



BOJ
Reports & Research Papers

Financial System FSR Report

金融システムレポート



日本銀行
2018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、新生、あおぞらの 10 行、地域銀行は、地方銀行 64 行と第二地方銀行 40 行、信用金庫は、日本銀行の取引先信用金庫 253 庫（2018 年 9 月末時点）。

本レポートは、原則として 2018 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回公表している。このレポートでは、金融循環や金融機関のストレス耐性について定期的に評価するとともに、金融システムの潜在的な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う。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。また、国際的な規制・監督に関する議論にも役立てている。さらに、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。

2018年10月号の特徴と問題意識

低金利環境が長期化する中で、金融脆弱性を的確に評価することが一層重要となっている。銀行貸出を中心とする積極的な金融仲介活動は、実体経済の改善に寄与しているが、金融仲介過程で過度なリスクテイク行動が広まると、先行きの実体経済に大きな調整圧力をもたらし得る。また、実体経済が大きく落ち込んだ場合（テールリスクが実現した時に）、金融機関が十分なストレス耐性を有していないと、金融仲介機能を維持することが困難になるため、実体経済を相乗的に悪化させる可能性がある。

こうした問題意識のもと、今回のレポートでは、次の3点に力点を置いた。第一に、マクロプルーデンスの視点から、実体経済悪化に関するテールリスクの定量的評価を行っている。具体的には、「GDP at Risk」という最新の分析手法を用いて、金融脆弱性が実体経済に及ぼし得るリスクの「見える化」を進めた。第二に、最近の金融機関のリスクテイク行動やリスク管理の実態を踏まえて、リスクプロファイル（リスク量、金融機関間のばらつき）の計測の精緻化を行っている。特に、①信用リスク面では、金融機関が近年積極化させているミドルリスク企業向け貸出や海外貸出の実態について、②市場リスク面では、益出しの増加と株式投信等へのエクスポージャー拡大に伴う影響について、焦点を当てている。第三に、金融機関による近年のリスクテイク行動の影響を金融マクロ計量モデルに織り込み、テールリスクに対する金融機関のストレス耐性に関して、より精緻な分析を行っている。財務が健全な企業に比べると、ミドルリスク企業のデフォルト率が実体経済の悪化によって非線形的に上昇することを考慮し、信用コストを計測した。

目 次

I. 金融システムレポート（2018年10月号）の要旨	1
II. 金融市場から観察されるリスク	3
1. 国際金融市場	3
2. 国内金融市場	11
III. 金融仲介活動の点検	16
1. 金融機関による金融仲介活動	16
2. 機関投資家による金融仲介活動	27
3. 民間非金融部門の資産運用・資金調達	32
IV. 金融循環と金融脆弱性の点検	36
1. 金融活動指標（ヒートマップ）	36
2. 金融ギャップと経済変動リスク	38
V. 金融機関の財務基盤とリスクプロファイル	42
1. 自己資本の充実度	42
2. 収益力の評価	44
3. 信用リスク	50
4. 市場リスク	60
5. 資金流動性リスク	65

VI. マクロ・ストレステスト	70
1. ベースライン・シナリオとテールイベント・シナリオ	70
2. ミドルリスク企業向け貸出増加を勘案したストレステスト	78
VII. 将来にわたる金融安定の確保に向けて	81
BOX 1 GDP at Risk による金融脆弱性の定量的評価	84
BOX 2 最近の不動産市場の動向	87
BOX 3 金利のスナップバックが海外企業のデフォルト確率に及ぼす影響	90
BOX 4 地域銀行の中期経営計画の特徴点	93
BOX 5 米欧金融機関におけるリテール関連手数料確保に向けた取り組み	96
付録：基本用語の定義	99

I. 金融システムレポート（2018年10月号）の要旨

金融仲介活動の動向

日本銀行の金融緩和を背景に、国内の金融仲介活動は銀行貸出を中心に引き続き積極的な状況にあり、景気の緩やかな拡大を支えている。国内貸出市場では、貸出金利が長期・短期ともに既往ボトム圏で推移し、残高は前年比 2%程度のペースで増加している。特に、地域金融機関間の貸出競争が激化するなかで、中小企業向けの設備関連貸出が幅広い業種で増加している。CP・社債市場でも、発行レートがきわめて低い水準で推移するもとの、大企業による運転資金調達やリファイナンスのほか、M&A 関連の資金調達の増加基調が続いている。

この間、金融機関の海外向け投融資は、世界経済の着実な成長を背景に増勢を維持しており、生保などの機関投資家も海外エクスポージャーを拡大させている。

金融循環と潜在的な脆弱性

企業や家計の資金調達環境はきわめて緩和した状態にあるが、金融循環の面で、1980年代後半のバブル期にみられたような過熱感は窺われない。景気改善と低金利という良好なマクロ経済環境が長期化するなか、金融機関の貸出態度は積極化した状態が続いている。与信量の対 GDP 比をみると、ミドルリスク企業向けや不動産業向けの貸出増加を反映し上昇しており、トレンドからの乖離幅も時系列的にみて高めの水準にあるなど、金融循環の拡張局面が続いている。こうした金融面の動きは、足もとまでの景気拡大を支えており、先行きについても、短期的には実体経済の下振れリスクを抑制している。一方、やや長い目でみて、わが国経済の成長力が高まらない場合には、むしろバランスシート調整圧力として働くことで、経済に負のショックが発生した際の下押し圧力を強める方向に作用する可能性がある。金融機関や借入主体が過度に楽観的な見通しを前提に行動するようになると、マクロ経済環境が反転した際に予期せぬ損失を招くことになるためである。

国際金融環境に関しては、グローバルな債務残高の増加や利回り追求の動きが長期にわたり続いてきた。本邦金融機関による海外貸出は、全体として質の高いポートフォリオが維持されているが、最近では、海外金融機関との競争激化や外貨調達コストの高止まりを背景として、相対的にリスクのやや高い企業に与信を増やす動きがみられている。有価証券投資においても、やや長い目で見て高めの海外エクスポージャーを維持している。このため、米国の利上げや国際的な通商問題、新興国等の地政学的な不確実性の高まりが、新興国からの資本流出やリスク性資産の幅広いリプライシングを通じて、本邦金融市場や、金融機関に及ぼし得る影響については、引き続き注視する必要がある。

金融システムの安定性

金融機関は、リーマンショックのようなテールイベントの発生に対して、資本と流動性の両面で相応の耐性を備えており、全体として、わが国の金融システムは安定性を維持していると判断される。もっとも、人口・企業数の継続的な減少や低金利環境の長期化に伴って、金融機関の基礎的収益力の低下が続いている。こうしたもとで、自己資本の増加ペースが、リスクアセットの拡大ペースに必ずしも見合わなくなっており、地域金融機関では、自己資本比率が緩やかな低下傾向にある。ストレス発生時でも、規制水準を上回る自己資本を確保できる点にこれまでと変化はないが、金融機関は、自己資本比率が大きく下振れしたり、当期純利益の赤字が継続する場合には、リスクテイク姿勢を慎重化させる傾向があることから、金融面から実体経済への下押し圧力が強まり易くなっている点には留意が必要である。金融機関の損失吸収力には相応のばらつきがあり、これとの対比でミドルリスク企業向けや不動産向けへの貸出、有価証券投資などで積極的にリスクテイクを行っている金融機関では、信用コストや有価証券関連の損失に伴う自己資本の下振れが大きくなる可能性がある。

マクロブルーデンスの視点からみた金融機関の課題

将来にわたって金融システムが安定性を維持していくためには、金融機関は基礎的収益力を高めていく必要があり、その表裏一体の関係として、企業部門における中長期的な成長期待の向上も不可欠である。企業自身の生産性改善や成長力強化に向けた政府の取り組みに加えて、金融機関による企業の課題解決支援が重要である。金融機関はそのための取り組みを進めつつあるが、収益力の底上げとして結実するには、なお時間を要すると考えられる。こうした点を踏まえると、金融機関は貸出の収益性改善に加えて、非金利・役務収益の強化や抜本的な経営効率化を図っていくことが必要である。

同時に、金融機関は、国内ミドルリスク貸出や不動産向け貸出、海外貸出、有価証券投資など積極的にリスクテイクを進めている分野においてリスク対応力を強化していくことも重要である。特に、景気循環を均してみた信用リスク対比で貸出金利の低い、低採算貸出が増加していることも踏まえると、金融機関は、先行きのマクロ経済環境を念頭に置いて、引当の適切性を検証するとともに、リスクに応じた金利設定を行っていくことがより重要になっている。また、損失吸収力確保の観点から、資本政策のあり方や配当政策を含む収益配分、有価証券評価益の活用方針について、ストレス耐性を踏まえた適切性の検証を行っていくことも必要である。日本銀行は、考査・モニタリング等を通じてこれらの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。また、本レポートで示した個別金融機関ごとのマクロ・ストレステストの結果なども踏まえ、金融機関との対話を強化し、ストレス耐性に関する認識の共有を深めていく方針である。

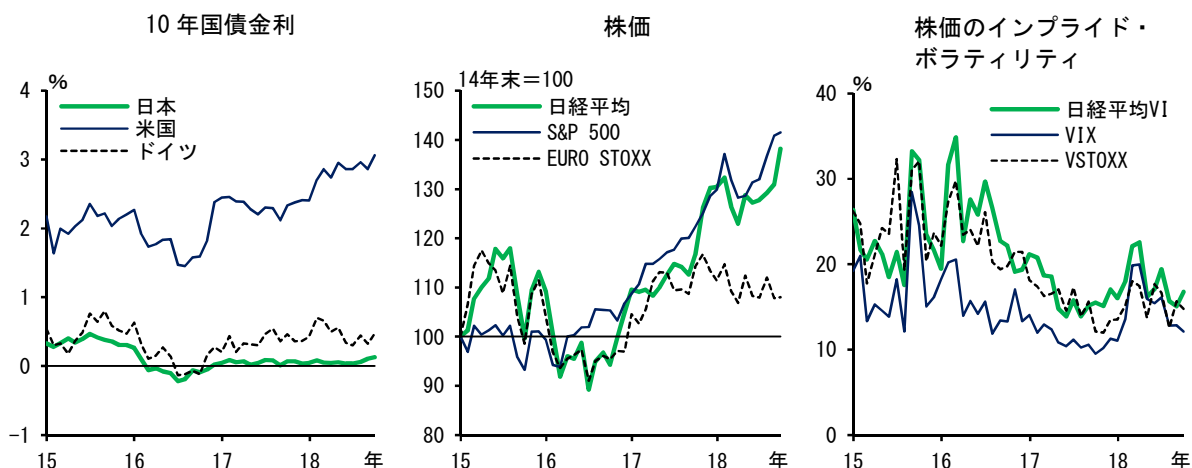
II. 金融市場から観察されるリスク

本章では、主として 2018 年度上期中の動きを中心に、国内外の金融市場の動向を確認し、金融市場からみたリスクの所在について点検する。

1. 国際金融市場

国際金融市場では、米国の通商問題や政策金利引き上げの影響のほか、新興国や南欧の地政学的な不確実性等を背景に、やや不安定な動きもみられる。先行きも、世界経済は着実な成長を続けるとみられるものの、新興国からの大規模な資本流出やリスク性資産のリプライシングが拡がることのないか、引き続き注視する必要がある（図表 II-1-1）。

図表 II-1-1 国際金融市場の動向

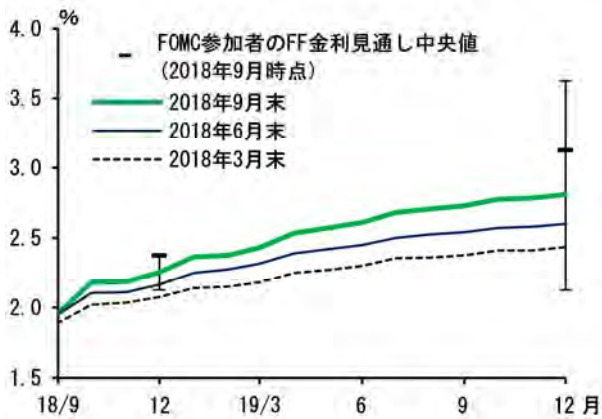


(注) 直近は 2018 年 9 月末。
(資料) Bloomberg

米欧の長期金利の動向

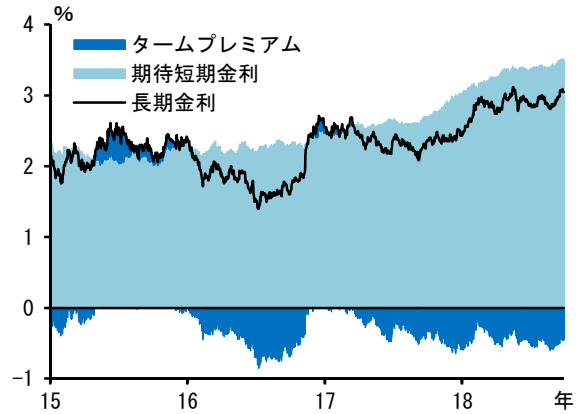
米国では、FRB が 6 月と 9 月の FOMC でそれぞれ +25bps の利上げを行った。米国の実体経済が好調であることに加え、インフレ率が既に目標の 2% に到達していることなどから、市場では、年内にもう一回の利上げが織り込まれている（図表 II-1-2）。こうした政策金利の引き上げ継続を受けて、先行きの期待短期金利は上昇しているが、タームプレミアムは過去と比べると依然抑制された状態が続いており、米国の長期金利の上昇テンポは緩やかなものとなっている（図表 II-1-3）。もっとも、インフレ率が市場の予想を超えて高まり、それに伴って先行きの金融政策運営に対する不確実性が高まるような場合、あるいは拡張的な財政政策に伴って国債需給が一段と悪化する場面などには、タームプレミアムが反転して、長期金利が急速に上昇する可能性も考えられる。

図表Ⅱ-1-2 FF金先カーブ



(注) バンドはFOMC参加者のFF金利見通しの最大・最小値。
(資料) Bloomberg、FRB

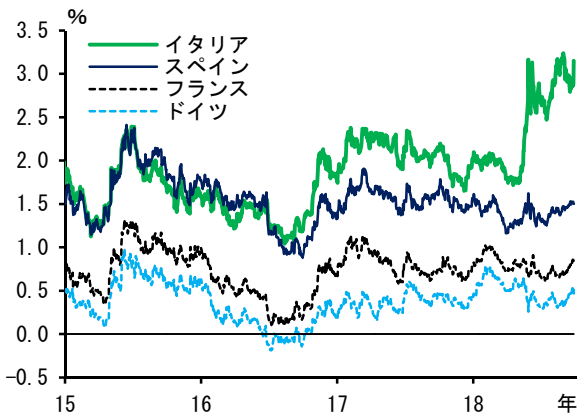
図表Ⅱ-1-3 米国長期金利とタームプレミアム



(注) NY連銀による推計値。直近は2018年9月末。
(資料) Bloomberg

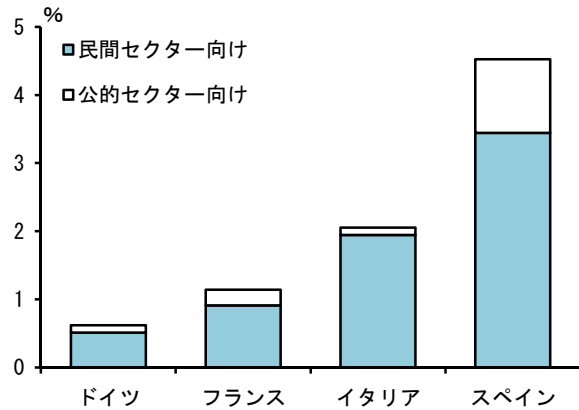
欧州では、イタリアの政治情勢に対する懸念が急速に高まったことから、5月末に同国の国債利回りは急上昇し、その影響はその他の周縁国にも一部波及した(図表Ⅱ-1-4)。その後、8月半ばのトルコの通貨急落を受けて、一部周縁国の金融機関におけるトルコ向けエクスポージャーに対するリスクが市場で意識される場面もみられた(図表Ⅱ-1-5)。欧州周縁国の政府債務残高が引き続き高い状況にあるなか、政府部門と銀行部門の問題は、その相互関連性も含めて、金融安定上のリスクとして残存しているように窺われる。

図表Ⅱ-1-4 欧州各国の10年国債利回り



(注) 直近は2018年9月末。
(資料) Bloomberg

図表Ⅱ-1-5 欧州の金融機関のトルコ向けエクスポージャー

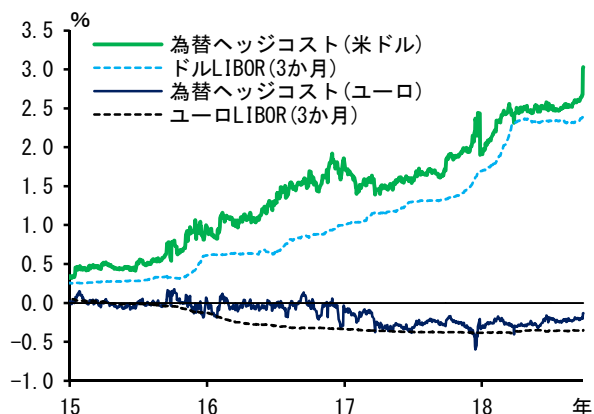


(注) 各国銀行セクターの与信全体(自国向けを除く)に占めるトルコ向け与信の比率(2018年3月末時点、最終リスクベース)。「民間セクター向け」は金融機関向け与信を含む。
(資料) BIS "Consolidated banking statistics"

なお、独仏の国債利回りは、米国債よりも低いが、日本の投資家にとってみると、ユーロ建て投資の採算の方がドル建て投資に比べ相対的に良くなってきている。これは、FRBの利上げに伴い、ドルの為替ヘッジコストが緩やかに上昇し、ヘッジ付きの米国債投資の採算性が悪化しているためである(図表Ⅱ-1-6,7)。一方、ユーロの為替ヘッジコストは、ECBが緩和的な金融環境を維持するなかで、引き続き低位にあるため、独・仏国債のヘッジ付き投

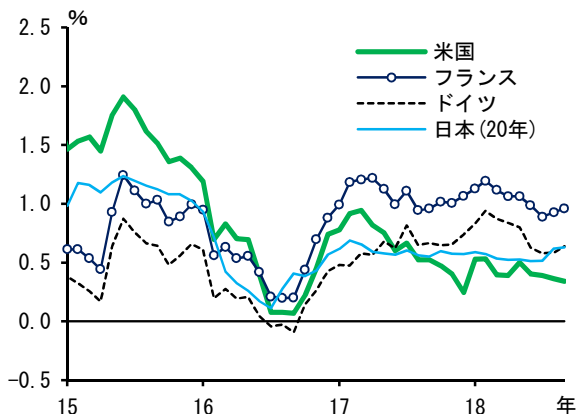
資の採算性が相対的に高まっている。この結果、生保など本邦機関投資家の中には、ドル建て債からユーロ建て債へポートフォリオのシフトを進める動きもみられる（図表Ⅱ-1-8）。

図表Ⅱ-1-6 為替ヘッジコスト



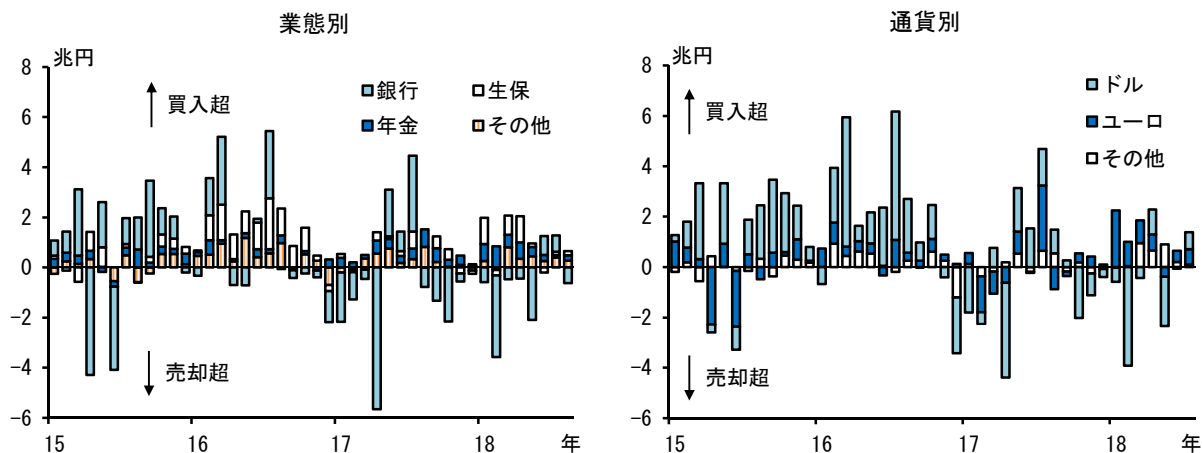
(注) 1. 「為替ヘッジコスト(米ドル)」は円投ドル転、「為替ヘッジコスト(ユーロ)」は円投ユーロ転の3か月物。
2. 直近は2018年9月末。
(資料) Bloomberg

図表Ⅱ-1-7 為替ヘッジ後の各国の債券利回り



(注) 1. 「米国」は円投ドル転、「フランス」および「ドイツ」は円投ユーロ転の為替ヘッジコスト(3か月物)を控除した10年国債金利。「日本」は20年国債金利。
2. 月中平均。直近は2018年9月。
(資料) Bloomberg

図表Ⅱ-1-8 本邦投資家の対外証券投資



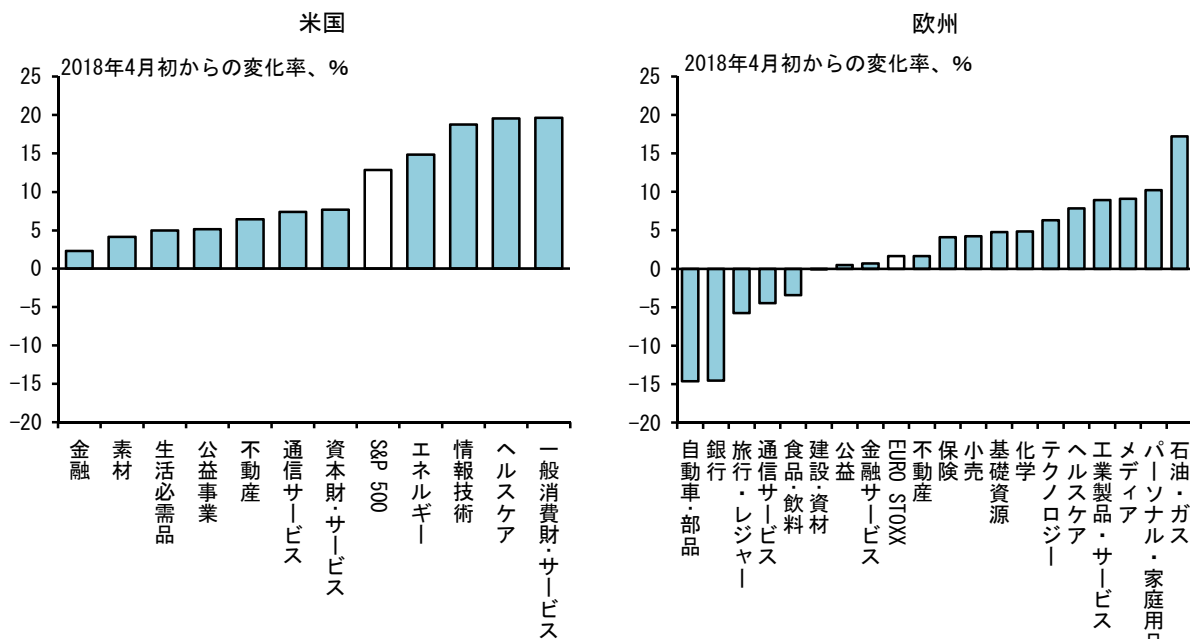
(注) 1. 中長期債のネット投資金額。左図の「銀行」は預金取扱機関、「年金」は銀行等および信託銀行の信託勘定。
2. 直近は、左図は2018年8月、右図は2018年7月。
(資料) 財務省、日本銀行

米欧の株価動向

通商問題を巡る不透明感が株価の下押し材料となる一方、良好な企業業績や自社株買いは株価の押し上げ要因となっている。米国株は、企業収益の改善から、9月に既往最高値を更新する場面がみられた（図表Ⅱ-1-1）。セクター別に株価をみると、通商問題の影響を受けやすい自動車・資本財などの業種が、米欧ともに指数をアンダーパフォームしているほか、欧州では金融セクターも重石となっている（図表Ⅱ-1-9）。この間、米国では、ハイテク銘柄の動きに振られやすい展開となっており、米国の金利上昇が続くもとで、やや不安定な

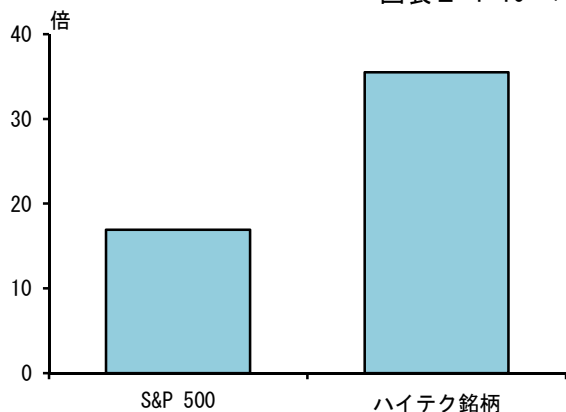
動きもみられる。ハイテク銘柄への資金流入が活発化している背景には、業績期待のみならず、ビジネスモデルが国境に縛られず貿易摩擦の影響を受けにくいといった理由から消去法的に買われている側面もあるとみられ、同銘柄の過熱感を指摘する声も聞かれており、先行きの動向には注視する必要がある（図表Ⅱ-1-10）。

図表Ⅱ-1-9 米欧株価の業種別パフォーマンス



(注) 左図は S&P 500、右図は EURO STOXX の業種別変化率。直近は 2018 年 9 月末。
(資料) Bloomberg

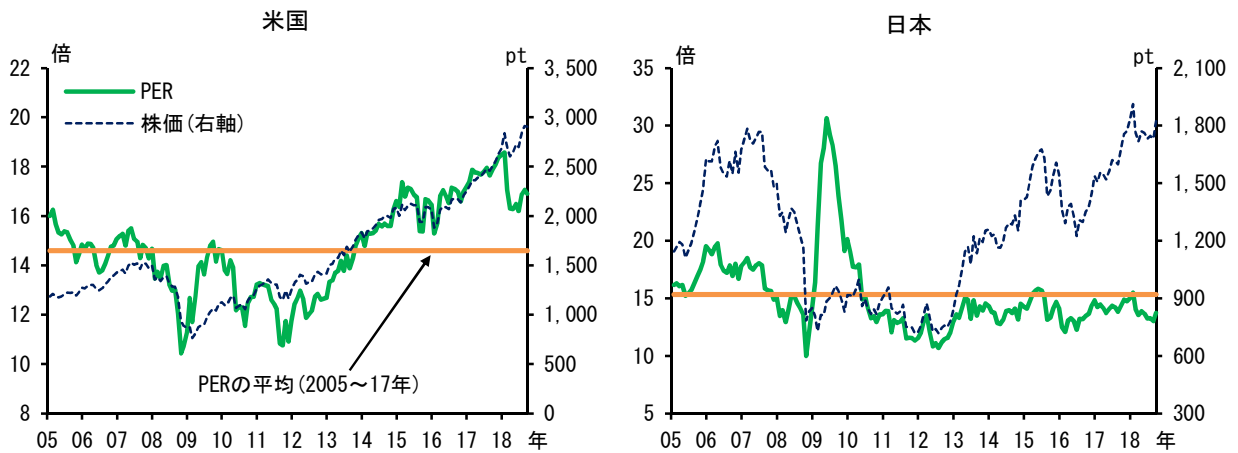
図表Ⅱ-1-10 ハイテクセクターの PER



(注) 1. 「ハイテク銘柄」は NYSE FANG+ 指数の構成銘柄。
2. 2018 年 9 月末時点。
(資料) Bloomberg、Thomson Reuters Japan

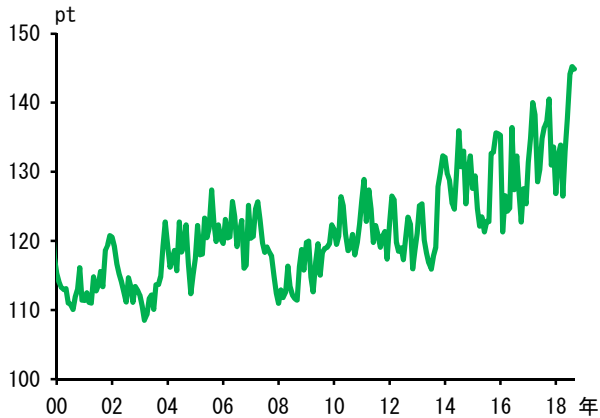
米株価のバリュエーション指標 (PER) は、本年入り後に低下したが、過去平均を引き続き上回っており、株価の調整リスクがあることが示唆される (図表Ⅱ-1-11)。実際、株式オプション市場から抽出したテールリスク指標 (SKEW) は上昇を続けており、金利のスナップバックなど何らかのイベントをきっかけに、株価をはじめとする資産価格のリプライシングが広がる可能性も考えられる (図表Ⅱ-1-12)。

図表Ⅱ-1-11 株価とバリュエーション



(注) 1. 「株価」は米国が S&P 500、日本が TOPIX。「PER」は 12 か月先予想 EPS をもとに算出。
 2. 直近は 2018 年 9 月。
 (資料) Thomson Reuters Japan

図表Ⅱ-1-12 米国株価のテールリスク指標 (SKEW)

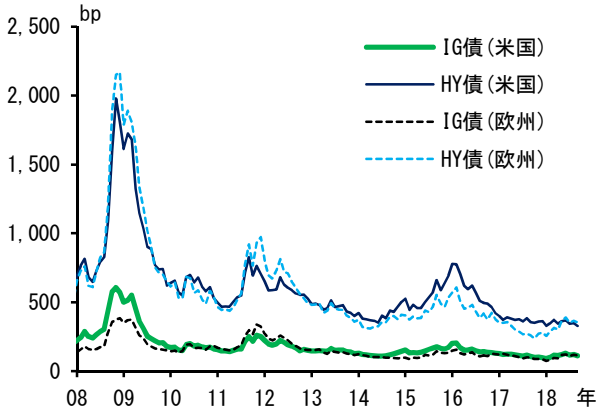


(注) 1. CBOE 算出。
 2. 月中平均。直近は 2018 年 9 月。
 (資料) Bloomberg

米欧のクレジット市場を巡るリスク

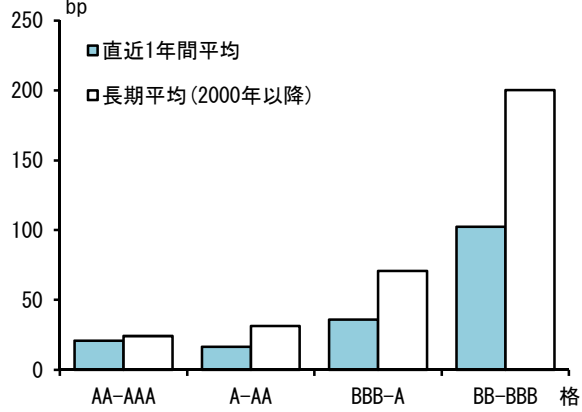
先進国のクレジット市場では、米国の通商問題を巡る不透明感の高まりを受けて、クレジットスプレッドが幾分ワイド化する局面もみられたが、全体としてはなお低水準で推移している(図表Ⅱ-1-13)。格付け間のスプレッド格差も、引き続きかなり縮小した状況にある(図表Ⅱ-1-14)。全体として好調な企業収益に加え、投資家による利回り追求がクレジットスプレッドの縮小に大きく寄与している。こうしたなか、社債の発行残高をみると、投資適格債の中でも、最低位にある BBB 格の企業が発行する社債の構成比率は上昇を続けており、米欧では足もと 50%程度の水準にまで達している(図表Ⅱ-1-15)。

図表Ⅱ-1-13 米欧の社債スプレッド



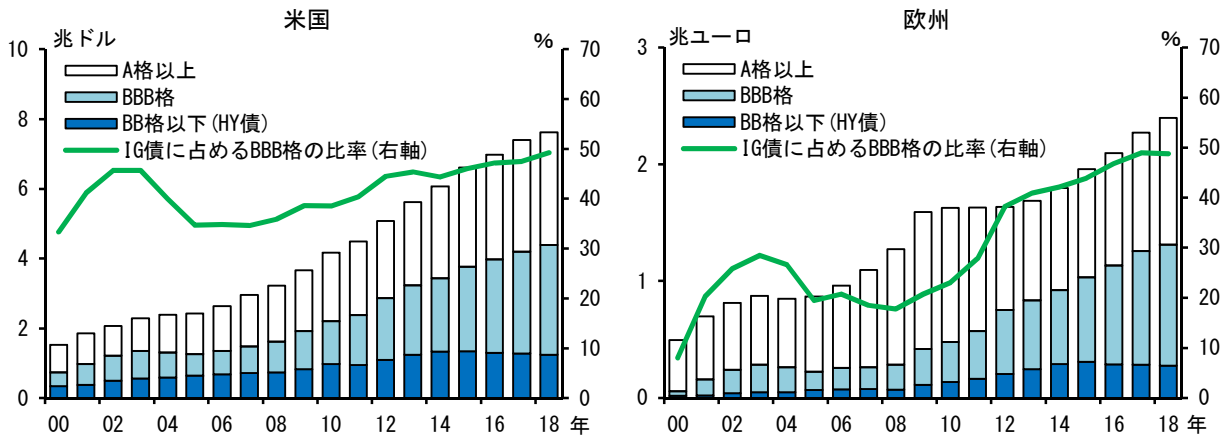
(注) 1. 「IG債」は投資適格債、「HY債」はハイイールド債。ICE Data Indices 算出。
2. 直近は2018年9月末。
(資料) Bloomberg

図表Ⅱ-1-14 格付け間のスプレッド格差



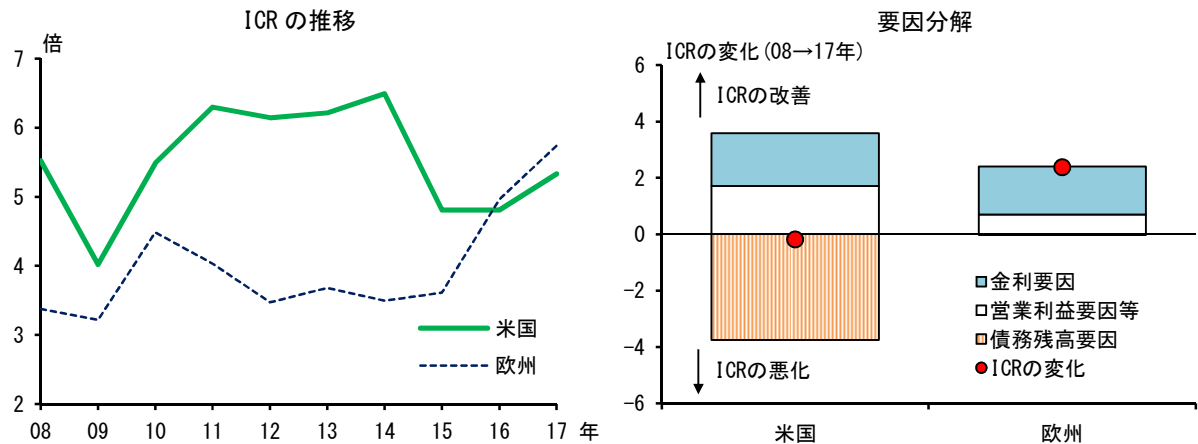
(注) 1. ICE Data Indices 算出の米国社債流通スプレッドの格付け毎の差(対象は残存3~5年)。
2. 直近は2018年9月末。
(資料) Bloomberg

図表Ⅱ-1-15 米欧社債市場におけるBBB格企業の割合



(注) 1. 「IG債」は投資適格債、「HY債」はハイイールド債。ICE Data Indices 算出(額面ベース)。
2. 各年末の値を表示(2018年の計数は2018年9月末の値)。
(資料) Bloomberg

図表Ⅱ-1-16 米欧BBB格企業のICR



(注) 1. 集計対象は、左右の図とも、ICE Data Indices 算出の投資適格社債指数の構成企業のうち、2018年7月末時点の格付けがBBB+、BBB、またはBBB-で、2008年以降の財務指標を取得可能な企業(欧州は、英国を除くEU加盟国企業)。なお、2008年以降の債務残高・営業利益・支払利息の変動幅が極端に大きい企業は集計対象から除外。
2. ICR=営業利益/支払利息
3. 右図は、ICRの前年差を、①債務残高の変動、②支払金利の変動、③営業利益の変動および推計誤差等に要因分解し、2008年から2017年まで累計したもの。営業利益は利払前・税引前利益(EBIT)を使用。債務残高・営業利益の増減はGDPデフレーターにより実質化。
(資料) Bloomberg

低金利環境下でタイト化したクレジットスプレッドは、金利環境や経済環境が大きく変化した場合には、急激にワイド化するリスクを抱えている。実際、足もと BBB 格を有する企業の ICR（営業利益／支払利息）について、金融危機以降の変動を要因分解すると、米国企業では、レバレッジの拡大を相殺するように、支払金利の低下が作用してきた結果、ICR は概ね横ばいとなっている。また、欧州企業では、低金利による改善寄与で、ICR 変動の大部分が説明される（図表Ⅱ-1-16）。したがって、今後金融環境が変化し、低金利による ICR 改善効果が剥落すると、これまで急速に発行シェアを高めてきた BBB 格の社債が、投機的格付けへと格下げされ、スプレッドが非連続的に拡大する可能性がある。

新興国市場を巡るリスク

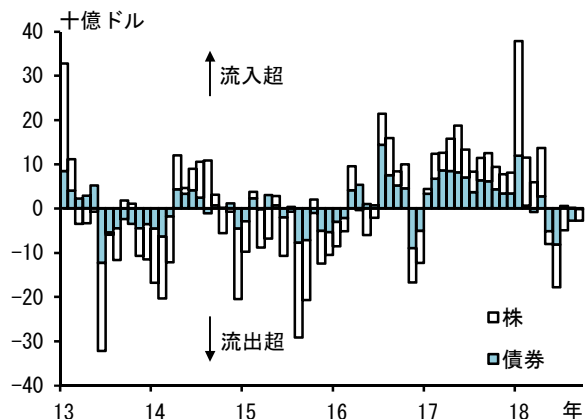
FRB の利上げが継続するなか、新興国からの資本流出リスクが意識されているが、これまでのところ、株価・通貨の下落や資本流出規模は総じて限定的である（図表Ⅱ-1-17,18）。また、新興国の債券利回りの上昇も比較的抑制されている（図表Ⅱ-1-19）。もともと、高インフレや慢性的な双子の赤字（経常収支赤字、財政収支赤字）など個別の脆弱性を抱えるアルゼンチンやトルコなどの一部の新興国では、通貨や株価が大幅に下落するなど不安定な動きが続いている（図表Ⅱ-1-20）。現時点では、こうした個別国の動向が国際金融市場全体に及ぼす影響は、総じてみれば限定的だが、今後、スピルオーバーなどを通じて国際金融市場全体に波及することがないか、注視する必要がある。

図表Ⅱ-1-17 新興国の株価と通貨



（注）「新興国株価」は MSCI Emerging Markets 指数（現地通貨建て）。「新興国通貨」は J.P. Morgan EMCI 指数。直近は 2018 年 9 月末。
（資料）Bloomberg

図表Ⅱ-1-18 新興国のファンドフロー



（注）直近は 2018 年 9 月（9/26 日まで）。
（資料）EPFR Global

加えて、米国の通商問題などが新興国通貨に与える影響についても注意深くみていく必要がある。実際、米国と中国の貿易摩擦への警戒感が一段と高まった局面では、中国と地理的・経済的に関係が深い国の通貨が総じて軟調に推移した（図表Ⅱ-1-21）。当事国の中国についても、通貨（人民元／ドル）は、2015 年 8 月の通貨切り下げ以降の最安値近辺まで下落

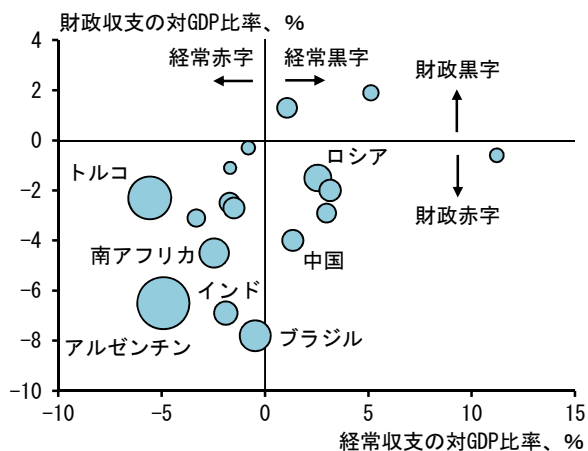
したほか、株価も軟調な展開が続いている（図表Ⅱ-1-22）。こうしたなか、中国当局は、銀行の外貨リスク準備金率¹を引き上げたほか（0%→20%）、対ドル人民元レート¹の基準値

図表Ⅱ-1-19 新興国国債の対米国債スプレッド



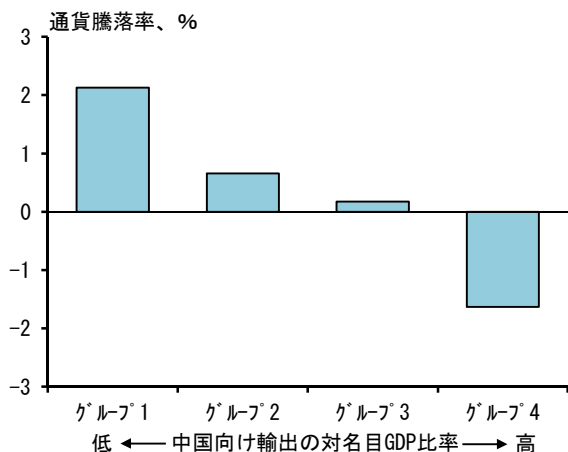
(注) EMBI Global の対米国債スプレッド。直近は 2018 年 9 月末。
(資料) Bloomberg

図表Ⅱ-1-20 経常収支・財政収支と通貨騰落率



(注) 1. バブルの大きさは、2018 年 4 月初から 9 月末までの各国通貨の対ドル為替レート下落率の大きさを表す。経常収支および財政収支の対 GDP 比率は、2017 年時点。
2. 対象は、図中に表示のある国のほか、インドネシア、韓国、コロンビア、タイ、チェコ、チリ、ハンガリー、フィリピン、マレーシア、メキシコ。
(資料) Bloomberg、Haver Analytics

図表Ⅱ-1-21 対中輸出と通貨騰落率



(注) 1. 中国向け輸出金額の対名目 GDP 比率の四分位ごとに新興国（図表Ⅱ-1-20 の対象国から中国を除いた 16 か国）を 4 つのグループに分類し、それぞれのグループについて、通貨騰落率の平均値を算出。
2. 通貨騰落率は、2018 年 6 月 14 日（米国による約 500 億ドル相当の対中追加関税対象品目リスト公表の前日）から 7 月末までの、対ドル為替レートの変化率。
(資料) Bloomberg、Haver Analytics

図表Ⅱ-1-22 中国株価と中国人民元



(注) 1. 「ドル/人民元」はオンショア相場、「中国株価」は上海総合指数。
2. 直近は 2018 年 9 月末。
(資料) Bloomberg

¹ 金融機関は、顧客向けの為替予約契約額の 20%相当額を「外貨リスク準備金」として人民銀行に積み立てる必要。そのコストが顧客に転嫁されることで、先日付の元売り取引（と金融機関のカバー取引）が減少する可能性がある。

算出に際しカウンターシクリカル調整項²の適用を再開するなど、資本流出や為替変動リスクに配慮する対応をとっている。もっとも、2015年央から2016年初にかけて中国株価が大幅に下落した局面（いわゆる「チャイナショック」）と比べれば、市場は落ち着いた状況にあると評価できる。

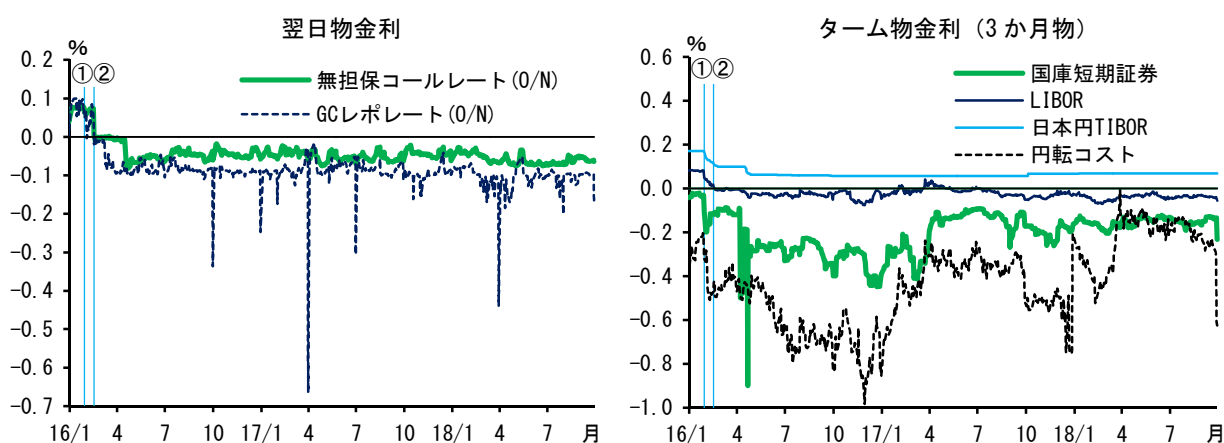
2. 国内金融市場

国内金融市場では、長期金利がゼロ%近傍のプラスの領域で推移しており、日本銀行が7月末に導入した「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」以降、プラス幅が幾分拡大している。株価は、米国と中国の貿易摩擦の高まりなどを受け、一時下落する局面もあったが、良好な企業収益が株価の下支えとなっている。また、社債の信用スプレッドは、引き続き低い水準で推移している。

長短金利の動向

短期金利は、翌日物、ターム物とも、総じてマイナス圏で推移している（図表Ⅱ-2-1）。無担保コールレート（O/N）は-0.08～-0.03%程度、GCレポレートは-0.20～-0.05%程度で推移している。ターム物レートは、ゼロ%近傍ないしマイナス圏での推移を続けている。国庫短期証券利回りは-0.15%前後で推移している。円転コストは、9月末に年末越えのレートが一時的に拡大したものの、均してみると、一頃に比べマイナス幅が縮小している。

図表Ⅱ-2-1 短期金利



(注) 1. ①はマイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入決定時点、②はマイナス金利の適用開始時点。

2. 左図の横軸はスタート決済日を表す。「GCレポレート (O/N)」の2018年4月27日以前はT/N。左右の図とも、直近は2018年9月末。

(資料) Bloomberg、日本証券業協会、日本相互証券、日本銀行

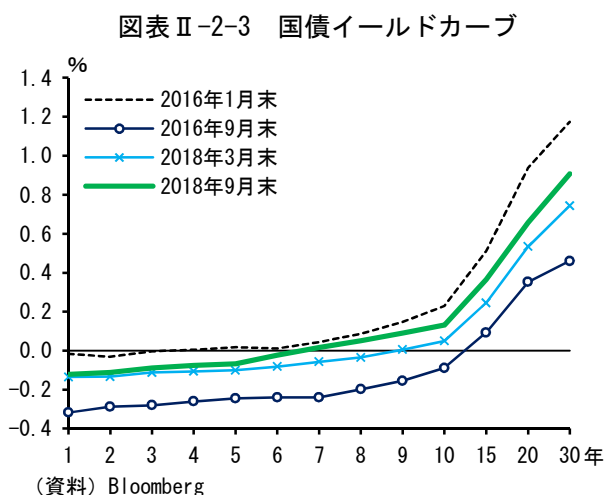
² 中国のマーケットメーカー行が、当局に人民元の基準値を報告する際に用いる計算式上の調整項で、為替レートの一時的な変動を緩和する観点から、2017年5月に導入されたもの。

これは、ドルの為替ヘッジコストが高止まるなか、ドル建て債の投資採算が低下したことに伴い、本邦投資家のドル調達需要が減少していることが影響している（図表Ⅱ-1-6,7）。

10年物の国債利回りはゼロ%近傍のプラスの領域で推移しており、日本銀行が「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」を打ち出した7月末以降、幾分プラス幅が拡大している（図表Ⅱ-2-2）。国債イールドカーブの形状をみると、長短金利操作付き量的・質的金融緩和のもとで、現行の金融市場調節方針（短期政策金利：-0.1%、10年物国債金利：ゼロ%程度）と整合的な形となっている（図表Ⅱ-2-3）。



(注) 1. 図中の①～⑤は、それぞれ以下の時点を表す。
 ①：量的・質的金融緩和の導入
 ②：量的・質的金融緩和の拡大
 ③：マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入
 ④：長短金利操作付き量的・質的金融緩和の導入
 ⑤：強力な金融緩和継続のための枠組み強化
 2. 直近は2018年9月末。
 (資料) Bloomberg



(資料) Bloomberg

国債市場の流動性・機能度

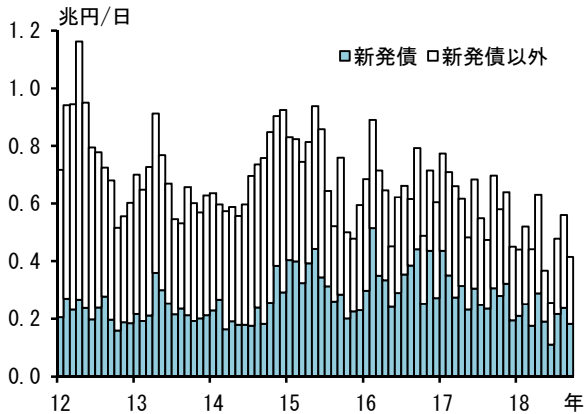
国債市場の流動性や機能度は、一頃に比べ改善方向の動きを示す指標もみられているが、全体としてなお低い水準にある。「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」が導入された7月末以降、ボラティリティが幾分上昇するも、これまで低迷していた現物国債のディーラー間の取引高がいったん増加した（図表Ⅱ-2-4）³。また、直近（8月調査）の債券市場サーベイをみると、国債市場の機能度に対する評価は依然として大幅なマイナスで推移しているが、方向としては改善しているとの声が聞かれている（図表Ⅱ-2-5）。

板の厚さや価格インパクト等は、7月末前後のボラティリティの上昇を受け、幾分悪化方向に動いたが、総じてみれば、なお落ち着いて推移している（図表Ⅱ-2-6）。特定銘柄の希少性を表すGC-SCスプレッドは、引き続き高めの水準となり、全体として需給がひっ迫した状

³ 日本銀行金融市場局は、国債市場の流動性に関する諸指標を、概ね四半期に一度程度の頻度でアップデートし、日本銀行ホームページ（<http://www.boj.or.jp/paym/bond/index.htm/#p02>）に掲載している。

