

公表時間
4 月 23 日（水） 15 時 00 分



BOJ
Reports & Research Papers

Financial
System
Report

金融システムレポート

2025 年 4 月



日 本 銀 行
2025 年 4 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、SBI 新生、あおぞらの 10 行、地域銀行は、地方銀行 61 行と第二地方銀行 36 行、信用金庫は、日本銀行の取引先信用金庫 247 庫（2025 年 3 月末時点）。

本レポートは、原則として 2025 年 3 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

日本銀行の金融システムレポートは次の2点を目的としている。一つは、金融システムの安定性を評価すること、もう一つは、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である。

本レポートでは、金融システムの脆弱性について、マクロプルーデンスの視点から分析を行っている。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。国際的な規制・監督・脆弱性評価に関する議論にも役立てている。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。

2025年4月号の問題意識

金融機関は、日本銀行による政策金利引き上げや市場参加者の金利見通しの変化を映じた市場金利の変化を踏まえながら、貸出金利や預金金利を設定している。今回のレポートでは、こうした金利環境の変化が金融機関や家計・企業に与える影響について、アップデートする。また、わが国経済が緩やかに回復するなかでも、収益の改善ペースが鈍い企業を中心に、デフォルト率が感染症拡大前よりも高い状態がみられており、その動向を点検する。このほか、金融機関の不動産関連向け融資が増加を続けるなか、不動産価格の上昇の背景に関する分析を行う。

国際金融市場では、各国の通商政策をはじめとする経済政策運営を巡る不確実性が高まっている。また、近年、内外金融市場でプレゼンスを拡大している投資ファンドなどの海外ノンバンク部門によるポートフォリオ調整が、わが国の資産価格変動の振幅拡大に寄与しやすくなっている可能性が指摘されている。今回レポートでは、海外ノンバンク部門による金融活動の特性の分析を含め、グローバル要因に由来するストレスやその波及について、わが国金融システム安定上の含意を整理・点検する。

目 次

I. わが国金融システムの安定性評価（要旨）	1
II. 金融資本市場から観察されるリスク	7
1. 2024 年度下期の国際金融市場	7
2. 2024 年度下期の国内金融市場	10
3. 金融市場を巡るリスク	15
III. 金融仲介活動	16
1. 銀行部門の金融仲介活動	16
(1) 貸出	
(2) 有価証券投資	
2. ノンバンク部門の金融仲介活動	22
IV. 金融機関が直面するリスク	26
1. 信用リスク	26
(1) 国内の信用リスク	
(2) 海外の信用リスク	
2. 有価証券投資にかかる市場リスク	35
3. 資金流動性リスク	39
V. 金融循環と環境変化に伴う課題	43
1. 国内の金融循環	43
(1) 金融循環と経済変動リスク	
(2) 不動産市場と金融システム安定	
2. 内外ノンバンク部門を巡るリスクと金融安定上の含意	53
3. 経営環境の変化がもたらす機会とリスク	60
(1) デジタル技術の変化への対応	
(2) 気候関連金融リスク	

VI. 金融システムの頑健性	64
1. 金融機関の損失吸収力	64
(1) 自己資本の充実度と損失吸収力	
(2) 金利上昇と金融機関の基礎的収益力	
(3) 金利上昇と金融機関の頑健性	
2. マクロ・ストレステスト	73
(1) ベースライン・シナリオ	
(2) 海外金利上昇シナリオ	
(3) 金融調整シナリオ	
(4) 金融システムの頑健性評価	
(5) 内外投資ファンドのプレゼンス拡大を踏まえた探索的分析	
BOX 1 実質無利子・無担保融資利用企業の財務状況	82
BOX 2 住宅ローンのデフォルト率	84
BOX 3 本邦金融機関の海外プライベートファンド向け エクスポージャー	87
BOX 4 海外ヘッジファンドの本邦金融資本市場における 投資動向	89
付録：基本用語の定義	93

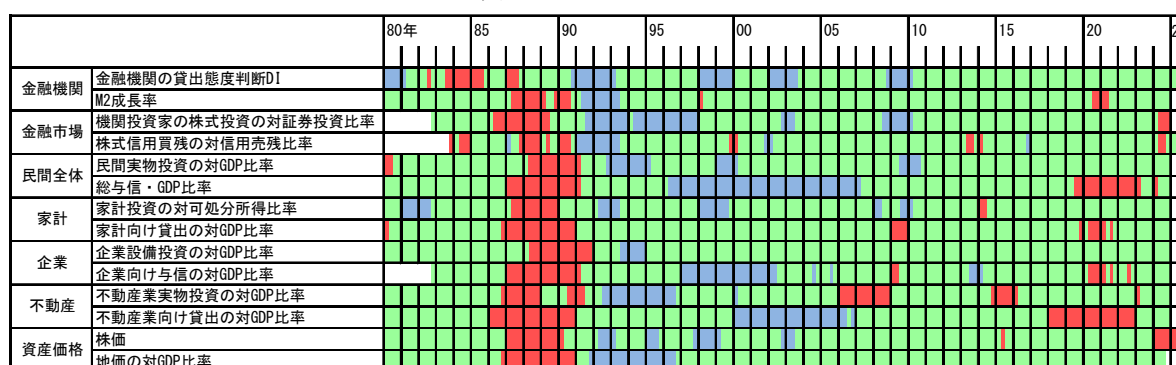
I. わが国金融システムの安定性評価（要旨）

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。

貸出市場では、企業の資金需要が増加を続けるなか、金融機関が積極的な融資姿勢を維持するもとで金融仲介活動が円滑に行われている。こうしたもとで、現在の金融活動に大きな不均衡はみられていない。

わが国の金融機関は、内外の金融市場や実体経済に大幅な調整が生じるリーマンショック型のストレスや、地政学的リスクの顕在化などに伴ってグローバルな物価上昇や海外金利が一段と上昇するストレス等に対して耐え得る、充実した資本基盤と安定的な資金調達基盤を有している。もっとも、4月入り後には、内外の金融市場が大きく変動するなど、各国の通商政策をはじめとする経済政策運営や地政学的リスク、国際金融市場の動向を巡る不確実性が高まっている。金融機関は、様々な形のリスクが顕在化しうることに注意していく必要がある。より長期的な視点からみると、人口減少などを背景に企業の借入需要が構造的に減少する状況が続いた場合、貸出市場の需給バランスによっては、金融機関の収益力や損失吸収力が低下し、金融仲介活動の停滞や、過度な利回り追求など金融仲介活動の過熱につながる可能性もある。わが国金融システムの安定性を将来にわたって確保していく観点からは、こうした金融システムの停滞・過熱両方向のリスクを点検しつつ、先行きの動向を注視していく必要がある（図表 I-1）。

図表 I-1 ヒートマップ



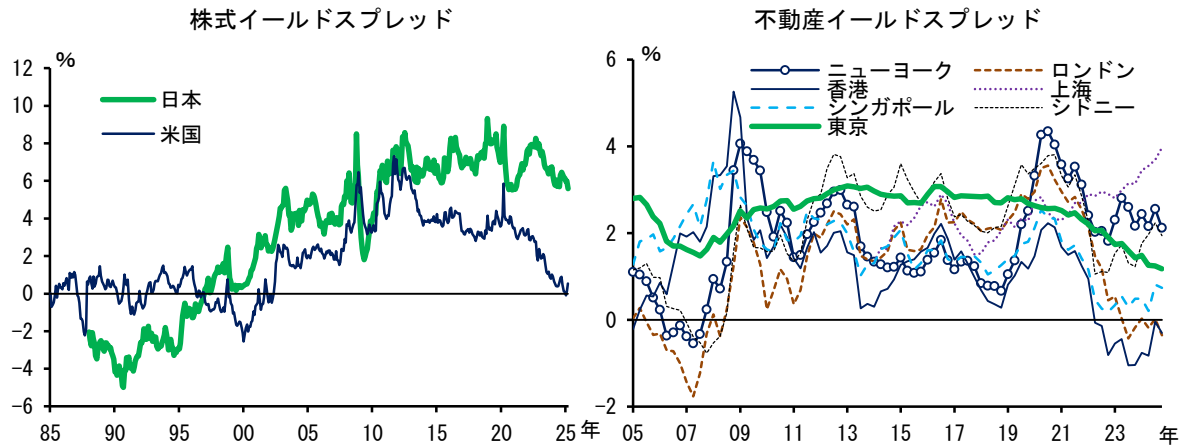
（注）図表 V-1-1 参照。

資産価格の動向（→ II 章、IV 章 2 節、V 章 1 節）

3月末時点のヒートマップをみると、「株価」と「機関投資家の株式投資の対証券投資比率」は、昨年以降、トレンドからの上方乖離を示す「赤」が点灯してきた（前掲図表 I-1）。この間、PER は過去平均的な水準での推移を続けてきたほか、イールドスプレッドでみた株式リスクプレミアムも概ね横ばいで推移しており、バリュエーション上、大きな過熱感はみられて

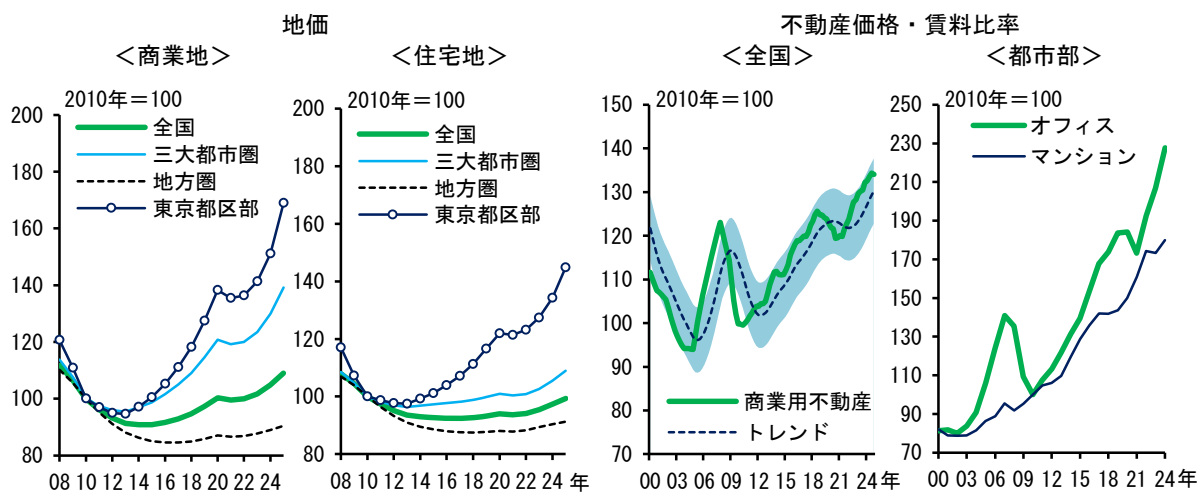
いない（図表 I-2 左図）。4 月以降は、各国の通商政策がグローバルな金融経済情勢に及ぼす影響等について不確実性が高まるもと、株価の振幅が大きくなっている。わが国の金融機関が相応の株式リスク量を有していることを踏まえると、資産価格の動向には留意する必要がある。

図表 I-2 資産市場におけるリスクプレミアム



（注）イールドスプレッドは、各資産の期待利回りから10年物国債金利を差し引いて算出。図表V-1-3、図表V-1-11 参照。

図表 I-3 不動産市場の動向



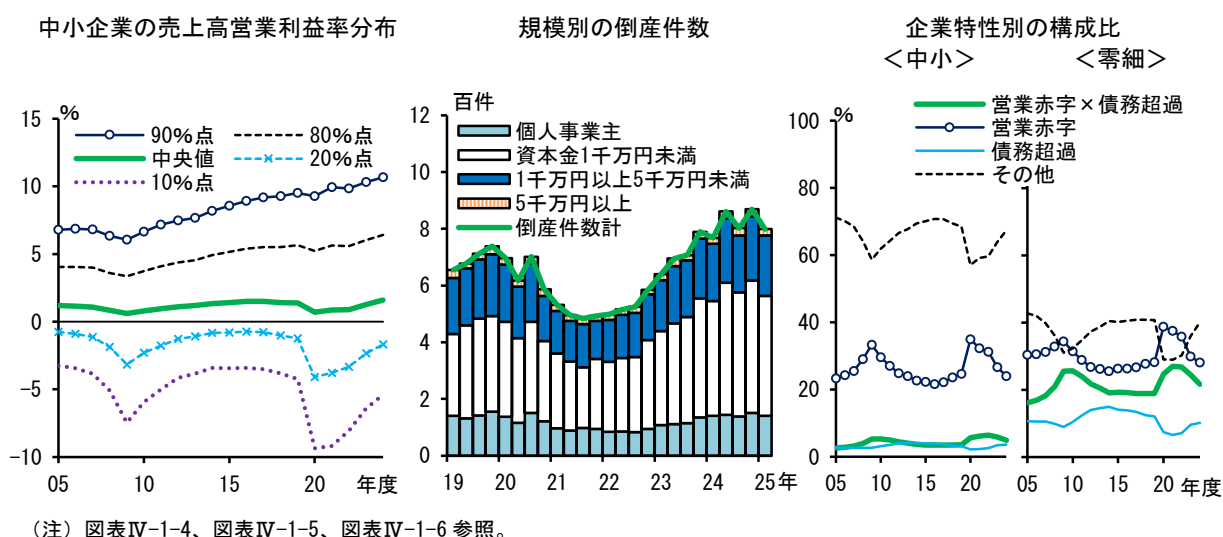
（注）右図左側の全国のトレンドは後方3年移動平均により算出、シャドーはトレンドからの乖離の二乗平均平方根の範囲。右図右側の都市部は東京の値。図表V-1-6、図表V-1-7、図表V-1-8 参照。

不動産価格は、大都市圏を中心に上昇している（図表 I-3）。景気が緩やかに回復するもとで物件需要が堅調であることや、資材価格の高騰や人手不足の影響などによる供給要因が、物件価格の押し上げを牽引していると考えられる。加えて、資産保有・転売目的の大規模土地取引や投資用マンション取引の活発化、海外投資家による商業用不動産の取得の持ち直しもみられており、これらの要因も価格上昇に寄与している可能性がある。こうしたもとで、商業用不動産価格は賃料対比でみて上昇を続けており、不動産投資にかかる期待利回りやリスクプレミアムも低下している（前掲図表 I-2 右図）。金融機関の不動産関連エクスポージャーが趨勢的に増加していることも踏まえると、不動産価格の動向には引き続き注意が必要である。

倒産・デフォルト動向（→Ⅳ章 1 節、BOX1）

緩やかな景気回復が続くなかで、企業収益は全体としては改善している（図表 I -4 左図）。もっとも、大企業に比べると、中小企業の収益の改善ペースは緩やかである。また、その売上高営業利益率の分布をみると、全体としては回復しつつあるもとので、感染症拡大以降下方に拡大した分布のばらつきは、依然として感染症拡大前には戻っていない。こうしたもとので、金融機関における経営改善支援の取り組みの重要性は一層増している。

図表 I -4 企業財務と倒産動向



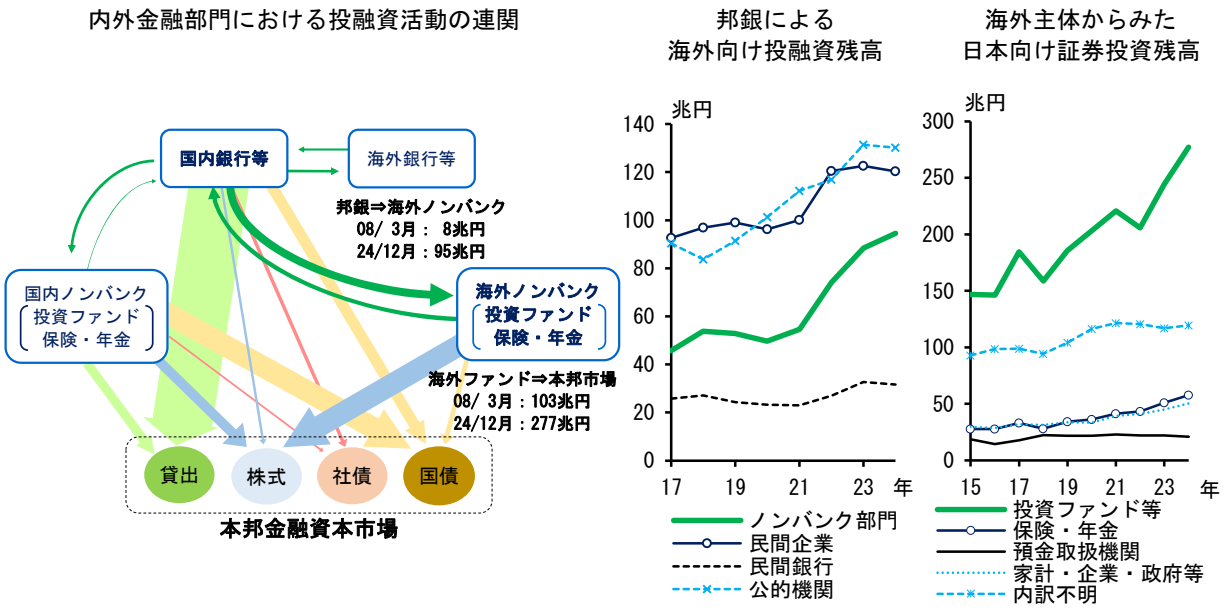
企業倒産・デフォルトをみると、このところ増勢は鈍化している（図表 I -4 中図）。中小企業・零細企業のうち、デフォルトした企業の特性格をみると、債務超過でかつ営業赤字の企業や、営業赤字の企業で大宗を占めるが、こうした財務面で脆弱性を抱える企業の割合はこのところ低下しており、感染症拡大前の水準に近付いている（図表 I -4 右図）。もっとも、足もと、各国の通商政策や地政学的リスクを巡る不確実性が高まっている点には留意が必要である。今後の展開次第では、グローバルな金融経済活動が大きな影響を受け、企業の財務内容の悪化につながる可能性がある。金融機関は、こうした潜在的なストレスの影響について注視していく必要がある。

内外ノンバンク部門のプレゼンス拡大と金融機関の投融資

（→Ⅲ章 2 節、Ⅳ章 2 節、Ⅴ章 2 節、Ⅵ章 2 節、BOX3、BOX4）

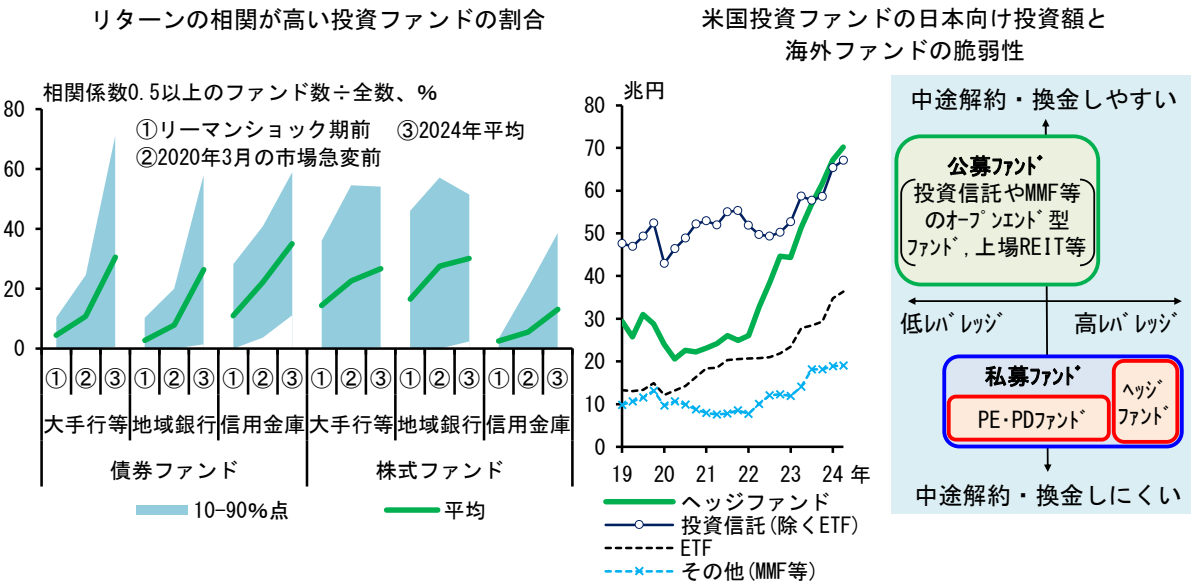
わが国の金融仲介活動においては、預金取扱機関が中心的な役割を担っており、国内におけるノンバンク金融仲介機関（NBFI）のシェアは約 3 割程度と、海外よりも低い。もっとも、国内金融機関による海外ノンバンク部門への投融資と、海外ノンバンク部門による本邦株式・債券への投資が、海外ファンド関連を中心に趨勢的に増えるもとので、わが国の金融機関や金融資本市場と海外ノンバンク部門との間の結びつきは強まっている（図表 I -5）。

図表 I-5 わが国金融部門と海外ノンバンク部門との結びつき



(注) 左図の矢印の向き・太さは、各部門間および各市場への投融资残高を示す(2024/12月時点。データ制約から一部は非表示)。図表V-2-2、図表V-2-3、図表V-2-5参照。

図表 I-6 海外ファンドがわが国金融機関に及ぼす影響



(注) 左図は、各金融機関の有価証券ポートフォリオと様々な投資ファンドのリターンの相関係数を計算し、相関係数が0.5以上の投資ファンドの割合を金融機関ごとに算出。図表V-2-4、図表V-2-5、図表V-2-6参照。

わが国の金融機関の有価証券ポートフォリオとグローバルな投資ファンドのポートフォリオについて、リターンの相関関係をみると、金融危機以降、多くの投資ファンドと相関の高いポートフォリオを持つ金融機関が趨勢的に増えている(図表I-6左図)。このことは、わが国金融システムが、グローバルな金融市場の変動や海外ノンバンク部門からの影響を直接・間接に受けやすくなっていることを示唆する。この結果、例えば、負債構造やレバレッジに脆弱性を抱える海外ファンドが、海外発のストレスに対して、グローバルにポートフォリオ調整を行う結果として、わが国金融市場や金融機関財務に影響が及びやすくなっている可能性もある

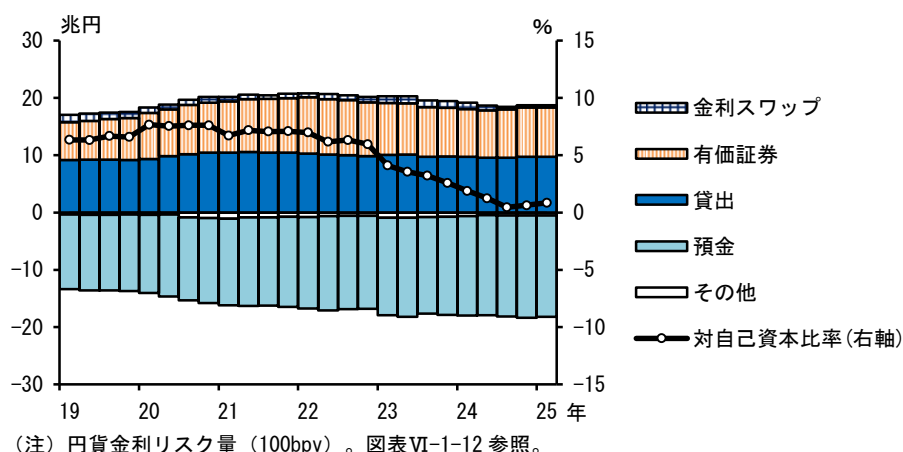
（図表 I -6 右図）。金融機関には、こうした点にも留意しつつ有価証券にかかるリスクを把握・管理していくことが求められる。

