

## 金融システムレポート 2021年10月号のハイライト

新型コロナウイルス感染症が引き続き国内外の経済・金融面に大きな影響を及ぼしているが、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。国際金融市場では、全体として良好なリスクセンチメントが維持され、株式市場や新興国への資金流入が続いている。

もっとも、感染症が、内外の実体経済への下押し圧力を通じて、企業の資金繰りや債務返済能力に与える影響については、引き続き、不確実性が大きい。また、米国長期金利や感染症の動向などによっては、国際金融市場での調整が生じる可能性もある。

こうした点を踏まえて、先行き、わが国の金融システムの安定を確保していく観点から、特に注意すべきリスクは、①信用コストの上昇、②有価証券投資関連損益の悪化、③ドルを中心とする外貨資金市場のタイト化に伴う外貨調達不安定化である。

### ① 信用コストの上昇リスク

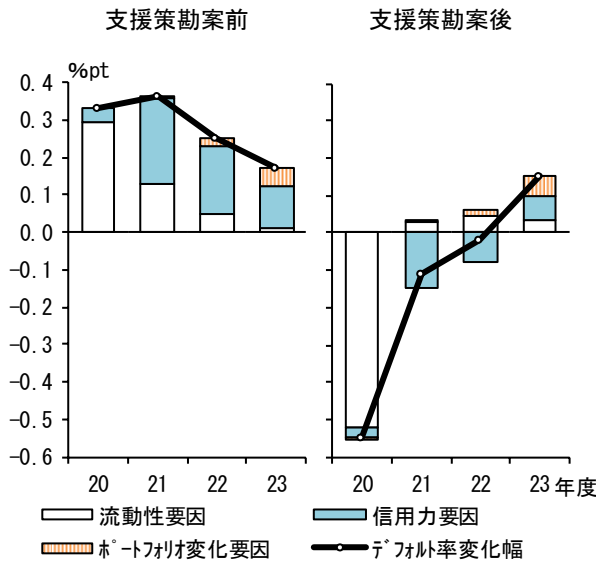
前回レポートに続き、個社データ(今回は88万社)を用いて、感染症が中小企業のデフォルト率に与える影響について2023年度までの財務状況をシミュレーションしている。先行きの景気が市場参加者の平均的な見通しに沿って回復すると想定したうえで、前回レポート後に明らかになった経済情勢や、業種間・企業間の業績のばらつきを反映した。分析結果は、前回と大きく変わらず、以下のとおりである。

- 給付金、実質無利子融資等の支援策<sup>1</sup>の効果により、2020年度に手元資金不足(流動性要因)が大幅に緩和され、デフォルト率は低下する。実質無利子融資は当初は元本返済・利払いが生じないため(信用力要因)、デフォルト率は2021~2022年度も抑えられるが、実質無利子融資の利払い負担が表れる2023年度に幾分上昇する(図表1)。ただし、対面型サービス業では、一部で収益の厳しさが残るとの前提から、デフォルト率は2021年度から大きめに上昇する(図表2、左図)。
- なお、感染症前の財務基盤が脆弱であった企業ほど、2020年度のデフォルト率の低下幅が大きくなっている(図表3)。今次局面では、大規模な支援策を背景に、リーマンショック期と比べて積極的な資金調達が行われ、財務基盤が脆弱であった企業を含めて、借り入れた資金を手元資金として保有し続けているとみられ(図表4)、これがデフォルト率の低下に作用している。もっとも、感染症前の財務基盤が脆弱であった企業ほど、収益回復ペースが緩やかであるとの想定のもとで、2023年度のデフォルト率は、高くなる傾向がある(図表3)。

こうした分析結果は、今後の景気の回復動向次第では、感染症の影響が大きい企業や、感染症拡大以前から財務基盤が脆弱であった企業への貸出に悪影響が及ぶリスクがあることを示唆している。

