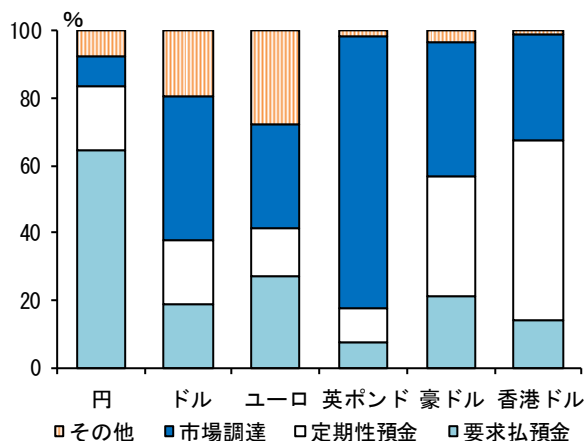
このように、大手行は保守的な外貨繰りを続けている。ドル資金市場は、足もと落ち着いたものの、引き続き不確実性が高い。累積的な利上げの影響に加え、今年3月の米銀破綻の影響もあって、預金市場からMMF市場へ資金が大きくシフトした（図表IV-4-6）。特に、より安全性の高いガバメントMMFに対する投資資金の集中が顕著になっている。対照的に、金融機関CD・CPの買い手であるプライムMMFへの資金流入は限定的である。こうしたなか、大手行が発行するCD・CPの発行スプレッドも、他の外銀と同様に高止まりしている。また、大手行のドル預金の金利追随率は、前回の金利上昇局面の水準に接近している（図表IV-4-7）。

図表IV-4-7 ドル預金の金利追随率



(注) 3か月短期金利に対する預金金利の追随率。
基準時点（横軸のゼロ時点）は、「前回」利上げ局面が2015年7～9月、「今回」が2021年10～12月。
(資料) 日本銀行

図表IV-4-8 通貨別の資金調達構造



(注) 2022年度末時点。集計対象は大手行。
(資料) 日本銀行

IV. 金融機関が直面するリスク

5. 経営環境の変化がもたらすリスク

米国において外銀である邦銀は、業務規制により、粘着的な個人預金に直接アクセスすることができない。このため、中長期の市場調達や、法人預金の中でも粘着性の高い決済性預金の獲得を併用する必要がある。実際、大手行の外貨調達は、円貨調達に比べ、市場調達や法人預金調達の比重が高い（図表IV-4-8）。ただし、これらの調達手段の安定性には留意点がある。市場調達は、ストレス時には、預金コスト以上に調達コストが上昇しやすい。また、為替スワップなどの市場流動性次第では、借換リスクも高まりやすい。

また、法人預金は、預金目的によって粘着性が異なり得る。法人の定期性預金は収益目的の預金が多い。このため、金利上昇時にはより金利の高い運用商品に流出しやすく——預金のスイッチングコストが低く——、粘着性が低い。一方、法人の要求払預金は、企業間決済のための決済性預金である。企業が決済口座を切り替えることは、取引銀行の見直しにもつながるため、金利上昇時でも預金のスイッチングコストが高く、相対的に粘着的である。

金融機関は、調達手段ごとのリスク特性を踏まえたうえで、安定的な外貨調達基盤を確保する必要がある。大手行はこれまで、幾つかの調達手段を組み合わせることで、ドル資金の安定的な調達基盤を構築してきた。コア預金や長期の市場調達など、安定調達の比率を引き上げる取り組みが続けられている。預金調達については、今後も、トランザクション・バンキングといった非金利サービスを付帯するなど、預金のスイッチングコストを高める工夫が期待される。スイッチングコストの上昇は、結果として、資金調達コストの抑制にもつながると考えられる。

5. 経営環境の変化がもたらすリスク

（1）デジタル技術に関連するリスク

デジタル技術の普及は、金融機関にとって、業務効率化やサービス提供の機会となる。同時に、新たなリスクの源泉にもなる⁴⁵。以下では、こうしたリスクのうち、①暗号資産取引の金融リスク、②デジタル技術の普及に伴う金融リスク、③サイバー攻撃のリスクについて取り上げる。

暗号資産取引の金融リスク

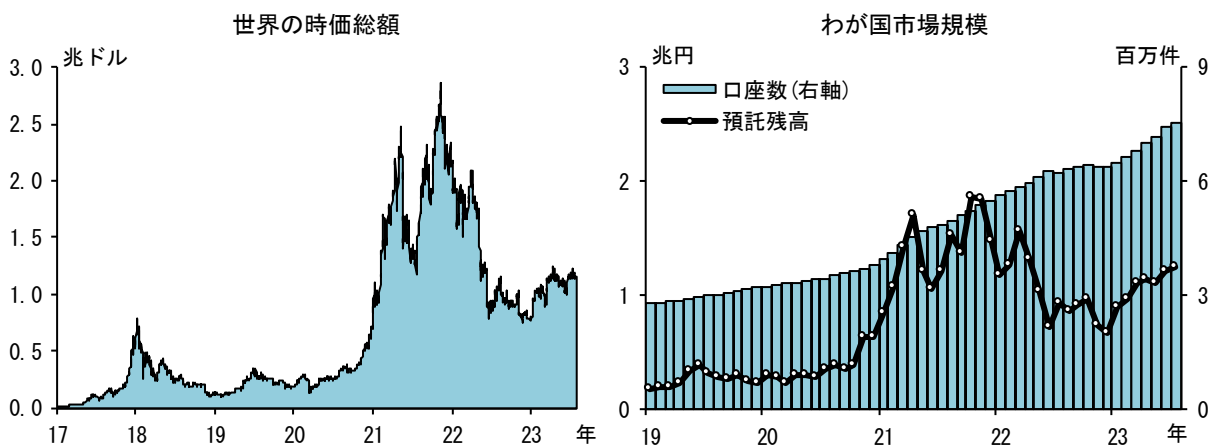
暗号資産とその基盤となる分散型金融（DeFi）のエコシステムが提供するサービスの金融

⁴⁵ デジタル化に伴うビジネスリスクについては、次の文献を参照。日本銀行金融機構局、「わが国の銀行におけるデジタル・トランスフォーメーション」、日銀レビューシリーズ、2021-J-2、2021年3月。日本銀行金融機構局、「デジタル時代の地域金融」、金融システムレポート別冊シリーズ、2021年3月。日本銀行金融機構局、「サイバーセキュリティの確保に向けた金融機関の取り組みと課題」、金融システムレポート別冊シリーズ、2020年1月。

リスク特性は、複雑でシステミックな性質を有している。その意味で、これらエコシステムの金融リスクは、伝統的な金融システムに共通している。こうした金融リスクの存在は、2022年中に生じた暗号資産市場の調整によって、改めて浮き彫りになった。金融リスクに対処するため、内外の金融当局は、「同じ活動と同じリスクには、同じ規制を適用する」との原則に基づき、暗号資産に対する規制・監督の策定に向けた取り組みを加速させている。今年7月には、金融安定理事会（FSB）が、暗号資産関連の活動に関する3本の文書——①暗号資産関連の活動・市場全般に関する勧告、②グローバル・ステーブルコインに関する勧告、③両者を包括するアンブレラ・レポート——を取りまとめた⁴⁶。

わが国の暗号資産市場の規模は、海外市場と比べてきわめて限定的である。証券会社の個人預かり資産残高180兆円に対し、国内取引所における暗号資産の預託残高は1%に満たない（図表IV-5-1）。また、わが国における暗号資産市場と伝統的な金融システムとの連関は弱い。現時点では、暗号資産市場の金融リスクは抑制されていると評価される。もっとも、口座数をみると、個人口座を中心とした増加が続いている。今後も、暗号資産や分散型金融が発展するにつれて、市場が成長し、市場のリスク特性も変化していく。このように変化していくリスクを特定し、適切に対処していくことが、健全なイノベーションを促し、金融システムの発展に資すると考えられる。

図表IV-5-1 暗号資産市場



(注) 直近は2023年7月。

(資料) Coin Dance、日本暗号資産取引業協会

デジタル技術の普及に伴う金融リスク

金融サービスにおけるデジタル技術の普及は、利便性向上などの利点をもたらすとともに、リスクをもたらす面もある。例えば、今年3月の米欧銀行の預金流出からは、SNSやオンラ

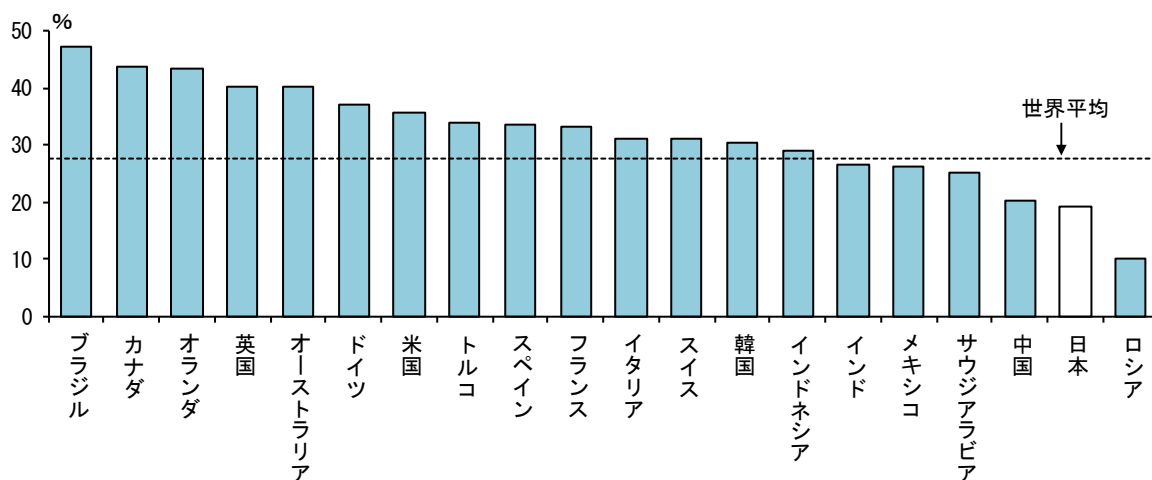
⁴⁶ ①は、暗号資産関連の活動・市場に関する規制・監督・監視アプローチの一貫性・包括性の向上と、法域間の協調・連携そして情報共有の強化を企図した勧告、②は、勧告の適用対象の拡大、価値安定化メカニズムや償還権に関する要件の強化などを含む、2020年10月に公表した勧告の改訂版、③は、①と②の勧告の位置付けに加え、FSBの今後の作業方針を示したものである。

IV. 金融機関が直面するリスク
5. 経営環境の変化がもたらすリスク

インバンキングを介した群衆行動——信用不安の伝播の速さや広がり——は、従来とは異なり得ることが明らかになった。破綻した米国シリコンバレー銀行では、SNS が情報拡散を、オンラインバンキングが預金流出をそれぞれ加速させた結果、僅か 2 日で 20 兆円相当の預金（預金全体の 8 割）が流出した⁴⁷。このことは、デジタル時代における預金の粘着性やスイッチングコストを議論するうえでは、従来とは異なる要素を勘案する必要があることを示唆している。

わが国の場合、海外に比べ、オンラインバンキングの利用率は必ずしも高くない（図表IV-5-2）。加えて、わが国金融機関の預金基盤は、粘着性の比較的高い小口の個人預金を中心としたものである。また、オンライン振替には 1 日当たりの利用限度額が設定されていることが多い。この限度額は、詐欺対策として導入されたものではあるが、短期間の預金流出を抑制する効果が期待される。もっとも、オンラインバンキングが普及して以降、わが国では預金流出イベントに直面したことがなく、預金流出の抑制効果を試されたこともない。金融機関においては、自身の預金基盤の特性——預金規模、集中度合、預金保険対象、預金者プロフィール、預金目的など——を踏まえ、預金のスイッチングコストの決定要因について理解を深めていくことが望まれる（預金の粘着性については BOX2 を参照）。

図表IV-5-2 国別にみたオンラインバンキングの利用率



(注) インターネット利用者に対するオンライン金融サービス利用者の割合。2022 年時点。
(資料) We Are Social & Meltwater (2023) 「Digital 2023 Global Overview Report」

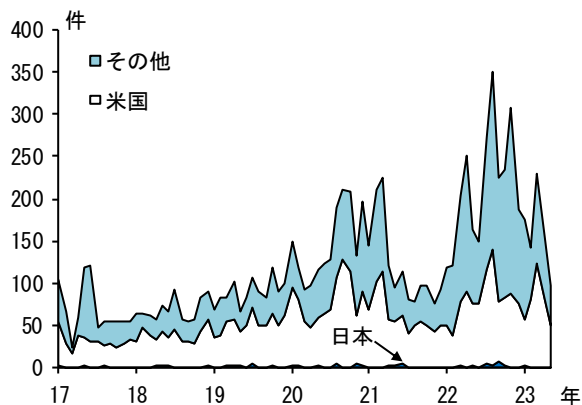
サイバー攻撃のリスク

日本国内で確認されたサイバー攻撃事案は、これまでのところ、海外に比べて僅少である（図表IV-5-3）。システミックな影響も限られている。それでも、フィッシング被害やランサムウェア被害は右肩上がり増加している（図表IV-5-4）。ロシアのウクライナ侵攻など地政

⁴⁷ 詳しくは次の文献を参照。Board of Governors of the Federal Reserve System, Financial Stability Report, May 2023.

