



BOJ
Reports & Research Papers

Financial System FSR Report

金融システムレポート



日本銀行
2024年4月

本レポートが分析対象としている大手行、地域銀行、信用金庫は次のとおりです。

大手行は、みずほ、三菱 UFJ、三井住友、りそな、埼玉りそな、三菱 UFJ 信託、みずほ信託、三井住友信託、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（2024 年 3 月末時点）。

本レポートは、原則として 2024 年 3 月末までに利用可能な情報に基づき作成されています。

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

【本レポートに関する照会先】

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

金融システムレポートの目的

日本銀行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連関に留意しながら、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。

2024年4月号の問題意識

今回のレポートでは、当面のリスクとして注目すべき、不動産リスクと金利リスクを掘り下げて分析する。そのうえで、わが国金融システムの頑健性と潜在的な脆弱性を評価する。

不動産リスクは、国際的に議論されているリスクの一つでもある。米欧の不動産市場は調整色が強まっており、その影響は、同市場に対するエクスポージャーをもつ邦銀や、世界分散投資を行う不動産ファンドを介して、わが国の金融システムにも及び得る。これまでのところ、わが国の不動産市場に大きな調整圧力はみられないものの、都心の商業地区では注意すべき変化もみられる。内外の不動産リスクが金融システムに及ぼす影響を的確に評価することが重要になっている。

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、市場金利が上昇するもとで一段と高まっている。また、長期にわたる低金利環境のもとで、金融機関だけでなく、家計や企業の金利リスクプロファイルも変化している。こうした変化も踏まえ、金利上昇に対する経済主体ごとの耐性や、金利上昇が金融機関の運用収益や調達コストに転嫁されるスピード・大きさについて詳細に点検する。

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	15
1. 銀行部門の金融仲介活動	15
(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	21
3. 金融循環	25
(1) 金融循環と経済変動リスク	
(2) 金融循環と不動産関連市場	
IV. 金融機関が直面するリスク	34
1. 信用リスク	34
(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	47
3. 銀行勘定の金利リスク	53
(1) デュレーション・ギャップの変化	
(2) デュレーション構成と金利リスクの関係	
4. 資金流動性リスク	59
5. 経営環境の変化がもたらすリスク	64
(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	

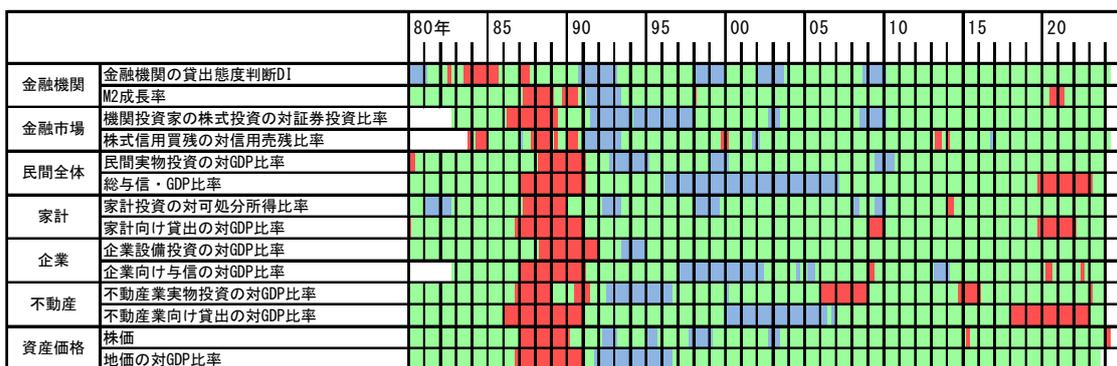
V. 金融システムの頑健性	69
1. 金融機関の損失吸収力	69
(1) 自己資本の充実度と損失吸収力	
(2) 資本基盤と収益力を踏まえた資本政策	
2. マクロ・ストレステスト	74
(1) ベースライン・シナリオ	
(2) 金融調整シナリオ	
(3) 逆イールド+1 シナリオ	
(4) 金融システムの頑健性評価	
BOX 1 日米の商業用不動産市場	84
BOX 2 住宅ローンの信用リスク	87
BOX 3 プライベートファンド市場の拡大	89
BOX 4 最近の金利動向	92
BOX 5 移行リスクのシナリオ分析	94
付録：基本用語の定義	96

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。

金融仲介活動は円滑に行われている。貸出市場では、金融機関の融資姿勢は引き続き積極的であり、残高増加が続いている（今年3月の金融政策の枠組み見直し前後の金利動向についてはBOX4を参照）。こうした金融仲介活動に、大きな不均衡は認められない（図表I-1）¹。

図表 I-1 ヒートマップ



（注）図表Ⅲ-3-1 参照。

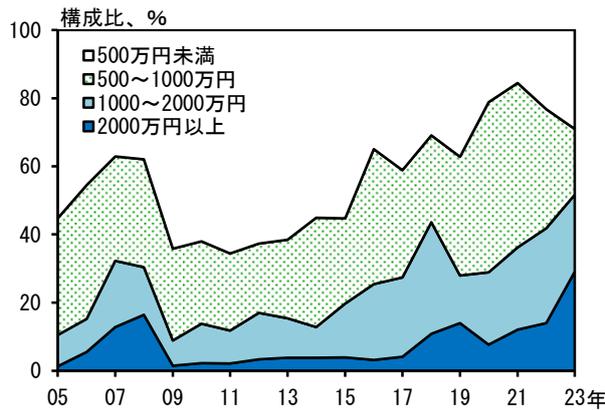
わが国の金融機関は、様々なストレスに耐え得る、充実した資本基盤と安定的な資金調達基盤を有している。ただし、テールリスクへの警戒は引き続き重要である。世界的な金融引き締め継続とそれに伴う海外経済の減速懸念など、ストレス局面は一段と長引く可能性がある。より長期的な視点からみると、金融機関の損失吸収力の低下が、金融仲介活動の停滞や、過度な利回り追求など金融仲介活動の過熱につながる可能性がある。これらの観点から以下の潜在的な脆弱性に的確に対処し、わが国金融システムの安定性を将来にわたって確保していく必要がある。

内外の不動産リスクとその影響（→Ⅲ章3節、Ⅳ章1節、2節、Ⅴ章2節、BOX1）

わが国の不動産市場では、一部に割高感が窺われる。都心の商業地区において、局所的に高額帯の取引が増えている（図表I-2）。これまでのところ、オフィス空室率の上昇は、幅広い地域で観察される米国とは異なり、都心の一部に限られる。ただし、これまで不動産取得に積極的だった海外投資家が、昨年後半に4年振りの売り越しに転じるなど、変化もみられる（図表I-3）。

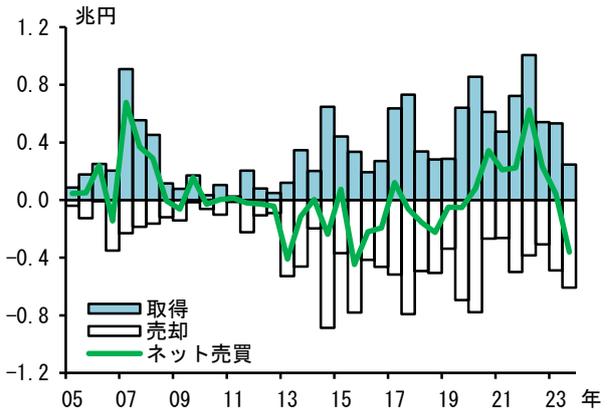
¹ 図表I-1のヒートマップでは、「株価」に過熱を示す「赤」が点灯した。株価は、企業業績やガバナンス改革に対する期待から、上昇している。これまでのところ、金融循環における株価上昇の寄与は限定的であり、株価の上昇トレンドは、過去に不均衡が蓄積した局面との対比では緩やかである（Ⅲ章3節を参照）。また、バリュエーション上、過去平均的な水準にとどまっている。

図表 I-2 取引価格分布



(注) 都心5区の商業地取引価格。図表Ⅲ-3-11 参照。

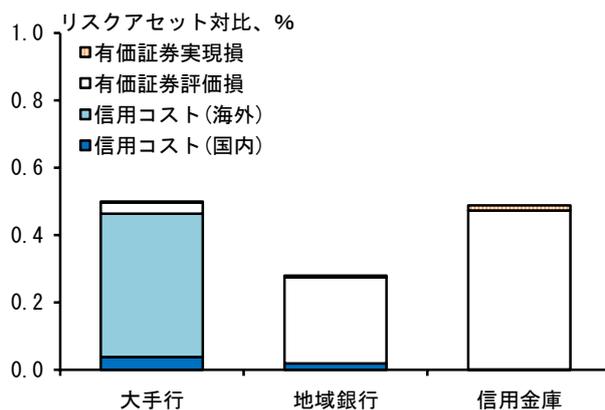
図表 I-3 海外投資家の不動産売買



(注) 図表Ⅲ-3-12 参照。

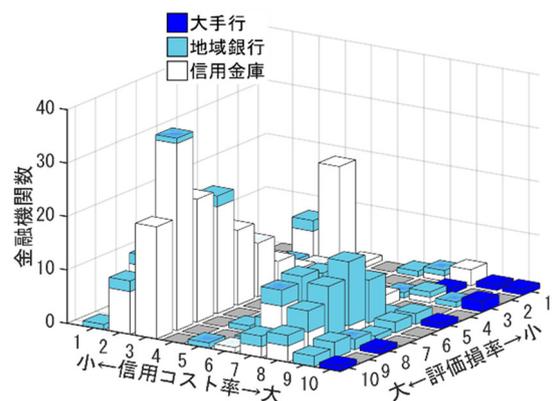
この間、米国では、オフィス向け貸出の延滞率が一段と上昇している。米国をはじめとする海外不動産市場の変調が、世界分散投資を行う海外ファンドを介してわが国不動産市場に及ぼす影響について、今後も注視する必要がある。こうした問題意識から、今回のマクロ・ストレステストでは、海外市場の調整を契機に、都市圏の商業用不動産価格が局所的に調整するリスクを想定した。テスト結果からは、不動産ショックのもとで発生する金融機関の経済損失（国内外の信用コストと有価証券の評価損・実現損）は、マクロ的には限定的であることが確認できる（図表 I-4）。邦銀による海外不動産ファイナンスは僅少であり、米国市場の大幅な調整を想定しても、追加損失は限られる。

図表 I-4 不動産ショックの経済損失



(注) 図表V-2-8 参照。

図表 I-5 損失タイプ別にみた金融機関の分布

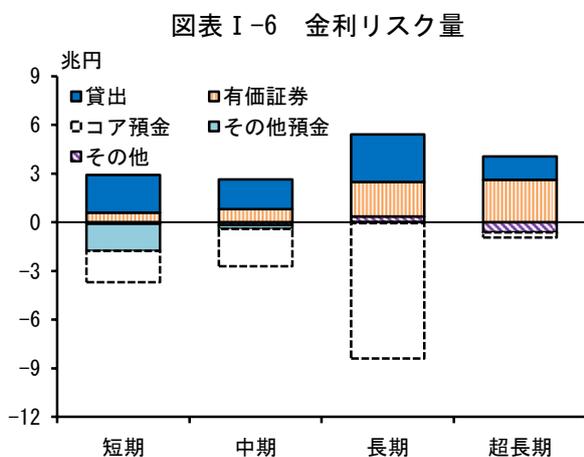


(注) 図表V-2-10 参照。

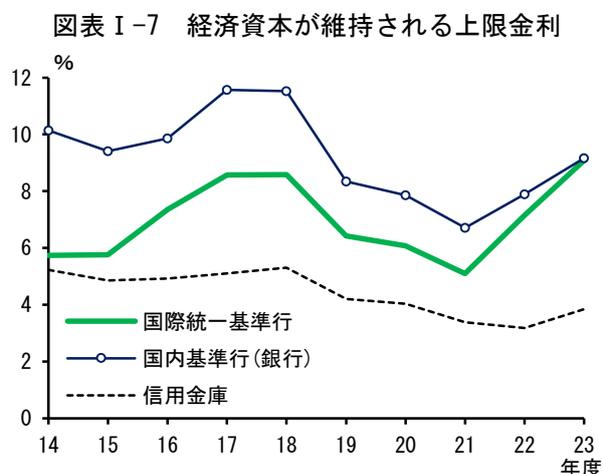
ただし、国内では、金融循環の拡張局面が長期化するなか、金融機関の不動産関連エクスポージャー（貸出および有価証券投資）が積み増されている。特に、都市圏の不動産に対する共通エクスポージャーが拡大している。このため、都市圏の商業用不動産市場に限定された局所的なショックであっても、業態を問わず、全国の幅広い金融機関に影響が及び得る（図表 I-5）。

金利上昇に対する経済主体ごとの耐性（→Ⅲ章3節、Ⅳ章1節～3節）

銀行部門の円貨金利リスク量（銀行勘定の100bpv、コア預金を勘案したベース）をみると、資産サイドと負債サイドのリスク量は概ねバランスした姿となっている（図表I-6）。直近にかけては、金利上昇リスクが意識されるなか、有価証券デュレーションが短期化するなど、デュレーション・ギャップ（資産・負債の金利更改期間の差、コア預金を勘案しないベース）が縮小方向にある。こうしたリバランス行動を反映して、金利上昇に対する金融機関の耐性は改善傾向にある。図表I-7は、有価証券の評価損が拡大しても、金融機関が十分な損失吸収力を維持できる10年国債の上限金利を試算した結果である。低金利環境下において低下傾向にあった上限金利は、直近にかけて反転している。



（注）図表IV-3-1 参照。

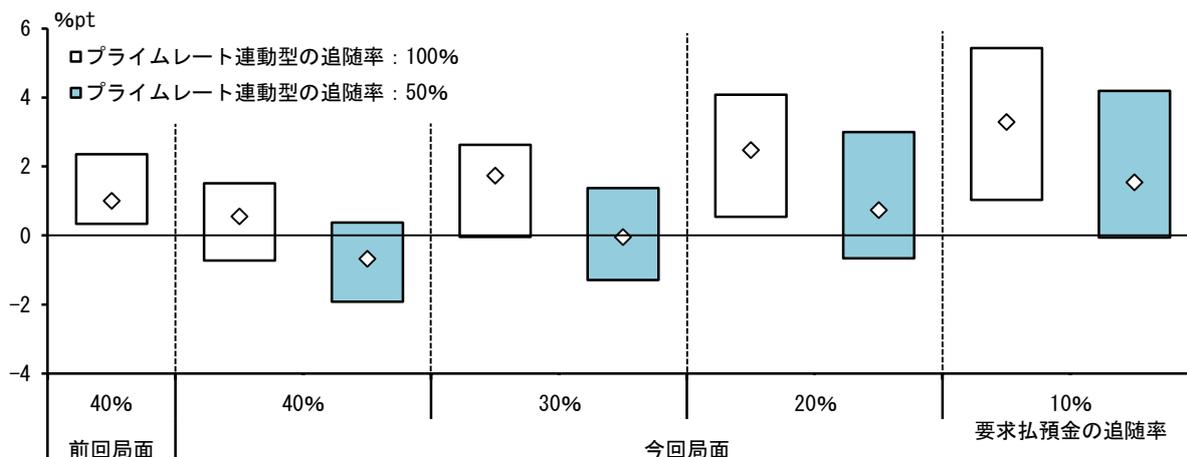


（注）評価損益算入後の自己資本比率が規制水準に一致する、10年国債金利の試算値。図表IV-2-7 参照。

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

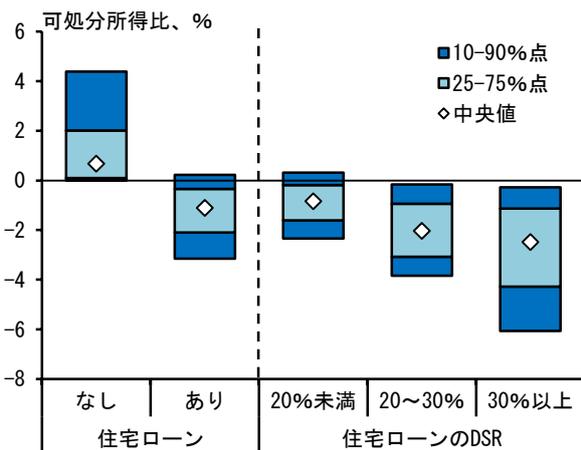
家計部門においては、景気改善とそのもとでの金利上昇は、全体として、所得や利息収支の改善につながるが見込まれる。住宅ローン債務者も、激変緩和措置によって短期的な元利返済額の増加が抑制されるほか、預金など保有資産からの利息収入の増加が返済負担を部分的に相殺する（図表I-9）。企業部門においては、企業収益が改善基調にある。多くの企業は、高い借入金利であっても、利払い負担に耐え得る収益力を確保している（図表I-10）。ただし、家計・企業とも財務のばらつきが大きい。年収に対する年間返済額比率（DSR）が高い家計や利払い能力（ICR）が低い企業の中には、金利上昇に対する耐性が低い先もある。

図表 I-8 シミュレーション結果：利息収支の変化



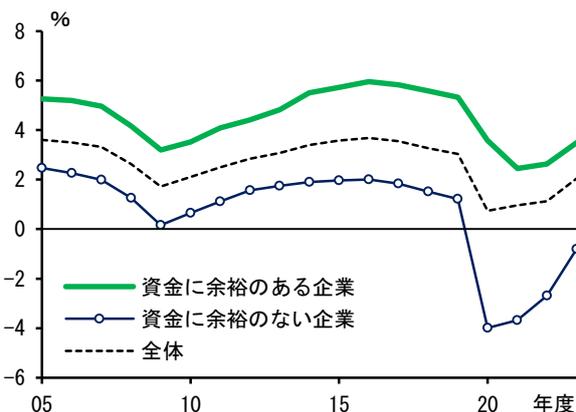
(注) イールドカーブが+0.1%pt 上昇した際の金融機関当たりの利息収支（対国内資金利益比率）の変化について、中央値（マーカー）と 25-75%点（バンド）を表示。その他の金利追随率は、プライムレート連動型以外の貸出と有価証券が 100%、定期性預金が 80%。「前回局面」は 2006 年度時点、「今回局面」は 2023 年 9 月時点。図表 IV-3-7 参照。

図表 I-9 金利関連収支の変化



(注) 短期金利が+1%pt 上昇した際の世帯当たり収支変化の分布。図表 III-3-20 参照。

図表 I-10 ICR1 倍割れとなる借入金利



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

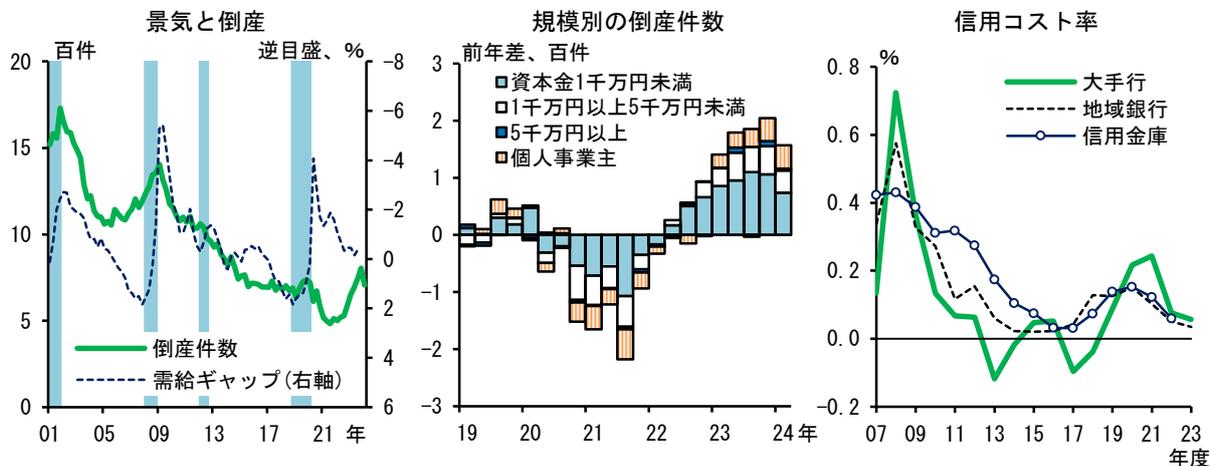
その他の注目すべき動き

企業倒産： 経済活動が回復基調にあるもとでも、企業倒産・デフォルトが増加している（図表 I-11）。労働市場がタイト化するなか、人手不足を事由とする倒産もみられる。そうしたもとでも、金融機関の信用コストは抑制されている。最近の倒産・デフォルトの大半を小規模企業が占めていることが、その一因である。ただし、最近の信用コストには、いわゆる越境貸出など、同一企業に対して複数の金融機関が貸出を実行している共通エクスポージャーの中から、大口の信用コストを計上する事例が散見される。こうした貸出先からは、金融機関が中間管理のための債務者情報を入手することが難しく、デットガバナンスが働きにくく

I. わが国金融システムの安定性評価（要旨）

なっている面がある。金融機関には、こうした情報ギャップを最小化する取り組みが不可欠である。（→Ⅲ章1節、Ⅳ章1節）

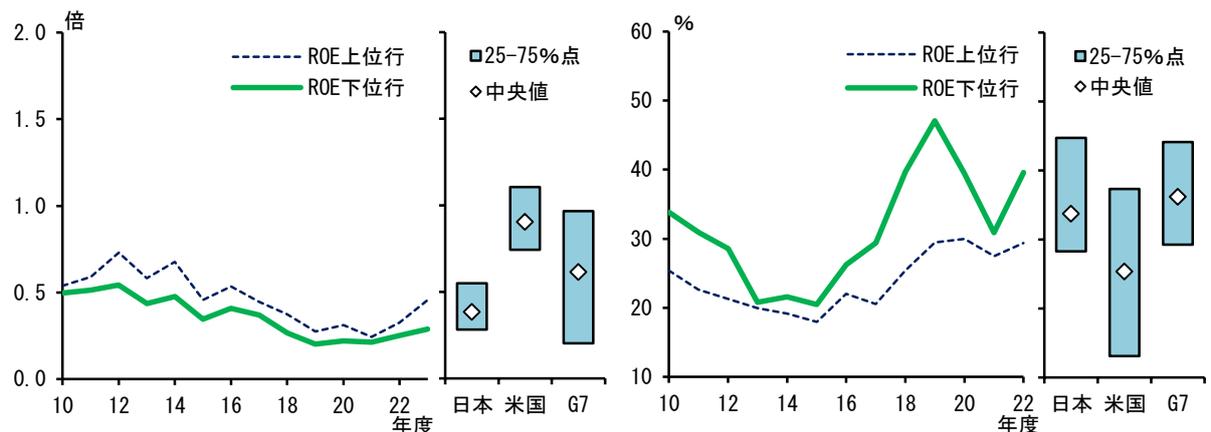
図表 I-11 倒産件数と信用コスト率



（注）図表Ⅳ-1-3、Ⅳ-1-6 参照。

株価： 株価が上昇している。最近の株高には、堅調な企業業績やガバナンス改革に対する市場の期待が反映されている。金融機関にとって、株高は株式リスク量の増加要因となる一方、益出し余力の改善要因にもなっている。この間、上場銀行は、市場評価の改善に向けて増配し、配当性向を引き上げてきた（図表 I-12）。こうした傾向は、収益力など損失吸収力の低い銀行からも観察される。資本政策における収益配分は、資本基盤と収益力を踏まえたものであることが望ましい。（→Ⅱ章2節、Ⅴ章1節）

図表 I-12 上場銀行の PBR(左)と配当性向(右)

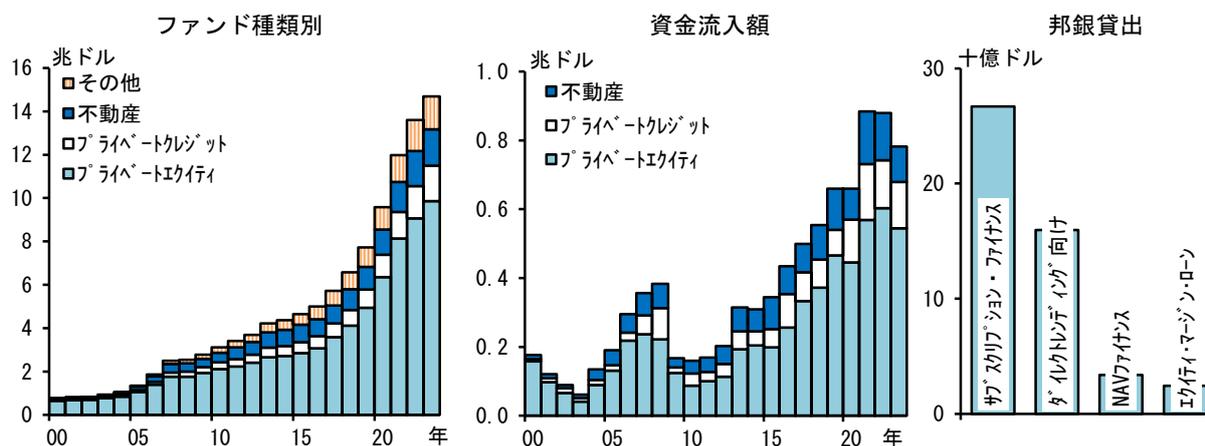


（注）「G7」は日本と米国を除く。図表Ⅴ-1-7 参照。

海外のプライベートファンド： 海外では、ここ数年、プライベートファンド市場が急成長を遂げている（図表 I-13）。プライベートファンドは、投資家からの投資資金と金融機関からの借入資金をもとに、伝統的な金融仲介を補完・代替する存在となっている。邦銀も、僅

ながら、プライベートファンドに対するエクスポージャーを有している。そのプライベートファンド市場は、投資資金の流入増加が頭打ちとなるなど、これまでの成長ペースに変化がみられる。また、ファンドの投資先企業の利払い負担が高まるなど、ファンドやファンドに融資する金融機関が負う信用リスクは高まりつつある。(→IV章1節、BOX3)

図表 I-13 プライベートファンド市場



(注) 集計対象は、左図が全世界、中図が米州。右図は3メガ行の米州ファンド向け貸出残高。図表 B3-1、B3-2 参照。

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²。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。

² 今年度考査の基本的な考え方については、「2024年度の考査の実施方針等について」(2024年3月)を参照。

II. 金融資本市場から観察されるリスク

- 2023 年度下期を通じてみると、国際金融市場では、金融引き締め長期化に対する懸念が後退するもとの、市場センチメントの改善が続いた。米欧では、長期金利の低下を受けて、リスク性資産価格が上昇した。
- 国内金融市場は、総じてみると落ち着いて推移した。短期金利は、日本銀行の金融市場調節方針に沿って推移した。長期金利は、米欧の長期金利に連れて推移し、期間を通じてみれば概ね横ばいとなった。国債市場の流動性・機能度は、総じて昨年初頃に比べて改善した状態が続いた。株価は、海外投資家の資金フローに牽引され、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。内外の金融市場では、米欧において、インフレ率が高止まりするリスクや、既往の金融引き締めが実体経済面・金融面に及ぼす影響が懸念されている。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 年度下期を通じてみると、国際金融市場では、金融引き締め長期化に対する懸念が後退するもとの、市場センチメントの改善が続いた。米欧では、長期金利の低下を受けて、リスク性資産価格が上昇した。もっとも、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。米欧の金融政策を巡る思惑から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る。

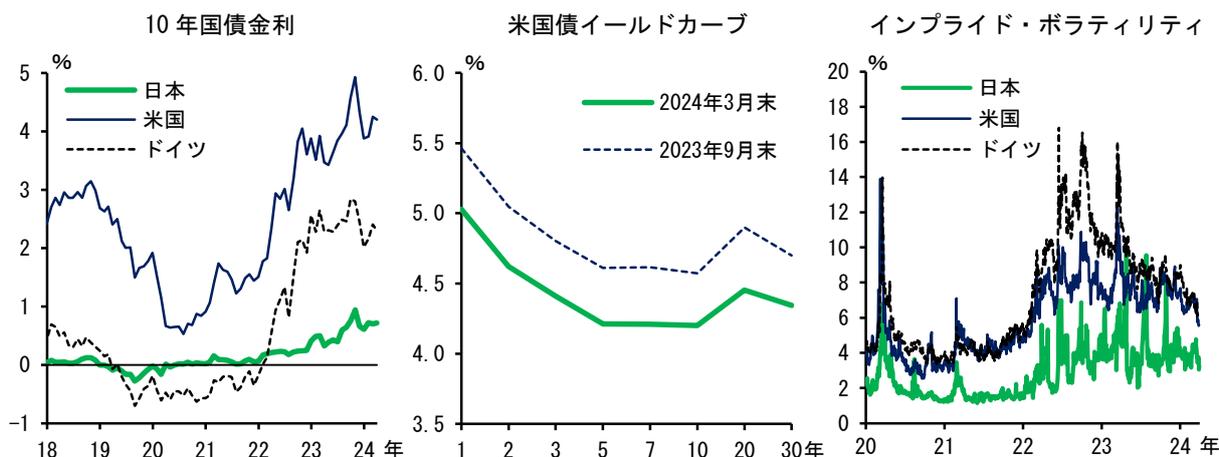
米欧の国債市場

米欧の長期金利は、昨年 10 月下旬にかけて上昇した後、金融引き締め長期化に対する懸念が後退するもとの大幅に低下し、期間を通じてみれば低下した（図表 II-1-1）。米国債のイールドカーブは、逆イールド化した状態が続いた。長期国債先物のインプライド・ボラティリティは、米欧とも、引き続き高水準で推移した。

米欧の株式市場

米欧の株価は、長期金利の低下が好感されるもとの、大幅に上昇した（図表 II-1-2）。米国では、S&P500 が既往最高値を更新した。米国の予想 EPS は、生成 AI をはじめとする新技術

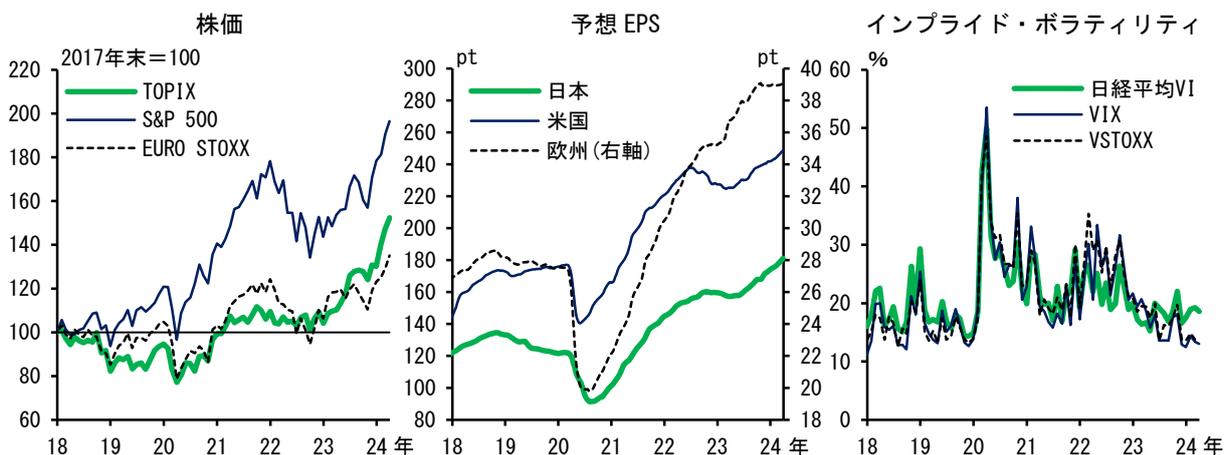
図表Ⅱ-1-1 国債市場



(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2024年3月、右図が2024年3月末。

(資料) Bloomberg

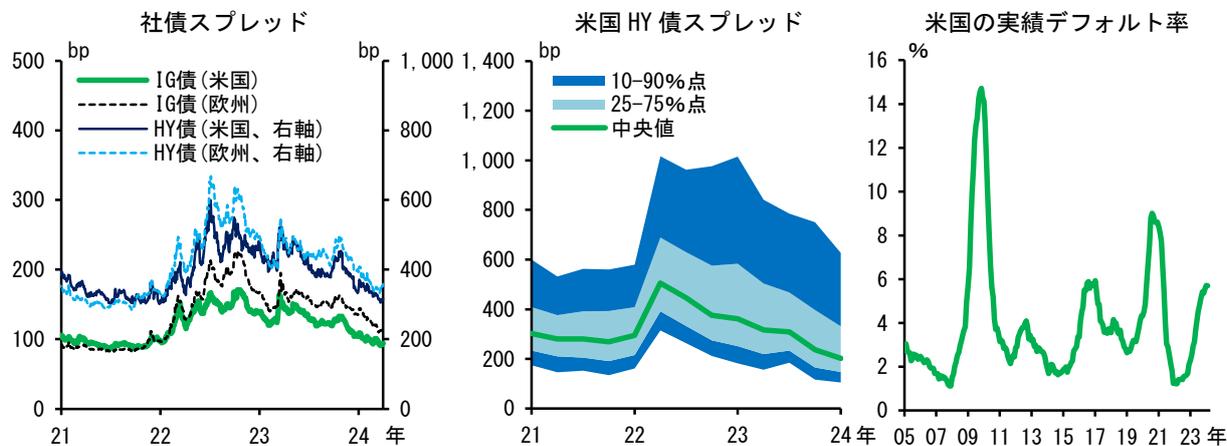
図表Ⅱ-1-2 株式市場



(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2024年3月、中国が2024年3月末。

(資料) Bloomberg、LSEG Datastream

図表Ⅱ-1-3 社債市場



(注) 1. 左図の「IG債」は投資適格債、「HY債」はハイイールド債。直近は2024年3月末。

2. 中国は、銘柄別データをもとに算出。直近は2024年3月末。

3. 右図は、投機的格付の社債・貸出等の過去12か月間のデフォルト率。直近は2024年2月。

(資料) ICE Data Indices, LLC、Moody's Ratings

II. 金融資本市場から観察されるリスク

1. 国際金融市場

普及への期待感から、ハイテク企業や半導体企業を中心に、緩やかな上昇が続いた。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。

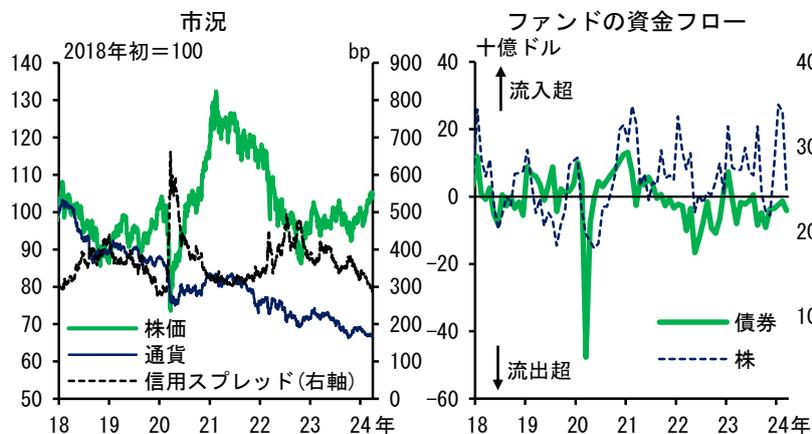
米欧のクレジット市場

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）債とも縮小した（図表Ⅱ-1-3 左図）。米国のHY債スプレッドは、全体として2022年初の水準まで縮小した。もっとも、一部の銘柄では、既往の金融引き締めの影響などから、なお大きく拡大した状態にある（図表Ⅱ-1-3 中図）。デフォルト率の高止まりを懸念する市場参加者の声も聞かれている（図表Ⅱ-1-3 右図）。

新興国市場と国際商品市場

新興国市場でも、市場センチメントの改善が続いた。株価や通貨が底堅く推移し、国債の信用スプレッドは幾分縮小した（図表Ⅱ-1-4）。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の長期化に対する懸念が後退するもとの流出超幅が縮小した。株式ファンドは、再び流入超に転じた。

図表Ⅱ-1-4 新興国市場

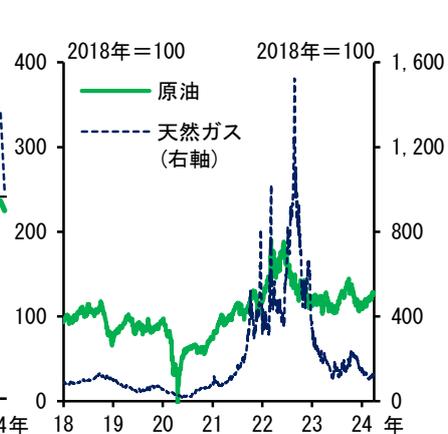


(注) 1. 左図の「株価」はMSCI EM Local 指数、「通貨」は J.P.Morgan EMCI 指数、「信用スプレッド」はドル建て新興国債の対米国債スプレッド（EMBI スプレッド）。

2. 直近は、左図が2024年3月末、右図が2024年3月。

(資料) Bloomberg、EPFR、Haver Analytics

図表Ⅱ-1-5 商品市況



(注) 「原油」はWTI先物、「天然ガス」はオランダ TTF 先物。直近は2024年3月末。

(資料) Bloomberg

国際商品市場では、中東情勢の緊迫化を背景に、商品価格が上昇する場面がみられた（図表Ⅱ-1-5）。もっとも、原油価格は、産油国による追加の協調減産が見送られたことから、期間を通じてみれば下落した。天然ガス価格も、欧州の天然ガス在庫が高水準で推移するもとの、横ばいとなった。

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。短期金利は、日本銀行の金融市場調節方針に沿って推移した。長期金利は、米欧の長期金利に連れて推移し、期間を通じてみれば概ね横ばいとなった。国債市場の流動性・機能度は、総じて昨年初頃に比べて改善した状態が続いた。株価は、海外投資家の資金フローに牽引され、大幅に上昇した。

長短金利の動向

短期金利（無担保コールレート翌日物）は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとでマイナス圏で推移したが、今年3月に日本銀行が金融政策の枠組みを見直した後は、新たな金融市場調節方針に沿って0～0.1%で推移した^{3,4}（図表Ⅱ-2-1）。長期金利は、日本銀行が長短金利操作の運用の柔軟化や枠組みの見直しを決定するも、米欧の長期金利に連れて推移し、期間を通じてみれば概ね横ばいとなった。国債のイールドカーブも、概ね不変となった（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、先行きの金利上昇に対する警戒感もあって、振れを伴いつつ高水準で推移した（前掲図表Ⅱ-1-1）。

国債市場の流動性・機能度

国債市場の流動性・機能度は、総じて昨年初頃に比べて改善した状態が続いた⁵。債券市場サーベイをみると、「低い」超幅の縮小が続いた⁶（図表Ⅱ-2-3）。金利動向をみると、国債のイールドカーブは滑らかな形状が続いたほか、同時期に償還される銘柄間の利回り差も解消した状態が続いた（図表Ⅱ-2-4）。流動性指標をみると、現物国債のディーラー間取引高は、ひと頃に比べ幾分増加した（図表Ⅱ-2-5）。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、先行きの金利上昇に対する警戒感などから悪化する場面もみられたが、総じて昨年初頃に比べて改善した状態にある。

³ 日本銀行は、昨年10月、長短金利操作の運用のさらなる柔軟化を決定した。具体的には、長期金利の操作目標の上限の「目途」を1.0%とした。また、同水準で毎営業日無制限の国債買入れを行う運用を取り止め、大規模な国債買入れと機動的なオペ運営を中心に運用していくこととした。

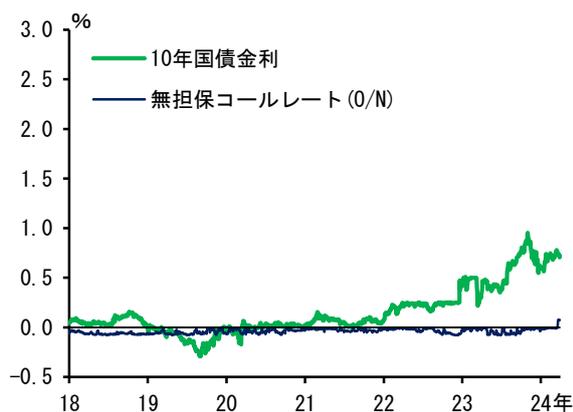
⁴ 日本銀行は、今年3月、2%の「物価安定の目標」が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至ったと判断し、金融政策の枠組みの見直しを決定した。具体的には、政策金利を無担保コールレート翌日物としたうえで、それを0～0.1%程度で推移するよう促すことを決定した。長期国債の買入れについては、これまでと概ね同程度の金額（足もとの月間買入れ額は6兆円程度）で継続することとした。このほか、ETFおよびJ-REITの新規の買入れを終了することなども決定した。

⁵ 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。

⁶ 第18回債券市場参加者会合（2023年12月開催）の参加者からは、「（国内の）長期金利の海外金利や国内物価動向との連動性が高まり、債券市場の機能度は改善傾向にある」「定例の国債買入れ額が減額されたことは、債券市場の需給等を踏まえた機動的なオペ運営として、金利形成の安定化に資する」との指摘があった。

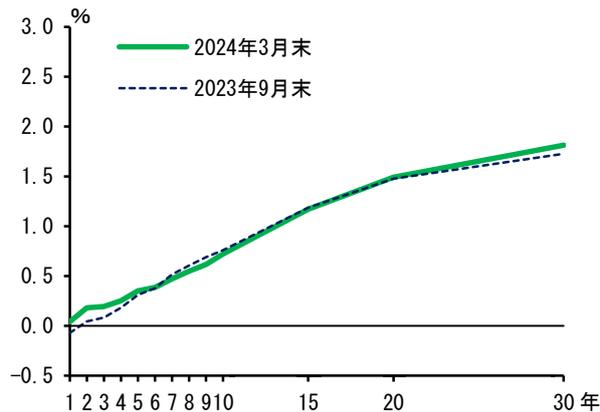
II. 金融資本市場から観察されるリスク
2. 国内金融市場

図表 II-2-1 長短金利



(注) 直近は 2024 年 3 月末。
(資料) Bloomberg、日本銀行

図表 II-2-2 国債のイールドカーブ



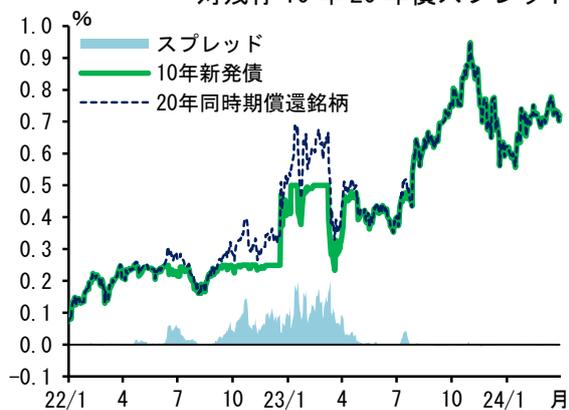
(資料) Bloomberg

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 2024 年 2 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 2024 年 3 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