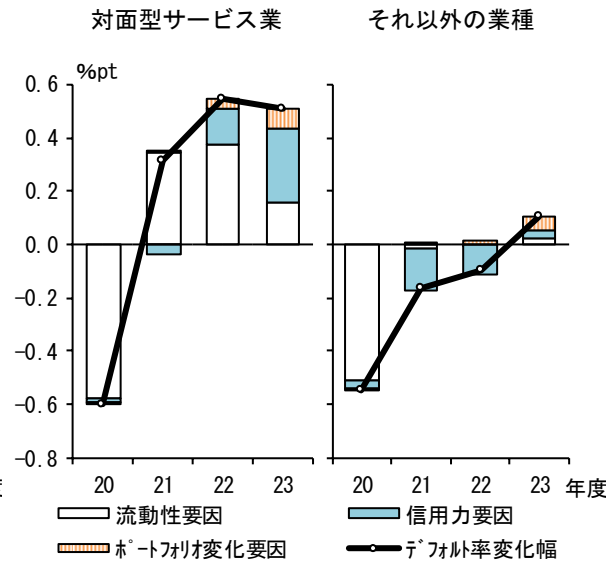
<sup>1</sup> 8月末までの政府発表に基づく(詳細は本文図表IV-1-8を参照)。

図表1 デフォルト率変化幅の要因分解  
(全産業) <本文図表IV-1-12>



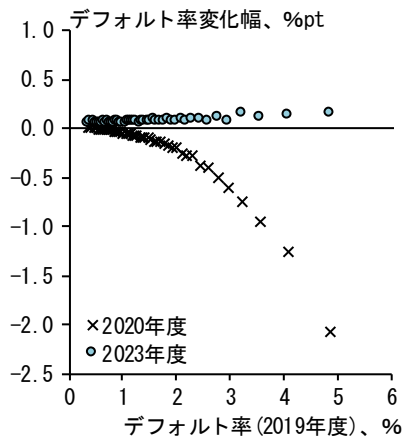
(注) 感染症拡大がなかった場合(収益は横ばい、予備的借入を行わない等)からのデフォルト率変化幅(図表2、3も同様)。

図表2 デフォルト率変化幅の要因分解  
(業種別) <同IV-1-13>

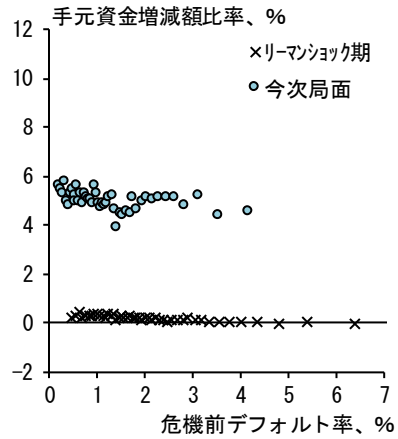


(注) 企業金融支援策勘案後。

図表3  
2019年度デフォルト率別にみた  
デフォルト率変化幅<同IV-1-14>



図表4  
危機前デフォルト率別にみた  
手元資金増減額<同B1-5>



(注) 支援策勘案後・中小企業・全産業ベース。手元資金増減額比率(右図) = (期末の手元資金 - 期初の手元資金) / 期初の総資産。危機前デフォルト率(右図)は、「今次局面」では2019年度、「リーマンショック期」では2007年10月~2008年9月の財務データを用いたデフォルト率の推計値。各図とも、デフォルト率を2%点毎にグループ化して集計。

