



BOJ
Reports & Research Papers

Financial System FSR Report

金融システムレポート



日本銀行
2024年10月

本レポートが分析対象としている大手行、地域銀行、信用金庫は次のとおりです。

大手行は、みずほ、三菱 UFJ、三井住友、りそな、埼玉りそな、三菱 UFJ 信託、みずほ信託、三井住友信託、SBI 新生、あおぞらの 10 行、地域銀行は、地方銀行 62 行と第二地方銀行 37 行、信用金庫は、日本銀行の取引先信用金庫 247 庫（2024 年 9 月末時点）。

本レポートは、原則として 2024 年 9 月末までに利用可能な情報に基づき作成されています。

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

【本レポートに関する照会先】

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

金融システムレポートの目的

日本銀行の金融システムレポートは次の2点を目的としている。一つは、金融システムの安定性を評価すること、もう一つは、安定確保に向けた課題について関係者とのコミュニケーションを深めることである。

本レポートでは、金融システムの脆弱性について、マクロプルーデンスの視点から分析を行っている。マクロプルーデンスとは、金融システム全体の安定を確保するため、実体経済と金融資本市場、金融機関行動などの相互関連に留意しながら、金融システム全体のリスクを分析・評価し、それに基づいて制度設計・政策対応を図るという考え方である。

本レポートの分析結果は、日本銀行の金融システムの安定確保のための施策立案や、考査・モニタリング等を通じた金融機関への指導・助言に活用している。国際的な規制・監督・脆弱性評価に関する議論にも役立てている。金融政策運営面でも、マクロ的な金融システムの安定性評価を、中長期的な視点も含めた経済・物価動向のリスク評価を行ううえで重要な要素の一つとしている。

2024年10月号の問題意識

内外の金融市場では、今夏以降不安定な動きもみられ、地政学的リスクに起因して実体経済・金融市場が大きく変動する可能性も引き続き意識されている。国内では、不動産関連向け融資が引き続き増加するもとで、一部の不動産指標には注意すべき点がある。

また、わが国経済が緩やかに回復しているなかでも、収益の改善ペースが鈍い企業を中心に、デフォルトの増加がみられる。今回レポートでは、感染症拡大前からの脆弱性、および原材料価格高や人件費上昇の影響という観点から、足もとのデフォルト率上昇の背景の評価を試みる。

日本銀行は、本年3月に金融政策枠組みの見直しを行ったあと、7月には政策金利を引き上げた。このもとで、金融機関は、市場金利の変化も踏まえつつ貸出金利や預金金利を設定している。今回レポートでは、一定の想定を置きつつ、金利環境の変化が金融機関や家計・企業に与える影響について、アップデートする。

以上の観点を踏まえつつ、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。

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	15
III. 金融仲介活動	16
1. 銀行部門の金融仲介活動	16
(1) 貸出	
(2) 有価証券投資	
2. ノンバンク部門の金融仲介活動	22
3. 金融循環	26
(1) 金融循環と経済変動リスク	
(2) 金融循環と不動産関連市場	
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	48
3. 資金流動性リスク	52
4. バランスシート運営を巡るリスク	54
(1) 金利上昇に対する耐性	
(2) 預貸金利の追随率	
5. 経営環境の変化がもたらすリスク	61
(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	

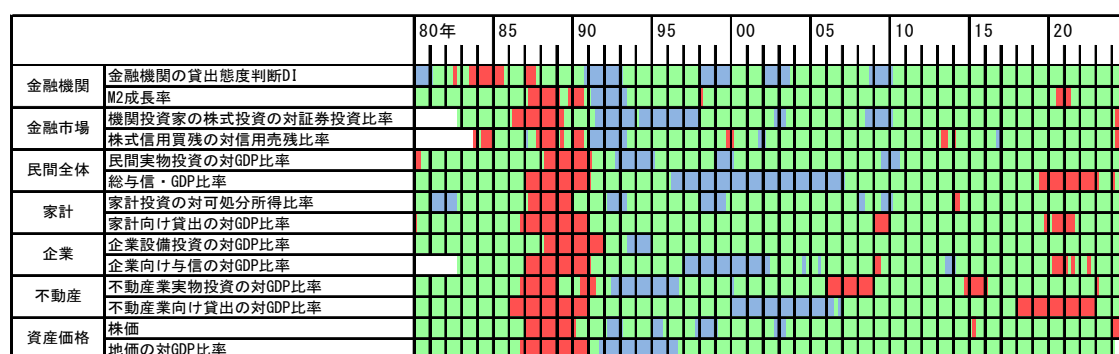
V. 金融システムの頑健性	69
1. 金融機関の損失吸収力	69
(1) 自己資本の充実度と損失吸収力	
(2) 金融機関の収益力	
2. マクロ・ストレステスト	74
(1) ベースライン・シナリオ	
(2) 海外金利上昇シナリオ	
(3) 金融調整シナリオ	
(4) 金融システムの頑健性評価	
(5) 円金利感応度分析	
BOX 1 8月初にかけて生じた金融・為替市場の急激な 相場変動について	83
BOX 2 年齢別・地域別にみた住宅ローンのリスク特性	86
BOX 3 原材料・人件費上昇の信用コストへの影響	90
BOX 4 「共同データプラットフォーム」の概要	92
付録：基本用語の定義	94

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

図表 I -1 ヒートマップ



（注）図表Ⅲ-3-1 参照。

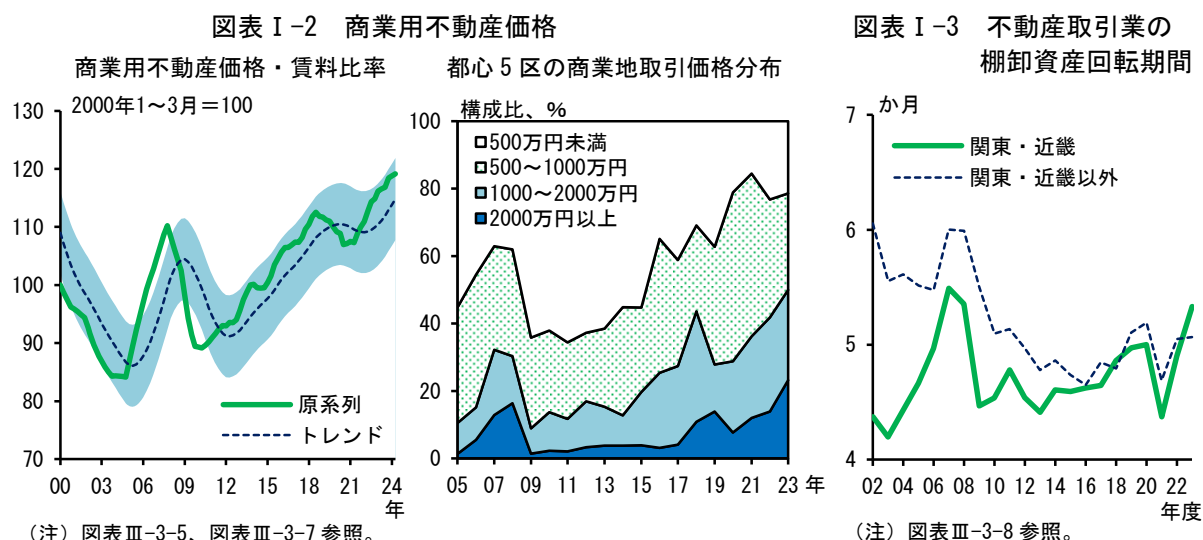
わが国の金融機関は、内外の金融市場や実体経済に大幅な調整が生じるリーマンショック型のストレスや、グローバルな金利上昇と実体経済の減速が同時に生じるストレスに対して耐え得る、充実した資本基盤と安定的な資金調達基盤を有している。もっとも、先行きの国際金融市場や地政学的リスクの動向など、テールリスクへの警戒は引き続き重要である。より長期的な視点からみると、人口減少などを背景に企業の借入需要が構造的に減少する状況が続いた場合、貸出市場の需給バランスによっては、金融機関の収益力や損失吸収力が低下し、金融仲介活動の停滞や、過度な利回り追求など金融仲介活動の過熱につながる可能性がある。以下では、これらの観点も踏まえつつ、わが国金融システムを巡るリスクや脆弱性について点検する。

資産価格の動向（→Ⅱ章、Ⅲ章3節、Ⅳ章2節、BOX1）

株式市場について、ヒートマップを構成する「株価」と「株式信用買残の対信用売残比率」、「機関投資家の株式投資の対証券投資比率」をみると、トレンドからの上方乖離を示す「赤」が点灯している（前掲図表 I -1）。8月初には、米国の景気減速懸念を契機とする投資ポジションの巻き戻しの影響などから、グローバルに資産価格が変動した。この間、PER は過去平均的な水準での推移を続けており、バリュエーション上、大きな過熱感は見られない。もっとも、わが国の金融機関が相応の株式リスク量を有していることを踏まえると、資産価格の動向

については留意する必要がある。

また、わが国の不動産市場では、不動産貸出の趨勢的な増加が続くもとで、一部に価格の割高感が窺われる。「商業用不動産価格・賃料比率」は、ミニバブル期の水準を上回っているほか、都心の商業地区において、局所的な高額帯の取引がみられている（図表 I-2）。また、不動産取引業の一部では販売在庫水準も高まっている（図表 I-3）。都心のオフィス空室率が最近では低下に転じているほか、不動産業の財務状況は景気回復とともに改善が続いており、デフォルト率も低位で推移しているものの、他業種と比べてレバレッジ比率の水準が高く金利感応度も高い点には留意が必要である。海外ファンドによるポートフォリオ・リバランスの一環として、日本の投資物件を売却する動きが引き続きみられていることも踏まえると、不動産市場の先行きには一段と注意していく必要がある。



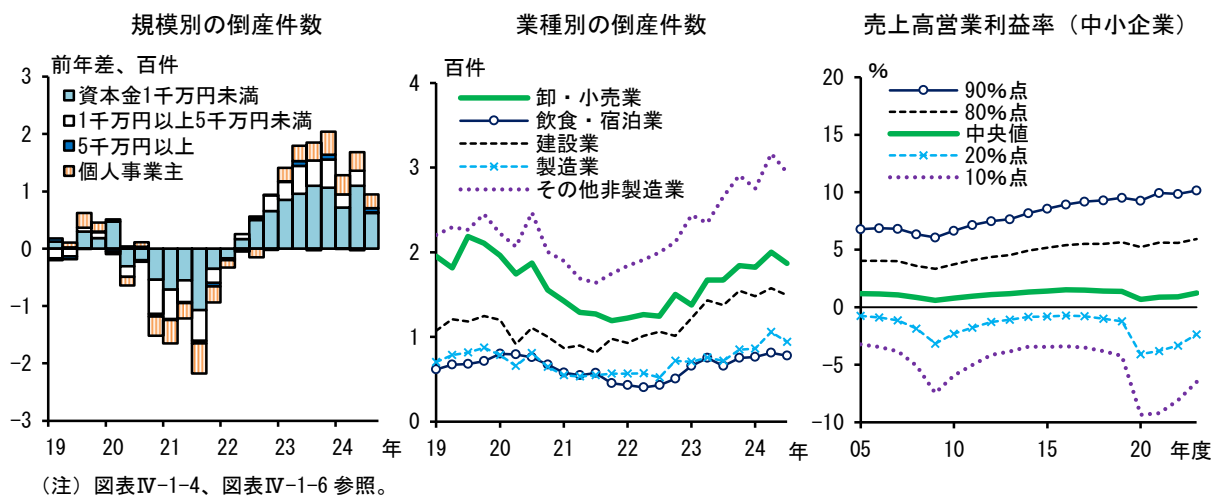
景気改善のなかでの倒産・デフォルト動向（→IV章 1 節、BOX3、BOX4）

金融機関の信用リスクについてみると、わが国経済が緩やかな回復を続けるもと、多くの企業で財務が改善した状態が続いており、全体として貸出債権の質は維持されている。また、金融機関の信用コスト率は低位に抑制されている。もっとも、原材料価格高や人件費上昇の影響もあり、収益の改善ペースが鈍い企業も存在するなど、企業財務のばらつきは大きく、倒産件数やデフォルト率は感染症拡大前を上回っている（図表 I-4）。

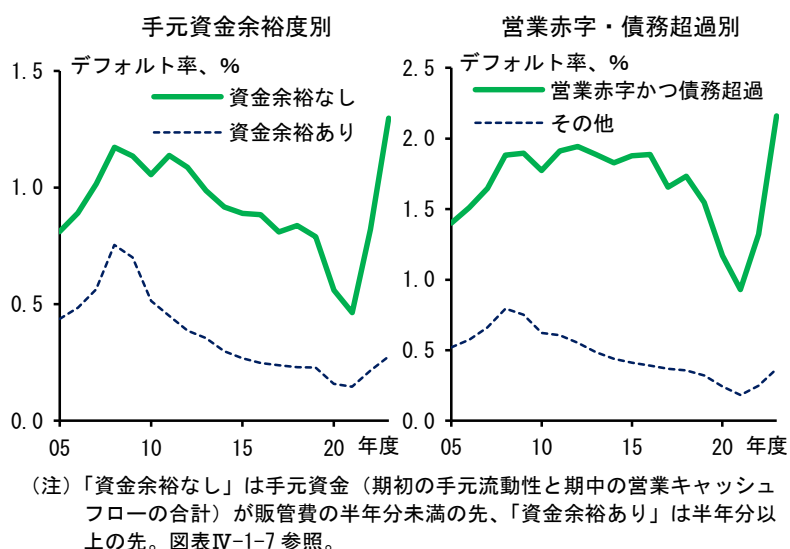
デフォルト企業の財務内容を仔細にみていくと、直近では、相対的に手元資金に余裕のない企業や、営業赤字かつ債務超過の企業など、財務面で脆弱性を抱える企業のデフォルト率が上昇している（図表 I-5）。こうした企業のデフォルト率は、感染症拡大後に企業金融支援策等を背景に一旦低下した後を上昇しており、既往の脆弱性がラグを置いて顕在化したことによるものである可能性を示唆している。実際、デフォルト企業を、感染症拡大前の財務内容

I. わが国金融システムの安定性評価（要旨）

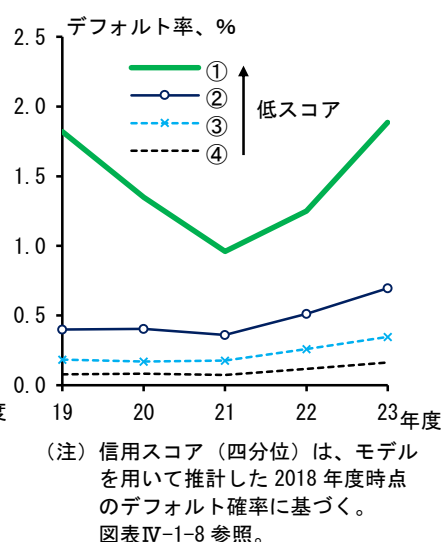
図表 I-4 倒産件数と企業財務



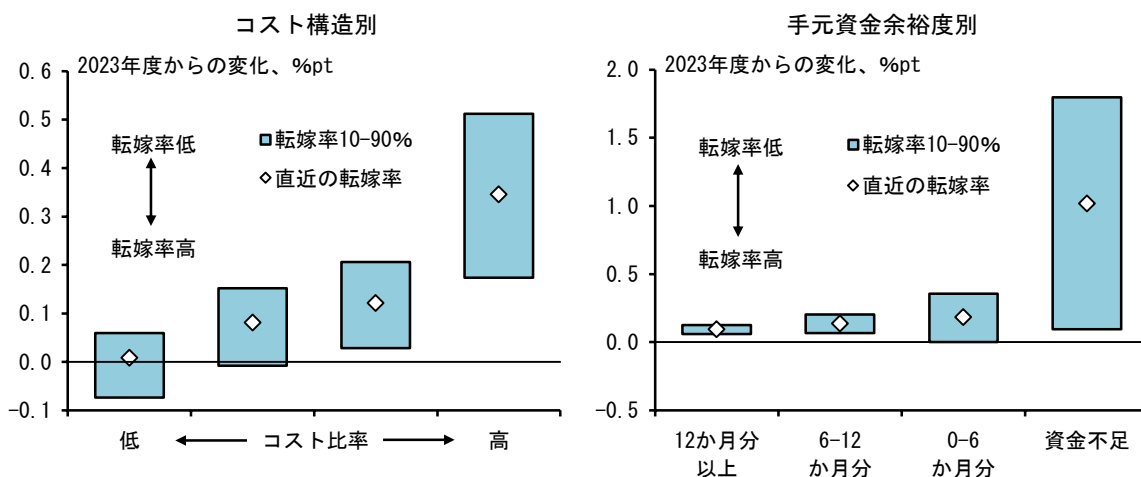
図表 I-5 企業特性別にみた実績デフォルト率



図表 I-6 感染症拡大前の信用スコア別にみた実績デフォルト率



図表 I-7 コスト構造・財務別のデフォルト確率上昇幅



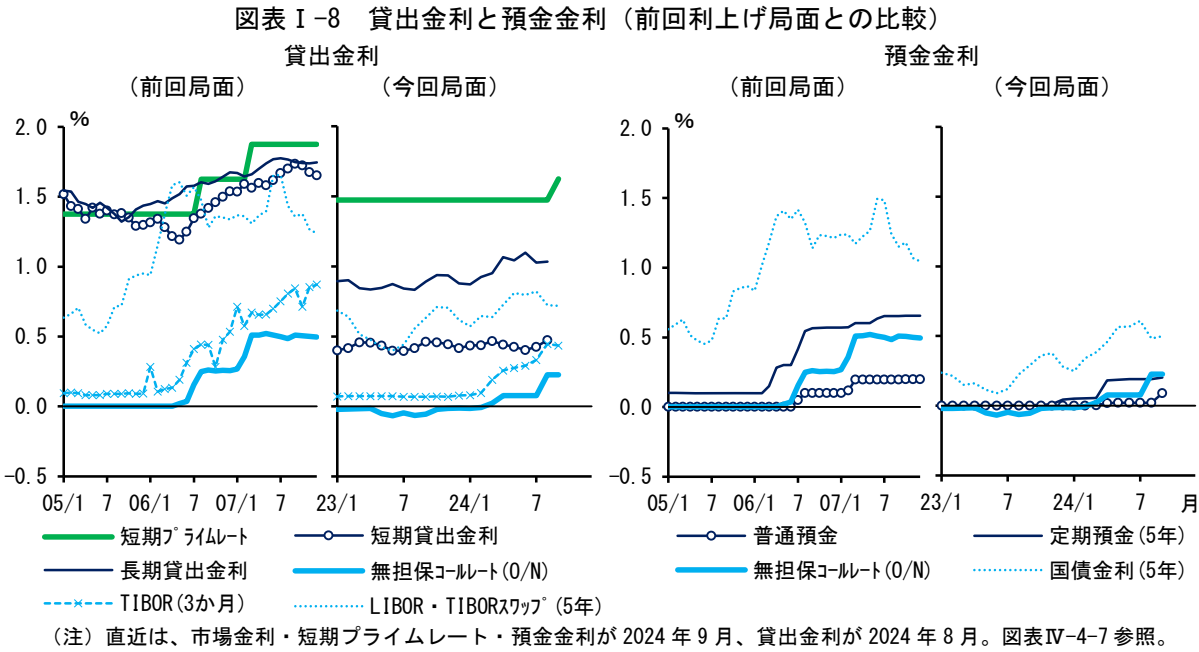
で評価した信用スコア別に均等ウェイトで分けけしてみると、2023 年度のデフォルト企業のうち相応の先は、感染症拡大前から脆弱であったことが示唆される(図表 I -6)。もっとも、当時は脆弱ではなかった企業のデフォルト率も小幅に上昇しており、感染症拡大以降に発生したコスト上昇などのショックの影響が表れている可能性がある。

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

市場金利の上昇が貸出金利・預金金利に及ぼす影響 (→Ⅲ章 1 節、Ⅳ章 4 節)

日本銀行は、本年 3 月に金融政策枠組みの見直しを行ったあと、7 月に政策金利を引き上げた。短期金利(無担保コールレート翌日物)は、3 月以降 0~0.1%の範囲で推移していたところから上昇し、0.25%程度で推移している。そのもとで、金融機関は、市場金利の変化も踏まえて貸出金利や預金金利を設定しており、その影響は、様々な経済主体に及んでいくことになる。

前回レポート以降の貸出金利の動向についてみると、長期貸出にかかる新規約定金利は、主な参照金利である中期ゾーンの市場金利が政策金利に先行して上昇してきたことから、緩やかに上昇している(図表 I -8 左図)。短期の貸出金利については、これまで概ね横ばいで推移してきたが、9 月入り後に引き上げられた短期プライムレートの影響について確認していく必要がある。



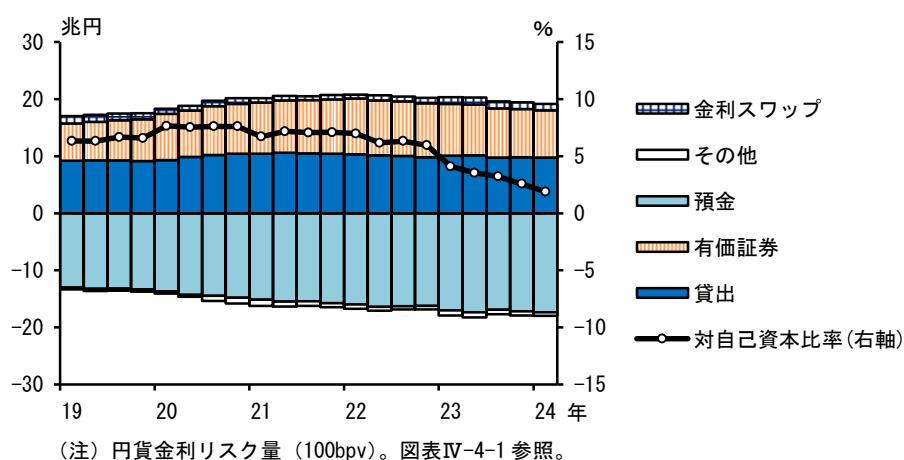
I. わが国金融システムの安定性評価（要旨）

預金金利も、定期預金金利が先行して上昇してきたが、足もとでは、普通預金金利も 0.1% 程度まで上昇している（図表 I-8 右図）。その上げ幅は、2006～2007 年の前回利上げ局面と同様に、政策金利の上昇幅と比べてやや小さくなっている。

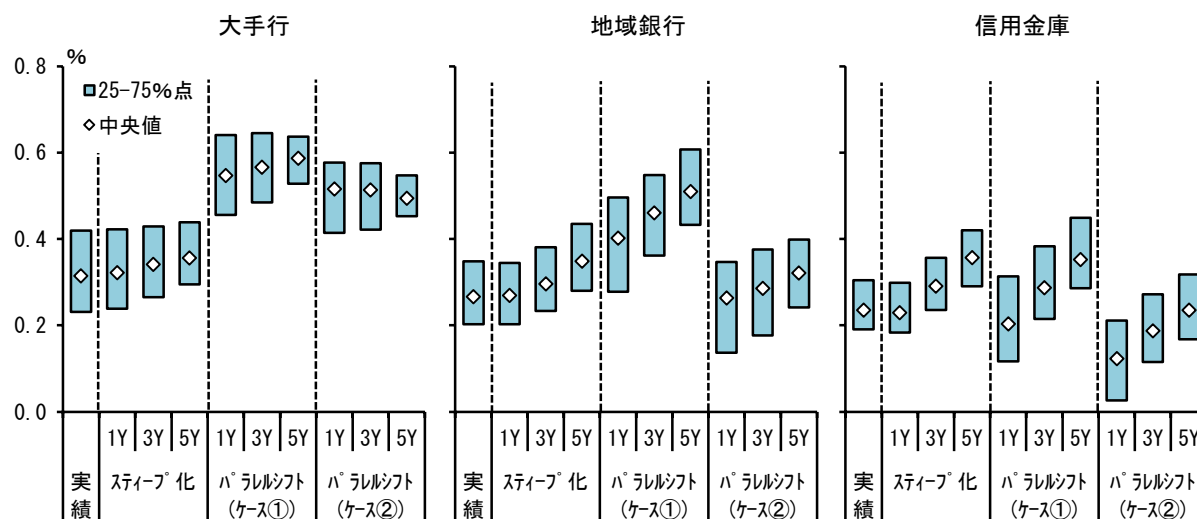
金融機関と企業・家計の金利耐性（→Ⅲ章 3 節、Ⅳ章 1 節・2 節・4 節、Ⅴ章 2 節、BOX2）

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

図表 I-9 銀行勘定の金利リスク量



図表 I-10 コア業務純益 ROA の水準



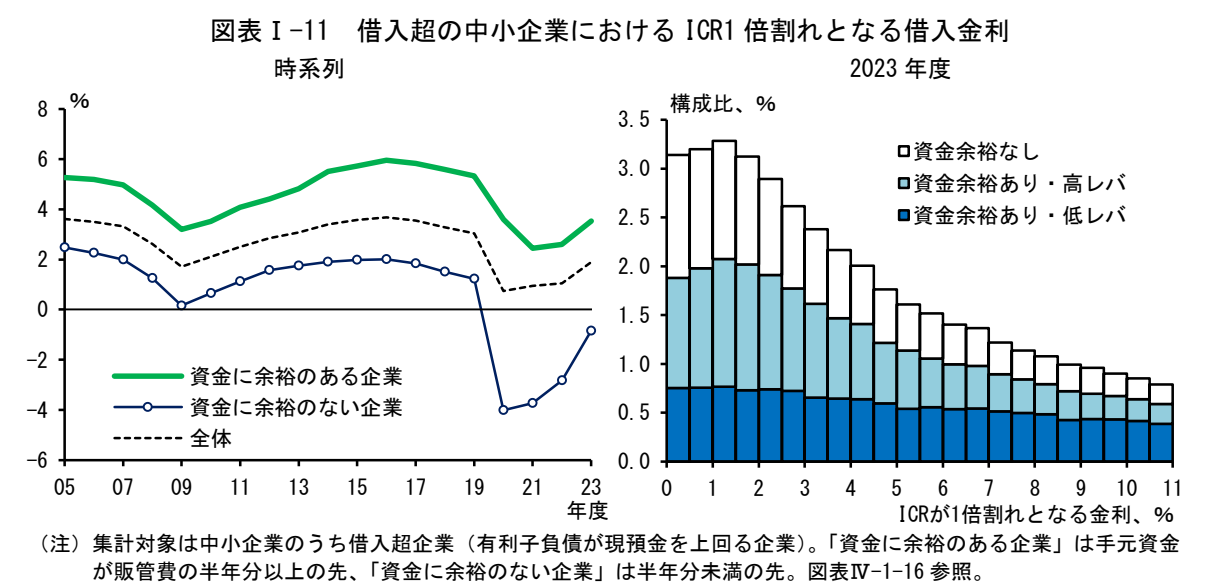
(注) いずれも 10 年金利が+1%pt 上昇した場合のシミュレーション結果（「スティーブ化」は短期金利不変、「パラレルシフト」は短期金利も+1%pt 上昇）。短期プライムレート連動型貸出と固定金利貸出の追随率は、「スティーブ化」と「パラレルシフト（ケース①）」では 100%、「パラレルシフト（ケース②）」では 50%と想定。横軸は、金利上昇後の経過年数を示す。図表Ⅳ-4-6 参照。

円金利上昇は、やや長い目でみれば、貸出金利・預金金利の変化などを通じて、全体として金融機関の利息収支を押し上げていくとみられる。もっとも、預貸金利の追随率は、貸出・

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

家計の金利耐性については、近年、年収に対する年間返済額比率（DSR）の高い若年世代において住宅ローン保有世帯が増えている。もっとも、住宅ローンにおける「5 年ルール」や「125%ルール」といった激変緩和措置は、短期的な返済負担増を抑制する方向で作用する。また、やや長い目でみれば、景気が緩やかに回復し、賃金上昇が続くもとで、返済負担は徐々に軽減されていくと考えられる。

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



日本銀行は、考査・モニタリング等を通じて、これらの潜在的な脆弱性に対する金融機関の取り組みを促していく。また、マクロブ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を引き続き注視していく。

Ⅱ．金融資本市場から観察されるリスク

- 2024 年度上期を通じてみると、国際金融市場では、市場センチメントは、4 月から 7 月にかけて総じて良好な状態を維持していたが、8 月初に、米国の景気減速懸念の高まりを契機とした世界的な株価の下落が進み、急速に悪化した。もっとも、その後、リスク性資産価格は反転上昇している。
- 国内金融市場は、4 月から 7 月にかけて総じて安定的に推移していたものの、8 月初に、国際金融市場において市場センチメントが急速に悪化した影響などから、株価は大幅に下落した。もっとも、その後、株価は、8 月初に大きく切り下げた水準からは上昇している。また、ドル/円の為替相場は、円キャリーポジションの積み上がりとその巻き戻しなどから、上下に大きめに振れたが、期間を通じてみれば円高方向の動きとなった。
- 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、既往の大幅な利上げが実体経済面・金融面に及ぼす影響が懸念されている。また、米国の経済・財政運営を巡る不確実性も意識されている。加えて、地政学的リスクや、大手ハイテク株の動向にも、市場参加者の注目が集まっている。こうしたなかで、リスク性資産価格の調整やドル調達環境の悪化などを通して、グローバルな金融環境が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

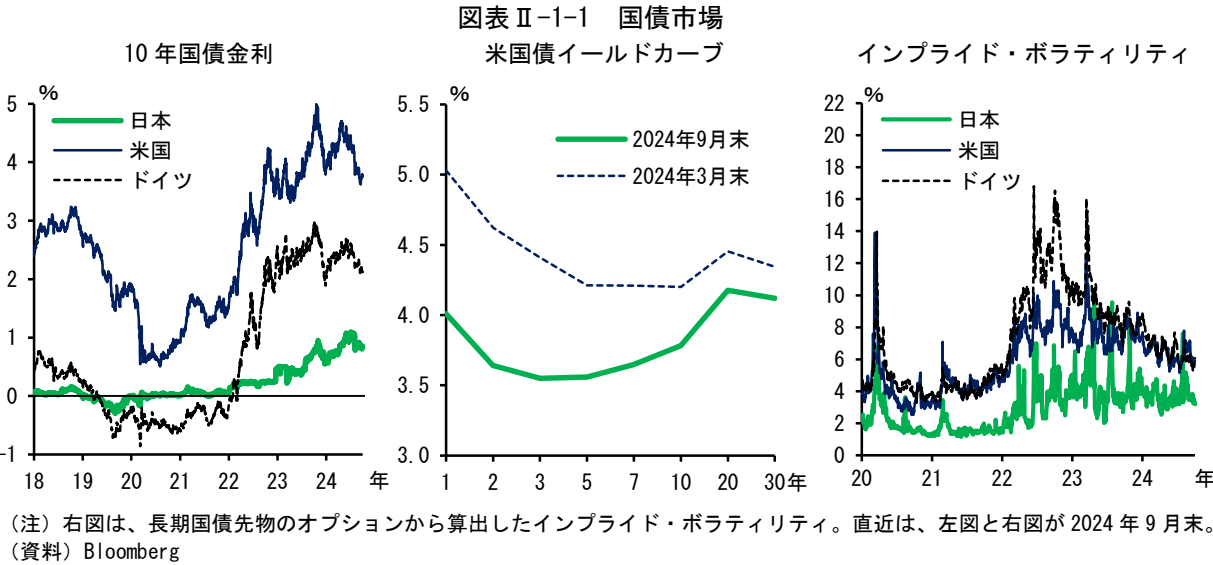
2024 年度上期の国際金融市場を振り返ると、市場センチメントは、4 月から 7 月にかけて総じて良好な状態を維持していたが、8 月初に、米国の景気減速懸念の高まりを契機とした世界的な株価の下落が進み、急速に悪化した¹。もっとも、その後、リスク性資産価格は反転上昇している。

米欧の国債市場

米国の長期金利は、2024 年初以降、金融引き締め of 長期化観測から上昇を続けてきたが、5 月以降は、物価指標の伸び率鈍化や市場予想比弱めの経済指標などを受けて、こうした観測が後退したことから、低下している（図表Ⅱ-1-1）。米国債のイールドカーブも、幅広い年限で低下している。この間、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、8

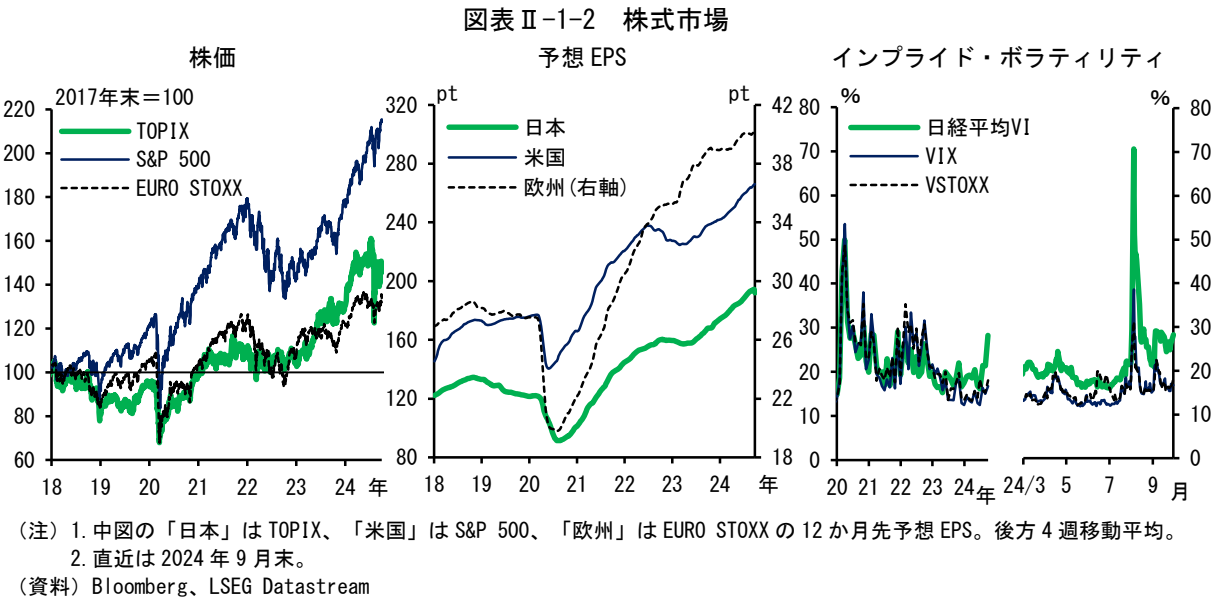
¹ 8 月初にかけて生じた金融・為替市場の急激な相場変動の背景については、BOX1 を参照。

月初に、市場センチメントの急速な悪化を受けて上昇したが、その後は低下している。



米欧の株式市場

米国の株価は、長期金利の低下が好感されるもとで上昇したが、8 月初に市場センチメントの急速な悪化を受けて下落した (図表Ⅱ-1-2)。その後、米国経済について過度に悲観的な見方が後退したことなどから、株価は再び上昇している。米国の予想 EPS は、生成 AI などの新技術普及への期待感から、大手ハイテク株を中心に上昇を続けた。この間、米欧株価のインプライド・ボラティリティは、8 月初に、市場センチメントの急速な悪化を受けて上昇したが、その後は落ち着きを取り戻しつつあり、節目とされている 20 を下回る水準まで低下している。



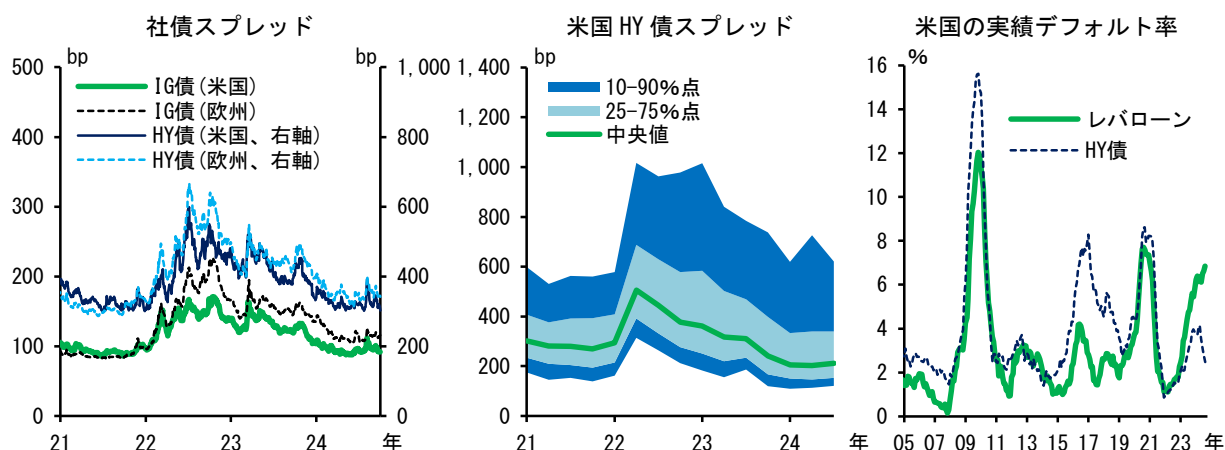
Ⅱ．金融資本市場から観察されるリスク

1．国際金融市場

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）債ともに、8 月初に市場センチメントの悪化を受けて拡大したものの、その後は縮小している（図表Ⅱ-1-3 左図）。米国の HY 債スプレッドは、全体としてなお低水準にあるものの、一部の銘柄は、既往の金融引き締めの影響などから、大きく拡大した状態となっている（図表Ⅱ-1-3 中図）。この間、レバレッジドローンのデフォルト率は、上昇しているものの、HY 債のデフォルト率は、低下している（図表Ⅱ-1-3 右図）。

図表Ⅱ-1-3 社債市場

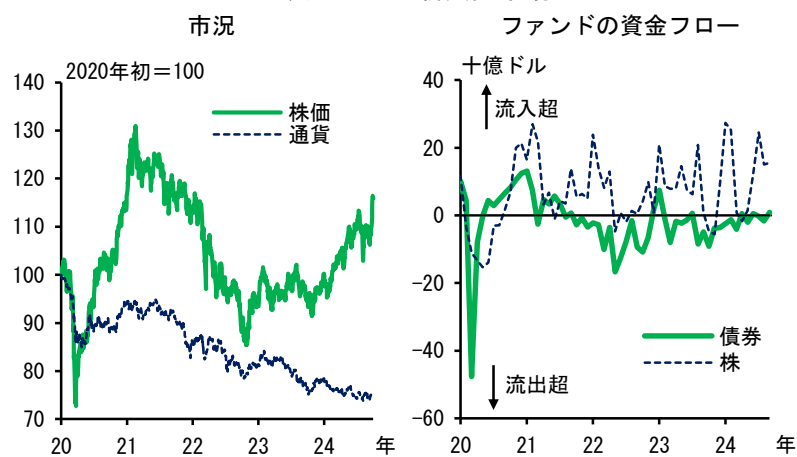


(注) 1. 左図の「IG 債」は投資適格債、「HY 債」はハイイールド債。直近は 2024 年 9 月末。
2. 中図は、銘柄別データをもとに算出。直近は 2024 年 9 月末。
3. 右図は、過去 12 か月間のデフォルト率。直近は 2024 年 8 月。
(資料) ICE Data Indices, LLC、Moody's Ratings

新興国市場と国際商品市場

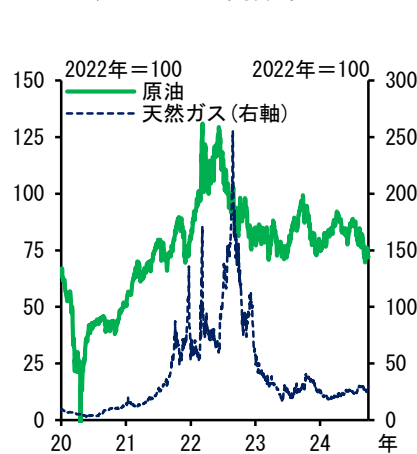
新興国市場では、株価が、米国株価に連れつつ、期間を通じてみれば上昇した。通貨は、概ね横ばいとなった（図表Ⅱ-1-4）。新興国ファンドの資金フローをみると、米国の金融引き締

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。
2. 直近は、左図が 2024 年 9 月末、右図が 2024 年 9 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 9 月末。
(資料) Bloomberg

めの長期化観測が後退するもとの、債券ファンドは、昨年みられた流出の動きが一服しており、株式ファンドは流入超で推移した。

国際商品市場をみると、原油価格は、中東情勢の緊迫化を背景に上昇する場面がみられたものの、米国や中国の景気減速懸念などを受けて、期間を通じてみれば下落した（図表Ⅱ-1-5）。天然ガス価格は、ウクライナ情勢を巡る地政学的リスクが改めて意識されるもとの、上昇した。

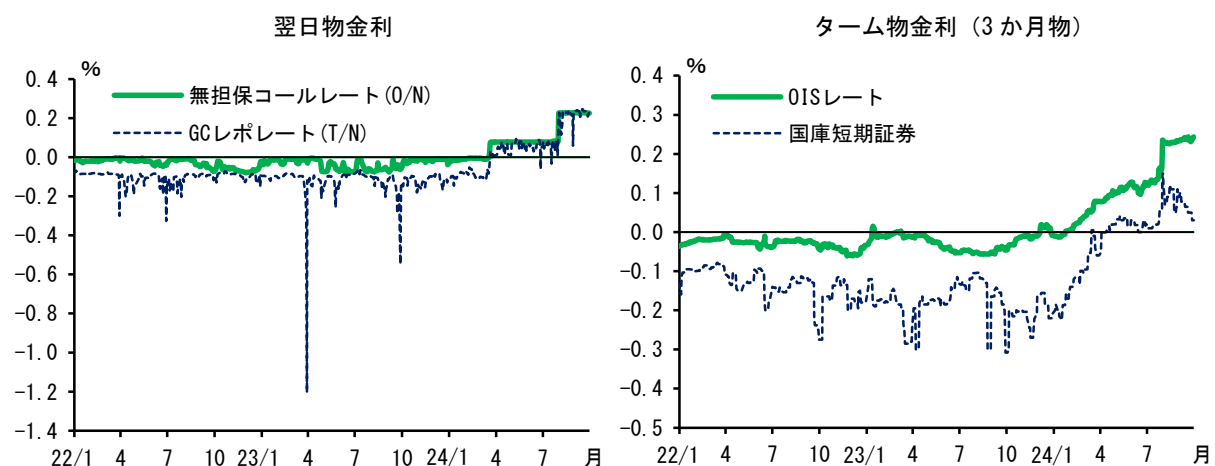
2. 国内金融市場

国内金融市場は、4 月から 7 月にかけて総じて安定的に推移していたものの、8 月初に、国際金融市場において市場センチメントが急速に悪化した影響などから、株価は大幅に下落した。もっとも、その後、株価は、8 月初に大きく切り下げた水準からは上昇している。また、ドル/円の為替相場は、円キャリーポジションの積み上がりとその巻き戻しなどから、上下に大きめに振れたが、期間を通じてみれば円高方向の動きとなった。

短期金融市場

翌日物金利をみると、無担保コールレート（O/N）は、日本銀行の金融市場調節方針に沿って推移した（図表Ⅱ-2-1 左図）。すなわち、無担保コールレート（O/N）は、3 月の金融政策の枠組み見直し以降、0～0.1%の範囲で推移し、7 月の金融市場調節方針の変更後は、0.25%程度で推移した²。また、GC レポレート（T/N）は、証券会社による債券在庫ファンデイン

図表Ⅱ-2-1 短期金利



（注）直近は2024年9月末。

（資料）Bloomberg、日本証券業協会、日本相互証券、日本銀行

² 3 月の金融政策の枠組み見直し以降の短期金融市場の動きについては、「超過準備下の短期金融市場の動向と機能度—マイナス金利政策解除後の動きも含めて—」（日本銀行金融市場局）や「2023 年度の金融市場調節」（日本銀行金融市場局）も参照。

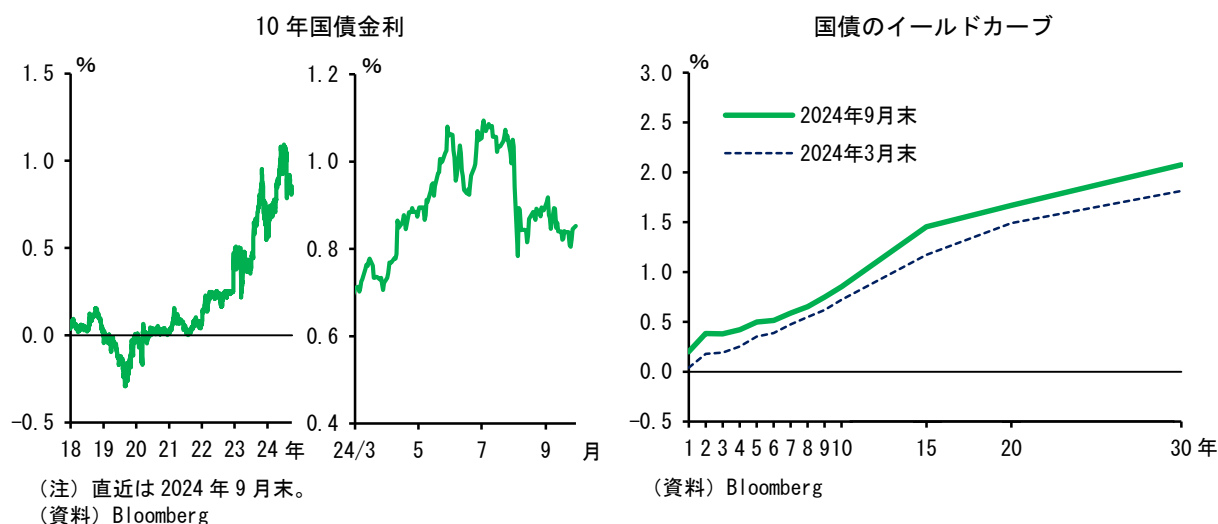
グ・ニーズの多寡に応じてレートが振れつつも、概ね、無担保コールレートに沿って推移した。

ターム物金利をみると、OIS レート（3M）は、日本銀行の金融市場調節方針の変更や市場参加者の政策金利見通しを映じて、上昇している（図表Ⅱ-2-1 右図）。この間、国庫短期証券（3M）は、海外投資家による根強い需要や国内投資家による担保目的の需要などがみられており、レートは相対的に低めの水準で推移している。

国債市場

長期金利は、日本銀行による国債買入れ減額や利上げが意識されて上昇したあと、8 月初に市場センチメントの悪化を受けて低下し、米金利に連れて推移している（図表Ⅱ-2-2）³。国債のイールドカーブは、期間を通じてみれば上方シフトした。こうしたなかで、長期国債先物のインプライド・ボラティリティは、高水準で推移した（前掲図表Ⅱ-1-1）。