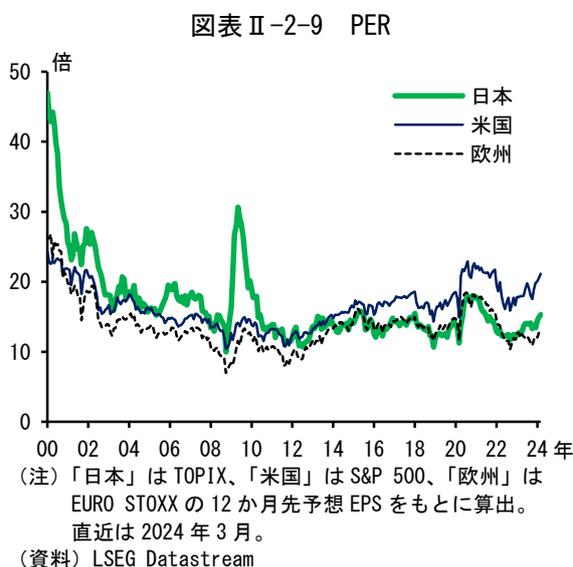
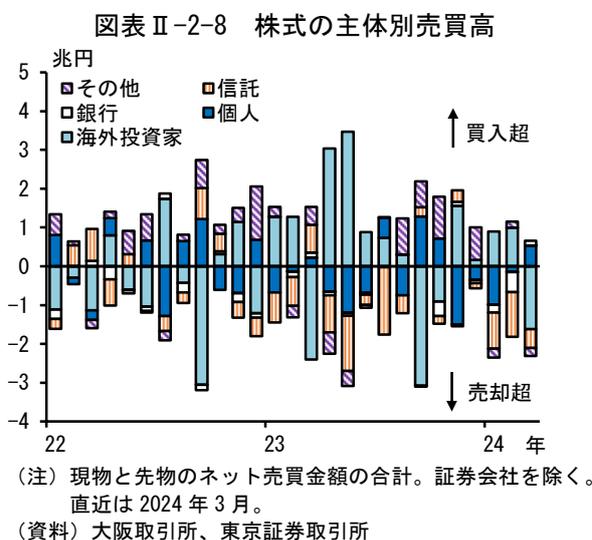
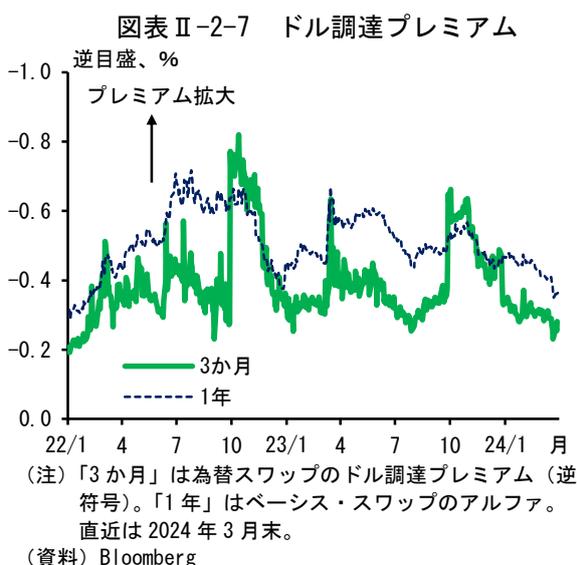
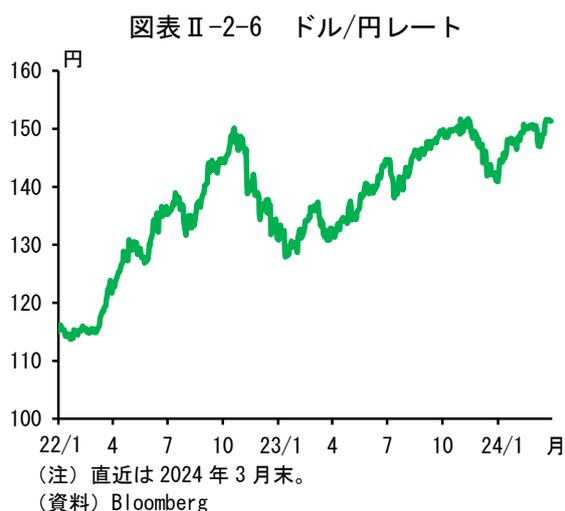
(注) 1. 左図は、日本相互証券の現物国債のディーラー間取引高 (2、5、10、20、30、40 年債)。直近は 2024 年 3 月。
2. 中図は、長期国債先物の 1 分ごとのベストアスクの枚数 (日中の中央値)。右図は、各営業日における長期国債先物の 1 取引当たりの価格変化幅。後方 10 日移動平均。直近は 2024 年 3 月末。
(資料) QUICK、日本経済新聞社「日経 NEEDS」、日本相互証券

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。また、中長期的にみると、依然として悪化した状態にあることも踏まえ、金融政策の枠組みの見直し後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、本年初にかけて、米国金利の低下に連れてドル安・円高方向の動きとなる場面がみられた（図表Ⅱ-2-6）。もっとも、その後は、日米の金利差が意識されるもとで上昇し、期間を通じてみれば概ね横ばいとなった。なお、為替スワップ市場におけるドル調達プレミアムは、総じてみれば落ち着いている（図表Ⅱ-2-7）。

資本市場をみると、株価は、堅調な企業決算やガバナンス改革に対する期待から、海外投資家の資金フローに牽引され、大幅に上昇した（前掲図表Ⅱ-1-2、図表Ⅱ-2-8）。本年入り後



II. 金融資本市場から観察されるリスク

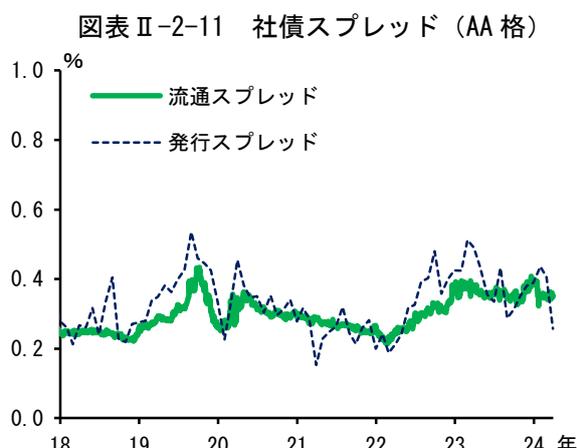
3. 金融市場を巡るリスク

は、新しい NISA 制度の開始に伴う資金流入期待や、米国ハイテク企業の株高を受けた半導体関連銘柄の上昇も、株価の押し上げに寄与した。日経平均株価は、既往最高値を更新した。予想 EPS は、国内の経済活動の回復や価格転嫁の進展を背景とした堅調な企業決算を受けて、上昇が続いた（前掲図表 II -1-2）。PER は、引き続き過去平均並みの水準にはとどまっているものの、一段と上昇している（図表 II -2-9）。

不動産投資信託（J-REIT）の価格は、株価が大幅に上昇するなかでも、上値の重い展開が続いた（図表 II -2-10）。市場では、高めのオフィス空室率や、先行きの国内金利上昇が意識されている。



（注）直近は 2024 年 3 月末。
（資料）Bloomberg



（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 2024 年 3 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 2024 年 3 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

この間、社債の発行・流通スプレッドは概ね横ばいとなった（図表 II -2-11）。CP の発行レートは、短期金利に連れて幾分上昇した。金利上昇が意識されるもとで、CP・社債の発行年限・タームが短期化した。

3. 金融市場を巡るリスク

金融市場を巡る不確実性は引き続き大きい。内外の金融市場では、米欧において、インフレ率が高止まりするリスクや、既往の金融引き締めが実体経済面・金融面に及ぼす影響が懸念されている。また、米国の短期金融市場では、FRB のバランスシート縮小に伴い、金利上昇圧力が生じる可能性も懸念されている。

株式市場やクレジット市場では、米欧の既往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、米欧の不動産業

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意識されている。米国の銀行業では、中堅・中小銀行を中心に、商業用不動産向け貸出における信用コストの増加が懸念されている。

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、財政・金融面の脆弱性を抱える国を中心に、引き続き注意が必要である。国際商品市場では、ウクライナや中東情勢など地政学的な要因や中国経済の減速が資源・穀物価格に及ぼす影響に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。

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、経済活動の回復に伴う運転資金需要に応需している。大手行の海外貸出は、海外経済の下振れリスクが意識されるなか、選別的に行われている。この間、有価証券投資は、金利上昇リスクが意識されるなか、慎重な運用が行われている。
- 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。投資ファンドは、家計からの資金流入を背景に、運用資産の拡大が続いている。ディーラー・ブローカーによる両建ての短期レポ取引も引き続きみられる。他方、生命保険会社では、海外金利の逆イールド化が外債ポジションの削減圧力となっている。
- 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、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だことで、プラス幅がひと頃に比べて縮小している。ただし、金融循環の拡張局面が長引くもとで、不動産関連貸出の水準が切り上がっている。貸出の増加やオフィスの大量供給が続く商業用不動産市場では、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、前年比+3%程度の伸びが続いている^{7,8}（図表Ⅲ-1-1）。引き続き、経済活動の回復に伴う運転資金需要が貸出増加の主因となっている。加えて、不動産関連の資金需要や企業買収に伴う資金需要も増えている。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）の返済が貸出減少要因となっている。

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-1-2）。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-1-3右図）。

⁷ 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は、ゼロゼロ融資の返済が残高減少要因となっている。一方、経営改善支援に関連した貸出が残高増加要因となっている。また、能登半島地震の被災企業からの返済猶予や借入の相談もみられる。

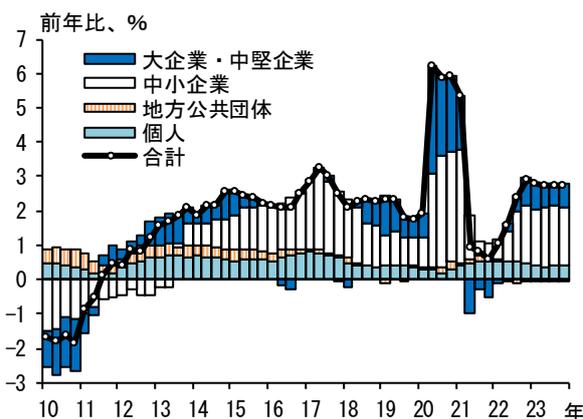
⁸ 外貨建て貸出（外貨インパクトローン）の円換算値に対しては、為替円安の影響が対前年でみた増加要因となっている。

図表Ⅲ-1-1 金融機関の国内貸出



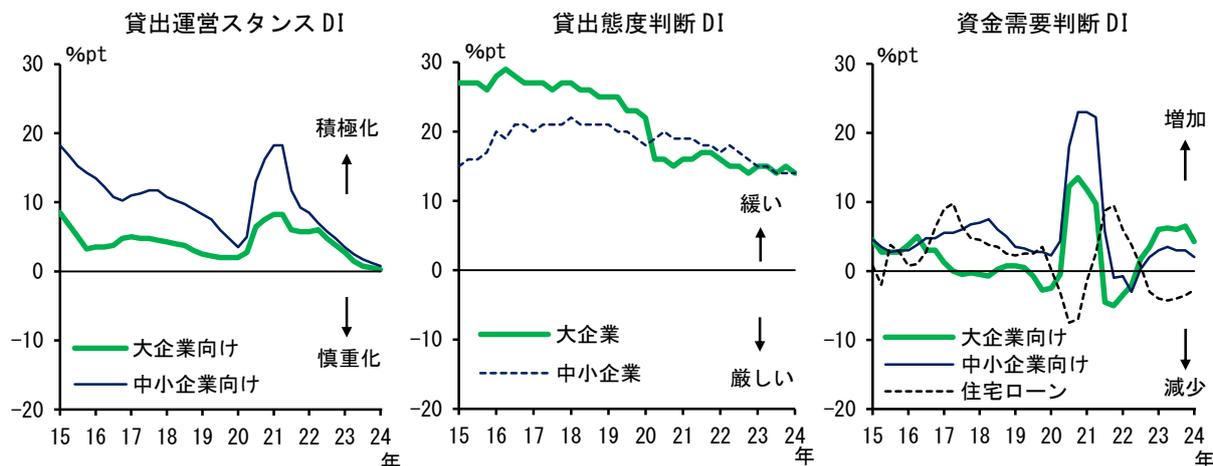
(注) 平残前年比。直近は2024年1~2月。
(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-1-2 金融機関の借入主体別貸出



(注) 末残前年比。銀行・保険業を除く。
直近は2023年12月末。
(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-1-3 貸出関連DI



(注) 1. 左図と右図は後方4期移動平均。直近は2024年1月。
2. 中図の直近は2024年3月。
(資料) 日本銀行

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、貸出金利益の増強を企図して、貸出増加を計画している。大手行・地域銀行とも貸出運営スタンスを慎重化させる先は無く、積極化した運営スタンスが維持されている(図表Ⅲ-1-3左図)。金融機関の貸出態度は、大企業からみても中小企業からみても緩和的である(図表Ⅲ-1-3中図)。

貸出先別の動向

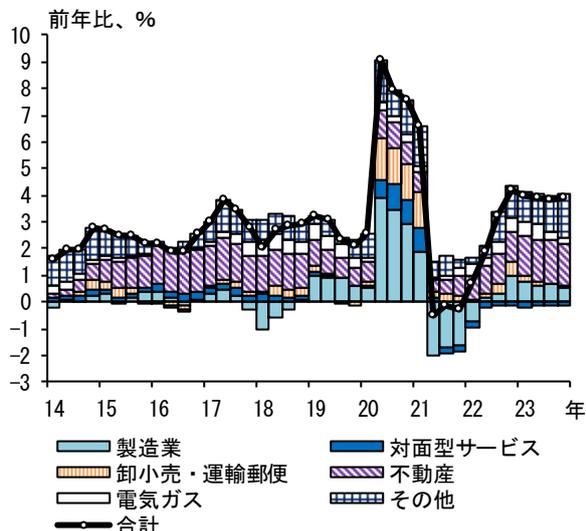
企業向け貸出を業種別にみると、不動産業向けの貸出増加が続いている(図表Ⅲ-1-4)。製造業や電気ガスでは、輸入財価格の下落を背景に運転資金需要が落ち着いたこともあり、伸びが鈍化している。資金使途別にみると、運転資金の前年比プラス幅は、大企業・中堅企業向けが縮小した一方、中小企業向けは横ばいとなっている(図表Ⅲ-1-5)。この間、設備資金

Ⅲ. 金融仲介活動

1. 銀行部門の金融仲介活動

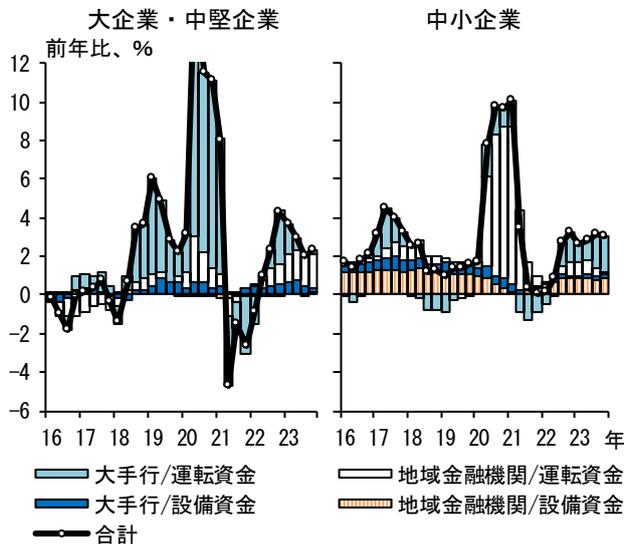
は、中小企業向けを中心に緩やかに増加している。経済活動の回復に伴う更新投資に加え、人手不足対応のための省力化投資や脱炭素に向けた設備投資も、貸出増加に寄与している。

図表Ⅲ-1-4 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12月末。
(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-1-5 企業向け貸出（使途別）



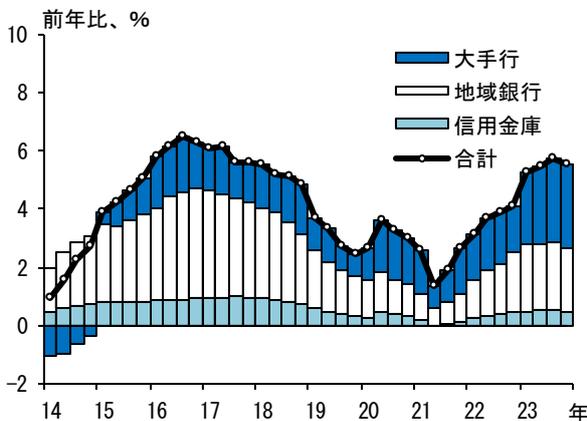
(注) 末残前年比。不動産・銀行・保険業を除く。直近は2023年12月末。

(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、高めの伸びが続いている（図表Ⅲ-1-6）。大手行では、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-1-7）。大手不動産デベロッパー向け（図中の「大企業」）の増勢も強まっている。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、堅調な資金需要に積極的に応需している。

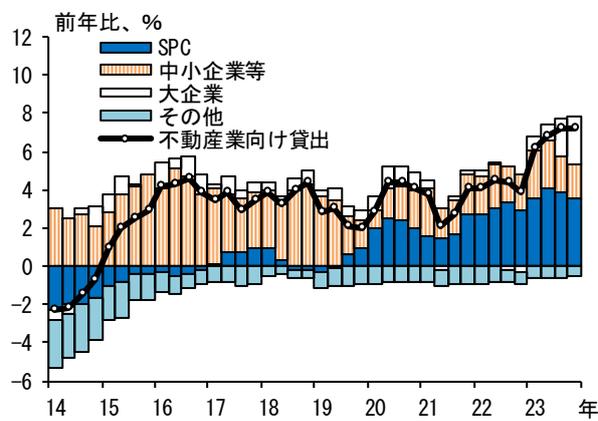
図表Ⅲ-1-6 金融機関の不動産業向け貸出



(注) 末残前年比。直近は2023年12月末。

(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-1-7 大手行の不動産業向け貸出



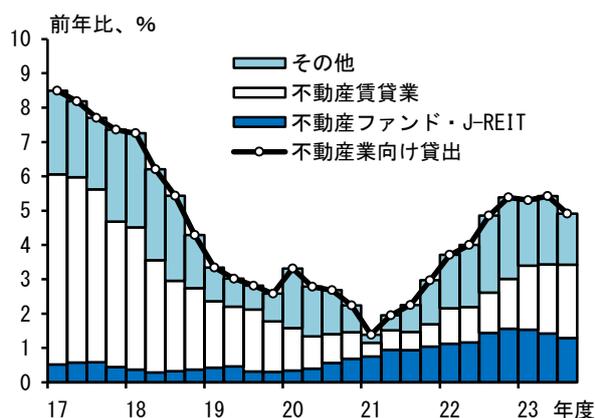
(注) 末残前年比。「中小企業等」はJ-REITを含む。

直近は2023年12月末。

(資料) 日本銀行

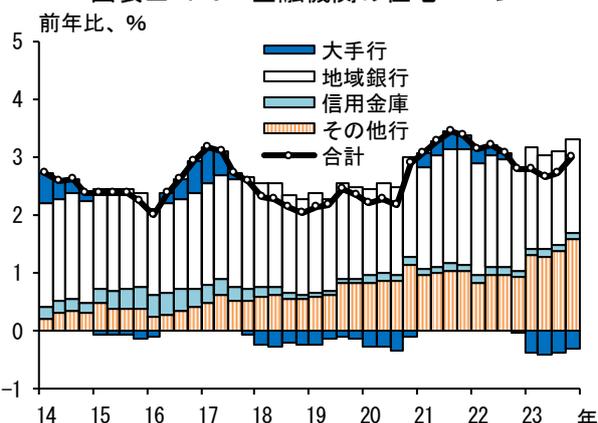
地域銀行でも、不動産ファンド向けや非居住用賃貸業向け（図中の「その他」に含まれる）が増加基調にある（図表Ⅲ-1-8）⁹。地方都市においても、オフィスビルや物流施設など賃貸物件の新設に伴う資金需要が増加している。また、感染症拡大下で伸びが鈍化していた賃貸業向けは、増勢が再び強まっている。こうした市場動向を背景に、不動産業向け貸出比率を高める動きがみられる。

図表Ⅲ-1-8 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86行。
「不動産賃貸業」は居住用。末残前年比。
直近は2023年12月末。
(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-1-9 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12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-1-9）。資金需要面では、住宅着工が減少したものの、物件価格の上昇を背景に1件当たり借入額が大口径化していることが、残高増加に寄与している。資金供給面では、大幅な金利優遇策を打ち出したインターネット専門銀行（図中の「その他行」に含まれる）が、残高増加を牽引している。この間、採算性を重視する大手行では、選別的に貸出を行っていることもあって、残高が減少している。地域銀行でも、残高増加ペースが鈍化している。

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¹⁰（図表Ⅲ-1-10）。長期の貸出金利は、企業向け固定金利を中心に上昇している。この間、住宅ローン金利は、変動金利型と固定金利型の金利差が大きくなっている（図表Ⅲ-1-11）。新規実行の8割を占める変動金利型は低水準にある。固定金利型は幾分低下したものの、ここ数年では高めの水準にある。

⁹ 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。

¹⁰ 今年3月の金融政策の枠組み見直し前後の金利動向についてはBOX4を参照。

Ⅲ. 金融仲介活動

1. 銀行部門の金融仲介活動

図表Ⅲ-1-10 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2024年2月。

(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-1-11 住宅ローン金利



(注) 一部大手行の中央値(金利優遇勘案後)。2020年までは保証料型、2021年以降は融資手数料型。直近は2024年4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%超と、海外金融経済動向の影響を従来よりも受けやすい状態にある(図表Ⅲ-1-12)。そうしたもとで、大手行は、海外貸出を選別的に行っている(図表Ⅲ-1-13)。海外の経済下振れリスクや不動産市場調整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。

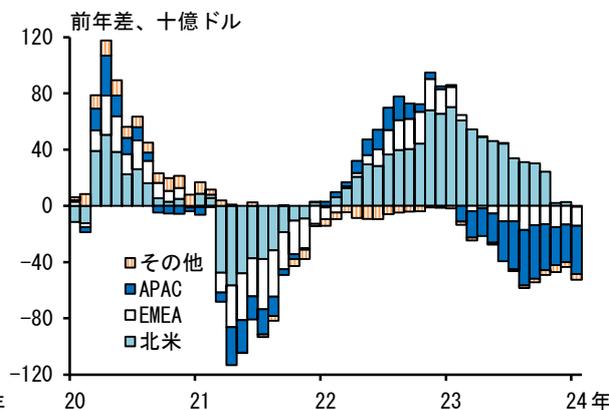
図表Ⅲ-1-12 海外貸出比率



(注) 銀行単体ベース。直近は2024年1月末。

(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-1-13 3メガ行の地域別海外貸出



(注) 末残前年差。直近は2024年1月末。

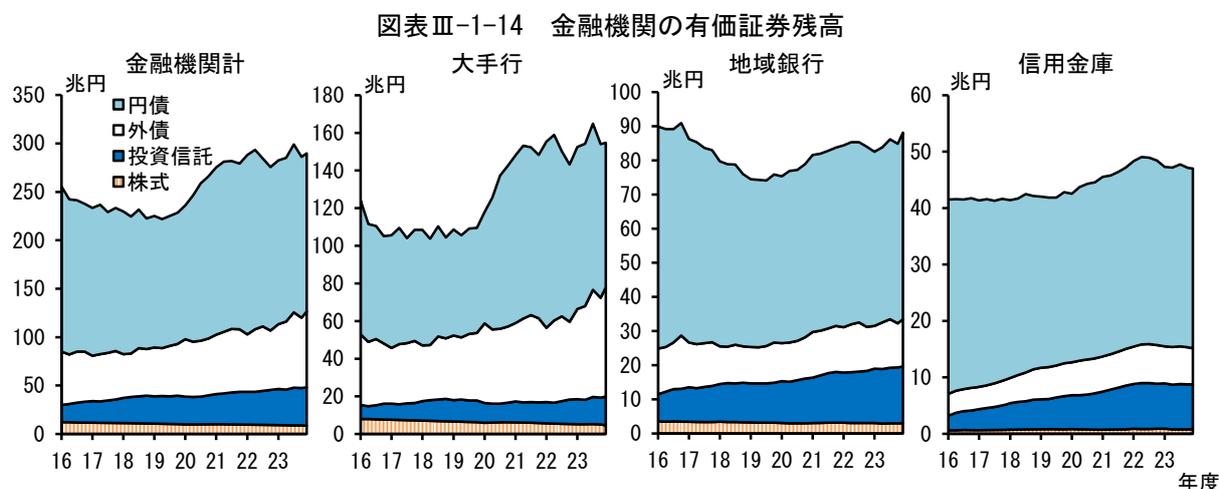
(資料) 日本銀行

資金需要面では、貸出金利の上昇を受けて、いずれの地域も資金需要が伸び悩んでいる。資金需要の増加がみられるのは、大手行が注力するファンド向けなど一部にとどまる。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、貸出の抑制要因となっている。

(2) 有価証券投資

金融機関の有価証券投資は、国内では、金利上昇リスクが意識されるなか、リスク抑制的

な運用が続けられている（図表Ⅲ-1-14）。海外では、先行きの利下げのタイミングを意識したポジション調整が行われている¹¹。



(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2024年2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、金利上昇リスクが意識されるなか、残高の積み増しが控えられている。金利上昇時に基準価額が増価するベアファンドなどを活用した、金利ヘッジも続けられている。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。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、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の積み増しに慎重である。評価損リスク抑制のため、満期保有目的債券に入れ替える金融機関やベアファンドを購入する金融機関もみられる。外債については、いったん削減したポジションを一部復元する動きがみられるものの、残高の増加は抑制されている。運用利回りの改善を企図して、国内不動産ファンド投資を積み増す動きもみられる。

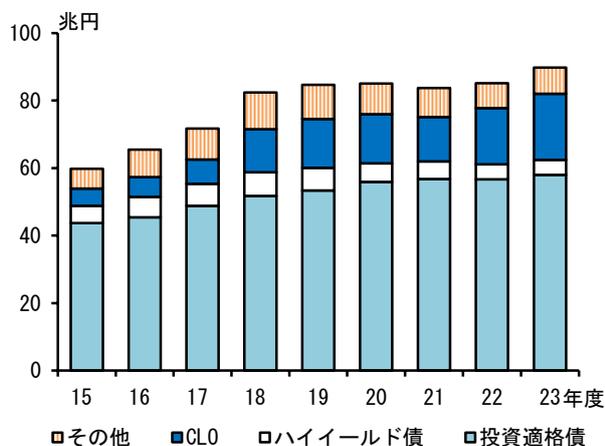
海外クレジット投資についてもリスク抑制的である。市場性信用リスクを抑制する観点から、ハイイールド債のポジションが削減されている（図表Ⅲ-1-15）。ただし、金融機関全体の海外クレジット投資残高は、CLO（ローン担保証券）を主因に増加している。クーポンが変動金利であるCLOは、逆鞘リスクを抑制する観点から、引き続き選好されている。また、リスク分散の観点から、大手行等は、プライベートエクイティなどのオルタナティブ投資も増

¹¹ 外貨建て有価証券残高（円換算ベース）には、為替円安が増加要因の一つとして寄与している。

Ⅲ. 金融仲介活動
2. ノンバンク部門の金融仲介活動

加させている（図表Ⅲ-1-16）。

図表Ⅲ-1-15 金融機関の
海外クレジット投資残高

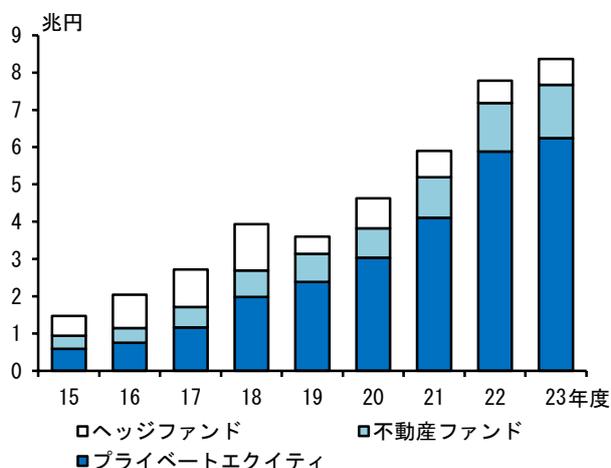


(注) 集計対象は、大手行・地域銀行・信用金庫のほか、ゆうちょ銀行や一部の系統上部金融機関を含む。

直近は2023年9月末。

(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-1-16 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。

直近は2023年9月末。

(資料) 日本銀行

2. ノンバンク部門の金融仲介活動

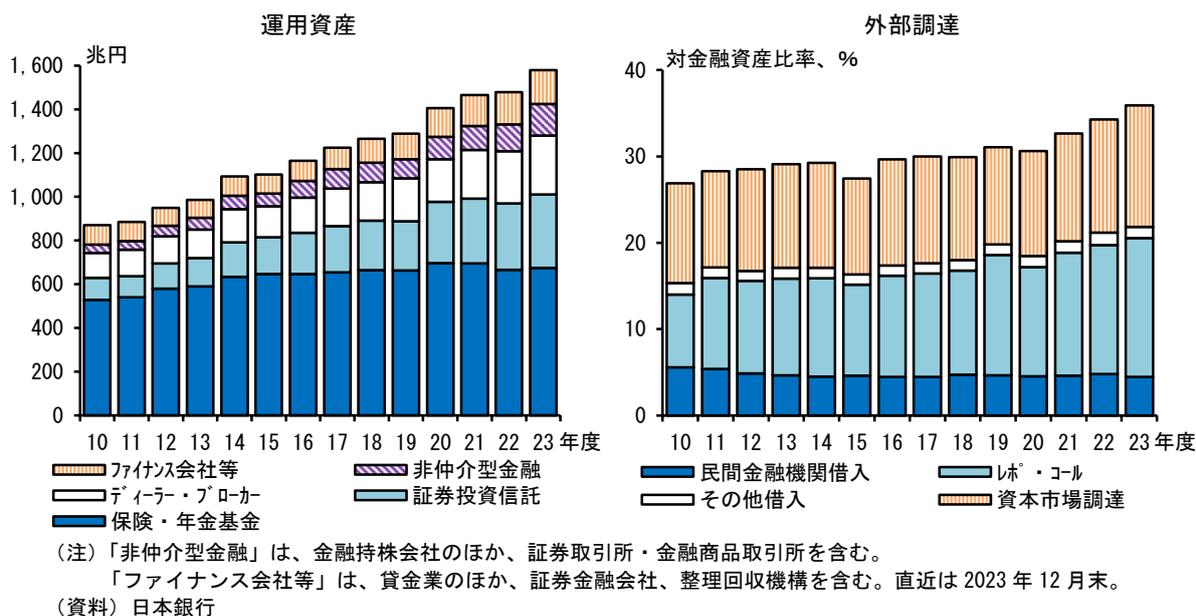
金融仲介において預金取扱機関が中心的な役割を担っているわが国では、ノンバンク金融仲介機関（NBFI）の金融資産シェアは3割にとどまっている¹²。ただし、NBFIの運用資産は増加傾向が続いている（図表Ⅲ-2-1）。生命保険会社やディーラー・ブローカーによるレポ取引も引き続きみられる。運用資産の増加とそれに伴う市場調達の拡大は、わが国においても、NBFIとそれ以外の金融機関との連関性を高める要因になっている。

保険・年金基金

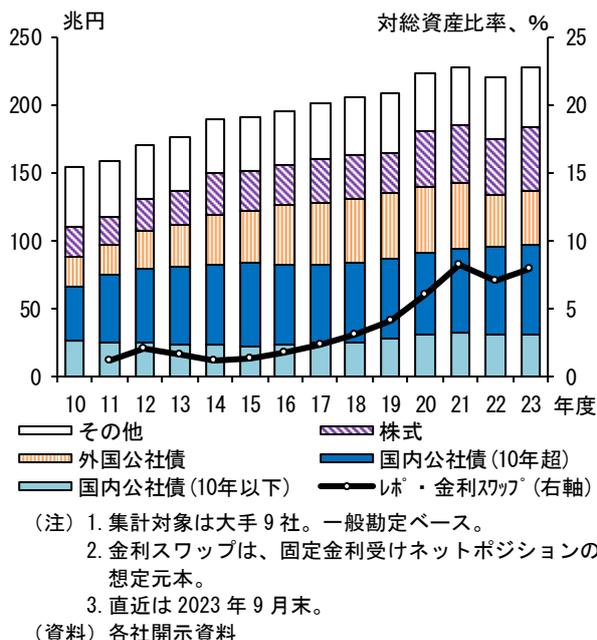
生命保険会社は、資産・負債のデュレーション・ギャップの解消を図る観点から、超長期債投資を継続している（図表Ⅲ-2-2）。保険料収入による超長期債投資に加え、レポ調達や金利スワップを活用した超長期債投資も併用している。そうしたもとで、平均ESR（経済価値ベースのソルベンシー比率）は200%以上の水準が確保されている。また、支払準備として、相応の現預金を有している。

¹² 金融システムにおける金融資産シェアは、わが国（世界全体）では、NBFI30%（47%）、預金取扱機関48%（40%）、中央銀行15%（8%）、公的金融機関7%（5%）である（計数は2022年末時点）。ここでのNBFIは、金融安定理事会（FSB）に倣い、金融機関全体から預金取扱機関、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。

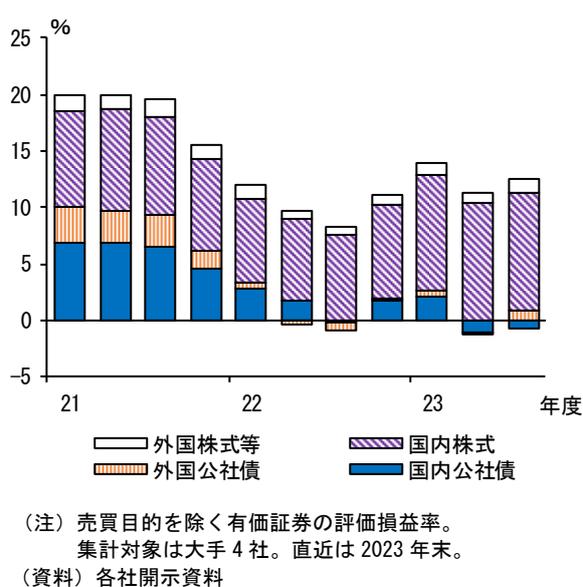
図表Ⅲ-2-1 NBFIのバランスシート



図表Ⅲ-2-2 生命保険会社の運用資産残高



図表Ⅲ-2-3 生命保険会社の評価損益



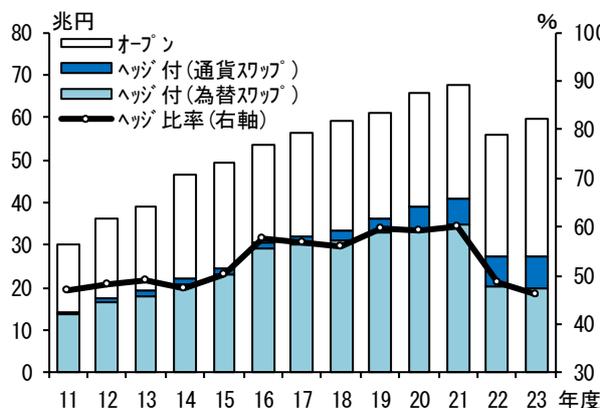
直近にかけては、国内金利の上昇を受けて、保有円債の評価損益が損超に転じている（図表Ⅲ-2-3）。もっとも、評価損益全体をみると、大幅な益超を維持している。株価の上昇を受けて、保有株式の評価益が拡大しているほか、海外金利が上昇したもとでも、保有外債の評価損は限定的である¹³。生命保険会社の外債ポジションは、外貨調達コスト（為替ヘッジコス

¹³ 生命保険会社を巡っては、金利上昇局面における財務の健全性がグローバルに議論されている。具体的には、有価証券評価損の拡大や、貯蓄性保険契約の解約増加とそれに伴う流動性負担の増加が指摘されている。わが国の場合、前者については、株式評価益が債券評価損を上回る資産構成となっている（前掲図表Ⅲ-2-3）。また、現行の制度では、金利変動による資産と負債の時価変動が一致するように管理している債券は責任準備金対応債券として区別され、時価評価の適用対象外とすることが認められている。後者については、円建て一時払い保険などの貯蓄性保険は、2016年に長期金利が大幅に低下して以降、予定利率の確保が難しくなったことから、販売が抑

Ⅲ. 金融仲介活動
2. ノンバンク部門の金融仲介活動

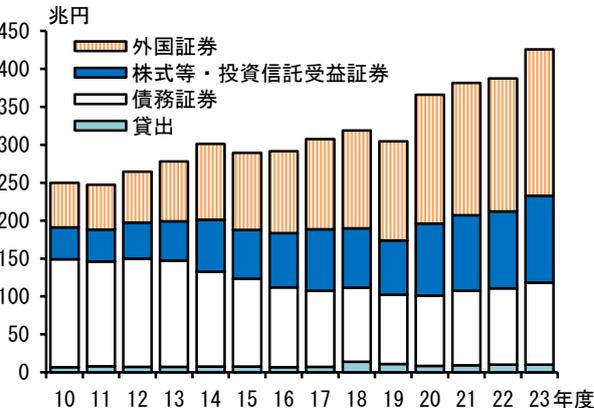
トを含む)が高止まりしていることもあって、為替ヘッジ付き外債が削減されている(図表Ⅲ-2-4)。海外金利の逆イールド化が外債ポジションの削減圧力となっている。

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。
直近は2023年9月末。
(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12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¹⁴(図表Ⅲ-2-5)。

投資ファンド

投資ファンドは、家計からの資金流入を背景に、証券投資信託を中心とする運用資産の拡大が続いている(図表Ⅲ-2-6)。今年から始まった新しいNISA制度のもと、対象商品への資金流入が増加している。この間、レバレッジを活用するプライベートファンドの運用資産が拡大している(BOX3を参照)。

ファイナンス会社

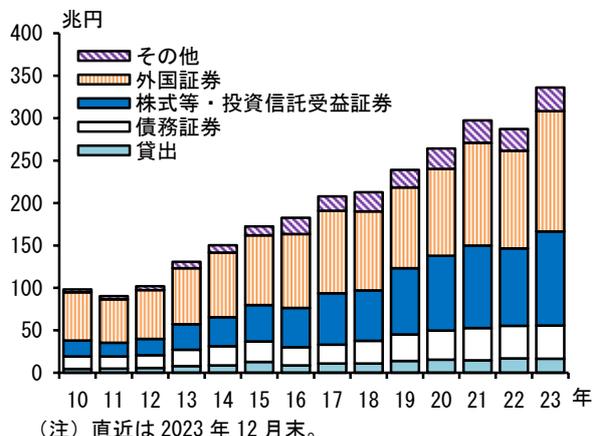
貸金業者などのファイナンス会社は、貸出残高が増加傾向にある(図表Ⅲ-2-7)。貸出残高の内訳をみると、事業者向けは、銀行貸出と同様に、経済活動の回復を背景に増加している。消費者向けは、インターネットショッピングのクレジットカード利用や、スマートフォン経

制されていた。

¹⁴ 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。

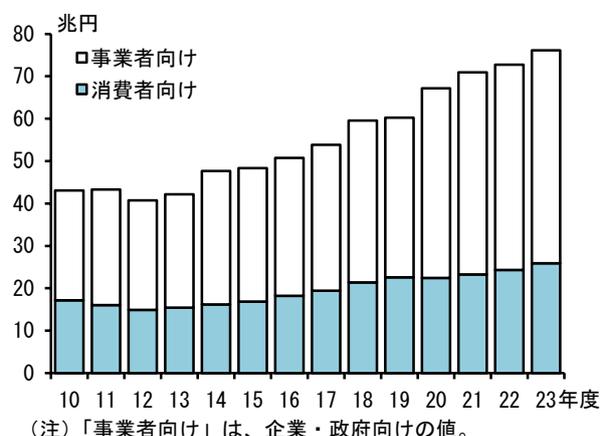
由の小口借入が増加している。貸出が増加するもとでも、ファイナンス会社の信用コストは抑制されている。日本貸金業協会によると、こうしたファイナンス会社からの貸出の6割は固定金利型である（2022年度調査）。

図表Ⅲ-2-6 投資信託の運用資産残高



(注) 直近は2023年12月末。
(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-2-7 ファイナンス会社の貸出残高

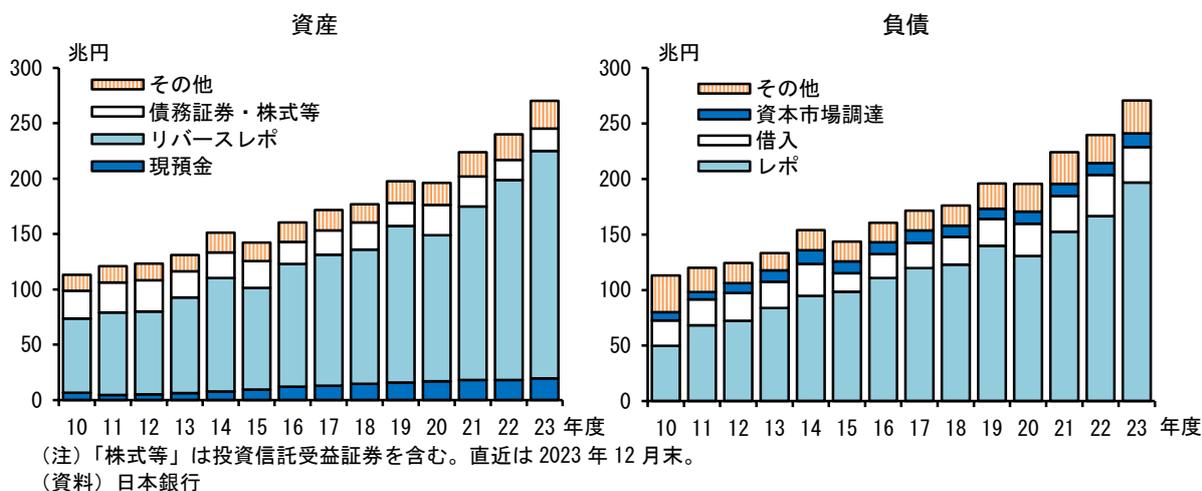


(注) 「事業者向け」は、企業・政府向けの値。
直近は2023年12月末。
(資料) 日本銀行

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。最近では、海外投資家による円債投資のためのレポ取引もみられる。これらの取引は、資産・負債の期間ミスマッチのない両建て取引が中心である。

図表Ⅲ-2-8 ディーラー・ブローカーのバランスシート



(注) 「株式等」は投資信託受益証券を含む。直近は2023年12月末。
(資料) 日本銀行

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。

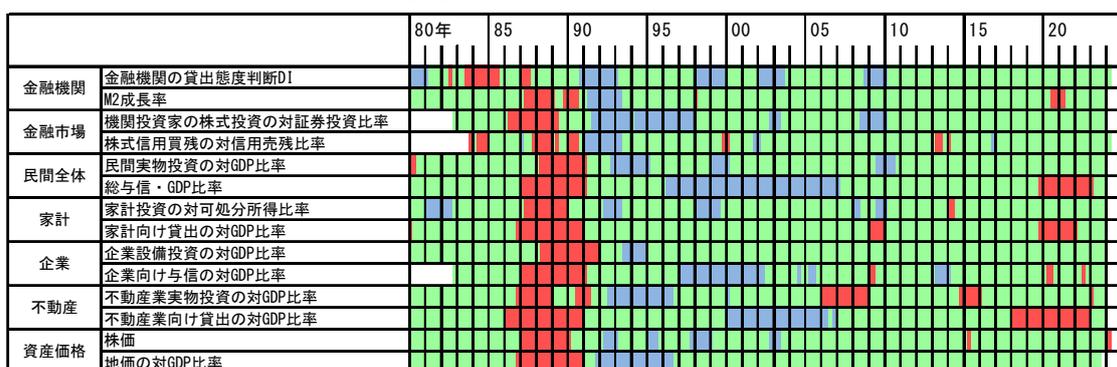
3. 金融循環

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(図表Ⅲ-3-1)¹⁶。直近では、「株価」に過熱を示す「赤」が点灯した(後述)。もっとも、全14指標のうち13指標は、前回レポート時点から変わらず、過熱でも停滞でもない「緑」となっている。

図表Ⅲ-3-1 ヒートマップ



(注) 直近は、金融機関の貸出態度判断DI、株式信用買残の対信用売残比率、株価が2024年1~3月、地価の対GDP比率が2023年7~9月、その他が2023年10~12月。

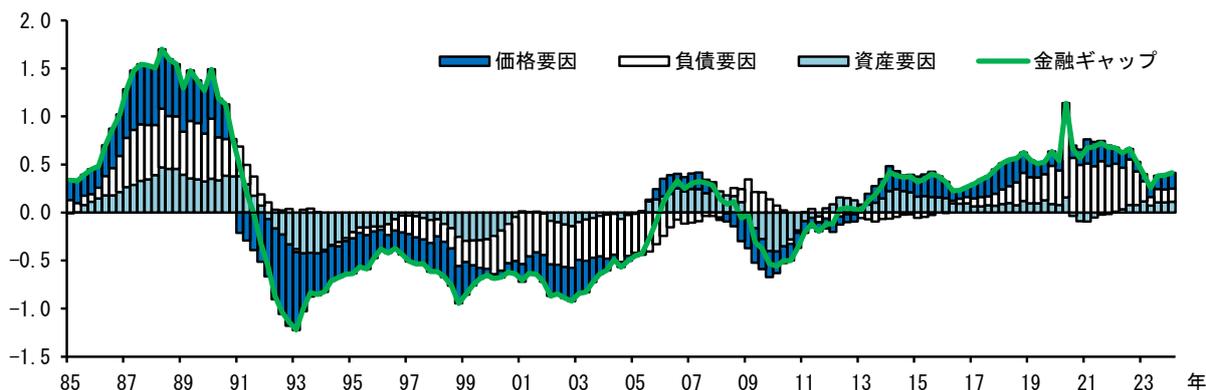
(資料) Bloomberg、財務省、東京証券取引所、内閣府、日本不動産研究所、日本銀行