(資料) CRD 協会

## ② 有価証券投資関連損益の悪化リスク

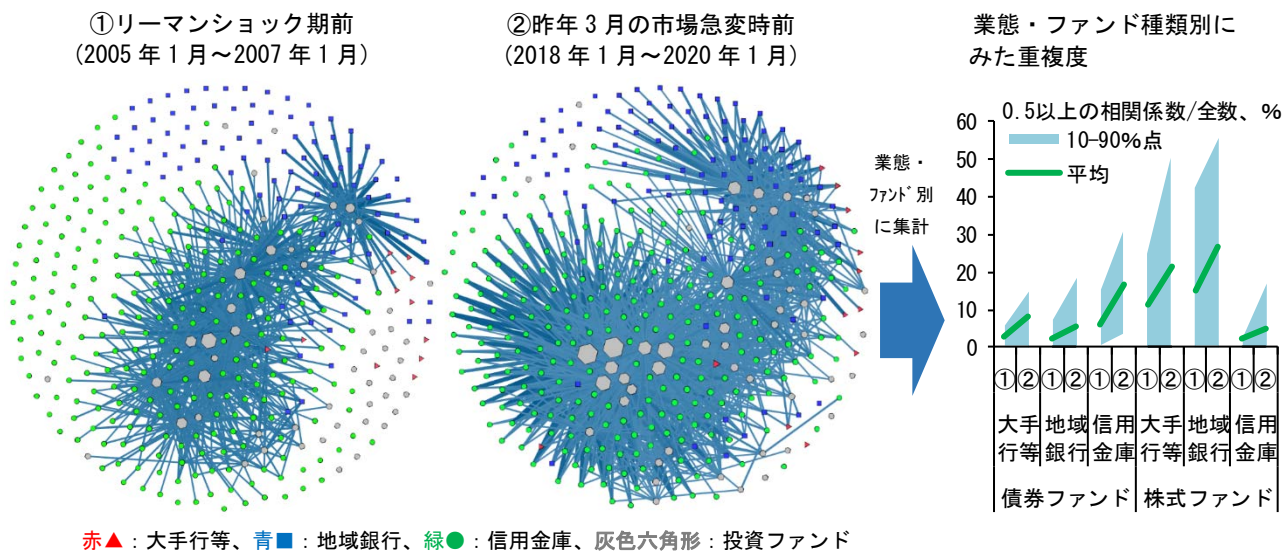
わが国の金融機関が、内外クレジット商品や投資信託などへの投資を積極化してきたなか、グローバルな金融システムでは、海外投資ファンドなどの金融仲介活動に占めるプレゼンスが高まっている。前回レポートでは、こうした変化を背景に、海外投資ファンドの売買行動が、わが国金融機関の有価証券ポートフォリオの価格変動を増幅する効果——連環性効果——が、近年拡大している可能性を指摘した。

今回号では、分析レベルを、わが国の約 360 の金融機関と、投資地域・商品別に集計した約 50 種類の投資ファンドにまで細分化し、これらの間の有価証券ポートフォリオの重複度を分析している。重複度は、有価証券ポートフォリオの時価変動の相関からみた等質性を指し、連環性効果を高める要素の一つである。分析結果は、以下のとおりである。

- 金融機関と投資ファンドとの重複度は、リーマンショック期前と比べて、昨年 3 月の市場急変時には、全般的に高まっていたことが示唆される（図表 5 左、中央）。債券ファンドについては信用金庫、株式ファンドについては大手行等と地域銀行において、重複度の高まりが顕著である（同右）。
- また、昨年 3 月の市場急変時には、その直前に重複度が高かった金融機関ほど、有価証券ポートフォリオの時価のマイナス変化幅が拡大した傾向がある。重複度が高い金融機関ほど、米国長期金利やファンド償還率などのグローバルな市場の変動要因の動きに対して、有価証券ポートフォリオの時価の感応度が大きくなる傾向がある。

上記の分析結果は、投資ファンドなどの行動により、国際金融市場で生じた市場性ショックがわが国の金融機関の有価証券ポートフォリオに与える影響が増幅される可能性があること、また、その影響が広範な金融機関に同時に及び得ることを示唆している。

図表 5 わが国金融機関と投資ファンドの重複度<同IV-3-6、IV-3-7>



(注) 金融機関の有価証券ポートフォリオと投資ファンドにおける運用資産の重複度が高い場合（相関係数が 0.5 以上）にそれらの主体間で線を引いており、各図形は線の本数が多いほど大きくなっている。