図表Ⅱ-2-2 国債市場



国債市場の流動性・機能度

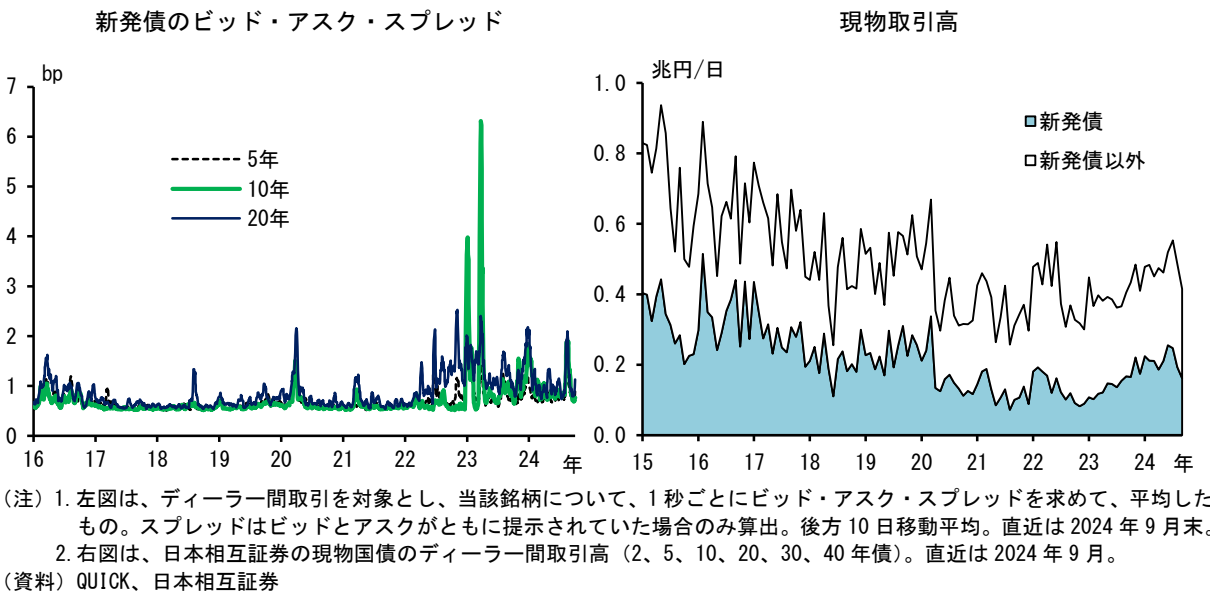
国債市場の流動性・機能度は、4月以降、改善方向の動きが続いたあと、8月初に多くの市場で相場の急変動が生じた際に一時的に悪化した。その後、再び改善方向の動きとなっている⁴。流動性指標をみると、新発債のビッド・アスク・スプレッドは、8月初に一時的に悪化したものの、総じて改善方向の動きとなっている（図表Ⅱ-2-3）。現物国債の取引高は、増加傾向が続いてきたものの、8月以降は一部の市場参加者が取引を手控えたこともあって減

³ 日本銀行は、6月の金融政策決定会合で長期国債買入れを減額していく方針を決定し、その後、市場参加者の意見も確認したうえで、7月の金融政策決定会合において、具体的な減額計画を決定した。

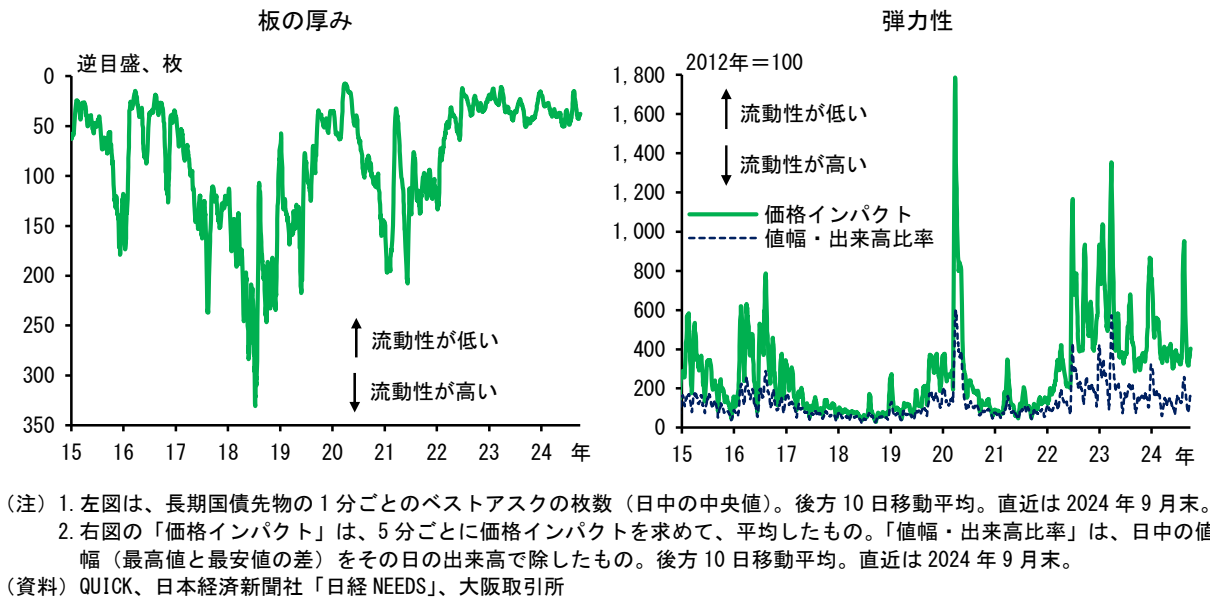
⁴ 日本銀行ホームページに掲載している「国債市場の流動性指標」も参照。日本銀行金融市場局では、同指標を四半期に一度程度の頻度でアップデートしている。

少した。長期国債先物市場における板の厚みや弾力性は、8 月初に悪化したものの、総じてみれば、大幅に悪化していた昨年初に比べて引き続き改善した状態にある（図表Ⅱ-2-4）。債券市場サーベイをみても、依然として「低い」超となっているものの、「低い」超の幅は縮小が続いている（図表Ⅱ-2-5）。

図表Ⅱ-2-3 現物国債市場の流動性指標



図表Ⅱ-2-4 長期国債先物の流動性指標



ただし、これらの指標については、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。こうした点も踏まえつつ、日本銀行の国債買入れ減額が、国債市場の流動性・機能度に与える影響も含めて、今後の展開を引き続き注視していく必要がある。

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-2-5 債券市場サーベイ



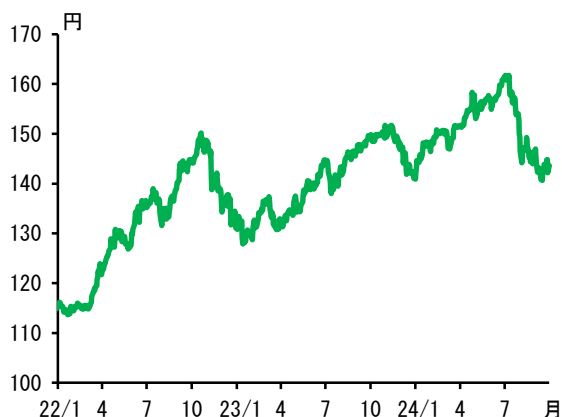
(注) 1. DI は、回答金融機関数の構成比をもとに、次式で定義。現状の機能度判断DI = 「高い」 - 「低い」
2. 2018年2月調査以降は、調査対象に大手機関投資家を加えたベース。直近は2024年8月調査。

(資料) 日本銀行

為替市場と株式・クレジット市場

為替市場をみると、ドル/円レートは、日米金利差に着目した円キャリーポジションの積み上がりとその巻き戻しなどから、上下に大きめに振れたが、期間を通じてみれば円高方向の動きとなった（図表Ⅱ-2-6）。また、為替スワップ市場におけるドル調達プレミアムは、8月初に市場センチメントの悪化を受けて拡大したものの、その後は低下しており、総じてみれば低水準で推移した（図表Ⅱ-2-7）⁵。

図表Ⅱ-2-6 ドル/円レート



(注) 直近は2024年9月末。

(資料) Bloomberg

図表Ⅱ-2-7 ドル調達プレミアム



(注) 「3か月」は為替スワップのドル調達プレミアム（逆符号）。「1年」はベシス・スワップのアルファ。直近は2024年9月末。

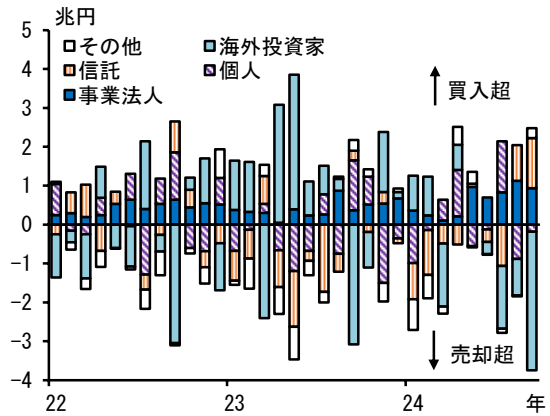
(資料) Bloomberg

株価は、事業法人による自社株買いが継続しているほか、堅調な企業決算や企業統治改革に対する期待感から上昇し、日経平均、TOPIX は史上最高値を更新する場面もあったが、8月初に、市場センチメントが急速に悪化するなかで、為替円高の動きもあって、下落した（前掲図表Ⅱ-1-2、図表Ⅱ-2-8）。もっとも、その後、株価は、8月初に大きく切り下げた水準か

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

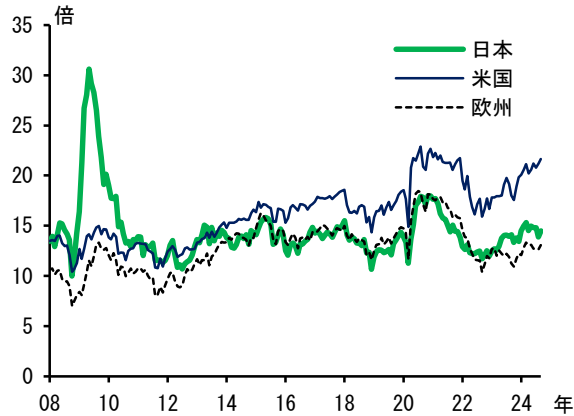
らは上昇している。この間、PER は市場センチメント悪化を受けて下落する局面もあったが、概ね過去平均並みの水準で推移している（図表Ⅱ-2-9）。

図表Ⅱ-2-8 株式の主体別売買高



（注）現物と先物のネット売買金額の合計。証券会社を除く。
直近は 2024 年 9 月。
（資料）大阪取引所、東京証券取引所

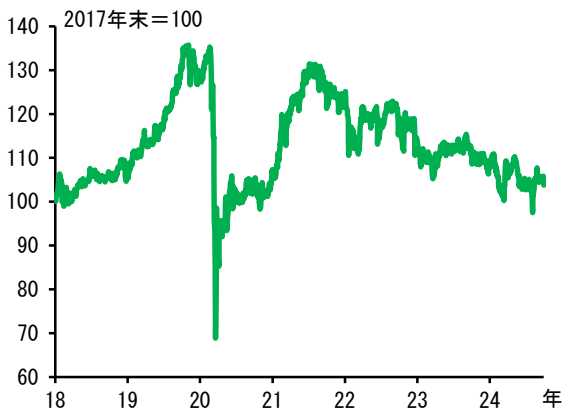
図表Ⅱ-2-9 PER



（注）「日本」は TOPIX、「米国」は S&P 500、「欧州」は EURO STOXX の 12 か月先予想 EPS をもとに算出。
直近は 2024 年 9 月末。
（資料）LSEG Datastream

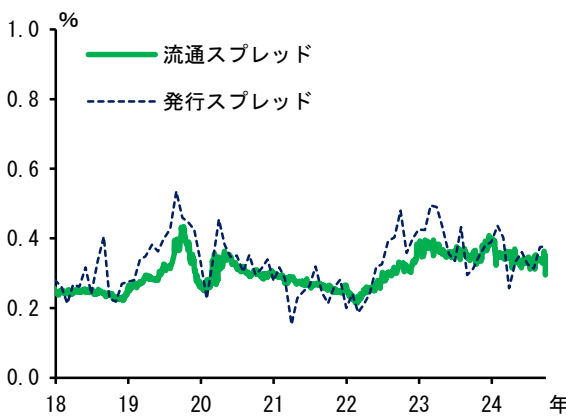
不動産投資信託（J-REIT）の価格は、国内金利の上昇などから、期間を通じてみれば下落した（図表Ⅱ-2-10）。

図表Ⅱ-2-10 東証 REIT 指数



（注）直近は 2024 年 9 月末。
（資料）Bloomberg

図表Ⅱ-2-11 社債スプレッド（AA 格）



（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 9 月末。
2. 「発行スプレッド」（月次）は、当初発行期間が 15 年未満の社債発行利回りの対国債スプレッド。銀行や証券会社などの発行分は除く。直近は 2024 年 9 月。
（資料）Bloomberg、QUICK、アイ・エヌ情報センター、キャピタル・アイ、日本証券業協会

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、短期金利に連れて上昇した。社債・CP の発行年限・タームは、金利上昇が意識されるもとで、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、既往の大幅な利上げが実体経済面・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が懸念されている。加えて、米国の経済・財政運営を巡る不確実性が意識されるなかで、先行きの財政悪化懸念から、タームプレミアム主導で長期金利が上昇する可能性も意識されている。

株式市場では、地政学的リスクのほか、大手ハイテク株に投資資金が偏在するなか、その帰趨に市場参加者の注目が集まっている。クレジット市場では、米欧の既往の金融引き締めが、低格付け先やレバレッジ比率の高い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。

新興国市場では、資本流出の懸念は幾分和らいでいるが、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、中東情勢をはじめとした地政学的な要因に加え、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。国内では、貸出金利が上昇するもとでも、企業の資金需要は引き続き増加方向にあり、金融機関の融資姿勢も積極的である。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、国内で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。この間、生命保険会社は、新たな規制導入を念頭に超長期債を積み増してきたが、規制対応に概ね目途が付いている。
- 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、ひと頃と比べてプラス幅が縮小している。ただし、不動産にかかる一部の指標で引き続き強めの動きがみられることを踏まえると、不動産市場の先行きには引き続き注意していく必要がある。

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（図表Ⅲ-1-1）⁶。企業買収に伴う資金需要や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が増加している。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）。

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、積極的な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）。また、金融機関からみた企業の資金需要も引き

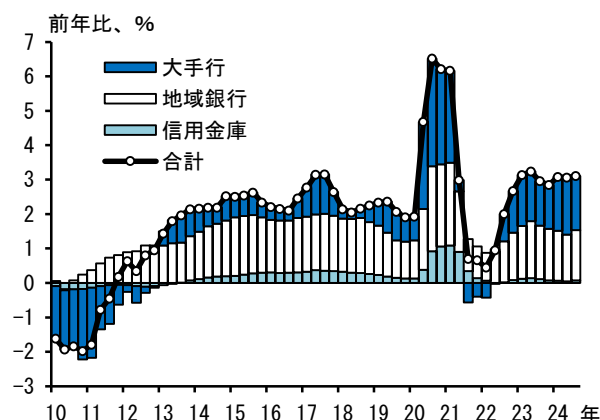
⁶ この間、公的金融——政府系金融機関の融資と民間金融機関による信用保証協会保証付き融資との合計——による企業向け貸出は、ゼロゼロ融資の返済が残高減少要因となっている。一方、経営改善支援に関連した貸出が残高増加要因となっている。また、能登半島地震の被災企業からの返済猶予や借入の相談もみられる。

Ⅲ. 金融仲介活動

1. 銀行部門の金融仲介活動

続き増加方向にある（図表Ⅲ-1-3 右図）。

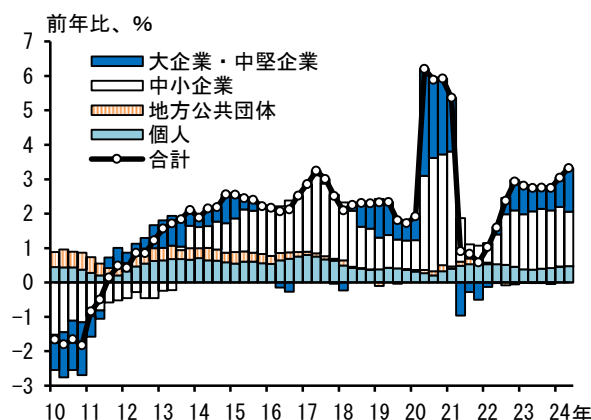
図表Ⅲ-1-1 金融機関の国内貸出



（注）平残前年比。直近は2024年7～8月。

（資料）日本銀行

図表Ⅲ-1-2 金融機関の借入主体別貸出

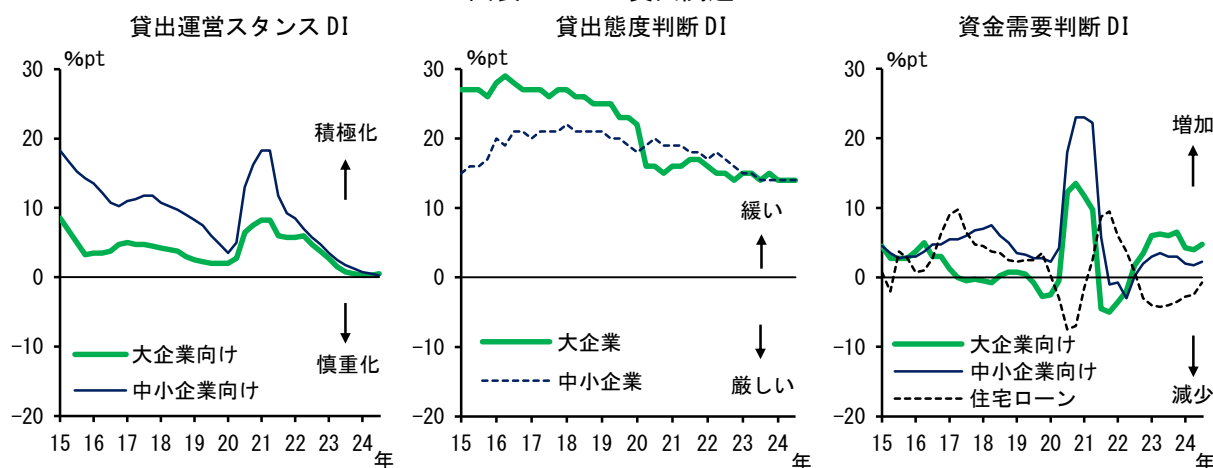


（注）末残前年比。銀行・保険業を除く。

直近は2024年6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7月。

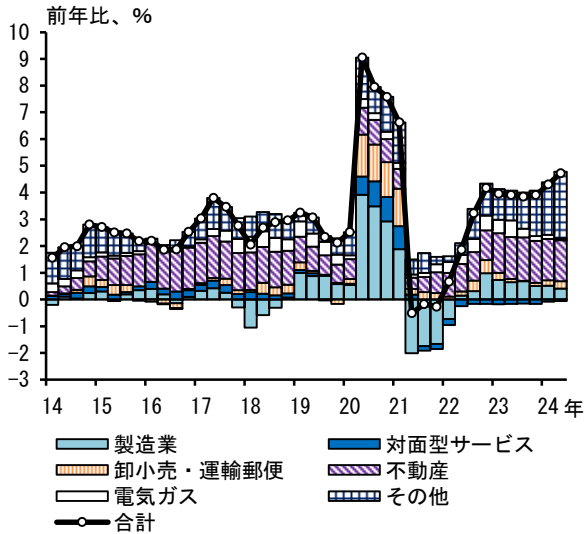
2. 中図の直近は2024年9月。

（資料）日本銀行

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ほか、建設業や情報通信業など（図中の「その他」に含まれる）、幅広い業種で企業買収に伴う貸出増加がみられる（図表Ⅲ-1-4）。製造業や電気ガスでは、既往の輸入物価上昇を起点とするコスト上昇圧力の減衰が進むもとで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・中堅企業向けが拡大した一方、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。

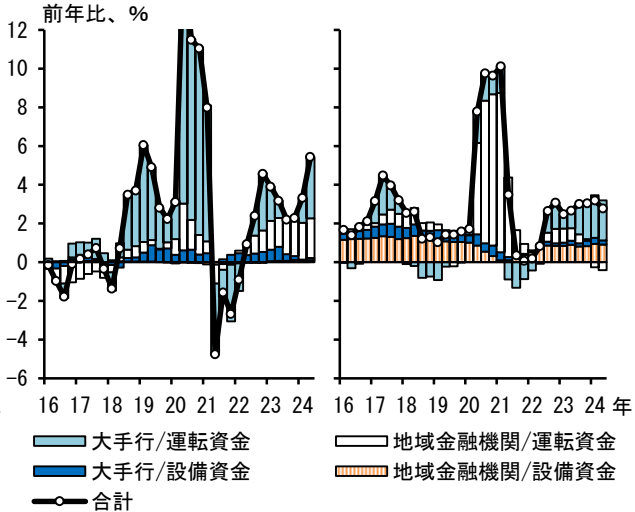
図表Ⅲ-1-4 企業向け貸出（業種別）



(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 2024 年 6 月末。
(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-1-5 企業向け貸出（使途別）

大企業・中堅企業 中小企業

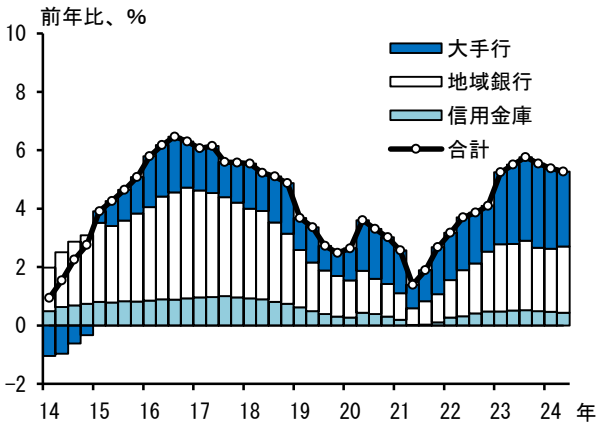


(注) 末残前年比。不動産・銀行・保険業を除く。
直近は 2024 年 6 月末。
(資料) 日本銀行

不動産関連貸出の動向

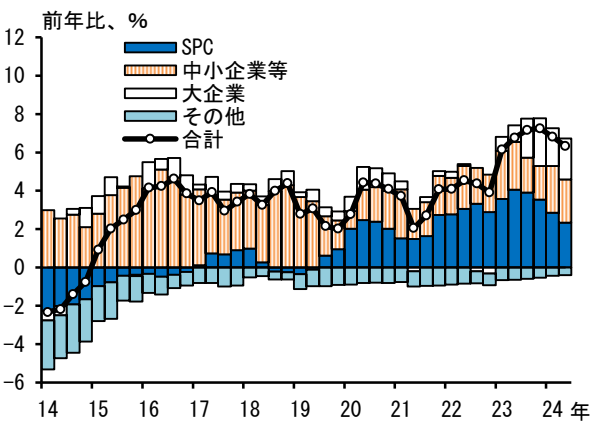
不動産業向け貸出残高は、大手行・地域銀行とも、高めの伸びが続いている（図表Ⅲ-1-6）。大手行では、貸出利鞘が相対的に厚い不動産ファンド向け（図中の「SPC」）や REIT 向け（図中の「中小企業等」に含まれる）のほか、大手不動産デベロッパー向け（図中の「大企業」に含まれる）の貸出増加が続いている（図表Ⅲ-1-7）。不動産市況の動向や過去のストレス局面も踏まえた慎重な与信管理のもと、金利や為替の変動に留意しつつ、堅調な資金需要に応需している。

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 2024 年 6 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 REIT を含む。
直近は 2024 年 6 月末。
(資料) 日本銀行

地域銀行では、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を受けて、不

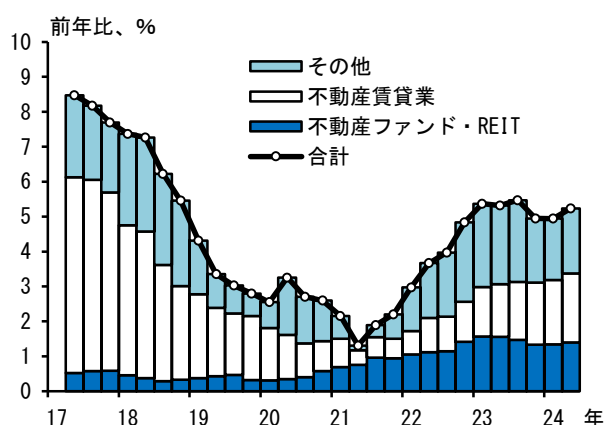
Ⅲ. 金融仲介活動

1. 銀行部門の金融仲介活動

動産ファンド向けが高めの伸びを続けている（図表Ⅲ-1-8）⁷。また、感染症拡大下で伸びが鈍化していた賃貸業向けは、緩やかに増勢が強まっている。他方、不動産売買業向け（図中の「その他」に含まれる）の中には、建築コスト上昇を受けて分譲案件などの開発を慎重化する動きもみられる。

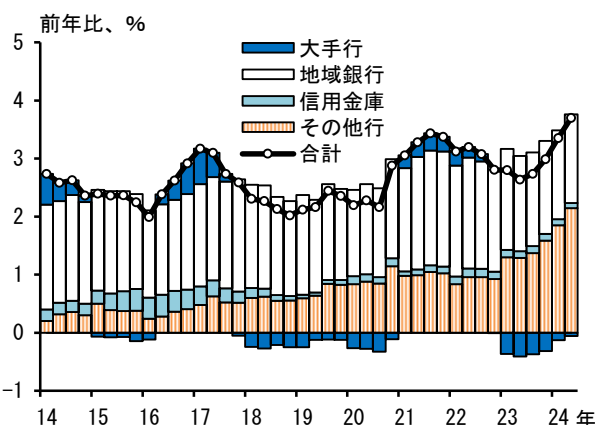
個人向け貸出の大部分を占める住宅ローンは、前年比+3%台での増加が続いている（図表Ⅲ-1-9）。資金需要面では、物件価格の上昇を背景に1件当たり借入額が大口化していることが、残高増加に寄与している。資金供給面では、引き続き、大幅な金利優遇策を打ち出したインターネット専門銀行（図中の「その他行」に含まれる）が、残高増加を牽引している。この間、大手行では、採算性を重視するもとで選別的に貸出を行っていることもあって、残高が減少している。地域銀行でも、残高増加ペースが鈍化している。

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地域銀行（直近は87行）。「不動産賃貸業」は居住用。末残前年比。直近は2024年6月末。
（資料）日本銀行

図表Ⅲ-1-9 金融機関の住宅ローン



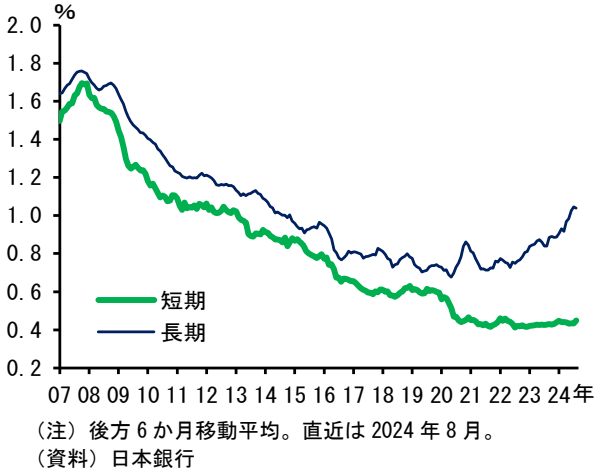
（注）末残前年比。「その他行」は、大手行・地域銀行を除く国内銀行。直近は2024年6月末。
（資料）日本銀行

貸出金利の動向

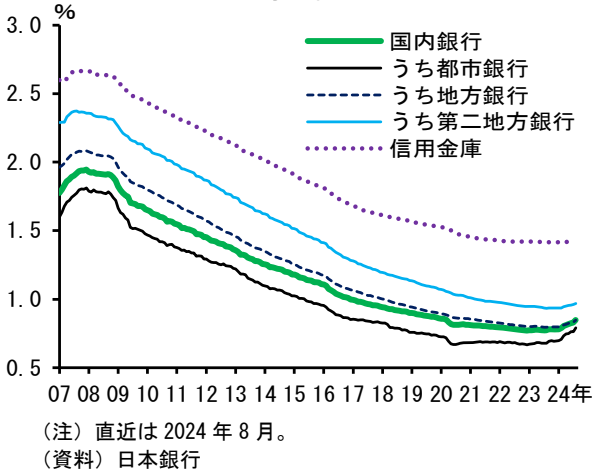
金融機関の新規貸出約定平均金利をみると、長期を中心に上昇している（図表Ⅲ-1-10）。これは、基準金利として参照される市場金利の上昇に伴うもので、これまでのところ、市場金利連動型や固定金利型の貸出金利の上昇が目立っている。ストック・ベースの貸出金利も上昇しているが、市場金利連動型貸出の割合が大きい大手行で上昇幅が大きくなるなど、業態によってばらつきがある（図表Ⅲ-1-11、図表Ⅲ-1-12）。この間、新規貸出にかかる住宅ローン金利は、固定金利が高めの水準で推移しているほか、新規実行の大半を占める変動金利型の金利が、短期プライムレートなどの基準金利に連動して上昇している（図表Ⅲ-1-13）。

⁷ 地域銀行の不動産業向け貸出構成をみると、不動産賃貸業向けが全体の半数を占めている。そのうち個人向けと法人向けの比率は3:2となっている。不動産ファンド向けは1割にとどまる。残り4割の中には、不動産売買業向けなど多様な貸出が含まれる。

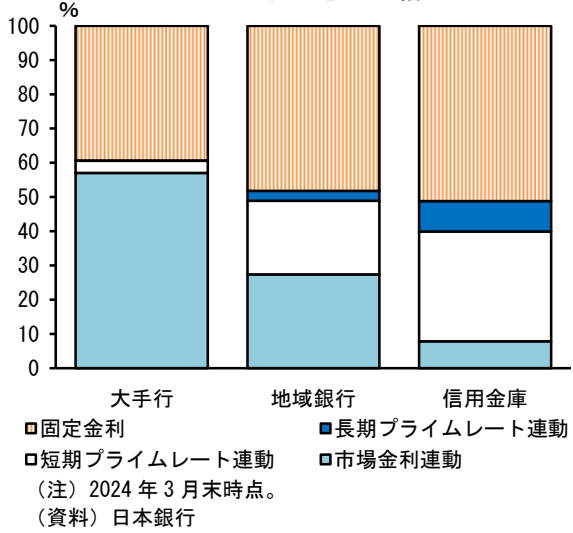
図表Ⅲ-1-10 国内銀行の新規貸出約定平均金利



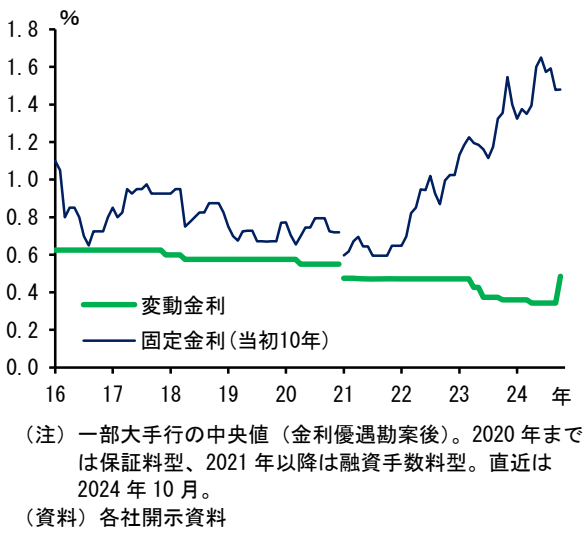
図表Ⅲ-1-11 ストック・ベースの貸出約定平均金利



図表Ⅲ-1-12 法人向け貸出における金利形態別の構成比



図表Ⅲ-1-13 住宅ローン金利



海外貸出の動向

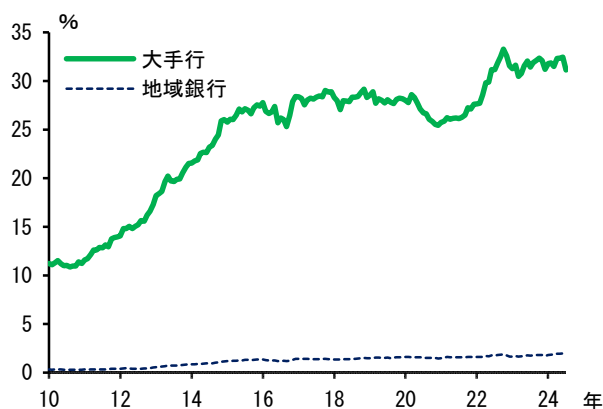
大手行の貸出ポートフォリオは、海外貸出比率が 30% 超と、海外金融経済動向の影響を受けやすい状態にある（図表Ⅲ-1-14）。そうしたもとで、大手行は、海外貸出を選別を行っている（図表Ⅲ-1-15）。海外の経済下振れリスクや不動産市場調整リスクが意識されていることも、こうした傾向を強めている。

資金需要面では、貸出金利が高水準で推移するもとで、いずれの地域も資金需要が伸び悩んでいる。資金供給面では、大手行が低採算貸出を見直していることが、貸出の抑制要因となっている。

Ⅲ. 金融仲介活動

1. 銀行部門の金融仲介活動

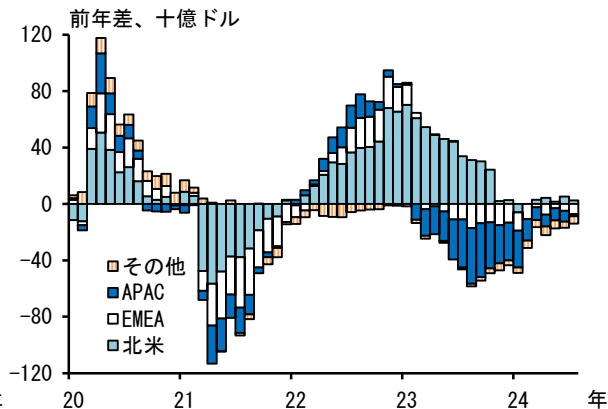
図表Ⅲ-1-14 海外貸出比率



(注) 銀行単体ベース。直近は2024年7月末。

(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-1-15 3メガ行の地域別海外貸出



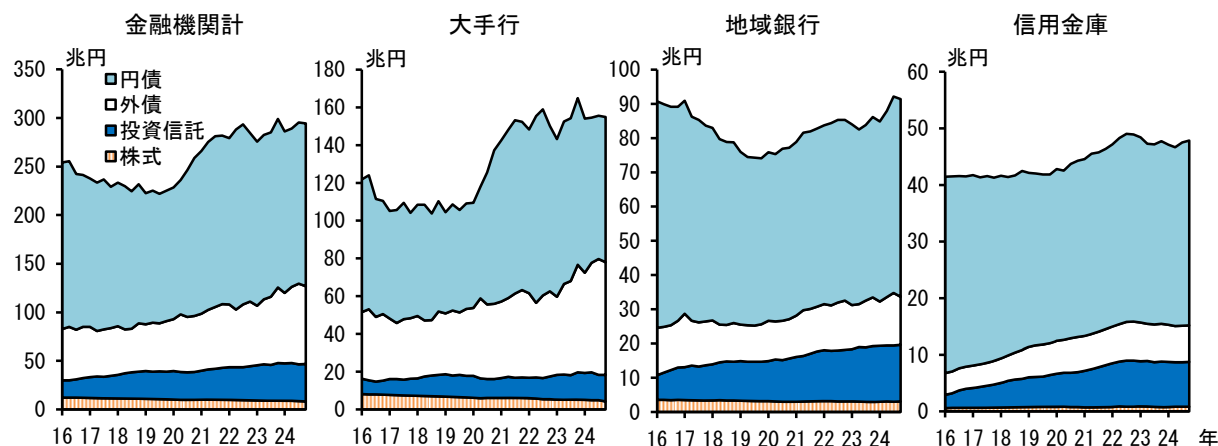
(注) 末残前年差。直近は2024年7月末。

(資料) 日本銀行

(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-1-16）。海外では、先行きの利下げのタイミングを意識した残高積み増しの動きがみられている。

図表Ⅲ-1-16 金融機関の有価証券残高



(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8月末。

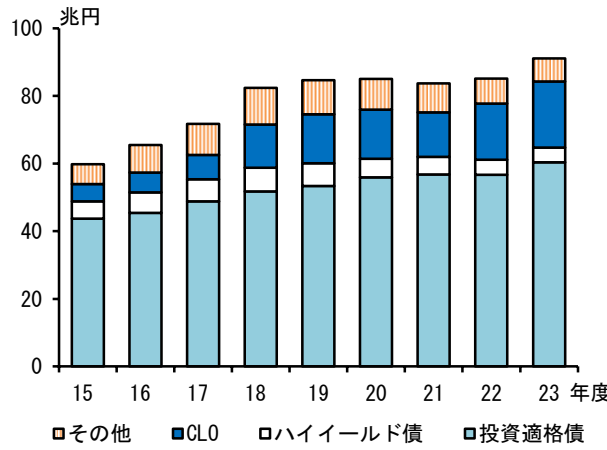
(資料) 日本銀行

大手行では、円債（国債、地方債、事業債等）については、金利上昇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、ひと頃に比べれば慎重な投資スタンスが維持されているものの、先行きの金利低下を見込んで、キャピタルゲイン目的で残高を積み増す動きもみられる。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。

地域金融機関では、地域銀行を中心に、円債の残高を積み増す動きがみられている。もっとも、金利上昇リスクが意識されるなか、地域銀行、信用金庫ともに、長めのゾーンの投資を抑制することで、円債デューレーションを短期化させている。評価損リスク抑制のため、満期保有目的の残高を増加させ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。

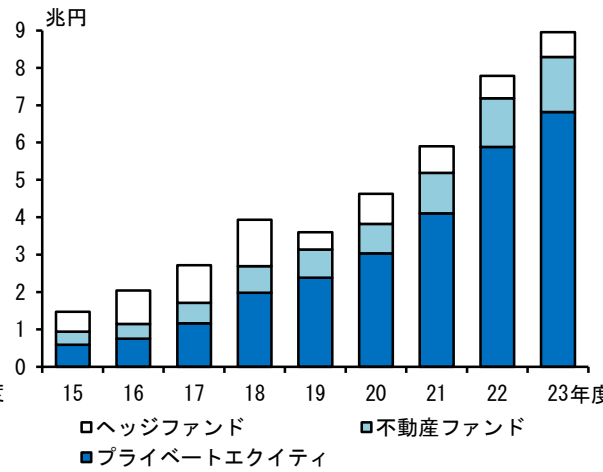
海外クレジット投資についてもリスク抑制的である。市場性信用リスクを抑制する観点から、ハイイールド債のポジションが削減されている一方、投資適格債を主因に金融機関全体の海外クレジット投資残高は増加している（図表Ⅲ-1-17）。この間、クーポンが変動金利である CLO は、逆鞘リスクを抑制する観点から、引き続き選好されている。また、リスク分散の観点から、大手行等は、プライベートエクイティなどのオルタナティブ投資も増加させている（図表Ⅲ-1-18）。

図表Ⅲ-1-17 金融機関の
海外クレジット投資残高



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

図表Ⅲ-1-18 大手行等の
海外オルタナティブ投資残高



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

2. ノンバンク部門の金融仲介活動

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⁸。ただし、NBFIの運用資産は

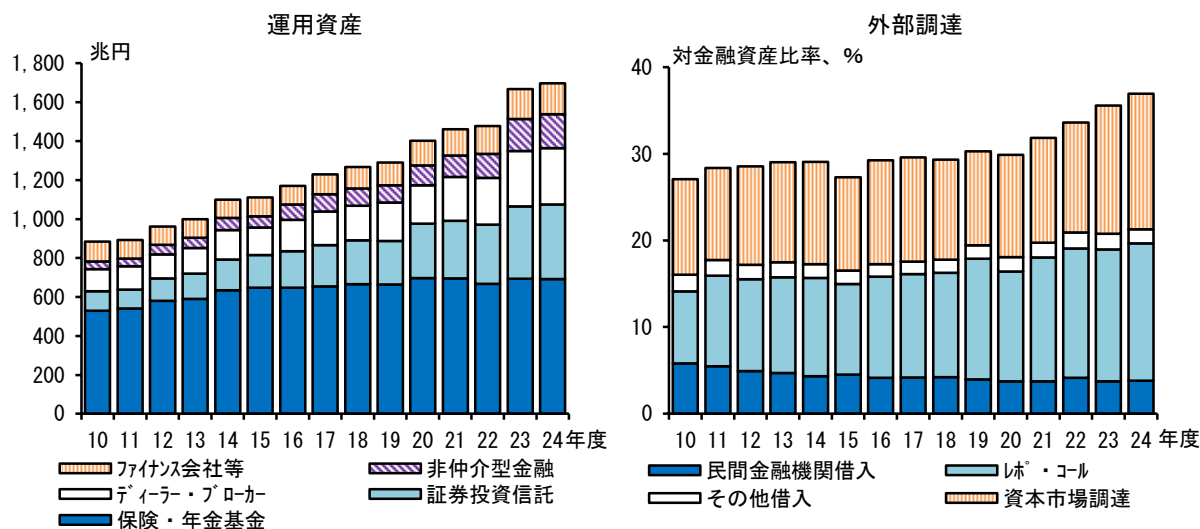
⁸ 金融システムにおける金融資産シェアは、わが国（世界全体）では、NBFI31%（47%）、預金取扱機関 47%（40%）、中央銀行 15%（8%）、公的金融機関 7%（5%）である（計数は、わが国は2023年末時点、世界全体は2022年末時点）。ここでのNBFIは、金融安定理事会（FSB）に倣い、金融機関全体から預金取扱機関、中央銀行、公的金融機関を除いた様々な業態を指している。

Ⅲ. 金融仲介活動

2. ノンバンク部門の金融仲介活動

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拡大は、わが国においても、NBF I 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。

図表Ⅲ-2-1 NBF I のバランスシート



（注）「非仲介型金融」は、金融持株会社のほか、証券取引所・金融商品取引所を含む。

「ファイナンス会社等」は、貸金業のほか、証券金融会社、整理回収機構を含む。直近は 2024 年 6 月末。

（資料）日本銀行

保険・年金基金

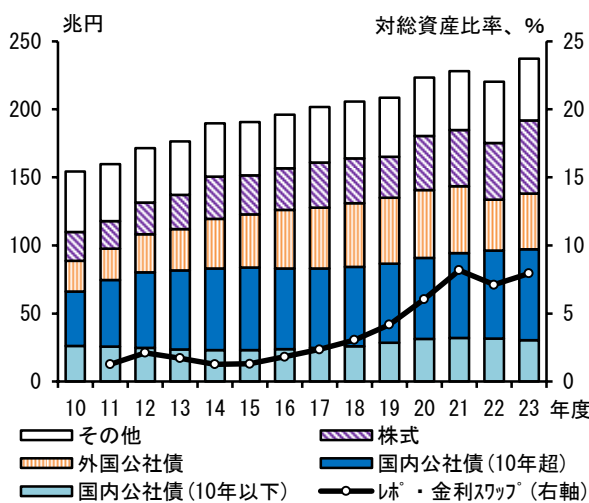
生命保険会社は、経済価値ベースのソルベンシー規制の 2025 年度導入を念頭に、超長期債の積み増しに加えて、レポ調達や金利スワップも活用しながら、資産・負債のデュレーション・ギャップの解消に取り組んできた（図表Ⅲ-2-2）。そうしたもとで、新たな規制対応に概ね目途がついており、平均 ESR（経済価値ベースのソルベンシー比率）は 200%以上の水準が確保されている。また、支払準備として、相応の現預金を有している。

有価証券の評価損益について本年 6 月末時点の動向をみると、国内金利の上昇を受けて、保有円債の評価損が拡大している（図表Ⅲ-2-3）。もっとも、評価損益全体では、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、為替円安等の影響により、円建てベースでみれば、保有外債は評価益を確保している⁹。なお、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一方、

⁹ 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（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、販売が抑制されていた。

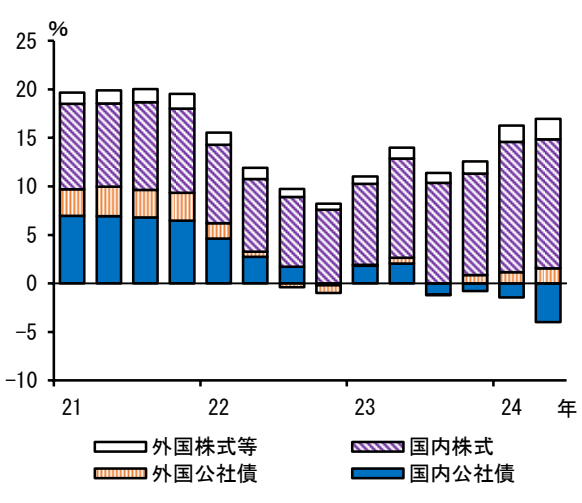
オープン外債が増加している（図表Ⅲ-2-4）。

図表Ⅲ-2-2 生命保険会社の運用資産残高



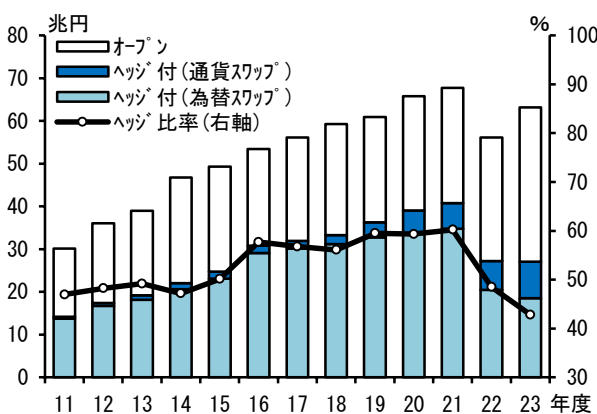
(注) 1. 集計対象は大手 9 社。一般勘定ベース。
2. 金利スワップは、固定金利受けネットポジションの
想定元本。
(資料) 各社開示資料

図表Ⅲ-2-3 生命保険会社の評価損益



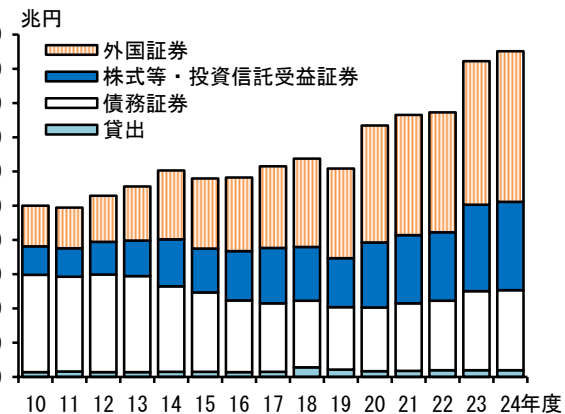
(注) 売買目的を除く有価証券の評価損益率。
集計対象は大手 4 社。直近は 2024 年 6 月末。
(資料) 各社開示資料