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。金融ギャップをみると、そのプラス幅はひと頃に比べて縮小している(図表Ⅲ-3-2)¹⁷。これは、感染症拡大後の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だことで、金融ギャップ拡大に対する負債要因の寄与が低下したためである。また、レバレッジによる実物投資(資産要因)や株価など資産価格の上昇(価格要因)の寄与は、引き続き限定的である。これらの点からは、現在の金融活動に、過熱や停滞など大きな不均衡は認められない。

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 図表Ⅲ-3-2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、より高いウェイトを付与している。また、そのウェイトは、時系列的な相関度合いの変化に応じて可変としている。

図表Ⅲ-3-2 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2024年1~3月（一部の指標は前期の値を横置き）。

(資料) 日本銀行

ただし、中長期的には注意を要する点もある。2010年代前半から続く金融ギャップの拡張局面は、バブル崩壊以降の最長を更新している。その負債要因を構成する指標の中には、「不動産業向け貸出の対GDP比率」や「家計向け貸出の対GDP比率」のように、民間債務の積み上がりを示すものもある（図表Ⅲ-3-3）。また、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、景気悪化方向に歪んだ形状となっている（図表Ⅲ-3-4）¹⁸。こうした分布の形状は、これまでに増加した民間債務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

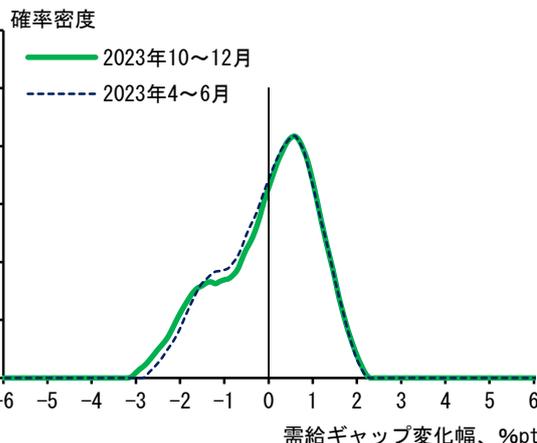
図表Ⅲ-3-3 不動産関連貸出の対GDP比率



(注) 直近は2023年10~12月。

(資料) 内閣府、日本銀行

図表Ⅲ-3-4 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。

¹⁸ 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。

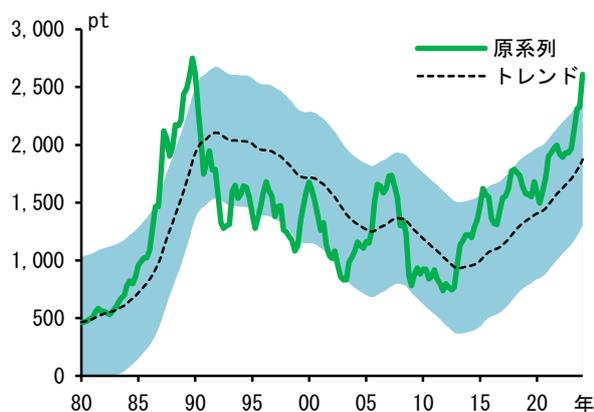
$$\left(\begin{array}{c} \text{先行き}x\text{年間の} \\ \text{需給ギャップの変化幅} \end{array} \right) = \alpha \left(\begin{array}{c} \text{需給ギャップ} \\ \text{の前期差} \end{array} \right) + \beta (\text{金融ギャップ}) + \gamma (\text{全米金融環境指数}) + \delta$$

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。

なり得ることを示唆している。

資産市場では、資産価格の上昇が確認される。このうち不動産市場では、一部に割高感が窺われる（後述）。株式市場では、株価が上昇している（図表Ⅲ-3-5）。最近の株高には、企業業績やガバナンス改革に対する市場の期待が反映されている。これまでのところ、金融ギャップにおける株価など価格要因の寄与は限定的であり、株価の上昇トレンドは、過去に不均衡が蓄積した局面との対比では緩やかである。また、バリュエーション上、過去平均的な水準にとどまっている。もっとも、今後、資産価格のバリュエーションがさらに上昇することがあれば、価格調整圧力となり得ることに注意が必要である（株価のバリュエーションについてはⅡ章2節を参照）。

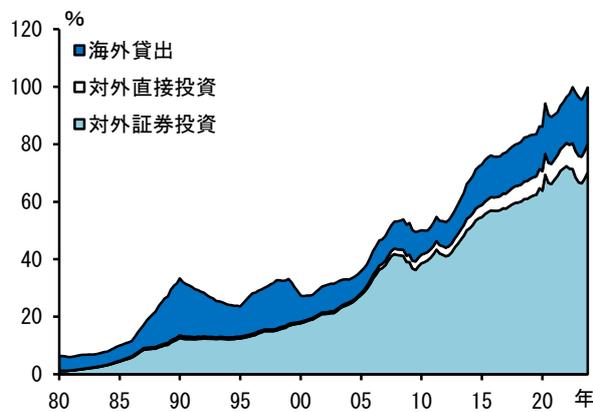
図表Ⅲ-3-5 株価



(注) 1. 「トレンド」は片側 HP フィルターにより算出。
シャドローはトレンドからの乖離の二乗平均平方根を1.5倍した範囲を表す。
2. 直近は2024年1~3月。

(資料) Bloomberg

図表Ⅲ-3-6 対外与信の対 GDP 比率



(注) 集計対象は、預金取扱機関と NBF I。後方4期移動平均。直近は2023年10~12月。

(資料) 内閣府、日本銀行

この間、海外向け与信の対 GDP 比率は、上昇傾向が一服している（図表Ⅲ-3-6）。前述のとおり、海外貸出は選別的に行われており、外債の残高増加は抑制されている。ただし、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（信用リスクや金利リスク）からも、海外金融経済の影響を受けやすくなっている。とりわけ、海外金利の逆イールド化が、海外資産価格や外貨調達コストの変動を通じて、わが国の金融機関経営に広く影響を及ぼしている（Ⅳ章2節、4節を参照）。

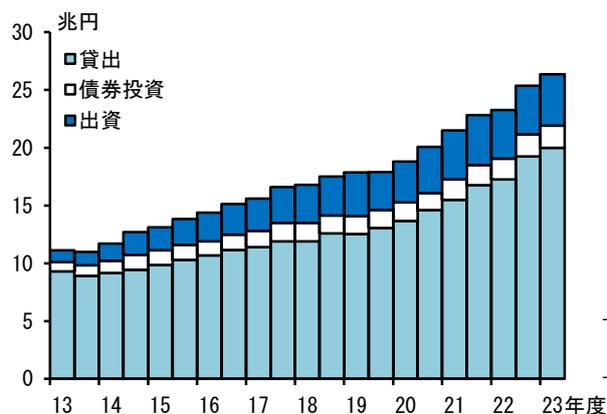
（2）金融循環と不動産関連市場

金融循環の拡張局面が長引くもとで、不動産関連貸出の水準が切り上がっている。不動産業向け貸出や住宅ローンの残高は、経済活動水準との対比でも既往ピーク圏にある。以下では、こうした不動産関連貸出の動向と関連市場の現状について点検する。

不動産取引市場の調整リスク

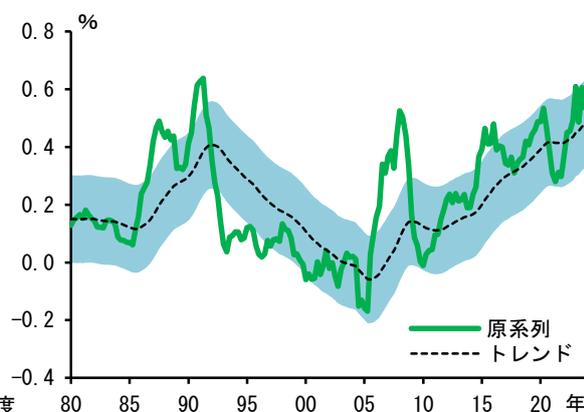
まず、不動産業の負債と資産、不動産価格のそれぞれの面について点検する。負債の面では、「不動産業向け貸出の対 GDP 比率」が既往ピーク圏で高止まりしている（前掲図表Ⅲ-3-3）。金融機関の不動産ファンド向け投融資は、ノンリコースローンだけでなく、債券投資や出資においても増加が続いている（図表Ⅲ-3-7）。不動産関連エクスポージャーを有する金融機関も、貸出・有価証券投資の双方で増加している（貸出についてはIV章1節、有価証券投資についてはIV章2節を参照）。

図表Ⅲ-3-7 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-3-8 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 10~12 月。
(資料) 財務省、内閣府

資産の面では、「不動産業実物投資の対 GDP 比率」が高水準となっている（図表Ⅲ-3-8）。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、不動産業の実物投資を活発化させている。オフィス空室率は、全国的には低水準ながら、東京を中心にオフィスが大量供給されるもとの、都心では高めの水準となっている（図表Ⅲ-3-9）¹⁹。グレード別に見ると、最もグレードの高い A クラス・ビルの空室率が一段と上昇している。

価格の面では、全国の「商業用不動産価格・賃料比率」がミニバブル期の水準を上回っている（図表Ⅲ-3-10）²⁰。こうした傾向は、都心の商業地区において顕著である。局所的に高額帯の取引が増えており、一部に割高感が窺われる²¹（図表Ⅲ-3-11）。同様の傾向は、都心

¹⁹ 直近ボトム（2020 年）以降のオフィス空室率の上昇幅は、地方都市（札幌、仙台、名古屋、大阪、福岡）の +1.5%pt に対し、東京 23 区は +4.0%pt となっている。この間、都心（千代田、中央、港、新宿、渋谷）の A クラス・ビルは +6.3%pt 上昇した。

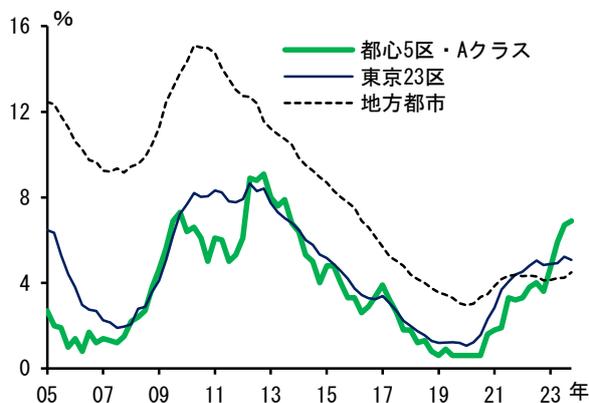
²⁰ 「地価の対 GDP 比率」をはじめとする金融活動指標は、1980 年代後半のバブル期にかけて「赤」点灯するように設計している（前掲図表Ⅲ-3-1）。これに対し、図表Ⅲ-3-10 の「商業用不動産価格・賃料比率」は、いわゆるミニバブル期（2007 年）にかけて「赤」点灯するようにトレンドや閾値を設定している。

²¹ 都心の A クラス・オフィスの成約賃料は、2020 年以降に 4 割下落するなど（三幸エステート調べ）、他のオフィスに比べて軟調である。

Ⅲ. 金融仲介活動
3. 金融循環

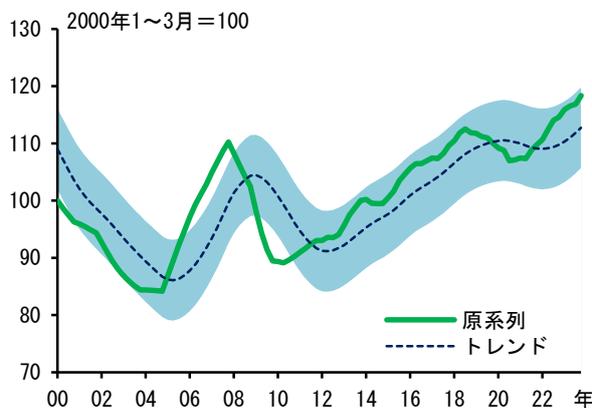
の住宅地やマンションでも観察される。最近のマンション価格の上昇には、土地の仕入れコストや建築費用の増加を反映した供給要因と、海外投資家による投資目的の購入ニーズも反映した需要要因の双方が影響している。

図表Ⅲ-3-9 オフィス空室率



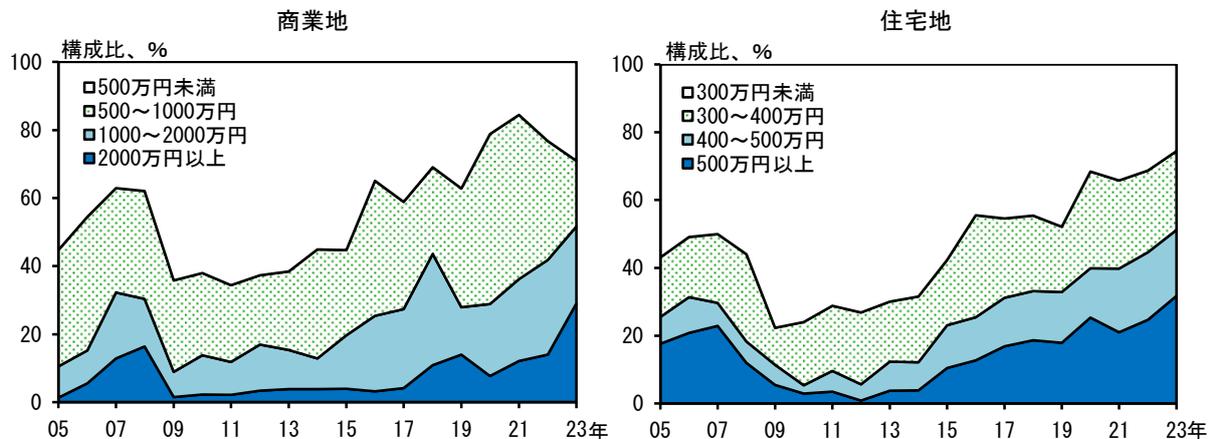
(注) 1. 空室率は、貸付総面積に対する現空面積の割合。
2. 「Aクラス」は、延床面積1万坪以上かつ築年数15年以内のビル。「地方都市」は主要5都市の平均値。
3. 直近は2023年10～12月。
(資料) 三幸エステート

図表Ⅲ-3-10 商業用不動産価格・賃料比率



(注) 1. 「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. 直近は2023年10～12月。
(資料) 国土交通省、日本銀行

図表Ⅲ-3-11 取引価格分布



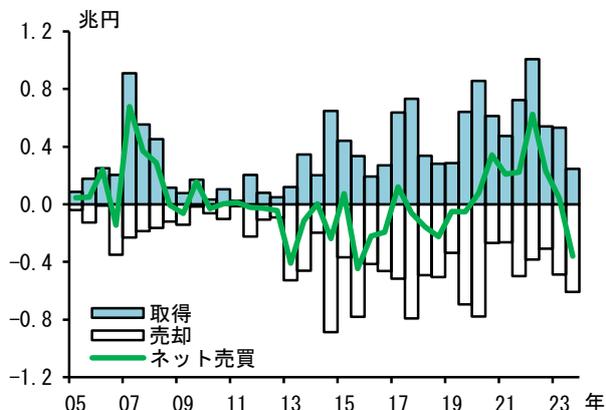
(注) 国土交通省「不動産取引価格情報」に基づき作成した都心5区の土地取引価格（坪単価）の構成比。
直近は2023年1～9月。
(資料) 国土交通省

不動産取引市場の需給バランスをみると、これまで不動産取得に積極的だった海外投資家は、昨年後半、4年振りの売り越しに転じた（図表Ⅲ-3-12）。海外投資家のうち、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——の購入スタンスに大きな変化はないものの、海外ファンドがグローバルなポートフォリオ・リバランスの一環として、日本の投資物件を売却する事例がみられる。昨年前半までの主な売り手は、

この間、地価は、全国的には小幅な値動きにとどまっている。「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）。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+6%以上上昇した地区はない（2024年1月時点）。ただし、外国人に人気の一部地域では、高めの地価上昇がみられる。

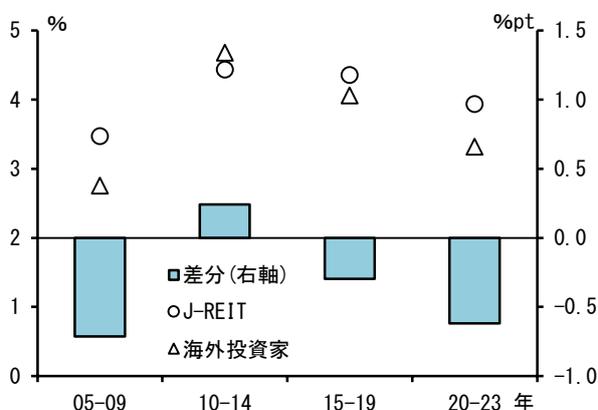
米国市場で損失を計上した米系ファンドであった。米系ファンドが売却した物件は、アジア系ファンドなど他の海外ファンドや海外機関投資家が新たに取得していた。

図表Ⅲ-3-12 海外投資家の不動産売買



(資料) 日本不動産研究所

図表Ⅲ-3-13 イールドスプレッド格差



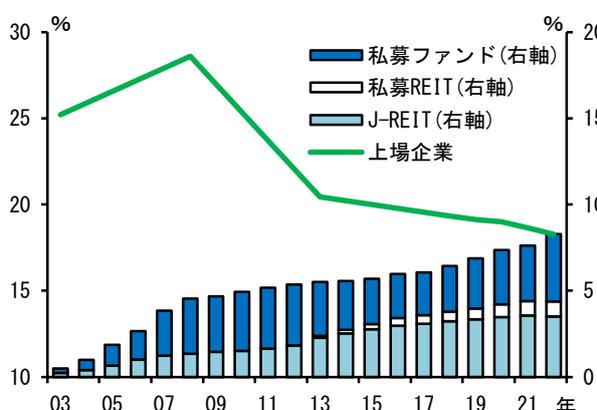
(注) 集計対象は都内。棒グラフは、海外投資家の J-REIT に対するスプレッド格差。

(資料) 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」、財務省

昨年後半からは、金利上昇観測を背景とした利益確定売りなど、米系以外のファンドが売り手に回る事例も散見される。イールドスプレッド（物件利回り－国債利回り）をみると、海外ファンドが保有する都心の投資物件は、取得価格が相対的に高い分、J-REIT などの国内投資家が保有する物件を下回っている（図表Ⅲ-3-13）。こうした海外ファンドのリバランス行動は、わが国の不動産市場に相応のマーケット・インパクトをもたらし得る。

わが国の不動産取引市場の市場構造には、前回の調整局面であるミニバブル期以降、幾つかわりの変化がみられる。まず、上場企業による保有不動産のオフバランス化が進んだことが、この間の変化点として指摘できる（図表Ⅲ-3-14）。上場企業が資本効率改善のためにオフバ

図表Ⅲ-3-14 主体別の不動産保有比率

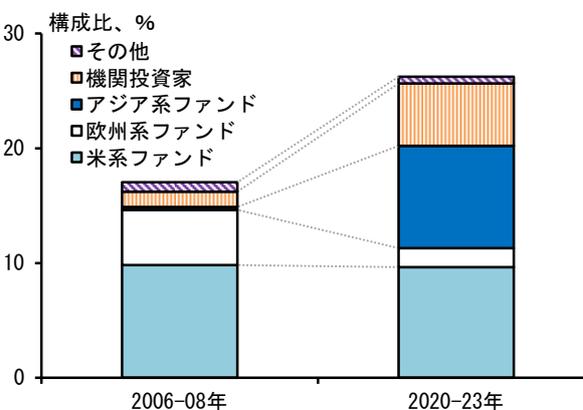


(注) 1. 民間不動産ストック（土地と建物。家計保有を除く）に対する保有比率。「上場企業」の2019年以降は試算値。

2. 直近は2022年。

(資料) 国土交通省、投資信託協会、内閣府、三井住友トラスト基礎研究所

図表Ⅲ-3-15 投資家構成



(注) 不動産取得額に対する海外投資家のシェア。

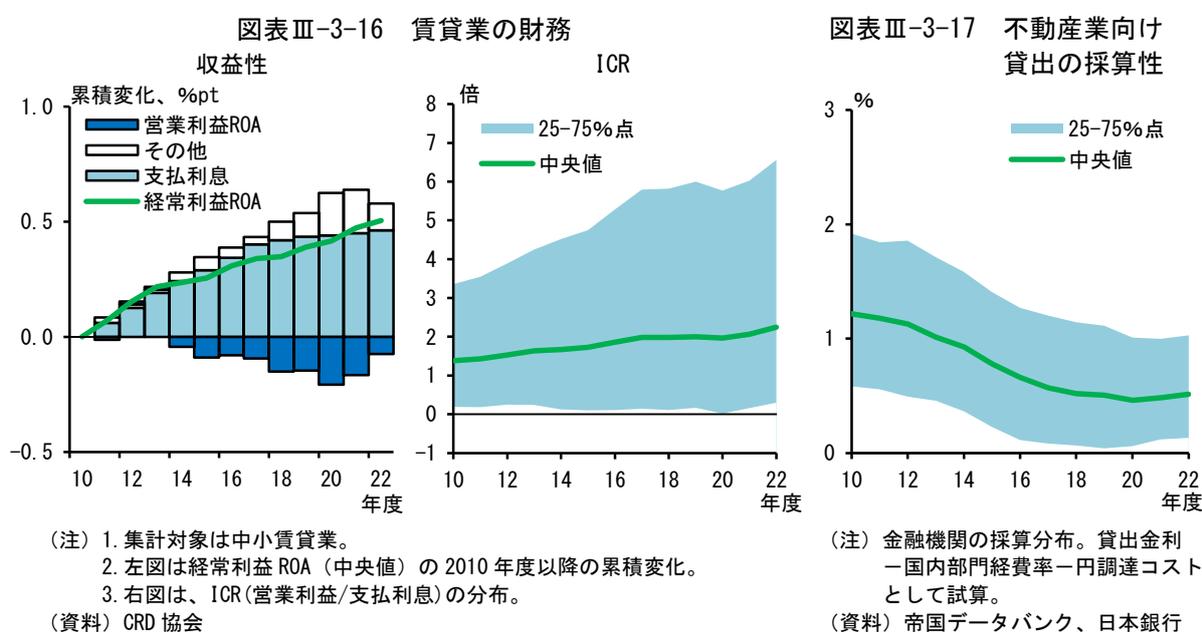
(資料) 株式会社日経 BP「日経不動産マーケット情報 ディールサーチ」、日本不動産研究所

ランス化した物件の多くは、現在、様々な不動産ファンドに引き継がれている。その結果、不動産ファンドの売買から直接的な影響を受け得るオフィス物件は、都市圏を中心に以前よりも増えている。

また、ファンドや機関投資家など、海外投資家の市場プレゼンスが高まっている（図表Ⅲ-3-15）。このうち、比較的短期間に投資物件を売買する海外ファンドの投資行動は、わが国不動産市場の調整リスクを抑制する要因にもなれば、市場を不安定化させる要因にもなり得る。米国をはじめとする海外不動産市場の変調が、世界分散投資を行う海外ファンドを介してわが国不動産市場に及ぼす影響について、今後も注視する必要がある。こうした問題意識から、今回のマクロ・ストレステストでは、海外市場の調整を契機に、都市圏の商業用不動産価格が局所的に調整するリスクを想定する（Ⅴ章2節を参照）。

不動産賃貸市場の採算性

不動産賃貸市場では、賃貸業による固定資産の増加と、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。こうした賃貸業の業容拡大に、低金利環境が及ぼした影響は小さい。賃貸業の財務をみると、利払い負担の低減を反映して、経常利益が増加してきた（図表Ⅲ-3-16）。このことは、収入減少や金利上昇に対するストレス耐性が相対的に低い賃貸業者が増えていることを示唆している。



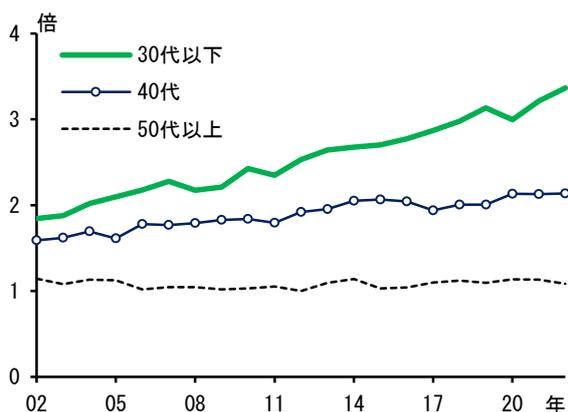
今後のリファイナンス時には、長期の貸出金利が幾分上昇していることもあり（本章1節を参照）、賃料の引き上げがなければ、返済の継続が難しくなる賃貸業者が出て来ることが考えられる。借り手の賃貸業者の中には、既に、利払い能力を表すICRが1倍割れとなる先がみられる。貸し手の金融機関の一部には、これまでの低利貸出によって、貸出採算が低下し

ている先がある（図表Ⅲ-3-17）。長期固定貸出を増やしたことによって、将来にわたって貸出採算の改善が見込みがたい先もある。金融機関は、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以上に高める必要がある。

住宅ローンの返済負担

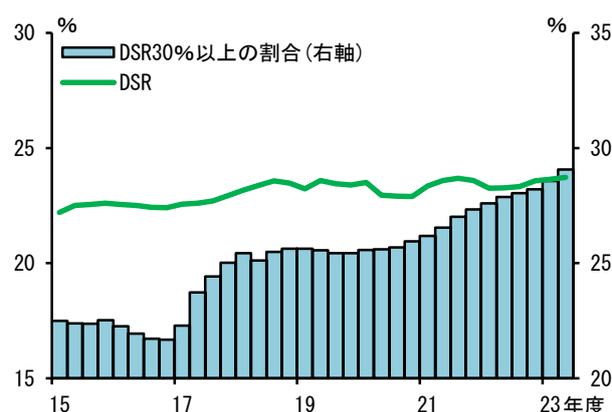
家計債務の大半を占める住宅ローン残高は、増加が続いている（前掲図表Ⅲ-1-9）。金融機関間の貸出競争が激化するなか、貸出条件が緩和されていることもあり、年収に対するローン残高の比率（LTI）は、若年世代を中心に水準が切り上がっている（図表Ⅲ-3-18）。また、ローン実行時点の年収に対する年間返済額の比率（DSR）をみると、DSR30%以上の住宅ローン構成比の上昇が続いている（図表Ⅲ-3-19）。金融機関の中には、同構成比が金融機関平均（30%弱）を大きく上回る先もある。このことは、所得減少や金利上昇に対するストレス耐性が相対的に低い家計債務者が一部で増えていることを示唆している。

図表Ⅲ-3-18 住宅ローンのLTI



（注）集計対象は、二人以上世帯のうち負債保有世帯。
直近は2022年。
（資料）総務省

図表Ⅲ-3-19 住宅ローンのDSR



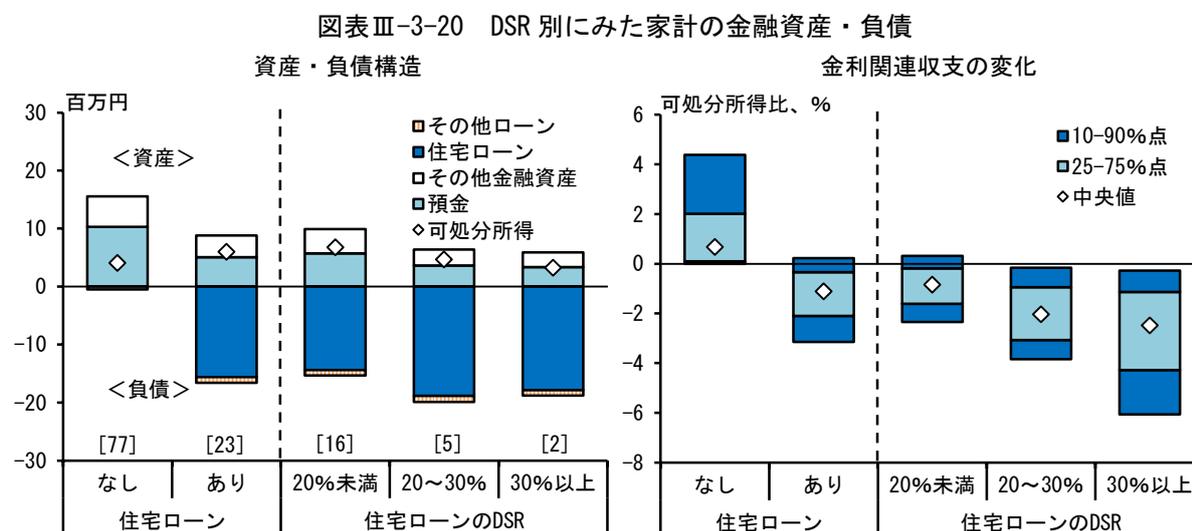
（注）集計対象は大手行、地域銀行、信用金庫。
後方4期移動平均。直近は2023年7~9月。
（資料）日本銀行

想定するストレスによって、住宅ローン市場における影響経路が異なる点には注意が必要である。特に、金利が上昇する場合の影響経路は複雑である。貸し手の金融機関からみると、変動金利型を選択していた債務者が元本返済を前倒ししたり、固定金利型を選択していた債務者が期限前返済を抑制するなど、銀行勘定の金利リスクの変動要因となる。多くの債務者が選択している元利均等払いの変動金利型であれば、ほとんどの場合、「5年ルール」や「125%ルール」といった激変緩和措置が適用されるため、不連続に家計の元利返済額が増加することはない（BOX2を参照）。それでも、利払い負担の増加は、将来のデフォルト確率の上昇につながり得る。

借り手の家計からみると、前述の激変緩和措置によって、短期的な元利返済額の増加が抑制されるほか、預金など保有資産からの利息収入の増加が返済負担を部分的に相殺する。た

Ⅲ. 金融仲介活動
3. 金融循環

だし、世帯ごとの資産・負債構造や住宅ローンの契約形態によって、影響にはばらつきがある。短期金利が+1%pt 上昇した場合の影響を試算したところ、DSR が低い世帯では、金利関連収支の悪化は可処分所得対比で▲1%弱にとどまるが、DSR が高い世帯の金利関連収支は▲3%近く悪化するとの結果が得られた（図表Ⅲ-3-20）²²。



(注) 1. 左図は1世帯当たり平均値。[]内は世帯構成比を表示。
2. 右図の金利関連収支には住宅ローンの元本返済を含む。

(資料) 総務省

マクロ的にみると、家計部門においては、金利関連資産が負債を大きく上回っている。景気改善とそのもとでの金利上昇は、家計の所得や利息収支の改善につながるが見込まれる。住宅ローン減税が、家計所得を下支えする効果も期待できる。ただし、家計財務のばらつきは大きい。DSR が高い世帯は、家計債務者全体に比べ、可処分所得や金融資産が僅かな世帯の割合が高く、金利上昇に対する耐性が低い。高 DSR の住宅ローンを取り扱う金融機関は、債務者の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。

²² 図表Ⅲ-3-20 では、全国家計構造調査（2019年調査）の個票をもとに、短期金利が+1%pt 上昇した際の、世帯当たり金利関連収支の変化を試算した。主な前提は次のとおりである。支払利息については、①変動金利比率は、住宅ローンが100%、消費者ローンなどのその他借入が35%と仮定した。②いずれの借入金利も、短期金利に100%追随する。③簡単化のため、5年ルールは考慮していない。受取利息については、④金利追随率は、流動性預金が40%、定期性預金が80%、債券が100%と仮定した。⑤試算期間中（1年以内）に金利更改を迎える定期預金の割合は一律80%としている。

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、企業収益は全体として回復基調にある。他方、一部に収益の低迷が続く企業がある。金融機関間で共通の貸出エクスポージャーの中から、大口の信用コストが計上される事例も散見される。海外では引き続き、選別的な貸出運営が行われている。ただし、一部の大口貸出では、信用リスクが高まりつつある。
- 金融機関による有価証券ポートフォリオのリバランスが進められている。こうした取り組みを反映して、評価損は縮小し、金利上昇に対する金融機関の耐性は改善傾向にある。ただし、評価損益は多くの金融機関において損超である。また、長い目でみると、REIT や投資法人債など不動産関連エクスポージャーを有する金融機関が増えている。
- 金融機関は、銀行勘定の円貨金利リスクに見合った損失吸収力を備えている。円貨バランスシートのデュレーション・ギャップは、全体として縮小方向にある。ただし、貸出や預金の金利追随率には不確実性がある。追随率は、貸出・預金市場の需給バランスや競争環境、顧客との関係から影響を受ける。
- 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

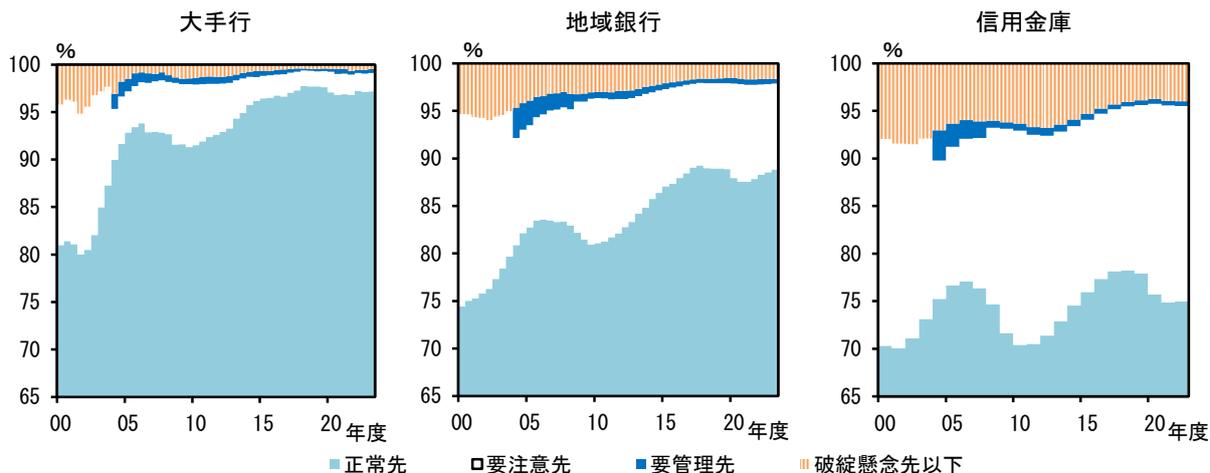
金融機関の信用リスクは低位に抑制されている。貸出ポートフォリオをみると、正常先の比率は高水準が維持されており、破綻懸念先以下の比率は歴史的な低水準となっている（図表IV-1-1）。非期待損失の試算結果にも、前回レポート以降、著変はみられない（図表IV-1-2）²³。損失水準は、大手行において幾分切り上がった状態にあるものの、その対自己資本比率は、大手行が40%程度、地域銀行が30%程度、信用金庫が10%程度である。国内・海外とも、金融機関の貸出債権の質は維持されている。

²³ 図表IV-1-2 の非期待損失は、1年間に信頼水準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ォ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。

IV. 金融機関が直面するリスク

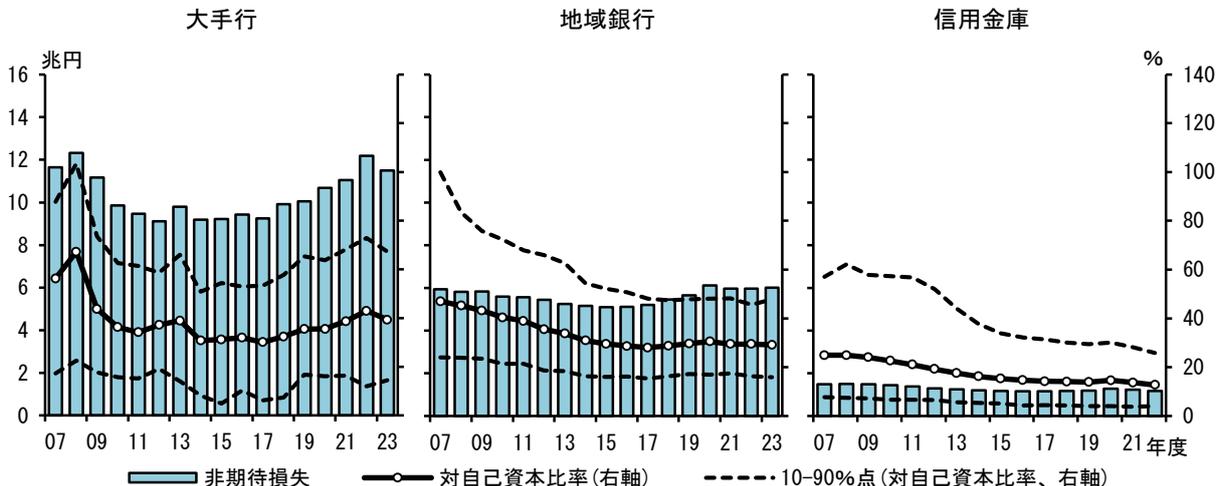
1. 信用リスク

図表IV-1-1 内外貸出の債務者区分別構成



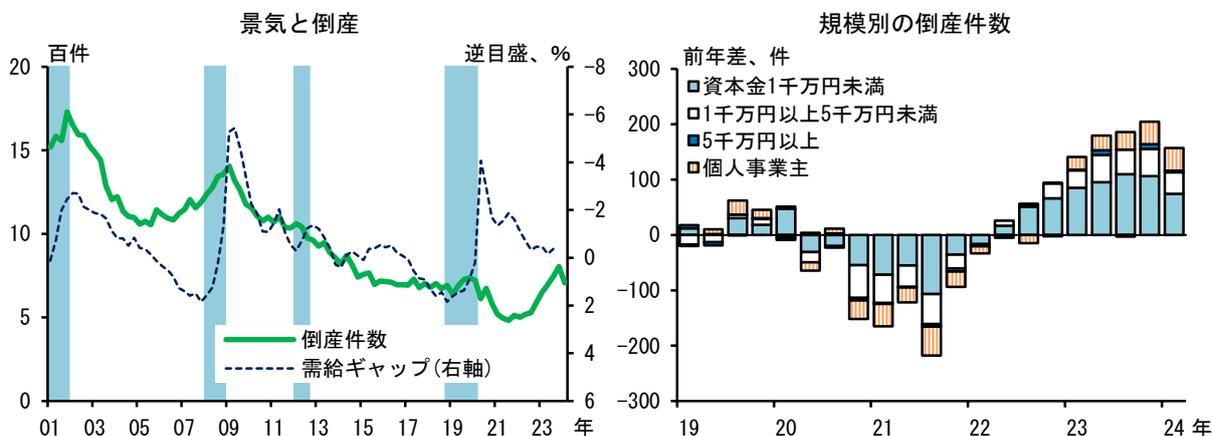
(注) 「要注意先」は、2004年度以降はその他要注意先（要管理先を含まない）。直近は、大手行と地域銀行が2023年9月末、信用金庫が2023年3月末。
(資料) 日本銀行

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。「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）。集計対象は自己査定対象債権。直近は、大手行と地域銀行が2023年度上期、信用金庫が2022年度。
(資料) 日本銀行

図表IV-1-3 企業の倒産件数



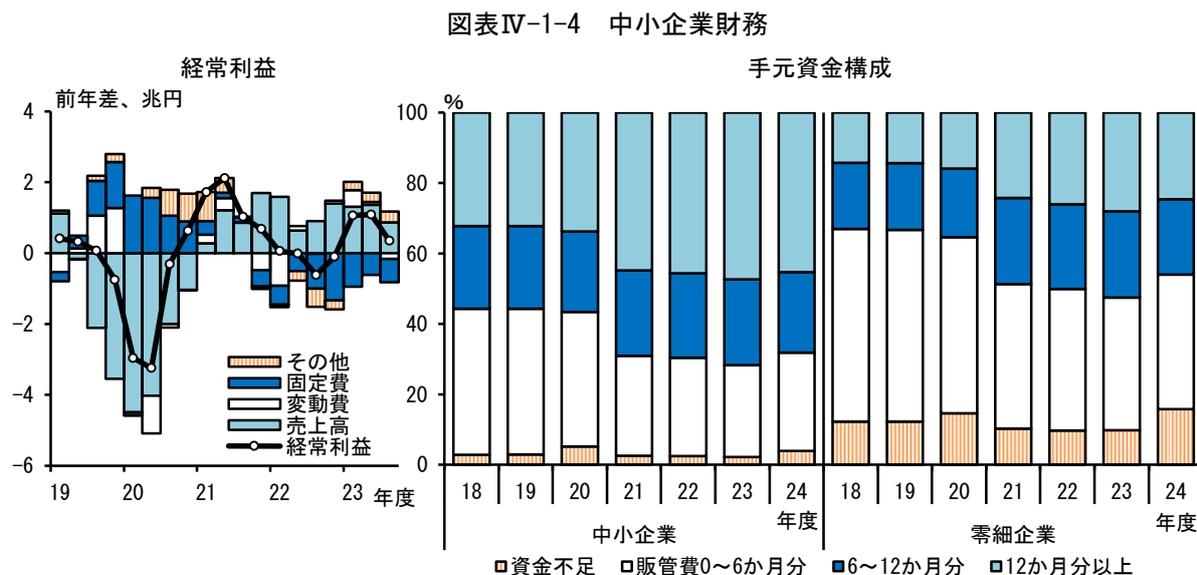
(注) 左図のシャドーは景気後退局面。「倒産件数」は四半期平均。直近は、「倒産件数」が2024年1~2月、「需給ギャップ」が2023年7~9月。右図は四半期平均。直近は2024年1~2月。
(資料) 帝国データバンク、東京商工リサーチ、日本銀行

もっとも、企業財務のばらつきは大きい。国内では、経済活動が回復基調にあるもとでも、企業倒産・デフォルトが増加している（図表IV-1-3）。労働市場がタイト化するなか、人手不足を事由とする倒産もみられる。海外では、貸出債権の質が全体として維持されるもとでも、一部債権が格下げとなる事例がみられる。本節では、こうした企業財務のばらつきに起因した、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

景気が改善するなかでの倒産増加

企業財務は改善に向かっており、企業全体としてみれば、相応のストレス耐性を備えている。企業の売上高は、景気の改善が続くもとで回復基調にある（図表IV-1-4 左図）。その増収幅は、人件費など固定費の増加幅を上回っている。大企業・中小企業とも、今年度も増収が続くことが見込まれている²⁴。



(注) 1. 左図の集計対象は中小企業。後方2期移動平均。直近は2023年10~12月。
 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。2024年度は試算値。
 (資料) CRD協会、財務省、日本銀行

そうしたもとで、企業の多くは手元資金（期初の流動資産と期中の営業キャッシュフローの合計）を厚めに確保した状態が続いている。中小企業では、手元資金比率の高い企業の割合は引き続き高い水準にある（図表IV-1-4 右図）²⁵。ただし、企業財務のばらつきは大きい。

²⁴ 短観（2024年3月調査）によると、2024年度は前年に続き、増収の計画となっている。

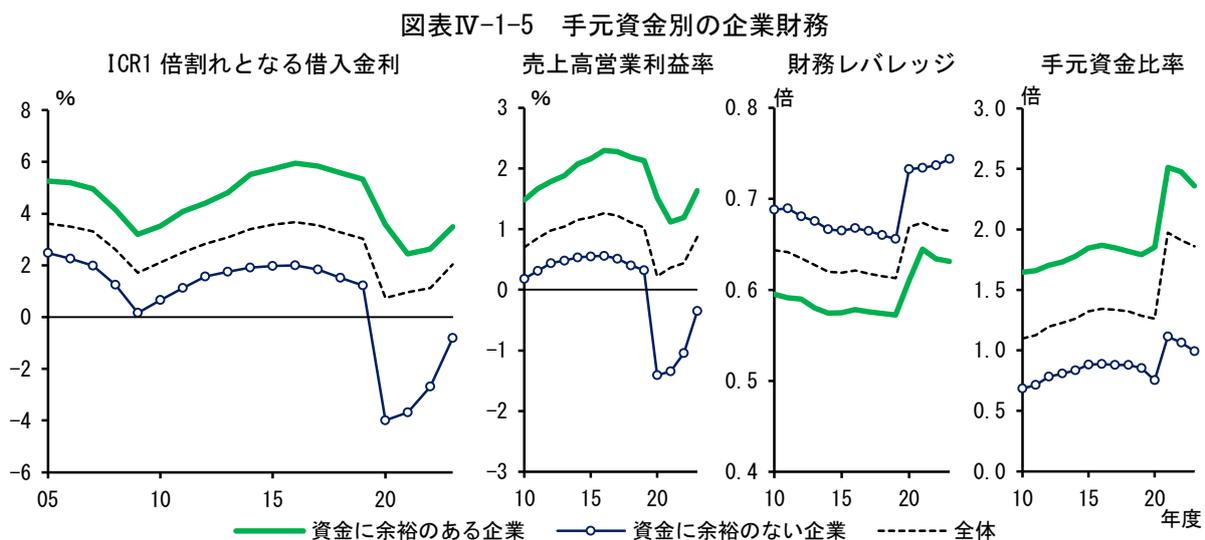
²⁵ 図表IV-1-4 右図と以降の図表では、特に断りのない限り、CRD協会の中小企業信用リスク情報データベースに格納されている企業を分析対象としている。中小企業（売上高1億円以上）と零細企業（売上高1億円未満）の社数構成比は概ね1:1である。ゼロゼロ融資については、2020年度中の借入増分を全て同融資とみなしたうえで、①借入期間は8年、②据置期間は3年、③支払金利は1.5%と仮定している。なお、図中の2024年度の計数は、短観の収益計画に基づく試算値である。