(資料) EPFR Global、Haver Analytics、日本銀行

(注) ①と②は、左図の「①リーマンショック期前」と中図の「②昨年 3 月の市場急変時前」に対応。

(資料) EPFR Global、Haver Analytics、日本銀行

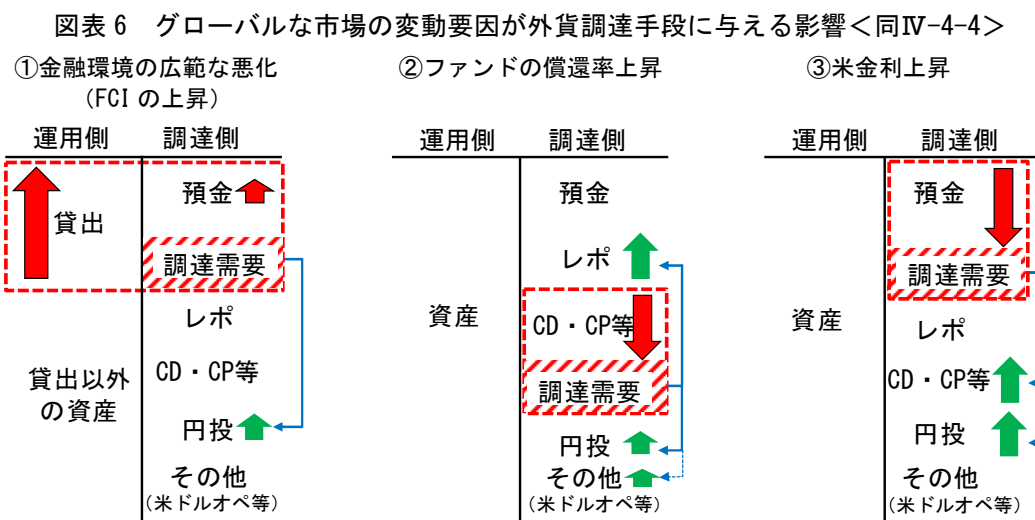
### ③ 外貨資金調達不安定化リスク

リーマンショック期や昨年3月の市場急変時には、わが国の金融機関の外貨調達に大きなストレスが加わり、①外貨貸出が増加するも外貨預金の調達がそれと見合う形では増加せず、市場性調達が増加する、②市場性調達のうちCD・CP等が大きく減少し、他の市場性調達手段で代替される、という特徴がみられた。

今回号では、国際金融市場での調整が、わが国金融機関の外貨調達手段の構成や調達レートに与える影響を、邦銀の外貨調達に関する長期時系列データやドル調達に関する高粒度の取引データを用いて推計している。分析結果は、以下のとおりである。

- グローバルな市場の変動要因である、FCI<sup>2</sup>、ファンドの償還率、米国金利の3つの要因を合わせると、大手行の預金やインターバンク等を通じた調達シェアの変化の7~8割を説明するなど、外貨調達に大きな影響を及ぼす。要因ごとに影響は異なり、①FCIが悪化する場合は、貸出増加に預金増加が追い付かず、円投調達のシェアを拡大する。また、②ファンド償還率の上昇は、CD・CP等による調達からレポや短期円投による調達への代替を促し、③米国金利上昇は、預金から市場調達手段への代替を促す（図表6）。
- ファンド償還率の上昇は、CD・CP、円投の調達レートの水準を押し上げるほか、CD・CP、レポ、円投の調達レートのボラティリティを高める。
- 金融機関の調達先（ドルの出し手）が分散されているほど、金融機関が直面する調達レートの水準やボラティリティは低くなる（図表7）。また、決済性預金をより多く持つ金融機関ほど、米国金利上昇時における預金から市場性調達への代替が緩やかである（図表8）。

邦銀は、流動性リスク管理の高度化に加えて、決済性預金の獲得や市場性調達における調達先の分散などの取り組みを進めてきたが、上記の分析結果は、こうした取り組みを続けることの重要性を示唆している。

