



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、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、2023年10月の展望レポート（基本的見解は10月31日、背景説明を含む全文は11月1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>



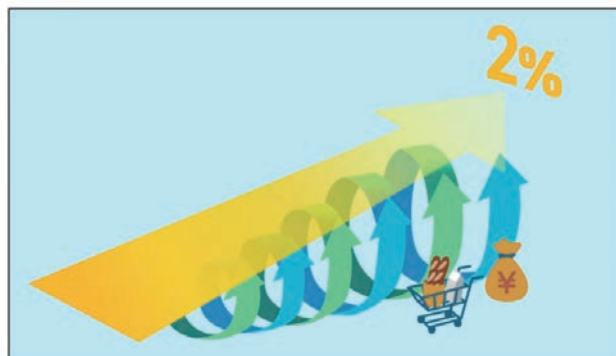
「経済・物価情勢の展望」（展望レポート・ハイライト）

2023年10月



**日本経済は
緩やかな回復を続ける**

日本経済は、海外経済の回復の鈍さにより下押しされますが、消費の増加などに支えられて、緩やかな回復を続けていきます。



**物価のトレンドは
2%目標に向けて
徐々に高まるが、
賃金と物価の好循環が必要**

消費者物価の基調的な上昇率は、2%の「物価安定の目標」に向けて徐々に高まっていきませんが、それには賃金と物価の好循環が強まっていく必要があります。



強力な金融緩和を 継続する

日本銀行は、賃金の上昇を伴う形で、二%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指しています。粘り強く金融緩和を継続することで、経済活動を支え、賃金が上昇しやすい環境を整えていきます。

日本経済・物価を巡る 不確実性は高い

海外の経済・物価動向、資源価格の動向、企業の賃金・価格設定行動など、日本経済・物価を巡る不確実性はきわめて高い状況です。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。

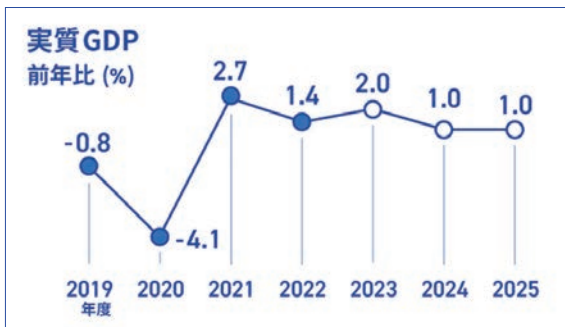


YCCの運用を さらに柔軟化

今後状況が変わっても、金融市場で長期金利がスムーズに決まるよう、イールドカーブ・コントロール（YCC）の運用において、柔軟性を高めることを決定しました。



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」

二〇二三年十月

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。世界的な金融環境の引き締めりとそれに起因する様々なストレスのもとでも、わが国の金融機関は、適切な金融仲介機能を発揮し得る充実した資本基盤を有している。流動性についても、小口の粘着的な個人預金を中心とした、安定的な資金調達基盤を有している。今年三月に米欧金融部門を巡る不確実性が高まったから、わが国の金融システムは健全かつ頑健である。

海外経済の減速懸念など、ストレス局面は一段と長引く可能性がある。金融資本市場においても、先行きの不確実性が指摘されている。より長期的な視点からみると、金融機関の基礎的な収益力の低迷が続き、自己資本の蓄積が滞ることがあれば、損失吸収力の低下を通じて金融仲介活動が停滞する可能性がある。また、過度な利回り追求を通じて金融システム面の脆弱性が高まる可能性がある。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。

