



日本銀行のレポートから

日本銀行は、1月、4月、7月、10月の政策委員会・金融政策決定会合において、先行きの経済・物価見通しや上振れ・下振れ要因を詳しく点検し、そのもとでの金融政策運営の考え方を整理した「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）を決定し、公表しています。また、2022年4月以降は、展望レポートの内容を、より幅広い読者に伝えるための取り組みとして、そのポイントをイラストとともに簡潔に整理した資料（ハイライト）を公表しています。本稿では、2022年10月の展望レポート（基本的見解は10月28日、背景説明を含む全文は10月31日公表）のハイライトをご紹介します。

*全文は、日本銀行ホームページに掲載されていますので、ご関心のある方は、ぜひそちらもご参照ください。

<https://www.boj.or.jp/mopo/outlook/index.htm/>



「経済・物価情勢の展望」（展望レポート・ハイライト）

— 2022年10月 —



日本経済は回復に向かう

日本経済は、資源高や海外経済の減速により下押しされますが、感染症の消費への影響が和らぎ、部品調達難も解消に向かうなかで、回復していきます。

消費者物価の前年比は、本年末にかけてエネルギーや、食料品、耐久財などの価格上昇から上昇率を高めたあと、来年度半ばにかけて減速します。その後は、経済が改善し、賃金上昇率も高まるもとで、再び緩やかに上昇していきます。

物価は上昇率を高めたあと減速する





**海外の経済・物価動向など
不確実性は高く、市場動向に注意**

海外の経済・物価動向、ウクライナ情勢の展開や資源価格の動向、感染症など日本経済を巡るリスクは極めて高い状況です。また、金融・為替市場の動向と日本経済・物価への影響にも十分注意を払う必要があります。



強力な金融緩和を継続する

日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現を目指していきます。また、感染症からの回復を支援するため、資金繰り支援と金融市場の安定に努めていきます。

政策委員の経済・物価見通し



(注) ●は実績値、○は見通しです。



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」

二〇二二年十月

わが国の金融システムは、全体として安定性を維持していると評価できる。感染症拡大以降、経済活動が正常化に向かうなかでの供給制約とエネルギー・原材料価格の上昇、地政学的リスクの顕在化といった様々なストレスに晒されているにもかかわらず、わが国の金融機関は十分な自己資本と流動性を備えている。もっとも、各国中央銀行の利上げ継続とそれに伴う海外経済の減速懸念の広がりが加わるなど、ストレス局面は一段と長引く可能性がある。金融資本市場でも、神経質な展開が続いている。

より長期的な視点からみると、金融機関の基礎的収益力の低迷が続いた場合、損失吸収力の低下を通じて

金融仲介活動が停滞する可能性や、過度なリスクテイクを通じて金融システム面の脆弱性が高まる可能性がある。わが国金融システムの安定性を将来にわたって確保していく観点からは、こうした金融システムの停滞・過熱両方向のリスクを点検しつつ、潜在的な脆弱性に的確に対処する必要がある。

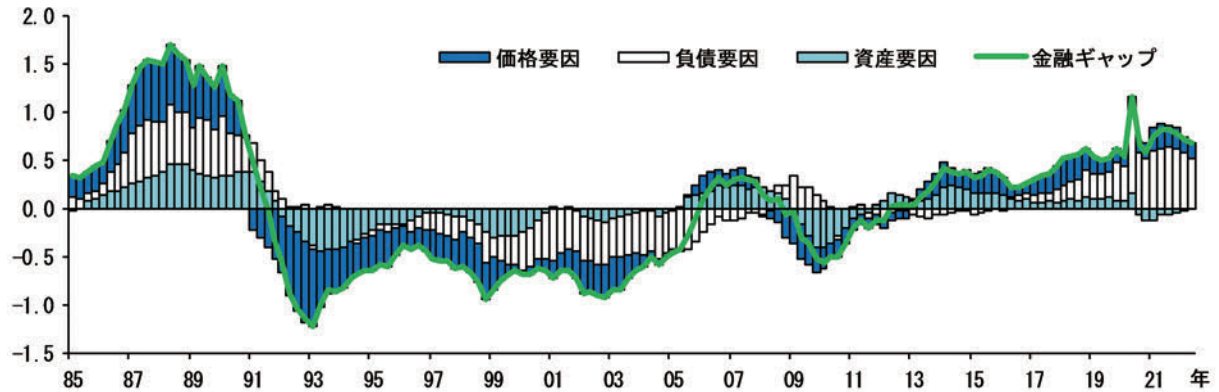
金融循環の現状

金融循環を表す金融ギャップは、円滑な金融仲介活動を背景に緩やかながらも拡大方向にあり、拡張局面は既に一〇年近くに及んでいる(図表1)。ただし、今回の拡張局面はこれまでのところ、民間債務の増