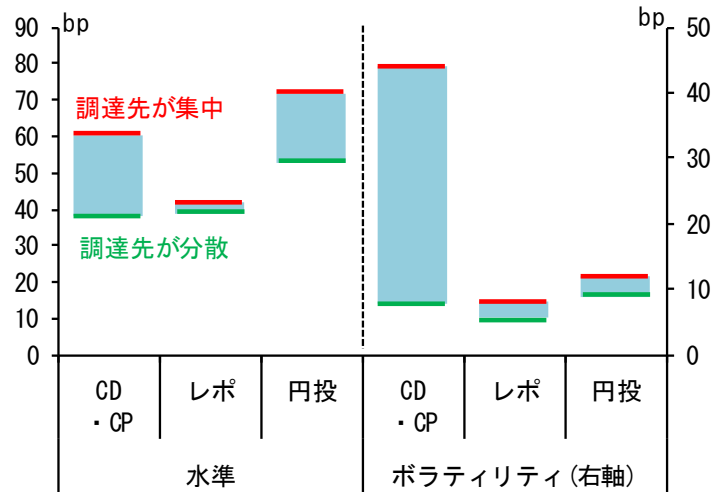


↑: シェア拡大、↓: シェア縮小、赤(黒枠あり): 主な調達需要発生源、緑: 主な調達先

(注) 本文の図表B3-2の推計結果から作成。矢印の上下はシェア拡大・縮小を、長さは変化幅を表す。

<sup>2</sup> FCI(Financial Conditions Index)は、金融環境の広範な悪化の影響を捉える指標。ここでは、VIXや社債スプレッドから算出されるシカゴ連銀作成のFCIを利用。

図表 7 調達先の分散が調達レートに与える影響



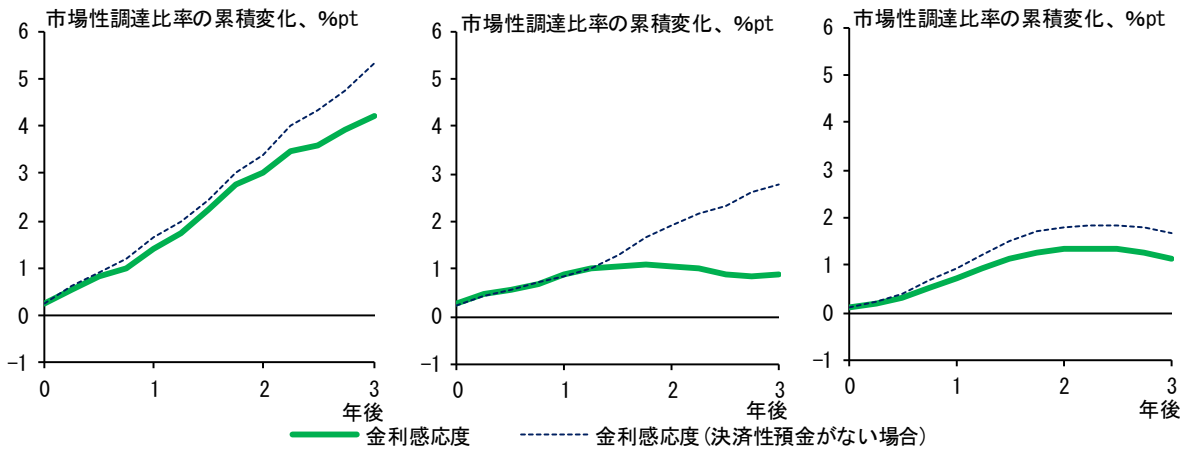
(注) 1. 本文の図表 B3-5、B3-6 をグラフ化。CD・CP、レポは約 20 万件、円投は約 1 万件の取引別データを利用。  
 2. 「調達が分散」は調達先数が無限、「調達が集中」は調達先数が 1 を示す。  
 3. 円投の通貨ベースは符号を逆転させている。  
 (資料) Bloomberg、Crane Data、FRB、Haver Analytics、ICI、金融庁「店頭デリバティブ取引データ」

