



# 日本銀行のレポートから

日本銀行は、金融システムの安定性を評価するとともに、安定確保に向けた課題について関係者とのコミュニケーションを深めることを目的として、金融システムレポートを年2回公表しています。本レポートの分析結果は、日本銀行の金融システムの安定確保のための施策立案や、考査・モニタリング等を通じた金融機関への指導・助言に活用しています。また、国際的な規制・監督・脆弱性評価に関する議論にも役立てています。金融政策運営面でも、マクロ的な金融システムの安定性評価を、中長期的な視点も含めた経済・物価動向のリスク評価を行ううえで重要な要素の一つとしています。

\*全文は日本銀行ホームページに掲載されています。 <https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/index.htm/>

## 「金融システムレポート」

二〇二二年四月

国内外の経済・金融面で新型コロナウイルス感染症の影響が続く中でも、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。感染症の影響が大きい企業の収益に弱さがみられるが、金融機関の経営体力が総じて充実しているもとで、政策対応が効果を発揮し、金融仲介機能は円滑に発揮されている。金融市場では、米欧の金融緩和の縮小やウクライナ情勢が意識されるなかで、神経質な動きとなっている。

こうしたもと、わが国の金融システムの安定を確保していく観点から、注意すべきリスクは、①感染症拡大による国内貸出の信用面のリスク、②国際金融市場の調整など、グローバルな経済・金融面のショックが波及するリスク、③感染症拡大以前からの脆弱性がもたらすリスクで

ある。

### ① 感染症拡大による国内貸出の信用面のリスク

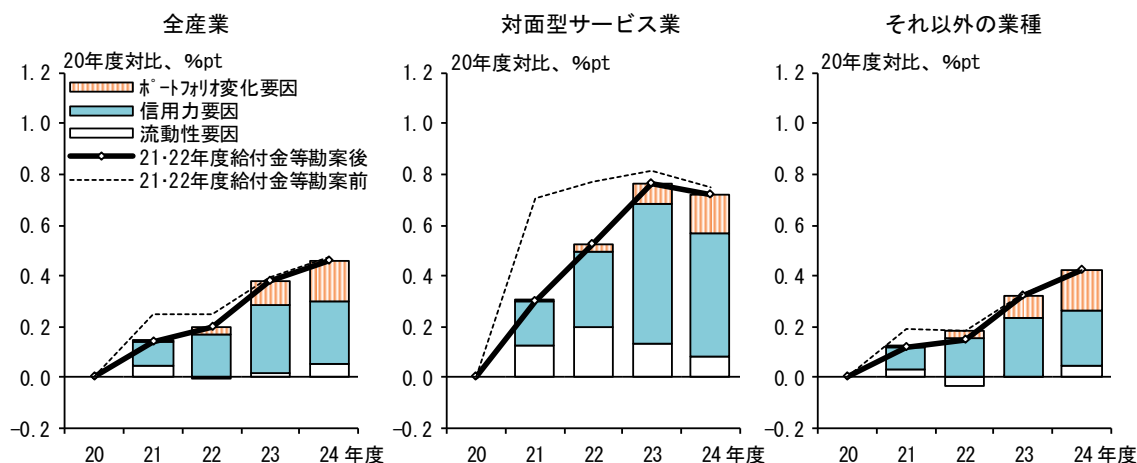
今回レポートでは、個社データ(約七五万社)を用いて、感染症拡大が中小企業のデフォルト率と、金融機関の信用コスト率に与える影響を、二〇二四年度までシミュレーション分析している。分析は、先行きの景気が市場参加者の平均的な見通しに沿って回復すると想定したうえで、足もとの経済情勢や、業種間・企業間の業績のばらつきを反映している。分析結果は、以下のとおりである。

