

グローバル金融システム委員会報告書
～「低金利長期化の金融安定へのインプリケーション」の概要

平成 30 年 8 月 22 日
佐志田晶夫
(公益財団法人日本証券経済研究所)

グローバル金融システム委員会報告書

～「低金利長期化の金融安定へのインプリケーション」の概要

(要約)

主要国の低金利継続が金融システムに及ぼす影響への注目を背景として、CGFS（グローバル金融システム委員会）の作業部会が、低金利長期化が銀行部門及び保険・年金基金の収益、金融システムの安定に及ぼす影響を分析し今年7月に報告書を公表した。

低金利は、銀行の純金利鞘を縮小させて銀行の収益性を抑制し、その強靱性を低下させかねない。また、収益確保のためのリスクテイクを促すことにより、将来の損失を増大させる懸念もある。影響の大きさ次第では金融安定へのリスク要因ともなりうる。

作業部会は、IMFの世界経済見通しを延長して2017年～2027年の金利・経済動向のベース・シナリオを作成。その上で経済の長期停滞で低金利が続く低金利長期化シナリオと途中でインフレ懸念が生じ金利引き上げが行われるスナップバックシナリオを構築した。これに、金利変動が銀行収益などへ及ぼす影響についての分析結果を組み合わせ、銀行収益のシミュレーションを行った。

ベースラインシナリオでは短期金利上昇とイールドカーブの傾斜拡大、成長率上昇とともに先進諸国の銀行の純金利鞘は拡大。新興市場諸国では、短期金利上昇は限定的であり、純金利鞘は横ばいを見込む。これに対して低金利長期化シナリオでは、純金利鞘はさらに0.3～0.4%低下し、銀行の財務状態にリスクが生じることが示唆される。また、先進諸国の短期金利の低迷は、新興市場諸国の銀行の純金利鞘にも影響を及ぼす。

ただし、近年の収益動向の分析を踏まえると銀行部門の純金利鞘は縮小するが、経費削減や手数料収入業務へのシフト、リスクテイク増加で対処可能とみられる。保険・企業年金はより低金利に脆弱だが、影響は長期間で生じるため秩序だった対応を行う余地がある。

銀行部門全体では収益性を維持できても、いくつかの銀行やある国の銀行部門では、緊張が高まる可能性がある点に注意が必要である。銀行が主にリテール業務を行い競争的な市場で活動し、金利がすでにかなり低い水準にある場合に、収益はより押し下げられる。作業部会は、低金利長期化でグローバルな銀行の困窮は発生しないとしても、いくつかの銀行で問題は生じうるとの見解である。

健全性当局のリスクに対する第一の防衛ラインは、適切な資本、流動性、リスク管理を促して金融システムの強靱性の構築を続けることである。また、①低金利長期化やスナップバックのリスクへのモニタリングを特にストレステストを通じて強化し、②エクスポージャーとリスクのモニタリングのため個社レベルのデータを集めて分析、さらに、③適切な破綻処理戦略を（銀行に加え保険にも）採用する、などの対応を検討すべきである。

グローバル金融システム委員会報告書：

～「低金利長期化の金融安定へのインプリケーション」の概要

公益財団法人日本証券経済研究所
特任リサーチ・フェロー佐志田晶夫

I. はじめに

先進諸国での低金利継続が金融システムに及ぼす影響が注目されている。CGFS（グローバル金融システム委員会）の作業部会が、低金利長期化が銀行部門及び保険・年金基金の収益や金融安定に及ぼす影響を分析、2018年7月に報告書「低金利長期化の金融安定へのインプリケーション⁽¹⁾⁽²⁾」をまとめ、公表している（報告書の構成は図表1参照）。本稿では、銀行部門への影響を中心に、同報告書の概要を紹介したい。

図表1：CGFS(低金利長期化の影響)報告書の構成
要約/前置き
1. 金利シナリオ
1.1 ベースラインシナリオ
1.2 低金利の長期化シナリオ
1.3 スナップバック（急な反転）シナリオ
2. 低金利の銀行への影響
2.1 影響の経路
2.2 収益性の動向
3. 低金利の銀行への影響：新興市場諸国の視点
3.1 影響の経路
3.2 先進国経済の低金利の新興市場諸国の銀行への波及
3.3 新興市場諸国の銀行へのスナップバックの影響
3.4 金融安定へのインプリケーションの要約
4 保険会社・年金基金への低金利の影響
4.1 影響の経路
4.2 業績動向
4.3 リスクテイク及びその他の適応
4.4 長引いた低金利後のスナップバックの影響
4.5 金融安定へのインプリケーションの要約
5 結論及び政策上のメッセージ
5.1 リスク評価と注意すべき点
5.2 政策提言と検討事項
参考文献、付属文書（各国シナリオ、データと分析手法詳細等）

1 Committee on the Global Financial System “Financial stability implications of a prolonged period of low interest rates” July 2018 を参照。 <https://www.bis.org/publ/cgfs61.pdf>

2 グローバル金融システム委員会報告書「低金利長期化の金融安定へのインプリケーション」の要旨は、日本銀行が仮訳を作成しており、これを参考にした。 http://www.boj.or.jp/announcements/release_2018/data/rel180706c.pdf

I.金利シナリオの作成

作業部会は、低金利長期化の影響を数量的に検討するため IMF の世界経済見通しをベースにそれを延長して 2017 年～2027 年の期間、23 カ国の金利シナリオを作成。別途、金利低下（短期金利低下とイールドカーブ平坦化）が銀行収益などへ及ぼす影響を分析して（次章で詳述）金利シナリオと組み合わせ、銀行収益シミュレーションを行っている。