学的な問題も相まって、サイバー攻撃の脅威は引き続き高い状態にある。生成AIの普及に伴い、自然な日本語で書かれたフィッシングメールが増加していることも、最近の特徴である。金融機関は、サイバーリスクに引き続き警戒的に臨む必要がある。

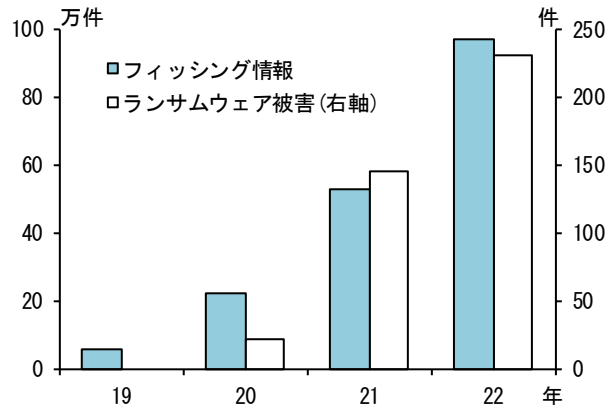
図表IV-5-3 世界のサイバー攻撃件数



(注) 直近は2023年5月。

(資料) University of Maryland CISSM
Cyber Attacks Database

図表IV-5-4 わが国の被害件数



(注) 「ランサムウェア被害」のデータ始期は2020年下期。

(資料) 警察庁、フィッシング対策協議会

金融機関には、セキュリティ対策の基本事項も参考に、サイバーレジリエンスを継続的に高めていくことが求められる⁴⁸。サイバー攻撃を完全に阻止できなくても、情報漏洩のリスクを軽減し、重要業務の停止を回避することで、可能な限り被害を抑えることが重要である。サイバーセキュリティ対策は、従来の水際対策に加え、脅威の侵入を前提とした多層的な対策の重要性も高まっている。ネットワークの内側が安全、外側が危険であることを前提にした従来の水際対策に対し、ネットワークの内側は必ずしも安全ではないという「ゼロ・トラスト」の考え方に立った、EDR (Endpoint Detection and Response) などのセキュリティ対策が広まっている。ネットワークの内側であっても未知のマルウェアが侵入し得ることを前提に、通常では起き得ないネットワーク内の不審な挙動を検知したうえで迅速に対処することが重要となる。

日本銀行は、こうした最新の対策を踏まえつつ、金融機関によるサイバーレジリエンス向上に向けた取り組みを後押ししていく。今期も前年度と同様に、金融庁と共同で、大手金融機関のサイバーセキュリティ体制の整備状況を点検する。また、地域金融機関のサイバーセキュリティ体制に関するセルフアセスメントも実施する。

(2) 気候関連金融リスク

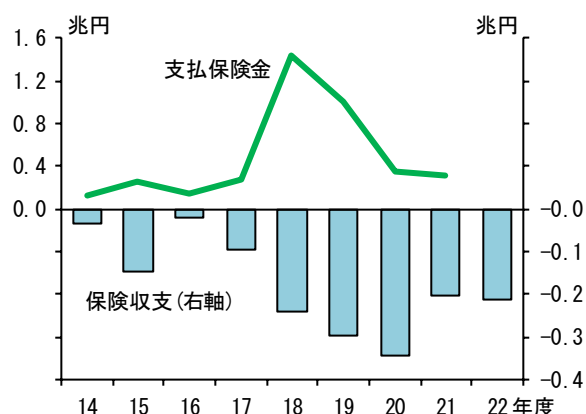
気候変動は、気候関連金融リスク——物理的リスクと移行リスク——を通じて、金融シス

⁴⁸ サイバーセキュリティ対策のための基本事項とは、①守るべき情報資産の「特定」、②サイバー攻撃に対する「防御」、③脅威となる事象の「検知」、④検知後の「対応」、⑤影響を受けた機能の「復旧」を指す。

IV. 金融機関が直面するリスク
 5. 経営環境の変化がもたらすリスク

テムの安定性を脅かし得る。このうち物理的リスクについては、近年、異常気象による被害が大規模化している。わが国の自然災害にかかる支払保険金をみると、風災や水災を中心に、1兆円超の支払いが記録されるようになってきている（図表IV-5-5）。支払保険金の増加に伴い、保険収支は悪化している。そうしたもて、保険会社が保険料率を算出する際の基準となる参考純率は、2018年以降、4度にわたって大きく引き上げられた（図表IV-5-6）。また、保険の適用期間は、2021年に、従来の最長10年から最長5年へ短縮されている。

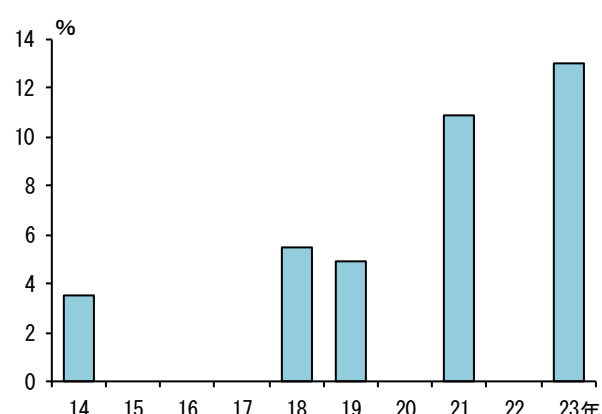
図表IV-5-5 自然災害の支払保険金



(注)「保険収支」の集計対象は、大手損害保険会社4社の火災保険。

(資料) 損害保険料率算出機構、各社開示資料

図表IV-5-6 参考純率の改定率



(注) 火災保険（住宅総合保険）に関する平均改定率。

(資料) 損害保険料率算出機構

気候関連金融リスクの計測は、その性格上、容易ではない。近年になって激甚化している自然災害のリスクは、過去のデータには限定的にしか反映されておらず、過去のデータをもとにしたリスク指標やリスク計測モデルは、気候関連金融リスクを過小評価している可能性がある。物理的リスクと移行リスクが金融システムに及ぼす影響の不確実性が大きいことも、リスク計測を難しくしている。また、気候関連金融リスクを計測するうえでは、その基礎情報となる企業の情報開示が欠かせない。

気候関連金融リスクに関する取り組みは、「気候関連金融リスクに対処するためのFSBロードマップ」に沿って進められている。今年7月に公表された年次報告書では、企業の情報開示、データ整備、脆弱性分析、規制・監督のそれぞれの分野で進捗が確認された。このうち情報開示の分野においては、今年6月、国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）が、開示された情報の比較可能性と一貫性を向上させる観点から、気候関連とサステナビリティ関連全般の開示基準を最終化した。年内には、バーゼル銀行監督委員会（BCBS）が、金融システムの安定を確保する観点から、銀行の気候関連金融リスクに関する開示基準について市中協議を実施する予定となっている。また、各法域では、独自の開示基準について検討が進められている。

この間、わが国では、サステナビリティ基準委員会（SSBJ）が、来年度中に、前述のISSB

開示基準をもとにした国内基準を最終化することを目指している。また、2023年3月期決算からは、ISSBの議論に先行するかたちで、サステナビリティに関する取り組みを有価証券報告書上で開示することが内閣府令により義務化された。同府令では、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の提言に則り、ガバナンス、戦略、リスク管理、指標と目標の4つの構成要素について、上場企業の開示を求めている。

金融機関の開示実績をみると、温室効果ガス排出の分野では、Scope1（事業者自らの直接排出）とScope2（他社から供給されたエネルギーの使用に伴う間接排出）のそれぞれについて、目標達成時期と削減実績の開示が進んでいる（図表IV-5-7）。一方、Scope3（事業者の活動に関する他社の排出）については、計測の難しさもあって、開示は一部の金融機関にとどまっている。開示内容をもても、産業別実績の開示は、多排出部門にかかる排出実績にとどまっている。産業別に削減目標を開示する先は限定的である。

図表IV-5-7 TCFD 提言に基づく開示状況

(社)

				大手行	地域銀行	その他金融
ガバナンス				6	74	40
戦略	炭素関連リスク			6	57	2
	シリオ分析			6	57	21
	定量分析			6	51	11
リスク管理	投融資方針			6	63	8
	トップリスク認定			6	12	7
指標と目標	投融資額	目標額		6	58	4
		実績額		6	51	6
	削減排出量	Scope1, 2	ネットゼロ達成時期	6	46	13
			実績	6	68	23
		Scope3	ネットゼロ達成時期	6	7	10
			産業別目標	5	1	1
			産業別実績	6	17	2

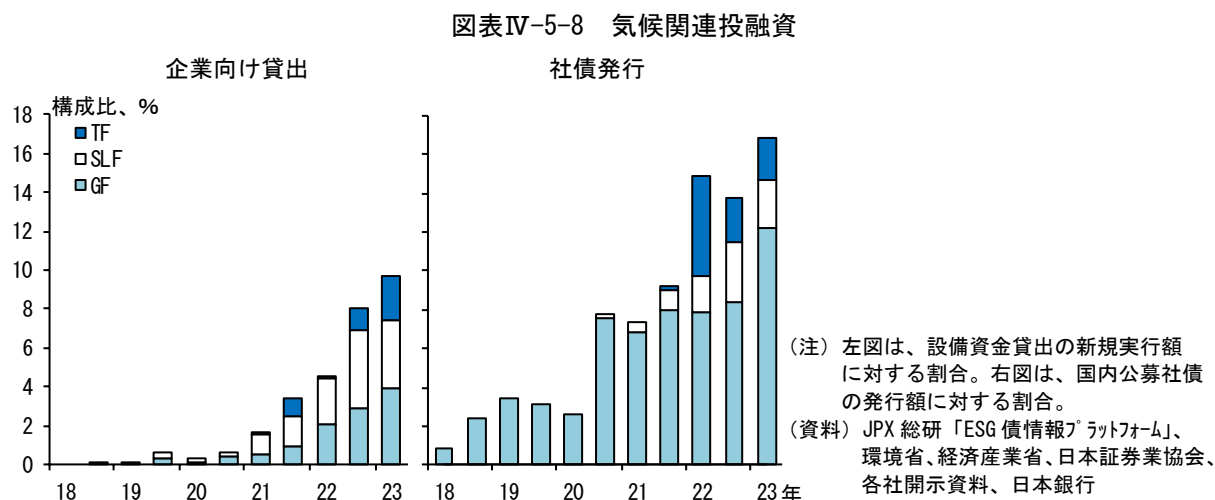
(注) 集計対象は、東京証券取引所（プライムおよびスタンダード）に上場する金融業のうち、大手行6社、地域銀行74社、証券・商品先物取引業37社、保険8社。

(資料) 各社開示資料

脱炭素化に向けた移行を金融面から支援するうえでは、①資金使途が脱炭素化に資する案件を対象にしたグリーン・ファイナンス（GF）、②脱炭素化に資する取り組みを行う資金調達主体を対象にしたサステナビリティ・リンク・ファイナンス（SLF）、③資金使途や資金調達主体の取り組みが段階的な脱炭素化に資するトランジション・ファイナンス（TF）の活用が期待される。このうちTFについては、今年5月に開催されたG7広島サミットにおいても、その重要性が改めて確認された。わが国でも、関係省庁が民間と共同して、投融資先の温室効果ガス排出量であるファイナンスド・エミッションに関する算定・開示のあり方や、国際的な情報発信の方法・タイミングについて議論を進めている。また、GF型を中心に、気候関

IV. 金融機関が直面するリスク
 5. 経営環境の変化がもたらすリスク

連市場が着実に成長している（図表IV-5-8）。



金融システムに関する気候変動対応について、日本銀行も様々な取り組みを進めていく。金融の分野では、気候関連金融リスクの把握・管理、TCFD 等に基づく開示の質と量の充実への対応、取引先企業の脱炭素化に向けた取り組み支援の状況に関して、金融機関と深度ある対話を続けていく。また、気候関連金融リスクに関する規制・監督やリスク管理を巡る国際的な議論も踏まえながら、金融機関の規模・特性に応じたシナリオ分析の高度化を促していく⁴⁹。

⁴⁹ シナリオ分析の国際的な潮流については、次の文献を参照。安部展弘・川澄祐介・高野優太郎・仲智美・平形尚久・松村浩平・宗像晃、「気候関連金融リスクに係るトップダウン型シナリオ分析——シナリオの時間軸と産業間波及の考慮——」、日本銀行調査論文、2023年10月。

V. 金融システムの頑健性

- 金融機関の損失吸収力を総合的にみると、自己資本は規制水準を上回っている。収益力は低水準ながら改善傾向にある。貸出の引当率は高めの水準となっている。もっとも、金融機関の多くで、有価証券の益出し余力は低下した状態にある。マクロの金融経済環境や自身のビジネスモデルと統合的な損失吸収力を確保していくことが重要である。
- こうした金融機関の損失吸収力を前提に、マクロ・ストレステストを実施した。想定したダウンサイド・シナリオは、リーマンショック型の「金融調整シナリオ」と、海外金利が大きく逆イールド化した状態が続く「逆イールド・シナリオ」である。前回までのレポートと同じシナリオを想定することで、逆イールド化した海外金利が長期にわたって高止まりするリスクの点検ポイントを改めて洗い出した。
- テスト結果からは、これらのストレス事象のもとでも、わが国の金融システムは安定性を維持できると評価される。ただし、外貨預金調達の金利追随率次第で、損失吸収力が相応に変化し得ることには注意が必要である。金利の高止まり期間が長期化すれば、貸出先企業の財務が非線形的に悪化することも考えられる。