加(負債要因)が金融ギャップの拡大につながっているものの、実物投資の増加(資産要因)や資産価格の上昇(価格要因)による影響は限定的である。民間債務の累積と各種投資の活発化によるレバレッジの拡大が、資産価格の上昇を伴って進行するような、大きな金融不均衡は観察されない。

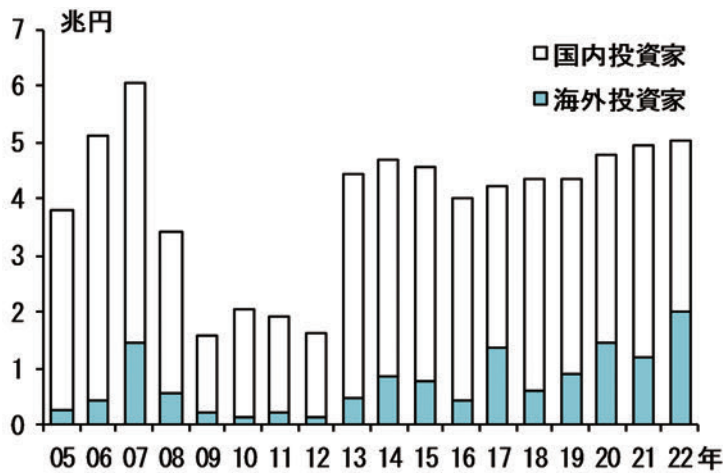
この一〇年における総与信の拡大の半分は、家計向け貸出と不動産業向け貸出の増加で説明できる。このうち大手行の不動産業向け貸出は、わが国不動産市場における投資採算が相対的に底堅さを維持するなか、海外投資家が高額取引を継続的に行っていることを背景に、不動産ファンド向けを中心に増加が続いて

図表 1 金融ギャップ



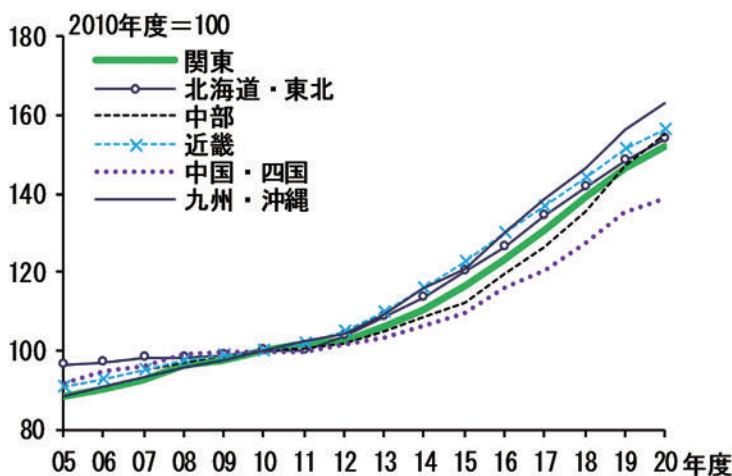
(注)「金融システムレポート(2022年10月号)全文」図表Ⅲ-3-4 参照。
(資料) 日本銀行

図表 2 内外投資家別の不動産取得額



(注)「金融システムレポート(2022年10月号)全文」図表Ⅲ-3-12 参照。
(資料) 日本不動産研究所

図表 3 不動産賃貸業の固定資産



(注)「金融システムレポート(2022年10月号)全文」図表Ⅲ-3-18 参照。
(資料) CRD 協会

いる(図表2)。また、地域金融機関の不動産業向け貸出は、不動産賃貸業の固定資産投資に比例して増加が続いている(図表3)。不動産市場では、オフィス賃料が低下し始めているほか、賃貸業の財務レバレッジが拡大している。海外投資家や賃貸業者の投資行動について、注意深くみていく必要がある。