- ・ 中小企業全体のデフォルト率は、二〇二一年度以降、手元資金が潤沢にある一方で、業種間・企業間の企業収益のばらつきが残るとの

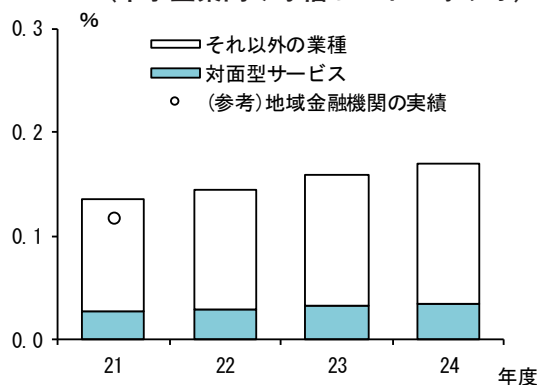
想定や二〇二三年度以降の実質無利子融資の利払い負担もあり、低位に抑制されていた二〇二〇年度の水準から小幅上昇する(次ページ図表1、左図)。対面型サービス業は、全体的に回復ペースが緩やかとの想定のもとで、手元資金の減少を補うために借人が増えるため、流動性、信用力双方の要因から大きめに上昇する(次ページ図表1、中図)。

- ・ 全産業のデフォルト先の割合は、先行き徐々に高まるが、上昇幅は限定的で、二〇二四年度においても、抑制された水準にとどまる。ただし、対面型サービス業では、二〇二三年度にかけて足もとの水準から一段と上昇する(次ページ図表2)。
- ・ 中小企業向け貸出の信用コスト率は、二〇二四年度にかけて徐々に

図表1 デフォルト率変化幅の要因分解（全産業、業種別）

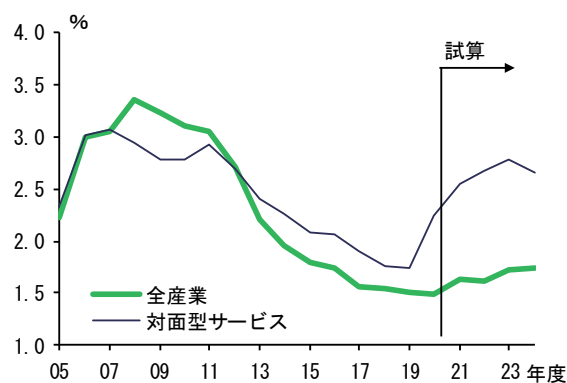


図表3 金融機関の信用コスト率（中小企業向け与信ポートフォリオ）



(注) 1. マーカーは、地域金融機関の直近3年間実績の平均値（地域銀行の2021年度は、2021年度上期を年率換算）。  
2. 保全率は、地域金融機関の直近の実績値（6割程度）、未保全分に対する回収率は、6割を用いて試算。  
(資料) 日本銀行

図表2 デフォルト先割合の推移



(注) デフォルト先割合は、年度中にデフォルトした企業数を、当該年度初に存在する企業数で除して算出。  
(資料) CRD 協会

上昇するが、対面型サービス業向けの与信割合が相対的に小さいこともあり、上昇幅は限定的である（図表3）。  
こうした分析の定量的な含意については幅を持って解釈する必要があり、マクロ的な企業収益の動向や企業収益の回復ペースを巡る業種間・企業間のばらつき等によつては、中期に、企業のデフォルト率や金融機関の信用コスト率が上昇する可能性も示唆している。

② グローバルな経済・金融面のシヨックが波及するリスク

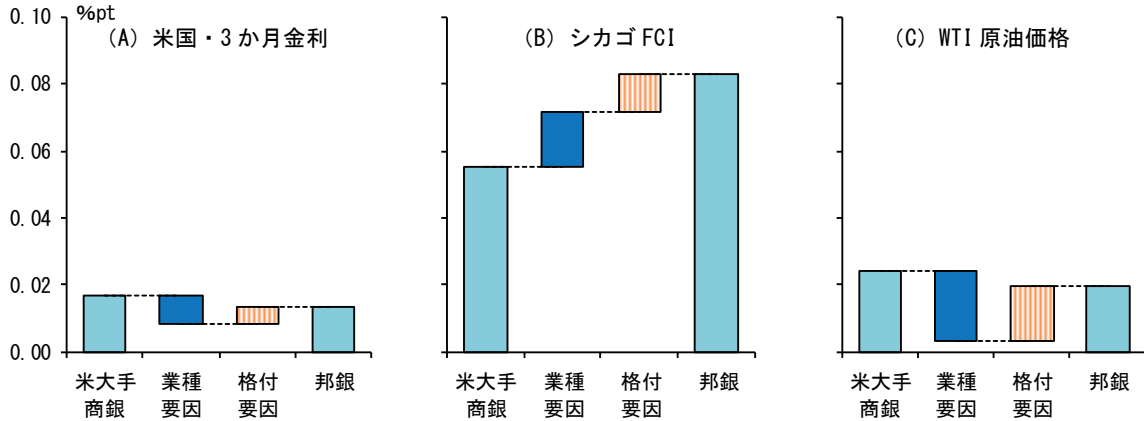
グローバルな経済・金融面のシヨックがわが国の金融機関の海外貸出と外貨資金調達に与える影響を分析した。

