

2020年4月23日 全12頁

## 四半期金融レポート 2020年4月号

### ①新型コロナウイルスの感染拡大と住宅ローンのリスク②ECBによる気候関連リスクへの対応③2020年代の地域別人口動態と保険ニーズ

金融調査部 研究員 坂口純也  
研究員 柿沼英理子  
研究員 齋藤航

#### [要約]

- 四半期金融レポートは、国内外の資金循環や金融面での構造的な変化、その兆候を四半期ごとに点検することを目的としている。今回のレポートにおいては、以下の3つのテーマを取り上げる。
- **①コロナショックは住宅ローンに飛び火するか？**：2008年のリーマン・ショック以降、住宅ローン返済額の収入に対する比率は低下基調にあったものの、2016年1月のマイナス金利政策導入によって再び上昇し、足元は高い水準にある。リーマン・ショック時との違いは、借手の年間収入の減少だけでなく、購入価額や借入金の比率の上昇が要因にある。このような中、今回の新型コロナウイルスの感染拡大によって家計の収入が減少した場合、これまでよりも住宅ローンのデフォルトが生じやすくなっていると考えられる点に注意が必要である。
- **②新型コロナ危機下でECBの気候関連リスク対応は停滞する可能性**：ECB（欧州中央銀行）のラガルド総裁が金融政策の見直しの一環として気候変動問題を扱うことを表明するなど、各国中央銀行や金融監督当局が気候関連リスクへの対応を加速させている。その一方、外部不経済によって引き起こされた気候変動問題への対応は政府の役割であり、中央銀行がこれに取り組む正当性はないという批判も上がっている。こうした中、国際決済銀行（BIS）はグリーンズワンと題されたレポートを公表し、気候変動問題に対して中央銀行が取り組むべき施策について幅広い提言を行った。これを踏まえ、本章では、中央銀行による、プルーデンス政策ならびに金融政策を通じた気候変動への対応について検討する。
- **③2020年代地域別人口動態変化と生命保険に対するニーズへの影響**：生命保険に対するニーズは年齢によって異なり、30-50歳代では死亡保障ニーズが高く、50歳代では老後資金ニーズが高いといえる。また、これらの年齢を世帯主とする世帯数の2030年変化率（対2020年比、推計）は、地域ごとに差異がみられる。この差異を考慮すると、各地域で生命保険に対するニーズに違いが出ると考えられる。各々の地域での生命保険市場においてニーズの変化に合わせた対応が求められよう。

## ①コロナショックは住宅ローンに飛び火するか？（坂口）

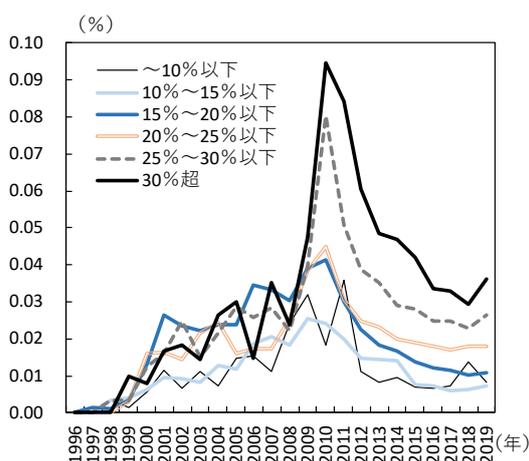
新型コロナウイルスの感染拡大に伴い、多くの企業の業績は悪化するとみられる。企業業績の悪化は家計の収入の減少につながり、家計の収入の減少は、住宅ローンの信用リスクの増大につながる可能性がある。以下では、住宅ローンに潜むリスクを点検する。

ここでは住宅金融支援機構の機構債（フラット35のローンを束ねた証券化商品）の裏付け債権の属性情報を取り上げ、特に返済負担率に着目して分析する。返済負担率は年収に占める住宅ローンの年間返済額の割合を示したものであり、これが高いほど借手の返済負担が大きく、デフォルト率は高くなる傾向にある。なお、機構債は全期間固定金利型のフラット35のローンを裏付けとしているため、固定金利期間選択型や変動金利型の住宅ローンの動向を必ずしも表しているわけではない点には留意が必要である<sup>1</sup>。