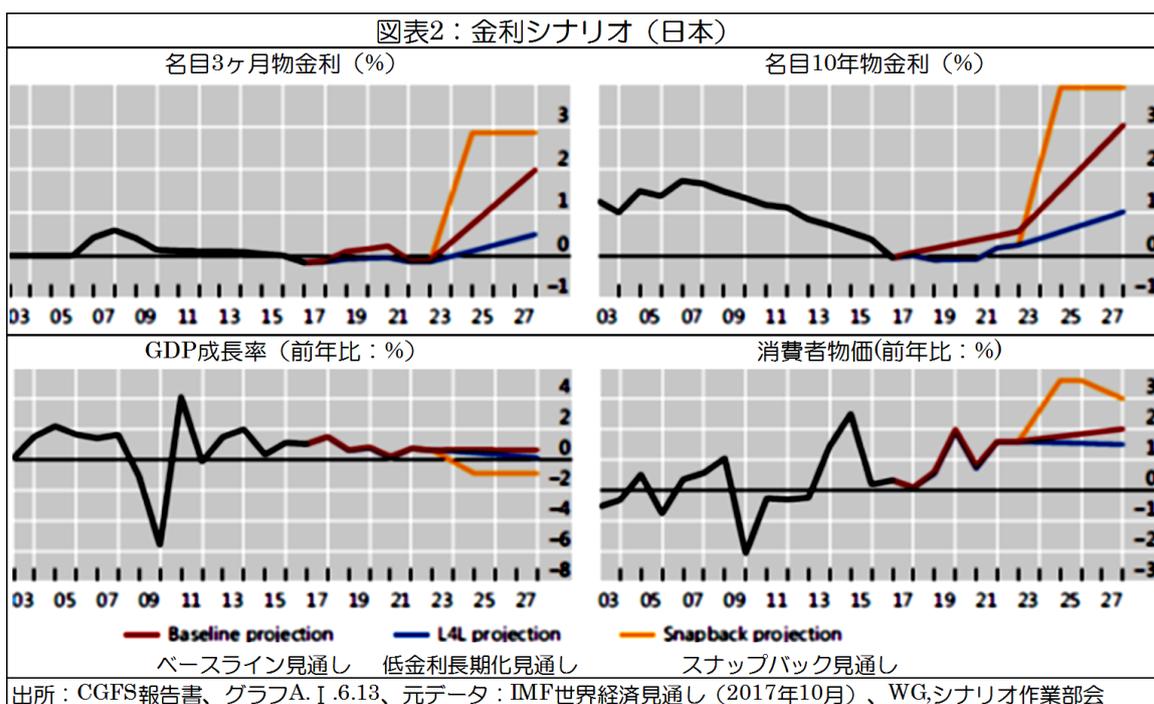
①ベースラインシナリオ

金利・経済指標として、3 カ月物金利、10 年債利回り、インフレーション（消費者物価）、GDP 成長率、潜在成長力を選び、2022 年までは IMF の世界経済見通し（2017 年 10 月）の結果を使用し、以下のような想定で 2027 年まで予測期間を伸ばした。

各国は予測期間末（2027 年）に潜在産出力水準に到達、実質短期金利が自然利子率に等しくなると想定。自然利子率は、IMF 見通しで実質金利が横ばいの国々（新興市場諸国、カナダ、米国）では 2022 年時点の実質金利を用い他の国々は潜在成長力から推定した。

各中央銀行のインフレ率目標が予測期間末で達成されると仮定、両者を足して短期名目金利を求める。10 年債利回りは、短期金利と各国毎の長短金利差（1999 年～2016 年の平均）から算出する。2022 年から 2027 年の短期金利、長短金利差、10 年債利回りの経路は、IMF 見通しによる 2022 年の値から予測期末値へと直線的に収束すると想定した。

一例として、日本の金利、物価シナリオを示すと図表 2 の通りになる（消費者物価の上昇率には消費税の影響を含むもの）。



②低金利長期化シナリオ～潜在成長力低下、低成長・低インフレ

長期停滞に伴うインフレ率、潜在成長力の下振れ、自然利子率低下を想定する。自然利子率、インフレ率、短期名目金利は、2017年ではベースラインと同一水準だが、その後下振し、予測期間末ではそれぞれ100bp（ベースポイント）、50bp、150bp、ベースラインシナリオを下回ると想定。10年債利回りは、タームプレミアムの縮小により予測期間末では長短金利差が1999年～2016年の平均の半分に止まるとして求めている。

③スナップバック～インフレショック、金融引き締めを想定

低金利長期化シナリオを基にして、予測期間の途中からインフレ率上昇の恐れが生じると想定、2023年以降の短期金利と長期債利回りの上昇を見込む。潜在成長力の低下がインフレ圧力につながり、インフレ率はベースラインシナリオを2%上回る。金融引き締め策がとられ、短期金利は低金利シナリオより300bp高まり、10年債利回りはインフレリスク・プレミアムでさらに上昇する。なお、金利上昇による成長率の低下を見込む。

Ⅱ. 低金利が銀行に及ぼす影響

1. 影響の経路～市場金利の低下で純金利鞘縮小

報告書は、低金利は銀行の収益性を抑えてショック後に資本を回復させる能力を損ない強靱性を低下させうるし、また、収益確保のためのリスクテイクを促して将来の損失を増大させかねないと指摘。影響の大きさ次第で金融安定へのリスク要因になるとしている。

低金利は、主としてNIM（net interest margin：純金利鞘）を縮小させることで銀行の収益性に影響を及ぼす。短期金利が低下しても（特にマイナス金利では）、銀行が預金金利を一定の水準より引き下げるのは難しいため、純金利鞘への影響が生じる。また、イールドカーブの平坦化も、長期資産の収益性を低下させ純金利鞘を縮小させる。

金利の低下局面では長期資産の評価益が増加するし、また、よりリスクの高い貸出を行うことによってのある程度の利鞘確保や手数料ビジネスの増強も図れる。ただし、こうした対応は困難だったり一時的な効果しかなかったりする 경우가少なくない。

また、低金利が銀行の利回り追求を引き起こすことが金融の脆弱性を助長しかねない。過去の分析によれば、低金利によりリスクテイクが高まり、高利回りを求めて質が低い貸出が行われた。低金利が長引くほどこうした効果が強くなるとの研究結果もみられる。満期ミスマッチ拡大やレバレッジ増大が行われることもあるが、そうしたリスクテイクで妥当な収益が得られ、将来の損失に備えるバッファの構築に用いられるかが問題である。

2. 収益性の動向～現状と影響の予想

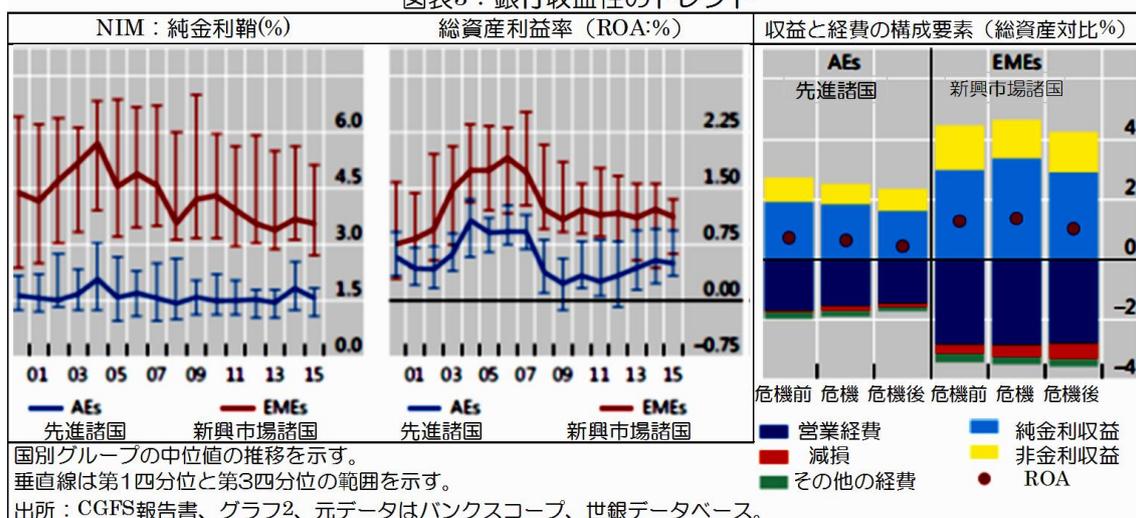
(1) グローバル金融危機後の銀行の収益動向

銀行の収益性はGFC（金融危機）によって大きく低下した。先進諸国ではROA（総資産

収益率)は、2006年の平均0.98%から2008年には平均0.24%になり、最近の景気回復でも危機前の水準には到達していない。一方、新興市場諸国では、ROA低下はより緩やかであり、2000年代初期の平均よりは高い水準を保っている(図表3)。