金融機関と企業・家計の金利耐性（→Ⅲ章 1 節、Ⅳ章、Ⅴ章 1 節、Ⅵ章、BOX2）

前回レポート以降の貸出金利の動向をみると、新規約定金利は、基準金利として参照される市場金利や短期プライムレートの上昇に伴い、短期、長期ともに上昇している。預金金利も、普通預金、定期預金ともに緩やかに上昇しており、普通預金金利は、多くの金融機関で 0.2% 程度となっている。預貸金利の追随率は、金利更改のタイミングのほか、金融機関の直面する競争環境や経営戦略等によっても異なり得るため、市場金利の変動が、金融機関の収益に与える影響には相応の不確実性がある。もっとも、過去の局面でもみられたように、市場金利の上昇を受けた貸出金利の上昇幅は預金金利の上昇幅を上回る傾向があることから、金利上昇は、やや長い目でみれば、総じて金融機関収益を押し上げていくとみられる。

金融機関の金利耐性は、ひと頃と比べて改善した状態となっている。銀行勘定全体でみた円貨金利リスク量は、自己資本対比でみて引き続き低位に抑制されており、金融機関は、総じて十分な損失吸収力を有している（図表 I -7）。資産サイド（貸出および有価証券）と負債サイド（預金）のリスク量は概ねバランスした姿となっている。円債のリバランス動向をみると、全体として、引き続き金利リスクテイクに慎重なスタンスが維持されている。

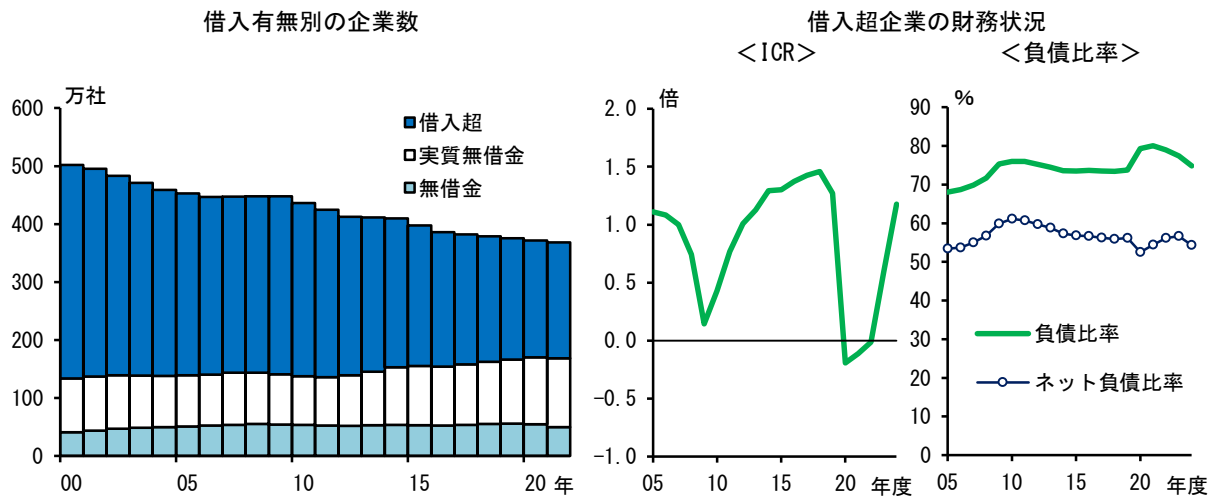
図表 I -7 銀行勘定の金利リスク量



企業の金利耐性は、趨勢的な実質無借金企業の増加傾向に加えて、収益の回復を反映して、全体として改善してきている（図表 I -8 左図）。借入超企業において、利払い能力を示すインタレスト・カバレッジ・レシオ（ICR）は、全体として上昇しているほか、感染症拡大時に借り入れた債務の返済も進んでおり、レバレッジも全体として低下している（図表 I -8 右図）。ただし、経済金融環境の悪化に伴う ICR の低下に対するデフォルト率の上昇幅は、レバレッジや手元流動性の大きさによって非線形的に変わり得ることから、これらの面で脆弱性を抱え

る企業の与信管理については、引き続き注意していく必要がある。

図表 I-8 企業の金利耐性



(注) 「借入超」は有利子負債が現預金を上回る企業。右図の ICR は (営業利益 + 受取利息) ÷ 支払利息、負債比率は借入金 ÷ 総資産、ネット負債比率は (借入金 - 手元流動性) ÷ 総資産により算出。図表 IV-1-8、図表 IV-1-9 参照。

家計の金利耐性については、近年、年収に対する年間返済額比率 (DSR) が相対的に高い傾向がある若年世代において、住宅ローン保有世帯が増えている。もっとも、若年層の賃金上昇率は相対的に高めとなっているほか、やや長い目でみても、賃金カーブに沿った所得増加が続くもとでは返済負担は徐々に軽減されていくと考えられる。また、購入時点以降の不動産価格が上昇する場合には、家計の純資産は増加し実質的な債務返済能力が改善することになる。ただし、景気後退による所得の低下や住宅価格の下落が同時に生じる場合に、こうした状況が変わり得る可能性にも十分に留意しておくべきと考えられる。

日本銀行は、審査・モニタリング等を通じて、これらの潜在的な脆弱性に対する金融機関の取り組みを促していく。また、マクロプ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を引き続き注視していく。

Ⅱ．金融資本市場から観察されるリスク

- 2024 年度下期を振り返ると、国際金融市場では、市場センチメントが、2 月半ば頃までは改善方向の動きを続けていたが、その後、米国の経済指標の市場予想比下振れや、各国の通商政策に対する懸念の高まり等を受けて、慎重化した。
- 国内金融市場は、その間、総じて安定的に推移した。株価は、堅調な企業業績等が下支えとなったものの、各国の通商政策に対する懸念が重石となり、期間を通じてみれば、概ね横ばいとなった。長期金利は、米欧金利の上昇に連れつつ、日本銀行による利上げや市場参加者の先行きの利上げ織り込みの進展を受けて、大幅に上昇した。
- 足もとでは、金融市場の先行きを巡る不確実性が、一段と高まっている。4 月入り後には、内外の金融市場で、各国の通商政策の影響やそれを巡る対立の激化に対する懸念が高まり、株価が大幅に下落し、市場センチメントも一段と大きく慎重化する局面があった。このため、市場参加者の間では、各国の政策運営や世界経済の先行きを巡る不確実性が、これまで以上に強く意識されている。また、地政学的リスクや大手ハイテク株の動向にも、市場参加者の注目は引き続き集まっている。こうしたなかで、リスク性資産価格の急激な調整やドル調達環境の悪化などを通して、グローバルな金融環境が引き締まる可能性には、引き続き注意する必要がある。

本章では、2024 年度下期の内外の金融市場の動向を概観したうえで、金融資本市場の先行きのリスクを、4 月入り後の相場変動も踏まえつつ、整理する。

1．2024 年度下期の国際金融市場

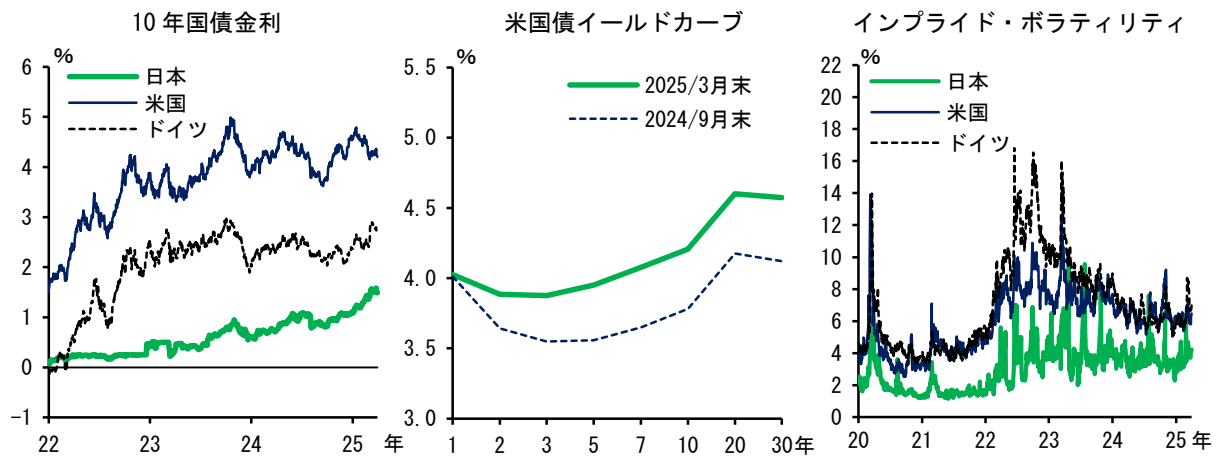
2024 年度下期を振り返ると、国際金融市場では、市場センチメントが、2 月半ば頃までは改善方向の動きを続けていたが、その後、米国の経済指標の市場予想比下振れや、各国の通商政策に対する懸念の高まり等を受けて、慎重化した。

米欧の国債市場

米国の長期金利は、先行きの財政悪化に対する懸念等から本年初にかけて大きく上昇し、その後、経済指標の市場予想比下振れ等を受けて下落したが、期間を通じてみても上昇となった（図表Ⅱ-1-1）。米国債のイールドカーブも、幅広い年限で上昇した。欧州の長期金利は、米金利に連れて上昇した後、3 月初旬には、防衛支出増額を巡る動きから国債需給悪化に対する警戒感が高まり、一段と上昇した。この間、長期国債先物のインプライド・ボラティリ

ティは、米独とも、引き続き高水準で推移した。

図表Ⅱ-1-1 国債市場

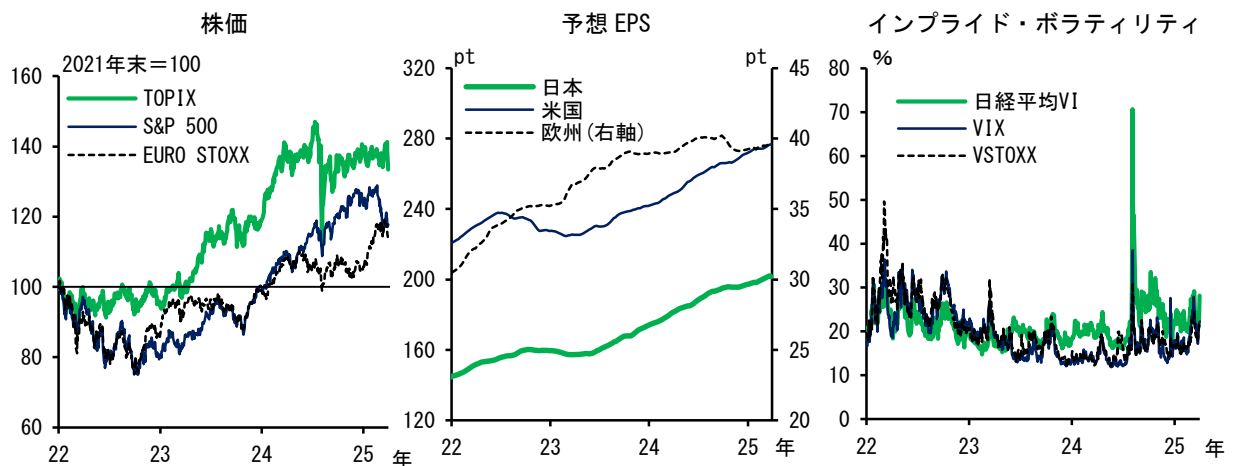


(注) 右図は、長期国債先物のオプションから算出したインプライド・ボラティリティ。直近は、左図と右図が 2025/3 月末。
(出所) Bloomberg

米欧の株式市場

米国の株価は、2 月半ばにかけては、拡張的な財政政策や規制緩和への期待等を受けて上昇したが、その後、経済指標の市場予想比下振れや通商政策に対する懸念の高まり等を受けて下落に転じ、期間を通じてみれば下落となった（図表Ⅱ-1-2）。米国の予想 EPS は、生成 AI など新技術普及への期待感から、大手ハイテク銘柄を中心に上昇した。欧州の株価は、ECB の利下げ期待が下支えとなるもとで、先行きの企業業績の改善期待の高まり等を受けて、上昇した。この間、米欧株価のインプライド・ボラティリティは、2 月半ば頃までは、節目とされる 20 を均して見れば下回って推移していたが、その後は 20 を上回る水準に上昇した。

図表Ⅱ-1-2 株式市場



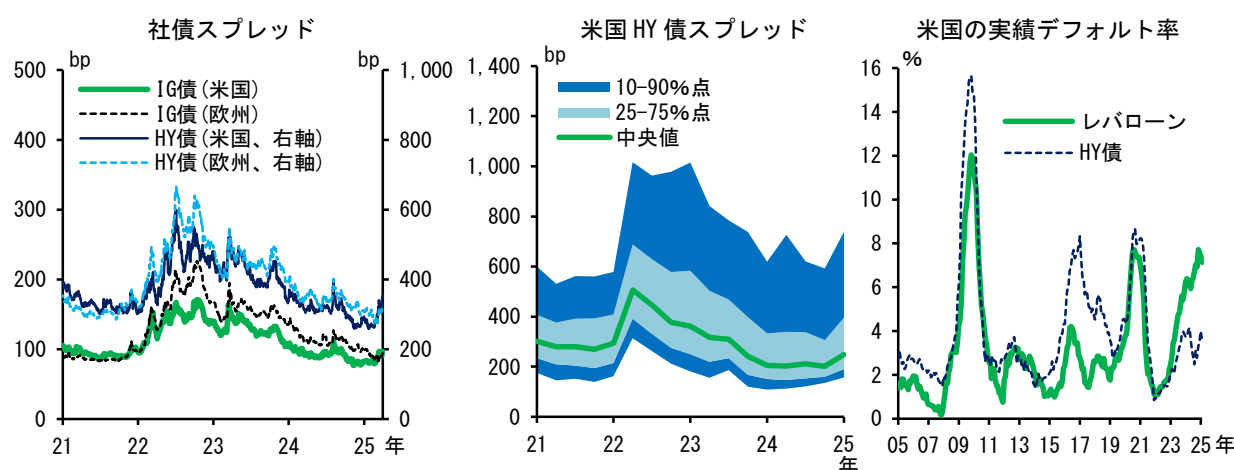
(注) 1. 中国の「日本」は TOPIX、「米国」は S&P 500、「欧州」は EURO STOXX の 12 か月先予想 EPS。後方 4 週移動平均。
2. 直近は 2025/3 月末。

(出所) Bloomberg、LSEG

米欧のクレジット市場

米国の社債スプレッドをみると、IG 債は、期間を通じてみると、概ね横ばいとなった。HY 債は、米国の拡張的な財政政策に対する期待等から縮小した後、2 月半ば以降は、市場センチメントが慎重化するもとで拡大し、期間を通じてみても拡大となった（図表Ⅱ-1-3 左図）。一方、欧州の社債スプレッドは、欧州株価が上昇するなかで、小幅に縮小した。米国について、HY 債の銘柄別スプレッドの分布をみると、全体としてはなお低水準にあるものの、一部銘柄のスプレッドは、既往の高金利環境の影響などから、拡大した状態が続いた（図表Ⅱ-1-3 中図）。また、HY 債のデフォルト率は、高金利環境下で発行体企業の財務が悪化したことを映じて上昇に転じたほか、変動金利商品であるレバレッジドローンも、デフォルト率の上昇が続いた（図表Ⅱ-1-3 右図）。

図表Ⅱ-1-3 社債市場



(注) 1. 左図の「IG 債」は投資適格債、「HY 債」はハイイールド債。直近は 2025/3 月末。
2. 中図は、銘柄別データをもとに算出。直近は 2025/3 月末。
3. 右図は、過去 12 か月間のデフォルト率。直近は 2025/2 月。
(出所) ICE Data Indices, LLC、Moody's

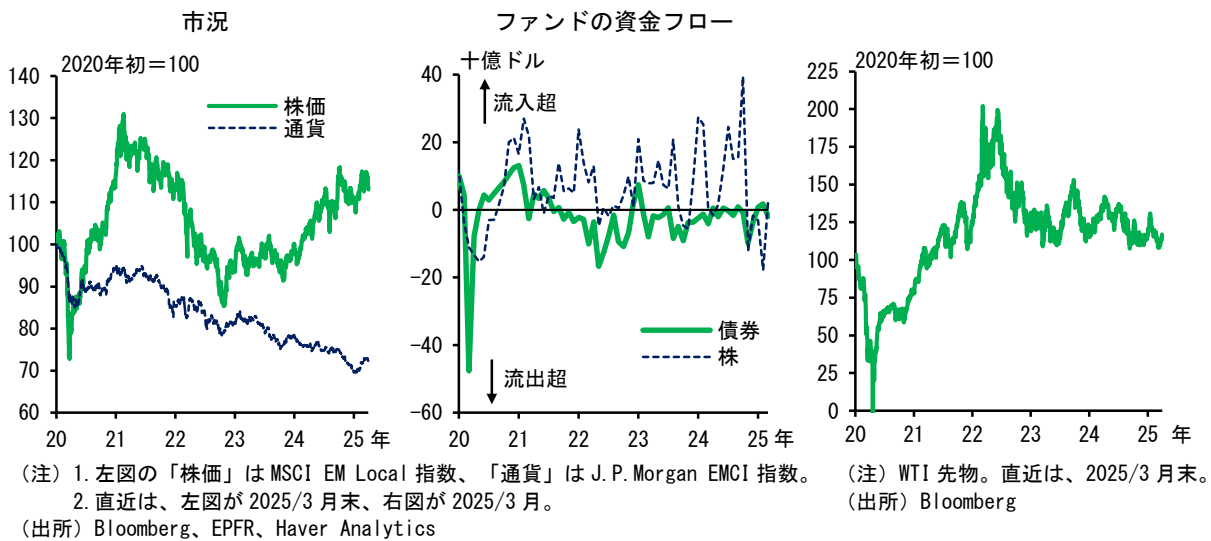
新興国市場と国際商品市場

新興国市場の株価は、各国の通商政策に対する警戒感等から下落した。新興国通貨は、米国金利の上昇を背景としたドル高の流れのなかで、下落した（図表Ⅱ-1-4）。新興国ファンドの資金フローをみると、債券ファンドは、米国金利の上昇を受けて、流出超となった。株式ファンドは、昨年秋にかけては、中国の景気刺激策への期待等から流入超となっていたが、その後は、各国の通商政策に対する警戒感等から、流出超となった。

国際商品市場をみると、原油価格は、本年初にかけて、米国の寒波を受けた需要増加への期待から一時的に上昇する場面もみられたが、その後は米国の経済指標の市場予想比下振れ等から低下し、期間を通じてみれば概ね横ばいとなった（図表Ⅱ-1-5）。

図表Ⅱ-1-4 新興国市場

図表Ⅱ-1-5 原油価格



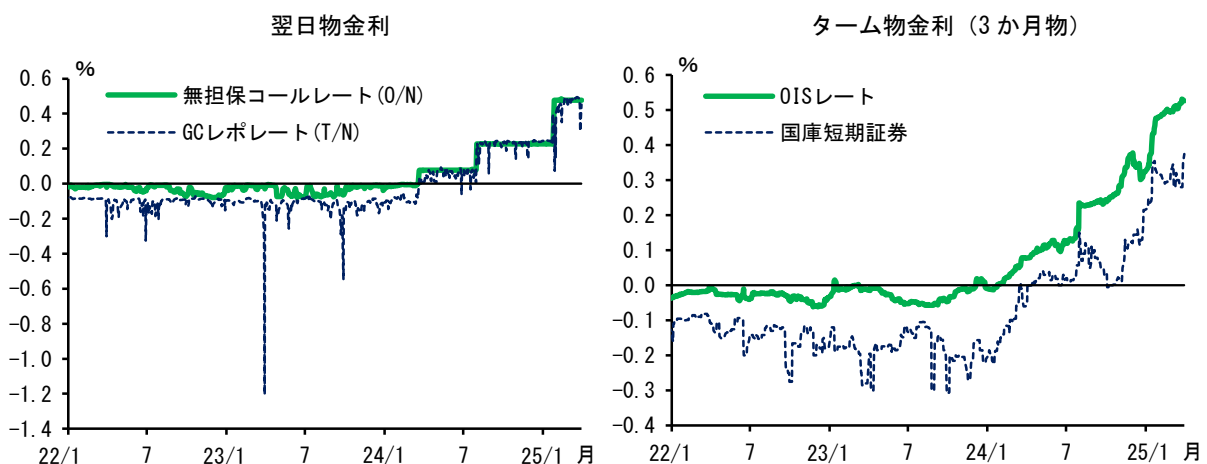
2. 2024 年度下期の国内金融市場

2024 年度下期の国内金融市場は、総じてみると安定的に推移した。株価は、堅調な企業業績等が下支えとなったものの、各国の通商政策に対する懸念が重石となり、期間を通じてみれば、概ね横ばいとなった。長期金利は、米欧金利の上昇に連れつつ、日本銀行による利上げや市場参加者の先行きの利上げ織り込みの進展を受けて、大幅に上昇した。

短期金融市場

翌日物金利をみると、無担保コールレート (O/N) は、0.25%程度で推移した後、1 月の金融市場調節方針の変更後は、0.5%程度で推移した (図表Ⅱ-2-1 左図)。GCレポレート (T/N) は、証券会社による債券在庫ファンディング・ニーズの多寡に応じてレートが振れつつも、概ね無担保コールレートに沿って推移した。

図表Ⅱ-2-1 短期金利

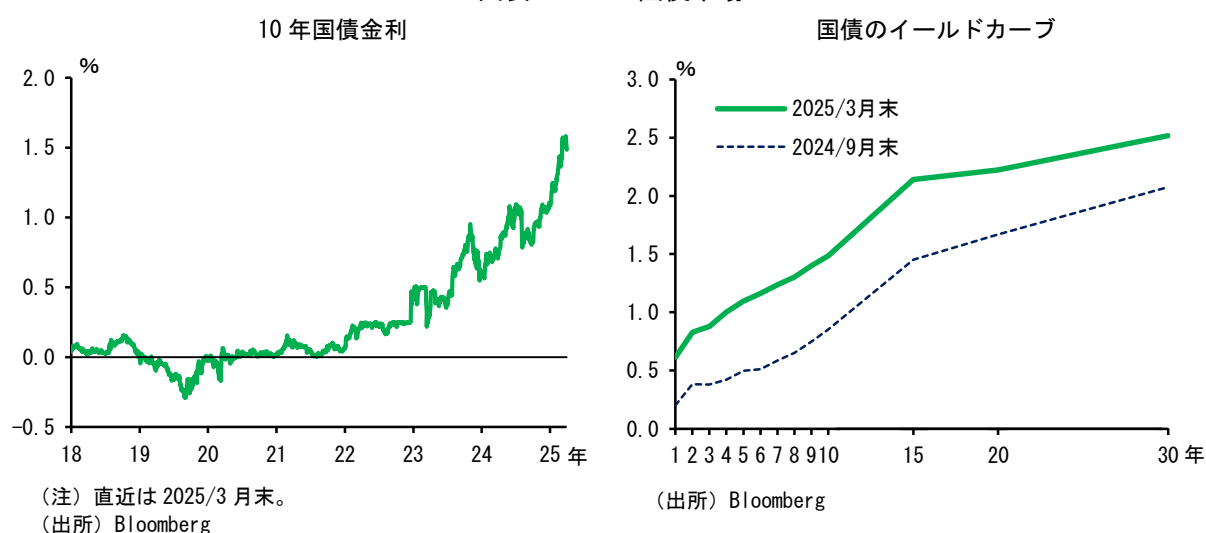


ターム物金利をみると、OIS レート（3M）は、日本銀行による利上げや市場参加者の先行きの利上げ織り込みの進展を受けて、上昇した（図表Ⅱ-2-1 右図）。国庫短期証券の利回り（3M）も上昇したが、国内外の投資家による需要などから引き続き相対的に低めの水準で推移した。