IV. 金融機関が直面するリスク

1. 信用リスク

今年度の手元資金構成に関する試算結果からは、零細企業では、手元資金比率の低い企業の割合が上昇に転じることが示唆される。最近の企業倒産・デフォルトは、これら零細の、手元資金に余裕のない企業の中から生じているとみられる（前掲図表IV-1-3 右図）。

こうした企業財務の二極化は、企業の利払い能力においてより顕著である。図表IV-1-5 左図は、借入金が増え、現預金を上回る借入超企業を対象に、手元資金に余裕のある企業とない企業のそれぞれ——前者は、販管費の半年分以上の手元資金を保有している企業、後者は、販管費の半年分未満の手元資金しか保有していない企業——について、ICRが1倍割れとなる借入金利の水準を試算した結果である²⁶。図の上方に位置する、手元資金に余裕のある企業では、ICRが1倍割れとなる借入金利が高い水準にある。このことは、高い借入金利であっても、利払い負担に耐え得る収益力が確保されていることを表している。これらの企業は、感染症拡大直後に、利払い能力の改善ペースがいったん鈍化したものの、収益の改善や財務レバレッジの抑制を背景に、利払い能力は改善基調に復している（図表IV-1-5 右の三面図）。



(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金比率。

2. 中央値を表示。集計対象は借入超の中小企業。直近は2023年度。

(資料) CRD協会

反対に、図の下方に位置する、資金に余裕のない企業の中には、金利減免を既に受けているとみられる先がある（前掲図表IV-1-5 左図）。これらの企業は、収益が低迷し、財務レバレッジが高止まりしている（前掲図表IV-1-5 右の三面図）。また、手元資金比率が1倍を割り込むなど、デフォルトを抑制する要素がいずれも悪化している。こうした企業では、人材を係留する力が弱まっている。収益の低迷から賃上げができず、人手不足を事由とした倒産につながる事例もみられる。

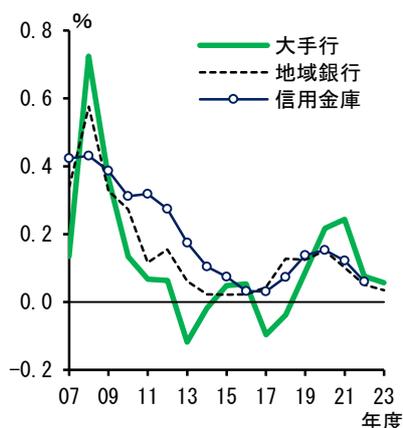
²⁶ 図表IV-1-5 左図の試算では、市場金利に対する追随率は、借入など調達金利が100%、預金など運用金利が50%と仮定している。

金融機関には、こうした企業の経営改善に向けた本業支援を加速させることが求められる。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。人手不足倒産を含むデフォルトリスクは、零細企業との取引が多い、規模の小さい金融機関に集中しやすい。継続的な企業支援を提供するうえで、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。

共通エクスポージャーの拡大

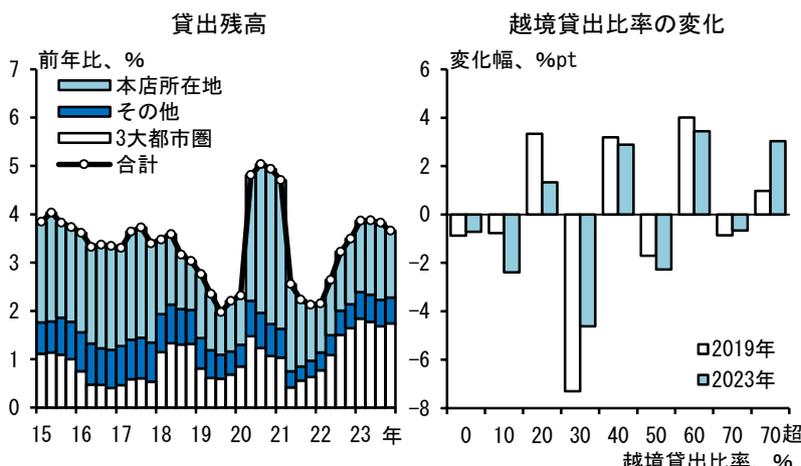
企業倒産・デフォルトが増加するなかでも、金融機関の信用コストは抑制されている（図表IV-1-6）。最近の倒産・デフォルトの大半を小規模企業が占めていることが、その一因である（前掲図表IV-1-3右図）。予防的な引当や信用保証による保全も、追加的な信用コストの抑制につながっている。ただし、最近の信用コストには、同一企業に対して複数の金融機関が貸出を実行している「共通エクスポージャー」の中から、大口の信用コストを計上する事例が散見される。

図表IV-1-6 信用コスト率



(注) 集計対象は内外貸出。直近は、銀行が2023年度上期（年率換算）、信用金庫が2022年度。
(資料) 日本銀行

図表IV-1-7 地域別の貸出



(注) 1. 左図の「3大都市圏」は、東京都、愛知県、大阪府。直近は2023年12月。
2. 右図は、越境（県外）貸出比率ごとにみた、2015年以降における銀行構成比の変化。
3. 集計対象は地域銀行。
(資料) 日本銀行

金融機関間に共通の貸出エクスポージャーがある場合、金融機関の貸出ポートフォリオはショックに対し共振しやすくなる。共通エクスポージャーが大口である場合、金融システムに及ぼす影響は大きくなりやすい。積極的な貸出運営スタンスのもと、近年、貸出の共通エクスポージャーは拡大方向にある。以下では、こうした共通エクスポージャーの動向とそのリスクについて点検する。

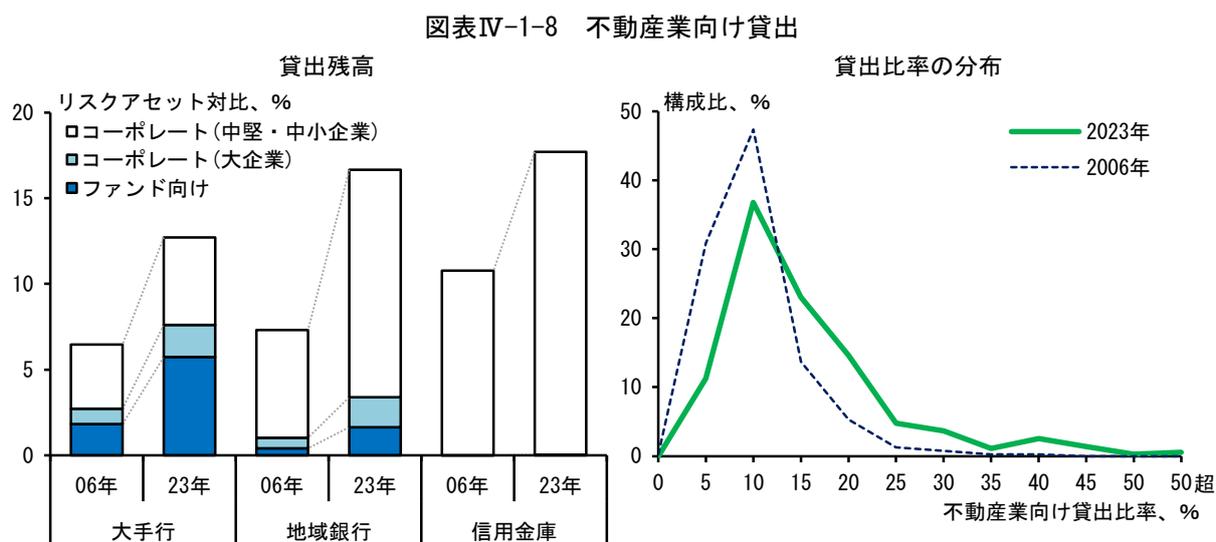
貸出の共通エクスポージャー拡大の背景にあるのは、地域銀行を中心とした非メイン企業向け貸出——自身がメイン行庫ではない企業向けの貸出——の増加である。自身の営業基盤

IV. 金融機関が直面するリスク

1. 信用リスク

(本店所在地)における企業数や人口が減少するなか、金融機関は、貸出機会が相対的に恵まれている地域において、協調融資や貸出入札の機会も活用し、いわゆる越境貸出に注力してきた(図表IV-1-7)²⁷。最近では、それぞれの金融機関が広域でコロナ関連融資を実行したことも、越境貸出の増加に寄与している。地域別の貸出動向をみると、三大都市圏だけでなく、それ以外の地域においても、越境貸出が増加している。地域銀行の中には、越境貸出比率が50%超となっている先もある。

地域銀行の都内店などによる不動産業向け貸出は、越境貸出の一例である。都市圏では、大型の再開発案件が目白押しであり、大手デベロッパーや不動産ファンドの資金ニーズが拡大している。こうした資金ニーズに対し、都市圏の金融機関のみならず、地方圏の金融機関も、コーポレートローンのほか、ファンド向けのノンリコースローンを介して積極的に応需してきた。その結果、地域銀行を中心に、不動産業向け貸出比率の高い先が増えている(図表IV-1-8)。



(注) 集計対象は大手行、地域銀行、信用金庫の不動産業向け貸出(個人貸家業向けを除く)。9月末基準。

(資料) 日本銀行

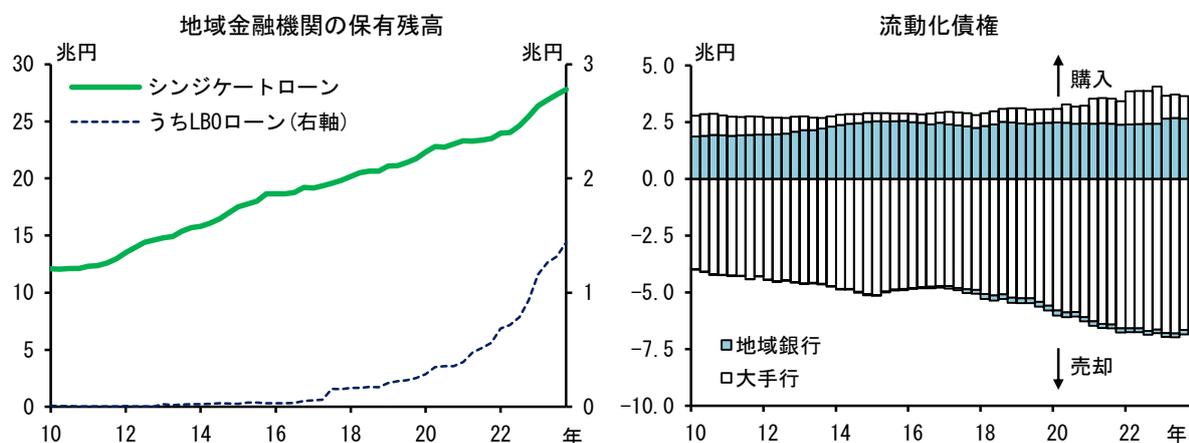
都内店貸出として計上されることの多いシンジケートローンの取り扱い増加も、越境貸出の増加につながっている(図表IV-1-9)。同貸出の分野では、従来、地域銀行は、大手金融機関が主幹事となる案件に参加するかたちをとってきた。最近では、地域銀行同士——例えば、アライアンスを組む地域銀行同士——で組成する、地元のインフラ企業向け案件も増えている。前述した不動産業向け貸出をシンジケートローン形態で実行する案件もみられる。

LBO市場が活性化し、LBOローンに対するニーズが増えていることも、シンジケートロー

²⁷ 図表IV-1-7左図では、①本店が所在する都道府県内での貸出を「本店所在地」、②本店所在地が3大都市(東京、愛知、大阪)以外の金融機関による同地域での貸出を「3大都市圏」、③本店所在地の近隣県など、①や②以外の地域での貸出を「その他」に分類している。

ン増加の一因となっている。このほか、大手行による貸出債権の流動化を通じて、貸出債権が大手行から複数の地域金融機関に移転・分散している。こうした貸出形態の多様化も、貸出の共通エクスポージャー拡大に寄与している²⁸。

図表IV-1-9 シンジケートローン



(注) 1. 左図の集計対象は地域銀行と信用金庫。「LBO ローン」は相対貸出を含む。直近は 2023 年 12 月。

2. 右図の集計対象は正常債権（相対貸出を含む）。直近は 2023 年 12 月。

(資料) 日本銀行

共通エクスポージャーのデフォルトリスク

これまでの実績をみると、貸出の共通エクスポージャー先における実績デフォルト率は平均的に高い。図表IV-1-10 左図は、県外の金融機関を含む 5 先以上の金融機関から貸出を受けている中小企業を共通エクスポージャー先と定義したうえで、同企業とそれ以外の企業の実績デフォルト率を分布にしたものである。分布をみると、共通エクスポージャー先の実績デフォルト率は、それ以外の企業を大きく上回っている。こうした実績デフォルト率の差異は、財務上では、レバレッジ格差によるところが大きい（図表IV-1-10 右の三面図）。両企業群の間に、ICR や手元資金比率の面で有意な差はみられないが、共通エクスポージャー先の財務レバレッジは相対的に高めである。

一般に、他行庫がメイン行庫である企業からは、自行庫がメイン行庫である企業に比べ、金融機関が中間管理のための債務者情報を入手することが難しい。複数の金融機関が債権者として関与しているにもかかわらず、こうした情報ギャップに起因してデットガバナンスが働きにくくなっている面がある。また、情報ギャップは、金融機関による債務者区分の判定に不確実性をもたらす。実際、同一の貸出先企業であっても、メイン行庫と非メイン行庫の債務者区分に乖離が生じている（図表IV-1-11 左図）²⁹。メイン行庫が要管理先や破綻懸

²⁸ 信用リスクの共通エクスポージャーは、貸出を通じた経路だけでなく、社債投資を通じた経路でも拡大している。最近のデフォルト事案の中には、貸出と社債投資の双方において、多くの金融機関が関与している事案もみられた。

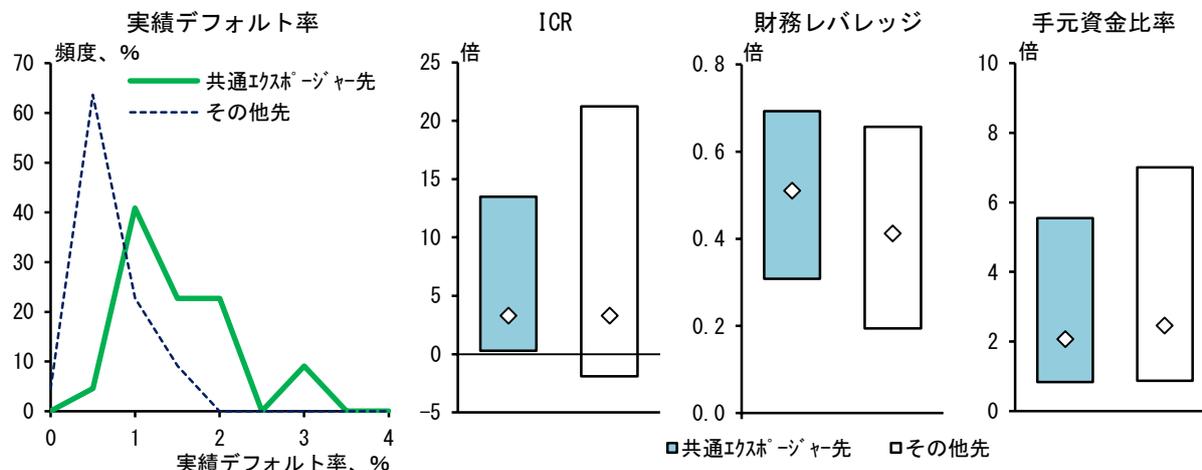
²⁹ 図表IV-1-11 左図は、メイン行庫の債務者区分（横軸）ごとに、同一債務者に対する非メイン行庫の貸出残高

IV. 金融機関が直面するリスク

1. 信用リスク

念先まで債務者区分を引き下げている、非メイン行庫の中には、正常先や要注意先にとどめている事例がみられる。

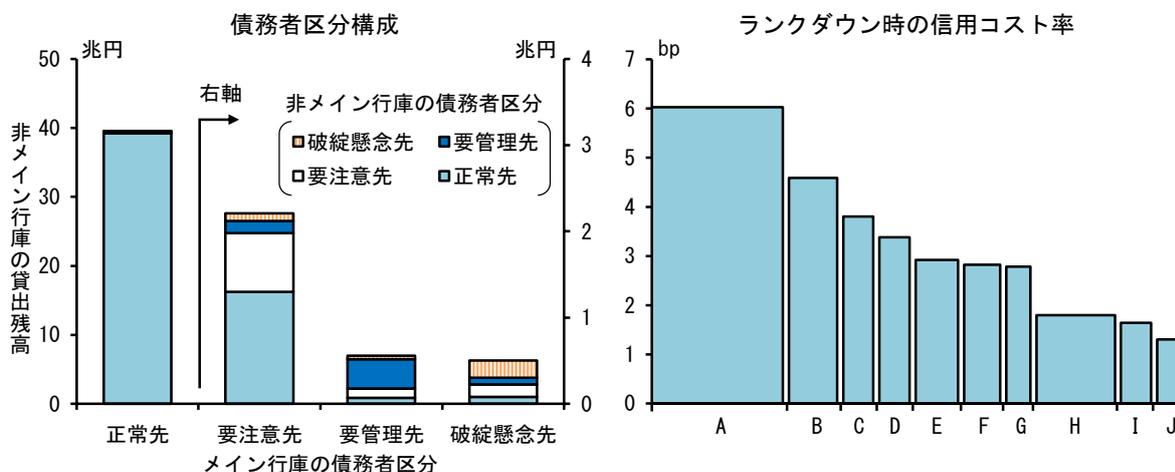
図表IV-1-10 共通エクスポージャー先の財務



- (注) 1. 左図の縦軸は、年度ごとにみた実績デフォルト率（横軸）の出現頻度（2001～2022年度）を表す。実績デフォルト率は、1年以内に、①3か月以上延滞、②破綻懸念先以下へのランクダウン、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した中小企業の割合。
2. 右図は、中小企業を対象に、各財務指標の中央値（マーカー）と25-75%点（バンド）を表示。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。集計期間は2018～2023年度。

(資料) CRD協会、帝国データバンク

図表IV-1-11 共通エクスポージャー先の債務者区分ギャップ



- (注) 1. 左図は、メイン行庫の債務者区分ごとにみた、非メイン行庫の貸出残高。
2. 右図は、債務者区分ギャップのある共通エクスポージャーについて、ギャップが解消されるまでランクダウン時に生じる貸出金融機関の平均信用コスト率。いずれかの金融機関の債務者区分が要管理先以下の債務者について、試算された信用コスト率の高い債務者の上位10先を表示。
3. 集計対象は、大手行、地域銀行、信用金庫の大口貸出先（全規模・全産業）。2022年度末時点。

(資料) 日本銀行

非メイン行庫がメイン行庫並みに債務者区分を引き下げの場合、相応の信用コストが発生し得る。図表IV-1-11 右図は、債務者区分の引き下げによって生じる信用コスト率を、共通

とその債務者区分構成（縦軸）を示している。例えば、メイン行庫が正常先に区分している債務者を、非メイン行庫の一部が保守的にランクダウンしていることが確認できる。また、メイン行庫が破綻懸念先に区分している債務者の中には、非メイン行庫が正常先や要注意先に区分している先がある。

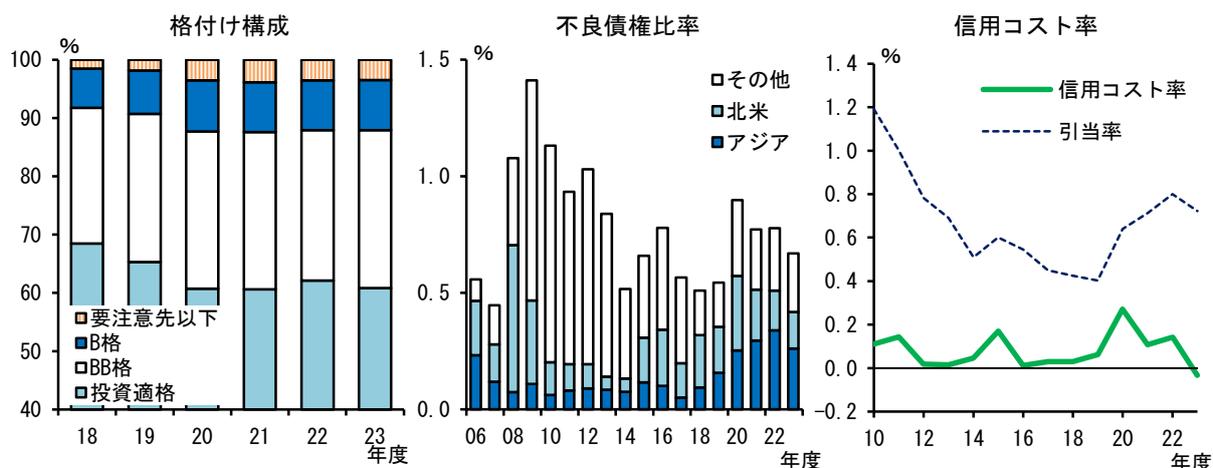
エクスポージャー先ごとに集計した結果である。図中の棒グラフの一本一本は、共通エクスポージャー先の企業債務者（信用コスト率上位のA～J社）に相当する。棒の幅は、同企業向け貸出から信用コストが生じる金融機関数、棒の高さは、同金融機関が被る平均信用コスト率を表す。これら共通エクスポージャー先の経営に問題が生じた場合、それが固有のショックであったとしても、同時に複数の金融機関が影響を受けることになる。こうしたデフォルトリスクは、越境貸出比率の高い、収益力が相対的に低い金融機関に集中しやすいことに注意が必要である。

LBOローンなど、通常の貸出とは異なるリスク特性をもつ貸出に取り組む機会が増えるなか、金融機関には、与信管理の実効性を継続的に高める努力が求められる。特に、共通エクスポージャー先の与信管理においては、情報ギャップを最小化させる取り組みが不可欠である³⁰。メイン行庫の融資状況をフォローすることや、外部機関からの情報を参照することで、情報ギャップを縮小することが選択肢の一つとなる。こうした取り組みが実効的でなければ、情報ギャップのある債務者向け貸出の上限管理を強化することも検討に値する。

（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-1-12）。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。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の上昇は抑制されている。アジア向けの不良債権は、不動産貸出の一部を償却したことで減少に転じている。フォワードルッキングに計上した引当は一部戻入となっている。

図表IV-1-12 海外貸出の信用リスク



（注）集計対象は、左図が3メガ行（内部格付けベース）、中国が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）。直近は2023年度上期。

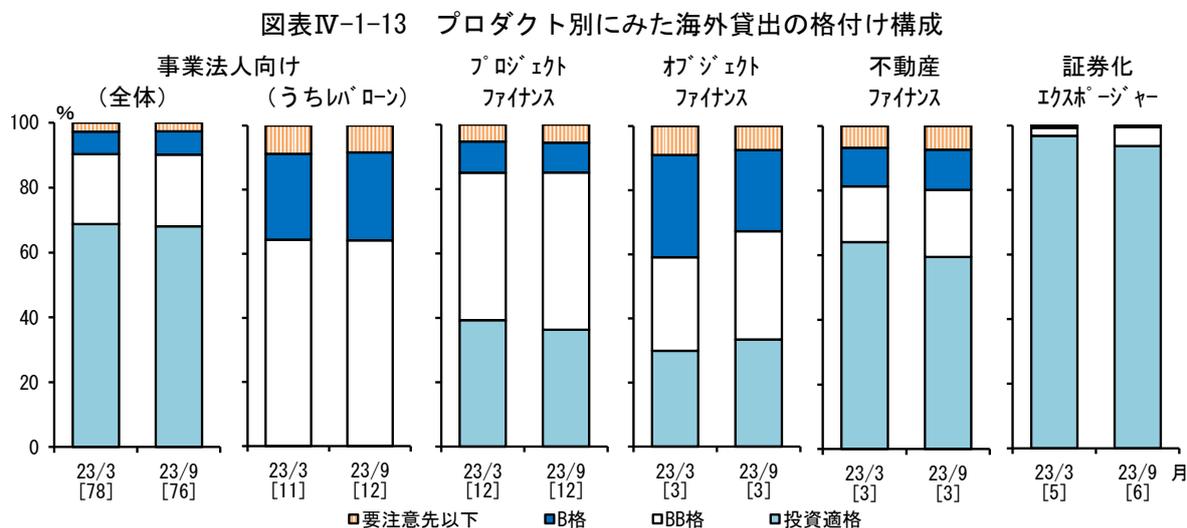
（資料）各社開示資料、日本銀行

³⁰ 審査・管理上の工夫については、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

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-1-13）。事業法人向け全体では、非投資適格比率が幾分上昇したものの、投資適格比率は引き続き7割近い水準である。比較的リスクの高いレバレッジドローンの格付け構成に変化はない。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) 外貨建て貸出の格付け構成。[]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

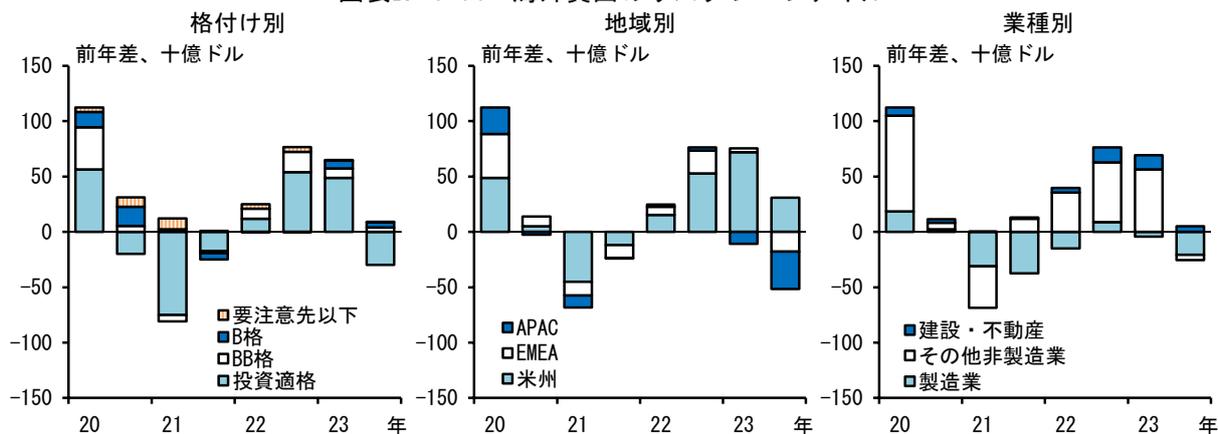
もっとも、既往の金融引き締めの影響やそれに伴う海外経済の減速懸念など、海外貸出市場を巡る不確実性は引き続き高い。こうした環境変化の影響は、大手行の貸出ポートフォリオにも及んでいる。前述のとおり、海外貸出は現状、高い投資適格比率が維持されているが、そのリスクプロファイルには変化もみられる。以下では、前回までのレポートで指摘した3つの切り口——貸出構成、預貸利鞘、大口貸出——に沿って、その後の動向を点検する。

低採算貸出の削減

海外貸出構成は、資金需要と資金供給の双方で変化がみられる。資金需要面では、原材料調達コストや人件費の増加を背景とした運転資金需要が、累積的な利上げの影響もあって落ち着きつつある。これまで貸出増加を牽引してきた北米向け貸出も、増加ペースが鈍化した（前掲図表Ⅲ-1-13）。運転資金貸出の減少は、北米以外の地域でも観察される。

資金供給面では、採算性の低い貸出を見直すなど、大手行の貸出運営スタンスは選別的になっている（図表IV-1-14）。資本効率を重視する大手行は、直近にかけて、投資適格先向け貸出に含まれていた低採算貸出を削減した。同貸出の削減は、地域別にみると、欧州等（EMEA）やアジア太平洋（APAC）向け貸出の減少につながっている。業種別にみると、製造業向け貸出の減少につながっている。

図表IV-1-14 海外貸出のリスクプロファイル

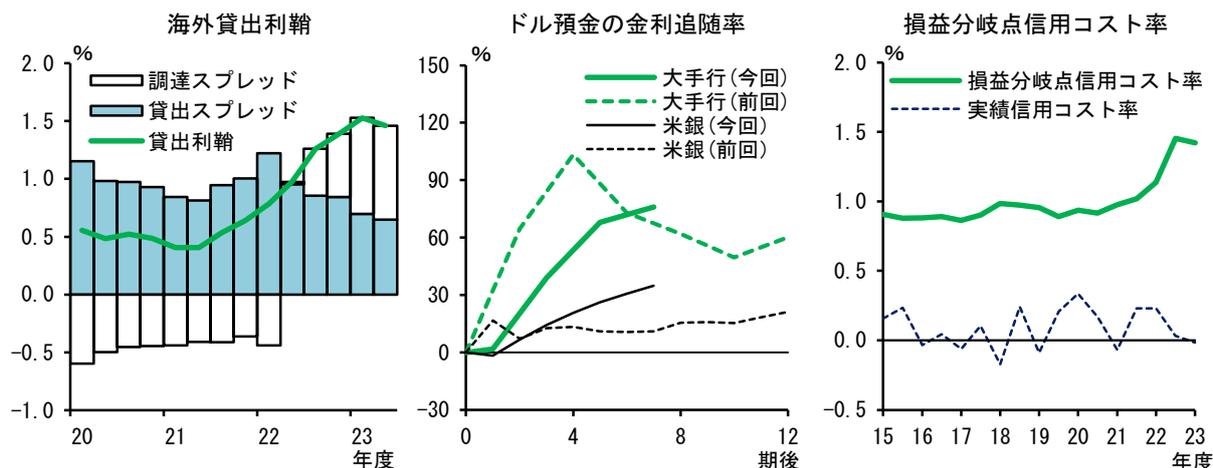


(注) 集計対象は3メガ行(内部格付けベース)。直近は2023年9月末。
 (資料) 日本銀行

利鞘改善の頭打ち

市場金利の上昇に連動した貸出利鞘の改善は、頭打ちとなりつつある(図表IV-1-15左図)。貸出利鞘を構成する調達スプレッド(ベースレート-調達金利)は、直近にかけて縮小に転じた。比較的小幅に抑えられていた預金調達の金利追随率が、前回の金利上昇局面の水準に接近していることが、その背景にある(図表IV-1-15中図)。調達の安定性維持を企図した中長期の円投調達の増加も、スプレッド縮小要因となっている。この間、貸出スプレッド(貸出金利-ベースレート)は縮小傾向が続いている。リスクを抑制する過程で比較的高い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。

図表IV-1-15 利鞘関連指標



(注) 1. 左図の調達・貸出スプレッドはそれぞれ、米ドル建ての調達・貸出金利とベースレート(3か月短期金利)との差。
 2. 中図は、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。
 3. 右図の「損益分岐点信用コスト率」は、信用コストが貸出資金利益と一致する信用コスト率。
 4. 集計対象は、左図が大手行、中図と右図が大手行の国際業務部門(いずれも単体ベース)。
 (資料) FFIEC、FRED、日本銀行

金利上昇局面では、預金調達の金利追随率が高いほど預金金利が高くなり、貸出利鞘が縮

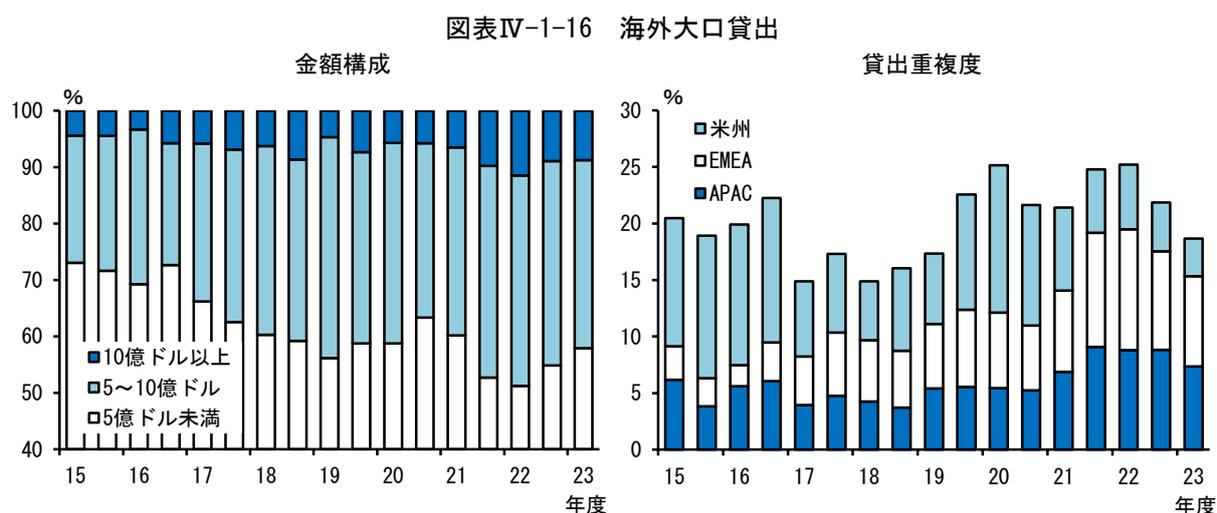
IV. 金融機関が直面するリスク

1. 信用リスク

小しやすくなる。貸出利鞘の縮小は、損失吸収力の一つである収益バッファーにも影響を及ぼす。海外部門の損益分岐点信用コスト率（海外貸出資金利益/海外貸出残高）は、現時点では高めの水準を維持しており、相応の信用コストが発生したとしても、資金利益で吸収することができる（図表IV-1-15 右図）。ただし、今後の調達コスト次第では、信用コストを資金利益で吸収しきれなくなることに注意が必要である。

大口貸出のリスク

海外貸出の大口化には歯止めがかかっている。大口貸出 1 先当たりの金額をみると、10 億ドル以上の大口貸出比率は低下に転じている（図表IV-1-16 左図）³¹。大手行が選別的な貸出運営スタンスをとっていることが、その背景にある。また、運転資金需要の高まりを反映した追加借入やコミットメントライン引き出しに落ち着きが見られることも、1 先当たり貸出の大口化を抑制している。



(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

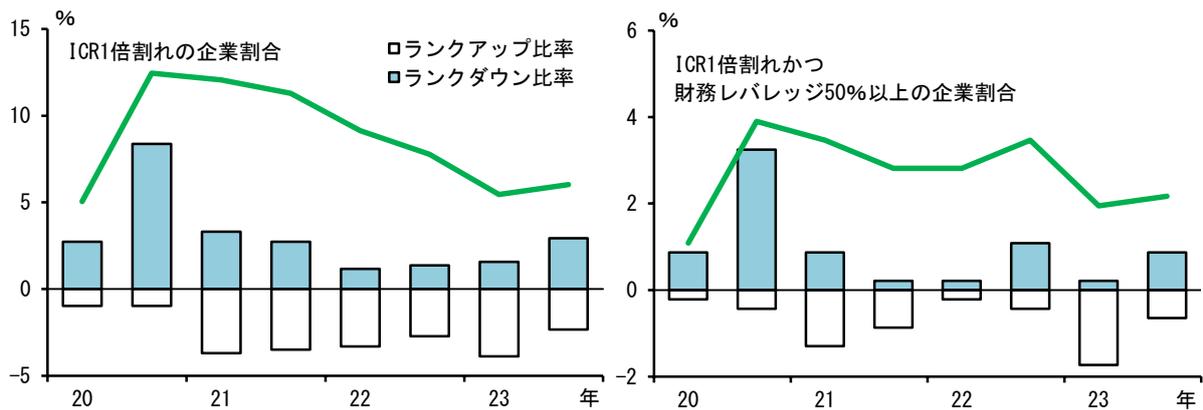
ただし、既往の大口貸出の中には、大手行間で貸出先が重複する共通エクスポージャーが引き続きみられる。米州における重複度は低下したものの、EMEA や APAC における重複度は高めの水準にある（図表IV-1-16 右図）。このことは、地政学的リスクなど、海外発のショックに対して大手行の貸出ポートフォリオが共振し、金融システムに及ぼす影響が大きくなりやすい状態にあることを示唆している。

こうした大口貸出先企業は、ICR の悪化リスクに晒されている。これまでのところ、堅調

³¹ 図表IV-1-16 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たことを意味する。

な売上を背景に、ICRの悪化は回避されている³²。ICR1倍割れ企業——本業利益だけでは利払い負担をカバーできない企業——向け貸出の割合も抑制されている（図表IV-1-17）。ただし、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、ICR1倍割れ企業の中には、財務レバレッジが高止まりしている先もある。企業のデフォルト確率は、財務レバレッジが高くなるほど、非線形に上昇する傾向があることに注意が必要である³³。

図表IV-1-17 ICR 遷移(左)と財務レバレッジ遷移(右)



(注) 左右図の折れ線は大口貸出先に占める企業の割合。棒グラフはその増減寄与。財務レバレッジは有利子負債/総資産。直近は2023年9月末。

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

貸出種類別のリスク

大手行が注力してきたファンド向けファイナンスも、大口貸出の一角を占めている。ファンドを組成・運営する機関投資家との関係強化を通じて付帯取引を獲得することも視野に、大手行はファンドの資金需要に積極的に応需してきた。これまでのところ、大口のファンド向けファイナンスは、大手行の海外貸出全体の2%であり、大口以外を含めても6%にとどまる。ただし、ファンドの投資先企業の利払い負担が高まるなど、ファンドやファンドに融資する金融機関が負う信用リスクは高まりつつある（BOX3を参照）。

この間、各国の不動産市場は調整色が強まっている。米国では、感染症拡大以降、オフィス空室率の上昇が続いている（BOX1を参照）。こうしたもとで、大手行の米州向け不動産ファイナンス（ノンリコースローン）において、非投資適格債権が増加している（図表IV-1-18）。また、さらなる調整に備えて、予防的に引当が積み増されている。大手行の不動産ファイナンスは海外貸出全体の3%（うち米州向けは1%）に過ぎないが、既存融資の予兆管理や追加

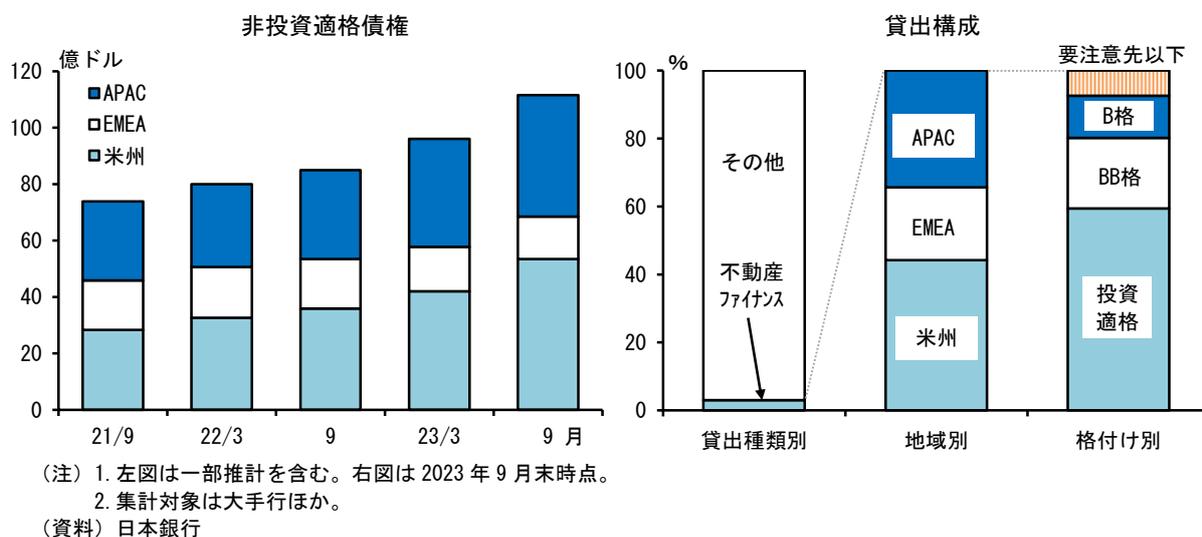
³² 低金利局面において企業が長期の固定金利調達（借入や社債発行）を選好していたことが、利上げが企業のICRに及ぼす影響に時間差を生んでいるとの指摘もある。

³³ 大手行の海外貸出先企業のデフォルト確率は、財務レバレッジ（有利子負債/総資産）が50%を上回ると、非線形的に上昇する傾向がある。詳しくは、金融システムレポート2022年10月号のIV章2節を参照。

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

融資の入口審査など、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。

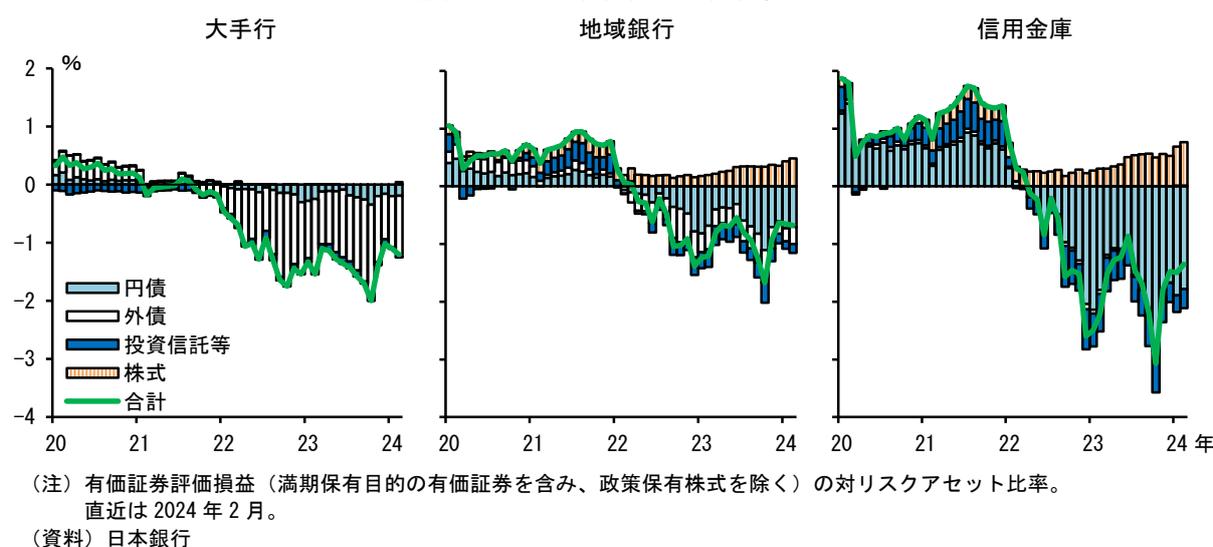
図表IV-1-18 不動産ファイナンスのリスク



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、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）は改善方向にある（図表IV-2-1）³⁴。評価損率は、昨年10月に2022年以降のピークを更新した後、内外金利の低下や株価の上昇を背景に縮小している。金利ポートフォリオの継続的なリバランスも奏功したと考えられる。ただし、金利商品の評価損益は、引き続き損超である。