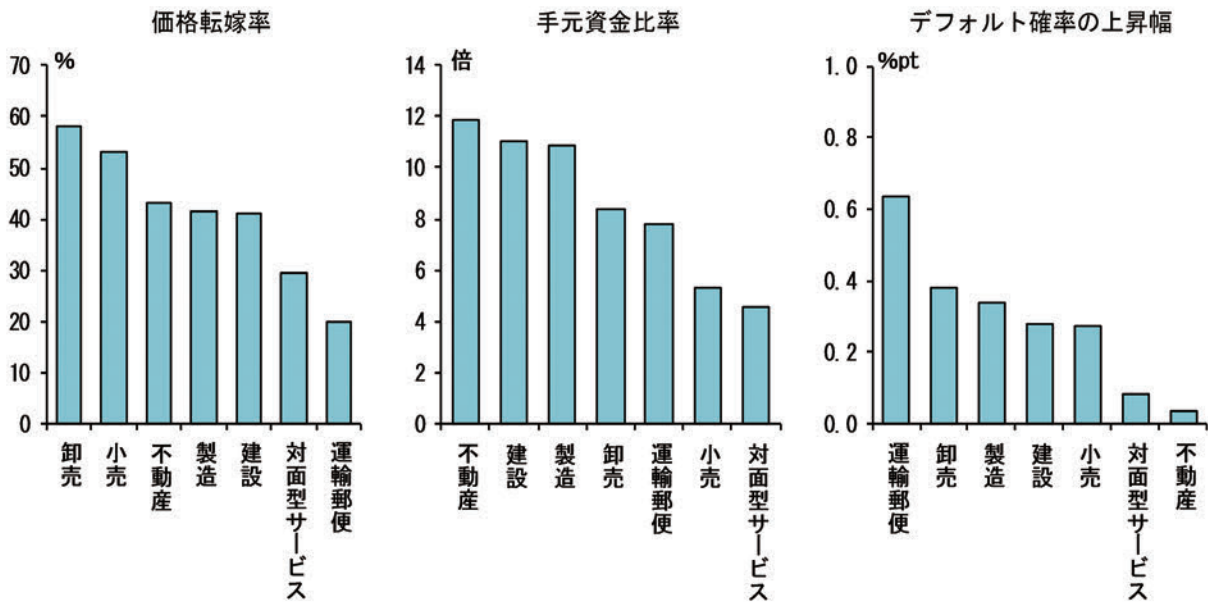
長引くストレス下の国内企業財務

ストレス局面が長引くもとでも、多くの企業は厚めの流動性バッファーを確保しており、このことが、デフォルトを歴史的な低水準に抑制する一因となっている。もっとも、輸入物価上昇に伴う原材料調達

コストの増分を販売価格へ転嫁することが難しい企業の中には、今後、デフォルト確率が相応に上昇し得る先がある。試算結果によると、①輸入依存度が高いために変動費が輸入物価に感応的である企業、②取引先との価格交渉力が低い企業、③感染症の影響を強く受けたために流動性バッファーが薄くなっている企業

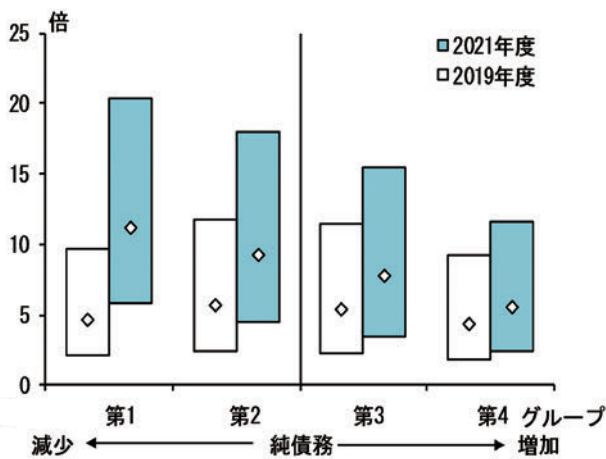
は、デフォルト確率が高まりやすい(図表4)。実質無利子融資などのコロナ関連融資は、感染拡大下における企業の資金繰りを強力に支えてきた。同融資の多くは既に返済が始まっている。中小企業の財務をみると、感染拡大以降に純債務が増加した中小企業は、それ以外の企業に比べ、債務償還年数が長期化する方向にある一方、手元資金比率が低く、追加的なストレスへの耐性が相対的に弱い

