

【 緊急レポート 】

---

## マイナス金利がもたらす金融仲介モデルの変化

～運用難の長期化を覚悟すべき中、「リアルビジネス化」を通じた投資機会の創出も～

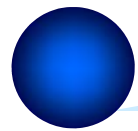
2016.10.13

みずほ総合研究所

## 《 構 成 》

---

- |                   |      |
|-------------------|------|
| 1. 金利水没           | P 2  |
| 2. マイナス金利下の金融機関行動 | P 17 |
| 3. 金融仲介モデル再考      | P 35 |



# 1. 金利水没

～世界的金利水没と長期停滞論～

---

## (1) 有史初の世界の金利「水没」、世界通貨戦争の不安

- 欧州と日本のマイナス金利による通貨切り下げに加えて、中国の人民元切り下げ不安、米国の浮き輪低下
  - ・ 2014年6月にECBが預金金利をマイナスに。その後も同年7月デンマーク、同年12月スイス、2016年1月には日本もマイナス金利政策を導入

【世界の金利水没マップ】

	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年	11年	12年	13年	14年	15年	20年	30年	40年
スイス	-0.91	-0.92	-0.92	-0.85	-0.78	-0.72	-0.67	-0.57	-0.52	-0.46	-0.42	-0.38	-0.33	-0.28	-0.23	-0.12	0.01	0.03
ドイツ	-0.62	-0.67	-0.68	-0.64	-0.55	-0.51	-0.45	-0.35	-0.23	-0.08	-0.05	-0.03	0.00	0.03	0.06	0.28	0.48	
日本	-0.25	-0.21	-0.21	-0.19	-0.18	-0.18	-0.18	-0.15	-0.11	-0.05	-0.01	0.02	0.05	0.08	0.12	0.37	0.48	0.54
デンマーク	-0.57	-0.53	-0.48	-0.43	-0.38	-0.33	-0.27	-0.22	-0.11	0.01	0.03	0.06	0.08	0.10	0.13	0.25	0.49	
オランダ	-0.67	-0.63	-0.61	-0.60	-0.44	-0.45	-0.35	-0.23	-0.09	0.04	0.08	0.12	0.16	0.21	0.25	0.35	0.55	
フィンランド	-0.51	-0.60	-0.60	-0.52	-0.48	-0.39	-0.32	-0.20	-0.12	0.04	0.10	0.15	0.20	0.26	0.31	0.40	0.57	
オーストリア	-0.18	-0.54	-0.56	-0.51	-0.45	-0.39	-0.37	-0.30	-0.09	0.12	0.11	0.10	0.09	0.08	0.07	0.31	0.80	
フランス	-0.59	-0.61	-0.57	-0.51	-0.41	-0.33	-0.25	-0.08	0.07	0.22	0.27	0.33	0.39	0.44	0.50	0.79	1.00	
スウェーデン	-0.74	-0.66	-0.58	-0.50	-0.31	-0.24	-0.17	-0.02	0.09	0.21	0.29	0.37	0.46	0.54	0.62	1.03		
アイルランド	-0.44	-0.42	-0.40	-0.34	-0.27	-0.20	-0.08	0.13	0.29	0.39	0.46	0.53	0.60	0.66	0.73	0.89	1.20	
スペイン	-0.24	-0.21	-0.14	0.00	0.09	0.17	0.35	0.65	0.80	0.97	1.04	1.11	1.18	1.25	1.32	1.57	2.07	
イタリア	-0.21	-0.11	-0.01	0.06	0.26	0.44	0.62	0.83	1.04	1.21	1.28	1.35	1.42	1.49	1.56	1.85	2.26	
英国	0.11	0.10	0.11	0.17	0.21	0.32	0.40	0.52	0.63	0.73	0.81	0.88	0.96	1.04	1.12	1.29	1.44	1.34
ポルトガル	0.03	0.46	1.04	1.75	2.06	2.33	2.60	3.12	3.18	3.38	3.47	3.56	3.65	3.74	3.83	4.04	4.24	
ノルウェー	0.47	0.57	0.67	0.78	0.88	0.95	1.02	1.09	1.16	1.23								
カナダ	0.54	0.52	0.53	0.56	0.63	0.69	0.79	0.86	0.94	1.04	1.11	1.17	1.23	1.29	1.36	1.67	1.70	
米国	0.58	0.75	0.89	1.02	1.16	1.30	1.44	1.50	1.56	1.62	1.65	1.69	1.73	1.76	1.80	1.98	2.35	
オーストラリア	1.64	1.61	1.62	1.67	1.71	1.78	1.86	1.93	1.97	2.00	2.08	2.16	2.24	2.32	2.40	2.64		
中国	2.26	2.34	2.46	2.58	2.71	2.73	2.74	2.75	2.77	2.79	2.84	2.88	2.93	2.97	3.02			
インド	6.70	6.74	6.72	6.78	6.89	7.00	6.95	6.99	7.03	6.80	7.14	7.18	7.05	7.09	7.79	7.14	7.88	

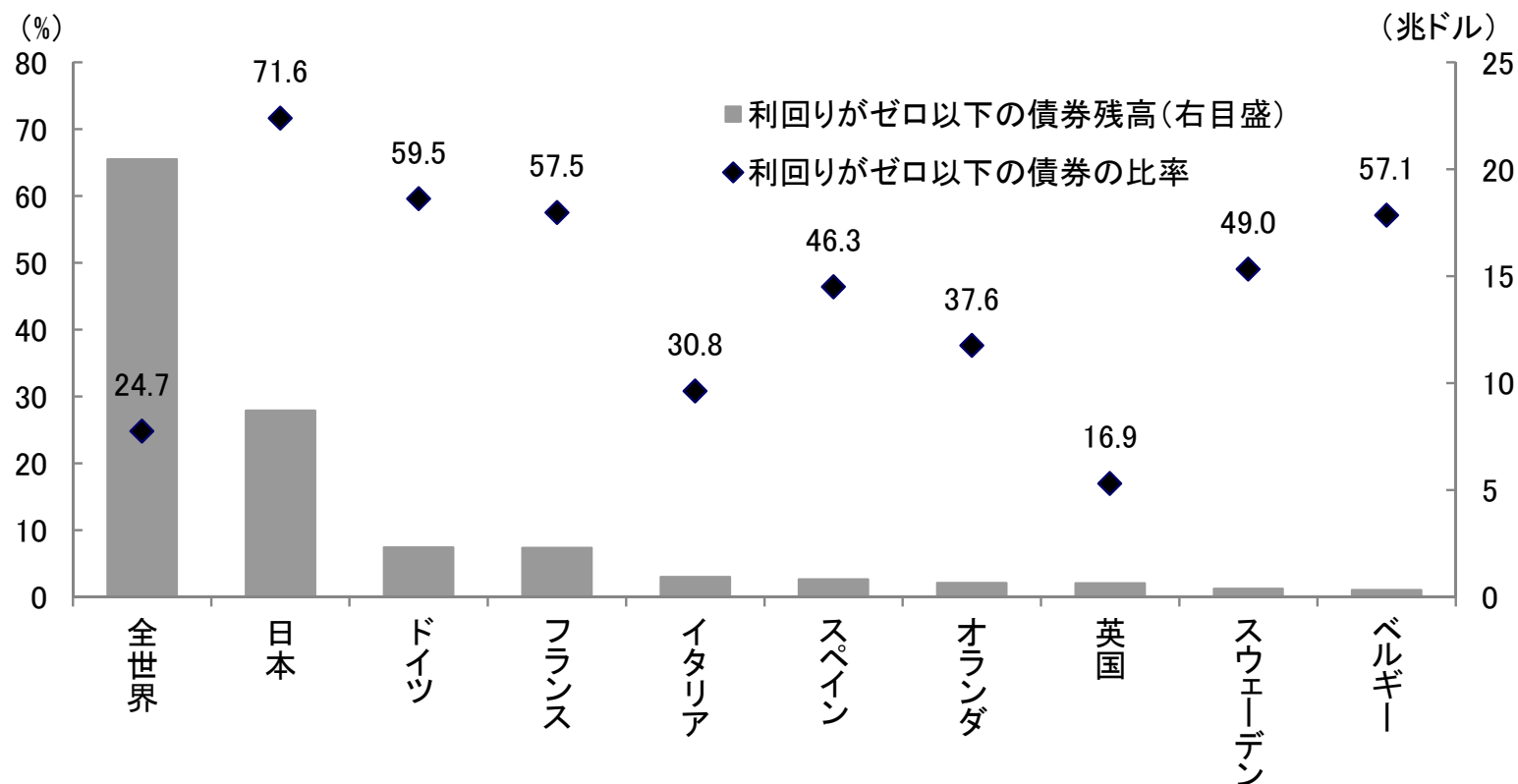
	0%未満
	0%以上0.5%未満
	0.5%以上1.0%未満
	1.0%超

(注) 2016年9月23日の値。  
 (資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

# マイナス金利が世界で21兆ドルに

- グローバル債券市場において、利回りがゼロ・マイナスのものは約21兆ドル。全体の25%に相当
- 日本では、利回りがゼロ・マイナスのものが約9兆ドルとなり、日本全体の7割超を占める状況

【 利回りがゼロ以下の債券残高と割合 】

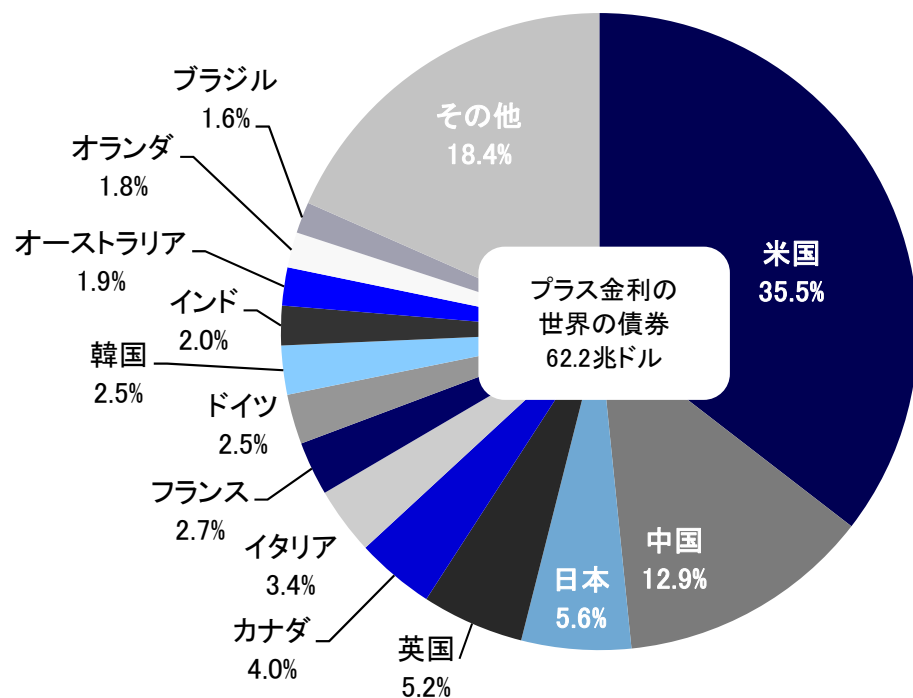


(注) 国債と社債の合計。2016年10月3日現在。  
(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

# プラス金利が残っている市場フロンティアは米・中で半分

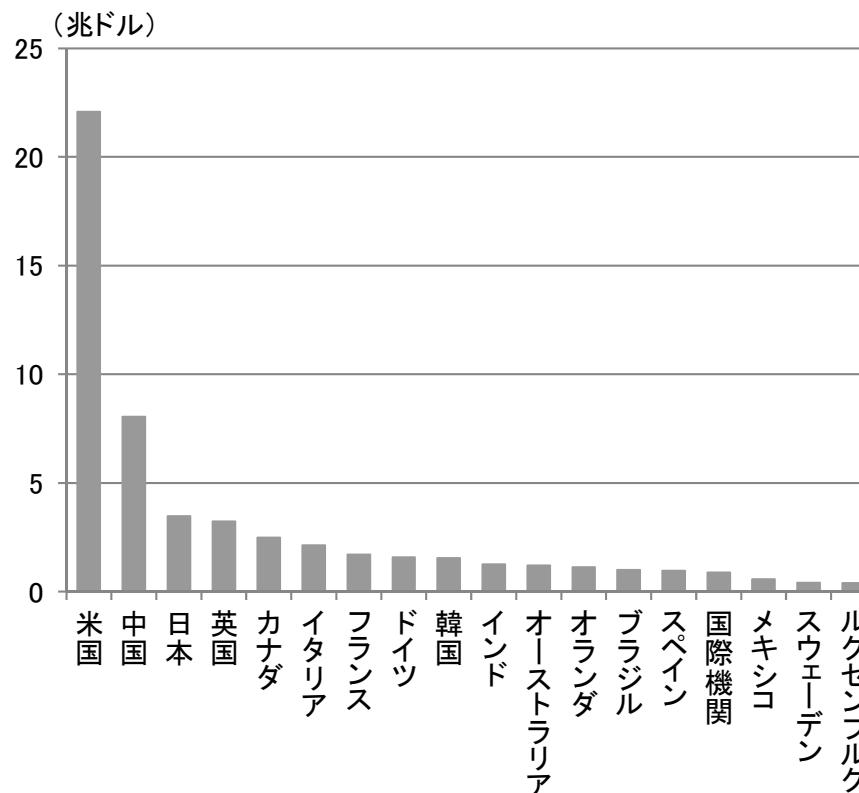
○ 世界でプラス金利が残っている債券残高は約62兆ドル。このうち、米国の債券残高が全体の3割を超える規模

【 利回りがプラスの債券の国別構成比 】



(注) 国債と社債の合計。2016年10月3日現在。  
 (資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

【 利回りがプラスの債券残高(国別) 】

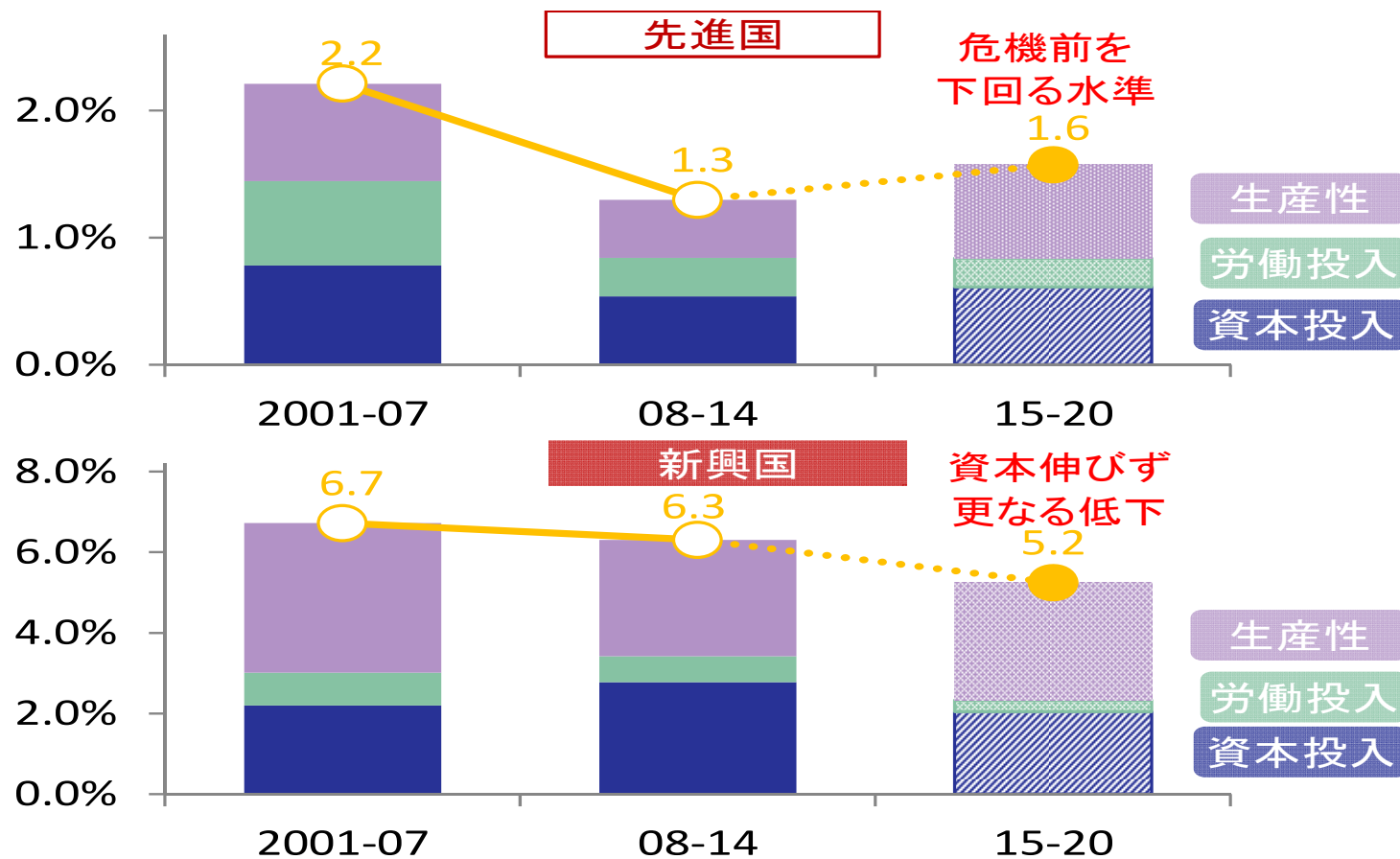


(注) 国債と社債の合計。2016年10月3日現在。  
 (資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

## 潜在成長率:先進国は緩やかに回復するも金融危機前には戻らず、新興国は更なる低下へ

- 先進国の潜在成長率は緩やかに回復するが、高齢化の進展や投資の伸び悩みから、金融危機前を下回る水準へ
- 新興国は生産性の伸び低下(=技術的キャッチアップ一服)が主因で、潜在成長率は更なる低下に向かう公算

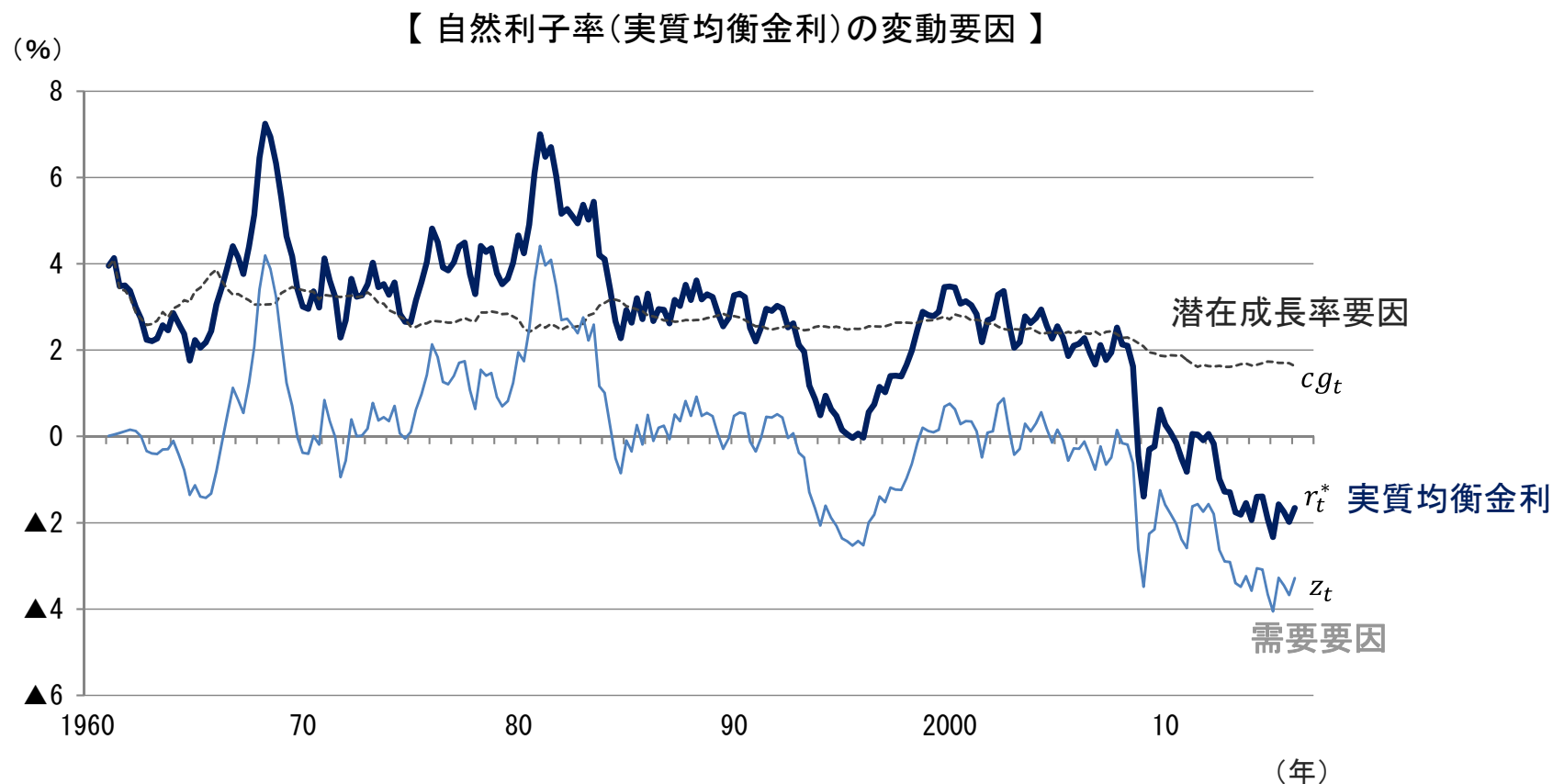
【先進国と新興国の潜在成長率予想(IMF)】



(資料) IMFより、みずほ総合研究所作成

## 長期停滞論：米国では自然利子率がマイナスに低下

- 先進国で名目金利がプラス圏内にある米国においても、自然利子率(実質均衡金利)はマイナスに低下
  - ・ 実質均衡金利( $r_t^*$ )は①潜在成長率要因(長期的な経済構造)と②需要要因(短期的な需給ギャップ)で決まる
  - ・ 近年の実質均衡金利の低下は主として、長期停滞の影響を受けた需要の減少による