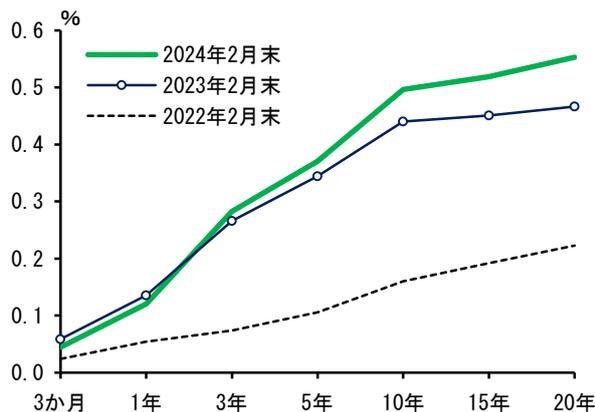
図表IV-2-1 有価証券の評価損益



³⁴ 図表IV-2-1では、ゆうちょ銀行や系統上部金融機関は集計対象外である。これらの業態を含めた大手行等の評価損益率も、昨年10月の▲3%台から直近（2024年2月時点）の▲1%台後半まで縮小している。

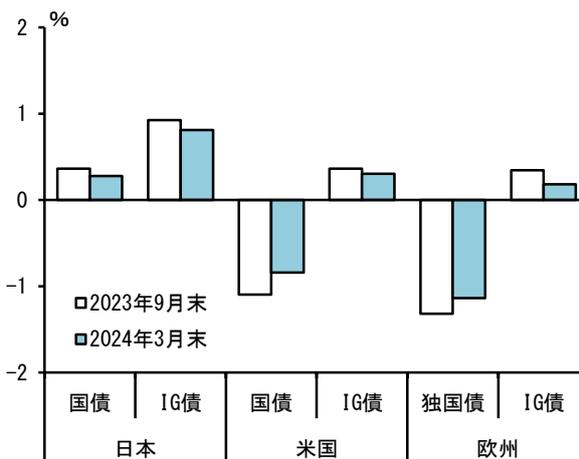
有価証券投資においては、評価損リスクのほか、相場変動リスクや逆鞘リスクにも注意が必要である。国内では、金利上昇リスクが意識されるなか、長期金利の値動きが幾分大きくなった（Ⅱ章2節を参照）。こうしたなか、金利のボラティリティが長めのゾーンを中心に上昇するなど、円債 VaR の増加要因となっている（図表Ⅳ-2-2）。また、企業業績やガバナンス改革に対する期待を背景に、株価の上昇が続いている。株式の時価増価が株式 VaR の増加要因となっている。

図表Ⅳ-2-2 円金利のボラティリティカーブ



(注) スワップ金利のヒストリカル・ボラティリティ(観測期間1年)。
(資料) Bloomberg

図表Ⅳ-2-3 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。
(資料) Bloomberg、ICE Data Indices, LLC、LSEG Eikon、QUICK

海外では、米欧の政策金利が高止まりする一方、中長期金利が先行して低下した（Ⅱ章1節を参照）。そうしたもとで、外国国債投資の順鞘を確保することが引き続き難しくなっている（図表Ⅳ-2-3）。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。本節では、こうした金融機関の市場リスクプロファイルの現状について整理する。

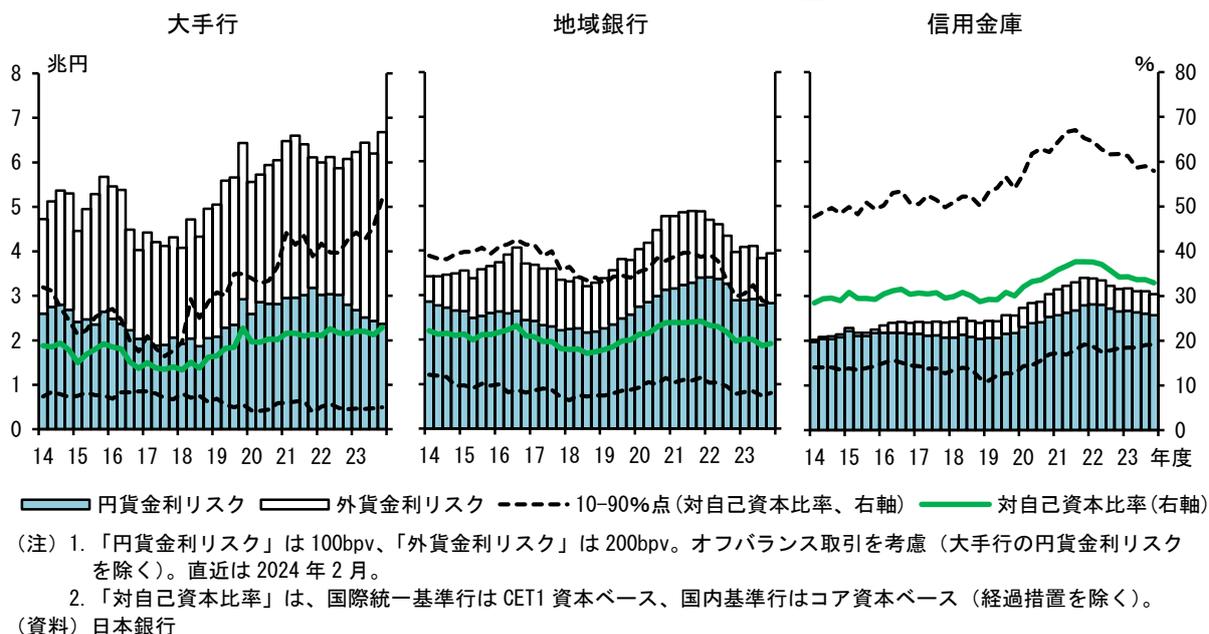
円債デュレーションの短期化

金融機関の有価証券投資にかかる金利リスク量——円貨が 100bpv、外貨が 200bpv——をみると、内外の金融政策に対する市場見通しを反映して、リスク量の変化は、円債と外債で逆方向となっている（図表Ⅳ-2-4）³⁵。円債については、リスク量を抑制する動きが続く一方、外債については、リスク量を復元する動きがみられる。金利リスク量全体の対自己資本比率は、大手行・地域銀行が 20%程度、信用金庫が 30%程度と著変はないが、リスクの内訳は変化しつつある。

³⁵ 図表Ⅳ-2-4 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。なお、今回のレポートから、集計対象を拡充し、円貨金利リスクについてはオフバランス取引（大手行分を除く）、外貨金利リスクについては満期保有目的の有価証券を含める扱いとしている。

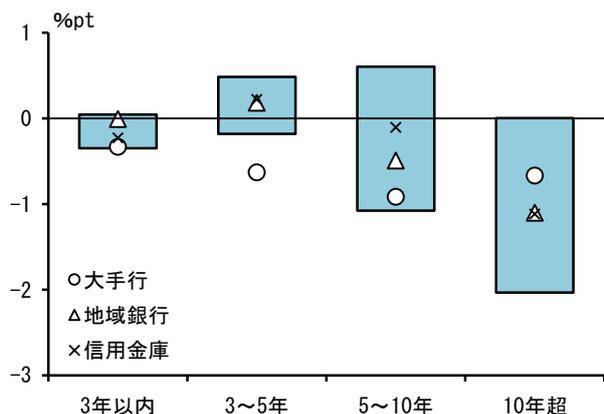
IV. 金融機関が直面するリスク
2. 有価証券投資にかかる市場リスク

図表IV-2-4 有価証券の金利リスク量

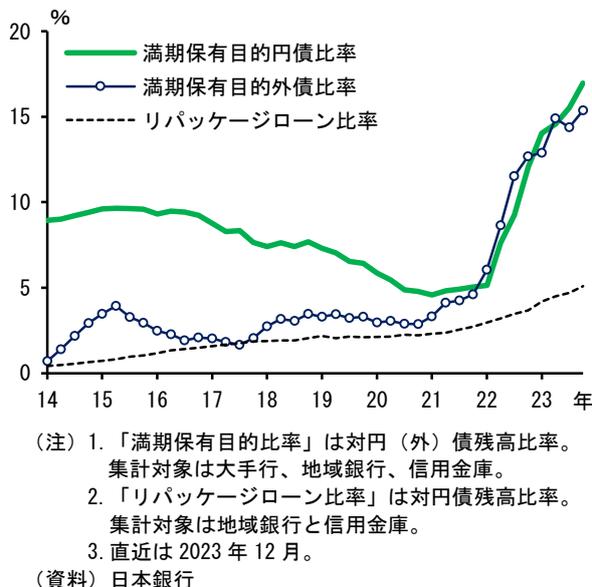


円債ポジションはリバランスの途上にある。金利上昇リスクが意識されるなか、金融機関は円債投資に総じて慎重になっている。いずれの業態も、長めのゾーンを中心に金利リスク量を削減することで、円債デュレーションを短期化させている（図表IV-2-5）。また、評価損リスクを抑制する観点から、ベアファンドや金利スワップを活用して、ヘッジ比率を引き上げる金融機関がみられる³⁶。時価評価しない満期保有目的債券や、円債を裏付け資産とす

図表IV-2-5 円貨金利リスク量の変化



図表IV-2-6 時価評価しない債券の保有比率

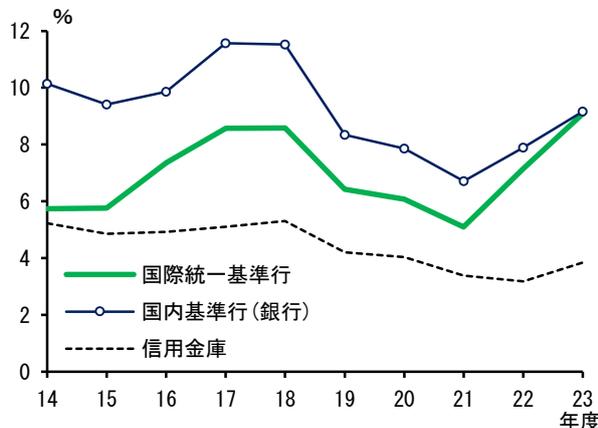


³⁶ 金利系のベアファンドは、債券先物を原資産とする投資信託であり、債券先物と同じヘッジ効果が得られる。金融機関の中には、3か月ごとに売買損益を確定する債券先物よりも、評価損益として認識するベアファンドを愛好する先がある。そのリスク管理においては、債券先物と同様、先物と現物の価格乖離に伴う損益変動リスク（ベースリスク）を管理する必要がある。リバランス型のベアファンドは、複利効果により、ヘッジ・エラーが大きくなりやすいことにも注意を要する。

るリパッケージローンに入れ替える金融機関も増えている³⁷（図表IV-2-6）。

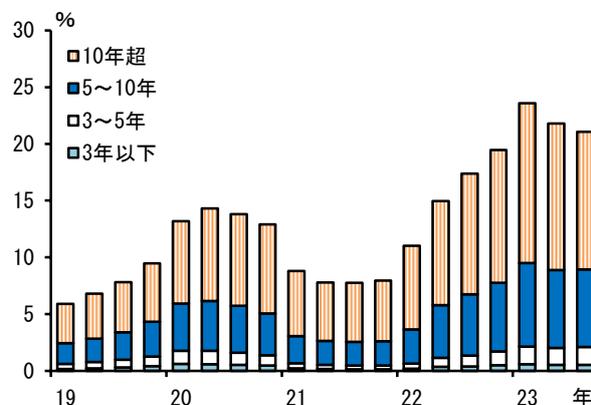
こうしたリバランス行動を反映して、金利上昇に対する金融機関の耐性は改善傾向にある。ここでは、簡易的なリバース・ストレステストによって、有価証券の評価損が拡大しても、金融機関が十分な損失吸収力を維持できる10年国債の上限金利を試算した。分析の便宜上、国内基準行についても、国際統一基準行と同様に有価証券評価損益を自己資本に算入したうえで、経済資本ベースの自己資本比率が規制水準を維持できるかどうかを判定基準とした³⁸。試算結果をみると、低金利環境下において低下傾向にあった上限金利は、直近にかけて反転している（図表IV-2-7）。このことは、市場金利が上昇する状況を想定しても、相応の経済資本が維持されることを意味している。

図表IV-2-7 経済資本が維持される上限金利



(注) 経済資本ベースの自己資本比率が規制水準を維持できる10年国債金利の上限。直近は2024年2月。
(資料) 財務省、日本銀行

図表IV-2-8 円債の金利リスク量 (VaR)



(注) VaR (信頼水準99%、保有期間1年)の対自己資本比率。集計対象は地域銀行と信用金庫。直近は2023年9月。
(資料) 日本銀行

ただし、削減されたとはいえ、100bpvでみた金利リスク量は引き続き高い状態にある（前掲図表IV-2-4）。金利が変動する際には、VaRでみたリスク量が増加することで、機動的なポジション調整が難しくなる可能性がある（図表IV-2-8）。また、債券時価変動を規制上の自己資本に算入しなくてもよい国内基準行であっても、配当の分配可能額が減少するリスクがある³⁹。金融機関には、想定され得る相場変動に応じた自身の損失吸収力の変化を予め把握したうえで、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。

³⁷ 日々の時価評価を必要としない満期保有目的債券やリパッケージローンであっても、逆算リスクの管理は必要である。満期保有目的債券は減損リスク、リパッケージローンはスワップ・カウンターパーティの信用力にも注意が必要である。

³⁸ 試算に当たり、イールドカーブについては、各時点のカーブが上方に平行シフトすることを想定している。金融機関による金利上昇時のマネジメント・アクションは勘案していない。

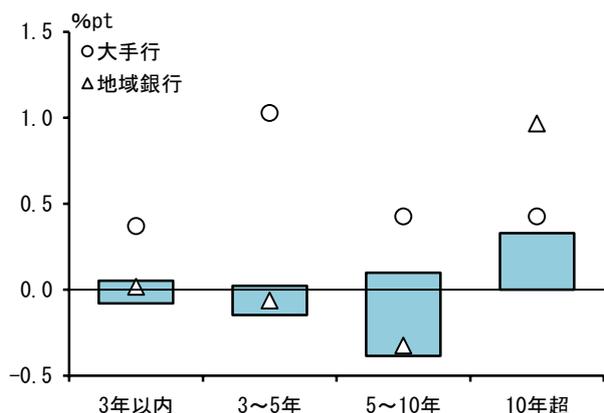
³⁹ 国内基準行の規制資本には、「その他有価証券」の時価変動は勘案されない。一方、配当の上限を規定する分配可能額には、「その他有価証券」の評価損が勘案される。

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

外債デフレーションの長期化

外債ポジションは、金利リスク量を復元する動きがみられる。米欧の利上げサイクルが最終局面にあるとの見方もあり、金融機関の間では、再投資に立ち遅れるリスクが意識されている。再投資の対象となっているのは、これまでリスク量を大きく削減してきた長めのゾーンが中心である（図表IV-2-9）。大手行の中には、キャピタルゲイン目的で、短中期ゾーンにポジションを構築する先もある。

図表IV-2-9 外貨金利リスク量の変化

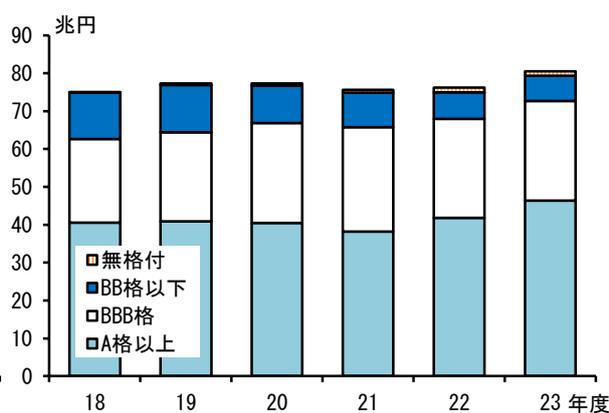


(注) 1. 外貨金利リスク量変化 (200bpv の対自己資本比率、2022 年末～2023 年 9 月) の業態加重平均値 (マーカー) と金融機関全体の 25-75% 点 (バンド) を表示。集計対象は大手行と地域銀行。

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

図表IV-2-10 海外クレジット投資残高



(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。直近は 2023 年 9 月。

(資料) 日本銀行

外債ポジションの復元に当たって、円債投資と同様に、満期保有目的債券を活用する金融機関がみられる（前掲図表IV-2-6）。こうした傾向は、保有債券の値上がり益よりも、安定的な期間収益を求める金融機関において顕著である。また、クレジット商品を積み増す金融機関もみられる（図表IV-2-10）。市場性信用リスクの高い低格付け商品が敬遠される一方、A格以上の高格付け商品が選好されている。ただし、海外金利が高止まりするなか、前節で指摘した海外貸出と同様、投資対象となる企業の財務悪化リスクには注意が必要である。

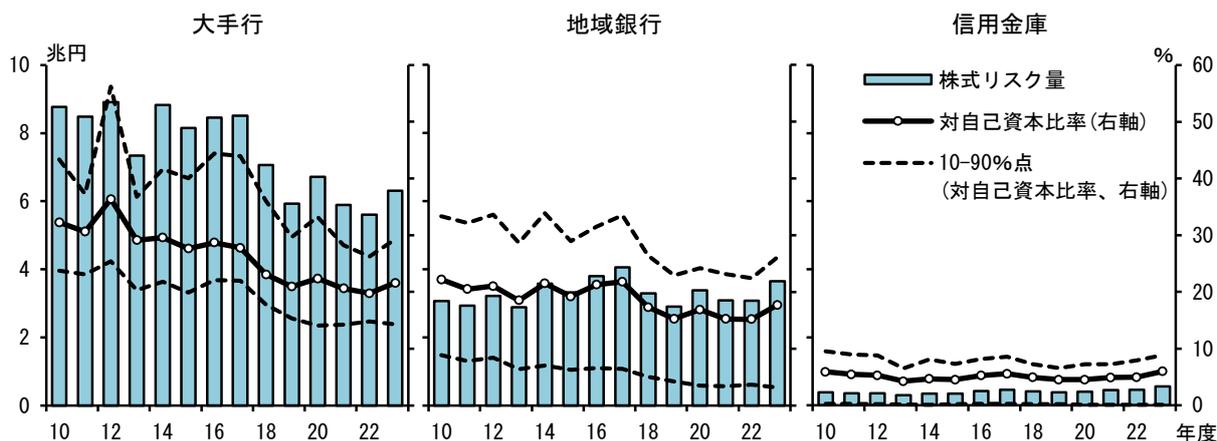
高止まりする株式リスク

金融機関の株式リスク量をみると、減少ペースが鈍化している。株式リスク量の対自己資本比率はこのところ、大手行・地域銀行ともに 20% 程度の水準で高止まりしている（図表IV-2-11）。益出しや政策保有株式の継続的な削減がリスク量減少に寄与する一方、株価上昇を背景とした株式時価の増価がリスク量増加に寄与している（図表IV-2-12）。株価の先行き次第では、ボラティリティの上昇も介して、リスク量がさらに増加することが考えられる。

金融機関の株式保有は、引き続き、財務や収益に相応の影響を及ぼし得る水準にあると評

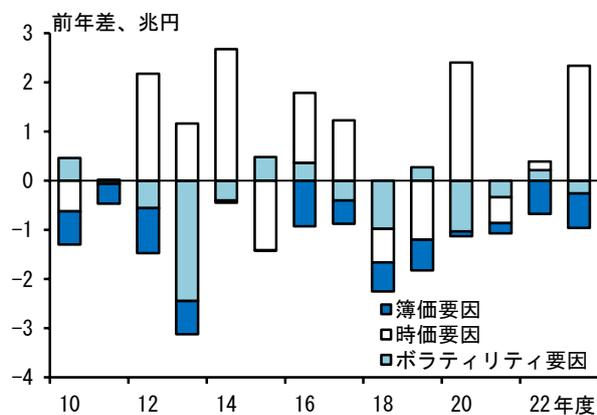
価される。他方、金融機関の政策保有株式には、配当利回りが相対的に高く、評価益の厚い銘柄が多い（図表IV-2-13）。このため、保有株式の配当収益や益出しを通じて、株式保有が運用パフォーマンスを下支えすることも期待できる。金融機関には、様々な観点から株式保有の意義とコストを客観的に評価し、株式リスク量を損失吸収力との対比で適切な範囲に抑制することが求められる。

図表IV-2-11 株式リスク量



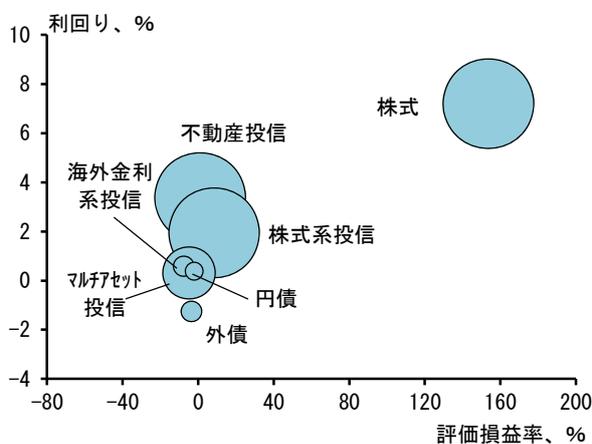
(注) 1. 「株式リスク量」はVaR（信頼水準99%、保有期間1年）。外貨建てを除く。直近は2024年2月。
 2. 「対自己資本比率」は、国際統一基準の2012年度以降はCET1資本ベース、国内基準の2013年度以降はコア資本ベース、それ以前はTier1資本ベース（経過措置を除く）。
 (資料) 日本銀行

図表IV-2-12 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。集計対象は大手行、地域銀行、信用金庫。直近は2024年2月。
 (資料) 日本銀行

図表IV-2-13 商品別の利回りと評価損益率



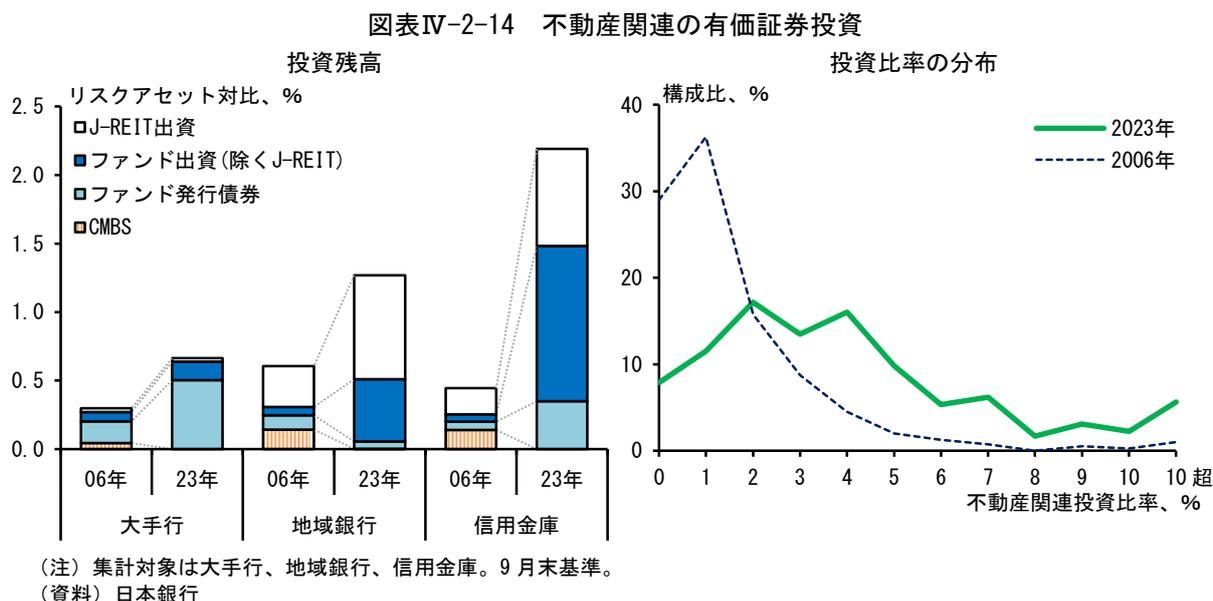
(注) 1. 「利回り」は2023年の利息配当金利回り（資金調達コスト調整ベース）。「評価損益率」は2023年末時点。円の面積はリスクウエイトの大きさを表す。
 2. 集計対象は地域銀行。
 (資料) 日本銀行

多様化した市場リスク

国内の低金利環境が長引くなか、金融機関の有価証券投資において、金利や株式以外の金融商品も投資対象とされてきた。不動産に関連する金融商品もその一つである。金融機関の有価証券投資における不動産関連エクスポージャーは、次の2つの形態をとることが多い(図

IV. 金融機関が直面するリスク
3. 銀行勘定の金利リスク

表IV-2-14 左図)。



第一に、J-REIT や公募・私募の不動産ファンドに対する出資である。REIT やファンドが保有する物件の価格が下落したり、賃料収入が減少することで、投資口価格が下落するリスクがある。第二に、投資法人債に対する投資である。これも、利払いの原資となる物件の賃料収入が減少すると、債券価格が下落するリスクがある。

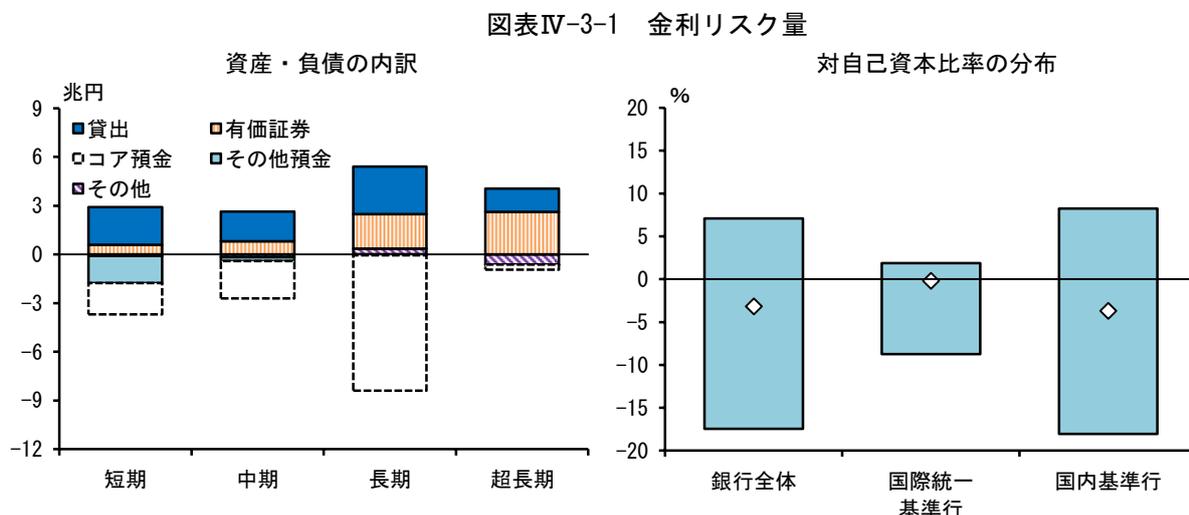
こうした不動産関連投資は、幅広い金融機関で取り扱われるようになっている(図表IV-2-14 右図)。2000年代半ばのミニバブル期までは、有価証券投資において不動産関連エクスポージャーを有する地域金融機関の保有比率は限定的であった。これに対し、最近では、有価証券残高に対する不動産関連エクスポージャー比率が5%を上回る地域金融機関が、全体の2割を占めるようになっている。地域銀行や信用金庫の多くは、都市圏の不動産を裏付け資産とするファンド向けの出資を増やしてきたことで、地方に拠点を置く金融機関であっても、こうした市場性のエクスポージャーを介して、都市圏の不動産市場の影響を受けやすくなっている。

3. 銀行勘定の金利リスク

銀行勘定の円貨金利リスク量(100bpv、コア預金を勘案したベース)は低位に抑制されている⁴⁰(図表IV-3-1)。金融機関全体としてみると、資産サイド(貸出および有価証券)と負債サイド(預金)のリスク量が概ねバランスした姿となっている。また、金融機関ごとにみ

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く、コア預金の残存構成は金融機関によって長短様々である。

ると、金利リスク量の対自己資本比率は、半数の金融機関においてマイナスである⁴¹。このことは、多くの金融機関にとって、金利上昇が金利更改後の金融機関財務にプラスに働くことを意味している。



- (注) 1. 左図は2023年9月末の100bpv。短期は3年以内、中期は3~5年、長期は5~10年、超長期は10年超。
 2. 右図は、金利リスク量(2023年9月末の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。
 3. 集計対象は新業態を含む銀行。
 (資料) 日本銀行

ただし、以上のリスク評価の前提となる預金の粘着性には不確実性がある⁴²。また、業態・金融機関ごとの金利リスク量にはばらつきがあり、金利変動が金融機関収益に及ぼす影響は一律ではない。こうした問題意識から、本節では、デュレーション構成のばらつきと、それに伴う収益改善効果の違いについて点検する。

(1) デュレーション・ギャップの変化

円貨バランスシートのデュレーション・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、直近にかけて、銀行を中心に縮小方向にある(図表IV-3-2)。いずれの業態においても、長期・超長期ゾーンの有価証券デュレーションが幾分短期化した。これは、金利上昇リスクが意識されるなか、金利リスクの大きい長めの債券投資が抑制されているためである(前節を参照)。また、大手行と地域銀行では、中期ゾーンの調達デュレーション(図中の「その他調達」)が長期化した。日本銀行の貸出増加支援や共通担保資金供給を活用して、長めの資金を調達したことが反映されている。

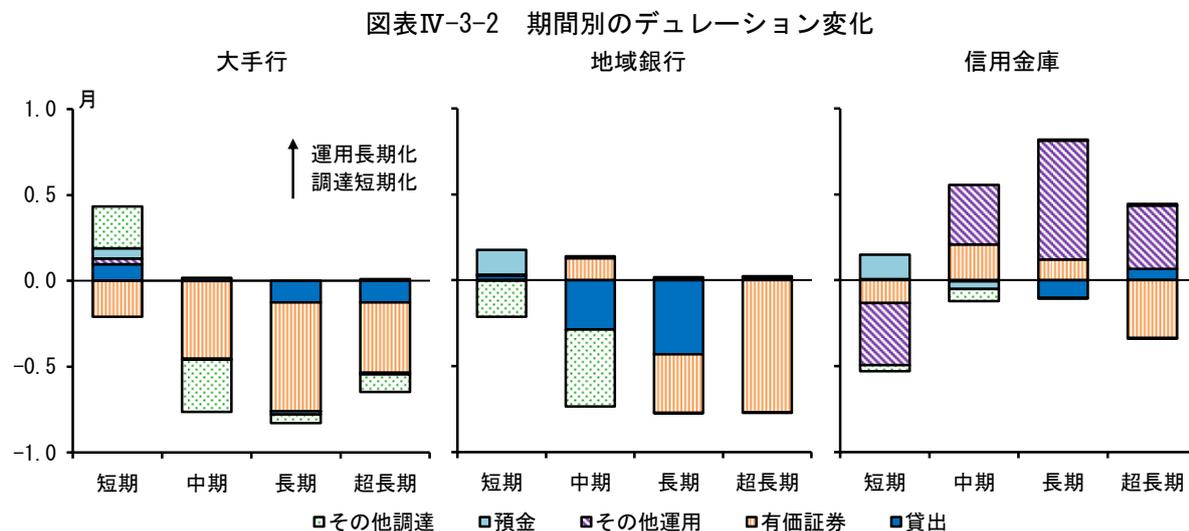
この間、信用金庫は、銀行とは異なる金利リスクテイクを行っている。信用金庫では、評価損リスクのある債券投資の代替として、時価評価を必要としない系統上部機関との長期固

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)。

⁴² 預金の粘着性については、金融システムレポート2023年10月号のBOX2を参照。

IV. 金融機関が直面するリスク
3. 銀行勘定の金利リスク

定取引が選好されている。この結果、有価証券にかかる金利リスクの一部が、系統取引（図中の「その他運用」）にかかる金利リスクに入れ替えられている。業態に固有のこうした金利リスクテイクを反映して、信用金庫のデュレーション・ギャップは幾分拡大している。



(注) 1. デュレーション・ギャップの変化（2022年末～2023年9月末）に対する寄与を表示。
2. 短期は3年以内、中期は3～5年、長期は5～10年、超長期は10年超。
(資料) 日本銀行

(2) デュレーション構成と金利リスクの関係

金利変動が金融機関財務に及ぼす影響は、①イールドカーブの形状と②運用・調達商品ごとの金利追随率のほか、③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）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、期間収益や債券時価に影響をもたらす。前回のレポートでは、イールドカーブの形状と預金の金利追随率の組み合わせによって、金利上昇が金融機関収益に異なる影響を及ぼすことを確認した⁴³。今回のレポートでは、前回利上げ局面（2006～2007年）との比較シミュレーションを通じて、バランスシート構成の違いが金融機関収益（預貸証の期間収益）にもたらす影響を整理する。

ここでは、2006年当時と直近時点における金融機関のデュレーション構成を前提とし、全年限の市場金利が一律+0.1%pt上昇することを想定する。預貸の商品ごとの金利追随率は、前回利上げ局面の実績と同じとする⁴⁴。こうした設定により、デュレーション構成の違い自体が金融機関収益に及ぼす影響を明らかにする。また、前回レポートのシミュレーションでは、

⁴³ イールドカーブと金利追随率が金融機関財務に及ぼす影響については、金融システムレポート 2023年10月号のIV章3節を参照。

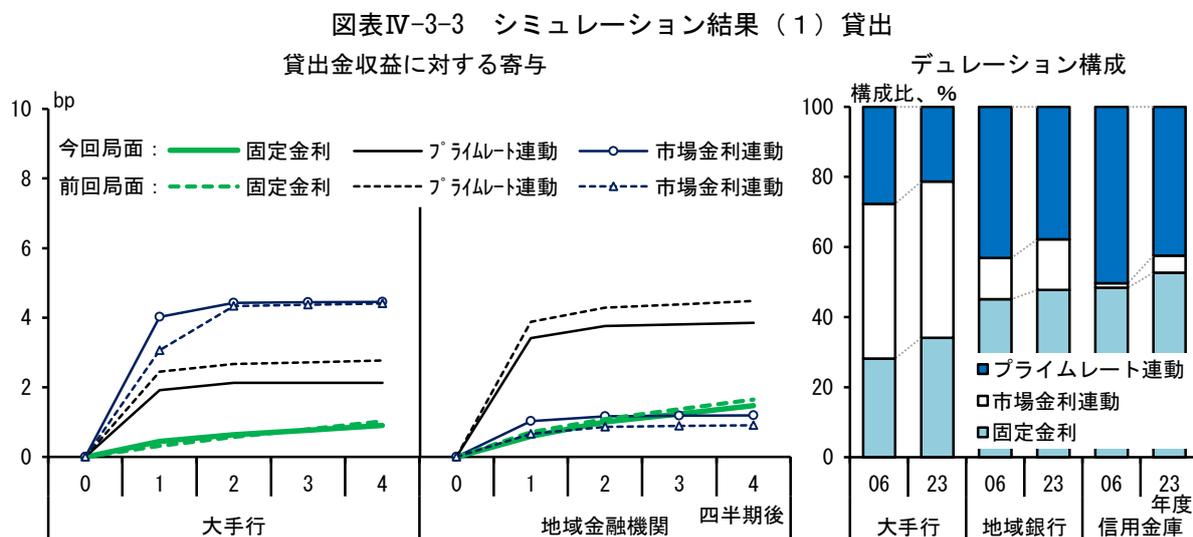
⁴⁴ 金利追随率の想定は次のとおり。運用サイドは、貸出（プライムレート連動型、市場金利連動型、固定金利貸出）、有価証券とも100%。調達サイドは、要求払預金が40%、定期性預金が80%。いずれも、前回利上げ局面の実績に基づく。

金利上昇の中長期的な効果に焦点を当てたが、今回は、短期的な効果に焦点を当てる。

なお、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ている。その際、金利上昇に対する金融機関のマネジメント・アクション——金利ヘッジや損失確定売りなどのポジション調整——は一切勘案していない。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。

資産サイドの利回り比較

図表IV-3-3、IV-3-5、IV-3-6は、預貸証別にみたシミュレーション結果である。それぞれ、金利上昇後1年間の貸出金収益率（対貸出残高比率）、有価証券収益率（対有価証券残高比率）、預金コスト率（対預金残高比率）に対する商品別の寄与を示している。大手行・地域金融機関に共通して短期的な収益改善が期待されるのは、変動金利貸出である（図表IV-3-3）。貸出構成の違いを反映して、大手行では市場金利連動型、地域金融機関ではプライムレート連動型の寄与が大きくなっている。もっとも、大手行も地域金融機関も、長期の固定金利貸出の取り扱いが増えたことから、貸出全体のデュレーションが長期化している。このため、変動金利貸出（プライムレート連動型）の短期的な収益改善寄与は、2006年当時を下回る。



(注) 1. 左図は、基準時点（横軸のゼロ時点）からの貸出金収益率（対貸出残高比率）の変化を商品別に表示。基準時点は、「前回局面」が2006年度末、「今回局面」が2023年9月末。

2. 右図は残高構成比。2006年度末と2023年9月末との比較。

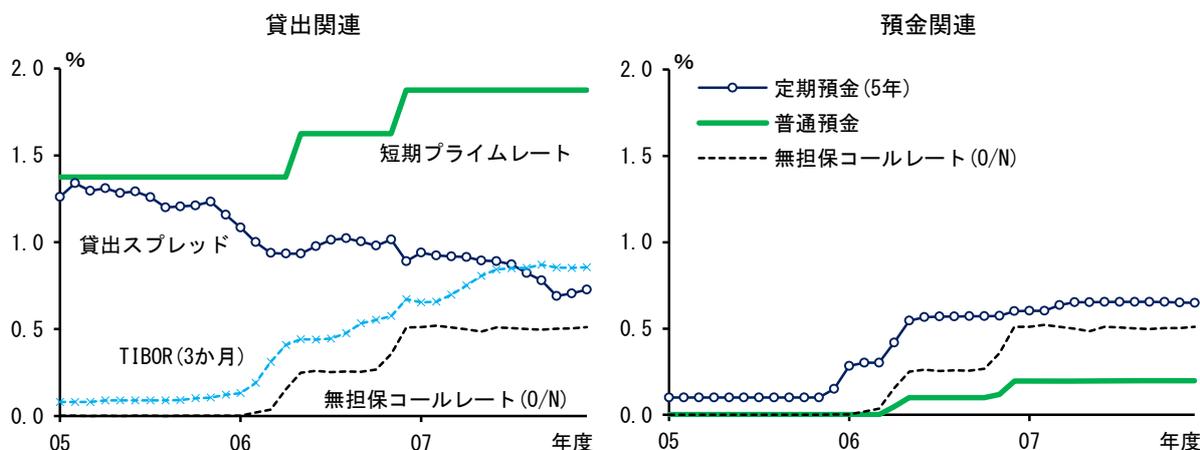
(資料) 日本銀行

前回利上げ局面では、変動金利貸出のベースレートとなるTIBORや短期プライムレートは、翌日物金利に概ね追随していた（図表IV-3-4左図）。もっとも、その後の利下げ局面では、TIBORや短期プライムレートの金利追随率は低下している。また、前回利上げ局面の貸出スプレッドは、縮小傾向にあった。ベースレートや貸出スプレッドは、貸出の需給 balan

IV. 金融機関が直面するリスク
3. 銀行勘定の金利リスク

スや競争環境、顧客との関係に依存することに注意が必要である。

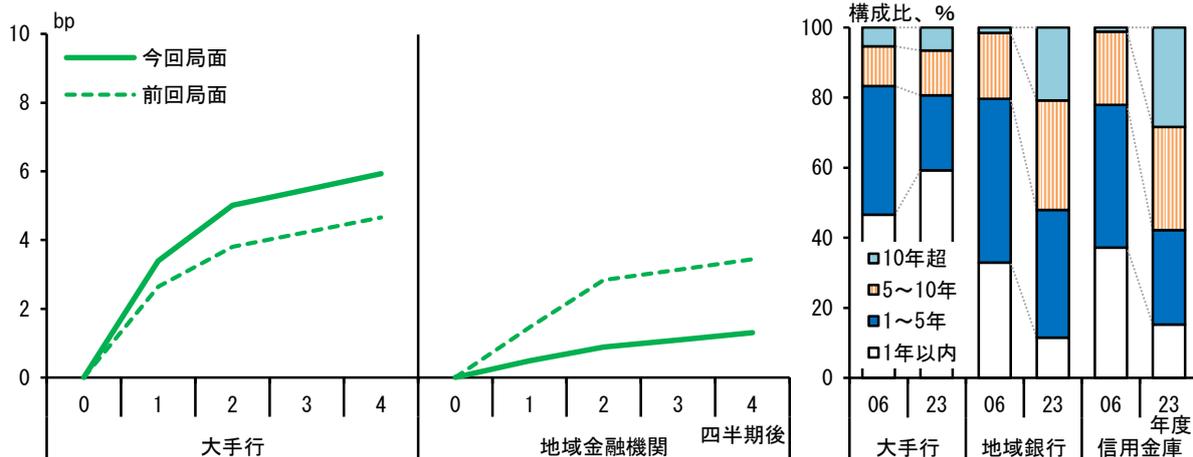
図表IV-3-4 前回利上げ局面の金利推移



(注) 左図の「貸出スプレッド」は、短期貸出金利（後方3か月移動平均）の対TIBOR(3か月)スプレッド。
右図の預金金利は代表的な店頭表示金利。
(資料) Bloomberg、日本銀行

もう一つの収益源は有価証券投資である。シミュレーション結果からは、大手行では、金利上昇後1年のうちに、相応の収益改善が見込まれる(図表IV-3-5)。最近では、円債ポートフォリオの半分強を残存1年以内の債券で運用していることから、その収益寄与は、2006年当時を上回る。一方、有価証券デュレーションを長期化させている地域金融機関は、ポートフォリオを入れ替えない限り、短期的な収益改善が期待しにくい。有価証券の収益寄与は、2006年の時点で既に大きくなかったが、直近では一段と縮小している。

図表IV-3-5 シミュレーション結果(2) 有価証券
有価証券収益に対する寄与



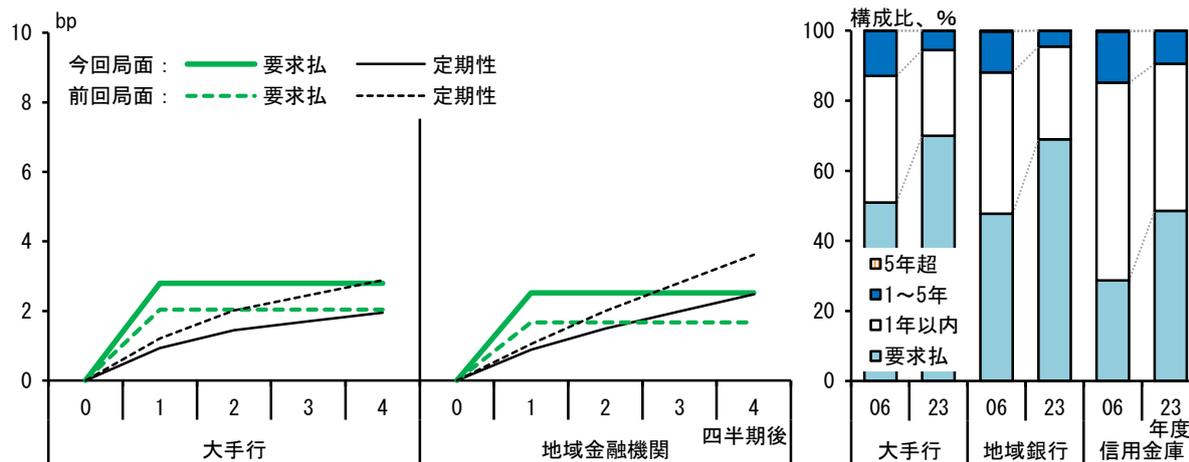
(注) 1. 左図は、基準時点(横軸のゼロ時点)からの有価証券収益率(対有価証券残高比率)の変化を表示。
基準時点は、「前回局面」が2006年度末、「今回局面」が2023年9月末。
2. 右図は残高構成比。2006年度末と2023年9月末との比較。
(資料) 日本銀行

負債サイドの利回り比較

負債サイドでは、大手行・地域金融機関とも、預金コストに対する要求払預金の寄与が、

前回利上げ局面对比で大きくなる（図表IV-3-6）。金利追随率が2006年当時と変わらない場合、要求払預金の取り扱いが増えた分、預金コストが収益を短期的に圧迫する要因になりやすい。対照的に、預金コストに対する定期性預金の寄与は、前回利上げ局面对比で小さくなる。ただし、地域金融機関では、短期の定期性預金の取り扱い比率が高い分、1年目後半にかけて、定期性預金のコスト寄与が大手行よりも大きくなる。