図表Ⅲ-2-4 生命保険会社の為替ヘッジ比率



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

図表Ⅲ-2-5 年金基金の運用資産残高



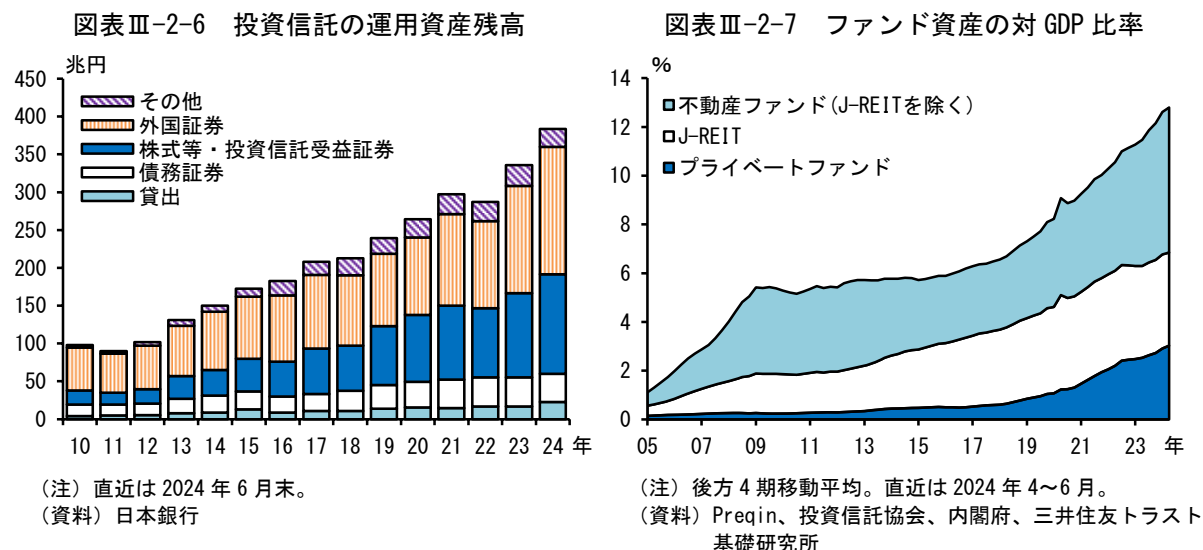
(注) 集計対象は年金基金と公的年金。
直近は 2024 年 6 月末。
(資料) 日本銀行

企業年金は、責任準備金以上の純資産を確保している先が多いこともあり、レバレッジに頼らない慎重な運用を継続している。公的年金（厚生年金、国民年金）の運用・管理を行う年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、基本ポートフォリオ——長期的な観点から安全かつ効率的な運用を行うため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（図表Ⅲ-2-5）¹⁰。

¹⁰ 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。

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や不動産ファンドの運用資産が拡大している（図表Ⅲ-2-7）¹¹。



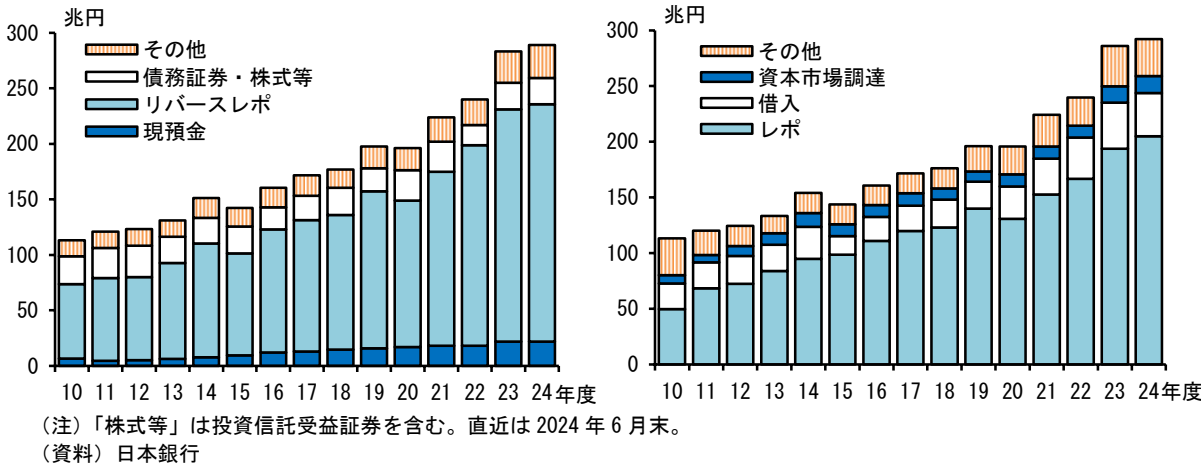
ディーラー・ブローカー

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（図表Ⅲ-2-8）¹²。邦証や短資会社では、金利変動の高まりに伴って取引が活発化するとともに、在庫ファンディングのためのレポ取引がみられるほか、顧客の債券調達ニーズの高まりを受けた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ほか、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。これらの取引により、ディーラー・ブローカーのバランスシートは拡大しているものの、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。

¹¹ プライベートファンドについては、わが国の市場規模は限定的であるものの、近年、米欧を中心に拡大傾向にあり、運用実態の透明性の低さや金融システム内の連関性の高まり、信用の急拡大に伴う脆弱性の蓄積、一部にみられるオープンエンド型ファンドの流動性リスクなどへの警戒感が指摘されている。プライベートファンドを巡る最近の動向や留意点については、金融システムレポート 2024 年 4 月号の BOX3 を参照。

¹² 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。

図表Ⅲ-2-8 ディーラー・ブローカーのバランスシート
資産 負債



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)¹³。直近では、株式市場関連の3指標に「赤」が点灯しているものの、全14指標のうち11指標で「緑」となっている¹⁴。こうしたもと、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「金融ギャップ」をみても、そのプラス幅はひと頃と比べて縮小した状態が続いている(図表Ⅲ-3-2)¹⁵。金融ギャップの内訳をみると、

¹³ 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。

¹⁴ 前回レポート以降の変化をみると、「株式信用買残の対信用売残比率」と「機関投資家の株式投資の対証券投資比率」に新たに「赤」が点灯した。また、株式市場関連以外では、「総与信・GDP比率」に一時的に「赤」が点灯したが直近では「緑」となっている。これには、分母である名目GDPが2024年第1四半期に一時的要因もあって落ち込んだことが主として影響している。

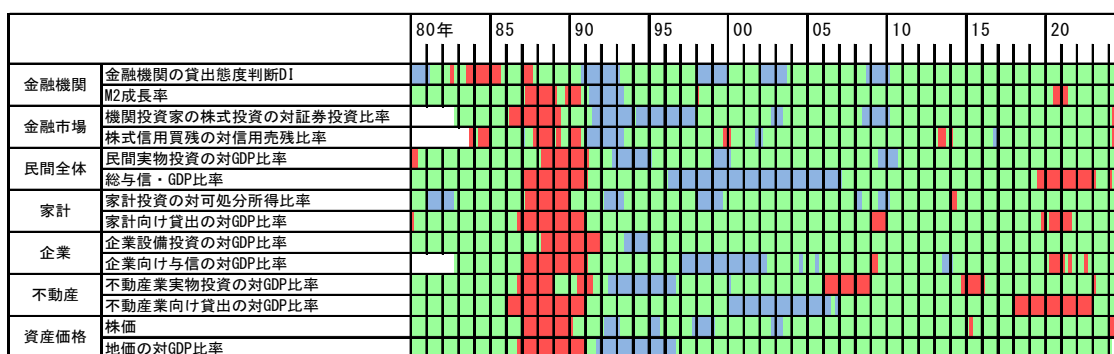
¹⁵ 図表Ⅲ-3-2で示した金融ギャップにおいて、14の金融活動指標を加重平均するにあたっては、他の指標との相関の高い指標に、より高いウエイトを付与している。また、そのウエイトは、時系列的な相関度合いの変化に応じて可変としている。

Ⅲ. 金融仲介活動

3. 金融循環

「負債要因」の寄与は、経済活動水準を示す名目 GDP がしっかりと増加していることから、金融機関による与信が増加を続けるもとでも縮小傾向にあり、新型コロナウイルス感染症拡大前の 2019 年頃と比べても低い水準にある。レバレッジによる実物投資（図中の「資産要因」に含まれる）の寄与も、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。

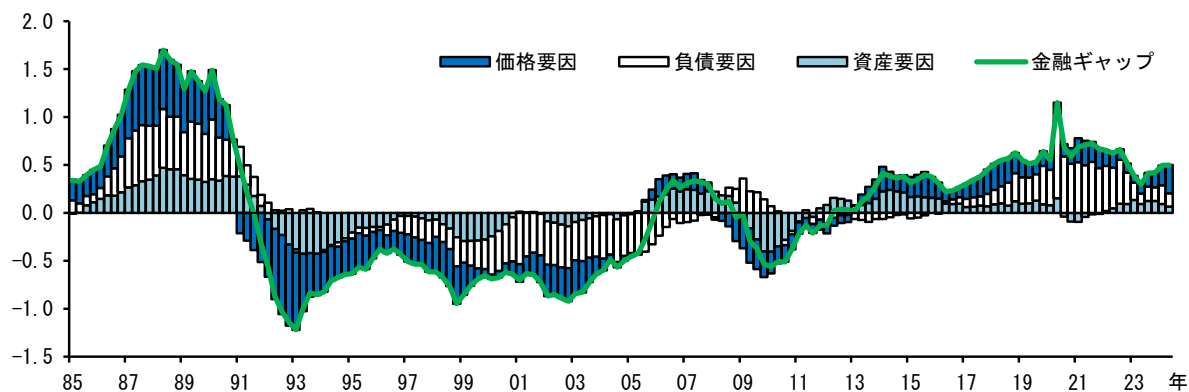
図表Ⅲ-3-1 ヒートマップ



（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7～9月、地価の対GDP比率が2024年1～3月、その他が2024年4～6月。

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

図表Ⅲ-3-2 金融ギャップ



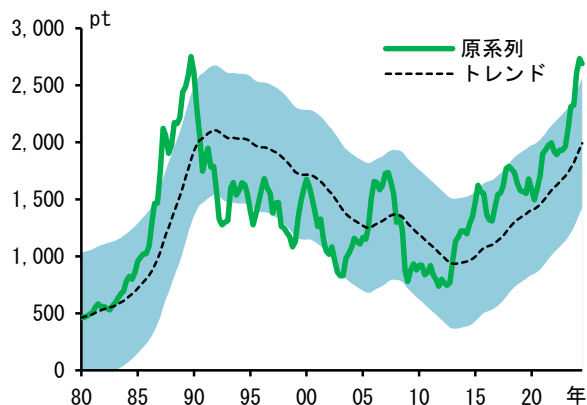
（注）金融活動指標のうち、民間全体、家計、企業、不動産の実物投資に関する指標を「資産要因」、これらの債務調達に関する指標を「負債要因」、残りの指標を「価格要因」としている。直近は2024年4～6月（地価の対GDP比率のみ前期の値を横置き）。

（資料）日本銀行

ただし、資産市場では、資産価格の上昇が観察される。このうち不動産市場では、一部に割高感が窺われる（後述）。株式市場でも、ヒートマップを構成する「株価」と「株式信用買残（対信用売残比率）」、「機関投資家の株式投資（対証券投資比率）」に「赤」が点灯しており、金融ギャップにおける株価など資産価格（図中の「価格要因」に含まれる）の寄与も高まっている（前掲図表Ⅲ-3-1、前掲図表Ⅲ-3-2、図表Ⅲ-3-3）。8月入り後には、国際金融市場において市場センチメントが急速に悪化した影響が国内金融市場にも波及し、株価の下落やボラティリティが上昇する局面がみられたが、その後値を戻し、株価は昨年末の水準を上回って推移している。この間、PERは過去平均的な水準での推移を続けており、バリュエーシ

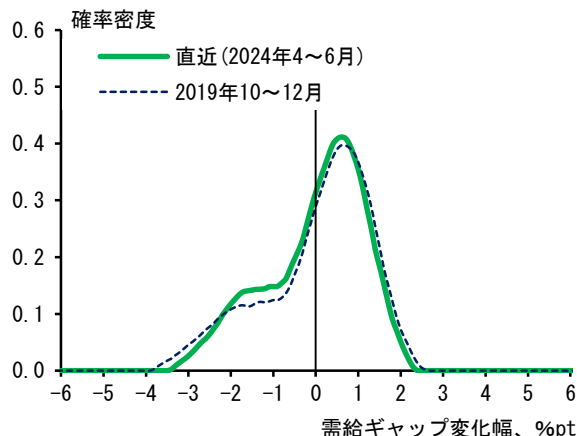
ョン上、大きな過熱感はみられない。もっとも、市場参加者の先々の見方の大幅な修正や投資ポジションの巻き戻しに伴って、資産価格が大幅に変動する可能性には、引き続き注意する必要がある（内外金融市場における 8 月初に生じた金融・為替市場の相場変動については、Ⅱ章や BOX1 を参照）¹⁶。

図表Ⅲ-3-3 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 7～9 月。
（資料）Bloomberg

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。

また、やや長い目でみると、2010 年代前半から始まった金融ギャップの拡張局面は、直近時点まで持続している。とくに、民間債務の積み上がりを示唆する「負債要因」が継続的に寄与しており、これが将来的にバランスシート調整圧力となることで、景気悪化方向のテールリスクを高める可能性も考えられる。この点、先行き 3 年間の GDP 成長率の確率分布を「GDP at Risk (GaR)」でみると、感染症拡大前と同程度に、景気悪化方向に歪んだ形状となっている（図表Ⅲ-3-4）¹⁷。与信の増加が続くもとで、金融活動が実体経済活動から大きく乖離することがないか、引き続き注視していく必要がある。

¹⁶ ヒートマップに含まれる指標に「赤」が点灯した場合、その後の銀行危機をどの程度予測するかについて、G7 を含む 17 か国のデータを用いて分析すると、「株価」については、単独での予測力があまり高くない一方で、「総与信・GDP 比率」とともに「赤」が点灯した場合に予測力が高まる傾向が確認される。詳細は、金融システムレポート 2021 年 4 月号の BOX1 を参照。

¹⁷ 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。

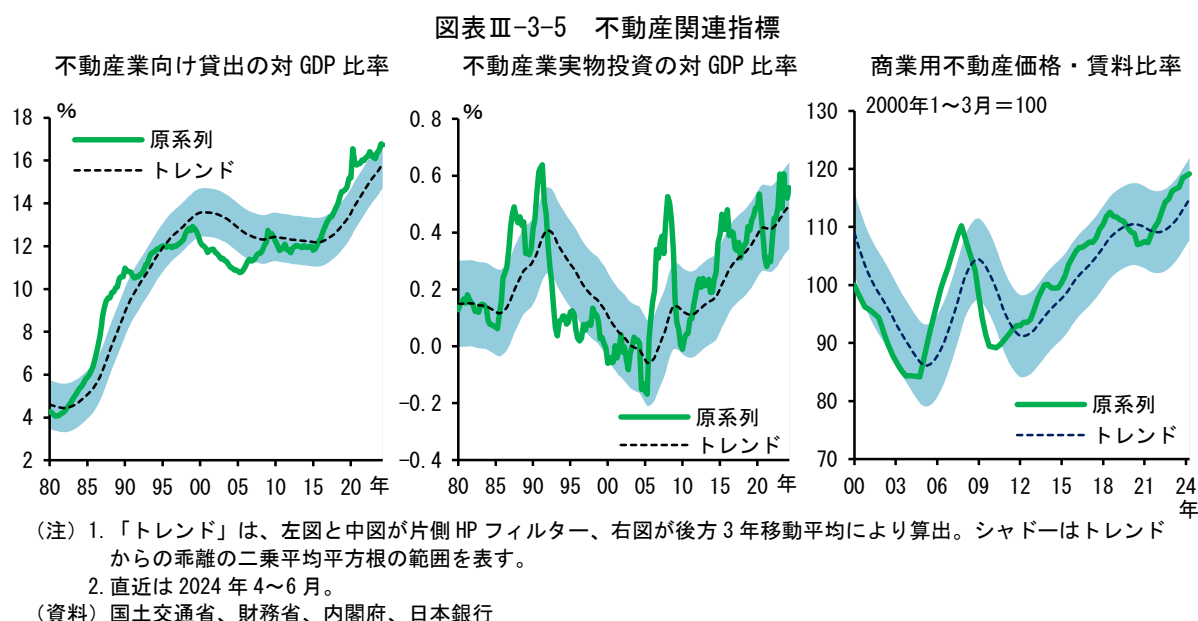
$$\left(\begin{array}{c} \text{先行き} X \text{ 年間の} \\ \text{需給ギャップの変化幅} \end{array} \right) = \alpha \left(\begin{array}{c} \text{需給ギャップ} \\ \text{の前期差} \end{array} \right) + \beta (\text{金融ギャップ}) + \gamma (\text{全米金融環境指数}) + \delta$$

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。

(2) 金融循環と不動産関連市場

不動産市場を巡るリスクと脆弱性

ヒートマップにおける不動産関連の指標である「不動産業向け貸出の対 GDP 比率」と「不動産業実物投資の対 GDP 比率」は、いずれも 2000 年代半ばの不動産ミニバブル期を超える高水準となっており、「緑」ではあるものの「赤」点灯近傍で推移している（図表Ⅲ-3-5）。価格面でも全国の「商業用不動産価格・賃料比率」はミニバブル期の水準を上回っている¹⁸。



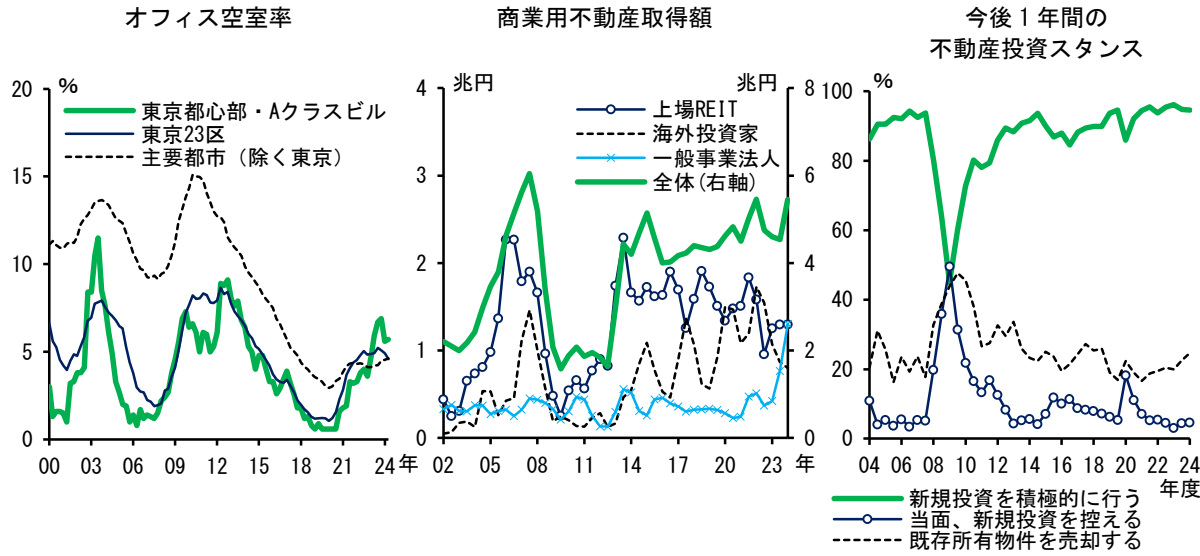
商業用不動産市場の取引環境をみると（図表Ⅲ-3-6）、東京のオフィス空室率は、感染症拡大以降、オフィスの大量供給などもあり上昇が続いていたが、最近では低下に転じている。商業用不動産取引は、景気回復に伴う先行きの賃料上昇期待もあって活発化しており、取引額実績は引き続き高水準で推移している。取引主体別では、これまで不動産取得に積極的だった海外投資家からの需要がやや減少しているものの、一般事業法人において、サプライチェーンの再構築を目的とした工場・物流施設等への投資がみられるなど、幅広い主体において、業績改善を背景とした不動産取得が進んでいる。こうしたもと、不動産市場参加者の大宗は、先行きも新規投資を積極的に行っていくとの方針を示している。

不動産取引価格は、こうした取引環境の改善に加え、土地の仕入れコストや建築費用の上昇も映じて、全国的に上昇している（図表Ⅲ-3-7 左図）。その価格上昇ペースを地域別にみると、都心 5 区とその他の地域との間でやや差がみられており、その乖離は拡大している。都心 5 区内においても、商業地・住宅地ともに全体的に上昇傾向があるもとで、高額帯の取引

¹⁸ 「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-3-5 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。

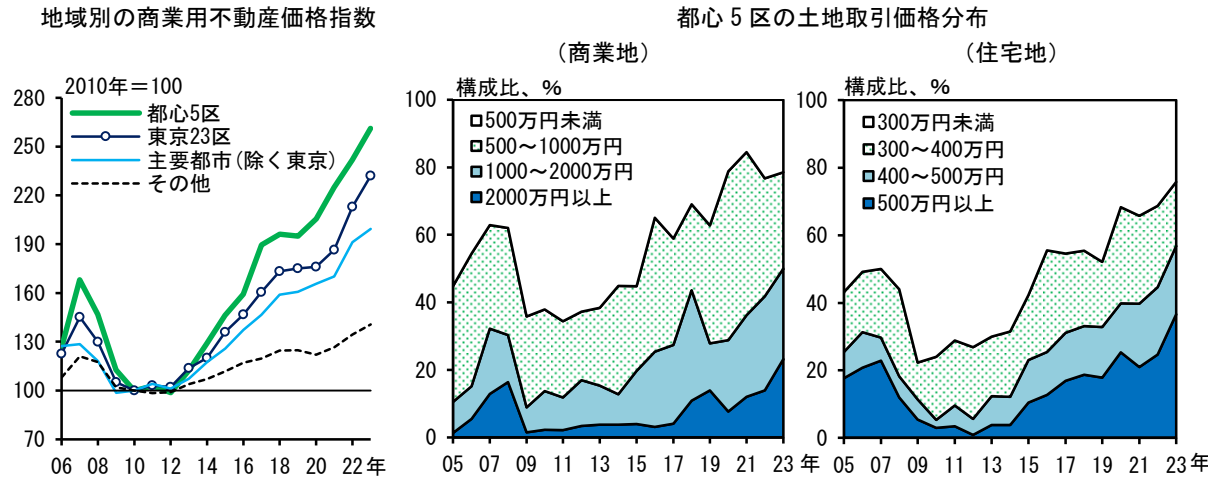
が増加している（図表Ⅲ-3-7 中図、右図）。

図表Ⅲ-3-6 不動産市場の需給・取引動向



(注) 1. 左図の空室率は、オフィス床面積ベース。「主要都市（除く東京）」は、大阪市・札幌市・仙台市・名古屋市・福岡市の平均値。直近は2024年4～6月。
2. 中図は、過去1年の合計値。直近は2024年上期。
3. 右図は、不動産市場参加者（アセット・マネージャー、銀行、デベロッパー等）に対するアンケート結果（複数回答可）。直近は2024年4月調査。
(資料) 三幸エステート、日本不動産研究所

図表Ⅲ-3-7 不動産取引価格



(注) 1. 「不動産取引価格情報」の個票データに基づく値。左図は地域ごとにヘドニック法を用いて推計した品質調整済価格。中図と右図は土地取引価格（坪単価）の構成比。
2. 「都心5区」は東京都渋谷区、新宿区、中央区、千代田区、港区。
3. 左図の「主要都市（除く東京）」は、大阪市、札幌市、仙台市、名古屋市、広島市、福岡市、「その他」は、同6市と東京23区以外の地域の全データを用いて推計。
4. 直近は2023年。
(資料) 国土交通省

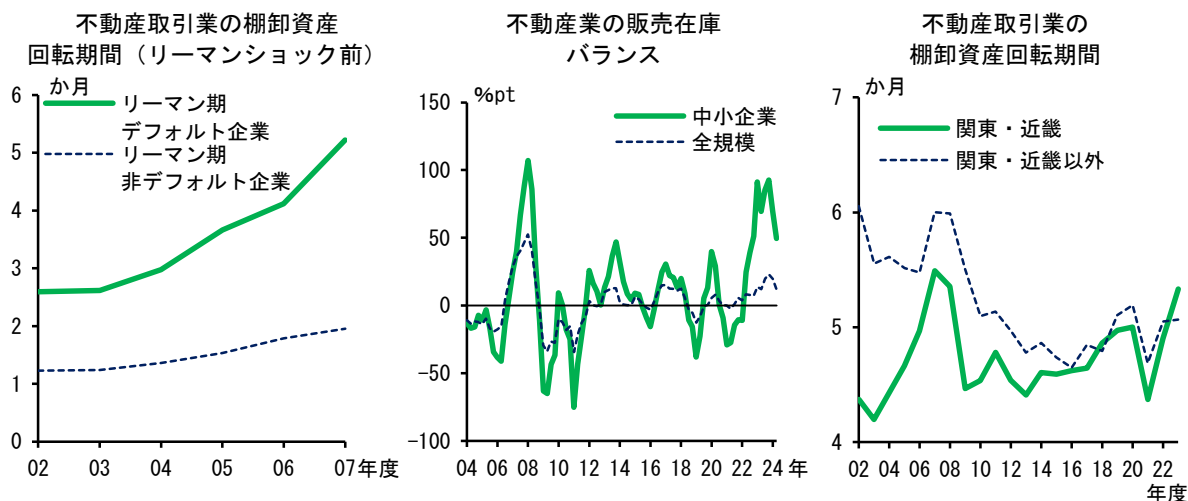
ミニバブル期においては、高額帯の取引が増える中で、中小不動産取引業のうち大きな在庫を抱えた企業を中心にデフォルトが増加した（図表Ⅲ-3-8）。この点について、不動産業の在庫循環をみると、近年は、中小企業を中心に販売在庫が高い水準にある。販売が増加する中での在庫積み増しではあるものの、建設コストが上昇するもとで当初計画通りに建設が進

Ⅲ. 金融仲介活動

3. 金融循環

まない案件も散見されており、地域別では、関東・近畿など都市部の不動産取引業者を中心に、ミニバブル期に近い水準まで上昇している点に注意が必要である。

図表Ⅲ-3-8 不動産業の実物投資・在庫



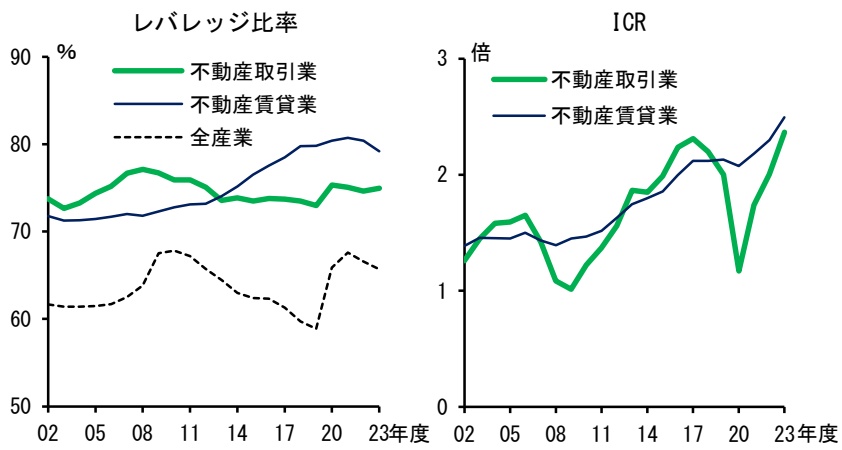
(注) 1. 左図と右図の集計対象は、不動産取引業（土地売買業、事務所売買業、中古住宅売買業等）の中小企業。「リーマン期デフォルト企業」は2008～2010年度にデフォルトした企業。棚卸資産回転期間は棚卸資産/売上高。各グループ・地域の中央値。右図の直近は2023年度。
2. 中図の販売在庫バランスは棚卸資産前年比÷売上高前年比。後方4期移動平均。直近は2024年4～6月。
(資料) CRD協会、財務省

一方、財務状況をみると、不動産取引業のレバレッジ比率は足もと小幅に上昇しているものの、企業の利払い能力の指標であるICRは、景気回復とともに上昇しておりミニバブル期対比でも高い水準で推移している（図表Ⅲ-3-9）¹⁹。こうしたなか、デフォルト率も依然低水準で安定している（図表Ⅲ-3-10）。ただし、不動産業は他業種と比べてレバレッジ比率の水準が高く金利感応度も高い。また、海外ファンドによるポートフォリオ・リバランスの一環として、日本の投資物件を売却する動きが引き続きみられている。前回レポートで指摘したように、都市圏の商業用不動産価格が大きく調整するショックを想定した場合でも、わが国の金融機関の経済損失は、マクロ的には限定的であると考えられるが、不動産関連投融资は趨勢的に増加している²⁰。これらを踏まえると、不動産市場に変調が生じないかなど、その先行きには一段と注意していく必要がある。

¹⁹ 不動産賃貸業は、収益が安定的で、ICRの推移からも景気変動に左右されにくい傾向がみとれる。ただし、足もと不動産取引業と比べてレバレッジ比率が高まっていることや、中長期的な人口構造や競争環境の変化が賃貸業の収益を下押しするリスクには留意が必要である。これらの点については、金融システムレポート2021年10月号BOX2や2022年4月号を参照。

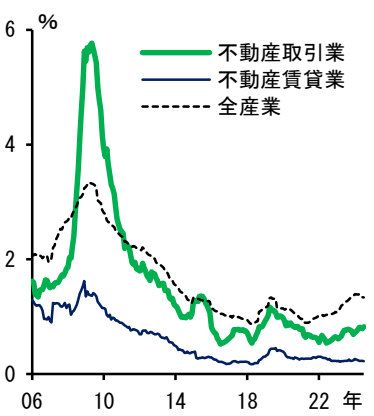
²⁰ 詳細は、金融システムレポート2024年4月号を参照。同号では、海外市場の調整を契機に、都市圏の商業用不動産価格が局所的に調整するショックを想定したストレステストにより、わが国の金融機関の経済損失（信用コストと有価証券の評価損・実現損）のシミュレーションを行った。なお、海外商業用不動産市場については、引き続き、オフィス需給の軟化など調整色がみられているものの、本邦金融機関がもつ同市場におけるエクスポージャーは限定的である（Ⅳ章1節を参照）。

図表Ⅲ-3-9 不動産業の財務状況



(注) 1. レバレッジ比率は借入金/総資産。ICRは(営業利益+受取利息)/支払利息。
2. 集計対象は中小企業。各業種の中央値。
(資料) CRD 協会

図表Ⅲ-3-10 不動産業のデフォルト率

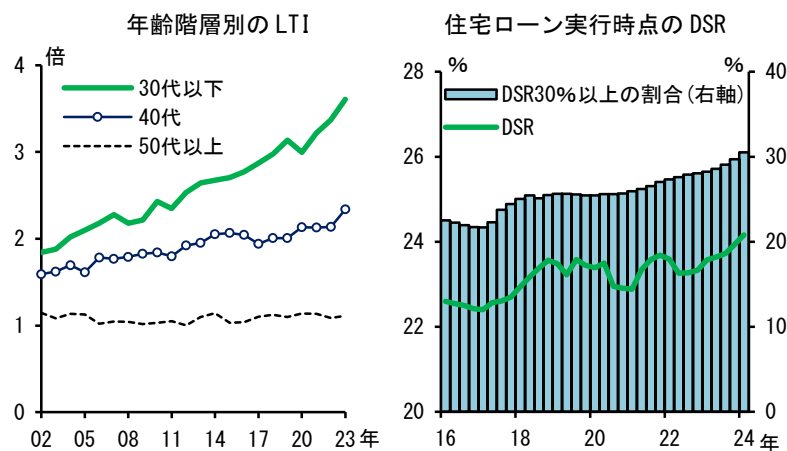


(注) デフォルトは破綻懸念先基準。直近は2024年7月。
(資料) 日本リスク・データ・バンク

住宅ローンを巡るリスクと脆弱性

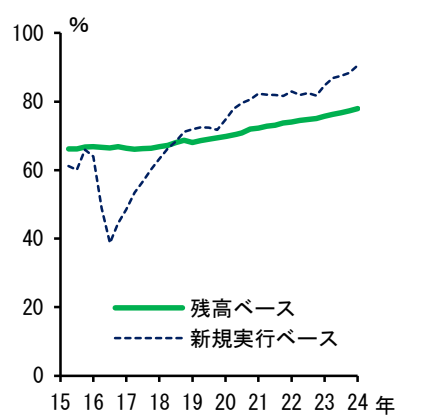
家計債務の大半を占める住宅ローン残高は、増加が続いている（前掲図表Ⅲ-1-9）。債務特性についてみると、まず、物件価格が上昇するもとで、年収に対するローン残高の比率（LTI）が、若年世代を中心に上昇している（図表Ⅲ-3-11）。年収に対する年間返済額の比率（DSR）については、ローン実行時点の DSR が高め（30%以上）の貸出の割合が高まっている。金利タイプの内訳について（図表Ⅲ-3-12）、引き続き、変動金利型ローンが8割程度であることとも併せて考えると、所得減少や金利上昇に対するストレス耐性が相対的に低い住宅ローン債務者が増えていることを示唆している（年齢別や地域別といった観点でみた住宅ローンのリスク特性に関する分析については、BOX2 を参照）。

図表Ⅲ-3-11 住宅ローンの LTI・DSR



(注) 1. 左図の集計対象は二人以上世帯のうち負債保有世帯。
2. 右図の集計対象は大手行、地域銀行、信用金庫。後方4期移動平均。
直近は2024年1~3月。
(資料) 総務省、日本銀行

図表Ⅲ-3-12 変動金利型住宅ローンの割合



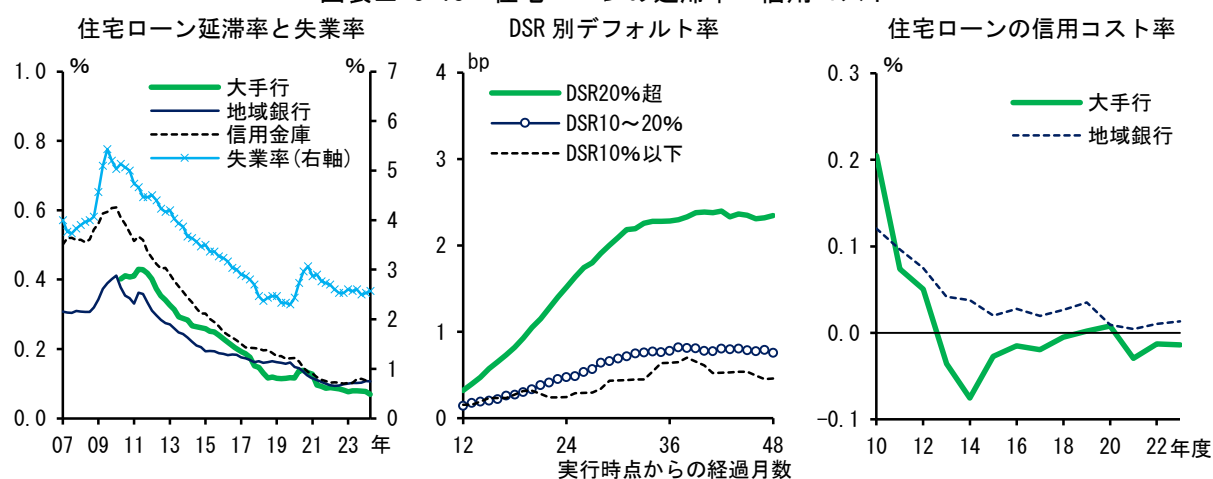
(注) 集計対象は大手行、地域銀行。
直近は、残高ベースが2024年3月末、新規実行ベースが2024年1~3月。
(資料) 日本銀行

Ⅲ. 金融仲介活動

3. 金融循環

住宅ローンの延滞率の推移をみると、雇用環境に大きなストレスがかかったグローバル金融危機以降は、趨勢的に低下してきており、最近も、住宅ローンの債務特性の変化にかかわらず歴史的な低水準で推移している（図表Ⅲ-3-13）。もっとも、住宅ローンは、DSRが高いほどデフォルトしやすい傾向があるほか、20%を超えるとそうした傾向が大きく強まるという非線形性もある。住宅ローンは、企業向け貸出対比ではリスク分散が効いており、わが国で大きな信用コストに帰結したことはないものの、金融機関は債務特性の変化についても点検しておくことが期待される。

図表Ⅲ-3-13 住宅ローンの延滞率・信用コスト



(注) 1. 左図は、業態別の3か月以上延滞率と失業率（ともに季節調整値）。大手行は2010年度以降。直近は2024年6月末。
 2. 中図は、住宅金融支援機構のMBS対象債権（2013年以降の実行分）に対する繰上償還請求債権件数の割合。実行時点のDSRで区分したデフォルト率。後方12か月移動平均。
 3. 右図の信用コスト率は（銀行単体の信用コスト＋自行系保証会社の信用コスト）／（無保証分住宅ローン残高＋自行系保証会社の住宅ローン残高）。直近は2023年度。
 (資料) 住宅金融支援機構、総務省、日本銀行

IV. 金融機関が直面するリスク

- 金融機関の貸出債権の質は、国内・海外とも維持されている。国内では、企業収益は全体として回復基調にあり、信用コストも抑制されているが、既往の業況不芳先や、原材料価格上昇などを背景に収益改善ペースが鈍い小規模な企業を中心に、倒産が増加している。海外では、既往の資金調達コスト上昇が企業財務のストレスとなっており、引き続き、選別的な貸出運営が行われている。
- 金融機関の有価証券ポートフォリオは、リバランスが進んでおり、円債はデュレーションが短期化している。こうしたもとで、円金利上昇に対する金融機関の耐性は高まる方向にある。利息収支については、円金利上昇は、やや長い目でみれば、貸出金利・預金金利の変化などを通じて、全体として、押し上げにはたらくとみられる。もっとも、預貸金利の追随率は、貸出・預金市場の需給バランスや競争環境、金融機関のサービス提供力や顧客との関係などに応じて変わり得るため、金融機関収益への影響には相応の不確実性がある。これらの点を踏まえつつ、金融機関は引き続き、金利リスクやデュレーションリスクを適切に管理していくことが求められる。
- 金融機関は、円貨については、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

金融機関の信用コスト率は、引き続き低位に抑制されている（図表Ⅳ-1-1）。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-1-2）。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-1-3）²¹。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%

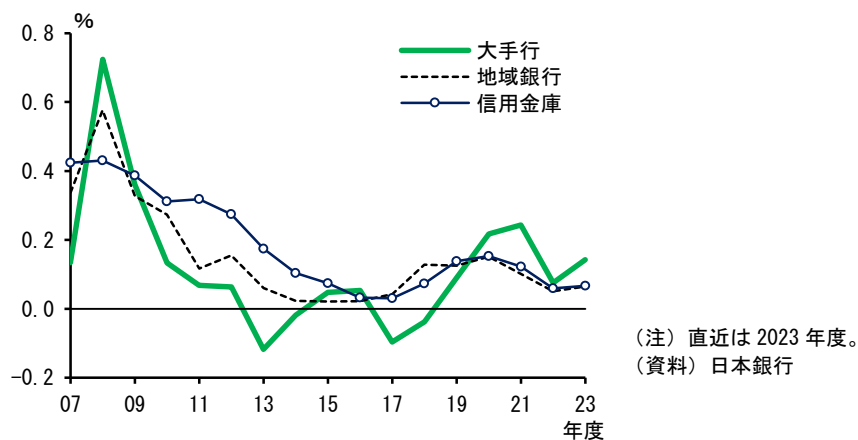
²¹ 図表Ⅳ-1-3 の非期待損失は、1 年間に信頼水準 99%の確率で生じる貸出からの損失額の最大値と、1 年間で平均的に生じる損失額（期待損失）との差として定義している。算出に当たっては、2005 年度から各時点までの実績デフォルト率を参照している。デフォルト時損失率は、要管理先と破綻懸念先の貸出債権に対する平均的な未保全率に一致すると仮定している。

IV. 金融機関が直面するリスク

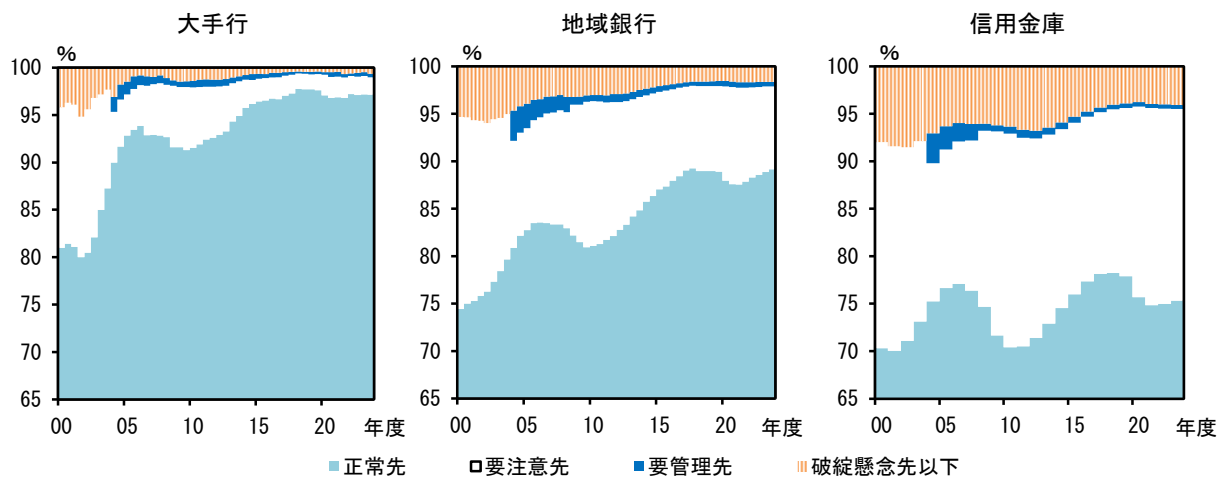
1. 信用リスク

程度である。国内・海外とも金融機関の貸出債権の質は維持されている。

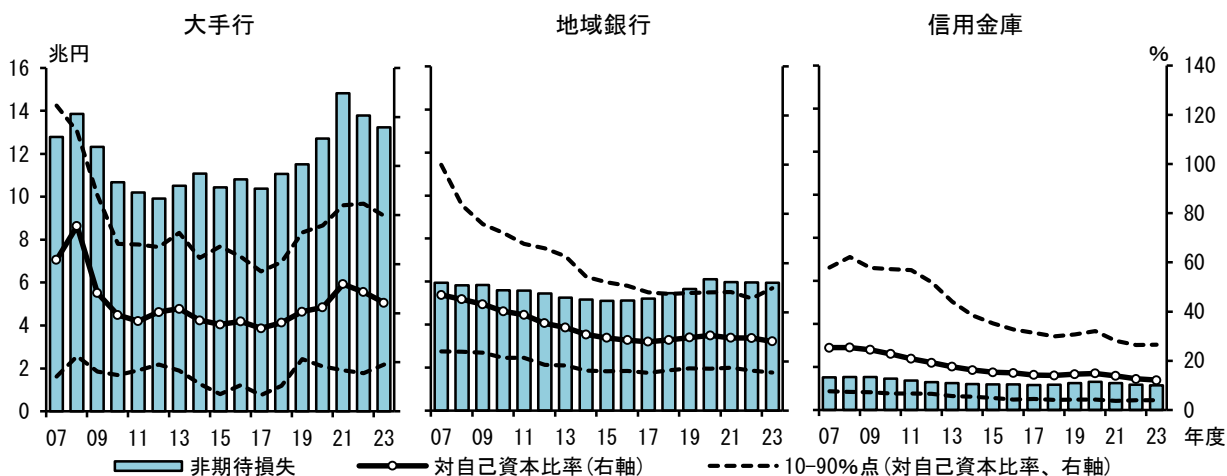
図表IV-1-1 業態別にみた信用コスト率



図表IV-1-2 与信先の債務者区分別構成



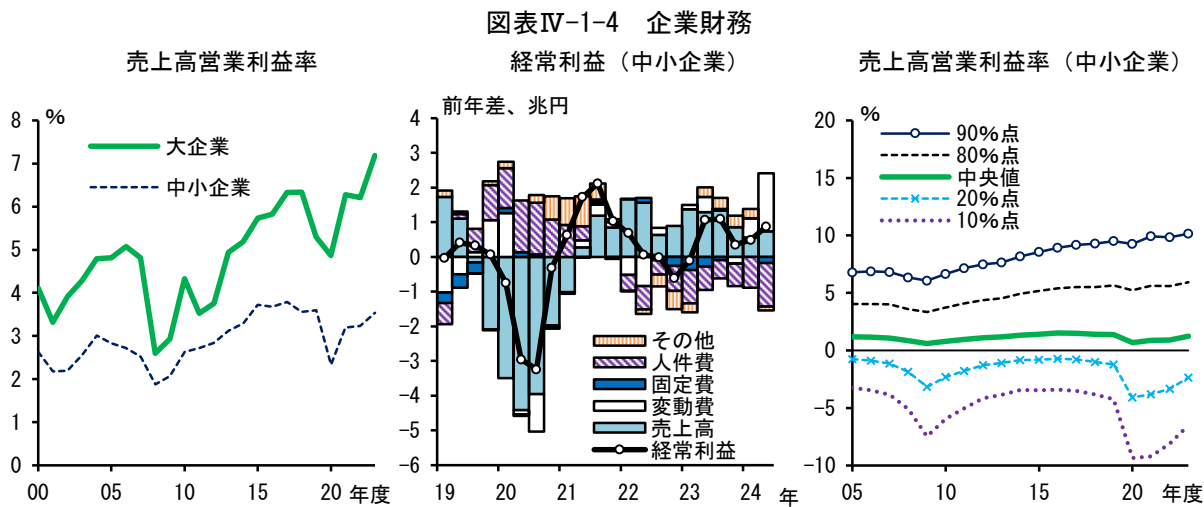
図表IV-1-3 業態別の非期待損失



(1) 国内の信用リスク

企業の倒産動向

緩やかな景気回復が続くなかで、企業収益は全体としては改善している（図表Ⅳ-1-4）。もっとも、大企業に比べると、中小企業は、売上高は回復しているものの既往の原材料価格高や人件費上昇の影響もあり、収益の改善ペースは緩やかである。また、中小企業の売上高営業利益率を分布でみると、改善ペースが全体対比で鈍い企業や営業利益がマイナスで推移する企業なども相応に存在しており、感染症拡大以降、下方に広がった分布のばらつきは、依然として感染症拡大前には戻っていない。



（注）1. 右図は CRD、その他は法人企業統計ベース。
2. 直近は、中図が 2024 年 4～6 月、その他が 2023 年度。中図は後方 2 期移動平均。
（資料）CRD 協会、財務省

財務状況の分布をみると、手元資金（期初の手元流動性²²と期中の営業キャッシュフローの合計）については、感染症拡大以降、企業金融支援策などを背景に手元資金を厚めに確保した企業が大宗を占める状態が続いている（図表Ⅳ-1-5）。ただし、中小・零細企業とも、直近では手元資金比率の低い企業の割合が上昇する兆しも示唆される²³。営業利益や債務面に着目すると、全体からみれば僅少であるものの、営業赤字かつ債務超過の企業の割合が、感染症拡大期に上昇した状態が、その後も続いている。こうした企業では、手元資金比率が低い企業の割合の上昇も顕著である。