図表4 業種別のコスト耐性



(注)「金融システムレポート(2022年10月号)全文」図表IV-1-13参照。
(資料) CRD協会、帝国データバンク

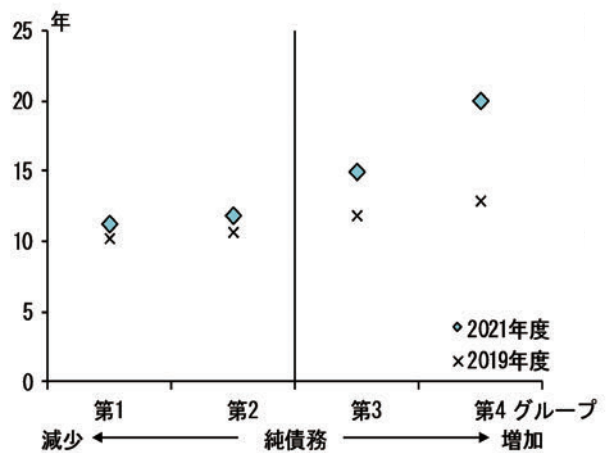
図表6 手元資金比率の分布



(注) グループごとに手元資金の対販管費(月平均)比率の中央値(マーカー)と25-75%点(バンド)を表示。「金融システムレポート(2022年10月号)全文」図表IV-1-19参照。

(資料) CRD協会

図表5 債務償還年数



(注) グループごとに債務償還年数(各年の借入金/2019年度の営業キャッシュフロー)の中央値を表示。「金融システムレポート(2022年10月号)全文」図表IV-1-16参照。

(資料) CRD協会

という特徴がある(図表5、6)。ストレス局面が長引くなか、金融機関には引き続き、企業の営業キャッシュフローの改善を支援していくことが期待される。

海外貸出の金利感応度

海外貸出は、高い投資適格比率が維持されている。もともと、海外金利が急速に上昇するなか、高レバレッジ企業を中心に信用力が悪化するリスクがある。海外貸出の業種別残高と格付け、企業財務の関係リスクマップとして可視化すると、投資適格比率が高い業種であっても、財務レバレッジが高く、利払い能力(ICR)が低い先が少なくない(図表7)。また、近年のレバレッジドローンの伸長が、海外貸出の非投資適格比率や高レバレッジ先比率を押し上げる方向に作用している。

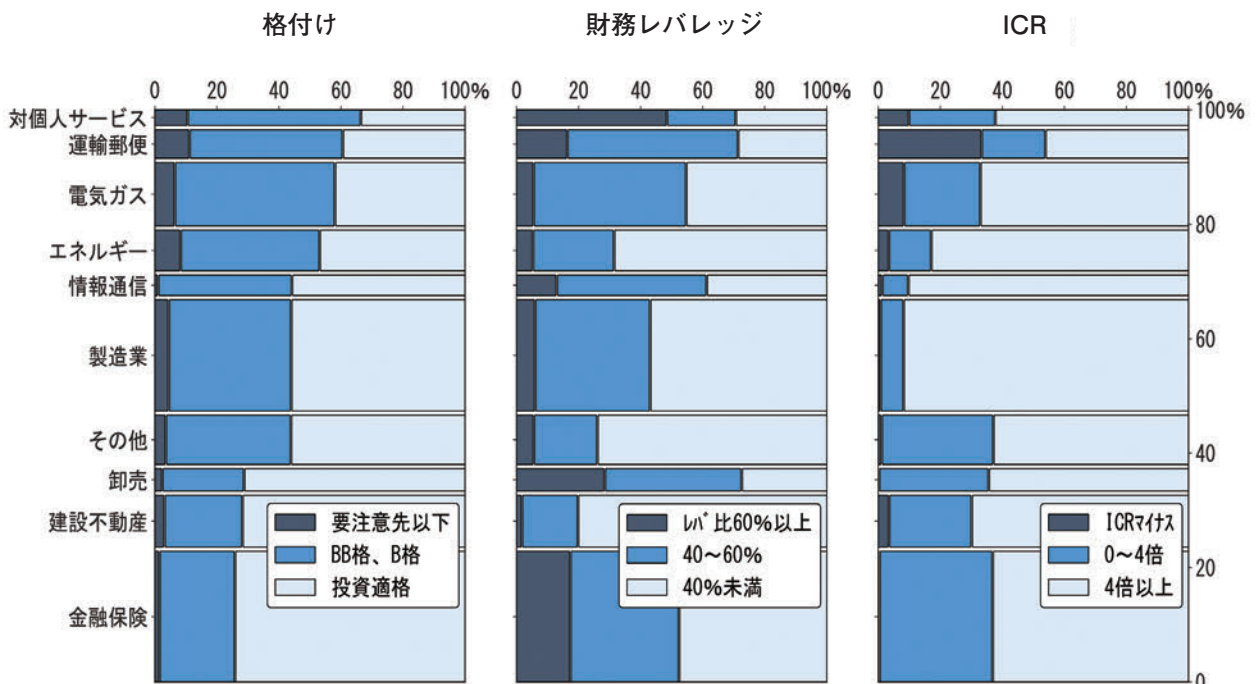
リスクマップが示すように、海外貸出ポートフォリオには高レバレッジ先が相応にあり、金利上昇に対する感応度は小さくない。資金調達コ