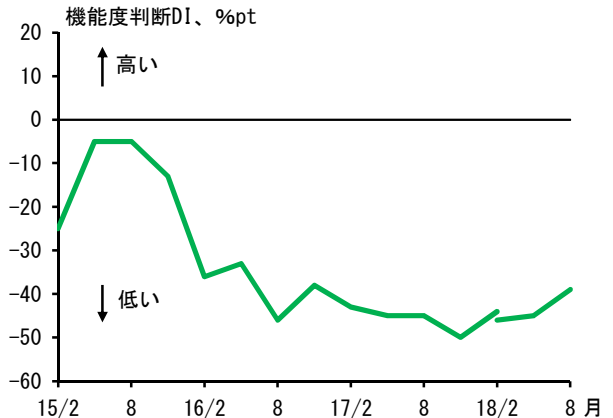
態が続いている（図表Ⅱ-2-7）。

図表Ⅱ-2-4 国債市場の取引高



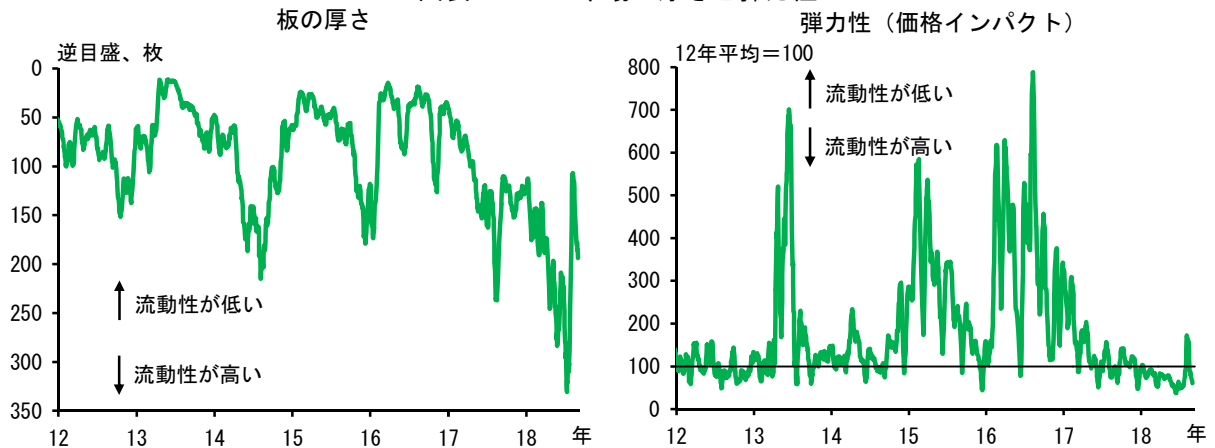
(注) 日本相互証券の現物国債のディーラー間取引高(2、5、10、20、30、40年債)。直近は2018年9月。
(資料) QUICK

図表Ⅱ-2-5 債券市場サーベイ



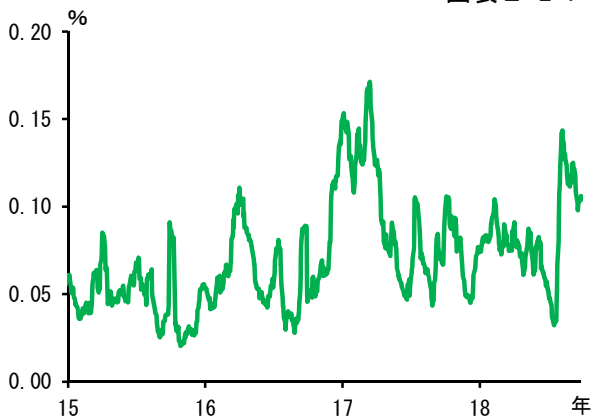
(注) 1. DIは、回答金融機関数の構成比をもとに、次式で定義。
現状の機能度判断DI = 「高い」 - 「低い」
2. 2018年2月調査以降は、調査対象に大手機関投資家を
加えたベース。直近は2018年8月調査。
(資料) 日本銀行「債券市場サーベイ」

図表Ⅱ-2-6 市場の厚さと弾力性



(注) 1. 左図は、1分ごとのベストアスクの枚数(日中の中央値)。右図は、各営業日における1取引当たりの価格変化幅。
2. 後方10日移動平均。直近は2018年8月末。
(資料) 日本経済新聞社「NEEDS」

図表Ⅱ-2-7 GC-SC スプレッド

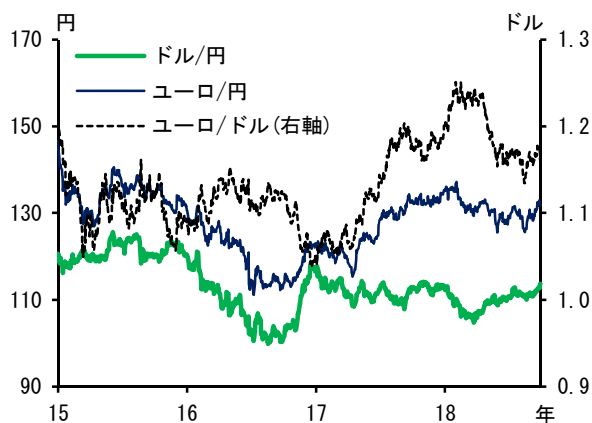


(注) 1. GCレポレート、SCレポレート(銘柄別のSCレポ
出来高による加重平均値)を用い、決済日を合わ
せる形で算出。後方10日移動平均。
2. 直近は2018年9月末。
(資料) ジェイ・ボンド東短証券、日本証券業協会

為替相場と株式・クレジット市場

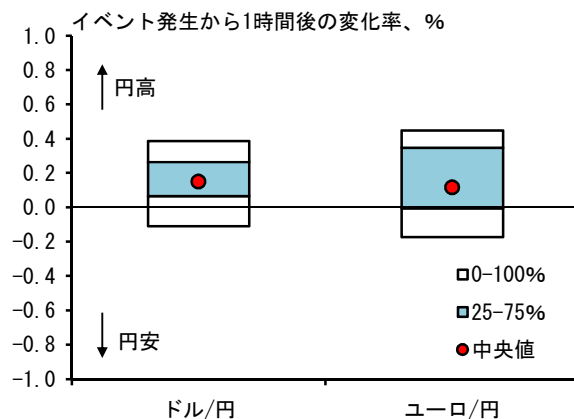
為替相場は、本年初の株価下落局面において、市場参加者が円に対する安全資産選好を強めたことから円高に振れたが、その後は、FRB の利上げに伴う日米金利差の拡大を背景に、均してみれば円安ドル高が進行した（図表Ⅱ-2-8）。ただし、米国と中国の貿易摩擦の高まりが警戒された場面では、一時的に円高に振れる展開がみられたほか（図表Ⅱ-2-9）、リスク・リバーサルは円高リスクに対する市場参加者の警戒感を引き続き示唆している（図表Ⅱ-2-10）。

図表Ⅱ-2-8 為替相場



（注）直近は2018年9月末。
（資料）Bloomberg

図表Ⅱ-2-9 通商関連イベントに対する円相場の反応



（注）2018年3月初から9月15日までの主な米国通商政策関連イベント16件について、イベント発生から1時間後の円相場の変化率を集計。
（資料）Bloomberg

図表Ⅱ-2-10 リスク・リバーサル

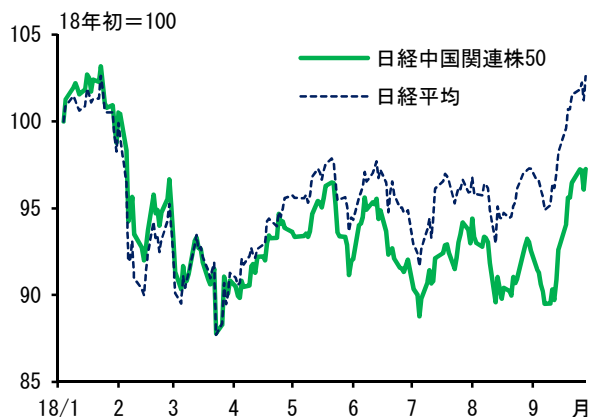


（注）円プットと円コールのIV（1年）の乖離幅。直近は2018年9月末。
（資料）Bloomberg

本邦株価（日経平均株価）は、好調な企業収益を背景に、9月末にバブル後高値を更新したが、年度上期を通してみれば、米国の通商問題を巡る不透明感などが重石となり、振れの大きな展開が続いている（図表Ⅱ-1-1）。米国と中国の貿易摩擦の高まりは、中国関連銘柄などのアンダーパフォームを通じて、株価全体の押し下げに寄与している。実際、中国との株価の連動性がこのところ高まっている（図表Ⅱ-2-11,12）。もっとも、バリュエーション

指標（PER）をみても、米国とは異なり過去平均を大きく上回る状況にはないなかであって、好調な企業業績が株価の下支えとして作用している（図表Ⅱ-1-11）。また、社債スプレッドも低水準で安定的に推移しており、国際金融市場の一部にやや不安定な動きがみられるなかでも、これまでのところ大きな影響はみられない（図表Ⅱ-2-13）。

図表Ⅱ-2-11 中国関連銘柄のパフォーマンス



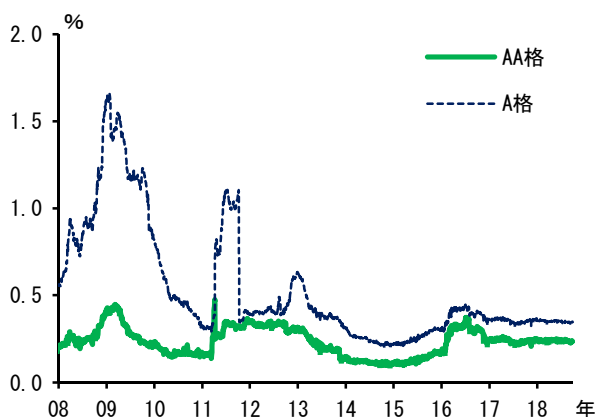
（注）直近は2018年9月末。
（資料）Bloomberg

図表Ⅱ-2-12 中国株価との連動性



（注）TOPIXと上海総合指数の日次収益率の後方200日相関係数。直近は2018年9月末。
（資料）Bloomberg

図表Ⅱ-2-13 社債スプレッド



（注）1. 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。格付けは格付投資情報センターによる。
2. 直近は2018年9月末。
（資料）Bloomberg、日本証券業協会

Ⅲ. 金融仲介活動の点検

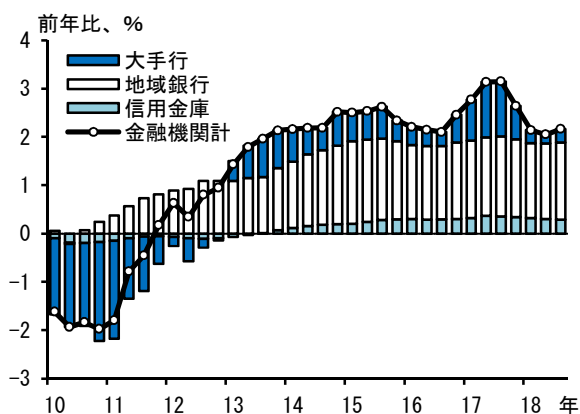
わが国の景気が緩やかに拡大するなか、国内の金融仲介活動は銀行貸出を中心に引き続き積極的な状況にある。設備関連貸出が中小企業向けに幅広い業種で増加するなど、緩和的な金融環境は景気改善に寄与している。また、海外経済の着実な成長を背景に、金融機関の海外向け投融資も増勢を維持している。以下では、主として2018年度上期中の情報に基づき、金融仲介活動を点検する。具体的には、まず、金融機関（銀行・信用金庫）の金融仲介について詳しく評価した後、機関投資家（保険・年金、証券投資信託）の金融仲介、次いで民間非金融部門（企業・家計）の資産運用と資金調達の変動について整理する。

1. 金融機関による金融仲介活動

(1) 国内貸出

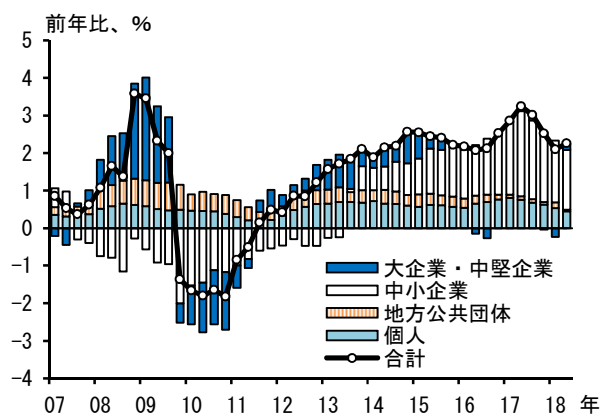
わが国の景気が緩やかに拡大するなか、金融機関の国内貸出は、前年比2%程度の伸びを続けている（図表Ⅲ-1-1,2）。金融機関の融資姿勢は引き続き積極的であり（図表Ⅲ-1-3）、資金需要も中小企業向けを中心に増加を続けている（図表Ⅲ-1-4）。

図表Ⅲ-1-1 金融機関の国内貸出



(注) 直近は2018年7~9月。
(資料) 日本銀行「貸出・預金動向」

図表Ⅲ-1-2 金融機関の借入主体別貸出



(注) 銀行・保険業を除く。直近は2018年6月末。
(資料) 日本銀行

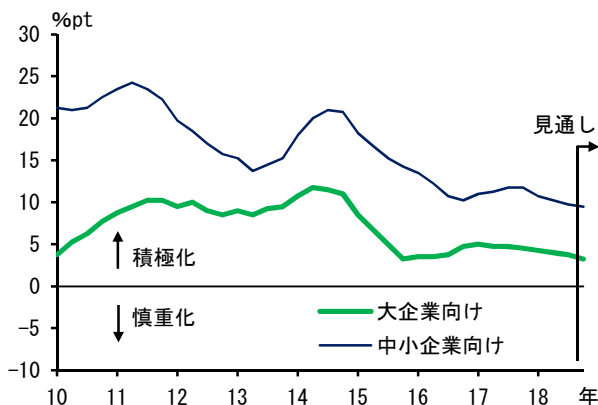
貸出先別の動向

貸出先別にみると、中小企業向けが貸出全体の伸びを牽引するなか、個人向けも増加を続けている（図表Ⅲ-1-2）。地方公共団体向け貸出は、資金需要に目立った動きがないなかで、横ばい圏内で推移している（図表Ⅲ-1-4）。

企業向け貸出を規模別にみると、中小企業向けは、景気改善が続くもと設備資金を中心に引き続き増加している（図表Ⅲ-1-5）。一方、大企業向けは、振れを伴いつつも、概ね前年並

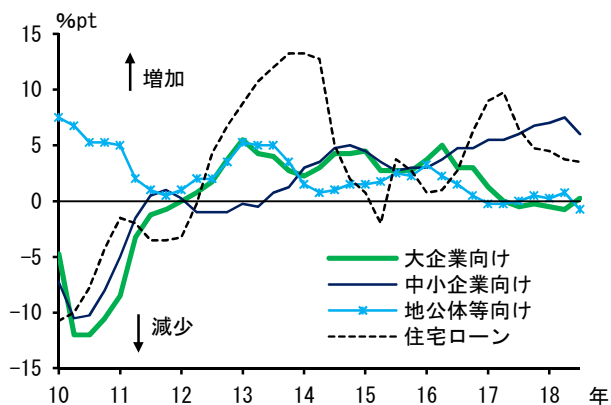
みで推移している。潤沢な内部資金を背景に設備投資向け貸出に目立った動きがみられないなか、運転資金に含まれる大型 M&A 関連の貸出実行の有無が振れを作る要因となっている⁴。最近では、非常に規模の大きい案件に牽引される形で日本企業関連の M&A 金額が過去最高を更新するなか、シンジケート・ローンを通じて多くの銀行が大口の M&A 関連貸出に加わっている（図表Ⅲ-1-6）⁵。

図表Ⅲ-1-3 貸出運営スタンス DI



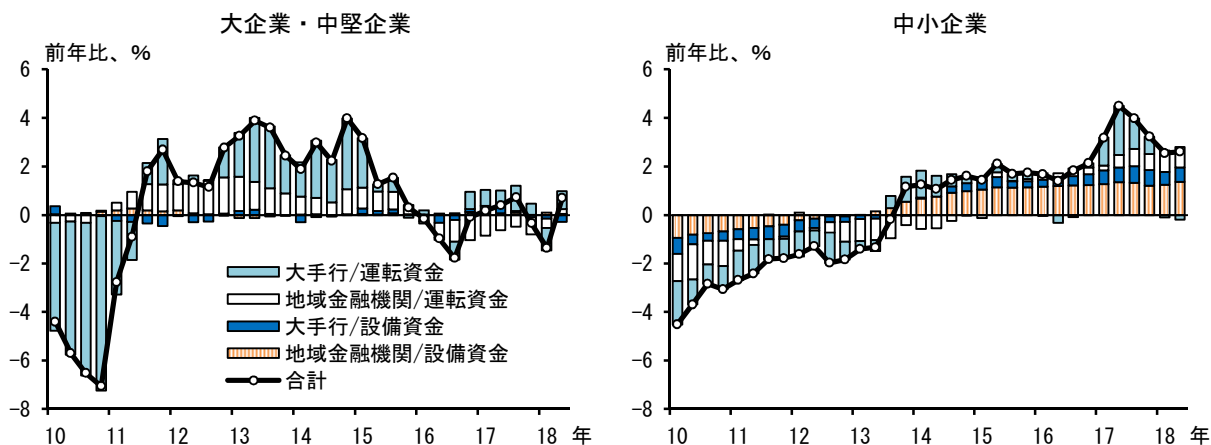
(注) 1. 貸出運営スタンス DI は、回答金融機関数の構成比をもとに、次式で定義。
 $DI = 「積極化」 + 0.5 \times 「やや積極化」 - 0.5 \times 「やや慎重化」 - 「慎重化」$
 2. 後方 4 期移動平均。直近は 2018 年 7 月。
 (資料) 日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート調査」

図表Ⅲ-1-4 金融機関からみた資金需要判断 DI



(注) 1. 資金需要判断 DI は、回答金融機関数の構成比をもとに、次式で定義。
 $DI = 「増加」 + 0.5 \times 「やや増加」 - 0.5 \times 「やや減少」 - 「減少」$
 2. 後方 4 期移動平均。直近は 2018 年 7 月。
 (資料) 日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート調査」

図表Ⅲ-1-5 企業向け貸出の業態・用途別内訳



(注) 不動産・銀行・保険業を除く。直近は 2018 年 6 月末。
 (資料) 日本銀行

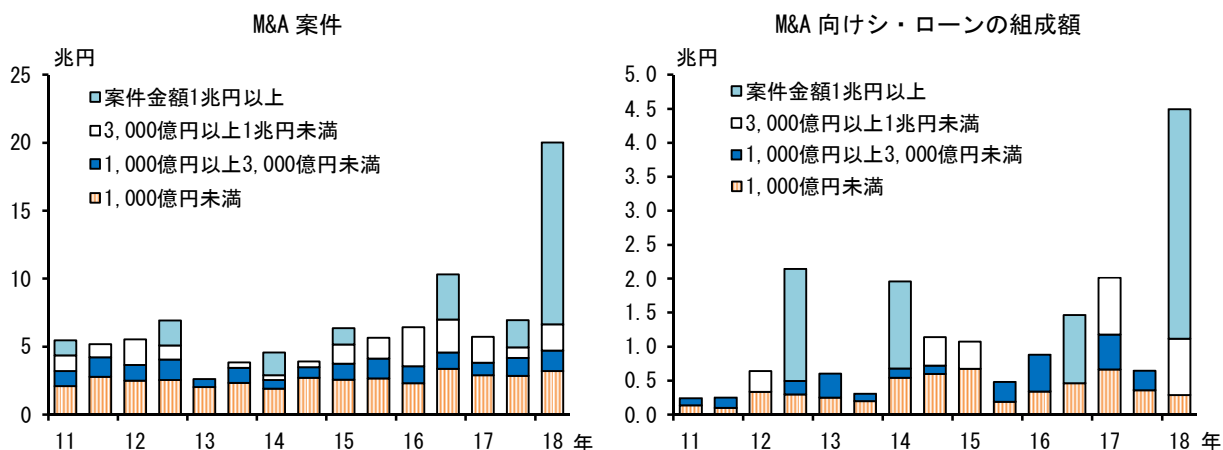
個人向け貸出をみると、住宅ローンは、前年比 2%程度の伸びが続いている（図表Ⅲ-1-7）。

⁴ M&A 関連を含む大企業の持株会社向け貸出は、統計上、中小企業向け貸出に含まれることも多い（持株会社は常用雇用者数が少ない等の理由により、統計上は中小企業扱いとなるものも多くみられる）。

⁵ 図表Ⅲ-1-6 のシ・ローンは契約時点での組成額（貸出枠の設定額）を掲載しているが、貸出枠の設定から貸出実行までタイムラグがあることや、貸出枠が全額使い切られるとは限らないことなどから、貸出統計の動きとは必ずしも一致しない。

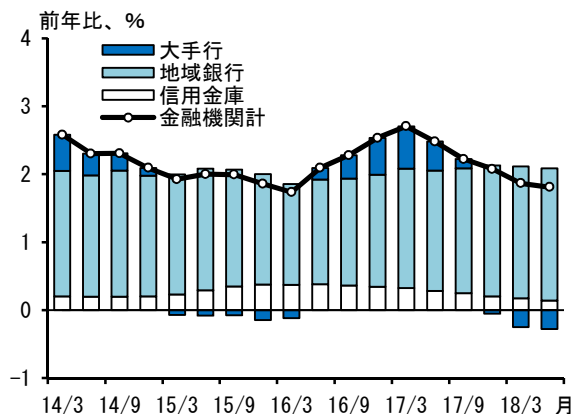
地域銀行が伸びを牽引する一方で、大手行については、採算性の重視から残高が前年を下回っている。カードローンは、広告・宣伝の見直しや審査体制の強化などの影響から、前年比伸び率が大きく鈍化している（図表Ⅲ-1-8）。個人向け貸出残高に占めるカードローンの割合は約3%（2018年6月末時点）であり、住宅ローン（同約90%）に比べるとその規模は小さい。

図表Ⅲ-1-6 日本企業関連のM&A



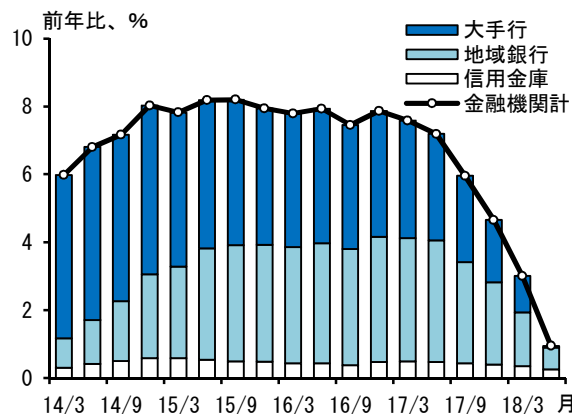
（注）左図は公表ベース、金融・保険を除く。直近は2018年上期。
（資料）Thomson Reuters Japan、レコフ

図表Ⅲ-1-7 金融機関の住宅ローン残高



（注）直近は2018年6月末。
（資料）日本銀行

図表Ⅲ-1-8 金融機関のカードローン残高

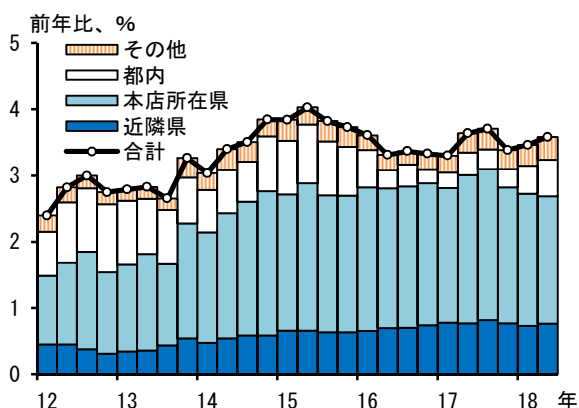


（注）直近は2018年6月末。
（資料）日本銀行

地域金融機関の貸出動向

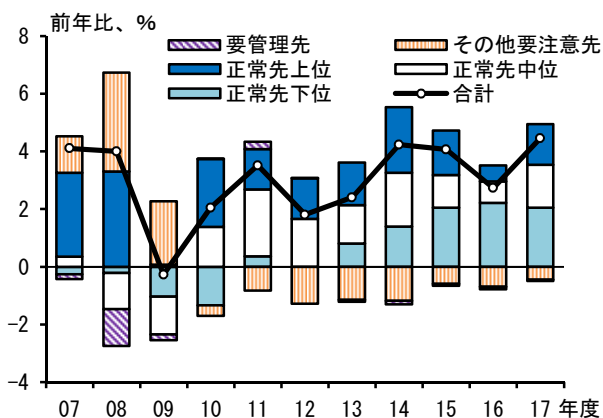
金融機関の国内貸出の増加は、主に地域銀行が牽引している（図表Ⅲ-1-1）。地域銀行の貸出をエリア別にみると、都内店に比べて地方店貸出の増加寄与が大きい姿となっている（図表Ⅲ-1-9）。景気拡大の裾野が広がるなか、地域銀行は、自らの営業基盤の維持・強化や採算性確保の観点から、地元回帰に取り組むとともに、本店所在地の近隣県への貸出増加にも注力している。

図表Ⅲ-1-9 地域銀行のエリア別貸出



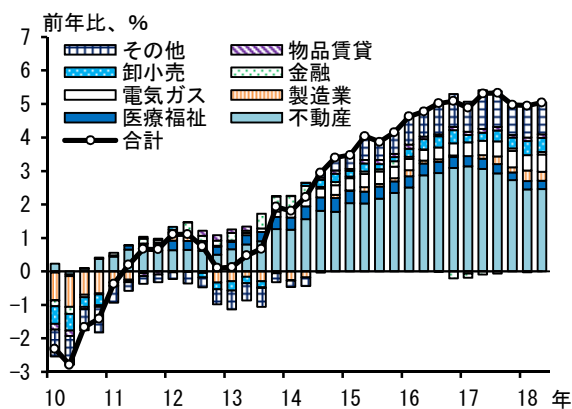
(注) 地域分類は次の手順による。①全国を北海道、東北、関東甲信越(除く東京)、東京、北陸、東海、近畿、中国、四国、九州・沖縄の10エリアに分割。②本店が所在する都道府県内での貸出を「本店所在県」に、本店が所在するエリアのうち「本店所在県」以外での貸出を「近隣県」に、都内店の貸出を「都内」に、その他の貸出を「その他」に分類。直近は2018年6月。
(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-1-10 地域銀行の債務者区分構成



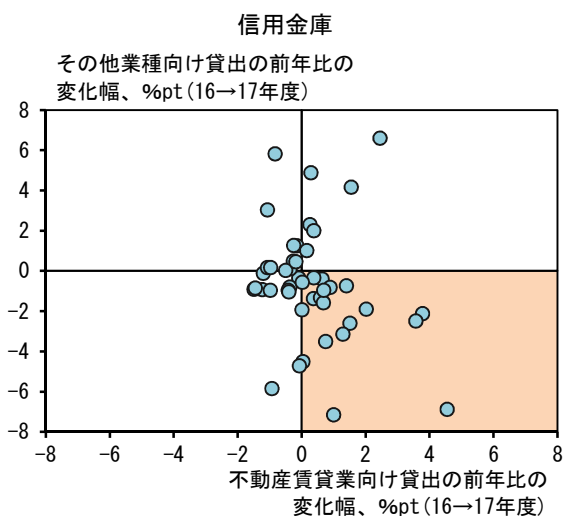
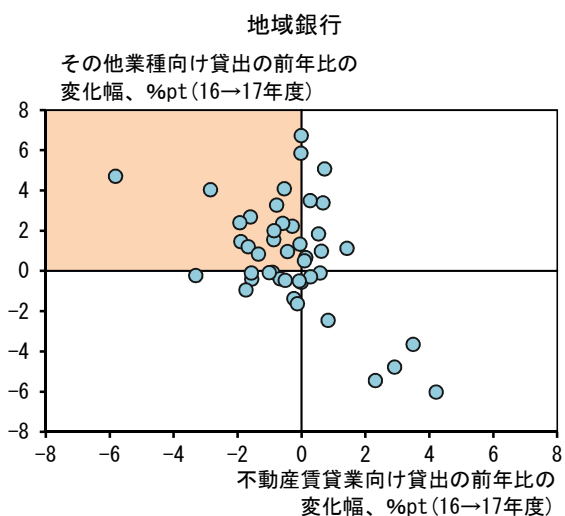
(注) 正常先債権は、各行の内部格付け区分を1/3ずつ集計。
(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-1-11 地域銀行の中小企業向け業種別貸出



(注) 銀行・保険業を除く。直近は2018年6月末。
(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-1-12 地域金融機関の貸出：不動産賃貸業向けとその他業種向け



(注) 1. 集計対象は地域金融機関。有効回答ベース。
2. 前年比の変化幅は、中小企業向け貸出の前年比に対する寄与度を表示。
3. その他業種向け貸出は、不動産賃貸業以外の業種向け貸出。不動産業向け貸出を不動産賃貸業向けとそれ以外に分けたうえで、中小企業向け貸出全体から不動産賃貸業向け貸出を除いて算出。
(資料) 日本銀行

地域銀行の貸出を債務者区分別にみると、近年、正常先下位の増加寄与が拡大している（図表Ⅲ-1-10）。これは、信用力が相対的に低いミドルリスク企業向けに貸出を増やしていることなどが背景にある。また、中小企業向け貸出を業種別にみると、幅広い業種で貸出が増加している（図表Ⅲ-1-11）。不動産業（不動産賃貸業を含む）の寄与が引き続き大きいですが、医療・福祉業、製造業、電気・ガス業、卸小売業、その他サービス業など多くの業種で貸出が伸びている。最近では、貸家市場の調整リスクや与信の業種集中などを意識し、不動産賃貸業向け貸出を慎重化させる一方、（ミドルリスク企業を含む）その他の業種向けの貸出に注力する地域銀行が増えている（図表Ⅲ-1-12）。この間、信用金庫の中には、その他業種向け貸出の伸びが低下している一方で、不動産賃貸業向け貸出をより積極化させる先もみられ、地域銀行とはやや対照的な動きとなっている。

不動産業向け貸出の動向

不動産業向け貸出は、このところ新規実行額（フロー）が前年を下回るようになっているが、残高（ストック）ベースでは、前年比 5%台の伸びとなっており、全産業向けの伸び（2%程度）を引き続き上回っている（図表Ⅲ-1-13）。国内銀行の不動産業向け貸出の残高は、2018年6月末時点で約 77 兆円に達し、かつてのバブル期を上回る過去最高の水準にある⁶。

不動産業向け貸出の内訳を業態別にみると、大手行では、不動産投資信託（REIT）を含む中小企業等向けを中心に、貸出残高は前年比 3%台の伸びとなっている（図表Ⅲ-1-14）。地域銀行では、大手行に比べて残高の伸び率は依然として高いものの、個人による貸家業向けの減速を主因に、2016 年末をピークとして伸び率は低下傾向にある。この背景として、供給側では、与信の業種集中への意識や、業者からの持込案件の質の悪化等から貸出スタンスを慎重化させる金融機関が増えていることが挙げられる（V章参照）。また、需要側では、空室率が一部エリアで上昇するなど貸家市場の需給に緩みが生じていることや、収益の見込める好立地の投資物件が減少していることなどが寄与しているとみられる。ただし、既述の通り、信用金庫の中には、不動産賃貸業向け貸出をより積極化させている先もみられる（図表Ⅲ-1-12）。

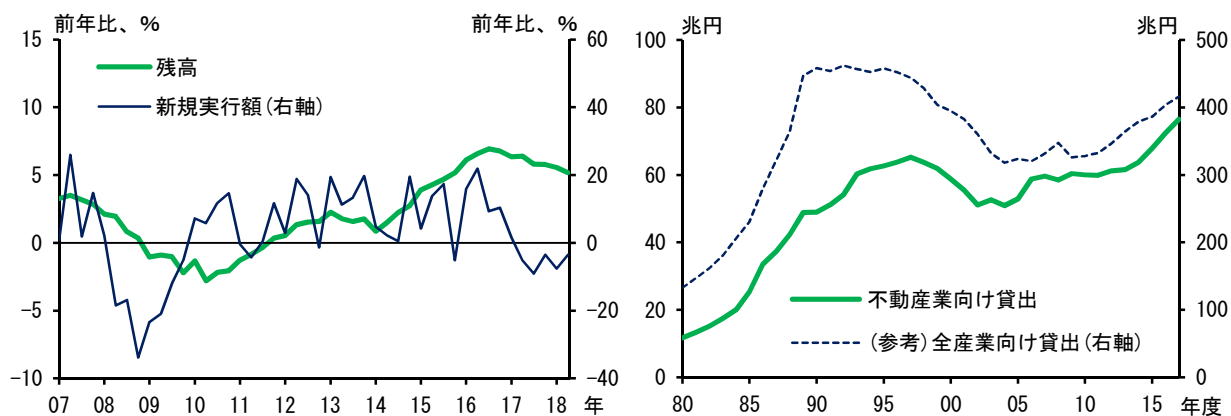
⁶ 金融機関の不動産業向け貸出の内訳は、以下の通り。

不動産業向け貸出の全産業向け貸出に占める割合（%、2017 年度末）

	大手行	地域銀行	信用金庫
不動産業	16.2	15.4	22.9
不動産取引業	1.8	5.9	11.2
不動産賃貸業・管理業	14.4	9.4	11.7
うち不動産ファンド	4.8	0.3	0.0

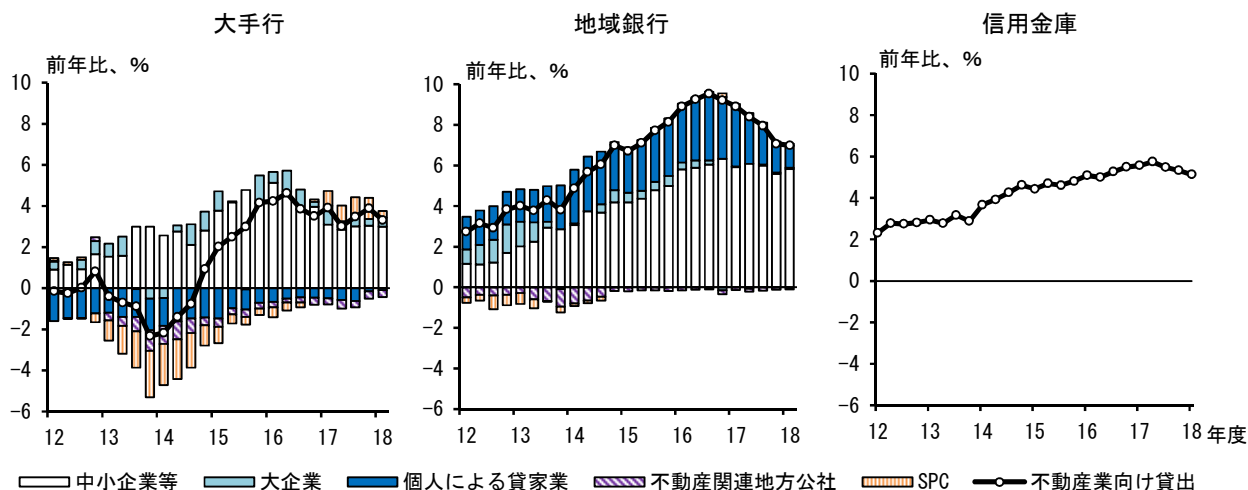
（注）日本銀行による試算値。

図表Ⅲ-1-13 金融機関の不動産業向け貸出



(注) 1. 右図は長期時系列確保のため国内銀行ベースにより作成。
 2. 直近は、左図の「残高」が2018年6月末、「新規実行額」が2018年4~6月。右図は2018年3月末。
 (資料) 日本銀行

図表Ⅲ-1-14 不動産業向け貸出の内訳



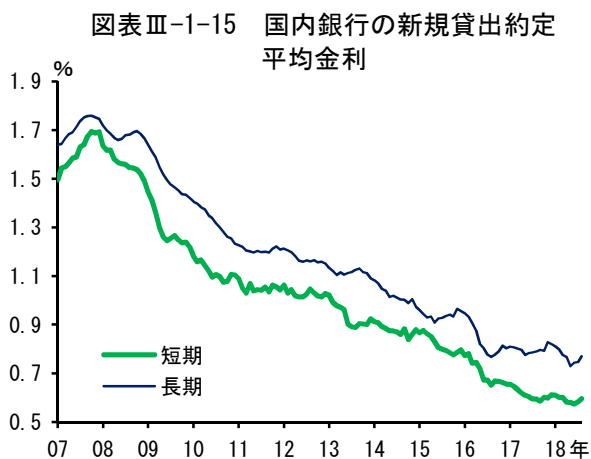
(注) 直近は2018年6月末。
 (資料) 日本銀行

貸出金利の動向

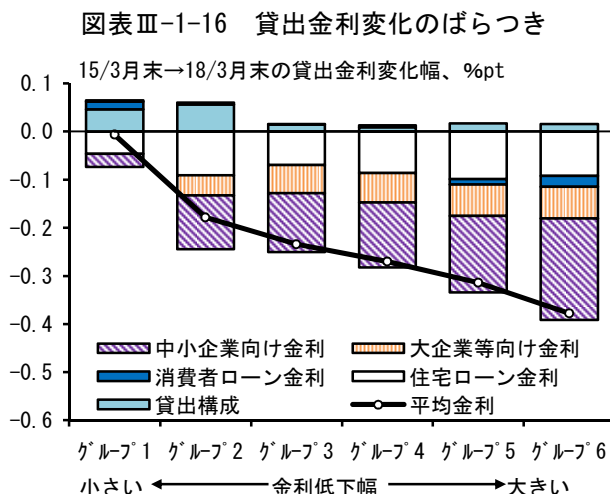
金融機関の新規貸出約定平均金利は、長期・短期ともに、既往ボトム圏内で推移している(図表Ⅲ-1-15)。金融緩和のほか、企業財務の改善や金融機関間の競争激化が、貸出金利の低下要因として作用している。

貸出金利の低下幅について、各金融機関の特徴をみると、差別化の困難な住宅ローン金利については、概ね一様に低下している(図表Ⅲ-1-16)。しかし、金利低下を小幅にとどめられている先は、金利の低い住宅ローンや大企業向け貸出の比率を抑制して、相対的に金利の高い消費者ローンの比率を高めるなど、積極的に貸出構成を変化させてきている。また、大企業向けのM&Aファイナンスや劣後ローン、中小企業向けに含まれるストラクチャード・ファイナンス(SPC向けの貸出)などの相対的に付加価値の高い貸出への取り組みで差別化

を図る動きもみられる。一方、金利がより大きく低下している先については、貸出規模の小さい地域銀行が多く、中小企業向けの金利がより大きく低下している。これには、営業基盤の違いが影響しており、人口や企業数の減少率が大きい地域、金融機関間の競争が厳しい地域において、貸出金利の低下圧力が大きくなっている。



(注) 後方6か月移動平均。直近は2018年8月。
(資料) 日本銀行「貸出約定平均金利」

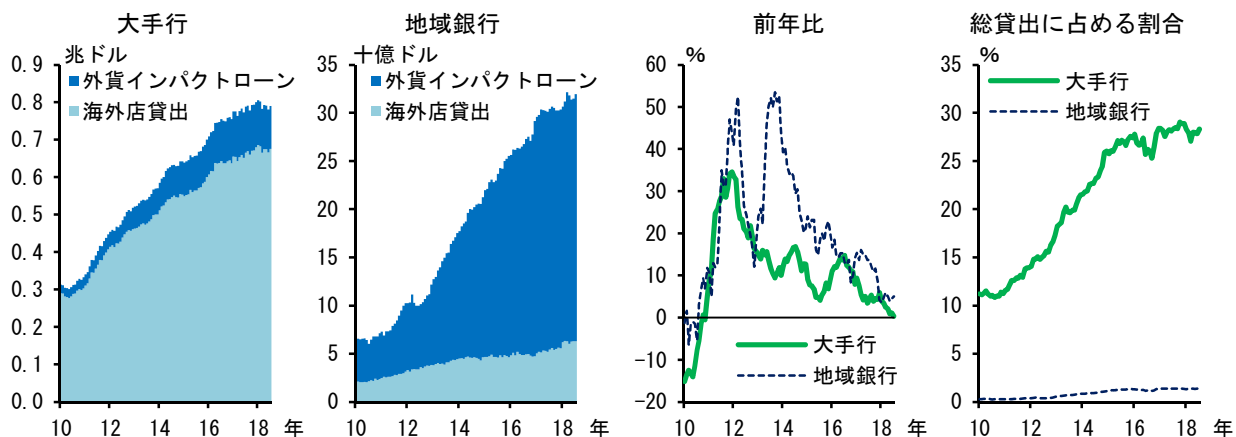


(注) 各グループの計数は、貸出先別貸出金利のデータが利用可能な88先(大手行と地域銀行)を、金利低下幅が小さい順に15先ずつまとめたうえで単純平均して算出。
(資料) 日本銀行

(2) 海外貸出

銀行は、本邦企業のグローバル展開を支えるとともに、長い目でみて高い成長力が期待される海外諸国の金融ニーズを取り込み、国際的な営業基盤をより強固なものにしていく観点から、海外企業向け貸出の拡充を進めている。大手行では海外貸出の総貸出に占める割合が約3割に達している(図表Ⅲ-1-17)。大手行の貸出を地域別にみると、アジア向けが域内経

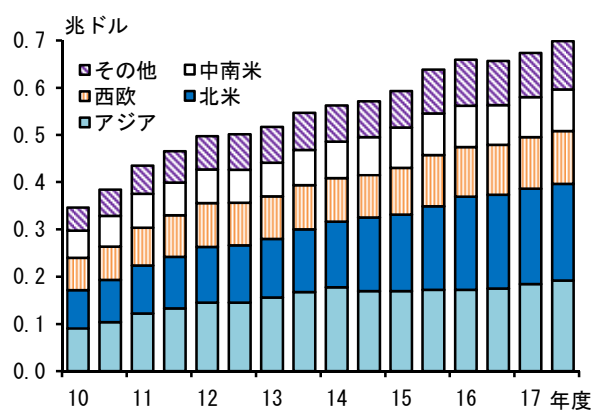
図表Ⅲ-1-17 銀行の海外貸出



(注) 1. 「海外店貸出」は海外店勘定の外貨インパクトローンを一部含む。「外貨インパクトローン」は金融機関が居住者に対して行う外貨建て貸出。
2. 単体ベース。直近は2018年7月末。
(資料) 日本銀行

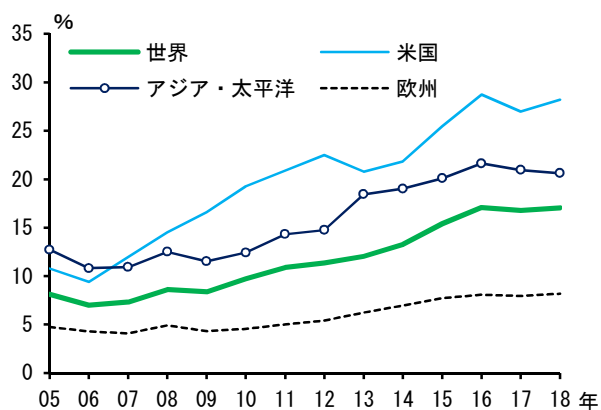
済の成長に伴い増加しているほか、北米・欧州向けも緩やかな増加を続けている（図表Ⅲ-1-18）。国際与信市場における邦銀のシェアをみると、グローバルな金融危機後にデレバレッジを進める欧米銀行に代替して上昇してきたが、近年は、海外金融機関との競争が再び強まるなかで、概ね横ばいとなっている（図表Ⅲ-1-19）。採算性の面では、最近、邦銀は貸出残高の積み増しよりも、相対的に利鞘の厚い貸出への入替えを優先するなど、従来以上に収益性を重視している。もっとも、米国の利上げが進むなかで、預金基盤の充実している海外金融機関に比べ、邦銀は調達コストに上昇圧力が生じ易いことから、貸出利鞘は概ね横ばい圏内で推移している（図表Ⅲ-1-20）。こうしたなか、一部では、非投資適格先上位（正常先中位）向けなど相対的にリスクのやや高い企業に対する与信を、リスク管理を強化しつつ、増やす方針にある。

図表Ⅲ-1-18 3メガ行の地域別海外貸出残高



（資料）各社開示資料

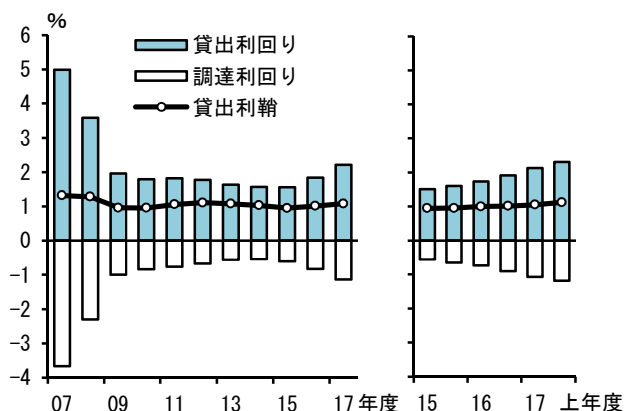
図表Ⅲ-1-19 邦銀の地域別国際与信シェア



（注）1. 国際与信の民間非銀行部門向け。最終リスク・ベース。
2. 各年末の値を表示。2018年の計数は2018年3月末の値。

（資料）BIS "Consolidated banking statistics"、日本銀行「BIS国際与信統計」

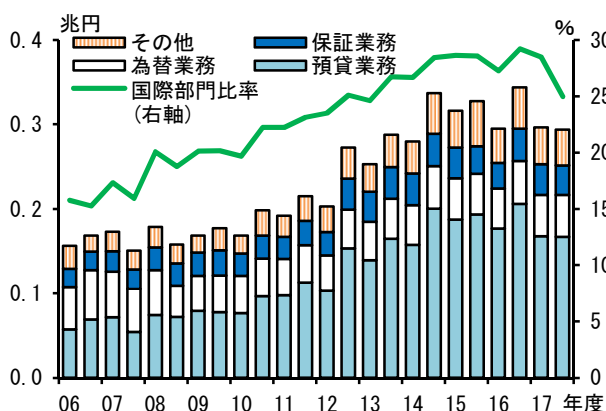
図表Ⅲ-1-20 大手行の国際部門の貸出利鞘



（注）1. 利鞘の計算に当たっては、調達費用から金利スワップ支払利息を除いている。
2. 半期は年率換算ベース。

（資料）日本銀行

図表Ⅲ-1-21 大手行の国際部門の手数料収入



（注）「国際部門比率」は役務取引等収益全体に占める国際部門の割合。

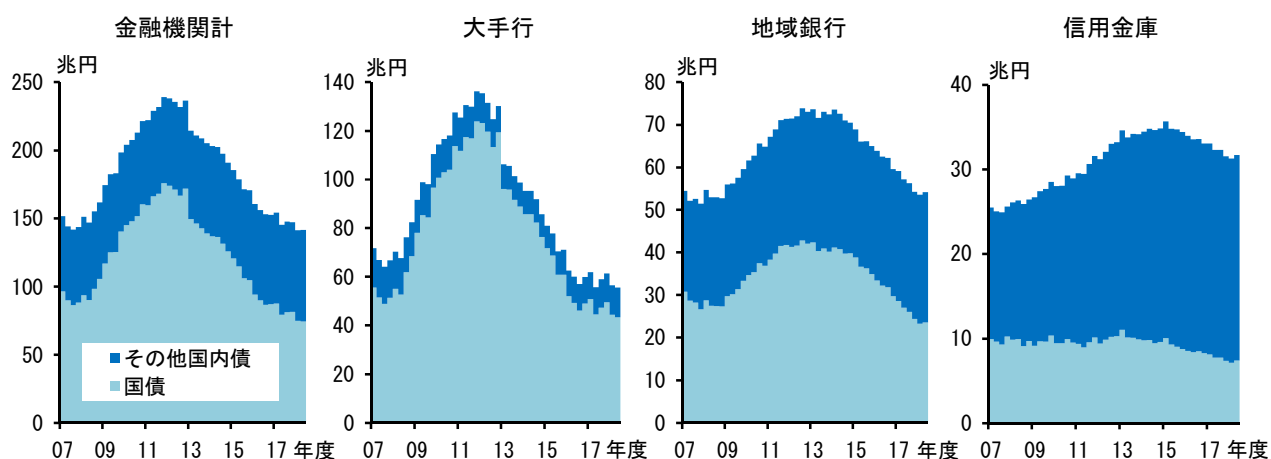
（資料）日本銀行

なお、大手行では、貸出以外のビジネスを含めた総合的な採算性を高めるため、非金利収益の増強に注力している。具体的には、貸出残高の伸びが緩やかになるなかで、銀行単体では貸出関連の手数料収入も伸び悩んでいるが、グループ全体では、証券ビジネスからの手数料収入等の収益貢献が大きくなっている（図表Ⅲ-1-21）。このほか、大手行は、海外拠点網の整備の一環として、アジアを中心に現地の銀行等に対する買収・出資等に引き続き取り組んでいる。欧州では英国のEU離脱後もEU域内での金融サービスを継続できるようにする観点から、英国以外のEU域内に新たに現地法人を設立する準備を進めている。

（3）有価証券投資

金融機関の円債投資残高は、日本銀行による大量の国債買い入れを受けて減少傾向を辿ってきたが、その減少ペースは緩やかになっている。外債投資残高は、米国債の投資リターンの低下を背景に、減少している。一方、投資信託の運用残高や海外のクレジット商品の投資残高は増加傾向が続いており、有価証券投資において積極的にリスクテイクを行う姿勢が維持されている。

図表Ⅲ-1-22 金融機関の円債残高



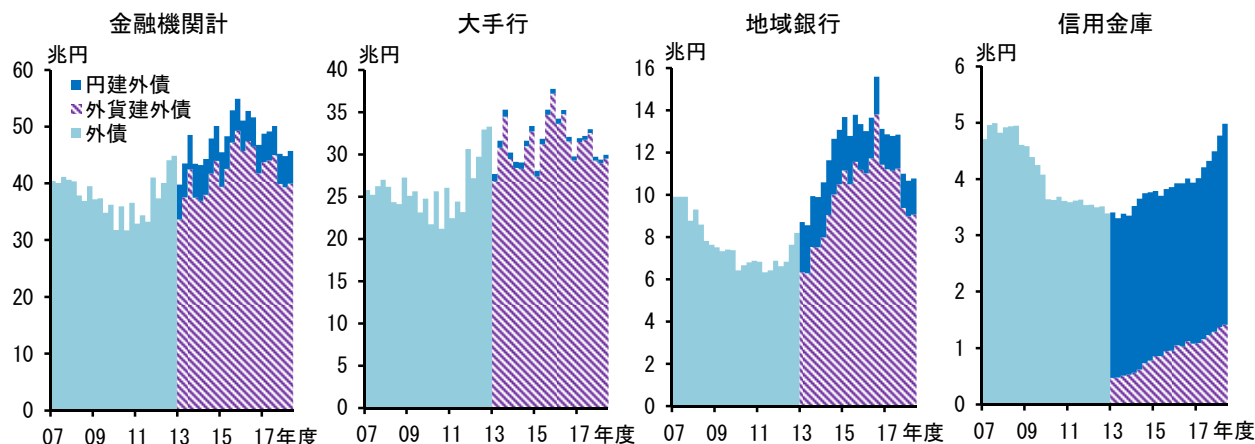
（注）国内店と海外店の合計。末残ベース。直近は2018年8月末。
（資料）日本銀行

金融機関の円債残高（国債、地方債、社債等）を業態別にみると、地域銀行では緩やかな減少が続いているが、大手行では横ばい圏内の動きとなった（図表Ⅲ-1-22）。国債の金利水準は引き続き購入目線に達していない状況ながら、資金利益の確保や評価益の維持、日銀当座預金残高の積み上がり抑制や各種取引の担保の確保のために、一定の円債保有残高を維持しようとする動きがみられている。

金融機関の外債残高（円換算ベース）について、足もとの動きを業態別にみると、信用金庫では増加する一方、大手行や地域銀行では減少している（図表Ⅲ-1-23）。米国市場では、利上げが進む中で調達コストが上昇し、イールドカーブがフラット化している。採算性の悪