金融循環と金利リスク

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

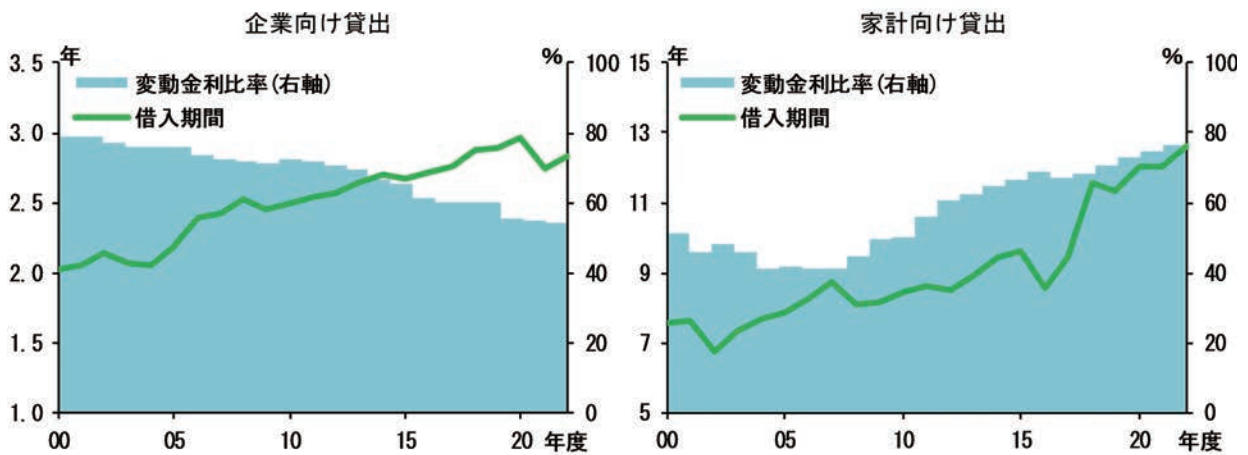
図表 1 ヒートマップ

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

(注)「金融システムレポート(2023年10月号)全文」図表Ⅲ-3-1参照。

(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

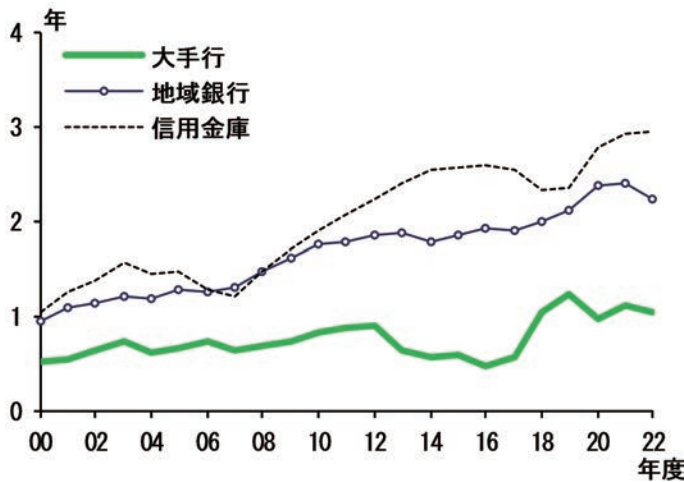
図表 2 借入期間



(注)「金融システムレポート(2023年10月号)全文」図表Ⅲ-3-5参照。

(資料) 国土交通省、財務省、住宅金融支援機構、日本銀行

図表 3 デュレーション・ギャップ



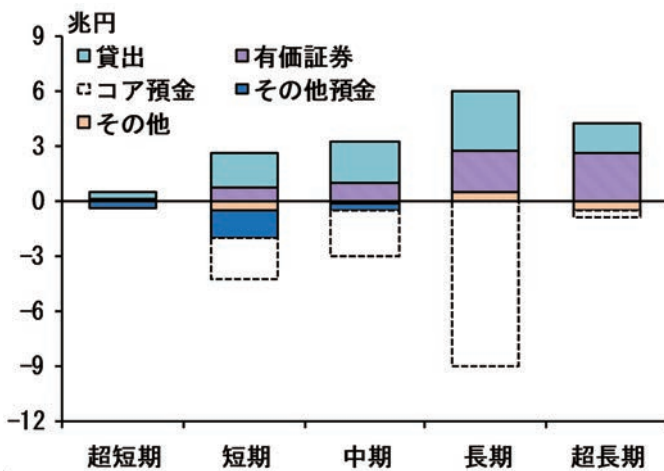
(注)「金融システムレポート(2023年10月号)全文」図表Ⅳ-3-3参照。

(資料) 日本銀行

によって、大口化した住宅ローンの月々の返済負担を抑制してきた。
こうした借入期間の長期化を反映して、金融機関のデュレーション・ギャップ——資産・負債の金利更