(注) 小野亮(2016)「米実質均衡金利はマイナス2%～修正LWモデルに基づく試算とその示唆～」みずほインサイト、4月4日に基づくアップデート。  
(資料) みずほ総合研究所作成



## (2) 欧州: マイナス金利政策でも通貨安は持続せず、企業向け貸出増加は緩やか

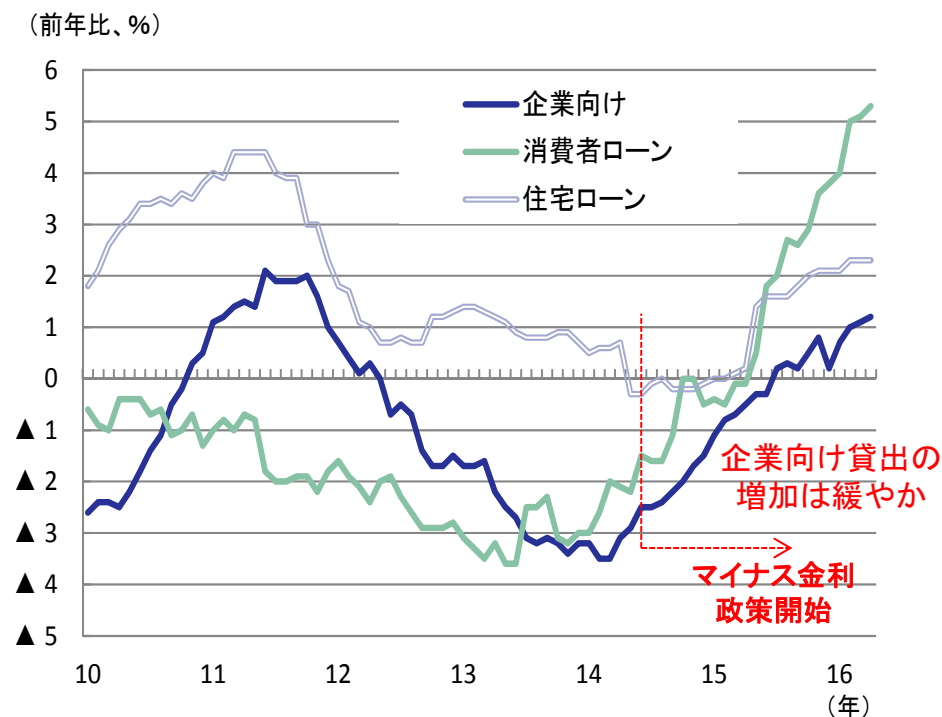
- 欧州ではマイナス金利政策導入でも通貨安は持続せず。貸出の伸びは家計向けが中心で、企業向けの増加は緩やか
  - ・ 為替市場では、ECBが国債購入を開始した2015年3月以降、名目実効ユーロ相場は上昇に転じる
  - ・ 金融機関の貸出は、住宅ローンや消費者ローン中心に回復。企業向け貸出の回復ペースは緩やか

【 名目実効ユーロ相場の推移 】



(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

【 ユーロ圏金融機関の貸出推移(前年比) 】



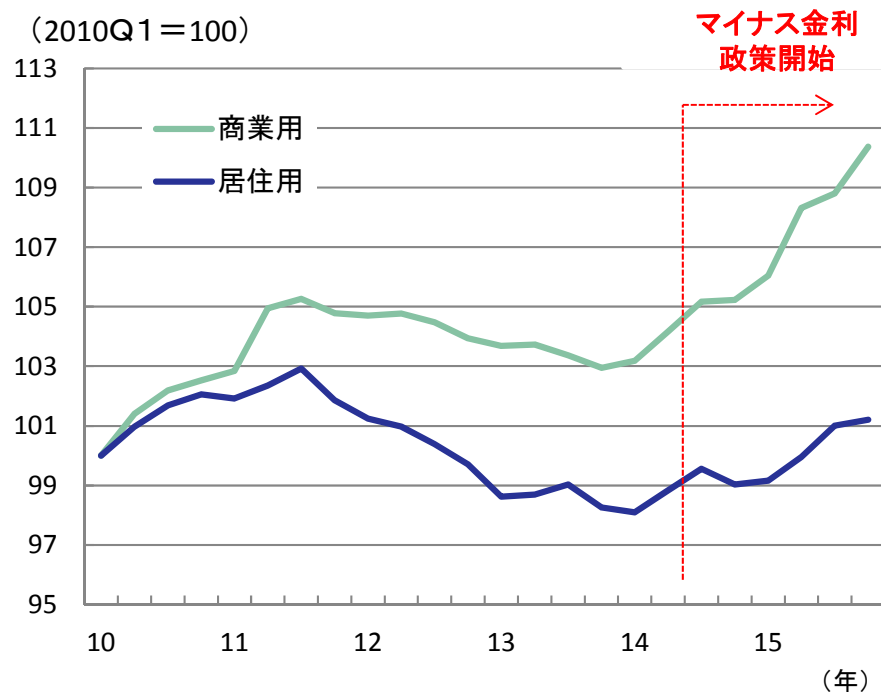
(注) 企業向け貸出しは、証券化、ローン売却調整後。

(資料) ECBより、みずほ総合研究所作成

## 欧州：マイナス金利政策導入後に住宅価格や商業用不動産価格は上昇

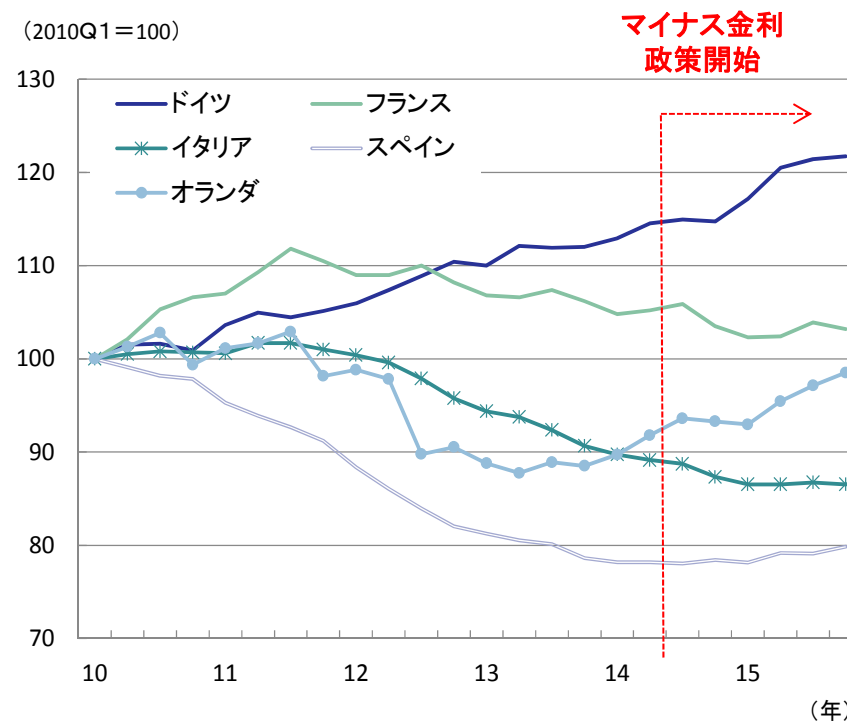
- ユーロ圏の住宅価格、商業用不動産価格は、マイナス金利政策導入後に上昇
  - ・ 住宅価格はユーロ圏内にもばらつき、ドイツやオランダの都市部を中心に上昇している模様
  - 低金利の継続に伴う住宅需要の拡大が背景に

【ユーロ圏の住宅・商業用不動産価格の推移】



(資料) ECBより、みずほ総合研究所作成

【ユーロ圏主要国の住宅価格の推移】

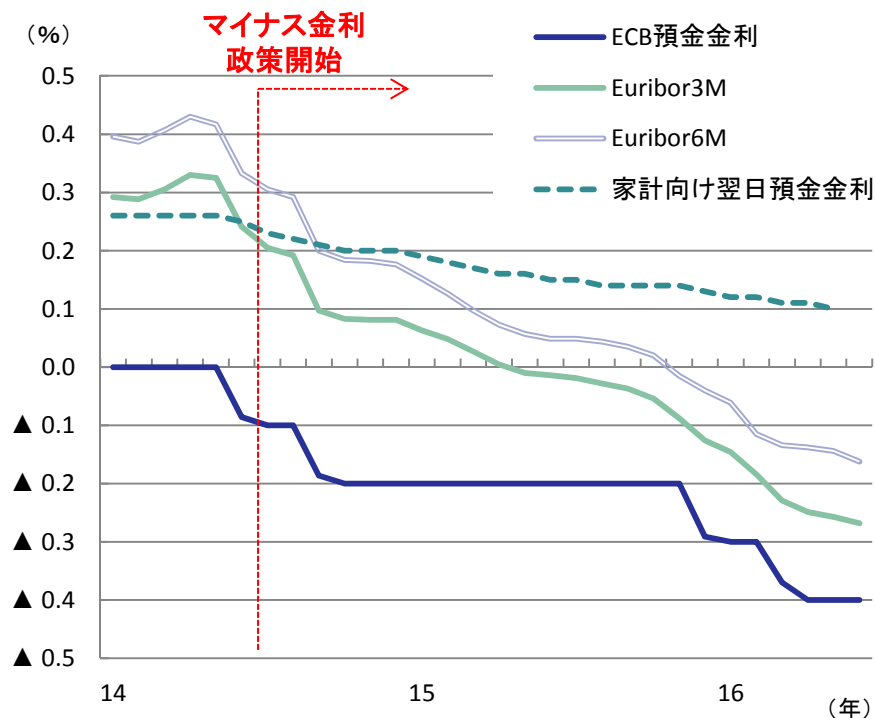


(資料) BISより、みずほ総合研究所作成

# 欧州：預貸金利は緩やかに低下、預貸金利差縮小、金融機関収支にマイナス影響

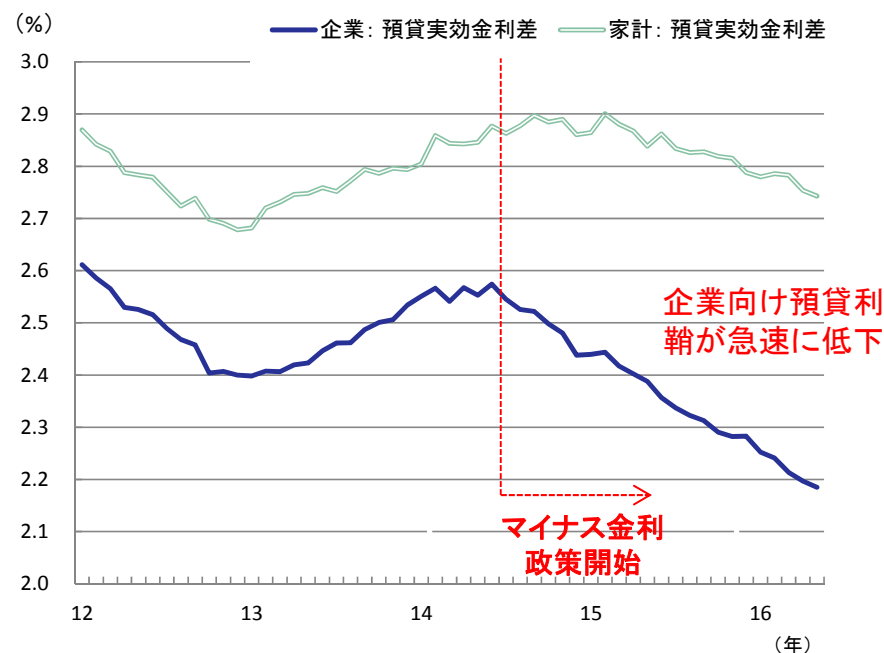
- マイナス金利政策導入後、インターバンク、企業、家計向け金利は総じて低下傾向だが、預金金利の低下は限定的
  - ・ 貸出の基準となるユーリボー(Euribor)は、ECBの利下げ(マイナス金利幅の拡大)に伴って低下、貸出金利も低下傾向
    - 預貸金利がともに低下する中で預貸金利差の縮小は今のところ限定的だが、今後は預金金利が低下しづらくなる一方、貸出金利低下ペースは相対的に速く、預貸金利差はさらに縮小の方向へ向かう公算

【ユーロ圏の市場金利と翌日物預金金利】



(資料) Bloomberg、ECBより、みずほ総合研究所作成

【ユーロ圏の企業・家計向け預貸金利差】



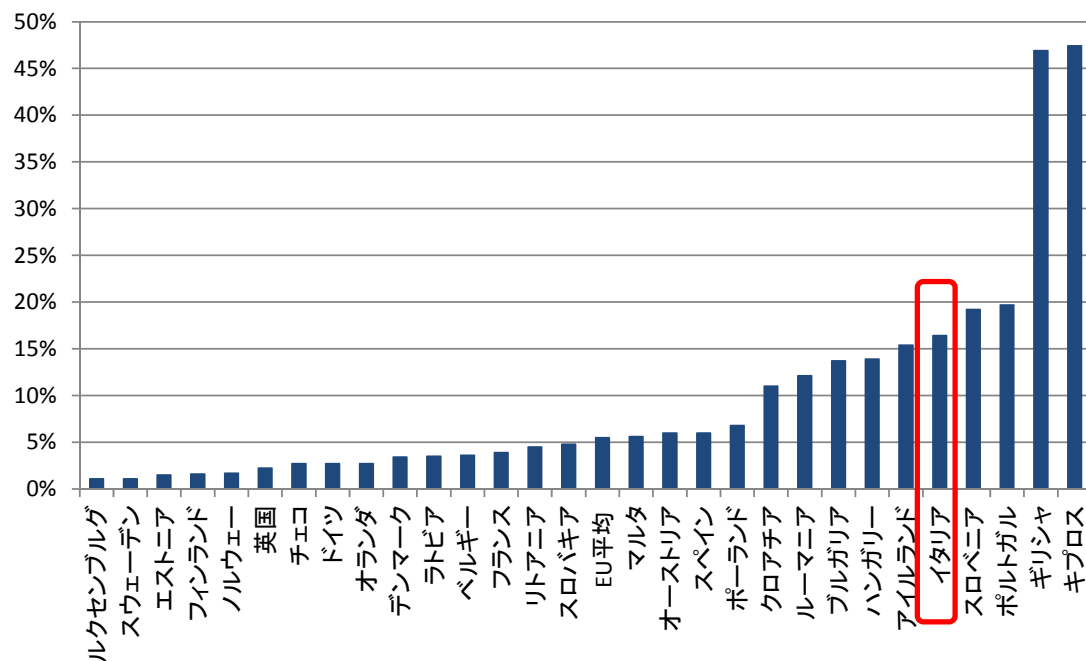
(注) 対象は、ユーロ圏における金融機関(保険・年金等を除く)の、家計並びに事業法人向け預金と貸出金。実効金利は、預金種類・期間別、貸出種類・期間別の残高と金利の加重平均値。

(資料) ECBより、みずほ総合研究所作成

# 欧銀の不良債権問題残存、収益上の重石に

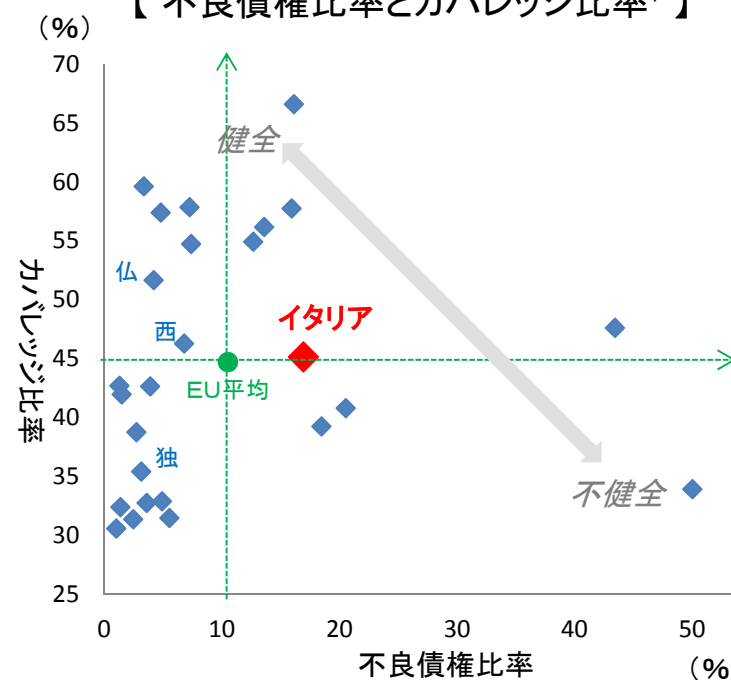
- 欧州金融機関の不良債権比率は、南欧諸国を中心に依然として高め
  - ・ 4～6月期のEU銀行の不良債権比率は5.5%となり、前期(5.6%)からおおむね横ばい
    - 主要国では、イタリア(16.4%)の不良債権比率が高い。同国では現在資本注入等の不良債権処理策を検討中
    - 不良債権処理の加速は、収益上の重石となる可能性も