化や評価損の追加計上を回避するため、外債投資を再拡大する動きは引き続き限定的である。

図表Ⅲ-1-23 金融機関の外債残高



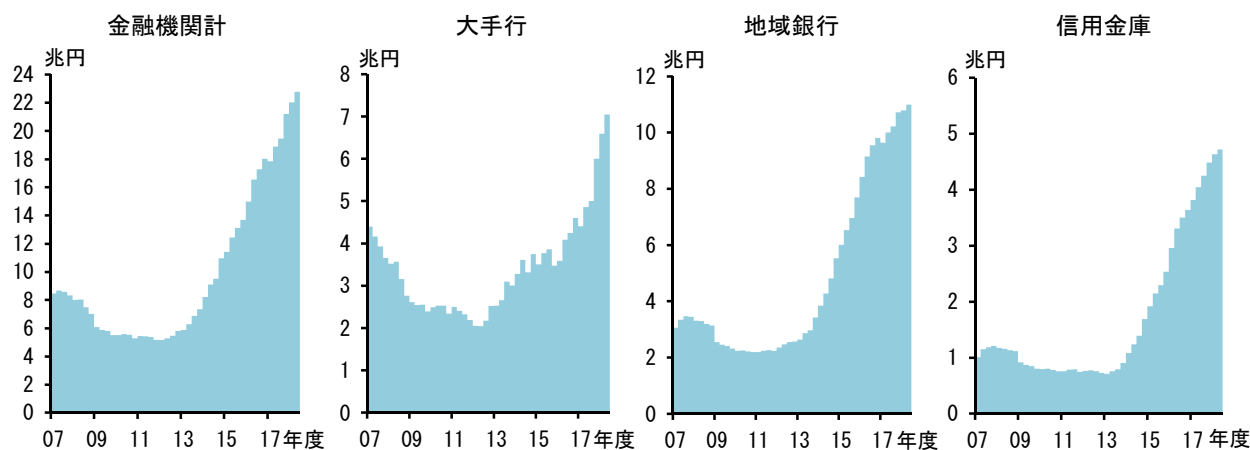
(注) 1. 「外債」は、「外貨建外債」と「円建外債」の合計。2010年3月以前は外国証券。

2. 国内店と海外店の合計。末残ベース。直近は2018年8月末。

(資料) 日本銀行

金融機関の投資信託等の残高は、引き続き増加している(図表Ⅲ-1-24)。業態別にみると、大手行では、株価が底堅く推移するもとの、株式投資信託の購入を増やす先がみられる。地域金融機関でも、REITや海外株式を含むバランス型の投資信託等を積み上げる動きが続いている。また、株価が高値圏で推移するもとの、一部には、先行きの株価変動等に備えるために「ベア型」の投資信託を購入する動きもみられる。

図表Ⅲ-1-24 金融機関の投資信託残高



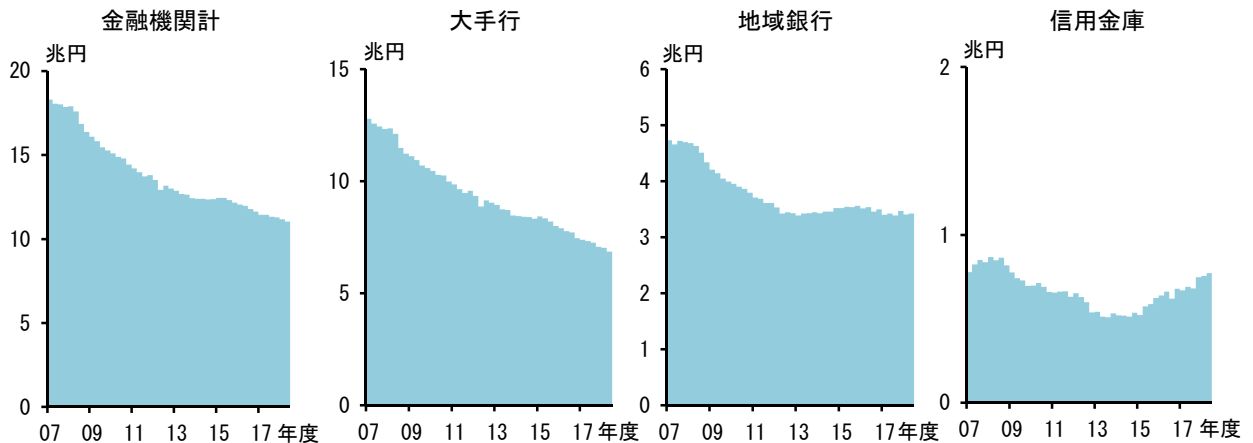
(注) 1. 投資信託以外の有価証券を一部含む。

2. 国内店と海外店の合計。国内店は平残ベース、海外店は末残ベース。直近は2018年8月末。

(資料) 日本銀行

この間、金融機関の株式保有動向をみると、企業との取引関係を重視して保有する株式(いわゆる政策保有株式)の削減が進んでいることから、大手行と地域銀行の株式残高は緩やかな減少傾向が続いている(図表Ⅲ-1-25)。一方、信用金庫では、純投資の積極化から株式の緩やかな増加傾向が続いている。

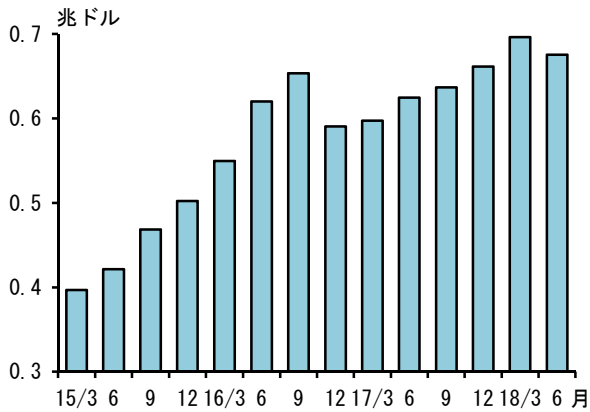
図表Ⅲ-1-25 金融機関の株式残高



(注) 1. 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。
 2. 国内店と海外店の合計。ただし、大手行は国内店。末残ベース。直近は2018年8月末。
 (資料) 日本銀行

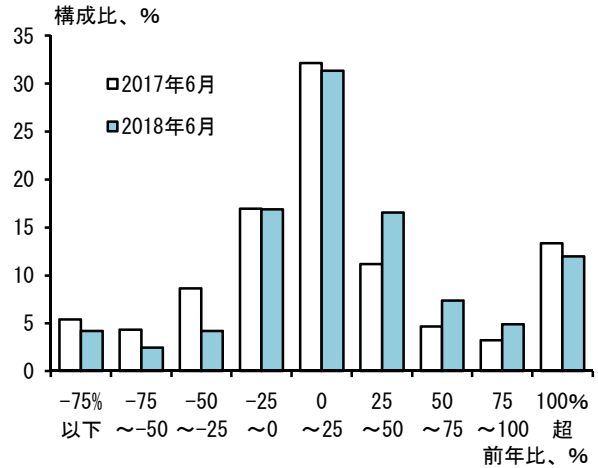
なお、ゆうちょ銀行や系統上部金融機関など有価証券の運用比率の高い預金取扱機関も、円債から海外クレジット商品などのリスク性資産に投資先をシフトする動きを継続している。これらの先を含む金融機関全体の海外クレジット商品への投資は、引き続き増加傾向にある (図表Ⅲ-1-26)。また、海外クレジット投資動向について、金融機関の分布をみると、ばらつきは大きいですが、全体として、残高を増やす先が多くなっている (図表Ⅲ-1-27)。

図表Ⅲ-1-26 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、ゆうちょ銀行・系統上部金融機関のうち有効回答先。
 (資料) 日本銀行

図表Ⅲ-1-27 金融機関の海外クレジット投資の伸び率の分布



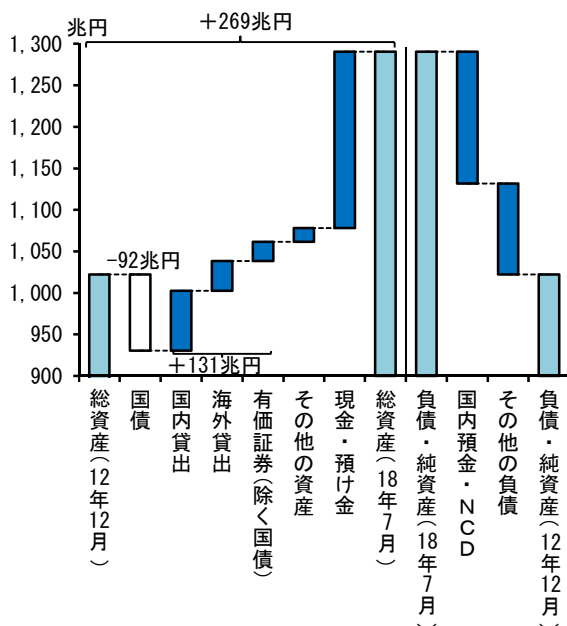
(注) 集計対象は、大手行、地域銀行、信用金庫、ゆうちょ銀行・系統上部金融機関のうち有効回答先。
 (資料) 日本銀行

(4) 金融機関バランスシートの変化

金融機関のバランスシートは、預金の増加を受けた規模の拡大と、リスク性資産の増加を伴うポートフォリオのリバランスが続いている。

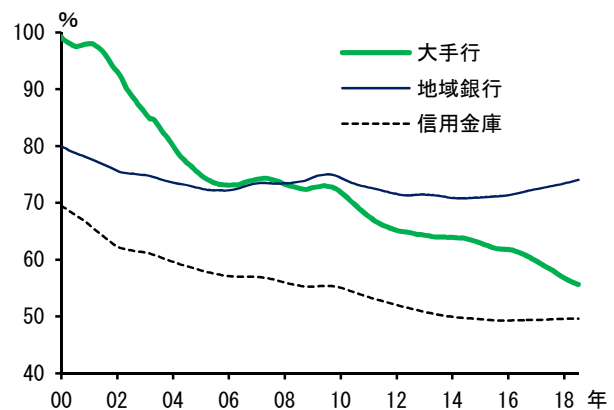
金融機関の資産・負債総額は、量的・質的金融緩和導入前の2012年12月から2018年7月までに、269兆円増加した（図表Ⅲ-1-28）。資産サイドの内訳をみると、国債（円金利リスク）から他のリスク性資産（信用、株式関連、海外金利リスクなど）へのポートフォリオ・リバランスが続いている。「国債」が92兆円減少する一方、「国内貸出」、「海外貸出」、「有価証券（除く国債）」は131兆円増加している。この間、日銀当座預金を中心とする「現金・預け金」は213兆円増加している。負債サイドでは、国内預金・NCDが159兆円増加しているほか、海外預金・NCDや日銀借入金などその他の負債も110兆円増加している。

図表Ⅲ-1-28 金融機関の資産・負債の変化



(注) 国内店と海外店の合計。国内店は平残ベース、海外店は末残ベース。
(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-1-29 金融機関の国内預貸率



(注) 1. 預貸率=貸出/預金・譲渡性預金
2. 国内店。平残ベース。後方12か月移動平均。直近は2018年7月。
(資料) 日本銀行

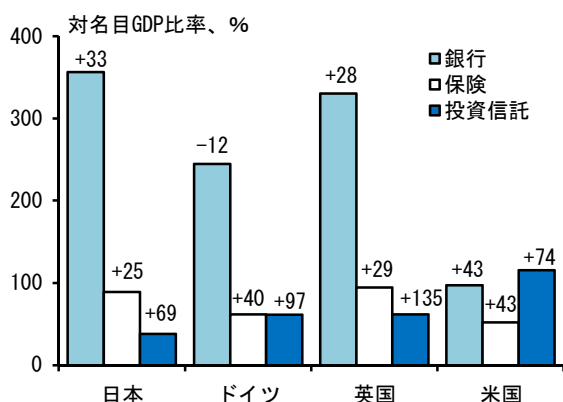
国内預貸率については、大手行では、収益が好調な大企業を中心とした法人預金の増加などから、低下傾向が続いている（図表Ⅲ-1-29）。一方、中小企業との取引が多い地域金融機関では、法人預金の伸び率が大手行に比べ小さい一方で、貸出を堅調に増加させていることから、預貸率は緩やかに上昇している。

2. 機関投資家による金融仲介活動

この節では、保険会社・年金基金、証券投資信託など機関投資家の金融仲介活動について整理する。日本の保険会社の金融資産規模は、銀行に比べると約1/4と小さいが、米独などの保険会社に比べると、金融システムにおけるプレゼンスは大きい（図表Ⅲ-2-1）。一方、投資信託の資産規模は比較的小さいが、金融機関による投資の拡大もあって、近年、大きく伸びている（図表Ⅲ-2-2）。グローバルな金融危機後、米欧でも、機関投資家の金融システムに

おけるプレゼンスが急速に増しており、その資産運用行動について関心が高まっている。

図表Ⅲ-2-1 金融仲介機関の資産規模に関する国際比較

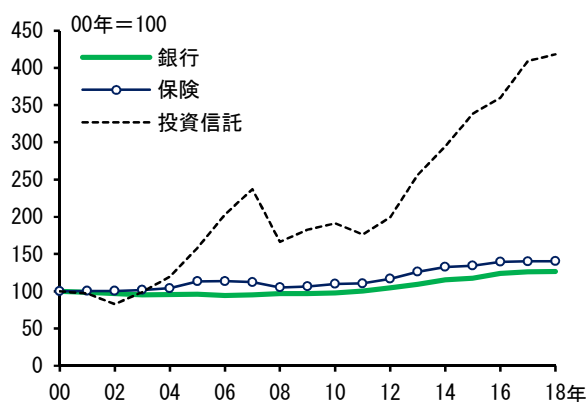


(注) 1. 日本・米国・ドイツは2017年12月末、英国は2016年12月末。

2. 図中の計数は、過去10年間における金融資産残高の変化率(%)。

(資料) BOE、Bundesbank、FRB、IMF、ONS、日本銀行

図表Ⅲ-2-2 本邦金融仲介機関の資産残高



(注) 1. 「投資信託」には、公募不動産投資信託(2007年以降)、私募不動産投資信託(2013年以降)を含む。

2. 直近は2018年6月末。

(資料) 投資信託協会、日本銀行「資金循環統計」

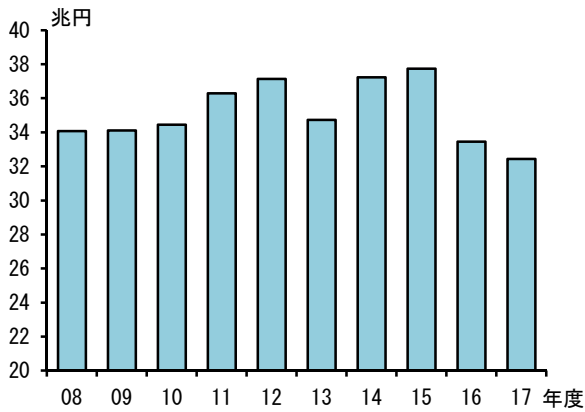
(1) 保険・年金基金

生命保険会社や年金基金は、低金利環境が続くなか、相対的に利回りの高い外貨建て資産の運用比率を緩やかに引き上げている。

保険会社では、昨年4月の保険料引き上げの影響により平準払い商品の販売が鈍化するなど、運用原資となる保険料収入は減少しており(図表Ⅲ-2-3)、資産の積み増しペースはこのところ緩やかになっている(図表Ⅲ-2-4)。ポートフォリオの内訳をみると、低金利環境が続くなか、利回りの低い国内債の買い入れを抑制しつつ、相対的に利回りの高い外債やファンド投資などを増加させている。外債ポートフォリオの大半を占める為替ヘッジ付き債券については、ドルのヘッジコスト上昇を受けて、投資対象を米国債から、より利回りの高い債券へ入れ替える動きが引き続きみられている。入れ替えの主な対象は、高格付けの米国社債やMBS、欧州ソブリン債など、比較的风险の低い債券が中心となっている。一部には、信用リスクの相対的に高いローン担保証券(CLO)を購入する先もみられるが、そうした動きは限定的である。また、為替が円高に振れる局面では、オープン外債を積み増したり、ヘッジ付き外債のヘッジ外しを実施する動きも一部にみられるが、均してみればヘッジ比率は横ばいで推移しており、為替リスクのエクスポージャーを拡大させる動きも限定的である(図表Ⅲ-2-5)⁷。

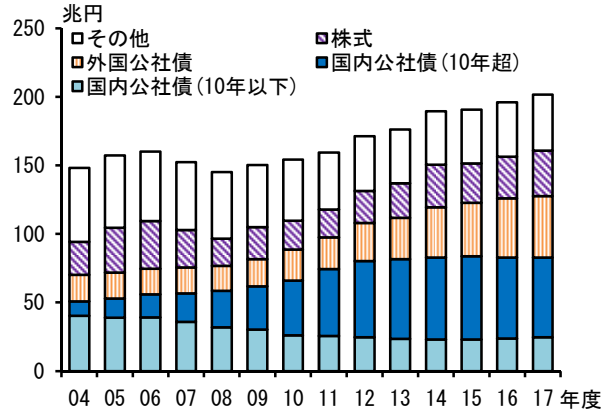
⁷ 生保は、外貨資産投資のための外貨を、為替スワップのほか、為替アウトライト、外貨保険料収入等から調達している。資産サイドでは、市場流動性の高い外貨建て有価証券を多く保有しているため、為替スワップ市場でストレスが発生しても、外貨流動性については相応のストレス耐性を有している。

図表Ⅲ-2-3 生命保険会社の保険料収入



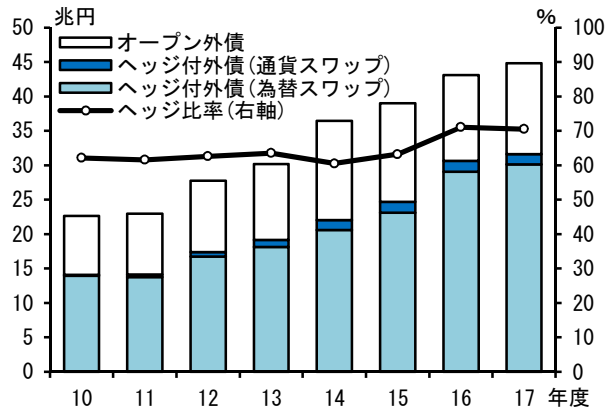
(資料) 生命保険協会

図表Ⅲ-2-4 生命保険会社の運用資産残高



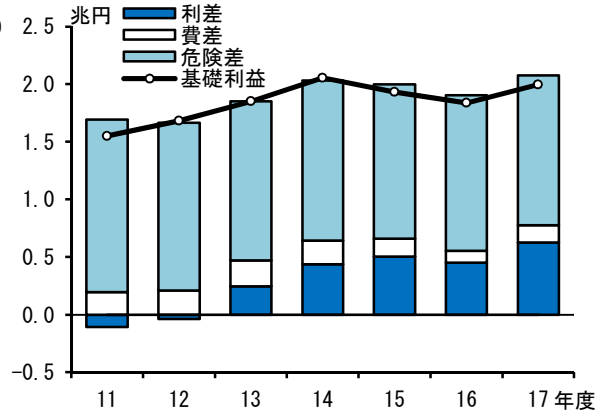
(注) 1. 「その他」は現預金、貸付金、投資信託、不動産を含む。
2. 集計対象は大手生命保険会社9社。一般勘定ベース。
(資料) 各社開示資料

図表Ⅲ-2-5 生命保険会社の外国公社債投資のヘッジ比率



(注) 集計対象は大手生命保険会社9社。一般勘定ベースの試算値。
(資料) 各社開示資料

図表Ⅲ-2-6 生命保険会社の基礎利益



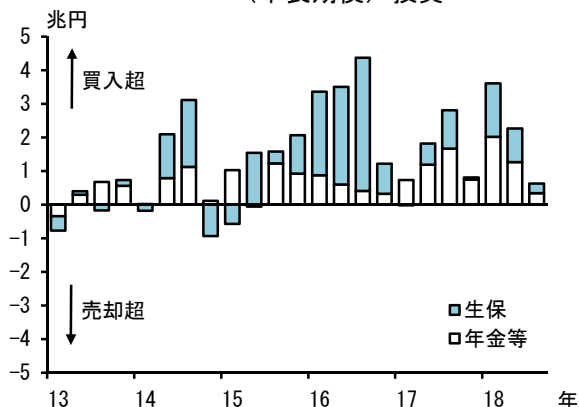
(注) 集計対象は大手生命保険会社4社。
(資料) 各社開示資料

低金利環境が長期間続くもとでも、保険会社が過度なリスクテイクに向かわない背景には、期間収益が比較的安定していることが挙げられる(図表Ⅲ-2-6)。生命保険会社の収益力をあらかず基礎利益をみると、長寿化の進行から実績死亡率が予定死亡率を下回る状態が続いているため、危険差益(予定死亡率に基づく保険金・給付金等支払予定額と実際の支払額との差額)が高めの水準で推移している。また、被保険者への保証利回り(予定利率)が長期的に低下するなかで、逆鞘が解消し、利差益(実際の運用収益と予定利率に基づく予定運用収益の差額)の緩やかな改善が続いている。資産の運用利回りについては、株式配当金や外国公社債利息の増加から、安定的に推移している。

年金基金は、対外証券投資や国内株式の買入れを継続している(図表Ⅲ-2-7,8)。具体的にみると、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

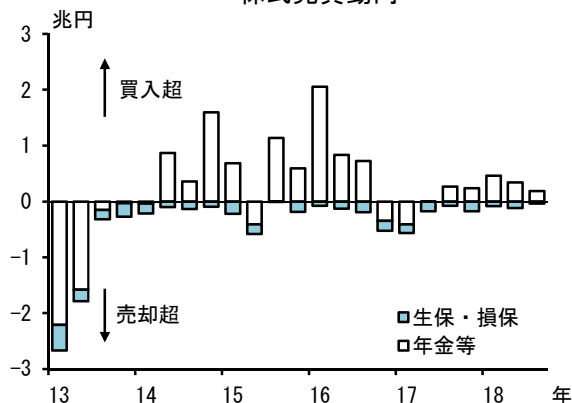
めに各資産の構成割合を定めたもの——に則しながら、相場環境に応じたりバランスを継続している⁸。緩やかに残高が増加しているオルタナティブ投資（インフラストラクチャー、プライベート・エクイティ、不動産など）については、資産全体の5%を上限に設定している。この間、企業年金は、基本的には安全性を重視した従来の運用姿勢を維持している。

図表Ⅲ-2-7 生保・年金等の対外証券
(中長期債)投資



(注) 1. 「年金等」は銀行等および信託銀行の信託勘定。
2. 直近は2018年7~8月。
(資料) 財務省

図表Ⅲ-2-8 生保・損保、年金等の
株式売買動向



(注) 1. 「年金等」は信託銀行の銀行勘定および信託勘定。
2. 直近は2018年7~8月。
(資料) 東京証券取引所

(2) 証券投資信託

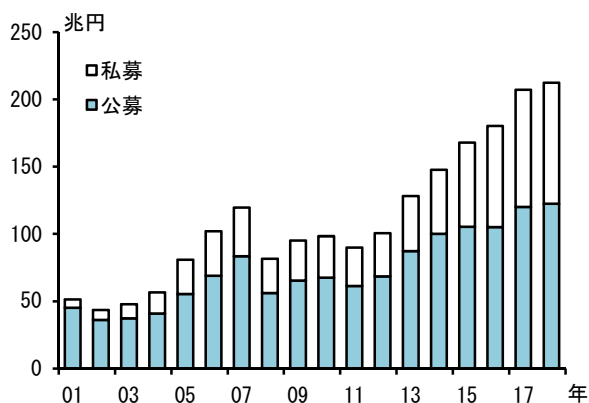
投資信託を公募、私募別にみると、近年、投資家ニーズに合わせて商品を生設計できる私募の残高が大幅に増加している(図表Ⅲ-2-9)。これは、金融機関による投資信託の運用増加を主に反映している(図表Ⅲ-1-24)。投資信託の保有者別残高をみても、銀行の保有増加が目立っている(図表Ⅲ-2-10)。私募投信の資金増減の動きをみると、解約の拡大が続くなか、それを上回る設定が行われており、これは、金融機関が投信の益出し(投信解約益の計上)を行いながら、投信の積み増しを行ってきたことを表している(図表Ⅲ-2-11)。

一方、公募投信の資金増減の動きをみると、緩やかな増加基調にあるが、設定と解約のパターンには、近年変化がみられる(図表Ⅲ-2-12)。かつては、解約額と設定額が株価に連動する傾向がみられた。これは、家計が、株価の上昇時に保有している投資信託の値上がり益を確定するために解約し、より分配金利回りの高い投資信託に乗り換える傾向があったためである。しかし、2016年度下期以降の株価の上昇局面では、解約と設定が増加する動きはさほどみられない。これには、証券会社を中心とする金融機関の営業戦略の変化が一部で影響しているとみられる。金融機関では、かつての投資信託間の乗り換えを促す営業から、投資信託残高の積み増しや投資一任サービスを勧奨する営業へと転換が図られており、売買額

⁸ GPIFは、運用資産が2018年6月末時点で161兆円あり、世界最大規模の機関投資家である。運用は委託運用と自家運用で行っている。対外証券投資については、為替ヘッジなしをベンチマークとしており、基本的には為替アウトライイトによる調達を行っている。

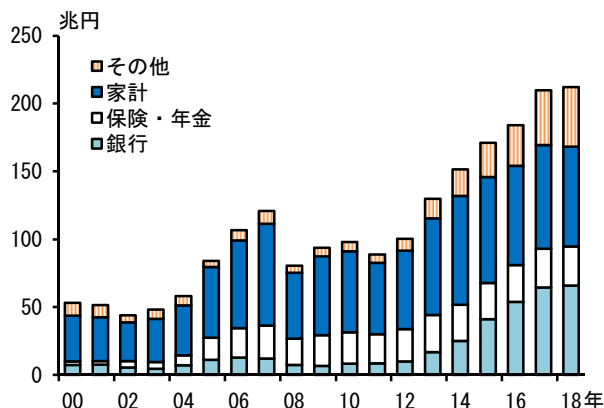
に応じた販売手数料に代わって、預り資産残高に応じた信託報酬などのストック収入を重視するようになってきている。また、制度の面では、2014年に導入された少額投資非課税制度(NISA)のもと、小口の積み立て投資が税制面で優遇されている。こうしたことが、長期的なトータルリターンを重視した家計の投資を後押しするよう作用し、投信の短期的な解約・設定の抑制につながっているとみられる。

図表Ⅲ-2-9 投資信託の資産規模



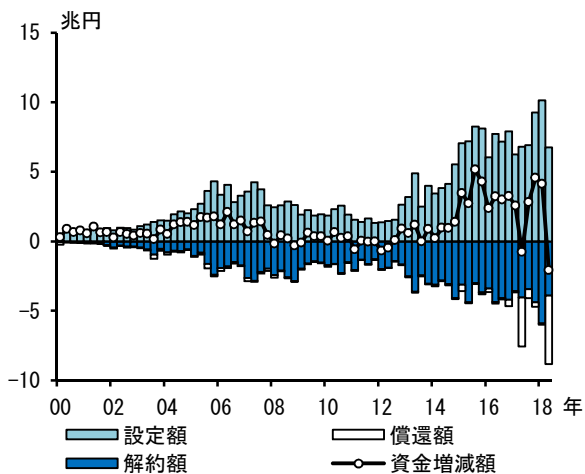
(注) 1. 公募不動産投資信託(2007年以降)、私募不動産投資信託(2013年以降)を含む。
2. 直近は、不動産投資信託は2018年7月末、その他は2018年8月末。
(資料) 投資信託協会

図表Ⅲ-2-10 投資信託の保有者別残高



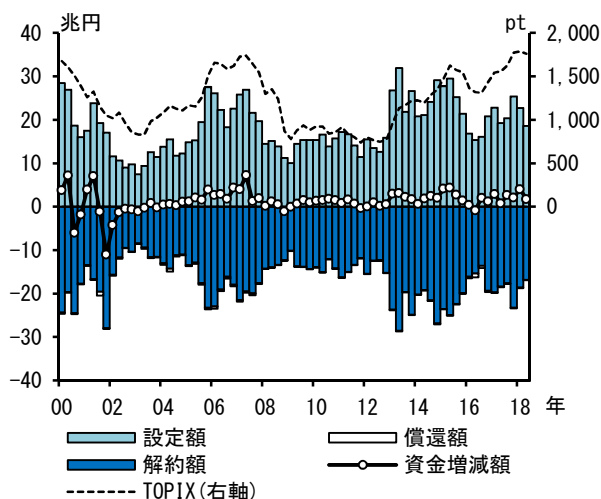
(注) 直近は2018年6月末。
(資料) 日本銀行「資金循環統計」

図表Ⅲ-2-11 私募投信の資金増減



(注) 投資法人を含まない。直近は2018年4~6月。
(資料) 投資信託協会

図表Ⅲ-2-12 公募投信の資金増減



(注) 投資法人を含まない。直近は2018年4~6月。
(資料) Bloomberg、投資信託協会

この間、公募株式投信の資金増減を運用先別にみると、国内を運用対象とする投信の流入超が続いているほか、海外・内外を運用先とする投信も流入基調が続いている⁹。もっとも、足もとは、新興国における政治経済情勢の不確実性の高まりを受け、一部新興国向け投信が

⁹ 海外資産投信には、為替変動リスクをヘッジした商品と、ヘッジなしの商品があるが、前者の残高は小さい。

ら資金が流出する動きもみられる¹⁰。

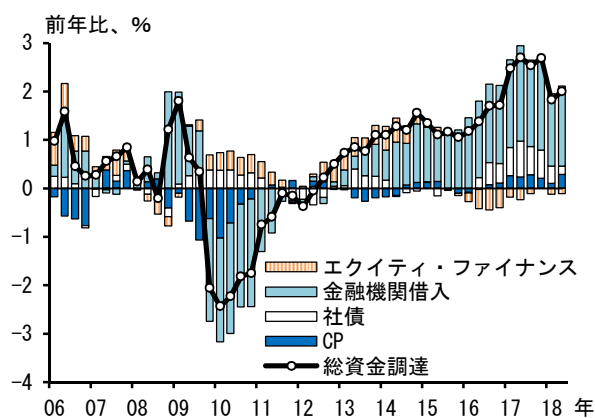
3. 民間非金融部門の資産運用・資金調達

この節では、金融機関や機関投資家による金融仲介のもとで、民間非金融部門（企業、家計）の資産運用と資金調達にどのような変化がみられるか整理する。

（1）企業部門

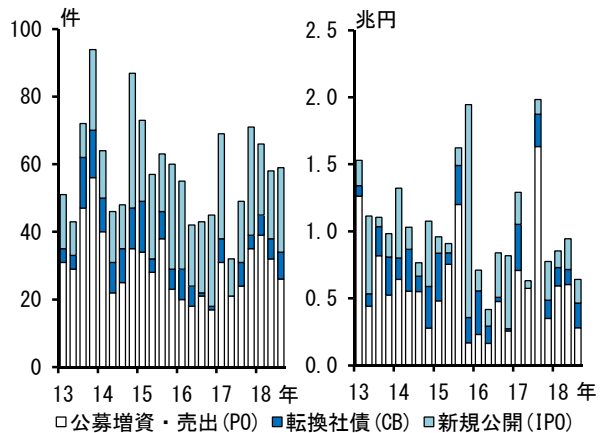
企業の総資金調達は、設備投資向けなどの資金需要が増加しており、金融機関借入を中心に前年を上回っている（図表Ⅲ-3-1）。CP・社債による調達も、発行レートがきわめて低い水準で推移するも、増加が続いている。CPの発行増加は、景気拡大に伴う運転資金需要の高まりが背景にある。普通社債については、リファイナンスのほか、設備投資やM&A等の資金調達を目的として、長めのゾーンを中心に発行が増加している。投資家サイドも、国債金利がきわめて低い水準で推移するなかで、より高い利回りを追求するために、社債に対する積極的な購入スタンスを維持している。

図表Ⅲ-3-1 企業の総資金調達



- (注) 1. 「エクイティ・ファイナンス」は、民間非金融法人の株式・出資金の簿価の純増減。
 2. 「金融機関借入」は、銀行・保険業の借入分は含まない。「CP」「社債」の集計対象は、一般事業法人の発行分。
 3. 直近は2018年6月末。
 (資料) アイ・エヌ情報センター、証券保管振替機構、日本銀行

図表Ⅲ-3-2 エクイティ・ファイナンス
 件数 金額



- (注) 直近は2018年7~9月。
 (資料) アイ・エヌ情報センター

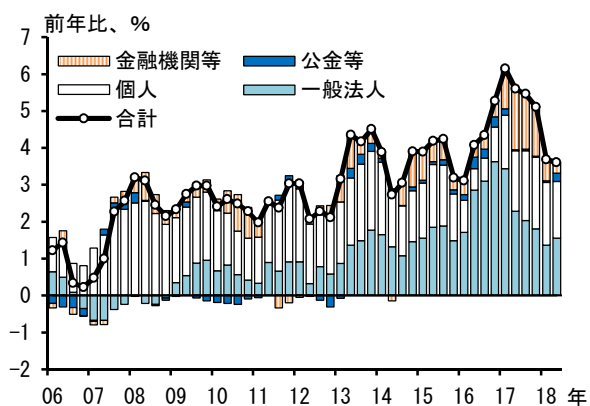
一方、株式市場からの資金調達（エクイティ・ファイナンス）は、低調な動きが続いている。これには、低利のデット・ファイナンス（銀行貸出、CP・社債）が増加していることに

¹⁰ 最近では、トルコを運用先とする投資信託において、債券や為替の流動性の低下から顧客の購入・換金が一時的に中止となる事例が見られた。

加え、2015年6月から適用が開始されたコーポレート・ガバナンス・コードを背景に株主価値が重視されていることも影響している。最近では、大型IPO、PO案件が散見されるなど、幾分増加しているが、資本効率や株主還元に対する投資家・企業の意識が高まるもとの、低調な状況に変化はない（図表Ⅲ-3-2）。

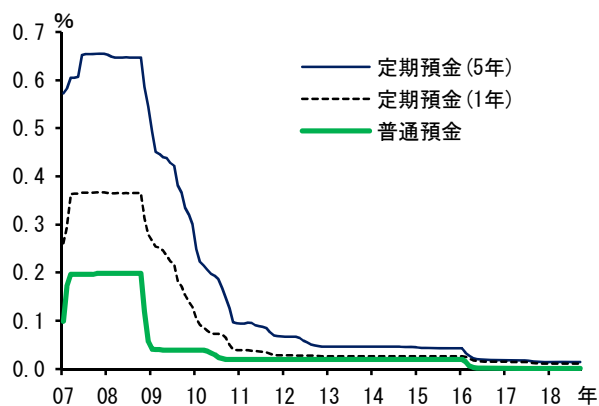
この間、企業部門の預金は、好調な収益による内部留保の蓄積等を受けて、増加が続いている（図表Ⅲ-3-3）。内部留保の蓄積——すなわち、収益に比して企業が支出に抑制的であること——の背景としては、①金融危機のトラウマ（現預金に対する予備的需要の増加）、②人口減少による中長期的な内需の先細り懸念、③中小企業経営者の高齢化と事業継承問題、④機動的なM&A等に備えた手元資金の積み上げなどが挙げられる¹¹。

図表Ⅲ-3-3 預入主体別の預金残高



(注) 1. 対象は国内銀行。「金融機関等」は譲渡性預金を含む。
2. 直近は2018年4~6月。
(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-3-4 預金金利



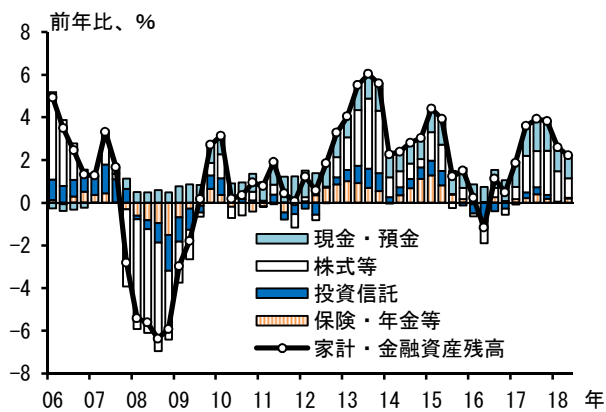
(注) 1. 定期預金金利は、店頭表示金利の単純平均。
2. 直近は2018年9月25日。
(資料) 日本銀行

(2) 家計部門

家計の資産運用をみると、全体としては安全性重視のスタンスが継続している。個人の預金残高は、預金金利がきわめて低い水準で推移するなかでも、増加が続いている（図表Ⅲ-3-3,4）。家計が保有する株式の残高は増加が続いているが、これは主として時価上昇によるものであり、投資スタンスが全体として積極化しているわけではない（図表Ⅲ-3-5）。ただし、限界的ではあるが、リスクテイクに前向きな動きも一部に窺われる。例えば、証券会社の顧客預り資産について、保有資産の時価変動を除いた資金の流出入動向をみると、投資信託がファンドラップに対する堅調な資金流入から流入超となっている（図表Ⅲ-3-6）。また、債券については、個人向け国債のほか、リスクが相対的に高い仕組債においても資金流入がみられる。

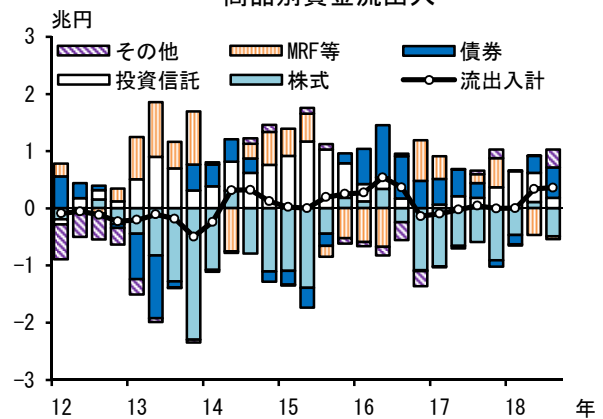
¹¹ 企業の支出スタンスについては、日本銀行地域経済報告（さくらレポート）別冊「高水準の収益対比で控えめな企業の支出スタンスの背景——中小企業を中心に——」（2018年6月）を参照。

図表Ⅲ-3-5 家計の資産残高



(注) 直近は2018年6月末。
(資料) 日本銀行「資金循環統計」

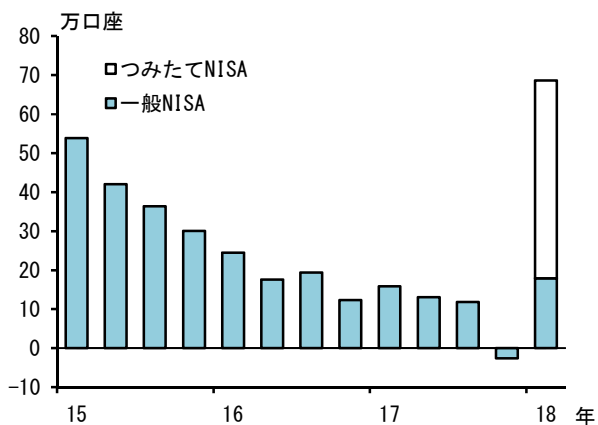
図表Ⅲ-3-6 主要証券会社における商品別資金流出入



(注) 1. 「投資信託」は株式投信およびラップ商品の合計。「MRF等」は公社債投信を含む。
2. 集計対象は、日本銀行の取引先主要証券会社17社の個人顧客資産。後方2四半期平均。直近は2018年7~8月の四半期換算値。
(資料) 日本銀行

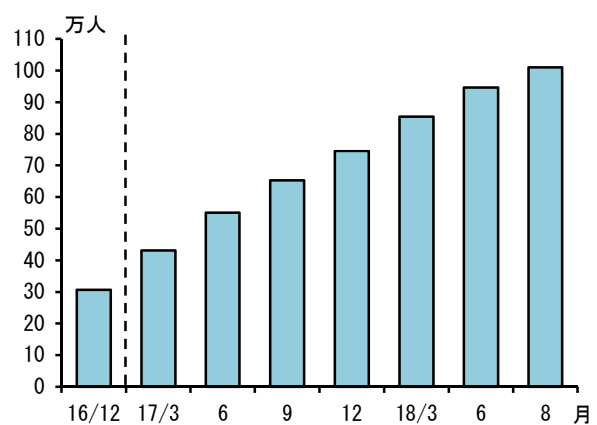
この間、金融機関は、家計の中長期的な資産形成に適した投資信託等の商品の充実やラップ口座等のサービスの拡充を通じて、顧客預り資産を拡大させる取り組みを続けている。加えて、本年1月から導入されたつみたてNISAも口座数は大きく伸びており、個人投資家の裾野の広がりに寄与している(図表Ⅲ-3-7)。また、昨年1月から加入対象範囲が拡充された個人型確定拠出年金(iDeCo)も、堅調な新規加入が継続している(図表Ⅲ-3-8)。こうした様々な取り組みが、家計の多様な資産形成に寄与していくと期待される。

図表Ⅲ-3-7 一般NISA・つみたてNISAの口座純増数



(注) 直近は2018年1~3月。
(資料) 金融庁

図表Ⅲ-3-8 個人型確定拠出年金の加入者数

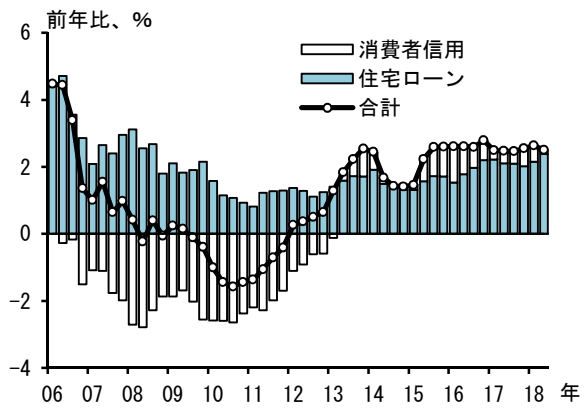


(注) 直近は2018年8月。
(資料) 国民年金基金連合会

最後に、家計部門の借入残高をみると、住宅ローン、消費者信用ともに増加しており、全体では2%台の増加が続いている(図表Ⅲ-3-9)。消費者信用(銀行、ファイナンス会社、証券会社等からの借入)については、銀行によるカードローンの伸びが足もと鈍化する一方(図表Ⅲ-1-8)、証券会社からの借入の増加が押し上げに寄与している(図表Ⅲ-3-10)。これは、

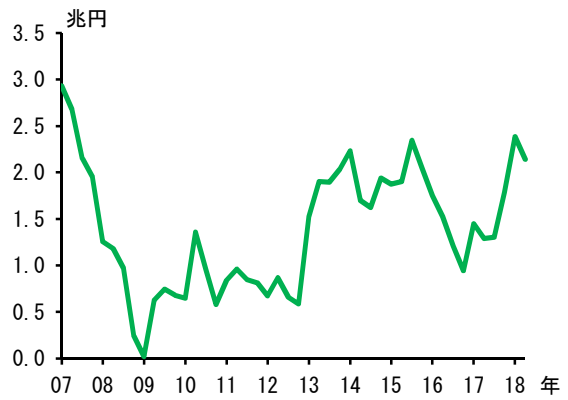
株価が堅調に推移するなか、株式信用取引の買残高の積み上がりが影響しているとみられる。

図表Ⅲ-3-9 家計の借入残高



(注) 直近は2018年6月末。
 (資料) 日本銀行「資金循環統計」

図表Ⅲ-3-10 株式の信用取引残高



(注) 1. 株式の信用取引残高＝信用買残高－信用売残高
 2. 直近は2018年6月末。
 (資料) 東京証券取引所

IV. 金融循環と金融脆弱性の点検

Ⅲ章では、緩和的な金融環境のもとで、金融仲介活動が銀行貸出を中心に引き続き積極的であることを確認した。本章では、こうした金融仲介活動が、先行きの実体経済に大きな調整をもたらす金融不均衡の蓄積につながっている可能性がないか点検する。

1. 金融活動指標（ヒートマップ）

最初に、ヒートマップを用いて、金融循環上の過熱感や停滞感について評価する。ヒートマップとは、様々な金融活動指標に関して、それぞれのトレンドからの乖離度合いを色で識別したものである（図表IV-1-1）¹²。これをみると、企業や家計の資金調達環境はきわめて緩和した状態にあるが、1980年代後半のバブル期並みの過熱を示す「赤」となっている指標はない。金融経済活動全体として、バブル期にみられたような行き過ぎた動きには至っていない。

図表IV-1-1 ヒートマップ

		80年	81	82	83	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
金融機関	金融機関の貸出態度判断DI	青	青	青	青	青	青	青	赤	赤	赤	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青
	M2成長率	青	青	青	青	青	青	青	青	赤	赤	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青
金融市場	機関投資家の株式投資の対証券投資比率	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青
	株式信用買残の対信用売残比率	青	青	青	青	青	青	青	青	赤	赤	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青
民間全体	民間実物投資の対GDP比率	青	青	青	青	青	青	青	赤	赤	赤	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青
	総与信・GDP比率	青	青	青	青	青	青	青	青	赤	赤	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青
家計	家計投資の対可処分所得比率	青	青	青	青	青	青	青	赤	赤	赤	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青
	家計向け貸出の対GDP比率	青	青	青	青	青	青	青	青	赤	赤	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青
企業	企業設備投資の対GDP比率	青	青	青	青	青	青	青	赤	赤	赤	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青
	企業向け与信の対GDP比率	青	青	青	青	青	青	青	青	赤	赤	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青
不動産	不動産実物投資の対GDP比率	青	青	青	青	青	青	青	赤	赤	赤	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青
	不動産業向け貸出の対GDP比率	青	青	青	青	青	青	青	赤	赤	赤	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青
資産価格	株価	青	青	青	青	青	青	青	赤	赤	赤	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青
	地価の対GDP比率	青	青	青	青	青	青	青	赤	赤	赤	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青	青

(注) 直近は、金融機関の貸出態度判断 DI、株価が 2018 年 7～9 月、地価の対 GDP 比率が 2018 年 1～3 月、その他が 2018 年 4～6 月。

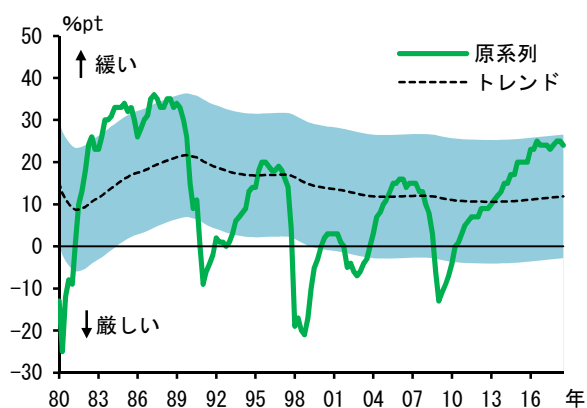
(資料) Bloomberg、財務省「法人企業統計」、東京証券取引所「信用取引残高等」、内閣府「国民経済計算」、日本不動産研究所「市街地価格指数」、日本銀行「貸出先別貸出金」「資金循環統計」「全国企業短期経済観測調査」「マネーサプライ」「マネーストック」

もっとも、個別に指標をみると、「緑」とはいえ、「赤」に近接する動きもみられる。例えば、金融機関の貸出態度判断 DI は、引き続きバブル期以来の高水準で推移している（図表IV-1-2）。低金利環境が長期化するなか、金融機関間の競争激化の影響もあって、金融機関による積極的な貸出スタンスは継続している。こうした緩和的な資金調達環境を背景に、企業は

¹² 図表IV-1-1 において、「赤」は指標が上限の閾値を超えて過熱していることを、「青」は指標が下限の閾値を下回って停滞していることを、「緑」はそれ以外を示す。「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、以下の文献を参照。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、No.14-J-7、2014 年 4 月。

ミドルリスク層を中心に銀行借入を増加させており、総与信の対 GDP 比率はトレンドから乖離して緩やかに上昇している（図表IV-1-3）。不動産業向け貸出残高の対 GDP 比率については、水準が既往ピークを更新し、トレンドからの乖離幅も拡大している（図表IV-1-4）。金融機関の間では、与信の業種集中などを意識し、不動産業向けの貸出スタンスを慎重化させる動きが徐々に広がっているが、貸出残高が GDP を上回るテンポでなお増加を続けていることから、依然として上昇している。この間、株価は、好調な企業業績もあってバリュエーション面で目立った割高感は見られないものの（図表Ⅱ-1-11）、トレンドを上回り、「赤」に近い「緑」で推移している（図表IV-1-5）。

図表IV-1-2 金融機関の貸出態度判断 DI

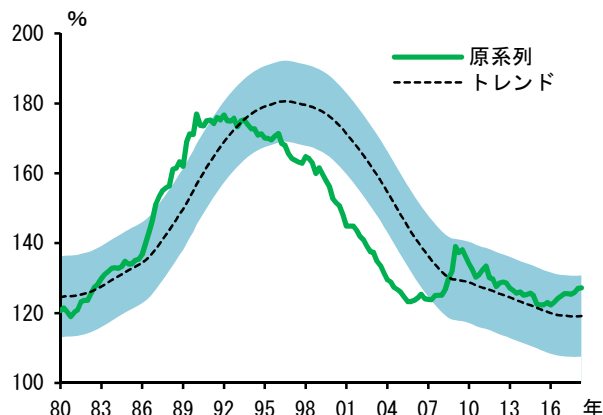


(注) 1. 「原系列」は全規模全産業ベース。「トレンド」は過去平均により算出。シャドーはトレンドからの乖離の二乗平均平方根の範囲を表す。

2. 直近は 2018 年 7~9 月。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

図表IV-1-3 総与信・GDP 比率

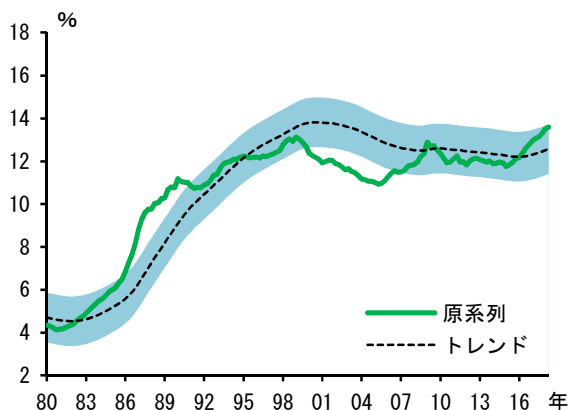


(注) 1. 「トレンド」は片側 HP フィルターにより算出。シャドーはトレンドからの乖離の二乗平均平方根の範囲を表す。

2. 後方 4 期移動平均。直近は 2018 年 4~6 月。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「資金循環統計」

図表IV-1-4 不動産業向け貸出の対 GDP 比率

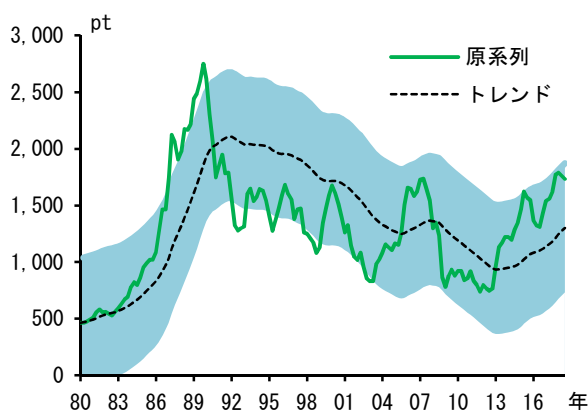


(注) 1. 「トレンド」は片側 HP フィルターにより算出。シャドーはトレンドからの乖離の二乗平均平方根の範囲を表す。

2. 後方 4 期移動平均。直近は 2018 年 4~6 月。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「貸出先別貸出金」

図表IV-1-5 株価



(注) 1. 「原系列」は TOPIX。「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。

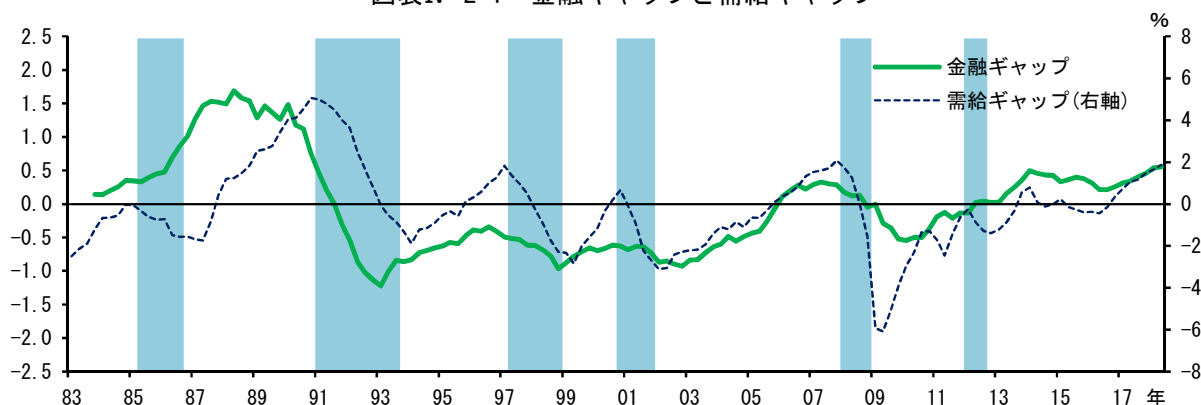
2. 直近は 2018 年 7~9 月。

(資料) Bloomberg

2. 金融ギャップと経済変動リスク

金融活動指標それぞれのトレンドからの乖離度合いを色で非連続的に捉えるヒートマップでは、全体としてみた金融不均衡の蓄積度合いを定量的に評価することが難しい。そこで、金融循環のレベル感を定量化するために、ヒートマップを構成する 14 の金融活動指標のトレンドからの乖離率を加重平均することで一つの指標に集約した「金融ギャップ」をみると、その水準は、バブル期を下回っているが、緩やかながらも着実にプラス幅を拡大している（図表IV-2-1）¹³。

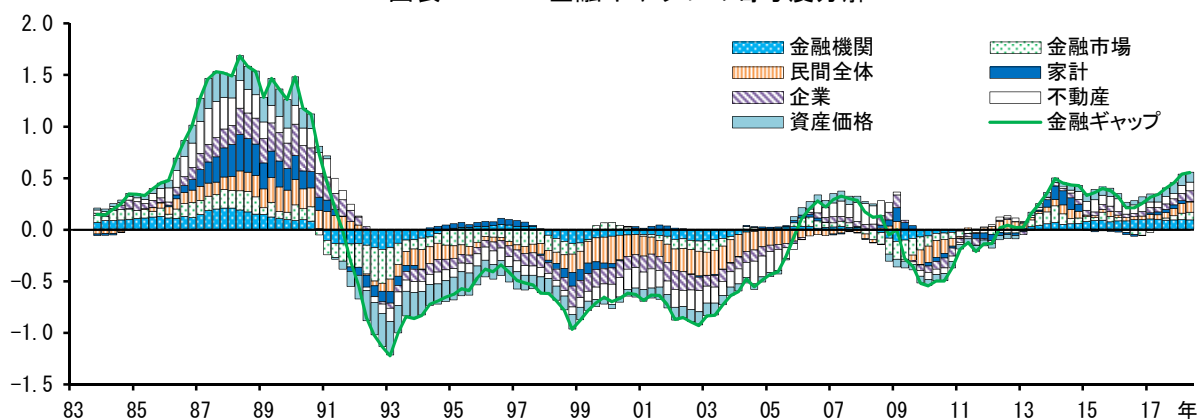
図表IV-2-1 金融ギャップと需給ギャップ



(注) 直近は 2018 年 4~6 月。シャドーは景気後退局面を表す。

(資料) 日本銀行

図表IV-2-2 金融ギャップの寄与度分解



(注) 1. 寄与度分解はヒートマップ（図表IV-1-1）の7区分に基づく。

2. 直近は 2018 年 4~6 月。

(資料) 日本銀行

金融ギャップのプラス局面は、歴史的にみると、①1980年代後半から1990年代初頭のバブル期、②2000年代半ばからリーマンショックまでの「大いなる安定(Great Moderation)」

¹³ 14 の金融活動指標を加重平均するに当たっては、他の指標との相関の高い指標に、より高いウエイトを与えている。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。具体的な計算方法については、次の文献を参照。Y. S. Schuler, P. P. Hiebert, and T. A. Peltonen, "Characterising the Financial Cycle: A Multivariate and Time-varying Approach," European Central Bank Working Paper Series No.1846, September 2015.