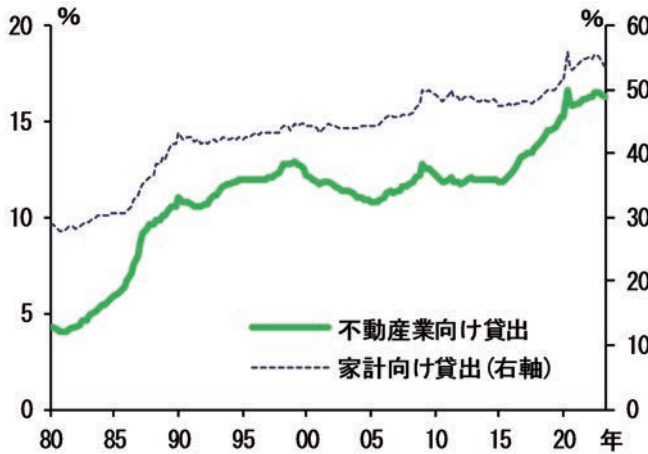
改期間の差(コア預金を勘案しないベース)——は、一〇年前対比で拡大した状態にある(図表3)。大手行では、長期固定金利貸出の取り扱い増加がその背景にある。地域銀行と信用金庫では、貸出面の変化に加え、有価証券投資の面で長期債投資にシフトしたことも、ギャップ拡大につながっている。こうした資産サ

図表 4 金利リスク量



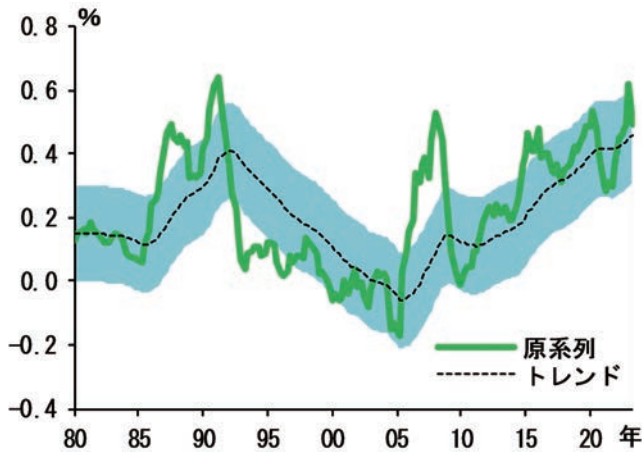
(注)「金融システムレポート(2023年10月号)全文」IV-3-5参照。
(資料)日本銀行

図表 5 不動産関連貸出の対 GDP 比率



(注)「金融システムレポート(2023年10月号)全文」図表Ⅲ-3-8参照。
(資料)内閣府、日本銀行

図表 6 不動産業実物投資の対 GDP 比率



(注)「金融システムレポート(2023年10月号)全文」図表Ⅲ-3-11参照。
(資料)財務省、内閣府

イドのデュレーション長期化とそれに伴う金利リスク量増加は、コア預金によって相殺されている(図表4)。コア預金を勘案した金利リスク量(一〇〇bpv)は、全体としてみれば、資産と負債が概ねバランスした姿となっている。金融機関には、金利リスク量に耐え得る損失吸収力を維持するとともに、デュレーション・ギャップが従前よりも拡大して