【ユーロ圏各国金融機関の不良債権比率】



(注) スロバキアは2016年1～3月期の実績。その他は2016年4～6月期。  
 (資料) EBAより、みずほ総合研究所作成

【不良債権比率とカバレッジ比率\*】



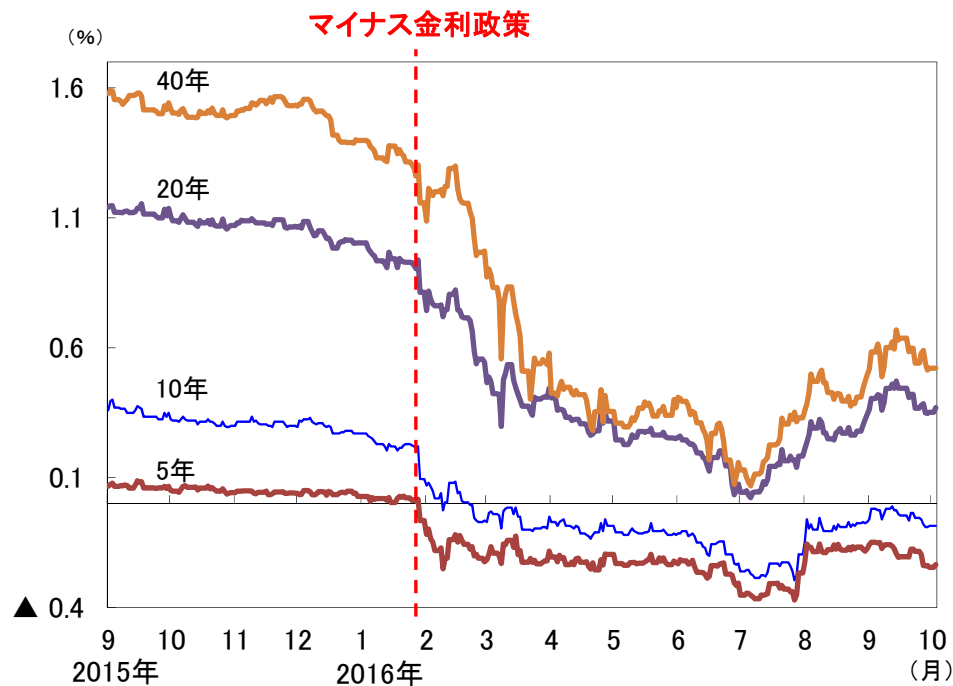
\* カバレッジ比率は、グロスの不良債権簿価に対する減損引当額の比率(減損引当÷グロス不良債権簿価)。

(注) 2015年7～9月期。  
 (資料) EBAより、みずほ総合研究所作成

### (3) 日本: 日銀のマイナス金利政策導入後、長期金利は大きく低下

- 日銀のマイナス金利政策導入により長期金利は大きく低下。投資年限長期化の動きから、超長期債利回りの低下が顕著
- 都銀、地銀の政策金利残高は、ほぼゼロに。ゆうちょ銀行等を含むその他の準備預金制度適用先では16兆円程度

【 国債利回りの推移 】



【 業態別当座預金残高(8月) 】

	当座預金 残高	基礎残高 +0.1%	マクロ加算 残高 +0%	政策金利 残高 ▲0.1%
都市銀行	108	81	27	0
地方銀行	25	15	9	0
第二地銀協加盟行	5	4	1.0	0
外国銀行	22	20	1.0	1
信託銀行	34	16	13	5
その他の準備預金 制度適用先	78	53	9	16
準備預金制度 非適用先	21	19	2	0
補完当座預金制度 適用先合計	294	209	63	23

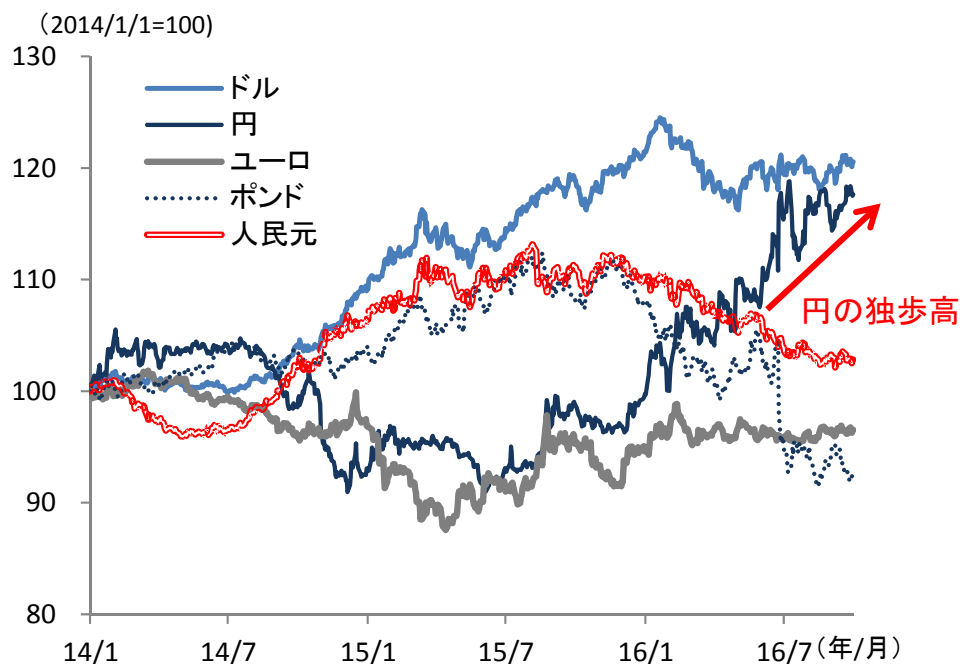
(兆円)

(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

# マイナス金利政策導入後も円は独歩高

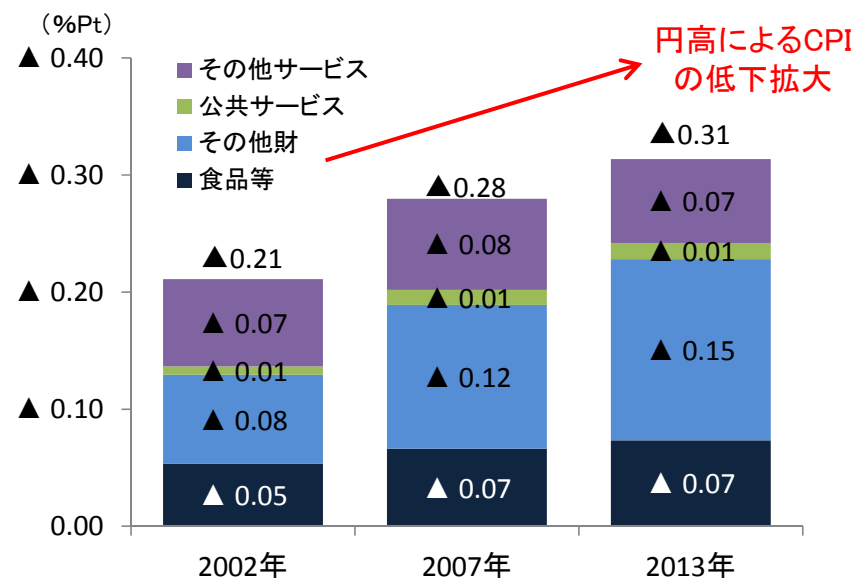
- マイナス金利政策導入後も為替相場は円独歩高の状況
- 円高による輸入物価下落を通じたCPI伸び率(前年比)の影響は10年前よりも高まる傾向。為替の円高地合い持続は、日銀の物価目標にとって逆風

【 主要通貨の実効為替レート推移 】



(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

【 10%円高時の輸入物価下落を通じたCPI伸び率(前年比)への影響 】

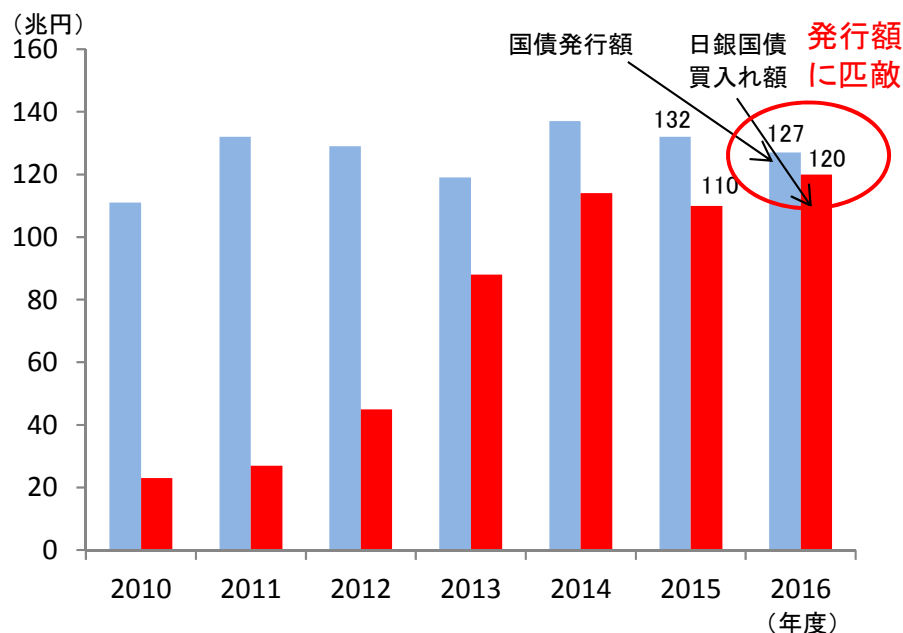


(注) 産業連関表より、円安の輸入財価格が変化した場合の各産業部門への影響を推計。その後、部門別の価格上昇率に部門別の消費支出ウェイトを乗じ、それらを消費者物価上昇率への寄与度と仮定した。また価格転嫁率を一律0.5と仮定した。  
 (資料) 経済産業省「産業連関表」より、みずほ総合研究所作成

# 日銀の国債買入れ額は国債発行額に匹敵する水準に拡大

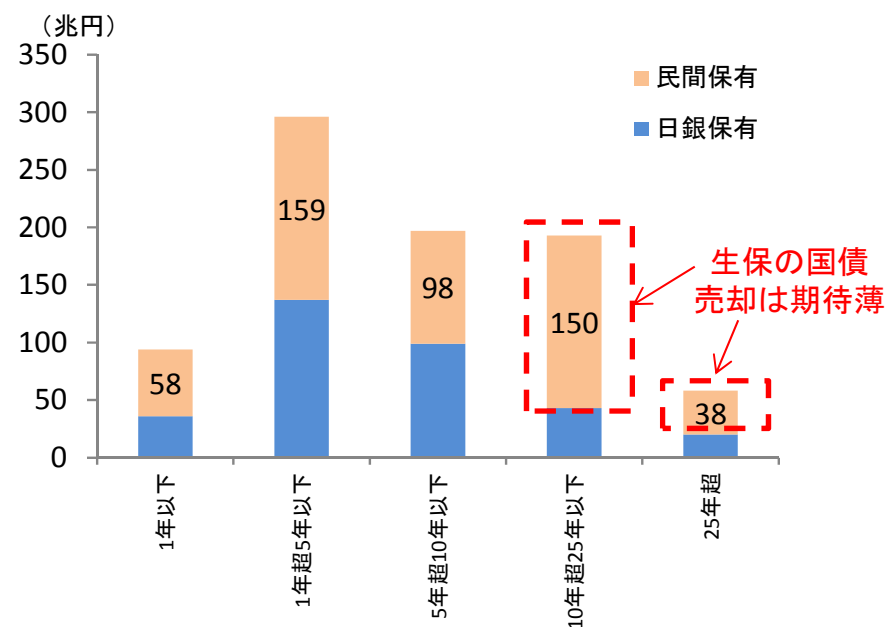
- 日銀の国債買入れ額は発行額に匹敵する水準に拡大
- 残存年限1年超10年以下の国債の半分を日銀が保有
  - ・ 残存10年超の民間国債保有残高は188兆円(2016年末推計)。これは、超長期債の主要投資家である生命保険会社の2016年3月末時点の国債保有金額(短～中期債を含む総額)の210兆円(2016年3月末)を下回っている状況。生命保険会社では、既保有国債については継続運用ニーズが強く、日銀の超長期債買入れは徐々に難しさを増す可能性

【 国債発行額と日銀買入れ額 】



(資料) 日本銀行、財務省より、みずほ総合研究所作成

【 年限別国債残高と日銀保有残高 】

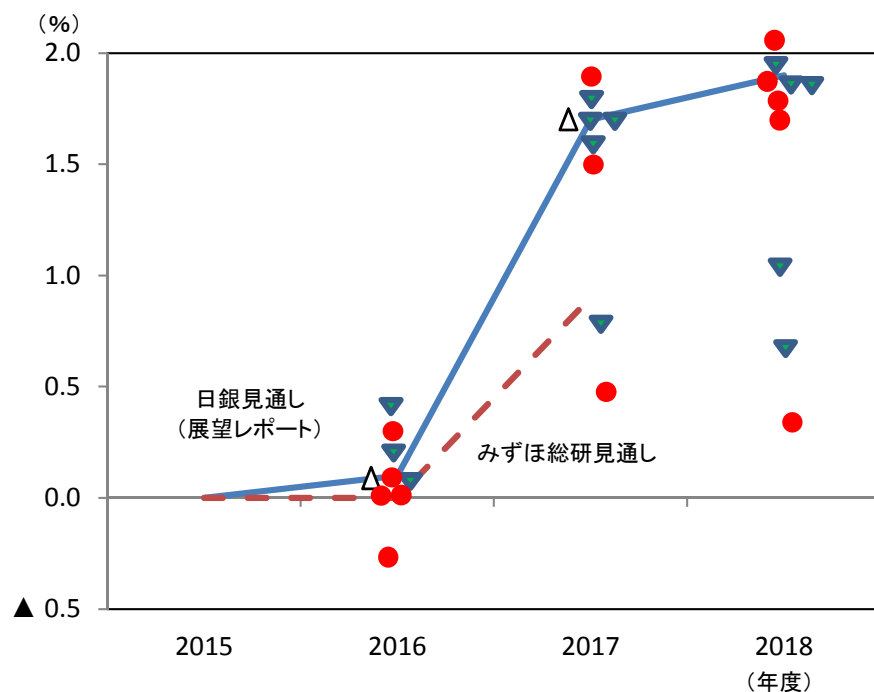


(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

# 消費増税先送りにより、出口政策は2020年以降に後ろ倒し

- 物価目標2%達成時期は、展望レポートでは後ずれが続く。消費増税が2019年10月に先送りされたことにより、日銀の出口政策実施は2020年以降になる可能性
  - ・ 金融政策は「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入、2018年の総裁・副総裁任期満了後も見据えた長期戦へ

【政策委員の物価見通し(展望レポート:2016年7月)】



【金融政策を巡るスケジュール】

	国内政治・経済日程等	海外政治・経済日程等
2016年	<ul style="list-style-type: none"> <li>・3月: 白井委員任期満了</li> <li>・6月: 石田委員任期満了</li> <li>・7月: 参議院選挙</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・10月: イタリア国民投票</li> <li>・11月: 米大統領選挙</li> </ul>
2017年	<ul style="list-style-type: none"> <li>・7月: 木内委員、佐藤委員任期満了</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・3月: オランダ下院選挙</li> <li>・4~5月: 仏大統領選挙</li> <li>・9月前後独議会選挙</li> </ul>
2018年	<ul style="list-style-type: none"> <li>・3月: 岩田・中曾副総裁任期満了</li> <li>・4月: 黒田総裁任期満了</li> <li>・9月: 自民党総裁選</li> <li>・12月: 衆議院議員任期満了</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・2月: イエレンFRB議長任期満了</li> <li>・5月: イタリア総選挙</li> <li>・11月: 米中間選挙</li> </ul>
2019年	<ul style="list-style-type: none"> <li>・春頃: 統一地方選挙</li> <li>・夏頃: 参議院選挙</li> <li>・消費増税(10月)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・10月: ドラギECB総裁任期満了</li> </ul>
2020年	<ul style="list-style-type: none"> <li>・7月: 東京オリンピック開催</li> </ul>	

(注) ● :リスクは概ね上下にバランス ▼ :下振れリスクが大 ▲ :上振れリスクが大  
 (資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

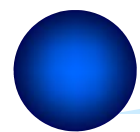
(資料) みずほ総合研究所作成



## 1章のまとめ

---

- 日欧のマイナス金利政策を受け、金利低下の圧力がかかる。金利水没は、事実上の自国通貨引下げ競争によるものであり、長期化必至
- 名目金利がプラス圏内にある米国ですら、長期停滞のリスクから逃れられず、自然利子率はマイナス圏に低下。この動きが世界的な超低金利局面の長期化を一層後押しすることに
- 日本銀行の金融緩和の出口は当面展望できず、2020年以降に後ろ倒し。「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」により、長期戦シフトへ



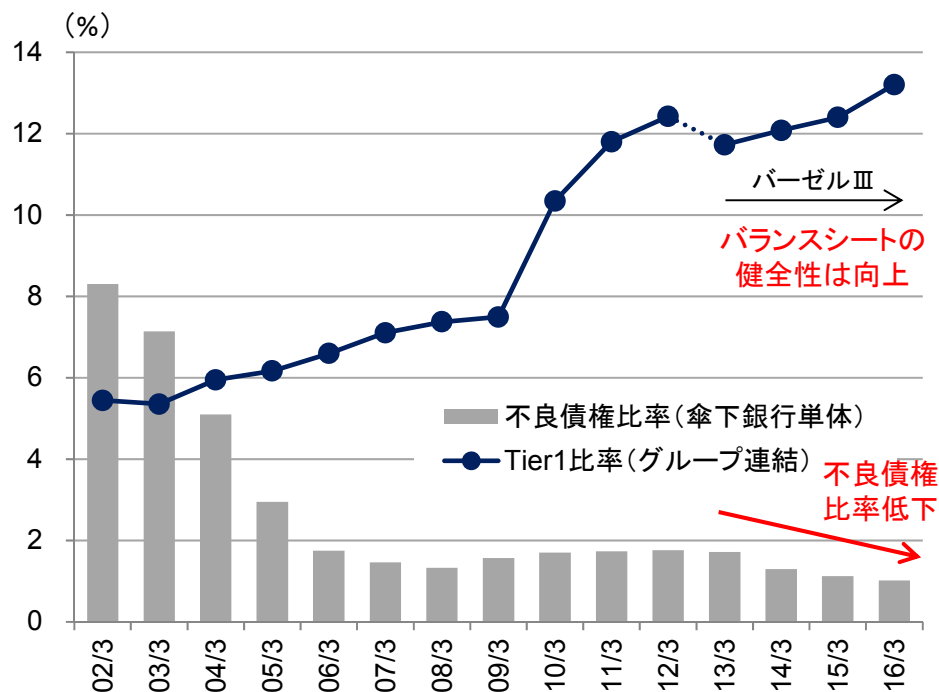
## 2. マイナス金利下の金融機関行動

～マイナス金利で持続性が問われる金融機関ビジネス～

# (1) マイナス金利下の金融機関の課題： 銀行の課題はBS管理からPL管理へ

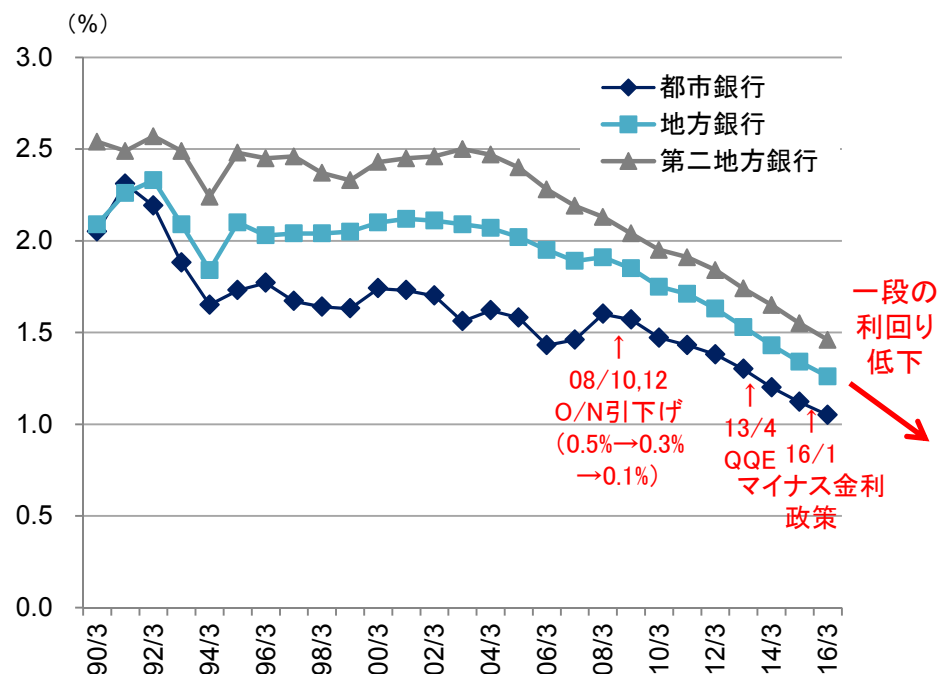
- マイナス金利を受けた資金利鞘の長期的縮小を受け、銀行経営は体力消耗戦に突入
  - ・ 2000年代以降、不良債権処理の進展により、バランスシート面における銀行の財務健全性は大きく向上
  - ・ 今や邦銀は健全なバランスシートと潤沢な流動性を有しているものの、低金利の長期化が資金利鞘低下をもたらし、PL面で収益基盤を毀損。更なるコスト削減と合併の動きに