図表1は住宅ローンの返済負担率別のデフォルト率の推移を示している。リーマン・ショックの影響が顕在化した2009年に返済負担率が高い25-30%以下や30%超の債権でデフォルト率が急上昇したことが読み取れる。

融資当初の返済負担率は、2016年以降、上昇を続けてきた。返済負担率別の債権残高が全体に占める割合の推移を見ると（図表2）、返済負担率が25-30%以下や30%超のローンの割合が2007年から2009年にかけて上昇していたこと<sup>2</sup>、2016年以降に同様に割合が上昇していることが確認できる。こうした返済負担率の上昇は、収入の減少がデフォルトにつながる可能性が過去に比べて高くなっていることを示唆しているといえる。

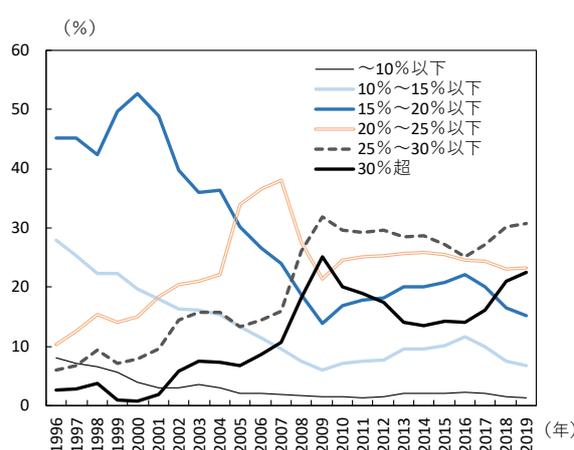
図表1 返済負担率別デフォルト率



（注）デフォルト率は、繰上償還請求債権残高/残存債権残高

（出所）住宅金融支援機構より大和総研作成

図表2 返済負担率の割合



（注）各年に償還を開始する残存債権残高ベース。

（出所）住宅金融支援機構より大和総研作成

<sup>1</sup> 2017年度の住宅ローンの新規貸出のうち、6.2%が全期間固定金利型、11.9%がフラット35を含む証券化ローンによるものとされている（国土交通省「平成30年度 民間住宅ローンの実態に関する調査 結果報告書」（平成31年3月）より）。

<sup>2</sup> なお、当時の推移には、フラット35の利用条件の制度変更が行われたことの影響が含まれている可能性がある。具体的には、月々の返済額の4倍以上の月収が必要であるという条件が撤廃されたことに加え、返済負担率に関する条件も簡素化された。結果として、借手にとっては借入限度額が増加した。

こうした返済負担率の上昇の背景をいくつかの要因に分解して分析していく。返済負担率は年間返済額を年間収入で除したものであり、融資当初であれば年間返済額は融資額を年数で割した額と融資額に利率を乗じた利息の額からなる。このうち融資額は住宅の建設費や購入費の合計である購入価額と借入金の割合（融資率）に分解できる。また、年間返済額は返済期間が長いほど小さくなる。このように初年度の返済負担率は5つ（金利、購入価額、融資率、返済期間、年間収入）の要素に分解できる。

まず、機構債の金利には、機構債を購入する投資家にとっての表面利率（長期金利に一定のローンスプレッドを足したもの）と借手にとっての金利（加重平均金利）がある。図表3を見ると、前者の表面金利は長期的に低下しており、特に2016年年初に大きく低下している。これは同時期に導入されたマイナス金利政策による長期金利の低下が反映されている。一方で借手の支払う金利（加重平均金利）は2016年に低下したものの、その後上昇し、平均してみれば横ばいとなっている。この背景には融資率の上昇や返済期間の長期化といった要因が影響していると考えられる。

購入価額は、2016年初に大きく下落したのち、上昇を続け長期的に見ても高い水準にある（図表4）。なお、2016年初に購入価額が下落した要因としては、変動金利から固定金利に借換えた債権の影響とみられる。その後の購入価額の上昇の背景には、金利の相対的な低下からくる借手の価格許容度の高まりのほかに、地価や建設費の上昇などもあると考えられる。融資率は、マイナス金利政策導入を境として大きく上昇し、以降高い水準で横ばいに推移している。低金利を機により多くの資金を調達しようとする借手の動向が読み取れる。借手の中には、自己資金が潤沢であってもあえて借入を多くすることで住宅ローン減税の効果を高めようとする動きもあるという<sup>3</sup>。