図表 8 決済性預金比率とドル市場性調達比率の金利感応度<同 B3-7>

在米邦銀

在米欧州銀

米銀



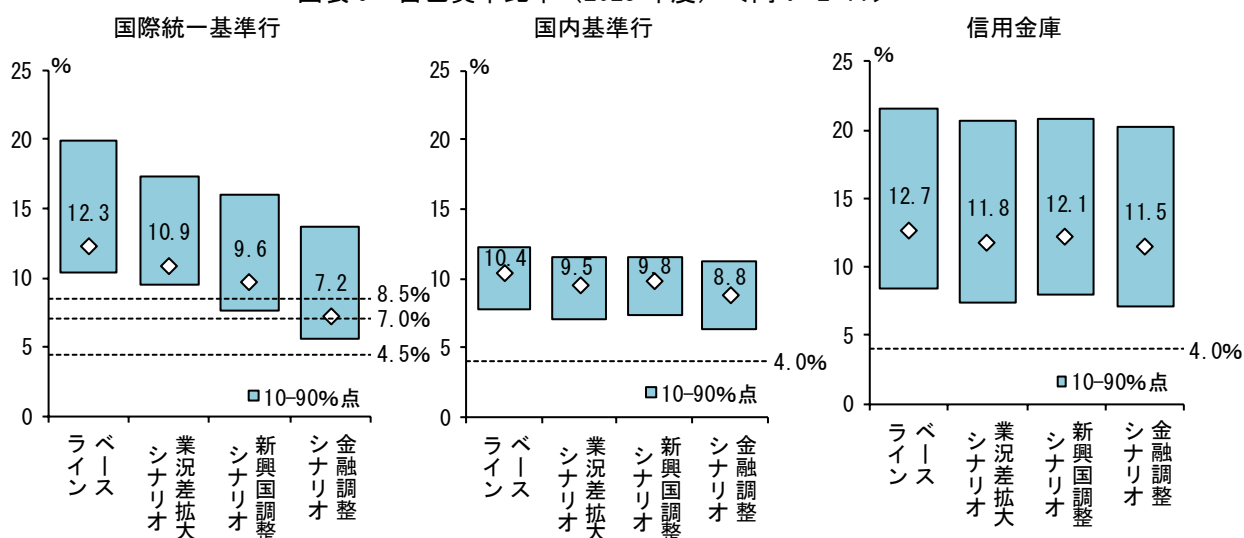
(注) 1. 米金利上昇 (+1%pt) に対する市場性調達比率の累積変化を推計したもの。米金利は 3 か月物、推計期間は 1992 年 1~3 月から 2021 年 1~3 月、サンプル数は約 93 万。「在米邦銀」と「在米欧州銀」は在米支店、「米銀」は現地法人。  
 2. 決済性預金比率は、決済性預金の預金計に対する割合。  
 3. 市場性調達比率は、CD・CP、レポ等によるドル調達、ドル調達全体に占める比率。  
 (資料) Bloomberg、FDIC、Federal Reserve Bank of Chicago

## マクロ・ストレステスト

上述のリスク認識を踏まえ、3種類のダウンサイド・シナリオを用いてマクロ・ストレステストを行っている。シナリオの想定、分析結果は以下のとおりである。

- 「業況差拡大シナリオ」：感染症が再拡大し、業種間・業種内の業況差の拡大を伴いつつ実体経済を下押しすることを想定。感染症拡大の影響を受けやすい業種への貸出が多い国内基準行や信用金庫では信用コストの増加が下押しに大きく寄与するが、全ての業態で、平均的には規制水準を上回る自己資本比率を確保する。
- 「新興国調整シナリオ」：米国長期金利の上昇を契機に、国際金融市場の調整と新興国を中心とした内外実体経済の成長鈍化が生じることを想定。国際統一基準行では信用コストの増加や有価証券評価損益の下振れが大きめに寄与するが、全ての業態で、平均的には規制水準を上回る自己資本比率を確保する。
- 「金融調整シナリオ」：リーマンショック期と同程度の大幅かつ急速な調整が国際金融市場で発生し、それが金融仲介活動への負の影響を通じ、内外経済に更なる下押し圧力として作用することを想定。自己資本比率は、信用コストに加え、有価証券関連の損失が膨らむことから、すべての業態で他のダウンサイド・シナリオ対比、低い水準となる。国際統一基準行では、CET1 比率が資本バッファ率（銀行により 7.0～8.5%）に抵触する水準まで低下する銀行が相応にある。

図表 9 自己資本比率（2023 年度）＜同 V-2-11＞



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

こうした分析結果から、「わが国の金融システムは、先行き、感染症の再拡大や米国長期金利上昇に伴う国際金融市場と新興国経済の調整などの状況を想定しても、相応の頑健性を備えている。もっとも、仮に、国際金融市場が大幅かつ急速に調整する場合には、金融機関の経営体力が低下して金融仲介機能の円滑な発揮が妨げられ、実体経済の一段の下押し圧力として作用するリスクがある。」と評価している。

以上