海外貸出の信用リスクについては、海外企業の格付データを用いて、(A) 米国金利、(B) FCI（注）、(C) 原油価格の上昇に対するデフォルト率の反応を推計し、以下の結果を得た。  
・三つのグローバルなリスクファクターは、Non-IG（非投資適格企業）のデフォルト率をIG（投資適格企業）対比で大きく上昇させるほか、業種間でも影響にばらつきがある。

・邦銀の海外貸出ポートフォリオは、米大手商銀対比、Non-IG比率が高い。この点は、三つのシヨックに対して、邦銀が米大手商銀対

(注) FCI (Financial Conditions Index) は、金融環境の広範な悪化の影響を捉える指標。ここでは、VIXや社債スプレッドから算出されるシカゴ連銀作成のFCIを利用。

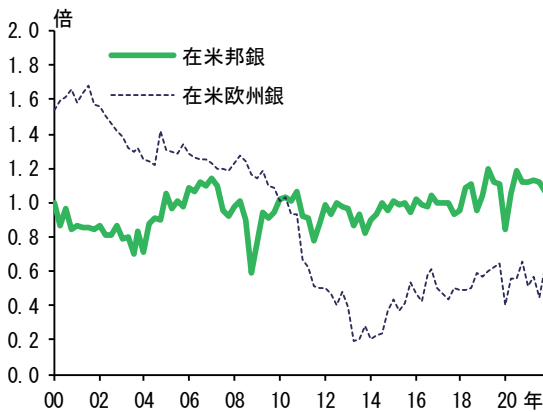
図表4 グローバルなリスクファクターの変化に対するデフォルト率の感応度



(注) 各リスクファクターが1標準偏差変化した際の与信ポートフォリオのPD変化幅(%pt)。与信ポートフォリオのPD変化幅は、業種別×IG/Non-IG別のPD変化幅を、邦銀・米大手商銀の格付・業種別貸出構成比でウエイト付けして算出。

(資料) Moody's、各社開示資料、日本銀行

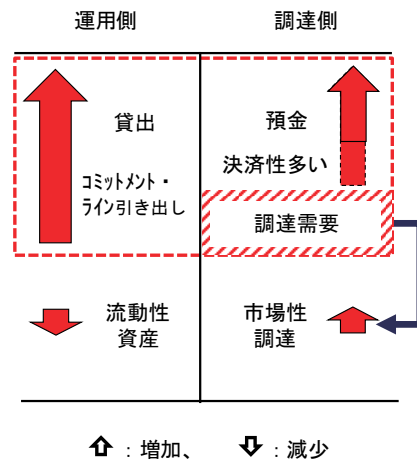
図表6 流動性リスク指標



- (注) 1. 流動性リスク指標 = (コミットメント・ライン + 市場性調達 - 流動性資産) / 総資産 (Acharya et al. 2021)
2. 流動性リスク指標は在米支店ベース。市場性調達は、在米支店で保有する大口定期預金、レポ調達、その他借入の合計、流動性資産は、在米支店で保有する現預金、米国債、レポの合計。
3. 直近は2021年12月末。

(資料) Federal Reserve Bank of Chicago、FFIEC

図表5 流動性資産と決済性預金の役割



比、相対的に大きな影響を受ける要因となる。邦銀がより低格付の企業への貸出を増やす場合には、こうした影響をさらに受けやすくなる可能性にも留意が必要である。ただし、邦銀の貸出は電気・ガス