NIM(純金利鞘)縮小以外の要因として、景気低迷の長期化や銀行のビジネスモデルの変化、規制環境の動向などが銀行の収益性に影響する。なお、銀行部門の収益性には非金利収益の影響も大きく、純金利収益の低下はそれに次ぐ要因である。

図表3：銀行収益性のトレンド



(2) 金利、マクロ経済要因の銀行収益への影響度合い

単純に GFC 以降の金利低下と NIM や ROA との相関をとると、その相関性は必ずしも高くはない。だが、マクロ経済的および制度的な様々な要因を制御した分析を行うことで、金利低下の収益への影響を検証できる。報告書では、NIM と ROA と金利水準の関係について、集計された国レベル（19 カ国）のデータによる分析と 45 法域の 10 万以上の個別銀行レベルのデータによる分析を行っている(図表 4、5 を参照)。

図表4：NIM（純金利鞘）への金利の影響

説明変数	国レベルの分析		銀行レベルの分析		
	全地域	全地域	先進諸国	新興市場諸国	先進諸国(除く米)
ラグ付き被説明変数	0.82***	0.46***	0.53***	0.36***	0.46***
短期金利	0.06*	0.05***	0.05***	0.12***	0.04*
イールドカーブの傾斜	0.05***	0.10***	0.10***	0.10**	0.08**
インフレ率	-0.01	0.01	0.00	0.01	0.01
GDP成長率	0.01	0.01	0.02*	0.01	0.01
標本数	295	103,495	98,057	4988	23,097
国の数	19	45	25	20	24
銀行数		10,018	9,435	583	2,442

***/**/*は有意水準（1%/5%/10%）を示す。
出所：CGFS報告書表1。

説明変数としては、ラグ付きの被説明変数、短期金利、イールドカーブの傾斜（10年債

利回りと3ヵ月物金利との差)、マクロ経済変数および銀行部門のコントロール変数を用いている。図表4はNIMについての推計結果の概要であり、短期金利とイールドカーブの傾斜の係数は正で統計的に有意である。

金利低下の短期的な影響は小さいが、ラグ付き被説明変数の係数を考慮すると(累積的に影響が生じるため)長期的な影響は大きい。例えば、1%の短期金利上昇は、短期的にはNIMを6bp増加させるだけだが、長期的には33bpの増加になる。

説明変数	国レベルの分析		銀行レベルの分析		
	全地域	全地域	先進諸国	新興市場諸国	先進諸国(除く米)
ラグ付き被説明変数	0.48***	0.27***	0.31***	0.13***	0.17***
短期金利	0.02	-0.01	-0.02**	0.03	-0.01
イールドカーブの傾斜	0	-0.09***	-0.11***	-0.01	-0.02
インフレ率	0	0.01	0.00	0.03	-0.01
GDP成長率	0.05***	0.04***	0.05***	0.04**	0.02***
標本数	295	103,495	98,057	4988	23,097
国の数	19	45	25	20	24
銀行数		10,018	9,435	583	2,442

***/**/*は有意水準(1%/5%/10%)を示す。
出所：CGFS報告書表2。

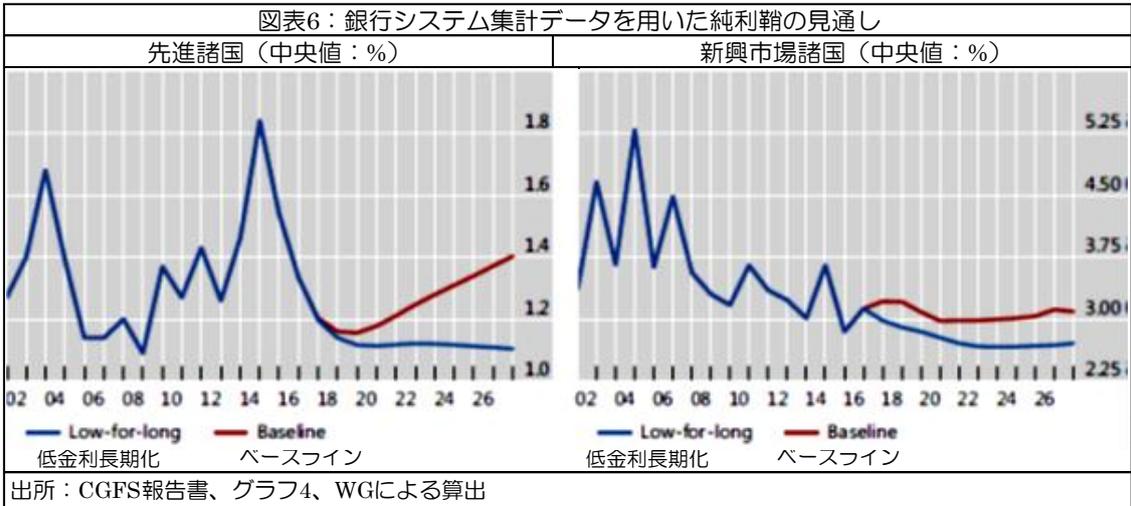
ROAの分析では、短期金利やイールドカーブの傾斜変化の効果は明確でない。これは銀行が利鞘縮小に、貸倒れ引当てや経費の削減、他の収益の増加で対応したと整合的だが⁽³⁾、それが金融安定への懸念を生じさせかねないことに注意したい。

(3) 低金利長期化シナリオの下での銀行収益

低金利長期化の将来的な影響を評価するため、上記の結果で得られた係数とベースラインシナリオ及び低金利長期化シナリオを用いて純金利鞘とROAを算出した(図表6、7を参照)。なお、モデルの推計結果とシナリオの仮定にはかなりの不確実さがあり、こうした見通しは起こりうる結果を例示したものでしかない。