1. 金融機関の損失吸収力

次節のマクロ・ストレステストに先立ち、本節では、金融機関の損失吸収力を様々な角度から点検する。

(1) 自己資本の充実度と損失吸収力

自己資本

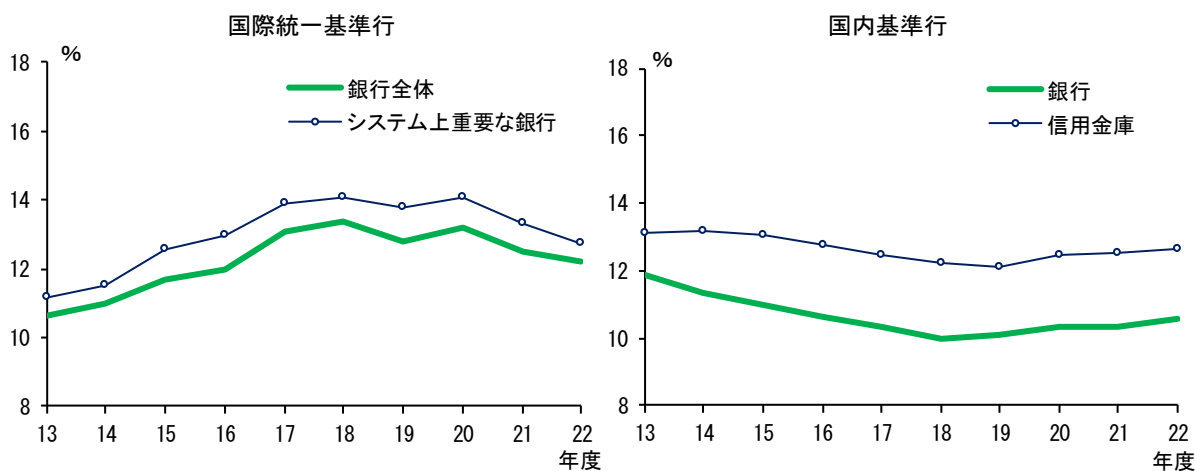
金融機関は十分な自己資本を確保している。2022年度末における国際統一基準行の普通株式等 Tier1 比率 (CET1 比率)、国内基準行のコア資本比率はいずれも、規制水準を大きく上回った⁵⁰ (図表 V-1-1)。金融機関は全体として、充実した資本基盤を備えており、リスクテイクを継続していく体力を有している。2023年3月末からは、一部の地域銀行などにおいて、最終化されたバーゼルⅢ規制が早期適用されている。これらの銀行では、企業向け債

⁵⁰ 国際統一基準行は 4.5% の CET1 比率、国内基準行は 4% のコア資本比率を満たすことがそれぞれ求められている。これに加え、国際統一基準行には、資本バッファ規制 (CET1 の資本保全バッファが 2.5%、カウンターシクリカル・バッファが 0~2.5%、G-SIBs バッファが 1~2.5%、D-SIBs バッファが 0.5%) が課されている。

V. 金融システムの頑健性
1. 金融機関の損失吸収力

権のリスクアセット減少を主因に、直近の自己資本比率が+1%pt 強改善している。

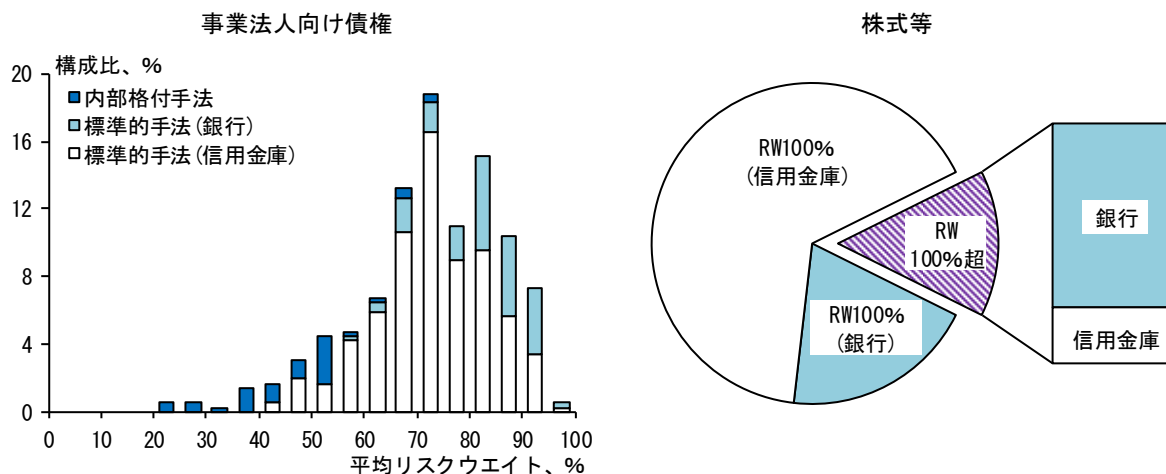
図表 V-1-1 自己資本比率



(注) 国際統一基準行は CET1 比率、国内基準行はコア資本比率。原則として銀行グループベース。経過措置を含む。
(資料) 各社開示資料、日本銀行

残りの金融機関については、国際統一基準行および内部モデル手法を採用する国内基準行が 2024 年 3 月末から、標準的手法を採用する国内基準行が 2025 年 3 月末から、最終化された規制の適用が開始される。自己資本比率規制の最終化パッケージは、①信用リスクの標準的手法の見直し、②信用リスクの内部格付け手法の見直し、③マーケットリスクの計測手法の見直し、④信用評価調整リスクの計測手法の見直し、⑤オペレーショナルリスクの計測手法の見直し、⑥資本フロアの導入など多岐にわたる。このうち、現行のリスク計測に対する影響が大きいとみられるのは、信用リスク関連の見直しである(図表 V-1-2)。企業向け債権のリスクウエイト引き下げは、自己資本比率の上昇要因となる⁵¹。他方、資本フロアの導入

図表 V-1-2 信用リスクのリスクウエイト構成



(注) 左図は、リスク計測手法別にみた金融機関の構成比。右図の平均リスクウエイト (RW) は、みなし計算適用部分を除く。いずれも 2022 年度末時点。

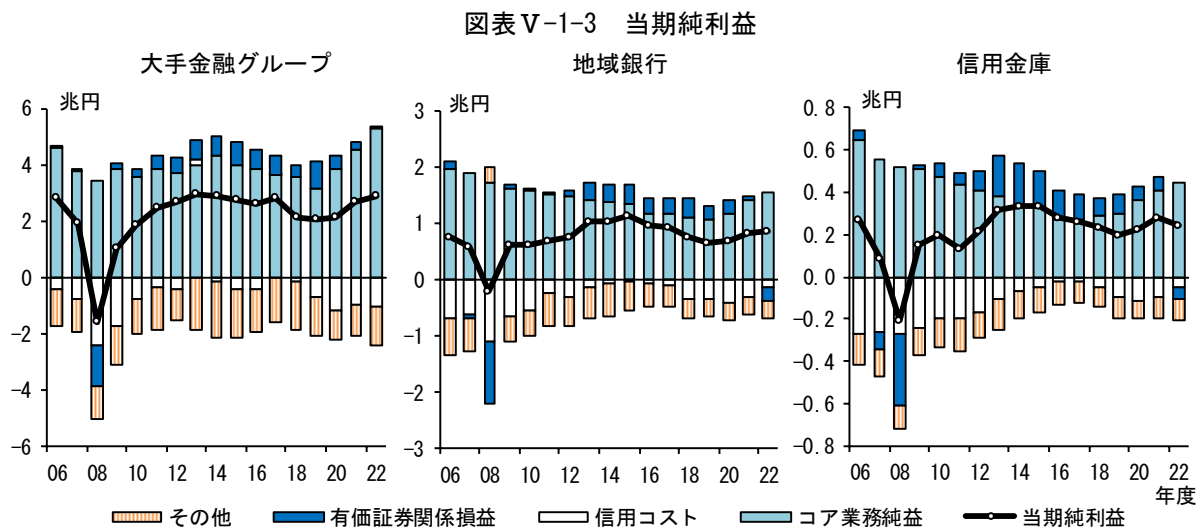
(資料) 日本銀行

⁵¹ このほか、内部モデル手法の採用行では、リスクアセット計測値の乗数(スケーリングファクター)の撤廃、デフォルト時損失率の引き下げも、自己資本比率の上昇要因となる。

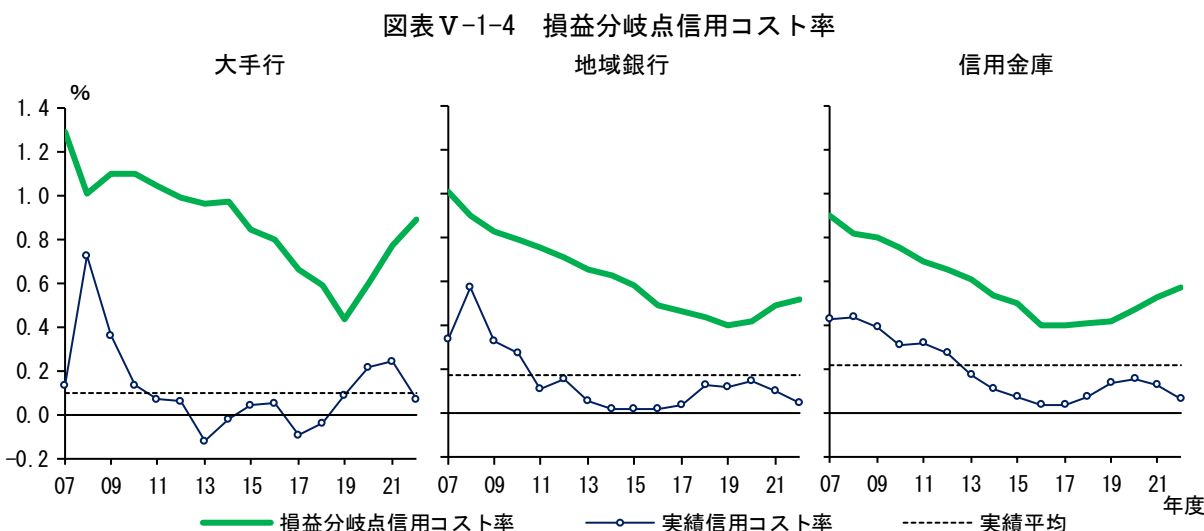
や株式のリスクウェイト引き上げは、自己資本比率の低下要因となる⁵²。資本フロアも株式リスクウェイトも、段階的に引き上げられることから、金融機関は遅滞なく対応できると考えられる。

収益バッファー

金融機関の当期純利益をみると、2022年度は、債券の損失確定売りを背景に、有価証券関



(注) 1. 2012年度以降の投資信託解約益は、「コア業務純益」から除き、「有価証券関係損益」に含めている。
 2. 大手金融グループは、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、SBI新生銀行、あおぞら銀行。特殊要因調整ベース。
 (資料) 各社開示資料、日本銀行



(注) 「損益分岐点信用コスト率」は、信用コストがコア業務純益(2012年度以降は投信解約損益を除く)と一致する信用コスト率。「実績平均」は、2005年度以降の実績信用コスト率の平均値。
 (資料) 日本銀行

⁵² 資本フロアとは、内部モデル手法に基づき算出したリスクアセットが、標準的手法に基づく算出結果を大幅に下回らないための下限値を指す。標準的手法に基づき算出したリスクアセットに対する掛け目として、当初の50%から最終的には72.5%まで、段階的に引き上げられる。

V. 金融システムの頑健性
1. 金融機関の損失吸収力

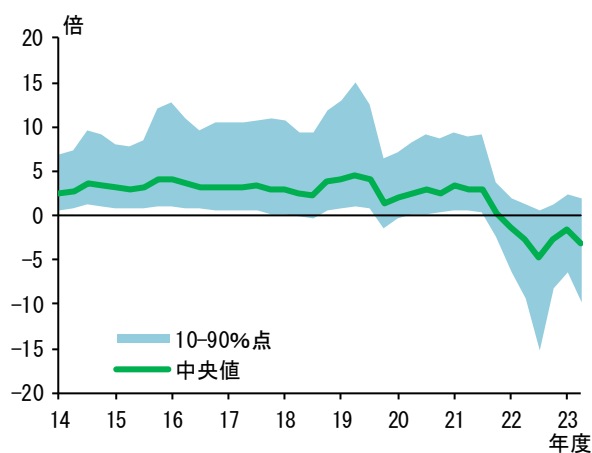
係損益が地域銀行と信用金庫において損超となった⁵³ (図表V-1-3)。そうしたなかでも、コア業務純益は、いずれの業態においても改善が続いている。国内業務部門の経費削減のほか、内外貸出残高の増加や海外預貸利鞘の改善が、コア業務純益の増益要因となっている。

コア業務純益の改善を背景に、損益分岐点信用コスト率（コア業務純益/貸出残高）も改善している (図表V-1-4)。単年度のコア業務純益で吸収できる信用コスト率を表す損益分岐点信用コスト率は、水準が高いほど、損失吸収力が高いことを意味する。自己資本比率がストックでみた損失吸収力であるのに対し、損益分岐点信用コスト率はフロー（期間収益）でみた短期的な損失吸収力を表す。いずれの業態の損益分岐点信用コスト率も、実績信用コスト率の過去平均的な水準をはっきりと上回っている。

益出し余力

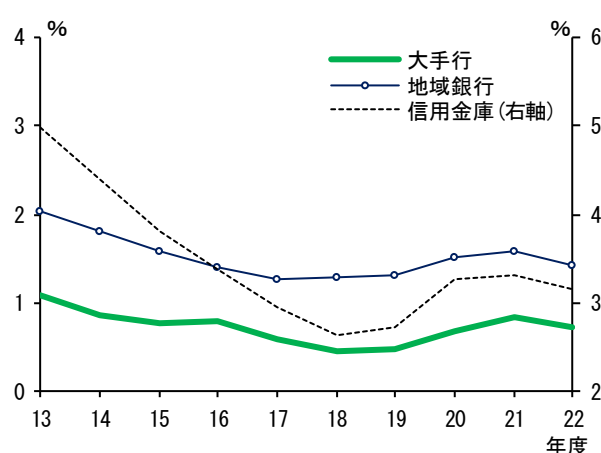
有価証券の評価損益は、国内基準行の規制資本には算入されないが、経済価値ベースでは、資本バッファとして機能する面がある。実際、信用コストなどの損失発生時には、有価証券売却益を計上することで、当期純利益を確保する金融機関がみられる。IV章2節でみたとおり、金融機関の評価損拡大は、リバランスが進んだこともあって、年初対比で抑制されている。もっとも、有価証券のネット評価損益（政策保有株式を含み、満期保有目的の有価証券を除く）を過去平均的なコア業務純益で除した「益出し余力」は、既往の金利上昇を背景に低下した状態にある (図表V-1-5)。地域金融機関を中心とした半数以上の先において、有価証券の益出し余力は引き続きマイナスとなっている。