国債市場

長期金利は、米欧金利の上昇に連れたほか、日本銀行による利上げや市場参加者の先行きの利上げ織り込みの進展を受けて、大幅に上昇した（図表Ⅱ-2-2）。国債のイールドカーブは、上方シフトした。この間、長期国債先物のインプライド・ボラティリティは、振れを伴いつつ高水準で推移した（前掲図表Ⅱ-1-1）。

図表Ⅱ-2-2 国債市場



国債市場の流動性・機能度

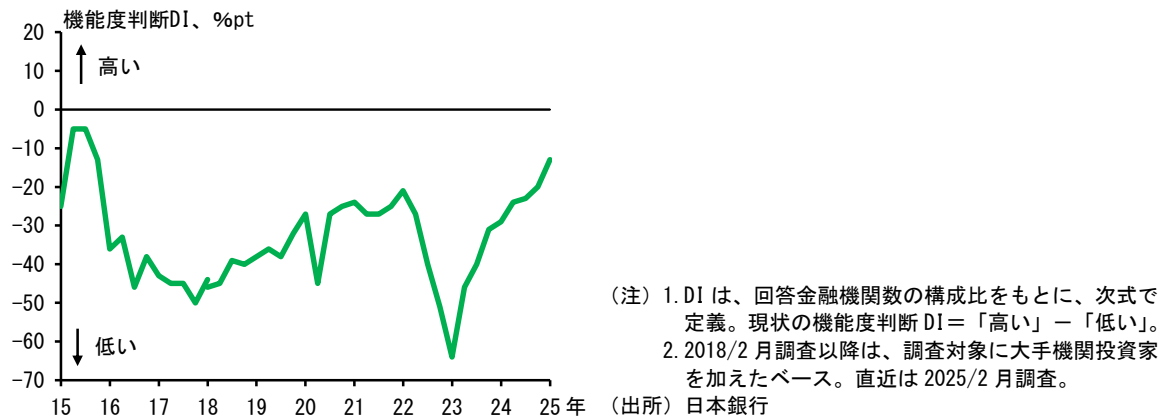
国債市場の流動性・機能度は、大幅に低下した状態からの改善方向の動きが続いた¹。債券市場サーベイをみると、依然として「低い」超となっているものの、「低い」超の幅は 2015 年 11 月調査と同じ水準にまで改善した（図表Ⅱ-2-3）。流動性指標をみると、現物国債の取引高については、増加した（図表Ⅱ-2-4）。新発債のビッド・アスク・スプレッドや、長期国債先物市場における板の厚みや弾力性は、ボラティリティの上昇に連れて悪化する局面もあったものの、大幅に悪化した状態からの改善方向の動きは続いた（図表Ⅱ-2-4、Ⅱ-2-5）。

ただし、これらの指標は、振れが大きいほか、海外市場の動き等にも影響を受けるため、短期間で評価することは容易ではない。国債市場の流動性・機能度については、こうした点も踏まえつつ、日本銀行の国債買入れ減額が与える影響も含めて、今後の展開を引き続き注

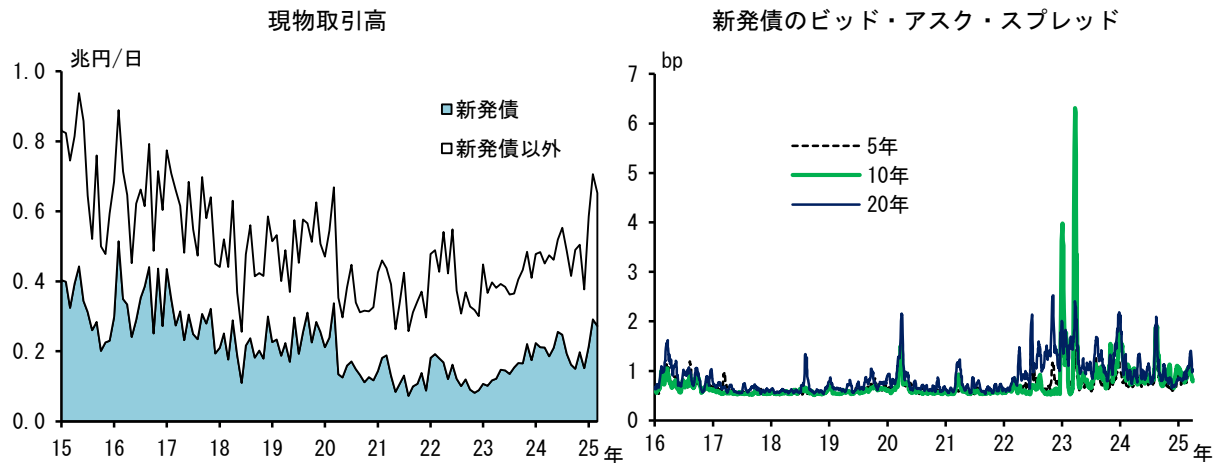
¹ 日本銀行ホームページに掲載している「国債市場の流動性指標」も参照。日本銀行金融市場局では、同指標を四半期に一度程度の頻度でアップデートしている。

視していく必要がある。

図表Ⅱ-2-3 債券市場サーベイ



図表Ⅱ-2-4 現物国債市場の流動性指標



図表Ⅱ-2-5 長期国債先物の流動性指標



為替市場と株式・クレジット市場

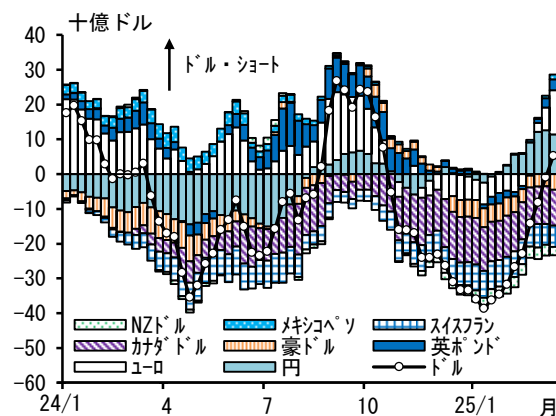
為替市場をみると、ドル/円レートは、本年初にかけて、日米金利差の拡大に連れて円安・ドル高方向の動きとなった後、日米金利差が縮小に転じるとともに、円高・ドル安方向の動きに転じた（図表Ⅱ-2-6）。こうしたなかで、主要通貨の通貨先物取引（IMM）における対ドルポジションをみると、足もと、円のポジションはロング超となった（図表Ⅱ-2-7）。

図表Ⅱ-2-6 ドル/円レート



（注）直近は 2025/3 月末。
 （出所）Bloomberg

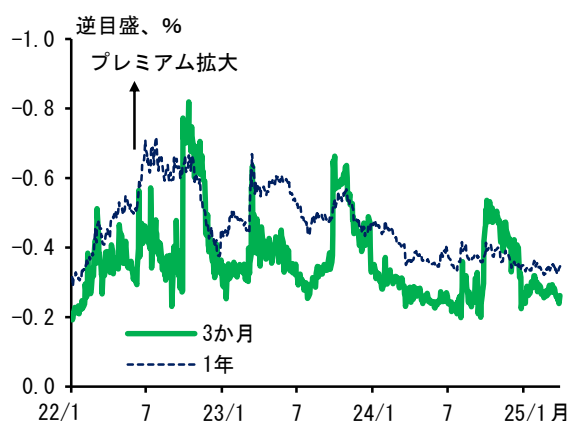
図表Ⅱ-2-7 IMM ネットポジション



（注）通貨先物取引における非商業目的および目的別計数非報告分の対ドル建玉の合算値。
 直近は 2025/3 月末。
 （出所）Bloomberg

また、為替スワップ市場におけるドル調達プレミアムは、昨年末にかけては年末越えを意識した動きから一時的に拡大したものの、総じてみれば低水準で推移した（図表Ⅱ-2-8）。

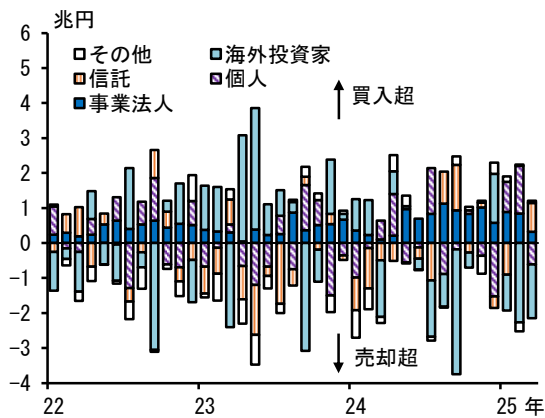
図表Ⅱ-2-8 ドル調達プレミアム



（注）「3 か月」は為替スワップのドル調達プレミアム（逆符号）。
 「1 年」はベシス・スワップのアルファ。
 直近は 2025/3 月末。
 （出所）Bloomberg

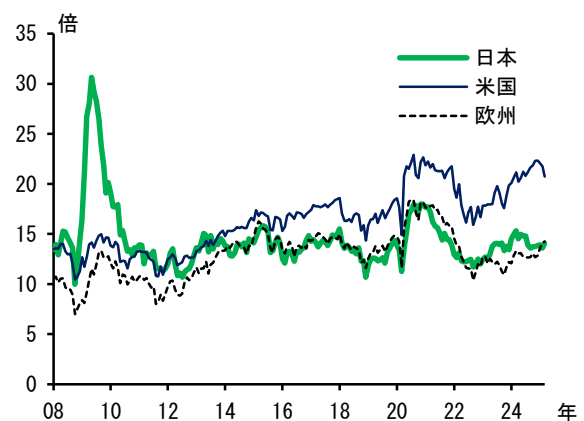
株価は、堅調な企業業績等が下支えとなったものの、各国の通商政策に対する懸念が重石となり、期間を通じてみれば、概ね横ばいとなった（前掲図表Ⅱ-1-2）。この間、事業法人による自社株買いが引き続きみられた一方で、市場センチメントが慎重化した場面では、海外投資家が売り越す動きもみられた（図表Ⅱ-2-9）。また、PER は、引き続き、概ね過去平均並みの水準で推移した（図表Ⅱ-2-10）。

図表Ⅱ-2-9 株式の主体別売買高



（注）現物と先物のネット売買金額の合計。証券会社を除く。
直近は 2025/3 月。
（出所）大阪取引所、東京証券取引所

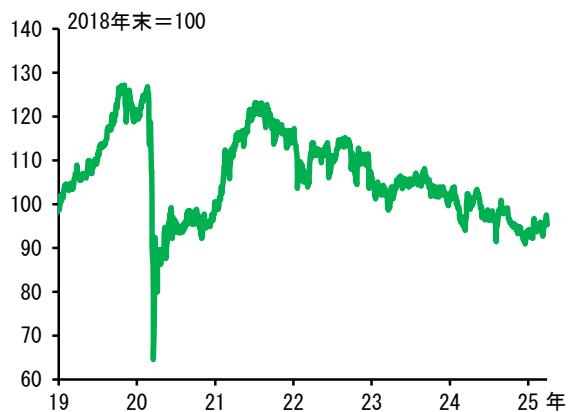
図表Ⅱ-2-10 PER



（注）「日本」は TOPIX、「米国」は S&P 500、「欧州」は
EURO STOXX の 12 か月先予想 EPS をもとに算出。
直近は 2025/3 月末。
（出所）LSEG

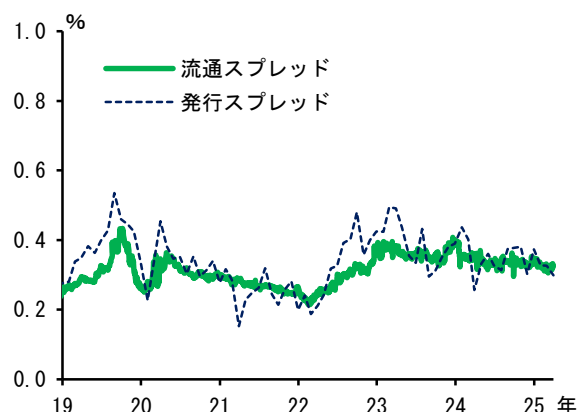
不動産投資信託（J-REIT）の価格は、割安感を意識した買いの動きがみられる局面もあったものの、本邦金利の大幅な上昇が重石となって、期間を通じてみると概ね横ばいとなった（図表Ⅱ-2-11）。

図表Ⅱ-2-11 東証 REIT 指数



（注）直近は 2025/3 月末。
（出所）Bloomberg

図表Ⅱ-2-12 社債スプレッド（AA 格）



（注）1. 「流通スプレッド」（日次）は、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。
直近は 2025/3 月末。
2. 「発行スプレッド」（月次）は、当初発行期間が 15 年未満の社債発行利回りの対国債スプレッド。銀行や証券会社などの発行分は除く。直近は 2025/3 月。
（出所）Bloomberg、QUICK、アイ・エヌ情報センター、キャピタル・アイ、日本証券業協会

社債の発行・流通スプレッドは、概ね横ばいとなった（図表Ⅱ-2-12）。CP の発行レートは、短期金利の上昇に連れて、上昇した。

3．金融市場を巡るリスク

足もとでは、金融市場の先行きを巡る不確実性が、一段と高まっている。4月入り後には、内外の金融市場で、各国の通商政策の影響やそれを巡る対立の激化に対する懸念が高まり、株価が大幅に下落し、市場センチメントも一段と大きく慎重化する局面があった。このため、市場参加者の間では、各国の政策運営や世界経済の先行きを巡る不確実性が、これまで以上に強く意識されている。また、中東・ウクライナ情勢をはじめとした地政学的なリスクにも、市場参加者の注目が引き続き集まっている。

株式市場では、各国の通商政策を巡る対立や同政策がグローバル経済に及ぼす影響が警戒されている。また、大手ハイテク株に投資資金が偏在するなか、その動向にも市場参加者の注目が集まっている。債券市場では、グローバルな景気減速懸念から金利低下を見込む向きがある一方で、米国で国債需給の悪化やインフレの再加速によって金利が高止まり、それがグローバルに波及するリスクも意識されている。クレジット市場では、グローバルな景気減速懸念が高まっているほか、米欧で高金利環境が継続する可能性も意識されるなかで、低格付け先やレバレッジ比率の高い先の企業財務の悪化が、引き続き警戒されている。業種別にみると、米欧の不動産業では、オフィス空室率の高止まり等を背景に、商業用不動産を巡る動向が引き続き意識されている。

新興国市場では、各国の通商政策がグローバルな貿易動向に影響を及ぼす可能性や、米国の金利が高止まる可能性が意識されるなかで、財政・金融面の脆弱性を抱える国からの資本流出が発生するリスクが懸念されている。国際商品市場では、中東・ウクライナ情勢をはじめとした地政学的な要因に加え、資源・穀物価格に大きな影響を及ぼす中国経済の動向の不確実性にも、留意が必要である。

こうしたリスクが顕在化した場合、リスク性資産価格の急激な調整やドル調達環境の悪化など、グローバルな金融環境が引き締まる可能性には引き続き注意が必要である。

Ⅲ. 金融仲介活動

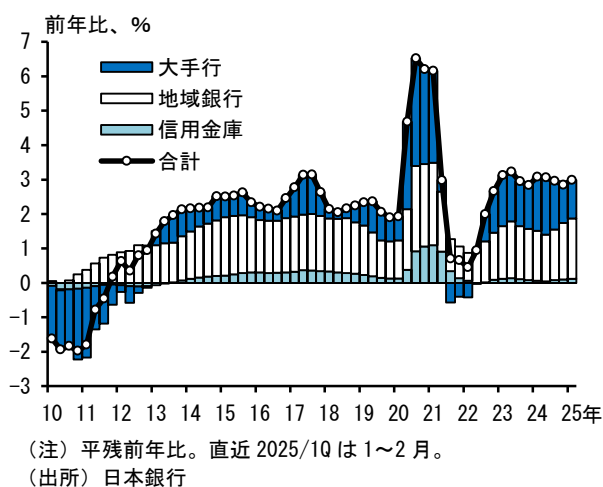
- わが国の金融仲介活動は円滑に行われている。国内では、貸出金利が上昇するもとでも、企業の資金需要は、経済の回復や企業買収の動き等を背景に引き続き増加方向にあり、金融機関の融資姿勢も積極的である。大手行の海外貸出は、海外経済の先行きを巡る不確実性が意識されるなか、選別的に行われている。この間、有価証券投資は、国内では金利上昇リスクが意識されるなか、慎重な運用が行われている。
- わが国のノンバンク金融仲介機関（NBFI）の運用資産は増加傾向が続いている。投資ファンドは、家計からの資金流入を背景に、運用資産の拡大が続いている。ディーラー・ブローカーによる両建ての短期レポ取引も引き続きみられる。生命保険会社は、新たな規制対応に概ね目途が付き、超長期債を積み増す動きは鈍化している。

1. 銀行部門の金融仲介活動

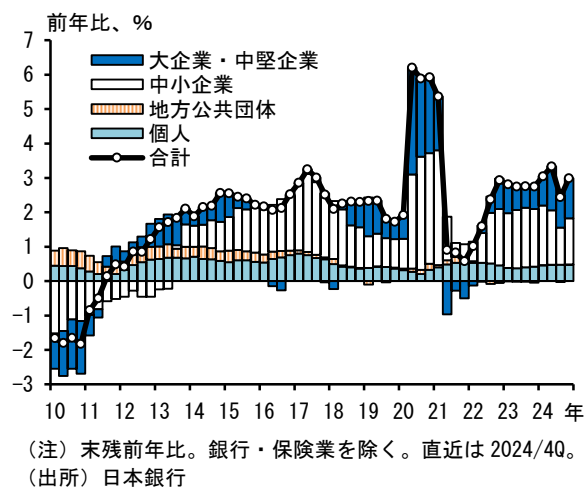
（1）貸出

民間金融機関の国内貸出残高は、前年比+3%程度の伸びが続いている（図表Ⅲ-1-1）。企業買収に伴う資金需要や不動産関連の資金需要のほか、経済活動の回復に伴う運転資金需要が増加している。地域金融機関では、実質無利子・無担保融資（いわゆるゼロゼロ融資）の返済による残高の減少圧力が減衰している。借入主体別にみると、企業向けは、大企業・中堅企業、中小企業とも、貸出増加が続いている（図表Ⅲ-1-2）。

図表Ⅲ-1-1 金融機関の国内貸出



図表Ⅲ-1-2 金融機関の借入主体別貸出

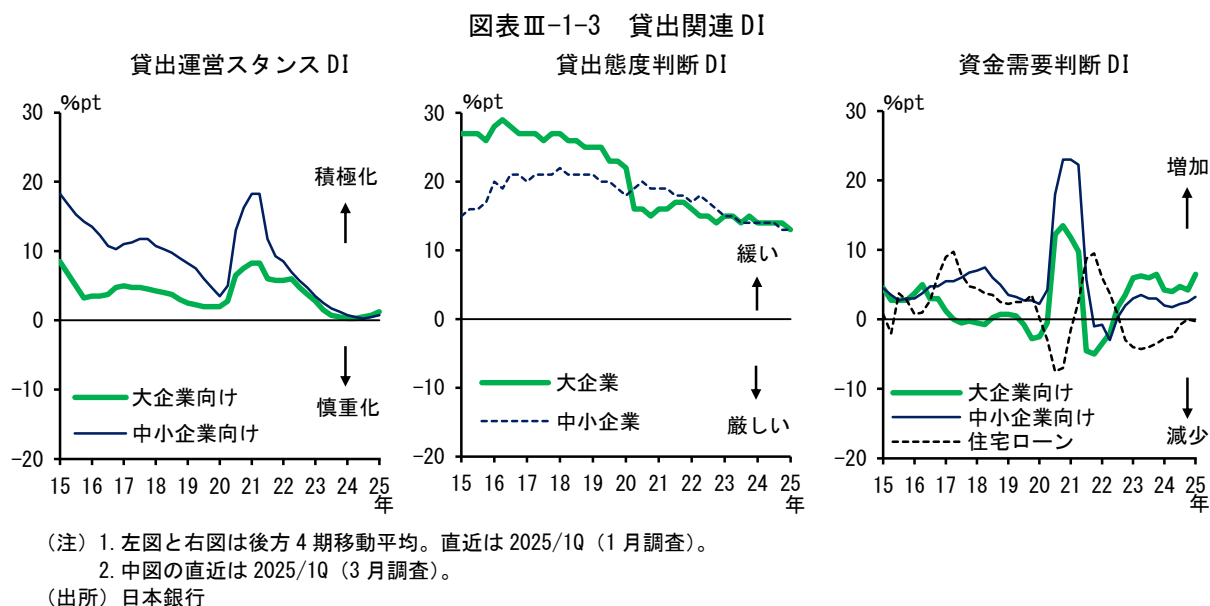


この間、金融機関の融資姿勢は引き続き積極的である。大手行・地域銀行とも貸出運営スタンスを慎重化させる先は無く、積極的な運営スタンスが維持されている（図表Ⅲ-1-3 左図）。金融機関の貸出態度は、大企業からみても中小企業からみても緩和的である（図表Ⅲ-1-3 中

Ⅲ. 金融仲介活動

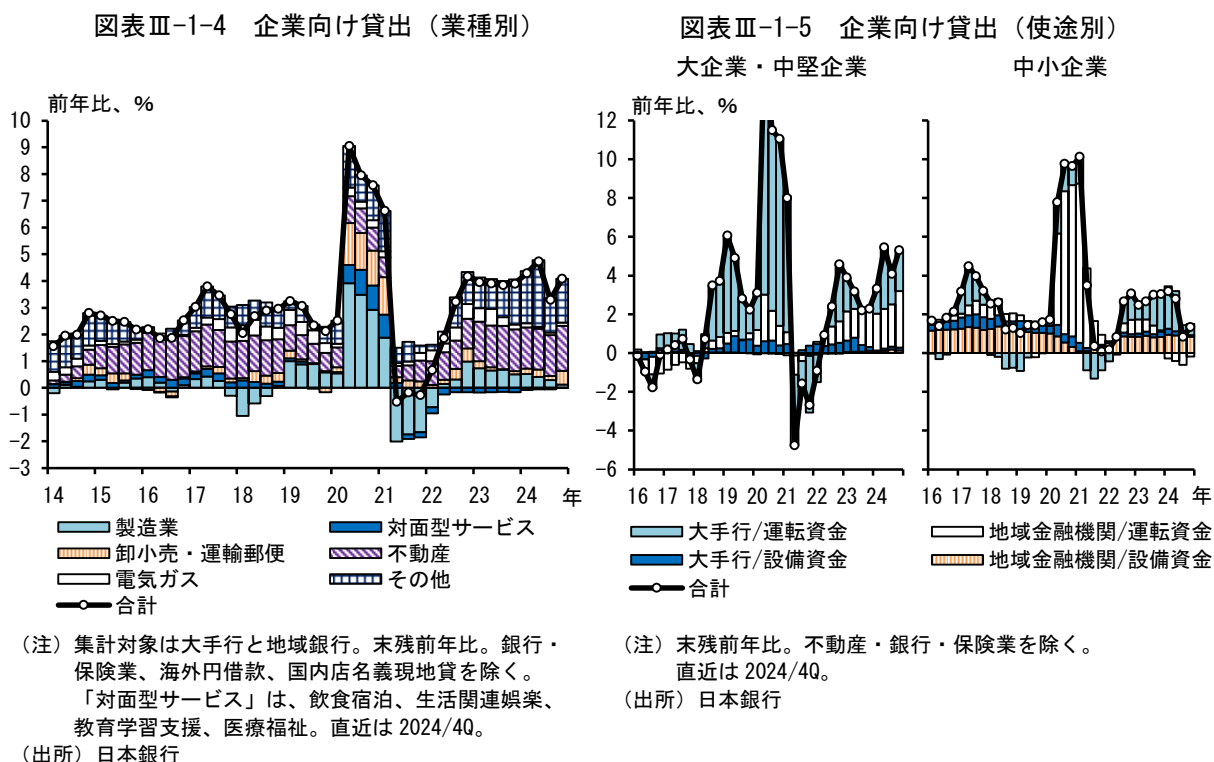
1. 銀行部門の金融仲介活動

図)。また、金融機関からみた企業の資金需要も引き続き増加方向にある（図表Ⅲ-1-3 右図）。



貸出先別の動向

企業向け貸出を業種別にみると、不動産業向けの貸出増加が続いているほか、金融業（企業買収のための株式取得を目的とする SPC を含む）や建設業、情報通信業など（図中の「その他」に含まれる）、幅広い業種で貸出増加がみられる（図表Ⅲ-1-4）。不動産以外の業種では、環境変化に伴う企業の構造改革ニーズ等を背景に、企業買収等のコーポレートアクション