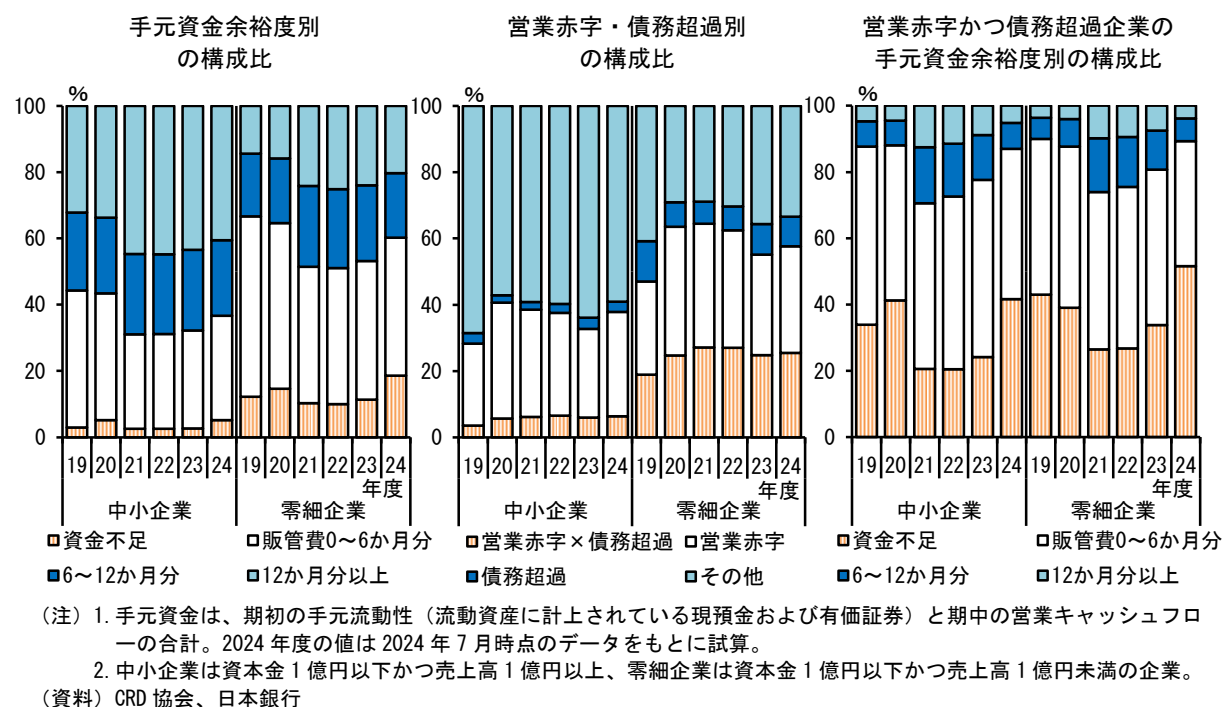
²² 手元流動性は、流動資産のうち現預金と有価証券の合計。

²³ 図表Ⅳ-1-5 と以降の図表では、とくに断りのない限り、CRD 協会の中小企業信用リスク情報データベースに格納されている企業を分析対象としている。中小企業（売上高 1 億円以上）と零細企業（売上高 1 億円未満）の社数構成比は概ね 1:1 である。なお、図中の 2024 年度の計数は、短観の収益計画を基に推計した試算値である。

IV. 金融機関が直面するリスク

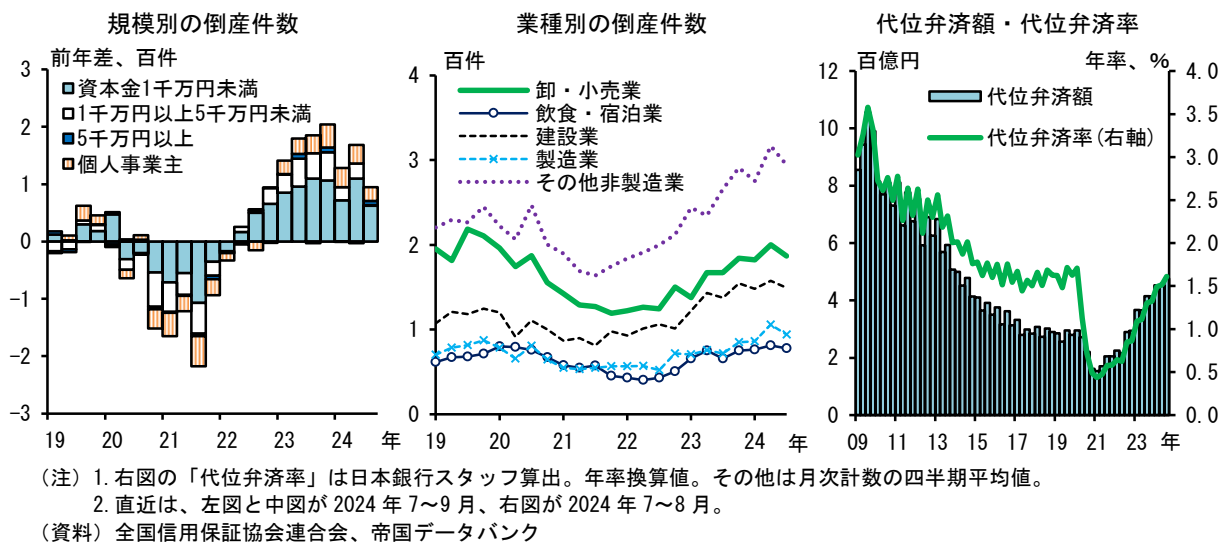
1. 信用リスク

図表IV-1-5 企業特性別の構成比



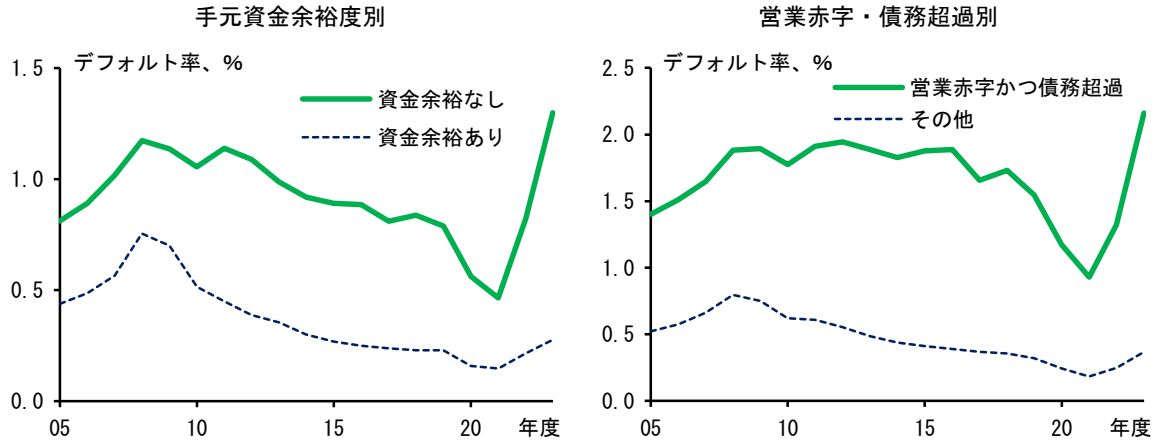
こうしたもとで、企業倒産・デフォルトは、規模の小さい企業を中心に、2022年後半から増加している（図表IV-1-6）。業種別にみると、卸・小売業を含む非製造業が大きく寄与している。零細企業を中心とした倒産・デフォルトの増加に伴い、代位弁済額もこのところ増加している。とくに、相対的に手元資金に余裕のない企業や、営業赤字かつ債務超過の企業のデフォルト率は、感染症拡大前を上回って顕著に上昇している（図表IV-1-7）。感染症拡大前（2018年度時点）における財務内容を基準として分けてみると、足もとの実績デフォルト率の上昇には、手元資金あるいは営業利益・債務超過等の観点から既に脆弱性を抱えていた企業が相応に寄与していることが示唆される（図表IV-1-8）。また、感染症拡大前には大きな脆弱性がなかった企業のデフォルト率もやや上昇してきており、感染症拡大前には手元資金に

図表IV-1-6 企業の倒産件数と代位弁済



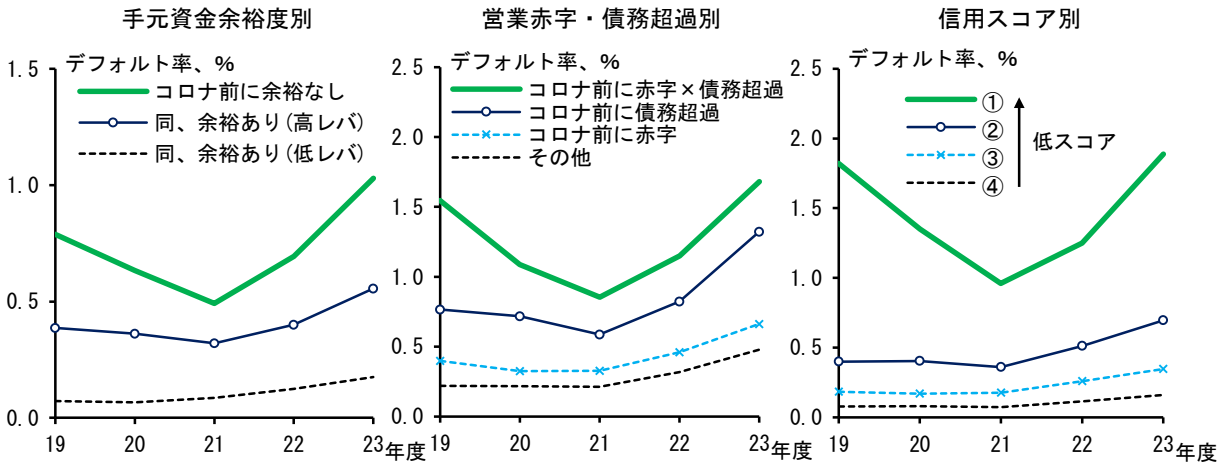
余裕があった場合でも高レバレッジの企業や、感染症拡大以降の経済環境の変化によって手元資金の枯渇や経営悪化などに陥った企業も、デフォルト率上昇に寄与しているとみられる。

図表Ⅳ-1-7 企業特性別にみた実績デフォルト率



(注) 1. デフォルト率は、過去 1 年間のデフォルト件数（実質破綻先以下への初回ランクダウン）をもとに算出。集計対象は資本金 1 億円以下の中小零細企業。直近は 2023 年度。
2. 左図では、手元資金が販管費の半年分未満の先を「資金余裕なし」、同半年分以上の先を「資金余裕あり」に分類。
(資料) CRD 協会

図表Ⅳ-1-8 感染症拡大前の企業特性別にみた実績デフォルト率



(注) 1. デフォルト率は、過去 1 年間のデフォルト件数（実質破綻先以下への初回ランクダウン）をもとに算出。集計対象は資本金 1 億円以下の中小零細企業のうち、2018 年度からの継続サンプル。直近は 2023 年度。
2. 左図は 2018 年度に手元資金が販管費の半年分未満だった企業を「余裕なし」と分類し、その他の「余裕あり」企業を財務レバレッジで二分。中図は 2018 年度の財務状況（営業赤字・債務超過）で分類。右図の信用スコアは、デフォルト確率モデルから推計した 2018 年度時点のデフォルト確率の四分位に基づき分類。
(資料) CRD 協会

このように倒産やデフォルト率の上昇がみられる一方で、前述のように金融機関の信用コスト率が引き続き低位に抑制されている背景としては、倒産先やデフォルト先の多くが小規模であること、大手行や地域銀行を中心に、既に予防的な引当が行われていること、信用保証による保全がある与信が含まれることなどが寄与しているとみられる。

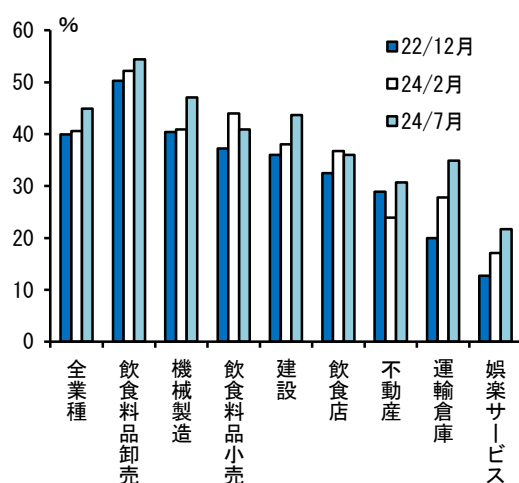
IV. 金融機関が直面するリスク

1. 信用リスク

原材料・人件費上昇の企業財務への影響

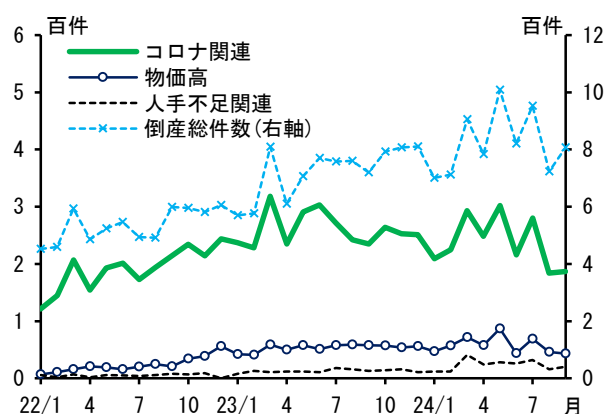
近年の輸入物価を中心とした原材料価格や人件費の上昇は、全体としてみれば、売上の増大によって吸収されている（前掲図表IV-1-4 中図）。また、価格転嫁率に関する民間調査の結果をみると、直近では、飲食店や運輸倉庫といった川下業種においても価格転嫁率が上昇するなど、価格転嫁に広がりが見られている（図表IV-1-9）。もっとも、価格転嫁率やコスト構造は業種によって大きく異なるため、コスト高が一段と進む場合には、財務面が脆弱な企業を中心にデフォルト率の上昇に寄与する可能性もある。倒産の要因について、物価高や人手不足を指摘する見方も存在する（図表IV-1-10）。

図表IV-1-9 業種別の価格転嫁率



（注）帝国データバンクの「価格転嫁に関する実態調査」をもとに作成。
（資料）帝国データバンク

図表IV-1-10 コロナ関連・物価高・人手不足関連倒産の動向



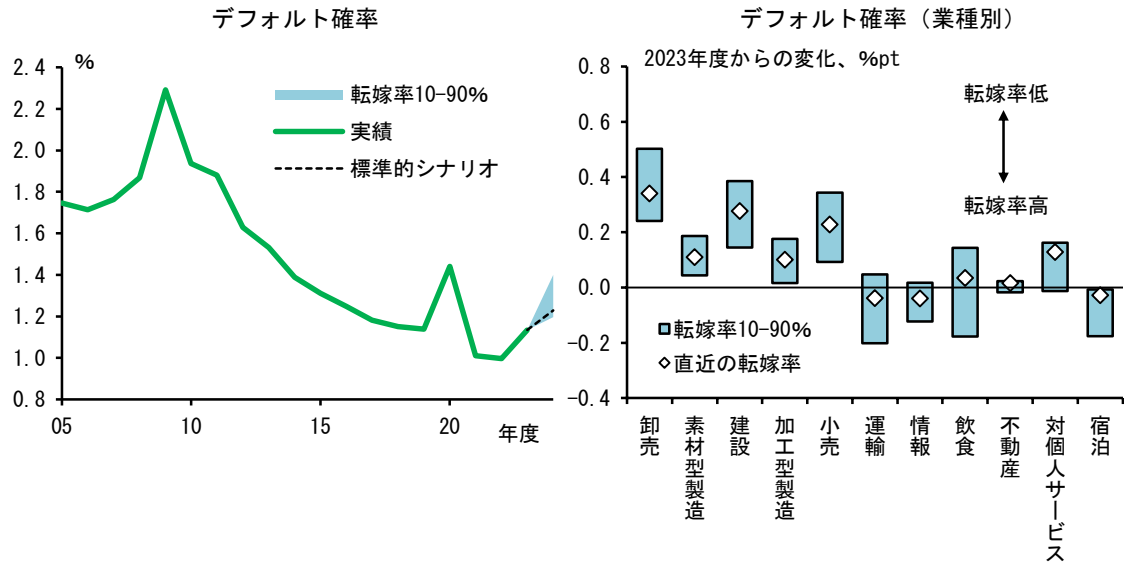
（注）直近は2024年9月。倒産事由は重複可。
（資料）東京商工リサーチ

足もと2024年度の企業財務・デフォルト率へのコスト高の影響を評価するため、短観の仕入価格判断DI・雇用人員判断DIの動きから示唆される原材料価格・人件費の上昇を織り込みつつ、試算を行った（原材料価格・人件費上昇の企業財務・デフォルト確率への影響の試算の詳細については、BOX3を参照）²⁴。試算結果からは、まず、卸売・小売や建設などの売上高原価比率が高い業種においてデフォルト確率の上昇幅が相対的に大きくなることがみてとれる（図表IV-1-11 右図）。こうした業種では、このところ倒産件数も増加しており、シミュレーション結果と整合的である（前掲図表IV-1-6 中図）。一方で、情報や宿泊など、売上

²⁴ デフォルト確率の推計には、各企業の期中の手元流動性変化を明示的に勘案したデフォルト確率モデルを用いている。同モデルは、被説明変数として「先行き1年間のデフォルト有無（先行き1年以内に①3か月以上の延滞、②要管理先以下への格下げ、③信用保証協会の代位弁済のいずれかに初めて該当したか）」、説明変数として「短期資金過不足額比率（期初の手元流動性と期中の営業キャッシュフローの合計値の対総資産比率）」、「財務レバレッジ（借入金/総資産）」、「借入金利」、「Kinked-ICR」を用いて推計している（推計期間は2003～2022年度、対象は中小企業）。2024年度の企業財務は、「全国企業短期経済観測調査」における同業種・中小企業の2024年度計画をもとに想定した。Kinked-ICRは、分子の営業利益ROAがマイナスとなる場合、通常のICRとは異なり、営業利益ROA、借入金利、財務レバレッジの総乗として定義している。デフォルト確率モデルの詳細については、金融システムレポート2020年10月号のBOX4を参照。

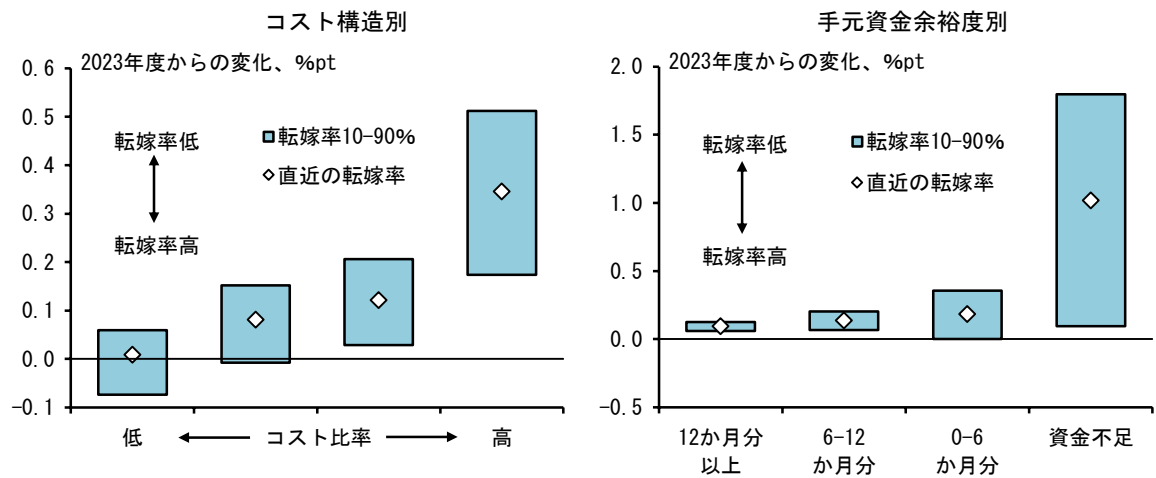
高原価比率が低い業種では、景気回復によるプラスの効果や価格転嫁が進んでいることもあってデフォルト率の上昇が抑制されている可能性がある。また、デフォルト確率の悪化幅は、価格転嫁率の大きさによっても相応に変化する。企業のコスト構造・財務状況別にみると、売上原価と人件費負担が売上高対比で大きい企業や、手元資金に余裕のない企業ほど、コストショックが加わった場合のデフォルト確率の上昇幅が非線形的に拡大することが確認できる（図表Ⅳ-1-12）。こうしたシミュレーション結果は、足もとのデフォルト率の上昇にはコ

図表Ⅳ-1-11 価格転嫁率シミュレーション



(注) 1. デフォルト確率モデルを用いた推計値（平均値）。集計対象は中小企業。
2. 「標準的シナリオ」は、売上高および営業利益・経常利益を短観の2024年度計画を用いて推計。「直近の転嫁率」は帝国データバンク調査（2024年7月）。バンドは、仮想的に価格転嫁率を変化させた場合のレンジ。
3. 右図の業種は、コスト比率（売上原価＋人件費の対売上高比率）の高い順。
(資料) CRD 協会、財務省、帝国データバンク、日本銀行

図表Ⅳ-1-12 コスト構造・財務別のデフォルト確率上昇幅



(注) 1. デフォルト確率モデルによる推計値の2023年度から2024年度にかけての変化。2024年度は短観の2024年度計画等を用いて推計。集計対象は中小企業。
2. 「直近の転嫁率」は帝国データバンク調査（2024年7月）。バンドは、仮想的に価格転嫁率を変化させた場合のレンジ。
3. 左図は2023年度のコスト比率（売上原価＋人件費の対売上高比率）の四分位で、右図は2023年度の手元資金（対販管費）でそれぞれ分類。
(資料) CRD 協会、財務省、帝国データバンク、日本銀行

IV. 金融機関が直面するリスク

1. 信用リスク

ストショック自体に加えて、既存の財務内容の脆弱性が複合的に作用している可能性を示唆する。価格転嫁に徐々に広がりが見られるもとで、信用コスト率が全体として大きく上昇する可能性は高くないとみられるが、既往の業況不芳先に加えて、売上高対比でみてコストが大きい企業を中心に、今後の推移には留意が必要である。

企業収益の改善ペースにばらつきがみられるなかで、金融機関には、感染症拡大下で求められていた資金繰り支援だけではなく、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、企業の実情に応じて、経営改善・事業再生に向けた本業支援を加速させることが求められる²⁵。経営悪化を未然に防ぐという観点からは、予兆管理に加えて、取引先との確固とした関係性を維持しつつ、必要に応じて外部関係機関とも連携しながら、事業にかかる提案を行っていくことが重要である。また、継続的な企業支援を提供するうえでは、それに見合う十分な引当を積んでおくことも重要である。

利払い費の変化が企業財務に与える影響

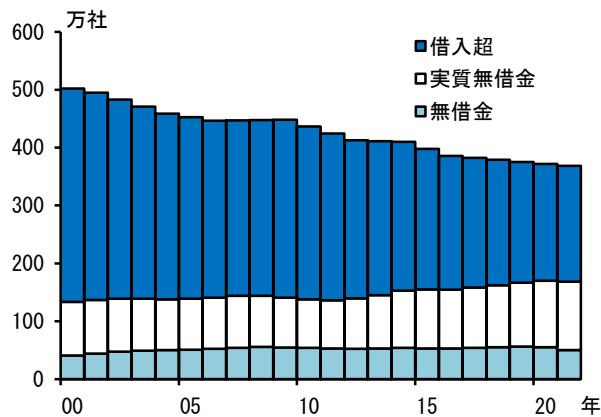
企業全体でみると、近年、無借金企業に加えて実質無借金企業が増加する一方、借入超となる企業は減少している（図表Ⅳ-1-13）。また、借入超企業全体についてみると、景気が改善し、感染症拡大期に借り入れた保証付き債務の返済も進むなか、利払い能力を示すインタレスト・カバレッジ・レシオ（ICR）は上昇し、レバレッジ比率もほぼ横ばいで推移している（図表Ⅳ-1-14）。借入構成をみても、企業向け貸出の長期化・固定金利化が進んでいる（図表Ⅳ-1-15）。このことは、企業部門全体あるいは借入超企業全体でみた場合には、金利上昇への耐性が高まっていることを示唆している。

一方、全体からみれば借入超企業の一部であるものの、手元資金に余裕のない企業や営業赤字かつ債務超過の企業を中心に、レバレッジ比率が高く、ICR が低位で推移するなど利払い費の変動に対する耐性が弱まっているとみられる先も存在する（図表Ⅳ-1-14）。また、ICR が1倍割れとなる借入金利の水準をみると、手元資金に余裕のある企業では、全体としては、高い金利で利払い負担に耐え得る収益力が確保されている（図表Ⅳ-1-16 左図）²⁶。もっとも、ICR が1倍割れとなる借入金利の分布をみると、現時点での平均的な貸出金利水準である1～2%近傍に、手元資金に余裕のない企業だけではなく、手元資金には余裕があっても、レバレッジ比率が高い企業も一部に含まれることがみてとれる（図表Ⅳ-1-16 右図）。とくに、感染症拡大前後に借入により手元資金を厚くした企業のうち、企業収益の回復が緩やかな結果として返済が残っている企業などで、高レバレッジ先が多くなっているとみられる。

²⁵ 2024年3月に、経済産業省・金融庁・財務省は、「再生支援の総合的対策」を策定し、民間金融機関に事業者の経営改善・事業再生を先送りせず、早期に経営再建計画等の策定を支援することを要請している。

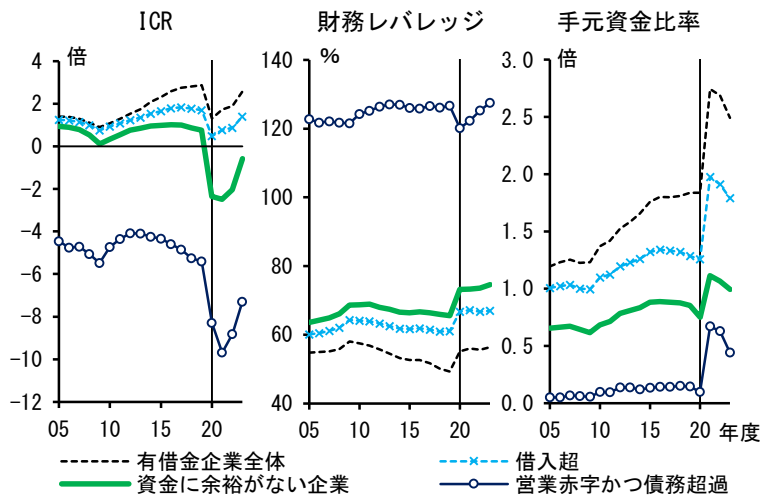
²⁶ 図表Ⅳ-1-16の試算では、市場金利に対する追従率は、借入など調達金利が100%、預金など運用金利が50%と仮定している。

図表Ⅳ-1-13 企業数



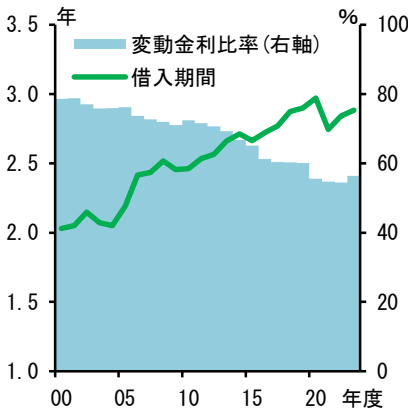
(注)「経済センサス基礎調査・活動調査」(2006 年以前は「事業所・企業統計調査」)の民営事業所数(単独事業所および本社・本店)。内訳は、帝国データバンクのデータから算出した各年の構成比を用いて按分。「実質無借金」は有利子負債以上の現預金を保有する企業。
(資料) 総務省、中小企業庁、帝国データバンク

図表Ⅳ-1-14 企業財務(企業特性別)



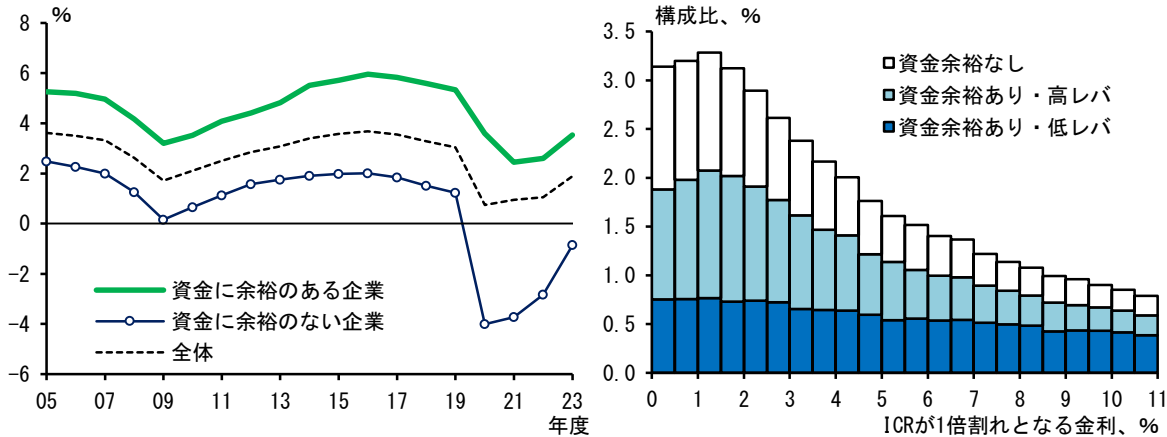
(注) 1. 財務レバレッジは借入金/総資産。手元資金比率は対短期借入金比率。
2. 「資金に余裕がない企業」と「営業赤字かつ債務超過」は、借入超企業について集計。各特性別の中央値。
3. 集計対象は中小企業。縦線は感染症拡大初期を表す。
(資料) CRD 協会

図表Ⅳ-1-15 企業債務の借入期間・変動金利比率



(注)「借入期間」は期間別借入金データを用いた試算値。「変動金利比率」は大手行と地域銀行の集計値。いずれも直近は 2023 年度。
(資料) 財務省、日本銀行

図表Ⅳ-1-16 借入超の中小企業における ICR1 倍割れとなる借入金利時系列



(注) 集計対象は借入超の中小企業。左図は中央値を表示。手元資金が販管費の半年分未満の企業を「資金に余裕のない企業」と分類し、その他の「資金に余裕のある企業」のうち、右図では、財務レバレッジが借入超の中小企業の中央値以上の先を「高レバ」、中央値未満の先を「低レバ」と分類。
(資料) CRD 協会

IV. 金融機関が直面するリスク

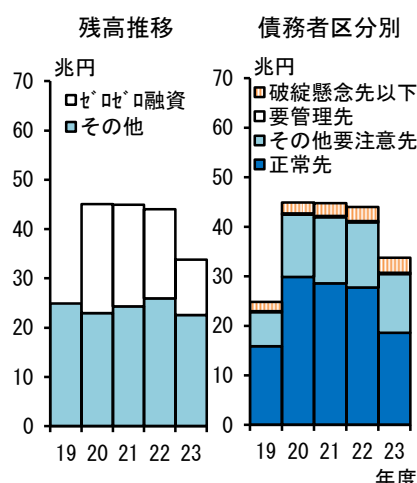
1. 信用リスク

ゼロゼロ融資先の財務状況

感染症拡大以降、企業の資金繰りの支援等を目的に、大規模な実質無利子・無担保融資（いわゆるゼロゼロ融資）を含めた信用保証協会の保証付き融資が実施された（図表Ⅳ-1-17）。保証付き融資の残高は、ゼロゼロ融資の元本返済が本格化するなかで全体として減少している²⁷。債務者区分ごとにみると、予備的な借入も含むとみられる正常先向け融資については、業態にかかわらず減少に転じており、残債に占める要注意先以下の比率が上昇している。ゼロゼロ融資は信用保証で保全されており、金融機関の信用コストに直結しないが、融資先が、プロパー融資も受けている場合、当該企業からプロパー融資についての信用コストが発生する可能性がある。以下では、金融庁と日本銀行のデーター一元化に向けた新しいデータ収集・管理の枠組みである「共同データプラットフォーム（共同 DP）」の高粒度データを用いて、ゼロゼロ融資先の財務状況を確認する²⁸。

2023 年 9 月末時点でゼロゼロ融資を利用している企業について、借入全体に占めるゼロゼロ融資の比率ごとにグルーピングしてみると、借入がゼロゼロ融資のみの企業数は 1 割未満にとどまっており、借入に占めるゼロゼロ融資の割合が小さい企業が大部分を占めている（図表Ⅳ-1-18 左図）。次に、現時点でのゼロゼロ融資比率ごとに企業を分けたうえで財務内

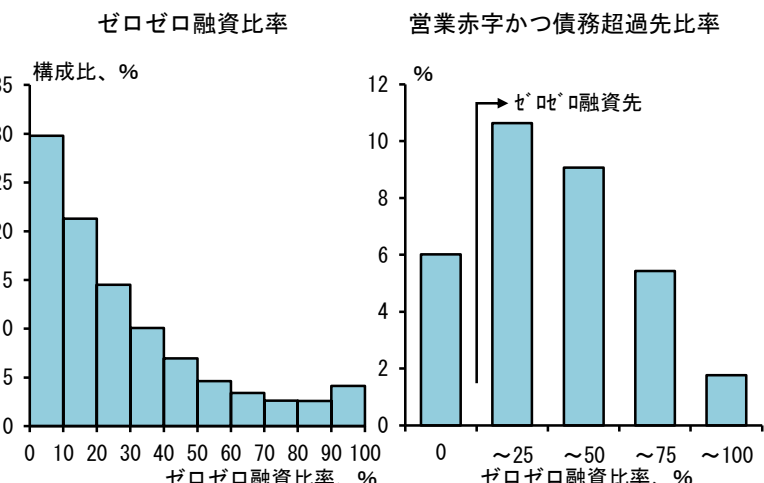
図表Ⅳ-1-17 保証付き融資残高



(注) 1. 集計対象は大手行、地域銀行、信用金庫。各年度末値。
2. 左図の「ゼロゼロ融資」の2020年度の値は試算値。
3. 右図は、債務者区分を行うことが困難な債権および地方公共団体向け債権は含まない。

(資料) 日本銀行

図表Ⅳ-1-18 ゼロゼロ融資比率と財務状況



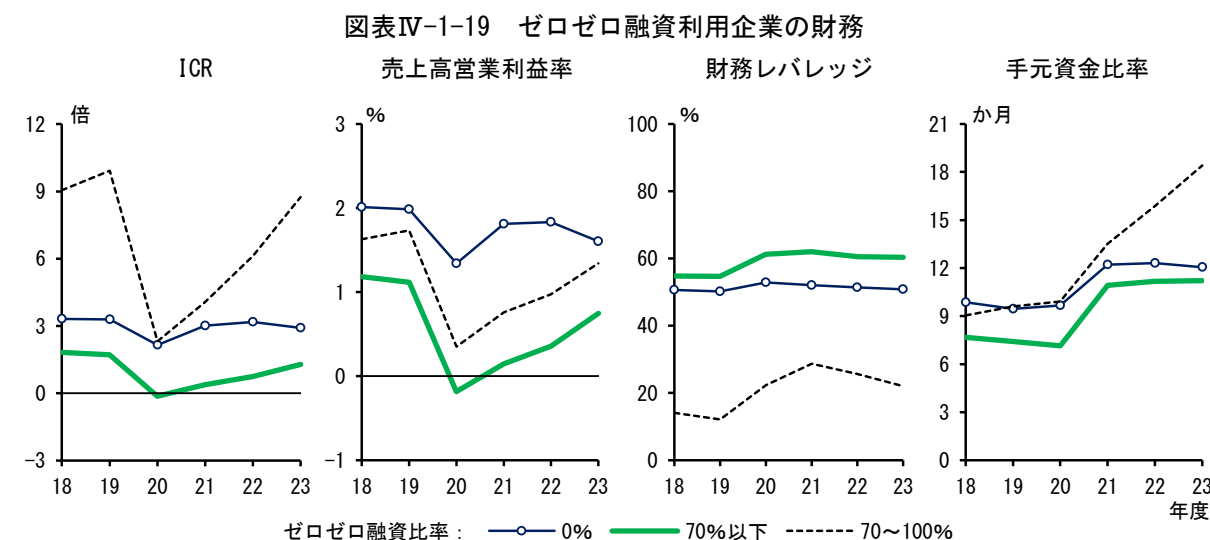
(注) 1. 全国地方銀行協会加盟行から得た2023年9月末時点のデータに基づく。
2. ゼロゼロ融資比率はゼロゼロ融資残高が借入金に占める比率。
3. 集計対象は全国地方銀行協会加盟行からの借入がある中小企業。左図はゼロゼロ融資比率が0%の先を含まない。右図は同0%の先も含む。

(資料) 日本銀行

²⁷ 利子補給期間が終了するもとの、直近では2023年7月から2024年4月に返済開始時期のピークを迎えた。

²⁸ 具体的には、共同 DP の貸出債権明細データを用いて、ゼロゼロ融資の貸出条件にマッチする債権を特定し、それ以外の債権をプロパー融資とみなして分析する。詳細は、BOX4 を参照。

容を確認すると、ゼロゼロ融資とプロパー融資のいずれにも依存している企業群は、そうでない企業群と比較して、営業赤字かつ債務超過の先が多い傾向がある（図表Ⅳ-1-18 右図）。各種財務指標をみても、これらの企業は感染症拡大前後を通して財務状況が悪い傾向にある（図表Ⅳ-1-19）。このことは、感染症拡大前から財務内容が脆弱であるもとの、感染症拡大やその後の原材料価格高などのストレスを受けた結果、利子補給期間終了後も、ゼロゼロ融資を期限前弁済せず、借入を継続している企業が相応に存在する可能性を示唆している。



(注) 1. 2023 年 9 月末時点のゼロゼロ融資残高が借入金に占める比率でグループ分けし、各グループの中央値を表示。
 2. 財務レバレッジは借入金/総資産。手元資金比率は対月当たり販管費。
 3. 集計対象は、全国地方銀行協会加盟行からの借入がある中小企業。
 (資料) 日本銀行

(2) 海外の信用リスク

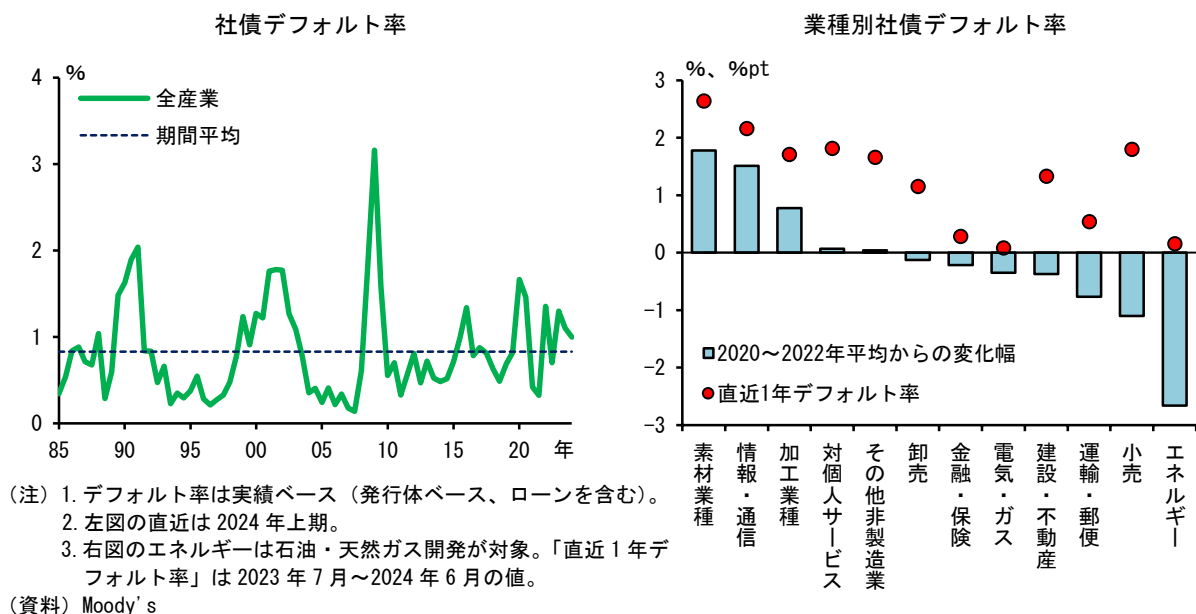
海外における社債デフォルト率をみると、世界的に引き締まった金融環境のなかで、過去平均対比小幅に高い水準にある（図表Ⅳ-1-20）。業種別では、一時感染症の影響を大きく受けた小売や運輸・郵便等でデフォルト率が低下している一方、素材業種や情報・通信などで、このところデフォルト率の上昇がみられる。

こうしたもとの、邦銀の海外貸出の信用リスクは抑制されている（図表Ⅳ-1-21）。不良債権比率や信用コスト率は、一部大口先の格下げに伴い増加したものの、投資適格比率は高水準を維持している。引当率は、米国不動産市場の調整を受けた引当の積み増しや、フォワードルッキング引当が活用されていることもあり、高めの水準となっている。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とみられるが、低格付案件や大口貸出を中心としたリスク管理には注意が必要となる。

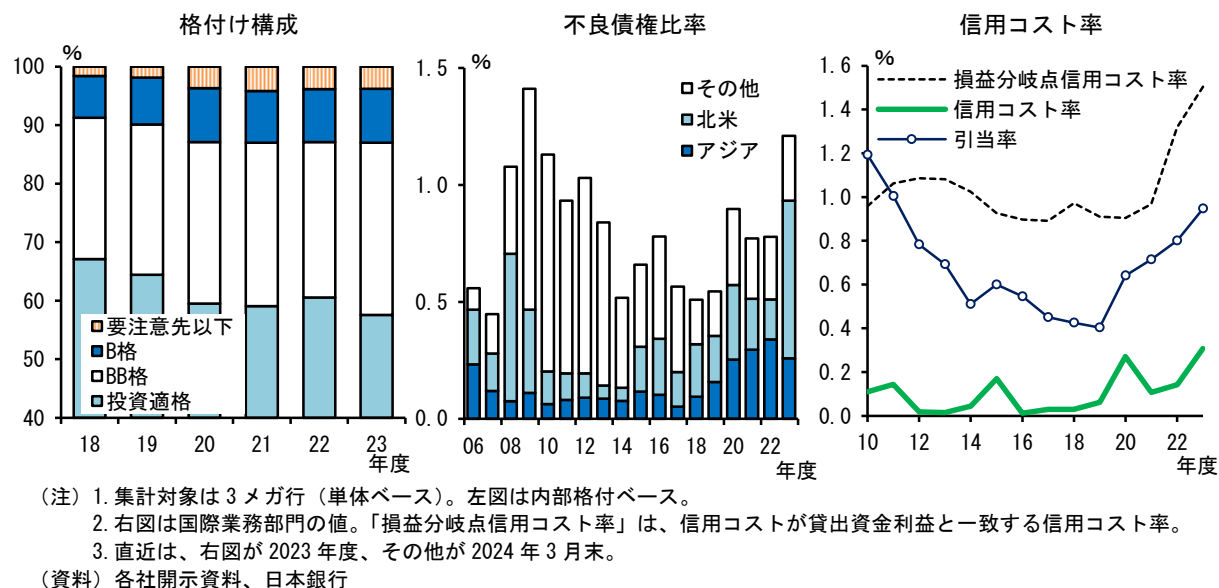
IV. 金融機関が直面するリスク

1. 信用リスク

図表IV-1-20 社債デフォルト率



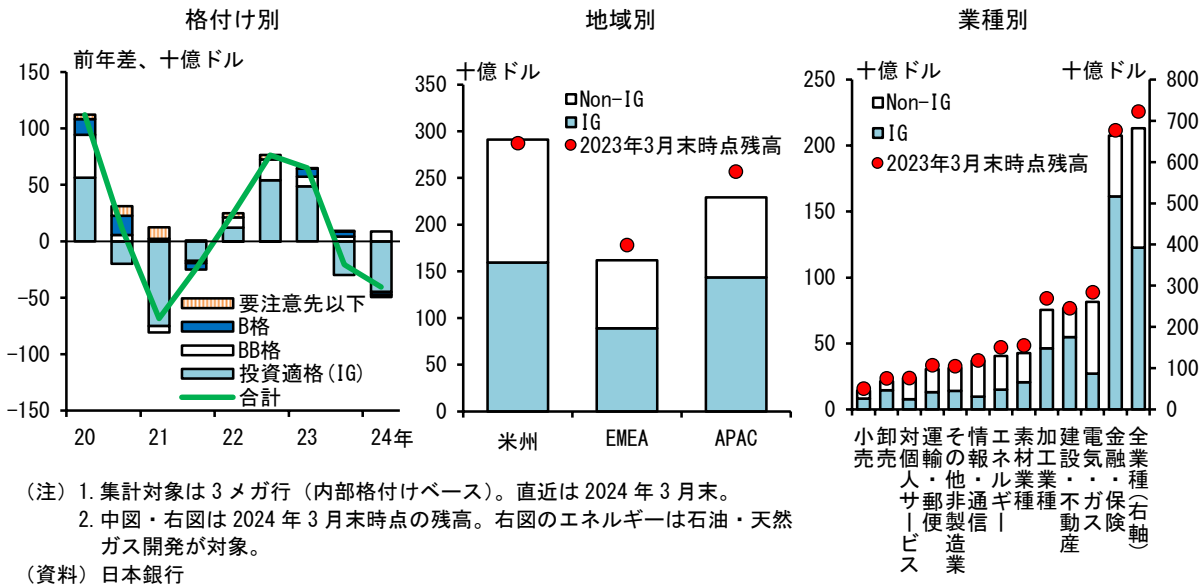
図表IV-1-21 海外貸出の信用コスト



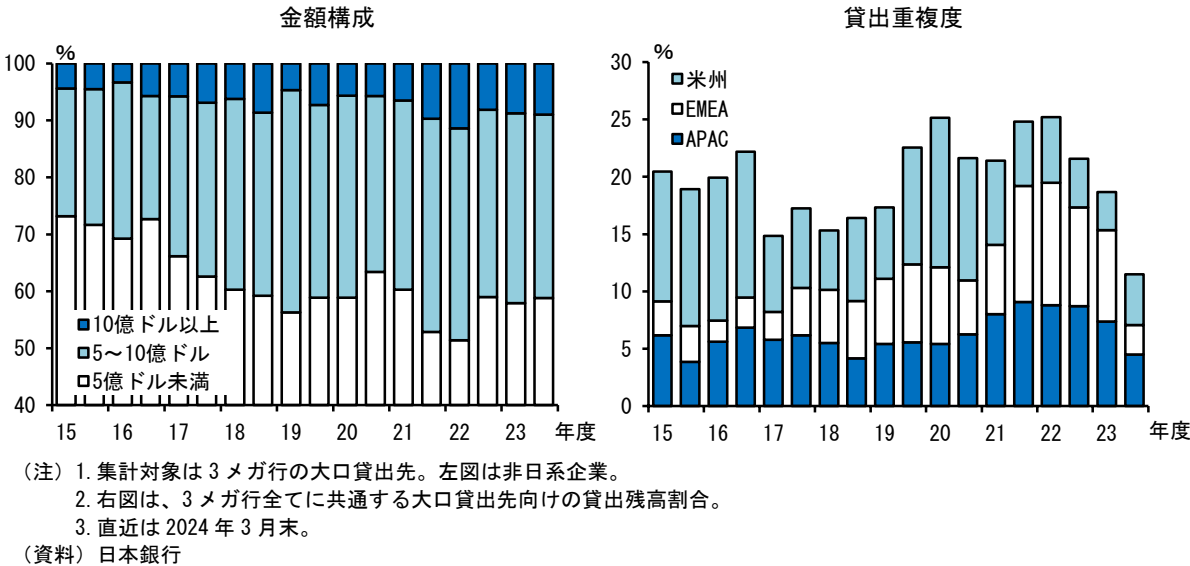
資本効率を重視する大手行では、採算性の低い貸出を見直すなど貸出運営スタンスが選別的になっており、直近にかけては、投資適格先向け貸出に含まれていた低採算貸出を削減した（図表IV-1-22）。地域別にみると、欧州等（EMEA）やアジア太平洋（APAC）向け貸出、業種別にみると、製造業向け貸出が減少している。