融資期間もマイナス金利政策導入を境に大きく低下したのち（借換えの影響と考えられる）、上昇を続け、長期的に見ても高い水準にある（図表5）。背景には返済期間を長くしても、低い金利であれば返済総額をあまり膨らませずに毎回の返済を軽くできるという借手の判断があったと考えられる。他方で借手の平均年収は減少している。金利の低下により返済負担が低下する中、借手の裾野が広がったと考えられる。

<sup>3</sup> 能鹿島武志「金利反転時のリスクの検証—地域金融機関が取るべき具体的対策」、『月刊金融ジャーナル』, 2018年3月, No. 743

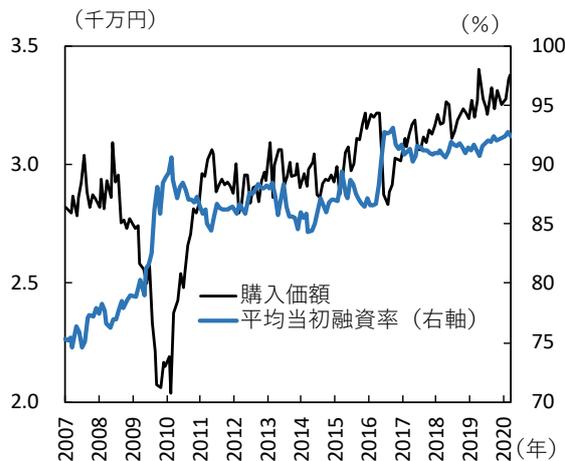
図表3 金利の推移



(注) 貸付債権担保住宅金融支援機構債券の月次債の発行時点の条件を参照。以下同じ。

(出所) 住宅金融支援機構より大和総研作成

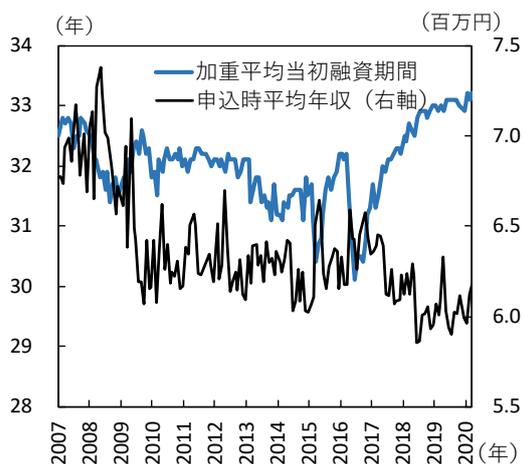
図表4 購入価額と融資率の推移



(注) 購入価額は一人当たり当初融資額/平均当初融資率から算出。

(出所) 住宅金融支援機構より大和総研作成

図表5 融資期間と年収の推移



(出所) 住宅金融支援機構より大和総研作成

以上を総合して考えると、返済負担率の上昇の背景には低金利を有効に享受しようとした家計の行動があったといえる。すなわち、従来よりも低い年収の借手も含めて、家計が低金利でより高額な住宅を長期間かつ高い融資率の借入で手当てした。これらのうち、返済負担率を押し下げるのは返済年数の伸長のみであり、その他の要因が返済負担率の上昇に寄与した結果、近年の返済負担率の高まりとなったといえる。

新型コロナウイルスの感染拡大は、こうして堆積した住宅ローンのリスクにどのようなインプリケーションを持つだろうか。冒頭で述べたように、企業業績の悪化に伴う賞与の削減や失業によって家計の収入が減少すれば住宅ローン返済の負担感は大きくなる。返済負担率が低ければ収入が減少したとしても貯蓄や節約で返済を工面できる可能性は高いが、以上に見てきたように、このところ返済負担率は高い水準にある。ここまで分析してきたのはあくまで機構債の保有者がリスクを負う固定金利型のローンについてであったものの、民間金融機関による住宅ローンにおいても同様の傾向が生じている可能性はある。収入の減少が住宅ローンのデフォルトにつながる可能性が、過去に比べて高くなっていると考えられることに注意が必要である