期、そして③今次局面の3回存在するが、過去2回と比較した今回の特徴点として以下の3点を指摘できる。第一は、足もとの水準が、リーマンショック前のピークを上回り、バブル崩壊以降のピークを更新している点である。第二は、プラスとなっている金融活動指標の拡がりである。金融ギャップの内訳をみると、最近は、緩和的な金融環境が経済全体に浸透するなかで、幅広い活動領域でプラス幅が拡大している（図表IV-2-2）。こうしたプラス指標の拡がり、不動産ブームが牽引役であった2006～07年の局面とは異なる。第三は、金融ギャップのプラス局面の長期化である。今回のプラス局面は、リーマンショック前の「大いなる安定」期を超えて、バブル崩壊以降、最長となっている。金融機関や企業・家計が過度に楽観的な見通しを前提に行動するようになると、マクロ経済環境が反転した際に予期せぬ損失を招く可能性も考えられる。

GDP at Risk

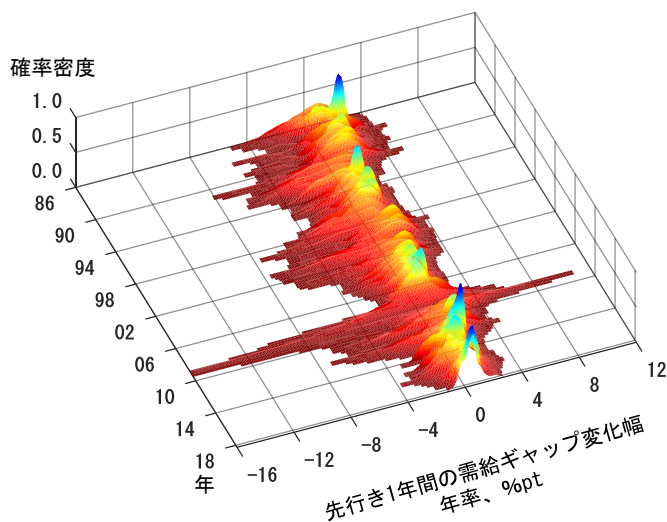
次に、こうした金融ギャップの動きが、先行きの実体経済にどの程度の景気変動リスクをもたらし得るかを、「GDP at Risk (GaR)」という手法を用いて定量的に評価する（BOX1）。GaR の概念は、VaR (Value at Risk) と対比して考えると分かり易い。VaR は、保有する金融資産のリスク評価手法であり、例えば、「今後 X 年以内に、Y%の確率で Z 円以上の損失を被る可能性がある」というかたちでリスクを定量化する。GaR は、いわば「VaR の GDP 成長率版」である。具体的には、「先行き X 年間の実質 GDP 成長率は、Y%の確率で、Z%以下に低下する可能性がある」というかたちで、景気変動に関するリスクを定量化する。GaR の最大の特徴は、足もとの金融ギャップが先行きの実体経済に及ぼす影響について、GDP 成長率の変動リスクという分かり易い尺度で表示できることにある。統計学的に言えば、「金融ギャップを所与とした時の、将来の成長率に関する条件付確率分布」を計測することを意味している。

具体的には、景気変動リスクについて、先行きの需給ギャップの変化幅で表示する。需給ギャップの変化幅は、近似的に「実質成長率－潜在成長率」と等しくなるため、潜在成長率対比でみた先行きの GDP 成長率に関する確率分布を推計していることになる。また、金融循環の影響については、日本の金融ギャップの変動に加え、リーマンショック時のように海外の金融環境の変化が国内経済に影響するチャネルも考慮した。なお、以下で示す GDP 成長率の確率分布は、あくまでも金融面での不均衡の蓄積に起因した景気変動リスクを測定する目的で推計したものであって、先行きの GDP 成長率に関する日本銀行の見通しや、金融循環以外のリスク要因も考慮したリスク評価の全体像を示すものではない。また、限られたデータサンプルで確率分布を推計しているため、その誤差も大きいことに留意されたい。

推計された GDP 成長率の確率分布を時系列的にみると、先行き 1 年間については、過去と

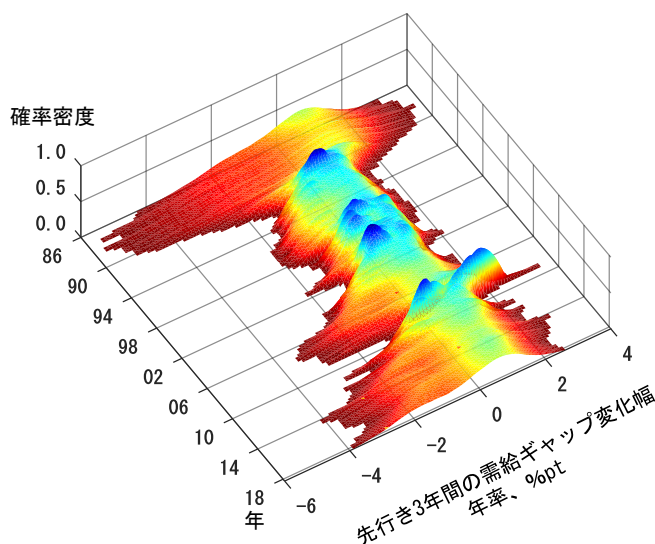
比較して下振れリスクはかなり抑制されているのに対し、先行き3年間については、足もとにかけて分布の裾野が下方に厚くなってきている（図表IV-2-3,4）。すなわち、最近の金融ギャップのプラス幅拡大は、先行き1年間といった短期で見れば、緩和的な資金調達環境による民間部門の支出活動を下支えし、経済の下振れリスクを抑制する一方で、先行き3年間といったやや長い目でみると、バランスシートの調整圧力を溜め込むことで、下方のテールリスクを高める方向に作用している（図表IV-2-5）¹⁴。先行き3年間のGDP成長率に関する確

図表IV-2-3 金融脆弱性と先行き1年間の景気変動リスク (GDP at Risk)



(注) 各時点における、先行き1年間の需給ギャップ変化幅(年率換算値)に関する確率分布を時系列表示。

図表IV-2-4 金融脆弱性と先行き3年間の景気変動リスク (GDP at Risk)

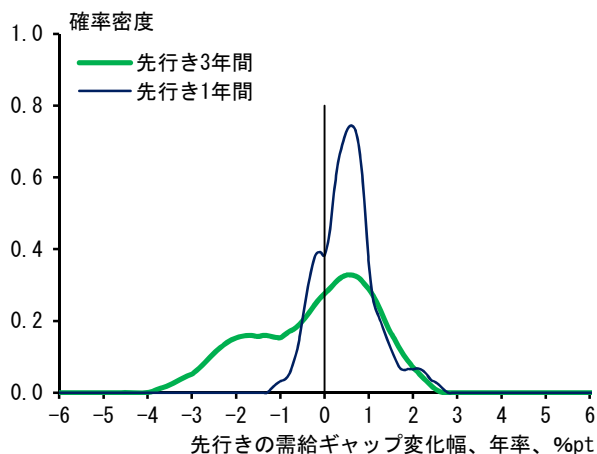


(注) 各時点における、先行き3年間の需給ギャップ変化幅(年率換算値)に関する確率分布を時系列表示。

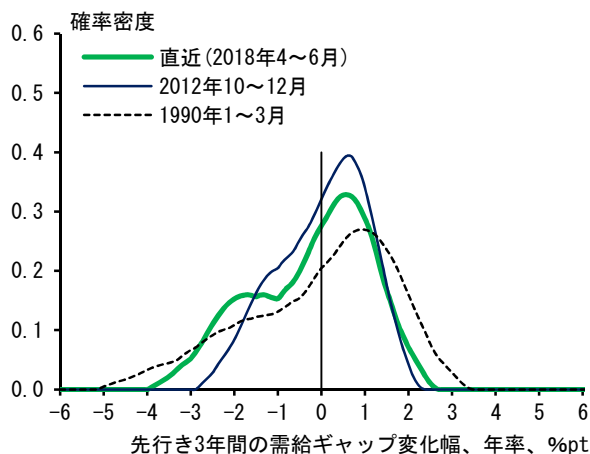
¹⁴ 推計結果によれば、先行き1年間については、海外の金融環境が上下双方向のリスクに対し相対的に大きな影響を及ぼす一方で、先行き3年間については、日本の金融ギャップの影響度が大きくなっている。リーマンショック時に、先行き1年間のGDP成長率の確率分布が上下双方向に大きく拡大しているのは、国際金融市場におけるストレスの急激な変動が影響している。

率分布をみると、足もとは、バブル期の1990年頃ほどには下方の裾野が厚くなってはいないが、低金利の影響が累積的に作用するもとで、ここ数年で形状が変化してきている（図表IV-2-6）。

図表IV-2-5 先行きの景気変動リスク
(2018年4~6月時点)



図表IV-2-6 景気変動リスクの局面比較



金融脆弱性の評価に関する留意点

金融ギャップは、金融循環を表現するための便利な指標であるが、金融システムの動きを単一の指標で表現しようとするれば、分かり易さというメリットの一方で、計測誤差の拡大というデメリットを伴う。例えば、ミドルリスク企業向け貸出の増加といった貸出債権の質の変化に起因する脆弱性は、金融ギャップ（の構成指標である与信量のGDP比など）では捉えることができない。また、バブル期以降のわが国の金融経済構造の変化を踏まえると、金融ギャップを構成する金融活動指標のトレンドの計測にも誤差があることを指摘しておかねばならない。こうした金融ギャップの誤差は、当然、これを用いて計測したGaRの誤差にもつながる。GaRは、金融脆弱性に起因した景気の下リスクを「見える化」するための有効な枠組みだが、金融脆弱性を単一の指標で的確に表現することが難しい以上、計測結果については十分幅をもってみる必要がある。

わが国の金融システムが将来にわたって持続可能な安定性を有しているかどうか——金融面の不均衡が蓄積していないかどうか——をよりの確に評価するためには、貸出債権の質の変化も含め、金融機関のリスクプロファイルをきめ細かく点検することが重要となる。また、GaRの計測誤差が大きく、下リスクについて確たる定量的評価を行うことは困難でも、「金融循環の拡張局面では、やや長い目でみた景気の下リスクが次第に高まっていく」というGaRのメッセージは重要である。したがって、仮に、下振れリスクが顕在化した場合、わが国の金融機関が円滑な金融仲介機能を発揮できるだけの十分なストレス耐性を備えているかどうかを点検する必要がある。V章とVI章では、これらの点について掘り下げる。

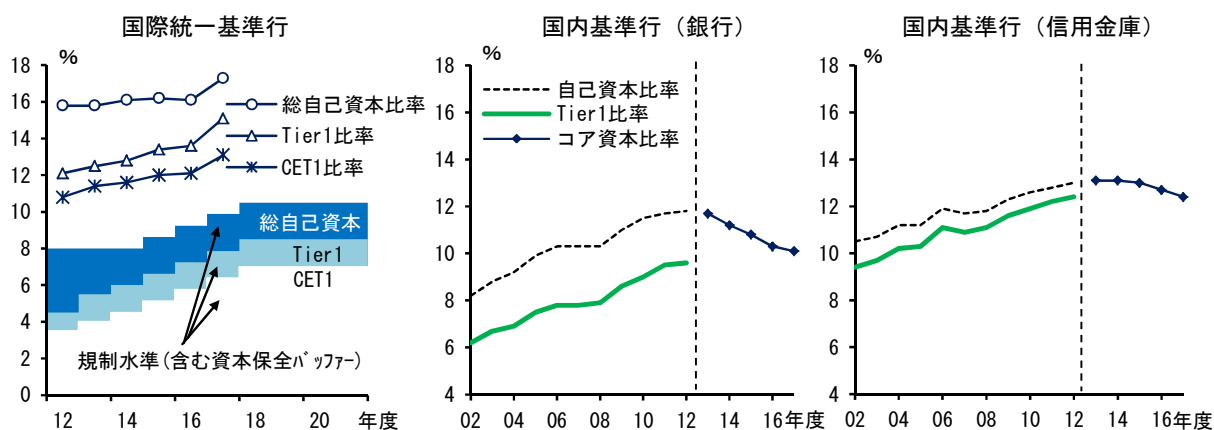
V. 金融機関の財務基盤とリスクプロファイル

本章では、金融機関の財務基盤とリスクプロファイルについて点検する。最初に、金融機関のリスク耐性をみるために、自己資本の充実度について評価したあと、内部留保蓄積の源泉となる収益力の動向を分析する（第1～2節）。次に、金融機関のリスクプロファイルについて、信用リスク、市場リスク、資金流動性リスクの順に、詳しく点検する（第3～5節）。

1. 自己資本の充実度

金融機関の自己資本比率は、規制水準を十分に上回っている¹⁵。国際統一基準行については、総自己資本比率、Tier1比率、普通株式等Tier1比率（CET1比率）、いずれのベースでも規制水準を大きく上回っている（図表V-1-1）¹⁶。国内基準行においても、コア資本比率が4%の規制水準を大きく上回っている。ただし、その水準は近年緩やかに低下している。負債性資本（劣後債・劣後ローン）が、バーゼルⅢにおける経過措置の影響（算入上限額の減額）や償還の動きを受けて減少していることによる面もあるが、リスクアセットの拡大に見合った収益をあげにくくなっている——リスクアセットのマイナス寄与の大きさに比べ、利益剰余金のプラス寄与がやや小さくなってきている——ことが影響している（図表V-1-2）。

図表V-1-1 金融機関の自己資本比率



(注) 国際統一基準行と国内基準行の分類は、バーゼルⅢの規制比率は各時点、それ以前の規制比率は2013年度末時点の区分による。銀行連結ベース。直近は2018年3月末。経過措置を含むベース。

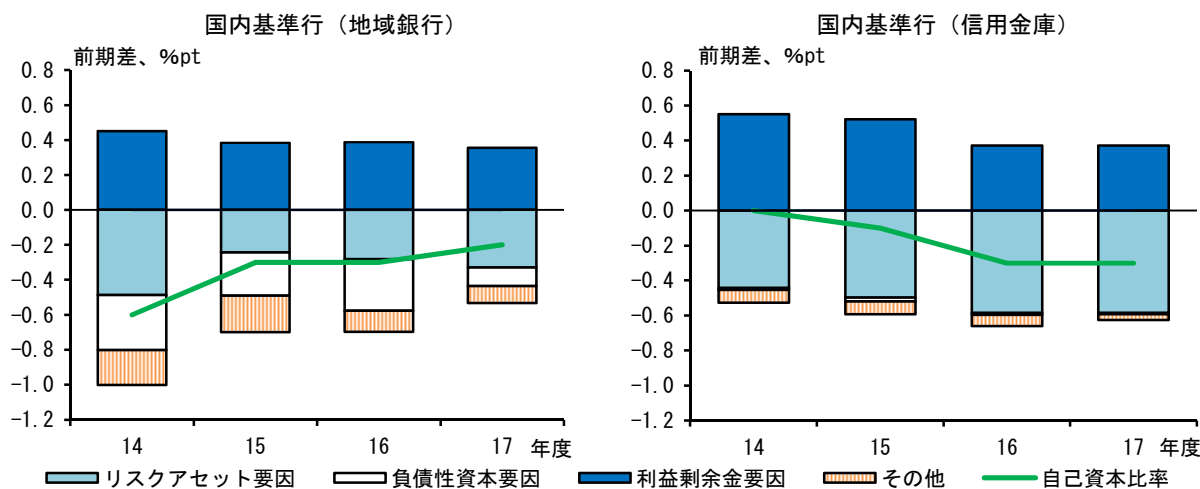
(資料) 日本銀行

¹⁵ 本章の図表中の自己資本は、特に断りのない限り、国際統一基準行の2012年度以降は普通株式等Tier1資本（CET1資本）、国内基準行の2013年度以降はコア資本、それ以前はTier1資本を表している（経過措置を除くベース）。

¹⁶ 国際統一基準行については、バーゼルⅢのもとで、2016年3月末に、①資本保全バッファ（2.5%）、②カウンターシクリカル資本バッファ（上限2.5%）、③G-SIB/D-SIB向けサーチャージ（G-SIBについては規模等に応じて1～2.5%、D-SIBについては各国当局が水準を設定）の適用が開始され、2019年3月末までに完全適用される。また、国内基準行でも、現時点ではコア資本の基礎項目に全てまたは部分的に計上することが認められている商品（社債型優先株式、劣後債など）や、現時点では控除が免除されている資産については、段階的に経過措置が終了する。

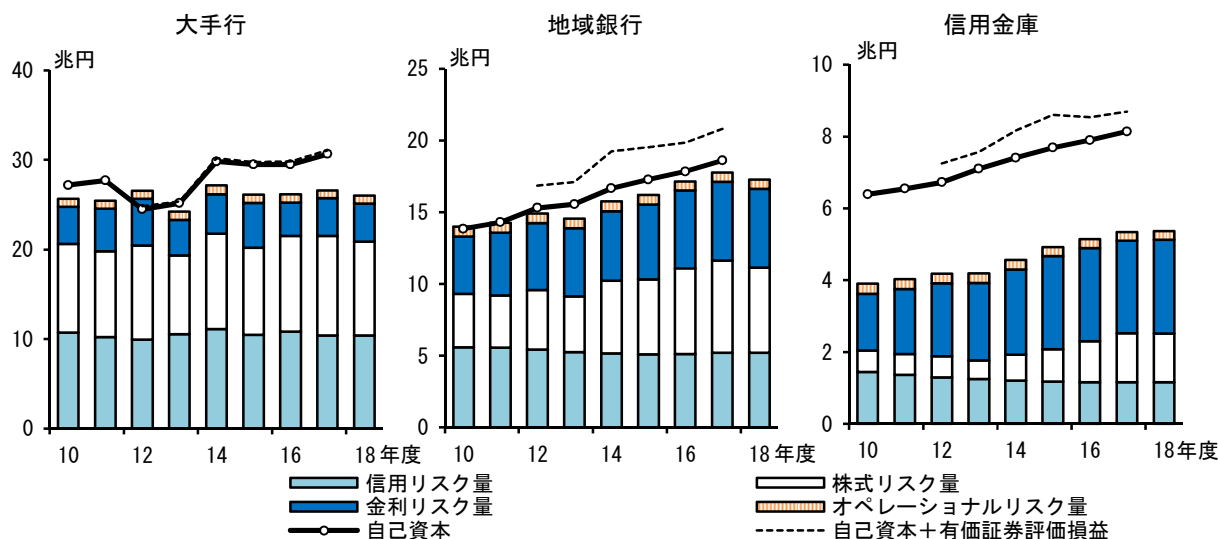
この点は、金融機関貸出において低採算の貸出が増加していることとも関係しているとみられる。

図表V-1-2 自己資本比率の変動要因



(注) 直近は2018年3月末。経過措置を含むベース。
(資料) 日本銀行

図表V-1-3 業態別のリスク量と自己資本



(注) 1. 「信用リスク量」は外貨建て分を含む。「株式リスク量」は株式投信を含む。左図の「株式リスク量」と「金利リスク量」(一部オフバランスを含む)は外貨建て分を含む。「自己資本+有価証券評価損益」は国内基準行の有価証券評価損益(税効果勘案後)を自己資本に合算したもの。

2. 2018年度の計数は、①信用リスク量、外貨金利リスク量(除く外債)、オペレーショナルリスク量は2018年3月末の値、②株式リスク量、円債・外債の金利リスク量は2018年8月末の試算値、③円金利リスク量(除く円債)は2018年6月末の試算値。

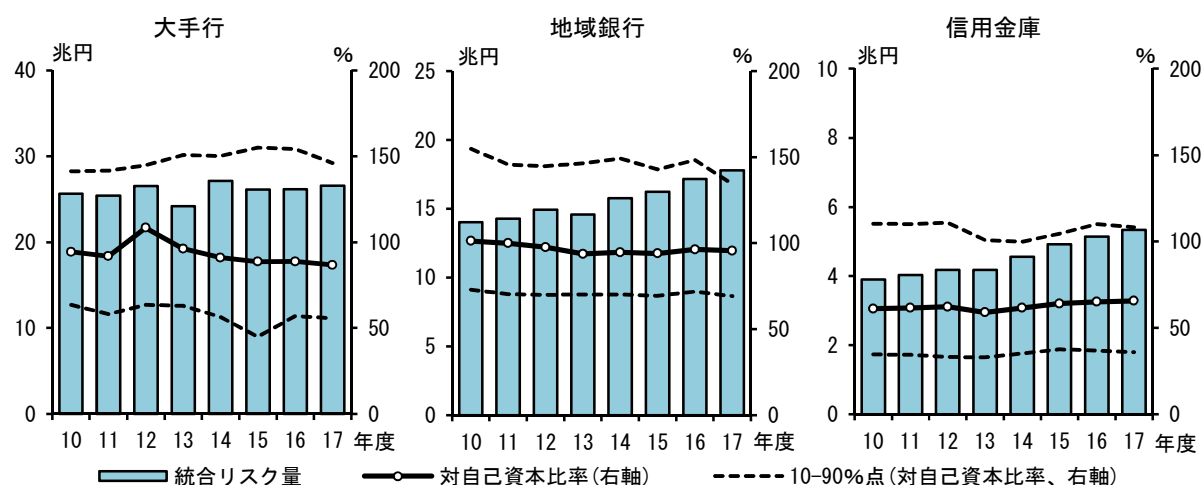
(資料) 日本銀行

金融システム全体としてみると、金融機関の自己資本は、各種リスク量との対比で総じて充実した水準にあり、十分な損失吸収力を備えていると考えられる(図表V-1-3)¹⁷。もっ

¹⁷ ここでのリスク量は、全ての金融機関について共通の方法とパラメータ(信頼水準や保有期間など)を用いて算出した推計値であり、金融機関自身が内部的なリスク管理を行ううえで計測したリスク量の合計に必ずしも一致しない。各リスク量の推計方法については、後掲の脚注20、24、25、28、29を参照。オペレーショナルリス

とも、金融機関間のばらつきが大きく、自己資本の水準が統合リスク量を下回る先もみられる（図表V-1-4）。

図表V-1-4 リスク量の金融機関間のばらつき



（注）「統合リスク量」は、図表V-1-3のリスク量の合計値。直近は2018年3月末。
（資料）日本銀行

2. 収益力の評価

金融機関の自己資本比率が現時点で規制水準を上回っていても、基礎的収益力の低迷が長期化すると、内部留保の蓄積が進まず、将来の自己資本の十分性が必ずしも保証されなくなる。この場合、金融機関はリスクテイクに対して徐々に慎重になり、それが収益力をさらに押し下げ、自己資本の低下が継続することになる。このため、金融仲介機能が将来にわたって安定的に維持されるかどうかを評価するうえで、基礎的収益力の動向が重要な鍵を握っている。

基礎的収益力の低下とばらつきの拡大

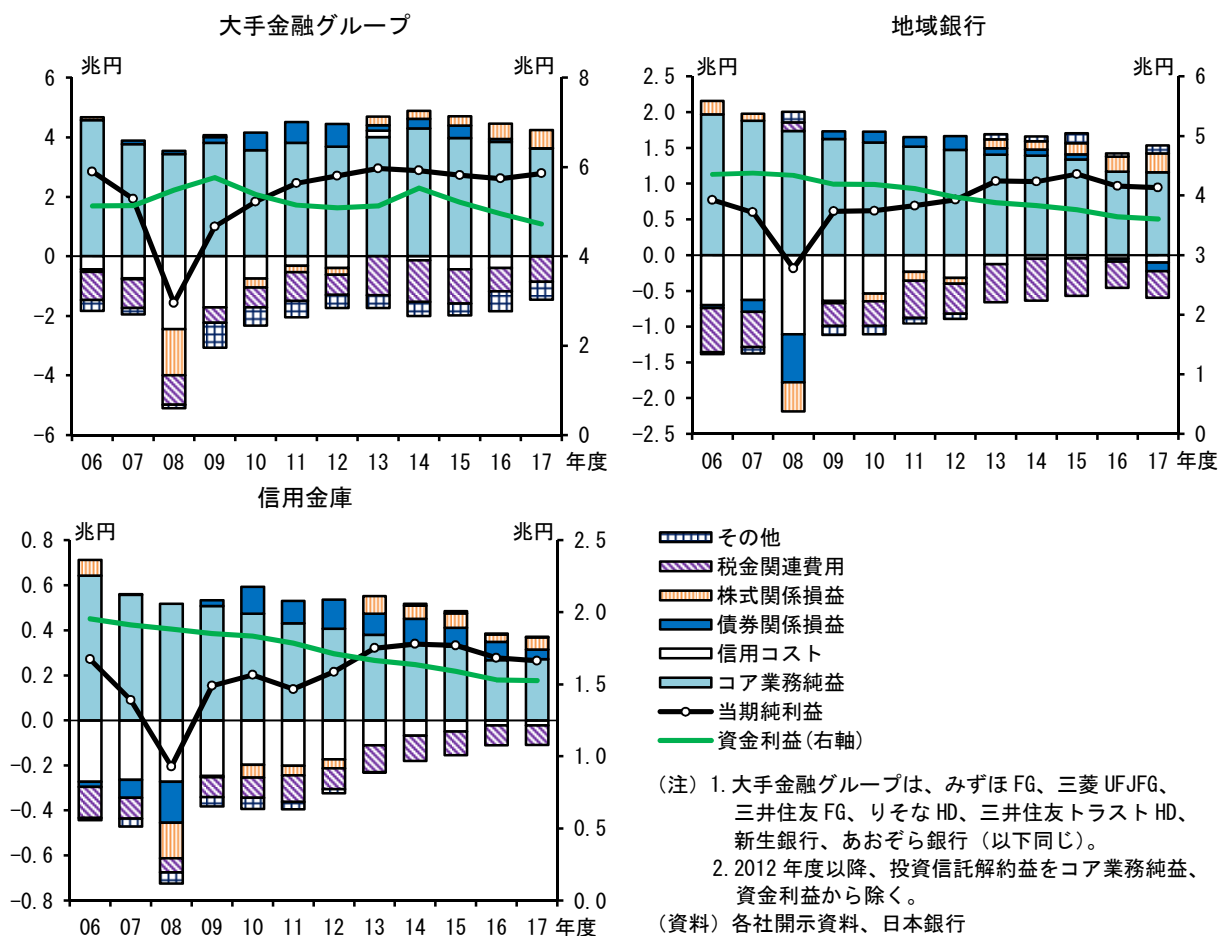
金融機関の当期純利益は、長期的にみれば、相応に高い水準を維持している（図表V-2-1）。いずれの業態でも、低金利環境の長期化や金融機関間の競争激化による預貸利鞘の縮小を背景に、資金利益の減少トレンドが継続しているが、堅調な株式相場を背景とした株式関係損益の増加や、好調な企業業績を背景とした信用コストの改善が当期純利益を下支えしている。

一方、金融機関の基礎的収益力を示すコア業務純益の動きについては、業態間で違いがみられる。大手行では、海外関連会社からの資金利益に加え、M&Aやシンジケート・ローンの関連ビジネスからの手数料収入等による非金利収益が下支えとして作用しているが、そうした下支え要因の小さい地域金融機関では、国内資金利益への依存度が高い状況が続いている。

ク量は業務粗利益の15%と想定している。また、リスク量の統合は単純合算による——各種リスク間の相関は考慮していない——。

このため、コア業務純益は、地域金融機関を中心に、低下傾向が続いている（図表V-2-2）¹⁸。

図表V-2-1 当期純利益の推移と内訳

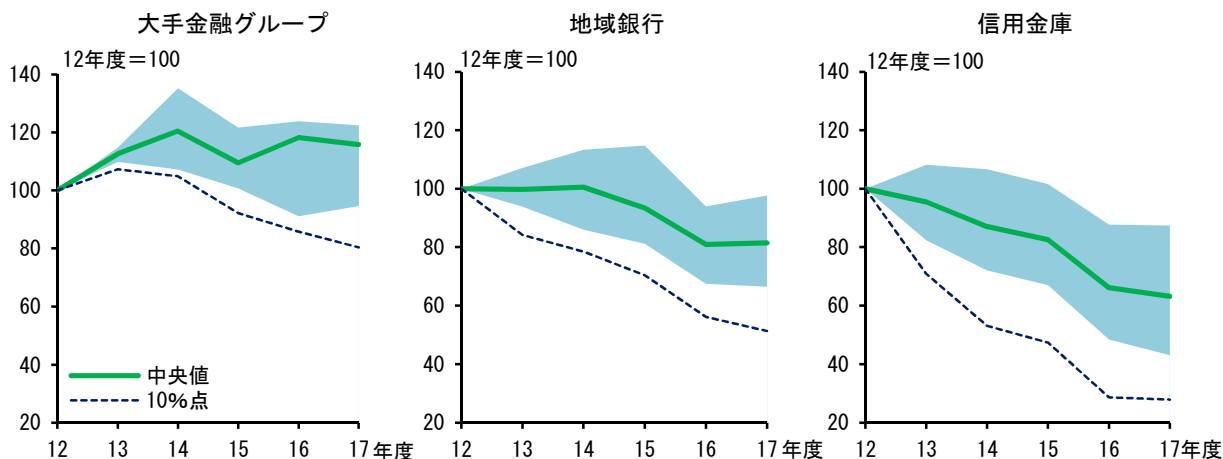


また、こうした大手行と地域金融機関の間の業態間格差に加え、地域銀行や信用金庫の業態内をみても、基礎的収益力のばらつきが拡大していることも近年の大きな特徴である。地域金融機関を2017年度の収益力（コア業務純益ROA）の高低順に3つのグループに分けたうえで、2015年度から2017年度にかけてのコア業務純益の変化をみると、下位グループほど減益幅が大きくなるかたちで、格差が拡大してきたことが確認できる（図表V-2-3）。その要因を収益項目別にみると、貸出残高はいずれのグループでも増加しており、グループ間で大きな差はみられない。これは、景気拡大の長期化に伴い、中小企業向けを中心に資金需要が増加するもとの、全国の幅広い金融機関が積極的な融資スタンスを維持していることが背景にある。他方、経費や預金利息は、地域銀行、信用金庫ともに、下位グループにおいて増益寄与が大きい。経費については、収益力の低下した先が店舗統廃合や事務効率化などにより削減を進める一方で、収益力の高い先は、営業力強化に向けた先行投資の実施から、削減が限定的である。預金利息については、収益力の低い先の方が、過去に高い利回りで預金を

¹⁸ 地域金融機関の中には、基礎的収益力の低下を受けて、将来の節税効果を示す繰延税金資産の取り崩しや営業店舗等の土地・建物の減損が生じるといった先も最近みられるようになっている。

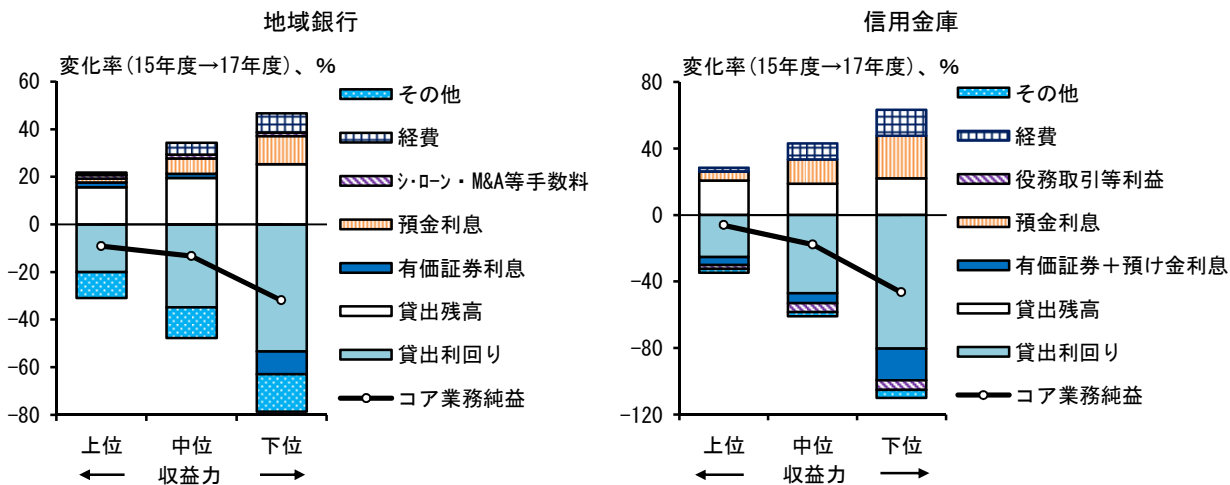
集めていたため、低金利環境下で調達コストの低下効果が大きくなった。グループ間における基礎的収益力の格差拡大の主因は、貸出利回りの低下幅の違いであり、下位グループほど貸出利回り低下による減益寄与が大きくなっている。近年、地域銀行では、本店所在地の近隣県への越境貸出に注力しており（図表Ⅲ-1-9）、こうしたエリアを越えた競争激化は、高めの貸出金利を維持してきた金融機関に対して、金利の低下圧力として働いている面がある。

図表V-2-2 コア業務純益のばらつき



(注) シャドーは25～75%点。
 (資料) 各社開示資料、日本銀行

図表V-2-3 基礎的収益力とその変動要因



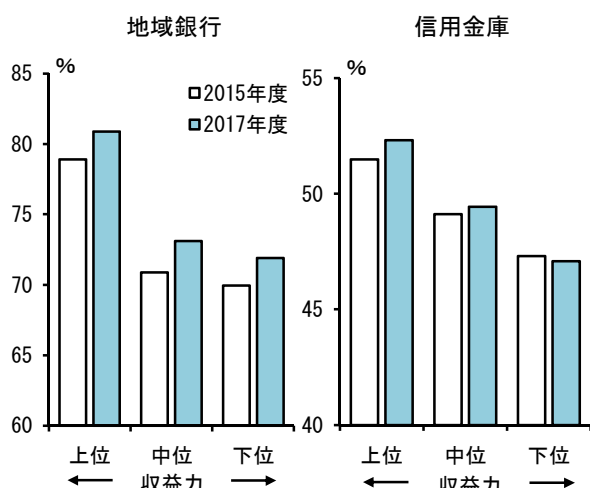
(注) コア業務純益 ROA (2017 年度) を上位先から順に並べ 1/3 ずつに分けて 3 つのグループ (上位先・中位先・下位先) とした。「コア業務純益」は投資信託解約益を除く。
 (資料) 各社開示資料、日本銀行

また、地域金融機関間で貸出利回りの低下幅にばらつきが生じる背景には、営業基盤の違いも関係している。各行庫が直面する資金需要の強さを表す預貸率をみると、上位グループの方が相対的に高くなっている（図表V-2-4）。一般に、地域金融機関の預貸率は、営業エリア内の人口成長率や高齢化率に左右される。すなわち、高齢層の多い地域では、預金が集まりやすい一方、住宅ローン需要が少ない。また、販路の狭い中小零細企業（特に非製造業）

の売上は、地域の人口数に左右されるため、地域の人口が減少すると企業の借入需要も低下し、貸出金利に低下圧力がかけやすい。他方、営業基盤に恵まれた金融機関では、利回りの高い不動産業向け貸出や消費者ローンのニーズも相応にあるため、収益を相対的に確保しやすい。このことが、リスクの相対的に高い先への貸出など追加的なリスクテイクを可能にし、全体の貸出利回りの低下幅が抑制される面がある。

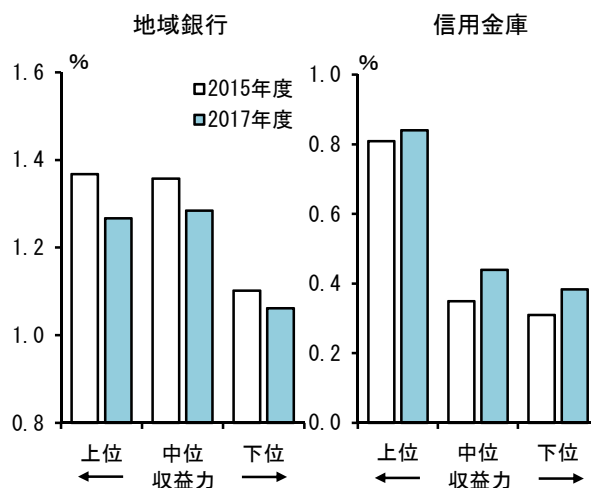
この間、有価証券利息配当金の格差も、貸出利回りほどではないが、収益のばらつきを拡大させる方向に作用している。グループごとに株式の保有残高（対預金残高）をみると、上位グループほどこれらの保有割合が高くなっている（図表V-2-5）。低金利環境が長期化するもとの、国内債を中心に債券利息は減少が続いているが、好調な企業業績を背景に株式の配当利回りは改善傾向にあることから、株式を多く保有する上位グループはその恩恵を受けやすくなっている。

図表V-2-4 基礎的収益力と預貸率



(注) 収益力のグループ分けは図表V-2-3を参照。
(資料) 日本銀行

図表V-2-5 基礎的収益力と株式保有残高

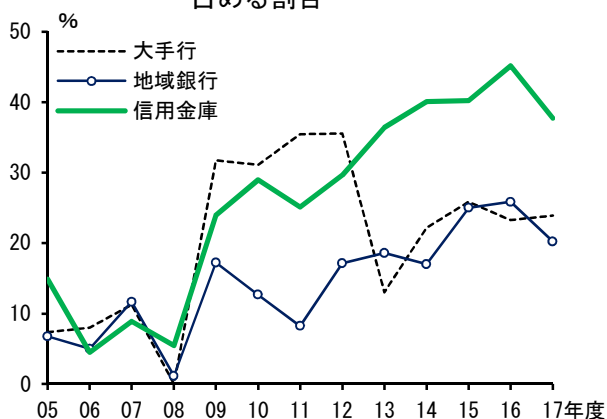


(注) 株式保有残高の対預金残高比率。収益力のグループ分けは図表V-2-3を参照。
(資料) 日本銀行

益出しと配当政策の動向

基礎的収益力に下押し圧力が加かるもとも、金融機関が相応に高い水準の当期純利益を維持している背景には、景気拡大に伴う信用コストの低下に加え、有価証券の売却による益出しが大きく寄与していることを先に指摘した。実際、当期純利益に占める有価証券売買損益の割合（益出し依存度）をみると、地域金融機関を中心に上昇傾向にあり、信用金庫は足もとの4割程度に達している（図表V-2-6）。こうした有価証券の益出しとその後の再投資により、金融機関の保有する有価証券の簿価は切り上がってきている。このため、有価証券評価益を過去の平均的な益出し額で除した「益出し余力」は、株式相場の堅調さにもかかわらず、このところ低下している先もみられる（図表V-2-7）。

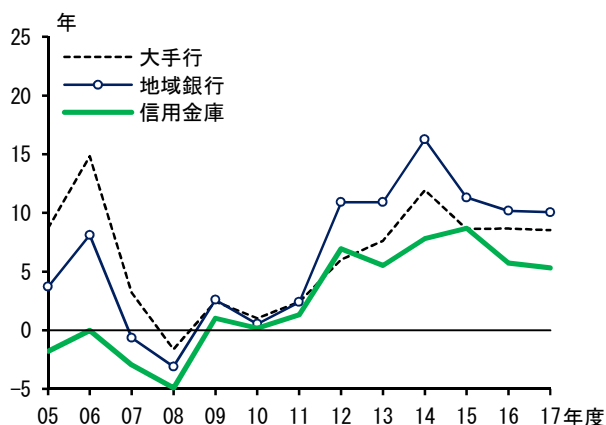
図表V-2-6 有価証券売買損益の当期純利益に占める割合



(注) 1. 有価証券売買損益は、債券・株式の売買損益。当期純利益は税引き前。また、2012年度以降は投資信託解約益を含む。
 2. 業態別にみた当期純利益の中央値が0を下回る場合、有価証券売買損益の当期純利益に占める割合は0とした。
 3. 各業態の中央値。直近は2017年度。

(資料) 日本銀行

図表V-2-7 益出し余力の推移



(注) 1. 益出し余力は、各時点のその他有価証券の評価損益を、有価証券売買損益（過去3年平均）で除した値と定義。
 2. 2012年度以降は、有価証券売買損益に投資信託解約益を含む。
 3. 各業態の中央値。直近は2017年度。

(資料) 日本銀行

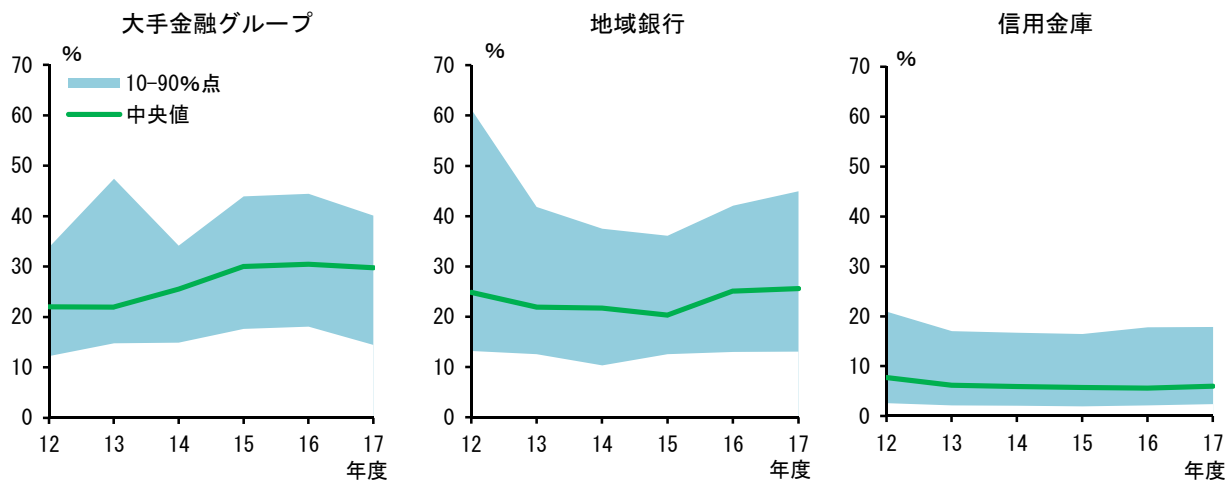
有価証券の含み益は、自己資本比率規制上、国内基準行では資本に算入されないが、信用コスト等の損失発生時に収益を補完する手段となるため、経済価値ベースでみると資本バッファとして機能する面がある（図表V-1-3）。金融機関が益出しを行ったとしても、それが当期純利益を経由し内部留保として蓄えられるのであれば、実質的な自己資本（経済価値ベース）に変化はない。しかし、益出しを原資とした当期純利益が株主への配当として社外に流出する場合には、経済価値ベースの自己資本は目減りすることになる。近年、株主還元に対する意識の高まりから、上場銀行においては、配当性向が上昇する先もみられる（図表V-2-8）。これは、当期純利益が減少しても、安定配当（1株当たり配当額の安定化）を重視する金融機関が多いためである（図表V-2-9）。金融機関経営者は、地元企業など株主との関係や、配当の減少が経営状態の悪化のシグナルであると株主に受け取られる可能性などを懸念して、1株当たり配当額の引き下げに消極的であるとみられる¹⁹。

一般に、企業が資本を有効活用してリターンを十分あげることができない場合には、株主に資本を返還することも一つの考え方である。この意味で、基礎的収益力の低下した金融機関が益出しを行い、配当や自己株式取得を通じて株主還元を行うこと自体に問題がある訳ではない。しかし、金融機関の金融仲介活動が幅広い経済活動を支えていること、経営悪化の影響範囲が広いことを踏まえると、金融機関は強いストレス耐性を備えておく必要がある。このため、益出しを原資とする安定配当の維持や自己株買いに際しては、自己資本の十分に適切に注意を払う必要がある。実際、金融機関の中には、当期純利益が減少するもともども、

¹⁹ 一方で、増益となっても、将来の減益時に配当額の引き下げが困難であることを考慮して、1株当たり配当額の引き上げに消極的になる傾向がある。

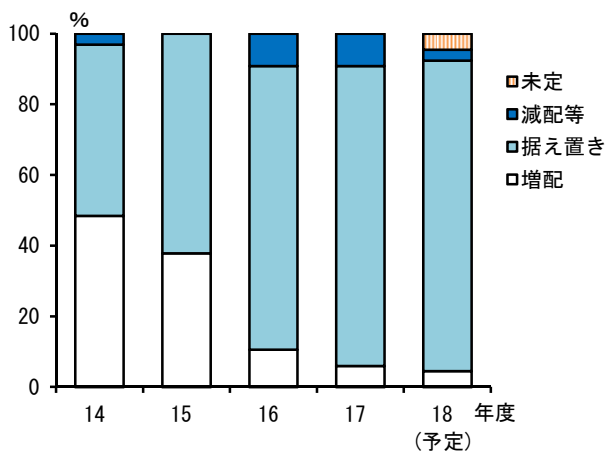
安定配当を維持する結果、内部留保の蓄積が進まず、自己資本比率が低下する先も見受けられる。今後、金融機関は、配当政策を含む収益配分のあり方について、基礎的収益力やストレス耐性を踏まえ、株主との対話を進めていくことが望ましい。

図表V-2-8 業態別の配当性向



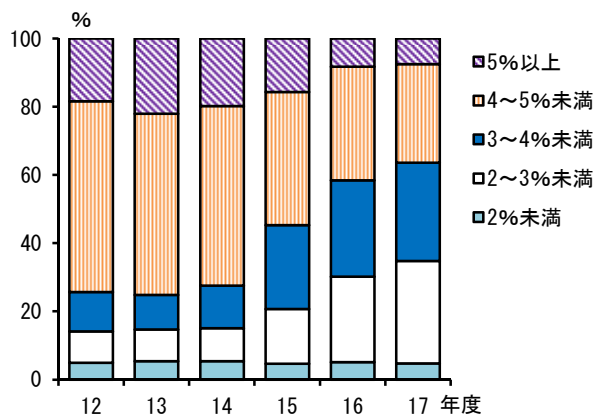
(注) 信用金庫の配当は普通出資分。
(資料) 日本銀行

図表V-2-9 地域銀行の1株当たりの配当額



(注) 普通配当ベース。持ち株会社の子銀行や非上場銀行を除く地域銀行を対象に集計。
(資料) 各社開示資料

図表V-2-10 信用金庫の配当率

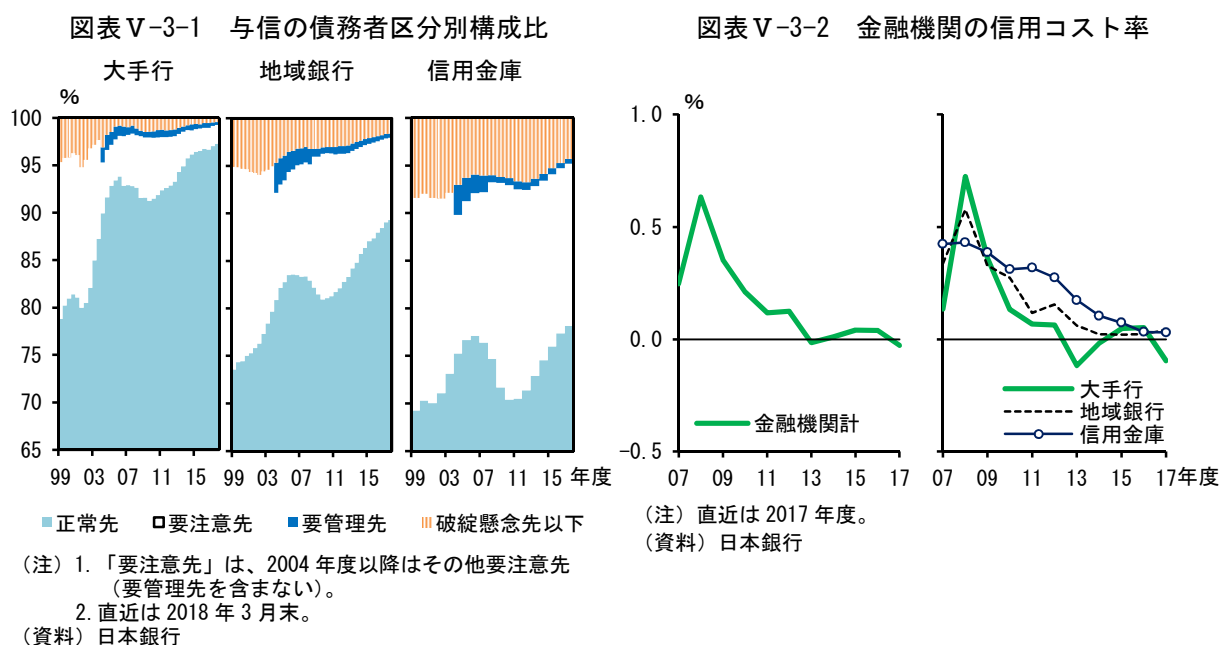


(注) 配当率は、普通出資配当額/普通出資額。
(資料) 日本銀行

この間、株式市場からのプレッシャーに直面していない信用金庫では、基礎的収益力が低下するなか、配当率（普通出資配当額/普通出資額）を引き下げる動きに拡がりが見られるなど、低水準の配当性向が維持されている（図表V-2-10）。信用金庫の場合、出資者の多くが同じ地域コミュニティに住んでおり、地元経済を含め信用金庫を取り巻く経営環境の実情を把握していることから、配当率の引き下げに対しても比較的理理解を得やすいためとみられる。