【 バランスシートの健全性(メガバンク) 】



(注) Tier1比率は12/3末まではバーゼルIIベース、13/3末以降はバーゼルIIIベース。  
 (資料) 各社決算資料より、みずほ総合研究所作成

【 預貸金利回り差の推移(業態別) 】

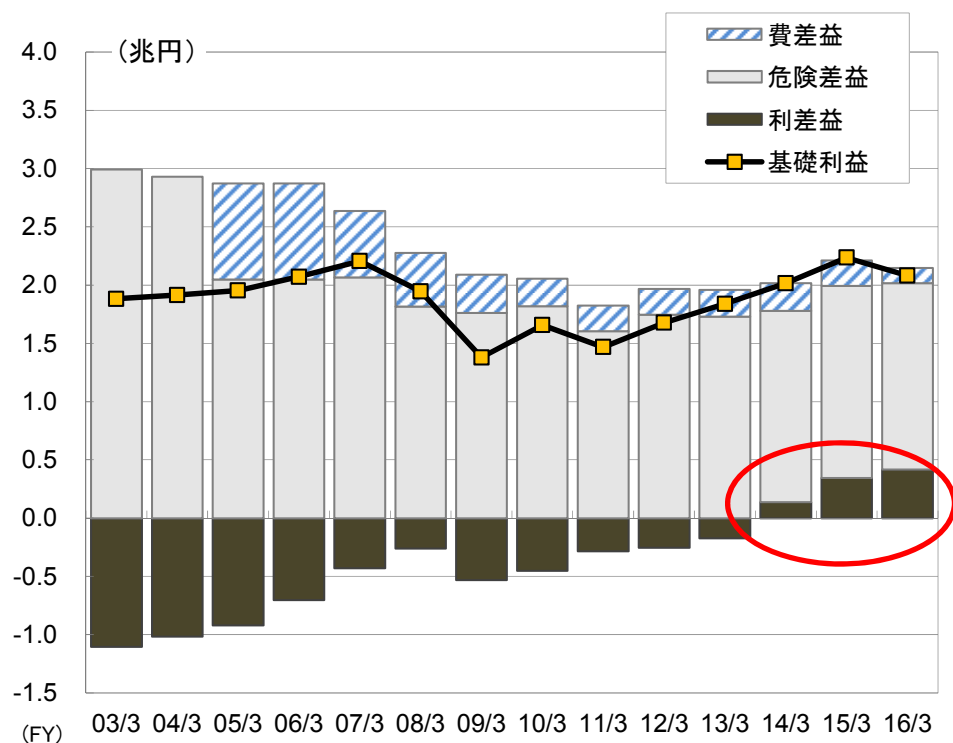


(資料) 全国銀行協会公表資料より、みずほ総合研究所作成

# 金利低下は生保の運用への圧迫を強める

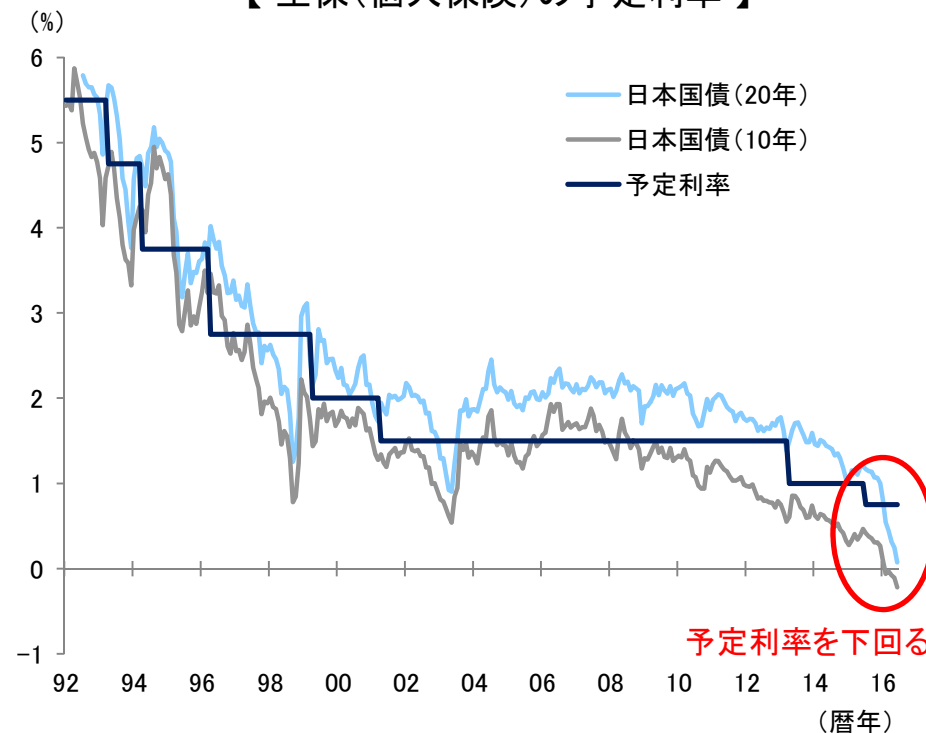
- 大手生保は、近時では利差益の逆転を解消しているものの、足元では生保の予定利率が市場金利の低下に追いついておらず、資金流入が減少しなければ、利差の再悪化が不可避

【基礎利益／三利源の推移(大手生保)】



(注) 日本、第一、明治安田、住友、富国、三井、朝日の合計。  
 (資料) 各社決算資料より、みずほ総合研究所作成

【生保(個人保険)の予定利率】



(注) 1996年4月以降は標準利率。なお、一時払年金保険・養老保険等は2016年4月に1.0%から0.5%に引下げ。一時払終身保険は2016年7月に1.0%から0.75%に引下げ。その他は1.0%。  
 (資料) JA共済総合研究所、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

# 生命保険の経営課題は資産負債ギャップの時価評価

- 日本の生命保険会社は資産よりも保険負債のデュレーションの方が長く、金利低下時には規制上(資産:一部時価評価、負債:原価)では純資産が増加する一方、経済価値ベースでの時価評価では純資産(サープラス)が減少することに
  - ・経済価値ベースに基づく時価評価であるEEV(エンベディッド・バリュー)は、16/3期では金利低下等により前期比減少
    - 経済価値ベースは、EUではソルベンシー II で2016年1月より導入

【 生命保険会社:経済価値ベースでの時価評価 】

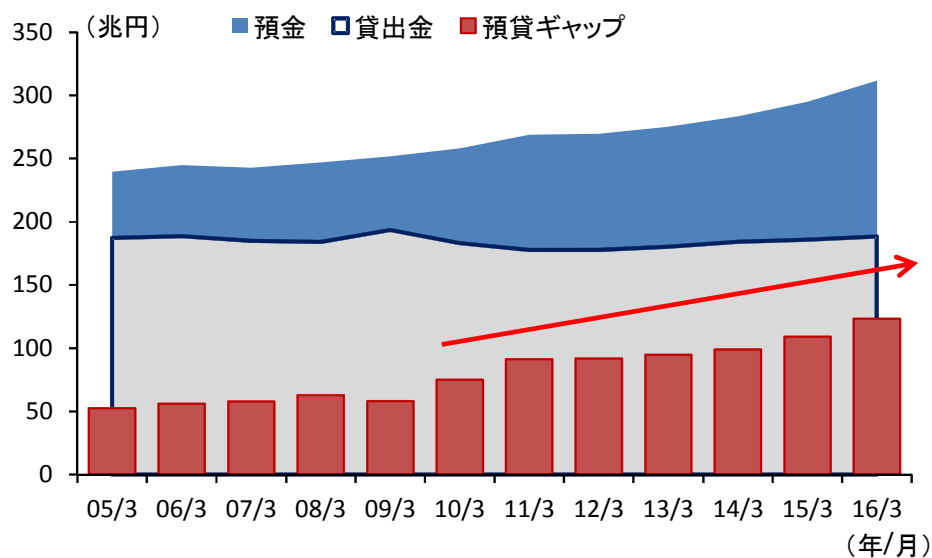
	現行のソルベンシー・マージン規制	経済価値ベースでの時価評価 (EEV)
BS評価	・資産は市場性資産のみ時価評価、負債は原価	・資産・負債共に経済価値ベースで時価評価を実施
保険負債の評価	・決算時の金利等を反映しない ※債券の評価における償却原価法に相当	・時価評価を行う (決算時の金利等を反映)
金利低下時の純資産への影響	<p>純資産が増加</p>	<p>純資産が減少 (負債の金利デュレーションの方が長い場合)</p>
金利リスク	・債券の価格変動等リスク(→金利上昇がリスク)、および予定利率リスク(→金利下落がリスク)を計上	・資産と負債のミスマッチが大きいほどリスク量は増加 ・負債のデュレーションの方が長い場合、金利下落が純資産減少のリスクに

(資料) 各種資料より、みずほ総合研究所作成

## (2) 銀行：都市銀行には運用難の資金が流入し、預貸ギャップ拡大で運用難拡大

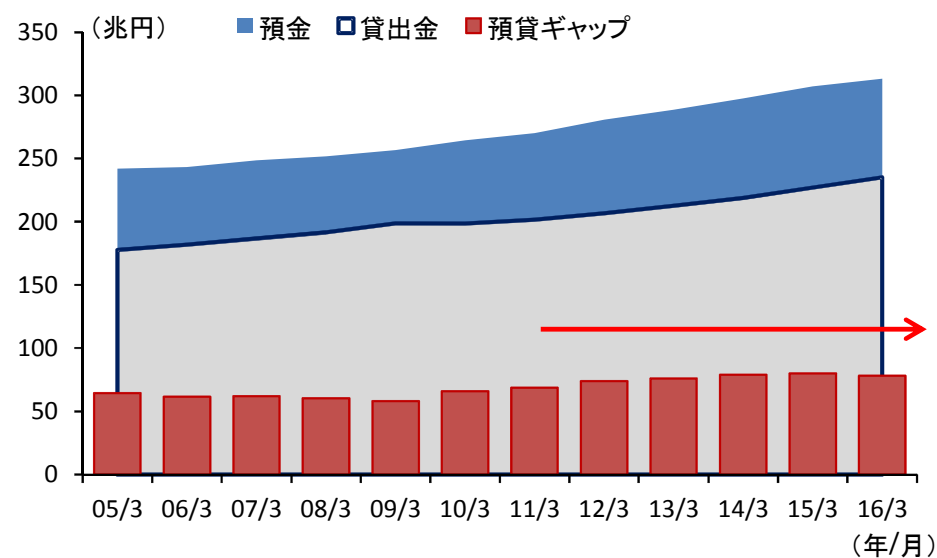
- 日本における都市銀行の預貸ギャップは拡大基調(16/3末は123.1兆円。預金311.6兆円(15/3末比+5.6%)、貸出金188.4兆円(同+1.3%))
  - ・ 預金の高い伸びは、生保や投資信託等の資金が運用難から銀行預金に流入したことが影響している模様
- 地域銀行の預貸ギャップは縮小(16/3末は78.1兆円。預金313.1兆円(同+1.9%)、貸出金235.0兆円(同+3.5%))
  - ・ 預金は引き続き増加基調にあるものの、貸出も個人ローンを中心に増加しており、預金を上回る伸びに

【 預金・貸出金残高および預貸ギャップ(都市銀行) 】



(注) 都市銀行とは、みずほ銀行、三菱東京UFJ銀行、三井住友銀行、りそな銀行、埼玉りそな銀行の合計値。預金、貸出ともに国内向けデータ。  
 (資料) 各行決算資料より、みずほ総合研究所作成

【 同左(地域銀行) 】

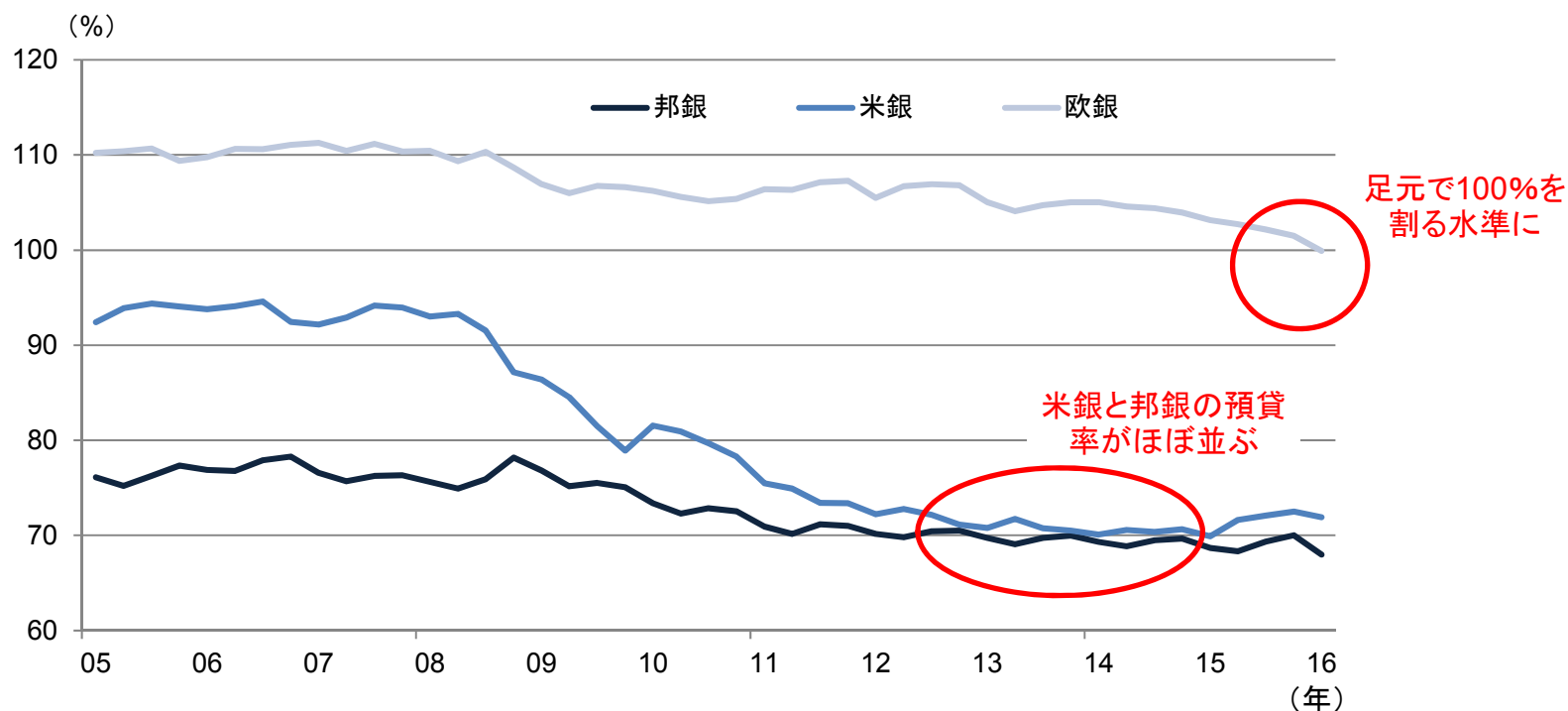


(注) 地域銀行とは、地方銀行および第二地方銀行の105行合計値。  
 (資料) 日経Financial Questおよび各行決算短信より、みずほ総合研究所作成

## 欧銀の預貸率は低下基調で足元で100%割れ、米銀も邦銀並み水準に

- 欧銀の預貸率は、2008年の金融危機後、一貫して低下基調。足元では100%を割る水準に
- 米銀の預貸率も金融危機後に急低下し、2013年には邦銀の預貸率並みの水準に低下
  - ・ 足元では、商工業向け貸出が安定的に伸びていることに加え、M&Aブームを受けた買収絡みの貸出(レバレッジドローンを含む)も相応の規模に上る

【日米欧における預貸率推移】



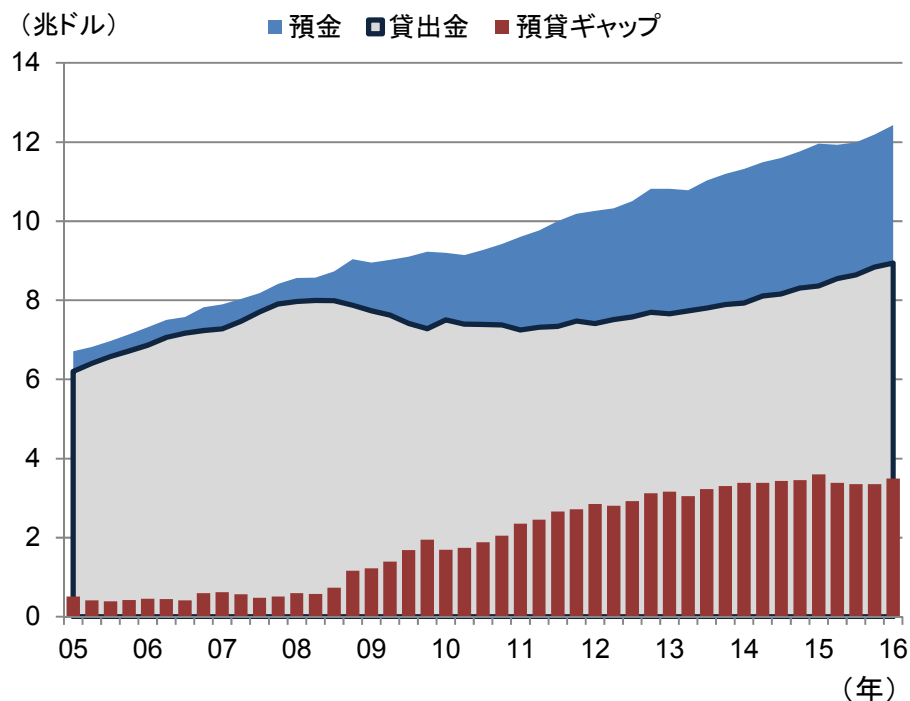
(資料)日本銀行、FDIC、ECBより、みずほ総合研究所作成

# 米銀の預貸ギャップの規模は依然として大きく運用難状態

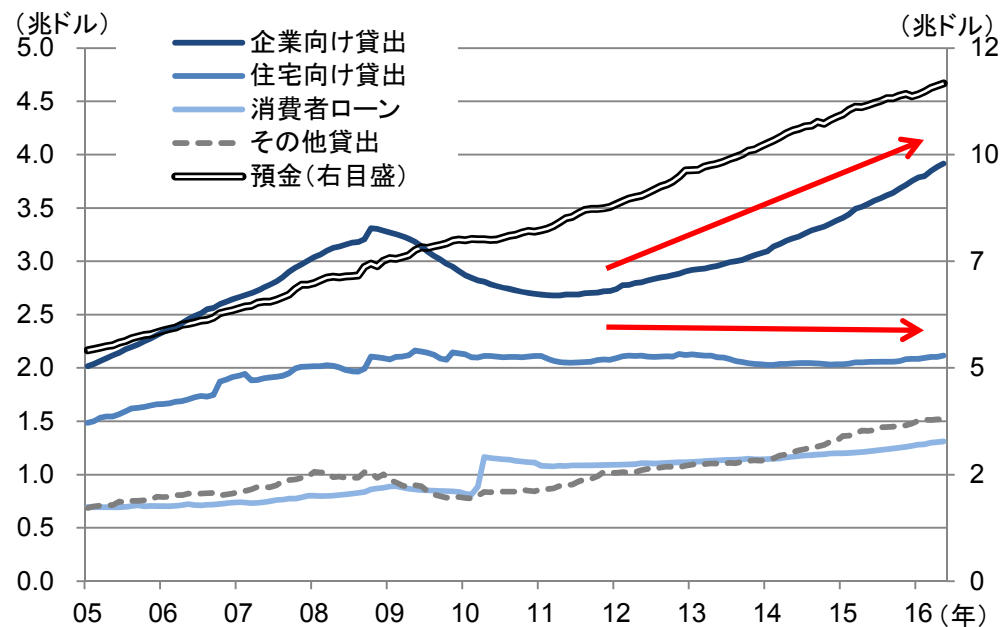
- 米銀では、預金は安定的に増加する一方、貸出の伸びは緩やかにとどまる
  - ・ 企業向け貸出は2011年に底打ちしたものの、2015年になってようやく2008年の金融危機前の残高水準を回復する緩やかな拡大ペース
  - ・ 一方、住宅向け貸出残高については、2007年のサブプライム危機後は横ばいが続いており、家計のバランスシート拡大を起点に与信拡大をするという構造は窺えず