(注) 集計対象は大手行と地域銀行。末残前年比。銀行・保険業、海外円借款、国内店名義現地貸を除く。
 「対面型サービス」は、飲食宿泊、生活関連娯楽、教育学習支援、医療福祉。直近は 2024/4Q。
 (出所) 日本銀行

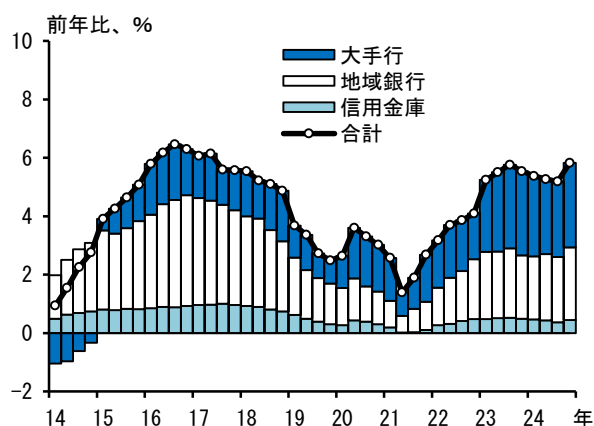
(注) 末残前年比。不動産・銀行・保険業を除く。
 直近は 2024/4Q。
 (出所) 日本銀行

ンに伴う資金需要が旺盛である。その中には、被買収企業のキャッシュフロー等を返済原資とする LBO ファイナンスも含まれている。資金使途別にみると、運転資金は、大企業・中堅企業向けを中心とした増加が続いている（図表Ⅲ-1-5）。企業買収関連の資金需要が拡大していることも、運転資金の増加に寄与している。この間、設備資金は、中小企業向けを中心とした増加が続いている。経済活動の回復に伴う更新投資に加え、人手不足対応のための省力化投資や脱炭素に向けた設備投資も、貸出増加に寄与している。

不動産関連貸出の動向

不動産業向け貸出残高は、大手行・地域銀行とも、高めの伸びが続いている（図表Ⅲ-1-6）。大手行では、私募市場が広がる REIT 向け（図中の「中小企業等」に含まれる）や貸出利鞘が相対的に厚い不動産ファンド向け（図中の「SPC」）のほか、大手不動産デベロッパー向け（図中の「大企業」に含まれる）の貸出増加が続いている（図表Ⅲ-1-7）。不動産市況の動向や過去のストレス局面も踏まえた慎重な与信管理のもと、金利や為替の変動に留意しつつ、堅調な資金需要に応需している。

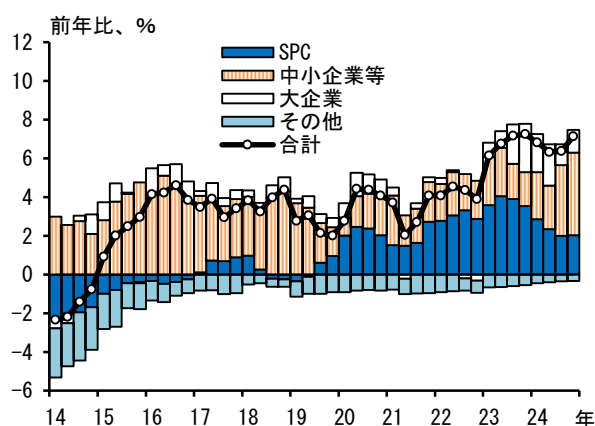
図表Ⅲ-1-6 金融機関の不動産業向け貸出



（注）末残前年比。直近は2024/4Q。

（出所）日本銀行

図表Ⅲ-1-7 大手行の不動産業向け貸出



（注）末残前年比。「中小企業等」はREITを含む。

直近は2024/4Q。

（出所）日本銀行

地域銀行では、オフィスビルや物流施設など賃貸物件の新設に伴う資金需要を受けて、不動産ファンド向けや非居住用賃貸向け（図中の「その他」に含まれる）が高めの伸びを続けている（図表Ⅲ-1-8）²。また、賃貸業向けは、住宅価格の上昇に伴う賃貸需要の拡大も、貸出増加要因となっている。地域銀行は、案件の選別姿勢を強めながらも応需している。

個人向け貸出の大部分を占める住宅ローンは、前年比+3%台半ばの伸びとなっている（図表Ⅲ-1-9）。資金需要面では、物件価格の上昇を背景に1件当たり借入額が大口化しているこ

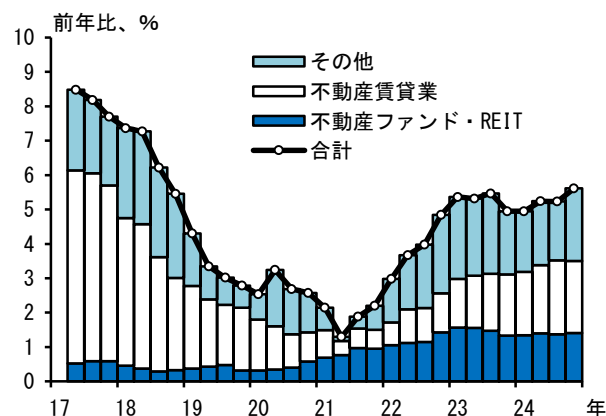
² 地域銀行の不動産業向け貸出構成をみると、不動産賃貸業向けが全体の半数を占めている。そのうち個人向けと法人向けの比率は3:2となっている。不動産ファンド向けは1割にとどまる。残り4割の中には、不動産売買業向けなど多様な貸出が含まれる。

Ⅲ. 金融仲介活動

1. 銀行部門の金融仲介活動

とが、残高増加に寄与している。資金供給面では、引き続き、金利優遇策などを通じて住宅ローンに注力しているインターネット專業銀行（図中の「その他行」に含まれる）が残高増加を牽引しているほか、足もとでは大手行の残高も増加に転じている。地域銀行では、残高増加ペースが鈍化している。

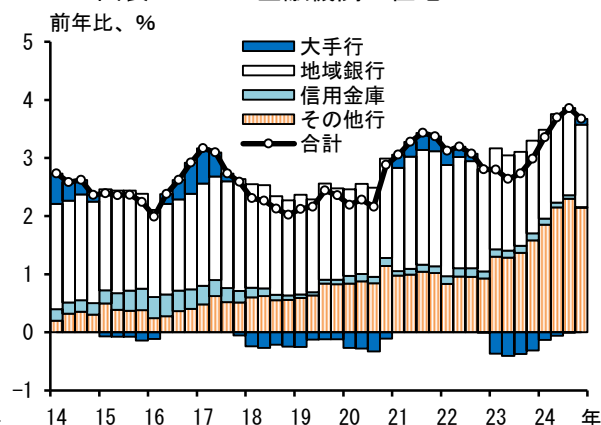
図表Ⅲ-1-8 地域銀行の不動産業向け貸出



（注）集計対象は、内訳項目の計数を取得可能な地域銀行（直近は86行）。「不動産賃貸業」は居住用。末残前年比。直近は2024/4Q。

（出所）日本銀行

図表Ⅲ-1-9 金融機関の住宅ローン



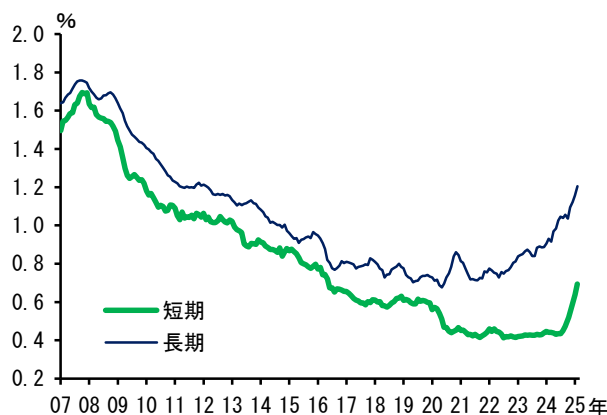
（注）末残前年比。「その他行」は、大手行・地域銀行を除く国内銀行。直近は2024/4Q。

（出所）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をみると、基準金利として参照される市場金利や短期プライムレートの上昇に伴い、短期、長期ともに上昇している（図表Ⅲ-1-10）。ストック・ベースの貸出金利は、市場金利連動型貸出の割合が大きい大手行で相対的に上昇幅が大きくなっているが、足もとでは短期プライムレート連動型貸出が相応のウェイトを占める地域銀行や信用金庫でも上昇している（図表Ⅲ-1-11、図表Ⅲ-1-12）。この間、住宅ローン金利は、新

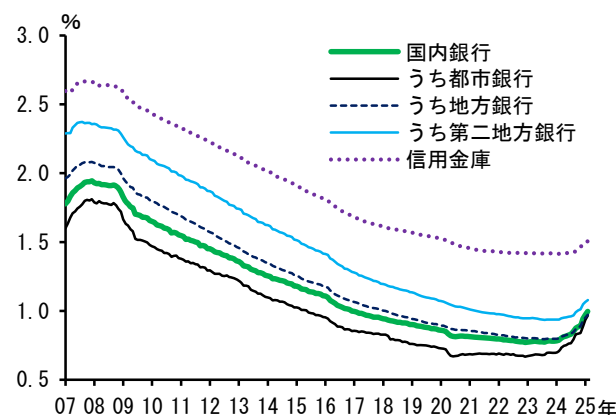
図表Ⅲ-1-10 国内銀行の新規貸出約定平均金利



（注）後方6か月移動平均。直近は2025/2月。

（出所）日本銀行

図表Ⅲ-1-11 スtock・ベースの貸出約定平均金利

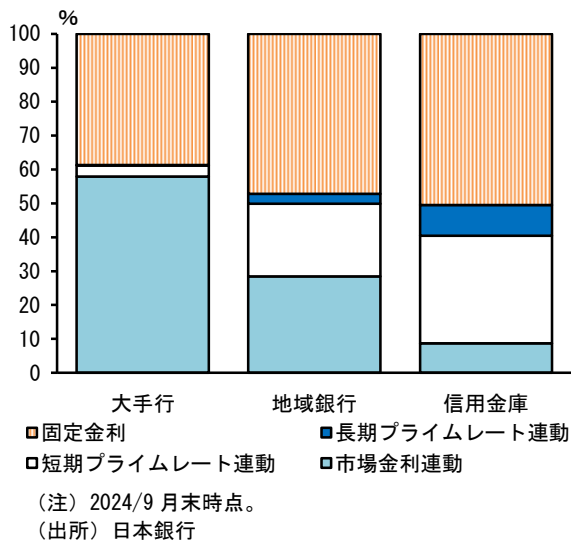


（注）直近は2025/2月。

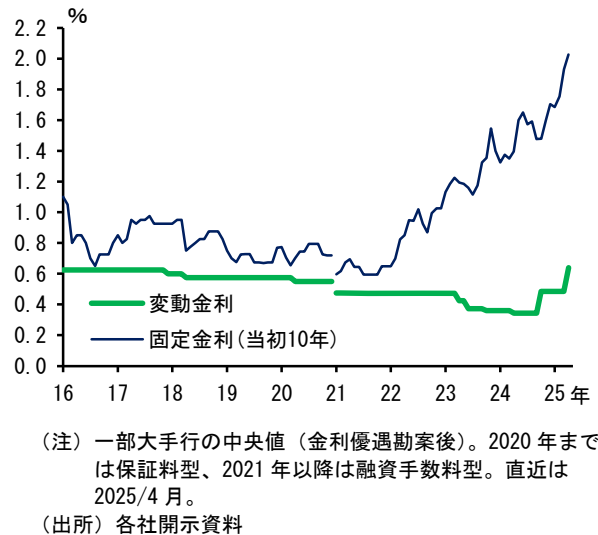
（出所）日本銀行

規実行の大半を占める変動金利、固定金利ともに、短期プライムレートなどの基準金利に連動して上昇している（図表Ⅲ-1-13）。

図表Ⅲ-1-12 法人向け貸出における金利形態別の構成比



図表Ⅲ-1-13 住宅ローン金利

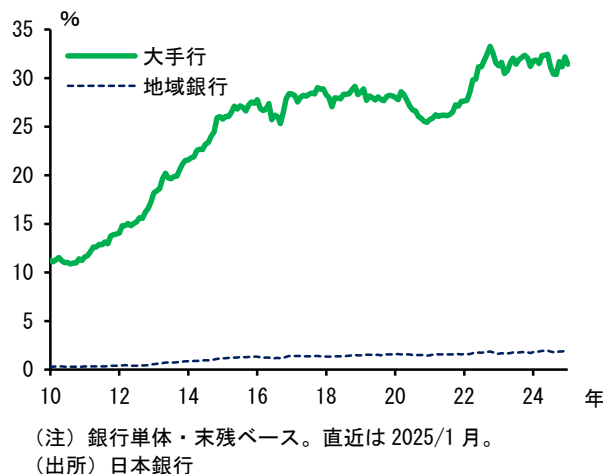


海外貸出の動向

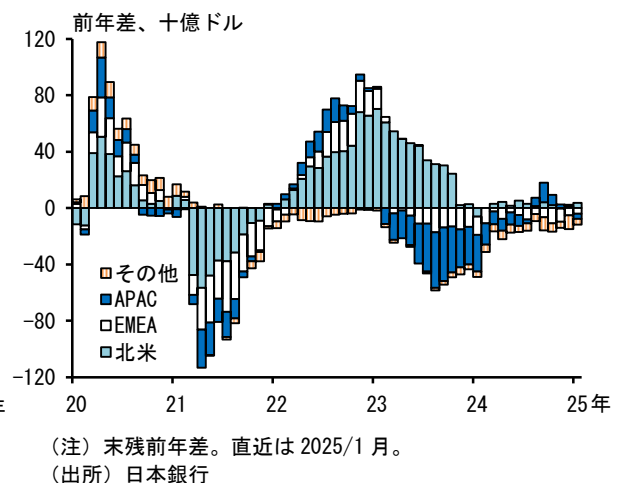
大手行の貸出ポートフォリオは、海外貸出比率が 30% 超と、海外金融経済動向の影響を受けやすい状態にある（図表Ⅲ-1-14）。そうしたもとで、大手行は、海外貸出を選別的に行っている（図表Ⅲ-1-15）。

資金需要面では、多くの地域で利下げが進むもとで、資金需要は幾分ながら回復している。資金供給面では、大手行が低採算貸出を見直していることや、海外の地政学的リスクや経済を巡る不確実性を意識していることが貸出の抑制要因となっている。

図表Ⅲ-1-14 海外貸出比率

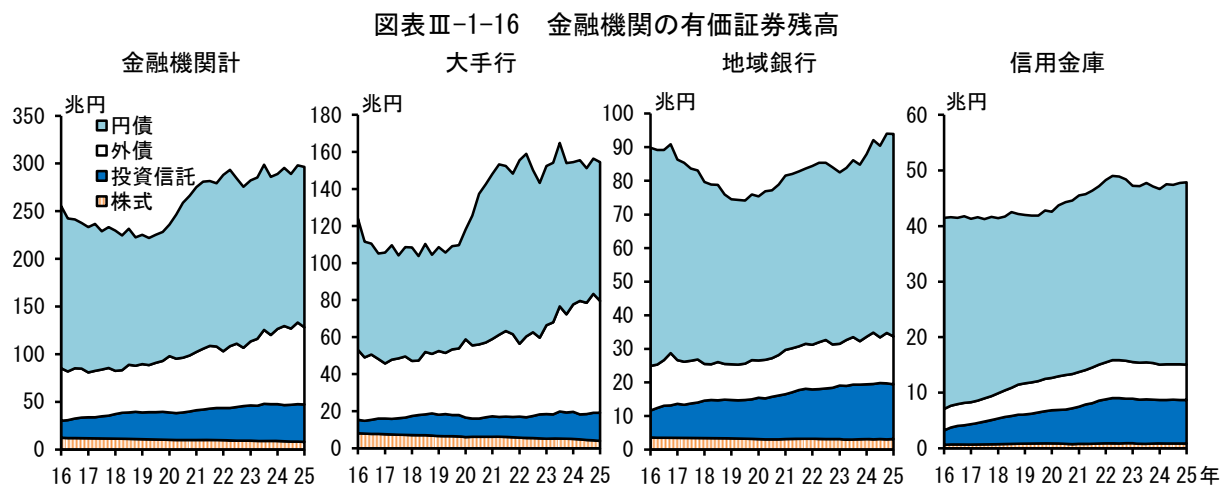


図表Ⅲ-1-15 3メガ行の地域別海外貸出



（２）有価証券投資

金融機関の有価証券投資は、国内では、金利上昇リスクが意識されるなか、リスク抑制的な運用が続けられている（図表Ⅲ-1-16）。海外では、先行きの利下げのタイミングを意識した残高積み増しの動きがみられている。



(注) 1. 「投資信託」は内国籍・外国籍合算ベース。投資信託以外の有価証券を一部含む。
2. 「株式」は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。
3. 国内店と海外店の合計。ただし、大手行の「株式」は国内店のみ。直近 2025/1Q は 2 月末。
(出所) 日本銀行

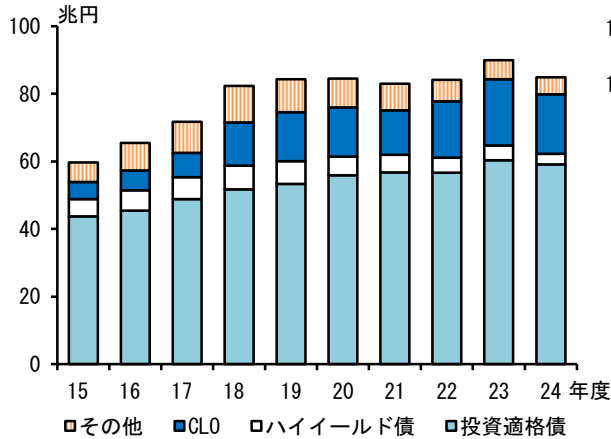
大手行では、円債（国債、地方債、事業債等）については、金利上昇リスクが意識されるなか、残高の積み増しが控えられている。金利上昇時に基準価額が増価するベアファンドなどを活用した、金利ヘッジも続けられている。外債については、ひと頃に比べれば慎重な投資スタンスが維持されているものの、先行きの金利低下を見込んで、キャピタルゲイン目的で残高を積み増す動きもみられる。一部には、利回りの低い債券を売却し、利回りの高い銘柄へと入れ替える動きもみられている。政策保有株式（企業との取引関係を重視して保有する株式）については、コーポレートガバナンスを巡る社会的要請の高まりもあって、引き続き削減が進んでいる。

地域金融機関では、地域銀行を中心に、円債の残高を積み増す動きがみられている。もっとも、金利上昇リスクが意識されるなか、地域銀行、信用金庫ともに、長めのゾーンの投資を抑制することで、円債デュレーションを短期化させている。時価評価しない満期保有目的の残高を増加させる金融機関もみられる。外債については、残高は横ばい圏内となっている。運用利回りの改善を企図した国内不動産ファンド投資については、既往水準比、高めの残高で推移している。

海外クレジット投資についてもリスク抑制的である。市場性信用リスクを抑制する観点から、ハイイールド債のポジションが削減されているほか、逆鞘リスクを抑制する観点から選好されてきた CLO も残高が減少している（図表Ⅲ-1-17）。一方、リスク分散の観点から、大

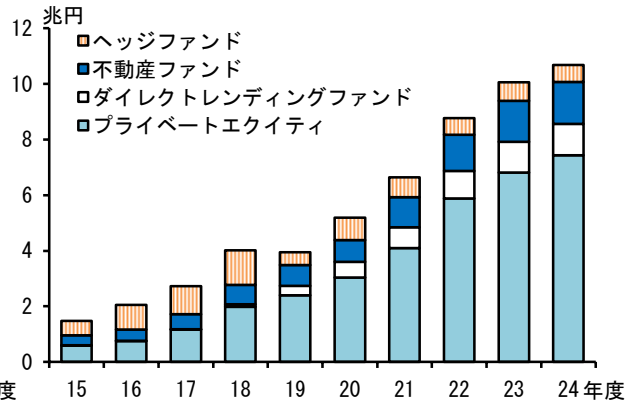
手行等は、プライベートエクイティなどのオルタナティブ投資を増加させている（図表Ⅲ-1-18）。

図表Ⅲ-1-17 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・信用金庫のほか、ゆうちょ銀行や一部の系統上部金融機関を含む。
直近は2024/9月末。
（出所）日本銀行

図表Ⅲ-1-18 大手行等の
海外オルタナティブ投資残高

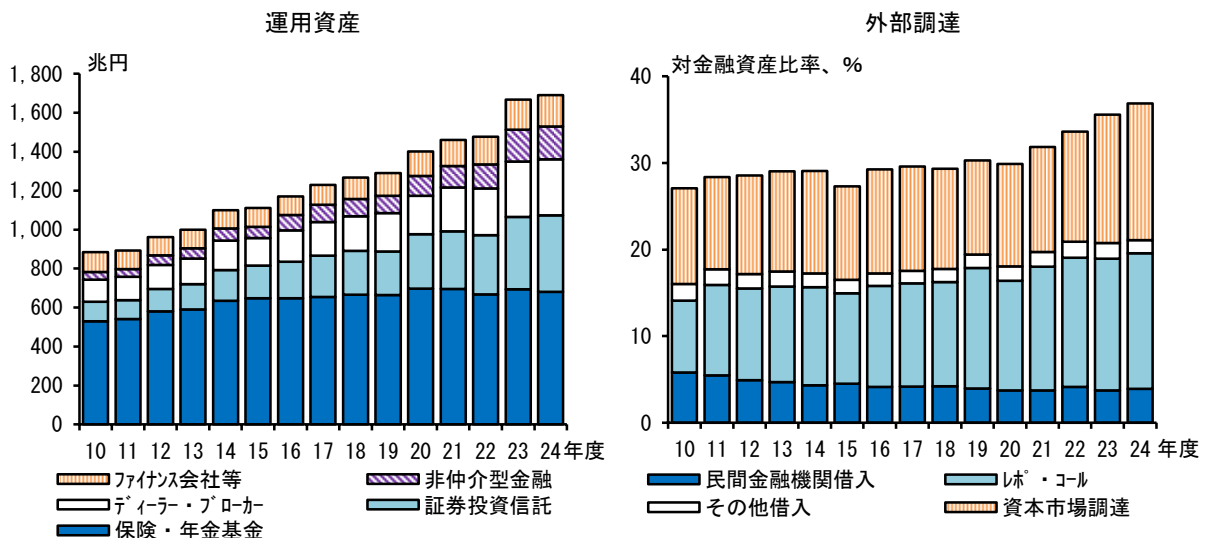


（注）1. 集計対象は、大手行のほか、ゆうちょ銀行や一部の系統上部金融機関を含む。
2. 「不動産ファンド」は上場 REIT を含まない。
直近は2024/9月末。
（出所）日本銀行

2. ノンバンク部門の金融仲介活動

金融仲介において預金取扱機関が中心的な役割を担っているわが国では、ノンバンク金融仲介機関（NBFI）の金融資産シェアは3割にとどまっているが、投資ファンドやディーラー・ブローカーを中心に運用資産の増加傾向が続いている（図表Ⅲ-2-1、海外ノンバンク部門を含めたわが国金融システムにおけるプレゼンス拡大やリスクについては、Ⅴ章2節を参照）。