図表V-1-5 益出し余力



(注) 1. 益出し余力=有価証券評価損益/コア業務純益(投信解約損益を除く、過去3年平均)
2. 直近2023年度の計数は、分子が2023年8月末、分母が2022年度。集計対象は、大手行、地域銀行、信用金庫。
(資料) 日本銀行

図表V-1-6 金融機関の引当率



(注) 未保全債権に対する引当率。
(資料) 日本銀行

⁵³ 2022年度の金融機関決算については、次の文献を参照。日本銀行金融機構局、「2022年度の銀行・信用金庫決算」、金融システムレポート別冊シリーズ、2023年7月。

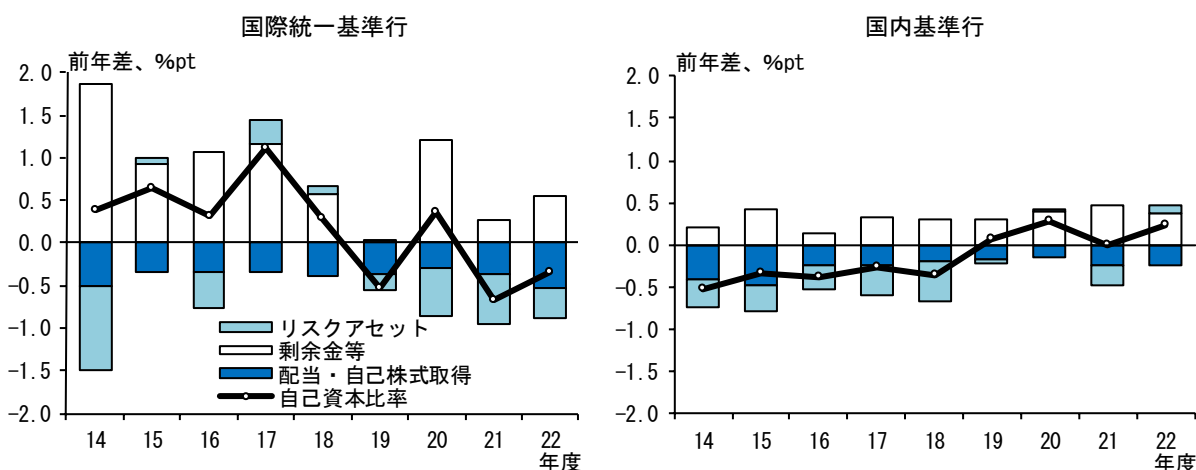
金融機関の損失吸収力を総合的にみると、自己資本は規制水準を上回っており、収益バッファも改善している。有価証券の追加的な評価損リスクも、リバランスを進めた金融機関を中心にある程度抑制されている。貸出の未保全債権に対する引当率は、ここ数年では高めの水準となっている（図表V-1-6）。もっとも、金融機関の多くで、比較的機動的に損失処理に充当できる有価証券の益出し余力が低下した状態にある点には、引き続き注意が必要である。

（2）資本基盤と収益力を踏まえた資本政策

金融機関が金融仲介機能を持続的に発揮するには、充実した資本基盤を維持すると同時に、安定した収益力を確保する必要がある。そのためには、一定の収益を計上し、内部留保を蓄積するとともに、それを原資にして質の高い金融サービスを提供するという好循環を実現させることが不可欠である。こうした好循環のもとで、持続的かつ安定的な金融サービスの提供が可能となる。

資本の十分性の面では、前述のとおり、金融機関は十分な自己資本を確保している。もっとも、現時点の資本の十分性は、将来にわたる資本の十分性を必ずしも保証するものではない。今年3月の欧州銀行の事例のように、規制資本を充足していても、基礎的な収益力の先行きが危ぶまれば、銀行経営が立ち行かなくなることも考えられる。前回レポートで指摘したとおり、損失吸収力の低い銀行においても、他行と変わらない株主還元が行われている⁵⁴。その結果、金融機関全体でも、配当前利益の増減やリスクアセットの増加によらず、一定の資本流出が続いている（図表V-1-7）。資本政策における収益配分——株主還元を通じ

図表V-1-7 自己資本比率の変動要因



（注）自己資本比率は、国際統一基準行がCET1比率、国内基準行がコア資本比率。原則として銀行グループベース。経過措置を含む。

（資料）日本経済新聞社 NEEDS-Financial QUEST、日本銀行

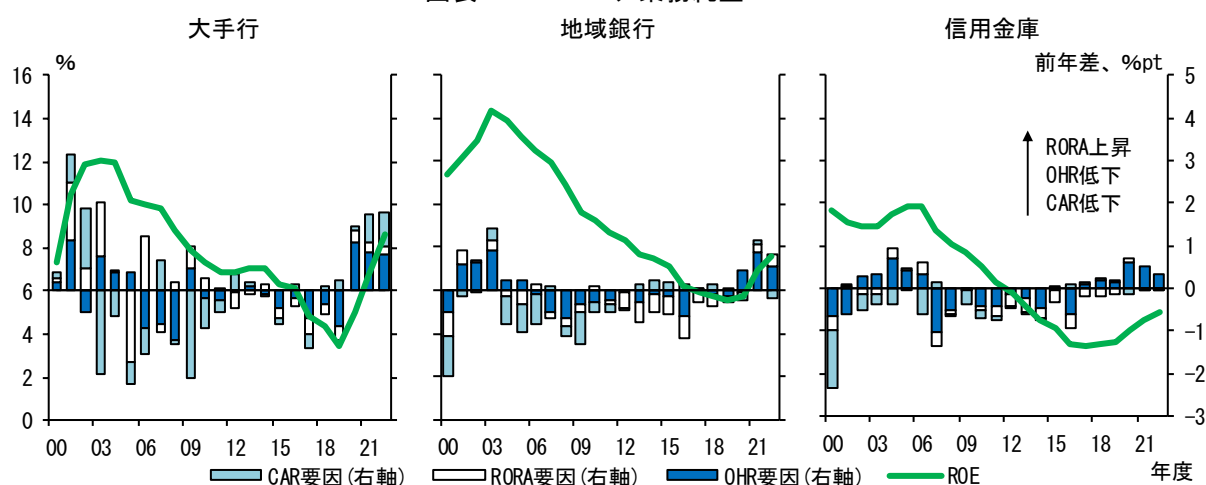
⁵⁴ 損失吸収力が低い銀行も配当性向を引き上げてきた結果、自己資本などの多寡によらず、銀行ごとの総還元性向に有意な差がみられなくなっている。銀行の総還元性向と損失吸収力の関係については、金融システムレポート2023年4月号のV章1節を参照。

V. 金融システムの頑健性
1. 金融機関の損失吸収力

て社外に流出するか、内部に留保するか——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。

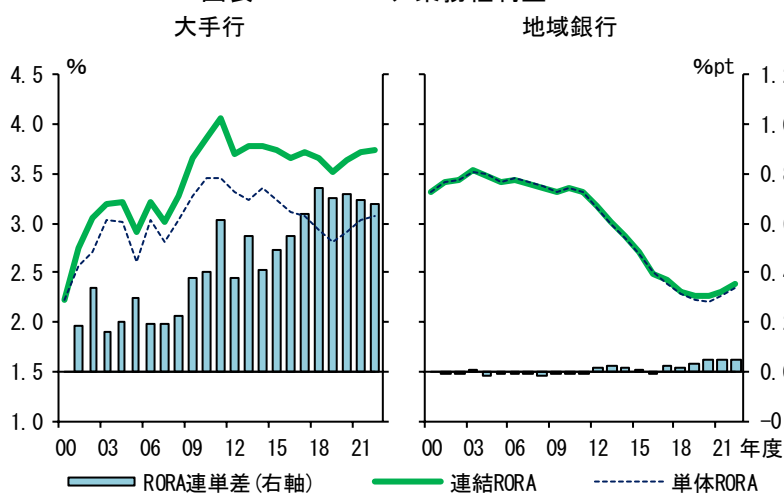
資本の効率性の面では、金融機関の収益力は長らく低下傾向を辿ってきた。コア業務純益 ROE は、最近でこそ反転上昇しているものの、その内訳をみると、ROE 改善に寄与しているのは、経営効率を表す OHR 要因と自己資本比率を表す CAR 要因である（図表 V-1-8）⁵⁵。特に地域銀行では、投資効率を表す RORA 要因は歴史的な低水準となっており、ROE 改善の重石となっている（図表 V-1-9）。金融機関の基礎的な収益力の改善が続かず、自己資本の蓄積が滞ることがあれば、損失吸収力の低下を通じて金融仲介活動が停滞する可能性がある。

図表 V-1-8 コア業務純益 ROE



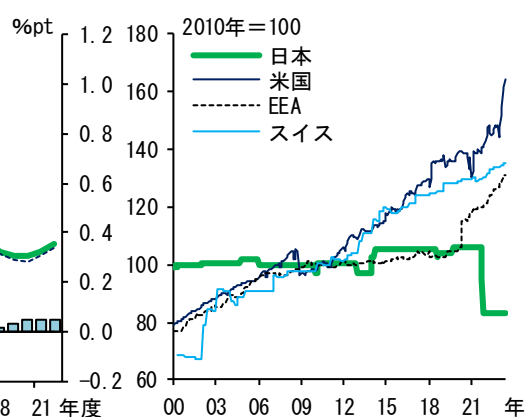
(注) 2012 年度以降は投信解約損益を除く。
(資料) 日本銀行

図表 V-1-9 コア業務粗利益 RORA



(注) 2012 年度以降は投信解約損益を除く。
(資料) 日本銀行

図表 V-1-10 金融サービス価格



(注) 消費者物価ベース。「EEA」は欧州経済領域の加盟国。直近は 2023 年 6 月。
(資料) Haver Analytics、総務省

⁵⁵ 図表 V-1-8 では、コア業務純益 ROE を、①RORA 要因（コア業務粗利益/リスクアセット）、②OHR 要因（コア業務純益/コア業務粗利益）、③CAR 要因（自己資本比率の逆数）の 3 つの要素に分解している。

過度な利回り追求を通じて金融システム面の脆弱性が高まる可能性もある。こうした停滞・過熱両方向のリスクがあるなかで、金融機関は安定的な収益力を確立することが重要である。

この点、地域銀行においても、収益力改善に向けた取り組みの成果が確認できるようになっている。RORAの連単差（グループ連結と銀行単体との差）をみると、大手行ほどではないが、グループ連結ベースが銀行単体ベースを上回るようになっている。地域銀行の間では、2020年以降、銀行持株会社を設立したうえで、傘下に地域商社、デジタル化支援、人材紹介などコンサルティング業務を担うグループ会社を新設する動きが広がっている。もっとも、海外の金融機関が、一般物価の上昇もあって、金融サービス価格を継続的に引き上げてきたのに対し、わが国の金融サービス価格は長らく横ばいとなっている（図表V-1-10）⁵⁶。サービスの拡充を通じて複雑化・多様化する金融取引ニーズに応えるとともに、それに見合った料率を設定することで、金融機関の収益力改善につなげることが望まれる。

2. マクロ・ストレステスト

本節では、マクロ・ストレステストにより、金融システムの安定性を総合的に評価する。ストレステストは、具体的なストレス事象を想定することにより、金融システムのストレス耐性や金融仲介機能へ及ぼす影響を動的的に検証することを目的としている^{57,58}。

今回のストレステストでも、前回までのレポートと同様、「金融調整シナリオ」と「逆イーールド・シナリオ」の2つのダウンサイド・シナリオを想定する。前者は、定点観測的に点検している、リーマンショック型の急性ストレスである。後者は、世界的な金融環境の引き締まりの影響を点検するためのものである。米欧では、粘着的なインフレ圧力に対処するため、政策金利が長期にわたって高止まりする（higher for longer）可能性が取り沙汰されている。その影響は、運用・調達利回りの上昇や有価証券評価損の拡大、貸出先企業の信用リスク顕在化といった直接・間接的な経路を通じて、わが国の金融システムに及ぶと考えられる。その際、預金市場の構造や資金需給に応じて、預金調達の金利追随率が上昇することも考えられる。

なお、これらのダウンサイド・シナリオは、金融システムのストレス耐性の検証を有効に

⁵⁶ 図表V-1-10において、日本の指数が2021年10月に大きく低下しているのは、振込手数料の引き下げが反映されたものとみられる。

⁵⁷ シミュレーションには、日本銀行金融機構局が構築した「金融マクロ計量モデル（FMM）」を用いる。同モデルの基本構造については、次の文献を参照。奥田達志・金井健司・川澄祐介・近松京介・中山功暉・宗像晃、「金融マクロ計量モデル（FMM）——2022年バージョン——」、日本銀行調査論文、2022年9月。

⁵⁸ ストレステストの対象は、銀行109行と信用金庫247庫。シミュレーション期間は、2023年4～6月から2026年1～3月。想定したシナリオごとの主要な金融経済変数とシミュレーション結果は、日本銀行ホームページに掲載している「シナリオ別データ」を参照。