【米国における預金・貸出金残高および預貸ギャップ】

【米国における預貸残高推移】



(資料) FDICより、みずほ総合研究所作成



(注) 企業向け貸出=商工業向け貸出+商業用不動産向け貸出

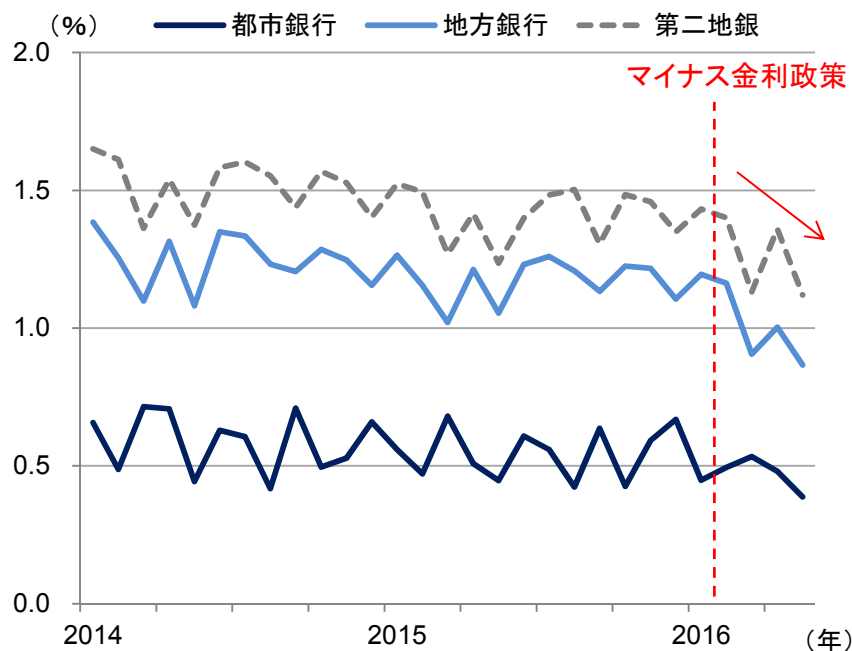
(資料) FRBより、みずほ総合研究所作成



# 日本ではマイナス金利政策導入後、銀行の貸出金利低下が加速

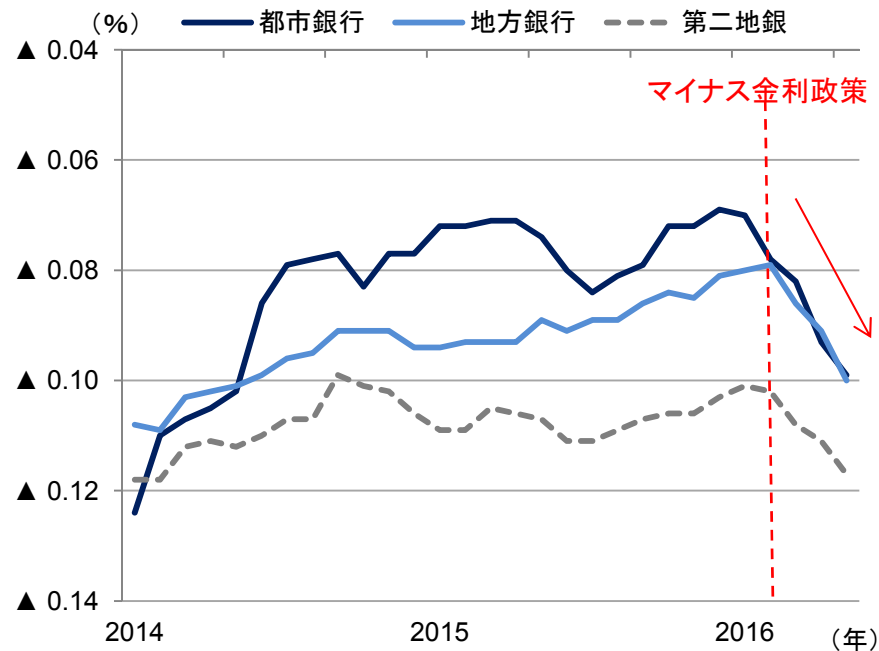
- 日本では、マイナス金利政策が開始された2016年2月以降、銀行の貸出約定平均金利の低下が各業態ともに加速
  - ・ ストックベースでは、前年比での低下幅が縮小基調にあったものの、マイナス金利政策導入後に再び拡大

【貸出約定平均金利(新規)】



(注)貸出は、各月での書換継続を含む新規実行分(短期+長期)が対象。  
 但し、当座貸越は除く。  
 (資料)日本銀行「貸出約定平均金利」より、みずほ総合研究所作成

【貸出約定平均金利(ストック、前年同月比)】



(注)貸出は、各月末時点で残高のあるすべての貸出(短期+長期)が対象。  
 (資料)日本銀行「貸出約定平均金利」より、みずほ総合研究所作成

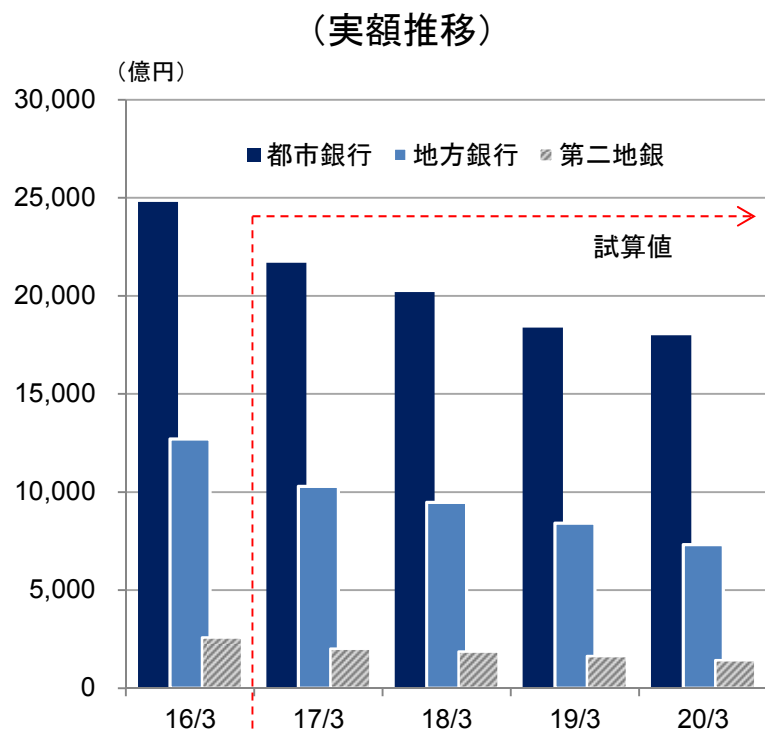
# 金利低下が続くと利益水準は下振れの消耗戦、特に地域銀行への影響大

- 貸出金利回り、有価証券利回りの大幅な低下※が継続した場合、国内銀行の利益水準は著しく悪化
  - ・ 資金利益減少により、国内銀行の実質業務純益は20/3期に都市銀行で3割弱、地域銀行で4~5割程度落ち込む恐れも
    - 業務粗利益に占める国内資金利益(金利収支)のウェイトがより大きい業態ほど影響が大

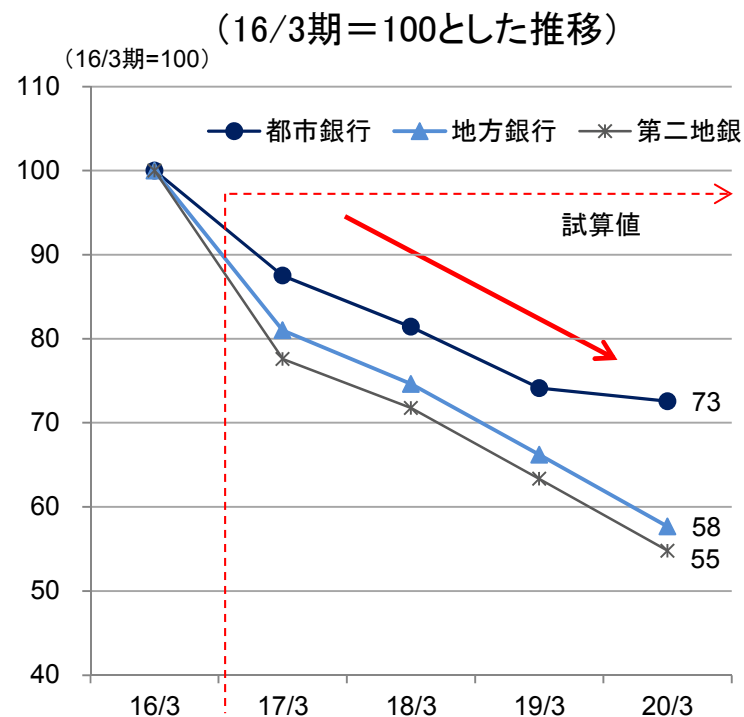
※貸出金: 17/3期に前期比▲12bp、18/3期以降は同▲3bp

有価証券: 残存期間(都市銀行:3年、地銀・第二地銀:4年)の間に、国債・地方債・社債が0.0%の債券に均等に入れ替わるとして計算

## 【業態別の実質業務純益の試算値】



(資料) 全国銀行協会公表資料等より、みずほ総合研究所試算

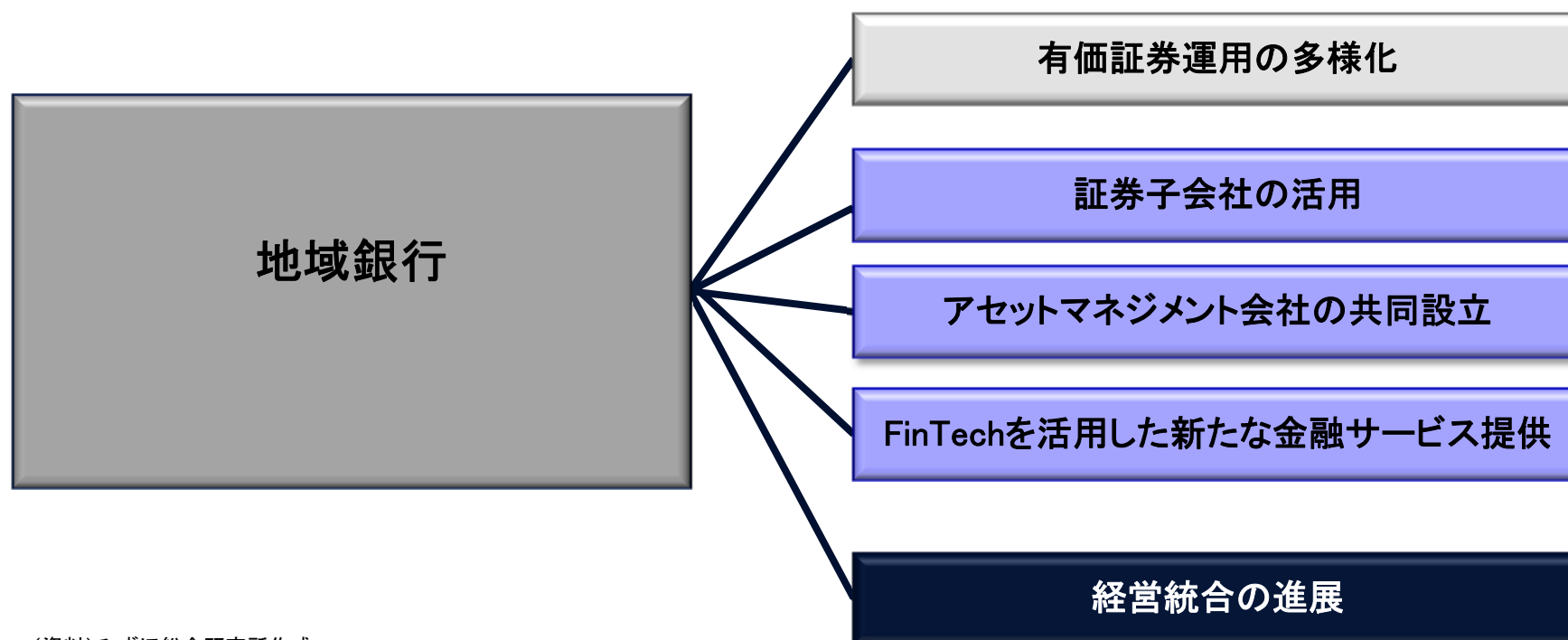


(資料) 全国銀行協会公表資料等より、みずほ総合研究所試算

## 地域銀行では様々な取り組みが急務

- 地域銀行は、経営環境が大きく変化する中、様々な取り組みが急務に
  - ・ 有価証券運用では、ポートフォリオにおける投資対象を多様化
  - ・ 「貯蓄から資産形成へ」を進める動きとして、証券子会社の活用、複数金融機関共同でのアセットマネジメント会社設立、FinTechを活用した新たな金融サービス提供に向けた動きなどがみられる
  - ・ さらには経営統合によって、経営の枠組み自体を変える動きも

【 地域銀行の様々な取り組み 】



(資料)みずほ総合研究所作成

## 金融庁は金融仲介機能の客観的な評価指標を策定

- 金融庁は、金融機関の金融仲介機能の発揮状況を客観的に評価する新指標(ベンチマーク)を2016年9月15日に公表
  - ・ 「金融検査マニュアル」に基づく資産内容等の画一的な評価から、金融仲介機能の発揮を重視した新たな監督行政に
  - ・ 全金融機関が活用する「共通指標」および各金融機関がビジネスモデルに合わせて選択する「選択指標」からなる
- 金融機関の客観的な自己評価により、金融機関自身の取組改善や企業と金融機関との情報の非対称性の解消等を通じた金融仲介の質の向上が期待される

### 【 金融仲介機能のベンチマーク 】

#### ■ 共通指標

3項目	5ベンチマーク
1. 取引先企業の経営改善や成長力の強化(1)	経営指標の改善や就業者数の増加があった件数および融資額の推移
2. 取引先企業の抜本的事業再生等による生産性の向上(3)	貸付条件を変更した中小企業の経営改善計画の進捗状況、創業に関与した件数、企業の成長段階別の融資件数および融資額
3. 担保・保証依存の融資姿勢からの転換(1)	事業性評価に基づく融資件数、融資額および全体の融資に占める割合

#### ■ 選択指標

14項目(50ベンチマーク)	
1. 地域へのコミットメント・地域企業とのリレーション(4)	8. 個人の業績評価(2)
2. 事業性評価に基づく融資等、担保・保証に過度に依存しない融資(7)	9. 人材育成(1)
3. 本業(企業価値の向上)支援・企業のライフステージに応じたソリューションの提供(16)	10. 外部専門家の活用(2)
4. 経営人材支援(2)	11. 他の金融機関及び中小企業支援策との連携(3)
5. 迅速なサービスの提供等顧客ニーズに基づいたサービスの提供(4)	12. 収益管理態勢(1)
6. 業務推進体制(2)	13. 事業戦略における位置づけ(2)
7. 支店の業績評価(1)	14. ガバナンスの発揮(3)

(注) ()内の数字はベンチマークの数。

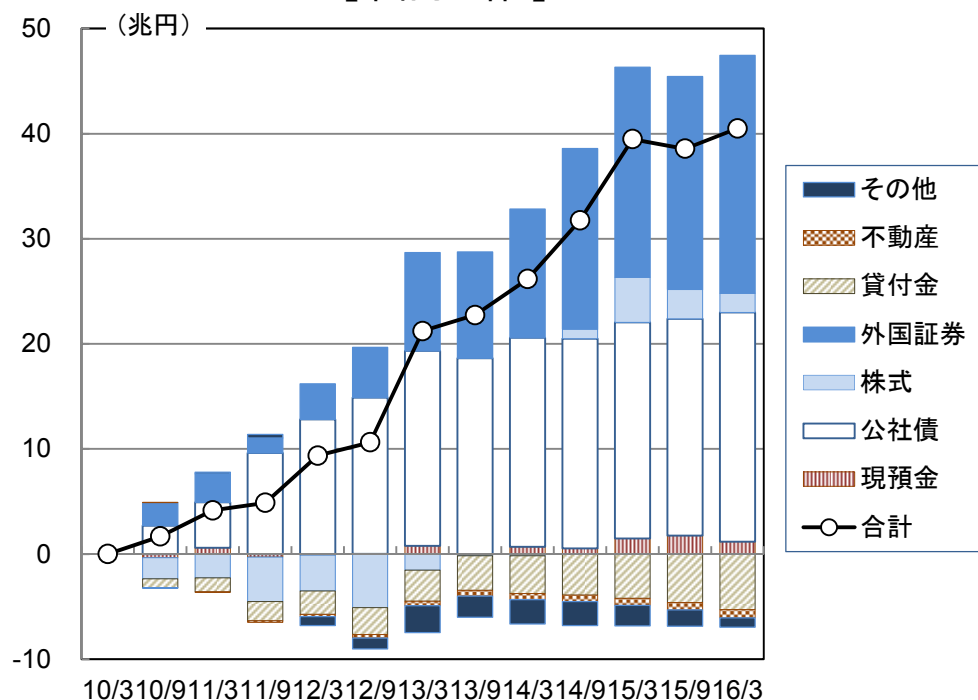
(資料) 金融庁「金融仲介機能のベンチマーク」(2016年9月)より、みずほ総合研究所作成

### (3) 保険会社：国内生損保は外国証券投資拡大で生き残りを探る

- 国内の低金利環境に対し、国内大手生損保の一般勘定資産では、外国証券投資が拡大
  - ・ 2016年度の国内大手生保の資産運用計画では、国内債券への投資には慎重な一方、クレジット投資、外債、国内株式への着目を強める動き

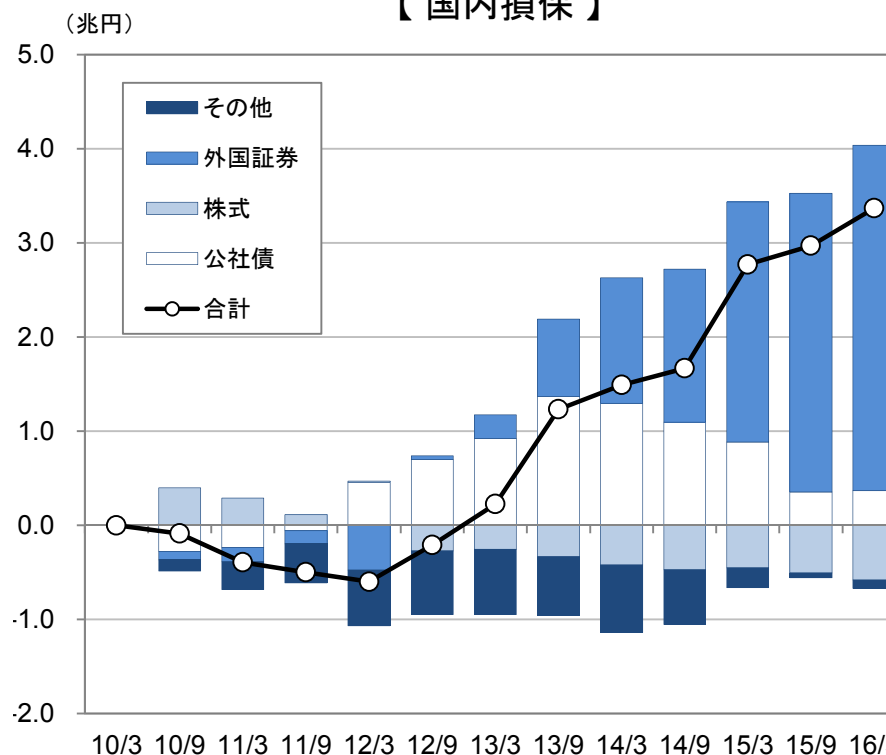
【国内生損保：2010年3月を基準とした有価証券残高の変化】

【国内生保】



(注) 1.2010年3月末を基準とした残高変化。  
 2.日本、第一、明治安田、住友、太陽、大同、富国、三井、朝日の合計値。  
 (資料)各社決算資料より、みずほ総合研究所作成