う。

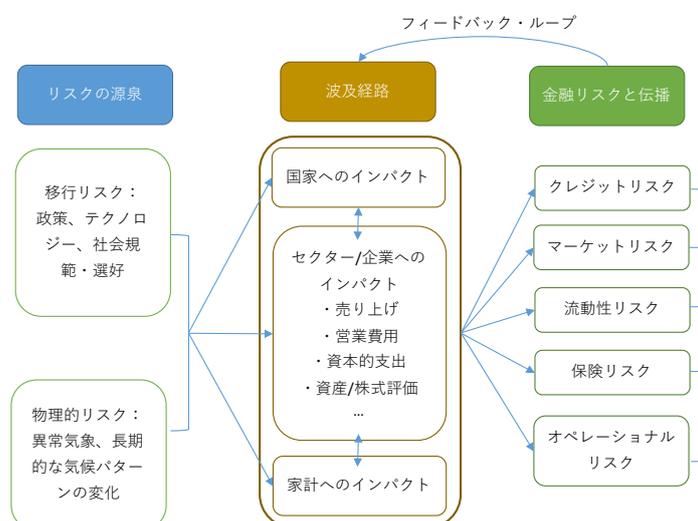
足元では家計の返済負担の急増を緩和するような政策がいくつか打ち出されている。返済に関しては、住宅金融支援機構が返済期間の延長や返済額の軽減、ボーナス返済の見直し、機構団信特約料金の払込の猶予などの負担軽減策を提示している。国土交通省からは住宅ローン減税の適用要件の緩和が周知されている。また、目下議論されている家計に対する給付金の支給も住宅ローンの返済原資を工面するものとなるだろう。こうした措置が機能すれば住宅ローンの信用状態の突然の悪化は避けられよう。また、個々の借手としては前述の軽減策を利用することで、当面の返済負担の軽減を図ることも考えられる。とはいえ、図表 5 でみたように返済期間は十分に伸長していることからこうした対応にも限度があるとみられる。今後の経済情勢や政策対応が住宅ローンに与える影響には注視が必要だろう。

## ②新型コロナ危機下で ECB の気候関連リスク対応は停滞する可能性（柿沼）

世界の中央銀行や金融監督当局が気候関連リスクへの対応を加速させる<sup>4</sup>中、2020年1月23日に開催された ECB 理事会後の記者会見において、ラガルド総裁は金融政策の戦略的見直しの一環として気候変動問題を取り扱う考えを示した。見直しの対象として、リスク評価のフレームワークに気候関連リスクを取り入れることや、CSPP（社債購入プログラム）においてグリーン性（環境問題の解決に資するか）を考慮することなどを検討していることが明らかにされた。一方、外部不経済によって引き起こされる気候変動は政府が対応すべき問題であり、中央銀行がこれに取り組む正当性はないという批判も上がっている。こうした議論を踏まえ、本章では、中央銀行による、プルーデンス政策ならびに金融政策を通じた気候変動への対応について検討する。

前述のラガルド ECB 総裁記者会見に先だて、2020年1月20日に公表された国際決済銀行（BIS）とフランス銀行のレポート“The green swan: Central banking and financial stability in the age of climate change”（以下、グリーンスワン<sup>5</sup>・レポート）は、気候変動は物理的リスク（突発的な異常気象や、海面・気温上昇など長期的な気候パターンの変化に伴うリスク）と移行リスク（気候変動の緩和や適応を進めていく上での政策変更などによるリスク）を通じて金融システムおよび物価の安定を脅かす可能性が高い（図表6）ことから、中央銀行ならびに金融監督当局も対応すべき課題であると述べている。

図表6 移行リスク・物理的リスクが顕在化する経路



（出所）BIS（January, 2020）“The green swan: Central banking and financial stability in the age of climate change”より大和総研仮訳

<sup>4</sup> 詳しくは、太田珠美、田中大介「[金融当局が懸念する気候変動リスク](#)」（『大和総研調査季報』2020年新春号（Vol. 37）、pp. 4-13）を参照。