3. 信用リスク

国内外の景気の緩やかな拡大と低金利環境が継続するもとの、企業財務の改善が続いている。これを受け、金融機関の貸出における債務者区分の構成も改善している。正常先の比率は上昇を続けており、大手行や地域銀行ではリーマンショック前のピークを上回っている（図表V-3-1）。信用コスト率は、いずれの業態においてもきわめて低い水準で推移しており、大手行では足もとで信用コストが戻入超となっている（図表V-3-2）。



このように、景気循環上、信用コスト率は低位で推移しているが、金融機関の信用リスクを評価する際には、景気循環を均したベースでみることが重要である。すなわち、信用リスクを過去のデフォルト率をもとに算出する場合、その参照期間は景気循環の周期を考慮して設定することが望ましい。なぜなら、デフォルト率の参照期間が短すぎると、デフォルト率が低下する景気回復局面では、信用リスクが過小に評価されることで、金融機関は貸出を過剰に増やす誘因をもつことになり、景気反転時に予想外の損失を被ることになるためである。

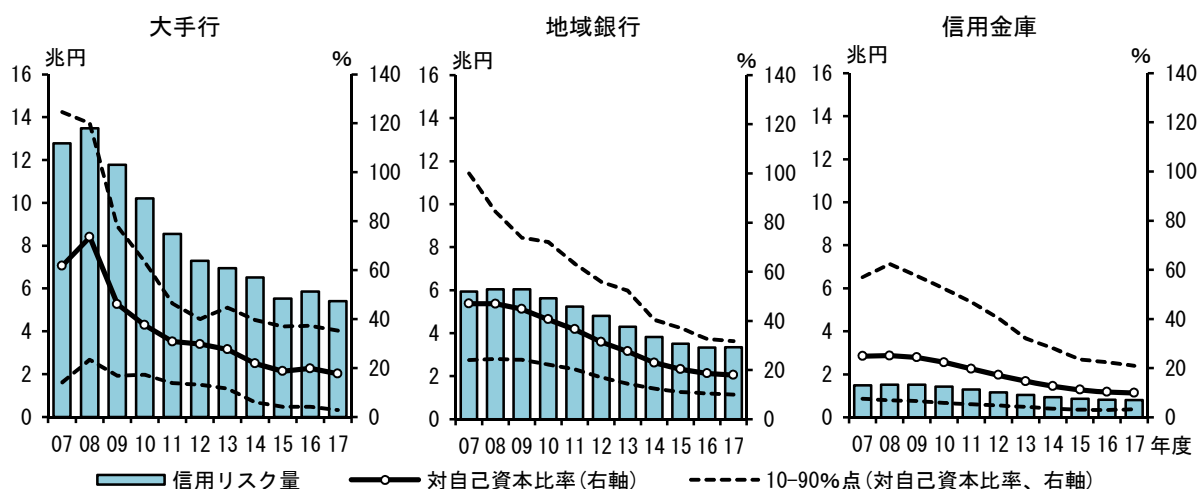
実際、デフォルト率の参照期間を過去3年間と景気循環の周期に比べ短く設定すると、信用リスク量は、貸出の増加が続くもともでも既往ボトム圏で推移する姿となる（図表V-3-3）²⁰。これは、2005年度から各時点までのデフォルト率の長期平均値を用いて信用リスク量を計算した場合に比べ、3～5割ほど過小な水準である²¹。リーマンショック後のデフォルト率の

²⁰ ここでの信用リスク量は「非期待損失」を用いる。非期待損失は、1年間に99%の確率で生じ得る貸出からの損失額の最大値から、1年間で平均的に生じる損失額（期待損失）を引いたものとして試算している。なお、図表V-1-3の信用リスク量（ならびに図表V-1-4の統合リスク量）は、2005年度から各時点までのデフォルト率を参照して計算したものである。

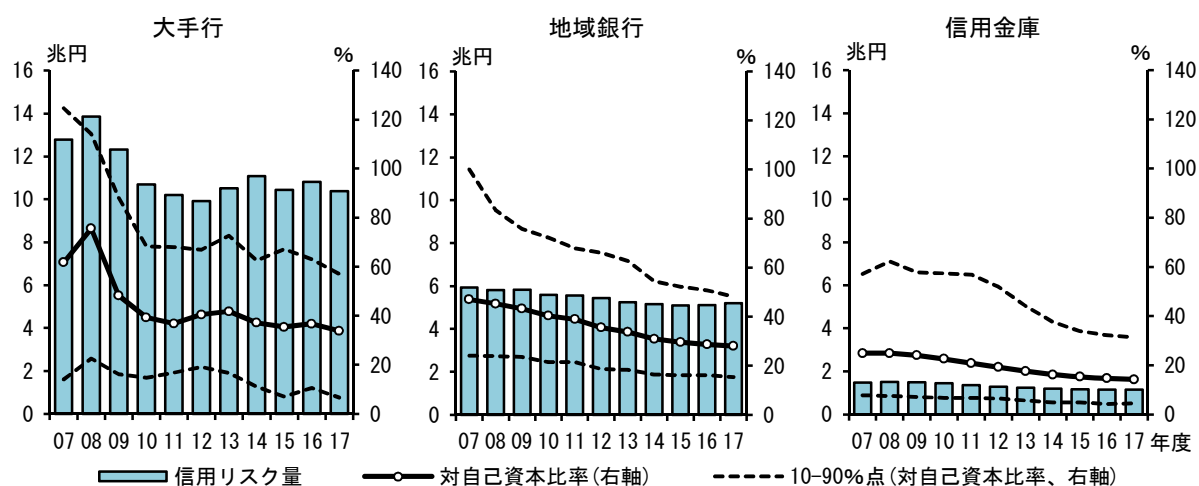
²¹ 各金融機関における企業のデフォルト実績率の時系列データは、2005年度以降から利用可能である。

上昇を考慮するか否かで、計測される信用リスク量は大きく異なることが窺われる。

図表V-3-3 業態別の信用リスク量
デフォルト率を過去3年の平均値とするケース



デフォルト率を2005年度から各時点までの平均値とするケース



(注) 1. 「信用リスク量」は非期待損失 (信頼水準 99%)。
2. 集計対象は自己査定対象債権。直近は2018年3月末。
(資料) 日本銀行

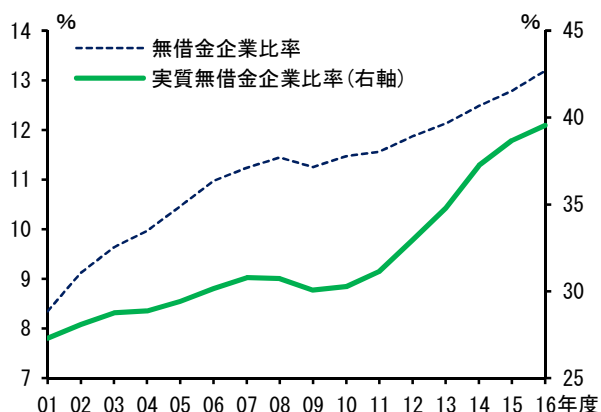
信用リスクの評価に際しては、景気循環を均してみることに加え、貸出先の属性とその構成比の変化の影響についても注意する必要がある。以下では、貸出の構成比が近年高まっているミドルリスク企業向け、不動産業向け、海外向けに焦点をあてる。

ミドルリスク企業向け貸出

最初に、企業の資金調達構造と収益性に関する特徴を整理しておく。わが国では、1990年代後半以降、企業部門が「投資超過」主体から「貯蓄超過」主体へと変貌するなか、銀行から借入を行っていないいわゆる「無借金企業」が増加している (図表V-3-4)。しかし、無借金企業の割合が増えるなかでも、銀行の企業向け貸出はこの数年間に於いて前年比 2%

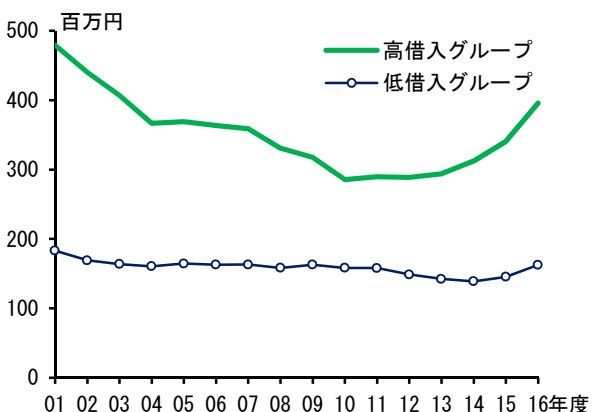
～3%台と潜在成長率を上回る伸びで増加している。このことは、銀行借入に依存する企業が、景気循環を均してみた生産活動との対比で借入規模を大きく膨らませていることを示唆している（図表V-3-5）。借入依存度の高い企業は、無借金企業に比べ収益率が低く、景気拡大が長期化するもとも、収益率の改善が捗々しくない一方で、景気悪化時には収益率が大きく落ち込み、利払い能力も低下する傾向がある（図表V-3-6）。前回のレポート（2018年4月号）でも指摘したように、近年、金融機関はこうした信用リスクの相対的に高い企業（いわゆるミドルリスク企業など）に対して、低利での貸出を増やしている。金融機関がこうした先への低利での貸出を積極化させていることは、足もとの業況が不芳な企業を経営課題の解決を図りながら支援していることの反映という側面があるほか、足もとの景気拡大にも寄与している。もっとも、借入依存度の高い企業の支出性向は相対的に高いため（図表V-3-7）、景気がひとたび悪化した場合には、信用コストの増加要因となる。

図表V-3-4 無借金企業比率



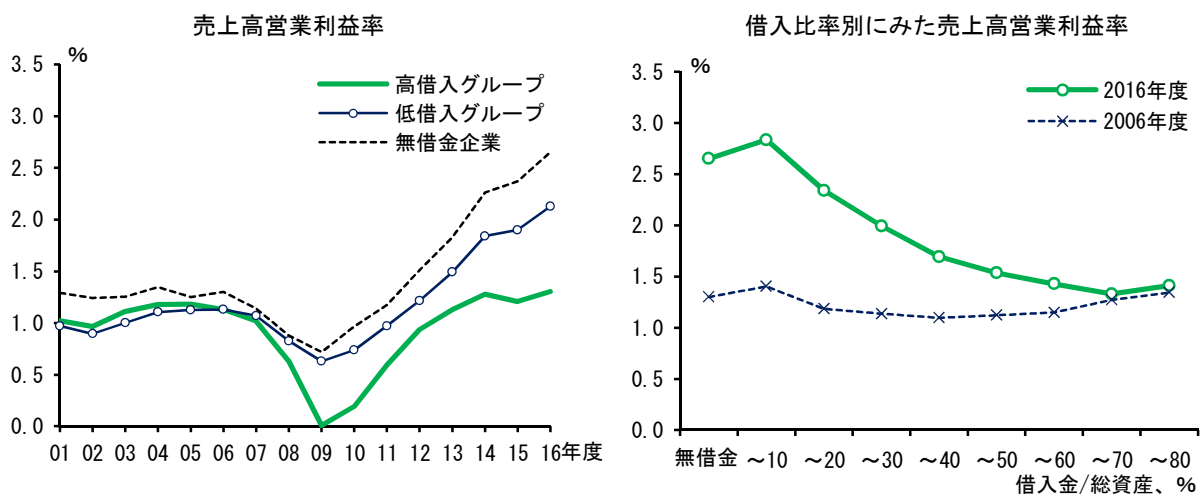
(注) 1. 無借金企業は借入がない企業、実質無借金企業は現預金が借入金よりも多い企業と定義。
2. 集計対象は中小企業。
(資料) 帝国データバンク

図表V-3-5 1社当たりの借入金



(注) 借入がある企業のうち、借入比率が下位50%の企業を低借入グループ、上位50%を高借入グループと定義（借入比率＝借入金/総資産）。
(資料) 帝国データバンク

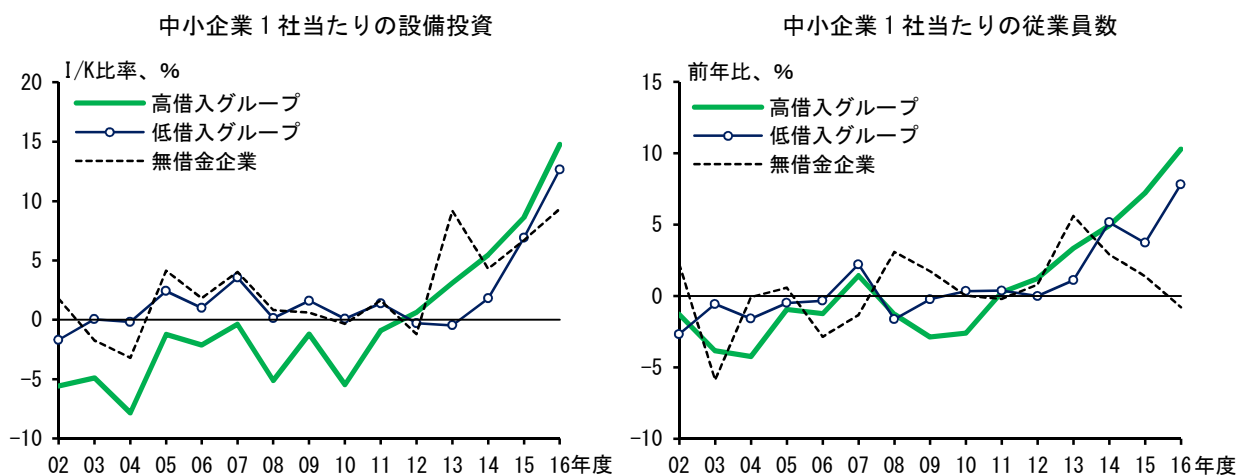
図表V-3-6 銀行借入依存度と利益率



(注) 売上高営業利益率は中央値。
(資料) 帝国データバンク

前回のレポートでは、「財務内容が相対的に悪い企業のうち、景気循環を均してみた信用リスク対比で、金融機関が貸出金利を低めに設定している先」を特定し、これらの企業を「金融機関にとって採算が低い貸出先（低採算先）」と定義した。そのうえで、①金融機関の低採算先貸出比率は、全体として上昇傾向にあること、②低採算先貸出比率には、金融機関の間でかなりのばらつきがあり、足もとでは 30~40%に達する先もみられること、を指摘した（図表 V-3-8）。

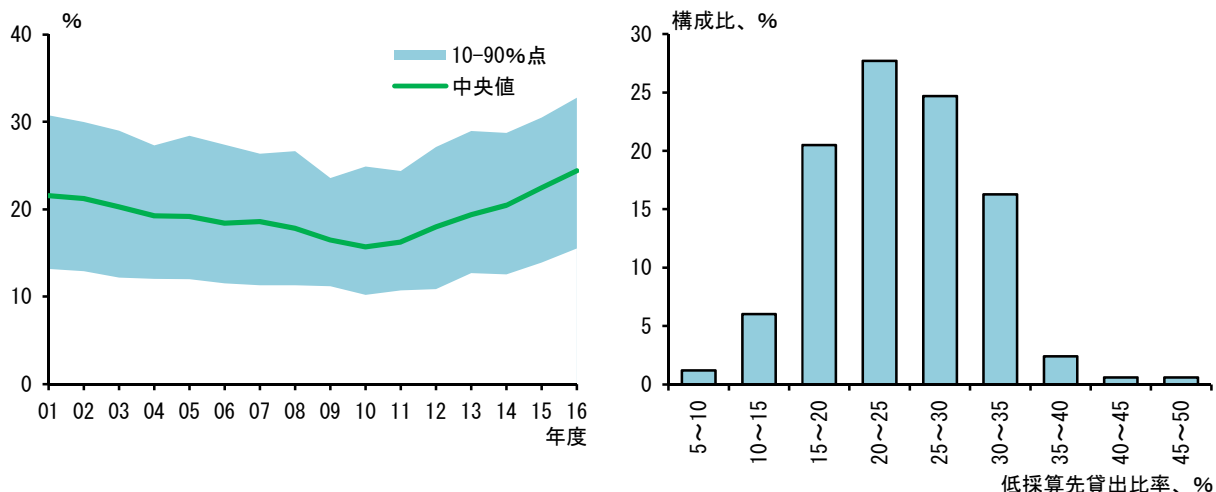
図表 V-3-7 銀行借入依存度と企業の支出行動



（注）左図の設備投資（I）は、固定資産（K）の前年差（ ΔK ）として算出。

（資料）帝国データバンク

図表 V-3-8 金融機関の低採算先貸出比率

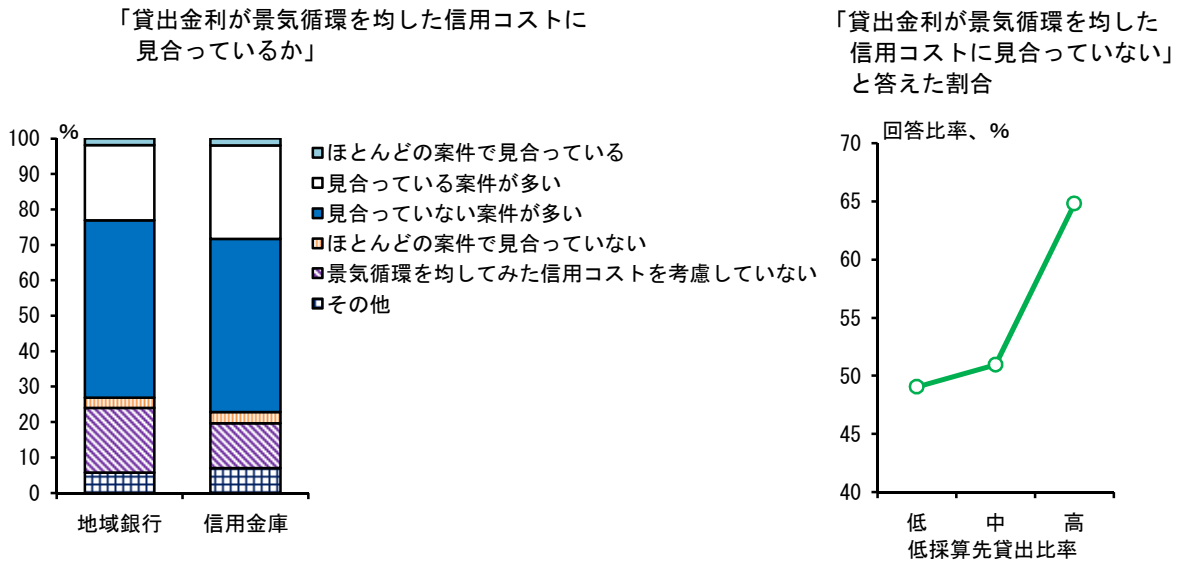


（注）中小企業向け貸出に占める低採算先向けの比率。集計対象は大手行と地域金融機関。右図は 2016 年度時点。

（資料）帝国データバンク

今般、日本銀行が地域金融機関に対して実施したアンケート調査においても、「ミドルリスク企業向けの貸出金利は、景気循環を均した信用コストに見合っていない」と回答した金融機関が 5 割近くに上っている。そうした回答先は、低採算先貸出比率の高い金融機関で特に多くなっており、金融機関にとってリスクとリターンが見合っていないミドルリスク企業向け貸出が増加していることが改めて確認された（図表 V-3-9）。

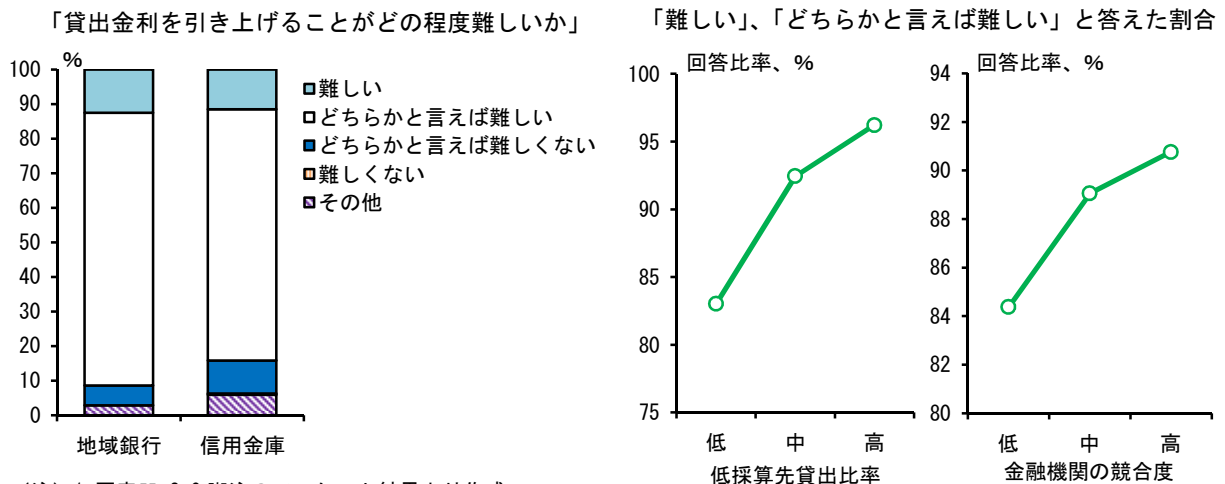
図表V-3-9 ミドルリスク企業向け貸出金利の設定状況



(注) 1. 2018 年度に実施したミドルリスク企業向け貸出の管理に関するアンケートの結果。集計対象は地域金融機関。
 2. 右図は、金融機関を 2016 年度の低採算先貸出比率に応じて 3 グループに分類。
 (資料) 帝国データバンク、日本銀行

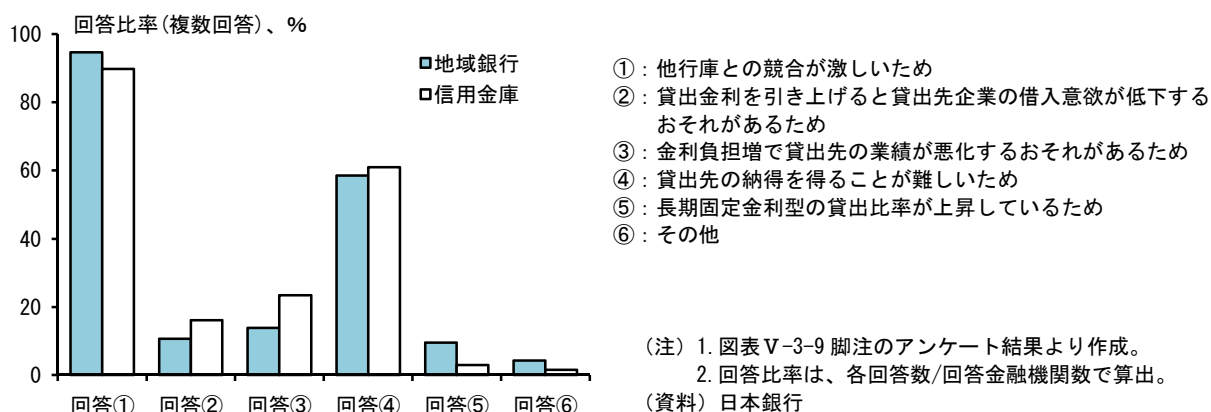
さらに、ミドルリスク企業向け貸出については、貸出金利を今後引き上げていくことも容易ではないとみられる。アンケート調査によると、大半の地域金融機関が、「調達金利が上昇した場合でも、ミドルリスク企業向けの貸出金利を引き上げることが難しい」と回答しており、そうした傾向は、とくに低採算先貸出比率が高い金融機関において顕著となっている(図表V-3-10)。貸出金利の引き上げが困難な理由として、「他行庫との競合」を挙げる先が多く、金融機関間の競合激化が貸出利鞘縮小の重要な背景となっていることが窺われる(図表V-3-11)。また、企業の直面する課題の解決等を通じる経営の改善には、相応の時間を要するとみられる。

図表V-3-10 ミドルリスク企業向け貸出金利の引き上げの難易度

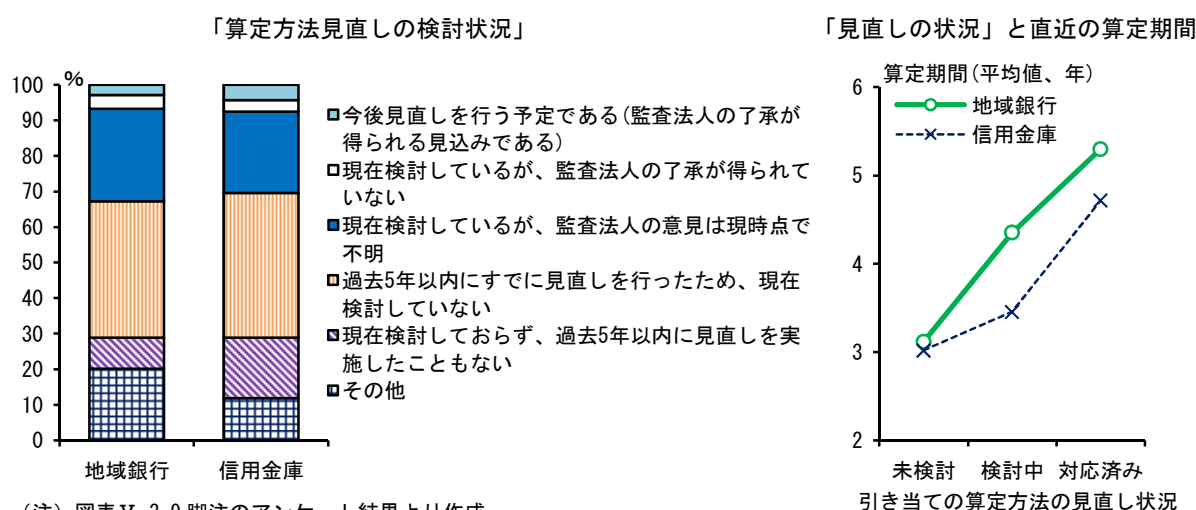


(注) 1. 図表V-3-9 脚注のアンケート結果より作成。
 2. 右図は、2015 年度の金融機関の店舗競合度(詳細は 2018 年 4 月号の FSR を参照)により 3 グループに分類。
 (資料) 総務省、帝国データバンク、日本金融通信社、日本銀行

図表V-3-11 ミドルリスク企業向け貸出金利の引き上げが困難な理由



図表V-3-12 貸倒引当金の算定方法の見直し状況



ミドルリスク企業の多くは、正常先下位に分類されているとみられるが、正常先債権全体の引当率は既往最低水準で推移している²²。貸出債権の引当にあたっては、足もとの良好なマクロ経済環境に過度に引き摺られることのないよう、会計原則を踏まえつつ、中長期的な視点から循環的な影響を十分に勘案してその水準を検討していく必要がある。アンケート調査によると、貸倒引当金の算定方法の見直し状況について、地域金融機関全体の4割程度が「既に対応済み」と回答しているが、3割程度の先は依然「検討中」の段階にあるほか、「未検討」という先も少なからずみられる(図表V-3-12)。見直しを行った金融機関の方が、引当の算定期間は長くなる傾向があるが、それでも、一般的な景気循環の周期よりは短く、見直しをまだ行っていない先では、算定期間がさらに短い(図表V-3-12)。地域金融機関においては、将来の景気悪化の可能性も考慮して引当の適切性を検証し、必要に応じて対応策を考えていくことが望まれる。信用リスクに見合ったリターンをあげることのできないアセツ

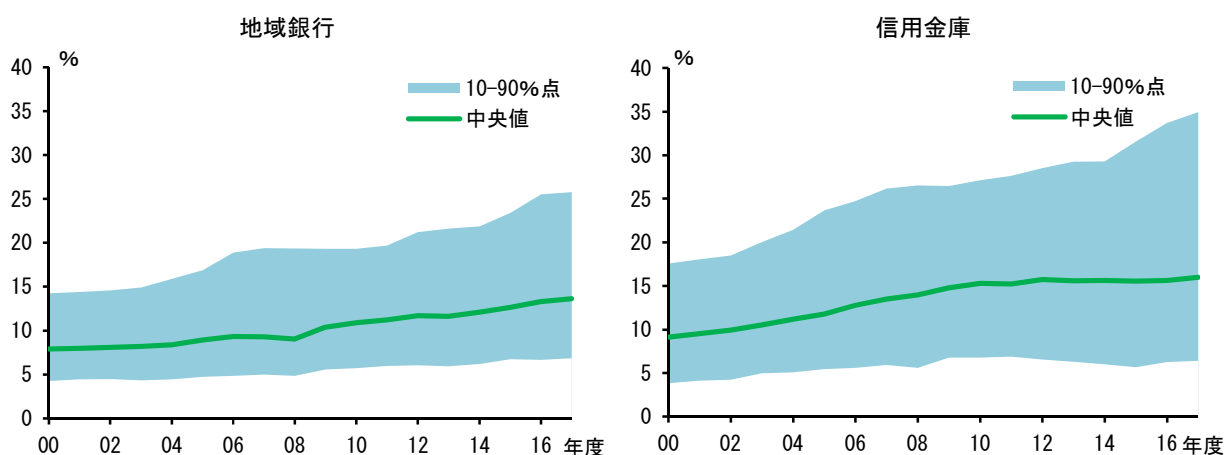
²² ミドルリスク企業は、正常先下位のほかに、要注意先(要管理先以外)に分類される先もあるとみられる。

トの積み増しは、景気循環を均してみると、自己資本比率を低下させる要因となる。金融機関は、この点を十分に踏まえたうえで、貸出運営方針を設定していく必要がある。

不動産関連の信用リスク

不動産業向け貸出残高は、Ⅲ章でもみたように、1980～90年代のピークを上回って増加を続けており、対GDP比でも水準が既往ピークを更新し、トレンドからの乖離幅も拡大している（図表Ⅳ-1-4）。金融機関においては新規実行を抑制する動きもみられるが、残高（ストック）をみると、他業種との対比でなお高い伸びを続けている（図表Ⅲ-1-13）。その結果、不動産業向けの貸出比率は依然として上昇しており、地域金融機関の中には、同比率が3割を超えてもなお伸びを拡大させている先もみられる（図表Ⅴ-3-13）。

図表Ⅴ-3-13 不動産業向け貸出比率



(注) 1. 不動産業向け貸出から不動産関連地方公社向け貸出を除いたものを、貸出残高で除して算出。

2. 直近は2017年度。

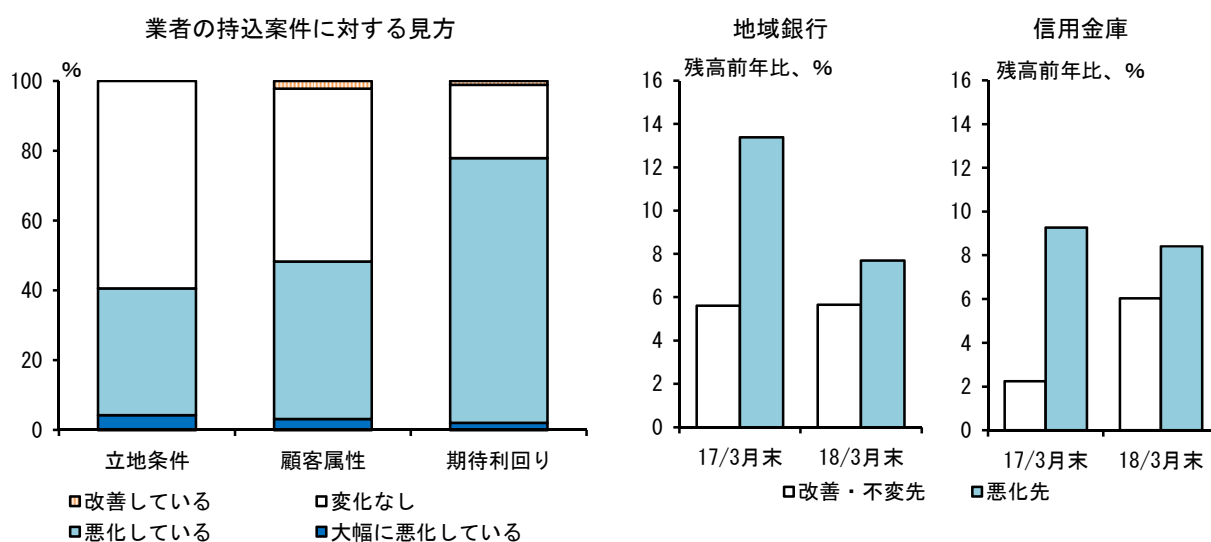
(資料) 日本銀行

長期的にみて、不動産価格がバブル期をなお大幅に下回っている中で、不動産業向け貸出がバブル期を上回っているのは、近年、大型の不動産取引業向けよりも、不動産賃貸業向けの貸出が増加していることが背景の一つと考えられる。一般に、不動産取引業向けの貸出期間は長期に及ぶことが少ない——開発業者は土地を仕入れた後に不動産物件を売却した時点で借入金を返済する——のに対して、不動産賃貸業向けの貸出期間は比較的長期に及ぶ——借入主体は賃料収入をもとに長期返済する——。こうしたもとの、不動産業向け貸出のリスクプロファイルは、バブル期とは異なってきており、一件当たりの小口化と貸出期間の長期化が進んでいるとみられる——小口の貸出であっても、長期貸出が蓄積していることが、不動産業向け貸出残高の増加トレンドの持続性を生み出している——。貸出の小口化によって、リスク分散に寄与する面もあるが、一件一件の貸出が賃貸需給によるより長期の共通リスクファクターに晒されるようになっている。例えば、地域金融機関の不動産賃貸業向け貸出に関して言えば、人口減少による賃貸アパートの需給緩和というストレスが全国各地で共通か

つ慢性的にかかり続けるもとで、借り手の返済原資である家賃収入が長期間にわたって共通リスクに晒される。また、借り手に損失吸収力の小さい家計が含まれていることにも留意が必要である。

こうしたなかで、地域金融機関からは、最近の融資申し込み案件で、借入主体の属性劣化（利払い能力の低い投資家層の増加など）や賃貸物件の期待利回りの低下、借入期間の長期化など、質の悪化傾向を指摘する声が増加している（図表V-3-14）。案件の質の悪化を意識している金融機関は、総じてみると不動産賃貸業向け貸出を慎重化する傾向にあるが、それでもなおかなり高い伸びを維持している先もある。現状では、不動産賃貸業向け貸出の延滞率は低位で推移しているが、不動産賃貸業向け貸出比率の高い金融機関でも、資金計画の検証やDSCR、LTVの活用を含め、十分な入口審査や中間管理ができていないとは必ずしもいえない（図表V-3-15）。金融機関は、こうした長期間に及ぶ貸出の特性も考慮したうえで、適切な引当率の設定や審査・管理の改善等を通じて、リスク管理の実効性を高めていく必要がある。

図表V-3-14 不動産賃貸業向け貸出



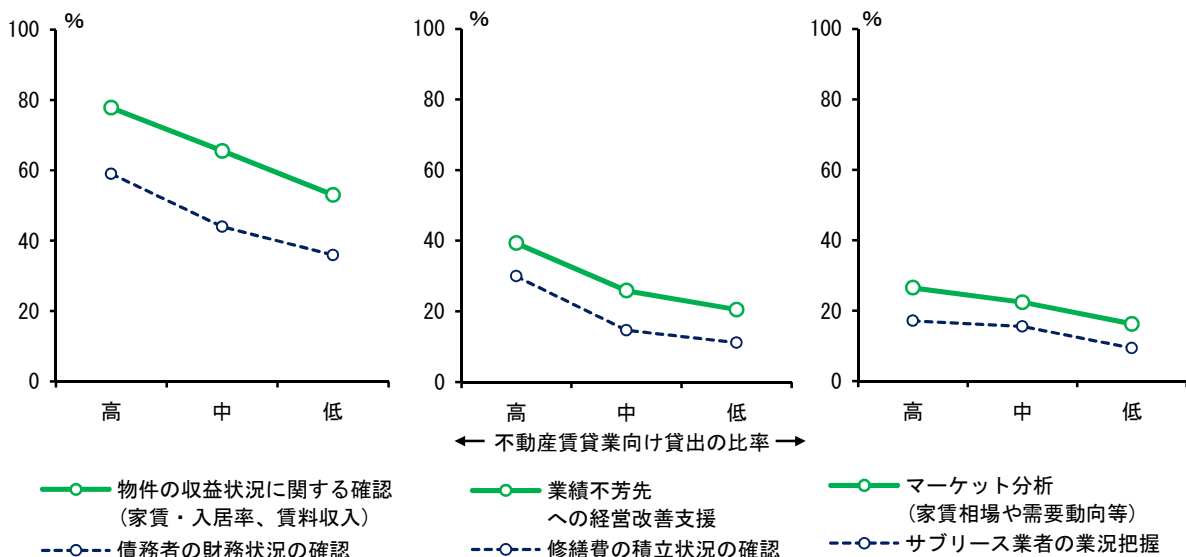
(注) 1. 2018年度に実施した貸家業向け貸出のリスク管理に関するアンケート結果。集計対象は地域金融機関。
 2. 左図は、業者からの持ち込み案件の質に対する見方について、「悪化」と答えた先だけを取り出したうえで、その立地や顧客属性等に対する見方を尋ねたもの。右図は、業者からの持ち込み案件の質に対する見方について、「悪化」と答えた先と「改善・不変」と答えた先に分けて、不動産賃貸業向け貸出残高の前年比を計算したものの。
 (資料) 日本銀行

この間、大手行の不動産業向け貸出は、不動産ファンド向けが中心となっている（図表Ⅲ-1-14, V-3-16）。近年、景気拡大が続くもとで、オフィスや商業ビル、物流施設などへの投資が増加していることを映じたものである。現状では、これらの空室率は低位にあるが、景気悪化などによる賃貸需給の緩和リスク——すなわち、賃料下落に伴う元利払いの延滞リスク——に対して、長期間晒されている点は地域金融機関と同様である。

また、不動産取引業向け貸出は、開発案件の減速から伸びが鈍化しているが、不動産市況

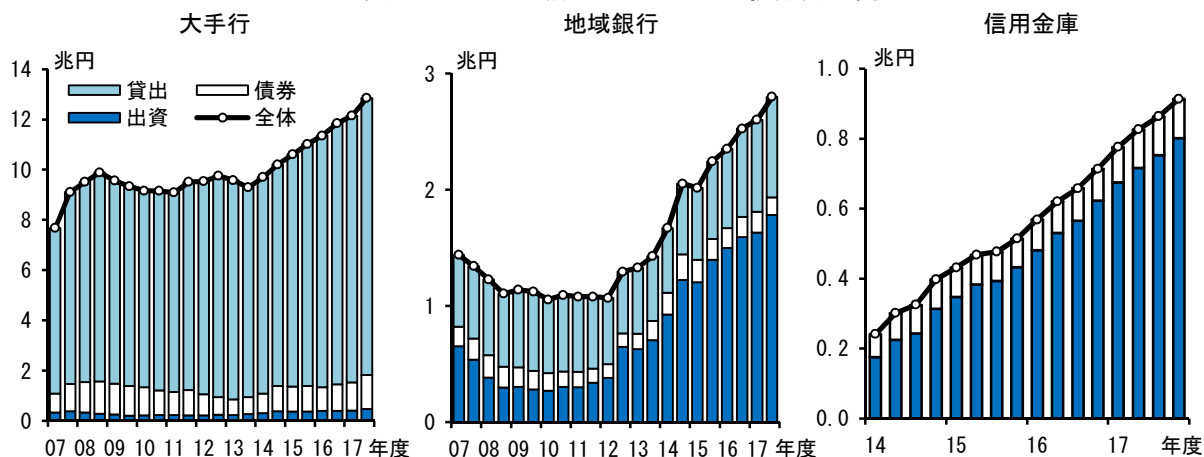
の影響を受けやすく、他業種に比べ信用リスクが高いことには引き続き留意が必要である。都市圏の商業用不動産価格の上昇傾向が続いているが（BOX2）、海外投資家の資金流出などをきっかけに不動産市況が悪化すると、不動産在庫の積み上がりから信用リスクが高まる可能性もある。金融機関においては、不動産業向け貸出のセグメントごとの特性を踏まえたリスク管理が求められる。

図表 V-3-15 不動産賃貸業向け貸出の中間管理の状況



(注) 1. 図表 V-3-14 脚注のアンケート結果より作成。
2. 縦軸は、各中間管理について「足もと強化している」と回答した地域金融機関の割合。横軸は、2017 年度末の不動産賃貸業向け貸出が総貸出に占める比率により 3 グループに分類。
(資料) 日本銀行

図表 V-3-16 不動産ファンド向け投融資残高



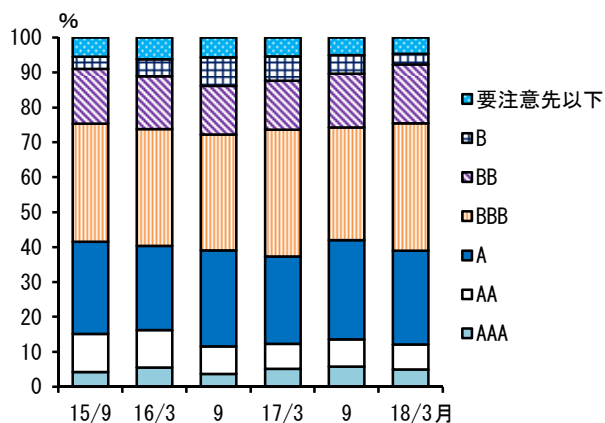
(注) 1. 「貸出」はノンリコースローン。
2. 直近は 2017 年度末。
(資料) 日本銀行

海外向け信用リスク

金融機関の海外向けエクスポージャーは拡大を続けているが、これまでのところ信用リス

クは低位に抑えられている。海外大口与信をみると、投資適格級（BBB以上）が7割以上を占めるなど、全体として質の高いポートフォリオが維持されている（図表V-3-17）。ただし、最近では、海外金融機関との競争激化や外貨調達コストの高止まりを背景として、相対的にリスクのやや高い先に対する与信を増やす動きもみられており、先行き景気悪化や金利上昇など負のショックが生じた場合の影響については、十分に検証する必要がある（BOX3）。

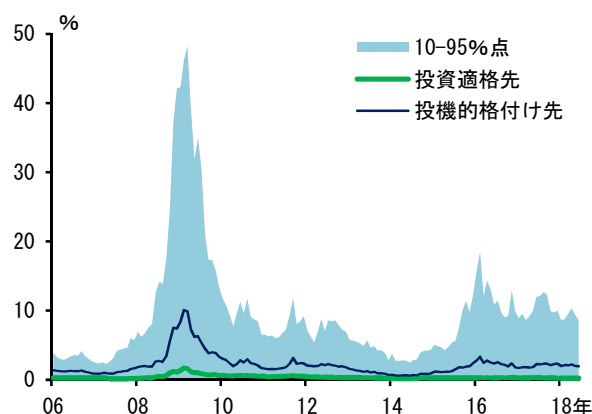
図表V-3-17 海外大口与信の格付け別構成比



（注）集計対象は大手5行。

（資料）日本銀行

図表V-3-18 米国企業の予想デフォルト確率



（注）1. 米国企業の予想デフォルト確率（1-year EDF）の集計対象は、投資適格先が377社、投機的格付け先が341社。実線は、各格付けグループの平均値。

2. シャドローは投機的格付け先の10%点から95%点。

3. 格付けは2018年6月末時点で分類。

4. 直近は2018年6月末。

（資料）Moody's

海外クレジット投資についても、緩やかな増加基調が続いているが、これまでのところ、過度なリスクテイクの動きはみられていない。ただし、一部の金融機関では、利鞘確保のためにハイイールド債や流動性の低い証券化商品を積み増す動きもみられる。こうしたクレジット投資についても、景気悪化や金利上昇が社債やレバレッジド・ローンの発行企業の財務内容やデフォルト率にどのような影響を及ぼすか注視していく必要がある。海外クレジット市場では、米欧ともに社債スプレッドがタイトな水準で推移しているほか（図表II-1-13）、米国長期金利のタームプレミアムも縮小した状態が続いており（図表II-1-3）、リスクプレミアムの巻き戻しに伴う金利上昇の可能性も考えられる。

米国企業の予想デフォルト確率をみると、投資適格先は低位で安定的に推移しているが、投機的格付け先は、既往の金利上昇の影響や先行きの金利上昇リスクを織り込むかたちで、ひと頃には比べ高め水準となっている（図表V-3-18）²³。とりわけ、建設・不動産などのレバレッジの高い企業において、金利上昇時の利払い継続能力の低さが、予想デフォルト確率の上昇につながっている。こうした点も踏まえ、金融機関は、海外投融資先の金利上昇リス

²³ Moody'sの予想デフォルト確率（Expected Default Frequency）は、企業の株価情報等から求めた企業資産の市場価値と支払債務をもとに、先行き一定期間内に企業がデフォルトする確率を算出したもの。

クに対する耐性をよりきめ細かく分析するなど、海外向けエクスポージャーの信用リスク管理の実効性を向上させていく必要がある。

4. 市場リスク

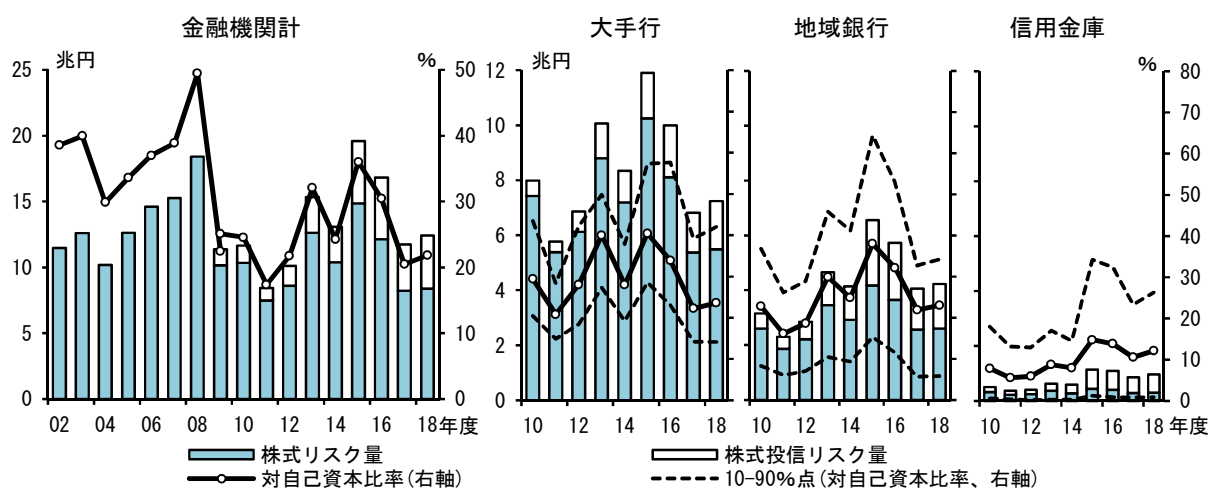
次に、市場リスクについて、株式リスク、円金利リスク、外貨金利リスクの順に評価する。

株式リスク

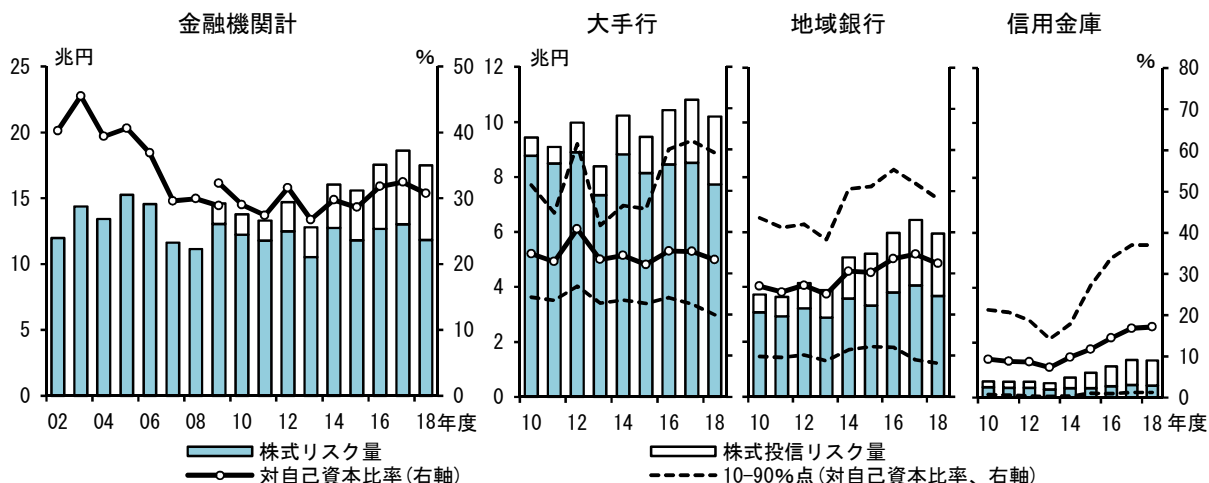
株式リスク量（株式投信を含む）は、半年前と比べて概ね横ばいとなった（図表V-4-1）²⁴。

図表V-4-1 金融機関の株式リスク量

ボラティリティの参照期間が過去1年のケース



ボラティリティの参照期間が過去5年のケース



(注) 1. 「株式リスク量」と「株式投信リスク量」は VaR（信頼水準 99%、保有期間 1 年）。外貨建て分は含まない。2008 年度以前は株式投信を含まない。

2. 2018 年度の計数は、2018 年 8 月末時点の保有残高と株価動向を用いた試算値。

(資料) 日本銀行

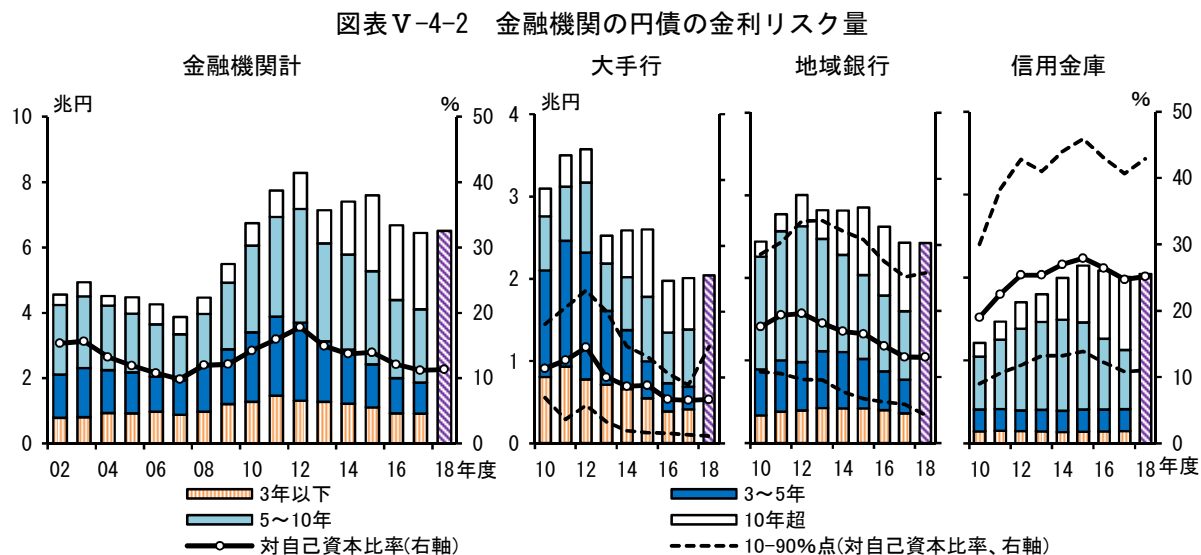
²⁴ 図表V-4-1 では、株式リスク量（株式投信を含む）は信頼水準 99%、保有期間 1 年の VaR として算出した。