【国内損保】

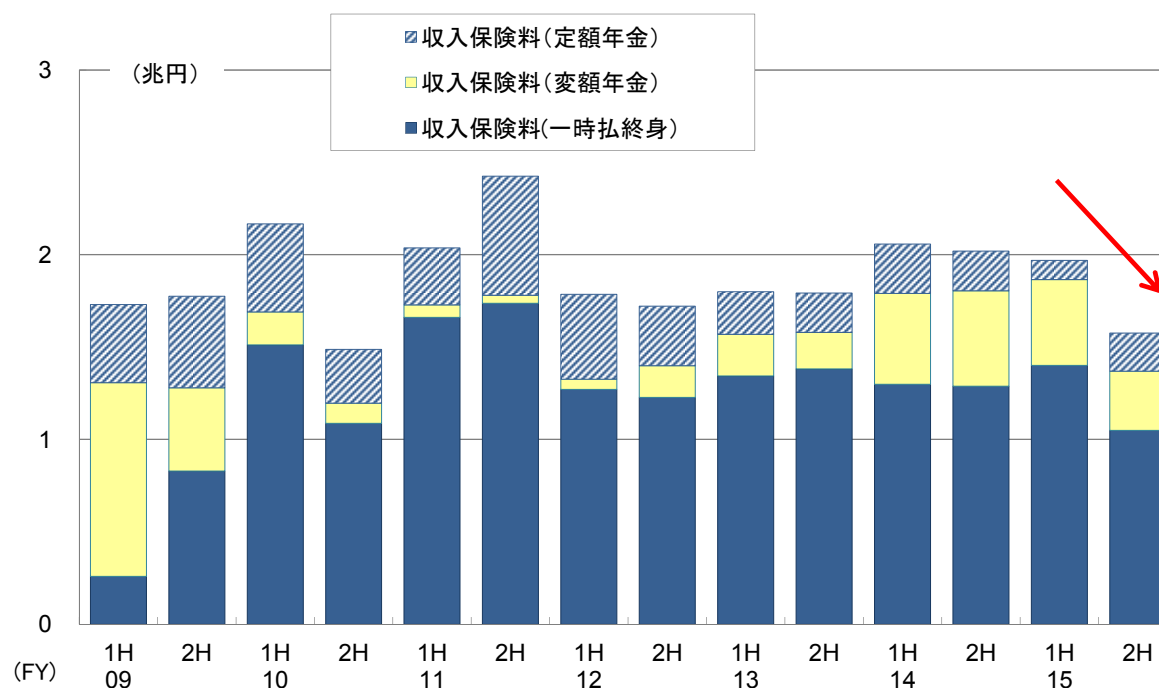


(注) 1.2010年3月末を基準とした残高変化(取得原価ベース)。  
 2.東京海上HD、MS&AD、SOMPO HDの合計値。  
 (資料)各社決算資料より、みずほ総合研究所作成

## 国内生保：貯蓄性商品の販売に一定の影響

- ここ数年、生保は銀行窓販に力を入れ、一時払終身保険などの貯蓄性保険は一定の販売実績あり
  - ・ 一時払終身保険の販売額が大きくなりすぎないよう、利率の引き下げや販売額の総量制限などを実施
- 2016年に入り、マイナス金利政策の導入を受けて、貯蓄性保険の利率引き下げや一時払終身保険の一部販売停止等の動きが顕在化

【金融機関窓販額推移(国内大手生保計)】



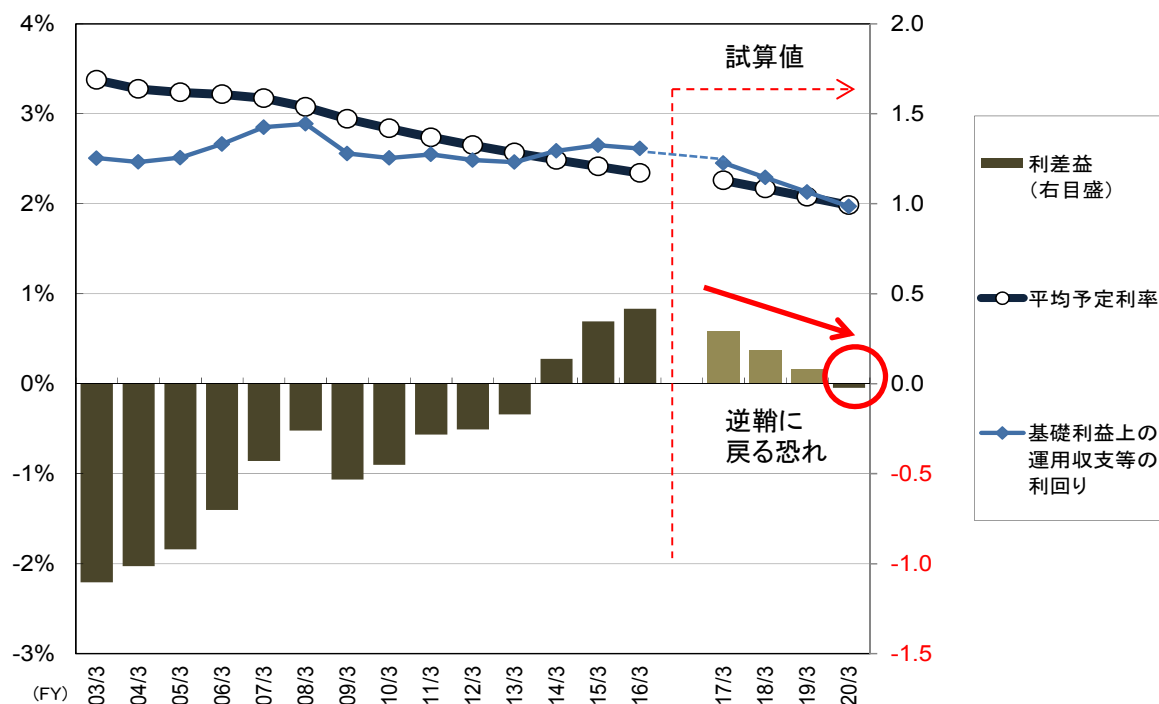
(資料)各社決算資料より、みずほ総合研究所作成

# 金利低下の影響試算：国内大手生保では利差益縮小、再び逆鞘の恐れも

- 国内大手生保は、金利低下の影響が続くと利差益が縮小し、再び逆鞘に戻る恐れも
- 強めの仮定に基づく試算※では、20/3期に国内大手生保の利差益が逆鞘に

※試算の前提（平均予定利率）前年度の既存契約の1/20が入れ替わり。新規契約分の平均予定利率は、17/3期:0.75%、18/3~20/3期:0.5%と仮定  
 （基礎利益上の運用収支等の利回り）前年度の既存運用資産の1/15が入れ替わり、新規運用資産の利回りは0.2%と仮定  
 （その他）責任準備金の追加繰入による平均予定利率の引き下げは織り込まない

【国内大手生保における利差益推移と金利低下の影響試算】



(注)対象の国内生保は、日本、第一、明治安田、住友、富国、三井、朝日。利差益は各社合計。平均予定利率及び基礎利益上の運用収支等の利回りは、16/3末の各社責任準備金額の比率に応じて、各社数値を加重平均(03/3~20/3期のいずれも16/3末時点の責任準備金の比率を使用)。

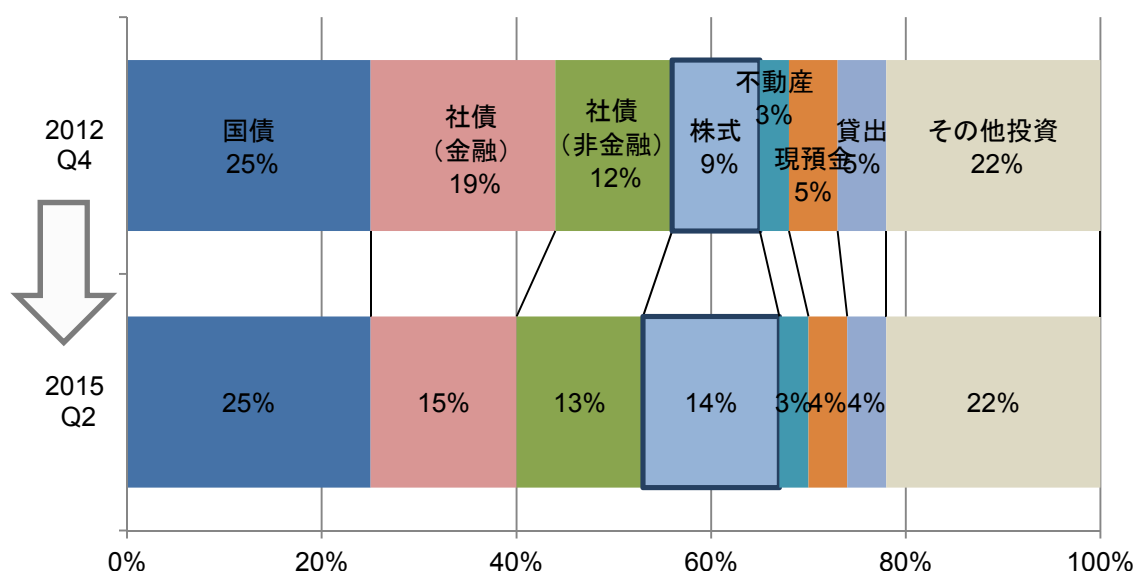
(資料)各社決算資料より、みずほ総合研究所試算

# 海外保険会社： 欧州大手保険会社は資産運用を見直し

- 欧州大手保険会社は、低金利環境の下で社債（金融）の投資比率を削減する一方で、株式投資のウェイトが拡大
  - ・国債については、保険負債とのALMマッチング、及びイールド確保の観点から、超長期債へのシフトを推進
- より高い利回りが期待できるアセットクラスへの資産運用を拡大する動きも
  - ・大手生保グループのNN（旧ING（蘭））は低金利環境が続く中、慎重な方法の下で、より高い利回りが期待できるアセットクラスへの資産運用を拡大

## 【 欧州大手保険会社における資産運用ポートフォリオの変化 】

(2012/12 → 2015/6)



(注) 2012/Q4は欧州の大手保険会社30社、2015/Q2は大手の大手保険会社32社の合計値に基づく。  
 (資料) EIOPAより、みずほ総合研究所作成

## 【 NN（蘭）の取り組み 】

低金利環境の継続  
市場ボラティリティの高まり

### 「長期的なビジネスモデル」の確立

- ✓ 資産と負債のキャッシュフローをマッチングさせることで、金利リスクを抑制する
- ✓ 慎重な方法の下で、より高い利回りが期待できるアセットクラスへの資産運用を拡大する
- ✓ 2016/1より導入されたソルベンシー II の下で、保守的なバランスシート運営、強固な資本水準を保つ
- ✓ 顧客に提供する保険商品の構成において、貯蓄性から保障性商品へのシフト、より資本負担の小さな保険商品へのシフトを進める

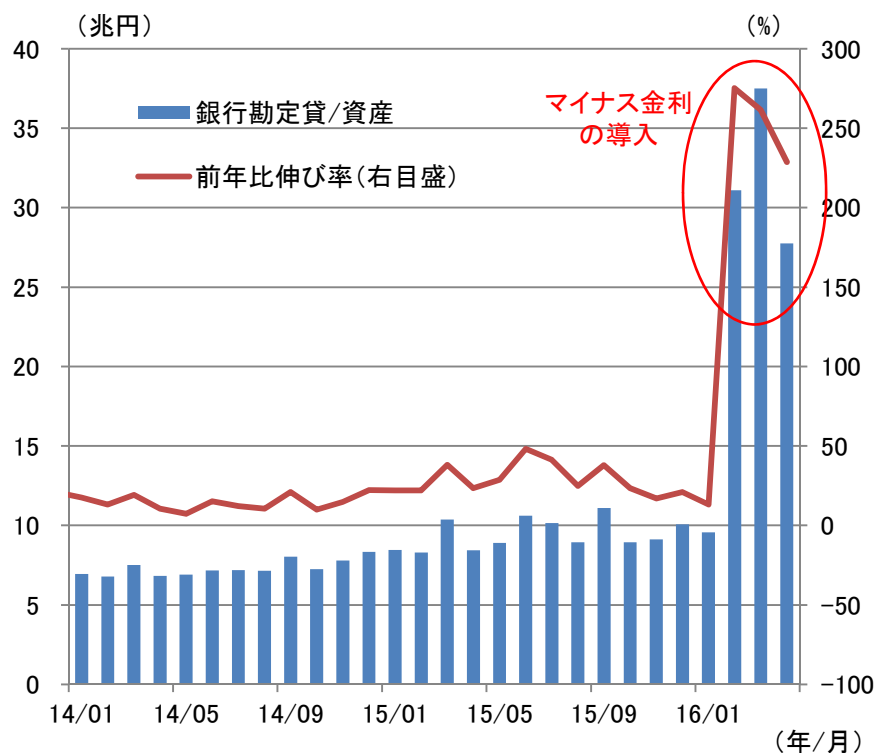
(資料) 当社資料より、みずほ総合研究所作成



## (4) 年金：企業年金の運用利回りは5年振りのマイナス、待機資金も厳しい運用環境

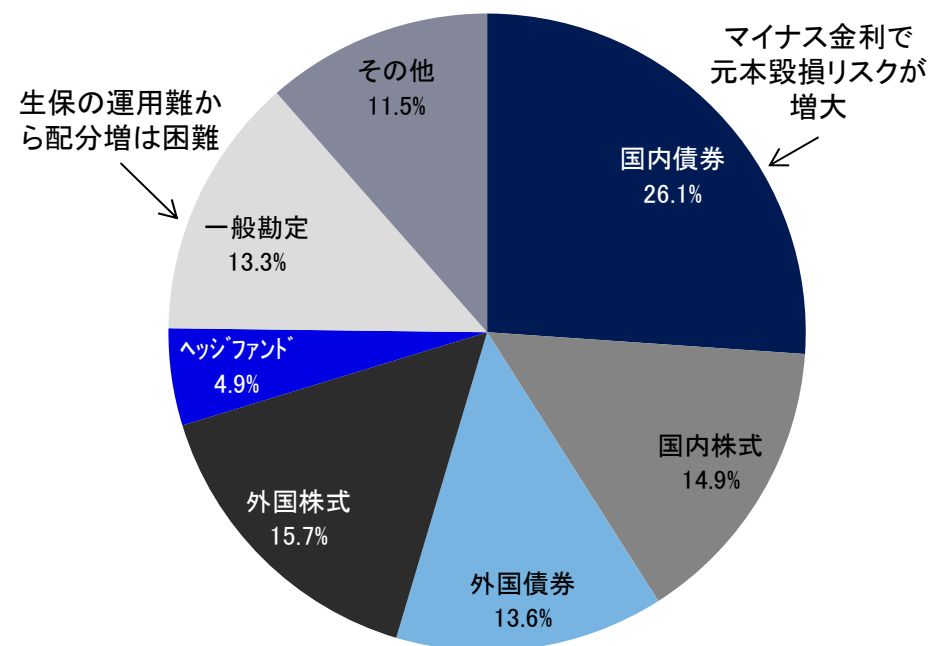
- リスク回避志向は強まっても利回りを確保できる安定運用商品は乏しい
  - ・ 企業年金の2015年度修正総合利回りは▲1.89%と5年振りにマイナス転換
  - ・ マイナス金利導入を受けて信託銀行の短期資金ファンドは短期マネーマーケットから銀貸しに運用先をシフト。信託銀行はマイナス金利の負担軽減のために、年金基金の短期資金ファンドにマイナス金利相当の手数料を徴収する動き
  - ・ 一部生保は一般勘定の新規・増額の受け入れを停止しており、企業年金はリスク抑制型運用への対応力が試される状況

【信託勘定の「銀貸し」】



(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

【企業年金の資産構成割合】

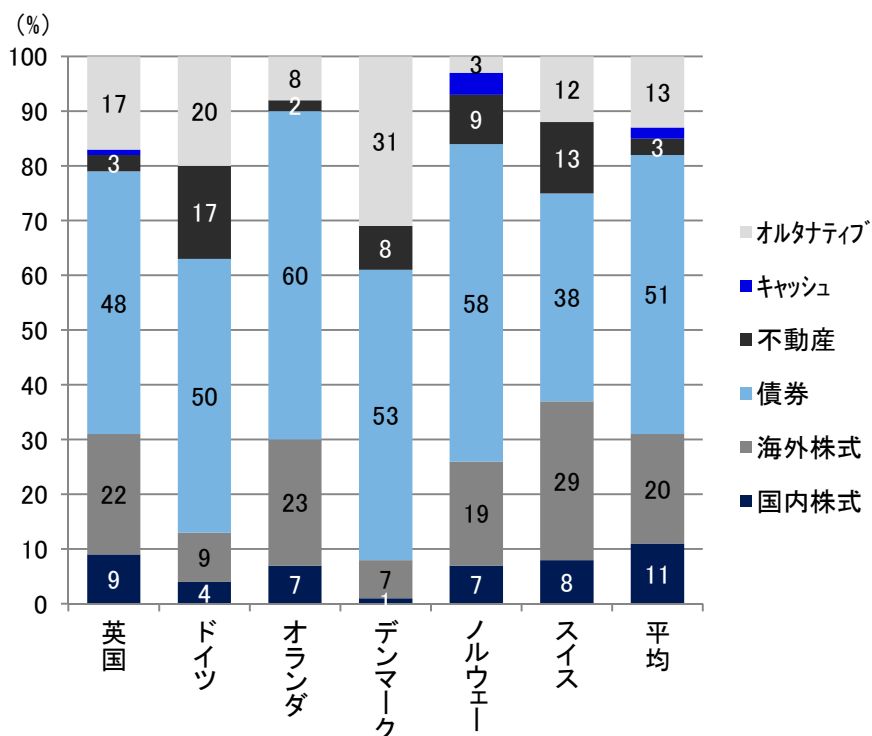


(注) 2015年3月末時点の企業年金連合会「資産運用実態調査」の集計値。  
 (資料) 企業年金連合会より、みずほ総合研究所作成

# 欧州年金の投資戦略

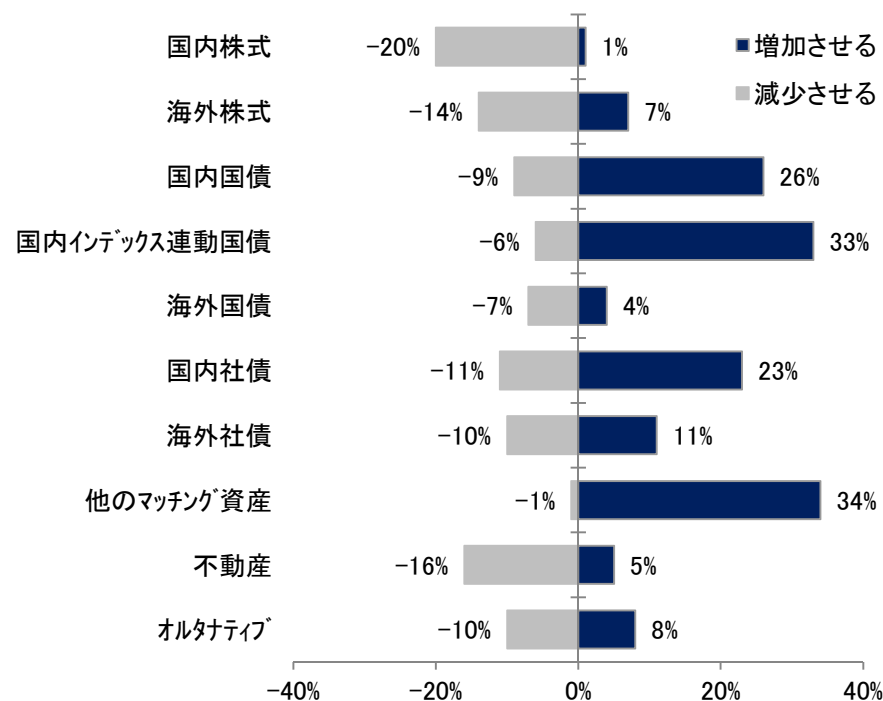
- 欧州の年金では、マイナス金利を受けて”Hunt for yield” の動きが強まる
  - ・ 社債や外債投資を進めることでリターン向上を図る。負債マッチングの遅れからマッチング資産へのニーズも高い
  - ・ これまで高パフォーマンスだった不動産投資に対する警戒感や投資効率の低いオルタナティブ運用は見直しの動き
  - ・ 政治の不安定化によるテールリスクの高まりと期待リターンの低下を受けて、市場ボラティリティの影響を回避しつつ超過リターンを重視する投資戦略へシフト