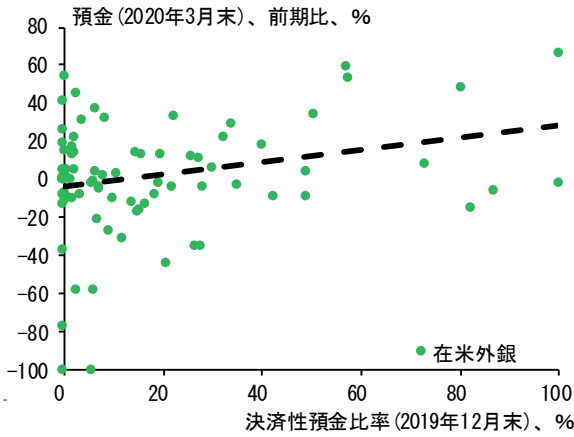
業やエネルギー業の比率が高いなどの特徴がある。この業種構成の特徴が、米国金利と原油価格の上昇に対しては、米大手商銀対比、邦銀と信先のデフォルト率抑制に働き、デフォルト率悪化を米大手商銀並みにとどめる可能性が示唆される(図表4)。

外貨資金調達リスクについては、リーマンショック期や二〇二〇年三月の市場急変時の預金動向などを中心に分析している。分析結果は、以下のとおりである。

・金融環境が悪化する場合、在米外銀では、コミットメント・ラインの引き出しなどを背景に、外貨貸出が増えるも、外貨預金が限定的な増加に留まるか減少することから、資金調達に大きなストレスがかかる傾向がみられる(図表5)。こうしたコミットメント・ラインの引き出し可能性を勘案した流動性リスク指標をみると、在米邦銀は、在米欧州銀対比で、流動性リスクが高いことが示唆される(図表6)。

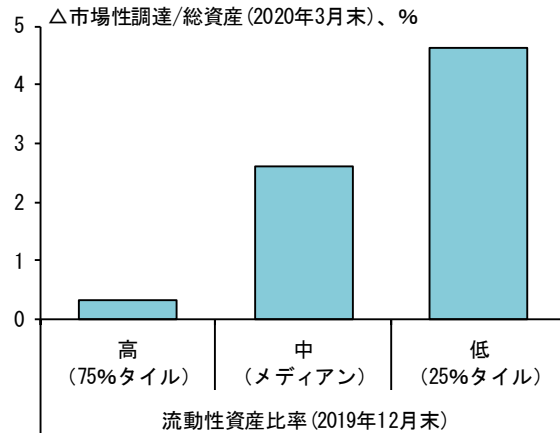
・二〇二〇年三月の市場急変時前後

図表 8 決済性預金と預金の伸び率



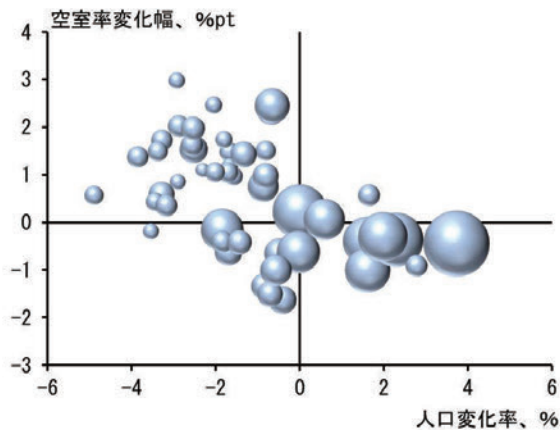
(注) 「在米外銀」は在米支店の金融機関別集計値。預金は大口定期除く。回帰線の傾きは、5%水準で有意。  
(資料) Federal Reserve Bank of Chicago

図表 7 流動性資産と市場性調達



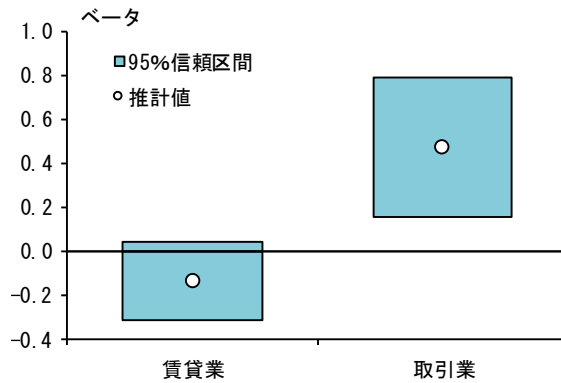
(注) 在米外銀支店の市場性調達変化に、コミットメント・ラインと流動性資産比率を回帰した推計値。推計は2020年3月末時点。  
(資料) Federal Reserve Bank of Chicago