<sup>5</sup> 「グリーンスワン」は、ブラックスワン（事前に発生の予測が困難であり、発生時の影響が極端に大きい事象）から着想を得ている。グリーンスワンとブラックスワンの違いについて、①影響の大きさは未知数であるが、気候関連リスクの発生確度は高いこと、②金融システムだけでなく人類の存続に脅威を及ぼす可能性があること、③環境だけでなく、地政学・経済的要因が相互作用しており発生メカニズムがより複雑であることが挙げられている。

グリーンスワン・レポートによれば、気候関連の物理的リスクや移行リスクが実体経済や金融システムに及ぼす影響は、過去のデータからの予測が困難であるため、シナリオ分析によるフォワードルッキングな手法が開発され、既に金融業界におけるリスク評価のフレームワークやプルーデンス規制に取り入れる動きが活発化している。また、同レポートは気候関連リスクをバーゼル規制に反映させるという議論についても言及している<sup>6</sup>。

一方、グリーンスワン・レポートでは、気候関連の物理的リスク・移行リスクは相互に作用し<sup>7</sup>、予測不可能な環境、社会、経済および地政学的ダイナミクスが伴うため、単一のシナリオやモデルでは気候関連リスクが金融システムに及ぼすリスクを完全に捕捉することは極めて困難であるとも指摘している。このため、将来のグリーンスワン・イベントから金融システムを守るためには、気候関連リスク評価をプルーデンス政策に取り入れるだけでは不十分であり、気候関連リスクそのものを低減させるための施策が必要であると主張している。そこで、同レポートは、中央銀行は政策当局者の役割を担うべきではないとしつつも、政府や企業、市民社会と連携しながら、各主体に対し広範な施策に取り組むよう促すべきだと述べている。この取り組みには、生命保険や年金基金の運用資産、あるいは中央銀行の自己ポートフォリオにおいてESGを考慮することで、金融セクターに長期志向を根付かせることが含まれる。この他、金融政策・財政政策・プルーデンス政策の適切なポリシーミックスにより低炭素社会への移行を進めることなどが挙げられている。

先述の通り、現状、気候関連のリスク評価をプルーデンス政策に取り入れようとする動きは欧州を中心に広がりを見せている。例えば、イングランド銀行傘下のRPA（健全性監督機構）が銀行および保険会社に対して、取締役会の責任において企業財務に影響を及ぼす気候関連リスクへの対応を行うことや、既存のリスクマネジメントにおいて同リスクを組み込むこと、そしてシナリオ分析の実施と財務に影響を及ぼす気候関連リスクの開示を義務付けている。また、ストレステストに気候関連リスクを取り入れる動きも各国で見られる。オランダ銀行は2018年10月に監督先の金融機関に対して行ったストレステストの結果を公表した。今後、イングランド銀行が2021年にストレステストの結果を公表する予定であるほか、フランス銀行においても2020年中に銀行および保険会社へのストレステストを実施する予定であることが明らかにされている<sup>8</sup>。

一方、金融政策において気候変動問題を考慮することについては慎重な意見が多い。これまでもECBは資産買い入れプログラムの一環としてグリーンボンドを購入してきた。やや古いデ

<sup>6</sup> 詳しくは、鈴木利光「[気候変動リスクとバーゼル規制：銀行の「石炭・石油」セクター向け投融資、所要自己資本額引き上げ？](#)」（大和総研レポート、2020年2月26日）を参照。

<sup>7</sup> 気候変動を緩和するための大胆な政策がとられると、移行リスクは高まるが、将来の物理的リスクは低減する。他方、気候変動を緩和するための対策を取らなければ移行リスクは小さくなるが、将来の物理的リスクは高まる。

<sup>8</sup> 新型コロナウイルス（COVID-19）の対応により、各国・地域のストレステストの実施が延期される中、イングランド銀行は2021年に予定している気候関連ストレステストの結果公表に関して、状況を注視しながら対応するとしている。フランス銀行は2020年4月3日に気候関連リスクシナリオに関するワーキングペーパー（“Working Paper Series no. 759: Long-term growth impact of climate change and policies: the Advanced Climate Change Long-term (ACCL) scenario building model”）を公表した。