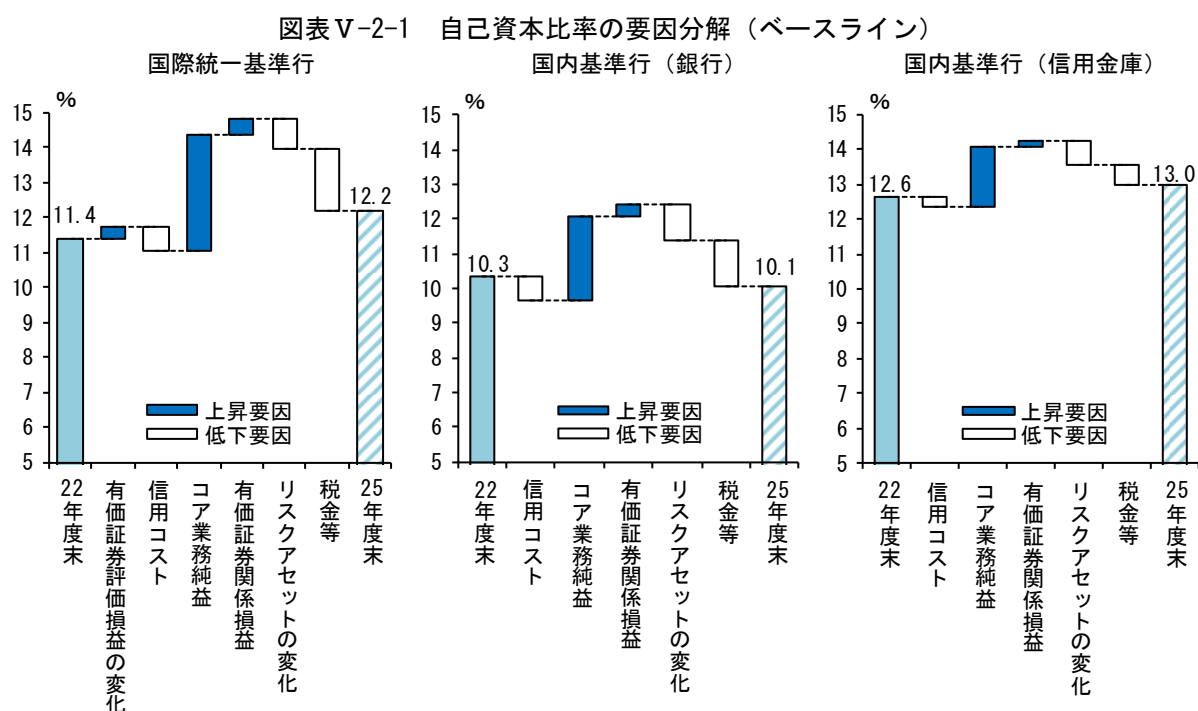
V. 金融システムの頑健性
2. マクロ・ストレステスト

行うことを目的に仮想的に設けたものである。先行きの金融経済環境、資産価格、政策運営に関する日本銀行の見通しや、その蓋然性の高さを示すものではない。

(1) ベースライン・シナリオ

ベースライン・シナリオにおける実体経済は、2023年7月時点における複数の調査機関や市場の平均的な見通しをもとに、「海外経済の緩やかな回復が続くもとの、わが国経済も回復していく」ことを想定する⁵⁹。金融変数については、内外経済見通しに関する現時点で入手可能な情報は、市場価格に全て織り込まれていることを前提とする。具体的には、国内長期金利は、過去1年の平均的なフォワードレートカーブに沿ってごく緩やかに上昇する。海外長期金利は、2023年7月のフォワードレートカーブに沿って横ばいとなる。その他の金融変数（株価、原油価格、為替相場、各種信用スプレッド）は、同時点の水準から横ばいとなる。前回レポートのベースライン・シナリオ対比では、内外経済の成長ペースに有意な違いはない。海外金利は、断続的に利上げが行われた結果、短期ゾーンの金利が+1%ptほど上振れている。

シミュレーション結果をみると、シミュレーション終期に当たる2025年度末の自己資本



(注) 1. 2022年度末とベースラインのシミュレーション終期（2025年度末）の自己資本比率の乖離要因を表示。
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）。

⁵⁹ 感染症拡大以降に講じられた政策対応のうち、給付金が企業収益を下支えする効果については、今回のシミュレーションでは考慮しない。ゼロゼロ融資については、前回までのレポートと同様、2023年度以降、5年間かけて返済されることを想定する。具体的には、2023年度以降、同融資にかかる企業の利払い負担が生じ、ICRが低下する効果を織り込んでいる。この効果については、金融調整シナリオと逆イールド・シナリオでも同様に扱っている。

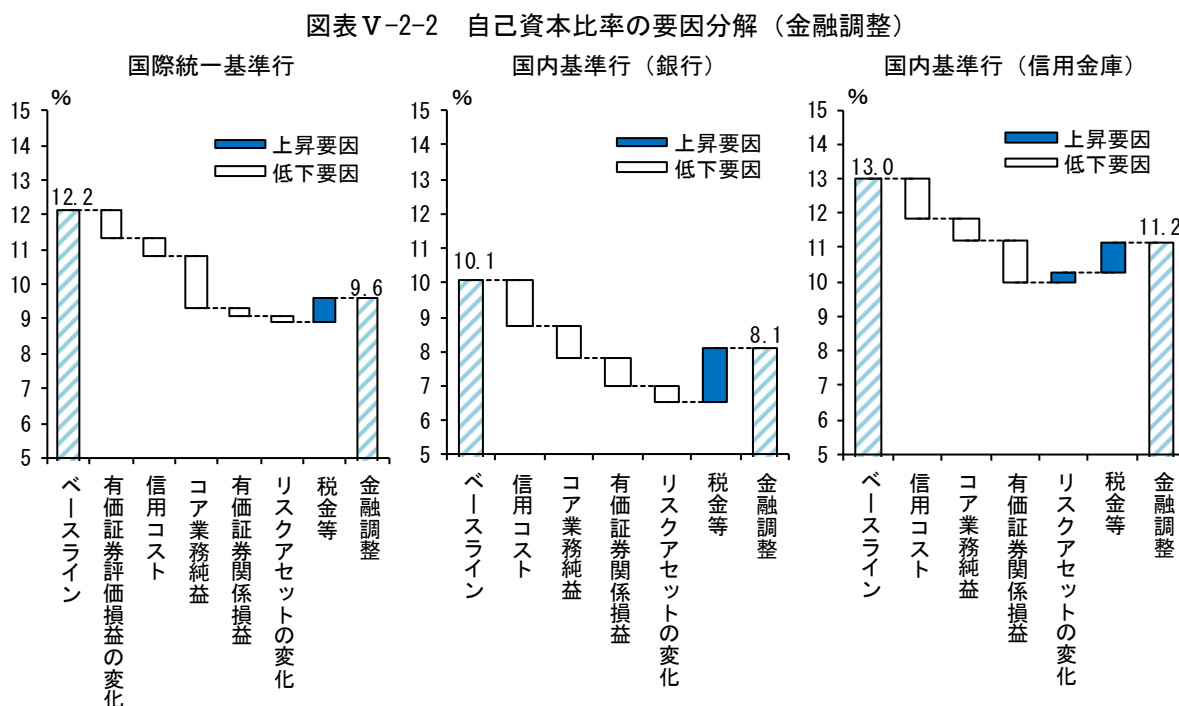
比率は、いずれの業態も規制水準を十分に上回る（図表V-2-1）。国際統一基準行では、前回レポート時はマイナスに寄与していた有価証券評価損益が、自己資本比率に対してプラスに寄与している。この背景には、株式評価益の拡大のほか、外債評価損の縮小が挙げられる。外貨金利リスクを抑制するために外債ポジションを削減したことが、外債評価損の縮小につながっている。

他方、国際統一基準行と国内基準行（銀行）におけるコア業務純益の改善寄与は、前回レポート対比で縮小した。これらの銀行は、外貨資金流動性リスクの抑制を企図して、中長期円投などの市場調達を積み増している（IV章4節を参照）。このため、シミュレーション期間中、市場金利上昇による海外資金利益の改善が以前よりも見込みにくくなっている。

（2）金融調整シナリオ

金融調整シナリオでは、2023年10～12月に、国際金融市場でリーマンショック期並みのショックが発生することを想定する。金融変数については、内外金利が既往最低水準まで低下するもとで、リスク性資産価格が急落し、為替相場は円高となる⁶⁰。実体経済については、金融市場が大幅に調整し、海外経済がリーマンショック期と同様に減速することを受けて、国内経済はモデル内で内生的に減速する。

シミュレーション結果をみると、2025年度末の自己資本比率は、いずれの業態も平均的に



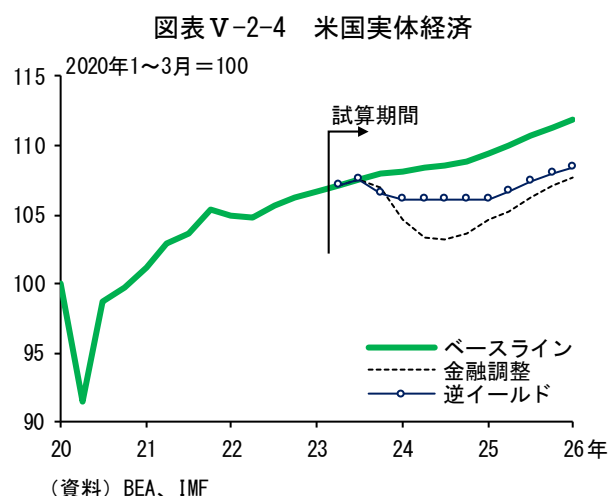
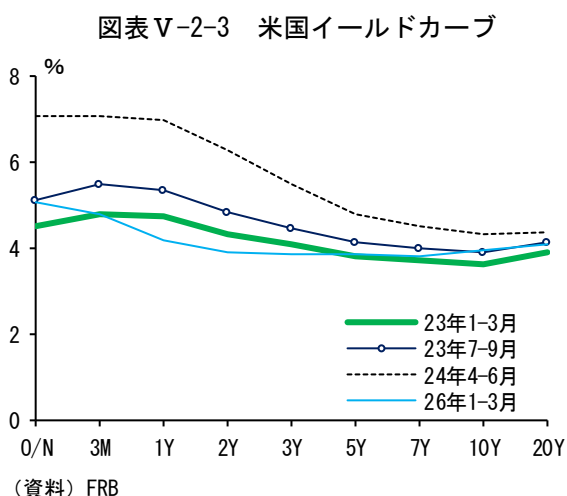
（注）シミュレーション終期（2025年度末）における、ベースラインと金融調整の自己資本比率の乖離要因を表示。

⁶⁰ 米国社債や証券化商品については、低格付け債のスプレッドに対する高格付け債の追従率が2020年3月の市場急変時並みに高まる状況を想定している。

は規制水準を上回る（図表V-2-2）。もっとも、その水準は、ベースライン・シナリオ対比で大きく低下する。金利低下による利鞘縮小（コア業務純益の減少）、景気悪化による信用コスト増加、リスク性資産価格の下落（有価証券評価損益・関係損益の悪化）が自己資本比率を下押しする。

（3）逆イールド・シナリオ

逆イールド・シナリオでは、米欧金利が一段と逆イールド化し、その状態が長く続くことを想定する（図表V-2-3）。具体的には、米国のFFレートは、前回レポートと同様に、ベースライン・シナリオ対比で+2%pt引き上げられる。その後はそのまま1年高止まりし、シミュレーション終期にかけて低下する。他の年限の金利は、純粋期待仮説のもとで形成され、政策金利の動きと整合的になるように推移する。このため、長期金利は相対的に小幅な上昇にとどまる。シミュレーション中のほとんどの期間において、市場金利が短期ゾーンを中心に高止まりするかたちで、逆イールド化した状態が続く。欧州についても、米国と同様に逆イールド化した状態が続く。この間、原油価格は上昇し、リスク性資産価格は、実体経済の悪化に連れて下落する。



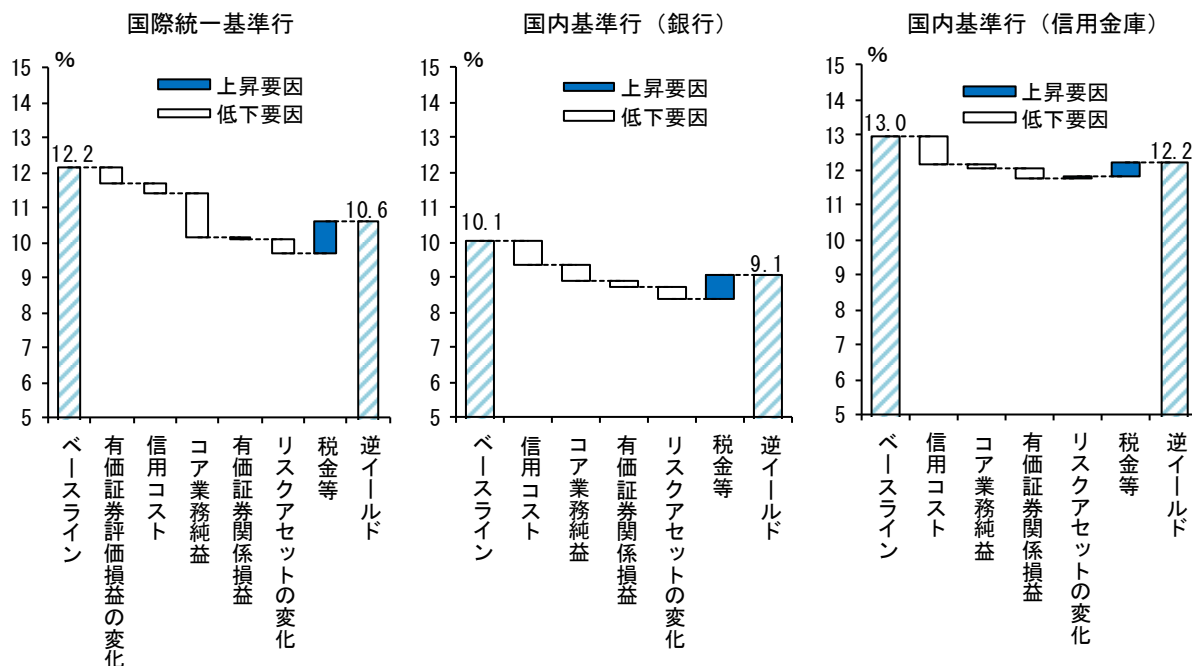
実体経済は、米欧ともに減速する。米国経済は、2023年度下期に小幅なマイナス成長となり、その後1年はゼロ成長にとどまる（図表V-2-4）。国内経済は、海外の金利上昇と実体経済悪化の影響を受けて、モデル内で内生的に減速する。その成長ペースは、米国経済と概ね同等である。