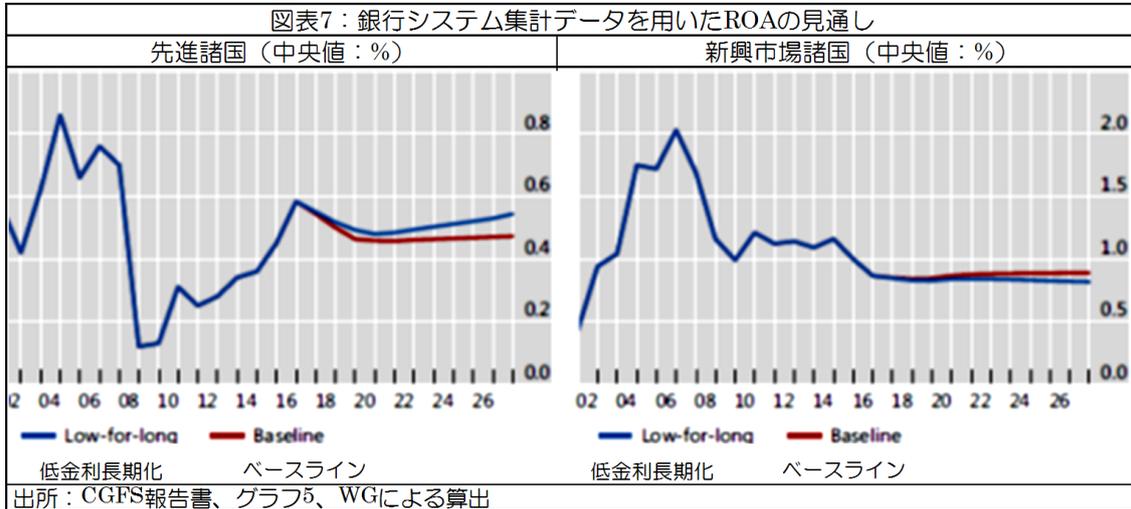
ベースラインシナリオでは(図表6)、短期金利上昇とイールドカーブの傾斜拡大、成長率上昇により先進諸国の純金利鞘は拡大する。新興市場諸国では、短期金利上昇は限定的と想定され、純金利鞘は横ばいを見込む。一方、低金利長期化シナリオでは、純金利鞘はさらに0.3~0.4%低下し、銀行の財務状態に重要なリスクが生じることが示唆される。

3 日本の地域金融機関等の動向をみると、貸出利鞘低下は他の収益や信用コスト低下で、ある程度補われている。日本銀行「2017年度の銀行・信用金庫決算」2018年7月参照。<http://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/data/fsrb180720.pdf>



低金利長期化の ROA への影響は、純金利鞘への影響よりも小さい（図表 7）。これは、バンク・オブ・イングランドが行ったストレステストの結果とも整合的である⁽⁴⁾。ただし、ROA で相対的に影響が少ないことの解釈には注意が必要であり、特定の種類の銀行や銀行システムでは、平均的な動向とは異なり、低金利の影響がより大きい可能性がある。

この点について報告書は、①金利と銀行収益の関係の非線形性（一定水準以下では影響増大）、②銀行市場の競争状態（集中度が低く競争が激しいと影響大）、③銀行のビジネスモデルによる影響の違い（預貸業務の比重が高いと影響大）の 3 点を指摘・分析している⁽⁵⁾。



4 Bank of England “Stress testing the UK banking system:2017 results” November 2017 を参照。概要は、拙稿”バンク・オブ・イングランドの中長期ストレステスト—低成長・低金利継続と競争圧力増加の英銀収益への影響—”（公財）日本証券経済研究所、トピックス：2017年12月で紹介。 http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1712_02.pdf

5 報告書は日本に特定した分析はしていないが、これらの点は日本の地域金融機関にかなり当てはまると考えられる。

①金利と銀行収益の関係の非線形性

先行研究によれば、金利と銀行の収益性には非線形の関係があり、金利が特に低下した場合は(例えばゼロ以下)影響が大きい。金利が1.25%を下回るか否かで区分し、個別銀行レベルで分析すると、NIMに短期金利が及ぼす影響は低金利水準ではより大きい。こうした影響は米国以外の先進諸国に集中してみられ、米国や新興市場諸国ではみられなかった。

②銀行市場の競争状態

低金利の影響は銀行市場の性質に左右される。市場集中度の高さで区分して分析を行うと、集中度が低く競争が激しい市場では短期金利のNIMへの影響はかなり大きい。これは、市場金利低下は銀行から貸出顧客へと伝わる一方、預金金利引き下げの裁量は乏しいためだろう。なお、スイスのリテール銀行では利鞘が縮小したが北欧ではそうっていない。

③銀行のビジネスモデルによる影響の違い

金利低下の収益への影響は、預貸金利鞘を通じて生じる。このため伝統的な預貸業務の比重が高い銀行ほど金利低下の影響を受け易く、業務が多角化した銀行では金利低下の影響はより少ないと考えられる。だが、総資産規模、対総資産貸出比率、対総負債預金比率で銀行を区分した分析では、こうした効果は新興市場諸国の銀行でしかみられなかった。

報告書では、以上の分析に加えてスイスのリテール銀行の分析やECBやドイツの規制当局が行った結果も踏まえて、金利がかなり低い状態にあるリテール銀行では、低金利長期化の影響がかなり大きいと推測している。

(4) 銀行のリスクテイク姿勢への影響

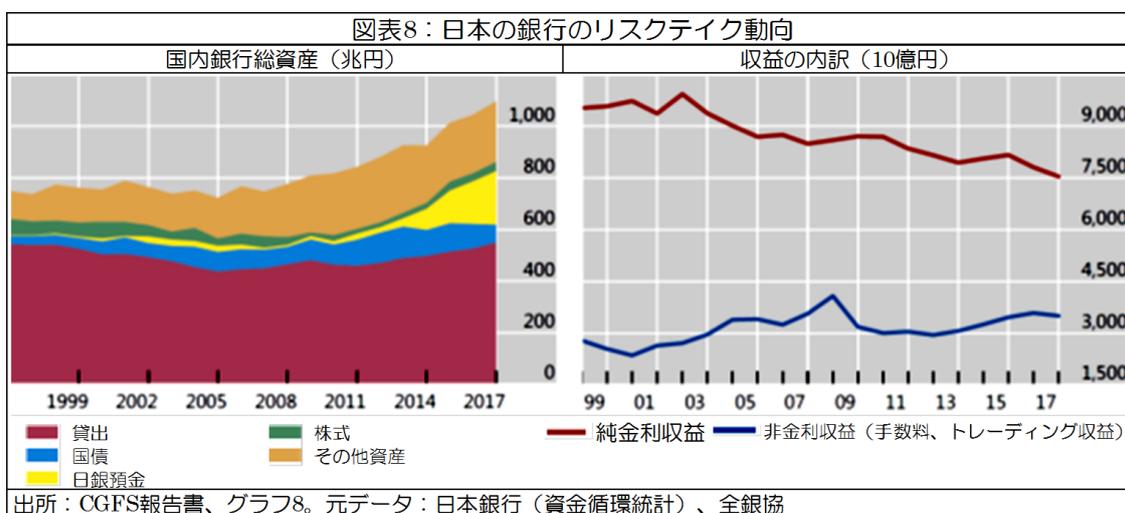
報告書では、金利低下と収益性の低下が将来損失の可能性増加という対価での高利回りビジネス追求を銀行に促す可能性を指摘、近年の銀行によるリスクテイクの動向と金利低下の影響を分析している。これをみるとGFC後の規制強化の影響が大きい。

先進諸国と新興市場諸国の銀行のバランスシートの変化を概観すると、2000年から2015年にかけて、金融危機の影響が大きかった先進諸国の銀行は貸出/預金比率を低下させており、リスクテイクの後退と整合的である。その他の先進諸国では、貸出/預金比率と資産・負債の満期ギャップを拡大しており、これはリスクテイクの高まりを示唆する。ただし、流動資産比率は上昇している。また、自己資本比率の上昇は、両者に共通している。