株価上昇や株式投信の増加に伴って、エクスポージャーは幾分拡大したものの、ボラティリティが低位安定したためである。株式リスク量の対自己資本比率をみると、大手行と地域銀行では 20%程度、信用金庫では 10%程度となっている。ここでの株式リスクは、ボラティリティの参照期間を過去 1 年間として計測しているが、これをボラティリティの上昇期を含む過去 5 年間に設定した株式リスク量は、過去 1 年間の場合に比べ、足もとは 40%程度大きい姿となる²⁵。

先行きを展望すると、米国の金利上昇の影響や国際的な通商問題、地政学的な不確実性の高まりなどに伴って、市場のボラティリティが高まる可能性には留意が必要である。この点、株価のボラティリティは、2015 年半ばから 2016 年半ばにかけて、新興国経済の先行き不透明感の高まりや Brexit の影響から上昇した後は、概ね低位で推移している（図表Ⅱ-1-1）。また、金融機関の中には、株式や投資信託の益出しと再投資によって、保有有価証券の簿価が切り上がってきている先がみられる。金融機関は、以上のような点も踏まえ、株式リスク量を経営体力との関係で適切な範囲にコントロールしていく必要がある²⁶。

円金利リスク

金融機関の円債投資にかかる金利リスク量は、円債保有残高の減少を受けて、2012 年をピーク



(注) 金利リスク量は銀行勘定の 100bpv。コンベクシティ以上の高次項も勘案した推計値。2018 年度の計数は 2018 年 8 月末の試算値。

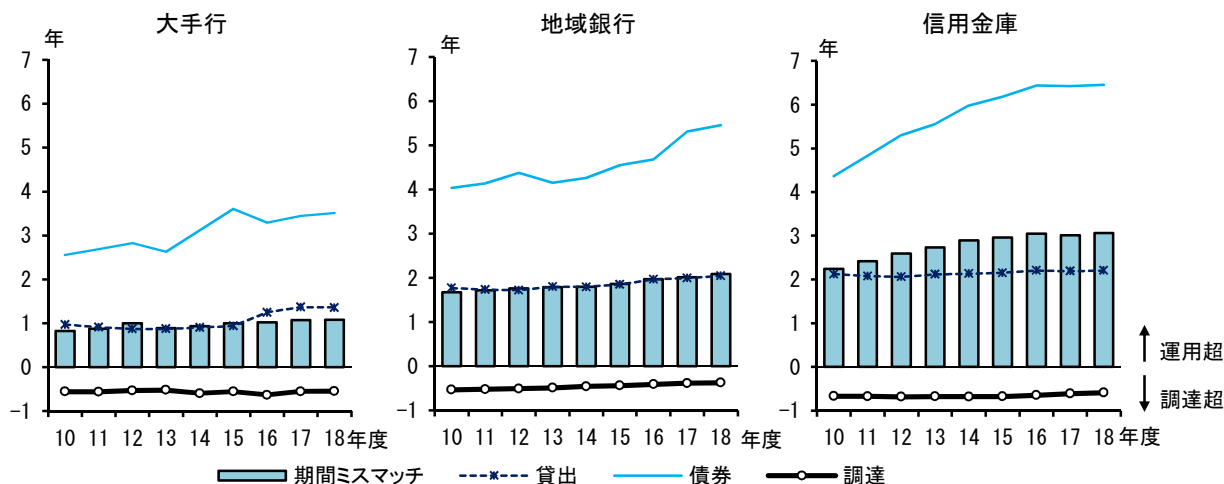
(資料) 日本銀行

²⁵ 株価のボラティリティがスパイクした時期を参照期間に最低でも 1 度含むようにするには、5 年程度に設定する必要がある。なお、図表 V-1-3 の株式リスク量（ならびに図表 V-1-4 の統合リスク量）は、過去 5 年間のボラティリティを参照して計算したものである。

²⁶ 市場 VaR の計測におけるボラティリティの参照期間について、約半数の地域金融機関は 5 年以上に設定しているが、4 割の先は 1 年以下と短く設定している（2016 年実施のアンケート結果）。

ークに減少傾向を辿ってきたが、最近では横ばい圏内で推移している（図表V-4-2）²⁷。円債の保有残高の減少が金利リスクの減少要因となる一方、債券デフレの長期化がリスクの増加要因となっている（図表V-4-3）。

図表V-4-3 業態別の円建て資産・負債の平均残存期間

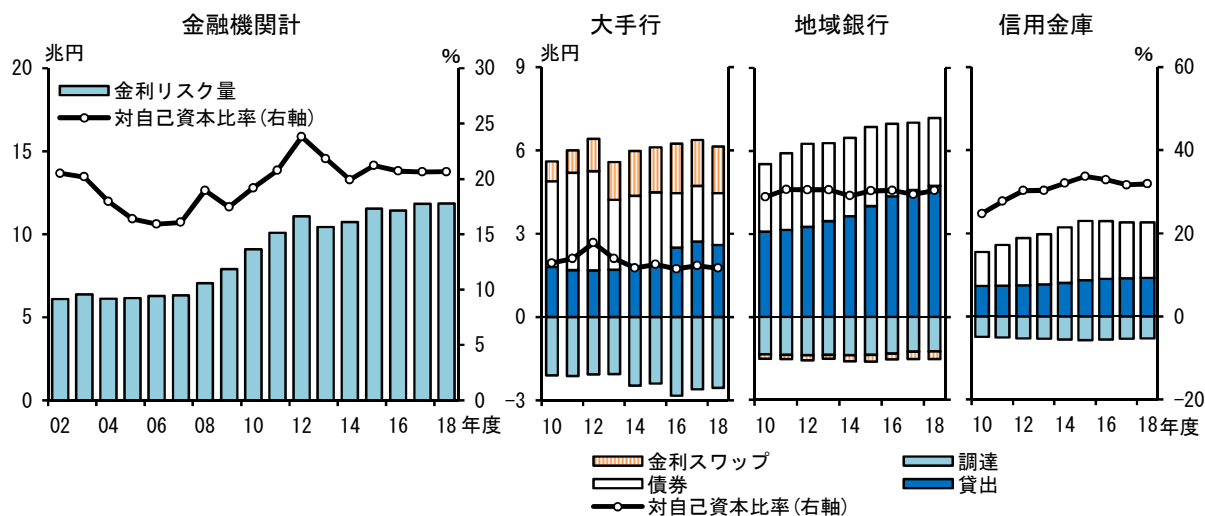


(注) 1. 「期間ミスマッチ」は資産と負債の平均残存期間の差。資産の平均残存期間は、貸出、債券、金利スワップ受分の加重平均値。負債の平均残存期間は、調達、金利スワップ払分の加重平均値。

2. 2018年度の計数は2018年6月末の値。

(資料) 日本銀行

図表V-4-4 金融機関の円金利リスク量



(注) 金利リスク量は銀行勘定の100bpv。コンベクシティ以上の高次項も勘案した推計値。大手行と地域銀行はオフバランス取引（金利スワップ）を考慮。2018年度の計数は2018年6月末の値。

(資料) 日本銀行

円債の金利リスク量の対自己資本比率を業態別にみると、大手行では5%程度と低いが、地域銀行では10%台半ば、信用金庫では20%台半ばと相対的に高くなっている。債券投資に貸出・預金などを含めたバランスシート全体の円金利リスク量を業態別にみても、同様に

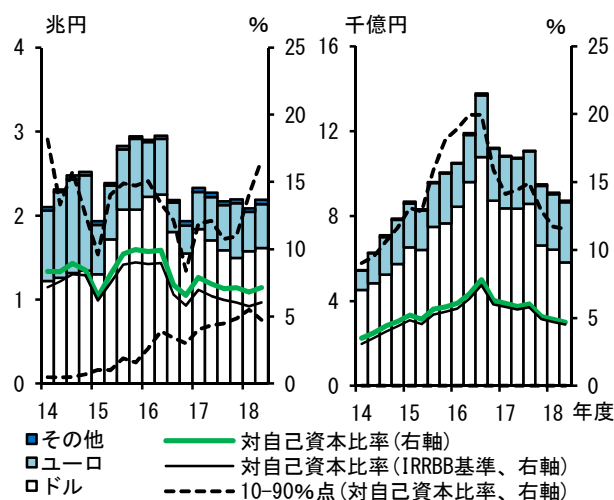
²⁷ 図表V-4-2では、全年限の金利が1%pt上昇（パラレルシフト）すると想定して、保有債券の経済価値の変動を算出している。

地域銀行や信用金庫で相対的に高くなっている傾向が確認できる(図表V-4-4)²⁸。この間、金融機関間のばらつきは、地域銀行や信用金庫では相応に大きい(図表V-4-2)。

外貨金利およびその他の市場リスク

金融機関の外債投資にかかる金利リスク量は、2016年半ばをピークに減少している(図表V-4-5)²⁹。2016年秋以降の海外金利の上昇時に外債の保有残高を削減して以降、ポジションの再構築が進んでおらず、全体としてみると、リスク量は抑制された状態にある。外債の金利リスク量の対自己資本比率は、大手行、地域銀行ともに約5%となっている。ただし、外債を全く保有していない地域金融機関の中にも、外債を対象とした投資信託を購入している先が少なからず存在する。実際、地域金融機関が保有する投資信託のうち、海外金利を主たるリスクファクターとするものが4割強を占めていることを踏まえると、投資信託も含めて外貨金利リスクを管理していくことが重要となっている(図表V-4-6)。

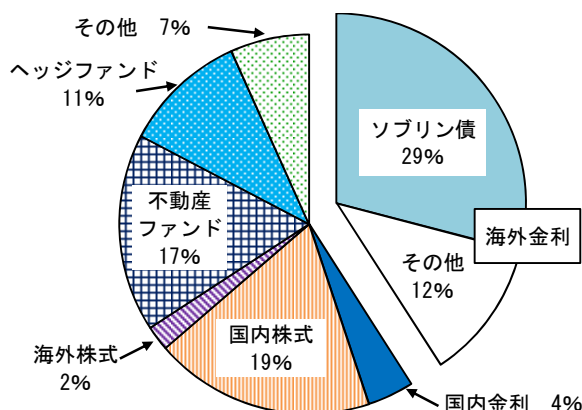
図表V-4-5 外貨建て外債の金利リスク量
大手行 地域銀行



- (注) 1. 金利リスク量は銀行勘定の200bpv。大手行はオフバランス取引を考慮。
 2. 「対自己資本比率(IRRBB基準)」は、国際統一基準行がTier1資本ベース、国内基準行がコア資本ベース。いずれも経過措置を含む。
 3. 直近は2018年8月末。

(資料) 日本銀行

図表V-4-6 地域金融機関の投資信託残高の内訳



(注) 取得原価ベース。2018年6月末時点。

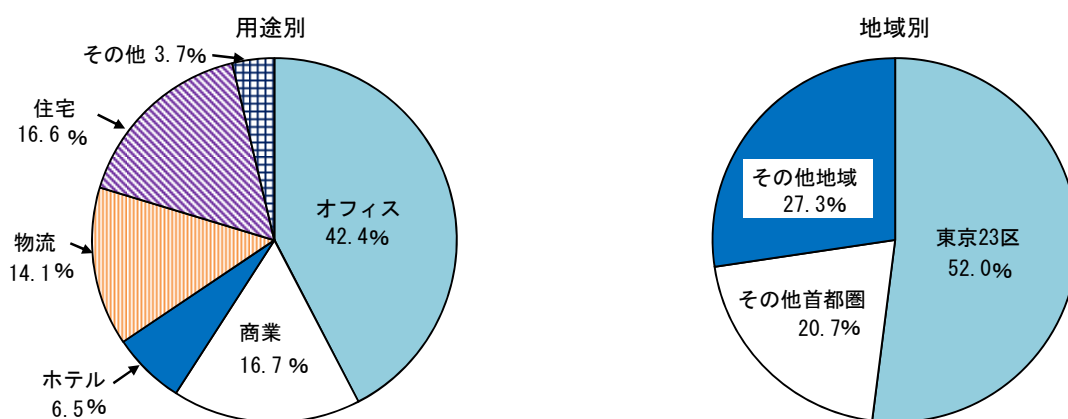
(資料) 日本銀行

²⁸ 図表V-4-4では、全年限の金利が1%pt上昇(パラレルシフト)すると想定して、各資産・負債の経済価値の変動を算出している。資産サイドの平均残存期間が負債サイドよりも長い場合、期間ミスマッチ(資産と負債の平均残存期間の差)が拡大すると金利リスク量は増加する。ただし、価値変動の計測対象は、円資産(貸出と債券)・負債、円金利スワップ(銀行のみ)にかかるリスクであり、外貨建て資産・負債や円金利スワップ以外のオフバランス取引は対象としていない。また、負債サイドの計測では、流動性預金の残存期間は3か月以内と仮定しており、いわゆる「コア預金」は勘案していない。

²⁹ 図表V-4-5では、銀行勘定の金利リスク(IRRBB)にかかる金融庁告示において、金利リスクシナリオの一つとして上方パラレルシフトが採用され、米ドルとユーロの金利変動幅が2%ptとされていることに鑑み、外貨建て外債の金利リスク量は、全年限の金利が2%pt上昇(パラレルシフト)すると想定して、保有債券の経済価値の変動を算出している。

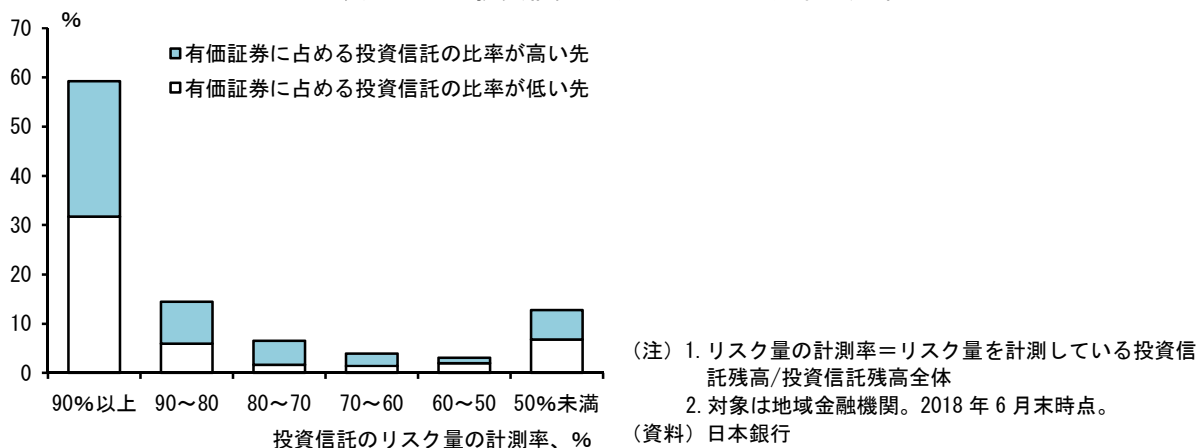
Ⅲ章でみたとおり、地域金融機関は投資信託を積み増すかたちでリスクテイクを積極化させており（図表Ⅲ-1-24）、そのなかで、海外金利や株式リスクのほか、信用、不動産、為替など多様な市場リスクを抱えるようになってきている。例えば、海外金利投信の組入資産は、主としてソブリン債であるが、信用リスクの相対的に高い商品を組み入れている投資信託も少なからずある。また、近年、大幅に増加している不動産ファンド向け出資には（図表Ⅴ-3-16）、海外投資家のプレゼンスが高い首都圏のオフィス、商業施設の占める割合が大きい（図表Ⅴ-4-7）。海外市場で発生した負のショックが海外投資家の行動を経由して、わが国の不動産市場に影響を及ぼす可能性もある（BOX2）。

図表Ⅴ-4-7 不動産ファンドが保有する物件の構成比



(注) 1. 「その他首都圏」は、東京23区を除く1都3県（東京都、埼玉県、千葉県、神奈川県）。
2. 2017年12月末時点。
(資料) 不動産証券化協会

図表Ⅴ-4-8 投資信託のリスク量の計測率の分布



もっとも、金融機関の投資信託にかかるリスク量の捕捉力（リスク計測率）をみると、半分強の先では90%以上のリスクを管理対象にしているが、必ずしもリスクを十分に捕捉できていない先も少なくない（図表Ⅴ-4-8）。金融機関は、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し、採算性やリスクの大きさ・相関を踏まえた管理・運用体制を整備しておく必要がある。その際には、国際金融市場のボラティリティの上昇や国内不動産市

場の局面の変化など、その時々市場環境の変化を速やかに反映しつつ、資産の時価変動や期間収益への影響などを多面的に分析するとともに、ストレス時の対応方針を組織的に検討しておくことも重要である。

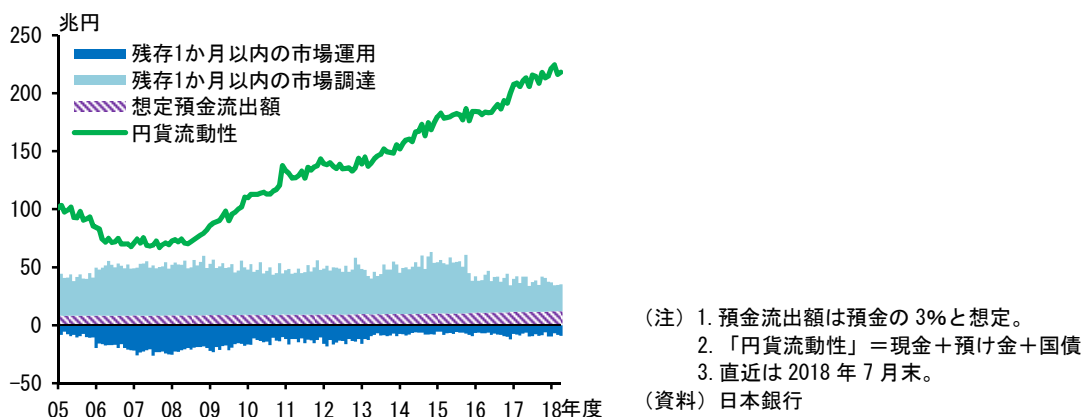
5. 資金流動性リスク

続いて、資金流動性リスクについて、円貨、外貨の順に評価する。

円貨資金流動性リスク

金融機関は、円資金については十分な資金流動性を有している。円の運用・調達構造をみると、①安定的なリテール預金が調達の中心であること、②預金残高が貸出を大きく上回っていること、③当該預貸差部分の多くを国債など流動性の高い有価証券や日本銀行預け金で運用していることなどから、安定性は高い。ストレス時においても、想定される資金流出を大幅に上回る流動資産を確保しており、十分な短期ストレス耐性を備えていると評価できる（図表V-5-1）³⁰。

図表V-5-1 大手行の円貨流動性のストレス耐性



外貨資金流動性リスク

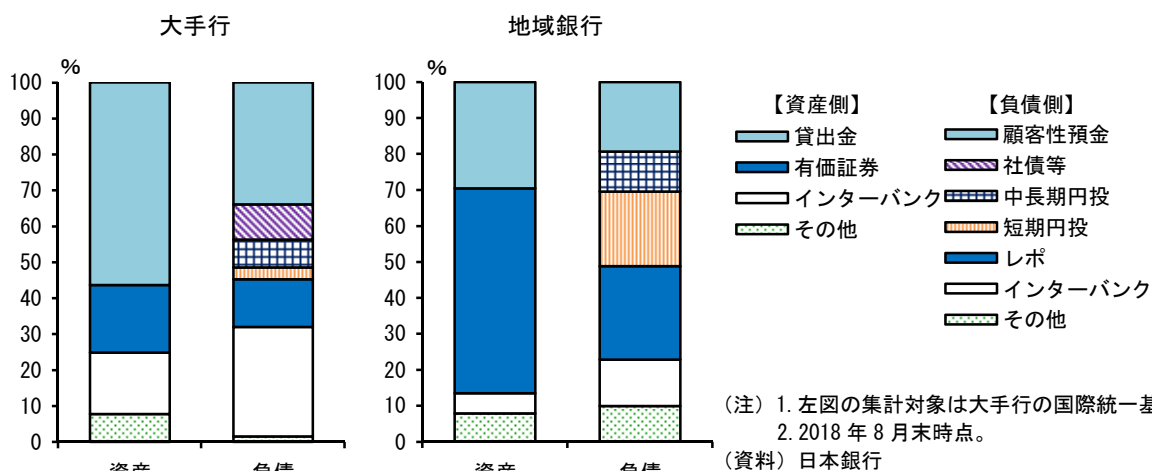
外貨資金については、円資金に比べると、市場性資金の調達割合が高いが、安定性調達の比重を着実に高めてきているほか、一定期間市場調達が困難化しても、資金不足をカバーできる流動性準備を確保している。

大手行の外貨のバランスシートをみると（図表V-5-2）、運用面では相対的に期間の長い貸出が多い一方、調達面では顧客性預金の割合が約1/3と最も大きく、次いでインターバンク

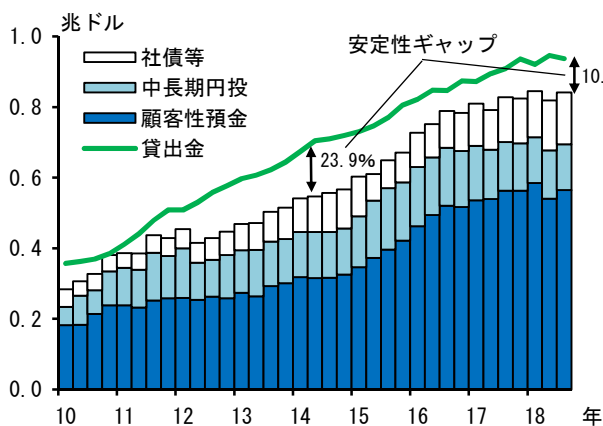
³⁰ 流動性カバレッジ比率（LCR）の考え方に準拠し、「1か月以内に満期が到来する市場性調達と預金全体の3%の流出」を想定。

調達割合が大きくなっている。こうした運用・調達構造の安定性を評価するうえでは、流動性の乏しい貸出金と、顧客性預金、中長期円投、社債（TLAC 債を含む）の安定性調達との差額である「安定性ギャップ」が有用な指標である。大手行の安定性ギャップは、やや長い目でみて縮小傾向にある（図表V-5-3）。この点、米国全体でみた銀行預金の伸び率が低下傾向にあるが、これには、FRBの利上げや米財務省による短期国債の増発が影響しているとみられる（図表V-5-4）³¹。すなわち、銀行預金と代替的な金融資産のリターンの上昇は、預金保有の機会費用を高め、預金からの資金シフトを促す側面がある。特に、短期国債（を投資対象とするMMF）は、銀行預金と代替的な安全資産であるため、短期国債の増発とその

図表V-5-2 業態別の外貨建てバランスシート

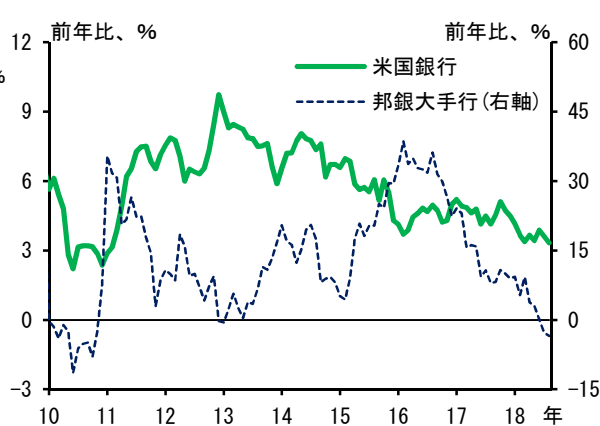


図表V-5-3 大手行の安定性ギャップ



(注) 1. 「社債等」と「中長期円投」は、2012年3月末までは3か月超、2012年6月末以降は1年超の調達。
2. 図中の計数は、貸出金に対するギャップの比率（2014年4月末と2018年8月末）。
3. 集計対象は国際統一基準行。直近は2018年8月末。
(資料) 日本銀行

図表V-5-4 米国銀行の預金と邦銀の外貨預金

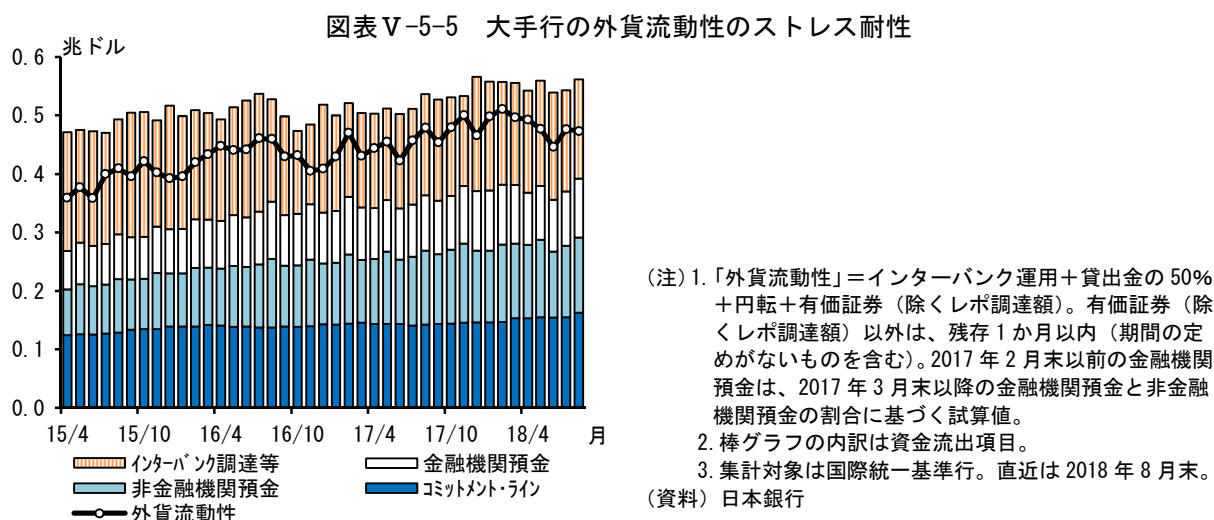


(注) 1. 「米国銀行」は、非米銀の米国内支店を含む。「邦銀大手行」の集計対象は大手行の国際統一基準行。
2. 直近は2018年8月末。
(資料) FRB、日本銀行

³¹ 米国の短期国債の発行残高は、減税を伴う税制改革や国防費等の歳出増による財政赤字の拡大を背景に、2016年以降、約7千億ドル増加している（2018年7月時点）。

金利の上昇は銀行預金をクラウドアウトする方向に作用し得る。今後も米国債の増発が続くとみられるなか、金利の上昇が続くと、預金保有の機会費用が一層高まり、預金の伸びがさらに低下する可能性も考えられる。顧客性預金には、金融機関預金や満期の短い定期預金など、金利感応度が高かったり、ストレス時に流出しやすい預金も含まれている点には留意が必要である。

短期ストレス耐性については、大手行は、ストレス時に想定される資金流出額をカバーするだけの流動性資産を概ね確保しているが、資金流出項目の中には、未使用のコミットメント・ラインからの引き出しや顧客性預金の流出など金融機関にとって偶発的な要因が一定の割合で含まれている（図表V-5-5）³²。大手行は、コミットメント・ラインや預金の属性分析の結果をリスク管理に反映させる取り組みを進めているが、取引相手や商品ごとの属性も勘案して、流出リスクをさらにきめ細かく管理していくとともに、安定調達基盤の一層の拡充に取り組んでいく必要がある。



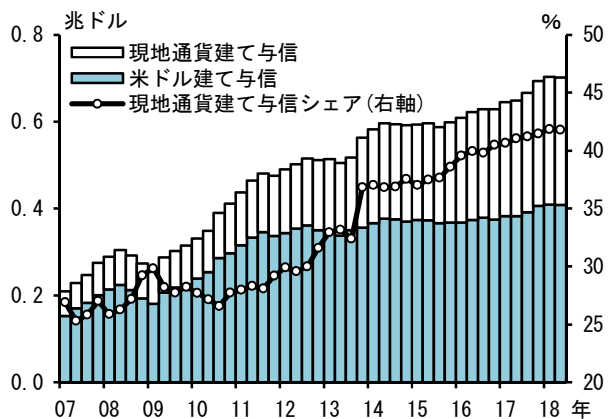
次に、地域銀行の外貨のバランスシートをみると、大手行と比べ、調達面ではレポや円投といった短期市場調達への依存度が高い一方、運用面では流動性の低い貸出のウエイトが小さく、米国債などの有価証券のウエイトが大きい（図表V-5-2）。このため、全体としてストレス時に想定される資金流出額を概ねカバーするだけの流動性資産を保有している。

なお、大手行を中心とする邦銀の海外与信では、ドル以外の現地通貨建て貸出のウエイトが、アジア向けを中心に引き続き上昇傾向にある（図表V-5-6）。アジア各国における現地通貨建ての預貸率はひと頃に比べ低下しているが、円投やインターバンクなど市場性調達への

³² 図表V-5-5では、残存期間1か月以内（期間の定めがないものを含む）の資産・負債について、①金融機関預金とインターバンク調達等（中央銀行等調達を除く）が全額流出する、②非金融機関預金およびインターバンク調達等（うち中央銀行等調達）の40%が流出する、③未使用のコミットメント・ラインの30%が引き出される、④貸出金の50%が短期返済されるので外貨流動性としてみなされると想定した。レポ調達は、資金流出および外貨流動性のいずれにも含めていない。

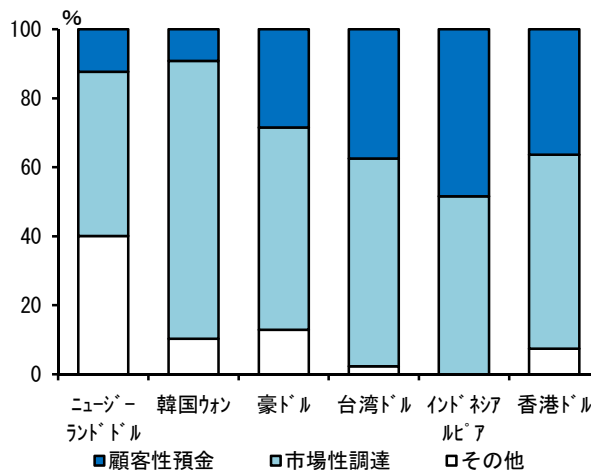
依存度の高い通貨が引き続きみられる（図表V-5-7）。現地通貨建て資金の調達市場は相対的に流動性が低いため、金融機関は、地場銀行とのコミットメント・ラインの締結や中長期調達手段（スワップ・資本等）の活用などを含め、引き続き安定調達基盤の拡充に取り組んでいく必要がある。

図表V-5-6 邦銀の通貨別アジア向け与信



(注) 1. 与信の対象には、貸出のほか、債券や株式等を含む。
 2. 「米ドル建て与信」は、現地通貨建てクロスボーダー与信のほか、米ドル建て以外の外貨建て与信を含む。
 3. 直近は2018年6月末。
 (資料) BIS “Consolidated banking statistics”

図表V-5-7 大手行の通貨別調達構造



(注) 集計対象は大手5行。直近の預貸率が高い6通貨について、主要な調達項目を集計。2018年6月末時点。
 (資料) 日本銀行

非米系銀行の外貨調達に関する国際比較

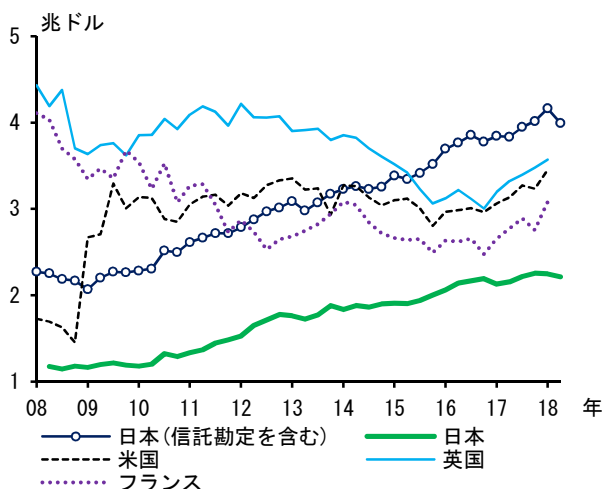
本邦銀行は、グローバルな金融危機以降、デレバレッジを進める欧米銀行と対照的に、ドル建てを中心に対外債権を一貫して増加させてきた（図表V-5-8,9）。他方、ドル調達におけるクロスカレンシー調達（為替スワップ・通貨スワップによる調達）への依存度について、BIS 国際資金取引統計（以下 BIS 統計）をもとに国際比較すると、邦銀は欧州の銀行に比べ高水準となっている（図表V-5-10）。これは、一見すると、邦銀が市場ストレス時に流動性の低下しやすい為替スワップの調達によって、外貨建てバランスシートを拡大させてきたかの印象を与えるが、これには BIS 統計のカバレッジの違いが影響しており、解釈には一定の留意が必要である。BIS 統計からクロスカレンシー調達額を算出する際には、「ドル建て資産とドル建て債務の乖離幅」が代理変数として用いられる。BIS 統計における邦銀の計数は銀行勘定のほかに、信託勘定も含んでいるのに対して、米欧銀行の計数は（一部を除き）銀行勘定のみを対象としている³³。信託勘定には機関投資家や家計等のドル建て資産が計上されているため、信託勘定まで含めてクロスカレンシー調達額を計算すると、機関投資家のドル建て資産のファイナンス分も含めて³⁴、銀行自身が為替スワップにより調達を行うかのよう

³³ BIS ガイドラインでは、BIS 統計は銀行勘定のほか信託勘定も含んだベースで作成することが推奨されているが、国により取扱いは異なっている。

³⁴ 機関投資家（生保、年金、証券投資信託）は、外貨資産投資のための外貨調達を、為替アウトライト、為替スワップ、外貨保険料収入などで行っている。

なミスリーディングなものになってしまう。一定の仮定のもとで信託勘定を除くベースの計数を推計してみると、邦銀のクロスカレンシー調達への依存度は大幅に低下し、国際的に極端に高い訳ではないことが確認できる。また、大手行の外貨調達に占める円投調達の割合をみると、近年の安定調達基盤の拡充に向けた取り組みを反映して、クロスカレンシー調達の依存度ははっきりと低下している（図表V-5-11）³⁵。こうした点を踏まえると、国際的にみて、本邦金融機関の外貨調達における為替・通貨スワップ市場への依存度がとりわけ高いわけではないと考えられる。

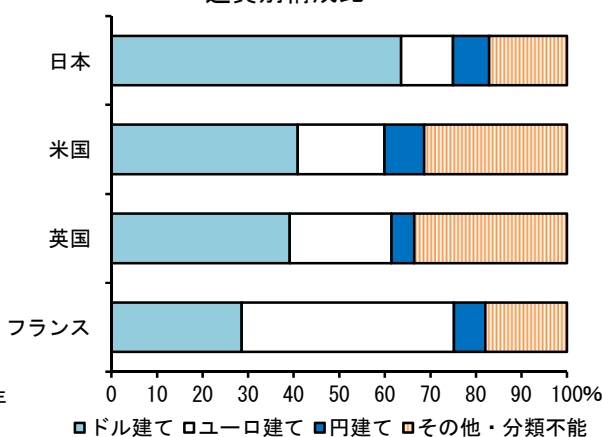
図表V-5-8 国籍別にみた銀行の対外債権



(注) 国際与信残高（最終リスクベース）。直近は、「日本（信託勘定を含む）」、「日本」が2018年6月末、その他が2018年3月末。

(資料) BIS “Consolidated banking statistics”、日本銀行

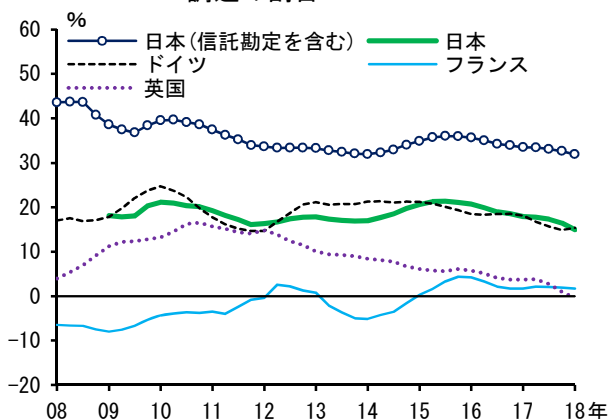
図表V-5-9 国籍別にみた銀行の対外債権の通貨別構成比



(注) 2018年3月末時点。

(資料) BIS “Consolidated banking statistics” “Locational banking statistics”、日本銀行

図表V-5-10 非米系銀行のドル調達に占める為替スワップ／通貨スワップ調達の割合



(注) 後方4四半期移動平均。直近は2018年3月末。

(資料) BIS “Locational banking statistics”、日本銀行

図表V-5-11 邦銀大手行の外貨調達に占める為替スワップ／通貨スワップ調達の割合



(注) 集計対象は国際統一基準行。直近は2018年8月末。

(資料) 日本銀行

³⁵ BIS 統計をもとに算出した邦銀のクロスカレンシー調達の依存度は、信託勘定を除くと下方シフトするが、時系列的にみると、おおむね横ばいで推移している（図表V-5-10）。これは、一部の金融機関において、為替スワップ依存度が低下していないためと考えられる。もっとも、これらの金融機関は、多くの流動性バッファ（市場流動性の高い有価証券）を保有しているため、ストレス耐性を備えている。

VI. マクロ・ストレステスト

前章では、金融機関の自己資本がリスク量対比で総じて充実した水準にあることを確認した（図表V-1-3）。もっとも、個別にみるとばらつきが大きく、リスク量が自己資本の水準を上回る金融機関もみられるほか（図表V-1-4）、内部留保蓄積の源泉となる基礎的収益力に今後も下押し圧力がかかり続ける可能性を踏まえると、金融機関のストレス耐性について、より詳しく検証する必要がある。そこで、本章では、近年の金融機関行動の変化も踏まえながら、景気悪化時に金融機関のリスク量と自己資本のバランスにどのような変化が起こり得るか、マクロ・ストレステストによる検証を行う。

具体的には、内外の金融経済情勢がリーマンショック時並みに悪化する状況（テールイベント・シナリオ）を想定して、金融機関の損失吸収力を検証する。このシナリオは、本レポートにおいて毎回（半年ごとに）設定しているものだが、同規模のストレスであっても、その時々金融機関のリスクプロファイルや財務基盤に応じて、金融システムへの影響度は異なり得る。例えば、低金利環境の長期化により、金融機関のリスクテイクの度合いが強まれば、同規模のマクロショックであっても、信用コストや有価証券の損失が膨らむと予想される。また、基礎的収益力の低下が続いているため、同規模のストレスであっても、当期純利益が赤字に陥る金融機関数が増えていくことも考えられる。なお、テールイベント・シナリオは、上述の点検・分析を有効に行うことを目的に仮想的に設けたものであり、経済や資産価格などの先行きに関する日本銀行の見通しを示すものではなく、また、蓋然性の高さを示すものでもない。

1. ベースライン・シナリオとテールイベント・シナリオ

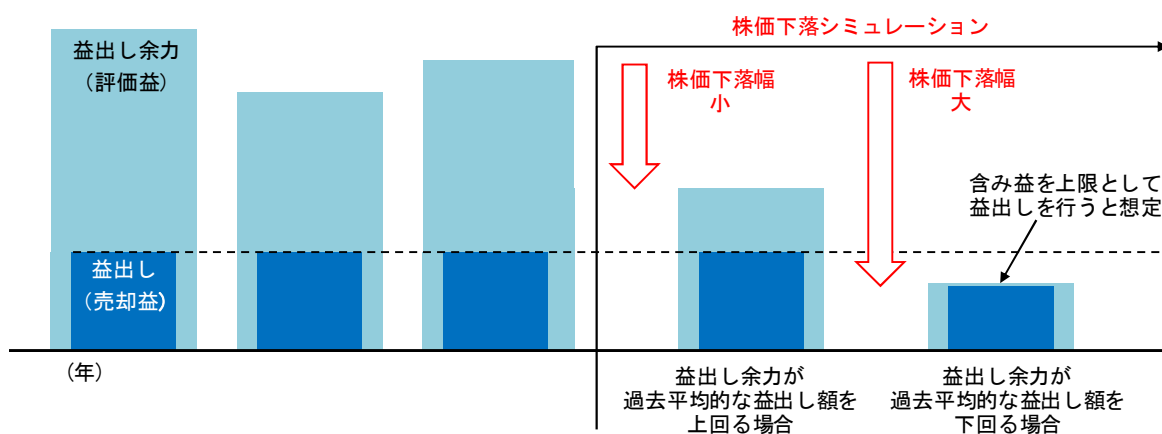
ストレステストの対象は、銀行 114 行と信用金庫 253 庫（貸出残高に占めるウエイトは 8～9 割程度）、ストレスを与える期間は、2018 年 10～12 月期から 2021 年 1～3 月期の 2 年半である。シミュレーションでは、日本銀行金融機構局が構築した「金融マクロ計量モデル」を用いる³⁶。同モデルは、①金融セクターと実体経済セクターの 2 部門からなる計量モデルであり、両部門間の相互作用を取り込んでいる、②金融セクターについては、全体の集計値だけでなく、個別金融機関の BS/PL の変動も分析できる、という特徴がある。

今回のストレステストを実施するにあたり、金融機関行動の実態をより適切に捉えるために、有価証券関係損益に関するモデルの精緻化を行った。従来のシミュレーションでは、単

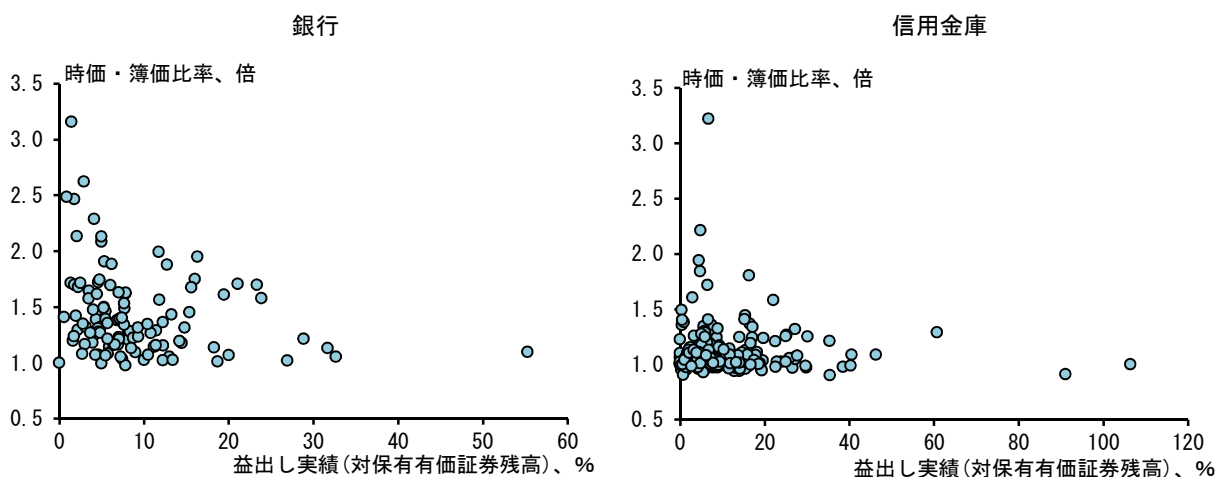
³⁶ 詳しくは、以下の論文を参照。北村富行・小島早都子・高橋宏二郎・竹井郁夫・中村康治、「日本銀行のマクロ・ストレス・テストについて」、日本銀行調査論文、2014 年 10 月。

純化のために、各金融機関の有価証券売却益について、直近の実績値で横ばいと想定していた。しかし、近年、金融機関が有価証券の益出しを積極化させてきたことから、含み益（益出し余力）が低下する傾向にあり、過去と同じペースで益出しを行うことができない金融機関も増えてきている（図表V-2-7）。そこで、今回のシミュレーションでは、有価証券売却益について、過去3年平均と同等額の益出しを行うことを前提とするが³⁷、各金融機関の含み益を益出し額の上限として設定した（図表VI-1-1）——ただし、株式等の含み益が枯渇した場合には、債券の含み益で補填すると想定した——。また、金融機関の中には、益出し後に投信へ再投資することにより、保有有価証券の簿価を徐々に切り上げながら（時価・簿価比率を低めながら）、株式等へのエクスポージャーを拡大させる動きもみられる（図表VI-1-2）。

図表VI-1-1 有価証券の益出しの上限設定



図表VI-1-2 有価証券の益出しと時価・簿価比率の関係：金融機関の散布図



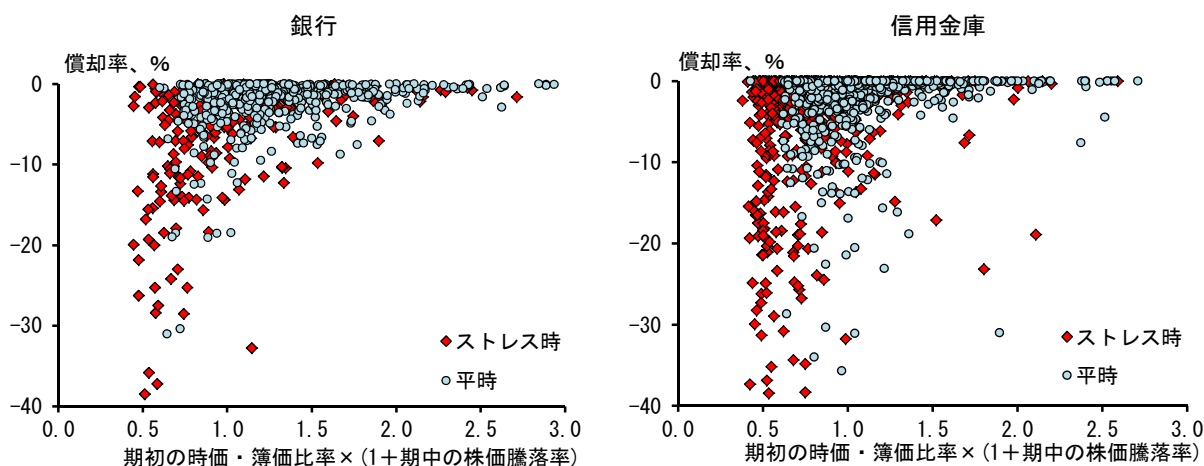
(注) 1. 有価証券は株式と株式投資信託の合計で、残高と比率は2018年3月末時点。
2. 益出しは株式売買損益と投資信託解約益の合計で、実績は2015~17年度の累計額。

(資料) 日本銀行

³⁷ 政策投資保有株式については、含み益が存在しても、取引企業との関係から、これまでと同じペースで売却を進めることができるかどうか不確実であるが、シミュレーション上は売却が可能と想定している。また、債券については、外債と国内債のネット合計で見ると含み益が枯渇しても、グロスベースでどちらかの含み益がプラスであれば、これを実現することは可能である。ただし、本シミュレーションでは、単純化のために、債券の益出しの上限を、外債と国内債をネット合計したベースで設定している。

こうした金融機関では、ストレス発生時の損益への影響が大きくなると考えられる。実際、期初の時価・簿価比率が低い金融機関ほど、株価が大きく下落した局面では、償却率が非線形的に拡大する傾向がある（図表VI-1-3）。今回のストレステストでは、金融機関の保有有価証券の時価・簿価比率と償却率の関係をモデル化したうえで、有価証券の含み損が拡大した場合に、減損が計上されるメカニズムも導入した³⁸。

図表VI-1-3 有価証券の時価・簿価比率と償却率の関係：金融機関の散布図



(注) 1. サンプル期間は2006年度から2012年度。ストレス時は2007・2008年度で、平時はその他の年度。
 2. 有価証券は株式と株式投資信託の合計。
 3. 償却率＝－株式等償却/有価証券の簿価（償却前）
 (資料) 日本銀行

ベースライン・シナリオ

シミュレーションのベースラインは、複数の調査機関や市場の平均的な見通しを踏まえ、「海外経済が着実な成長を続けるもとで、わが国経済は先行きも緩やかな拡大を続ける」ことを前提とする³⁹。また、国債金利は本年8月下旬時点のイールドカーブに沿って推移し、株価（TOPIX）や外国為替相場は同年8月の水準で横ばいで推移すると想定している。

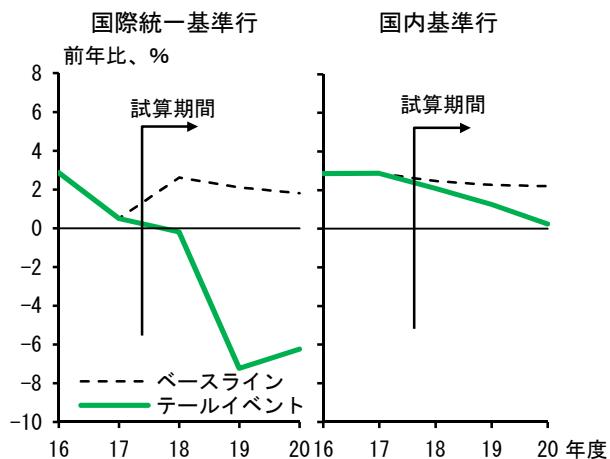
シミュレーションによれば、貸出残高は、内外経済が緩やかに拡大するもとで、前年比2%台のペースで増加を続ける見通しであるが（図表VI-1-4）、貸出利鞘については、金融機関間の貸出競争から国内向けを中心に緩やかな縮小傾向が続く見通しである（図表VI-1-5）。この結果、資金利益も国内基準行を中心に緩やかな縮小が続く姿となる（図表VI-1-6）。この間、信用コストは企業の良好な財務状況を反映して低水準で推移する（図表VI-1-7）。当期純利益

³⁸ このほか、配当の想定についても見直しを行っている。従来のシミュレーションでは、単純化のため、金融機関によらず配当性向を一律20%に設定していたが、今回のシミュレーションでは、金融機関毎に過去3年間の配当性向の平均値を想定することにした（ただし、当期純利益が赤字の場合には無配）。これは、①配当性向の水準にかなりのばらつきがあること（図表V-2-8）、②当期純利益が減少するなかでも安定配当（1株当たり配当額の安定化）を維持する金融機関では、配当性向が上昇していること（図表V-2-9）、を踏まえたものである。

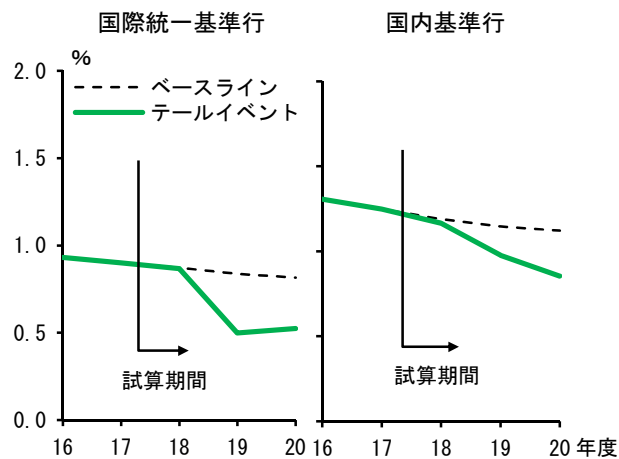
³⁹ ベースライン・シナリオとテールイベント・シナリオにおける主要経済指標については、日本銀行ホームページ（<http://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/fsr181022.htm/>）からダウンロード可能である。