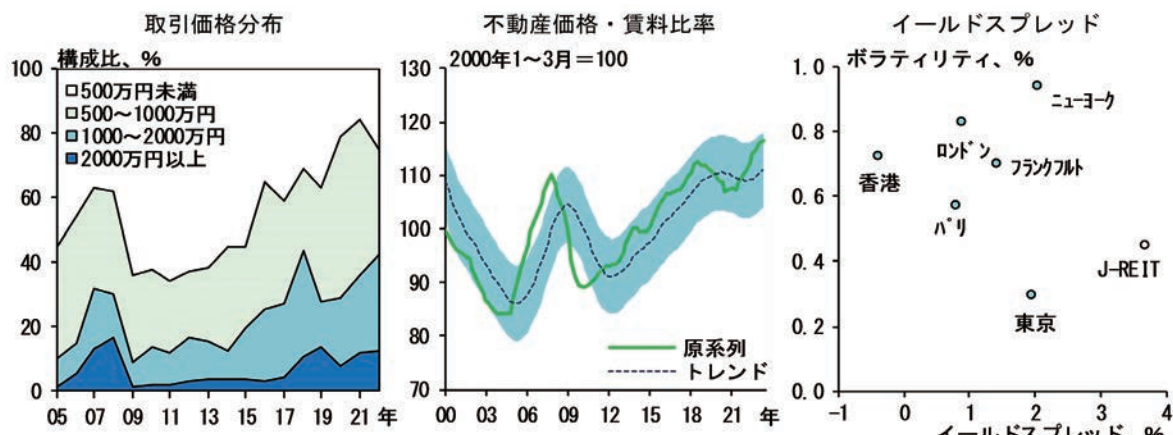
金融循環と不動産市場

いる分、慎重なリスク管理が求められる。金融循環においては、経済活動の回復に伴い、民間債務と経済活動水準とのリバランスに進捗がみられた。そうしたなかでも、不動産市場では、貸出増加が続いている(図表5)。市場別にみると、不動産取引市場で

は、海外投資家を中心とした資金需要が引き続きみられる。不動産貸付市場では、貸付による固定資産投資の増加と、それに応需する地域銀行を中心とした貸出増加が続いている。前述した借入期間の趨勢的な長期化には、不動産業向け貸出や住宅ローンなど、不動産関連貸出が相応に寄与している(前ページ図表2)。不動産取引市場では、不動産業の

負債だけでなく、資産と不動産価格の面でも変化がみられる。資産の面では、「不動産業実物投資の対GDP比率」に、ヒートマップ上、過熱を示す「赤」が一時点灯した(図表6)。大手デベロッパーによる都市再開発案件が、不動産業の実物投資を加速させている。価格の面では、一部に割高感が窺われる(図表7)。地価をみると、全国的には小幅な値

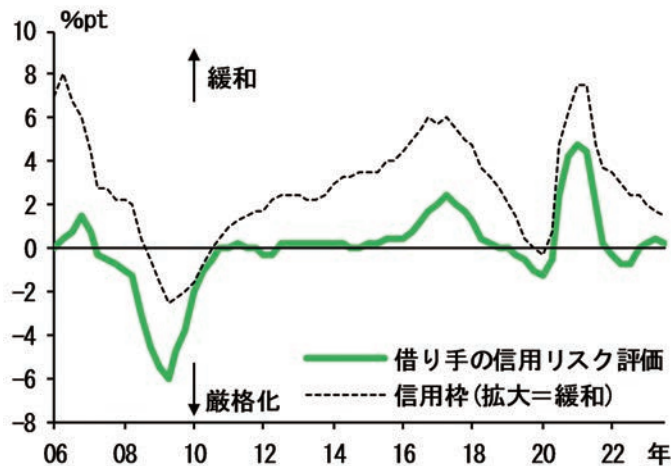
図表7 商業用不動産のバリュエーション



(注) 左図は都心5区の商業地取引価格。中図は全国の商業用不動産価格・賃料比率。「金融システムレポート(2023年10月号)全文」図表Ⅲ-3-14参照。
 (資料) Haver Analytics、JLL、株式会社日経BP「日経不動産マーケット情報ディールサーチ」、国土交通省、日本銀行

動きにとどまっているものの、局所的には、都心の商業地区において、高額の取引が増えている。また、全国の「商業用不動産価格・賃料比率」は、二〇〇〇年代後半のミニバブル期を上回る水準となっている。同市場の動向については、今後も注