スト上昇に対する企業のデフォルト確率の試算結果からは、財務レバレッジが高くなるほど、デフォルト確率が加速度的に増幅される傾向が確認される(次ページ図表8)。また、企業の資金調達コスト上昇を想定したデフォルトカーブは、右肩上がりの傾斜がより急になるかたちで上方に移動する。高レバレッジ企業に対しては、よりきめ細かい信用リスク管理が必要な局面になっている。

海外金利上昇に対する金融機関のストレス耐性

このところ金融機関の有価証券ポートフォリオは評価損が拡大しており、先行きも、金利動向次第ではさらに拡大する可能性がある。外貨調達コストが上昇するなか、短期的に、外貨の運用利回り^{運用利回り}と調達利回りが逆転^{逆転}となる可能性もある。収益力強化を目的に外貨金利リスクテイクを進めてきた金融機関の中には、外貨利息配当金への収益依存度が高まっている先もあり、運用益の悪化

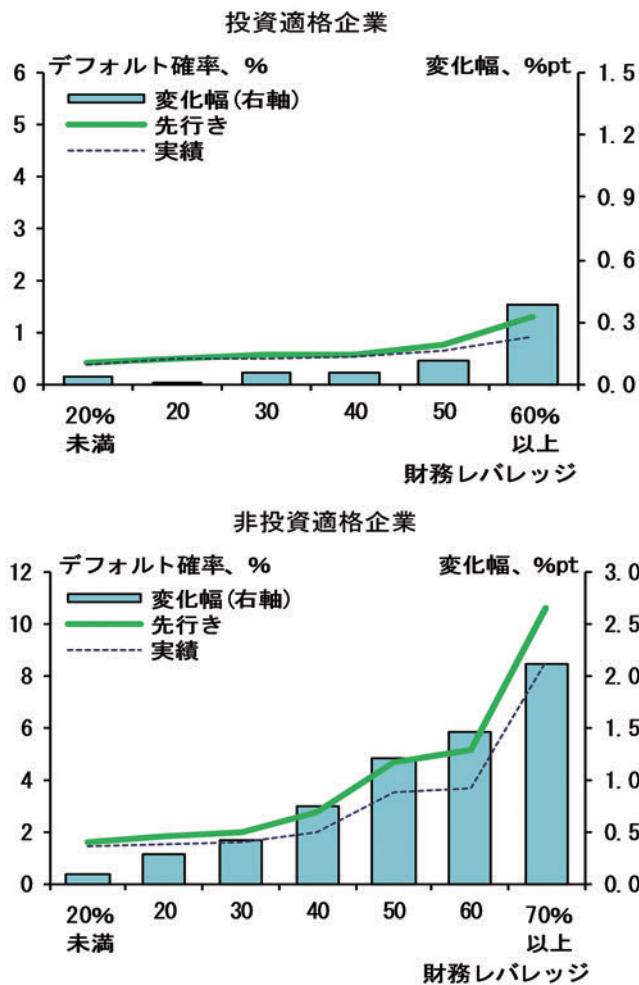
図表7 海外貸出のリスクマップ



(注) 縦軸は、3メガ行の業種別貸出残高比率。横軸は、左図から順に、格付け、財務レバレッジ(有利子負債/総資産)、ICR(EBITDA/利払い額)の構成比。2022年3月末時点。「金融システムレポート(2022年10月号)全文」図表IV-2-6参照。