新興市場諸国の銀行は、貸出/預金比率を上昇させるとともに、流動資産比率を低下させている。ただし、資産・負債の満期ギャップはわずかな上昇にとどまっている。また、新興市場諸国の銀行も自己資本比率を高めており、全体としてみれば、新興市場諸国で銀行の健全性は低下していないと考えられる。

金利低下が長期化しているユーロ圏と日本の銀行についてみても、ユーロ圏では健全性規制の強化などによって銀行の行動が制約されていることもあり、与信基準の緩和はかなり穏やかである。また、銀行の貸出勘定のリスクも低下傾向がみられ、保有債券でも信用の質が若干改善、評価が難しい資産の保有も継続的に減らされている。

日本では低金利が1990年代後半以降続いているが、集計データで見た限りではリスクテイクは過度なものではない。2012年頃までは貸出と株式保有は漸減、国債の保有が増加していた。2013年以降は量的緩和をきっかけに貸出が伸び、投資信託や外債などのよりリスクが高い資産の保有が増えたが、銀行システム全体でみればその規模は限定的である。



（5）スナップバックシナリオでの影響

低金利の長期化は、予想外の急な金利上昇によるリスクを高める懸念がある。スナップバックシナリオでは、短期金利の上昇とそれを上回る長期債利回り上昇、景気後退の発生を想定した。低金利に対応してポートフォリオやビジネスモデルを変化させていなくても、保有債券の評価損や調達コスト上昇、延滞債権の増加が生じかねない。前述したようにGFC後にリスクテイク増大の動きはほとんど見いだせなかったが、資産の満期長期化や不動産ローン増加など、純金利鞘の縮小に対処する動きが生じている。

なお、報告書によれば、作業部会による金利変動の収益影響の分析結果とスナップバックシナリオを組み合わせた見通しでは、短期金利上昇で収益が改善する一方、評価損は捉えることができなかった。このため、報告書ではスイスの銀行についての分析や米国の事例などを参照して潜在的なリスクを強調している。

（6）金融安定への影響

報告書は、低金利（特に短期金利がゼロに近い場合）は、純金利鞘を縮小させるとした上で、計量経済学的な分析や最近までの経験からは、銀行が低金利によるROAの低下に歯

止めをかけてきたと指摘している。ただし、いくつかの銀行や銀行システムは（ビジネスモデルや競争環境にもよるが）、遥かに苦しめられかねない。

低金利長期化が追加的なリスクテイクを促す証拠は、かなり限定的でしかない。今までは、銀行の健全性尺度はユーロ圏や日本でも大きく悪化はしていない。ただし、リスクテイクが抑制されているのは、GFC 後の監督・規制による制約を反映したものかもしれない。若干だが、資産デフレの長期化と住宅市場へのエクスポージャーの増大がみられる。

リスクテイクの拡大がなくても、金利の急なスナップバックは長期債保有による評価損や延滞債権の増加、信用の伸び鈍化をもたらす可能性が高い。銀行が低金利の影響に対して、リスクの高い貸出やデフレ・ミスマッチ拡大などを行ったなら、スナップバックの悪影響はさらに大きくなるだろう。スイスの銀行についての分析からは、急な金利上昇と資産価格の大幅な修正は、より厳しい結果をもたらすものと考えられる。

Ⅲ. 新興市場諸国の銀行への影響

1. 影響の経路

新興市場諸国の銀行には低金利の影響は少なく、純金利鞘や収益性の低下は限定されている。このため低金利長期化の新興市場諸国の銀行への影響はあまり注目されてこなかった。だが、金利低迷が続いてきたなら金融安定へのリスクはより明らかだっただろう。

4つの影響経路が指摘できる。

- ①低い国内金利の持続は、銀行の支払い能力を脅かしリスクテイクを誘発する。分析結果では金利低下の純金利鞘への影響は、先進諸国よりむしろ大きい。
- ②先進諸国の低金利継続は、新興市場諸国の金融機関に資金調達を促す波及効果を持つ。外貨調達であれば、自国通貨が下落した場合に支払いの困難が生じかねない。
- ③低金利で収益性が低下した先進諸国の銀行が新興市場諸国に活動を移すことで、新興市場諸国の国内金融機関の収益性に影響を及ぼしかねない。
- ④先進諸国の低金利は新興市場諸国への広範な資本流入を支え、資産価格を引き上げ、家計や企業の資金調達コストを引き下げうる。資本移動が逆転した場合などには、新興市場諸国の金融安定にリスクを生じさせかねない。

2. 先進国経済の低金利の影響

先進国の低金利の波及効果を評価するため、先進諸国（ユーロ圏、日本、米国）の短期金利とイールドカーブの傾斜を説明変数に加えた推計を行った（図表 9）。なお、表には記載していないが、グローバルなマクロ経済変数（先進諸国の成長率、インフレ率、石油価格、商品価格、新興市場諸国為替レート指数）をコントロール変数としている。

図表9：先進国金利の新興市場諸国の銀行の収益性への波及効果		
	銀行レベルでの分析	
	NIM:純金利鞘	ROA:総資産利益率
ラグ付き被説明変数	0.32***	0.10***
自国の短期金利	0.08**	0.01
自国イールドカーブの傾斜	0.01	-0.09**
自国のインフレ率	0.01	0.01
自国のGDP成長率	-0.04*	0.01
先進諸国短期金利	0.15*	0.18
先進諸国イールドカーブの傾斜	-0.03	0.12
標本数	4988	4988
国の数	20	20
銀行数	583	583
***/**/*は有意水準（1%/5%/10%）を示す。		
出所：CGFS報告書表7。		

推計結果によれば、先進諸国の短期金利は、新興市場諸国の銀行の純金利鞘に有意な影響を及ぼす。新興市場諸国の銀行が、外貨預金の受け入れと外貨貸出を行っていて、預金金利は下限で制約され、貸出金利は制約されない場合には影響が増幅する。なお、ROAにも同様な影響があるが、推計結果は統計上有意ではない。

自国の金利低下とともに、先進諸国の低金利も新興市場諸国の銀行の利鞘を縮小させる。先進諸国の金利からの影響も考慮すれば、低金利長期化シナリオで新興市場諸国の銀行利鞘は（自国金利だけの低下以上に）、縮小すると考えられる。なお、新興市場諸国の銀行の収益性への先進諸国の低金利の影響分析は、作業部会として行った初めてのものであり、更なる探求を行う余地が大きい。

3. スナップバックの影響

新興市場諸国では、国内要因による金利の急上昇に加えて先進諸国の金利上昇をきっかけとした新興市場諸国からの投資引き上げを伴う金利上昇も考えられる。過去にはこうしたスナップバックが新興市場諸国の金融市場に大きな混乱を生じさせたことがある。

ただし、最近では、新興市場諸国の経済成長が堅固となり、金融セクターが強靱になったことなどで、多くの新興市場諸国では脆弱性は低下している。2013年のテーパー・タントラムも破壊的ではあったが、過去の事例と比べれば影響の深刻さは低かった。

もっとも、グローバルな低金利が続くと、企業の債務増大や過大な資産評価など、一部の新興市場諸国で見られる不均衡がさらに拡大しかねない。このため低金利がさらに続いた後でのスナップバックでは多大な困難が生じかねない。