は、長期的にみれば相応に高い水準を維持するが、資金利益と有価証券関係損益の減少を受け、緩やかに低下する見通しである（図表VI-1-8）。自己資本比率については、シミュレーション期間を通じて規制水準を十分に上回る水準で推移する（図表VI-1-9）。ただし、地域銀行

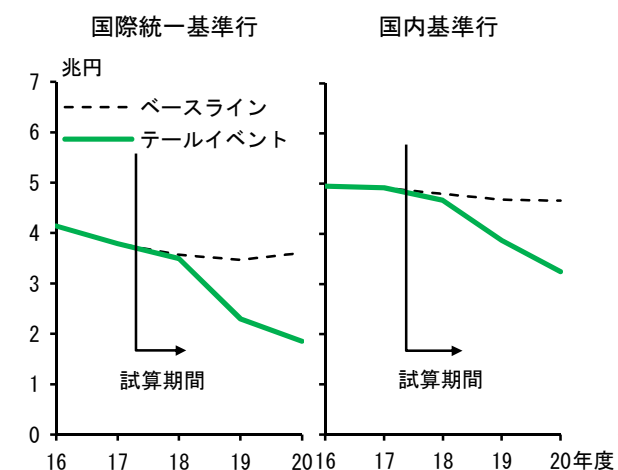
図表VI-1-4 貸出残高



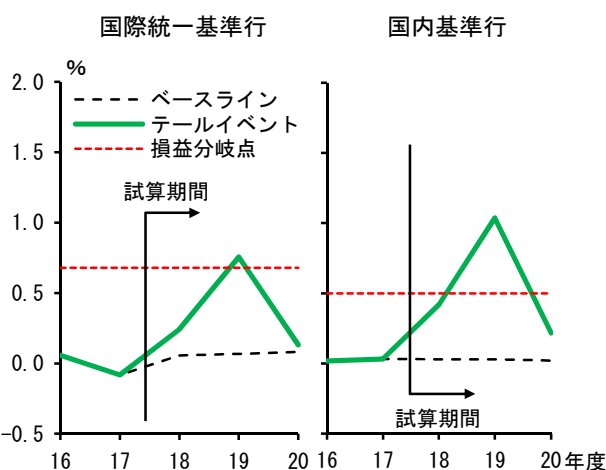
図表VI-1-5 貸出利鞘



図表VI-1-6 資金利益

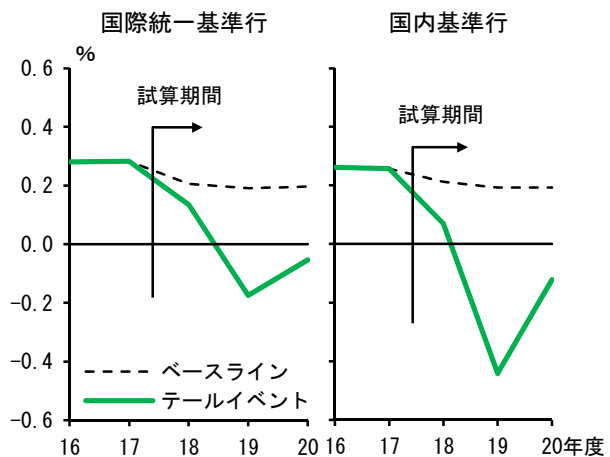


図表VI-1-7 信用コスト率



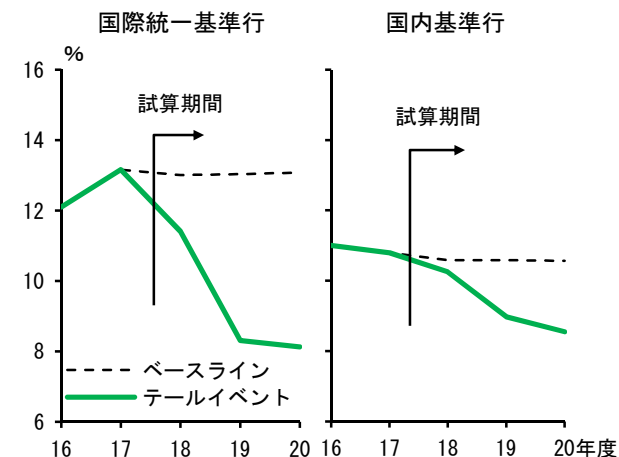
(注)「損益分岐点」は2017年度の実績。

図表VI-1-8 当期純利益



(注) 当期純利益の対総資産比率。

図表VI-1-9 CET1 比率とコア資本比率



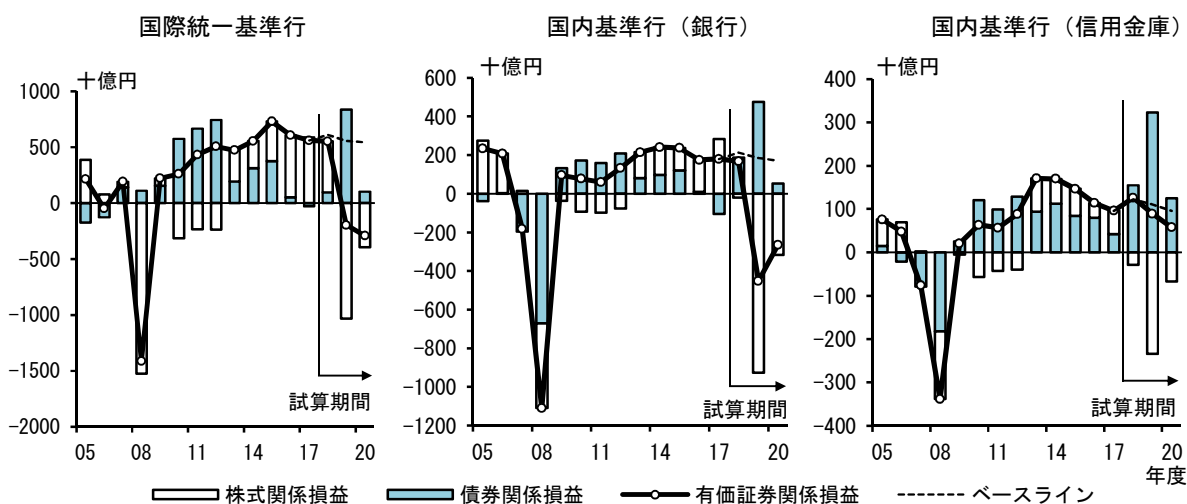
(注) 国際統一基準行は CET1 比率、国内基準行はコア資本比率。経過措置を含むベース。

において、当期純利益が低下傾向にあるもとで配当性向を高めている先では、利益剰余金の積み増しペースがリスクアセットの積み増しペースとの対比で鈍いため、自己資本比率は、バーゼルⅢの経過措置の影響（算入上限額の減額等）と相まって、緩やかな低下が継続する姿となる。

テールイベント・シナリオ

テールイベント・シナリオでは、金融市場でリーマンショック時と同程度の株価（TOPIX）の下落と円高・ドル安、国債金利の低下が生じるとともに、海外経済も当時と同様、大幅に減速する。その結果、わが国の需給ギャップも、リーマンショック時並みまで悪化する。このシナリオに基づくシミュレーションの結果は、次のとおりである。

図表VI-1-10 有価証券関係損益（テールイベント）

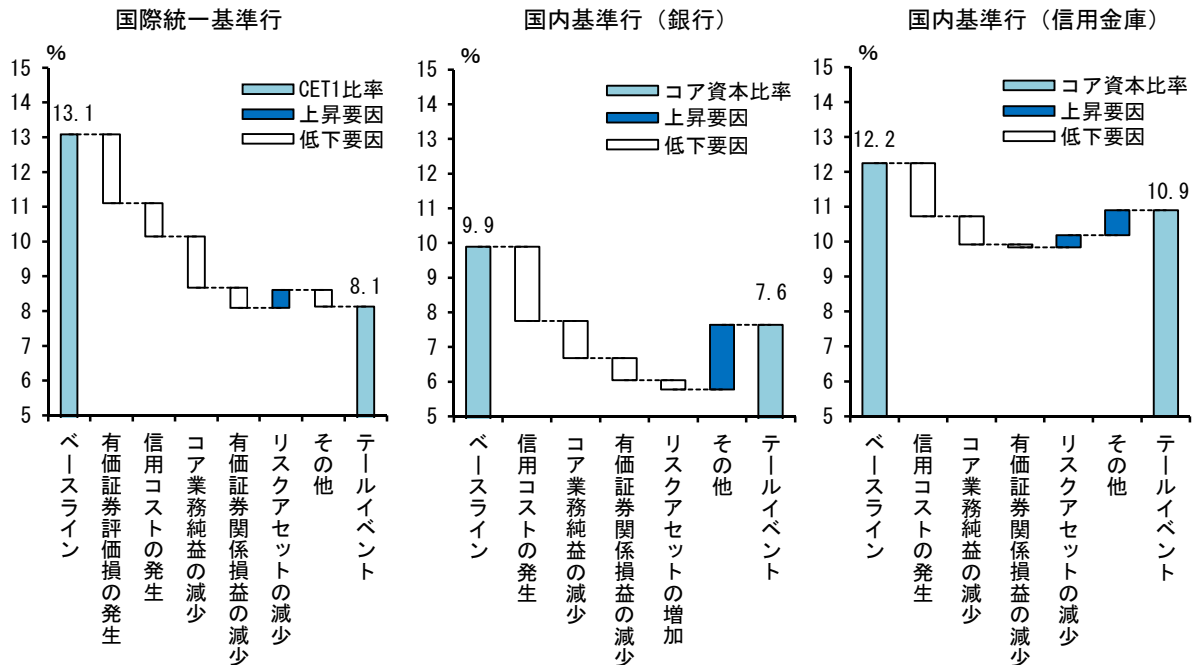


まず、内外景気悪化による資金需要の低迷と貸出利鞘の縮小から、資金利益は大幅に減少する（図表VI-1-4,5,6）。資金利益について、国際統一基準行の方が、国内基準行より大きく低下するのは、国際統一基準行では、円高による海外貸出の円換算値の目減りの影響もあって、貸出残高が大幅に縮小するほか、外貨調達コストが国際金融市場の不安定化から大きく上昇し、貸出利鞘の縮小幅が大きくなるためである⁴⁰。信用コスト率は、内外の大幅な景気悪化を受けて企業の財務も悪化するため、国際統一基準行、国内基準行ともに、損益分岐点信用コスト率を上回る水準まで上昇する（図表VI-1-7）。加えて、株価の大幅下落（ベースライン比 50%強の下落）により、金融機関が保有する株式や株式関連投信の償却損が発生し、有価証券関係損益は大幅なマイナスとなる（図表VI-1-10）。リーマンショック時と同様に、ストレス時の債券価格の上昇（国債金利の低下）から債券の益出し余力は生まれるが、株式

⁴⁰ ドル LIBOR や通貨・為替スワップ市場における外貨調達プレミアムが、リーマンショック時並みに上昇すると想定している。

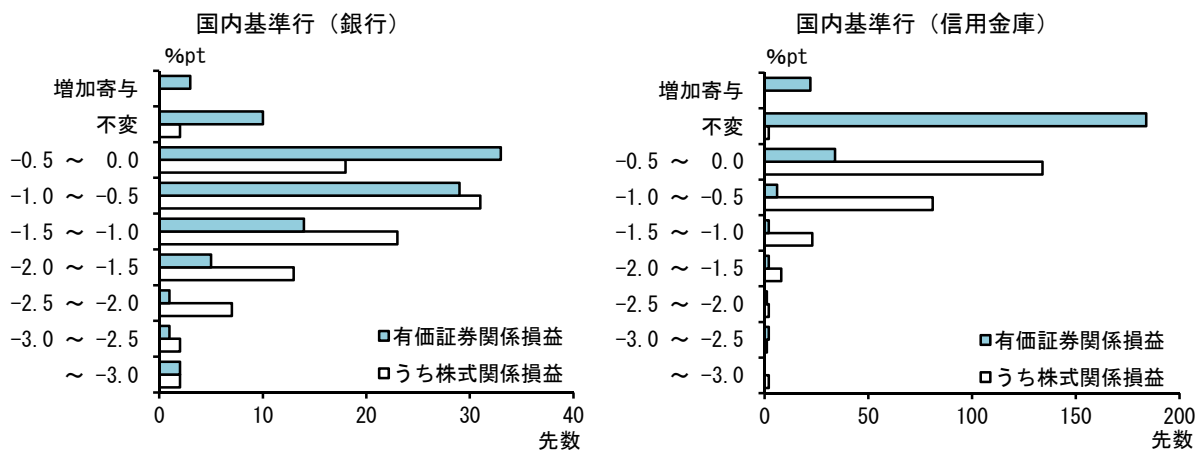
等の償却損を埋め合わせるほどの規模とはならない⁴¹。特に、地域金融機関は、投信へのエクスポージャーを近年拡大させているため（図表Ⅲ-1-24）、株式関係損益のマイナス幅はリーマンショック時よりも大きくなる。

図表VI-1-11 GET1比率とコア資本比率の要因分解（2020年度）



- (注) 1. シミュレーション期間の終期（2020年度末）における、ベースラインとテールイベント・シナリオ下の自己資本比率の乖離要因を表示。「有価証券評価損の発生」は税効果を勘案したベース。
 2. 国際統一基準行はCET1比率、国内基準行はコア資本比率。経過措置を含むベース。
 3. その他は、税金・配当、CET1調整項目等の寄与の合計。

図表VI-1-12 有価証券関係損益のコア資本比率への影響（テールイベント時の寄与度）



(注) シミュレーション期間の終期（2020年度末）における、ベースライン・シナリオからの乖離幅。

これらの結果、当期純利益は全ての業態で大きく減少し（図表VI-1-8）、自己資本比率も相

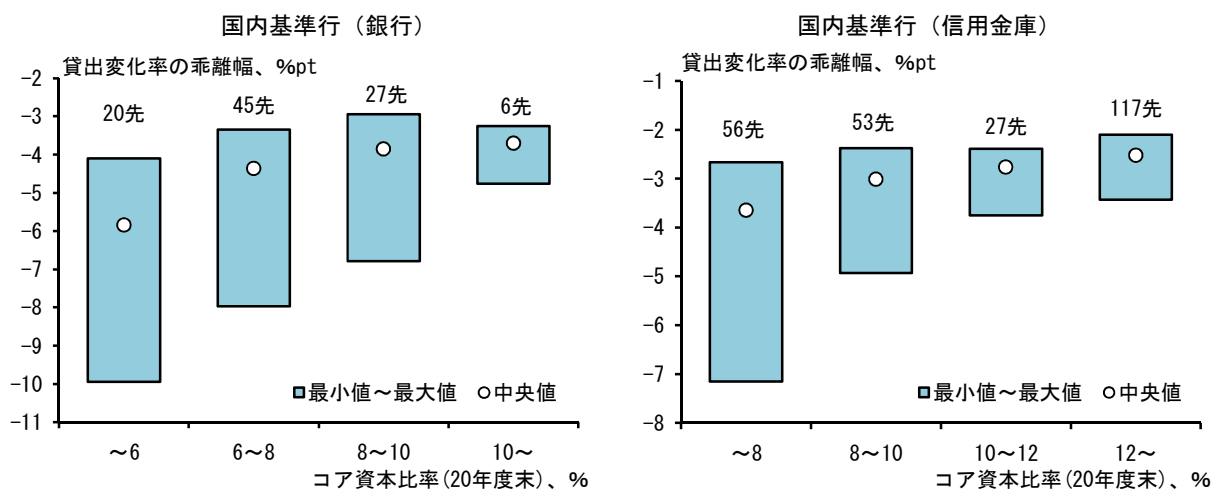
⁴¹ 地域金融機関の債券関係損益は、リーマンショック時に、大幅なマイナスとなっているが、これは一部の金融機関における仕組債の償却損の影響である。近年は、仕組債の保有は限定的である。

応に低下するが、規制水準を上回る水準を確保する（図表VI-1-9）⁴²。低下幅は、有価証券評価損益が自己資本比率に反映される国際統一基準行が最も大きいが、国内基準行では、地域銀行の方が信用金庫に比べて大きくなっている（図表VI-1-11）⁴³。地域銀行では、信用金庫に比べ、株式へのエクスポージャーが大きいこと、債券の評価益が少なくなっていることによるものである（図表VI-1-12）。

金融システムの潜在的な脆弱性

以上の結果が示すように、わが国の金融機関は、大きなストレスの発生に対して、全体的には相応の耐性を備えている。もっとも、マクロプルーデンスの観点からは、以下の3点に留意しておく必要がある。

図表VI-1-13 金融機関の自己資本比率と貸出の下振れ幅（テールイベント）



(注) 貸出変化率の乖離幅は、国内法人向け貸出の累積変化率（2018年3月末→2021年3月末）について、ベースライン・シナリオとの差分をとったもの。

第一は、ストレス時の金融機関の貸出姿勢が、自己資本比率や収益が低下するほど慎重化しやすいことである。実際、今回のテールイベント・シナリオの結果をみても、自己資本比率が規制水準を上回っていても、その水準が低くなるにしたがって、貸出の抑制幅が大きくなる傾向がある（図表VI-1-13）。また、当期純利益の赤字が継続すると、先行き自己資本の低下傾向が見込まれるようになるため、銀行は現在の自己資本が規制水準を上回っても、リスクテイクに慎重になり、貸出を抑制するようになる⁴⁴。テールイベント・シナリオのもと

⁴² ベースライン・シナリオ、テールイベント・シナリオの双方において、経費は2017年度実績の水準で横ばいと想定している。経費が抑制されれば、当期純利益の下振れ幅はシミュレーションの結果よりも縮小する。

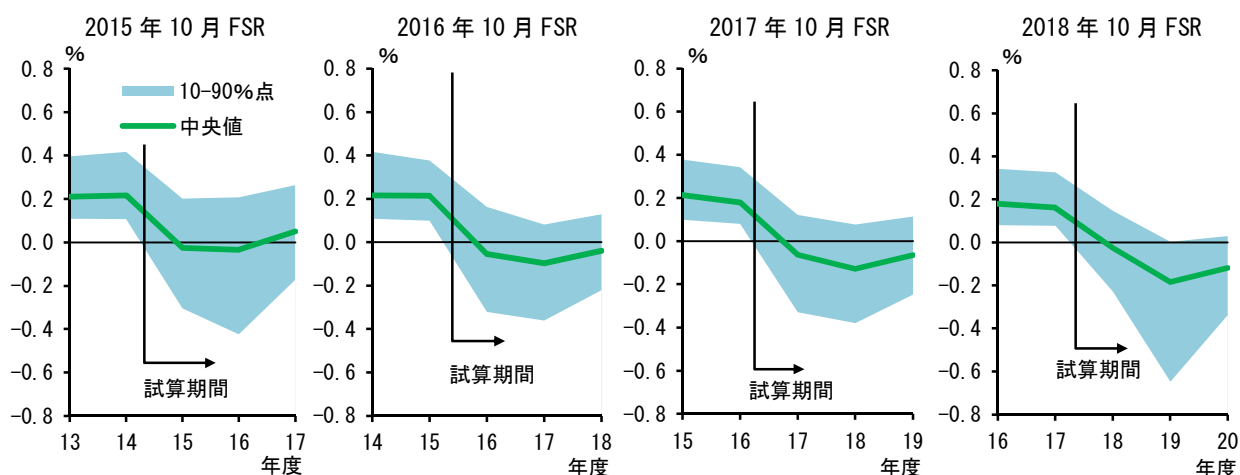
⁴³ 国際統一基準行では、保有有価証券の評価損益がCET1資本に含まれるため、有価証券の売却・償却によりPLに損益を計上するか、有価証券をBSに保有したまま評価損益を計上するかは、自己資本に対し基本的に中立である。有価証券の時価変動が国際統一基準行のCET1資本を変動させる経路は、従来のストレステストでも取り入れており、今回のモデルの見直しは、CET1資本のベースラインからの下振れ幅に影響を及ぼすことはない（有価証券評価損益と有価証券関係損益の入れ繰りをもたらずだけ）。

⁴⁴ 金融機関の収益率の低下が貸出インセンティブを下押しする効果については、「金融システムレポート（2016

では、2期連続して赤字となる金融機関が相当数に達し（図表VI-1-14）、収益力（ROA）の低い金融機関ほど、貸出を抑制する傾向も確認される（図表VI-1-15）。

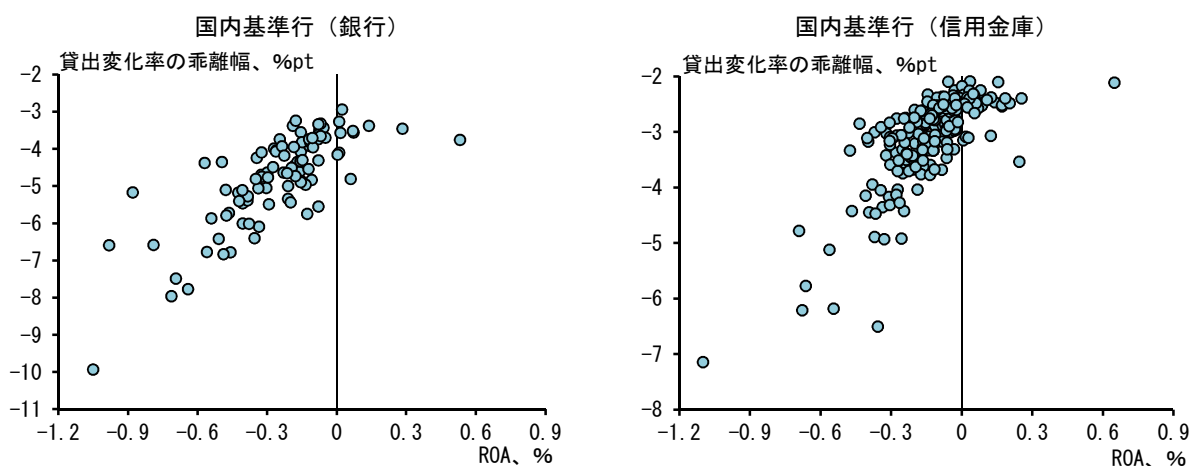
第二は、過去に公表した本レポートのストレステスト結果と比較すると、テールイベント・シナリオにおける金融機関の当期純利益や自己資本比率が徐々に下振れしてきていることである（図表VI-1-14）。これには、有価証券関係損益に関するモデルをより現実に近づける方向で今回精緻化した影響もあるが、資金利益のベースラインが徐々に下振れするもとの累積的に自己資本比率が低下してきていることも影響している（図表V-1-2）。

図表VI-1-14 当期純利益の分布（テールイベント）：過去のストレステスト結果との比較



（注）当期純利益の対総資産比率を表示。対象は国際統一基準行と国内基準行。

図表VI-1-15 金融機関のROAと貸出の下振れ幅（テールイベント）



（注）1. 貸出変化率の乖離幅は、国内法人向け貸出の累積変化率（2018年3月末→2021年3月末）について、ベースライン・シナリオとの差分をとったもの。
2. ROA = (2018～2020年度の当期純利益の平均値) / (2018～2020年度の総資産平均値)

第三は、ストレス時の収益や自己資本比率への影響度がリーマンショック当時と比べても大きくなっていることである。今回のテールイベント・シナリオにおいて、信用コストの増

年10月、V章、BOX5」を参照。

加がピークを越えたあとも、シミュレーション最終期まで当期純利益の赤字が継続するという姿は（図表VI-1-8）、リーマンショック後に当期純利益がV字回復し黒字転化したこととは対照的である（図表V-2-1）。この違いには、資金利益の減少スピードが関係している。リーマンショック当時も、預貸利鞘は緩やかな縮小トレンドにあったが、預金金利の低下余地がまだ残っていたことが資金利益の下支えに作用した（図表Ⅲ-3-4）。また、当時は、金融機関が国債保有による利息増加を図り易かったことも、資金利益の大幅減少の回避に寄与した。しかし、足もとは、これらの要因が作用しにくくなっている。

2. ミドルリスク企業向け貸出増加を勘案したストレステスト

前節では、金融機関のストレス耐性について、株式投信など有価証券投資におけるリスクテイクの影響も考慮しながら点検した。低金利環境が長期化するもとの、金融機関は、有価証券投資のほかに、企業向け貸出の面でもリスクテイクを積極化させている（図表V-3-8）。本節では、金融機関によるミドルリスク企業向け貸出の積極化が金融システムにどのように影響し得るかを、ストレステストにより検証する。

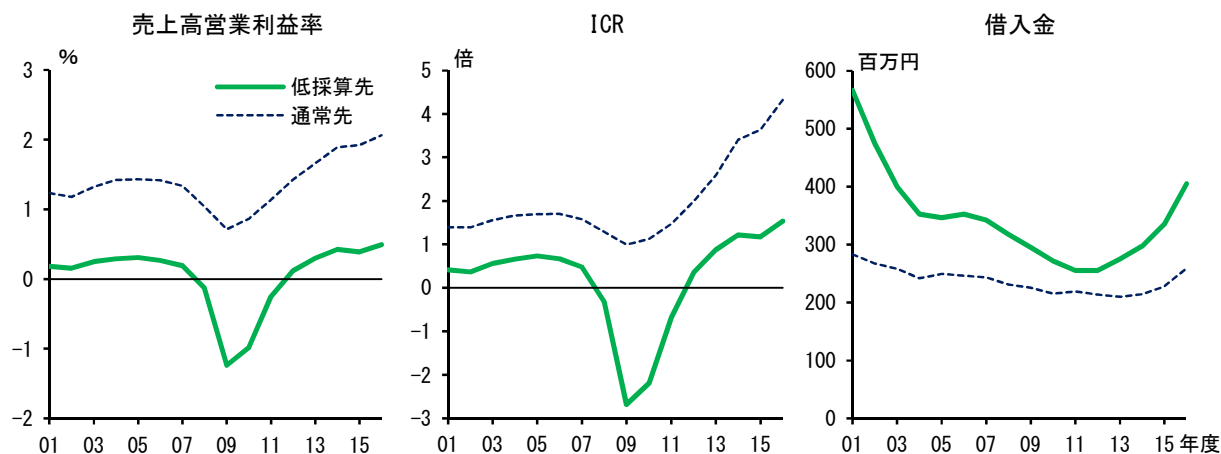
企業の利払い能力の異質性

金融機関の貸出先について、財務状況が脆弱な企業（低採算先）と相対的に健全な企業（通常先）との2つのグループに分けてみると、利払い能力を表すインタレスト・カバレッジ・レシオ（ICR）には大きな違いがみられる⁴⁵。すなわち、ミドルリスク企業を中心とする低採算先のICRは、通常先に比べ、水準が低く、かつ、景気悪化時に落ち込みが大きいという特徴がある（図表VI-2-1）。これは、低採算先は借入残高が大きく、かつ、もともと低い営業利益率が景気悪化時に一層低下する傾向を反映したものであり、金融機関にとってデフォルト率の上昇しやすい貸出先といえる（図表VI-2-2）。

シミュレーションに際しては、こうした企業の利払い能力の異質性を考慮し、信用コストに関するモデルの精緻化を行った。前節（ならびに従来）のシミュレーションでは、企業の利払い能力はみな均質的であると想定し、代表的企業のICRと信用コストの関係をモデル化していた。本節では、企業を低採算先と通常先の2グループに分け、マクロ経済の変動に対するICRの感応度がグループ間で異なることをモデルに取り入れて、シミュレーションを行う。また、各金融機関における低採算貸出比率のばらつきを考慮し（図表V-3-8）、同比率の水準に応じて金融機関の信用コストが変化するようモデル化した。

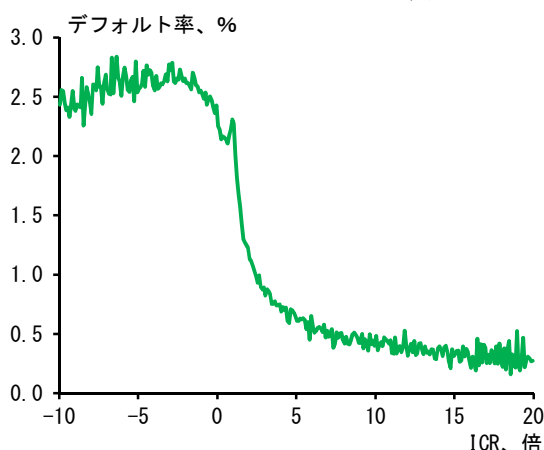
⁴⁵ ここでは、財務内容の相対的に悪い貸出先のうち、銀行が貸出金利の水準を信用リスク対比で低めに設定している先を、「銀行にとって採算が低い貸出先（低採算先）」と呼ぶ。それ以外の企業は、「通常の貸出先（通常先）」と呼ぶ。企業の分類方法については、「金融システムレポート（2018年4月、VI章）」を参照。

図表VI-2-1 企業の財務指標



(注) 対象は中小企業。売上高営業利益率と ICR は各企業分布の中央値、借入金は 1 社当たり平均値。直近は 2016 年度。
 (資料) 帝国データバンク

図表VI-2-2 企業の ICR とデフォルト率



(注) サンプルは、1999 年 1 月から 2018 年 3 月の中小企業の決算データ。3 か月以上延滞、破たん懸念先以下へのランクダウン、信用保証による代位弁済を、デフォルトと定義。ICR が一定区間の値をとるサンプルについて、デフォルトの有無を判定しデフォルト率を計算。
 (資料) CRD

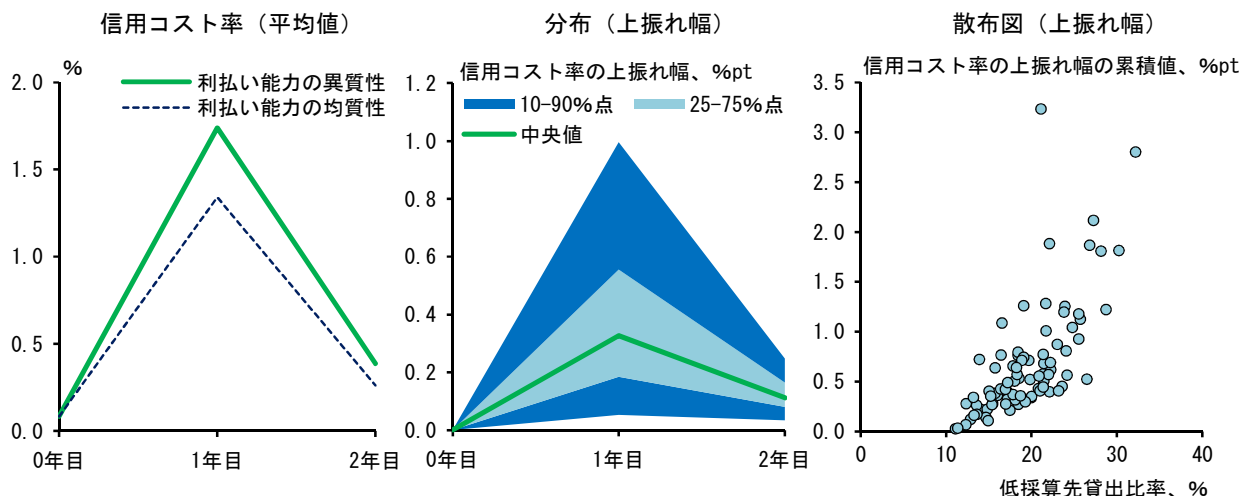
ストレステストの結果

ストレス・シナリオは、前節と同じテールイベント・シナリオを用いる。テストの対象は、地域銀行（国内基準行）に限定する。信用金庫は、低採算貸出比率について信頼性の高いデータが利用可能でないため、テストの対象から除いた。

企業の利払い能力の異質性、ならびに各金融機関における低採算先向け貸出のエクスポージャーを考慮した場合、信用コスト率は（利払い能力の均質性を前提とした前節のテスト結果に比べ）大きく上振れし、1%台後半まで上昇する（図表VI-2-3）。これは、1990年代後半の金融危機時に比べると低いものの、時系列的にみると相応に高い水準といえる。特に、低採算先向け貸出比率の高い金融機関ほど、信用コスト率の上振れ幅が大きくなる傾向がある。その結果、自己資本比率は、利払い能力の均質性を前提とした前節のテスト結果に比べ、0.5%ポイント強下振れする（図表VI-2-4）。低採算先向け貸出比率の高い金融機関ほど、自己資本比率の下振れ幅が大きくなっているほか、その後の貸出の抑制幅も相応に大きくなっている（図表VI-2-5）。近年の金融機関による低採算貸出の増加は、将来、金融脆弱性を高め

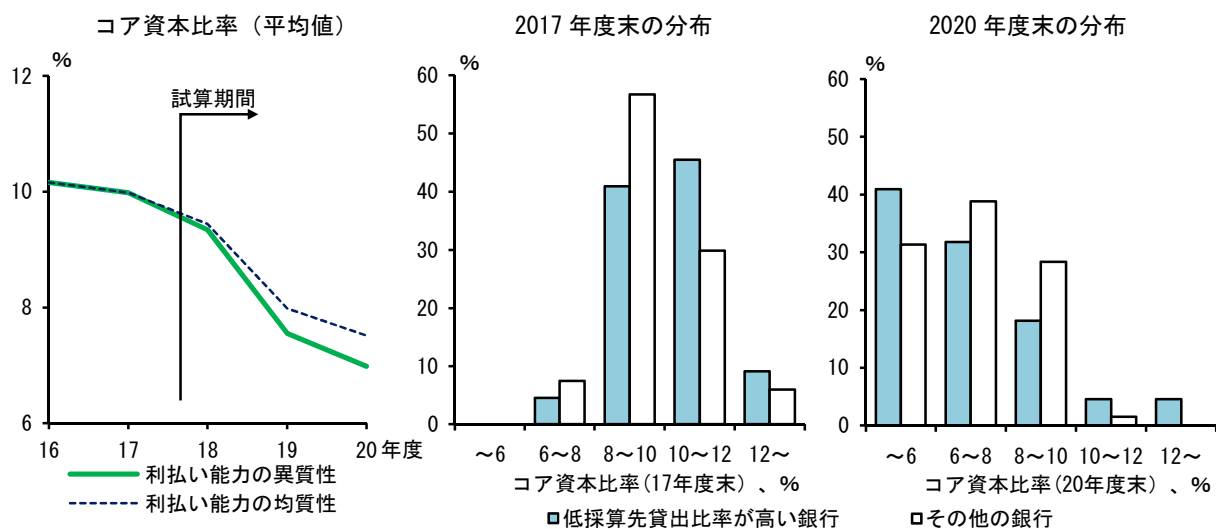
る要因になり得ることを示唆していると考えられる。

図表VI-2-3 信用コスト率（テールイベント）：企業の利払い能力の異質性を考慮した場合



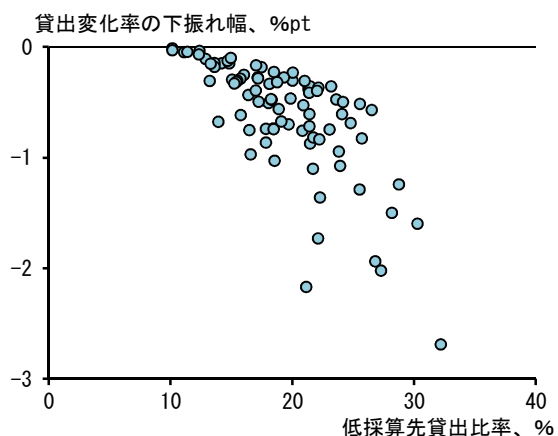
(注) 中図の縦軸は、企業の利払い能力の異質性を考慮した場合と、利払い能力の均質性を前提とした場合の信用コスト率の乖離幅を表示。対象はデータが低採算先貸出が推計可能な地域銀行（国内基準行）。右図の縦軸は、2018～2020 年度にかけての信用コスト率の乖離幅の累積値。

図表VI-2-4 コア資本比率（テールイベント）：企業の利払い能力の異質性を考慮した場合



(注) 「低採算先貸出率が高い銀行」は、同比率が上位 25%に含まれる銀行。対象は低採算先貸出率が推計可能な地域銀行（国内基準行）。

図表VI-2-5 銀行の低採算先向け貸出比率と貸出の下振れ幅（テールイベント）



(注) 縦軸は、国内法人向け貸出の累積変化率（2018年3月末→2021年3月末）について、企業の利払い能力の異質性を考慮した場合と、利払い能力の均質性を前提とした場合の差分をとったもの。対象は低採算先貸出率が推計可能な地域銀行（国内基準行）。

Ⅶ. 将来にわたる金融安定の確保に向けて

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。金融機関のリスクテイクは徐々に積極化しており、信用量が経済成長を上回る伸びを続けるなど、金融仲介活動は活発である。もっとも、金融機関のリスクテイクの拡大にも拘らず、基礎的収益力の低下が続く状況は変わっていない。金融機関において、リスクに見合ったリターンを必ずしも確保できないアセットの蓄積が続くと、金融機関の資本基盤が脆弱化し、負のショックが発生した際に金融仲介機能への制約が強まる可能性がある。

金融機関の基礎的収益力低下の背景には、低金利環境の長期化に加え、人口減少下での内需型産業の成長期待の低迷や、これに伴う企業部門の慢性的な貯蓄超過という構造的な要因が作用している。預貸率の低下に直面した多くの金融機関が貸出量の拡大に注力し、金融機関間の金利競争が激化している⁴⁶。また、実質無借金企業が増加するも、金融機関の企業向け貸出において、信用リスクに見合った利鞘の確保が難しい低採算先向けの割合が徐々に高まっている。こうした点を踏まえると、金融機関が持続可能なかたちでリスクに応じた適正な収益を確保していくには、企業部門における中長期的な成長期待の高まりが不可欠である。

このところ、インバウンド観光、医療・福祉、環境・防災・まちづくりなど、人口減少下でも成長できる国内事業分野が出てきているほか、IoTやAI、ビッグデータ等のデジタル技術革新は、その活用如何によって幅広い産業に変革と成長の機会を提供するものである。こうした前向きな動きを持続的な成長力に繋げていくには、企業自身の生産性向上努力や政府による規制・制度改革、イノベーションの促進など、幅広い主体による取り組みが重要であるが、金融機関の果たし得る役割も大きい。顧客企業への積極的な働きかけ（デットガバナンス）を通じて、①成長分野での新規事業立ち上げや商圏・事業領域の拡大、海外展開、技術開発といった企業の前向きな取り組みを後押しすること、②事業承継や慢性的な人手不足への対応、不採算分野からの撤退など、企業の経営課題の解決に向けた支援を強化していくことなどである。こうした取り組みは、顧客企業の資金需要の増加や利払い能力の改善に繋がり、ひいては、預貸利鞘の改善や信用コストの低下を通じて、金融機関自身の収益にも好影響を及ぼすと考えられる。金融機関は、これら中長期的課題への取り組みを既に進めているが（BOX4）、収益力の底上げとして結実するには、なお時間を要するものと考えられる。

こうした認識のもと、わが国金融システムが将来にわたって安定性を維持し、ストレス発生時にも金融仲介機能を円滑に発揮していくためには、金融機関は、以下の3つの課題に重

⁴⁶ FSR（2017年10月号）のⅥ章3節「金融機関の競争環境」を参照。

点的に取り組んでいく必要がある。

第一は、基礎的収益力の向上に向けた取り組みの強化である。

金融機関は、地域経済や営業基盤の展望を踏まえたうえで、中長期にわたって持続可能な経営を実現するための方針を明確にしていく必要がある。そのためには、①貸出の収益性を高めていくことに加え、②企業の課題解決支援や家計の資産形成支援などサービスの提供力を強化し、非金利・役務収益の増加を図っていくこと（BOX5）、③業務プロセスや経費構造の見直しなどを通じて経営効率を抜本的に高めていくことが必要である。これらの取り組みを進めていくうえでは、金融機関にとって、FinTech やデジタル技術の活用も重要な要素である。これらは、事業法人の金融サービスへの参入を促すなど、既存の金融機関の収益機会を浸食する可能性も孕む一方で、金融機関が金融サービスのフロンティアを拡大し、また、業務の抜本的な効率化を実現するためのツールともなり得るものである。また、こうした新たな技術の活用は、顧客企業とのフェイス・トゥ・フェイスのリレーションや課題解決支援といった、銀行が本来強みを持つ情報生産活動に人員等の経営資源をシフトさせていくことを可能とする面もある。さらに、以上の取り組みをより強力・効果的に推進する観点から、金融機関間の統合・提携や他業態とのアライアンスも一つの選択肢となり得る。

第二は、金融機関が積極的にリスクテイクを進めている分野におけるリスク対応力の強化である。

信用リスク面では、ミドルリスク企業向けや不動産業向け貸出、海外貸出についての管理強化が重要である（V章3節参照）。市場リスク面では、投資信託やファンドへの積極投資を通じて、海外金利のみならず、株式、クレジット、不動産、為替など、多様なリスクテイクを拡大させている点を踏まえた、リスク管理体制の強化が求められる（V章4節参照）。流動性リスクの面では、海外貸出・有価証券投資の拡大に対応した安定調達基盤とストレス対応力の強化が引き続き必要である（V章5節参照）。この他、サイバーセキュリティ、情報管理、マネーロンダリング対応の強化が、予期せぬ損失回避と信認維持の観点から重要となっている。また、基礎的収益力の向上に時間を要することを踏まえると、損失吸収力の確保も重要であり、資本政策のあり方や配当政策を含む収益配分、有価証券評価益の活用方針等を明確にしておく必要がある（V章2節参照）。

第三は、大規模金融機関のシステミックな重要性の高まりへの対応である。

内外の成長率格差を背景に、大手行は海外に収益源を求め、グループ一体となった幅広い金融サービスの提供をグローバルに推進している。この結果、規模の拡大が一段と進み、金融システム全体に及ぼす影響力は高まっている。こうした認識のもと、大規模金融機関においては、強固な財務基盤の確立や経営管理体制の強化、ストレス発生時の秩序ある対応に向

けた準備、複雑化する業務に対応した経営情報システムの整備などが、一段と強く求められる。とくに、海外与信が大きく拡大している現状を踏まえると、多様化・複雑化する海外関連リスクに対応したストレステストの整備・有効活用、および外貨資金流動性に関するリスク管理体制の強化が、重要性を増している。

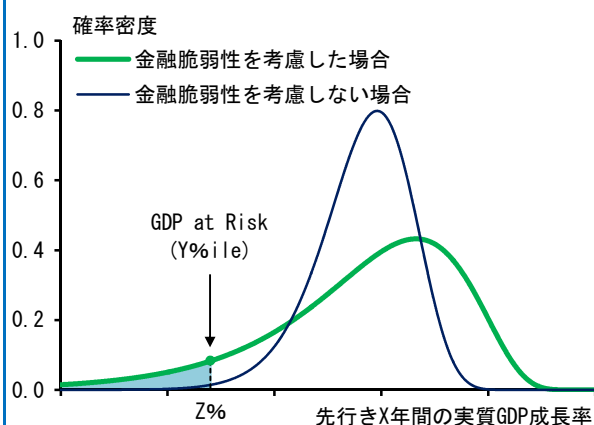
日本銀行は、金融システムの安定確保に向けて、引き続き考査・モニタリングや各種セミナーの開催等を通じて、上記のような金融機関の取り組みを後押ししていく⁴⁷。その一環として、本レポートで示した個別金融機関毎のマクロ・ストレステストの結果なども踏まえ、金融機関との対話を強化し、ストレス耐性に関する認識の共有を深めていく方針である。また、金融機関が構造的な課題克服に取り組んでいくうえでは、技術革新など金融システムを取り巻く環境変化に対応した金融制度の整備、公的金融のあり方なども重要な要素となる。日本銀行は、こうした観点からも関係者と議論を行っていく。

⁴⁷ 今年度考査の基本的な考え方については、「2018年度の考査の実施方針等について」（2018年3月）を参照。また、今年度の日本銀行の取り組みについては、前回FSR（2018年4月号Ⅶ章）を参照。

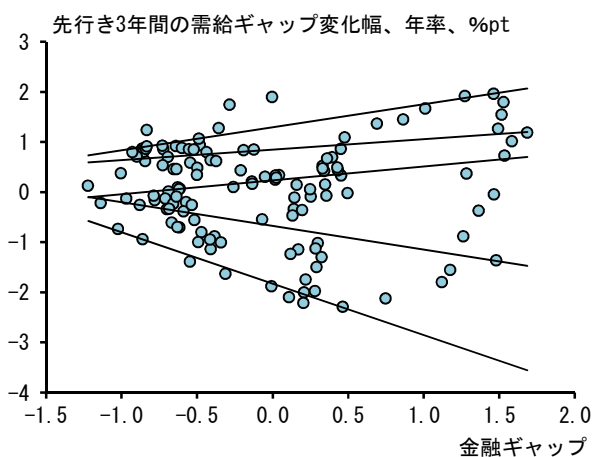
BOX 1 GDP at Riskによる金融脆弱性の定量的評価

GDP at Risk (GaR) は、現在の金融脆弱性が先行きの実体経済にどの程度の変動リスクをもたらすかについて、定量的に評価するための分析手法である⁴⁸。具体的には、「金融ギャップを所与とした時の、将来のGDP成長率に関する条件付確率分布」を計測することにより、「先行きX年間の実質GDP成長率は、Y%の確率で、Z%以下に低下する可能性がある」というかたちで、景気変動のテールリスクを示すことができる（図表B1-1）。いわば、GaR は「VaR のGDP 成長率版」である。金融脆弱性が実体経済に及ぼす影響について、GDP成長率の変動リスクという分かり易い尺度で示すことが可能であるため、GaRは、金融システムの有益なモニタリング・ツールとして、最近、国際機関（IMF）や海外中央銀行でも相次いで導入されている⁴⁹。

図表 B1-1 GDP at Risk の概念図



図表 B1-2 先行き3年間の需給ギャップの変化幅と金融ギャップの関係



(注)1. プロット期間は1983年10~12月から2015年4~6月。
2. 図内の実線は、下から5%、25%、50%、75%、95%ile線。

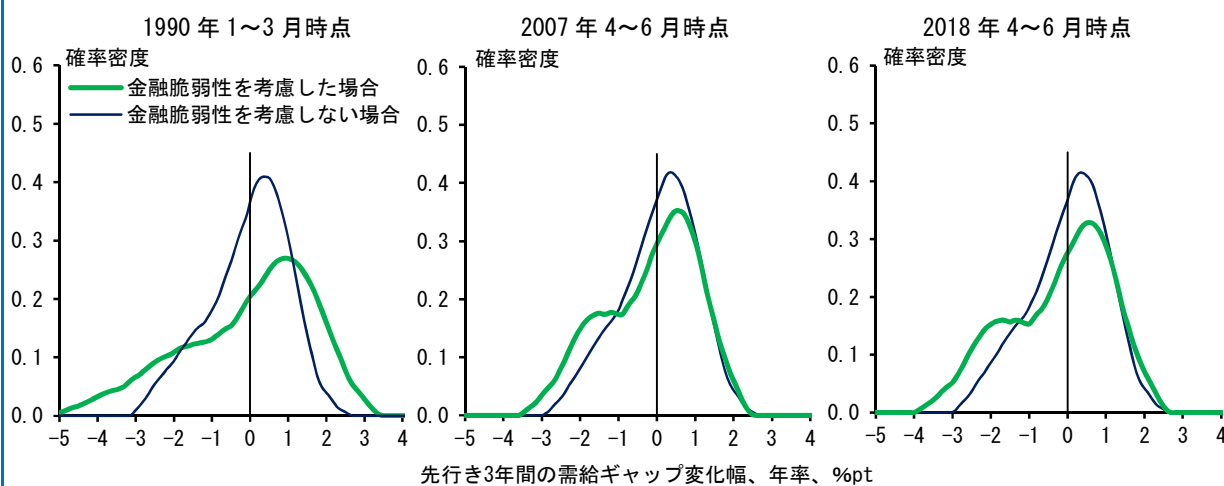
先行きのGDP成長率の確率分布を計測するためには、分位点回帰という統計的手法を用いる。通常の最小二乗法に基づく回帰分析では、説明変数が被説明変数の「平均値」に与える影響を推定するのに対し、分位点回帰では、説明変数が被説明変数の50%点（メディアン）や5%点といった特定の分位点ごとに及ぼす影響を推定する。この分析手法を用いることにより、金融脆弱性の高まりが、通常では（GDP成長率のメディアン近傍では）景気にさほど大きな影響を及ぼさない一方、発生確率は小さいが（例えば、GDP成長率の下位5%点では）厳しい景気後退をもたらすことがある、といった評価が可能となる。

⁴⁸ GaR の詳細については、次の文献を参照。T. Adrian, N. Boyarchenko, and D. Giannone, "Vulnerable Growth," Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 794, September 2016 (Forthcoming in American Economic Review).