図表IV-3-6 シミュレーション結果（3）預金
預金コストに対する寄与



（注）1. 左図は、基準時点（横軸のゼロ時点）からの預金コスト率（対預金残高比率）の変化を商品別に表示。基準時点は、「前回局面」が2006年度末、「今回局面」が2023年9月末。
2. 右図は残高構成比。2006年度末と2023年9月末との比較。
（資料）日本銀行

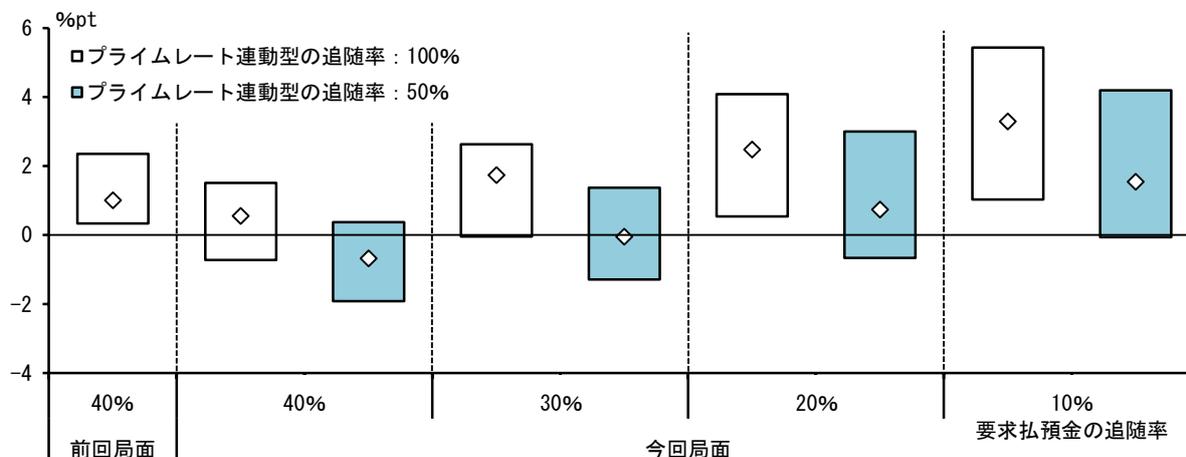
今回のシミュレーションでは、市場金利の平行シフトを前提とした。このため、預金金利は、要求払預金も定期性預金も同じタイミングで上昇すると想定している。この点、前回利上げ局面では、市場金利の緩やかなスティープ化を背景に、定期性預金の金利上昇は要求払預金に半年ほど先行していた（図表IV-3-4右図）。その上昇タイミングは、貸出金利のベースレートと比べても早かった。このように、預金金利の上昇が運用商品に先行する場合、預金の金利追随率が貸出や有価証券を下回っていても、預金コストが先行して増加することに注意が必要である。

前回利上げ局面に比べ、金融機関の収益力対比でみた預金残高が大きくなっている点にも注意が必要である。前回利上げ局面と同じ金利追随率であっても、金利上昇時における利息収支の改善が短期的に下振れることがある。図表IV-3-7は、シミュレーション結果に基づく、金利上昇後1年目の時点における利息収支——貸出・有価証券収益と預金コストの差——の変化の分布である。前回利上げ局面と同じ金利追随率を想定した場合（プライムレート連動型の追随率100%、要求払預金の追随率40%）、利息収支は改善するものの、預金コストの寄与が大きくなる分、その改善幅は前回利上げ局面を下回る。プライムレート連動型の金利追随率が低下した状態が続く場合（プライムレート連動型の追随率50%、要求払預金の追随

IV. 金融機関が直面するリスク 4. 資金流動性リスク

率 40%) には、収益改善は難しくなる。要求払預金の金利追随率をより低位に設定することで、利息収支の減少圧力は抑制されるものの、その場合、預金確保が難しくなる。

図表IV-3-7 シミュレーション結果（4）利息収支の変化



(注) 金利上昇後1年目の時点における、利息収支（対国内資金利益比率）の変化について、中央値（マーカ）と25-75%点（バンド）を表示（分布は金融機関ごとの国内資金利益で加重）。その他の金利追随率は、プライムレート連動型以外の貸出と有価証券が100%、定期性預金が80%。集計対象は大手行、地域銀行、信用金庫。
(資料) 日本銀行

以上のとおり、金利変動の短期的な影響は、イールドカーブの形状、金利追随率の高低、デュレーション構成によって変わり得る。また、ある金融機関がより高い預金金利を提示すれば、金融機関間の預金シフトが生じ得る。MMFのように、より高い利回りを提供する運用商品が登場すれば、商品間の資金シフトも生じ得る。各種の金利を設定する際には、市場動向や競争環境を踏まえ、金利を改定する順序やタイミング、その際の金利追随率を検討する必要がある(今年3月の金融政策の枠組み見直し前後の金利動向についてはBOX4を参照)。

4. 資金流動性リスク

金融機関は、安定的な資金調達基盤を有している。もっとも、外部環境が変化するなか、国内外の預金市場には変化がみられる。そうしたもとで、金融機関の資金流動性リスクプロファイルも変化する可能性が考えられる。本節では、円貨と外貨それぞれの資金流動性リスクについて点検する。

円貨資金流動性リスク

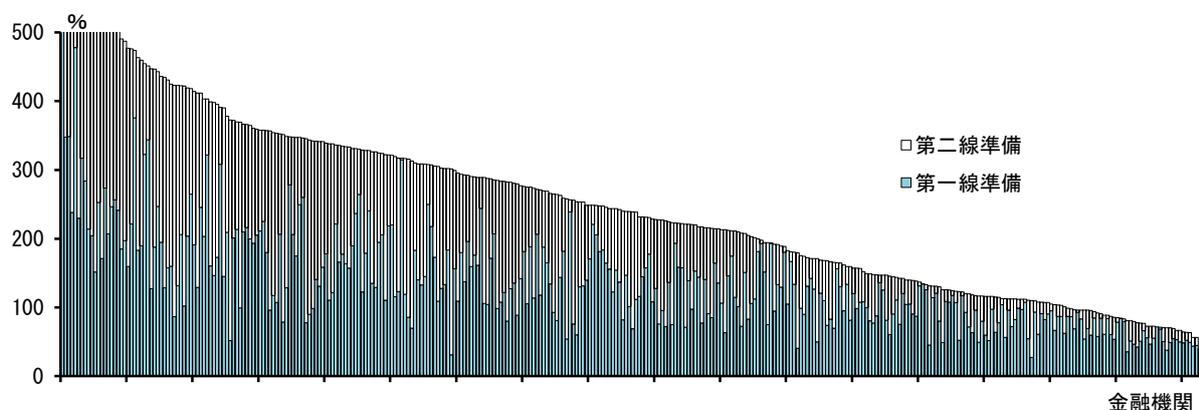
円貨資金については、金融機関は十分な資金流動性を有している。預金取扱機関にとって、円貨資金の調達基盤は安定的な個人預金である⁴⁵。そのほとんどは小口預金であり、付保対象となる預金でもある。また、預金残高は貸出残高を大きく上回っている。こうした安定的な

⁴⁵ 金融機関の預金構成については、金融システムレポート2023年10月号のIV章4節を参照。

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。

預貸差部分の多くが日本銀行預け金や国債など流動性の高い有価証券で運用されていることも、安定性の高さにつながっている。流動化可能債券など、1週間以内に資金化可能な第二線準備を含む流動資産の水準は、平均的には、付保対象外となる1千万円超の預金残高の250%超である(図表IV-4-1)。当日中に資金化可能な第一線準備(預け金、未使用担保など)だけでみても、同預金残高の130%強の水準が平均的に確保されている。このことは、非付保預金が全額流出したとしても、それを上回る流動資産を確保していることを意味している。金融機関は、評価損の影響を考慮しても、十分な短期ストレス耐性を備えている。

図表IV-4-1 流動資産比率



(注) 1口座1千万円超の法人・個人預金残高(当座預金を除く)に対する流動資産比率について、金融機関ごとの分布を表示。横軸は各金融機関を表す。集計対象は地域銀行と信用金庫。2023年9月時点。

(資料) 日本銀行

預金市場にはこの間、変化がみられる。第一に、昨秋以降、金融機関の多くが長めの定期預金金利を引き上げた(図表IV-4-2)⁴⁶。また、今年3月下旬以降、普通預金金利を引き上げる動きが広がった。前節で指摘したとおり、2006年当時に比べ、普通預金など要求払預金の取り扱いが増えた分、普通預金の金利引き上げは、金融機関収益を圧迫する要因になりやすい。預金金利を引き上げた金融機関の中には、預金コスト(対資金利益比率)が相応に増加する先もある。この間、金融機関の収益力が低下したことも、こうした傾向を強めている。

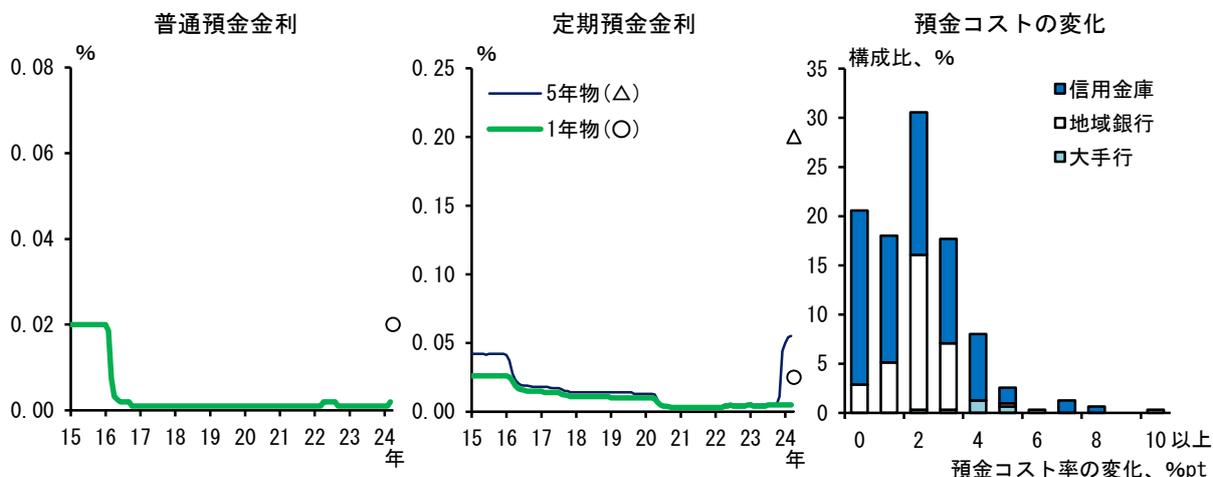
第二に、感染症拡大以降に一段と低下していた預貸率が、地域銀行を中心に反転しつつある(図表IV-4-3)。預入主体別の預金残高をみると、個人・法人とも増加傾向が続いているものの、その伸び率は貸出を下回るようになっている。個人預金は、感染症拡大後に経済活動が回復するもとの、残高の増加ペースが鈍化している。感染症拡大以降に増加した法人預金は、コロナ関連融資の約定弁済や期限前弁済が進むなか、企業向け貸出と両建てで減少している。こうした預金動向を背景に、デュレーションが相対的に長いと認識していたコア預金

⁴⁶ 図表IV-4-2における2024年4月時点の預金金利は、各金融機関のホームページ上の公表情報に基づく。

IV. 金融機関が直面するリスク
4. 資金流動性リスク

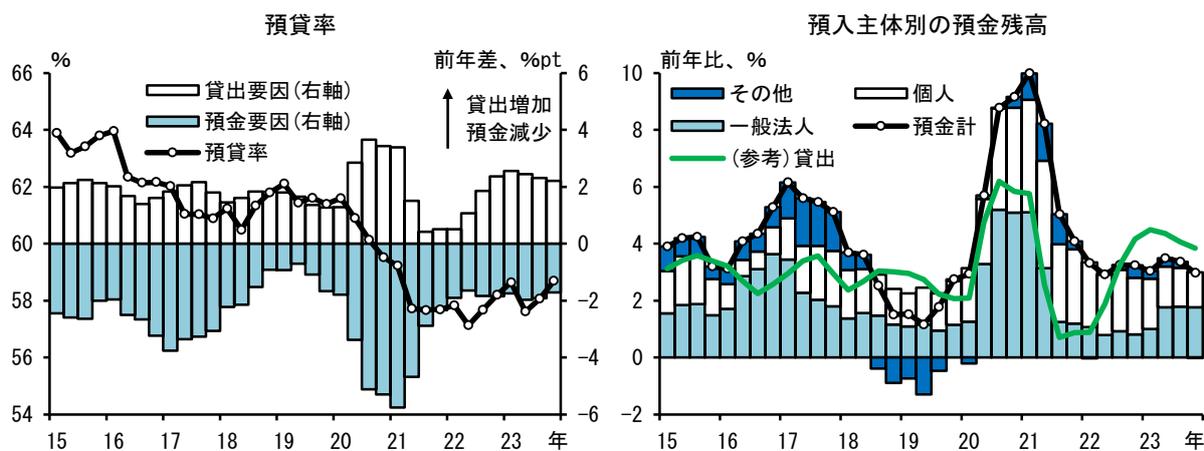
が減少すれば、資産・負債のデュレーション・ギャップが拡大する金融機関が出てき得る。

図表IV-4-2 預金金利



(注) 1. 左図と中図は代表的な店頭表示金利。集計対象は、2024年3月以前が国内銀行、信用金庫ほか（平均値）、2024年4月（マーカー）が大手行、地域銀行、信用金庫（中央値）。
2. 右図は、預金金利上昇（2023年10月～2024年4月）に伴う預金コスト変化（出尽くしベース）の分布。対国内資金利益（2022年度）比率。
(資料) 各社開示資料、日本銀行

図表IV-4-3 預貸バランス



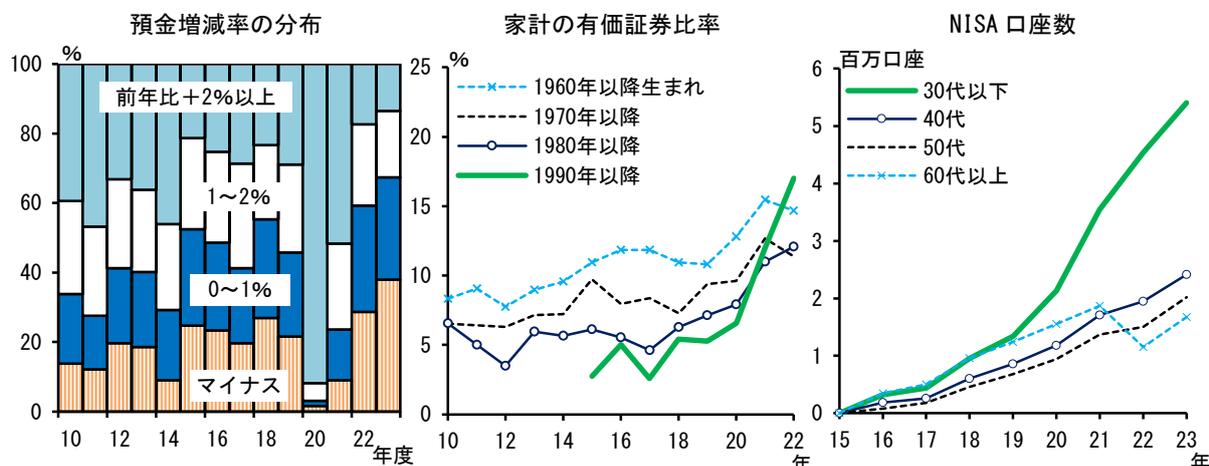
(注) 1. 右図の棒グラフは「預金計」の前年比に対する寄与を表す。
2. 集計対象は国内銀行。直近は2023年10～12月。
(資料) 日本銀行

第三に、預金市場の成長性には地域間・金融機関間でばらつきがみられる（図表IV-4-4 左図）。人口動態など経営環境の違いを反映して、個人預金の減少に直面している金融機関がある。相続預金が、被相続人の口座がある地方の金融機関から、相続人の口座がある都市圏の金融機関に振り替えられるという事例も多数報告されている。

先行きを展望すると、家計の預金選好が変化する可能性が考えられる。家計の金融資産構成をみると、現預金の割合は50%超と、現預金選好が依然として高い。ただし、2018年のつみたてNISAの取り扱い開始以降、家計資産に占める有価証券の割合に上昇傾向が観察される（図表IV-4-4 中図）。こうした傾向は、NISA口座の増加ペースの速い若年層において顕

著である（図表IV-4-4 右図）。今年から始まった新しい NISA 制度のもと、家計の金融資産選択がさらに変化し得る。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。

図表IV-4-4 個人預金



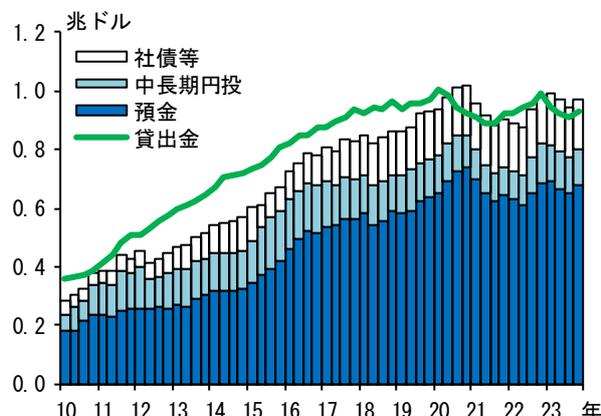
(注) 1. 左図は金融機関構成比。集計対象は大手行、地域銀行、信用金庫。直近は2023年9月。
 2. 中図は、世帯主の生まれ年別にみた有価証券の対貯蓄額比率（試算値）。集計対象は二人以上世帯。
 3. 右図は、2015年末からの累積変化。「30代以下」にはジュニアNISAを含む。直近は2023年9月末。
 (資料) 金融庁、総務省、日本銀行

外貨資金流動性リスク

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との差額——は、比較的安定的な調達が貸出を上回った状態にある（図表IV-4-5）。こうしたもとで、昨年3月の米銀破綻後初めての年末越え取引においても、特段の問題はみられなかった。

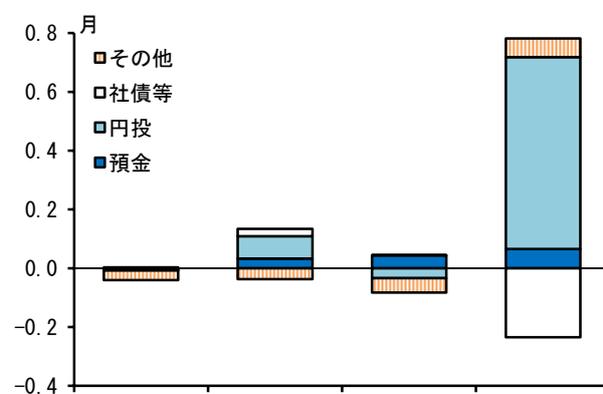
外貨資金調達のデュレーション構成（コア預金を勘案したベース）をみると、長期化して

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12月末。
 (資料) 日本銀行

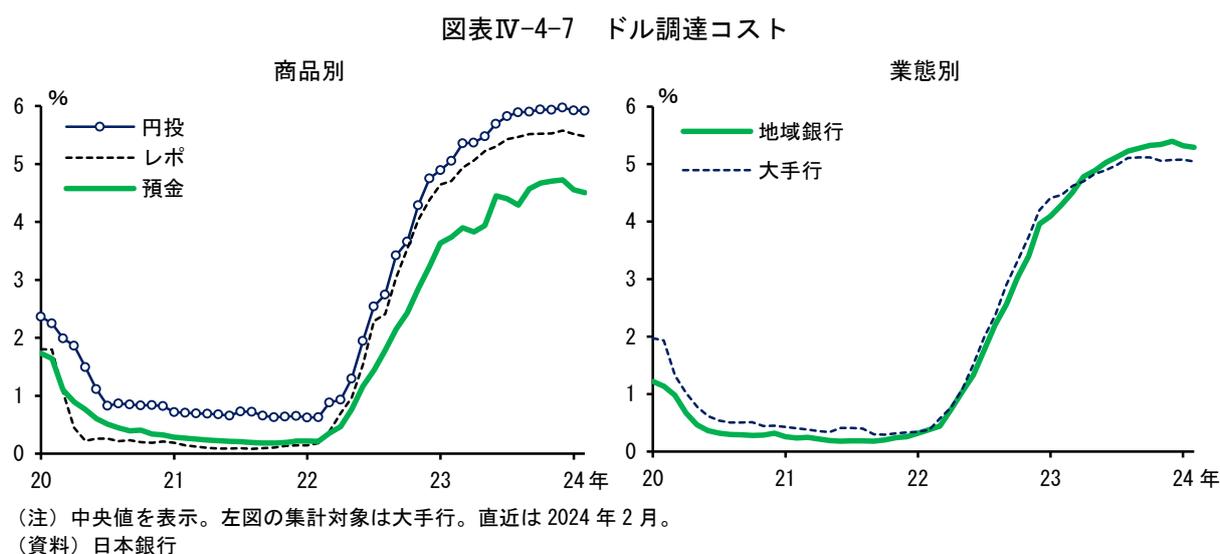
図表IV-4-6 外貨調達のデュレーション変化



(注) 年限ごとにみた、外貨調達のデュレーション変化（2021年末~2023年末）。集計対象は国際統一基準行。
 (資料) 日本銀行

IV. 金融機関が直面するリスク 4. 資金流動性リスク

いる（図表IV-4-6）。調達期間の長期化は、外貨資金調達の安定性維持につながる反面、外貨調達コストの上昇要因にもなっている。特に市場調達は、預金コスト以上に調達コストが上昇しやすいという特徴がある（図表IV-4-7左図）。また、米国において外銀である邦銀は、業務規制により、調達コストの低い個人預金に直接アクセスできない。その分、プレミアムを求められることの多い法人預金調達の比重が相対的に高い。今回の金利上昇局面においても、大手行のドル預金の金利追随率が米銀を上回るなど、調達コストは割高になっている（前掲図表IV-1-15）。



外貨調達コストの上昇は、本章1節で指摘したとおり、海外運用利鞘の縮小を通じて、大手行の損失吸収力の低下要因となる⁴⁷。また、大手行の調達コスト上昇の影響は、国内の地域銀行にも及び得る。地域銀行の外貨調達の相手方には、国内の大手行や大手証券会社も含まれる。大手行の外貨調達コストが上昇すると、その融通を受ける地域銀行の外貨調達コストにも上昇圧力が働くという関係にある（図表IV-4-7右図）。

金融機関は、調達手段ごとのコストと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。大手行には、今後も、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期待される。昨年3月の米欧銀行を巡る混乱を受けてバーゼル銀行監督委員会が公表した報告書では、ストレス時に迅速に対応することや、ストレステストに基づくリスク管理の重要性が強調されている⁴⁸。わが国の金融機関も、ストレステストにおける預金流出想定を精緻化や予兆管理の向上を通じて、リスク管理を高度化していくことが望まれる。

⁴⁷ 金融システムレポート2023年10月号のV章2節を参照。

⁴⁸ 次の文献を参照。Basel Committee on Banking Supervision, *Report on the 2023 Banking Turmoil*, October 2023.

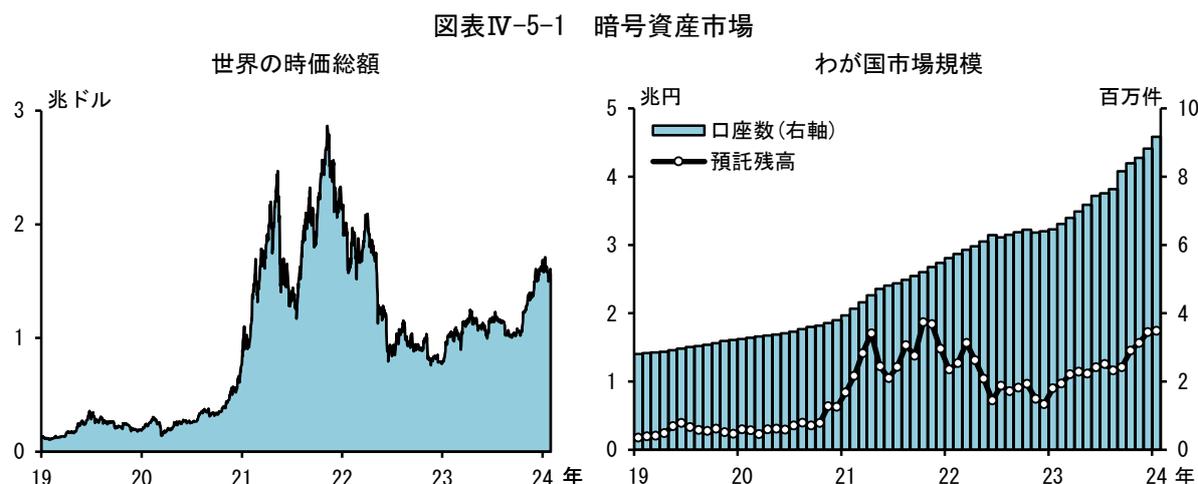
5. 経営環境の変化がもたらすリスク

(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、業務効率化や新たな金融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⁴⁹。以下では、こうしたリスクに関連する論点のうち、①暗号資産取引の金融リスク、②オペレーショナル・レジリエンス、③デジタル技術の普及に伴う金融リスクについて取り上げる。

暗号資産取引の金融リスク

世界の暗号資産市場をみると、一時期低迷していた時価総額は、昨年後半、拡大に転じた（図表IV-5-1）。その背景として、米国証券取引委員会（SEC）によるビットコインETFの承認と、それに伴う個人投資家からの投資資金の流入期待が指摘されている。わが国の暗号資産市場でも、国内取引所における暗号資産の預託残高が増加方向にある。市場規模はきわめて限定的ながら、個人口座の増加を背景に、市場の裾野は広がりつつある。



(注) 直近は2024年1月。

(資料) Coin Dance、日本暗号資産取引業協会

暗号資産・分散型金融（DeFi）のエコシステムと、伝統的な金融システムの連関は、引き続き限定的と評価される。企業や家計が利用する決済などの金融サービスにおいて、暗号資産のプレゼンスはなお低く、DeFiの利用も一部にとどまっている。もっとも、同エコシステムが提供するサービスの金融リスク特性は、複雑でシステミックな性質を有している。特に、多種多様なサービス——取引プラットフォームの運営から自己勘定取引や暗号資産の公開ま

⁴⁹ 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。

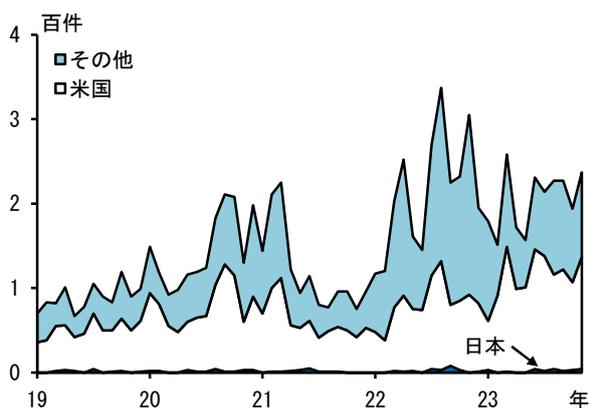
IV. 金融機関が直面するリスク
5. 経営環境の変化がもたらすリスク

で——を提供する多機能暗号資産仲介機関（MCI）のリスク特性は、レバレッジや流動性ミスマッチなど、一般の金融機関と大差がない⁵⁰。今後も、同エコシステムに関連する金融リスクを特定し、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。

オペレーショナル・レジリエンス

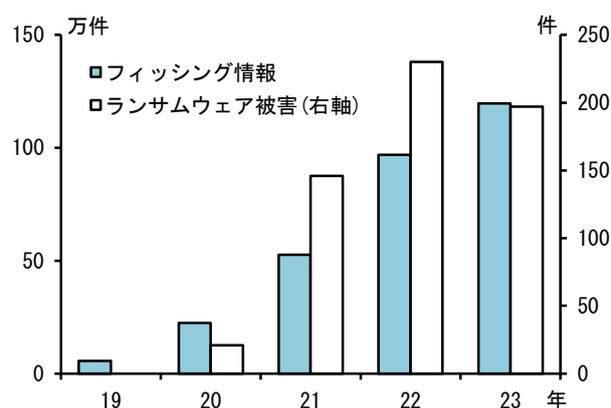
金融機関には、セキュリティ対策の基本事項も参照し、サイバーレジリエンスを継続的に高めていくことが求められる⁵¹。国内で確認されたサイバー攻撃事案は海外に比べて僅少であるものの、ランサムウェア被害やフィッシング被害は増加している（図表IV-5-2、IV-5-3）。サイバーセキュリティ対策では、水際対策に加え、脅威の侵入を前提とする「ゼロ・トラスト」の考え方に立った、多層的な対策が重要である。自行庫のみならず、子会社も含めたグループ全体として、セキュリティ強化に取り組むことが期待される。

図表IV-5-2 世界のサイバー攻撃件数



(注) 直近は2023年11月。
(資料) University of Maryland CISSM Cyber Attacks Database

図表IV-5-3 わが国の被害件数



(注) 「ランサムウェア被害」は、データ始期が2020年下期。
(資料) 警察庁、フィッシング対策協議会

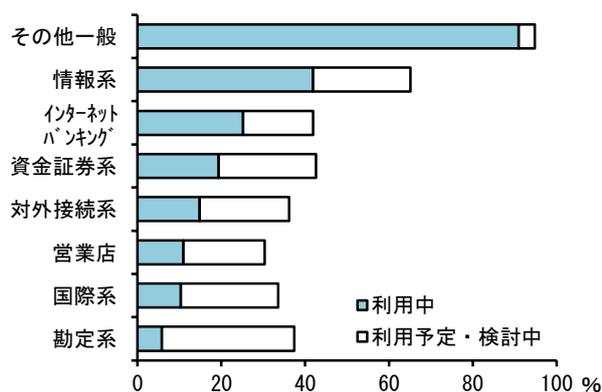
業務委託先の管理も求められる。デジタル技術の普及を背景に、金融インフラ運営や金融機関業務における委託先業者（サードパーティ）のプレゼンスが高まっている。例えば、地域銀行では、勘定系システムの共同利用が広がっている。ベンダーが提供するクラウドサービスの利用も、情報系を中心に一般的となっている⁵²（図表IV-5-4）。

⁵⁰ 詳しくは次の文献を参照。Financial Stability Board, *The Financial Stability Implications of Multifunction Crypto-asset Intermediaries*, November 2023.

⁵¹ 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。詳しくは次の文献を参照。National Institute of Standards and Technology, *The NIST Cybersecurity Framework (CSF) 2.0*, February 2024.

⁵² 詳しくは次の文献を参照。日本銀行金融機構局、「金融機関におけるクラウドサービスの利用状況と利用上の課題について」、金融システムレポート別冊シリーズ、2024年1月。

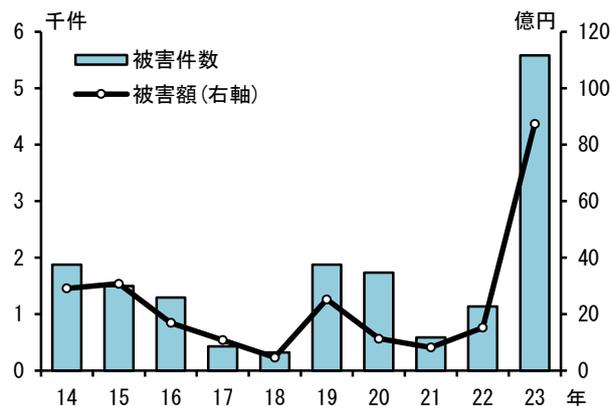
図表IV-5-4 クラウドサービス利用状況



(注) 集計対象は取引先金融機関 155 先。

(資料) 日本銀行

図表IV-5-5 不正送金被害



(資料) 警察庁

昨年 10 月の全銀システムの障害は、サードパーティリスク管理の重要性を再認識する事象であった。外部委託の広がりに伴い、委託元の金融機関側では、システム部署だけでなく、ユーザー部署においても業務委託先との接点が増えており、専門人材の確保が急務になっている。金融安定理事会 (FSB) のガイドラインも参照しながら、システムの開発・運営を担うベンダーを管理し、サードパーティリスクを軽減することが重要である⁵³。日本銀行は、金融機関によるレジリエンス向上に向けた取り組みを後押ししていく⁵⁴。

デジタル技術の普及に伴うリスク

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とともに、新たな課題をもたらしている。オンラインバンキングによる不正送金の被害は、昨年、過去最悪となった (図表IV-5-5)。フィッシングの手口が巧妙化していることに加え、スマートフォンで送金サービスを利用する機会が増えていることも、被害増加の背景にあると考えられる。

ソーシャルメディアやオンラインバンキングを介した群衆行動により、金融機関の流動性リスクや金利リスクの急激な変化も起こり得る。昨年 3 月の米銀破綻は、「デジタル・バンクラン」と称されるように、店頭での預金引き出しを遥かに上回る速度で預金が流出した。また、オンラインで借換申請が可能になったことで、例えば、変動金利型の住宅ローンが短期間のうちに固定金利型に切り替わり、金融機関の金利リスクプロファイルが変化するという事態も想定される。デジタル時代におけるリスク管理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。

⁵³ 次の文献を参照。Financial Stability Board, *Enhancing Third-Party Risk Management and Oversight: A toolkit for financial institutions and financial authorities*, December 2023.

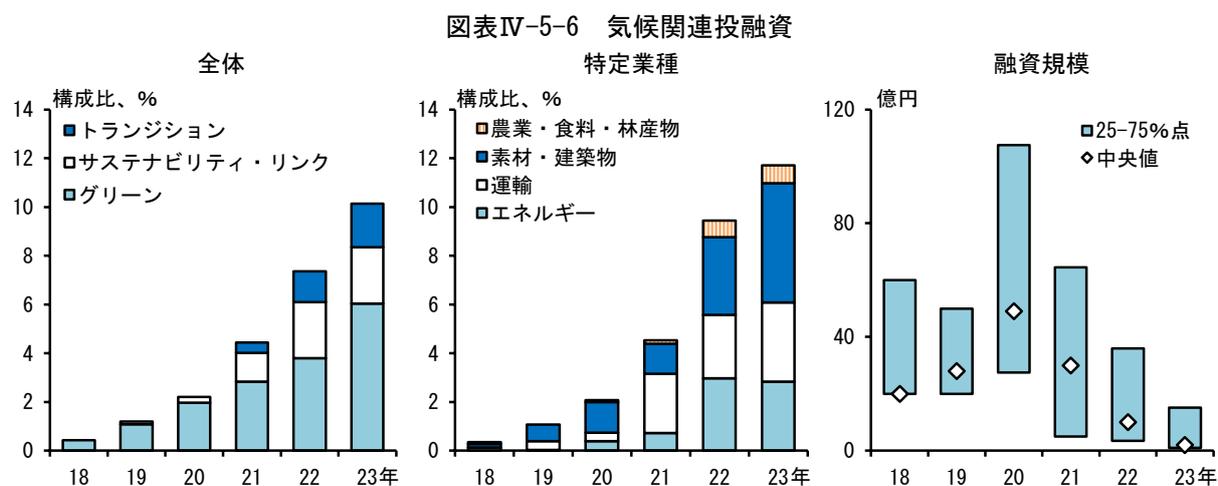
⁵⁴ 今期も、日本銀行は金融庁と共同で、大手金融機関のサイバーセキュリティ体制の整備状況を点検するほか、地域金融機関のサイバーセキュリティ体制に関するセルフアセスメントを実施する。

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

金融サービスや金融実務において、AI や機械学習の活用が広がりつつある。特に最近の生成 AI の発展は、金融サービスの高度化や金融実務の効率化に貢献することが期待される。AI はこのように活用機会を提供する一方、新たなリスクやリスクの増幅につながる可能性が指摘されている。例えば、近年の低金利・低ボラティリティ・低デフォルトの時期を主な学習期間とするスコアリングモデルから導出される回答には、何らかの偏りが生じる可能性がある⁵⁵。今後も、国際的な議論や技術の進展、金融実務への応用可能性を見極めながら、リスクと機会とのバランスを適切に図っていくことが重要と考えられる。

(2) 気候関連金融リスク

脱炭素化を金融面から支援するうえで、気候関連投融資の活用が期待される⁵⁶。この点、気候関連投融資の割合（設備資金貸出の新規実行額と国内公募社債の発行額に対する比率）は、グリーン・ファイナンスを中心に上昇傾向にある（図表Ⅳ-5-6）。気候関連金融リスク——物理的リスクと移行リスク——から財務的な影響を受けやすいとされる特定業種においても、気候関連投融資の利用は全体と同様のペースで拡大している⁵⁷。また、融資の分野では、小口化が進展している。先行していた大企業向け案件に加え、中小企業向け案件が増加している



(注) 左図と中図は、設備資金貸出の新規実行額と国内公募社債の発行額の合計に対する割合。

右図は、金額公表案件1件当たりの融資金額の分布。

(資料) JPX 総研「ESG 債情報プラットフォーム」、環境省、経済産業省、日本証券業協会、各社開示資料、日本銀行

⁵⁵ このほか、ブラックボックス化された機械学習モデルの解釈可能性、学習に用いるデータのプライバシー、AI によるアルゴリズム取引が市場ボラティリティを増幅する可能性、AI や機械学習モデルの利用に伴う情報セキュリティやサイバーセキュリティなど、課題は多岐にわたる。詳しくは次の文献を参照。Financial Stability Board, *Artificial Intelligence and Machine Learning in Financial Services: Market developments and financial stability implications*, November 2017.

⁵⁶ 気候関連投融資の代表的な形態としては、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、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、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・ファイナンスがある。

⁵⁷ 図表Ⅳ-5-6 中図では、気候関連財務情報開示タスクフォース (TCFD) の提言で挙げられた①エネルギー、②運輸、③素材・建築物、④農業・食料・林産物の4業種を集計対象としている。ただし、データ制約のため、集計結果は幅をもってみる必要がある。

ことが、その背景にある。昨年10月には、東京証券取引所にカーボン・クレジット市場が開設されるなど、投融資以外の分野でも、脱炭素化を支援する取り組みが進められている。

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。このうち情報開示の分野では、バーゼル銀行監督委員会（BCBS）が、銀行監督の観点から、気候関連金融リスクに関する開示基準を検討してきた。昨年11月に市中協議にかけられた開示基準案では、投融資先の温室効果ガス排出量であるファイナンスド・エミッションや、国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）の基準よりも高粒度の情報の開示が提案されている⁵⁸（図表IV-5-7）。こうした意欲的な開示基準には、銀行の情報開示を促すことで、リスク評価を向上させるという意図が込められている。国内では、サステナビリティ基準委員会（SSBJ）が、今年度中に、ISSB基準に相当する国内基準を最終化することを目指している。

図表IV-5-7 BCBSの開示基準案

開示テンプレートの概要	
定性指標	ガバナンス、戦略（移行計画、シナリオ分析を含む）、リスク管理
	移行リスク、物理的リスク、集中リスク
定量指標	業種別のエクスポージャーとファイナンスド・エミッション（投融資先の排出量）
	物理的リスクの地域別エクスポージャー
	エネルギー効率別の不動産エクスポージャー
	業種別の排出量原単位（活動量1単位当たりの排出量の業種別内訳）
	業種別のファシリテテッド・エミッション（投資銀行業務に関連した取引先の排出量）

（資料）BCBS

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、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、調査・分析を行うとともに、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（最新のシナリオ分析についてはBOX5を参照）。

⁵⁸ ファイナンスド・エミッションに関する算定・開示については、グラスゴー金融同盟（GFANZ）が昨年12月、トランジション・ファイナンスによる脱炭素化の効果を定量化する手法に関する報告書を公表した。また、ネットゼロ銀行同盟（NZBA）が、トランジション・ファイナンスによる排出量の削減効果の評価方法を提案している。

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。ただし、有価証券の益出し余力は、業態ごとに区々となっている。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なかで内外不動産市場の調整が生じる「逆イールド+1シナリオ」である。
- 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、一回限りのショックに耐え得る自己資本を有していても、いったん資本が毀損すると、それを復元することが容易ではない金融機関がみられる。また、不動産市場が調整する際には、それが局所的だったとしても、幅広い金融機関に影響が及び得る。

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

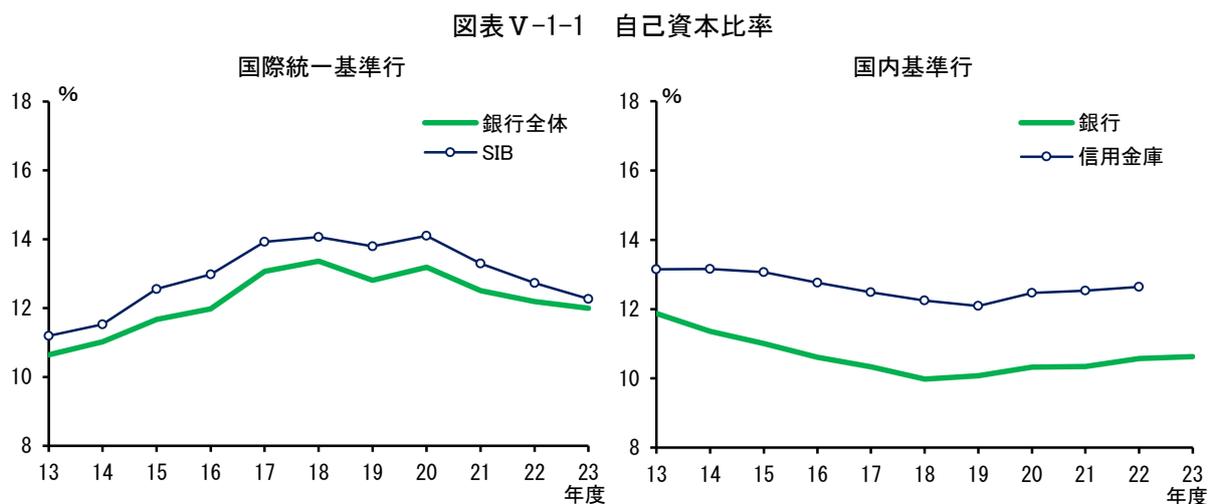
自己資本

金融機関は十分な自己資本を確保している。2023年度上期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⁵⁹ (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。

最終化されたバーゼルⅢ規制は、一部の地域銀行などにおいて、昨年3月末から早期適用

⁵⁹ 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。

されている。また、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では、今年3月末から適用が開始された。残りの金融機関——標準的手法を採用する国内基準行——では、来年3月末から適用が開始される。最終化パッケージには、企業向け債権リスクウエイトの引き下げのように、自己資本比率の上昇につながる要因もあれば、資本フロアの導入や株式リスクウエイトの引き上げのように、自己資本比率の低下につながる要因もある。ただし、資本フロアも株式リスクウエ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⁶⁰。



(注) 1. 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。
2. 直近は、国際統一基準行、SIB、国内基準行（銀行）が 2023 年 9 月末、国内基準行（信金）が 2023 年 3 月末。
(資料) 各社開示資料、日本銀行

収益バッファ

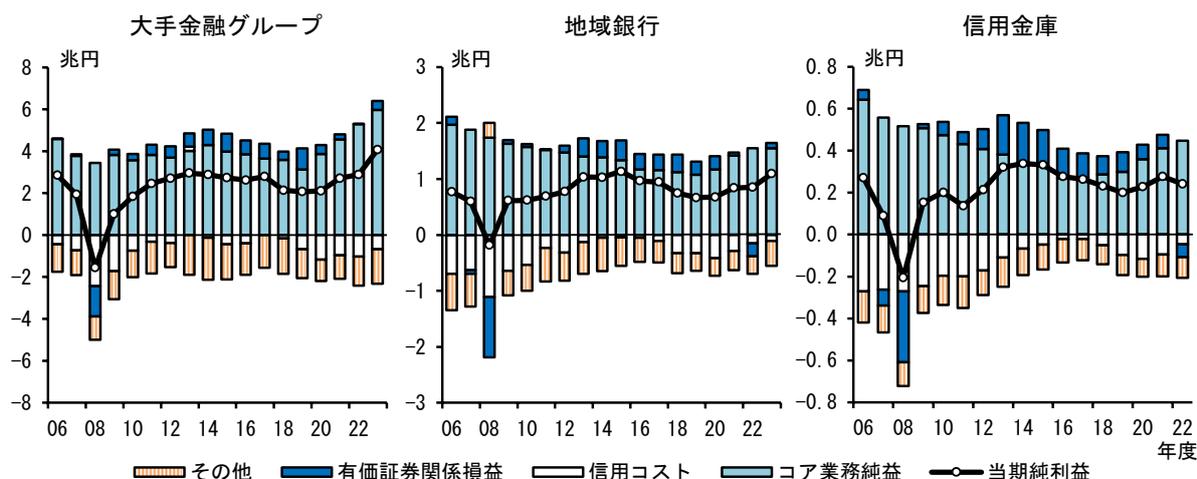
金融機関の当期純利益は増益傾向が続いている（図表 V-1-2）。信用コストなどの損失が抑制されているほか、基礎的な収益力を表すコア業務純益の改善が続いている。特に大手金融グループでは、銀行本体による海外貸出利益の増益寄与のほか、グループ会社によるカード決済サービスの増益寄与も小さくない（図表 V-1-3）。地域金融機関においても、一部の地域銀行に、コンサルティング子会社の増益寄与がみられる。