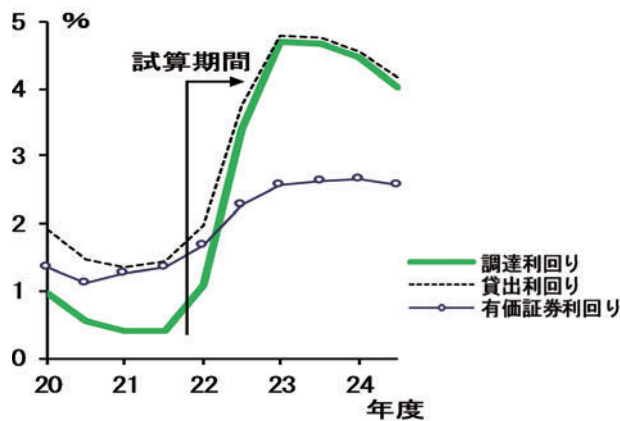
(資料) S&P Global Market Intelligence、日本銀行

図表8 デフォルトカーブ



(注)「先行き」は、資金調達コストの上昇を想定したデフォルト確率の推計値。「実績」は2022年6月時点のデフォルト確率。「変化幅」は、「先行き」のデフォルト確率の「実績」対比でみた上昇幅。「金融システムレポート(2022年10月号)全文」図表IV-2-12参照。
 (資料) Haver Analytics、Moody's、Refinitiv Eikon、S&P Global Market Intelligence、日本銀行

図表9 外貨運用・調達利回り



(注)「金融システムレポート(2022年10月号)全文」図表V-2-7参照。

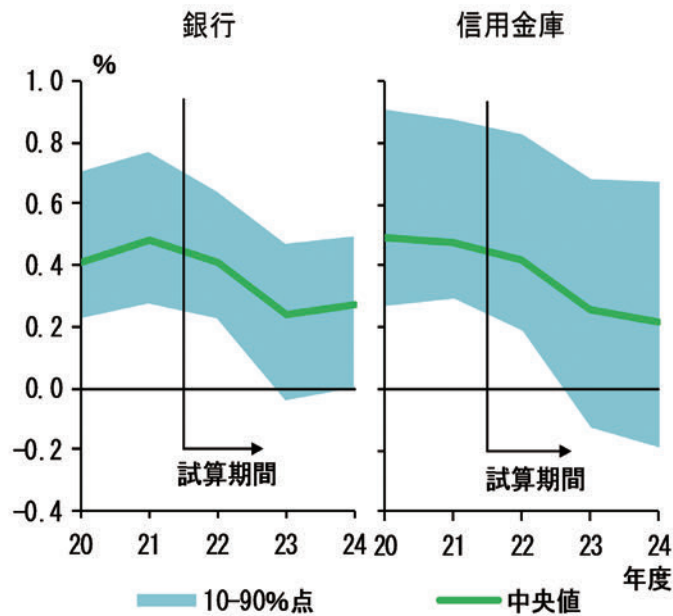
に伴う損失吸収力の低下には注意が必要になっている。
 マクロ・ストレステストの結果からは、海外市場金利が極端に逆イールド化するというストレステリア象象に対して、金融機関は全体として、相応のストレス耐性を備えていることが確認される。ただし、海外市場金利の極端な逆イールド化を想定する

と、海外貸出利鞘は大きく縮小し、有価証券利鞘は逆鞘となる(図表9)。その場合、国際統一基準行は貸出関連と債券関連、国内基準行のうち銀行は債券関連と投資信託分配金、信用金庫は投資信託分配金の減益寄与がそれぞれ大きくなるが見込まれる(図表10)。また、収益バッファをを表す損益分岐点信用コスト率は全

体として低下する(図表11)。金利上昇の初期段階では、債券評価損益が悪化することから、評価益による益出し余力が大きく低下し得る(図表10、12)。益出し余力の低下した金融機関は、追加的なリスクテイクが難しくなるため、収益力が低下しやすくなる。一部の金融機関において、金融仲介機能が低下するこ