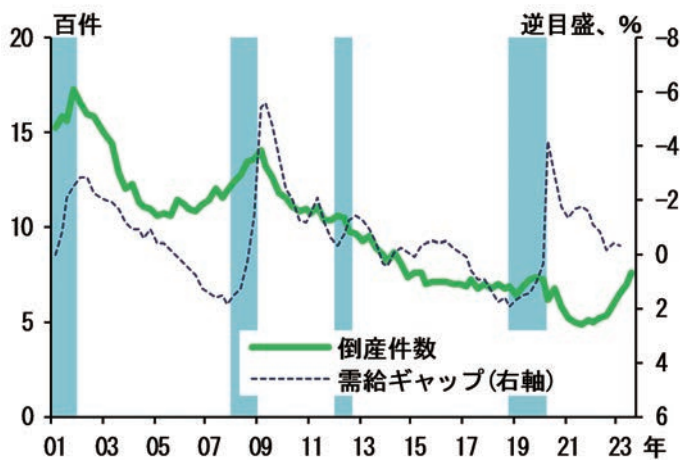
図表8 中小企業向け貸出の条件設定DI



(注) 「金融システムレポート(2023年10月号)全文」図表Ⅳ-1-3参照。
 (資料) 日本銀行

意深くみていく必要がある。
企業倒産の増加と金融機関の信用リスク
 金融機関の貸出運営スタンスは、企業が様々なストレスに直面するなかでも、積極化した状態が続いている。貸出条件をみても、中小企業のリスク評価を継続的に厳格化する動きはない(図表8)。中小企業向けの

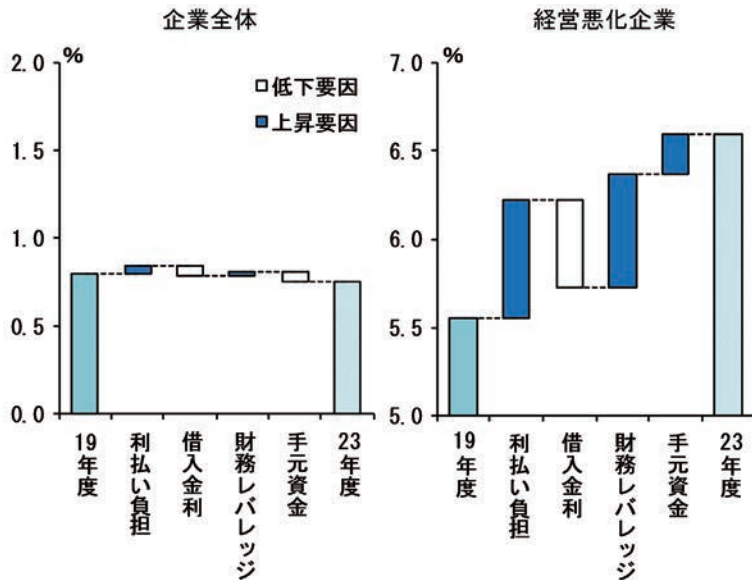
図表9 企業の倒産件数



(注) 「金融システムレポート(2023年10月号)全文」図表Ⅳ-1-5参照。
 (資料) 東京商工リサーチ、日本銀行

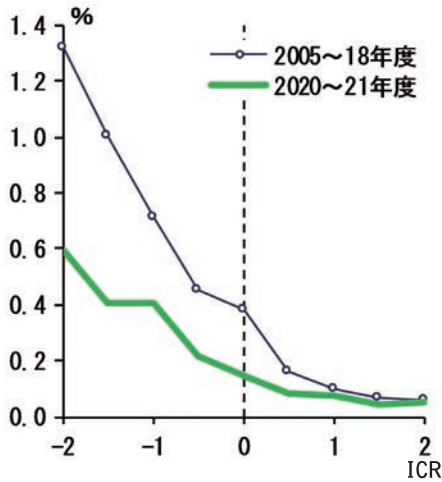
信用枠は拡大した状態にある。こうした緩和的な金融環境のもとでも、昨年末以降、企業倒産は増加に転じている(図表9)。企業のデフォルトも、全体としては低水準ながら、小規模企業を中心に増加している。図表10(次ページ)は、中小企業のデフォルト確率の推計結果とその増減要因を表している。企業全体では、感染症拡大直前と直近のデフォ