図表 10 人口変化と空室率の関係



(注) 1. バブルは都道府県ごとの人口規模を表す。  
2. 1998年から2018年の5年毎の変化の平均値。  
3. 空室率は、共同住宅の空室戸 / 総戸数。  
(資料) 総務省「住宅・土地統計調査」「人口推計」

図表 9 各業態 ROA の全産業 ROA との連動性



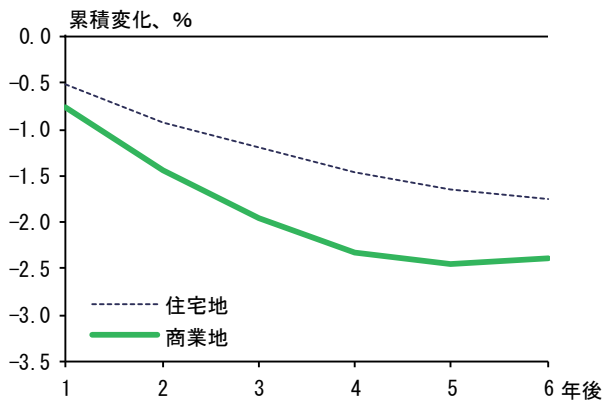
(注) 貸貸業は、貸事務所業、土地賃貸業、貸家業。取引業は、建物売買業、土地売買業。  
(資料) 帝国データバンク

③ 感染症拡大以前からの脆弱性がもたらすリスク

潜在成長率の低下などのもとで、わが国の金融機関は、趨勢的な収益性の低下圧力に直面しており、地域金融機関を中心に、ミドルリスク企業や不動産業向け貸出を積極化させてきた。今回レポートでは、近年、不動産業向け貸出を牽引している不動産賃貸業のリスク特性の整理に加えて、感染症拡大後の土地の収益構造やグローバルな要因の変化がわが国の不動産市況に与える影響を検証

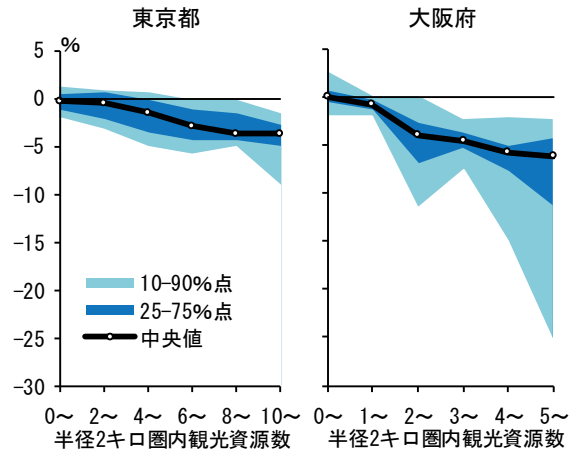
の在米外銀のデータを用いた分析からは、急変時前に、流動性資産保有が高いほど、あるいは決済性預金の比率が高いほど、急変時の資金調達面のストレスが軽減される可能性が示唆される(図表7、8)。邦銀は、外貨バランスシートを拡大するもとの、流動性資産の確保や決済性預金の拡充に取り組みしており、こうした取り組みが、危機時における外貨資金調達の安定性を向上させる可能性が示唆される。

図表 12 所得変化率 1%ポイント下落時の地価への影響



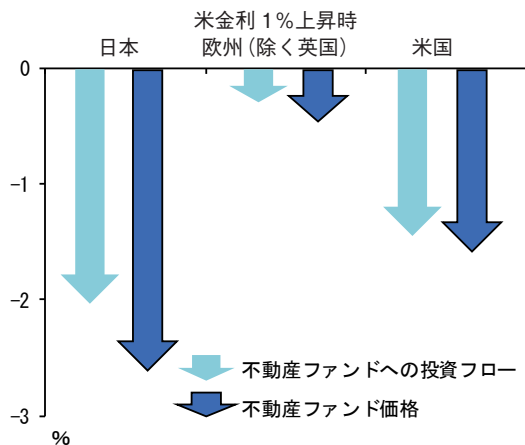
(注) 推計期間は 2001 年から 2021 年、1 人当たり課税所得の変化率の 1%ポイント下落に対する地価の反応。  
(資料) 国土交通省、総務省