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）も改善した状態にある（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。ただし、基礎的な収益力の低迷が続く金融機関の中には、損益分岐点信用コスト率の改善が鈍い先もある。

⁶⁰ 資本フロアは、当初の 50%から最終的には 72.5%まで引き上げられる。株式リスクウエイトは、当初の 100%から最終的には 250%まで引き上げられる。

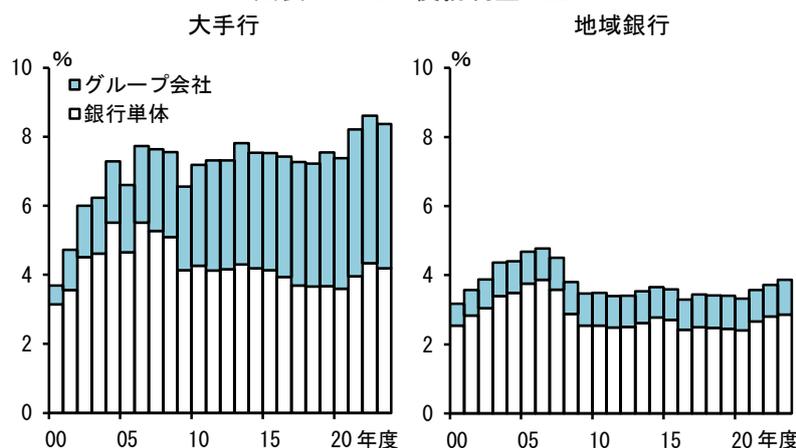
V. 金融システムの頑健性
1. 金融機関の損失吸収力

図表 V-1-2 当期純利益



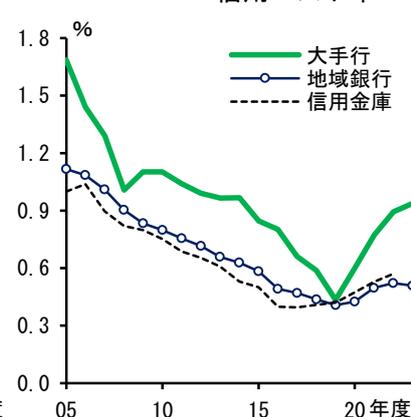
(注) 1. 2012年度以降の投資信託解約益は、「コア業務純益」から除き、「有価証券関係損益」に含めている。
2. 大手金融グループは、みずほFG、三菱UFJFG、三井住友FG、りそなHD、三井住友トラストHD、SBI新生銀行、あおぞら銀行。
3. 直近は、大手金融グループと地域銀行が2023年度上期の年率換算値、信用金庫が2022年度。
(資料) 各社開示資料、日本銀行

図表 V-1-3 役務利益 ROE



(注) 直近は2023年度上期(年率換算)。
(資料) 日本銀行

図表 V-1-4 損益分岐点
信用コスト率

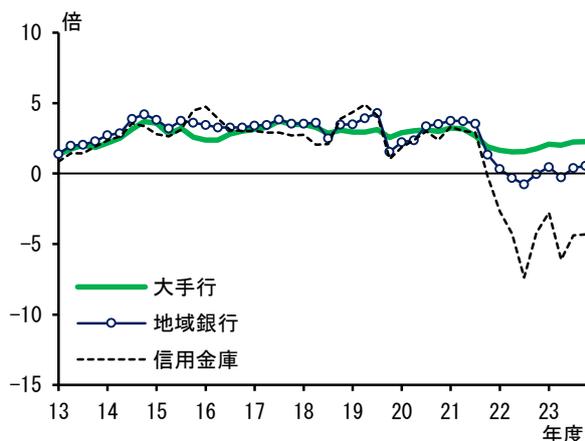


(注) 直近は、大手行と地域銀行が2023年度上期(年率換算)、信用金庫が2022年度。
(資料) 日本銀行

益出し余力

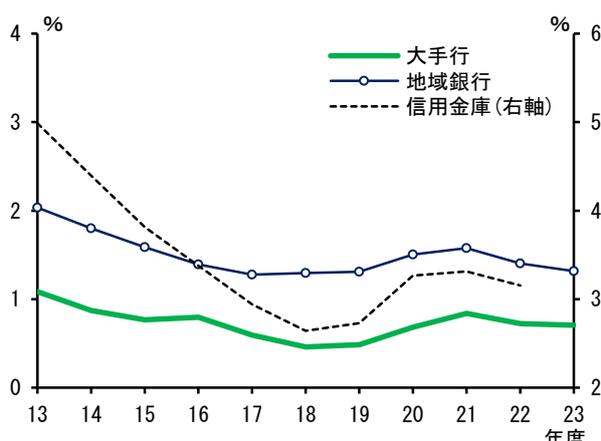
有価証券の評価損益は、国内基準行の規制資本には算入されないが、経済価値ベースでは、資本バッファーとして機能する面がある。IV章2節でみたとおり、債券評価損はひと頃と比べて縮小し、株式評価益が拡大している。こうしたなか、有価証券のネット評価損益(政策保有株式を含み、満期保有目的の有価証券を除く)を過去平均的なコア業務純益で除した「益出し余力」は、株式の保有比率が高い大手行と地域銀行を中心に、緩やかな改善方向にある(図表 V-1-5)。ただし、円債の保有比率が高い信用金庫の益出し余力は引き続きマイナスとなっている。

図表V-1-5 益出し余力



(注) 1. 益出し余力(中央値) = 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. 直近は、分子が2024年2月末、分母が2022年度。
 (資料) 日本銀行

図表V-1-6 金融機関の引当率



(注) 1. 未保全債権に対する引当率。
 2. 直近は、大手行と地域銀行が2023年度上期、信用金庫が2022年度。
 (資料) 日本銀行

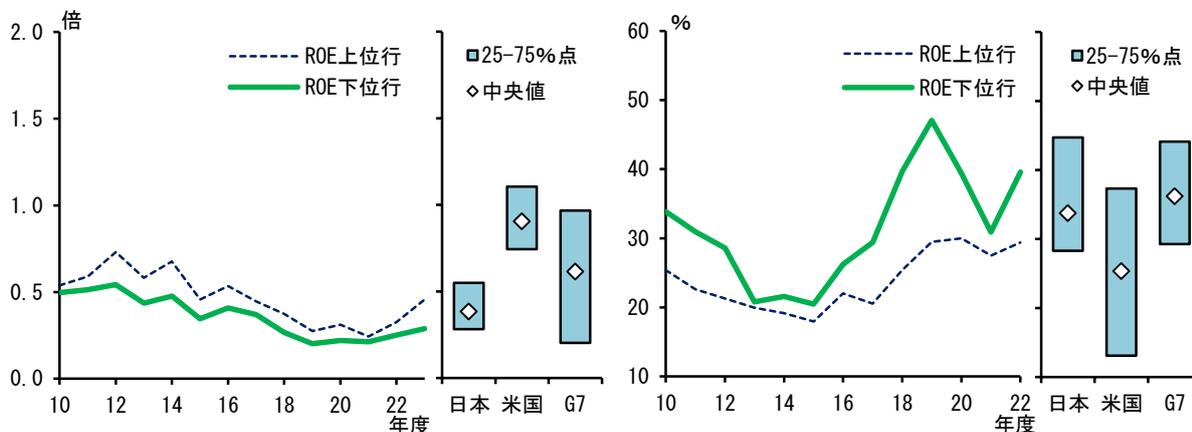
金融機関の損失吸収力を総合的にみると、自己資本は規制水準を上回っており、収益バッファも改善している。貸出の未保全債権に対する引当率は、ここ数年では高めの水準となっている(図表V-1-6)。ただし、比較的機動的に損失処理に充当できる有価証券の益出し余力は、業態ごとに区々となっている。

(2) 資本基盤と収益力を踏まえた資本政策

銀行株価と資本政策

上場銀行のPBR(株価純資産倍率)は、長らく1倍を下回っている(図表V-1-7左図)。金融安定の観点から規制・監督下に置かれていることもあって、海外の銀行においても、PBRが安定的に1倍を上回る先は必ずしも多くない。そうした海外の銀行との対比でも、わ

図表V-1-7 上場銀行のPBR(左)と配当性向(右)



(注) 1. 折れ線は邦銀の中央値。横軸は、左図が決算年度末、右図が決算年度を表す。
 2. 分布は、左図が2024年3月末、右図が直近3年の平均値。「G7」は日本と米国を除く。
 (資料) S&P Global Market Intelligence

V. 金融システムの頑健性
1. 金融機関の損失吸収力

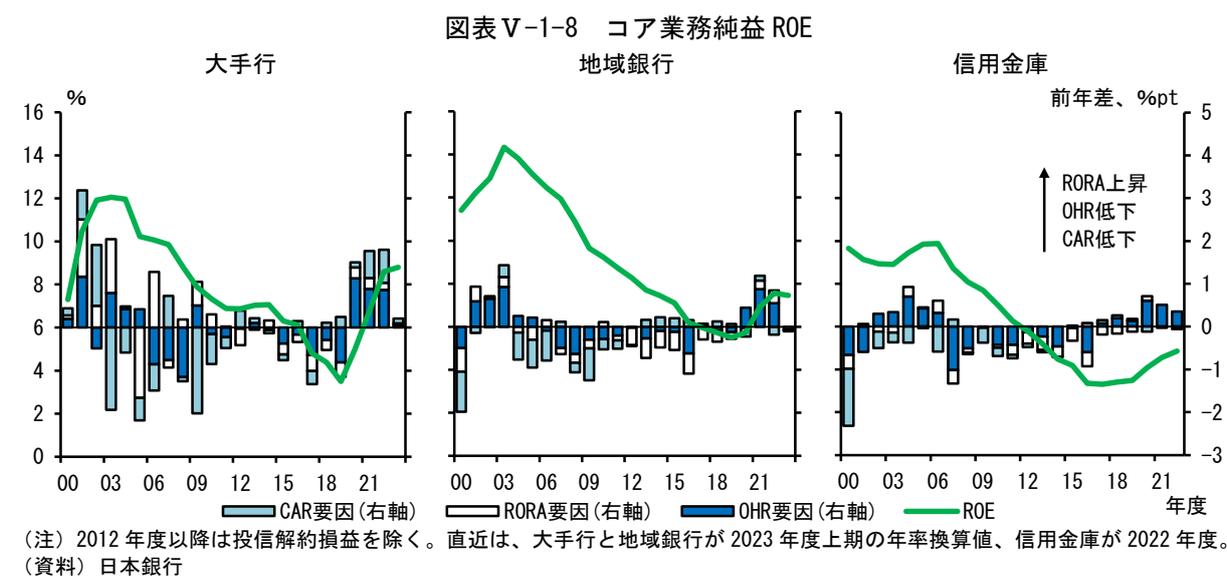
が国銀行のPBRの水準は低めである。こうしたもとで、わが国の銀行は、市場評価の改善に向けて増配し、配当性向を引き上げてきた（図表V-1-7右図）。

配当性向を引き上げる傾向は、収益力など損失吸収力の低い銀行からも観察される。中には、他行以上の株主還元（資本の社外流出）も行われている。一般に、低PBRの背景にある株主評価には、次の2つの可能性がある。第一に、ビジネスモデルを維持するうえで、資本が余剰である可能性、第二に、基礎的な収益力が低迷するなど、ビジネスモデルの将来性に懸念がある可能性である。前者であれば株主還元が有効な選択肢になるが、後者であれば、株主還元は逆効果となり得る⁶¹。むしろ、自己資本を増強し、ビジネスモデルを強固なものとするのが選択肢となる。資本政策における収益配分——株主還元を通じ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。

持続的な金融サービスの提供に向けて

金融仲介や決済機能を将来にわたって発揮するうえで、金融機関は、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。

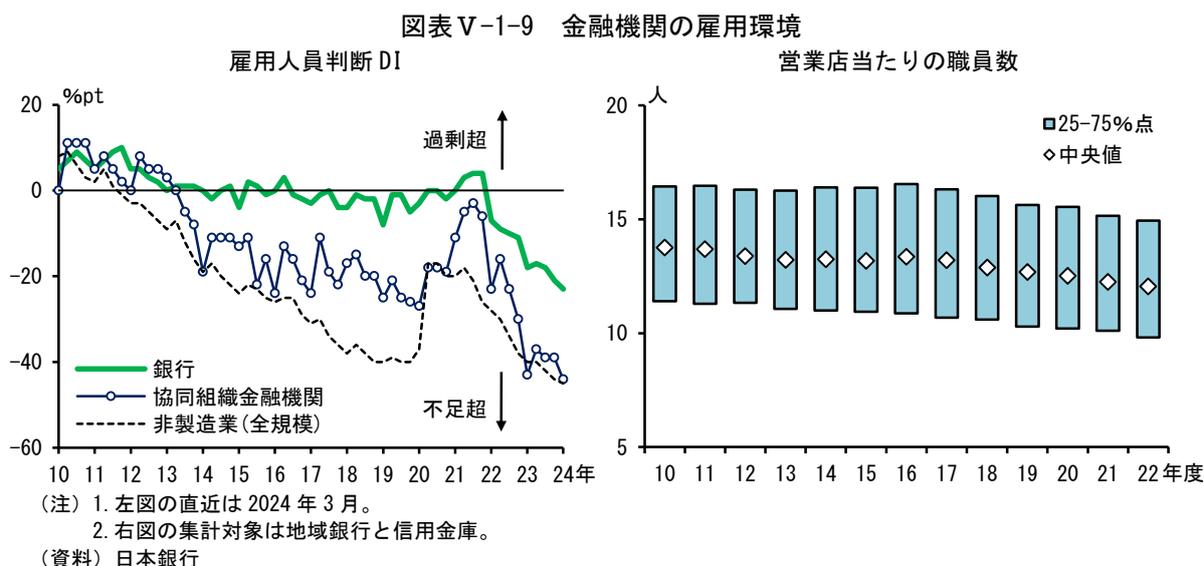
前述のとおり、金融機関は十分な損失吸収力を確保している。ただし、現時点の十分性は、将来にわたる十分性を保証するものではない（自己資本の復元力については、次節の金融調整シナリオを想定したストレステストを参照）。金融機関のコア業務純益ROEは、最近でこ



⁶¹ 近年、損失吸収力が低い銀行も、配当性向を引き上げる傾向がみられる。この結果、自己資本の多寡などによらず、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。

そ反転上昇しているものの、地域金融機関においては歴史的な低水準にとどまっている（図表V-1-8）⁶²。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。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。

持続的な金融サービスを提供するうえでは、十分な人員を確保することも前提となる。この点、人員不足への対応は、金融機関においても重要な経営課題となっている（図表V-1-9）。新分野に対応するための専門人材のみならず、従来分野に対応するための営業店の渉外人員や、経営・リスク管理を担う本部人員の不足を訴える金融機関もみられる。金融機関には、職員1人当たりの生産性を高める取り組み——デジタル投資による資本装備の充実など——を推進するとともに、限られた経営資源を効果的に活用する観点から、重点分野の選択と集中を進めていくことが求められる。



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に検証することを目的としている^{63,64}。

⁶² 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。

⁶³ 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。

⁶⁴ 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10～12月か

今回のストレステストでは、「金融調整シナリオ」と「逆イールド+1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が続くなか、そのストレスが国内不動産市場に波及した際の影響を点検するためのものである。IV章でみたとおり、貸出と有価証券投資の双方で、不動産関連エクスポージャーを有する金融機関が多くなっている。一部に割高感のみられる商業用不動産市場が調整局面入りした際には、それが局所的だったとしても、直接・間接的な経路を通じて、わが国の金融システムに広く影響することが考えられる。

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、2024年1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で、わが国経済も回復していく」ことを想定する⁶⁵。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。市場金利は、2024年1月のフォワードレートカーブに沿って、国内では緩やかに上昇し、海外では緩やかに低下する。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。シミュレーション終期における国内長期金利の水準は、+0.4%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2026年度末の自己資本比率は、いずれの業態も規制水準を十分に上回る（図表V-2-1）。ただし、前回レポート時との対比では、自己資本の増減要因に変化がみられる。自己資本の増加要因としては、国内金利上昇と過去平均的な金利追随率のもと、いずれの業態もコア業務純益の寄与が大きくなっている。この影響は、資産・負債のデュレーション・ギャップが小さい国際統一基準行において、最も大きく現れる⁶⁶。

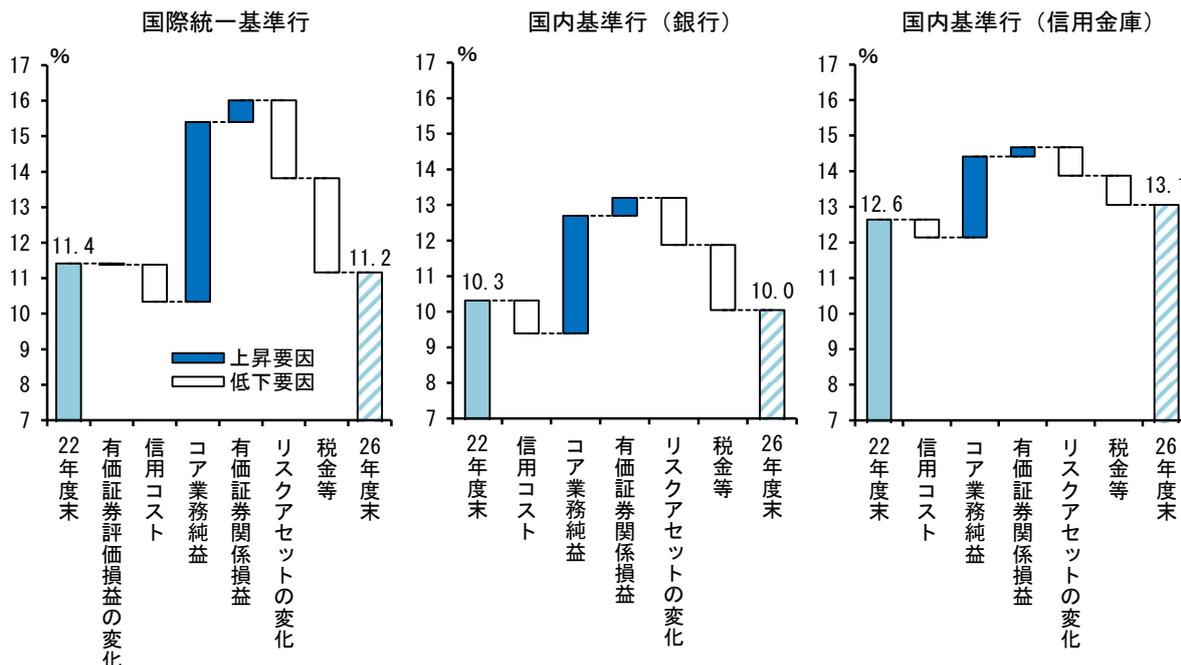
ら2027年1~3月。想定したシナリオごとの主要な金融経済変数とシミュレーション結果は、日本銀行ホームページに掲載している「シナリオ別データ」を参照。

⁶⁵ 感染症拡大以降に講じられた政策対応のうち、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、2つのダウンサイド・シナリオでも同様に扱っている。

⁶⁶ 金利上昇時におけるデュレーション・ギャップと資金利益の関係については、金融システムレポート2023年

他方、自己資本の減少要因としては、リスクアセットと税金等の寄与が大きくなっている。前者は、シミュレーション始期における為替相場が円安に振れたことにより、海外リスクアセットの円換算額が拡大したこと、後者は、期間収益の増益により、納税額や配当額が大きくなったことが、それぞれ影響している。これらの影響は、国際統一基準行において顕著である。なお、家計・企業向け貸出からの信用コストの寄与は、前回レポート時と同程度にとどまっている。

図表V-2-1 自己資本比率の要因分解（ベースライン）



(注) 1. 2022年度末とベースラインのシミュレーション終期（2026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）。

(2) 金融調整シナリオ

金融調整シナリオでは、2024年4～6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、リスク性資産価格が急落し、為替相場は円高となる⁶⁷。实体经济については、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。

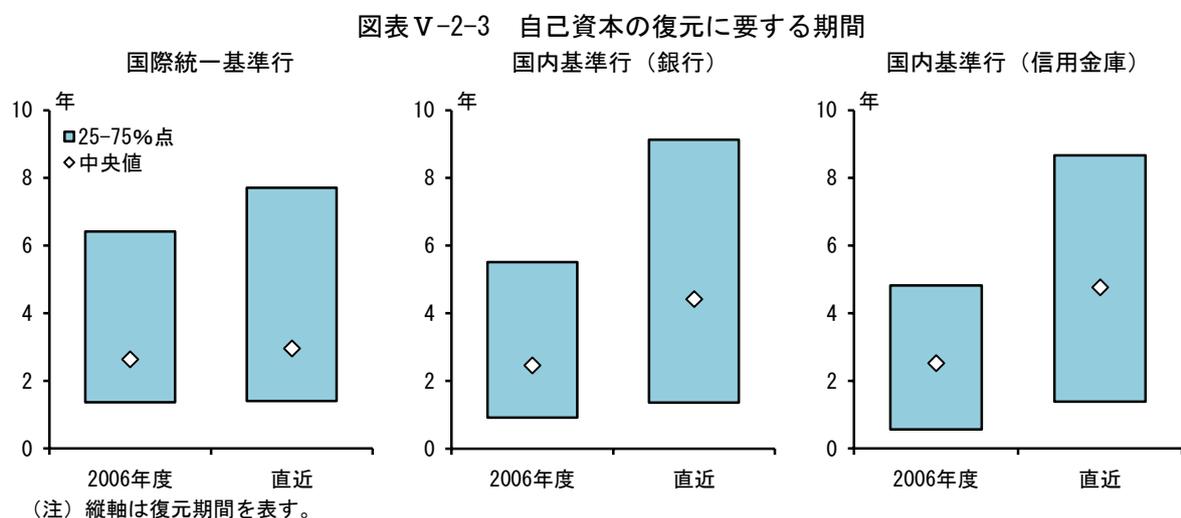
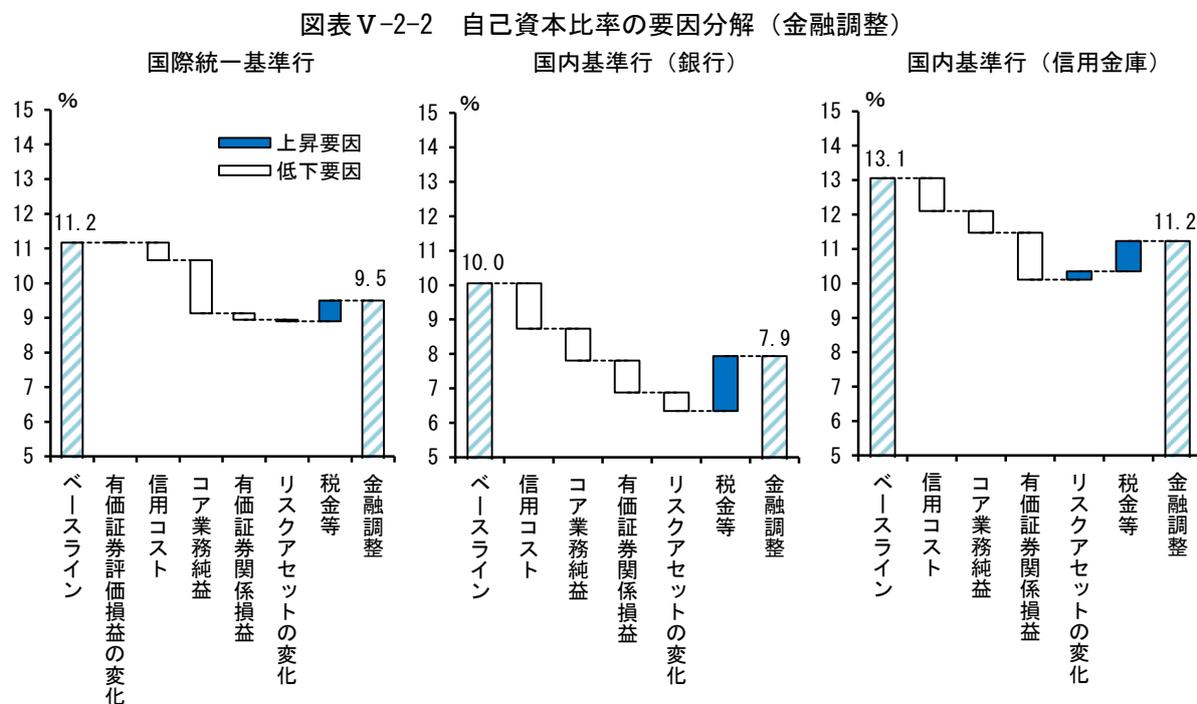
シミュレーション結果をみると、2026年度末の自己資本比率は、ベースライン・シナリオ対比で大きく低下する（図表V-2-2）。金利低下による利鞘縮小（コア業務純益の減少）、景気悪化による信用コスト増加、リスク性資産価格の下落（有価証券評価損益・関係損益の悪

10月号のIV章3節を参照。

⁶⁷ 米国社債や証券化商品については、低格付け債の спре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。

V. 金融システムの頑健性
2. マクロ・ストレステスト

化) が自己資本比率を下押しする。それでも、いずれの業態の自己資本比率も平均的には規制水準を上回る。金融機関はこうした急性ストレスに耐え得る自己資本を有していると評価される。



ただし、大きく毀損した自己資本を復元するには、相応の時間を要する可能性がある。この点を検証するため、ストレス勘案後の自己資本を元の水準に復元する際、内部留保の蓄積にどれだけの時間が必要か、追加的にシミュレーションを行った。その結果からは、基礎的な収益力の低下により、前回利上げ局面の 2006 年度時点に比べ、自己資本の復元に時間を要する金融機関が増えていることが確認できる (図表 V-2-3)⁶⁸。自己資本の復元に 10 年近

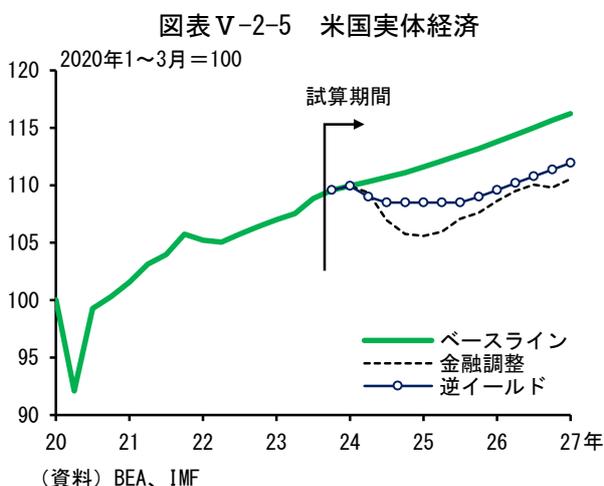
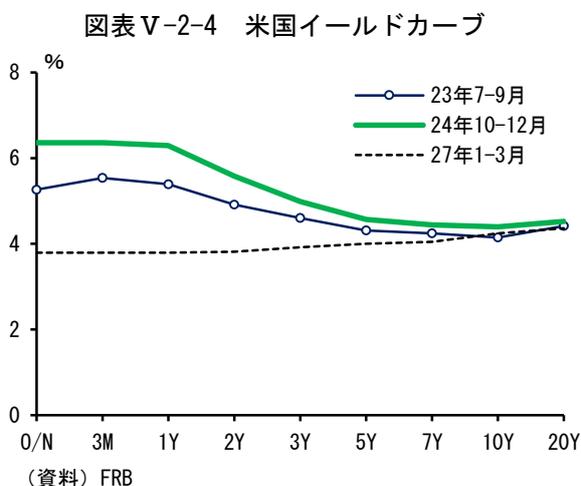
⁶⁸ 図表 V-2-3 の縦軸の復元期間は、金融調整シナリオにおける自己資本の減少額を、内部留保の蓄積によって復

く要する金融機関もみられる。金融機関の中には、一回限りのショックに耐え得る自己資本を有していても、いったん毀損した自己資本を復元することが容易ではない先があることに注意が必要である。

(3) 逆イールド+1 シナリオ

逆イールド・シナリオ

逆イールド+1 シナリオは、前回までのレポートと同様の「逆イールド・シナリオ」に、内外不動産市場の調整を想定した「不動産ショック・シナリオ」を合成したものである。このうち逆イールド・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-2-4）。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、純粹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。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、実体経済は、米欧ともに減速する。米国経済は、2024年度上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-2-5）。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。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。

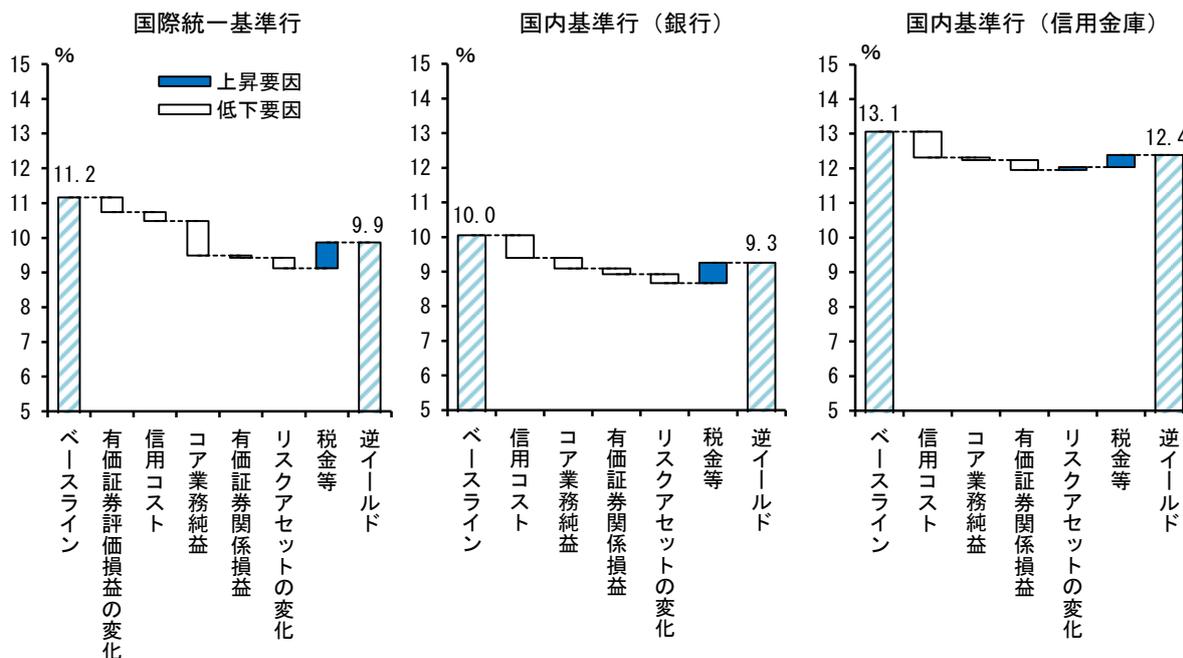
シミュレーション結果をみると、2026年度末の自己資本比率は、いずれの業態も、ベース

元するのに要する期間を表す。内部留保の蓄積ペースは、2006年度時点とベースライン・シナリオ下のコア業務純益によってそれぞれ規定されると仮定した。なお、実効税率と配当性向は、ベースライン・シナリオのシミュレーションと同様に扱っている。

V. 金融システムの頑健性
2. マクロ・ストレステスト

ライン・シナリオ対比で低下する（図表V-2-6）。外貨調達コスト上昇による海外資金利益の減益（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-2-6 自己資本比率の要因分解（逆イールド）

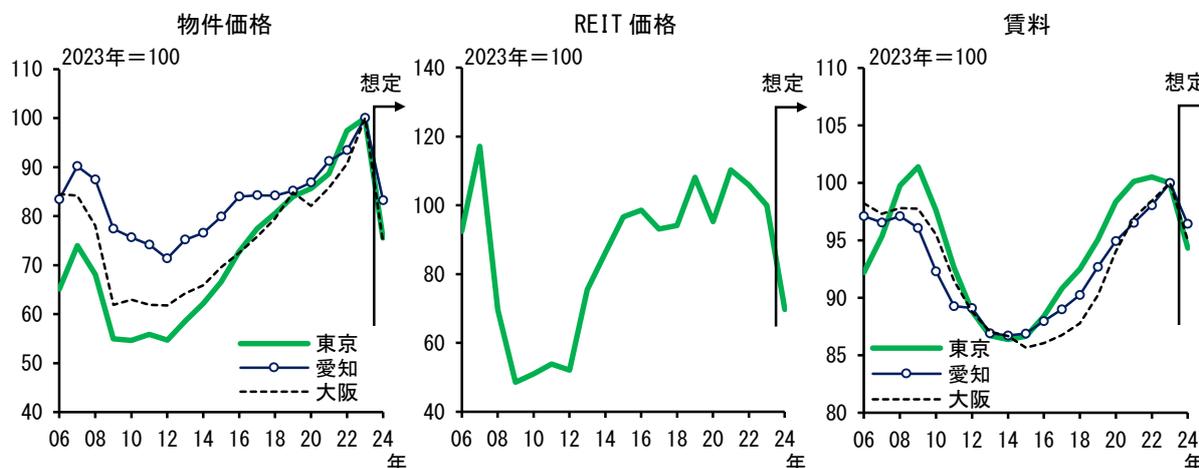


（注）シミュレーション終期（2026年度末）における、ベースラインと逆イールドの自己資本比率の乖離要因を表示。

不動産ショック・シナリオ

逆イールド・シナリオで想定したストレス局面が続き、海外不動産市場の調整色が強まると、世界分散投資を行う海外ファンドは、グローバルなポートフォリオ・リバランスを迫ら

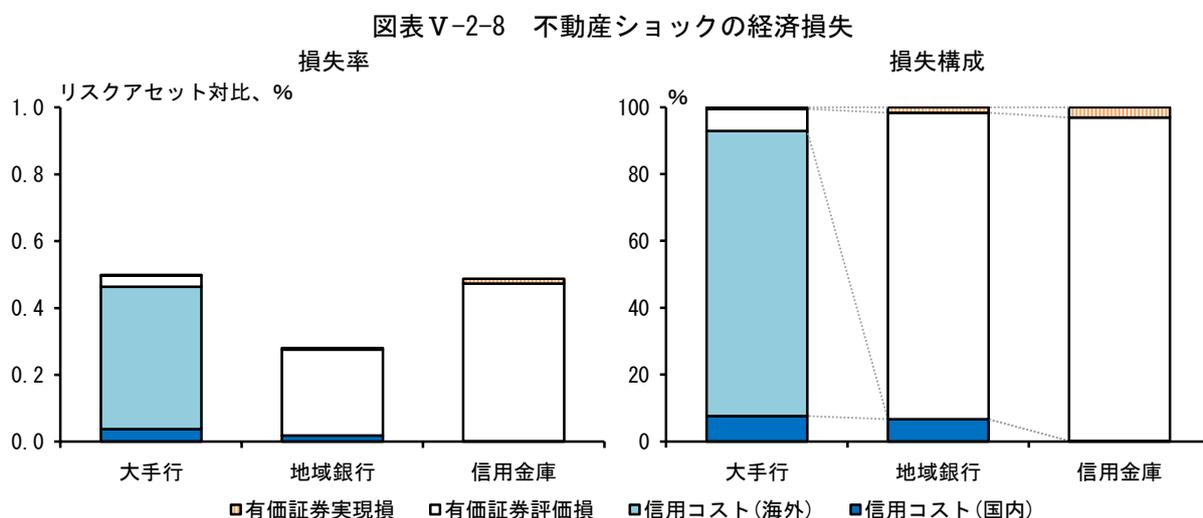
図表V-2-7 オフィス市況



（注）左図は不動産価格指数（商業用不動産総合）。中図は東証REIT指数。右図は企業向けサービス価格指数（事務所賃貸）。
（資料）Haver Analytics、国土交通省、日本銀行

れ、わが国における投資物件を売却することが考えられる（米国不動産市場のリスクについてはBOX1を参照）。不動産ショック・シナリオでは、こうした海外不動産ファンドの投げ売りをきっかけに、三大都市のオフィス市況（物件価格、REIT価格、賃料）が大きく悪化することを追加的に想定する（図表V-2-7）⁶⁹。なお、不動産市場の調整は、三大都市の商業用不動産市場において局所的に発生する。不動産市場の調整が、他地域に広がったり、実体経済やその他の金融変数に影響を及ぼすことは想定しない。

シミュレーション結果をみると、不動産ショックのもとで追加的に発生する経済損失（国内外の信用コストおよび有価証券の評価損・実現損）は、マクロ的には限定的である（図表V-2-8）。リスクアセット対比でみた経済損失率は、業態別にみると、大手行と信用金庫が0.5%、地域銀行が0.3%にとどまる。世界的な金融環境の引き締まりの影響が国内不動産市場に波及したとしても、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。



(注) 不動産ショック発生後1年目の経済損失率。「有価証券評価損」は減損を含む。

オフィス市況の悪化は、次の3つの経路を通じて金融機関に影響を及ぼすが、被る経済損失のタイプは業態によって区々である。第一に、大手の不動産業者向け貸出（大企業向けコーポレートローン）を介した経路である。不動産業者のうち、不動産取引業者は物件価格の下落を受けて、不動産賃貸業者は賃料の下落を受けて、それぞれ業況が悪化する。業況悪化とそれを反映した調達コストの上昇は、不動産業者向け貸出のデフォルト確率を上昇させる⁷⁰。また、こうした不動産業者の業況悪化は、取引関係の強い建設業者にも同様の影響を及ぼす。同経路を通じた損失は、都市圏で大口貸出（越境貸出を含む）を扱う銀行に集中的に

⁶⁹ 物件価格と賃料の下落率として、1980年代半ば以降の前年比増減率の低位5%点相当を参照した。REIT価格の下落率として、感染症拡大直後の下落率を参照した。このうち物件価格とREIT価格は、海外ファンドによるポジション調整の直接的な影響を受けることを想定している。賃料は、キャップレートが過去平均的な水準になるように即座に下方改定されることを想定している。

⁷⁰ 調達コストの上昇幅として、リーマンショック時の上昇幅（+0.2%pt強）を参照した。

発生する。

第二に、不動産ファンド向け貸出（ノンリコースローン）を介した経路である。オフィス市況の悪化によるLTVの上昇が、不動産ファンド向けファイナンスの信用コストにつながる。ここでは簡単化のため、LTVが100%を超過した債権は全額、引当の対象としている⁷¹。同経路を通じた損失も、都市圏で大口貸出を扱う銀行に集中的に発生する。IV章1節で指摘したとおり、不動産ファイナンスをシンジケートローン形態で提供する事例が増えている。不動産ショックは、シンジケート団に参加した金融機関に対し、一斉に波及する。また、海外で不動産ファイナンスに取り組む大手行は、既に相応の引当を計上しているものの、追加引当が必要となる。

第三に、REITをはじめとする有価証券投資を介した経路である。オフィス市況の悪化を反映して、公募ファンドの投資口価格が下落する。市場価格のない私募ファンドも、公募ファンドと同幅下落する。同様に、REIT債の価格も下落する。いずれも、金融機関が保有する有価証券の評価損につながる。なお、1年以内にリファイナンスを迎える案件は全て、金融機関やスポンサーから資金調達ができず、ファンドが破綻すると想定した。同経路を通じた損失は、信用金庫に集中的に発生する⁷²。運用利回りを維持するために有価証券投資の多角化を進めてきた信用金庫は、私募ファンドと公募ファンドの双方から影響を受けやすくなっている。中には、不動産ショックに伴い評価損が拡大することで、減損となる事例もみられる。

不動産ショックと損失吸収力

不動産ショック・シナリオのもとで発生する経済損失は、特定の金融機関に集中する傾向がみられる。図表V-2-9は、逆イールド・シナリオのもとで発生する経済損失率（対リスクアセット比率）に応じて、銀行と信用金庫をそれぞれ4分位に分類したうえで、不動産ショックに伴う追加的な経済損失率を分位ごとに示したものである。図が示すとおり、逆イールド・シナリオのもとで発生する経済損失率が高い金融機関ほど、不動産ショックに伴う経済損失が大きくなる傾向がある。第4分位に属する信用金庫の経済損失率は、業態平均を大きく上回る（前掲図表V-2-8）。

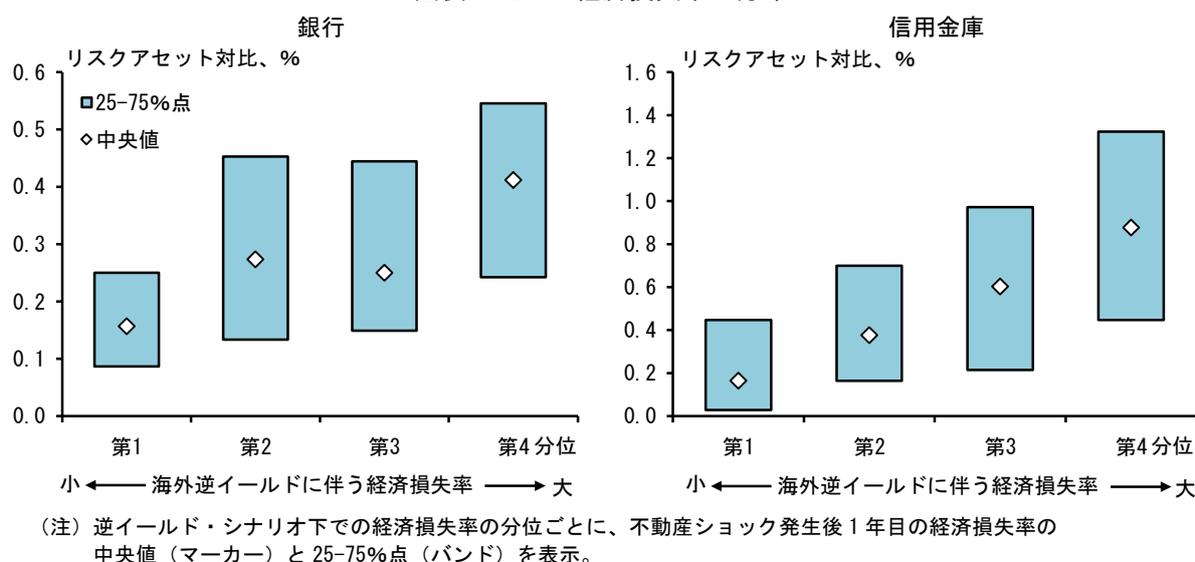
第4分位には、収益力が相対的に低い金融機関が多く属している。こうした金融機関は、地元の営業基盤が相対的に弱いことから、運用利回りを維持するために、外債や海外金利系

⁷¹ データ制約のため、金融機関ごとの不動産ファンドLTVは考慮していない。国内分については、公募・私募ファンドのLTVのばらつきのみ考慮している。海外分の信用コストについては、大手行の米国不動産ファイナンスが全損するという強い仮定を置いている。

⁷² シミュレーションでは、評価損が簿価の50%を上回った有価証券は減損処理する扱いとしている。また、リファイナンスに失敗したファンドのうち、債務超過となったファンド向けの出資は全損となる。同ファンドの債券は、債務超過分が実現損となる。

投資信託といった金利関連エクスポージャーを拡充してきた。また、国内では、越境貸出や有価証券投資を通じて、不動産関連エクスポージャーを拡充してきた。このため、海外金利の高止まりや不動産ショックといったストレスに対して感応的になっている。さらに、収益力の低さゆえに、限定的なショックであったとしても、同ショックを期間収益で吸収することが難しくなっている。