図表 10 中小企業のデフォルト確率



(注)「金融システムレポート(2023年10月号)全文」図表IV-1-9参照。
 (資料) CRD 協会、日本銀行

図表 11 中小企業の実績デフォルト率



(注)「金融システムレポート(2023年10月号)全文」図表IV-1-11 参照。
 (資料) CRD 協会

ルト確率に有意な差は認められない。既往のコロナ関連融資や各種支援金による手元資金増加が、デフォルトを抑制している。これに対し、感染症拡大以前から経営悪化が続く企業では、利払い負担や財務レバレッジに加え、手元資金の減少も、デフォルト確率の上昇要因となっている。同企業は手元資金の減少に歯

止めがからず、デフォルトの抑制効果が弱まっていることを示唆している。近年の実績デフォルト率をみると、感染症拡大以降の強力な企業金融支援のもと、大きく押し下げられていた(図表11)。経済活動が正常化したなか、今後のデフォルト率は、過去平均的な水準に復していくと考えられる。

海外金利高止まりと金融機関のストレス耐性

金融機関の外貨ポートフォリオをみると、海外貸出の分野では、世界的に引き締まった金融環境の中でも、信用リスクは抑制されている。海外預貸利轄は、市場金利の上昇に連れて改善が続き、損失吸収力の一つである収益バッファの改善につながっている(図表12)。また、有価証券投資の分野では、外債をはじめとする評価損の拡大が年初対比で抑制されている(図表13)。リバランスに積極的な銀行を中心に、利回りが

高く、平均デュレーションの短いポートフォリオに組み替えられている。同時に、金利上昇リスクのヘッジも強化されている。

こうした外貨ポートフォリオ・リバランスの効果は、マクロ・ストレステストの結果からも確認できる。海外金利が逆イールド化した状態が長期化するというストレスに対する耐性は、前回レポート時から改善した。ストレス勘案後の自己資本比率の水準は、いずれの業態も前回結果を上回っている(図表14左図)。益出し余力(ネット評価損益)がマイナスとなる銀行の割合は、前回の八割から五割近くまで低下した。

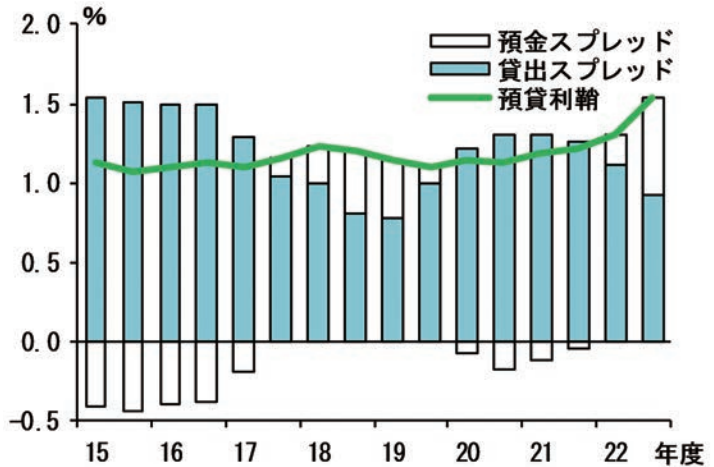
ただし、シミュレーション期間中の損失吸収力には下振れリスクが残る。外貨預金市場にストレスが加わり、預金調達の金利追従率が過去平均(七〇%)を上回って上昇する場合、金利上昇局面の終盤における損益分岐点信用コスト率はマイナスとなる(図表14中図)。このことは、海外信用コストを海外資金利益で吸収しきれなくなることを意味してい

る。金融機関は、資金流動性リスクを抑制する観点に加え、損失吸収力を十分に確保する観点からも、粘性のより高い預金を確保しておくことが重要である。また、海外金利の高止まりは、金融機関財務だけでなく、企業財務の悪化要因にもなる。いずれの地域向け貸出も、金利の高止まり期間が長くなるほど、信用コ