図表Ⅲ-2-1 NBFI のバランスシート

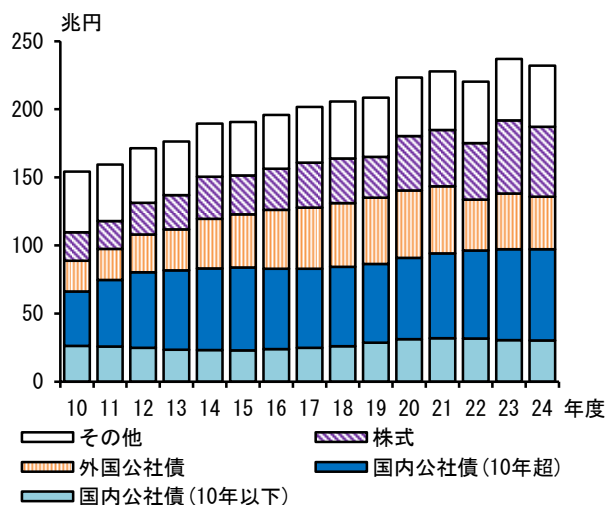


（注）「非仲介型金融」は、金融持株会社のほか、証券取引所・金融商品取引所を含む。
「ファイナンス会社等」は、貸金業のほか、証券金融会社、整理回収機構を含む。直近は2024/12月末。
（出所）日本銀行

保険・年金基金

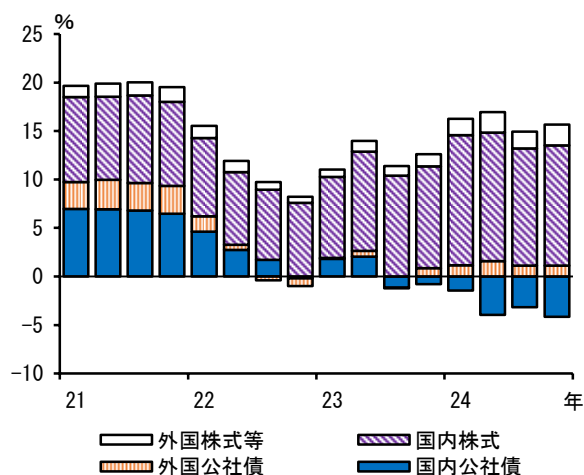
生命保険会社の運用資産残高は、横ばい圏内で推移している。その資産構成をみると、経済価値ベースのソルベンシー規制の 2025 年度導入を念頭に置いた対応に目途が付き、超長期債を積み増す動きが鈍化している（図表Ⅲ-2-2）。この間、平均 ESR（経済価値ベースのソルベンシー比率）は 200%以上の水準が確保されているほか、支払準備として、相応の現預金を有している。

図表Ⅲ-2-2 生命保険会社の運用資産残高



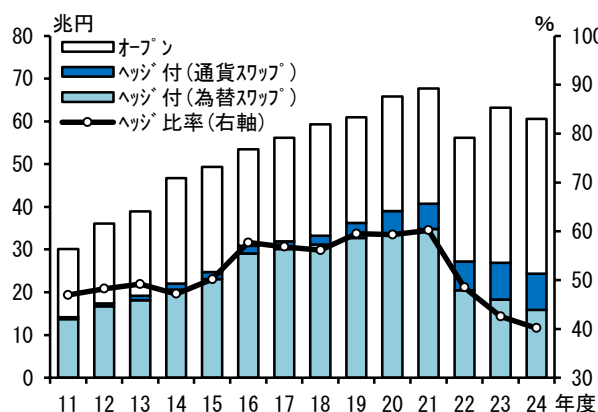
（注）1. 集計対象は大手 9 社。一般勘定ベース。
2. 直近は 2024/9 月末。
（出所）各社開示資料

図表Ⅲ-2-3 生命保険会社の評価損益



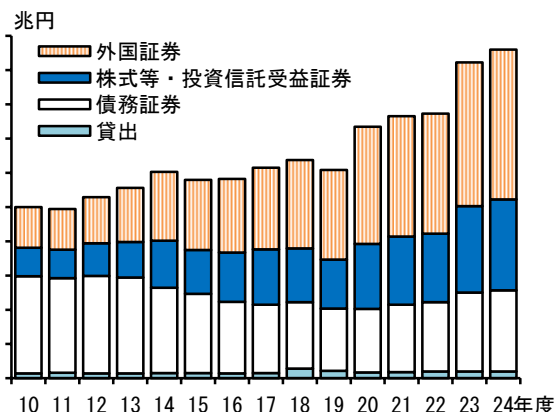
（注）売買目的を除く有価証券の評価損益率。
集計対象は大手 4 社。直近は 2024/12 月末。
（出所）各社開示資料

図表Ⅲ-2-4 生命保険会社の為替ヘッジ比率



（注）集計対象は大手 9 社。一般勘定ベースの試算値。
「オープン」は、外貨建て保険の対応分を含む。
直近は 2024/9 月末。
（出所）各社開示資料

図表Ⅲ-2-5 年金基金の運用資産残高



（注）集計対象は年金基金と公的年金。
直近は 2024/12 月末。
（出所）日本銀行

有価証券の評価損益について昨年末時点の動向をみると、評価損益全体では、大幅な益超を維持している（図表Ⅲ-2-3）。国内金利の上昇を受けて、保有円債の評価損の拡大が継続しているものの、株価の上昇を受けて、保有株式の評価益は高水準を維持しているほか、海外

金利が上昇したもとでも、為替円安等の影響により、円建てベースでみれば、保有外債は評価益を確保している³。なお、生命保険会社の外債ポジションは、外貨調達コスト（為替ヘッジコストを含む）が高止まりしていることもあって、為替ヘッジ付き外債が削減されているほか、オープン外債については、積み増しに慎重なスタンスを示す先もみられるなか、全体では幾分縮小している（図表Ⅲ-2-4）。

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各資産の構成割合を定めたもの——に即してリバランスを行っている（図表Ⅲ-2-5）⁴。企業年金は、責任準備金以上の純資産を確保している先が多いこともあり、レバレッジに頼らない慎重な運用を継続している。こうしたなか、運用資産の動向をみると、近年はオルタナティブ投資の比率を高めてきている⁵。

投資ファンド

投資信託は、家計からの資金流入がみられるなか、株式や外国証券等を中心に運用資産の拡大が続いている（図表Ⅲ-2-6）。昨年からはまった新しいNISA制度のもと、対象商品への資金流入が増加している。また、レバレッジを活用するプライベートエクイティファンドや不動産ファンドの運用資産が拡大している（図表Ⅲ-2-7）。

ディーラー・ブローカー

ディーラー・ブローカーのポジションは、両建ての短期レポ取引を主因に拡大している（図表Ⅲ-2-8）⁶。邦証や短資会社では、金利変動の高まりに伴って取引が活発化するもとで、在庫ファンディングのためのレポ取引がみられるほか、顧客の債券調達ニーズの高まりを受け

³ 生命保険会社を巡っては、金利上昇局面における財務の健全性がグローバルに議論されている。具体的には、有価証券評価損の拡大や、貯蓄性保険契約の解約増加とそれに伴う流動性負担の増加が指摘されている。わが国の場合、前者については、株式評価益が債券評価損を上回る資産構成となっている。また、現行の制度では、金利変動による資産と負債の時価変動が一致するように管理している債券は責任準備金対応債券として区別され、時価評価の適用対象外とすることが認められている。後者については、円建て一時払い保険などの貯蓄性保険は、2016年に長期金利が大幅に低下して以降、予定利率の確保が難しくなったことから、販売が抑制されていた。

⁴ わが国の年金基金では、債務主導投資（LDI）のようなレバレッジを活用した投資戦略ではなく、政策的資産構成割合や基本ポートフォリオに沿った投資戦略が主流となっている。詳しくは次の文献を参照。伊藤雄一郎・河西桂靖・轟木亮太郎・豊田融世・堀江里佳子、「企業年金の運用戦略からみた金融安定への含意——英国債市場の混乱からの教訓——」、日銀レビューシリーズ、2023-J-2、2023年1月。

⁵ オルタナティブ投資のうちプライベートファンドは、わが国における市場規模は限定的であるものの、近年、米欧を中心に拡大傾向にある。邦銀および国内機関投資家による海外プライベートファンド向けエクスポージャーの動向については、BOX3を参照。

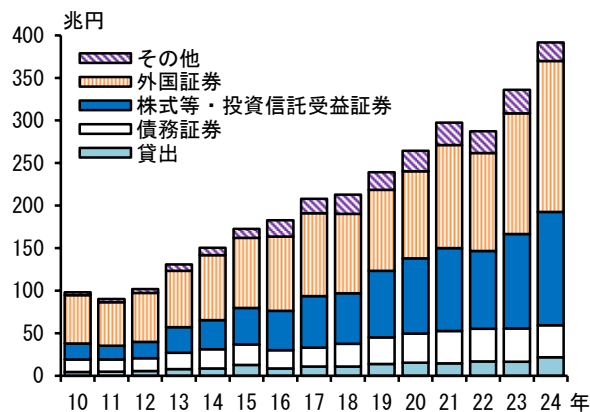
⁶ ディーラー・ブローカーのオフバランス取引については、次の文献を参照。井上紫織・三木翔太・源間康史、「店頭デリバティブ取引データからみた円金利スワップ市場——新型コロナウイルス感染症拡大の影響——」、日銀レビューシリーズ、2021-J-7、2021年6月。

Ⅲ. 金融仲介活動

2. ノンバンク部門の金融仲介活動

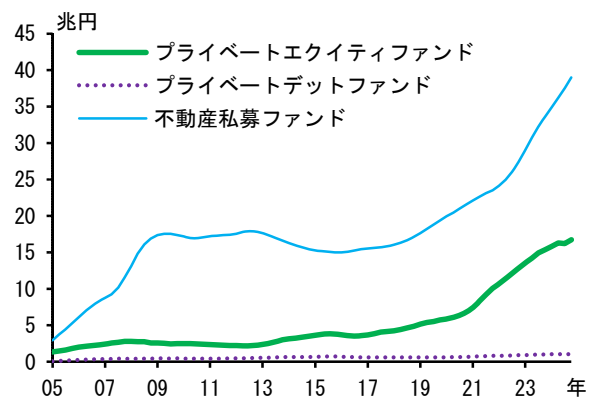
たレポ取引が増えている。外証の在日拠点では、海外投資家による円債投資のためのレポ取引や、本部の国債担保需要に応じて、国債取引を仲介するためのレポ取引がみられる。これらの取引により、ディーラー・ブローカーのバランスシートは拡大しているものの、資産・負債の期間ミスマッチのない両建て取引が中心である。

図表Ⅲ-2-6 投資信託の運用資産残高



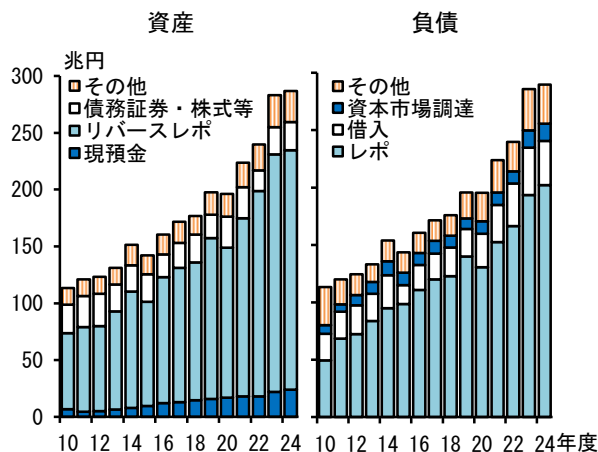
（注）直近は2024/12月末。
（出所）日本銀行

図表Ⅲ-2-7 オルタナティブファンドの運用資産残高



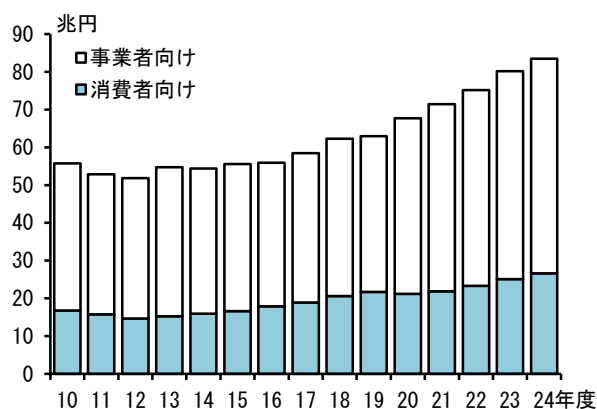
（注）「プライベートエクイティファンド」と「プライベートデットファンド」はPreqin社調査（AUMベース）。後方4期移動平均。直近は2024/4Q。
（出所）Preqin、三井住友トラスト基礎研究所

図表Ⅲ-2-8 ディーラー・ブローカーのバランスシート



（注）「株式等」は投資信託受益証券を含む。
直近は2024/12月末。
（出所）日本銀行

図表Ⅲ-2-9 ファイナンス会社の貸出残高



（注）「事業者向け」は、企業・政府向けの値。
直近は2024/12月末。
（出所）日本銀行

ファイナンス会社

貸金業者などのファイナンス会社は、貸出残高が増加傾向にある（図表Ⅲ-2-9）。貸出残高の内訳をみると、事業者向けは、銀行貸出と同様に、経済活動の回復を背景に増加している。消費者向けは、インターネットショッピングのクレジットカード利用や、スマートフォン経由の小口借入が増加している。貸出が増加するもとでも、ファイナンス会社の信用コストは抑制されている。

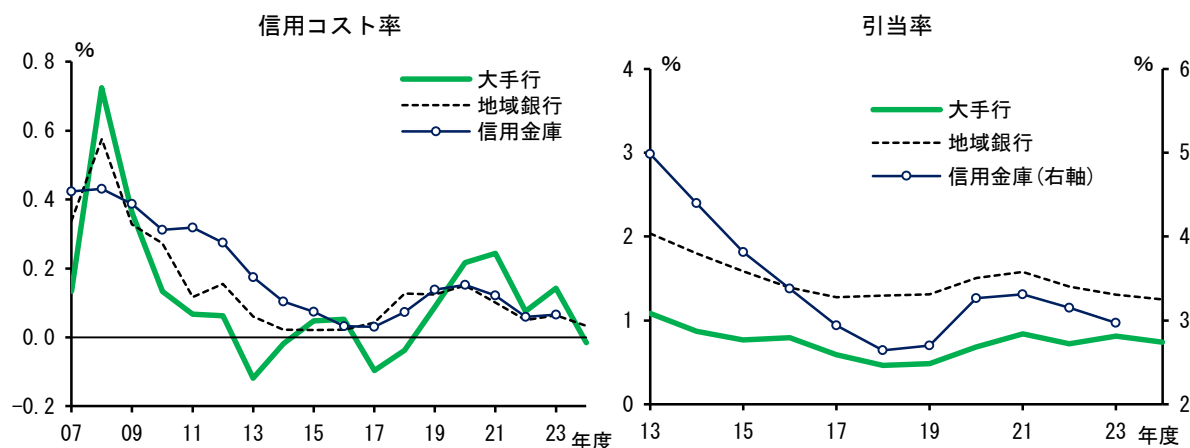
IV. 金融機関が直面するリスク

- 金融機関の貸出債権の質は、国内・海外とも維持されている。国内では、企業収益が全体として改善傾向にあるもとで、倒産の増勢は鈍化しており、信用コストも抑制されている。もっとも、各国の通商政策等に起因する不確実性が高まるもとで、今後の展開次第では、グローバルな金融経済活動が大きな影響を受け、企業の財務内容の悪化につながる可能性がある。海外向けの貸出先を含め、その影響を注視していく必要がある。
- 金融機関は円債投資を中心に抑制的な投資スタンスを維持しており、有価証券ポートフォリオにおける金利リスク量は横ばい圏内で推移している。金融機関は、多様なリスクファクターを抱えるようになってきているもとで、引き続き、市場リスクを適切に管理していくことが求められる。
- 金融機関は、円貨について、小口の個人預金を中心に、十分な資金流動性を有している。外貨については、中長期の市場調達や粘着性の高い法人預金の獲得を併用することで、調達の安定性維持が図られている。対顧客チャネルのデジタル化や家計の資産選択の変化などが進むもとで、金融機関には、引き続き、資金調達環境の変化を踏まえつつ、安定調達基盤を確立するための継続的な取り組みが求められる。

1. 信用リスク

金融機関の信用コスト率は、引き続き低位に抑制されている（図表Ⅳ-1-1）。貸出ポートフォリオをみると、正常先の比率は高水準が維持されており、破綻懸念先以下の比率は歴史的な低水準となっている（図表Ⅳ-1-2）。非期待損失も、自己資本対比でみて抑制されている（図表Ⅳ-1-3）。国内・海外とも金融機関の貸出債権の質は維持されている。

図表Ⅳ-1-1 業態別にみた信用コスト率・引当率



(注) 1. 直近は、大手行と地域銀行が 2024 年度上期、信用金庫が 2023 年度。

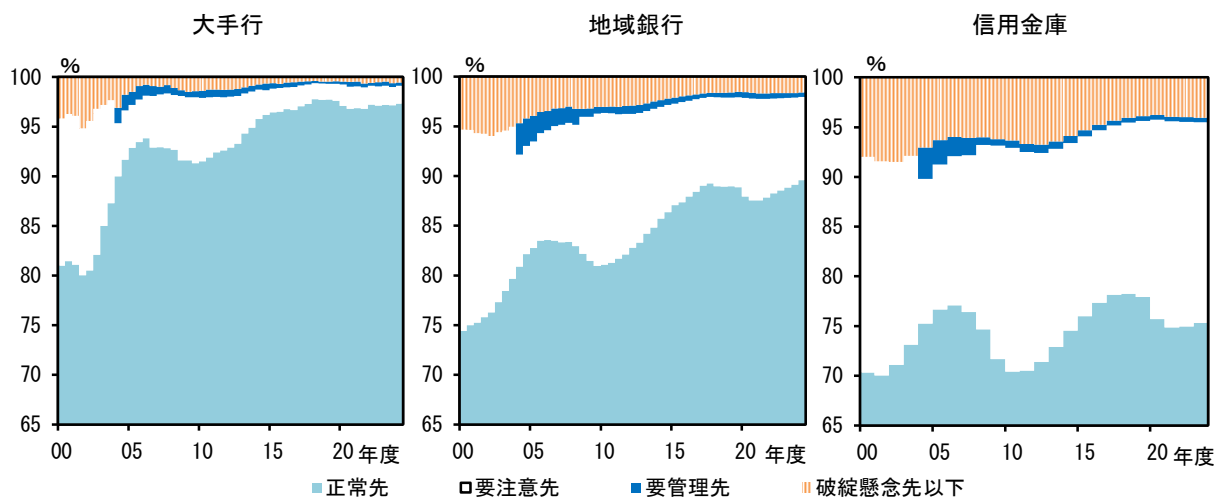
2. 左図の集計対象は内外貸出。右図は未保全債権に対する引当率。

(出所) 日本銀行

IV. 金融機関が直面するリスク

1. 信用リスク

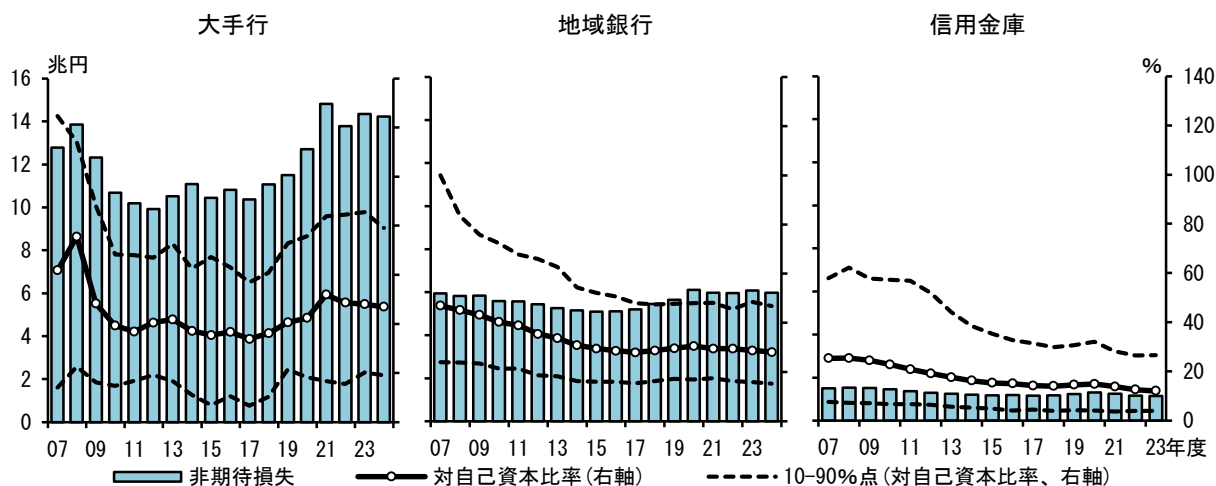
図表IV-1-2 与信先の債務者区分別構成



(注) 直近は、大手行と地域銀行が 2024 年度上期、信用金庫が 2023 年度。「要注意先」は、2004 年度以降は其他要注意先（要管理先を含まない）。

(出所) 日本銀行

図表IV-1-3 業態別の非期待損失



(注) 非期待損失は、信頼水準 99% の損失最大値と期待損失との差。「対自己資本比率」は、国際統一基準行の 2012 年度以降は CET1 資本ベース、国内基準行の 2013 年度以降はコア資本ベース、それ以前は Tier1 資本ベース（経過措置を除く）。集計対象は自己査定対象債権。直近は、大手行と地域銀行が 2024 年度上期、信用金庫が 2023 年度。

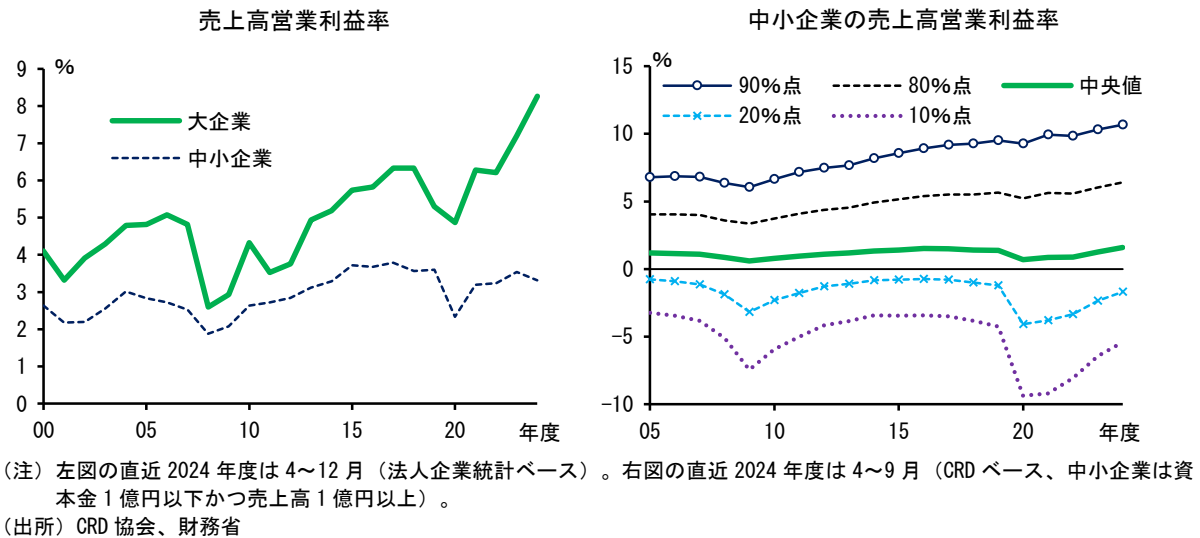
(出所) 日本銀行

(1) 国内の信用リスク

企業の倒産動向

緩やかな景気回復が続くなかで、企業収益は全体としては改善している（図表IV-1-4）。もっとも、大企業に比べると、中小企業は、収益の改善ペースは緩やかである。また、中小企業の売上高営業利益率を分布でみると、改善ペースが全体対比で鈍い企業や営業利益がマイナスで推移する企業なども相応に存在しており、改善傾向はみられるものの、感染症拡大以降、下方に広がった分布のばらつきは、依然として感染症拡大前には戻っていない。