図表 V-2-9 経済損失率の分布



不動産ショックとストレス耐性

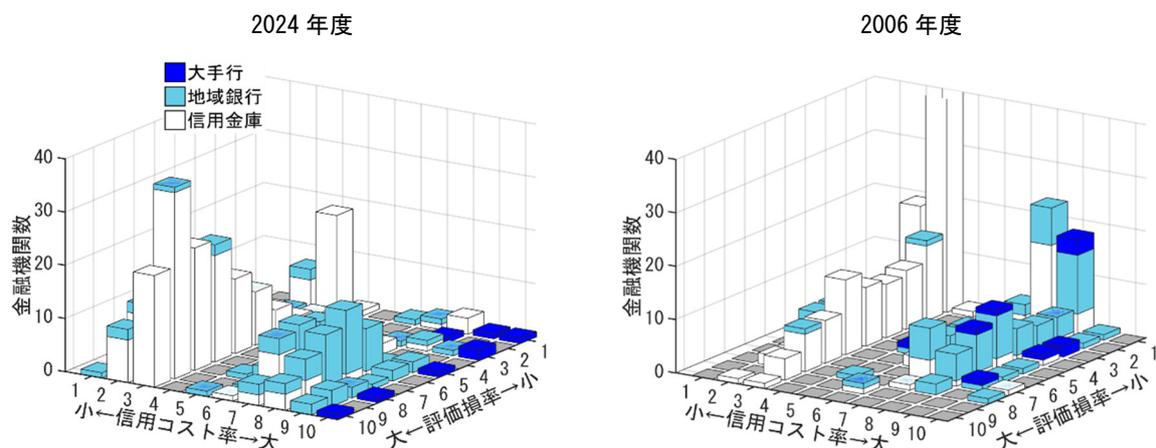
不動産ショックに伴う経済損失の構成は、前述のとおり、業態ごとに異なる(前掲図表 V-2-8)。ただし、金融機関ごとにみると、貸出の信用コストと有価証券の評価損の双方から、大きめの経済損失を被る先が少なくない(図表 V-2-10 左図)⁷³。このことは、貸出と有価証券投資の両面で、都市圏の不動産関連エクスポージャーを有する金融機関が一定数存在することを意味している。すなわち、貸出と有価証券投資を合わせた運用ポートフォリオにおいて集中リスクを抱えている先がある。

こうした集中リスクは、金融機関が不動産関連エクスポージャーを積み増す過程で生じたものと考えられる。右図は、ミニバブル期の2006年度時点の不動産関連エクスポージャーを前提に、不動産ショックに伴う経済損失を算出したものである。当時は、大きな信用コストを被る金融機関の評価損は限定されていた。大きな評価損を被る金融機関の信用コストも限定されていた。当時の運用ポートフォリオは、現在よりもリスク分散が図られていたと言える。

⁷³ 図表 V-2-10 左図では、2024年度のシミュレーション結果について、貸出の信用コスト率(対貸出残高比率)と有価証券の評価損率(対有価証券残高比率)との組み合わせに対応する金融機関数を表示している。また、右図では、2006年度のシミュレーション結果を表示している。なお、右図における最頻値の金融機関数は約80先である。

V. 金融システムの頑健性
2. マクロ・ストレステスト

図表V-2-10 損失タイプ別にみた金融機関の分布



また、2006年当時は、不動産ショックの影響を受け得る金融機関が限られていた。相応の経済損失——0.1%以上の信用コスト率または評価損率——を被る金融機関の割合は、現在は8割であるのに対し、当時は4割である。その後、金融循環の拡張局面が長期化するなか、金融機関の不動産関連エクスポージャーが積み増され、都市圏の不動産に対する集中リスクとなっている。その多くは、金融機関間の共通エクスポージャーでもある。このため、都市圏の商業用不動産市場に限定された局所的なショックであっても、業態を問わず、全国の幅広い金融機関に影響が及び得る。

(4) 金融システムの頑健性評価

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というストレスや、海外金利の逆イールド化と内外不動産市場の調整という複合的なストレスに対して、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。

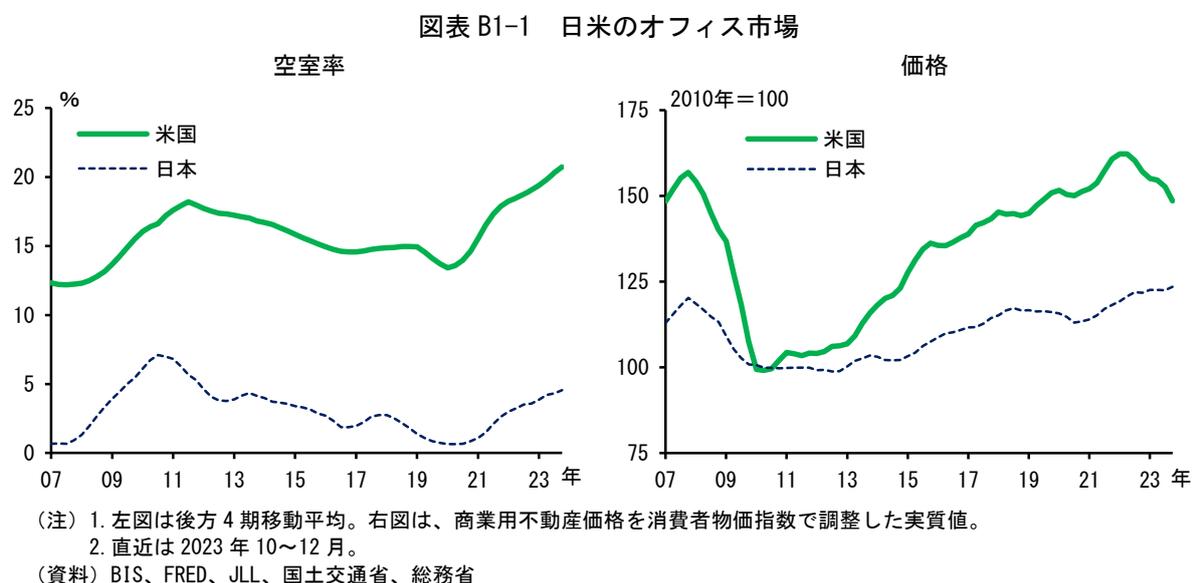
ただし、ストレス発生後の復元力には不確実性がある。一回限りのショックに耐え得る自己資本を有していても、いったん資本が毀損すると、それを復元することが容易ではない金融機関がみられる。また、それぞれの金融機関が不動産関連エクスポージャーを拡大させた結果、不動産市場の調整が局所的だったとしても、幅広い金融機関に影響が及び得る。金融機関は、本節で取り上げたようなマクロリスクも含め、様々なリスクを適切に管理する態勢を整えていくことが望まれる。

BOX 1 日米の商業用不動産市場

米国不動産市場の調整は、与信を有するわが国金融機関（大手行や保険会社）の信用コストの増加要因となる⁷⁴。また、世界分散投資を行う不動産ファンドのリバランスを通じて、わが国の不動産市場にも影響が及び得る。これらの影響経路は、今回レポートのマクロ・ストレステストにおいて想定したもの（逆イールド+1シナリオ）でもある。このように、米国不動産市場の動向は、わが国の金融システムにとって当面のリスク要素の一つと言える。本BOXでは、わが国との比較を交えつつ、米国オフィス市場のリスクを整理する。

対照的な日米市場

米国のオフィス市場は調整局面にある。前回レポート時点に比べ、オフィス空室率は一段と上昇した（図表B1-1左図）。感染症拡大以降の空室率の上昇幅をみても、米国は日本の倍近い。米国では、リモートワークの浸透によるオフィス需要の減退が空室率を構造的に押し上げている可能性が指摘されている。このため、空室率の上昇は、幅広い業務地区で観察される。この点、経済活動の回復に連れて通勤電車の混雑率が上昇している日本とは対照的である⁷⁵。本文中で指摘したとおり、空室率の上昇は、オフィス供給が増加している都心の一部に限られる（Ⅲ章3節を参照）。



商業用不動産価格（消費者物価で調整した実質ベース）の推移も対照的となっている（図

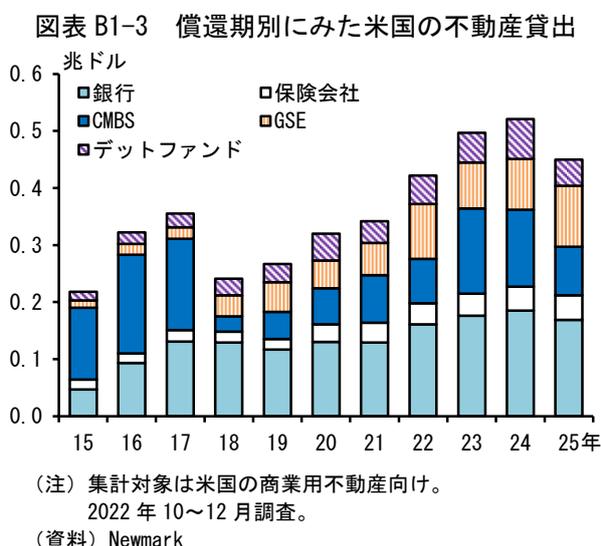
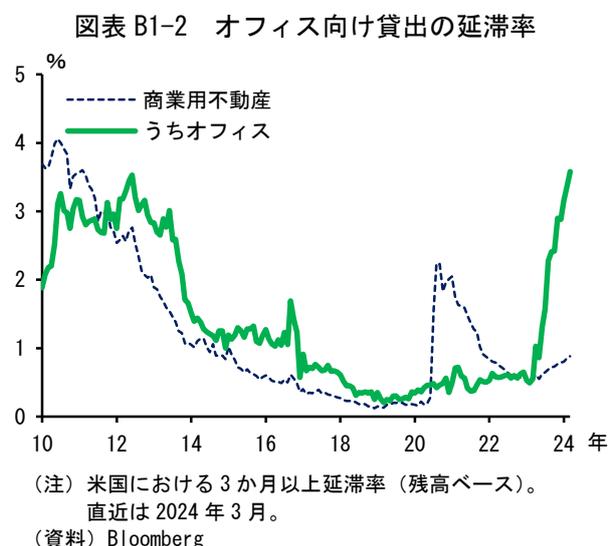
⁷⁴ 米国の商業用不動産向け与信に対するわが国の大手行と保険会社の寄与は、それぞれ1%である。また、大手行の海外貸出に占める米国の不動産ファイナンスの割合は1%である。詳しくは、金融システムレポート2023年10月号のBOX1を参照。

⁷⁵ 東京圏の平均混雑率は2020年に107%まで低下した後、2022年には123%まで上昇している（国土交通省調べ）。

表B1-1右図)。米国では、需給バランスの悪化を反映して、2022年初をピークに全国的な下落が続いている。それでも、FRBの金融安定レポート（2023年10月）は、不動産価格が賃料対比でなお割高である可能性を指摘している。一方の日本では、価格上昇が続いている。ただし、価格上昇が目立つのは、都心の一部に限られる。地方圏の価格上昇は小幅である。

米国金融システムへの波及

米国オフィス市場の調整の影響は、金融システムにも及びつつある⁷⁶。オフィス向け貸出の延滞率をみると、米国では一段と上昇している（図表B1-2）。米国では、賃貸契約の更新時期が訪れると、今後もオフィス空室率が高まり、延滞率も同様に上昇傾向を辿る可能性が考えられる。また、米国の商業用不動産向け貸出では、昨年を上回る大量のリファイナンスが予定されている（図表B1-3）。



これまでのところ、米国におけるオフィス向け貸出債権の信用コストは、地元の中堅・中小銀行ではなく、大手銀行に集中している。大手銀行は、先行して引当を計上したことで、今後の追加的な信用コストを抑制していると評価される⁷⁷。他方、ここ数年でオフィス向け貸出残高を積み上げてきた中堅・中小銀行が、先行きも不良債権化を回避できるのか注視する必要がある。

今後償還を迎える貸出は、低金利局面で中堅・中小銀行によって実行されたものが中心となる⁷⁸（図表B1-4）。したがって、リファイナンス後の延滞は、こうした中堅・中小銀行に集

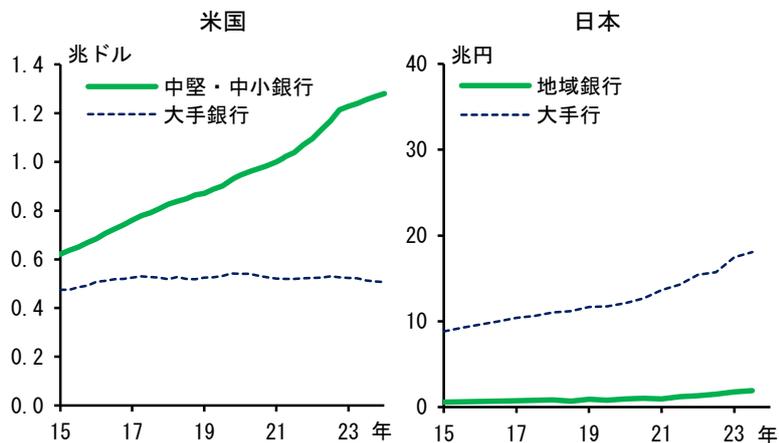
⁷⁶ オフィス市場と銀行貸出の動向については、次の文献を参照。Federal Reserve System, *The Beige Book*, March 2024.

⁷⁷ IV章1節で指摘したとおり、わが国の大手行も、米州向け不動産ファイナンスにおいて予防的に引当を積み増している。

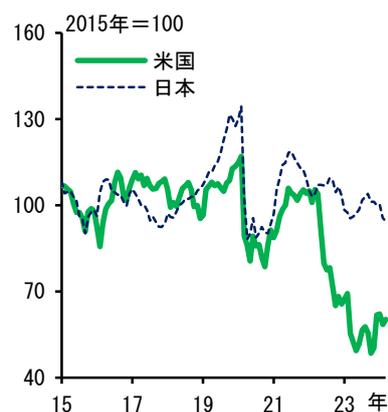
⁷⁸ 米国の商業用不動産向け貸出期間は平均6年強とされている。商業用不動産向け貸出の基本統計量については、

中することが考えられる。その際、貸出債権の質の低下によって、中堅・中小銀行がリファイナンスに消極的になれば、大量のリファイナンスの消化が難しくなる、という負の連鎖が働くことが考えられる。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、その場合、市場価格の調整圧力はさらに大きくなり得る（図表B1-5）。

図表 B1-4 オフィス向け貸出



図表 B1-5 オフィス REIT 価格



(注) 1. 左図は、米国内の商業用不動産（非農業・非住宅）向け貸出残高。「大手銀行」は総資産上位 25 行。直近は 2024 年 2 月。
 2. 右図は、日本国内の不動産ファンド向け貸出残高。直近は 2023 年 9 月。
 (資料) FRB、日本銀行

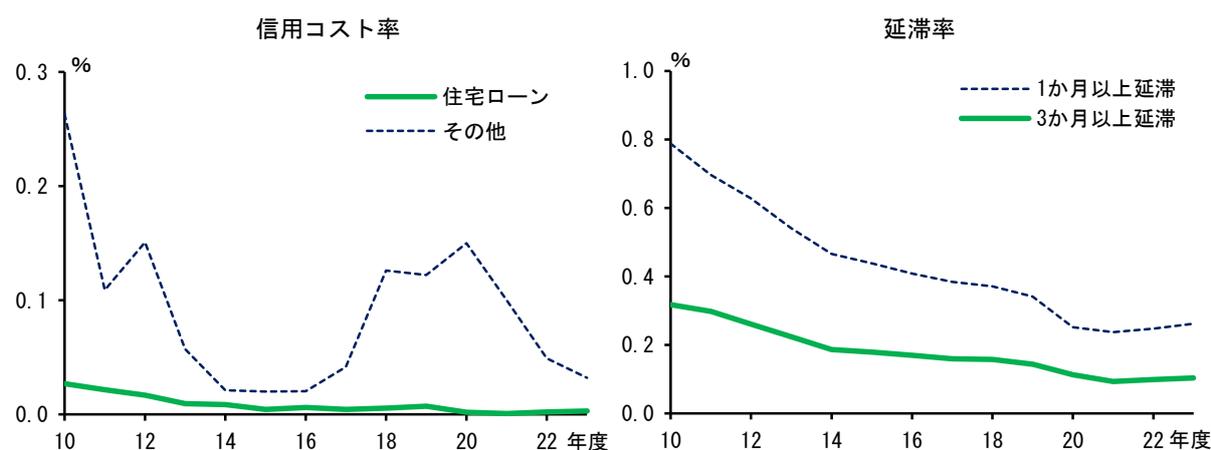
(注) 直近は 2024 年 3 月。
 (資料) Bloomberg

次の文献を参照。Glancy, D., Krainer, J.R., Kurtzman, R.J., and Nichols, J.B., "Intermediary Segmentation in the Commercial Real Estate Market," *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 54(7), pages 2029-2080, October 2022.

BOX 2 住宅ローンの信用リスク

これまでの実績をみると、わが国の住宅ローンから生じる信用コストはきわめて限定的である。リーマンショック後に雇用・所得環境が悪化した時期においても、金融機関が負う住宅ローンの信用コスト率（自行系保証会社の信用コストを含む）は数bpにとどまっていた（図表B2-1左図）。このように住宅ローンの信用コストが生じにくい背景として、延滞率の低さと信用保証の利用を指摘できる。

図表 B2-1 住宅ローンの信用リスク



(注) 1. 左図の「住宅ローン」は自行系保証会社の保証分を含む。右図の延滞率は残高ベース。
2. 集計対象は地域銀行。直近は2023年度上期。
(資料) 日本銀行

前者の延滞率については、ローン実行中に債務返済能力が悪化するリスクを勘案し、実行金利よりも高い審査金利をもとに、住宅ローンの入口審査が行われている。これにより、リーマンショック直後の時期においても、住宅ローン債権の質の悪化が抑制されており、要注意先への引き下げ対象となる3か月以上延滞率は0.3%程度にとどまっていた⁷⁹（図表B2-1右図）。1か月以上延滞率ですら、1%に満たない水準であった。後者の信用保証については、インターネット専門銀行を中心に無保証残高が増加方向にあるものの、8割近い住宅ローンは信用保証が付されている。これにより、仮にデフォルトが生じても、金融機関が信用コストを直接被ることが遮断されている⁸⁰。

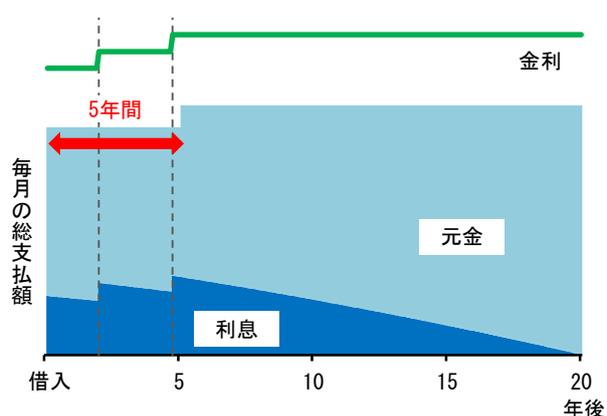
将来の金利上昇局面では、激変緩和措置が家計債務者の元利返済負担の不連続な増加を抑制することも考えられる。多くの債務者が選択している元利均等払いの変動金利型には、ほ

⁷⁹ 住宅ローンは、1か月延滞によって、要注意先への引き下げが検討されることは稀である。一般に、3か月以上延滞した場合、要注意先への引き下げ対象となる。さらに、6か月以上延滞した場合、代位弁済の対象（破綻懸念先相当）となる。

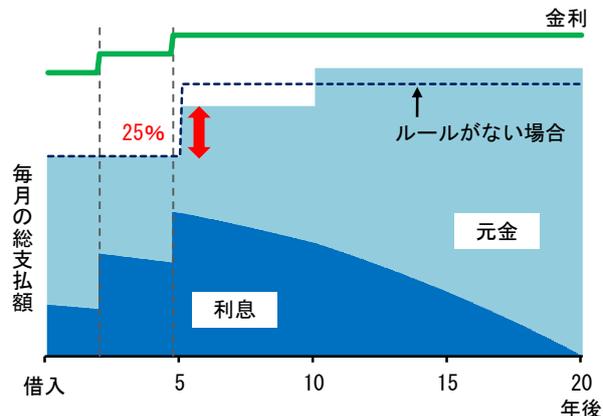
⁸⁰ ただし、信用保証の中には、同じ銀行グループ内の関連会社（自行系保証会社）による信用保証が利用されている場合がある。その場合、連結ベースでは金融機関は信用コストを負担することになる。金融システムレポート2023年10月号のⅢ章3節を参照。

とんどの場合、「5年ルール」や「125%ルール」といった激変緩和措置が適用される⁸¹。「5年ルール」は、ローン金利が上昇しても、毎月の元利返済額を毎5年間は一定とする措置である。例えば、図表B2-2のように、5年間のうちにローン金利が二度引き上げられた場合、支払利息は増加するが、元金返済の一部が先送りされることで、元利返済額が一定に保たれる。

図表 B2-2 5年ルール下の元利返済額



図表 B2-3 125%ルール下の元利返済額

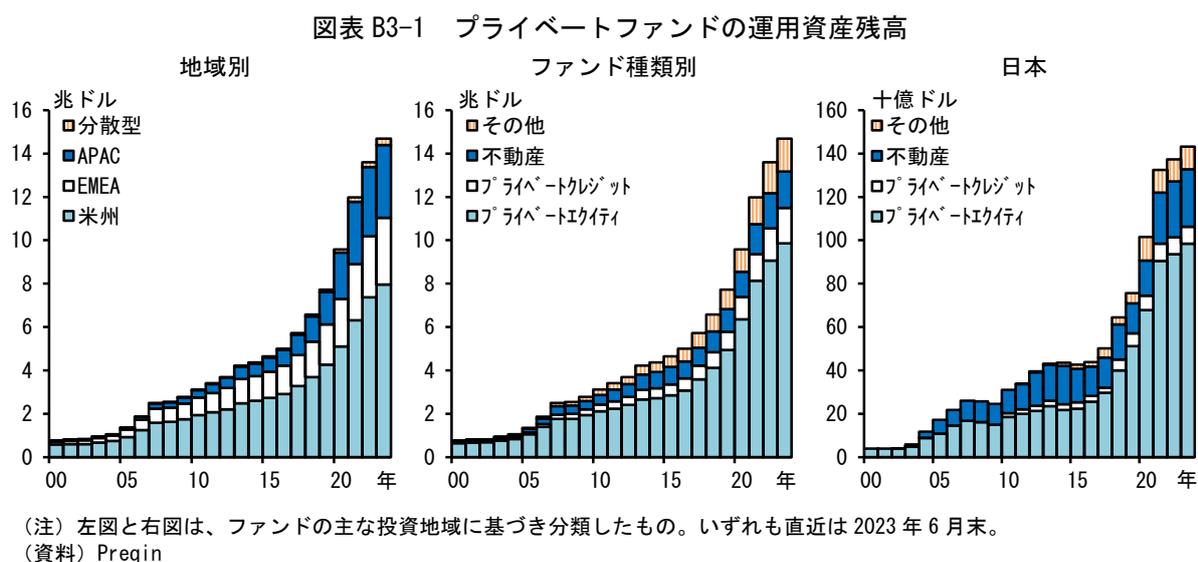


「125%ルール」は、5年経過後の元利返済額が、それまでの返済額の125%を上回ることではないという措置である。図表B2-3のように、元利返済額が125%を上回るようなローン金利の引き上げがあっても、同ルールのもとでは、支払利息増加後の元利返済額は段階的にしか増加しない。ただし、これらの措置はあくまで激変緩和措置である。「5年ルール」も「125%ルール」も、毎月の元金返済が当初計画よりも減少した分は、返済期間満了時までには完済する必要がある。

⁸¹ 一部の銀行は、これらの激変緩和措置を導入していない。また、信用金庫の中には、変動金利型の取り扱いが少ない先を中心に、激変緩和措置を導入していない先がある。

BOX 3 プライベートファンド市場の拡大

プライベートファンドとは、ノンバンク金融仲介機関の一つであり、企業に対する相対の出資（プライベートエクイティ）や貸出（プライベートクレジット）を行うファンドの総称である。そのプライベートファンド市場は、伝統的な金融仲介を補完・代替する手段として拡大してきた（図表B3-1）。2010年代には10年で2倍に拡大していた同市場の成長ペースは、最近では、5年で2倍のペースに加速している。地域別には、米国市場の成長が顕著となっている。



プライベートファンドの内訳をみると、これまで市場の拡大を牽引してきたプライベートエクイティに続き、近年台頭してきたのはプライベートクレジットである。プライベートエクイティの1/5程度の市場規模ながら、米国では、シンジケートローン市場やハイイールド債市場と比肩する、1兆ドル強の規模となっている。本BOXでは、プライベートクレジットを中心に、プライベートファンドが直面する当面の課題を整理する⁸²。

低金利環境下のビジネスモデルからの転換

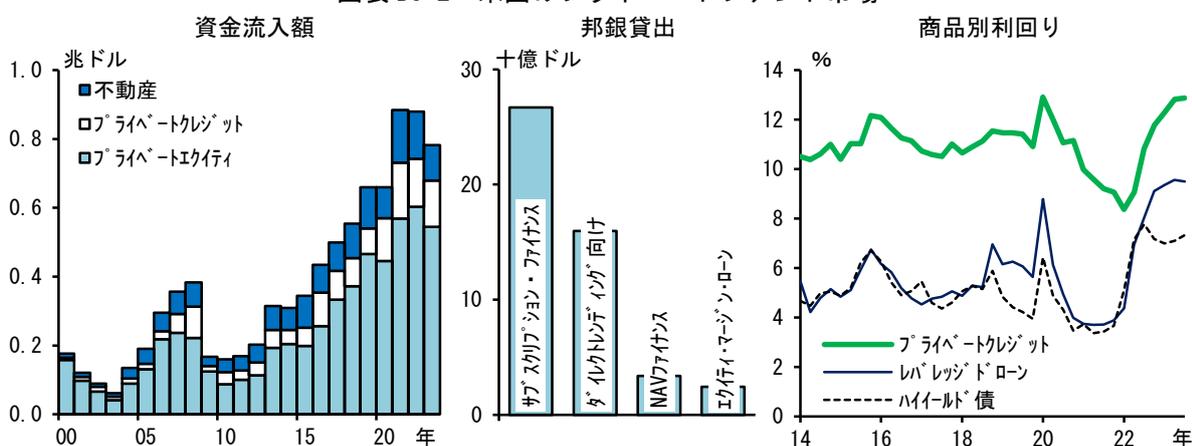
プライベートファンド市場が急成長を遂げた背景の一つとして、世界的な低金利環境が指摘されている。低金利環境下において確定利付き投資の魅力が低下するなか、機関投資家の利回り追求は、従来の債券投資から、プライベートファンドを含むオルタナティブ投資に向かった。また、投資先企業がプライベートクレジットの利便性を重視したことも、市場拡大に弾みをつけたとみられる。借入金利の水準は銀行借入を上回るものの、融資の審査期間が

⁸² 詳しくは次の文献を参照。黒田航一・長谷部光・伊藤智・池田大輔、「プライベートデット・ファンドの実態と金利上昇下の動向」、日銀レビューシリーズ、2024-J-3、2024年4月。金口剛久・河上岳史・長谷部光・小川佳也、「ファンド向けファイナンスの概要とリスクについて」、日銀レビューシリーズ、2022-J-15、2022年10月。

短いことや大口融資の利便性など、銀行借入が難しい案件にも柔軟に対応できることが、投資先企業からみたプライベートクレジットの利点として挙げられている⁸³。

今後は、米欧の政策金利が高止まりするもと、低金利環境下で急拡大したビジネスモデルの持続性が注目される。例えば、機関投資家の投資ポートフォリオが見直されれば、オルタナティブ投資経由で流入していた投資資金が細ることになる。実際、拡大が続いていた投資資金の流入増加は、直近では頭打ちとなりつつある（図表B3-2左図）。わが国の大手行をはじめ、プライベートファンド向けにサブスクリプション・ファイナンス——ファンドが投資家から投資資金を得るまでのつなぎ資金の貸出——を提供している金融機関は、キャピタルコール（出資履行請求権）を担保としている（図表B3-2中図）。回収リスクを抑制するうえで、キャピタルコールに対する投資家の応諾可能性の検証が欠かせない。

図表 B3-2 米国のプライベートファンド市場



- (注) 1. 左図は、投資家からの資金調達額。直近は2023年末。
 2. 中図は、3メガ行の米州ファンド向け貸出残高。2023年9月末時点。
 3. 右図の「プライベートクレジット」は、ファンド（上場を含む）による投資先企業向けのダイレクトレンディング。直近は2023年9月。
 (資料) Cliffwater Direct Lending Index, Preqin, S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス、日本銀行

変動金利調達でレバレッジをかけていた投資先企業の信用リスク

プライベートクレジットの融資は、変動金利型が中心である。そのため、金利上昇リスクは、貸し手のプライベートファンドではなく、借り手の投資先企業が負うことになる。また、融資金利の水準は、レバレッジドローンやハイイールド債を上回ることが一般的である（図表B3-2右図）。投資先企業はレバレッジをかけていることが多く、昨今のような金利上昇時には、一般的な企業よりもデフォルト確率が上昇しやすいと考えられる。

ダイレクトレンディング向けやNAV (Net Asset Value) ファイナンスなど、ファンドの投資先企業の貸出債権価値や純資産価値を裏付けとするファイナンス手段を提供している金融

⁸³ 世界的な金融危機以降、銀行が信用リスクの高い貸出から距離を置くようになったことが、プライベートファンドの市場参入機会につながったとの指摘もある。詳しくは次の文献を参照。International Organization of Securities Commissions, *Thematic Analysis: Emerging Risks in Private Finance*, September 2023.

機関は、こうした信用リスクを負っている。例えば、担保に設定している投資先企業のキャッシュフローが悪化すれば、回収リスクの増加要因となる。プライベートクレジットは、入口審査の段階で、厳格なコベナンツを設定するなど、信用リスクを抑制する工夫を行っている。もっとも、プライベートファンドは一般に、情報開示が限定的であり、金融機関にとって中間管理の難易度が高い。

わが国のプライベートファンド市場

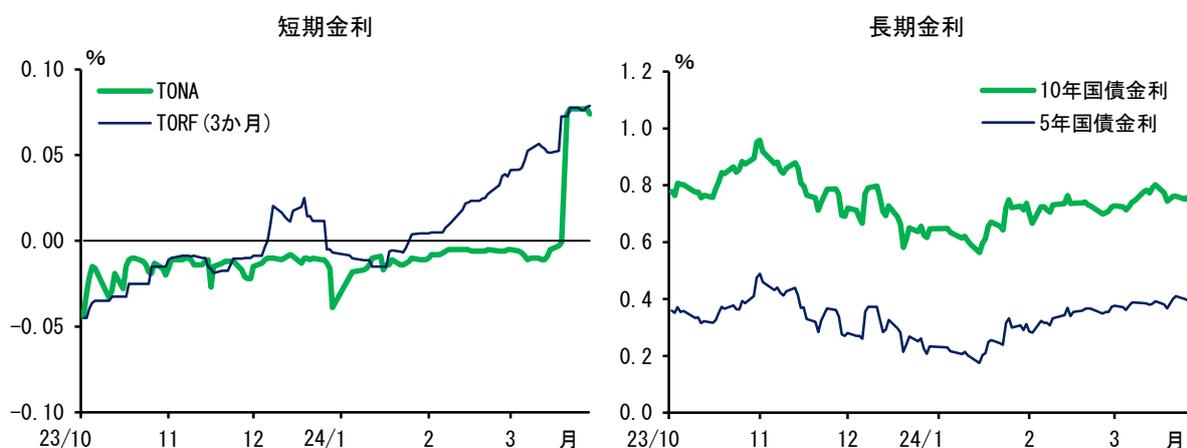
わが国のプライベートファンド市場も、きわめて小規模ながら、急成長を遂げてきた。ただし、そのリスク特性は海外市場とは幾分異なっている。わが国では、プライベートクレジットの割合は僅少である（前掲図表B3-1）。信用力の低い企業であっても低利の銀行借入にアクセスしやすいことが、ファンドの市場参入を妨げる一因として指摘されている。他方、不動産ファンドの割合は、海外に比べて高い。同ファンドには、IV章1節で指摘したとおり、大手行だけでなく、地域銀行もエクスポージャーを有している。不動産市場のリスクについては、こうしたファンド向けファイナンスを介して顕在化する経路にも注意が必要である。

BOX 4 最近の金利動向

今年3月、日本銀行は金融政策の枠組みの見直しを決定した。今回の決定を受けて、各種金利市場では、小幅ながら様々な動きが観察されている。本BOXでは、4月初までに確認された市場金利や預貸金利の変化を整理する。

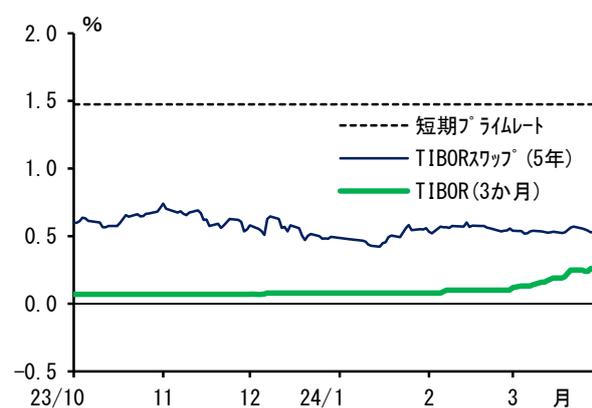
短期金融市場では、無担保コールレート翌日物（TONA）がプラスに転換した（図表B4-1）。OIS金利（TORF）3か月物は、今年入り後に緩やかに上昇し、直近ではTONAと同水準にある。債券市場では、10年国債や5年国債の金利は横ばいとなっている。

図表 B4-1 市場金利



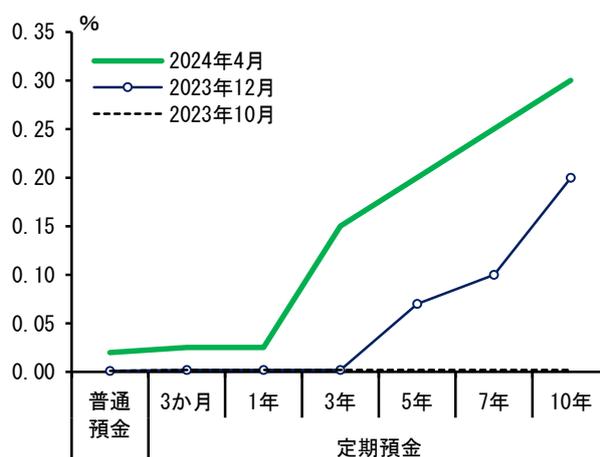
(注) 直近は2024年3月末。
(資料) QUICK、財務省、日本銀行

図表 B4-2 貸出金利



(注) 直近は2024年3月末。
(資料) Bloomberg、Haver Analytics、日本銀行

図表 B4-3 預金金利



(注) 代表的な店頭表示金利。集計対象は大手行、地域銀行、信用金庫。中央値を表示。
(資料) 各社開示資料、日本銀行

貸出市場では、市場金利連動型のベースレートとなるTIBORやTORFの3か月物は、今年入り後、緩やかに上昇している（図表B4-2）。他方、固定金利貸出のベースレートとなるTIBORスワップの5年物は、昨年中に上昇した後、横ばいとなっている。プライムレート連動型のバ

—スレートとなる短期プライムレート——住宅ローン（変動金利型）や中小企業向け貸出で参照されることが多い——は、不変である（最新の住宅ローン金利については前掲図表Ⅲ-1-11）。その最頻値（主要行ベース）は、2009年1月以降、横ばいが続いている。

預金市場では、普通預金・定期預金とも、多くの金融機関が金利を引き上げている（図表B4-3）⁸⁴。昨秋以降、長めの定期預金金利が引き上げられているほか、政策枠組みの見直し後は普通預金金利を引き上げる動きが広がった。普通預金金利を引き上げた金融機関は4月初時点で7割強に上る。キャンペーン金利の引き上げなどを除くと、預金金利の引き上げは2006年度以来である。

これまでのところ、市場金利や貸出ベースレートのイールドカーブがフラット化方向に変化したのに対し、預金金利のイールドカーブはスティーブ化方向の変化となっている。すなわち、預金金利のTONAに対する追随率は、中長期ゾーンにおいて高めとなっている。本文中で指摘したとおり、追随率は、市場の需給バランスや競争環境、顧客との関係から影響を受ける。金融機関は、貸出・預金市場における金利引き上げ後の資金フローの動向も踏まえ、経営管理や営業推進の態勢を整えることが重要である。

⁸⁴ 政策見直し後の預金金利は、各金融機関のホームページ上の公表情報に基づく。大手行・地域銀行・信用金庫のうち、345先の金融機関が集計対象となっている。

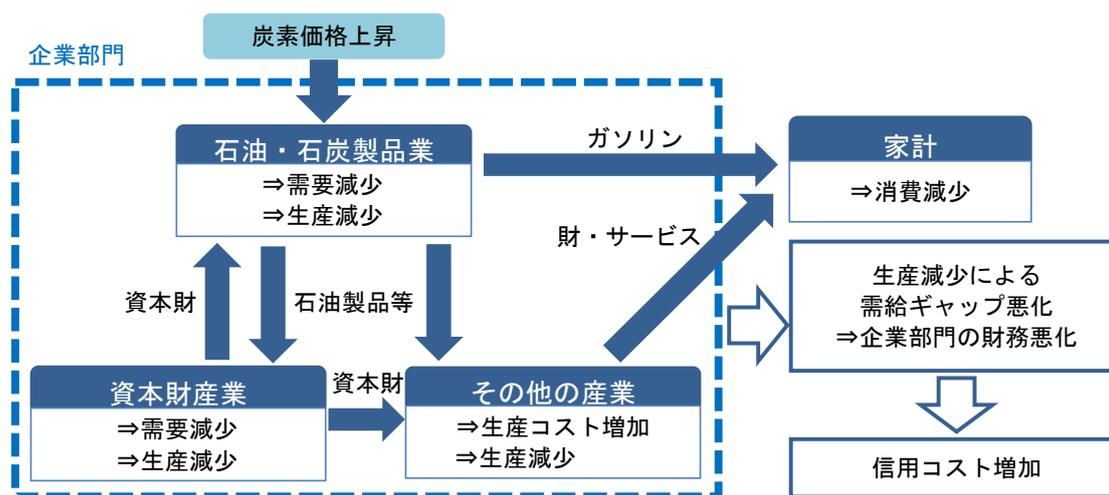
BOX 5 移行リスクのシナリオ分析

気候関連金融リスクを定量的に評価するためのシナリオ分析が、内外の金融当局・金融機関において進められている。これまでのシナリオ分析では、分析対象期間を数十年と長期に設定することで、脱炭素技術の導入や産業・企業の気候変動対応など、経済社会構造の転換が進むことを前提とする手法が主流となっていた。わが国でも、3メガ行が、TCFD（Task Force on Climate-related Financial Disclosures）提言に則り、こうした長期シナリオに基づく財務上の影響の試算結果を、自行のTCFDレポートの中で開示している。地域金融機関の間でも、シナリオ分析に着手する先が広がっている⁸⁵。

トランジション・ファイナンスの取り組みが本格化するなか、シナリオ分析の手法には変化がみられる。最近の分析では、短期シナリオを想定することで、「ネットゼロ」への移行過程における短期的なリスクに焦点が当てられている。こうした流れの中、NGFS（Network for Greening the Financial System）も、短期シナリオの開発に着手する方針を示している⁸⁶。また、従来は、温室効果ガスの多排出業種に着目した分析が中心であったが、それ以外の業種も分析対象に加えられるようになっている。

日本銀行のスタッフも昨年、5年間の短期シナリオをもとに、産業間の連関を考慮したトップダウン型シナリオ分析を実施した⁸⁷。具体的には、図表B5-1が示すように、様々な波及経路を想定したうえで、炭素価格の上昇が移行過程において金融機関の信用コストに及ぼす影

図表 B5-1 炭素価格上昇の波及経路



⁸⁵ 次の文献を参照。日本銀行金融機構局、「地域金融機関の気候変動対応の現状（2023年度）」、金融システムレポート別冊シリーズ、2024年3月。

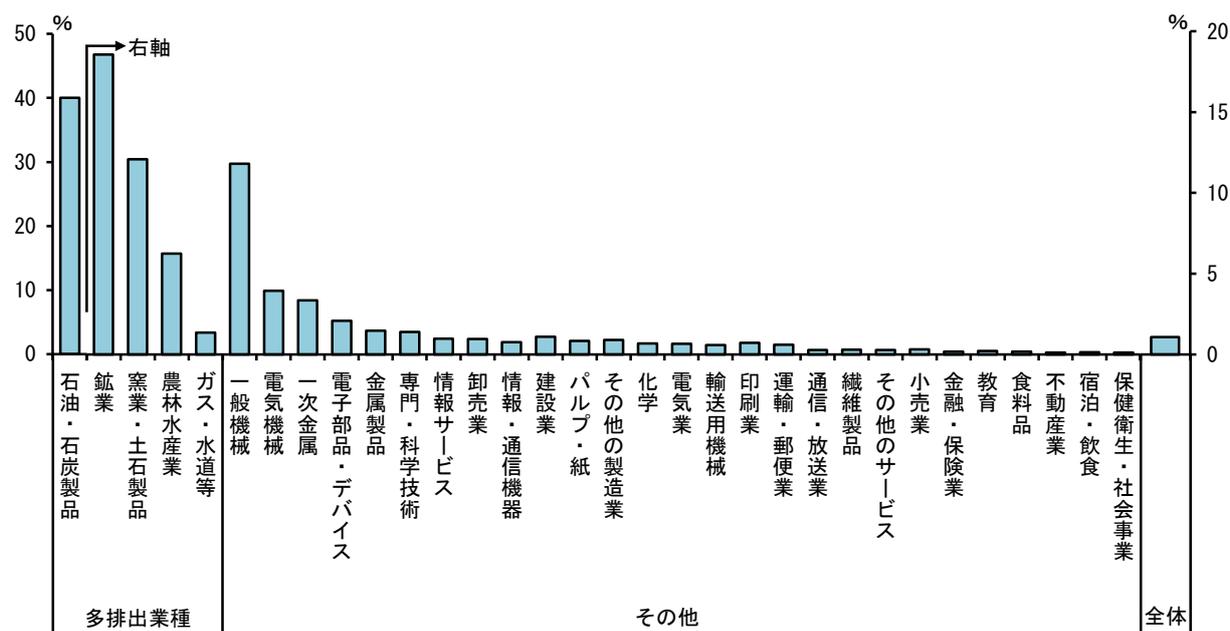
⁸⁶ 次の文献を参照。Network for Greening the Financial System, *Conceptual Note on Short-Term Climate Scenarios*, October 2023.

⁸⁷ 詳しくは次の文献を参照。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かか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。

響を試算している。想定では、まず、炭素価格上昇をきっかけに、石油・石炭製品の価格が上昇する。それに伴い、同製品の需要と生産が減少し、当該産業の設備投資も減少する。同時に、同製品を生産要素とする周縁産業へ影響が波及する。また、設備投資需要が減少することから、資本財産業の生産も減少する。こうした生産減少に応じて企業が雇用・設備を機動的に調整できず、余剰を抱えることになると、経済環境が大きく悪化する。経済環境の悪化による様々な企業の財務悪化は、金融機関の信用コストにつながる。

試算結果をみると、炭素価格の上昇ショックに対し、企業が雇用・設備を機動的に調整できない場合、移行リスクが相応の信用コストとして顕在化する（図表B5-2）。ショック波及の起点となる石油・石炭製品業だけでなく、産業間の連関を通じて、幅広い業種の信用コストの増加要因となる。また、設備投資需要の減少が、一般機械業の信用コストを押し上げる。このことは、炭素価格上昇ショックが移行過程において金融システムに及ぼす影響は、石油・石炭製品業をはじめとする多排出業種に対する貸出が小さい金融機関にも、二次的な影響として及び得ることを示唆している。

図表 B5-2 業種別の信用コスト率



(注) 炭素価格が上昇する場合と上昇しない場合の信用コスト率の差分（5年累計）を表示。炭素価格の上昇ペースとして、NGFSシナリオ（第3版）のDelayed transitionシナリオにおける2030年からの5年間と同様のペースを想定。

(資料) 日本銀行

気候関連金融リスクは、様々なリスクの中でも定量化が難しいリスクの一つである。定量的なリスク指標の開発を含め、分析手法は高度化が図られている最中である。また、前述のとおり、短期シナリオの作成も途上にある。日本銀行としては、シナリオ分析で得られた知見、国際的な議論も踏まえながら、金融機関による気候関連金融リスクのシナリオ分析の高度化に向けた取り組みを、今後も後押ししていく。

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。