4. 金融安定への影響

新興市場国が先進国かに係らず、自国の低金利は銀行の収益性に困難をもたらす。加え

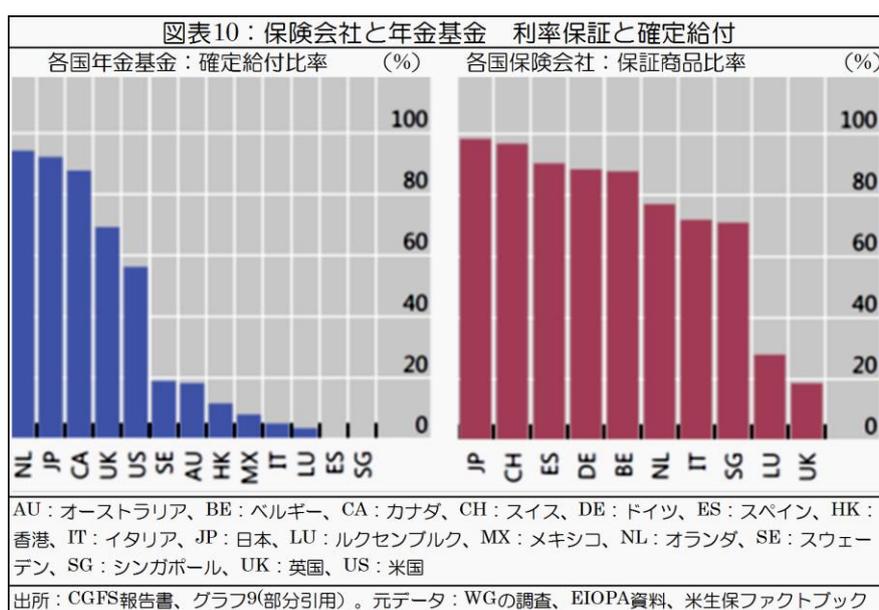
新興市場諸国の銀行は、先進諸国の低金利の波及効果を経験しており、これは金融安定にリスクを生じさせる。計量経済学的な分析によれば、先進諸国の低金利は新興市場諸国の銀行の利鞘を縮小させかねない。これと比べると ROA への影響は明確ではない。自国が先進諸国の低金利期間がより長引いた後でスナップバックが起きれば、新興市場諸国の金融部門へのストレスは、より大きなものとなるだろう。

IV. 保険会社・(民間)年金基金への低金利の影響

1. 保険会社等への影響経路、動向

報告書の ICPFs (保険会社・民間年金基金) についての分析を簡単に紹介する。保険や年金基金のバランスシートでは、負債のデュレーションが資産のデュレーションより長くなりがちで、金利低下では負債の評価増がより大きい。また、急なスナップバックが生じた場合、顧客には生命保険契約の解約が有利になり保険会社に流動性低下が生じかねない。

民間の年金ではオランダ、日本、カナダなどは確定給付の比率が高く、また、生命保険では多くの国で契約者に利回りを保証する商品の比率が半分以上である⁽⁶⁾。



低金利環境に対応して各国の保険会社は、運用資産の長期化を図るとともに予定利率を引き下げている。ユニットリンク保険にシフトする動きもみられる。また、オランダなどの年金基金では、給付のインフレ連動の停止や給付水準の引き下げも行われている。カナ

6 主要国の生命保険の動向、日本との比較に関しては、報告書も参考文献としているが、日本銀行金融機構局 鷲見和昭、稲場広記、今久保圭：“生命保険会社の国際比較” 2017年4月 日銀レビュー 2017-J-4 を参照。

ダや英国では、確定給付スキームの新規加入を停止する動きもある。ただし、こうした変更は、投資リスクを契約者に転嫁することになる。

2. ICPFs（保険会社・年金基金）を通じた金融安定への影響

報告書では、低金利長期化シナリオがICPFsに及ぼす影響のシミュレーションを行い、キャッシュフローや積立比率（funding ratio）の悪化が生じるとしている。一方、スナップバックシナリオでは、負のデレレーションを反映して財務状態は相対的に改善する。ただし、運用利回り改善のために行ったリスク高い運用が評価損をもたらした場合は、改善が減殺されるだろう。また、前述のように流動性の問題が生じる可能性もある。

ICPFsの経営難や破綻の影響は、金融部門のカウンターパーティや非金融部門の利害関係者、金融市場を通じて波及する。ICPFsは運用長期化のためにデリバティブを利用しており、相手側金融機関にカウンターパーティリスクが生じている。このため金利変動による所要担保増により流動性危機が起きることもありうる。

市場を通じた波及は、ICPFsの資産評価に関係する。ICPFsは一定の戦略的な資産配分を維持する投資戦略のため、評価が下がった証券を買い上がったなら売ることによって価格変動を抑制してきた。支払い能力に懸念が生じると、こうした資産配分が維持できなくなる。

また、低金利長期化で支払い能力に懸念が生じると流動性の問題が起きる。予期せざる流動性の引出が発生すると、資産の流動化や投売りを余儀なくされ、他の市場や金融機関へ波及する。保険会社は、市場の調整局面で投売りを回避する手段をとってきているが、将来の困難な事態で投売りが避けられるかは不確実である。

V. 結論と政策上のメッセージ

1. リスク評価と注意すべき点

作業部会による分析は、①低金利長期化は、銀行とICPFsにどう影響するか。②金融機関は、収益を高めるためにどの程度よりリスクが高い業務への適応を行うか。という2つの疑問に焦点を当てている。

銀行部門は、概ね、低金利長期化に対処可能だと思われる。純金利鞘は縮小するが、経費削減や手数料収入業務へのシフト、リスク増加などでの適応ができるだろう。一方、ICPFsはより脆弱だとみられるが、影響が長期にわたって展開するために秩序だった対応の余地がある。銀行やICPFsの追加的なリスクテイクの動きは限定的であり、また、金利低下と銀行の健全性やリスクテイクの尺度とのシステムティックな相関はほとんどない。

とはいえ、低金利長期化が金融安定にリスクをもたらす可能性はある。銀行部門全体では十分な収益性を維持できても、いくつかの銀行やある国の銀行部門で緊張が高まる可能性がある。銀行が主にリテール業務を行い競争的な市場で活動し、金利がすでにかなり低い水準にある場合、収益はより押し下げられる。

作業部会は、低金利長期化でグローバルな銀行の困窮はおきなくとも、いくつかの銀行で問題は生じうるとの見解である。

金融機関のリスクテイク抑制は、規制強化やリスク削減によるものかもしれない。こうした制約は時が経つとともに失われていくだろう。また、ICPFs への影響は長期的に展開するため、問題に秩序だって対処できるだろうが、いくつか金融機関が適応できず、支払い困難や流動性の問題を起こし、それが波及するかもしれない。

低金利長期化後のスナップバックへの対応は難しい。特に十分な資本バッファがない銀行では（預金金利の上昇が早ければ）支払い能力に懸念が生じる。収益性を維持するための対応も影響を増幅させる。逆に ICPFs では、負のデュレーションギャップによりソルベンシー比率は改善する可能性がある。ただし、流動性の問題には注意すべきである。