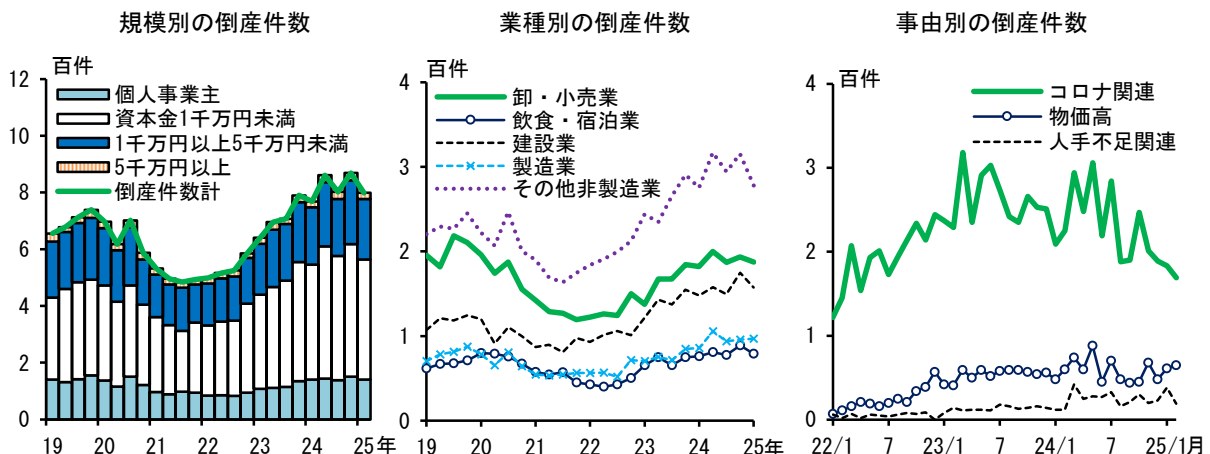
図表Ⅳ-1-4 企業財務



企業倒産は、規模の小さい企業を中心に、業種別では卸・小売業を含む非製造業を中心に、2022 年後半から増加していたが、足もとでは増勢が鈍化している（図表Ⅳ-1-5）。増加していた感染症を理由とする倒産も、このところ減少に転じている。

デフォルト率の動向について幾つかの指標をみると、感染症拡大後、総じて上昇していたものの、足もとは増勢の鈍化や下落がみられる（図表Ⅳ-1-6、ゼロゼロ融資先の財務状況やデフォルト動向については BOX1 を参照）。実際、デフォルト企業を財務内容別にみると、「営業赤字かつ債務超過」および「営業赤字」の企業が過半を占めているが、景気が緩やかに回復するもとで、こうした企業の割合は低下してきており、このことが、デフォルトの増勢鈍化に寄与していると考えられる。ただし、業種ごとにみると、営業赤字・債務超過の企業の割合は、飲食・宿泊業で高くなっており、とりわけ飲食業は感染症拡大前よりも依然として高い。また、営業赤字が続くとレバレッジが上昇し、債務超過に転じるリスクも高まるが、こうした企業の割合も飲食業で高くなっている（図表Ⅳ-1-7）。

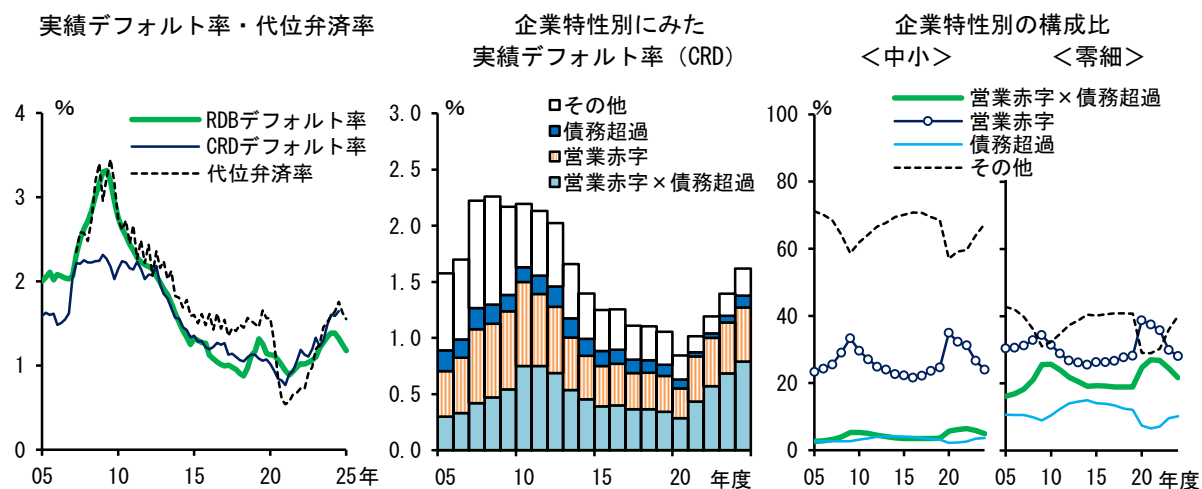
図表Ⅳ-1-5 企業の倒産動向



IV. 金融機関が直面するリスク

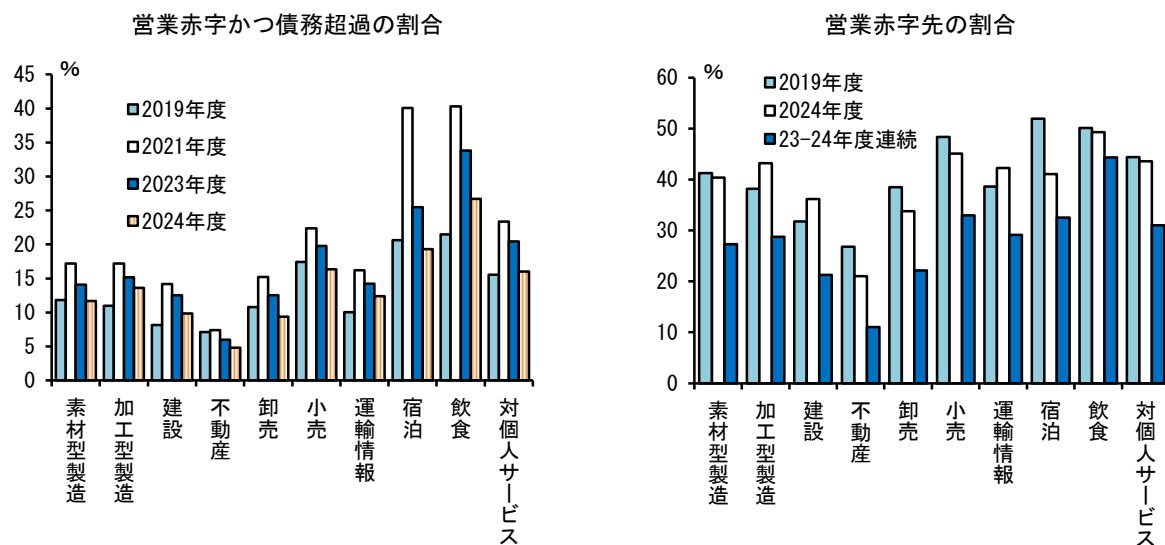
1. 信用リスク

図表IV-1-6 デフォルト率の動向



- (注) 1. 左図は、RDB デフォルト率の直近 2025/1Q が 1 月、CRD デフォルト率の直近が 2024/3Q、代位弁済率の直近 2025/1Q が 1~2 月。中図と右図の直近は 2024 年度 (4~9 月)。
 2. 日本リスク・データ・バンク社公表の RDB デフォルト率は破綻懸念先基準。CRD デフォルト率は CRD データにおける過去 1 年間のデフォルト件数 (要管理先以下への初回ランクダウン等) をもとに算出。代位弁済率は日本銀行スタッフ算出 (年率換算値)。
 3. CRD データの集計対象は資本金 1 億円以下の中小零細企業 (中小企業は売上高 1 億円以上、零細企業はその他)。
 (出所) CRD 協会、全国信用保証協会連合会、日本リスク・データ・バンク

図表IV-1-7 業種別にみた企業特性



- (注) 集計対象は資本金 1 億円以下の中小零細企業。
 (出所) CRD 協会

こうした倒産やデフォルト件数の推移のもとでも、金融機関の信用コスト率が引き続き低位に抑制されている背景としては、倒産先やデフォルト先の多くが小規模であること、予防的な引当が行われていたこと、信用保証による保全がある与信が含まれることなどが寄与しているとみられる。

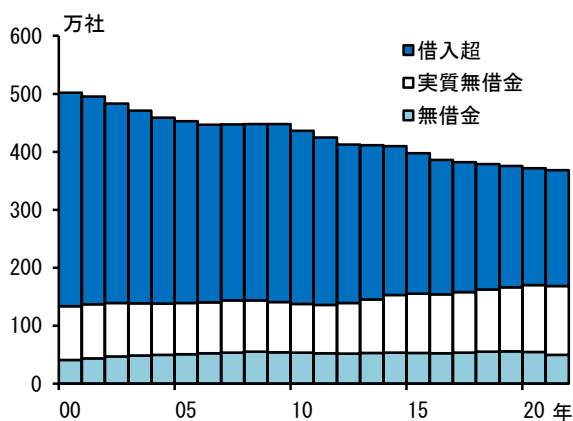
以上のように倒産の増勢は鈍化し、信用コストは抑制されているものの、足もと、各国の通商政策や地政学的リスクを巡る不確実性が高まっている点には留意が必要である。今後の

展開次第では、グローバルな金融経済活動が大きな影響を受け、企業の財務内容の悪化につながる可能性がある。こうしたストレスの大きさや持続性、潜在的な波及経路については、過去の類似の事例が乏しいこともあり、金融機関は、予断を持つことなく、その影響を注視していく必要がある。

企業の金利耐性

わが国の企業部門全体でみれば、趨勢的に実質無借金企業が増加し、借入超企業は減少している（図表Ⅳ-1-8）。加えて、企業収益の改善が進むもとで、借入超企業においても、利払い能力を示すインタレスト・カバレッジ・レシオ（ICR）は全体として上昇している（図表Ⅳ-1-9）。また、感染症拡大時における予備的な借入を含む借入返済が進んだ結果、負債比率は低下しているほか、手元流動性⁷相当分を負債から除いたネット負債比率も低下している。

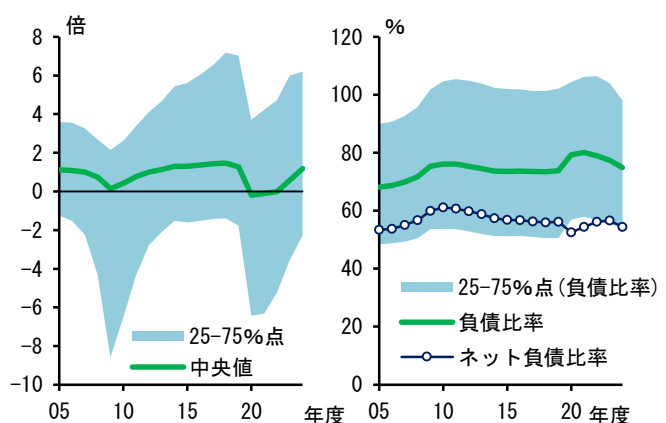
図表Ⅳ-1-8 借入有無別の企業数



（注）「経済センサス基礎調査・活動調査」（2006 年以前は「事業所・企業統計調査」）の民営事業所数（単独事業所および本社・本店）。内訳は、帝国データバンクのデータから算出した各年の構成比を用いて按分。「実質無借金」は有利子負債以上の現預金を保有する企業。

（出所）総務省、中小企業庁、帝国データバンク

図表Ⅳ-1-9 借入超企業の財務状況
ICR 負債比率



（注）1. 「借入超」は有利子負債が現預金を上回る企業。集計対象は中小零細企業（資本金1億円以下）。

2. ICRは（営業利益＋受取利息）÷支払利息。負債比率は借入金÷総資産。ネット負債比率は（借入金－手元流動性）÷総資産。

3. 直近は2024年度（4～9月）。

（出所）CRD協会

もっとも、収益の回復ペースにはばらつきがあるほか、高レバレッジの企業や手元流動性が乏しい企業のデフォルト率は、同じICRであっても低レバレッジの企業や手元流動性が多い企業よりも高い傾向がある（図表Ⅳ-1-10）。また、高レバレッジ先については、ICR1倍付近において、そうではない企業対比で、デフォルト率がより非線形的に大きく変化する傾向がある。こうした非線形性は、金利と実績デフォルト率の関係にも存在する。景気回復による押し下げ効果を捨象しつつ、金利のみを機械的に引き上げた場合のデフォルト率の変化幅を試算すると、レバレッジが高い企業や手元流動性が乏しい企業において、とくに金利感応

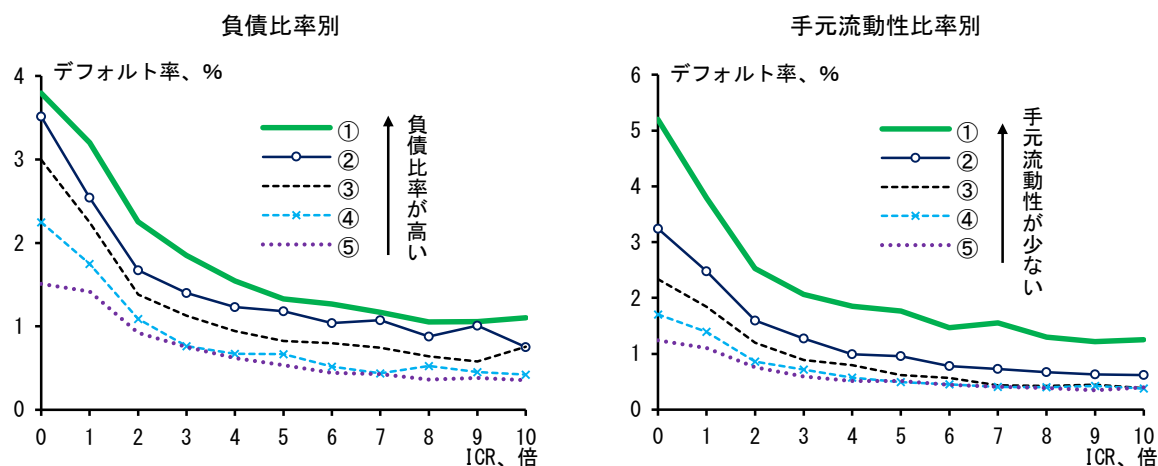
⁷ 手元流動性は、流動資産のうち現預金と有価証券の合計。

IV. 金融機関が直面するリスク

1. 信用リスク

度が高い傾向がみられる（図表IV-1-11）⁸。こうした場合でも、借入超企業全体でみるとデフォルト率の増分は限定的とみられるが、財務面で脆弱性を抱える企業の与信管理には、引き続き注意していく必要がある。

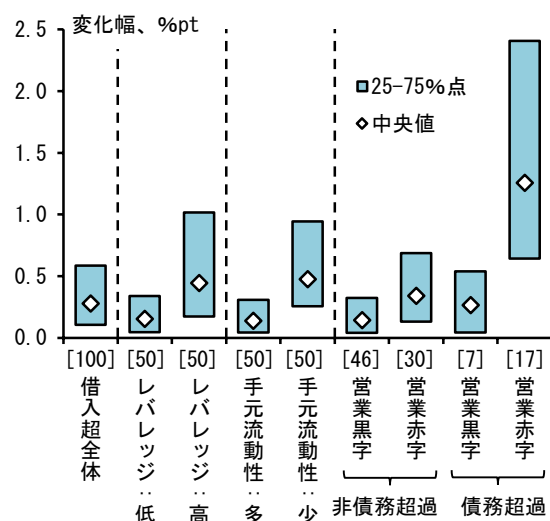
図表IV-1-10 ICR と実績デフォルト率の関係



- (注) 1. 集計対象は借入超の中小零細企業（資本金1億円以下）。サンプル期間は2004～2023年度。
2. デフォルト率は、過去1年間のデフォルト件数（要管理先以下への初回ランクダウン等）をもとに算出。
3. 負債比率および手元流動性比率（対総資産比率）の五分位でそれぞれ区分。

(出所) CRD 協会

図表IV-1-11 デフォルト確率の金利感応度



- (注) 1. 各企業特特性別にデフォルト確率モデル（推計期間は2003～2022年度）を推計し、長短金利1%上昇時の金利感応度（デフォルト確率の変化）を企業ごとに試算。2023年度データを用いた推計値と、追加的に①短期借入金と、長期借入金のうち変動金利分について、借入金利が1.0%pt上昇、②預金金利は0.5%pt上昇、を想定した場合の推計値の差分。
2. 集計対象は借入超の中小零細企業（資本金1億円以下）。レバレッジは負債比率の中央値を用いて、「高」「低」に区分。手元流動性は対総資産比率の中央値を用いて「多」「少」に区分。
3. []内は企業特特性別の構成比。

(出所) CRD 協会、日本銀行

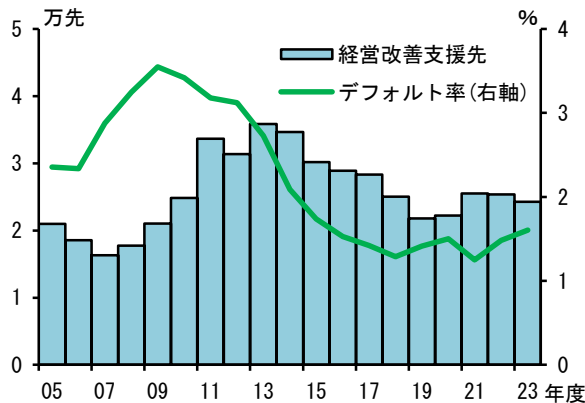
⁸ デフォルト確率の推計には、各企業の期中の手元流動性変化を明示的に勘案したデフォルト確率モデルを用いている。同モデルは、被説明変数として「先行き1年間のデフォルト有無（先行き1年以内に①3か月以上の延滞、②要管理先以下への格下げ、③信用保証協会の代位弁済のいずれかに初めて該当したか）」、説明変数として「短期資金過不足額比率（期初の手元流動性と期中の営業キャッシュフローの合計値の対総資産比率）」、「財務レバレッジ（借入金/総資産）」、「借入金利」、「Kinked-ICR」を用いて推計している（推計期間は2003～2022年度、対象は資本金1億円以下の中小零細企業）。デフォルト確率モデルおよび説明変数の詳細については、金融システムレポート2020年10月号のBOX4を参照。

なお、通常のICR（「（営業利益＋受取利息・配当金）÷支払利息」）には、その分子の営業利益等がマイナスの場合に、分母の支払利息が増加するとマイナス幅が縮小しICRが改善してしまうという技術的な問題があるため、本稿では、そうした問題が生じない屈折型ICR（Kinked-ICR）を用いている。

経営改善支援先の動向

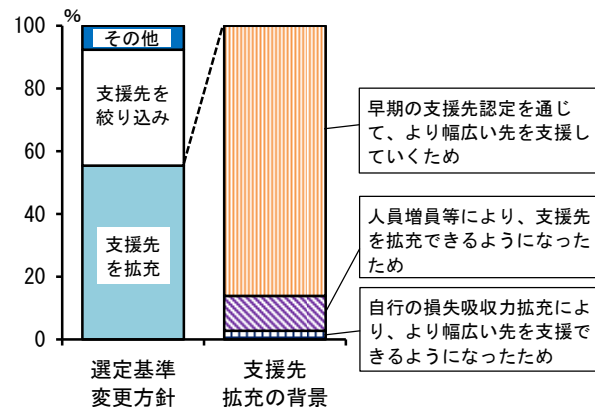
企業倒産やデフォルトが感染症拡大前の水準を超えているもと、金融機関による経営改善・事業再生支援の重要性は一層高まっている⁹。地方銀行による経営改善支援先数を見ると、リーマンショック後をピークに減少傾向にあったが、感染症拡大以降の支援先の拡大の取り組みなども背景に、増加に転じている（図表Ⅳ-1-12、図表Ⅳ-1-13）。

図表Ⅳ-1-12 地方銀行の経営改善支援動向



（注）デフォルト率の集計対象は地方銀行の融資先全体（破綻懸念先基準）。
（出所）全国地方銀行協会

図表Ⅳ-1-13 地域銀行の経営改善支援先選定方針



（注）2024 年度に実施した経営・リスク管理等に関するアンケートの結果。地域銀行のうち、選定基準を 2023 年度に変更済みもしくは 2024 年度に変更予定と回答した先について、変更方針とその背景を集計。
（出所）日本銀行

地域金融機関は、「資金繰り支援」に加えて、「ビジネスマッチング、取引先紹介」や「人材支援」など、取引先のニーズが高い支援に幅広く積極的に取り組んでいる（図表Ⅳ-1-14 左図）。金融機関側のコミットメントや早期の抜本的な支援は、相応に経営改善支援先の財務に影響を与えと考えられる。企業財務データベースを用いて、その企業の属性情報から、「経営改善支援」、「改善計画」といったキーワードが確認できる企業（経営改善支援先）を抽出したうえで、これらの先の売上高営業利益率をみると、ばらつきが大きい点には留意が必要であるものの、非支援先（財務内容でみれば同等だが支援を受けていない先）対比で改善している先も相応にみられる（図表Ⅳ-1-15）¹⁰。さらに、取引先金融機関数が少ないほど、財務の改善が大きいことが示唆される。金融機関には、引き続き、融資先の実態を適切に把握し、課題の本質をとらえた支援を早期に実施していくことが重要と考えられるほか、人材確保を含め、支援のための体制整備を進めていくことが望まれる（図表Ⅳ-1-14 右図）。

⁹ 例えば、次の文献を参照。金融庁、「地域銀行による顧客の課題解決支援の現状と課題」、2024 年 6 月。また、経済産業省・金融庁・財務省は、2024 年 3 月に「再生支援の総合的対策」を策定し、「一歩先を見据えた経営改善・再生支援の強化」を要請している。

¹⁰ 学術研究においても、抜本的な債務リストラ等を伴う私的整理では、デットオーバーハングの解消やモラルハザードの抑制に伴い、事後的な企業パフォーマンスの改善に繋がることが指摘されている。詳しくは次の文献を参照。Honda, T., A. Ono, I. Uesugi, and Y. Yasuda, “Anatomy of Out-of-court Debt Workouts for SMEs,” RIETI Discussion Paper Series 23-E-088, December 2023.