スト率が非線形的に上昇する傾向が確認できる(図表14右図)。こうした信用リスクは、財務レバレッジが高く、利払い能力(ICR)がもともと低い企業が集中しているアジア向け貸出において顕著である。日本銀行は、調査・モニタリング等を通じて、これらの潜在的な脆弱性に対する金融機関の取り組みを促

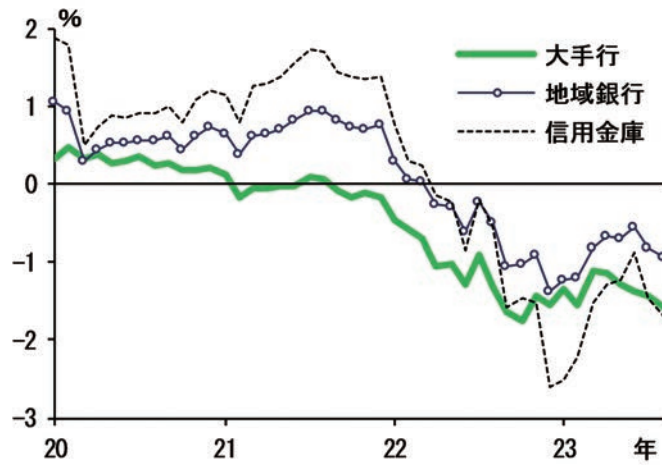
していく。また、マクロプルーデンスの観点から、金融機関による多様なリスクテイクが金融システムに及ぼす影響について引き続き注視していく。

図表 12 海外預貸利鞘



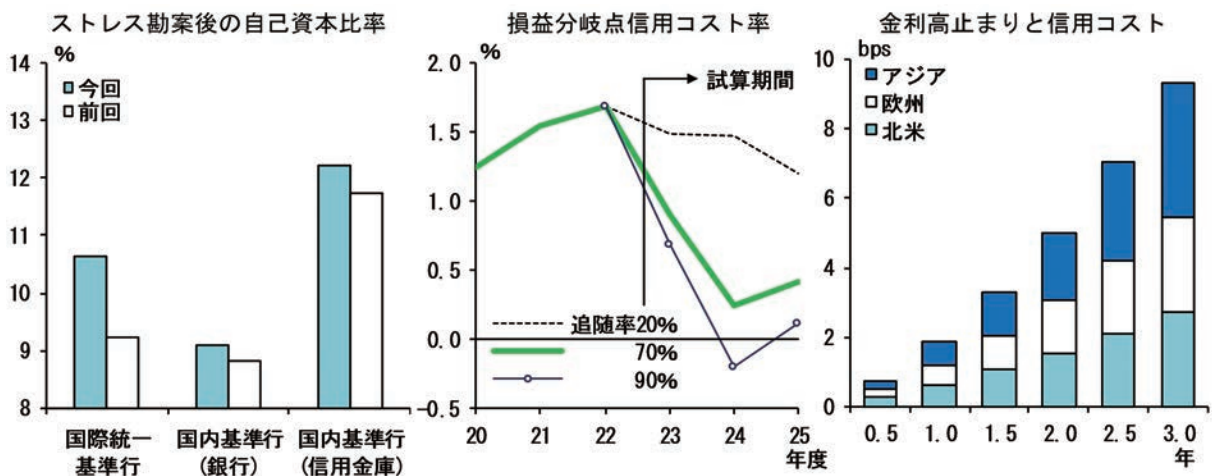
(注)「金融システムレポート(2023年10月号)全文」図表IV-1-16参照。
(資料)FRB、日本銀行

図表 13 有価証券の評価損益



(注)「金融システムレポート(2023年10月号)全文」図表IV-2-1参照。
(資料)日本銀行

図表 14 逆イールド・シナリオ下の損失吸収力



(注) 1. 左図は、シミュレーション終期の自己資本比率。「金融システムレポート(2023年10月号)全文」図表V-2-5参照。
2. 中図は、海外信用コストと海外資金利益が一致する信用コスト率。同図表V-2-9参照。
3. 右図の横軸は海外金利の高止まり期間、縦軸はそれに対応する信用コスト率。同図表V-2-11参照。