本報告書の範囲を越えているが他のリスクとして、低金利による資産バブルの発生と破裂、市場型金融仲介部門での過度のリスクテイク、他の金融機関や資産市場で生じた混乱の波及などの可能性がある。

2. 政策提言と検討事項

報告書は、リスクに備える健全性当局の第一の防衛ラインは、適切な資本、流動性、リスク管理を促し金融システムの強靱性構築を継続することだと指摘し、金融部門の強靱性の向上という、一般的な目標と低金利長期化やスナップバックシナリオが提起する特定の懸念の対応策を検討すべきだとしている。こうした政策には以下が含まれる。

- ・低金利長期化とスナップバックのリスクへのエクスポージャーのモニタリングを、特にストレステストを通じて強化する。ストレステストでは、金融機関が行うかもしれない低金利への適応も考慮する。ICPFs へのストレステストは長い対象期間を検討すべきである。時価評価アプローチは、金利変動による経済的ソルベンシーや流動性の変化を最も良く捉える。潜在的な問題を迅速に特定するため、十分な頻度でのテスト実施が重要である。
- ・エクスポージャーとリスクのモニタリングのため個社レベルのデータを集め分析する。金融機関の財務諸表は十分詳細な情報を提供していない。デリバティブ・ポジションの包括的で比較可能なデータ収集が望ましい。こうした作業は各国で協調して実施できる。
- ・適切な破綻処理戦略を採用する。金融機関の破綻処理は、ショックへの金融システムの強靱性の主要な要素である。銀行の破綻処理手順の重要性は広く認識されているが、ICPFs

は低金利長期化シナリオにより脆弱であり、生保が破綻する事態に備えるべきである。

なお、作業部会は ICPFs 特有の問題への対応策として以下の 2 点を指摘している（ただし、政策の得失の十分な評価は報告書の範囲を越えるとしている）。

①ICPFs の支払い不能リスクは長期にわたる。当局は財務の不十分さに直面している金融機関に、対応に十分な時間を提供して、混乱を招く行動を避けるべきである。

②スナップバックシナリオでの大量解約の可能性に伴う流動性リスクに対応し、早期解約を抑制してリスクを軽減する手段を検討すべきかもしれない。

VI. 結びに代えて

グローバル金融システム委員会の報告書は、経済・金利シナリオと計量経済学的な分析とを組み合わせ、金融安定へのリスクを分析し、政策対応の選択肢を提示しており、将来的な問題の発生を防ぐために参考となる。

ただし、報告書も認めているように、グローバルな金融部門を全体として分析対象としていることもあり、統計的に有意な結果が得られないこともある。具体的な対応をどう進めていくかでは、各国でのより詳細な分析と取りうる政策対応の検討が必要だろう。

ちなみに、低金利長期化の懸念がある EU については、ESRB（欧州システミックリスク理事会）によって本報告書に先行した分析が行われている（本稿の補論を参照）。また、英国でも 2017 年のストレステストで問題を取り上げ、主要な銀行に対応の検討を促している（注 4 を参照）。

日本では主要国の内で最も長く低金利が続いており、今後とも金融緩和政策の継続によって低金利が続く可能性が高い。これを踏まえて監督当局も、金融機関が持続可能なビジネスモデルを構築しているかに注目してきている。

報告書では、低金利長期化の影響について、リテール業務を行い競争的な市場で活動し、金利がすでにかなり低い水準にある場合に大きくなると指摘している。日本の地域金融が置かれた環境では、こうした条件が当てはまることに、注意すべきだろう。

補論：低金利長期化の影響に関する ESRB（欧州システミックリスク理事会）報告書

CGFS の報告書は、ESRB が 2016 年 11 月に公表した報告書⁽⁷⁾を低金利長期化リスク分析の先行例としている。同報告書は低金利環境と構造変化の EU 金融システムへの影響を分析し、政策対応などは共通点も多い。現時点で見ればやや悲観的な見通しだが、問題点の指摘として有用だと考えられる。以下では、ESRB の報告書の要旨を簡単に紹介する。

(1) 報告書の要旨、政策対応への提言

- ・金融安定への低金利の長期化のリスクには、収益性への圧力と金融システムの一部の頑健性低下、リスクテイクの市場への影響が関係する。
- ・低金利長期化は利回り保証を提供する生命保険、年金基金の収益性や支払い能力を抑圧する。保険や年金では利回り保証を抑制する動きがある。
- ・また、低金利長期化による純金利収益減少で利益が低下し銀行部門の頑健性が悪化する。

- ・金融市場に関連する金融安定へのリスクは利回り追求の動きで増加し、ファンダメンタルな資産価値の不確実さとレバレッジ拡大、高リスク資産に群がる動きが起きる。
- ・リスクプレミアム再評価や金利上昇による債券の損失をきっかけとした高リスク資産の一斉売却によって、資産価格変動リスクが実現する。
- ・低金利環境で市場型の構造への転換の加速が見込まれている。ノンバンク部門への活動のシフトは銀行部門に代わる資金仲介の増強という利点があるが、市場ショックによる変動が高まるリスクがある。銀行以外の金融仲介機関の競争が高まり、与信基準を引き下げかねない。また、金融システム全体の流動性リスクや相互連関が高まる可能性がある。

- ・低金利長期化と正常化の 2 つのシナリオで、マクロブルデンシャルな政策の課題は異なる。正常化シナリオでは経済成長の回復が脆弱性を軽減するため、低金利長期化と比べると、金融安定へのリスクの重要性は低いとみられる。
- ・低金利長期化シナリオは、金融システムが運営される環境の広範かつ恒久的な変化から構成される。ビジネスモデルには存続不能になるものもある。
- ・適切な政策対応は、金融システムの強靱性を保ちつつ円滑な退出を目指すことであり、直ちに対応を行うべきである。
- ・保証利率があるビジネスモデル（生命保険や年金基金）へのリスクがある。ソルベンシー II 導入はこれに対応する。追加の手段として、ソルベンシー比率抵触よりも前に配当抑制を行うことや早期の資本増強要請がある。