ータであるが、CSPP（社債購入プログラム）の下でのグリーン社債の買い入れは、適格グリーン社債ユニバースの310億ユーロうち、20%に相当する規模で行われており（2018年8月末時点）、これはECBがCSPPの適格社債全体の20%を保有していることと整合的である<sup>9</sup>。そもそもCSPPはECBが直接購入する社債の利回りを低下させることや、ポートフォリオリバランス効果を通じて、企業全体の借入コストを下げる狙いがあった<sup>10</sup>。ECBによるグリーン社債の買い入れは、環境改善効果のある事業を行う発行企業の借入コストの低下に貢献してきたとECB経済報告（2018年7月号）は評価している<sup>11</sup>。一方、欧州市場においては投資家のグリーンボンドに対する需要が強いことから、ECBによる大量のグリーンボンドの買い入れがクラウドディングアウトを引き起こしているのではないかという批判もある<sup>12</sup>。

資産買い入れプログラムにおいてグリーン偏向を取り入れる、いわゆるグリーンQEの実施に関しては、欧州各国の中央銀行総裁の中でも慎重な意見が出ている。例えば、ドイツ連邦銀行バイトマン総裁は、グリーンQEについて、中央銀行の責務は物価の安定であり、金融政策においては市場の中立を尊重しなければならないと指摘するとともに、低インフレが継続する間のみ気候変動対応を行うことは理解を得られないだろうと述べている<sup>13</sup>。また、フランス中央銀行ビルロワドガロー総裁も金融政策はインフレ率をマクロ経済目標としており、特定分野の目標に特化するものではないと述べている<sup>14</sup>。ラガルド総裁はグリーンQEを実施することになった場合には、現在EUにおいて法制化に向けた議論が進められているタクソノミー（環境的にサステナブルである事業分類）基準においてグリーン性を判断するとしている<sup>15</sup>が、このタクソノミーに関しても、技術進歩に応じて機動的に変更ができるものではないため、グリーンQEの基準として適切なのかという懸念もある。

こうした中、足元では新型コロナウイルス（COVID-19）感染拡大による世界同時株安がグリーンQEの議論を停滞させる可能性が考えられる。ECBは金融市場の不安を和らげるため、PEPP（パンデミック緊急購入プログラム）を新設し、2020年末までに7,500億ユーロの民間及び公的部門資産を臨時に買い入れることを発表した。このような大規模な資産買い入れが必要になる局面において、ECBが気候変動という長期的な課題を優先し、ブラウン・アセット（気候変動に対してネガティブな影響を及ぼすセクターの資産）の買い入れは行わない、もしくは制限する、という議論を行うことは困難であろう。イングランド銀行カーニー前総裁の言葉“paradox is

<sup>9</sup> Roberto A. De Santis, Katja Hettler, Madelaine Roos and Fabio Tamburrini “Purchase of green bonds under the Eurosystem’s asset purchase programme”, ECB Economic Bulletin, Issue 7/2018.

<sup>10</sup> Andrea Zaghini “How ECB purchases of corporate bonds helped reduce firms’ borrowing costs”, ECB Research Bulletin No. 66, 28 January 2020

<sup>11</sup> 脚注9と同じ。

<sup>12</sup> Tommy Stubbington and Martin Arnold “Pushback and practicalities limit hopes for ‘green QE’ from ECB :Larger central bank purchases of green bonds would reshape the market, say analysts”, Financial Times, 5 November 2019.

<sup>13</sup> Piotr Skolimowski, 竹生悠子「[ECBバイトマン氏、「グリーンQE」に警告—中銀には過剰な負担](#)」（ブルームバーグ、2019年10月29日）（2020年4月1日最終アクセス）

<sup>14</sup> 「[グリーンQE、市場に深刻な歪みをもたらす—仏中銀総裁](#)」（ロイター、2019年9月18日）（2020年4月1日最終アクセス）

<sup>15</sup> [European Parliament Committees, Monetary Dialogue, December 2019.](#)（2020年4月1日最終アクセス）を参照。

that success is failure” が表すように、気候変動の緩和を成功させるには、低炭素社会への移行を促す大胆な政策が求められるが、緊急時における金融システムの安定という短期の目標を達成するためにはこうした政策は望ましくない。新型コロナウイルスに端を発した金融不安は ECB の気候変動対応策に関する議論にも影響を及ぼすだろう。