この間、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 億ドル以上の貸出の割合は横ばいとなっている（図表IV-1-23 左図）。また、大手行間で貸出先が重複する共通エクスポージャーの割合（重複度）も、EMEA や APAC を中心に低採算貸出の選別が進むもとで、低下している（図表IV-1-23 右図）。

図表Ⅳ-1-22 海外貸出のリスクプロファイル



図表Ⅳ-1-23 海外大口貸出



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が、大口貸出先の財務状況を見ると、平均的には ICR は低下傾向にある（図表Ⅳ-1-24）。変動要因を分解すると、全業種では、感染症拡大期に一旦低下した ROA の回復を主因に ICR は改善していたものの、既往の金利上昇の影響に伴い再度悪化している。業種別にみると、不動産業では、感染症拡大以降、市況悪化を受けて ROA の低下が継続するも、金利上昇が重石となり、ICR の低下が相対的に大きくなっている。

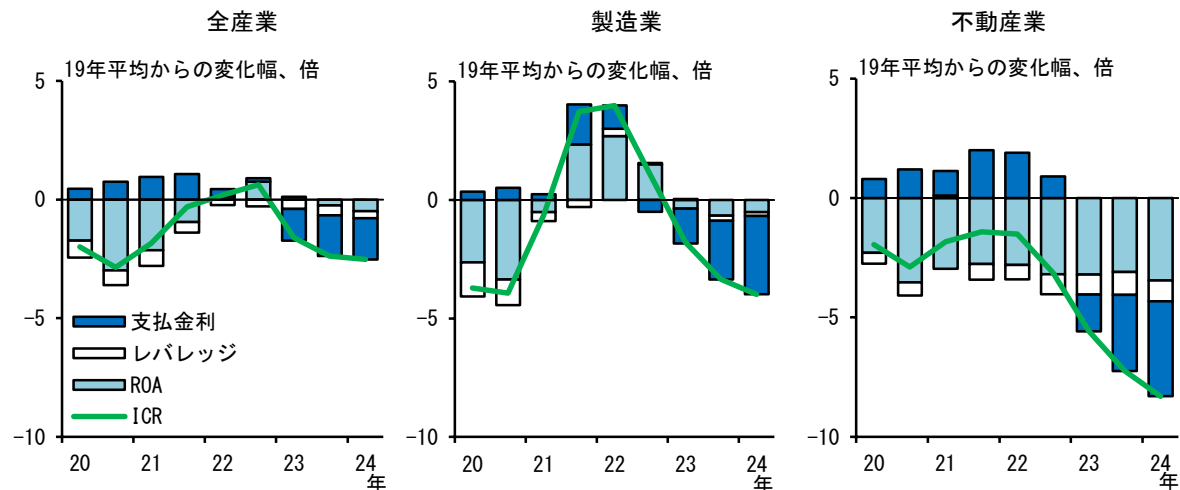
格付け構成をプロジェクト別にみても、全体としてみれば、邦銀の海外貸出ポートフォリオの質は維持されている（図表Ⅳ-1-25）。事業法人向け全体では、投資適格比率は引き続き 7 割近い水準を維持している。また、比較的风险の高いプロジェクト・ファイナンスの投資適格比率は横ばいとなっているほか、オブジェクト・ファイナンスの同比率は、航空機需要

IV. 金融機関が直面するリスク

1. 信用リスク

の改善を受けて上昇している。一方で、金利上昇の影響を受けやすいレバレッジドローンや不動産ファイナンスでは、低格付け先の割合が上昇している。

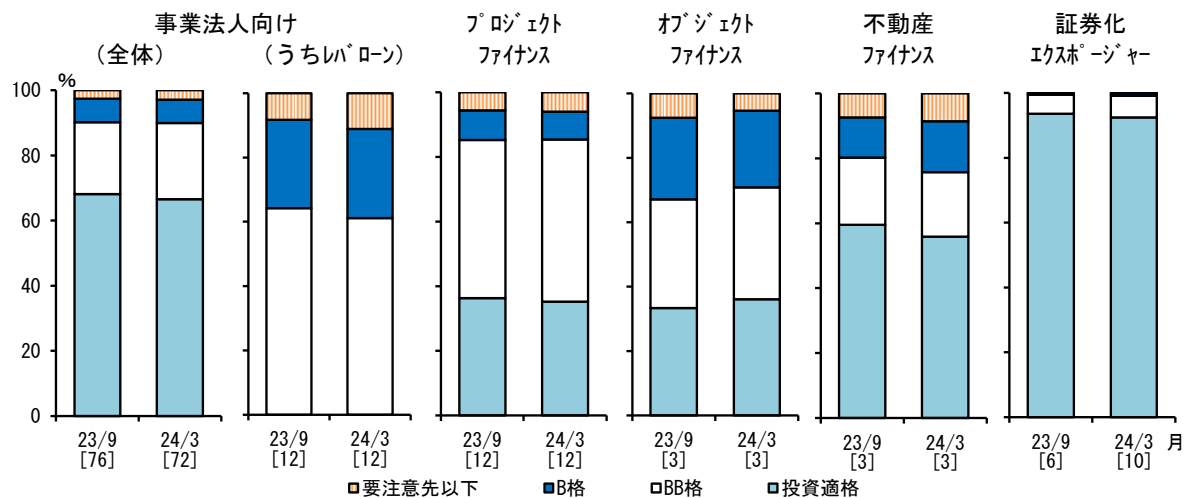
図表Ⅳ-1-24 海外大口貸出先の ICR 推移（業種別）



（注）対象は3メガ行の大口貸出先。ICRは(サンプル全先のEBITDA合計)/(サンプル全先の支払利息合計)で算出。直近は2024年1～6月。

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

図表Ⅳ-1-25 プロダクト別にみた海外貸出の格付け構成



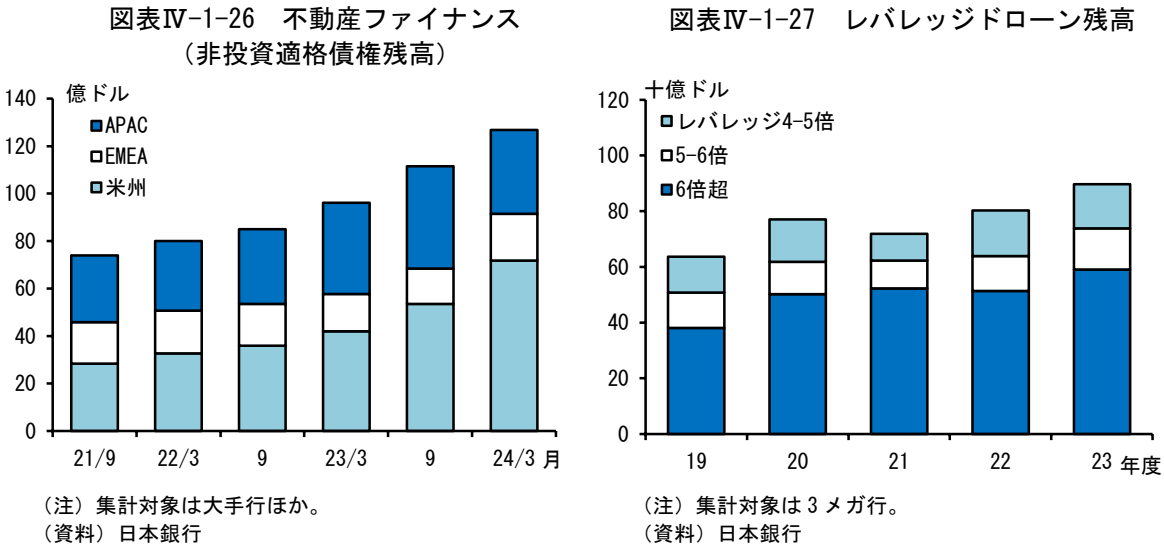
（注）外貨建て貸出の格付け構成。[]内はプロダクト別の構成比。集計対象は大手行のほか、ゆうちょ銀行や一部の系統上部金融機関を含む。

（資料）日本銀行

大手行の不動産ファイナンス（ノンリコースローン）を地域別にみると、格下げや融資量増加を受け、米州向けを中心に非投資適格債権の増加が続いている（図表Ⅳ-1-26）。この点、海外不動産市況の動向次第で、借手の信用力の急速な悪化や、デフォルト発生時の回収率の低下につながる可能性もある。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、入口審査や既存融資の予兆管理など、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。

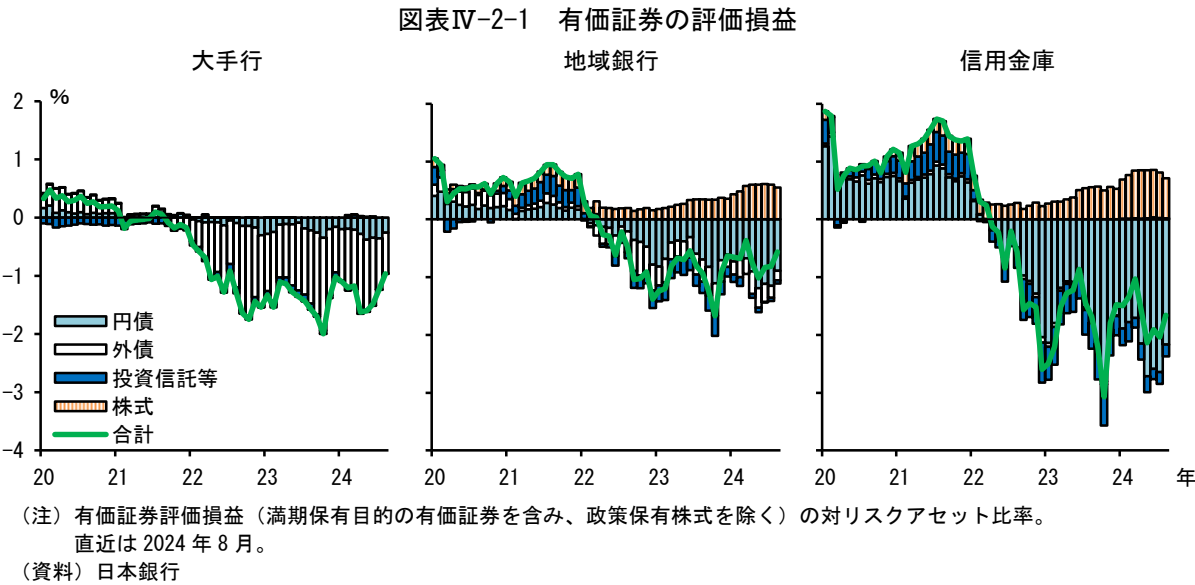
また、LBOを含むレバレッジドローンも、大手行は高レバレッジ案件を中心にエクスポー

ジャーを拡大させてきた（図表Ⅳ-1-27）。債務者区分別では、既往の金利上昇に伴い、とくに要注意先以下の残高がこのところ増加している。高レバレッジ企業は追加的なショックに対して脆弱であるケースも多く、より慎重なリスク管理が求められる。



2. 有価証券投資にかかる市場リスク

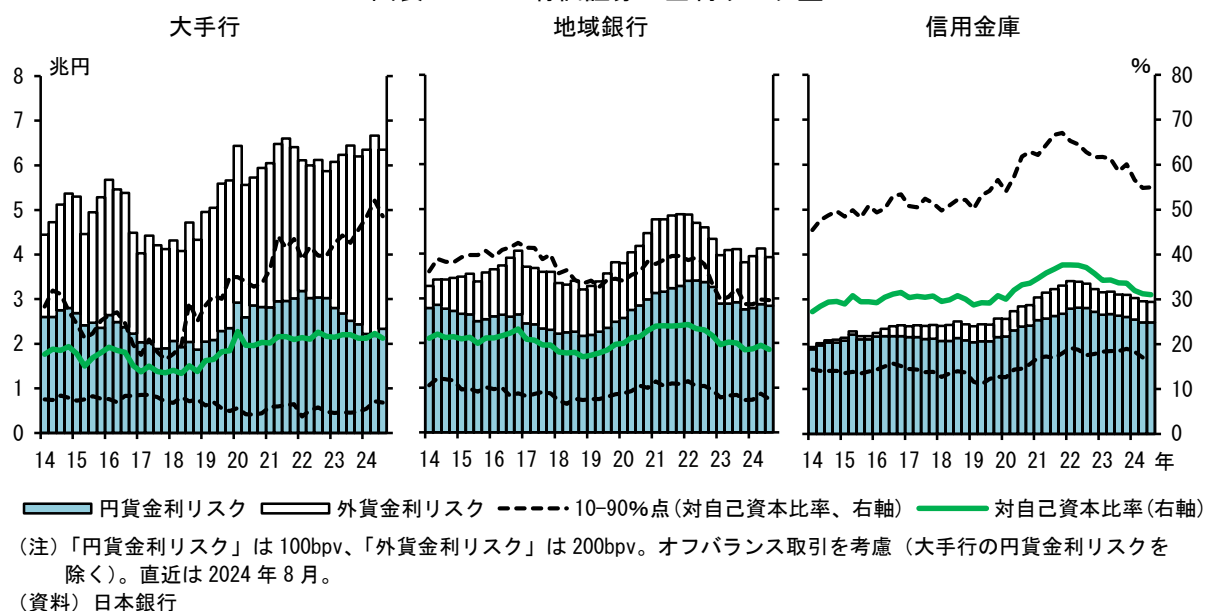
金融機関の有価証券ポートフォリオにおける評価損益（満期保有目的の有価証券を含み、政策保有株式を除く）をみると、国内の長期金利が昨秋以降上昇するなかでも、一段の拡大は抑えられており、リバランスの進展が評価損を抑制している姿が窺える（図表Ⅳ-2-1）。もっとも、内外の金融市場では、株価が今年半ばにかけてやや速いペースで上昇したあと、大きく変動したほか、国債価格のインプライド・ボラティリティも高めの水準で推移している（Ⅱ章を参照）。こうした点も踏まえ、本節では、金融機関の市場リスクプロファイルの現状について整理する。



金利リスク

金融機関の円債・外債投資にかかる金利リスク量——円貨が 100bpv、外貨が 200bpv——をみると、円債については、長めの年限の残高が減少しており、リスク量はひと頃と比べて抑制されている（図表Ⅳ-2-2）。外債については、先行きの金利低下を見込んで、大手行を中心に残高を積み増す動きもみられており、リスク量は増加している。円債・外債を合わせた金利リスク量全体の対自己資本比率は、概ね横ばいとなっている。もっとも、有価証券の金利リスク量は引き続き高い状態にある。また、金利ボラティリティが上昇する場合には、機動的なポジション調整が難しくなる可能性もあり、注意を払ってリスクを管理していく必要がある（円債・外債投資のリバランス動向については、Ⅲ章 1 節やⅣ章 4 節を参照）。

図表Ⅳ-2-2 有価証券の金利リスク量

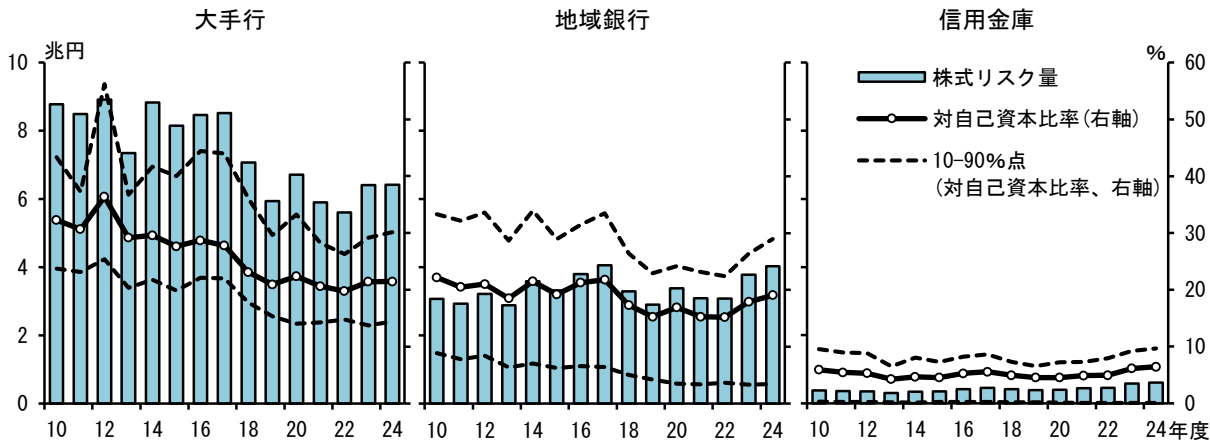


株式リスク

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（図表Ⅳ-2-3）。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%程度の水準となっており、引き続き、金融機関の財務や収益に相応の影響を及ぼし得る規模となっている。政策保有株式の削減による押し下げがみられるものの、内外の金融市場では不安定な動きがみられており、株価ボラティリティの上昇がリスク量増加に寄与する可能性もある。株式保有にかかるリスクとリターンの関係、コーポレートガバナンスや規制対応など様々な観点から株式の保有意義とコストに関して客観的な評価を行い、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していく必要がある²⁹。

²⁹ 株式保有のリスク・リターン、およびコーポレートガバナンスや規制対応に関する論点整理については、金融システムレポート 2023 年 10 月号のⅣ章 2 節参照。

図表Ⅳ-2-3 株式リスク量

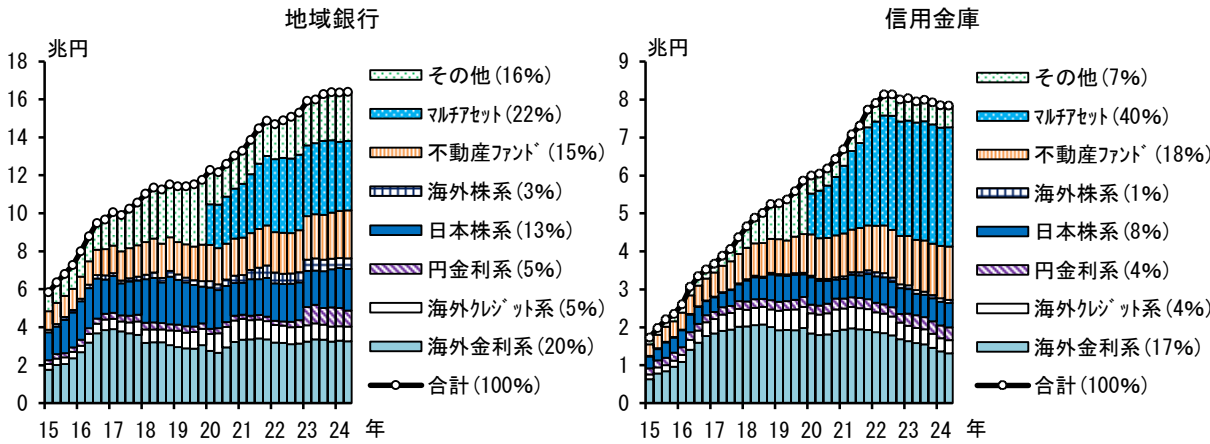


(注) 1. 「株式リスク量」は VaR (信頼水準 99%、保有期間 1 年)。外貨建てを除く。直近は 2024 年 8 月。
 2. 「対自己資本比率」は、国際統一基準行の 2012 年度以降は CET1 資本ベース、国内基準行の 2013 年度以降はコア資本ベース、それ以前は Tier1 資本ベース (経過措置を除く)。
 (資料) 日本銀行

多様化した市場リスク

国内の低金利環境が長引くなか、金融機関は、有価証券投資において、債券や株式以外の金融商品も投資対象としてきた。近年、主に地域金融機関が有価証券投資に投資信託を活用しており、多様なリスクファクターを抱えるようになってきている (図表Ⅳ-2-4)。とくに、マルチアセット型や海外金利系の投資信託を通じて、外貨金利リスクテイクを進めてきた先が多い。金融機関は、投資信託に内在する様々なリスクファクターの変動がもたらす影響を横断的に把握するとともに、組入資産が逆鞘や評価損となるリスクを含めた総合損益の動向について、きめ細かくモニタリングする必要がある。

図表Ⅳ-2-4 投資信託残高の内訳



(注) 1. 取得原価ベース。凡例内の数字は直近時点での構成比。直近は 2024 年 6 月。
 2. 2019 年 12 月以前の「その他」には「マルチアセット」を含む。
 (資料) 日本銀行

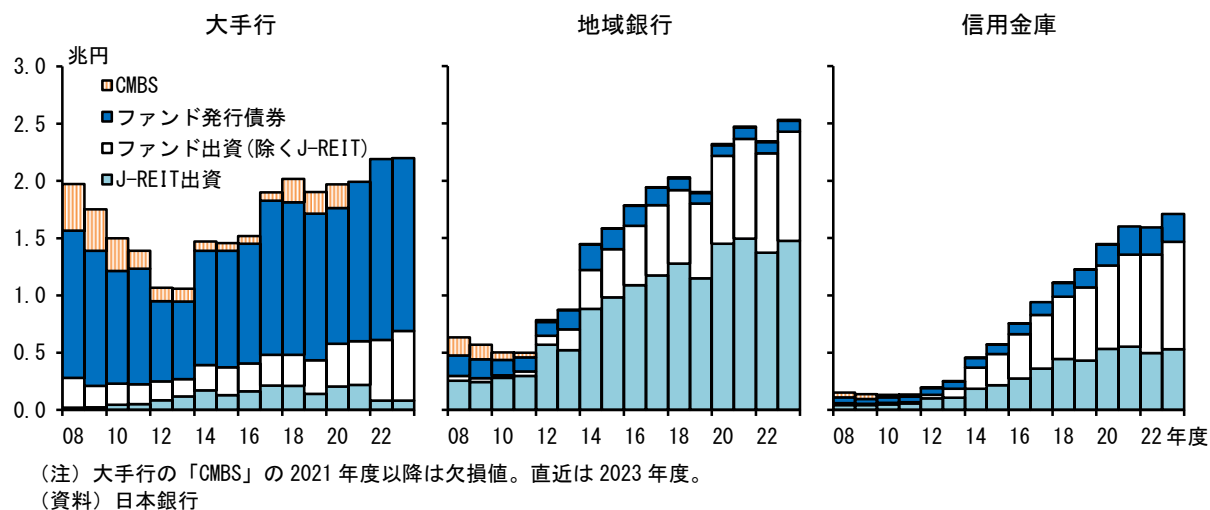
また、長い目でみると、金融機関は利回り確保の観点から国内不動産ファンドを積み増してきた (図表Ⅳ-2-5)。不動産リスク量は、対自己資本比率でみて、平均的には抑制されてい

IV. 金融機関が直面するリスク

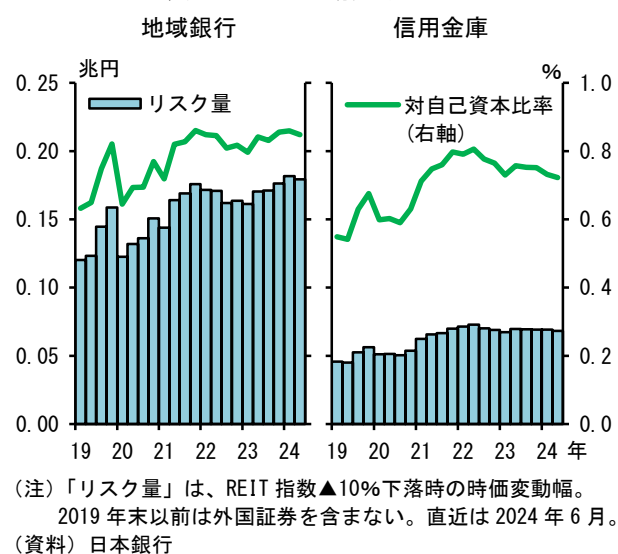
2. 有価証券投資にかかる市場リスク

ものの、REIT やファンドが保有する物件価格の下落や賃料収入の減少に伴う時価の下落リスクには注意が必要である（図表IV-2-6）。

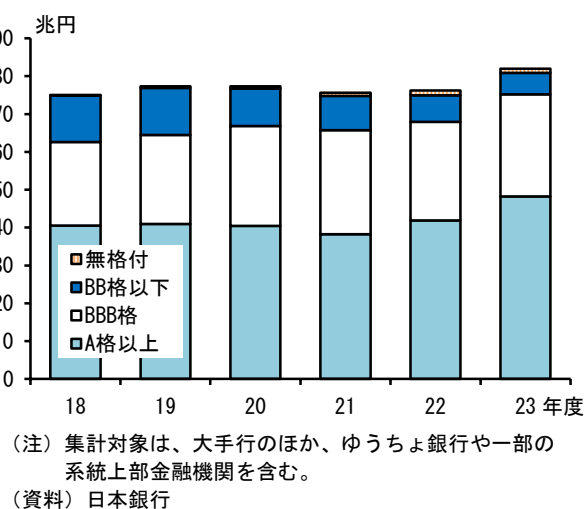
図表IV-2-5 不動産関連の有価証券投資



図表IV-2-6 不動産リスク量



図表IV-2-7 格付け別にみた海外クレジット投資残高



金融機関の海外クレジット投資については、先行き金利が低下していくとの予想のもと、既往の高金利のもとで発行された商品への需要が高まっており、残高は増加に転じている。もっとも、引き続き高格付け商品が選好されているもとで、全体としてはリスク抑制的な運営がなされている（前掲図表Ⅲ-1-17、図表IV-2-7）。金融機関からの報告によると、保有する証券化商品のほとんどは、レバレッジドローンを裏付けとする CLO を含め、AAA 格を維持している。ただし、先行きの海外経済を巡る不確実性は大きい状態が続いており、海外クレジット投資に取り組む金融機関は、最近の経済・物価・金利動向の変化に留意し、リスク管理の継続的な向上に努めていく必要がある。

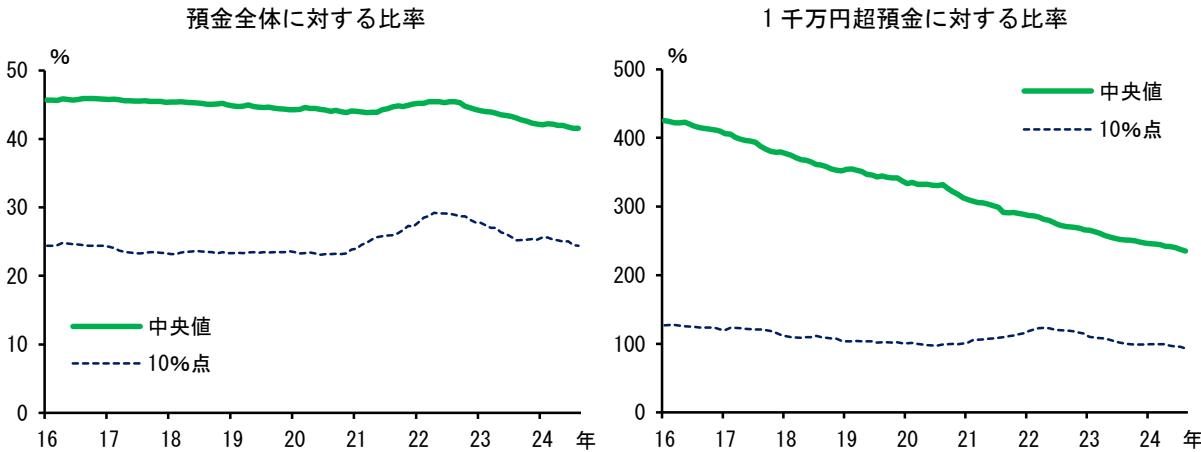
3. 資金流動性リスク

円貨資金流動性リスク

円貨資金については、金融機関は小口の粘着的な個人預金を中心に、十分な資金流動性を有している。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。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）と 1 週間以内に資金化可能な第二線準備（流動化可能債券など）を合わせた流動資産の水準は、平均的には、預金全体の 40%程度で推移しているほか、付保対象外となる 1 千万円超の預金残高の 240%程度をカバーできている（図表Ⅳ-3-1）³⁰。このことは、付保対象外預金が一週間以内に全額流出するという厳しい事態を想定しても、金融機関は十分な支払準備を確保していることを意味している。

図表Ⅳ-3-1 流動資産比率



（注）1. 右図の1千万円超預金は、1口座1千万円超の法人・個人預金残高（当座預金を除く）。

2. 集計対象は地域銀行と信用金庫。後方12か月移動平均。直近は2024年8月。

（資料）日本銀行

預入主体別の預金残高をみると、個人・法人とも増加傾向が続いている（図表Ⅳ-3-2）。感染症拡大以降に増加した法人預金は、経済活動の回復に伴う売上増を背景とした増加がみられるものの、コロナ関連融資の返済進捗や財政支出の一服、法人税納税額の増加等が下押し要因として寄与しており、伸び率は鈍化している。個人預金は、賃金上昇が押し上げ要因となるなか、前年比でみて同程度のペースでの増加が続いている。ただし、やや長い目でみると、地域金融機関などにおいて、高齢化・人口減少により、徐々に預金流出していく可能性には留意する必要がある。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

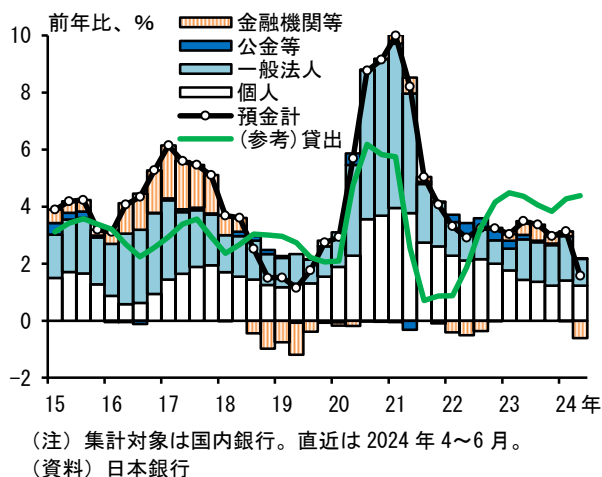
³⁰ 長い目でみると、法人預金の増加を受けて、付保対象外となる1千万円超の預金残高が増加していることなどから、同残高を分母にした場合の流動資産比率は、平均的には低下している。

IV. 金融機関が直面するリスク

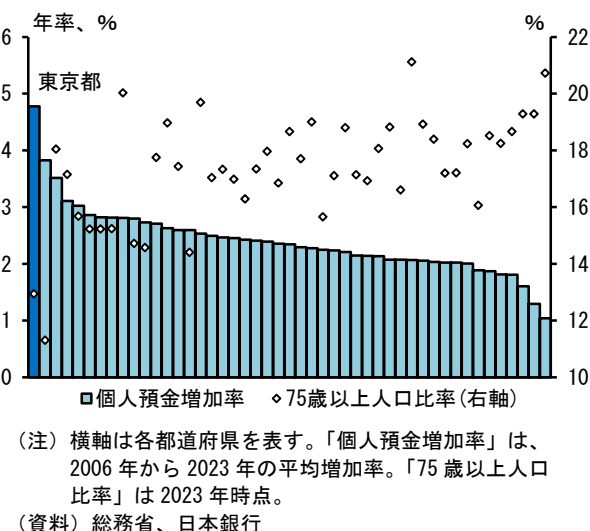
3. 資金流動性リスク

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。実際、個人預金の増加率を都道府県別にみると、東京都など 75 歳以上人口の少ない地域で高い伸びとなる傾向がみてとれる（図表Ⅳ-3-3）。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-3-2 預入主体別の預金残高



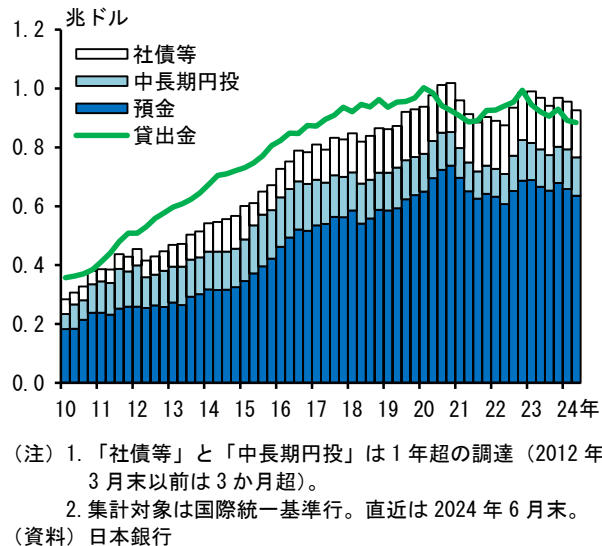
図表Ⅳ-3-3 都道府県別にみた個人預金増加率



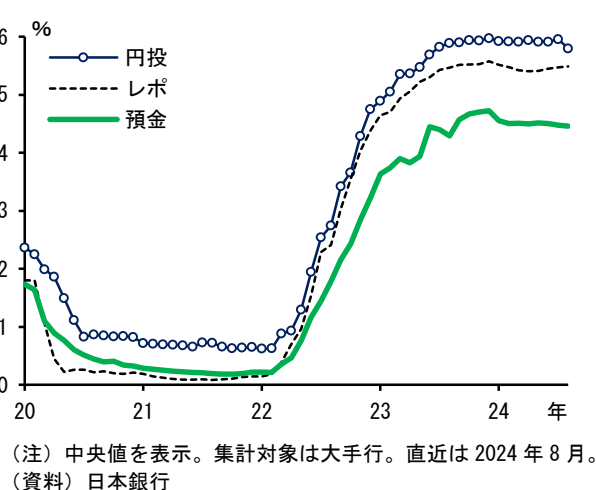
外貨資金流動性リスク

外貨資金については、引き続き、先行きの金融・経済の不確実性を踏まえて、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運用を上回った状態にある（図表Ⅳ-3-4）。この間、ドル調達コストは既往の米国短期金利上昇の影響から高水準となっているが、邦銀の調達プレミアムは安定的に推移しており、ドル調達環境は落ち着いた状況が続いている（図表Ⅳ-3-5）。

図表Ⅳ-3-4 大手行の運用・調達ギャップ



図表Ⅳ-3-5 ドル調達コスト

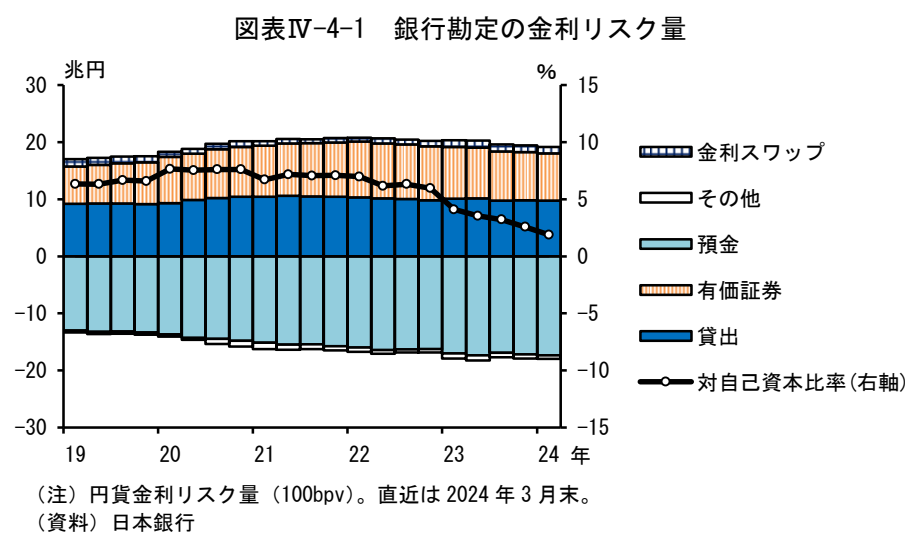


金融機関は、調達手段ごとのコストとリスク特性を踏まえたうえで、安定的な外貨調達基盤を確保する必要がある。大手行には、引き続き、粘着性の高い預金や長期の市場調達など、安定調達を意識した取り組みが期待される。

4. バランスシート運営を巡るリスク

(1) 金利上昇に対する耐性

銀行勘定全体でみた場合の円貨金利リスク量（100bpv）は、自己資本対比でみて引き続き低位に抑制されており、総じて十分な損失吸収力を有している（図表Ⅳ-4-1）³¹。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。



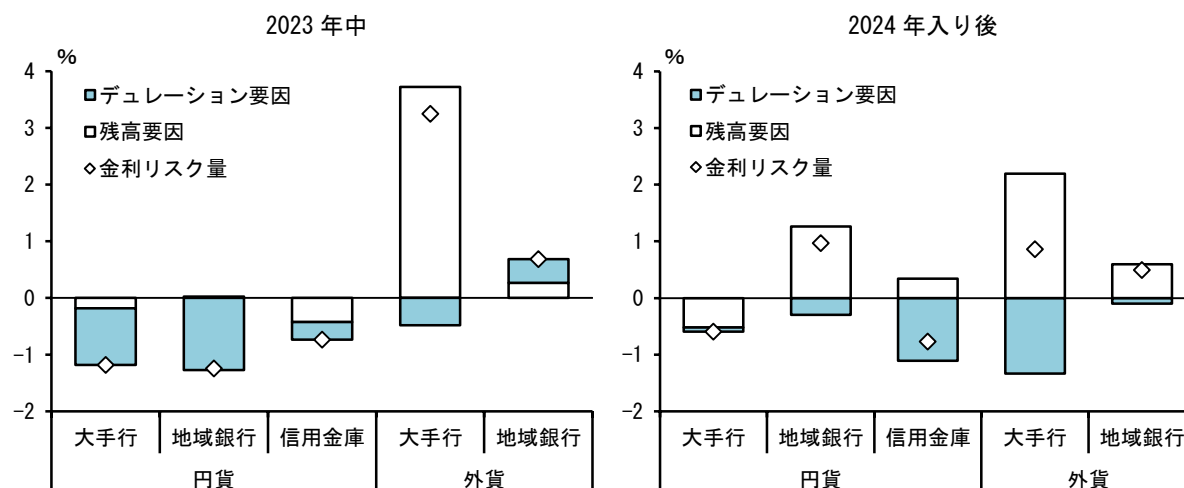
このうち資産サイドのリバランス動向をみると、昨年以降の円債デューレーションの短期化の動きが引き続きみられている（図表Ⅳ-4-2）。足もと、一部の金融機関では、期間収益確保を目指し、中期ゾーンで買いを入れている先も出てきているが、金融政策の修正観測を背景に、全体としては金利リスクテイクに慎重なスタンスが維持されている³²。なお、時価評価しない満期保有目的債券や、円債を裏付け資産とするリパッケージローンに入れ替える金融機関も増えている（図表Ⅳ-4-3）。地域銀行でも、満期保有目的での円債保有比率が高い先ほど、（満期保有目的の有価証券を含めた）円貨金利リスクを高めている傾向がある（図表Ⅳ-4-4）。

³¹ 負債サイドの金利リスク量を計算する際には、満期をもたない要求払預金について、長期にわたって口座に滞留している粘着的な部分（コア預金）があることも勘案している。コア預金の粘着性にかかる議論については、金融システムレポート2023年10月号のBOX2を参照。

³² 外債については、先行きの金利低下を見込んで、大手行を中心にキャピタルゲイン目的で残高を積み増す動きもみられる。Ⅲ章1節も参照。

IV. 金融機関が直面するリスク
4. バランスシート運営を巡るリスク

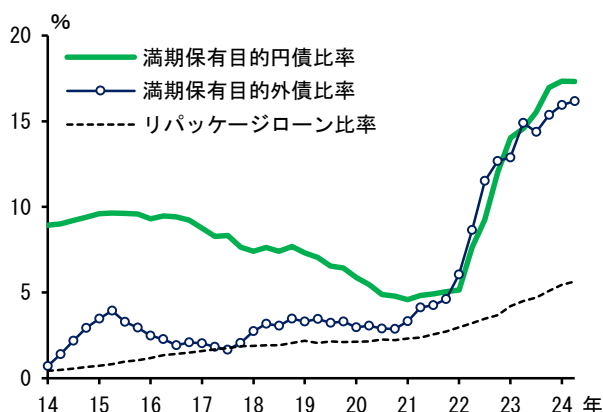
図表IV-4-2 金利リスク量の変動要因



(注) 金利リスク量(円貨は100bpv、外貨は200bpv)の変化の対自己資本比率を表示。右図の「2024 年入り後」は2024 年初から8 月末にかけての変化。

(資料) 日本銀行

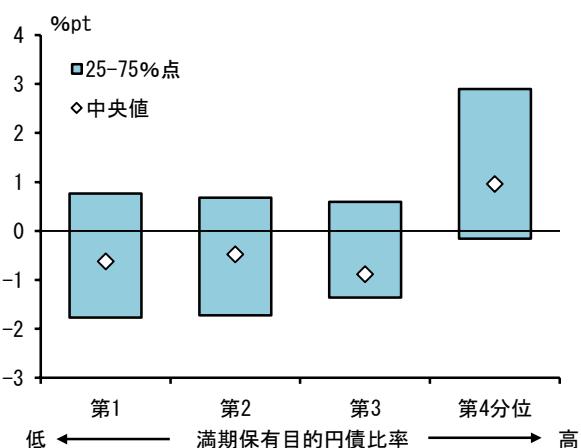
図表IV-4-3 時価評価しない債券の保有比率



(注) 1. 「満期保有目的比率」は対円(外)債残高比率。集計対象は大手行、地域銀行、信用金庫。
2. 「リパッケージローン比率」は対円債残高比率。集計対象は地域銀行と信用金庫。
3. 直近は2024 年6 月。

(資料) 日本銀行

図表IV-4-4 満期保有目的比率別にみた円貨金利リスク量の変化(地域銀行)



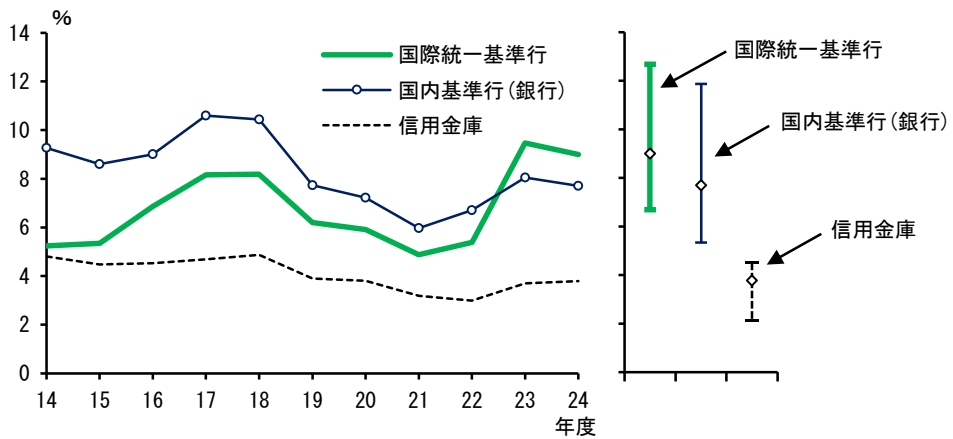
(注) 満期保有目的円債比率(2024 年8 月時点)の分位ごとに、円貨金利リスク量変化(100bpv の対自己資本比率、2023 年末~2024 年8 月)の中央値(マーカー)と25-75%点(バンド)を表示。集計対象は地域銀行。

(資料) 日本銀行

先行きの円金利上昇を予想する金融機関を中心に、資産サイドのデュレーションの短期化が行われた結果、平均的には、円金利上昇に対する金融機関の耐性は高まる方向にある。ここでは、市場金利が直近の水準から上昇し、有価証券の評価損が拡大するという想定のもとでの簡易的なリバース・ストレステストによって、金融機関が十分な損失吸収力を維持できる10 年国債の金利水準を試算した。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た。また、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、規制資本ベースではなく、経済価値ベースでみた自己資本比率が規制水準を維持できるかどうかを計算してい

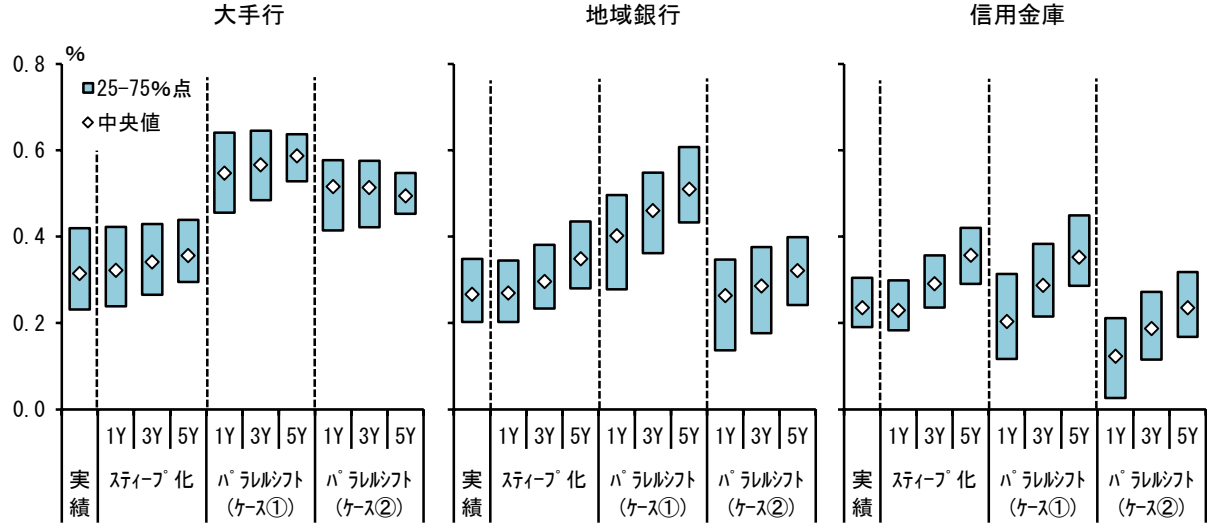
る³³。なお、以下の分析も含め、本節のシミュレーションでは、金融機関による金利上昇時の
マネジメント・アクション——金利ヘッジや損失確定売りなどのポジション調整——は勘案
していない。試算結果では、業態にかかわらず、円金利が上昇する状況を想定しても、相応
の経済資本が維持されることが示される（図表Ⅳ-4-5）。もっとも、リバランスの大きさには
ばらつきがあり、もともと金利リスク量の水準が高いもとの、金利リスク量の削減が相対的
に遅れている先もある。

図表Ⅳ-4-5 所要自己資本比率が経済価値ベースでも維持される金利水準
業態別集計値 直近の分布



（注）自己資本比率の計算に、規制資本に含まれない有価証券の評価損益を勘案した場合でも、所要自己
資本比率が維持できる 10 年物国債金利の水準。右図の分布は 25-75%点。直近は 2024 年 8 月。
（資料）財務省、日本銀行