シミュレーション結果をみると、2025年度末の自己資本比率は、いずれの業態も、ベースライン・シナリオ対比で低下する（図表V-2-5）⁶¹。外貨調達コスト上昇による海外資金利益

⁶¹ FMM の中では、投資信託分配金を明示的に勘案していない。海外金利上昇が投資信託分配金に及ぼす影響は、前回までのレポートと同様、別途算出している。

の減益（コア業務純益の減少）が自己資本比率を下押しする。もっとも、その低下幅は、金融調整シナリオ対比で小幅にとどまる。自己資本比率は全体として、シミュレーション期間を通じて規制水準を上回る。海外金利が大きく逆イールド化した状態が長く続くもとでも、金融システムの安定性は全体として維持されると評価できる。

図表V-2-5 自己資本比率の要因分解（逆イールド）



（注）シミュレーション終期（2025年度末）における、ベースラインと逆イールドの自己資本比率の乖離要因を表示。

逆イールド下の損失吸収力

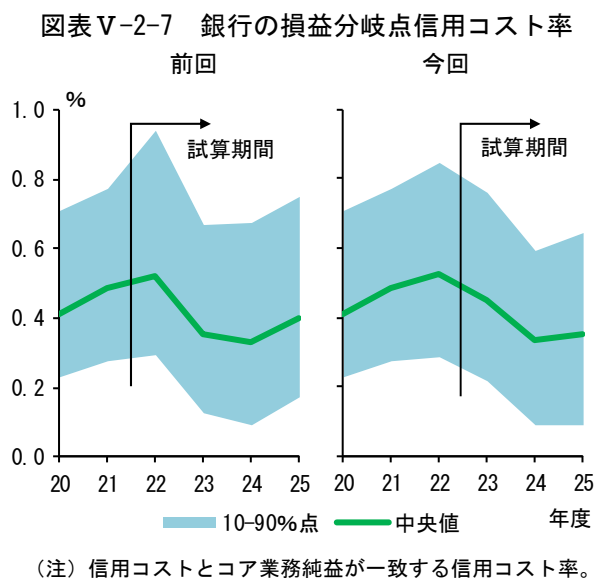
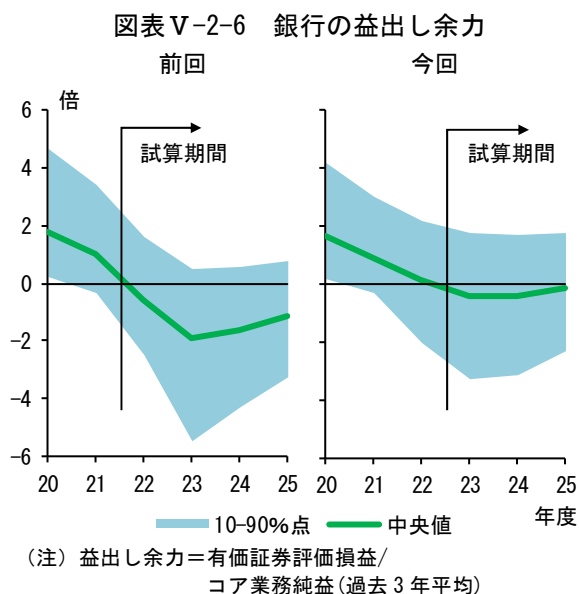
前回レポート時のシミュレーション結果に比べ、海外金利の逆イールド化した状態が長期化するというストレスに対する耐性は改善している。ストレス勘案後の自己資本比率の水準は、いずれの業態も前回結果を上回った⁶²（前掲図表I-14左図）。特に国際統一基準行の自己資本比率は、+1%pt強改善した。昨年度中のリバランスによる有価証券評価損益の改善が、自己資本比率の上振れ要因となっている。経済価値ベースの損失吸収力を表す益出し余力も、その低下幅は、前回レポート対比で縮小した（図表V-2-6）。シミュレーション期間中に益出し余力（ネット評価損益）がマイナスとなる銀行の割合は、前回レポートの8割から5割近くまで低下した。

もっとも、半数近い銀行の益出し余力はマイナスとなる。マイナス幅は前回レポート対比で縮小したものの、シミュレーション期間中の金融機関の多くは、機動的な損失処理の原資を失うことになる。また、収益バッファを表す損益分岐点信用コスト率は、前回レポート

⁶² 前回レポート時におけるストレス勘案後の自己資本比率は、国際統一基準行が9.2%、国内基準行（銀行）が8.8%、国内基準行（信用金庫）が11.7%。

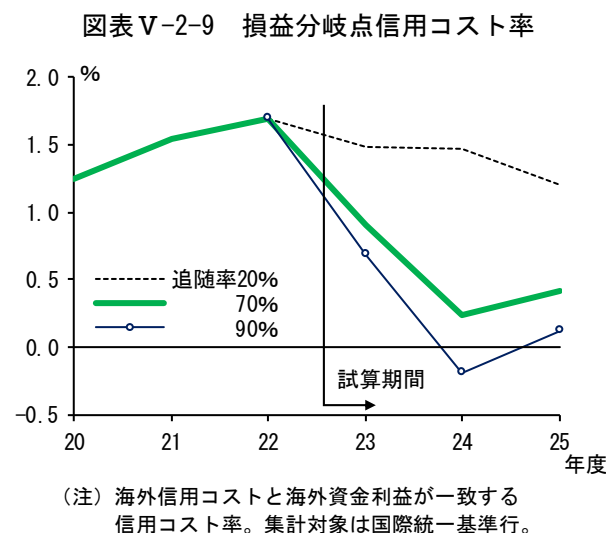
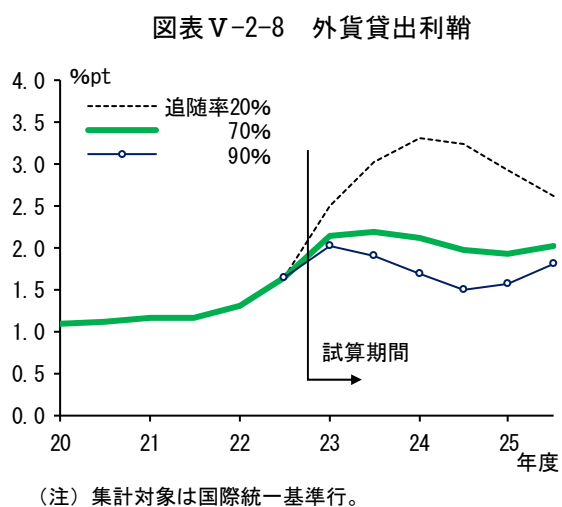
V. 金融システムの頑健性
2. マクロ・ストレステスト

時と同様、全体として低下する（図表V-2-7）。このことは、追加的なストレスに対して脆弱になっていることを意味している。逆イールド・シナリオが想定している以上に、海外金利が長期にわたって高止まりすることがあれば、こうした脆弱性が表面化し得る。以下では、海外金利上振れの影響として、預金コストと信用コストを通じた経路について点検する。



預金コストを通じた影響経路

図表V-2-8は、外貨預金調達金利の金利追随率に応じた海外貸出利鞘を表している。国際業務部門における貸出のファンディングは、9割が預金調達である⁶³。このため、金利上昇局面における貸出利鞘は、預金調達の金利追随率に大きく左右される。ここでは比較のため、金利追随率として、過去平均の追随率である70%（シミュレーション中の追随率に相当）、追随率が過去平均を上回る90%、追随率が米銀並みに低い20%の3通りを想定し、損失吸収力



⁶³ 国際業務部門と国内業務部門の合計では、外貨貸出のファンディングのうち預金調達は7割である。

の低下圧力を検証した。

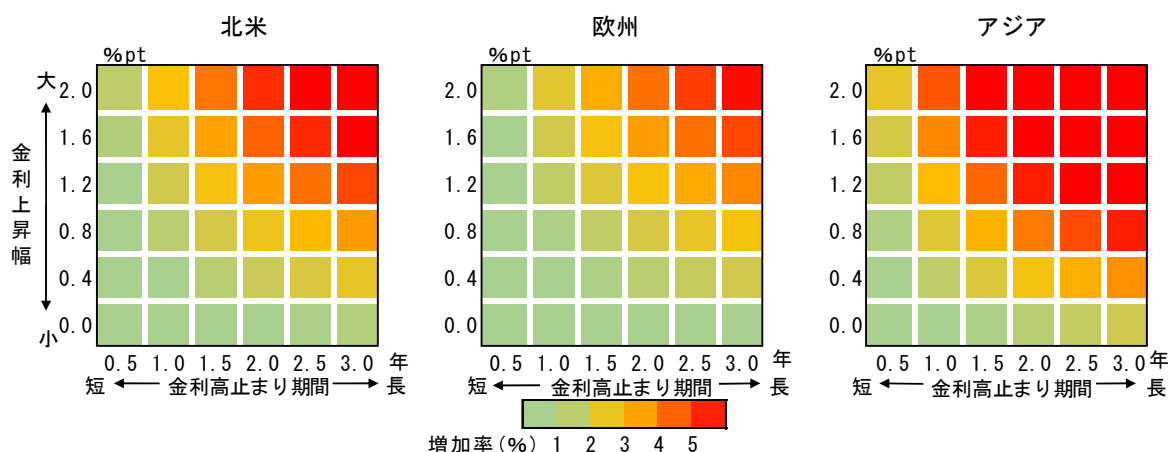
金利上昇局面では、預金調達のコストが低いほど、預金金利が高くなり、貸出利鞘が縮小しやすくなる。今回の金利上昇局面において、わが国大手行の貸出利鞘の改善が米銀を下回っているのも、このためである。預金調達のコストの実績は、大手行が70%程度であるのに対し、米銀は20%強である。他方、金利追従率が90%まで上昇する場合、金利上昇局面の終盤における損益分岐点信用コスト率（海外資金利益/海外貸出残高）はマイナスとなる（図表V-2-9）。このことは、信用コストを資金利益で吸収しきれなくなることを意味している。

反対に、金利低下局面では、金利追従率が低いほど、預金金利が高止まりする。このため、貸出利鞘が縮小しやすくなる。もっとも、金利の上昇局面と低下局面を均してみると、金利追従率が低い方が、預金金利が低位に抑制される分、貸出利鞘の水準は高くなる（前掲図表V-2-8）。金融機関は、資金流動性リスクを抑制する観点に加え、損失吸収力を十分に確保する観点からも、粘着性のより高い預金を確保しておくことが重要である。

信用コストを通じた影響経路

海外金利の高止まりは、金融機関財務だけでなく、企業財務の悪化要因にもなる。利払い能力を表すICRが悪化した状態が続くと、格下げリスクが高まる。図表V-2-10は、海外金利の上昇とその後の金利高止まり期間の組み合わせごとに、要管理先以下の貸出債権の増加率を算出したものである⁶⁴。赤いタイルほど、要管理先以下債権の増加率——すなわち、格下げリスク——が大きいことを示している。

図表V-2-10 金利高止まりと格下げの関係



(注) 海外金利上昇幅（ベースライン対比）と金利高止まり期間の組み合わせごとに、要管理先以下債権の増加率を色分けして表示。集計対象は3メガ行。

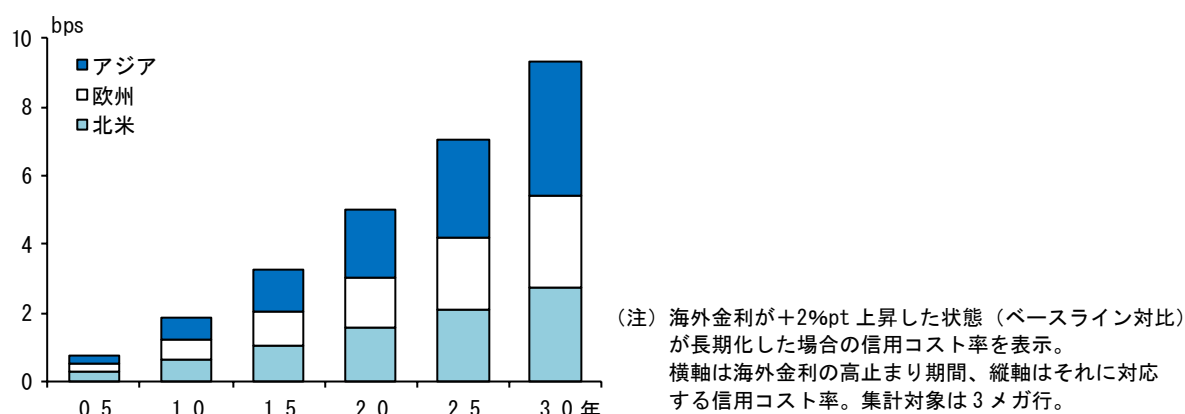
⁶⁴ 図表V-2-10では、他の条件を一定としたうえで、海外短期金利の上昇幅とその高止まり期間の組み合わせごとに、企業のICRが格付け遷移に追加的に及ぼす影響を別途シミュレーションしている。