7 European Systemic Risk Board: "Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system" November 2016

①現時点で観測されるリスクを削減するための政策の選択肢

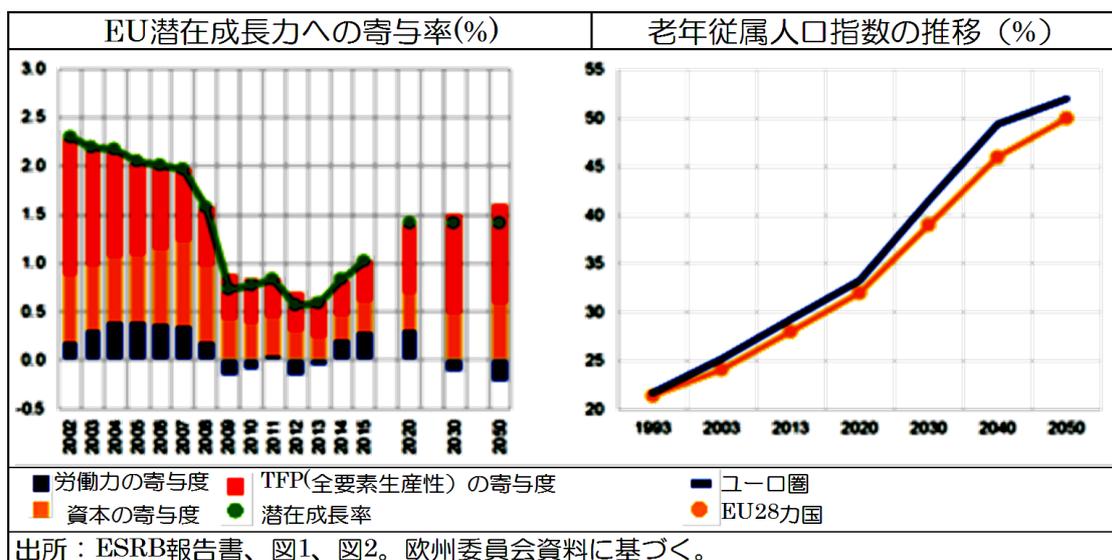
- EUレベルで保険会社の実効的な再建破綻処理枠組み開発を続ける。破綻処理当局は、最後の手段として保険保護スキームの対象でない既存契約を修正する権限を持つべきである。
- 年金基金については、EIOPA（欧州保険・年金監督当局）の提言に基づいて、EU各国内の年金基金のリスク評価と透明性を導入し、健全化の措置をとるべきである。
- バーゼル委員会の銀行勘定の金利リスクの指針をEU規制として迅速に導入する。
- 再建破綻処理枠組みの効率性と部門横断的な整合性を評価し整合的な導入を行う。これにより低金利環境で存続不能な金融機関の再編・再建そして必要なら除去が可能になる。
- 包括的な金融安定リスクの評価のためのデータ収集を行う。

②将来的に予測されるリスクを削減するための政策の選択肢

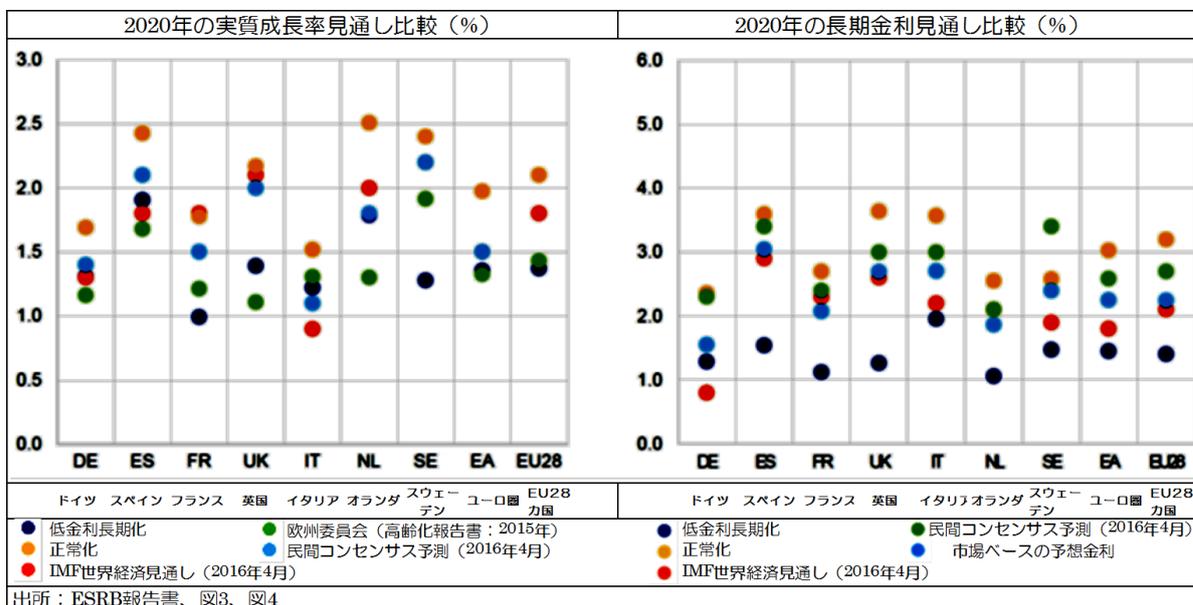
- 銀行類似のサービスを提供するノンバンク金融部門の拡大に関連するリスクには、関連する諸機関と既存のESRBの基礎構造によって包括的に対処する。
- 部門横断的な整合性確保に焦点を当て、規制裁定の可能性を削減する。類似する金融活動の扱いは整合的に行い、事業体毎の規制を補完するために、必要なら活動内容に基づく規制を導入する（例えば、全金融部門にLTV（貸出担保比率）上限を適用する）。
- ノンバンクをレバレッジ、資金調達、流動性、連関性などの規制対象とする。
- 価格と流動性ショックのシステム全体としての影響評価が実施できるように、ストレステスト枠組みをマクロプルデンシャルな目的のため更に拡充する。

(2) ESRB 報告書が低金利の長期を懸念した背景要因とリスク分析

- 低金利長期化見通しの背景として、人口動態変化や潜在成長率の停滞、貯蓄超過傾向、安全資産選好など、循環要因を越えた構造的（長期停滞）要因の影響がある。



・EU 及び主要メンバーに関する国際機関や民間の見通しや市場予想は、低成長率の継続と低金利長期化を見込んでいた（注：現状では低金利長期化見通しよりは改善）。



・低金利環境は、金融システムと経済の多くの分野で、脆弱性と金融安定リスクを高める。低金利長期化シナリオと正常化シナリオで想定されるリスクを、対応策が必要なもの（赤）と直ちに対応する必要はないがモニタリングが必要なもの（黄色）に分けて整理した。

・低金利シナリオでは、銀行部門や保険/年金基金などのリスクが懸念される。

低金利長期化シナリオでのリスク評価概観

	銀行	保険/年金基金	投資ファンド	市場	実体経済	部門横断的状況
強靭性	赤	赤	赤	黄	黄	赤
信用/金融サイクル	黄	黄	黄	赤	赤	黄
資金流動性/満期変換	黄	黄	赤	黄	白	赤
リスク集中/市場構造	黄	黄	黄	白	白	白
相互連関性	黄	黄	黄	赤	白	赤

金融安定リスクへの政策対応の検討が必要
 金融安定リスクへのモニタリングが必要

出所：ESRB報告書、表2より作成

・これに対して正常化シナリオの場合は、保険等でのリスクはかなり抑えられる。

正常化シナリオでのリスク評価概観

	銀行	保険/年金 基金	投資ファンド	市場	実体経済	部門横断的 状況
強靭性						
信用/金融 サイクル						
資金流動性 /満期変換						
リスク集中 /市場構造						
相互関連性						
<div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <div style="background-color: red; width: 15px; height: 10px; display: inline-block;"></div> 金融安定リスクへの政策対応の検討が必要</div> <div style="background-color: orange; width: 15px; height: 10px; display: inline-block;"></div> 金融安定リスクへのモニタリングが必要						

- ・ 低金利長期化と競争の激化で純金利鞘が圧縮され、銀行の収益性低下が懸念される。