図表 11 観光資源周辺の地価の変化



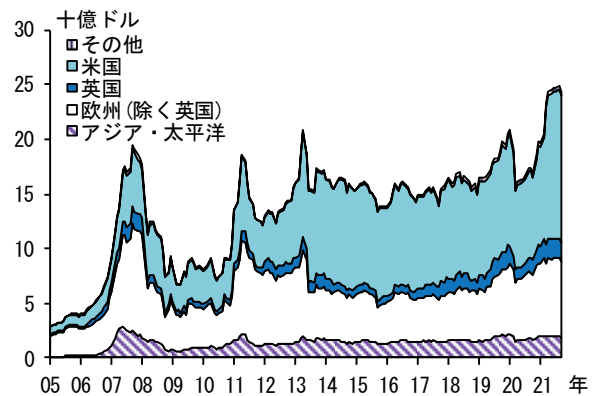
(注) 公示地価の商業地・基準地点の位置情報をもとに、半径 2 キロ圏内の観光資源数で集計。2020 年から 2022 年までの累積変化率。  
(資料) 国土交通省「地価公示」「観光資源データ」

図表 14 グローバル・ショックに対する投資フロー・価格感応度



(注) 矢印は推計された感応度の大きさを表す。「不動産ファンド価格」は、投資残高と投資フローの関係から算出。米金利は米 10 年物国債金利。推計期間は 2003 年 1~3 月から 2021 年 1~3 月。  
(資料) Federal Reserve Bank of Chicago、OECD、Refinitiv Lipper

図表 13 海外投資ファンドから日本の不動産ファンドへの投資残高



(注) 不動産ファンド等に投資する投資ファンドの地域別ポートフォリオシェアを用いて、地域別の投資額を算出。「アジア・太平洋」は日本を除く。ファンド数は約 1.2 万。直近は 2021 年 9 月。  
(資料) Refinitiv Lipper

している。

- 不動産賃貸業は、リーマンショック期においてデフォルト率が上昇した不動産取引業対比、ROAの変動が小さく、景気循環に左右されにくい(図表9)。もともと、わが国全体で見れば人口減少が進む中で、人口減少が空室率上昇に結び付き可能性が都道府県レベルのデータから示唆される(図表10)。
- インバウンド需要の減少など、感染症拡大を受けて土地の収益構造が変化すれば、地価にも影響が及びリスクがある。感染症拡大前後で地価を比較すると、観光資源に近接する地点ほど下落が大きい傾向がある(図表11)。また、公示地価および市区町村別の所得データを用いて推計を行うと、恒常的な収益減少が持続的な地価の下落を生じさせる可能性が示唆される(図表12)。

・感染症拡大前から、J-REIT などわが国の不動産ファンドへ、海外投資ファンドから資金が流入している(図表13)。こうした資金フローは、グローバルな金融・経



済の環境変化に感応的であり、米  
国金利の上昇などがみられる場合  
には、資金フローの減少や不動産  
ファンドの価格の下落が観察され  
る（前ページ図表14）。

近年の不動産業向け貸出は、相対  
的に安定的で頑健とみられる不動産  
賃貸業向けが牽引している点でリー  
マンショック期とは異なる。もつと  
も、人口動態といった中長期的な構  
造変化が不動産賃貸業の収益力に与  
える影響や、感染症拡大後の土地の  
収益構造やグローバルな要因の変化  
が不動産市況に与える影響に注意し  
ていく必要がある。

### マクロ・ストレステスト

上述のリスク認識を踏まえ、二種  
類のダウンサイド・シナリオを用い  
てマクロ・ストレステストを行って  
いる。シナリオの想定、分析結果は  
以下のとおりである（図表15）。