V. 金融システムの頑健性

2. マクロ・ストレステスト

格下げリスクの検証結果をみると、北米・欧州・アジアのいずれの地域向け貸出も、金利上昇幅が大きく、その状態が長期化するほど、リスクが大きくなる傾向がみられる。この傾向は、アジア向け貸出において顕著である。アジアの大口貸出先企業には、財務レバレッジが高く、ICRがもともと低い企業が集中している⁶⁵。そうした企業ほど、金利の上昇と高止まりの影響を受けやすい。また、格下げの影響を信用コストに換算すると、金利の高止まり期間が長くなるほど、信用コスト率が非線形的に上昇する傾向も確認できる（図表V-2-11）。マクロ的にみれば必ずしも大きな信用コストではないが、こうした信用リスクはアジア向け貸出に集中している。

図表V-2-11 金利高止まりと信用コストの関係



(4) 金融システムの頑健性の評価

今回のマクロ・ストレステストの結果からは、一定のストレス下においても、金融システムは安定性を維持できると評価される。わが国の金融機関は全体として、リーマンショックのような金融調整や海外金利の逆イールド化というストレス事象に対して、相応の耐性を備えている。十分な自己資本と流動性が、金融システムのストレス耐性を全体として高めている。この間の金利ポートフォリオのリバランスも、金利上昇リスクへの耐性の改善に寄与している。

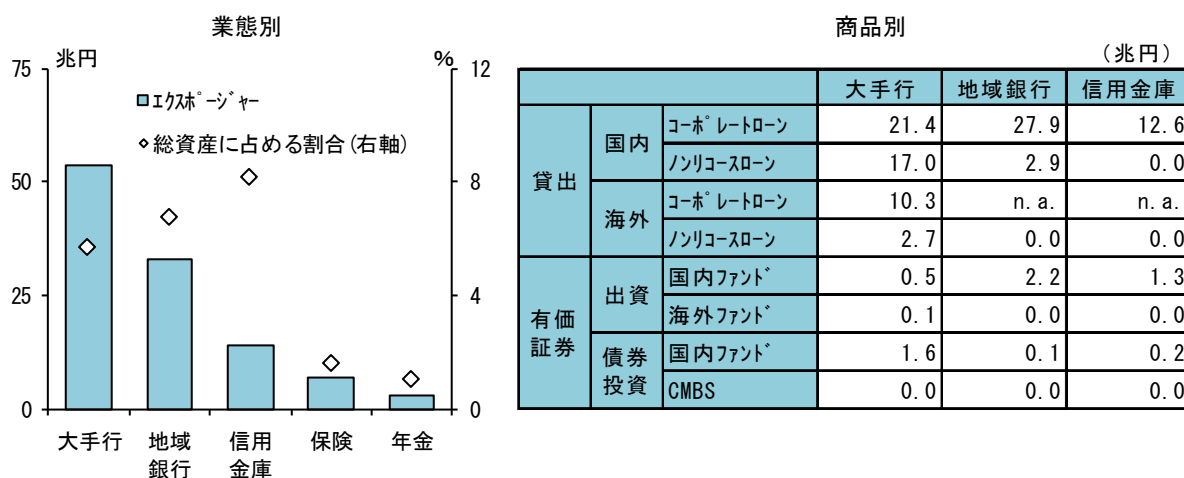
ただし、海外の金融経済環境の先行きについては、不確実性が高い。インフレ圧力が残存するもとでは、市場予想に反して海外金利が上昇し、長期にわたって高止まりするリスクがある。そうしたなか、外貨預金調達の金利追従率が上振れると、逆鞘を回避するために、さらなるリバランスが必要となる可能性がある。また、金利感応度の高い海外企業の格下げ増加は、信用コストの増加要因となり得る。金融機関には、先行きも不透明感が高い状況が続くことを前提に、金利変動に伴う様々なリスクを適切に管理する態勢を整えていくことが望まれる。

⁶⁵ 金融システムレポート 2023年4月号のIV章2節を参照。

BOX 1 商業用不動産市場の伝播リスク

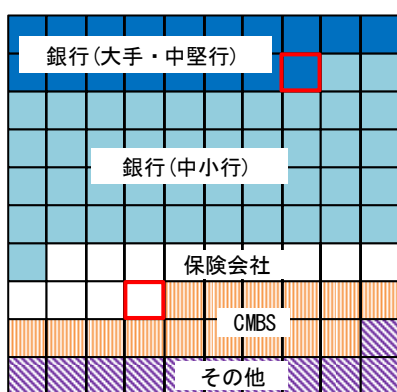
わが国の金融機関は、様々な形態の商業用不動産向けエクスポージャーを有している（図表B1-1）。貸出の分野では、大手の銀行は、国内向けのほか、シェアは小さいながらも米国向け貸出を取り扱っている（図表B1-2）。また、投資の分野では、地域金融機関の不動産ファンド投資が、オルタナティブ投資の一角を占めている。海外不動産市場の調整をきっかけに世界的なコンテイジョン——ショックの伝播——が生じると、その影響は、こうした直接・間接の様々な経路を通じて、わが国の金融システムに及び得る。

図表 B1-1 わが国金融機関の不動産関連エクスポージャー



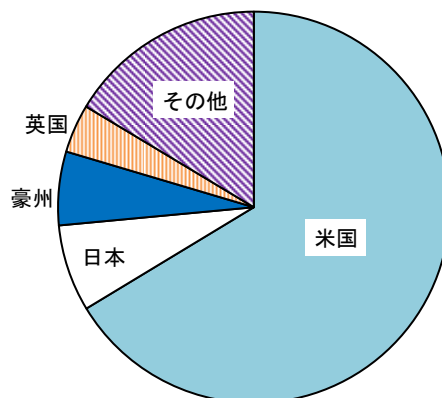
(注) 商業用不動産向けエクスポージャーを試算。保険と年金は開示情報ベース。2022年度末時点（日本損害保険協会の計数は、2023年9月時点のホームページ掲載資料による）。
 (資料) GPIF、企業年金連合会、生命保険協会、日本損害保険協会、日本銀行

図表 B1-2 米国の商業用不動産向け与信



(注) 1マスは1%の与信シェアを表す。
 赤枠は本邦金融機関のエクスポージャー。
 (資料) FRB、日本銀行

図表 B1-3 REIT市場の地域別構成

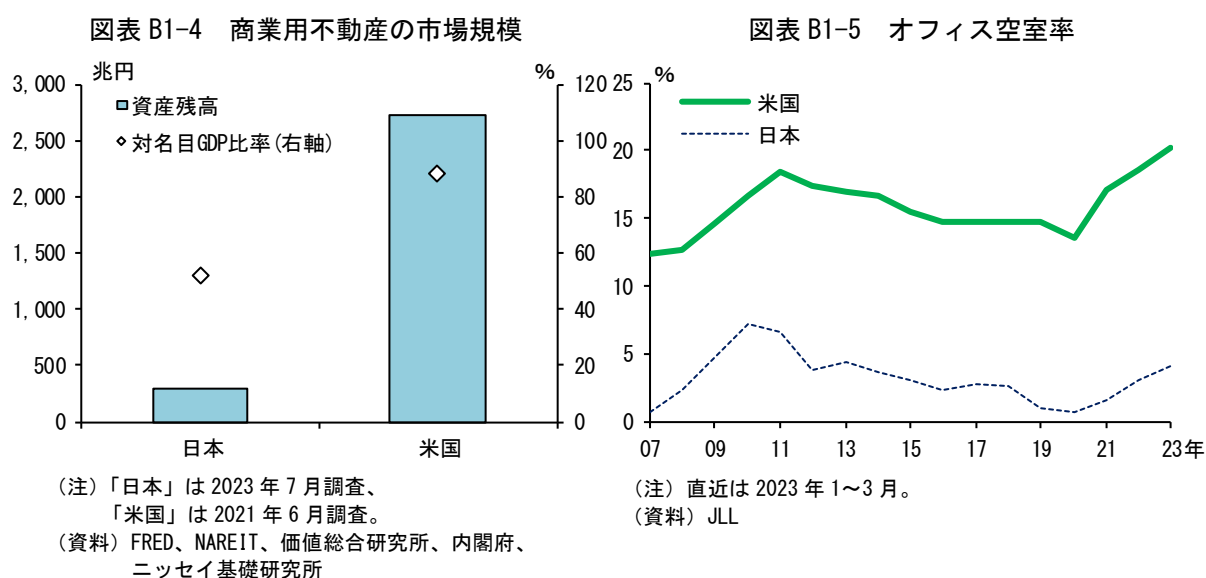


(注) 2023年8月時点。
 (資料) S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス

図表B1-3は、世界のREIT市場の地域別構成を示したものである。米国市場の規模が最も大きく、世界の時価総額221兆円（2023年8月末時点）のうち70%弱を米国が占めている。次いで10%弱の日本、豪州、英国と続く。分散投資を行うグローバルREITファンドの投資配分は、

地域別の市場構成が一つの目安となっており、米国向けの比重が高い。米国市場の価格調整が本格化すると、その影響は、世界分散投資を行う投資ファンドのリバランスを通じて、世界中に広がる考えられる。

米国の商業用不動産市場は、わが国市場の10倍に上る巨大市場である（図表B1-4）。対名目GDP比率でも、米国市場はわが国のほぼ倍の規模となっている。その米国市場では、調整色が強まっている。オフィスの空室率をみると、米国市場では、感染症拡大以降に大きく上昇した（図表B1-5）。その水準は、世界的な金融危機以降のピーク（2011年）を既に上回っている。米国では、リモートワークの浸透が空室率を構造的に押し上げている可能性や、今後、賃貸契約の更新時期が訪れると、オフィス空室率がさらに高まる可能性が指摘されている⁶⁶。



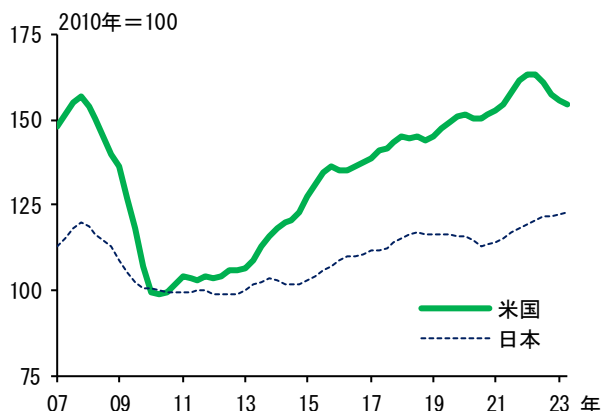
商業用不動産価格（消費者物価で調整した実質ベース）は、昨年までの過去10年間、世界的な値上がりが観察されていた（図表B1-6）。わが国の市場でも、10年前対比で+20%ほどの価格上昇を記録した。米国市場の価格上昇幅は、先進国市場の中でも突出しており、同+50%に達していた。大幅に上昇した米国市場の価格は、昨年初をピークに下落に転じている。これまでのところ小幅な価格調整にとどまっているが、調整余地は小さくない可能性がある。FRBの金融安定レポート（2023年5月）では、市場で売買されにくいディストレスト（distressed）物件を勘案した実勢価格はさらに低下している可能性が指摘されている。

米国では、これまでの間、商業用不動産向け貸出が急速に積み上げられてきた（図表B1-7）。その積み上げペースは、わが国を大きく上回っている。同貸出を主に提供しているのは、地場の中小銀行である（前掲図表B1-2）。累積的な利上げの影響のほか、今年3月の米銀破綻の影響

⁶⁶ 詳しくは次の文献を参照。White, C., "Commercial Real Estate Market Stress Poses a Challenge to Banks," Federal Reserve Bank of St. Louis On the Economy Blog, July 2023.