### ③2020 年代地域別人口動態変化と生命保険に対するニーズへの影響（斎藤）

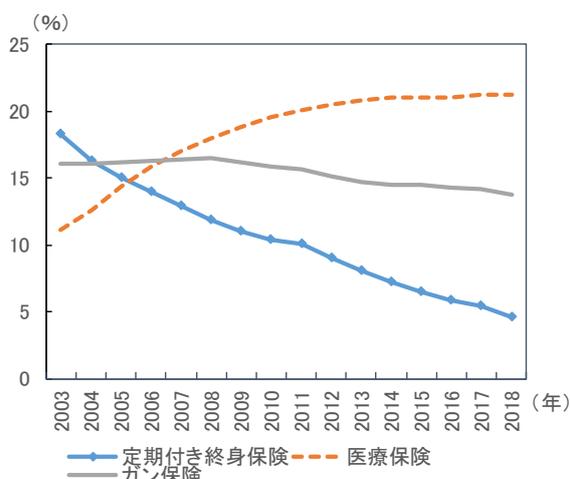
#### 死亡保障ニーズから生存保障ニーズへの転換

人口動態の変化は、生命保険市場に大きな影響を与えると予想される。全国的に、若年層は減少し、高齢層は増加すると考えられるものの、各地域において年代ごとの人口変化には差異がみられる。年代ごとに生命保険に対するニーズは異なるため、各地域においてターゲットとする顧客の特性を捉え、人口動態の変化に対処することが求められる。

まず、人口動態が生命保険の加入状況に与える影響について考察する。かつて主力商品とされた定期付き終身保険は、主に家族のための死亡保障を対象にしてきたが、保有契約件数全体に占める割合は低下している（図表 7）。

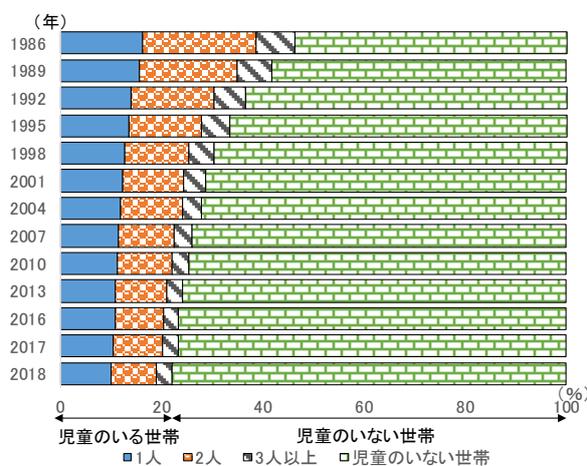
代わって、医療保険の構成割合が高まっている。2000 年代に入り、医療保険を含む「第三分野」への市場参入規則が緩和されたことで保険会社が販売を強化した影響が大きい。また、児童（18 歳未満の未婚の子供）のいない世帯の構成割合が上昇したことで（図表 8）、遺族保障の必要性が低くなり、生命保険に対するニーズが死亡保障から生存保障へとシフトしたことも一因と考えられる。