【 欧州各国年金のストラテジックアセットアロケーション 】



(資料) Mercer, European Asset Allocation Survey より、みずほ総合研究所作成

【 欧州年金の投資戦略変更 】

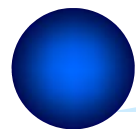


(資料) Mercer, European Asset Allocation Survey より、みずほ総合研究所作成

## 2章のまとめ

---

- 現状のマイナス金利が続く前提で2020年までの収益を試算すると、20/3期の都市銀行の収益は16/3期の7割強、地域銀行は同6割弱まで低下。国内大手生保は2020年に逆鞘となる恐れも
- 短期の調達構造を持つ銀行では、イールドカーブのフラット化を受けて、預貸業務の収益力が低下。加えて、非金融機関マネーの預金集中が高まり、運用難の状況が深まる
- 長期の調達構造を持つ生命保険会社や年金では、金利低下は負債時価の増加につながり、ソルベンシーに悪影響



### 3. 金融仲介モデル再考

～今日の環境は本当に持続的か

「リアルビジネス化」を通じた投資機会の創出も～

## 金利水没下での投資戦略～LED戦略

- 金融機関の投資戦略は、世界的な日本化現象、マイナス金利の深化を受け、インカムを確保するため「LED戦略」、即ち、  
 ①水没していない長期(Long), ②水没していない海外(External), ③金利以外の多様なリスク(Diversified)ヘシフト

### 【金利水没下での投資戦略 ～LED戦略】

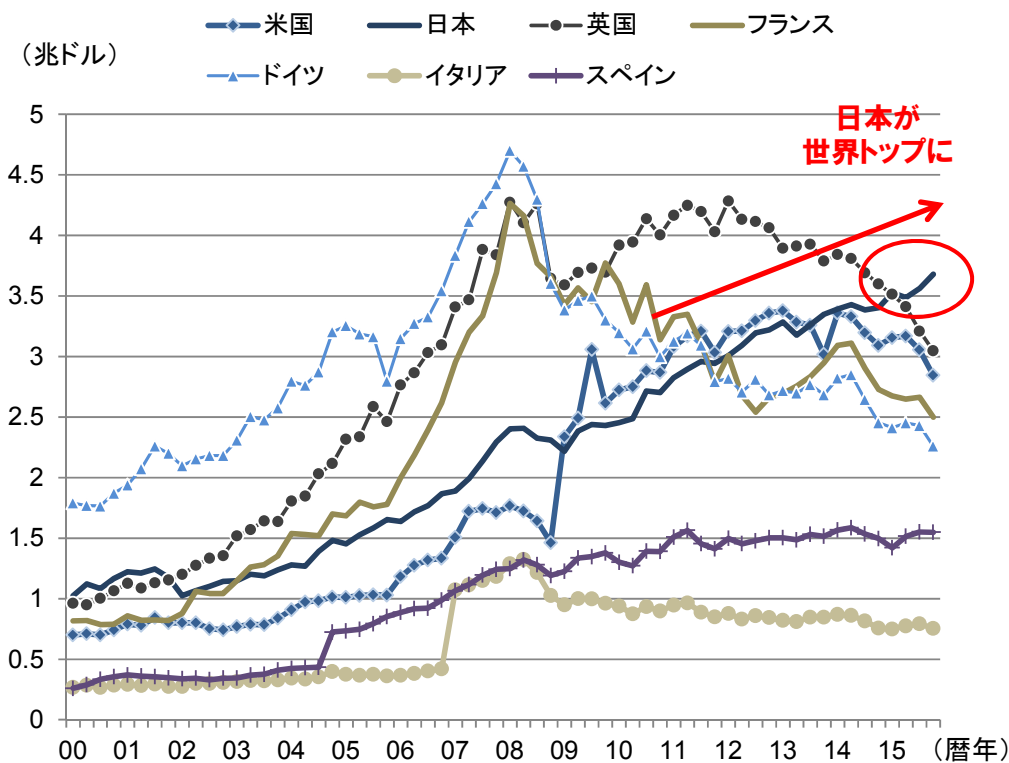
高 流動性 ↓ 低	<b>Long (デュレーション長期化・イールドカーブ戦略)</b>	(具体的な投資対象・戦略例)
	<ul style="list-style-type: none"> <li>・イールドカーブの「変化の方向性」や「歪み」に着目する戦略、低金利環境の長期化を睨んだデュレーションの長期化</li> <li>・「金利変動の高まり」で収益機会復活か</li> </ul>	債券アクティブ戦略 債券裁定系のヘッジファンド
	<b>External (海外投資戦略)</b>	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>・プラス金利の投資先を求めて外債ヘシフト</li> <li>・株式との相関は高め、局面に応じた為替リスクヘッジ</li> </ul>	新興国債券投資 通貨分散、ヘッジ付外債
	<b>Diversified (クレジット戦略・低流動性戦略)</b>	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>・国債より高い利回り「信用リスクプレミアム」の獲得を目指す</li> <li>・株式・債券とは異なる「インカム」が収益源泉の投資戦略</li> <li>・換金性が低い分、高めの「流動性リスクプレミアム」獲得を期待</li> <li>・金融市場や景気変動の影響受けにくく、リターン安定的な傾向</li> </ul>	投資適格事業債、ハイイールド債・ バンクローン、債券アンコンストレイン ド戦略 プライベートデット投資 不動産投資 インフラストラクチャー投資

(資料)みずほ総合研究所

# 対外与信残高は、信用供与国別では日本が世界トップ

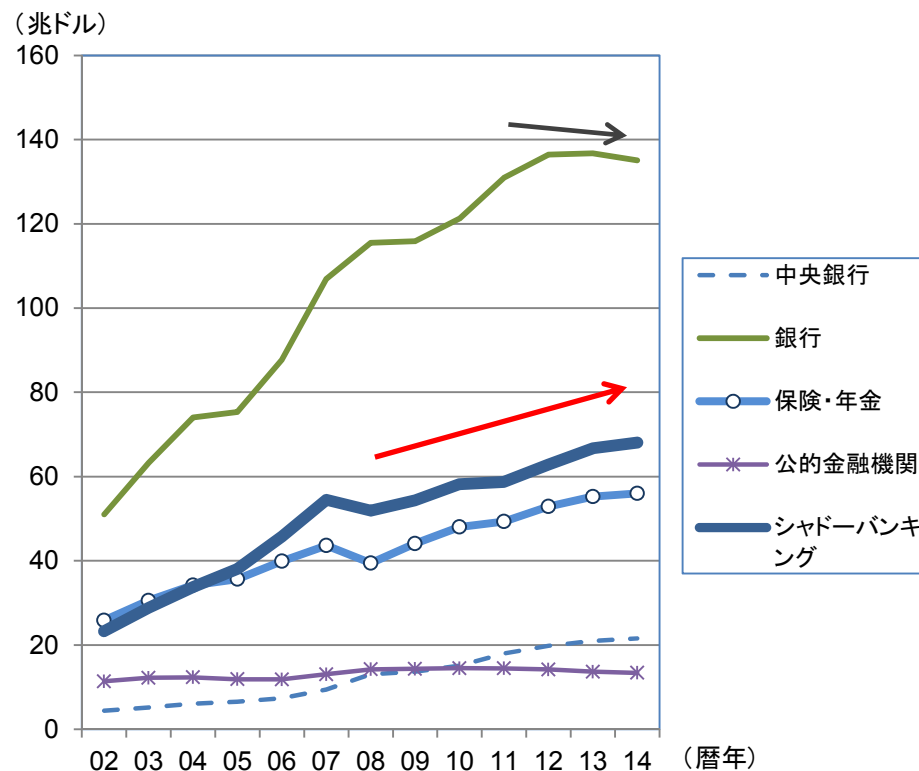
- 信用供与国別の対外与信残高では、直近の15/12時点で日本が英国を抜いて世界トップに
- 主要国全体の金融仲介については、銀行が伸び悩む一方で、シャドーバンキングの拡大傾向が続く

【 信用供与国別の対外与信残高 】



(資料) BISより、みずほ総合研究所作成

【 金融仲介部門の金融資産残高(主要国全体) 】

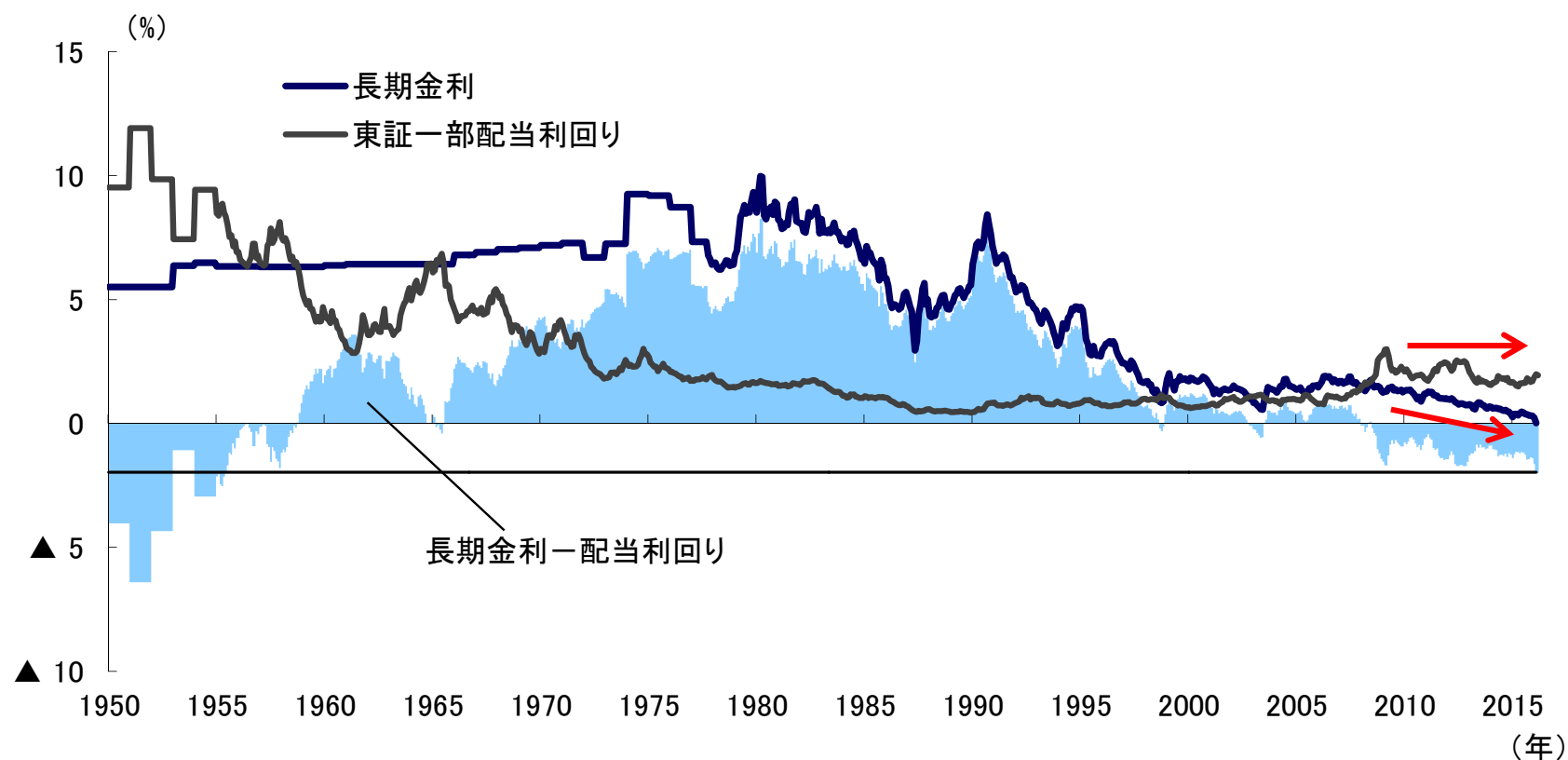


- (注) 1. 主要国全体における金融仲介部門の金融資産残高。  
2. ここでのシャドーバンキングの定義はOFIs(Other Financial Intermediaries)。  
(資料) 日本銀行、FSBより、みずほ総合研究所作成

## 分散投資：逆利回り革命（利回り逆転現象）でニューソブリンへ

- マイナス金利政策導入によって長期金利は一段と低下し、株式配当利回りとの格差は拡大
- 債券投資の代替として高配当利回り株への投資が活発化

【日本の配当利回りと長期金利の推移】



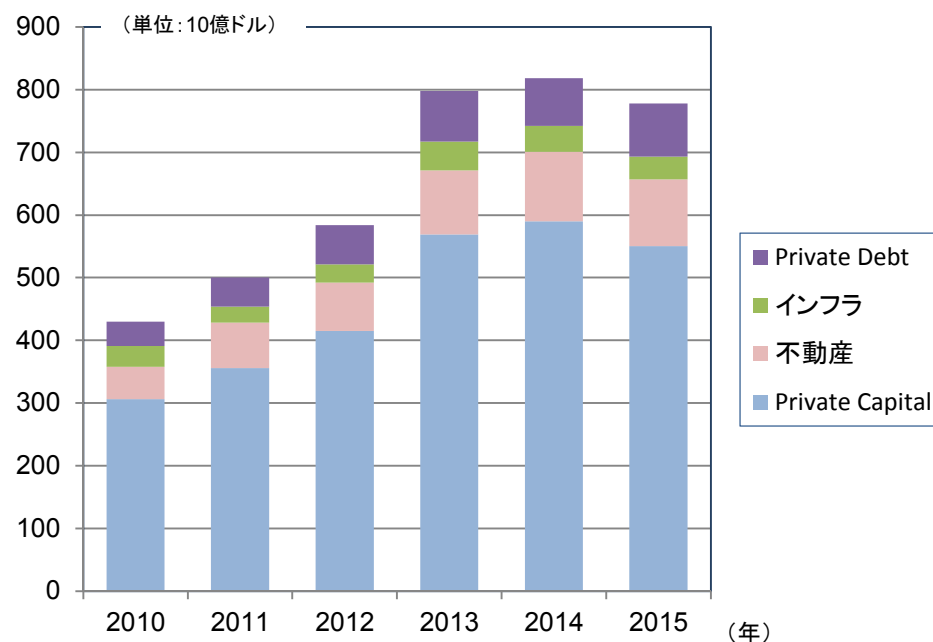
(注) 東証一部配当利回りは加重平均、2000年9月までは単体、その後は連結ベース。  
長期金利は10年国債利回り。

(資料) NEEDS-Financial QUESTより、みずほ総合研究所作成

## 成長が続くプライベート投資市場も有力な選択肢に

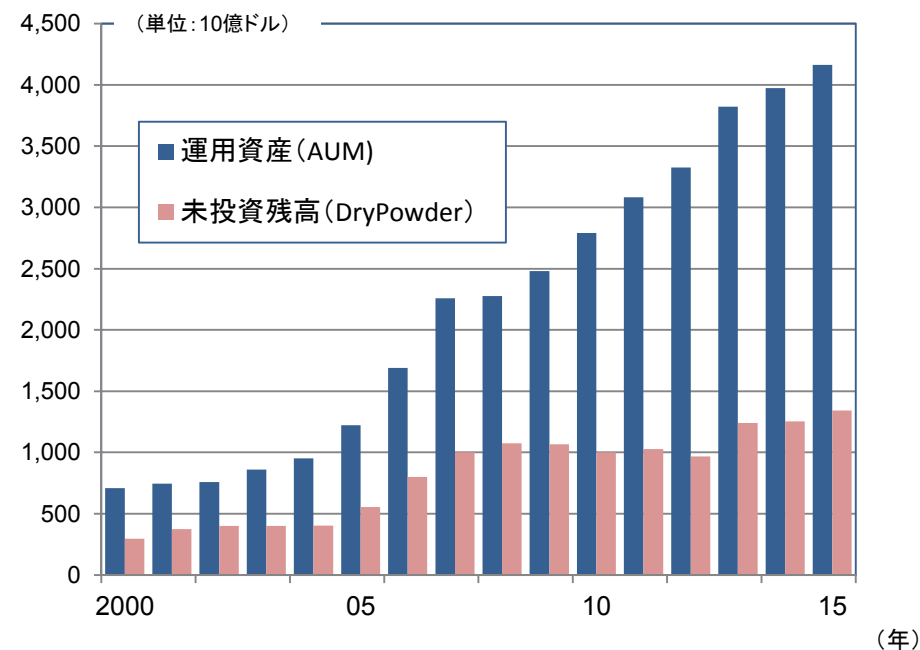
- プライベート投資市場は、低金利環境などを背景に投資家のニーズが強く、成長が続く
  - ・ ファンドレイズ(新規募集)額は、2010年→2015年で約8割増加
  - ・ プライベートキャピタル市場の運用資産(AUM)は堅調に拡大

【プライベート投資市場のファンドレイズ(新規募集)額】



(注) 欧米・アジア等地域の各年末の数値。2015年は6月末。  
(資料) Preqinより、みずほ総合研究所作成

【プライベートキャピタル市場の運用資産】



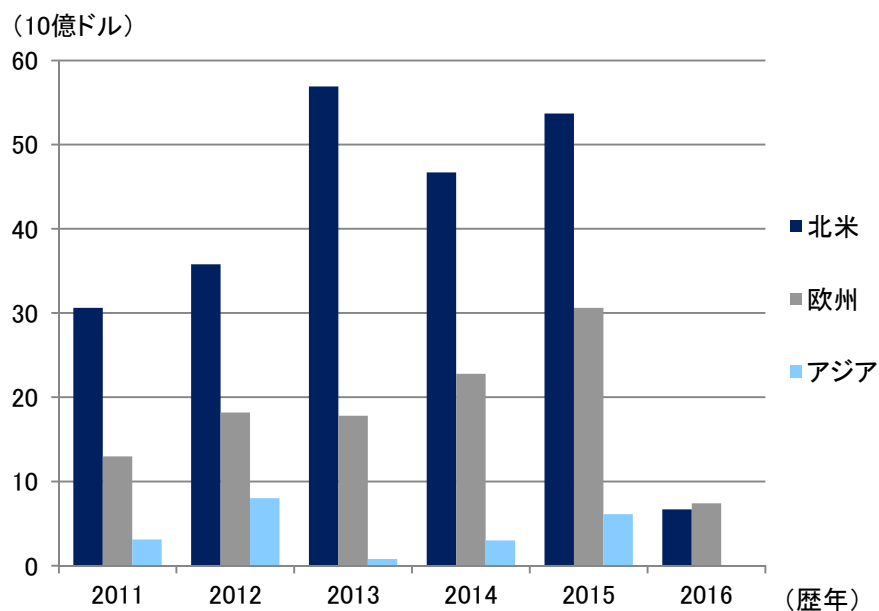
(注) 欧米・アジア等地域での各年末の数値。2015年は6月末。  
(資料) Preqinより、みずほ総合研究所作成