図表Ⅳ-4-6 コア業務純益 ROA の水準



（注）1. いずれも 10 年金利が+1%pt 上昇した場合のシミュレーション結果（「スティープ化」は短期金利不変、「パラルシフト」は
短期金利も+1%pt 上昇）。短期プライムレート連動型貸出と固定金利貸出の追従率は、「スティープ化」と「パラルシフト
（ケース①）」では 100%、「パラルシフト(ケース②)」では 50%と想定。
2. 実績は 2023 年度（投信解約損益を除く）。横軸は、金利上昇後の経過年数を示す。
（資料）日本銀行

³³ 具体的には、保有目的や規制資本に含まれるかを問わずすべての有価証券を時価評価することとする。

IV. 金融機関が直面するリスク

4. バランスシート運営を巡るリスク

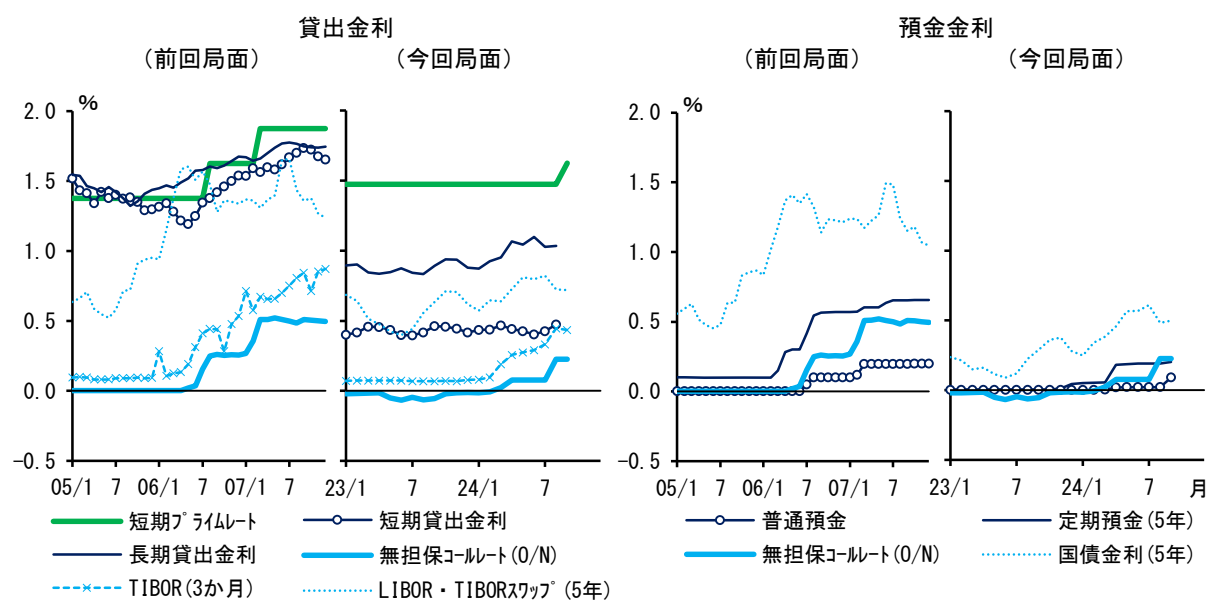
次に円金利の上昇について、イールドカーブの形状や金利の上昇幅に、いくつかの簡単化のための前提を置いたもとでの各金融機関のコア業務純益の変化を試算する（図表IV-4-6）³⁴。イールドカーブがスティープ化する場合、いずれの業態でも、1～5年の間、コア業務純益は時間の経過とともに増加する。+1%pt という相応に大きなパラレルシフトの場合でも、1年後でみると、運用サイドで金利更改を迎えるものが少ない地域金融機関では、マネジメント・アクションがないとの前提のもとで、コア業務純益が一時的に減少する先もあるが、その後は、業態にかかわらずコア業務純益が増加していく。前述の通り、銀行勘定全体でみた金利リスク量が低位に抑制されていることから示されるように、やや長い目でみれば、金利上昇が金利更改後の金融機関財務にプラスに作用することが確認される。

（2）預貸金利の追随率

本節では、直近にかけて確認された預貸金利の動向を振り返ったあと、前回の利上げ局面の追随率に関する推計結果を参考に、今回局面における追随率に影響を与えうる要因を整理する。

3月の金融政策の枠組み変更と7月の政策金利の引き上げを受けて、貸出市場では、市場金利連動型のベースレートとなるTIBORの3か月物は緩やかに上昇している（図表IV-4-7左図）。プライムレート連動型のベースレートとなる短期プライムレートは横ばいで推移した

図表IV-4-7 貸出金利と預金金利（前回利上げ局面との比較）



（注）1. 貸出金利は新規貸出約定平均金利（後方3か月移動平均）。預金金利は代表的な店頭表示金利。

「LIBOR・TIBOR スワップ」は前回局面がLIBOR スワップ、今回局面がTIBOR スワップ。

2. 直近は、市場金利・短期プライムレート・預金金利が2024年9月、貸出金利が2024年8月。

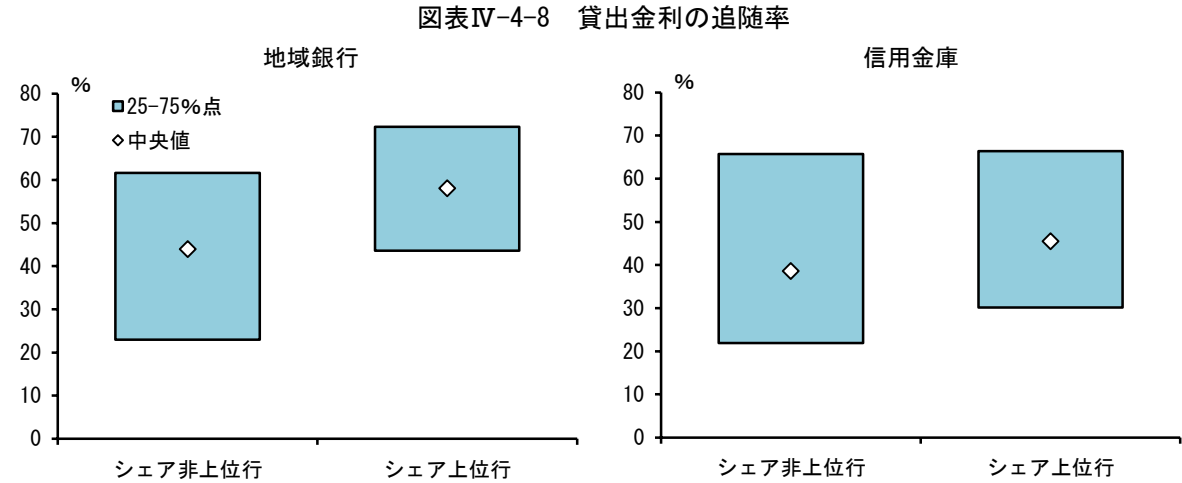
（資料）Bloomberg、Haver Analytics、財務省、日本銀行

³⁴ 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%。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。

あと、9 月以降は引き上げの動きが広がっている。預金市場では、普通預金・定期預金とも、多くの金融機関が 4 月に金利を引き上げたあと、9 月入り後には、9 割を超える先が普通預金金利を 0.1%程度まで引き上げている（図表Ⅳ-4-7 右図）。これまでのところ、貸出金利および預金金利の引き上げ幅は小幅であるものの、今後、金融機関の預金・貸出金利の引き上げがどのように進んでいくかについての不確実性が大きいことに留意する必要がある。

貸出金利

前回利上げ局面である 2006～2007 年について、貸出金利の動きを確認すると、政策金利が 50bp 上昇するもとで、新規貸出約定平均金利は 30bp 程度上昇し、両者の比でみた場合の追随率は平均では 60%程度となっていた。こうして計算した追随率には、当時、貸出市場でみられた需給・競争環境の変化の影響も反映されていると考えられる。実際、金融機関ごとに違いがみられており、各都道府県における貸出シェア上位行庫ほど、競争力が高いほか、市場金利連動型貸出の割合が大きいこともあり、貸出金利の上昇幅が大きく、その他先では貸出金利の引き上げが相対的に小幅にとどまったように窺われる（図表Ⅳ-4-8）。後述するⅤ章 1 節でも確認しているように、各地域の貸出市場における競争環境は、全体としては、前回局面と比べて一段と厳しさを増しているとみられ、この点を勘案すると、前回局面と同程度に貸出金利を引き上げることが難しい金融機関もある可能性がある。



(注) 1. 貸出金利の追随率は、2006 年上期から 2007 年下期にかけての貸出約定平均金利（新規・総合）の変化幅を、同期間の政策金利の変化幅（0.5%pt）で除して算出。
 2. 貸出シェアは、本店所在地（都道府県）の貸出総額に占めるシェア。シェア上位行は、同一業態の中で貸出シェアが高い先を表し、地域銀行は各都道府県のトップ先、信用金庫は各都道府県の上位 25%に入る先として定義。
 (資料) 日本銀行

預金金利

前回利上げ局面における預金金利の動きをみると、普通預金金利の追随率は約 40%（政策金利が 50bp 上昇するもとで 20bp 程度上昇）、定期預金金利（1 年物）では約 80%（対応する年限の市場金利が 40bp 程度上昇するもとで 32bp 程度上昇）となっていた。もっとも、

IV. 金融機関が直面するリスク
4. バランスシート運営を巡るリスク

預金金利の追随率は、個人預金の粘着性や競争環境など、様々な要素に影響されることから、今次局面での追随率は前回局面とは異なる可能性もある。この点を見るため、まず、前回利上げ局面の定期預金金利のデータを用いて、追随率の押し上げ・押し下げ要因を整理する³⁵。推計結果をみると（図表Ⅳ-4-9）、預金の粘着性の高さと関連すると考えられる、個人預金や付保預金（1千万円以下預金）の割合が高いほど追随率は低くなり、金融機関からみた資金運用ニーズの大きさと関連すると考えられる預貸比率や総資産の伸びが低いほど、あるいは流動資産比率が高いほど追随率は低くなる。また、預金市場の競争環境も、追随率の大きさを左右する。

図表Ⅳ-4-9 預金金利の追随率に関する推計結果

		被説明変数：定期預金金利		
		モデル1	モデル2	モデル3
説明変数	個人預金比率	-0.173**	—	-0.562***
	1千万円以下預金比率	—	-0.352***	—
	ハーフィンダール指数	-0.112**	-0.097*	-0.089*
	預貸比率	0.297***	0.236***	—
	総資産の伸び率	0.232***	0.237***	0.250***
	流動資産比率	—	—	-0.160**
	利上げ前の預金金利水準	-0.901***	-0.894***	-0.820***
	定数項	0.704***	0.704***	0.704***
Adj. R ²		0.550	0.565	0.492
サンプル数		388	388	388

（注）1. 定期預金金利は1年物。「1千万円以下預金比率」は、1口座当たり1千万円以下の個人・法人預金が預金残高に占める比率（付保対象となる当座預金は残高にかかわらず含む）。「ハーフィンダール指数」は、各都道府県における全金融機関の預金シェアの二乗和（金融機関ごとの値は都道府県別預金残高のウェイトで加重平均することにより算出）。「総資産の伸び率」は、2003年度から2005年度の平均変化率。「流動資産比率」は、（現金＋預け金＋国債）／預金残高。

2. ***は1%、**は5%、*は10%水準で有意。

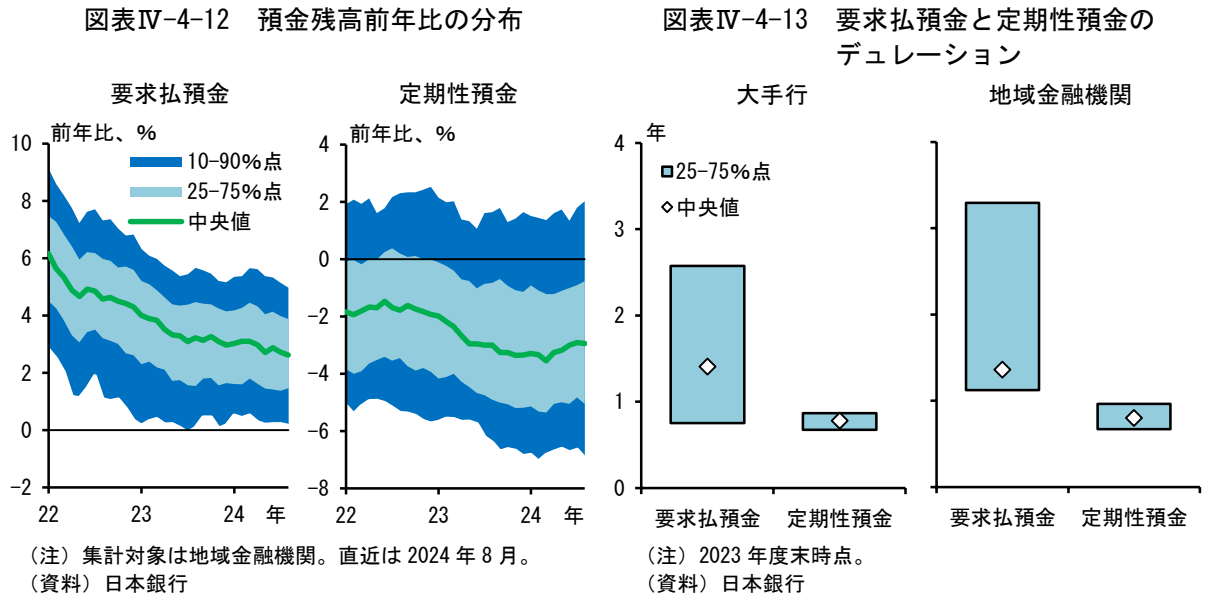
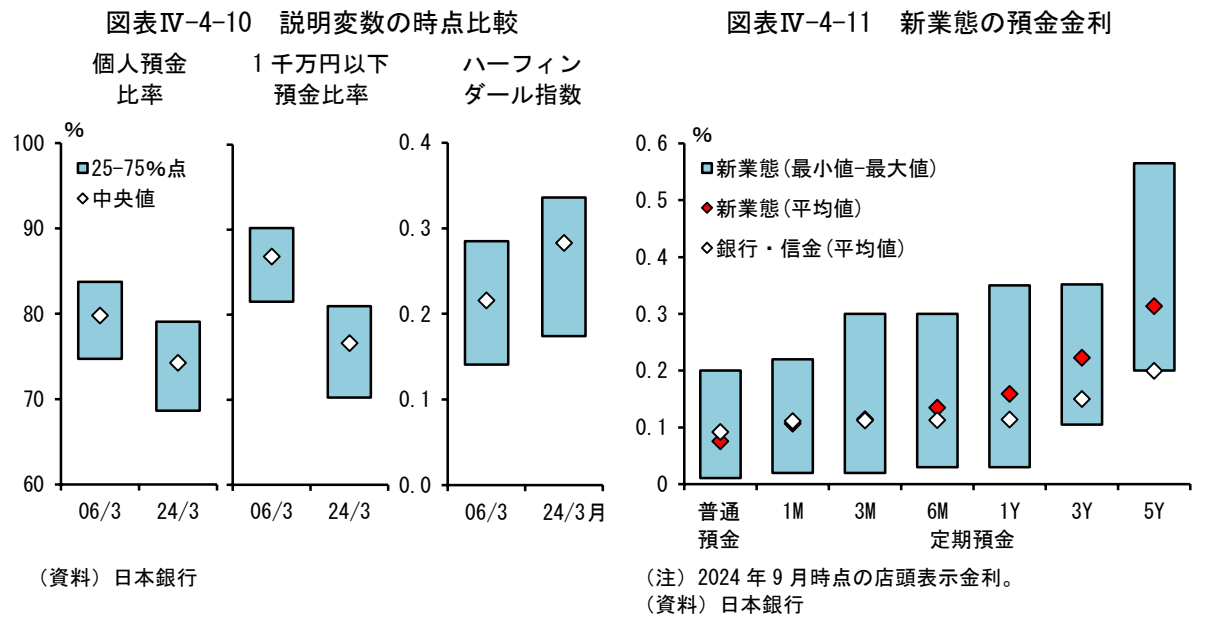
（資料）日本銀行

それぞれの変数を用いて、前回局面と今回局面における、金融機関にとっての外部環境の違いを考察すると（図表Ⅳ-4-10）、まず、粘着性の高い個人預金や付保預金の比率は低下しており、今回局面では、前回局面以上に預金金利を上昇させる圧力が生じる可能性がある。一方、競争環境の観点から、各地域の預金市場における金融機関の集中度（ハーフィンダール指数）をみると上昇しており、これは追随率を押し下げる要因になると考えられる。ただし、最近では、インターネット専業銀行の広がりによって競争環境に変化が生じていることに注意が必要である。インターネット専業銀行の預金金利は、個別金融機関ごとに幅はあるものの、高めに設定される傾向があるうえ、優遇キャンペーンを含む実際の適用金利は店頭表示金利を上回ることが多い（図表Ⅳ-4-11）。

預金残高の前年比の推移をみると、要求払預金は多くの先で増加が続いており、政策金利の引き上げ前後での大きな変化はみられない（図表Ⅳ-4-12）。また、定期預金にも、顕著な

³⁵ 金融システムレポート2023年10月号のBOX2を参照。厳密には、被説明変数は、政策金利に対する追随率を採用している。なお、データ制約により、流動性預金金利ではなく、期間の短い定期預金の金利を分析対象としている。

変化はみられない。これらの点は、現時点では、金利上昇による商品間のシフト（要求払預金から定期預金へのシフト）や金融機関間のシフトが限定的であることを示唆している。ただし、金融環境の変化によっては、家計・企業の資産選択の選好が変化する可能性もある。例えば、コア預金を含め、粘着的な部分が大きくデュレーションが長いと認識していた要求払預金が減少すれば、資産・負債のデュレーション・ギャップが拡大する可能性がある（図表Ⅳ-4-13）。一方、長期間にわたる低金利環境のもとで、定期預金のデュレーションは総じて短くなっており、先行き、より長い満期の定期預金へのシフトが生じる可能性もある。金融機関は、資産・負債のデュレーション・ギャップの変動に応じて、運用サイドの金利リスク量を損失吸収力に見合ったものに調整していくことが期待される。

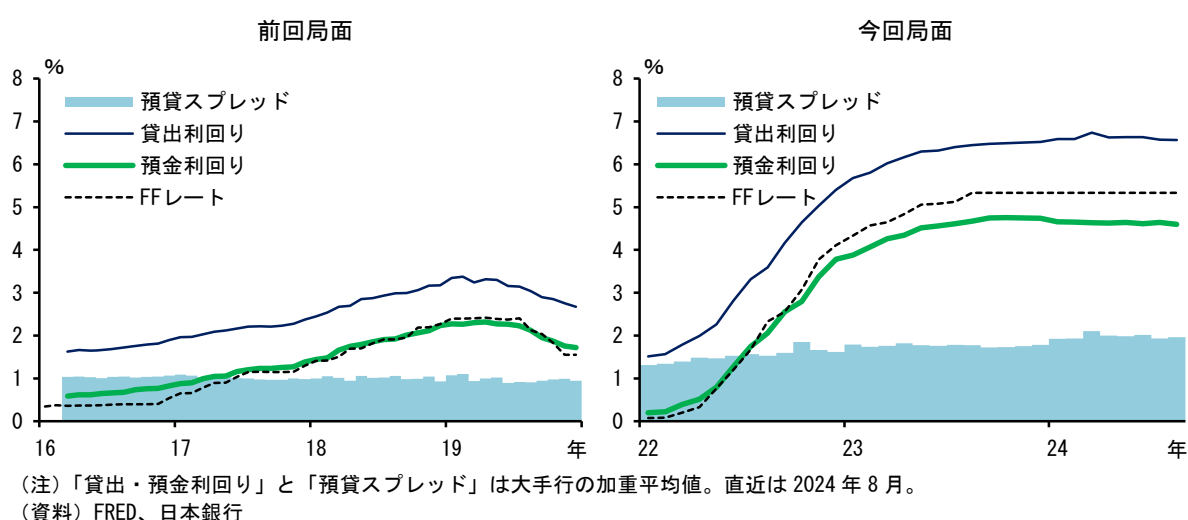


IV. 金融機関が直面するリスク
5. 経営環境の変化がもたらすリスク

海外部門の預貸金利

外貨についてみると、大手行のドル建て貸出の利回りは、貸出の大半が変動金利型であることから、市場金利の大幅な上昇につれて上昇したあと、最近は横ばいで推移している（図表Ⅳ-4-14）。大手行のドル預金の利回りも同様に上昇してきたが、地元米銀が金利追随率を抑制してきたこともあって、貸出利回り対比、上昇幅は抑えられている。その結果、これらの差である預貸スプレッドをみると、今次局面では緩やかな拡大傾向がみてとれる。このことは、大手行の国際業務部門における資金利益の堅調さにも反映されているが、米金利の先行きやその預貸スプレッドへの影響について注意していく必要がある。

図表Ⅳ-4-14 海外預貸金利（前回利上げ局面との比較）



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

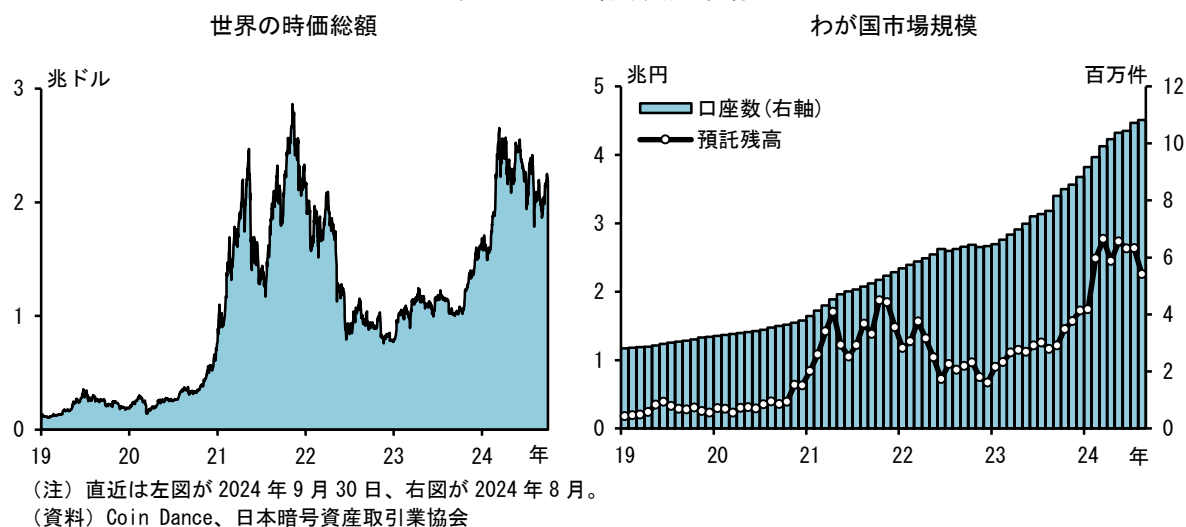
デジタル技術の普及は、金融機関にとって、業務効率化や新たな金融サービス提供の機会となると同時に、新たなリスクの源泉にもなる³⁶。以下では、こうしたリスクに関連する論点のうち、①暗号資産取引の金融リスク、②オペレーショナル・レジリエンス、③新技術への対応について取り上げる。

³⁶ 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。

暗号資産取引の金融リスク

世界の暗号資産市場の時価総額は、昨年後半から本年入り後にかけて大きく拡大したあと、振れを伴いつつ横ばい圏内で推移している（図表Ⅳ-5-1）。その背景として、米国証券取引委員会（SEC）が複数の暗号資産 ETF を承認するもとの、個人投資家や機関投資家から投資資金が流入するとの期待が高まったことが指摘されている³⁷。わが国の暗号資産市場も、市場規模は引き続き限定的であるものの、国内取引所における暗号資産の口座数・預託残高が既往ピーク圏で推移するなど、取引参加者の裾野は広がっている。

図表Ⅳ-5-1 暗号資産市場



各国の金融当局は、こうした民間取引における暗号資産のプレゼンスの高まりを受けて、包括的な規制・監督を実施するための議論を進めており、昨年10月には、G20財務大臣・中央銀行総裁会議で「暗号資産に関するG20ロードマップ」が採択された。暗号資産に関連する金融エコシステムは、技術的に複雑なうえに地理的な制約も受けないことから、全容を把握しにくく、想定外の規模で金融リスクが顕在化する恐れもある。各法域が、国際的な合意に基づく対応をしっかりと実施していくことが重要である。現時点では、伝統的な金融システムにおける暗号資産関連エクスポージャーはきわめて限定的であるが³⁸、金融機関による暗号資産保有が拡大し、伝統的な金融システムの安定に影響が及ぶことを念頭に、金融機関による暗号資産の保有に対する規制策定が進展している。本年7月、バーゼル銀行監督委員会（バーゼル委）は、「暗号資産の開示枠組み」の最終化と「銀行の暗号資産の保有に係る規則文書」の改訂を公表した³⁹。わが国では、厳格な監督指針のもと、現時点でこれらの

³⁷ SECは2024年1月にビットコインの現物ETFを、2024年7月にイーサリアムの現物ETFを承認した。

³⁸ バーゼル銀行監督委員会が半期毎に実施している定量的影響度調査によると、昨年上半期時点で、調査対象先である177行のうち暗号資産へのエクスポージャーを報告したのは28先（うち11先が北米・中南米、15先が欧州）にとどまる。同28先の総エクスポージャーに占める暗号資産の規模も0.013%程度と限定的である。

³⁹ 詳しくは、次の文献を参照。Basel Committee on Banking Supervision, *Disclosure of cryptoasset exposures*, July 2024. Basel Committee on Banking Supervision, *Cryptoasset standard amendments*,

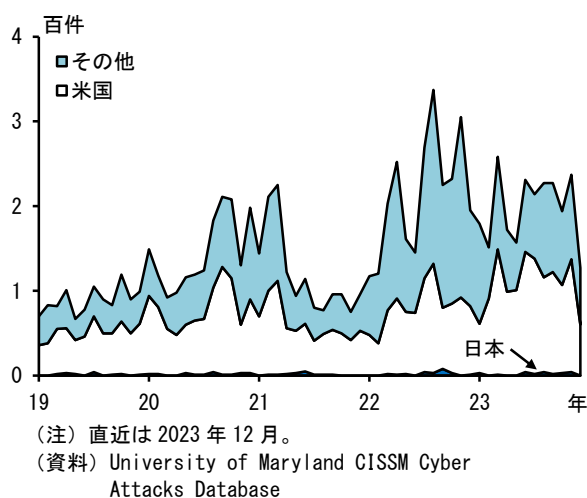
IV. 金融機関が直面するリスク
5. 経営環境の変化がもたらすリスク

条件を満たすエクスポージャーを抱えている先はないものの、今後、国際統一基準行が暗号資産の保有を増やしていく場合には、こうした規制への対応が必要となる可能性がある。

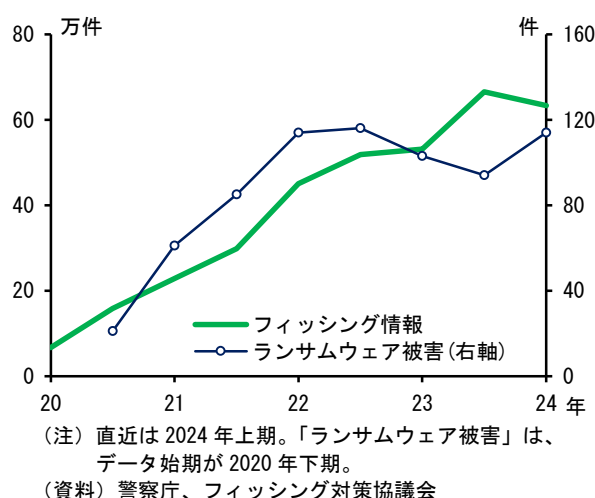
オペレーショナル・レジリエンス

国内で確認されたサイバー攻撃事案は海外に比べて少ないものの、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、図表IV-5-3）。水際対策に加え、脅威の侵入を前提とする「ゼロ・トラスト」の考え方に立ったサイバーセキュリティ対策の重要性が増している。

図表IV-5-2 世界のサイバー攻撃件数



図表IV-5-3 わが国の被害件数



昨年行われた国内法人に対するある民間調査では、約6割の企業が直近3年間にサイバー攻撃を受けたと回答した⁴⁰。このうち約半数が実際にあった被害額を回答しているが、その平均被害額は過去3年累計で1億円強となっており、一部には、10億円以上の被害が生じた先も存在している（図表IV-5-4）。このように、サイバー攻撃による被害額の分布は、極端に被害額が大きくなる確率を無視できない形になっているのが特徴である⁴¹。なお、上記の被害額は①直接コスト（業務停止期間の売上、補償金など）、②復旧コスト（データやシステムの復旧人件費など）、③再発防止コストの合計として算出しており、ブランドイメージの低下などに伴う間接的なコストは含まれていない点に留意が必要である。金融機関の場合、サイバー攻撃をきっかけとして顧客の信頼が失われ、預金流出や資金需要の低下につながれば、はるかに多額の被害が発生する可能性がある。こうしたことから、金融機関はサイバーセキュ

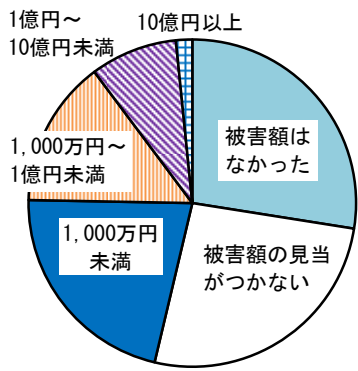
July 2024. これらの文書は、2026年1月1日から適用される。

⁴⁰ トレンドマイクロ社「セキュリティ成熟度と被害の実態 2023」（2023年6月調査）に基づく。また、最近では、金融機関が業務委託を行っている企業がサイバー攻撃を受け、一部の顧客情報が流出する事件も発生しており、サイバーリスクの高まりが窺われる。

⁴¹ 本年4月に公表された国際通貨基金（IMF）の国際金融安定性報告書（GFSR）でも、サイバー攻撃による被害額の分布が大きく歪んで（skewed）おり、きわめて大きな被害が発生する確率が近年高まっていることが指摘されている。

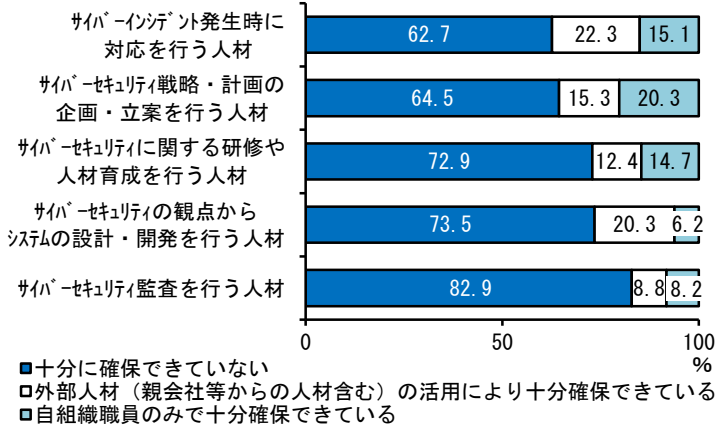
リティを強化する必要があるが、サイバーセキュリティ人材の確保が、多くの金融機関の共通の課題となっている（図表Ⅳ-5-5）⁴²。

図表Ⅳ-5-4 わが国におけるサイバー攻撃の被害額



（注）集計対象は、過去 3 年間にサイバー攻撃を受けた企業。トレンドマイクロ社「セキュリティ成熟度と被害の実態 2023」（2023 年 6 月調査）に基づく。
（資料）トレンドマイクロ社・NPO 法人 CIO Lounge

図表Ⅳ-5-5 サイバーセキュリティ人材の確保状況



（注）集計対象は地域金融機関。日本銀行・金融庁による「サイバーセキュリティセルフアセスメント」（2023 年 7～8 月に実施）の結果に基づく。
（資料）日本銀行・金融庁

各国の金融当局でも、こうしたサイバーセキュリティ上のリスクの増大に対して、連携を取りながら対応を進めている。2015 年には、金融セクターにおけるサイバーセキュリティの促進と G7 の協力関係の構築を目的として、G7 財務大臣・中央銀行総裁会議の承認に基づき、G7 サイバー・エキスパート・グループ（CEG）が設立された。CEG には、G7 各国および EU の金融当局がメンバーとして参加しており、わが国からは日本銀行のほか金融庁・財務省が参加している。本年 4 月には、金融セクターに影響を及ぼす重大なクロスボーダーのサイバー・インシデントが発生した場合を想定して、CEG によるクロスボーダー協調演習が行われた。CEG はこのほかにも、G7 としてコンセンサスを得たサイバーセキュリティに関する基本的な論点やベストプラクティスを「基礎的要素」として整理・公表している。例えば、2022 年には、世界的にランサムウェアの脅威が高まっていることや、金融機関の業務においてサードパーティへの依存度が増していることを踏まえ、ランサムウェアやサードパーティ・リスクに関する 2 本の基礎的要素を公表した⁴³。これらの基礎的要素に拘束性はないものの、

⁴² 地域金融機関におけるサイバーセキュリティ人材の確保・育成については、以下の文献を参照。日本銀行金融機構局・金融庁総合政策局、「地域金融機関におけるサイバーセキュリティセルフアセスメントの集計結果（2023 年度）」、金融システムレポート別冊シリーズ、2024 年 4 月。
⁴³ 詳しくは、次の文献を参照。G7 Fundamental Elements of Ransomware Resilience for the Financial Sector, October 2022. G7 Fundamental Elements for Third Party Cyber Risk Management in the Financial Sector, October 2022. なお、これらの文書に加え、これまで CEG では次の基礎的要素にかかる文書も公表している。G7 Fundamental Elements of Cybersecurity for the Financial Sector, October 2016. G7 Fundamental Elements for Effective Assessment of Cybersecurity in the Financial Sector, October 2017. G7 Fundamental Elements for Threat-LED Penetration Testing, October 2018. G7 Fundamental Elements of Cyber Exercise Programmes, November 2020.

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

金融機関および金融当局は、基礎的要素を参照しつつサイバーセキュリティを高度化していくことが期待される。

新技術への対応

近年、デジタル技術を含む新しい計算技術の研究・実用化のスピードが加速し、金融業務に変革が生じている。そして、それとともに、新たなリスクにもさらされている。

例えば、足もと、次世代のコンピュータとして、量子コンピュータの開発が進められている点が挙げられる。仮に量子コンピュータが実用化されると、既存のコンピュータを活用した場合よりも優れた金融ソリューションが創出できる可能性がある一方、現在広く利用されている公開鍵暗号の安全性が損なわれることが指摘されている。これに対応するためには、既存の公開鍵暗号を耐量子計算機暗号へ移行する必要があるとされている。新しい暗号方式へ移行するに際し、過去の事例では、移行することを決定してから 10 年などという長期間を要していた。金融機関は、各システムで現在用いている暗号方式の特定や公開鍵暗号によって保護されているデータの内容などの現状把握といった対応を徐々に進めていくことが望まれる⁴⁴。

また、近年、大規模言語モデルを用いて、文章や画像などの新しいコンテンツを作り出すことができる「生成 AI」が急速に社会に浸透しており、わが国金融機関でも利用が拡大している（図表Ⅳ-5-6）⁴⁵。大規模言語モデルは、大規模なテキストのデータベースから深層学習などを用いて単語や文章間の関係性を表現したものであり、通常の数値の計算処理と同様に、単語や文章間の関係性の定量化や演算が可能である。生成 AI は、この大規模モデルを用いて、入力した文章にもっとも関連性があると推測される文章や画像などを出力する仕組みである。日本銀行のアンケート調査によれば、調査対象となった大手行、地域銀行、信用金庫等のうち約 3 割の先が、生成 AI を既に利用しているほか、試行中の金融機関も含めれば約 6 割に達している⁴⁶。生成 AI の利用分野をみると、現時点では、文書の要約や校正、翻訳など、業務効率化のために生成 AI を活用する先が多くみられている（図表Ⅳ-5-7）。金融機関は業

⁴⁴ 2024 年 8 月には、米国立標準技術研究所（NIST）が耐量子計算機暗号の標準規格を発表した。今後は、耐量子計算機暗号への移行計画を策定し、標準規格となったアルゴリズムの実装に取り組んでいく必要がある。

⁴⁵ 生成 AI が経済の生産性向上をもたらす経路やその潜在的な可能性については、例えば、次の文献が論じている。Filippucci, F., P. Gal, C. Jona-Lasinio, A. Leandro, and G. Nicoletti, “The Impact of Artificial Intelligence on Productivity, Distribution and Growth: Key Mechanisms, Initial Evidence and Policy Challenges,” OECD Artificial Intelligence Papers, No.15, April 2024. また、金融セクターへの影響や金融安定への含意については、次の文献を参照。Bank for International Settlements (BIS), “Artificial Intelligence and the Economy: Implications for Central Banks,” BIS Annual Economic Report, Chapter III, June 2024.

⁴⁶ わが国の金融機関における AI の活用とリスク管理の状況については、次の文献を参照。日本銀行金融機構局、「金融機関における生成 AI の利用状況とリスク管理－アンケート調査結果から－」、金融システムレポート別冊シリーズ、2024 年 10 月。

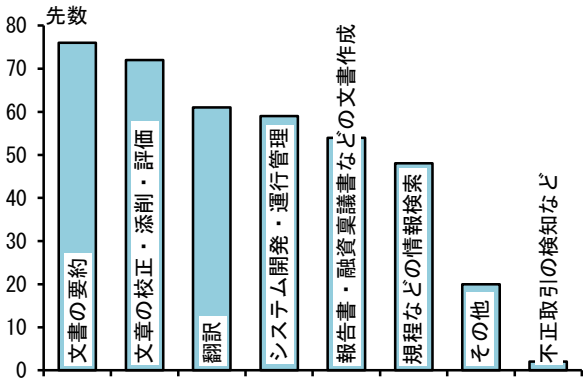
務の特性上、大量の情報を取り扱うため、労働生産性の向上などで大きなメリットを得られる可能性がある。

図表Ⅳ-5-6 金融機関における生成 AI の活用可能性とリスク

	データ処理	オペレーション
活用可能性	文字情報分析	文書要約・校正
	稟議書作成・審査	翻訳
	顧客応対	システム運行管理
リスク	ハルシネーション	プロンプト不正利用
	倫理的バイアス	機密情報の漏洩
	ブラックボックス化	著作権等の侵害

(注) 詳しくは、金融システムレポート別冊「金融機関における生成 AI の利用状況とリスク管理—アンケート調査結果から—」を参照。
(資料) 日本銀行

図表Ⅳ-5-7 生成 AI の利用分野



(注) 日本銀行による「AI の利用状況等に関するアンケート」(2024 年 4~5 月に実施) の結果に基づく。集計対象は、生成 AI を利用中または試行中の金融機関。
(資料) 日本銀行

一方で、生成 AI がもたらすリスクについても、金融機関は十分に認識しておく必要がある(前掲図表Ⅳ-5-6)。例えば、大規模言語モデルによる推測は、モデルが大規模・複雑であるために説明可能性を担保することが容易でないほか、推測の内容が、モデルを構築する際のデータベースの内容や深層学習の手法の特性に依存することから、利用者の質問に対する生成 AI の回答が何かしらのバイアスを持つリスクや、事実と異なる(ハルシネーション)リスクがあることが知られている。こうした点への対策として、金融機関は、生成 AI の回答を鵜呑みにせずに人間の判断を介在させる必要がある。また、生成 AI はクラウド上でサービスが提供されることが一般的であり、金融機関が入力した情報が生成 AI の学習に再利用されることで、意図せぬ形で情報が流出してしまう可能性がある。こうしたリスクを避けるため、金融機関は、機密情報を生成 AI に入力しないよう規則を定めたり、サービス提供者やサービス開発者に対して入力した情報を生成 AI が再利用しないよう申請したりするなど対策を講じることが求められる。このように、金融機関が生成 AI の利用を進めるに当たっては、生成 AI 特有のリスクを踏まえた運用ルールを構築する必要がある。生成 AI の普及が進むにつれて、プロンプト・インジェクション(生成 AI に悪意のある指示文・命令文を与えることによって誤作動を起こさせる手法)などを用いた新たなサイバー攻撃が増えている点にも留意が必要である。

(2) 気候関連金融リスク

気候変動は、物理的リスクと移行リスク——気候関連金融リスク——を通じて金融システムの安定性に影響を及ぼす可能性があり、金融機関にはその影響をフォワードルッキングに把握することが求められる。内外の金融当局・金融機関は、シナリオ分析を用いて気候関連

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

金融リスクを定量的に評価する取り組みを進めてきており、2050 年までを分析対象期間とするシナリオを用い、脱炭素化に取り組まなかった場合の物理的リスクの影響や、社会・経済の脱炭素化に向けた移行過程で生じる影響を把握する試みが多くみられた⁴⁷。これらの取り組みに続く形で、短期的に生じうる大きな調整——例えば、これまでにない規模の気象災害や、市場参加者の気候変動に対するリスク認識の大きな変化など——が金融機関財務に与える影響を把握することの重要性も意識されている⁴⁸。わが国においても、日本銀行と金融庁が、2021 年に大手金融機関によるシナリオ分析の試行的な取り組みを実施し、その後も、分析手法や枠組みの継続的な改善を目的として金融機関との意見交換を重ねてきた⁴⁹。本年 5 月には、日本銀行と金融庁が、2021 年に実施した試行的取り組みよりも短い時間軸で移行リスクを把握することなどを目的として、大手金融機関と連携してシナリオ分析の実施に向けて準備を進めることを公表した⁵⁰。

わが国における気候関連投融資は、2024 年入り以降、グリーン・ファイナンスを中心に弱めの動きとなっているものの、段階的な脱炭素化を支援するトランジション・ファイナンスは拡大基調を維持している（図表Ⅳ-5-8）⁵¹。融資の分野では、先行していた大企業向け案件に加えて中小企業向け案件も増加しており、貸し手となる金融機関は、大手行から地域銀行へと広がりを見せている（図表Ⅳ-5-9）。

金融機関では、温室効果ガス排出量の目標に対するコミットメントが広がるもとで、その実現に向けた組織体制の整備や中長期的な移行計画の策定、投融資先に対する気候変動対応支援の実施など、幅広い取り組みが進められている。日本銀行も、金融システムに関する気候変動対応について、様々な取り組みを進めていく。その中では、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。

⁴⁷ 例えば、FSB（Financial Stability Board）および NGFS（Network for Greening the Financial System）による「各法域における気候シナリオ分析：初期段階の知見と教訓」（2022 年 11 月）を参照。

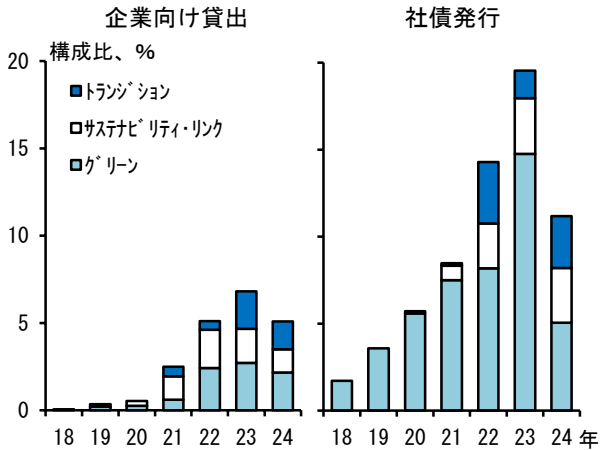
⁴⁸ こうした問題意識に沿って、NGFS も、短期シナリオの開発に着手する方針を示している。具体的には、次の文献を参照。Network for Greening the Financial System, *Conceptual Note on Short-Term Climate Scenarios*, October 2023.