図表 7 保有契約件数の保険種別割合



（出所）生命保険協会「生命保険事業概況」より大和総研作成

図表 8 児童数別の世帯数構成割合



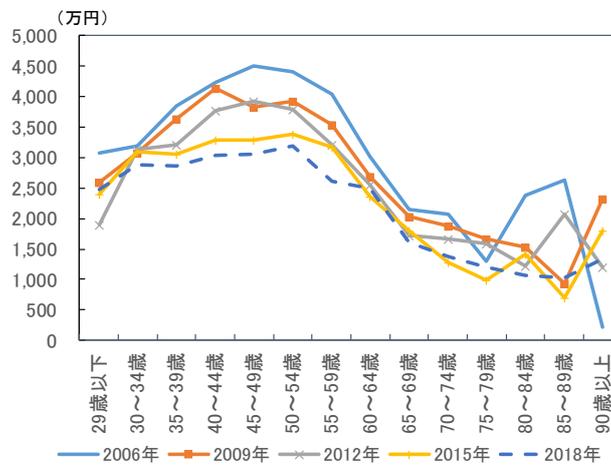
（出所）厚生労働省「国民生活基礎調査」（平成 30 年）より大和総研作成

#### 30-50 歳代で高い死亡保障ニーズ、50 歳代で高い老後資金ニーズ

次に、年齢別の生命保険ニーズについてより詳細にみていく。まず、死亡保障ニーズについて考察する。世帯の普通死亡保険金額（生命保険に加入している人が病気などにより亡くなった際に支払われる生命保険加入金額）を世帯主の年齢別に見たものが図表 9 である。この金額を死亡保障ニーズと捉えると、30-50 歳代で死亡保障ニーズが高いといえ、高齢になるとそのニーズが低下していることが確認できる。また、死亡保障ニーズのトレンド低下が継続している。これは図表 8 において、児童のいない世帯の増加による生命保険の死亡保障ニーズの低下という

説明と整合的である。

**図表 9 世帯の普通死亡保険金額（全生保）〔世帯主年齢別〕**

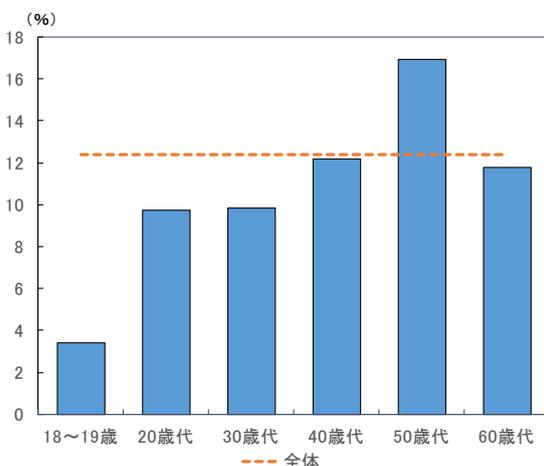


(注) 90歳以上はサンプルサイズが30未満（全期間）。普通死亡保険金を受け取れる生命保険に加入している各世帯における、その保障合計金額の平均額。

(出所) 生命保険文化センター「平成30年度 生命保険に関する全国実態調査」（平成30年12月）より大和総研作成

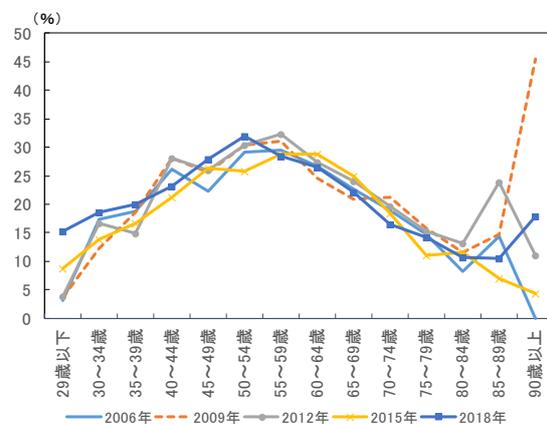
次に、老後資金ニーズについて考察する。生命保険文化センター「令和元年度 生活保障に関する調査」において「最も不安な生活上の不安項目」を尋ねる質問に「老後の生活が経済的に苦しくなること」と回答した人の割合を老後資金ニーズの高さとみなすと、特に50歳代で高い（図表10）。個人年金保険の世帯加入率を世帯主年齢別で見た図表11でも、同様に、とりわけ50歳代を世帯主とする世帯で高い。これは、退職後を見据えた意識が高まっていることや、子育てが落ち着き、自らの生活について考える人が増えることなどがその背景として考えられる。また、全生保の個人年金保険に損保の個人年金保険を加えた個人契約の年金型保険である「年金型商品」でも、年齢別の加入率において個人年金保険と同様の傾向が確認される。

**図表 10 最も不安な生活上の不安項目として老後の生活が経済的に苦しくなることを挙げた人の割合**



(出所) 生命保険文化センター「令和元年度 生活保障に関する調査」（令和元年12月）より大和総研作成

**図表 11 個人年金保険の世帯加入率（全生保）〔世帯主年齢別〕**



(注) 90歳以上はサンプルサイズが30未満（全期間）。(出所) 生命保険文化センター「平成30年度 生命保険に関する全国実態調査」（平成30年12月）より大和総研作成