# プライベートデットの世界的な広がり

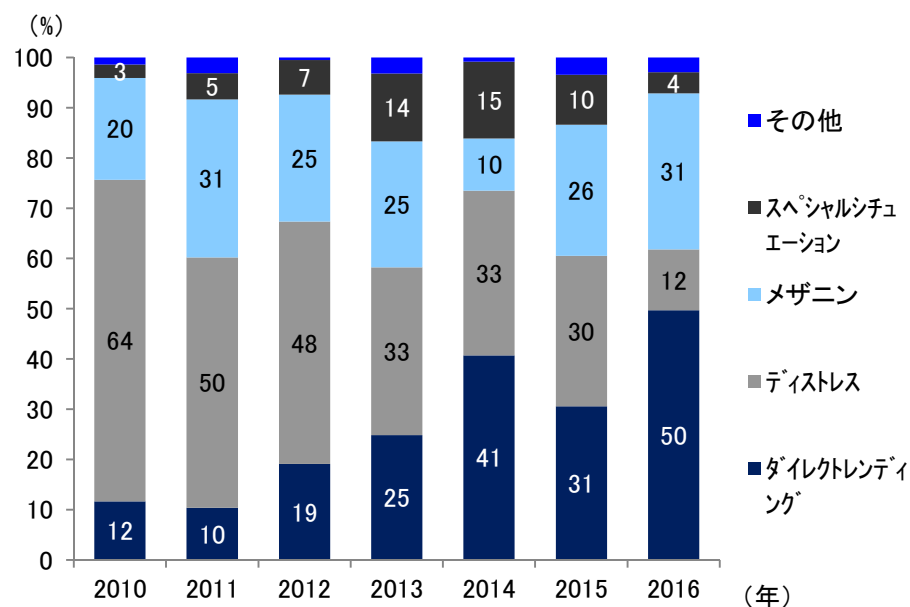
- 欧米では、金融規制の強化を受けてプライベートデット市場が拡大
  - ・ ローン市場における銀行のシェアは低下。保険、年金マネー等を受けてプライベートデットファンド等による企業向け相対ローン(ダイレクトレンディング)が拡大
  - ・ 北米のプライベートデット市場では、ディストレスデットが徐々に減少し、2014年以降はダイレクトレンディングが最大規模に。中堅中小企業向けローン市場は、従来の銀行とともにプライベートデットファンドが大きな役割を担う

【 プライベートデットによる資金調達(地域別) 】



(注) 2016年は5月17日までの実績。  
 (資料) Preqinより、みずほ総合研究所作成

【 北米のプライベートデットによる資金調達(戦略別) 】

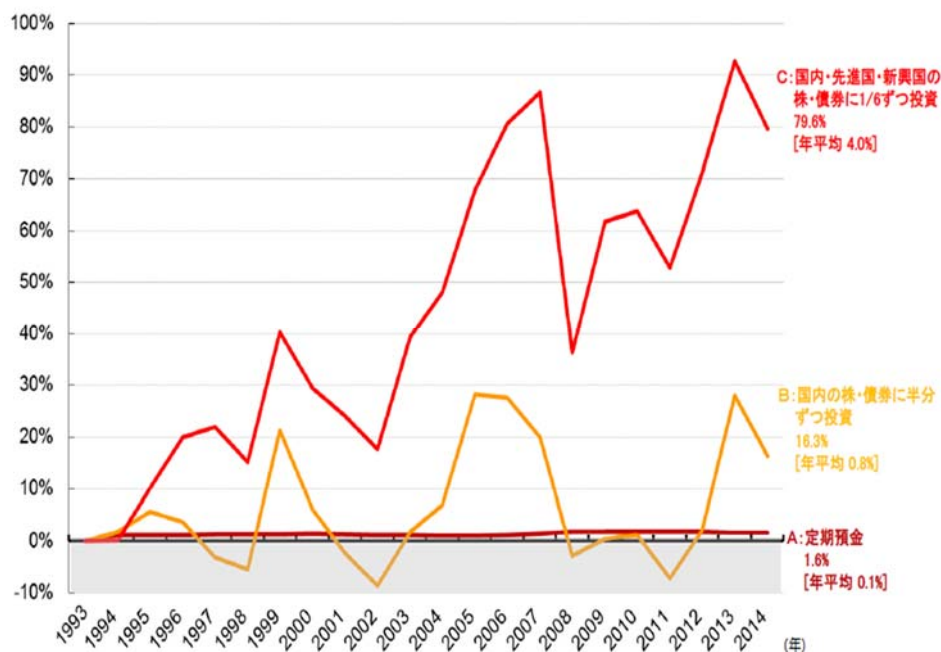


(注) 資金調達累計額の構成比。2016年は5月17日までの実績。  
 (資料) Preqinより、みずほ総合研究所作成

# ポートフォリオ・リバランスに向けた銀行の「オフバランス化」

- マイナス金利下で家計の金融資産が預貯金に偏重する状況は、家計・金融機関の双方にとってリスク大
  - ・ 家計が超低金利の預貯金運用を続ければ、実質的な財産価値が目減りし、安定的な資産形成が実現できないおそれ
  - ・ 運用難や金融規制の強化に直面する金融機関にとっても、必要以上の預貯金受け入れは各種リスクの増加要因
- 資産運用における「ポートフォリオ・リバランス」を実現するためには、家計における預貯金のリスク性資産へのシフトを後押しし、預金を銀行のバランスシートから「オフバランス化」することが重要

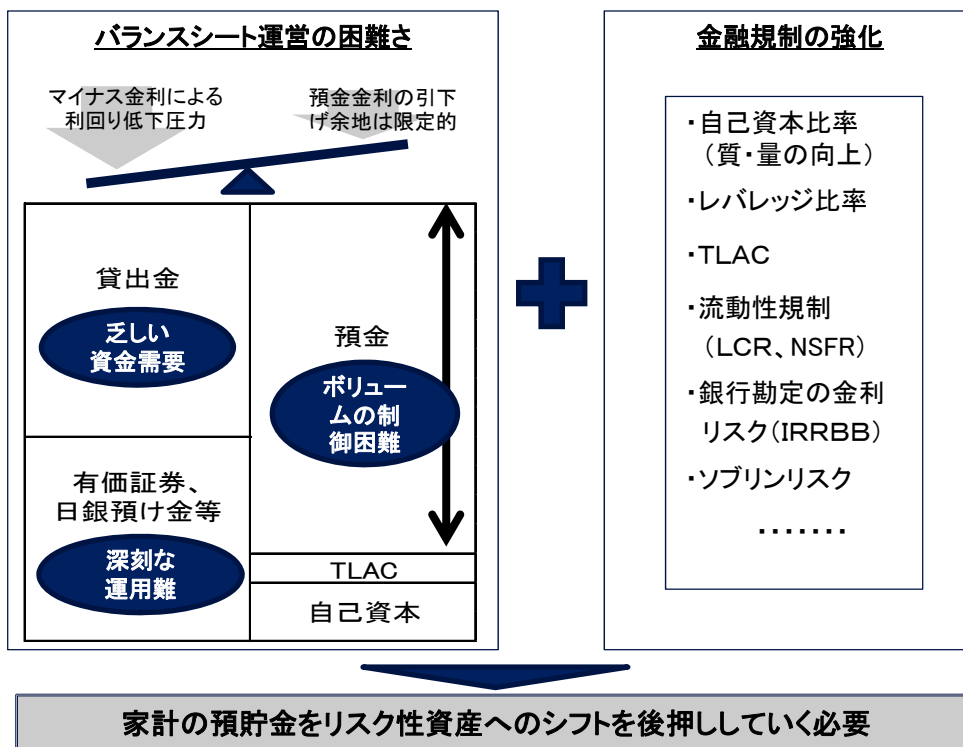
【リスク性資産への分散投資に係るリターン】



(注) 各計数は、毎年同額を投資した場合の各年末時点での累積リターン。株式は、各国の代表的な株価指数を基に、市場規模等に応じ各国のウェイトをかけたもの。債券は、各国の国債を基に、市場規模等に応じ各国のウェイトをかけたもの。

(資料) 金融庁

【預貯金の受け入れと金融機関(イメージ)】



(資料) みずほ総合研究所作成

# 投資機会は「川下から川上」へ、投融資行動はリアルビジネスを取り込んだものに

- 金利低下を受けて、インフラ投資等への需要は高まる状況。投資機会を確保する点から、投資スタンスは案件参加型から直接投資型に変化する動き。ハンズオン型投融資を拡大させて、事業に取り組むとともに資金供給を実施
- これを受けて、機関投資家の投融資行動は、上場有価証券投資から事業活動への関与を深める形の投資形態に深化

【 垣根を越えた投資の動き 】

〈投資対象〉

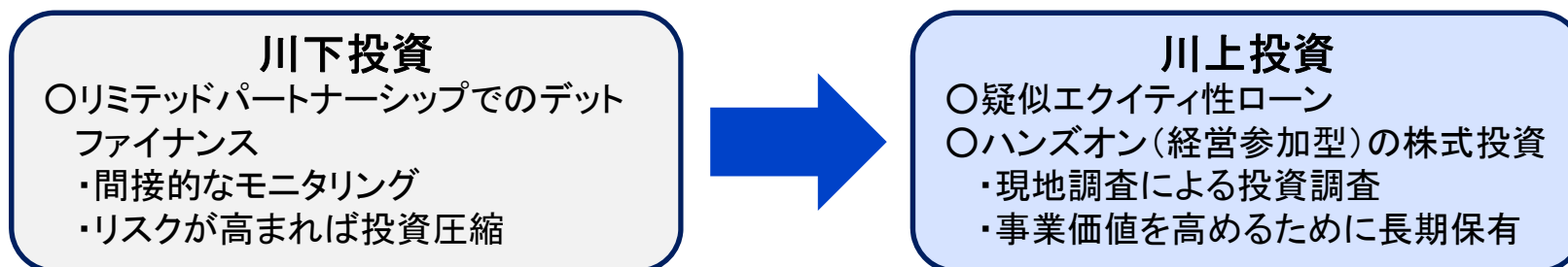


「リアルビジネス化」

金融機関と事業会社のビジネス領域  
がクロスオーバーする世界

川下から川上へ  
事業への関与・リアルアセットを取り込む  
事業への関与・M&A

〈投資行動〉

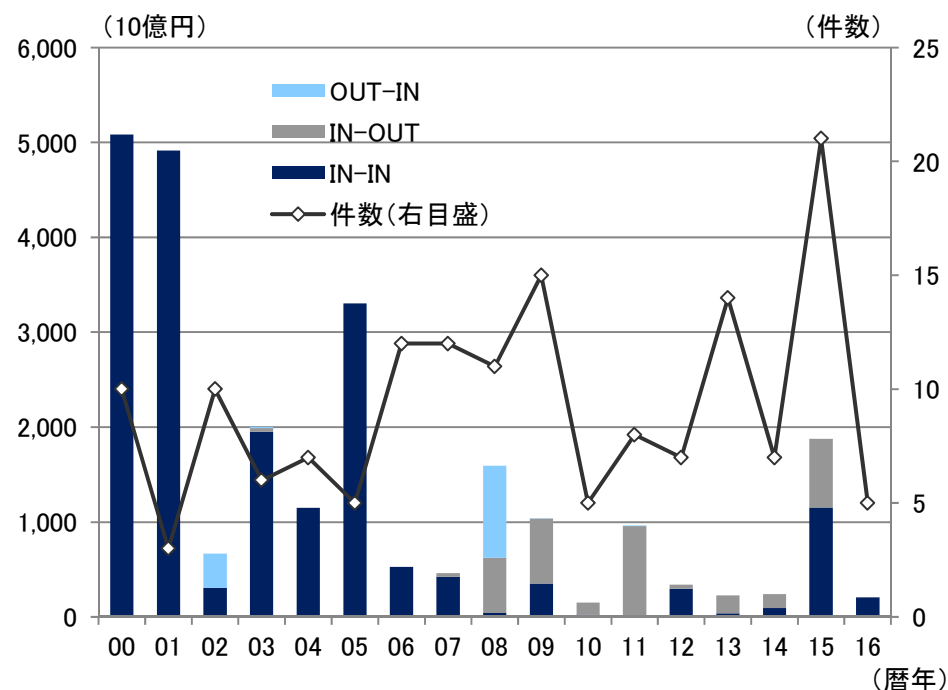


(資料)みずほ総合研究所作成

## リアルビジネスの胎動：銀行・保険会社では海外絡みのM&Aが増加

- 大手銀行は、海外展開では他社の買収によるノンオーガニックな事業展開を推進
- 銀行業界における国内再編の動きは大手から地方に
  - ・大手銀行は2000年代前半、地方金融機関は2015年頃から本格的な国内再編の動きが進展
- 保険会社は、海外事業展開を重要な成長戦略と位置付け
  - ・海外の保険市場の成長ポテンシャルやリスク分散を狙い、M&Aにより海外エクスポージャーを急速に拡大

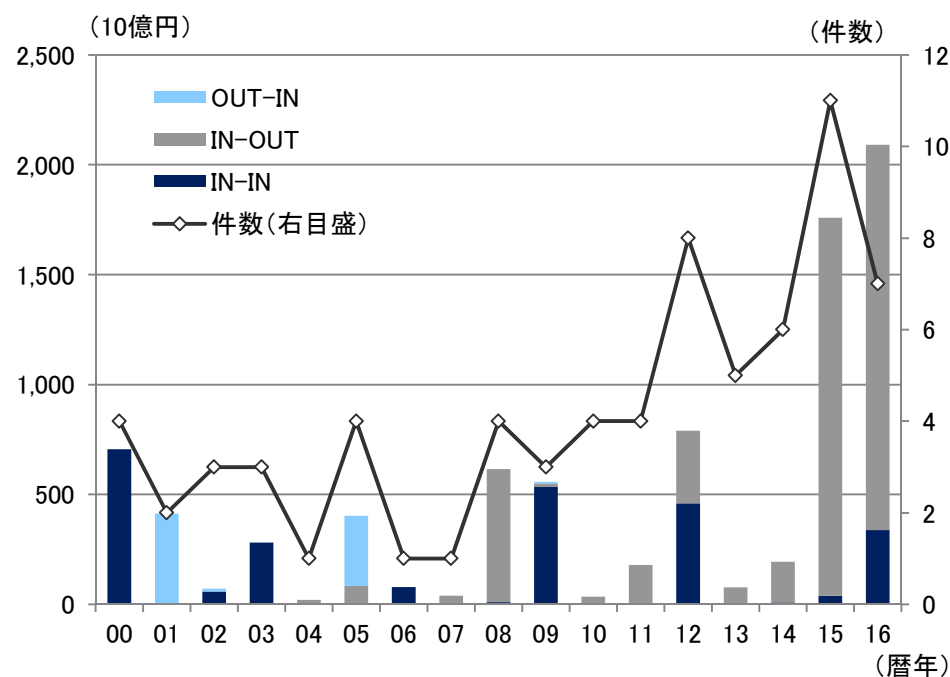
【銀行のM&Aの金額、件数】



(注) グループ内M&Aを除く。IN-IN: 日本企業同士のM&A, IN-OUT: 日本企業による外国企業へのM&A, OUT-IN: 外国企業による日本企業へのM&A。

(資料) レコフより、みずほ総合研究所作成

【生損保のM&Aの金額、件数】



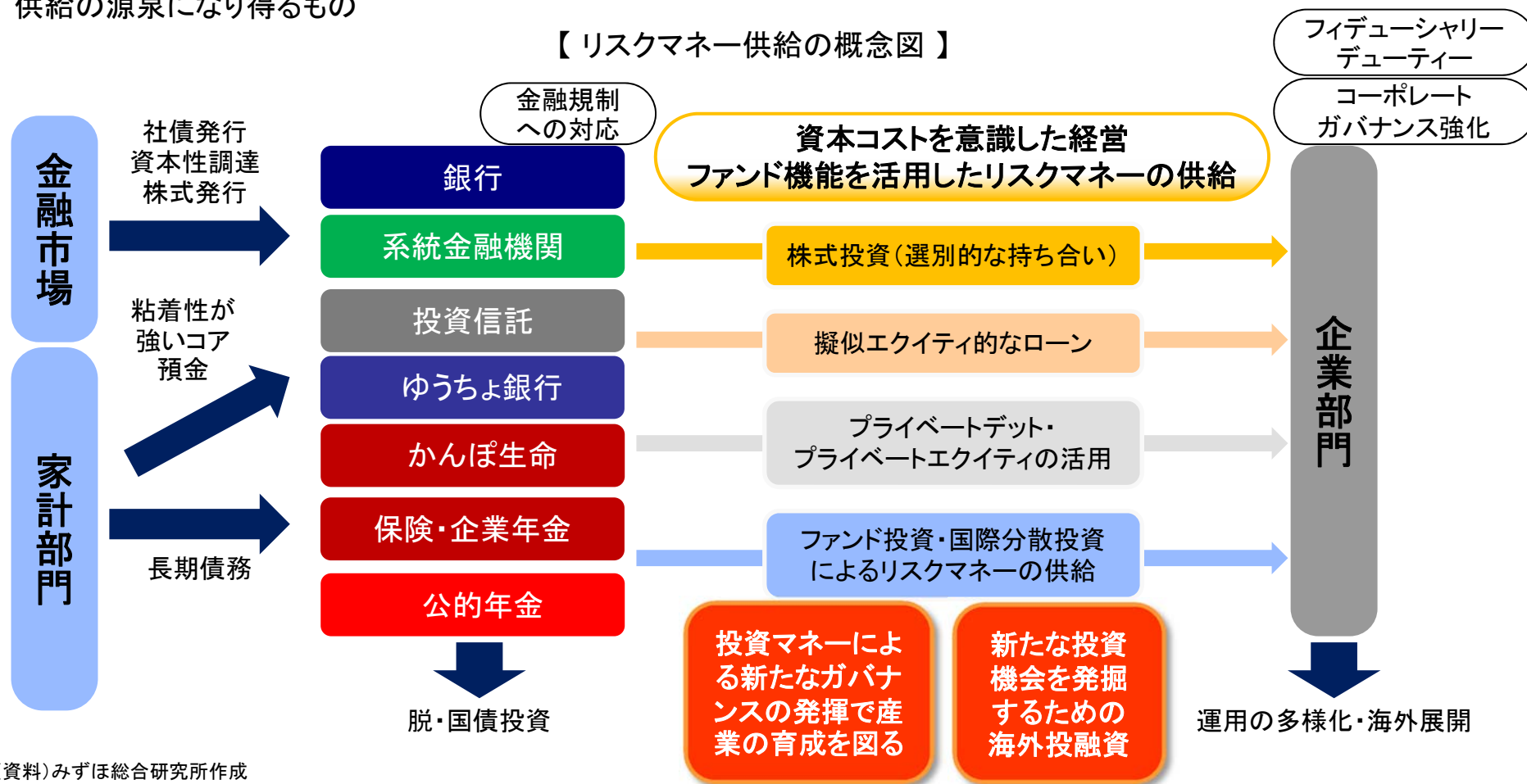
(注) グループ内M&Aを除く。IN-IN: 日本企業同士のM&A, IN-OUT: 日本企業による外国企業へのM&A, OUT-IN: 外国企業による日本企業へのM&A。

(資料) レコフより、みずほ総合研究所作成

# 金融システムの変化 ～リスクテイクへの構造転換

- 金融規制とコーポレートガバナンス強化を受けて、金融機関は資本コストを意識した経営にシフト
  - ・ 公的セクターは、リスク資産への投資を拡充し、再びSWF(ソブリンウェルスファンド)機能に回帰
  - ・ 個人預金や系統預金による預金調達、保険・年金における長期負債構造は、強い粘着性を持った負債としてリスクマネー供給の源泉になり得るもの

【リスクマネー供給の概念図】



(資料)みずほ総合研究所作成

## 3章のまとめ

---

- 金融機関の投資戦略は、世界的な日本化現象とマイナス金利の深化を受けて、インカムを確保するための「LED戦略」(Long/External/Diversified)へシフト
- 機関投資家は「川下から川上へ」事業リスクを評価しつつ、上場有価証券投資から事業活動への関与を深める形の投資形態に変化
- 銀行、保険は海外絡みのM&Aを通じて事業リスクテイクを行う「リアルビジネス化」を推進。預貸ビジネスの収益性が低下するなか、エクイティ性のリスクテイクを行うことも課題

## 全体のまとめ

---

- 世界的な景気停滞を勘案すれば、低金利環境は継続することが見込まれる。銀行・生命保険などの間接金融機関は、運用難の下で体力消耗戦の長期化を覚悟する必要
- 日本銀行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の下で、マイナス金利政策が持続へ。マイナス金利下では待機資金が毀損。運用面ではリスクテイクの度合を高める必要があり、金融仲介モデルは変革を迫られる
- 投資家は、自ら資金需要を創出しなければ投資機会を確保できない。「リアルビジネス化」を通じて新たな投資機会を模索することが必要。「ハンズオン型投融資」で事業への関与を深め、資金供給を実施することが重要に

---

〔本資料に関する問い合わせ先〕

みずほ総合研究所 調査本部

TEL : 03-3591-1349

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊社が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。