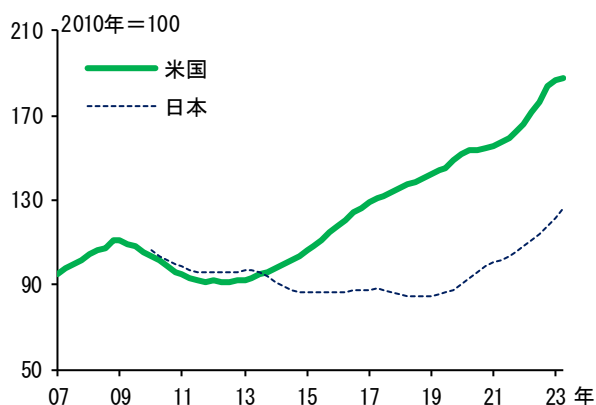
もあって、貸出運営スタンスの変化が注目されている（図表B1-8）。

図表 B1-6 商業用不動産価格



(注) 消費者物価指数で調整した実質値。
直近は2023年4~6月。
(資料) BIS、FRED、総務省、国土交通省

図表 B1-7 商業用不動産向け貸出



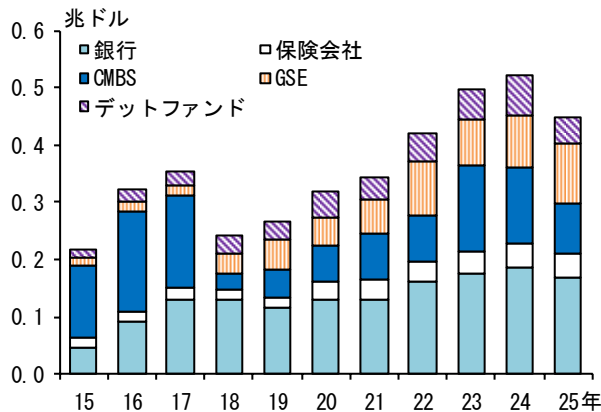
(注) 1. 「日本」は銀行の不動産業向け貸出（大企業不動産業向けおよびSPC向け）。
2. 直近は2023年6月。
(資料) FRB、日本銀行

図表 B1-8 商業用不動産向けの融資基準



(注) 1. 「日本」は企業（不動産業）からみた金融機関の貸出態度。
2. 直近は、米国が2023年7月、日本が2023年6月。
(資料) FRB、日本銀行

図表 B1-9 償還期別に見た米国の不動産貸出



(注) 集計対象は米国の商業用不動産向け。
(資料) Newmark

一般に、商業用不動産向け貸出はリファイナンスが前提となっている。今後予定されている大量のリファイナンスを消化することは容易ではない（図表B1-9）。リファイナンスできなかった物件は市場で売却されることから、市場価格の調整圧力はさらに大きくなり得る。そうしたなか、米国市場をはじめとする海外市場の変調がわが国の市場に及ぼす影響については、注視していく必要がある。

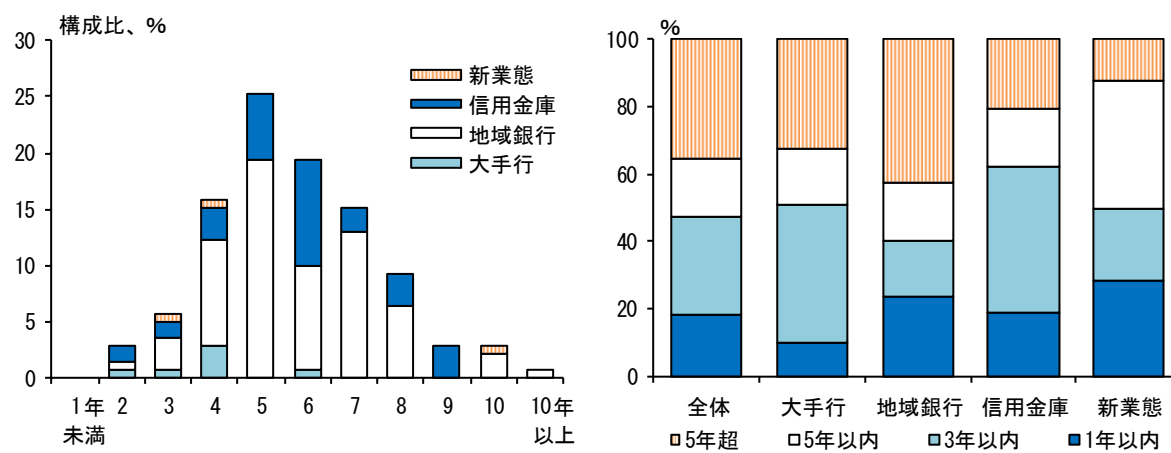
BOX 2 預金の粘着性とその可変性

粘着的な預金とは

粘着的で金利感応度の低い預金を獲得することは、安定的な資金調達基盤の基礎となり、銀行勘定の金利リスク量（IRRBB）の抑制につながる。その意味で、こうした預金の獲得は、預金取扱機関にとって重要なリスク管理手段の一つである。粘着的な預金には幾つかの定義があるが、その代表格がコア預金である。規制上のコア預金は、金融庁の監督指針において、「明確な金利改定間隔がなく、預金者の要求によって随時払い出しされる預金のうち、引き出されることなく長期間銀行に滞留する預金」と定義されている。普通預金のように契約上の満期がなく、随時引き出しが可能な要求払預金のうち、金利変動下においても長期にわたって口座に滞留する預金が、コア預金として認識されている。

規制上のコア預金は、標準的手法か内部モデル手法によって計測される。標準的手法では、コア預金のデュレーションは、最長満期が5年以内、平均満期が2.5年以内の範囲に定められている。また、コア預金の規模は、要求払預金に関する①過去5年の最低残高、②現残高と過去5年の最大年間流出額との差、③現残高の50%相当額のうち、①～③の最小値が上限となる。一方の内部モデル手法では、預金者行動をモデル化したコア預金モデルからデュレーションとコア預金額が導出される。幾つかのコア預金モデルが存在するが、基本的には、要求払預金残高の推移を説明するモデルをもとに、金利上昇局面においても口座に滞留する要求払預金を計測し、それを残存期間別に割り振るという手順がとられている。

図表 B2-1 コア預金の平均満期分布(左)と期間別残高構成(右)



(注) 集計対象は、左図が内部モデル手法を採用している金融機関、右図が全ての金融機関。2022年度末時点。
(資料) 日本銀行

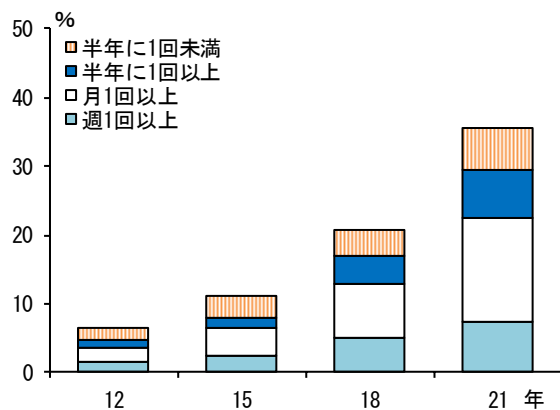
これまでの実績をみると、わが国の預金はきわめて粘着的であった。ペイオフが解禁された2005年以降、わが国の金融機関は、本格的な預金流出を経験したことがない。また、米国のMMFのように、預金の受け皿となる代替的な金融商品は限られている。このため、モデルによ

って計測されたコア預金のデュレーションは、標準的手法の水準（平均満期2.5年以内）を上回ることが多くなっている（図表B2-1）。最長満期を10年以上とする金融機関は全体の3割、平均満期を5年以上とする金融機関は全体の2割を占める。また、残存期間別にみたコア預金残高は、残存5年超の割合が4割近くに上る。デュレーションの長いコア預金を確保することで、地域銀行を中心に、銀行勘定の金利リスク量は相応に抑制されている（前掲図表IV-3-5）。

預金の粘着性は不変か

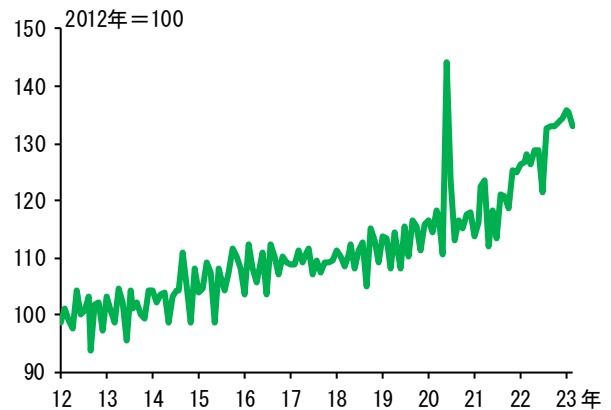
もっとも、今年3月の米欧銀行の預金流出から示唆されるように、預金の粘着性は状態依存的な面があり、必ずしも不変ではない。一般に粘着的とみられる小口の個人預金であっても、預金者からの信認が毀損すれば、その粘着性は損なわれる惧れがある。わが国預金の粘着性に関しても、幾つかの課題が指摘されてきた。第一に、粘着性の計測の難しさである。金融機関は、預金金利が完全に自由化された1994年以降、本格的な金利上昇局面を経験したことがない。また、ペイオフの解禁以降、大きな信用問題に直面したこともない。ストレス局面の経験が限られるなかで、預金の粘着性を実測することは容易ではない。このため、コア預金を計測する内部モデルは、様々な工夫が施されている⁶⁷。

図表 B2-2 オンラインバンキングの利用率



(注) スマートフォン向けバンキングの利用率。
(資料) 全国銀行協会

図表 B2-3 要求払預金の回転率



(注) 1口座当たりの小口振込件数（季節調整値）。直近は2023年3月。
(資料) 全国銀行資金決済ネットワーク、日本銀行

第二に、預金の粘着性が構造的に変化している可能性がある。IV章5節で指摘したとおり、わが国におけるオンラインバンキングの利用率は、海外対比では低水準ながら、その水準は趨勢的に高まっている（図表B2-2）。多様な決済サービスや利便性の高いモバイルサービスが順次導入されるなか、預金のスイッチングコストが低下し、それに伴い粘着性も低下している可能

⁶⁷ 例えば、金利の上昇局面と低下局面において、要求払預金の増減パターンが対称になると仮定するモデルや、預金金利の完全自由化以前の金利上昇局面のサンプルを用いるモデルなどがある。詳しくは次の文献を参照。日本銀行金融機構局、「コア預金モデルの特徴と留意点——金利リスク管理そして ALM の高度化に向けて——」、日本銀行調査論文、2014年3月。

性がある⁶⁸。実際、普通預金1口座当たりの振込件数が表す要求払預金の回転率は、この10年で趨勢的に上昇している（図表B2-3）。

第三に、前述のとおり、預金の粘着性には状態依存的な面がある。個人預金比率など基本的な要素以外にも、預金の粘着性——および、その決定要因となるスイッチングコスト——の変化を説明する要素があり得る。この点を検証するため、限られたサンプル期間ではあるが、預金金利の上下動が観察された局面（2006年7月から2008年10月）における銀行（3メガ行を除く）と信用金庫を対象にパネル推計を行った（図表B2-4）。推計では、定期預金金利を被説明変数とし、①預金構成を表す個人預金比率、②バランスシート構成を表す預貸比率（貸出残高/預金残高）、③預金市場における占有度を表すハーフィンダール指数、④3メガ行の預金金利を説明変数とした。また、貸出金利水準や預金金利水準、預金残高をコントロール変数として取り入れている⁶⁹。

図表 B2-4 金利追従率に及ぼす影響

		被説明変数：定期預金金利（％）	
		モデル 1	モデル 2
説明変数	個人預金比率（％）	-0.295***	-0.325***
	預貸比率（％）	0.223**	0.227**
	ハーフィンダール指数	-0.171***	-0.207***
	3メガ行の預金金利（％）	0.492***	0.488***
	不良債権比率（％）	—	0.428***
	利上げ前の預金金利水準（％）	-0.956***	-0.947***
	預金残高（対数）	-0.018***	-0.014**
	貸出金利（％）	0.021	0.023
	定数項	0.794***	0.750***
R ² : within / between / overall		0.187 / 0.372 / 0.237	0.188 / 0.366 / 0.235
サンプル数		10,763	10,763

（注）1. パネル回帰（変量効果モデル）の推計結果。推計期間は2006年7月～2008年10月。

「利上げ前の預金金利水準」と「貸出金利」以外の説明変数は1期ラグ。

2. ***は1%、**は5%水準で有意。

（資料）日本銀行

推計結果（モデル1）をみると、個人預金比率にかかるパラメータは、符号がマイナスであり、かつ統計的に有意である。これは、個人預金のスイッチングコストが相対的に高いために、個人預金比率が高いほど、預金の粘着性が高まることを捉えている。預貸比率にかかるパラメータも、統計的に有意にプラスである。このことは、預貸比率が高いほど、金融機関は預金金利を高め設定するインセンティブがあることを示している。

3メガ行の預金金利にかかるパラメータは、統計的に有意にプラスである。3メガ行に追随し

⁶⁸ オンラインバンキングの普及が預金の粘着性に及ぼす影響については、次の文献を参照。Koont, N., Santos, T., and Zingales, L., "Destabilizing Digital 'Bank Walks,'" New Working Paper Series, no.328, The University of Chicago Booth School of Business, May 2023.

⁶⁹ 厳密には、被説明変数および、説明変数の預金金利と貸出金利は、政策金利に対する追従率を採用した。なお、データ制約により、流動性預金金利ではなく、期間の短い定期預金の金利を分析対象としている。

て、周囲の金融機関が預金金利を改定する傾向が確認できる。同様の傾向は、それぞれの地域でも観察される。地域の有力行が先行して預金金利を改定し、周囲の金融機関が追随するという構図である。このように、預金市場の競争環境も、預金の粘着性を左右する面がある。その後、インターネット専門銀行の市場プレゼンスが高まったことを踏まえると、競争環境に規定される預金の粘着性は、さらに変化している可能性がある。

次に、預金者の信認が預金の粘着性に及ぼす影響を確認するため、預金者の信認の代理変数として、不良債権比率を説明変数に追加した。その推計結果（モデル2）が示すとおり、不良債権比率にかかるパラメータは統計的に有意にプラスである。このことは、不良債権比率が高く——預金者の信認が低く——なるほど、預金のスイッチングコストが低下することを意味している。預金者の信認が低い金融機関は、個人預金比率や預貸比率など他の条件が一定であっても、預金の粘着性が低い可能性がある。

金融機関には、自身の預金の粘着性について、これまでどおり、定期的に検証することが求められる。その際、預金の粘着性が変化している可能性も念頭に置くことが望ましい。ソーシャルメディアが、預金の粘着性に影響を及ぼすことも考えられる。今年3月の米欧銀行の急速な預金流出の背景には、SNSが預金のスイッチングコストを引き下げていた可能性がある。また、SNS上では、金融機関に関する情報も飛び交っており、中には、不正確な情報も散見される。金融機関の中には、ソーシャルメディアの監視を定例業務化している先もある。

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)

コア業務粗利益 = 資金利益 + 非資金利益

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。