⁴⁹ 詳細は、次の報告書を参照。金融庁・日本銀行、「気候関連リスクに係る共通シナリオに基づくシナリオ分析の試行的取組について」、2022 年 8 月。

⁵⁰ 詳細は、日本銀行ホームページに掲載している「気候関連シナリオ分析～銀行セクターにおける今後の取組～」を参照。

⁵¹ 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。

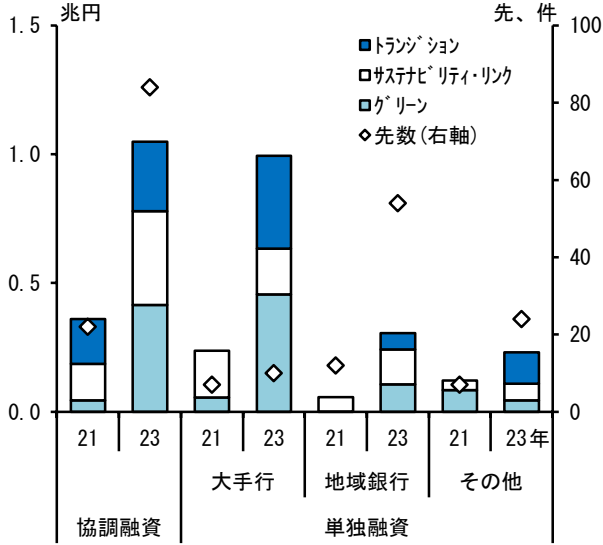
図表Ⅳ-5-8 分野別にみた気候関連投融资



(注) 左図は、設備資金貸出の新規実行額に対する割合。右図は、国内公募社債の発行額に対する割合。2024 年は上期。

(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

図表Ⅳ-5-9 貸し手別にみた気候関連融資



(注) 「協調融資」の先数は案件数を表示。

(資料) 環境省、経済産業省、各社開示資料

V. 金融システムの頑健性

- 金融機関の損失吸収力をみると、大手行、地域銀行、信用金庫ともに自己資本は規制水準を十分に上回っている。収益力もここ数年は総じて改善傾向が続いている。もっとも、国内の構造的な借入需要の減少など、収益力への趨勢的な下押し圧力は、近年においても継続しているとみられる点には留意する必要がある。
- 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、海外金利が長期にわたって高止まりする「海外金利上昇シナリオ」と、リーマンショック型の「金融調整シナリオ」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、一度、資本が毀損すると、その復元に相応の時間を要する金融機関がみられる。金融機関では、今回想定したストレスを含め、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。

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

収益バッファ

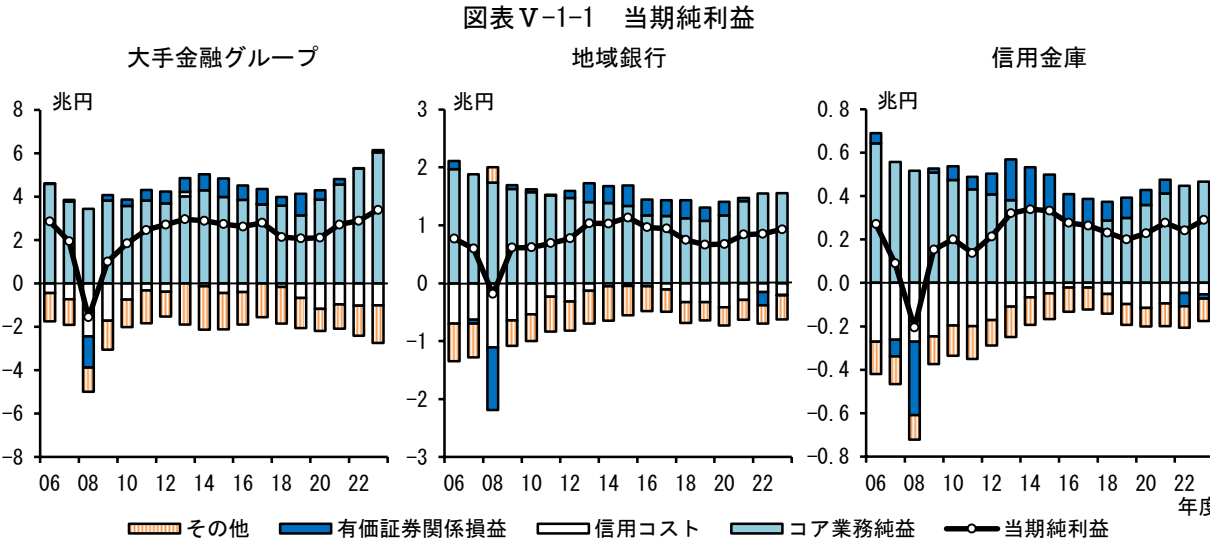
金融機関の当期純利益は増益傾向が続いている（図表V-1-1）⁵²。信用コストなどの損失が抑制されているほか、基礎的な収益力を表すコア業務純益の改善が続いている。コア業務純益の改善を背景に、損益分岐点信用コスト率（コア業務純益/貸出残高）も改善した状態にある（図表V-1-2）⁵³。

近年の金融機関の収益改善には、店舗統廃合や人件費削減を含めた経費削減も寄与してきたが、足もとでは、システム投資などを含む物件費の増加が経費の押し上げとなっているほ

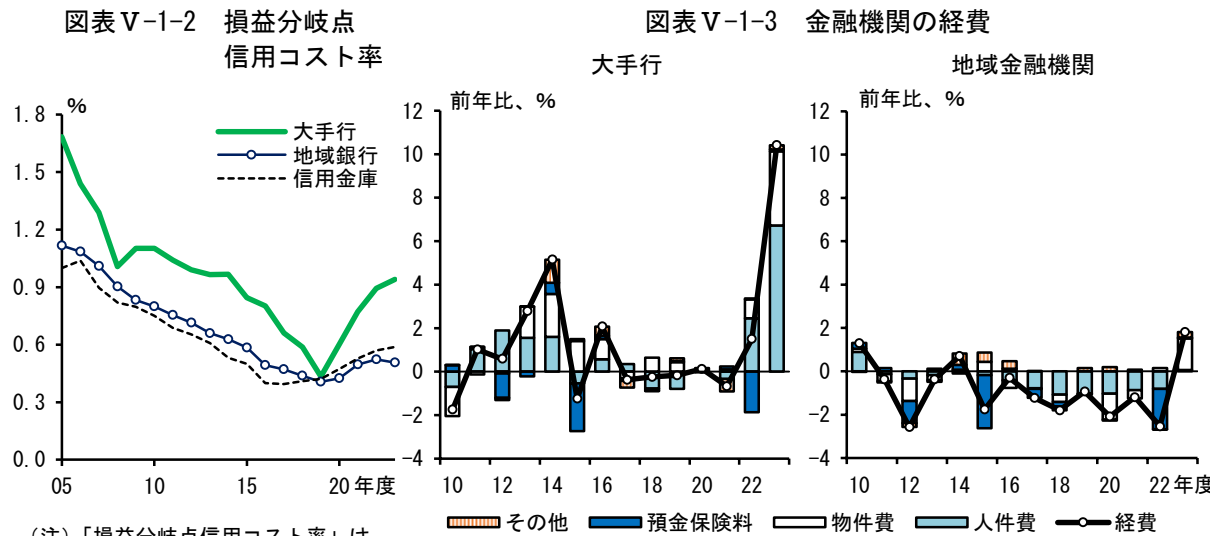
⁵² 2023年度の金融機関決算については、次の文献を参照。日本銀行金融機構局、「2023年度の銀行・信用金庫決算」、金融システムレポート別冊シリーズ、2024年7月。

⁵³ 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し、フロー（期間収益）でみた短期的な損失吸収力を表す。

か、大手行を中心に人件費の増加もみられている（図表 V-1-3、図表 V-1-4）。この点、経済全体として労働力不足の程度が高まるなか、金融機関においても人員の不足感は高まっており、とくに、市場運用やサイバーセキュリティの分野など専門性の高い人材の確保は、重要な経営課題として認識されている（図表 V-1-5）。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、基礎的な収益力を改善していくことが求められる。



(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、三井住友トラストグループ、SBI 新生銀行、あおぞら銀行。
3. 直近は 2023 年度。
(資料) 各社開示資料、日本銀行

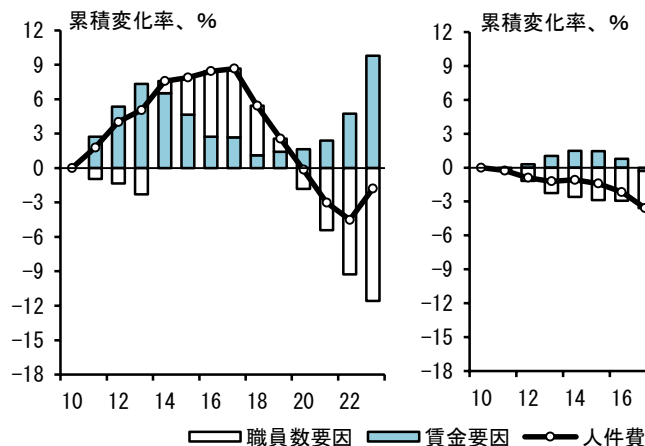


(注) 「損益分岐点信用コスト率」は、信用コストがコア業務純益（2012 年度以降は投信解約損益を除く）と一致する信用コスト率。直近は 2023 年度。
(資料) 日本銀行

(注) 全店ベース。物件費は預金保険料を除いた値。直近は 2023 年度。
(資料) 日本銀行

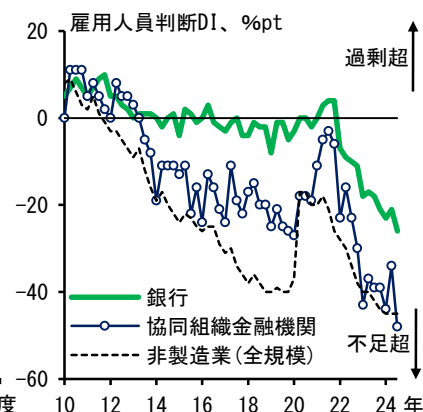
V. 金融システムの頑健性
1. 金融機関の損失吸収力

図表 V-1-4 金融機関の人件費
大手行 地域金融機関



(注) 1. 大手行は国内店ベース、地域金融機関（地域銀行・信用金庫）は全店ベース。
2. 2010 年度からの累積変化率。賃金は、人件費を職員数（平残）で除したもの。
3. 直近は 2023 年度。
(資料) 日本銀行

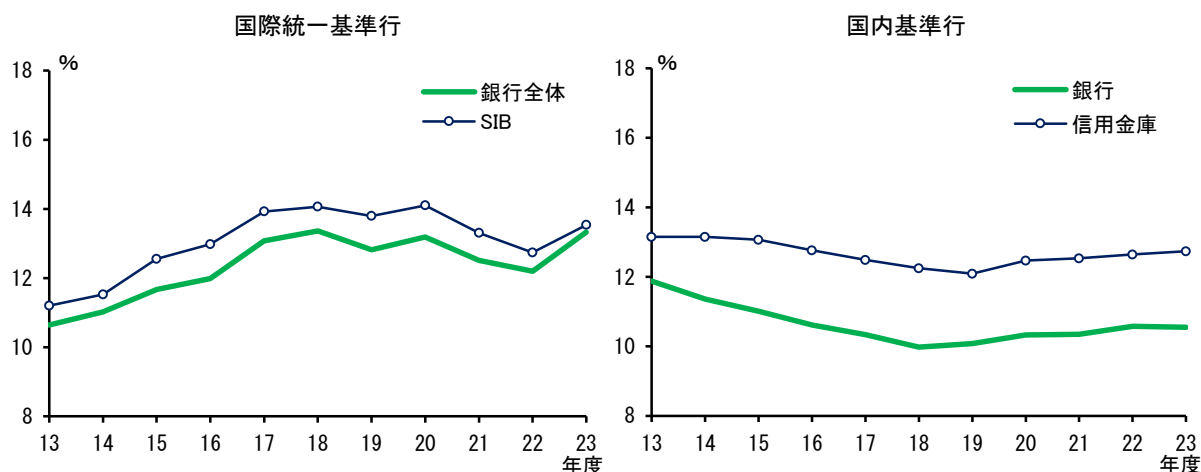
図表 V-1-5 金融機関の雇用環境



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（図表 V-1-6）^{54,55}。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。

図表 V-1-6 自己資本比率



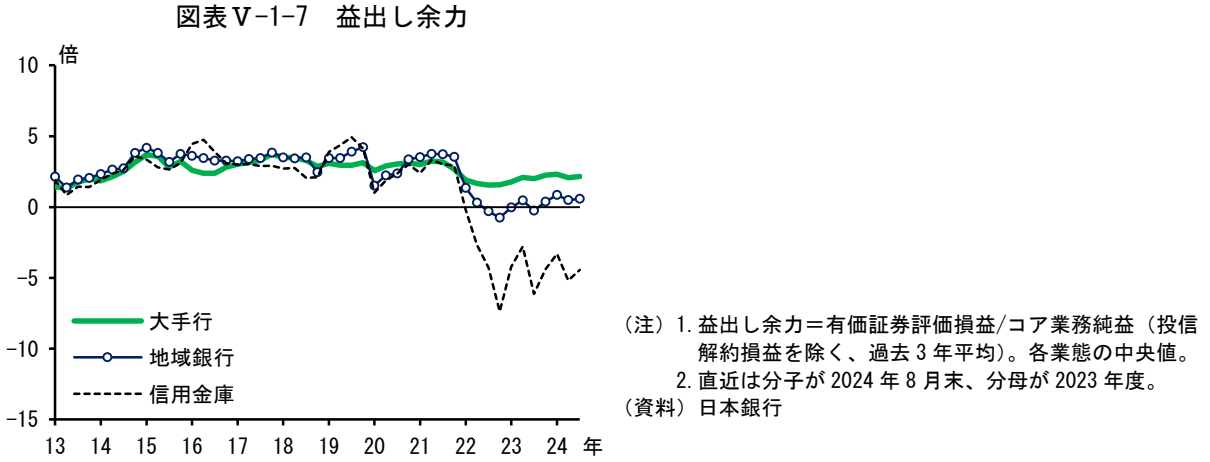
(注) 1. 国際統一基準行は CET1 比率、国内基準行はコア資本比率。原則として銀行グループベース。
2. 直近は 2024 年 3 月末。
(資料) 各社開示資料、日本銀行

⁵⁴ 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。

⁵⁵ 2023 年度の国際統一基準行の CET1 比率は、株価上昇を受けてその他有価証券評価差額金が増加したほか、一部先において、バーゼルⅢ最終化の影響もあってリスクアセットが減少したことにより、前年度から上昇した。

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⁵⁶。

有価証券の評価損益は、国内基準行の規制資本には算入されないが、経済価値ベースでは資本バッファとして機能する面がある。近年は、株式評価益が拡大しているものの、債券評価損が拡大した状態にある（前掲図表Ⅳ-2-1）。このため、有価証券の評価損益（政策保有株式を含み、満期保有目的の有価証券を除くベース）を過去のコア業務純益の平均値で除した「益出し余力」は、感染症拡大前の平均的な水準と比べて低い状態が続いており、株式の保有比率が低く、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-1-7）。



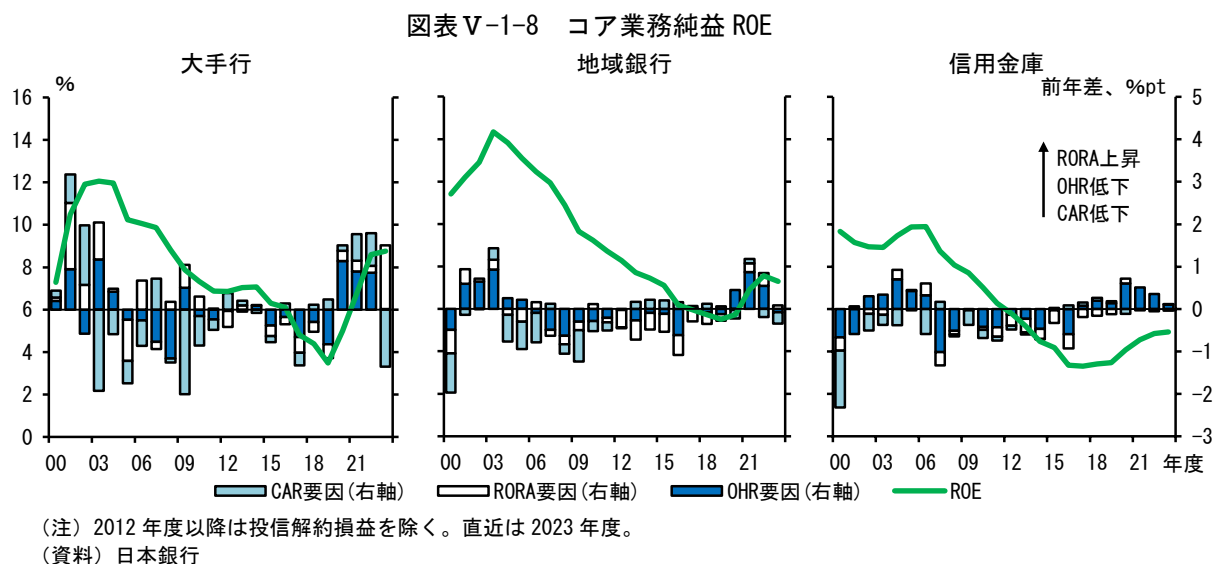
金融機関の損失吸収力を総合的にみると、自己資本は規制水準を上回っており、収益バッファも改善している。ただし、比較的機動的に損失処理に充当できる有価証券の益出し余力は、業態ごとに区々となっている。

（2）金融機関の収益力

前述のとおり、金融機関の当期純利益は増益傾向が続いている。こうしたもと、金融機関のコア業務純益 ROE も、経営効率を表す OHR（経費/業務粗利益）の改善を主因に近年は上

⁵⁶ 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。

昇していたが、2023 年度は OHR の改善が一服するもとで同 ROE も横ばいとなった（図表 V-1-8）⁵⁷。この間、地域金融機関を中心に投資効率を表す RORA の上昇は引き続き限定的である⁵⁸。



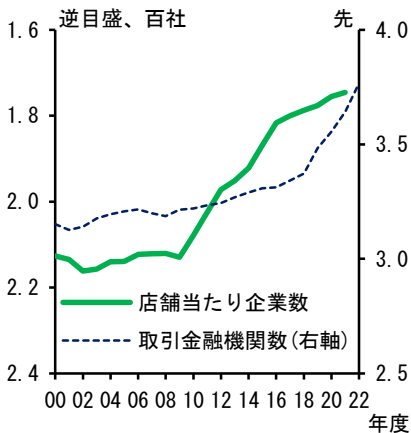
地域金融機関における RORA の長期的な低下には、人口減少等を反映した潜在成長率の低下やそれに伴う国内借入需要の低下などの構造要因、これまで長期間にわたって続いてきた低金利環境などが影響しているとみられる。収益低下圧力が趨勢的にかかるもとで、地域金融機関は、ミドルリスク企業向け貸出、不動産向け貸出、越境貸出などのリスクテイクを積極化させることで収益の確保を目指したが、結果的に貸出競争が高まることとなった（図表 V-1-9）。この点について、地域金融機関のマークアップ（競争度を表す指標の一つ）の推移を確認すると、2000 年代中盤から低下傾向が続いており、足もとも歴史的な低水準にあるなど、競争が激化し、収益が押し下げられている姿が確認できる（図表 V-1-10）⁵⁹。また、金融機関の収益力を反映すると考えられる上場銀行の PBR（株価純資産倍率）をみても、2010 年以降は中央値が概ね 0.5 倍を下回る水準で推移している。足もとでは金利上昇の可能性が意識されるもとで、大手行を中心に上昇しているものの、ほとんどの金融機関において依然として 1 倍を下回っている（図表 V-1-11）。こうしたもとで、金融機関は、やや長い目でみた収益力や損失吸収力のバランスを勘案しつつ、配当政策を含めた資本政策を策定していくことが望ましいと考えられる。

⁵⁷ 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。

⁵⁸ 2023 年度の大手行は、一部先においてバーゼルⅢ最終化の影響からリスクアセットが減少したことから、RORA 要因が大きくプラスに寄与する一方、CAR 要因がマイナスに寄与する姿となっている。

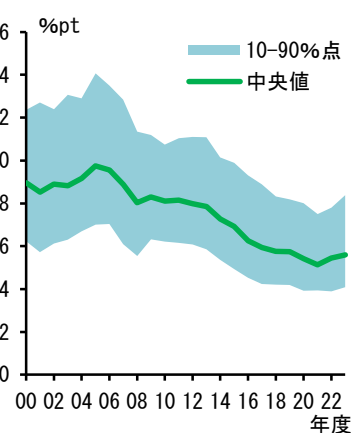
⁵⁹ マークアップの算出方法については、次の文献を参照。尾島麻由実、「地域金融機関における競争激化と金融の安定性」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.17-J-9、2017 年 12 月。

図表 V-1-9 金融機関の競争環境



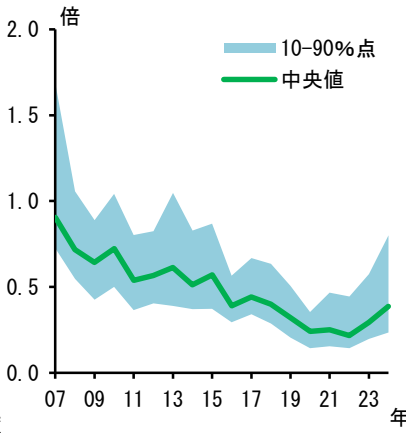
(注) 1. 取引金融機関数の集計対象は中小企業。
2. 直近は、店舗当たり企業数が2021年度、取引金融機関数が2022年度。
(資料) 総務省、帝国データバンク、日本銀行

図表 V-1-10 地域金融機関のマークアップ



(注) 集計対象は、地域銀行の国内業務部門と信用金庫。推計期間は1983～2023年度。直近は2023年度。
(資料) 日本銀行

図表 V-1-11 上場銀行のPBR



(注) 各年の3月末時点の値を表示。直近は2024年3月末。
(資料) S&P Global Market Intelligence

2. マクロ・ストレステスト

本節では、具体的なストレス事象を想定したマクロ・ストレステストにより、金融機関が十分な損失吸収力を備えているかを総合的に評価する^{60,61}。

今回のストレステストでは、「海外金利上昇シナリオ」と「金融調整シナリオ」の2つのダウンサイド・シナリオを想定する。前者は、地政学的リスクなどを起点とした、内外の原材料価格の上昇を背景とした海外金利の上昇と、海外経済の減速を想定したものである。このシナリオは、前回レポートまでの逆イールド・シナリオと類似しているが、金利が長期にわたって高止まりする（higher for longer）リスクを長期ゾーンの金利にも織り込む結果として、海外長期金利の一段の上昇を想定している点で異なっている⁶²。後者は、リーマンショックと同規模のストレスの発生を想定するシナリオであり、定点観測的に実施している。

また、IV章では、一定の想定を置きつつ、金利環境の変化が企業や金融機関に与える影響

⁶⁰ 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。

⁶¹ 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、2024年4～6月から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。

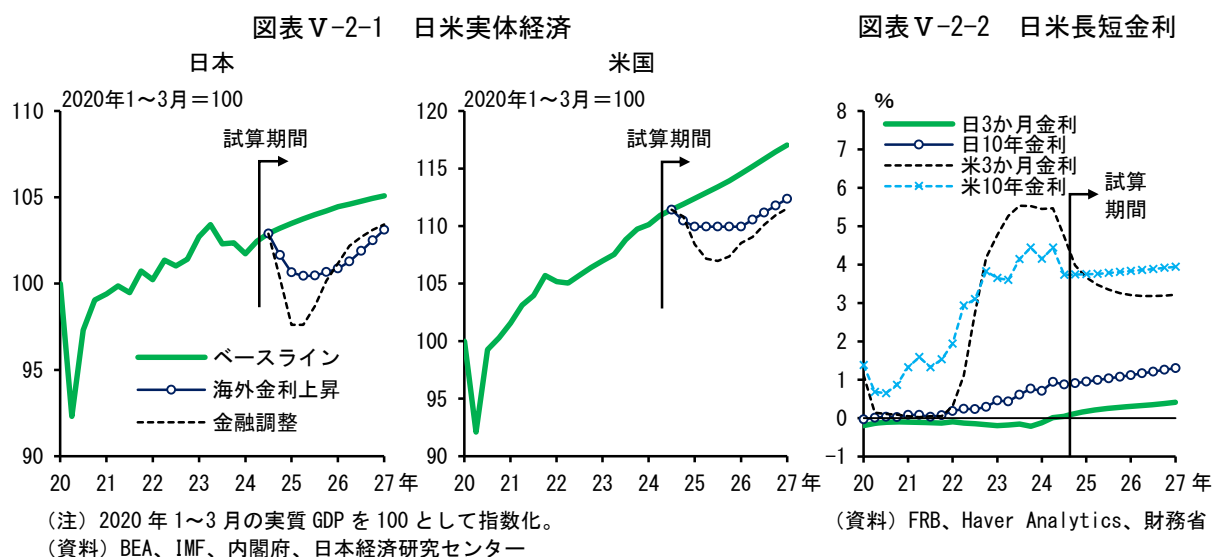
⁶² 前回レポートでは、米国の政策金利は、ベースライン・シナリオ対比で+2%pt引き上げられ、他の年限の金利は純粋期待仮説のもとで政策金利の動きと整合的に推移することを想定した。今回は、前回レポートの想定に、長期金利についてもベースライン・シナリオ対比で+1%pt引き上げられる想定を追加している。また、原油価格の上昇幅は前回対比で拡大し、金融危機前の最高水準まで上昇する。

について分析を行ったが、本節では、マクロ・ストレステストで用いているモデルを用いつつ、ベースライン・シナリオ対比で、円金利のみが上方に+1%pt パラレルシフトする場合の感応度分析を行う。

なお、本節で用いるダウンサイド・シナリオや円金利上昇の感応度分析における先行きの想定は、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 9 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成長が続くもとで、わが国経済も成長を続ける」ことを想定する（図表 V-2-1）⁶³。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、市場価格にすべて織り込まれていることを前提とする。市場金利は、2024 年 9 月下旬時点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（図表 V-2-2）。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、+0.2%pt ほど上振れている。

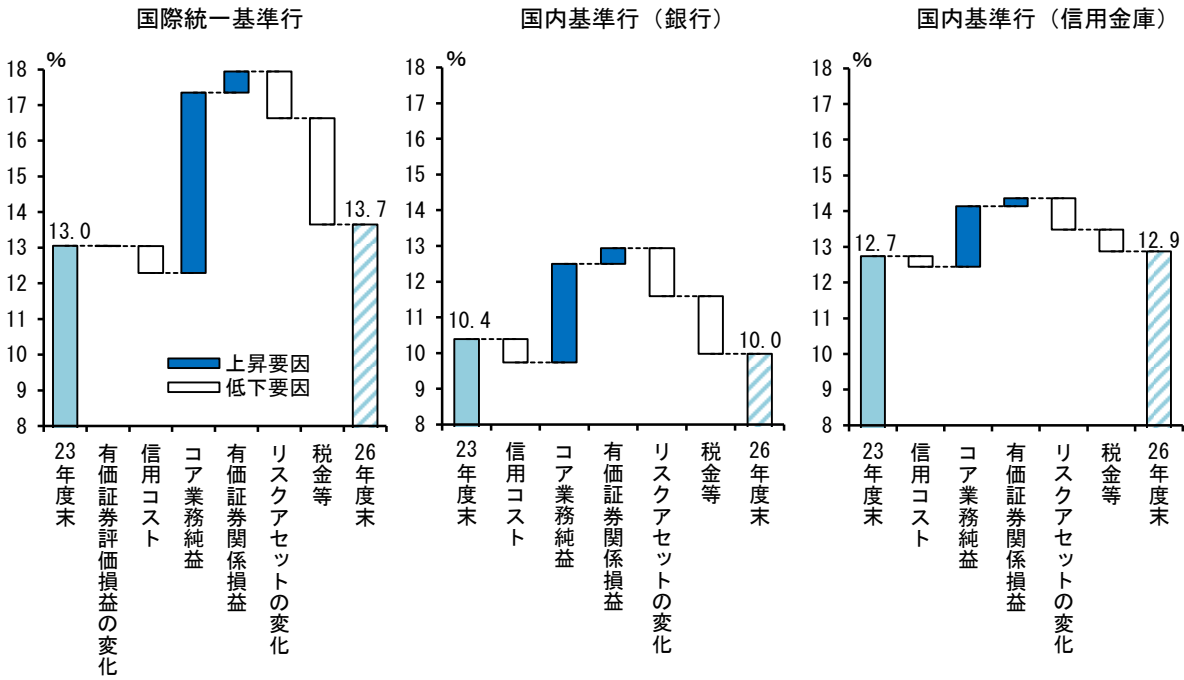


シミュレーション結果をみると、シミュレーション終期に当たる 2026 年度末の自己資本比率は、いずれの業態も規制水準を十分に上回る（図表 V-2-3）。自己資本の増加要因として

⁶³ 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、毎四半期 5%ずつ減少していくと想定する。また、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。

は、景気が回復するもとでコア業務純益の増加が累積的に寄与することが挙げられる。他方、減少要因としては、①税金等、②リスクアセットが挙げられる。①は、期間収益に対応して、納税額や配当額が発生すること、②は、景気回復の結果として貸出が増加すること、がそれぞれ影響している。

図表 V-2-3 自己資本比率の要因分解（ベースライン）



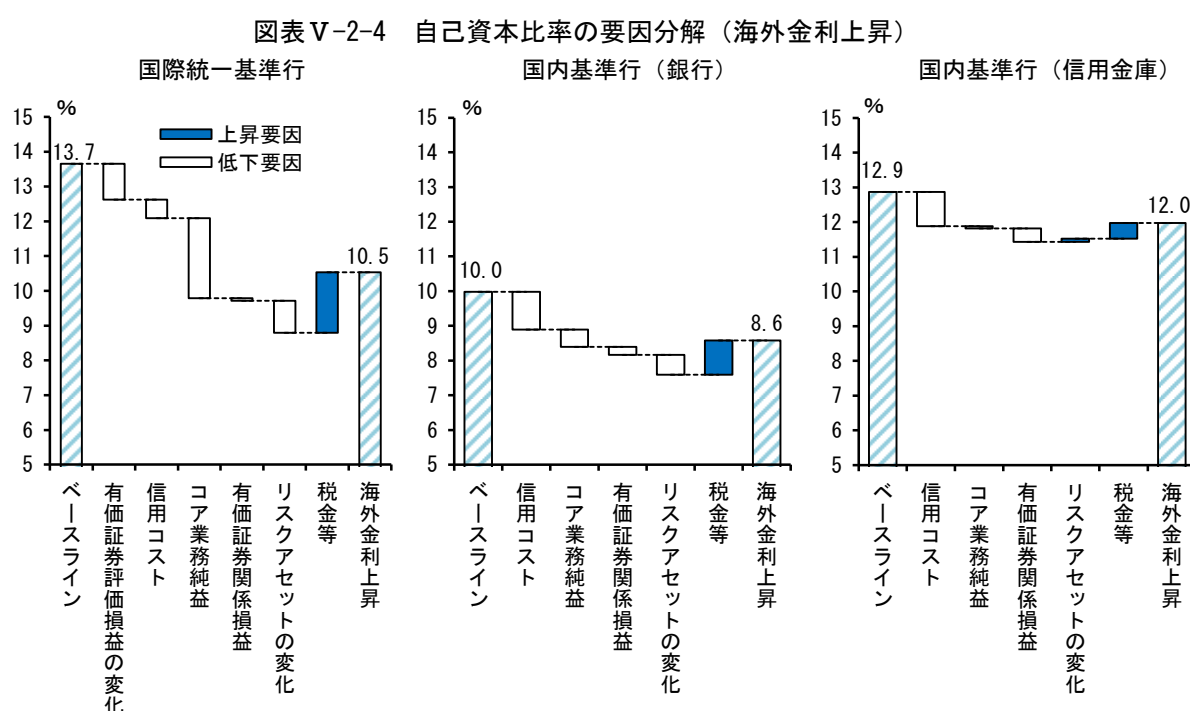
（注）1. 2023 年度末とベースライン・シナリオのシミュレーション終期（2026 年度末）の自己資本比率の乖離要因を表示。
2. 国際統一基準行は CET1 比率、国内基準行はコア資本比率。

（2）海外金利上昇シナリオ

海外金利上昇シナリオは、グローバルな原材料価格の再上昇を想定しつつ、前回レポートの「逆イールド・シナリオ」の想定のうち海外長期金利を引き上げたものである。具体的には、前回レポートと同様に、米国の FF レートは 2024 年 10～12 月以降、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緩やかに低下する。米国の長期金利は、ベースライン・シナリオ対比で +1%pt 引き上げられ、そのまま高止まりし、すべての年限で金利が上昇する姿を想定する。欧州についても、米国と同様にすべての年限で金利が高止まりした状態が続く。

この間、実体経済は、原材料価格や金利の上昇などを背景に、米欧ともに減速する（前掲図表 V-2-1）。米国経済は、2024 年度下期に小幅なマイナス成長となり、その後 1 年はゼロ成長にとどまる。原油価格は金融危機前の最高水準まで上昇し、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、海外の実体経済悪化、原材料価格などの上昇による交易条件の悪化などの影響を受けて、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、ベースライン・シナリオ対比で低下する（図表 V-2-4）。まず、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。この効果は国際統一基準行で顕著にみられる。また、原材料価格上昇を通じた企業の収益環境の悪化により、いずれの業態でも信用コストが上昇する。前回レポートの「逆イールド・シナリオ」との対比では、海外長期金利を引き上げる想定を加えたため、国際統一基準行で有価証券評価損が増加する。もっとも、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り、海外金利が長期にわたって高止まりする（higher for longer）状態でも、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。



（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・シナリオと海外金利上昇シナリオの自己資本比率の乖離要因を表示。

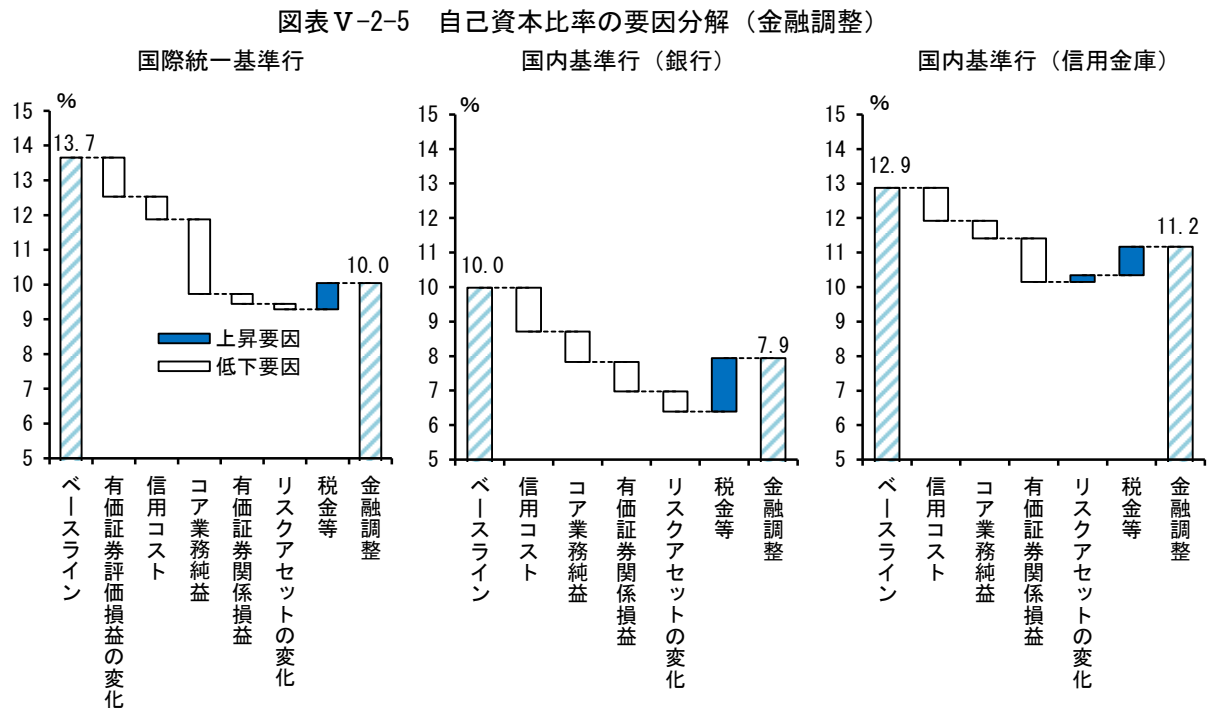
（3）金融調整シナリオ

金融調整シナリオでは、2024 年 10～12 月に、国際金融市場でリーマンショック期並みのショックが発生することを想定する。金融変数については、リスク性資産価格が急落し、内外金利が既往最低水準まで低下するもとで、為替相場は円高となる⁶⁴。また、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、国内実体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

⁶⁴ 米国社債や証券化商品については、低格付け債のスプレッドに対する高格付け債の追従率が 2020 年 3 月の市場急変時並みに高まる状況を想定している。

対比で大きく低下する（図表V-2-5）。金利低下による利鞘縮小（コア業務純益の減少）、景気悪化による信用コスト増加、リスク性資産価格の下落（有価証券評価損益・関係損益の悪化）が自己資本比率を下押しする。それでも、いずれの業態でも自己資本比率の低下幅にはばらつきがあるが、平均的には規制水準を上回り、金融機関はこうした大幅かつ急速な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。



（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・シナリオと金融調整シナリオの自己資本比率の乖離要因を表示。

ただし、前回レポートでも分析したように、過去と比べると金融機関の基礎的な収益力が低下していることから、内部留保の蓄積ペースが前回利上げ局面の 2006 年時点に比べ、低下している先も多く、いったん資本が毀損すると、自己資本を復元するには、相応の時間を要する金融機関が増えているとみられる⁶⁵。

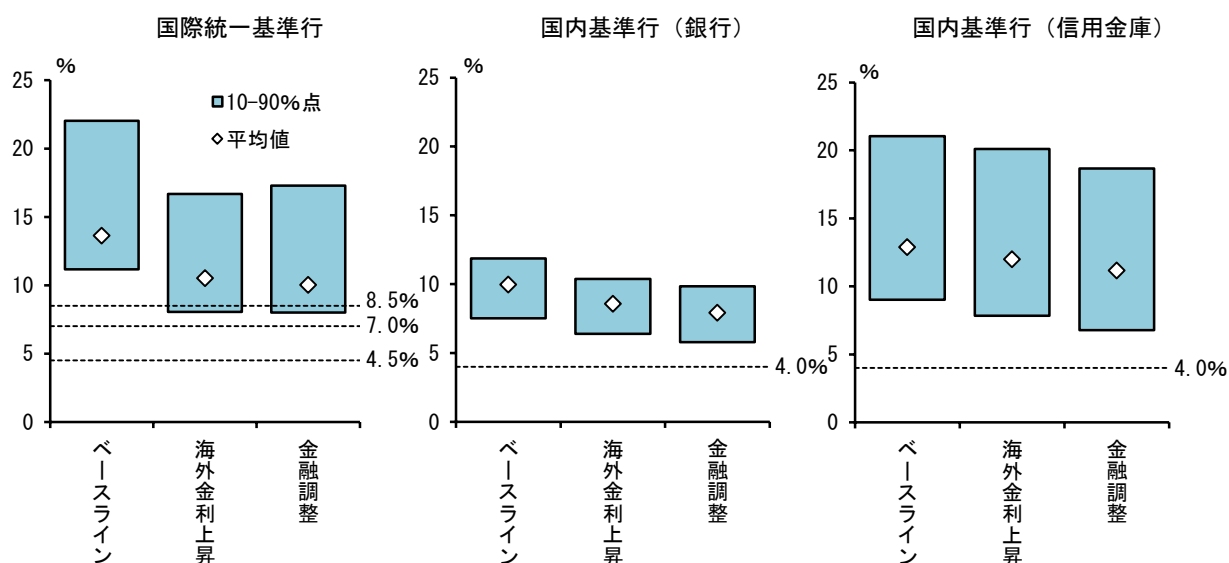
（4）金融システムの頑健性評価

今回のマクロ・ストレステストの結果をまとめると、今後、グローバルな原材料価格と海外金利の一段の上昇といったストレスや、リーマンショック期並みの金融市場の大幅かつ急速な調整と海外経済の悪化の同時発生のようなストレスを想定した場合においても、わが国の金融機関は、全体として、相応の耐性を備えていると評価することができる（図表 V-2-6）。この背景として、リーマンショック期以降、金融機関が自己資本の積み増しなどを通じて頑健性を高めてきたこと、貸出先である企業も、感染症拡大期を経ても、なお、全体としては

⁶⁵ 金融システムレポート 2024 年 4 月号の V 章 2 節における分析を参照。

良好な財務基盤を維持していることが挙げられる。

図表 V-2-6 自己資本比率の分布



(注) シミュレーション終期（2026 年度末）における、自己資本比率の業態平均（マーカー）と、10-90%点（バンド）を表示。

ただし、金融機関の基礎的な収益力にはばらつきがみられ、1 回限りのショックに耐え得る自己資本を有していても、いったんそれが毀損すると、その後の復元が容易ではない金融機関がみられる。また、地政学的リスクや国際金融市場など、依然として不確実性が高い状況が続いており、こうした金融・経済環境の帰趨については、引き続き注意していく必要がある。金融機関では、本節で取り上げたようなリスクも含め、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。

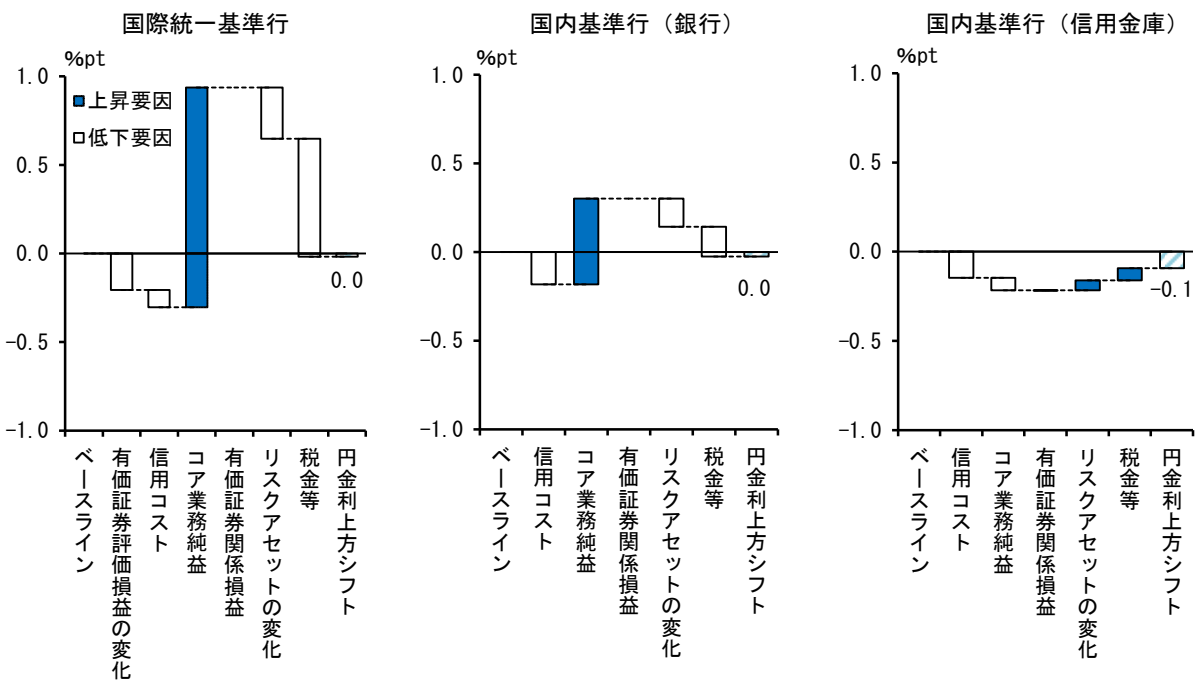
（5）円金利感応度分析

最後に、円金利のみが上方にシフトする場合の感応度分析を行い、金融機関の自己資本比率への影響を確認する。仮想的に、2024 年 10～12 月に長短金利が対ベースライン・シナリオでみて +1%pt パラレルに上昇し、シミュレーション終期にかけて +1%pt の上昇幅を維持するケースを設定する。内外の実体経済や円金利以外の金融変数については、ベースライン・シナリオと同じ想定を用いる。また、ここでも金利上昇を受けた金融機関のマネジメント・アクションは勘案していない。

分析結果をみると、平均的な自己資本比率は、ベースライン・シナリオ対比でいずれの業態でもほぼ変わらず、規制水準を十分に上回る（図表 V-2-7）。これは、国際統一基準行および国内基準行（銀行）について概観すると、コア業務純益が一段と増加する効果を、信用コストやリスクアセットの増加が相殺している。なお、国際統一基準行については有価証券評価損の寄与もみられる。一方で、国内基準行（信用金庫）では、いずれの項目についても変化

は限定的である。

図表 V-2-7 自己資本比率の要因分解（感応度分析・規制資本ベース）



（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・シナリオと円金利上方シフトの自己資本比率の乖離要因を表示。

より仔細にみると、まず、国内貸出利鞘は、全業態で拡大する（図表 V-2-8）。もっとも、国際統一基準行は、他の業態対比でみたとき、運用サイドで市場金利連動型貸出の割合が高いことから、国内貸出利鞘の拡大幅が大きくなる。

信用コストは、金利以外の経済変数がベースライン・シナリオと同一のもとで、貸出金利の上昇により、与信先企業の ICR の低下幅が拡大することでランクダウンが発生し、ベースライン・シナリオ対比上昇する。業態別にみると、国内基準行（銀行）および国内基準行（信用金庫）における上昇がやや大きい（図表 V-2-9）⁶⁶。

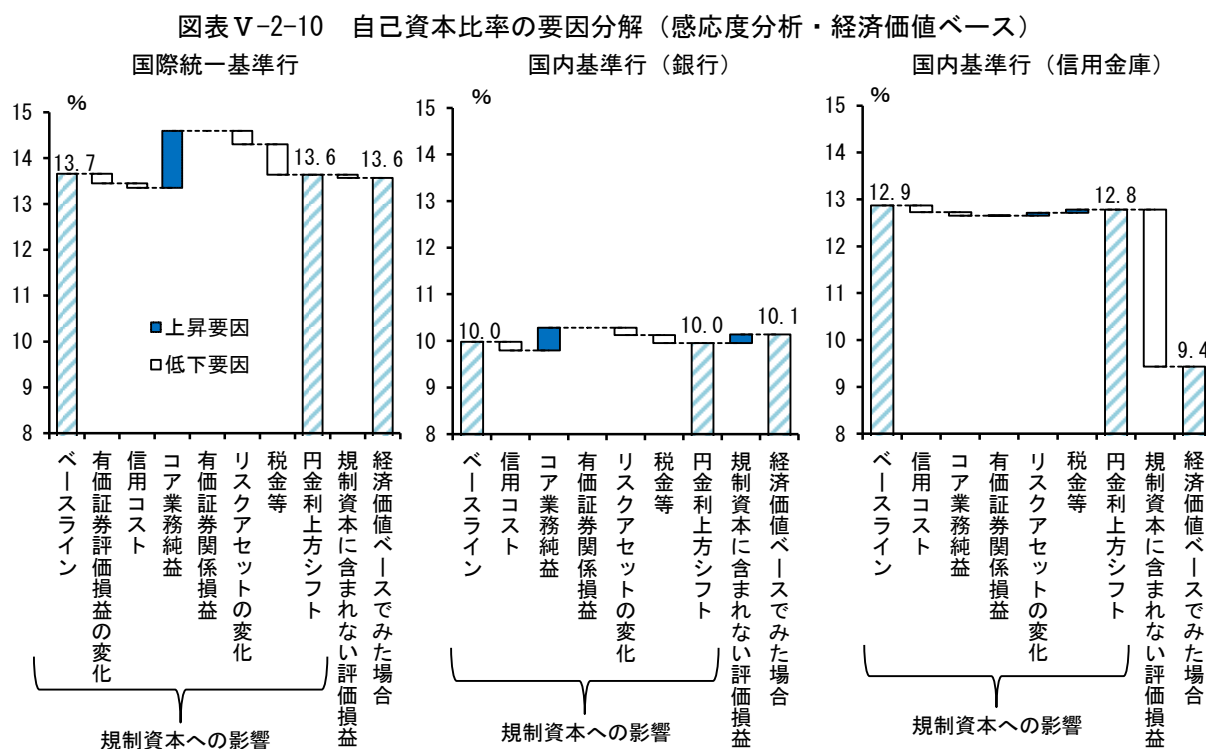
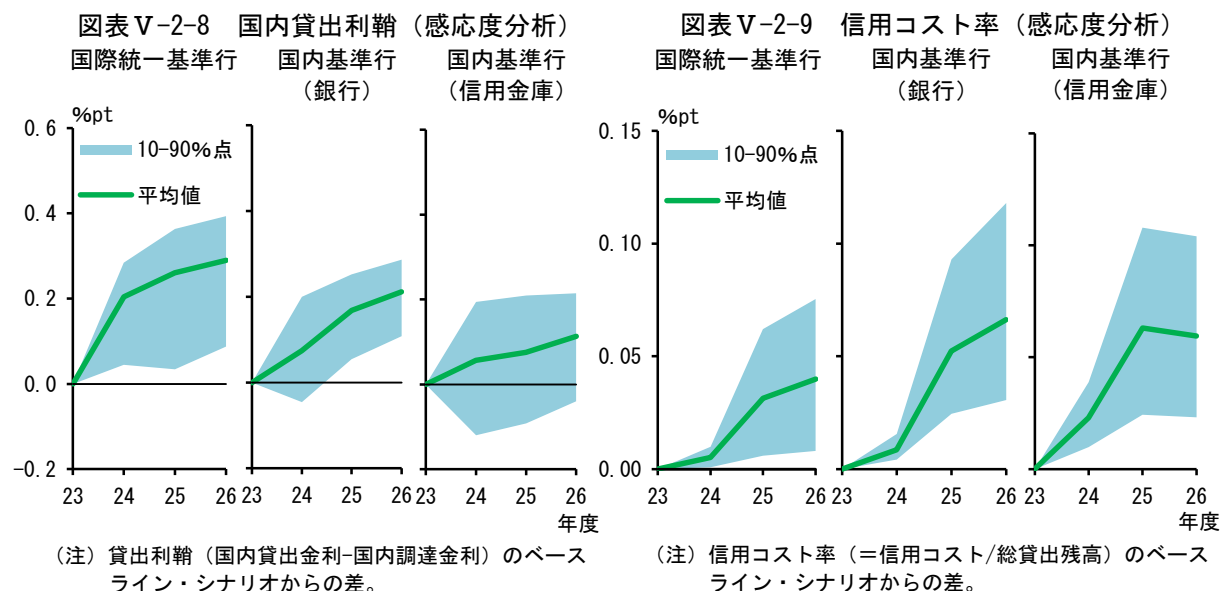
円金利の上方シフトの影響について、仮に、自己資本比率の変化を、有価証券の評価損益を勘案した経済価値ベースでみても、平均的な自己資本比率は、規制資本ベースでみた場合と同様に、規制水準を十分に上回る（図表 V-2-10）⁶⁷。もっとも、規制資本ベースの自己資本比率と比べると、有価証券評価損が勘案される分、円債デューレーションが相対的に長く、また運用残高に占める円債の割合が高い業態ほど、差分は相対的に大きくなる。この点について、有価証券評価損益の推移を、ベースラインからの乖離でみてみると、どの業態におい