・「感染拡大・海外金利上昇シナ  
リオ」：感染症の再拡大とそれに伴  
う供給制約等の影響から、内外の  
実体経済に負のショックが加わる  
と共に、米国長期金利の上昇を契

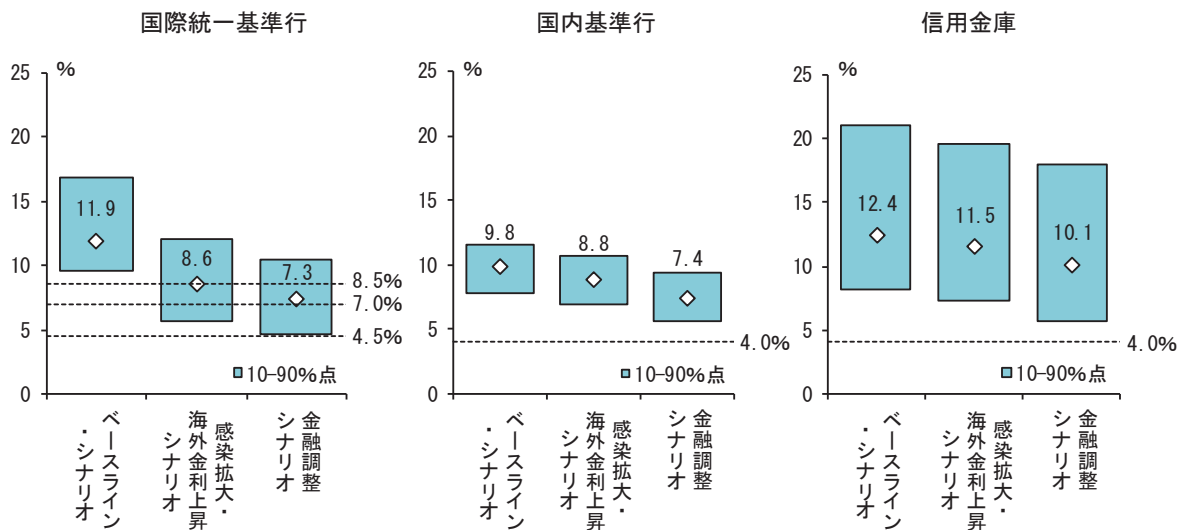
機として、資本流出圧力が生じや  
すい新興国を中心に実体経済が一  
段と下押しされるほか、国際金融  
市場にも調整が生じることを想  
定。信用コストの増加とコア業務  
純益の減少に加えて、株価や債券  
価格の下落による有価証券関連の  
損失などが下押しに作用するもの  
の、すべての業態で、平均的には  
規制水準を上回る自己資本比率を  
確保する。

・「金融調整シナリオ」：リーマン  
ショック期と同程度の大幅かつ急  
速な調整が国際金融市場で発生  
し、それが金融仲介活動への負の  
影響を通じ、内外経済にさらなる  
下押し圧力として作用することを  
想定。今回の最も厳しいシナリオ。  
自己資本比率は、信用コストの増  
加とコア業務純益の減少の一段の  
拡大に加え、有価証券関連の損失  
が膨らむことから、すべての業態  
で「感染拡大・海外金利上昇シナ  
リオ」対比、低い水準となる。国  
際統一基準行では、CET1比率  
が資本バッファ比率（銀行によ  
り七〇〜八五％）に抵触する水

準まで低下する  
銀行が相応にあ  
る。

こうした分析結  
果から、「わが国  
の金融システム  
は、先行き、感  
染再拡大と米国長  
期金利上昇が共に  
生じて実体経済と  
国際金融市場が調  
整する状況を想定  
しても、相応の頑  
健性を備えてい  
る。もつとも、仮  
に、国際金融市場  
が大幅かつ急速に  
調整する場合に  
は、金融機関の経  
営体力が低下して  
金融仲介機能の円  
滑な発揮が妨げら  
れ、実体経済の一  
段の下押し圧力と  
して作用するリス  
クがある。」と評  
価している。

図表 15 自己資本比率（2024年度）



(注) 1. 国際統一基準行は CET1 比率、国内基準行と信用金庫はコア資本比率（経過措置を含むベース）。  
2. マーカーは業態計。