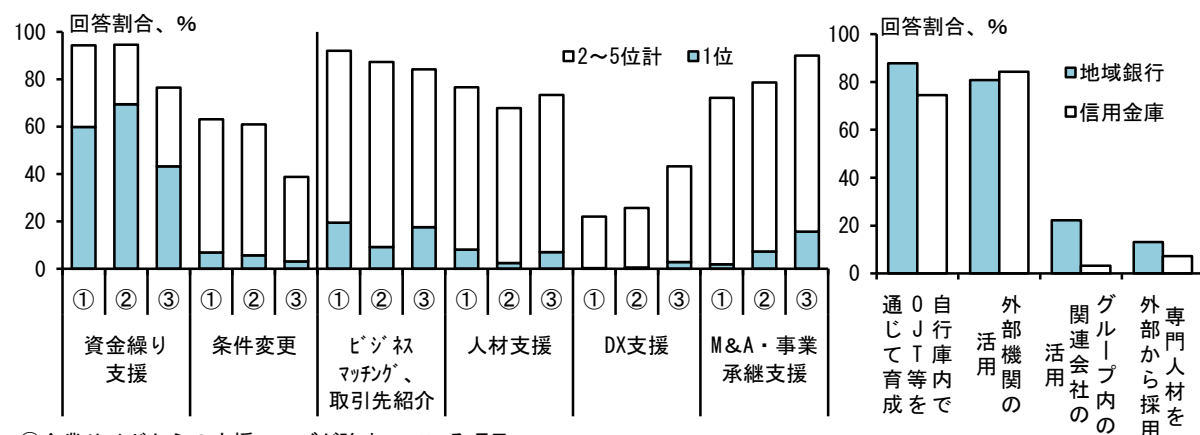
IV. 金融機関が直面するリスク

1. 信用リスク

図表IV-1-14 経営改善支援の実効性向上に向けた課題

経営改善支援ニーズと支援内容

経営改善支援体制整備
に向けた人材確保



①企業サイドからの支援ニーズが強まっている項目

②金融機関が積極的に取り組んでいる項目 ③金融機関が今後強化していきたい項目

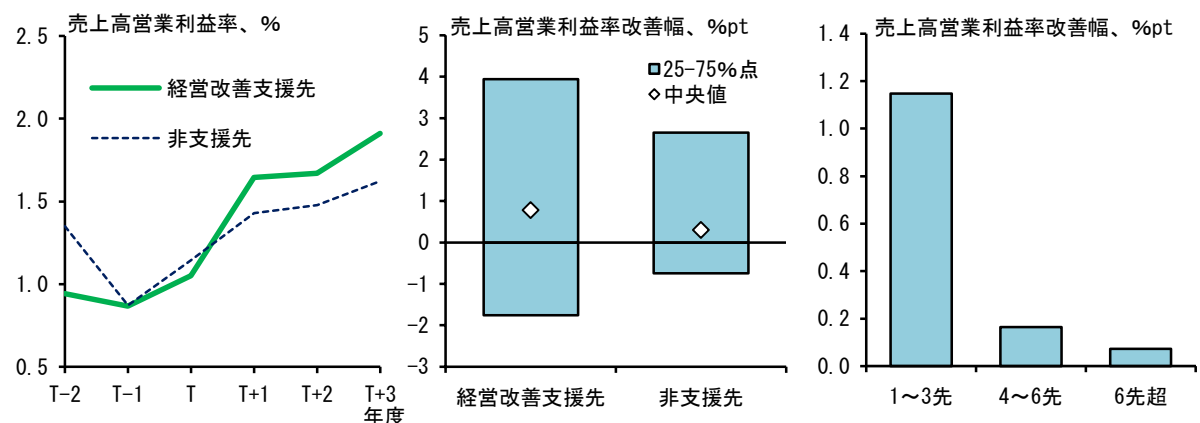
(注) 2024 年度に実施した経営・リスク管理等に関するアンケートの結果（対象は地域銀行と信用金庫）。左図は、①～③に該当する項目を 1～5 位で回答した結果について有効回答に占める割合を集計。右図は、調査対象に占める有効回答の割合を集計。

(出所) 日本銀行

図表IV-1-15 経営改善支援先の財務状況の変化

非支援先との比較

取引先金融機関数別



(注) 1. 非支援先（対照群）は、「各経営改善支援先（介入群）と同業種・同規模で支援開始前年度の売上高営業利益率が近い先」を抽出（対象期間は 2001～2021 年度）。支援先の T 年度は、経営改善支援が開始された年度（非支援先の T 年度は、対応する支援先の値）。

2. 中図と右図は、経営改善支援開始 3 年後（T+3 年度）にかけての売上高営業利益率の改善幅。

(出所) 帝国データバンク

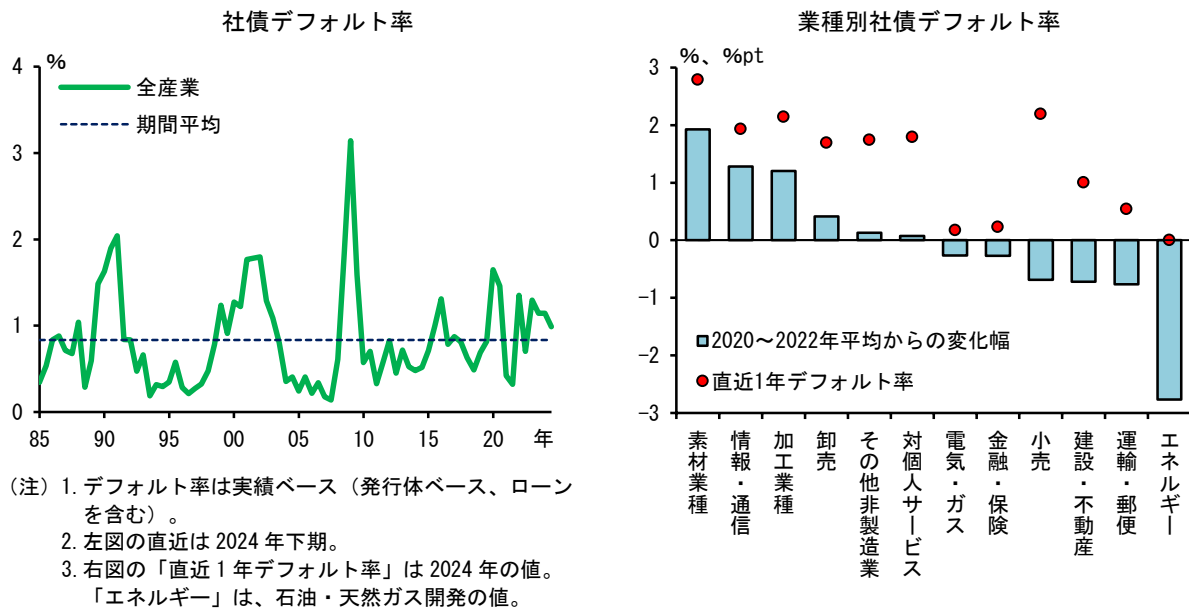
(2) 海外の信用リスク

海外における社債デフォルト率をみると、前期から小幅に低下するもとの、概ね過去平均並みの水準となっている（図表IV-1-16）。業種別に感染症拡大期と比較すると、感染症の影響を大きく受けた小売や運輸・郵便等でデフォルト率が低下している一方、素材業種や情報・通信などで、デフォルト率の上昇がみられている。

こうしたもとで、邦銀の海外貸出の信用リスクは抑制されている（図表IV-1-17）。不良債権比率や信用コスト率は低下したほか、投資適格比率は高水準を維持している。引当率は、米国

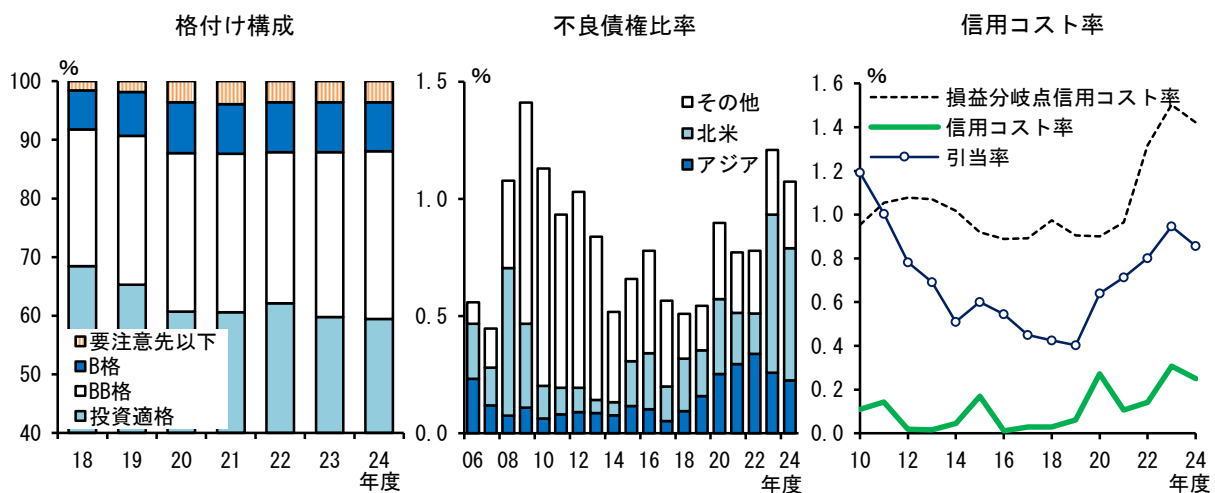
不動産市場の調整を受けた引当の積み増しや、フォワードルッキング引当が活用されていることもあり、高めの水準となっている。海外部門の損益分岐点信用コスト率（海外貸出資金利益/海外貸出残高）は、高めの水準を維持しており、相応の信用コストが発生したとしても、資金利益で吸収することができるとみられる。もっとも、各国の通商政策をはじめとする経済政策運営や地政学的リスクを巡る不確実性は高まっており、低格付先や大口貸出を中心としたリスク管理には十分に注意していく必要がある。

図表Ⅳ-1-16 社債デフォルト率



(出所) Moody's

図表Ⅳ-1-17 海外貸出の信用コスト



(出所) 各社開示資料、日本銀行

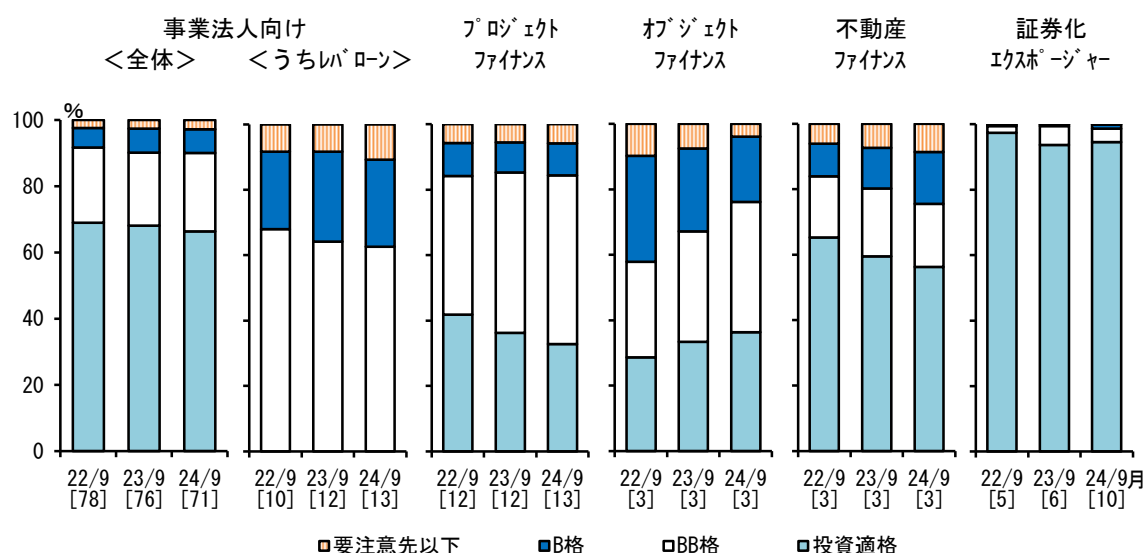
格付け構成をプロダクト別にみても、全体としてみれば、邦銀の海外貸出ポートフォリオの質は維持されている（図表Ⅳ-1-18）。事業法人向け全体では、投資適格比率は引き続き 7 割

IV. 金融機関が直面するリスク

2. 有価証券投資にかかる市場リスク

近い水準を維持しており、既往の米金利上昇に伴う利払い負担増加の影響はこれまでのところ限定的であるほか、オブジェクト・ファイナンスの同比率は、航空機需要の改善を受けて上昇している。一方、比較的风险の高いレバレッジドローンやプロジェクト・ファイナンス、不動産ファイナンス（ノンリコースローン）の格付け構成は、幾分悪化している。これらの融資は金利耐性の観点からも、先行きも慎重なリスク管理が求められる。

図表Ⅳ-1-18 プロダクト別にみた海外貸出の格付け構成



(注) 外貨建て貸出の格付け構成。[]内はプロダクト別の構成比。集計対象は大手行のほか、ゆうちょ銀行や一部の系統上部金融機関を含む。
(出所) 日本銀行

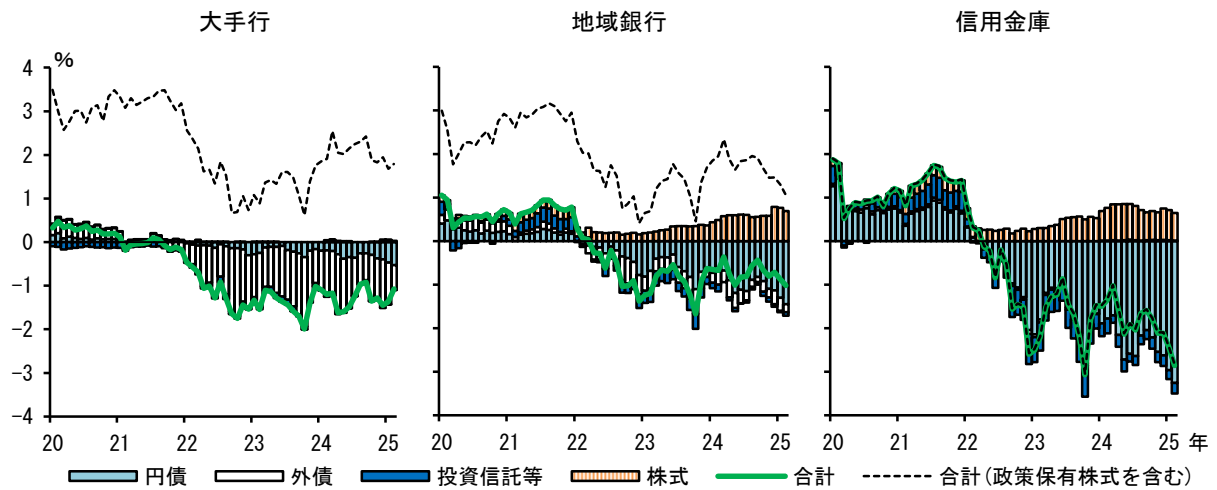
2. 有価証券投資にかかる市場リスク

金利リスク

金融機関の有価証券ポートフォリオにおける評価損益をみると、昨年秋以降の円金利上昇のもとで、2月末時点では、損超幅が幾分拡大していた（図表Ⅳ-2-1）¹¹。もっとも、金融機関の円債・外債を合わせた金利リスク量全体の対自己資本比率は、概ね横ばいとなっている（図表Ⅳ-2-2）。円債については、全体として、長めの年限の残高が減少しているほか、金利スワップやベアファンドを用いたヘッジを行う先もみられており、リスク量はひと頃と比べて抑制されている（図表Ⅳ-2-3 左図）。外債のリスク量は、概ね横ばいとなっている（図表Ⅳ-2-3 中図）。各国の通商政策運営や地政学的リスクを巡る不確実性もあり、内外の金利動向を巡る不確実性は引き続き高い。金融機関は、様々な相場変動を想定し、自身の損失吸収力も勘案しながら、金利ポートフォリオを適切に管理していくことが求められる。

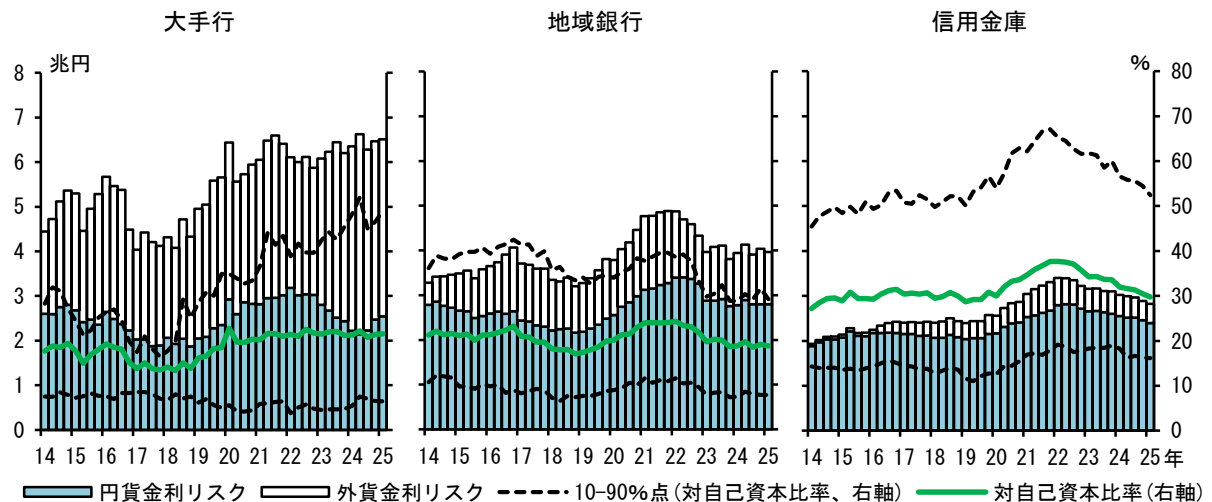
¹¹ この1年で円債市場のイールドカーブがスティープ化したことから、円債評価損が拡大した一方、保有債券のロールダウン効果が顕現しやすくなっている。この点は、先行きの評価損を抑制する方向に作用すると考えられる。

図表IV-2-1 有価証券の評価損益



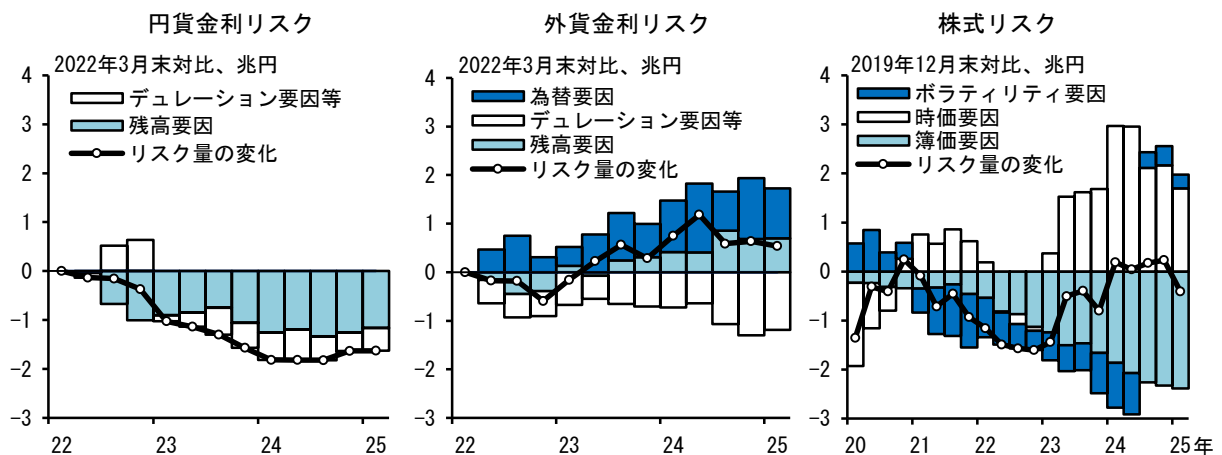
（注）対リスクアセット比率。「株式」の寄与は政策保有株式を含まない。直近は2025/2月末。
（出所）日本銀行

図表IV-2-2 有価証券の金利リスク量



（注）「円貨金利リスク」は100bpv、「外貨金利リスク」は200bpv。オフバランス取引・投資信託残高を考慮（大手行は外貨のオフバランス取引のみ考慮）。直近2025/1Qは2月末の値。
（出所）日本銀行

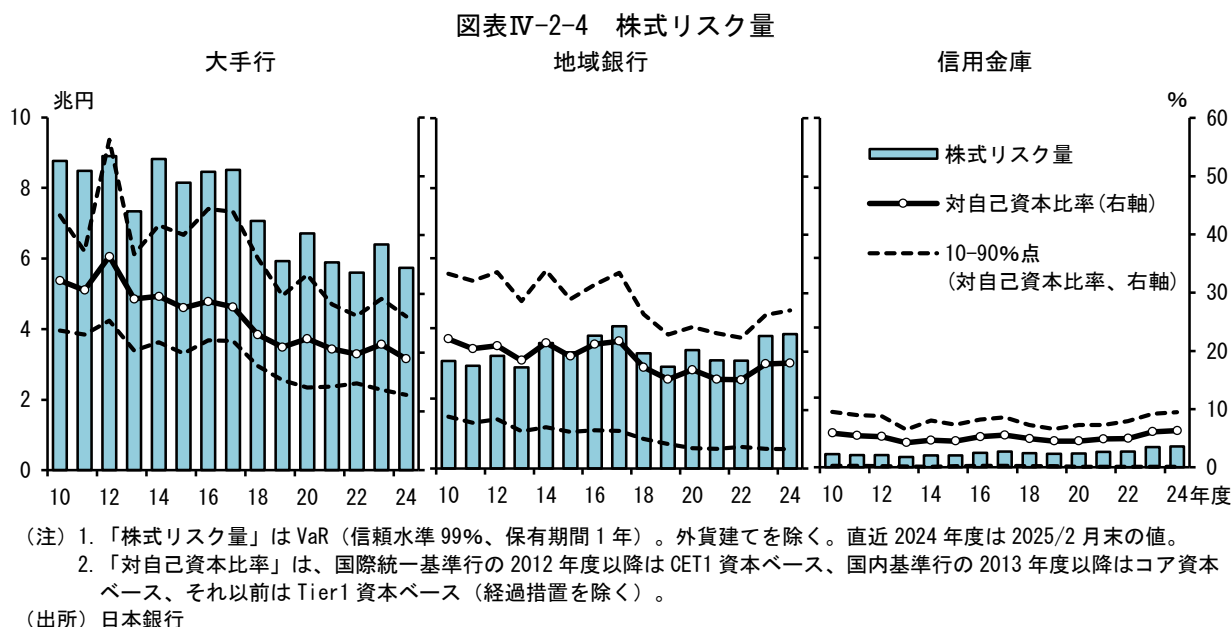
図表IV-2-3 リスク量の変化要因



（注）集計対象は大手行、地域銀行、信用金庫。各リスク量については図表IV-2-2、図表IV-2-4 参照。「デュレーション要因等」は、オフバランス取引・投資信託残高の影響を含む。直近2025/1Qは2月末の値。
（出所）日本銀行

株式リスク

金融機関の株式リスク量は、横ばい圏内で推移している（図表Ⅳ-2-4）。最近の動向をみると、引き続き、政策保有株式の削減によるリスク量の抑制がみられる一方、株価ボラティリティの上昇がリスク量増加に寄与している（前掲図表Ⅳ-2-3 右図）。また、株式リスク量の対自己資本比率は、大手行・地域銀行ともに 20%程度の水準で推移している。2023 年以降の株高は金融機関にとって益出し余力の改善要因となっているものの、株価は変動が大きく、金融機関の財務や収益にとって無視しえないリスク要因となっている。株式保有にかかるリスクとリターンの関係、コーポレートガバナンスや規制対応など様々な観点から株式の保有意義とコストに関して客観的な評価を行い、株式リスク量を損失吸収力との対比で適切な範囲に抑制していく必要がある。