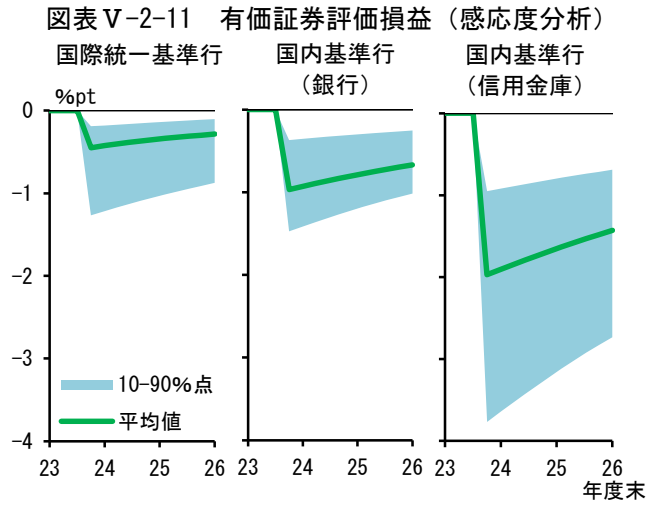
⁶⁶ 信用コストモデルにおける債務者区分間の遷移確率は、実証分析に基づき非線形性を考慮して定式化している。貸出先に低 ICR 企業が相対的に多い、国内基準行（銀行）および国内基準行（信用金庫）では、借入金利上昇により低格付けへの遷移確率が上昇しやすく、信用コストの増加幅が大きくなりやすい。

⁶⁷ 具体的には、保有目的や規制資本に含まれるかを問わずすべての有価証券を時価評価したうえで、その影響を勘案している。

V. 金融システムの頑健性
2. マクロ・ストレステスト

ても、シミュレーション初期においてマイナス方向に乖離が拡大するが、満期に近づくにつれて額面金額に近づくことから、低下幅の大きさは時間の経過とともに縮小していく（図表V-2-11）。



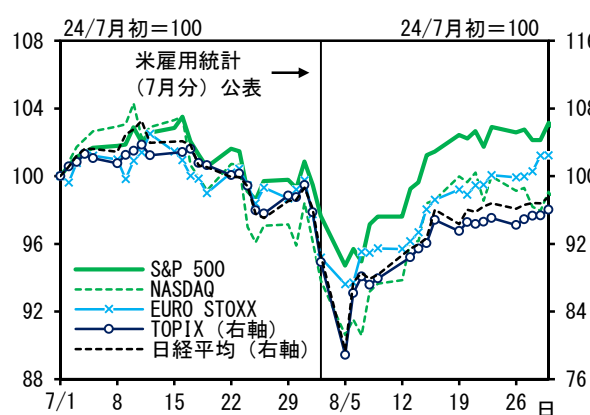


（注）2023 年度末リスクアセット対比でみた、有価証券評価損益のベースライン・シナリオからの差。

BOX 1 8月初にかけて生じた金融・為替市場の急激な相場変動について

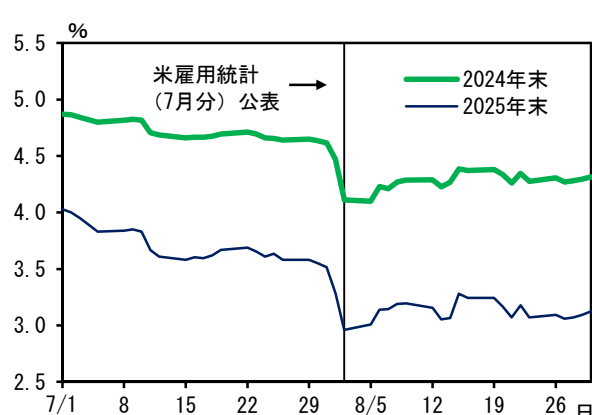
国際金融市場では、8月初に、米国で経済指標が市場予想比下振れたことをきっかけに景気減速懸念が高まり、世界的にドル安と株価の下落が急激に進んだ（図表B1-1、前掲図表Ⅱ-1-2）。ドル/円の為替市場では、世界的なドル安や7月末の日本銀行の政策変更もあって、これまでの一方的な円安の修正が進んだほか、国内金融市場では、株価が、一時、他国と比べても大幅に下落した（図表B1-1、前掲図表Ⅱ-1-2、前掲図表Ⅱ-2-6）。その後、ドル/円レートは概ね140円台での推移となっているほか、株価は8月初に大きく切り下げた水準からは上昇している。本BOXでは、こうした資産価格の変動の背景について、整理する。

図表 B1-1 7-8 月の日米欧の主要株価指数



(注) 直近は 2024 年 8 月末。
(資料) Bloomberg

図表 B1-2 FF 金利先物レート



(注) 2024 年末は、25/1 月限の FF 金利先物レート。2025 年末は、26/1 月限の FF 金利先物レート。直近は 2024 年 8 月末。
(資料) Bloomberg

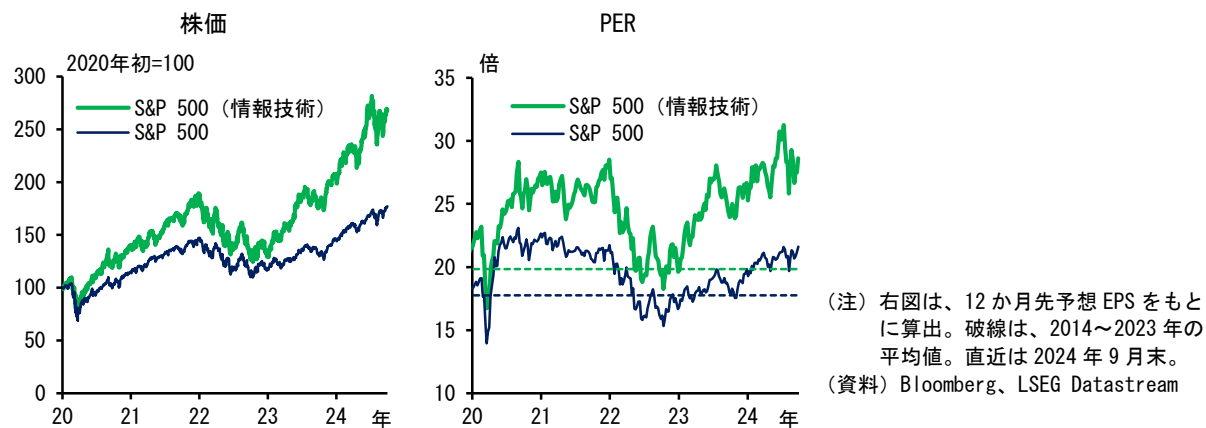
ここ半年ほどの米国経済を振り返ると、FRBの既往の金融引き締めによりインフレ率が鈍化した一方、堅調な経済指標が続いていたことを受けて、市場では、米国景気のソフトランディングに対する期待が高まっていた。もっとも、6月頃からは、経済指標の市場予想比下振れが散見されるようになり、労働市場の需給軟化リスクも意識されるようになっていた⁶⁸。その後、8月初に公表された経済指標（雇用統計等）が市場予想比下振れたことを受けて、米国景気のハードランディングに対する懸念が高まり、市場ではFRBの利下げ織り込みが急速に進展した（図表B1-2）。こうしたことを契機に、これまで積み上がっていた投資ポジションが調整され、資産価格の大幅な変動を引き起こしたと考えられる。

実際、米国株式市場では、一部の銘柄に投資資金が偏在し、バリュエーション面で価格調整の余地が大きい状況にあった。すなわち、生成AIなどの新技術普及への期待感から、大手ハイテク企業のPERは、市場平均や過去平均と比較しても高い水準で推移していた（図表B1-3）。7

⁶⁸ たとえば、7 月 FOMC 後の記者会見で、FRB のパウエル議長は、インフレの上振れリスクが低下した（“the upside risks to inflation have decreased”）一方、雇用の安定にかかる下振れリスクが生じている（“the downside risks to the employment mandate are real now”）と述べた。

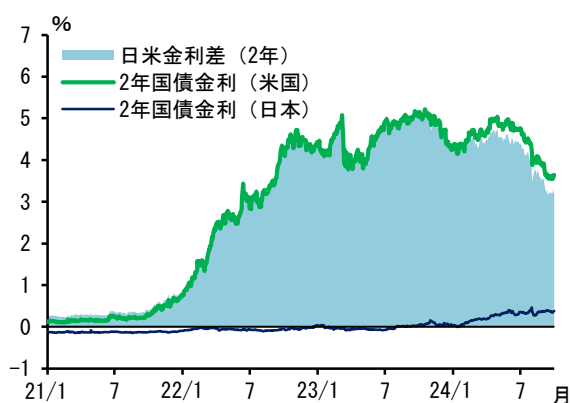
月以降、一部の大手ハイテク企業における市場予想比軟調な決算等を受けて、米国株価には既に下落の動きがみられていたが、8月初に、米国の景気減速懸念が高まったことで、一段の株価調整に繋がったとみられる。

図表 B1-3 米国株のバリュエーション



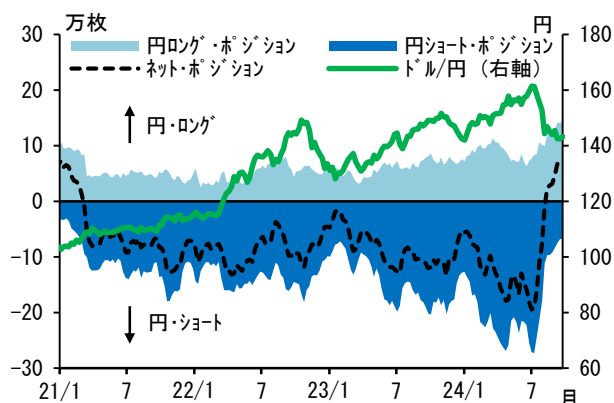
また、ドル/円の為替市場では、このところ、日米金利差に着目した円キャリー取引が、円安方向の圧力として作用していた（図表B1-4）。たとえば、シカゴ・マーカンタイル取引所で売買されている通貨先物取引（IMM）のポジションをみると、円のネット・ポジションは、2024年7月上旬に過去最大のショート超幅を記録し、円キャリーポジションは相応の規模で積み上がっていた（図表B1-5）。もっとも、米国の景気減速懸念が高まるなかでの世界的なドル安や7月末の日本銀行の政策変更もあって、円キャリーポジションは急速に巻き戻され、ドル/円相場は円高方向の動きとなった。

図表 B1-4 日米金利差（2 年）



（注）直近は 2024 年 9 月末。
（資料）Bloomberg

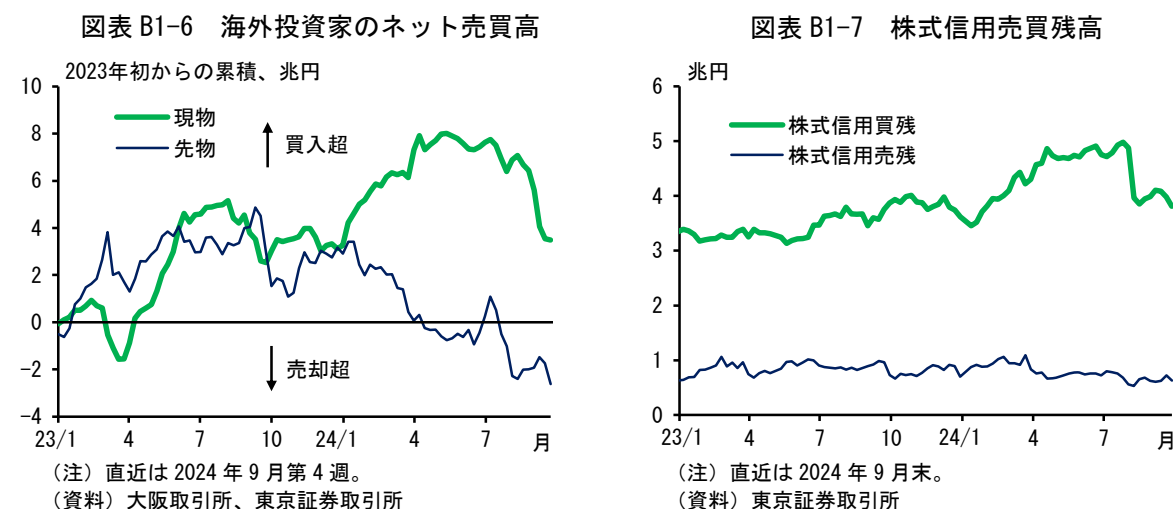
図表 B1-5 円の IMM ネット・ポジション



（注）IMM ポジションは、通貨先物取引における非商業目的および目的別計数非報告分の対ドルの建玉。直近は 2024 年 9 月末。
（資料）Bloomberg

本邦株式市場では、米国株価の下落に加え、為替円高の動きが株価下落圧力となった。また、本邦株価は、これまで株価上昇に寄与してきた海外投資家による追随売りや、信用取引を行っ

ていた個人投資家のロスカットなども巻き込みながら一段と下落し、その下落幅は米国株に比べて大きなものとなった（図表B1-6、図表B1-7）。さらに、金融市場全般としてボラティリティが高まっていたもと、リスクリミットに抵触した投資家が、幅広いアセットでポジションを手仕舞いしたことも、本邦株価の下落幅を増幅させた一因とみられている。



その後、本邦株価は、このように下落幅が増幅されていた分、先行きの米国経済についての過度に悲観的な見方が後退するもとで急速に値を戻し、8月初に大きく切り下げた水準からは、上昇している。もっとも、市場参加者の先々の見方が大きく修正されたり、投資ポジションが急速に巻き戻されたりすることで、資産価格が調整され、リスクリミットに抵触した投資家のポジション解消なども惹起しながら、グローバルに金融環境が引き締まる可能性には、引き続き注意する必要がある。

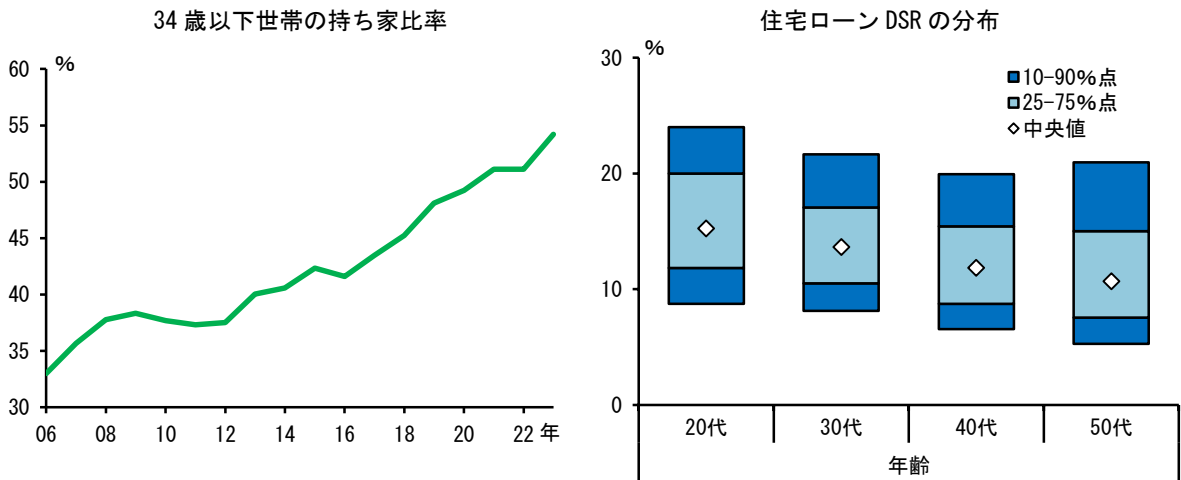
BOX 2 年齢別・地域別にみた住宅ローンのリスク特性

本BOXでは、住宅ローンのリスク特性について、年齢別にみた住宅ローン保有世帯の財務状況や、地域別にみた金融機関の取り組み姿勢といった切り口で事実整理を行う。

年齢別にみた住宅ローン保有世帯の特徴

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。貸出競争が激化するなか、金融機関は住宅ローン融資スタンスを積極化しており、若年層の旺盛な住宅取得需要に応えている。実際、若年層の持ち家比率をみると、景気回復や借入環境の改善の影響も相応にあると考えられるものの、近年、はっきりと上昇している（図表B2-1）。家計へのサーベイ調査の結果を用いて、住宅ローン保有世帯の世帯主の年齢ごとに、返済期間中のDSRを確認すると、20代や30代の住宅ローン保有者のDSRは、全体に占めるシェアが多い40代～50代対比でみると、高い傾向にあることがみてとれる。これは、若年層において、DSRの分母に含まれる労働所得が、40代～50代対比で概して低いことが影響していると考えられる。

図表 B2-1 住宅ローン保有世帯の DSR



（注）1. 左図の集計対象は世帯主年齢が 34 歳以下の二人以上世帯。後方 3 年移動平均。直近は 2023 年。

2. 右図の集計対象は住宅ローン保有世帯。各世帯における 2019 年時点の DSR。

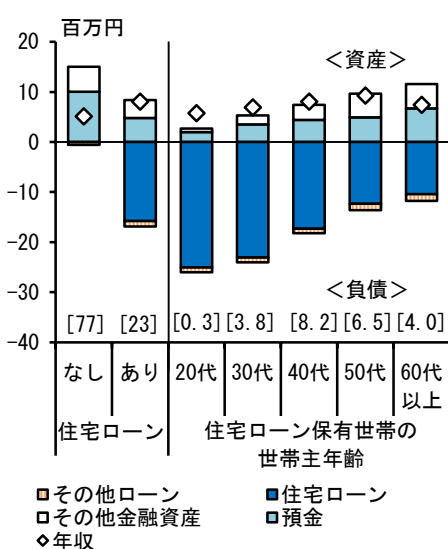
（資料）総務省

住宅ローン保有世帯のバランスシートをみると、若年世帯ほど、住宅ローン保有額が大きく、預金等の金融資産の額は小さい（図表B2-2左図）。最近では住宅ローン残高の8割が変動金利型となっていることにも鑑みると、金利上昇時に金利関連収支が悪化しやすい傾向にあると考えられる。年齢別のバランスシート情報や収入をもとに、短期金利が+1%pt上昇した場合の平均的な影響を試算すると、所得対比でみた金利関連収支の悪化幅は、若年世帯で大きく、年齢を追うごとに縮小する（図表B2-2右図）⁶⁹。これは、労働所得はライフサイクル

⁶⁹ 図表 B2-2 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、

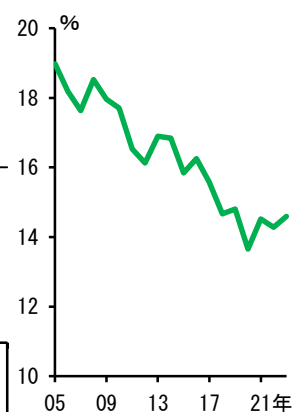
でみれば20代以降上昇する傾向があることや、住宅ローン残高自体も元金返済につれて減少するため、時間が経過し、年齢が上昇するとともに、平均的にはリスク耐性は高まることを示唆していると考えられる。また、若年層について、フローでみた返済負担の軽減等を企図して、返済期間の長いローンを組む動きも増えている。若年世代の住宅ローン保有世帯の返済期間中のDSRの変化をみると、元利払い額の減少等から、趨勢的には緩やかに低下している（図表B2-3）。こうした点に加え、住宅ローンにおける「5年ルール」や「125%ルール」といった激変緩和措置の存在は、金利上昇局面において、短期的な返済負担増を抑制する方向で作用するほか、やや長い目でみても、景気の緩やかな回復や、賃金カーブに沿った動きを含めた賃金上昇が続くもとでは、負担増は相応に軽減すると考えられる。

図表 B2-2 年齢階層別にみた住宅ローン保有世帯の金融資産・負債



（注）集計対象は全世帯。左図は1世帯当たりの平均値。[]内は世帯構成比を表示。
右図の金利関連収支には住宅ローンの元本返済を含む。2019年時点。
（資料）総務省

図表 B2-3 若年世帯のDSR



（注）集計対象は二人以上世帯のうち、勤労者世帯かつ世帯主年齢が30代以下の住宅ローン保有世帯。各時点における住宅ローンDSR。

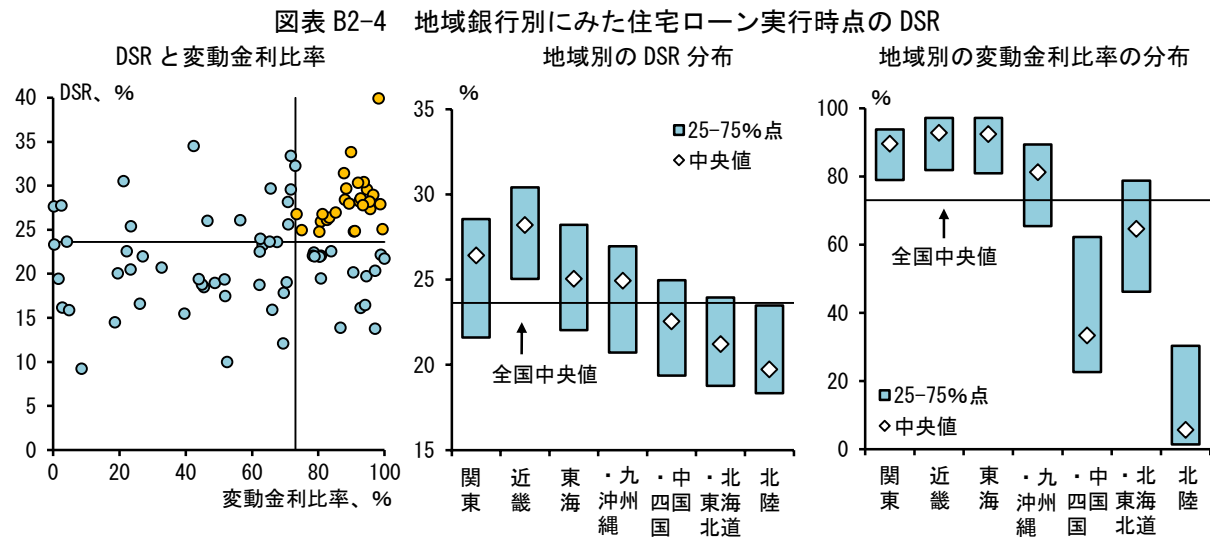
（資料）総務省

地域別にみた金融機関の取り組み姿勢

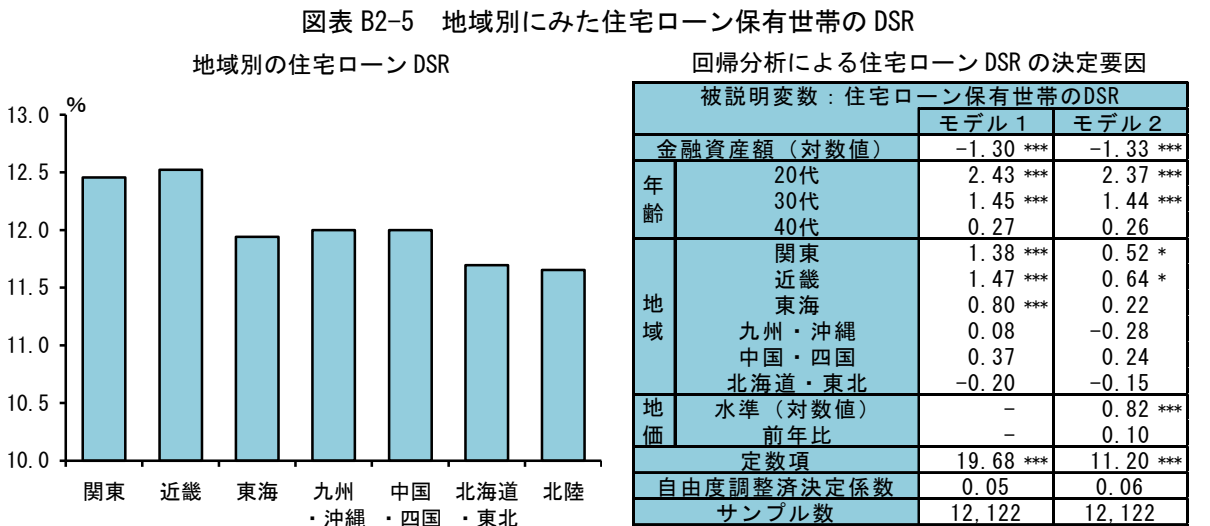
次に、住宅ローンを提供する地域銀行側のデータを用いて、住宅ローン実行時点のDSRをみると、各行ごとのDSRの水準は10～30%程度と大きなばらつきが存在する。そのうちDSRが高い金融機関では、変動金利型ローンの割合も高い先が多い（図表B2-4左図）。地域別には、都市部（関東、近畿、東海、九州・沖縄）の金融機関を中心に、高DSR先や変動金利比率の高い先が多い傾向がある（図表B2-4中図、右図）。こうした先は、都市部において不動産市

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。受取利息については、③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。④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。なお、変動金利型の住宅ローンにおいては、元金返済額の激変緩和措置として、毎月の返済額が借入日から毎5年間固定される「5年ルール」や、返済額が見直される場合でも1.25倍以内とする「125%ルール」が契約時に設定されることが多い。今回は、試算において必要となる仮定が少ない「125%ルール」のみを勘案している。

況が改善するなかで、旺盛な需要がみられる若年世帯への住宅ローン貸出を増やしてきたと考えられ、それが高いDSRに反映されている部分があるとみられる。実際、家計のサーベイ調査の結果を用いて、DSRの要因分析を行うと、住宅ローン保有世帯の世帯主年齢が低いほどDSRが高いという関係が有意にみられる。もっとも、DSRの大きさの決定要因については、保有金融資産額、各都道府県別の地価といった要因の影響のほか、それらでは説明できない地域特性の存在も示唆されることに留意が必要である（図表B2-5）。



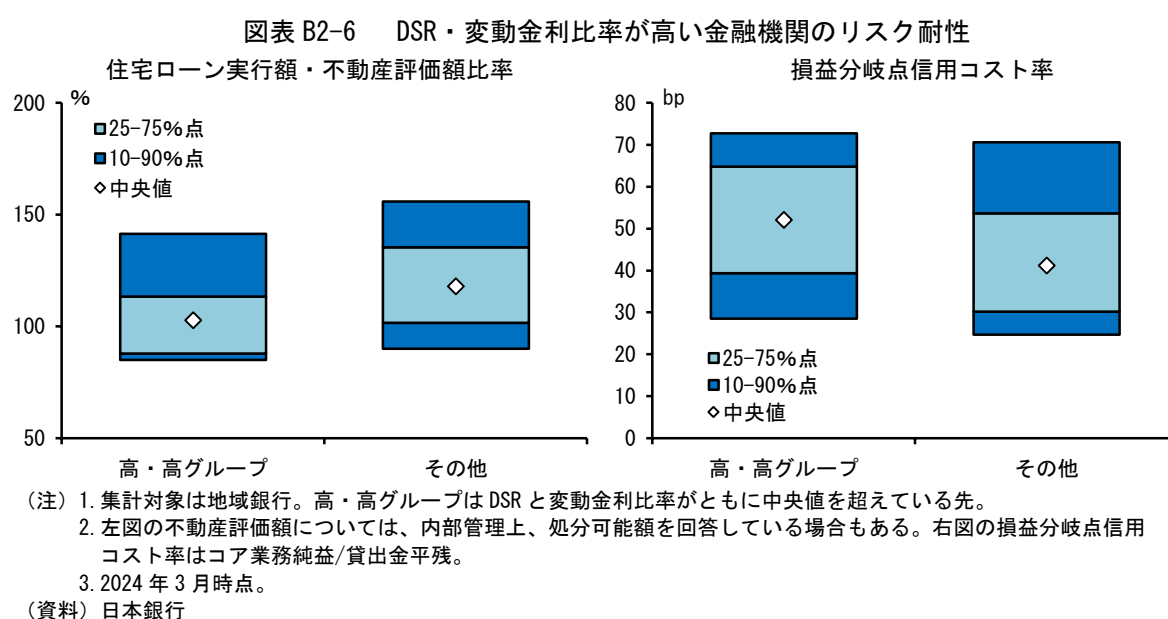
(注) 1. 集計対象は地域銀行の住宅ローン。
2. 左図の縦横実線は地域銀行の中央値。黄色の点は、DSR と変動金利比率がともに中央値を超えている先。
3. 2024 年 3 月末時点。
(資料) 日本銀行



(注) 1. 左図の集計対象は住宅ローン保有世帯。2019 年時点の DSR の中央値。
2. 右図の集計対象は、住宅ローン保有世帯のうち世帯主年齢 50 代以下の世帯。推計結果のうち、世帯主年齢は、50 代を基準とするダミー変数として推計。地域は、北陸地方を基準とするダミー変数として推計。地価は 2019 年地価公示における都道府県別住宅地価（平米単価）。***は 1% 有意、*は 10% 有意であることを示す。
(資料) 国土交通省、総務省

住宅ローン債権の保全にかかるリスクという観点から、住宅ローン実行額を不動産評価額対比（LTV）でみると、DSR・変動金利比率がともに高い金融機関では、相対的に水準が低く、

融資額は、住宅価格対比でみて一定範囲に抑制されていることが窺われる。また、高DSR・高変動金利型割合先では、金融機関の損益分岐点信用コスト率が高いなど、収益バッファによる短期的な損失吸収力が高い傾向があることが確認される（図表B2-6）⁷⁰。なお、金利が上昇する場合には、こうした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、あるいは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の変化も生じ得る。住宅ローンを多く取り扱う金融機関では、このような金利変化の複雑な波及経路も念頭におきつつ、引き続き、債務者の返済能力が先行き悪化し得ることも考慮して、入口審査やその後の所得環境の点検などの中間管理を丁寧に行うほか、財務面等でもリスク耐性の強化を進めていくことが期待される。

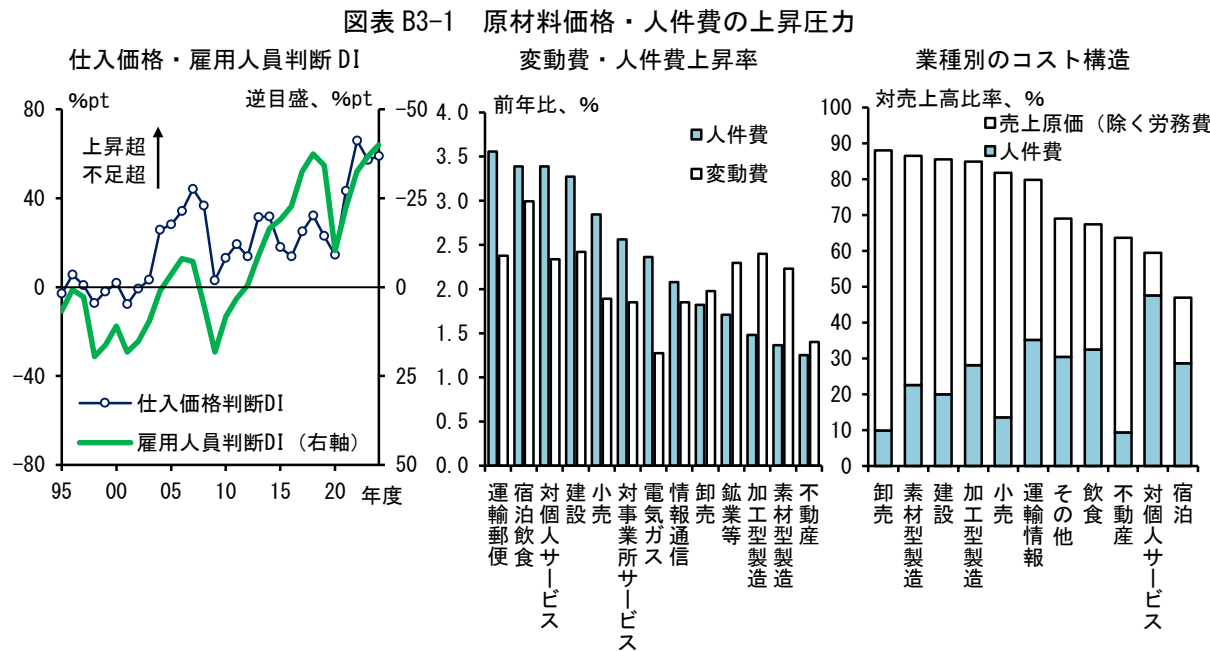


⁷⁰ また、8割近い住宅ローンは信用保証が付されていることから、仮にデフォルトが生じても、金融機関が信用コストを直接被ることが遮断されている。ただし、信用保証の中には、同じ銀行グループ内の関連会社（自行系保証会社）による信用保証が利用されている場合があり、その場合は、連結ベースでは金融機関は信用コストを負担することになる点には留意が必要である。住宅ローンの信用リスクについては、金融システムレポート 2024年4月号のBOX2を参照。

BOX3 原材料・人件費上昇の信用コストへの影響

近年の輸入物価を中心とした原材料価格高や人件費の上昇は、企業の価格転嫁率やコスト構造に応じて、信用コストに異なる影響を及ぼすと考えられる。最近では、従来よりもコスト上昇分の価格転嫁が進みやすくなっている面はあるものの、変動費や人件費といったコストの比率が高い業種や、価格転嫁が相対的に難しい業種を中心に、コスト上昇が実績デフォルト率の上昇に影響を及ぼしている可能性がある。本BOXでは、変動費・人件費上昇が中小企業の財務やデフォルト確率に及ぼす影響について整理する。

この間のコスト上昇の中小企業収益への影響を確認すると、緩やかな景気回復が続くもとで、売上高の増加を主因に、中小企業の経常利益は改善が続いているものの、その内訳をみると、2022年度以降、人件費の増加は下押しに作用している（前掲図表IV-1-4中図）。短観の仕入価格判断DI・雇用人員判断DIをみても、いずれも上昇・不足超方向に大きく変動している（図表B3-1左図）。同DIを用いて、過去の変動費・人件費との関係をもとに2024年度のコスト上昇幅を試算すると、2023年度対比でみて、対個人サービスや運輸郵便といった労働集約的な業種で人件費上昇の影響が大きくなるほか、変動費は宿泊飲食や製造業等で上昇幅が大きくなるとの推計値が得られる（図表B3-1中図）。



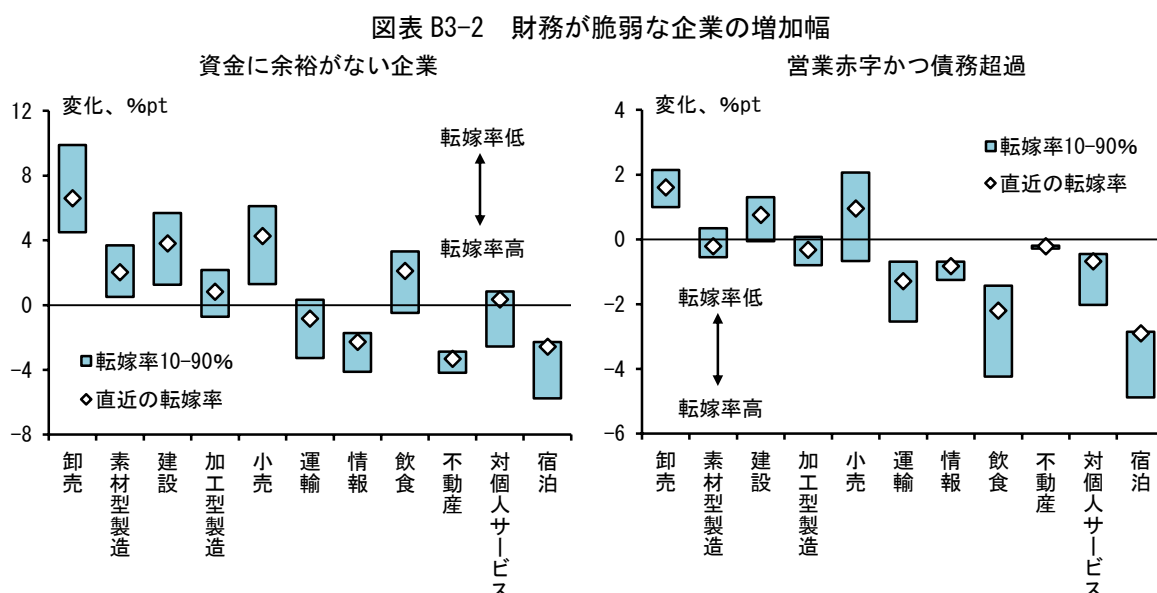
(注) 1. 集計対象は中小企業。変動費は、売上原価＋販管費－減価償却費－人件費。
2. 左図の直近 2024 年度は、2024 年 6 月短観における情報を用いて試算。中図は、同様に試算された 2024 年度の業種別 DI を用いて、2024 年度の変動費および 1 人当たり人件費の前年比伸び率を推計（年度データを用いた回帰分析の結果を利用）。
3. 右図は 2023 年度の値。業種別の中央値。
(資料) CRD 協会、財務省、日本銀行

前述の通り、原材料価格や人件費の上昇は、その上昇幅に加え、各企業の価格転嫁率やコスト構造に応じて、企業・業種間で異なる影響を及ぼすと考えられる。価格転嫁率の業種間

の差異をみると、卸売業などでは相対的に転嫁が進みやすい一方、運輸倉庫や飲食、不動産といった業種では、転嫁率が低い傾向がある（前掲図表Ⅳ-1-9）。また、コスト構造をみると、卸売や小売、建設といった業種で、売上高原価比率が高いほか、対個人サービスや運輸情報、飲食といった労働集約業種においては、人件費比率が高く、それぞれ、原材料価格や賃金といった要素価格上昇の影響を受けやすいことが示唆される（図表B3-1右図）。

上記の原材料価格・人件費上昇幅や各企業のコスト構造をもとに、企業財務・デフォルト確率への影響について試算を行った⁷¹。試算結果を確認すると、短観データが示唆する2024年度のデフォルト確率の上昇幅は総じて限定的である一方、価格転嫁率の違いによってその影響度は大きく異なり得ることが確認できる（前掲図表Ⅳ-1-11左図）。

業種別の結果をみると、卸売・小売や建設といった売上高原価比率が高い業種において、コスト増大が売上高の回復ペースを上回ることなどから、資金不足に陥る企業や営業赤字かつ債務超過の企業の割合が上昇するなど、財務内容が相対的に悪化することが見込まれる（図表B3-2）。この結果、これらの業種では、デフォルト確率の上昇幅も相対的に大きくなっている（前掲図表Ⅳ-1-11右図）。先行きも、景気回復が続くもとで、原材料価格や人件費が上昇した場合の中小企業財務やデフォルトへの影響は、全体としては抑制されるとみられるが、既往の業況不芳先や、企業のコスト構造によっては、相応の影響を受けうることから、これら企業の財務状況や倒産動向が信用コストに与える影響については、注意深くみていく必要がある。



（注）2023 年度から 2024 年度の割合の変化。「直近の転嫁率」は帝国データバンク調査（2024 年 7 月）。バンドは、仮想的に価格転嫁率を変化させた場合のレンジ。集計対象は中小企業。業種は、コスト比率の高い順。

（資料）CRD 協会、財務省、帝国データバンク、日本銀行

⁷¹ ベースとなる売上高については、2024 年 6 月短観における各業種の売上高計画をもとに、過去の修正率を反映した伸び率を乗じることで推計。

BOX4 「共同データプラットフォーム」の概要

金融庁と日本銀行は、より質の高いモニタリングの実施と金融機関の負担軽減を図る観点から、データの一元化に向けた取り組みを進めており、この一環として、新しいデータ収集・管理の枠組みである「共同データプラットフォーム（共同DP）」の構築に取り組んでいる。本BOXでは、共同DPの進捗状況を概観するとともに、既に段階的に収集が始まっている高粒度データを用いたモニタリング・分析の高度化の現状と未来像について紹介する。

共同DPの構築に向けたこれまでの取り組みは、日本銀行と金融庁が共同で公表した「データ一元化の進捗と今後の進め方」（2023年6月）や「共同データプラットフォームの進捗と今後の進め方」（2024年7月）において詳しく記述されている。その進捗について簡潔にまとめると、2021年度に海外事例調査を実施したことを皮切りに、実証実験を経て2023年度から、地方銀行について高粒度データの収集を段階的に開始した。直近では、2025年度からの本格的なデータ収集に向けて、主要行等、第二地方銀行についても、提出フォーマット・定義の調整を進めている（図表B4-1）。この間、これらのデータ整備には、金融機関側の対応や金融庁・日本銀行側のオペレーションの整理も含め、相応の負担が生じることも判明したため、金融機関側の負担軽減も含めた実務的な検討が継続されてきた。

図表 B4-1 共同データプラットフォームの進捗状況

時期	取組内容
2021年度	海外事例調査の実施
2022年度	一部の金融機関から取引単位の法人貸出明細データを収集する実証実験の実施
2023年度	高粒度データの収集を段階的に開始
2025年度	本格的なデータ収集開始予定

（資料）金融庁・日本銀行

分析事例（ゼロゼロ融資の抽出）

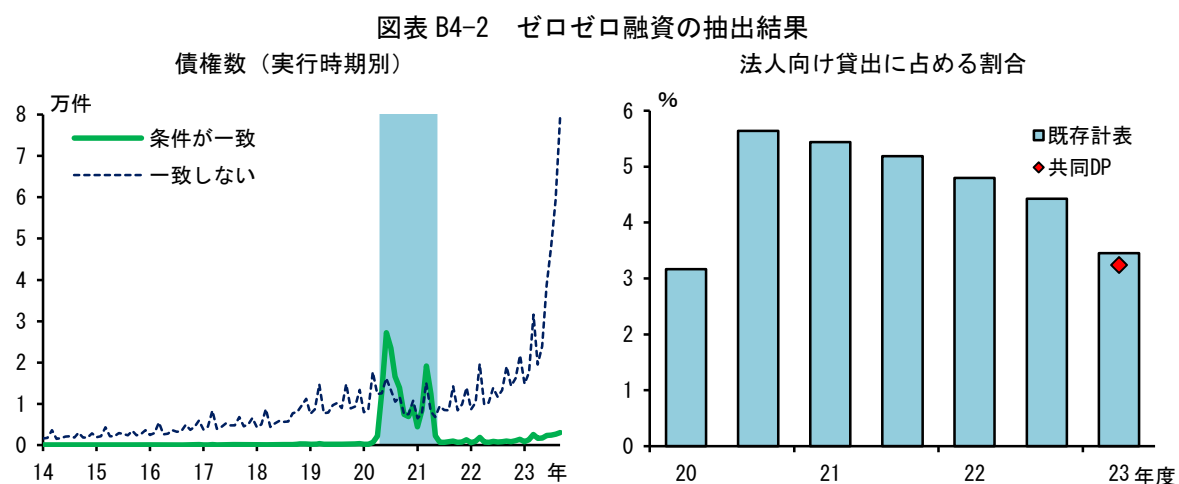
段階的に収集が始まっている共同DPの高粒度データは、金融システムのモニタリング・分析の高度化に活用され始めている。本稿IV章1節のゼロゼロ融資に関する分析では、共同DPで収集した貸出債権明細データ等を用いている⁷²。この貸出債権明細データには、各債権の金額や金利、借入期間といった情報が格納されているが、各債権がゼロゼロ融資に該当するかを識別するフラグは存在していない。どの債権がゼロゼロ融資に該当するかを特定することが課題となるが、今回レポートでは、共同DPに格納された豊富な情報からゼロゼロ融資を特定しうる点に着目した。

具体的には、ゼロゼロ融資の貸出金利が信用保証協会毎に一律となっている点を活かし、

⁷² 本稿の分析は、すべて 2023 年 9 月末時点の債権データに基づく。対象は全国地方銀行協会加盟行。

民間ゼロゼロ融資の取扱期間中である2020年5月～2021年5月に実行された貸出のうち、①金利が各信用保証協会の指定する金利と一致する固定金利貸出であり、②元本が保証限度額の6,000万円以内⁷³、③借入期間が最長保証期間の10年以内、の条件を満たす債権を、ゼロゼロ融資債権とみなし、抽出した。

抽出結果をみると、上記条件を満たす債権は、民間ゼロゼロ融資の取扱期間に集中しているほか、抽出された残高も、既存計表から集計した値と概ね一致していることが確認できる（図表B4-2）。さらに、共同DPの債務者明細データと紐づけを行うことで、ゼロゼロ融資先企業の財務状況について確認するといった分析も可能となる（前掲図表IV-1-19）。今後、データが蓄積していくことに伴い、時系列方向での分析も可能になるとみられる。これらの高粒度データを使ったより解像度の高いモニタリングが可能となることで、金融・経済環境が変化する中での金融システムのリスクの把握等に繋がることが期待される。



（注）1. 左図の「条件が一致」は実行時期にかかわらず本文中①～③の各条件を満たす債権。「一致しない」は各条件の少なくとも1つを満たさない債権。シャドーは民間ゼロゼロ融資の実行期間（2020年5月～2021年5月）。

2. 右図の「既存計表」の2020年度の値は試算値。

3. 直近は2023年9月末。

（資料）日本銀行

⁷³ 保証限度額は、東京都のみ1億円となっている。

付録：基本用語の定義

金融機関決算関連

当期純利益＝コア業務純益＋株式関係損益＋債券関係損益－信用コスト±その他(特別損益など)

コア業務粗利益＝資金利益＋非資金利益

コア業務純益＝資金利益＋非資金利益－経費

資金利益＝資金運用収益－資金調達費用

非資金利益＝役務取引等利益＋特定取引利益＋その他業務利益－債券関係損益

株式総合損益＝株式関係損益＋株式評価損益の増減額

株式関係損益＝株式売却益－株式売却損－株式償却

債券総合損益＝債券関係損益＋債券評価損益の増減額

債券関係損益＝債券売却益＋債券償還益－債券売却損－債券償還損－債券償却

信用コスト＝貸倒引当金純繰入額＋貸出金償却＋売却損等－償却債権取立益

信用コスト率＝信用コスト／貸出残高

国際統一基準行の自己資本比率関連

普通株式等 Tier1 比率（CET1 比率）＝普通株式等 Tier1 資本／リスクアセット

普通株式等 Tier1 資本は、普通株式、内部留保等で構成される（その他の包括利益累計額を含む）。

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。