⁴⁹ IMF は昨年金融安定報告書で、ECB と BOC は本年上期金融安定報告書で、また、FRB や BOE は本年のワーキングペーパーで、それぞれ GaR を取り上げている。

実際、先行き3年間の需給ギャップの変化幅（潜在成長率対比でみた先行き3年間のGDP成長率の近似値）と金融ギャップの関係を散布図にしてみると（図表B1-2）、需給ギャップの変化幅のメディアン近傍では、金融ギャップと明確な関係はみられないが、下位5%点では、金融ギャップのプラス幅拡大が需給ギャップに対し有意に負の影響を及ぼしている。通常の最小二乗法による回帰分析では、金融ギャップが拡大しても先行きの景気には影響を与えないとの評価になるが、分位点回帰を用いれば、金融ギャップが先行きの景気に及ぼすテールリスクを定量的に評価することができるようになる。

図表 B1-3 金融脆弱性と先行き3年間の景気変動リスク



ここでは、金融脆弱性が景気変動リスクに及ぼす影響を具体的にみるために、先行き3年間の需給ギャップの変化幅を、①足もとの景気のみを表現する需給ギャップの変化幅のみに回帰した場合と、②これに金融脆弱性指標（日本の金融ギャップと米国の金融環境指数）も追加して回帰した場合を比較する⁵⁰。それぞれの分位点回帰から得られた確率分布をみると（図表B1-3）、直近時点（2018年4～6月）では、足もとの需給ギャップのみで予測した場合、先行きも需給ギャップがプラス方向に拡大する——先行き3年間も景気改善が持続する——確率が最も高くなっていることが確認できる。これに対し、金融脆弱性指標も追加した場合、需給ギャップがプラス方向で拡大する可能性が最も高いという結果に変化はないが、その確率は低下する一方で、需給ギャップが大きく下振れるリスクが高まる結果となる⁵¹。

⁵⁰ 米国の金融環境指数については、シカゴ連銀が公表する「National Financial Conditions Index」を利用する。

⁵¹ 具体的な回帰式は次の通り。

$$\begin{pmatrix} \text{先行き X 年間の} \\ \text{需給ギャップの変化幅} \end{pmatrix} = \alpha \begin{pmatrix} \text{需給ギャップ} \\ \text{の前期差} \end{pmatrix} + \beta (\text{金融ギャップ}) + \gamma (\text{米国 NFCI}) + \delta$$

分位点回帰の結果、X=3年間のケースでは、パラメータβに関して以下の特徴が確認できた。

$$\beta_{5\%ile} < 0 < \beta_{95\%ile}, \quad |\beta_{95\%ile}| < |\beta_{5\%ile}|$$

つまり、金融ギャップの拡大が景気に与える影響は、上方リスクに比べ下方リスクが大きい。ただし、金融ギャップが及ぼす景気変動リスクは、先行き何年を対象にするかで異なる。例えば、X=3年間のケースでは、 $\beta_{5\%ile} < 0$ となり、金融ギャップの拡大は景気の下方リスクを高めるが、X=1年間のケースでは、 $0 \leq \beta_{5\%ile}$ とな

実体経済指標に金融脆弱性指標も追加して景気変動リスクを計測すると、下方へのテールリスクが高まる傾向は、過去の金融ギャップのプラス局面（平成バブル期、および大いなる安定期）でも、同様に観察される（図表B1-3）。金融循環の拡張局面が続くと、景気の下方向リスクが次第に高まっていくという傾向は、日本のみならず、多くの先進国・新興国において概ね共通して観察されるものである⁵²。

このように、GaRは、金融不均衡の蓄積に伴うテールリスクを、比較的簡単な手法で定量化する有用なツールであるが、幾つか留意すべき点もある。第1は、金融脆弱性の高まりが景気の大きな下振れにつながるメカニズムを構造型で描写している訳ではない——すなわち、過去の関係を誘導型で描写している——という点である。金融活動の過熱感の強まりに伴って、景気の下方向リスクが高まるメカニズムに関しては、緩和的な資金調達環境下で拡大したバランスシートの調整圧力の影響が大きいと推察されるが、GaRはそうしたメカニズムを明示的にモデル化している訳ではない。このため、金融安定リスクの評価に際しては、GaRによる評価に加え、金融機関も含む各経済主体の行動を描写した構造モデルを分析したり、考査・モニタリングで得られた情報を活用して、総合的に判断していくことが望ましい。第2は、利用可能な時系列データの制約である。ここでは、GaRを1983年以降のデータを用いて計測しているが、サンプル期間内におけるテール・イベントは、バブルの崩壊とリーマンショックに限られる。テール・イベントのサンプル数が少ないのは定義上やむを得ないことであるが、先行きのGDP成長率の確率分布を解釈するにあたっては、分位点回帰の分析結果の頑健性や安定性という観点から、幅をもってみる必要がある。

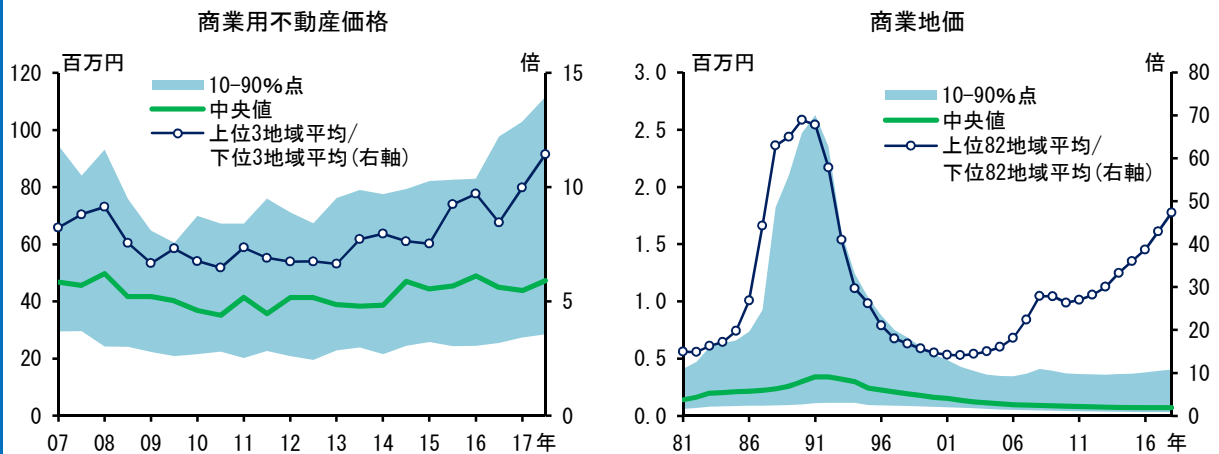
り、景気の下振れリスクを抑制する方向に作用する。こうしたパラメータの違いが、確率分布の形状を作り出している（図表IV-2-5）。

⁵² 詳しくは、IMFのGlobal Financial Stability Report (October 2017)におけるChapter 3: Financial Conditions and Growth at Riskを参照。

BOX 2 最近の不動産市場の動向

不動産市場については、バブル期（1980年代後半から1990年代初頭）にみられたような全国的な過熱感は窺われないが、首都圏を中心とする都市圏と地方圏との間で需給逼迫感に格差が広がっている（図表B2-1）。不動産市場の地域間格差の拡大はグローバルにみられる現象であり、不動産市場が金融システムに影響を与えるチャンネルも過去とは変化してきている。すなわち、都市圏の不動産物件に需要が集中するなか、これらを対象とする投資ファンドなどへのエクスポージャーを通して、全国各地の経済主体がその居住地にかかわらず、都市圏の不動産市場の需給調整の影響を受けるようになってきている。このため、不動産市場に全国的な過熱感がなくとも、都市圏の不動産市場の動向が金融システム全体に影響を与える可能性も考えられる。

図表 B2-1 不動産価格の分布



- (注) 1. 国土交通省「不動産価格指数」「不動産取引価格情報」を基に、30都市・地域毎にヘドニック手法で平均的な取引価格を推計。
 2. 「上位3地域平均/下位3地域平均」は、推計価格の90%点以上に対応する上位3地域（主に東京都）の価格と、10%点以下に対応する下位3地域の価格を半期毎に抽出し、それぞれ単純平均した値の比率。
 3. 直近は2017年下期。

(資料) 国土交通省「不動産価格指数」「不動産取引価格情報」

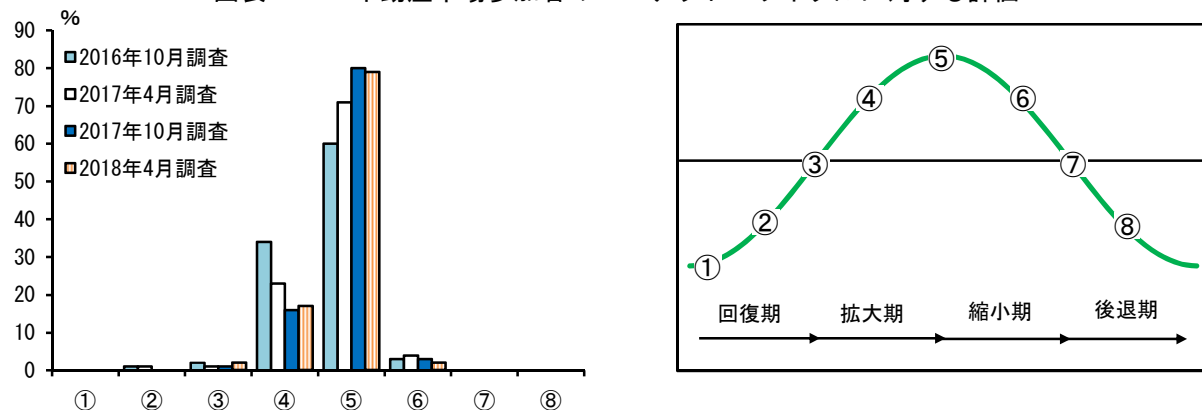
- (注) 1. 国土交通省「地価公示」を基に、市区町村の合併を考慮して、2018年1月初時点の市区町村単位で集計。
 2. 「上位82地域平均/下位82地域平均」は、上位82地域と下位82地域（それぞれ90%点以上と10%点以下に相当）の価格を毎年抽出し、それぞれ単純平均した値の比率。
 3. 各年の1月初。直近は2018年1月初。

(資料) 国土交通省「地価公示」

国内の不動産市場参加者の間では、東京オリンピック後の国内景気を巡る不透明感などを背景に、不動産価格の高値警戒感が広がっている（図表B2-2）。しかし、そうしたなかであっても、首都圏を中心とする都市圏のオフィス価格の上昇傾向が続いている（図表B2-3）。大都市圏の不動産価格が地方圏と乖離するかたちで上昇を続けている背景には、①人口動態や経済活動の域間格差という実体要因に加え、②海外投資家の取引増加に伴って、東京と海外主要都市との間で不動産価格の連動性が高まっているという金融要因も影響している（図表B2-4）。リーマンショック以降の国際主要都市におけるオフィス価格の推移をみると、まずニューヨークが上昇し、続いてロンドン、その後、東京やパリといった他の都市も上昇す

るといったかたちで、主要都市間で多少のラグを伴いつつも連動して上昇してきた様子が窺われる（図表B2-5）。

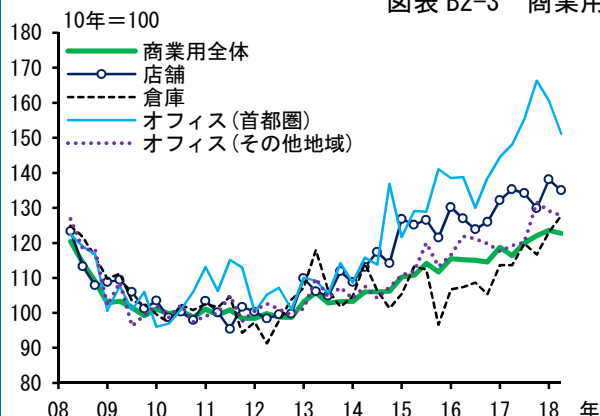
図表 B2-2 不動産市場参加者のマーケット・サイクルに対する評価



（注）不動産市場参加者（アセット・マネージャー、銀行、ディベロッパー等）に対するアンケートの結果。東京（丸の内、大手町地区）のオフィス市況について、現在がどの局面にあるかを①～⑧（右図）で回答したもの。2018年4月調査の有効回答は117社。

（資料）日本不動産研究所「不動産投資家調査」

図表 B2-3 商業用不動産価格（全国）



（注）1. 首都圏は1都3県（東京都、埼玉県、千葉県、神奈川県）。
2. 「オフィス（その他地域）」は、全国および首都圏のオフィスの価格指数と取引件数を用いた試算値。
3. 直近は2018年4～6月。

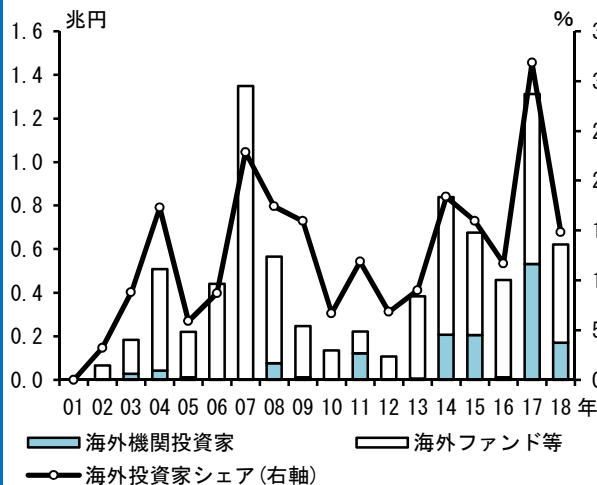
（資料）国土交通省「不動産価格指数」

海外投資家は、世界的に低金利環境が長期化するなかで、利回り追求のスタンスを強めており、近年は、その一環として、比較的利回りの高い不動産市場への投資を活発化させている。その際、海外投資家は、国際主要都市の商業用不動産を中心に、透明性や流動性の高さ、投資採算を比較考量しながら、投資対象を選別している。近年、わが国では取引データの整備や不動産関連企業の財務情報の開示が進むもとで、不動産市場の透明度が着実に改善してきている（図表B2-6）。また、投資採算について、代表的な指標であるイールド・スプレッド（物件利回り－国債金利）をみると、海外主要都市が緩やかな低下傾向にあるのに対し、東京はなお3%前後の水準を安定して維持している（図表B2-7）。こうした投資採算の相対的な高さも、長期安定的なインカム・リターンを望む海外投資家を中心に、東京への運用資金の流入を促しているとみられる。

近年は、不動産の長期保有を前提とする国内外の機関投資家層の厚みが徐々に増ってきて

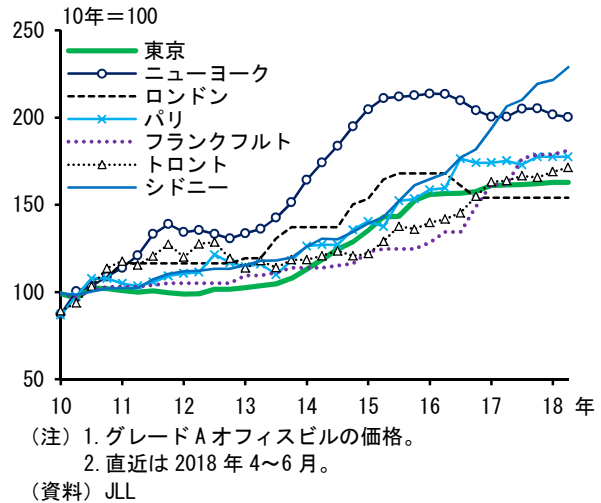
おり、こうした市場構造の変化は不動産市場の安定化に寄与するとの見方がある。しかし、一方で、国内と海外の不動産市場の連動性の強まりは、ストレス発生時に市場を不安定化させる可能性がある。内外投資家のリスクアペタイトの急速な低下が都市圏の不動産市況の大幅悪化を招けば、不動産市場へのエクスポージャーを拡大させている金融機関の損失拡大を招き、金融システムに影響が及ぶと考えられる。

図表 B2-4 海外投資家の不動産取得金額



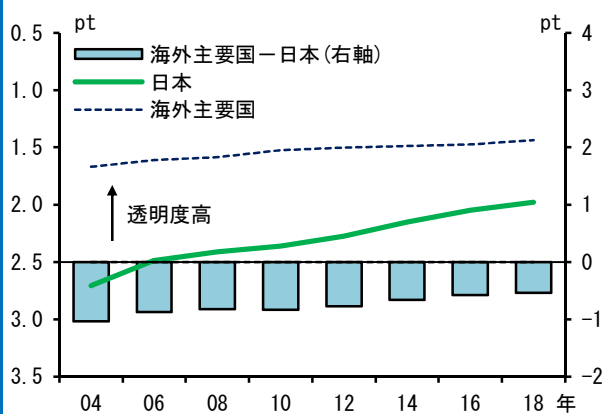
(注) 1. 「海外投資家シェア」は、国内の不動産取得金額に占める海外投資家による取得金額の割合。
 2. 「海外ファンド等」は、海外の REIT やディベロップターによる取得金額を含む。
 3. 直近は 2018 年上期の暦年換算値。
 (資料) 日本不動産研究所

図表 B2-5 国際主要都市のオフィス価格



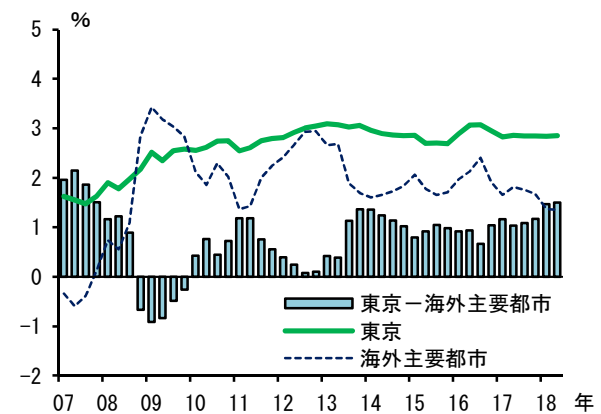
(注) 1. グレード A オフィスビルの価格。
 2. 直近は 2018 年 4~6 月。
 (資料) JLL

図表 B2-6 不動産透明度インデックス



(注) 「海外主要国」は、米国、英国、フランス、ドイツ、オーストラリア、香港の同インデックスを、名目 GDP (PPP ベース) で加重平均した値。
 (資料) IMF、JLL

図表 B2-7 イールド・スプレッド



(注) 1. イールド・スプレッドは、グレード A オフィスビルの収益率と 10 年国債金利の差。
 2. 「海外主要都市」は、ニューヨーク、ロンドン、パリ、フランクフルト、シドニー、香港のイールド・スプレッドを、各国の名目 GDP (PPP ベース) で加重平均した値。
 3. 直近は 2018 年 4~6 月。
 (資料) Bloomberg、IMF、JLL

BOX 3 金利のスナップバックが海外企業のデフォルト確率に及ぼす影響

国際金融市場では、米国をはじめとする先進国を中心に、社債スプレッドやタームプレミアムが歴史的な低水準で推移している。こうしたなか、米国FRBによる利上げやグローバル投資家のリスク許容度の低下などをきっかけに、リスクのリプライシングが生じ、金利の巻き戻しが起こる可能性も考えられる。このBOXでは、そうした金利のスナップバックが海外企業のデフォルト確率にどのような影響を及ぼすか、定量的に考察する。

分析対象は、予想デフォルト確率（EDF）と財務データが入手可能な米国の上場企業である。投資適格先（Baa以上）377社と投機的格付け先（Baa未満）341社から構成される。デフォルト確率の金利弾性値を算出するために、企業のEDFを米国の社債スプレッドと長期国債利回り（10年）に回帰する⁵³。パネル分析の説明変数には、これら2つの金利指標のほかに、個社要因も考慮するため、各企業のROAと負債・総資産比率も取り入れた。推計期間は、2006年1月から2018年6月である。

図表 B3-1 パネル分析の推計結果（固定効果モデル）

		説明変数				
		社債スプレッド (IG債)	社債スプレッド (HY債)	米国長期国債利回り (10年)	各企業のROA	各企業の負債/総資産
被説明変数 EDF	投資適格先	0.21 ***	—	0.04 ***	-0.32 ***	0.61 ***
	投機的格付け先	1.28 ***	—	0.31 ***	-0.97 ***	3.89 ***
		—	0.44 ***	0.38 ***	-0.95 ***	3.88 ***

- (注) 1. ***は1%水準で有意であることを示す。
 2. 「IG債」は投資適格債、「HY債」はハイイールド債。
 3. ROAと負債/総資産については対数値を使用。ただし、ROAは、正の値であれば1を加えて対数をと、負の値であれば絶対値をとり1を加えたものに対数をとって-1を乗じる変換を行った。
 4. ROA、負債/総資産は四半期データであるため、月次の値は、対応する四半期の値とした。

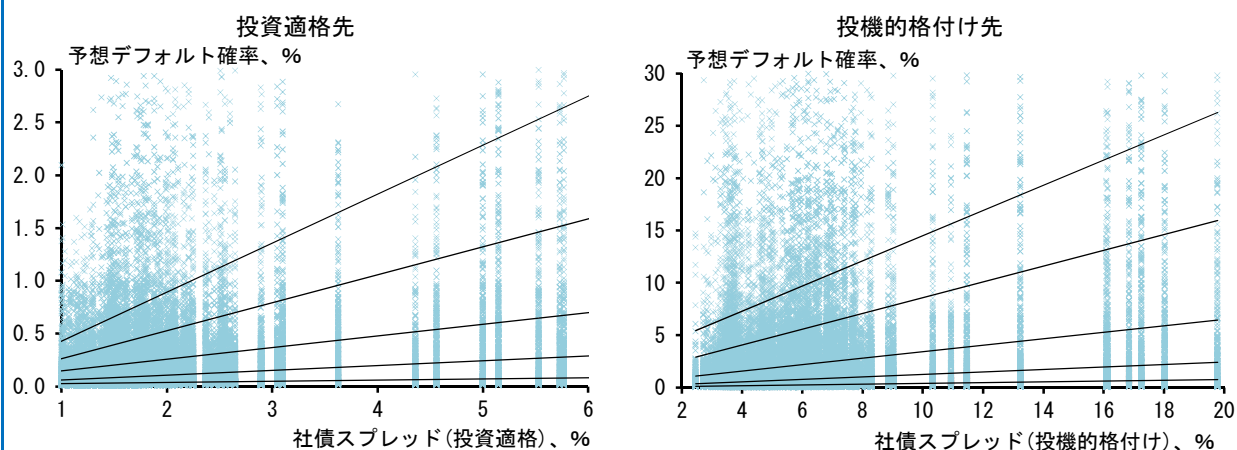
パネル分析（固定効果モデル）の推計結果をみると、投資適格先、投機的格付け先いずれのグループでも、金利変数のパラメータは、符号条件を満たし、統計的に有意となっている（図表B3-1）。すなわち、社債スプレッドの拡大や長期金利の上昇は、企業のEDFを高める方向に作用する。社債スプレッドのパラメータは、投機的格付け先の方が投資適格先よりも大きくなっており、これは、同じ社債スプレッドの拡大に対して、低格付け企業ほどEDFが

⁵³ 社債スプレッドは、金融市場全体のストレスの代理指標として取り入れたものである（個々の企業のスプレッドではない）。なお、社債スプレッドは、企業の信用リスクも反映して変動するため、この定式化ではEDFと社債スプレッドの間に見せかけの相関が生じる可能性がある。この問題に対応するため、社債スプレッドの代わりに、エクセス・ボンド・プレミアム（EBP: excess bond premium）——社債市場における投資家のリスク許容度を表す指標——を用いた推計も別途行ったが、推計結果に大きな違いはみられなかった。EBPについては次の文献を参照。G. Favara, S. Gilchrist, K. Lewis, and E. Zakrajšek. "Updating the Recession Risk and the Excess Bond Premium," FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, October 6, 2016.

高まりやすいことを示している。また、個社要因の影響をみると、投資適格先、投機的格付け先いずれのグループでも、ROAと負債・総資産比率にかかるパラメータは、ともに符号条件を満たし、かつ統計的に有意となっている。すなわち、利益率が低い企業ほど、あるいはレバレッジが高い企業ほど、債務返済能力が低く、EDFが高まりやすいことが確認できる。

以上の推計結果は、金利変動がEDFに及ぼす影響について、投資適格先、投機的格付け先それぞれのグループ内企業に与える平均的なインパクトを捉えたものであるが、EDFの金利感応度は、EDFの水準に応じて異なる可能性がある。すなわち、EDFが平均的に高い投機的格付け先の方が、投資適格先よりも金利感応度が高いことから推察されるように、同じグループ内でも、EDFの高い企業ほど、金利感応度が高い可能性が考えられる。そこで、こうした影響を捉えるために、分位点回帰モデルでも推計を行った。結果をみると、いずれのグループでも、EDFが高い企業ほど、社債スプレッドのパラメータが大きくなる傾向が観察される（図表B3-2）。特に、投機的格付け先のうち、90%点や95%点に位置するEDFの高い企業では、金利上昇に対する耐性がかなり脆弱であることが確認される（図表B3-3）。

図表 B3-2 分位点回帰で推計した分位線



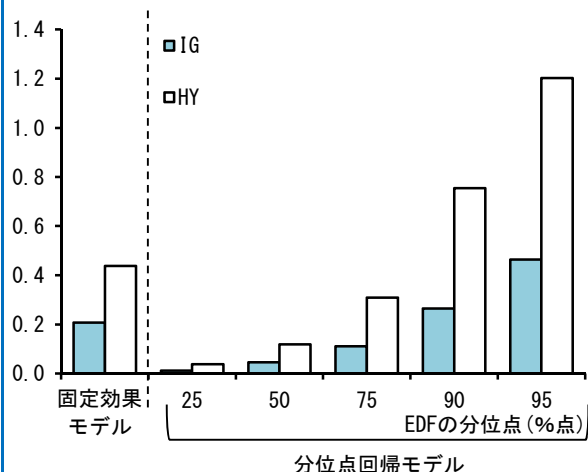
(注) 図内の実線は、下から25%、50%、75%、90%、95%ile線。
 (資料) Bloomberg、Moody's

次に、金利のスナップバックが実際に発生した際に、企業のEDFがどの程度上昇し得るか、試算を行う。スナップバックのシナリオとしては、社債スプレッドおよび長期国債金利のタームプレミアムが、推計期間内の平均値まで巻き戻すケースを想定する。具体的には、社債スプレッドは投資適格先で50bp、投機的格付け先で200bp、10年物国債利回りは120bp上昇する姿となる⁵⁴。このシナリオにおけるEDFの上昇幅を、上記の推計結果をもとに計算すると、投資適格先の反応は総じて限定的である一方で、投機的格付け先の上昇幅は相応に大

⁵⁴ ハイイールド債のスプレッドをみると、2006年度以降の長期平均値(5.77%)と2018年6月の水準(3.71%)の間に約200bpの開きがある。また、米国長期金利(10年物)のタームプレミアムについてみると、長期平均値(0.74%)と、2018年6月の水準(▲0.48%)の間に約120bpの開きがある。

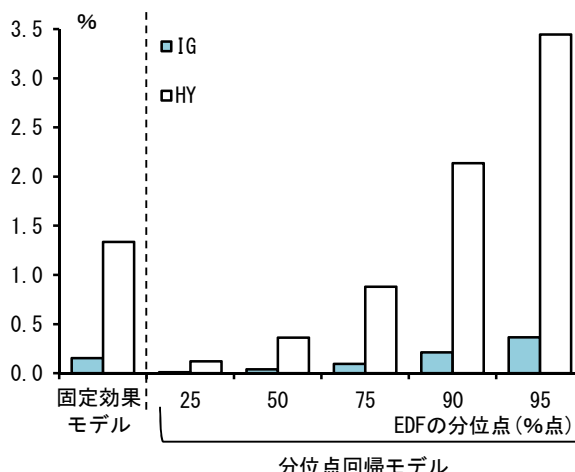
きく、特にEDFの90%点や95%点に位置する企業の上昇が顕著となっている（図表B3-4）。この試算結果は、ROA（と負債・総資産比率）は不変であると仮定して導いたものだが、金利上昇に伴う景気の悪化から、ROAの低下が同時に起これば、EDFは一段と悪化することになる。

図表 B3-3 社債スプレッドのパラメータ



(注) 投資適格先 (IG) については、投資適格債のスプレッドにかかるパラメータ、投機的格付け先 (HY) については、ハイイールド債の社債スプレッドにかかるパラメータを表示。

図表 B3-4 金利上昇シナリオにおける
予想デフォルト確率の上昇幅



(注) 長期金利は 120bp、社債スプレッドは投資適格先が 50bp、投機的格付け先が 200bp 上昇すると想定。

以上の分析は、米国企業について、全産業ベースで推計したものであるが、金利のスナップバックがEDFに与える影響は、産業間で異なると考えられる。実際、推計結果は省略するが、建設業や不動産業のEDFは、他の産業に比べて、金利感応度が高くなる傾向がある。また、同じ業種であっても、米国企業と新興国企業とでは、通貨ミスマッチなどバランスシート構造の違いから、デフォルト確率の金利感応度が異なり得る。海外貸出を積極化させている金融機関においては、それぞれの貸出先の属性を踏まえ、与信先企業の金利上昇リスクに対する耐性をきめ細かく点検していく必要がある⁵⁵。

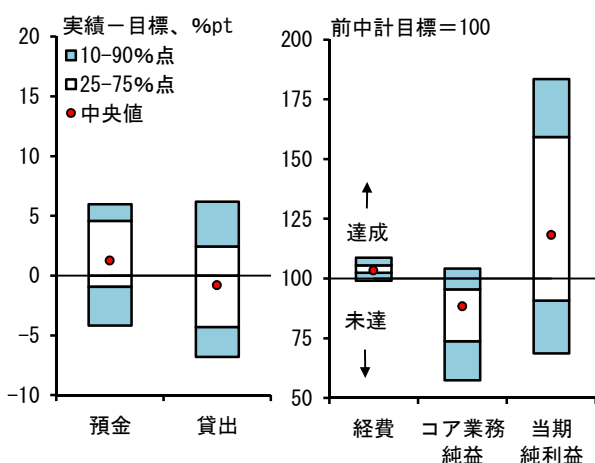
⁵⁵ 邦銀の海外与信が拡大する一方、ヒストリカルデータに制約があるもとの、信用リスクの定量化を如何に行うかは課題である。この点、EDFなどの外部情報を内部格付けと紐づけて活用していくことなども考えられる。

BOX 4 地域銀行の中期経営計画の特徴点

このBOXでは、地域銀行の中期経営計画（以下、中計）をもとに、経営方針や計数目標の特徴点を整理する⁵⁶。具体的には、2016～18年度に設定した現在の中計を概観し、前中計（2013～15年度に設定）と比較する⁵⁷。

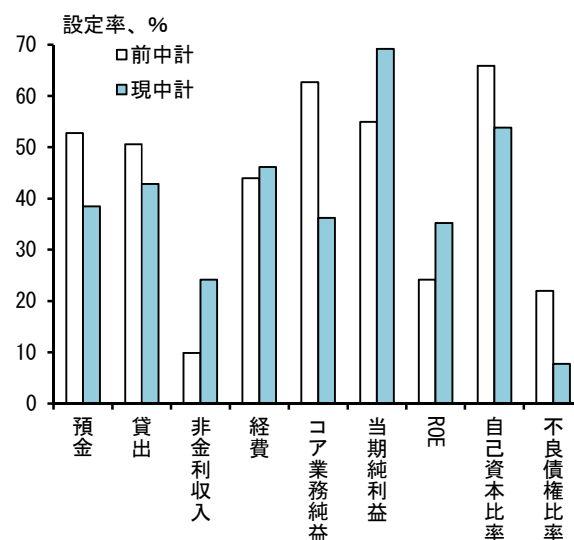
最初に、前中計で掲げた計数目標の達成状況を概観する（図表B4-1）。預金については、達成・未達の割合がほぼ半々と拮抗したが、貸出については、未達先の割合がやや多くなっている。経費に関しては、人件費の減少や預金保険料の引き下げなどもあり、計画対比削減が進んだ先が多い。利益指標をみると、コア業務純益は、金融緩和や貸出競争の激化の影響などもあって、過半の銀行で計画未達となっている。他方、当期純利益に関しては、景気改善による信用コストの低下、株式や国内債を中心とする益出しを背景に、目標を上回る先が多くみられた。ただし、未達先も相応にみられるなど、ばらつきは大きくなっている。

図表 B4-1 前中計の計数目標の達成状況



(注) 1. 集計対象は地域銀行。目標が未設定の先は除く。ただし、「経費」は、OHRと業務粗利益などを共に設定している先は含む。
2. 「経費」は、目標を実績で除して算出。
(資料) 各社開示資料

図表 B4-2 中計で掲げた経営指標



(注) 1. 集計対象は地域銀行。
2. 「経費」は OHR を含む。「コア業務純益」は、コア業務粗利益や業務純益などを含む。
(資料) 各社開示資料

次に、現中計での計数目標の設定状況を概観する（図表B4-2）。代表的なボリューム指標である預金や貸出を目標に掲げる先が減少している。他方、ローコストオペレーションを意識する中で、経費や効率性を掲げる先は引き続き多い。利益指標では、前中計で目標未達となったコア業務純益の目標設定を見送る先が増える一方、当期純利益を目標に掲げる先が一

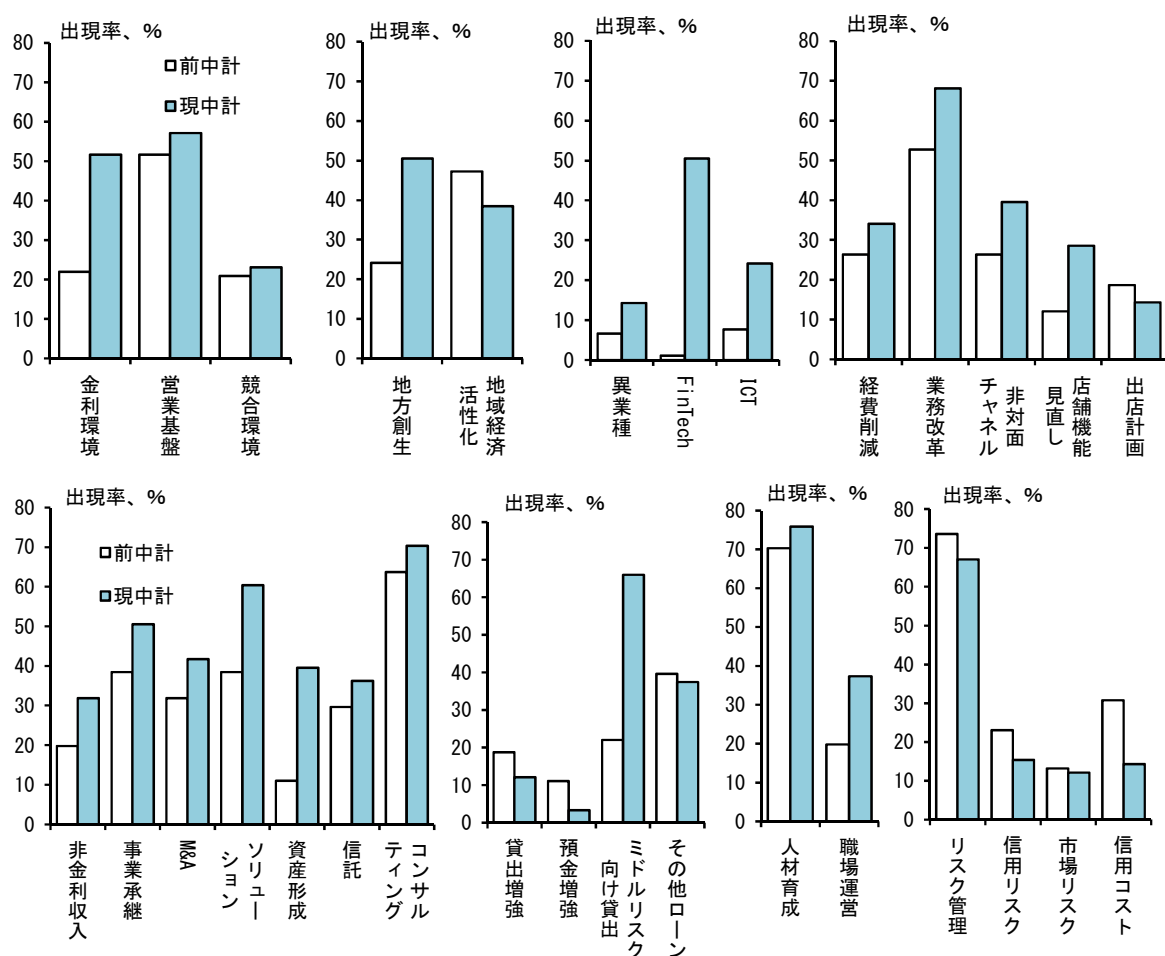
⁵⁶ 金融機能強化法に基づく公的資金注入手続きの場合、経営計画として「経営強化計画」を策定している。

⁵⁷ 分析対象とした地域銀行は 91 先である（金融持株会社の傘下先については、1 先とカウント。ただし、傘下先が個別の中計を策定している場合には各々1 先としてカウント。個別行ベースでみると 101 先をカバー）。大多数の地域銀行の中計対象期間は 3 年となっている。中計の始期毎に分類すると、2016 年度が 30 先、2017 年度が 26 先、2018 年度が 34 先となっている。このほか、2014 年度を始期とした 1 先を含む。

段と増えている。また、経営指標（ROE）へのコミットが増えており、機関投資家を中心とする株主をより意識している様子が垣間見える⁵⁸。この間、健全性指標である自己資本比率や不良債権比率を計数目標として設定する先は、はっきりと減少している。

こうした現中計における計数目標の達成に向けて、地域銀行はどのような経営環境の認識のもとで、経営方針を策定しているのか、その特徴を探るために、中計で取り上げられたキーワードを検索し頻出度合いを計算した（図表B4-3）⁵⁹。特徴は、4つにまとめられる。

図表 B4-3 中計におけるキーワードの出現率



(注) キーワードのグループ分けを例示すると次の通り。「金利環境」は、低金利、マイナス金利、金融緩和。「営業基盤」は、人口減少、少子高齢化、企業数減少、廃業など。「競争環境」は、競争環境、競争環境、金利競争など。「業務改革」は、業務効率、業務改革、BPR、RPAなど。「店舗機能見直し」は店舗機能、店舗間連携、店舗体制、移動店舗、店舗内店舗など。「出店計画」は、新規店舗、新設店舗、店舗新設など。「信託」は、遺産、遺言、相続。「ミドルリスク向け貸出」は、事業性融資、事業性評価、ミドルリスク。「その他ローン」は、個人ローン、フリーローン、消費者ローン、カードローン。「職場運営」は、従業員満足度、ダイバーシティ、職場環境。「信用コスト」は、信用コスト、不良債権、開示債権。

(資料) 各社開示資料

⁵⁸ 現中計では、株主である機関投資家の関心が高いとされる ESG (Environment, Social, Governance) について言及している銀行もみられはじめています。

⁵⁹ 地域銀行が対外的に公表した中計を対象として、一定の手順に基づいてテキスト化等を行ったうえで、機械的にキーワードの抽出を行っている。

第一に、経営環境の厳しさに対する認識が広がっている。「金利環境」への言及が大幅に増えたほか、人口減少や少子高齢化、企業数の減少といった「営業基盤」の悪化を懸念する先も引き続き多い。こうした認識のもと、地域銀行は、地方創生や地域経済活性化への取り組みを通じ、顧客基盤の維持・拡大を図ろうとしている。具体的な取り組みとして、観光やアグリビジネス、医療・介護、再生エネルギーといった地域に強みを有する業種や成長分野への言及が目立っている。加えて、異業種との競合、FinTech、ICT関連投資など、技術環境の変化への対応を課題として列挙する先も増えている。

第二に、経営効率化や生産性向上に対する取り組みスタンスが強まっている。具体策として、経費削減のほか、RPAの活用や業務改革、BPRの推進を掲げる先が目立っている⁶⁰。また、非対面チャネルの拡充や店舗機能の見直し等とも合わせて、総人員の抑制や営業部門等への人員シフトを進め、生産性の引き上げを企図する先が多い。

第三に、トップラインを引き上げるための方針に変化がみられる。まず、預貸利鞘の縮小や自己資本の制約などもあって、非金利収入の底上げを掲げる先が増えている。とくに、法人役務手数料の増収を念頭に、事業承継やM&A、海外進出を含めた販路開拓に代表されるソリューションビジネス強化への言及が多い。併せて、資産形成や相続など対個人での手数料収入獲得も引き続き目標に据えている。次に、資金利益に目を転じると、貸出面ではボリュームよりも採算性確保が意識されており、ミドルリスク層を対象とした事業性融資の推進に取り組む先が増えているほか、カードローンをはじめとする各種個人ローンの推進を掲げる先が引き続き多い。また、こうした事業を推進する観点から、人材育成の強化や職場運営の改善を打ち出す先が増えている。新卒採用の環境が厳しくなるなか、働き甲斐のある職場運営、ダイバーシティ経営、従業員満足度（ES<Employee Satisfaction>）の向上への言及が相応にみられる。

第四に、リスク管理の重要性を指摘する先は引き続き多いが、数としては減少している。景気改善による信用コストの低下もあって、信用リスクへの言及は少なくなっている。また、市場部門の強化を図る先が相応にみられる中でも、リスク管理体制の整備構築に関する具体的記述は多くない。

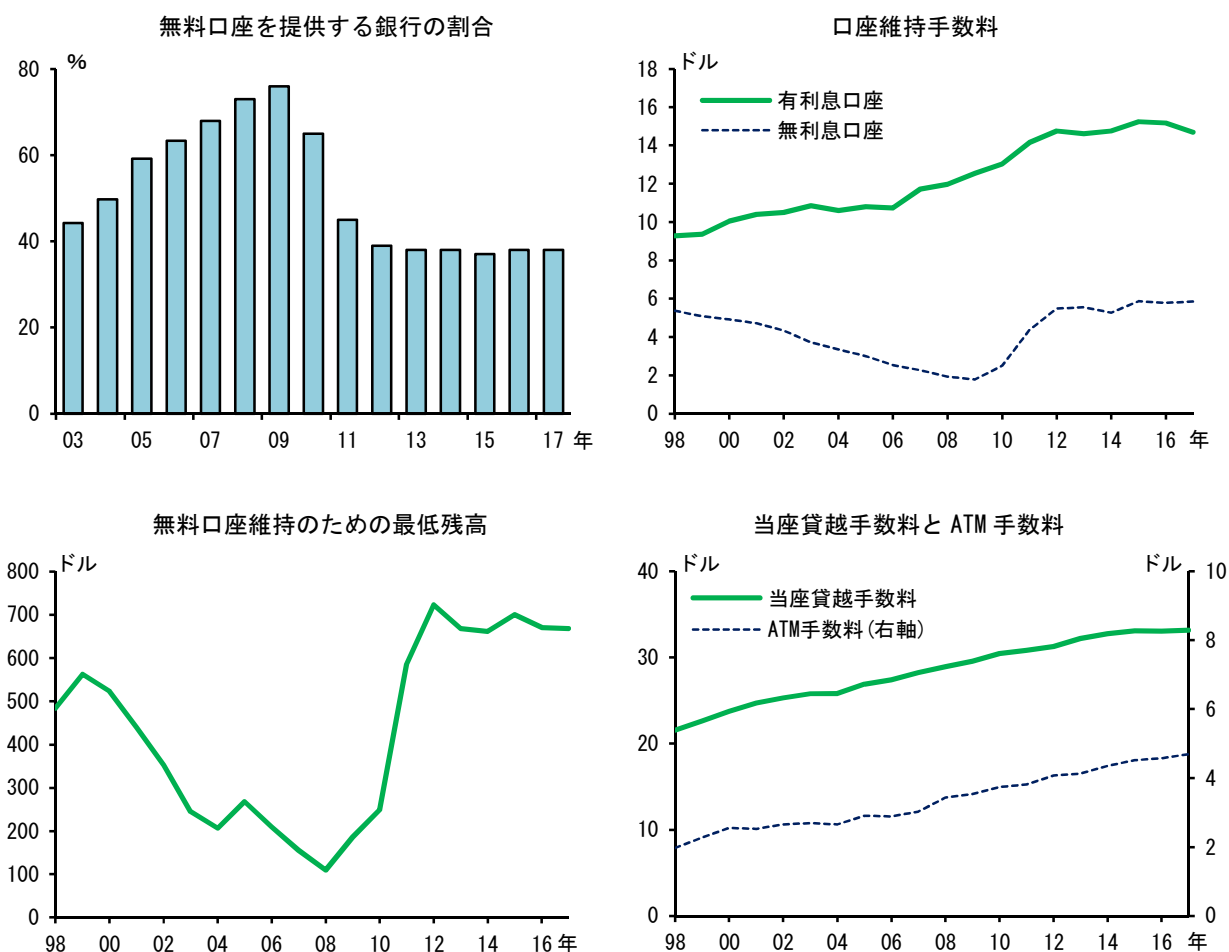
日本銀行では、今後も考査やモニタリングの機会を通じ、中期経営計画の背後にある考え方や具体的施策とその成果、目標に対する中間ラップの評価や修正の有無などに関し、対話を深めていくことを考えている。

⁶⁰ 一般に、RPA（Robotic Process Automation）とは、コンピュータ上における定型的な事務処理の効率化・自動化の取り組みを、また、BPR（Business Process Re-engineering）とは、全面的・抜本的なビジネス・プロセスの見直しを総称する。

BOX 5 米欧金融機関におけるリテール関連手数料確保に向けた取り組み

米欧の金融機関は、各種のリテール関連サービスから、手数料収入を安定的に獲得しており、低金利環境が続くなか、手数料を中心とする非資金利益が重要な収益源の一つとなっている⁶¹。このBOXでは、米欧金融機関における手数料収入確保に向けた様々な取り組みについて、以下の3点に着目して整理する。

図表 B5-1 米国金融機関の口座維持手数料等



(注) 集計対象は米国金融機関 250 先。直近は 2017 年。
(資料) Bankrate

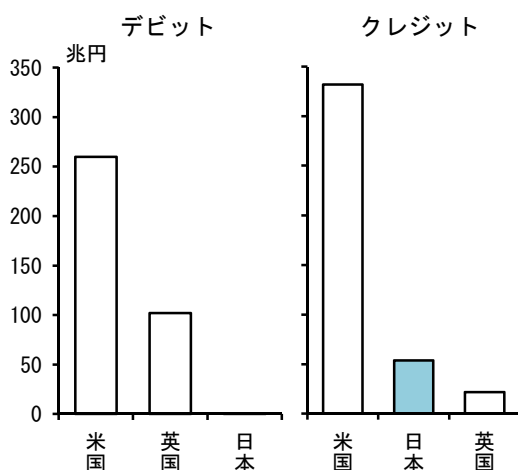
第一は、決済性預金の口座維持手数料の機動的な変更である(図表B5-1)。リーマンショック前の米国では、銀行間競争が激しくなるなかで、無料口座を提供する銀行の割合が増えたり、口座維持手数料が無料となるために必要な最低残高を引き下げる動きが銀行の間で広がった。また、有料口座についても、無利息口座の維持手数料を引き下げる動きもみられた。しかし、

⁶¹ 非資金利益を中心とする金融機関の収益構造の国際比較については、金融システムレポート 2017 年 10 月号の VI 章のほか、中曾宏(日本銀行前副総裁)、「マクロブレード政策の新たなフロンティア——銀行の低収益性と銀行間競争への対応——」(時事通信社主催講演会、2017 年 11 月)を参照。地域金融機関による最近の手数料引き上げの動きについては、金融システムレポート 2018 年 4 月号の BOX1 を参照。

リーマンショック後は、低金利環境の長期化に伴い預金スプレッドが趨勢的に縮小するなかで、米国の金融機関は手数料体系の見直しを積極的に行ってきた。具体的には、無料口座の提供打ち切りの動きが広がっており、無料口座を提供する銀行の割合は、リーマンショック直後の80%弱から足もとでは40%弱へと半減している。さらに、口座維持手数料が無料となるために必要な最低残高も、徐々に引き上げられてきており、10年前の約4倍の水準となっている。また、有料口座についても、口座維持手数料は、度重なる引き上げにより、足もとでは有利息・無利息口座ともに既往ピークに近い水準にある。この間、当座貸越手数料やATM手数料も、一貫して上昇傾向が続いている。

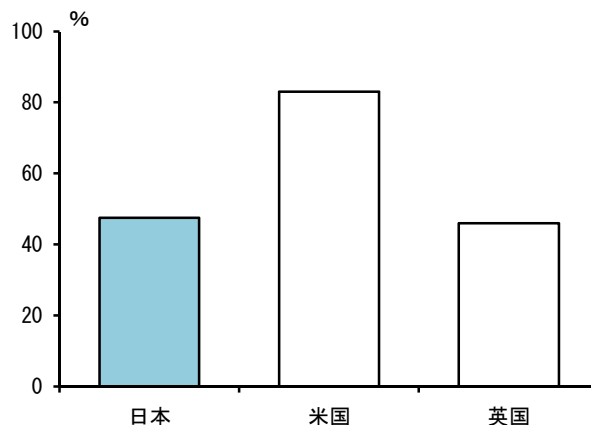
第二は、デビットカードやクレジットカードからの手数料収入の確保である(図表B5-2, 3)。米欧では、そもそも取引の支払手段としてこれらのカードの利用が多いほか、銀行系の発行カードのシェアも高い——これに対して、日本では、過去の規制の影響もあって、信販系や流通系のカードのシェアが高く、銀行系のシェアは相対的に小さい——⁶²。デビットカードやクレジットカードの発行は、米欧の金融機関にとって顧客の開拓や囲い込みの手段となっているだけでなく、その年会費や加盟店手数料が安定的な非金利収入源となっている。また、米欧のクレジットカード利用者の間では、リボ払いの利用率も高いため、その関連収入も金融機関収益の下支えに寄与している。

図表 B5-2 カードの利用金額



(注) 2016年時点。
(資料) BIS、OECD

図表 B5-3 銀行系クレジットカードのシェア



(注) 1. 日本は2015年、米国は2016年、英国は2012年時点。
2. 米国は銀行系カード上位9社、英国は上位5社のシェア。
(資料) Companiesandmarkets.com、Forbes、
経済産業省「特定サービス産業実態調査」

第三は、複数のサービスを組み合わせて提供する「価格バンドリング戦略」が広く採用されている点である。日本では預金関連サービスを個別に提供することが多いが、海外では顧客の

⁶² 銀行系カードのシェアについての国際比較(図表 B5-3)は、各国のデータの集計方法の違いから、幅を持って解釈する必要がある。

ニーズに合わせて様々なサービスをセット販売するパッケージ口座が普及している。例えば、米国の金融機関は、決済サービス（ATM・小切手関連サービス）に加え、保険・投信を購入したり投資アドバイスを受けるといった様々なサービスを割引価格により利用できるパッケージ口座を提供している（図表B5-4）。英国でも、パッケージ口座に比べサービスを絞り込んで手数料を抑えた「リワード口座」が普及している。もっとも、（日本と同じく、銀行間競争が厳しい）ドイツでは、パッケージ口座も提供されているが、顧客の支持を十分に集められず、サービスが単品売りされている無料口座の方が主流となっているケースもみられる。

図表 B5-4 米国のパッケージ口座のイメージ

		高グレード	中グレード	シンプル
口座管理手数料(月額)		25ドル	13ドル	5ドル
ステートメント(月額)		無料	2ドル	2ドル
ATM利用	自行	無料	無料	無料
	他行	無料	月5回無料	3ドル
	標準	無料	無料	無料
デビットカード	上級	無料	月5ドル	月5ドル
	標準	無料	無料	無料
利息		有	有	無
預金金利優遇		有	有	無
決済用口座の追加		有	無	無
貯蓄預金口座		有	有	無
小切手発行		無料	月3回無料	15ドル/箱
銀行振出小切手		無料	有料	有料
送金		無料	有料	有料
オンライン/モバイルバンキング		無料	無料	有料

(左の続き)

		高グレード	中グレード	シンプル
窓口利用	小切手	無料	5ドル	5ドル
	マネーオーダー	無料	3ドル	3ドル
	トラベラーズチェック	無料	2.5%	2.5%
当座貸越手数料		35ドル	35ドル	40ドル
当座貸越保護		7.5ドル	12ドル	12ドル
家族口座		無料	2口座無料	有料
持家担保ローン手数料		無料	有料	有料
証券口座への資金移動		10回無料	有料	有料
貸金庫		30%割引	30%割引	割引無し
資産管理サービス		無料	有料	有料
ローン金利優遇		有	有	無
クレジットモニタリング		割引	割引	割引無し

(注) シャドーは優遇項目。

(資料) 米国金融機関 HP

米欧でも、各種関連サービスの有料化や手数料引き上げに対する顧客の反発はみられるが、金融機関は、顧客属性や取引状態に応じて、きめ細かくサービス内容を差別化したり、提供サービスの付加価値を高めることで、顧客の理解を得ながら手数料収入を確保している。この間、FinTechを含む情報通信技術の進展により、各国のリテールビジネスを取り巻く環境は大きく変化している。例えば、事業法人等の新たな参加者を交えて、金融サービスを個別の機能に分解して提供（アンバンドリング）する動きや、複数の金融・非金融のサービスを組み合わせて提供（リバンドリング）する動きが拡がりつつある。日本の金融機関においても、米欧の事例を参照しつつ、情報通信技術の活用や外部との連携・協働も視野に、顧客の利便性や安全性の改善につながるサービス内容の高度化に努めながら、提供するサービスの適正対価に関する顧客の理解を得ていくことが望まれる。

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）

コア業務純益 = 資金利益 + 非資金利益 - 経費

資金利益 = 資金運用収益 - 資金調達費用

非資金利益 = 役務取引等利益 + 特定取引利益 + その他業務利益 - 債券関係損益

株式総合損益 = 株式関係損益 + 株式評価損益の増減額

株式関係損益 = 株式売却益 - 株式売却損 - 株式償却

債券総合損益 = 債券関係損益 + 債券評価損益の増減額

債券関係損益 = 債券売却益 + 債券償還益 - 債券売却損 - 債券償還損 - 債券償却

信用コスト = 貸倒引当金純繰入額 + 貸出金償却 + 売却損等 - 償却債権取立益

信用コスト率 = 信用コスト / 貸出残高

国際統一基準行の自己資本比率関連

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

普通株式等 Tier1 資本は、普通株式、内部留保等で構成される。

リスクアセットは、保有する資産をリスクに応じたウエイトで合算したもの。

Tier1 比率 = Tier1 資本 / リスクアセット

Tier1 資本には、普通株式等 Tier1 資本に加え、一定の条件を満たす優先株式等が含まれる。

総自己資本比率 = 総自己資本 / リスクアセット

総自己資本には、Tier1 資本に加え、一定の条件を満たす劣後債等が含まれる。

国内基準行の自己資本比率関連

コア資本比率 = コア資本 / リスクアセット

コア資本は、普通株式、内部留保のほか、一定の条件を満たす優先株式等が含まれる。

リスクアセットは、保有する資産をリスクに応じたウエイトで合算したもの。