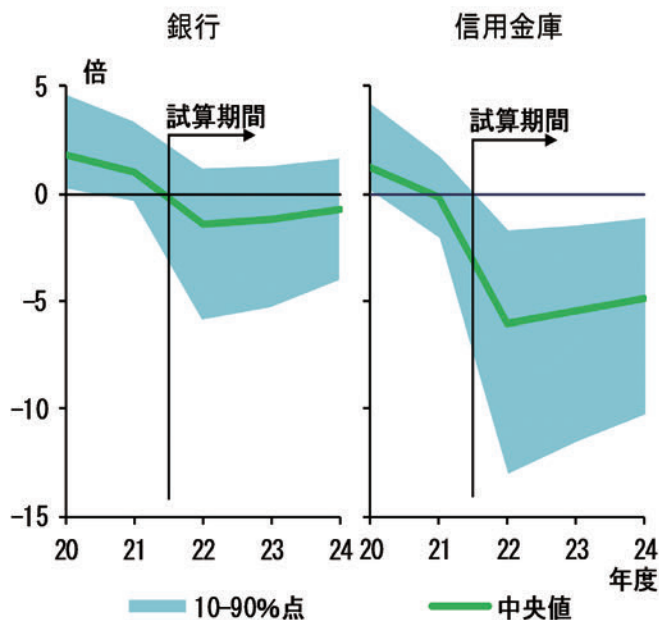
とも考えられる。
 日本銀行は、考査・モニタリング等を通じて、これらの潜在的な脆弱性に対する金融機関の取り組みを後押しするとともに、マクロブルーデンスの視点から、金融機関による多様なリスクテイクが金融システムに及ぼす影響について引き続き注視していく。

図表 11 損益分岐点信用コスト率の分布



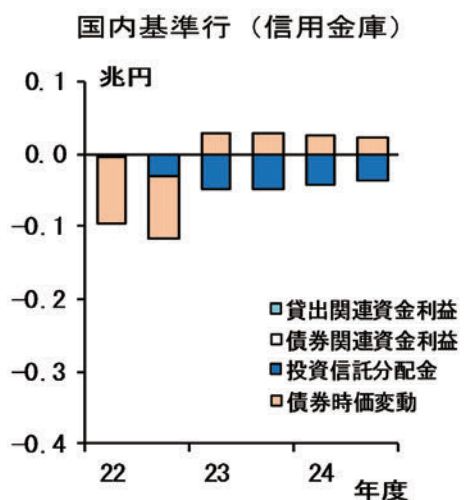
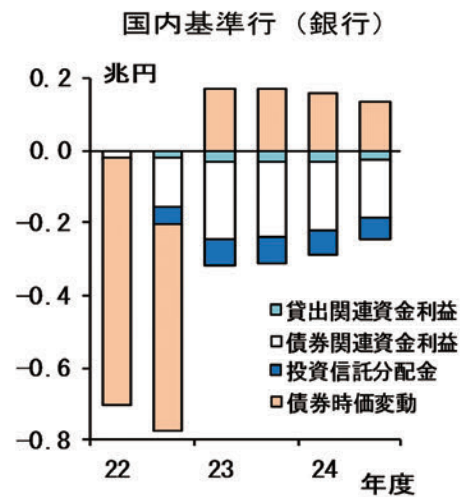
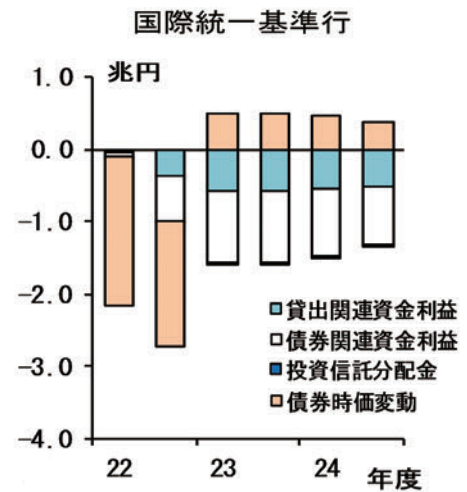
(注) 損益分岐点信用コスト率は、信用コストがコア業務純益と一致する信用コスト率。「金融システムレポート(2022年10月号 全文) 図表V-2-9 参照。

図表 12 益出し余力の分布



(注) 益出し余力=有価証券評価損益 / コア業務純益 (過去3年平均)。「金融システムレポート(2022年10月号 全文) 図表V-2-10 参照。

図表 10 海外金利上昇の影響



(注) 2022年1~3月以降のイールドカーブ変化の直接的影響のみ抽出して表示。「金融システムレポート(2022年10月号 全文) 図表V-2-8 参照。