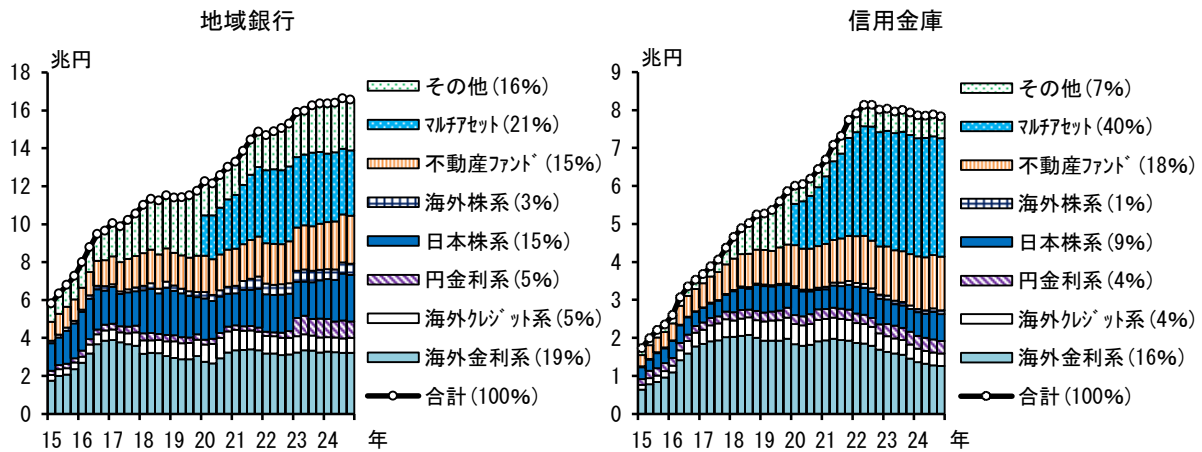


多様化した市場リスク

地域金融機関においては、長期にわたる低金利環境のもとで、有価証券投資に投資信託を活用する先が増えており、多様なリスクファクターを抱えるようになっている（図表Ⅳ-2-5）。もっとも、このところは、内外の金融環境が大きく変化するもとで、マルチアセット型や海外金利系の投資信託を通じた金利リスクテイクの動きは慎重化しているほか、不動産ファンド向けのリスク量も平均的にみて抑制されている（図表Ⅳ-2-6）¹²。

¹² 他方で、近年、地域金融機関でも、地元企業を投資対象とした事業再生・事業承継ファンドなど、非上場企業の株式を対象としたプライベートエクイティ（PE）ファンド向け投資の増加がみられるようになっている。PE ファンドは、中途解約やセカンダリー売却が困難な長期投資である一方、投資先企業のライフステージや投資戦略などの異質性が大きく、時価のタイムリーかつ精緻な把握が難しいといった特徴を持つ。PE ファンドへの投資を増やす先では、こうした特性を踏まえたリスク管理体制を確保していくことが求められる。

図表Ⅳ-2-5 投資信託等残高の内訳

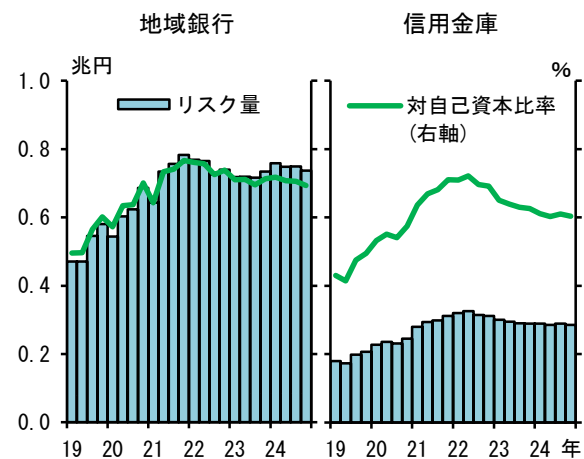


(注) 1. 取得原価ベース。凡例内の数字は直近時点での構成比。直近は2024/4Q。

2. 2019/4Q以前の「その他」には「マルチアセット」を含む。

(出所) 日本銀行

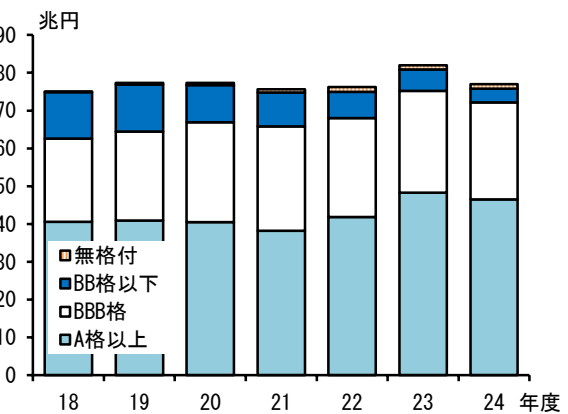
図表Ⅳ-2-6 REIT リスク量



(注) 「リスク量」はVaR（信頼水準99%、保有期間1年）。直近は2024/4Q。

(出所) 日本銀行

図表Ⅳ-2-7 格付け別にみた海外クレジット投資残高



(注) 集計対象は、大手行のほか、ゆうちょ銀行や一部の系統上部金融機関を含む。直近は2024/9月末。

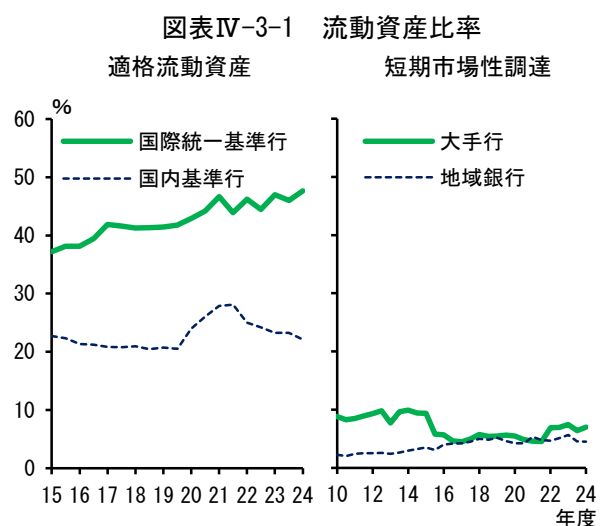
(出所) 日本銀行

金融機関の海外クレジット投資についても、引き続き高格付け商品が選好されているもとで、全体としてはリスク抑制的な運営がなされている（図表Ⅳ-2-7）。先行きについて、各国の経済政策運営や地政学的リスクを巡る不確実性は高まっており、海外クレジット投資に取り組む金融機関は、最近の経済・物価・金利動向の変化に留意し、リスク管理の継続的な向上に努めていく必要がある。

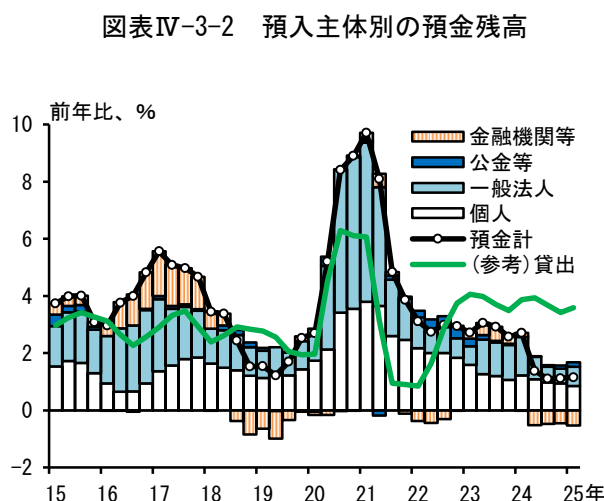
3. 資金流動性リスク

円貨資金流動性リスク

円貨預金について、金融機関は、小口の粘着的な個人預金を中心に安定的な資金調達基盤を有しており、十分な流動性を確保している。預金残高は貸出残高を大きく上回っており、金融機関は、円貨資金を低利で確保できている。また、預貸差部分の多くは、国債や日銀預け金など流動性の高い資産で保有されている一方、1 か月以内に満期が到来する短期の市場性調達は、総資産対比でみて僅少である（図表Ⅳ-3-1）。金融機関は、ストレス時において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、全体として、十分な短期ストレス耐性を備えていると評価できる。



（注）1. 対総資産比率（国内業務部門）。集計対象は大手行と地域銀行。直近は2024年度上期。
2. 国際統一基準行と大手行は報告値、国内基準行と地域銀行は、商品別残高データ等を用いた試算値。
（出所）日本銀行



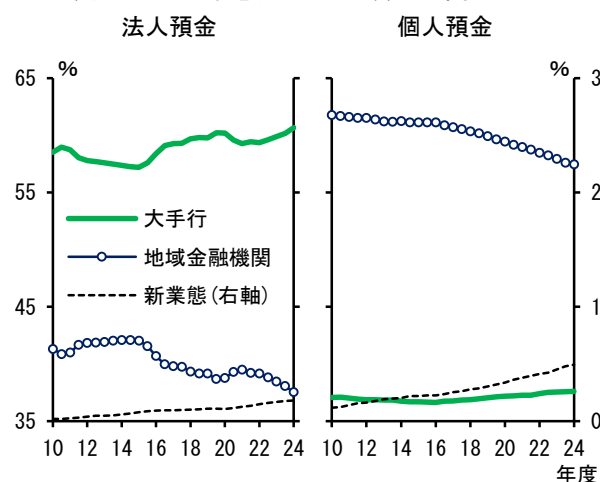
（注）集計対象は国内銀行と信用金庫。直近2025/10は1～2月。
（出所）日本銀行

預入主体別の預金残高をみると、個人・法人とも増加しているものの、伸び率はこのところ幾分鈍化している（図表Ⅳ-3-2）。法人預金は、売上増を背景とした増加がみられる一方で、政府による各種支援策・補助金の縮小や法人税納税額の増加が押し下げに寄与している。個人預金は、家計支出の増加や預かり資産へのシフト等による下押しがみられる一方、冬季賞与の増加を含めて賃上げの動きが進んでいることから、足もとの伸び率は概ね横ばいとなっている。この間、金融機関預金は、短期の市場金利がプラスになって以降、保険会社等が流動性預金を市場運用に切り替える動きがみられており、減少している。

やや長い目でみると、人口動態やデジタルチャネルの普及などの構造的な要因を背景に、営業基盤の地域的特性やデジタル化の取り組み次第では、徐々に預金を確保しにくくなる可能性がある点には留意する必要がある。実際、人口減少や相続預金の移動に伴い預金量が変化するもとで、地域金融機関の預金シェアは低下している一方、大手行のシェアは高まってい

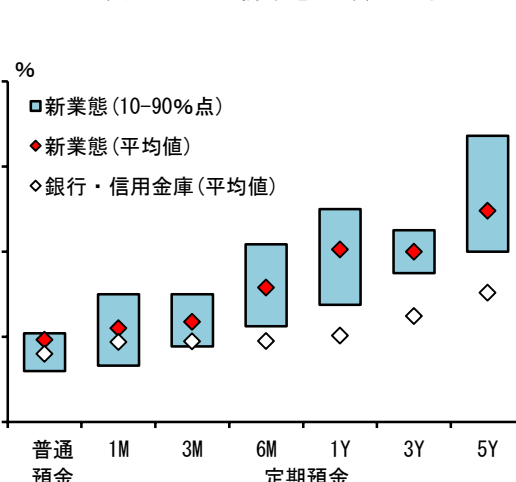
る（図表Ⅳ-3-3）。また、オンラインバンキングやモバイルアプリを通じたサービス提供をはじめとする対顧客チャネルのデジタル化が進むもとで、預金金利が高い傾向にあるインターネット専門銀行のシェアも高まっている（図表Ⅳ-3-4）。地域銀行においても、デジタルチャネル活用の取り組みを強化しており、例えば、モバイルアプリの導入は、2017 年前後に、多くの金融機関で急速に広がった。なお、地域銀行の中でモバイルアプリ活用に向けた取り組みが早かったグループは、預金残高の増加ペースが相対的に高い傾向がみられる（図表Ⅳ-3-5）。デジタルチャネルを活用した金融サービスの幅が広がるもと、利便性向上に取り組みつ、安定した顧客基盤を確保する努力を継続していくことが金融機関にとって重要である。

図表Ⅳ-3-3 業態別にみた預金残高シェア



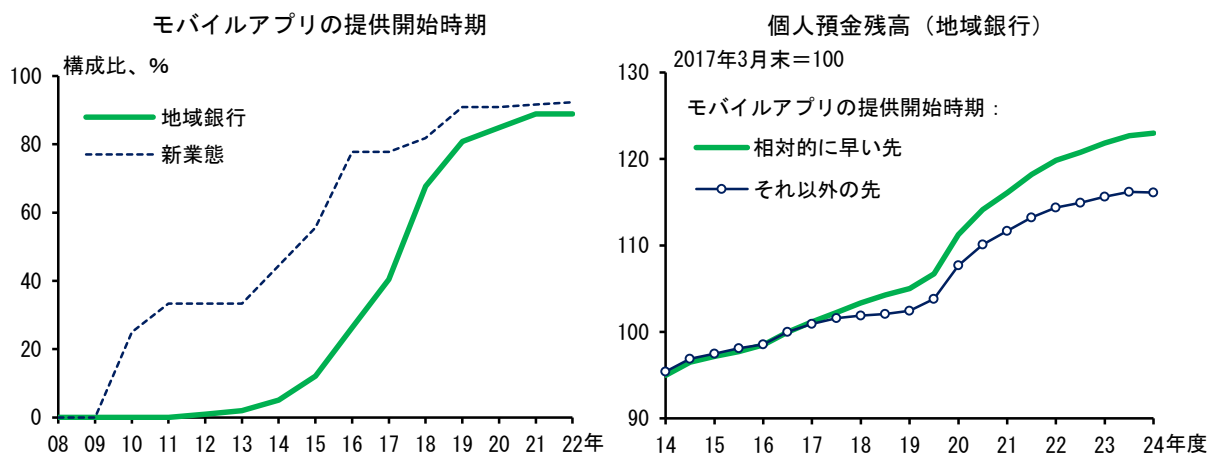
(注) 直近は 2024 年度上期。
(出所) 日本銀行

図表Ⅳ-3-4 新業態の預金金利



(注) 2025/3 月時点の店頭表示金利。
(出所) 日本銀行

図表Ⅳ-3-5 モバイルアプリにおけるサービス提供と預金残高



(注) モバイルアプリの提供開始時期は、日本銀行が実施したアンケートの結果（2022/3 月末時点）に基づく。詳細は、金融システムレポート別冊「金融機関におけるモバイルアプリの提供状況と管理体制について—アンケート調査結果から—」（2022/11 月）を参照。右図の「相対的に早い先」は、2018/2 月以前に提供開始した 45 行。直近は 2024 年度上期。
(出所) 日本銀行

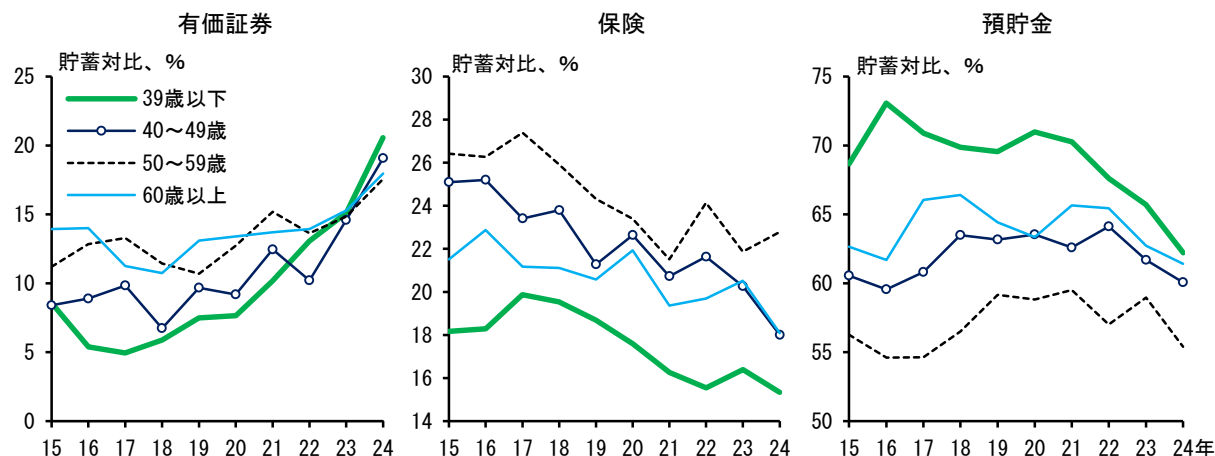
また、金融環境の変化によっては、家計の預金選好が変化していく可能性もある。実際、若年層を中心に、2018 年の「つみたて NISA」の取り扱い開始以降、貯蓄総額対比でみた有価

IV. 金融機関が直面するリスク

3. 資金流動性リスク

証券保有額の比率が上昇傾向にある（図表Ⅳ-3-6）。オンラインバンキングの普及によって資産構成を変えやすくなっていることもあり、過去と比べて家計が資産運用との利回り差に敏感となり、預金量が変化しやすくなっている可能性もある。地域金融機関の預金残高の前年比の分布をみると、下方への広がりはいくつかの年強まっているが、各金融機関を取り巻く経営環境が異なるもとで、預金動向にばらつきが生じる可能性にも注意が必要である（図表Ⅳ-3-7）。

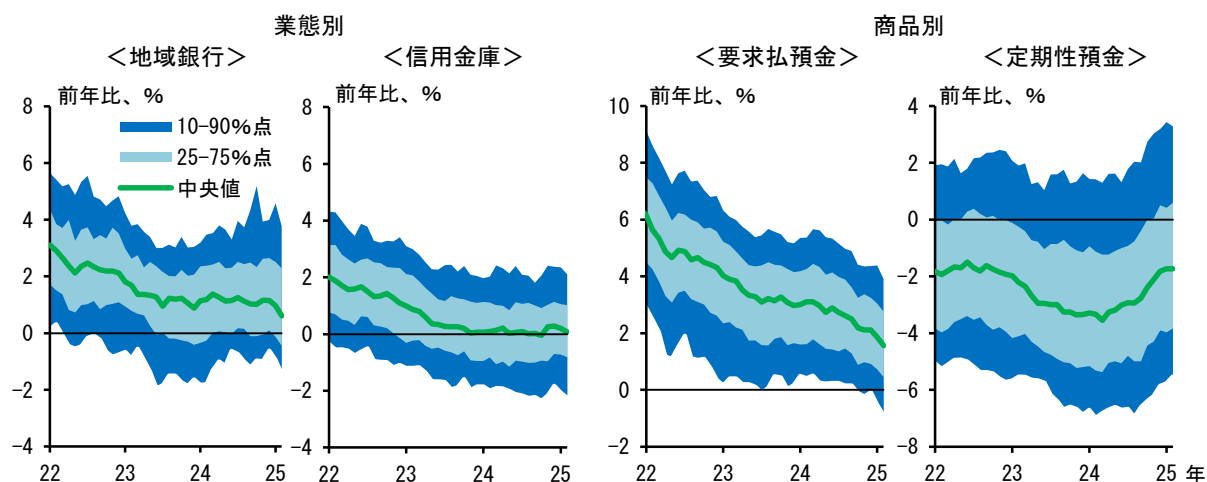
図表Ⅳ-3-6 年齢階層別の資産ストック



（注）集計対象は二人以上の勤労者世帯。貯蓄は、預貯金、有価証券、保険（払込総額）、金融機関外貯蓄（共済組合等）の合計。直近 2024 年は 1～9 月の値。

（出所）総務省

図表Ⅳ-3-7 預金残高前年比の分布



（注）集計対象は地域金融機関。直近は 2025/2 月。

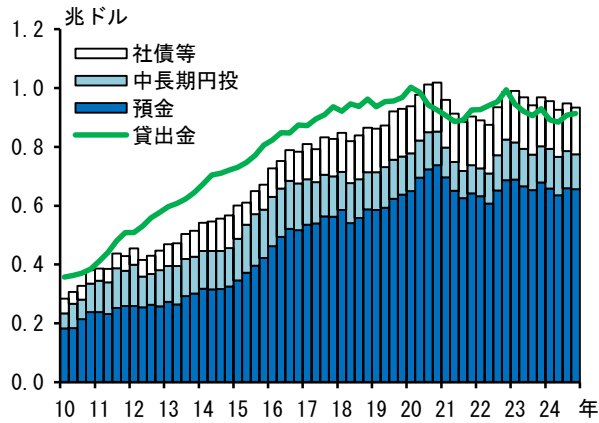
（出所）日本銀行

外貨資金流動性リスク

外貨資金については、引き続き、先行きの金融・経済の不確実性を踏まえて、調達の実態維持が図られている。大手行の運用・調達ギャップ——貸出金と、社債発行などの長期調達や預金との差額——は、比較的安定的な調達が運用を上回った状態にある（図表Ⅳ-3-8）。この

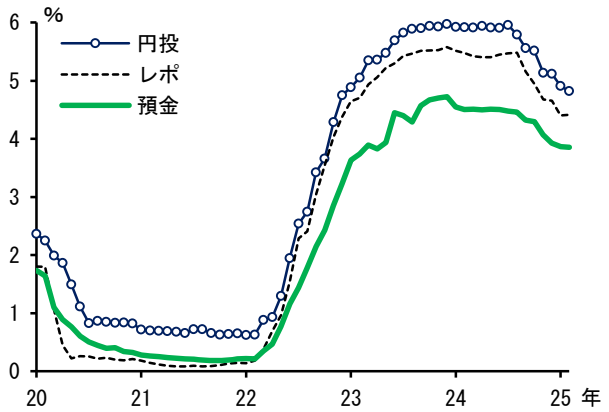
間、ドル調達コストは高水準となっているが、昨年後半以降は米国の利下げに伴い、幾分低下した（図表Ⅳ-3-9）。

図表Ⅳ-3-8 大手行の運用・調達ギャップ



（注）1. 「社債等」と「中長期円投」は1年超の調達（2012年3月末以前は3か月超）。
2. 集計対象は国際統一基準行。直近は2024/4Q。
（出所）日本銀行

図表Ⅳ-3-9 ドル調達コスト



（注）中央値を表示。集計対象は大手行。直近は2025/2月。
（出所）日本銀行

V. 金融循環と環境変化に伴う課題

- ヒートマップを構成する全 14 指標のうち 12 指標は「緑」となっており、金融循環を表す金融ギャップは、ひと頃と比べてプラス幅が縮小している。やや長い目でみた株価や不動産価格の上昇ペースには引き続き留意が必要であるものの、全体としてみれば、資産市場や金融機関の与信活動には過熱感は見られていない。
- 不動産価格は、大都市圏を中心に上昇している。資材価格の高騰や人手不足の影響により建設コストが大幅に上昇していることや、景気の緩やかな回復や都市部への人口流入など、先行きも堅調な需要や賃料の上昇が見込まれていることが寄与していると考えられるが、商業用不動産の期待利回りやリスクプレミアムはこのところ低下しており、不動産市場の先行きには引き続き注意していく必要がある。
- わが国では、預金取扱機関による間接金融が中心的な役割を担っているものの、銀行部門や金融資本市場と海外ノンバンク部門（NBFI）との間の結びつきが強まっている。国内金融機関の海外ノンバンク部門への投融資は投資信託やファンド向け貸出を中心に大きく増えているほか、ファンドを中心とした海外ノンバンク部門の本邦株式・債券への投資も顕著に増えている。こうしたもとで、わが国の金融システムが、グローバルな金融市場の変動や海外ファンドを通じた影響を受けやすくなっている可能性がある。金融機関には、こうした点にも留意しつつ有価証券にかかるリスクを把握・管理していくことが求められる。
- デジタル技術や気候変動に関連するリスクについても、金融機関は引き続きしっかりと管理していくことが求められる。

本章では、①国内の金融システムにおいて大きな金融不均衡が生じていないかについて、金融資本市場や実体経済と金融機関行動の相互連関に留意しつつ点検するとともに、②内外においてノンバンク部門のプレゼンスが近年拡大していることを踏まえて、ノンバンク部門を巡るリスクや脆弱性、わが国の金融システムとの相互連関についてファクト整理を行う。また、デジタル技術の革新や気候変動対応など、金融機関が直面している経営環境の変化について論点を整理する。

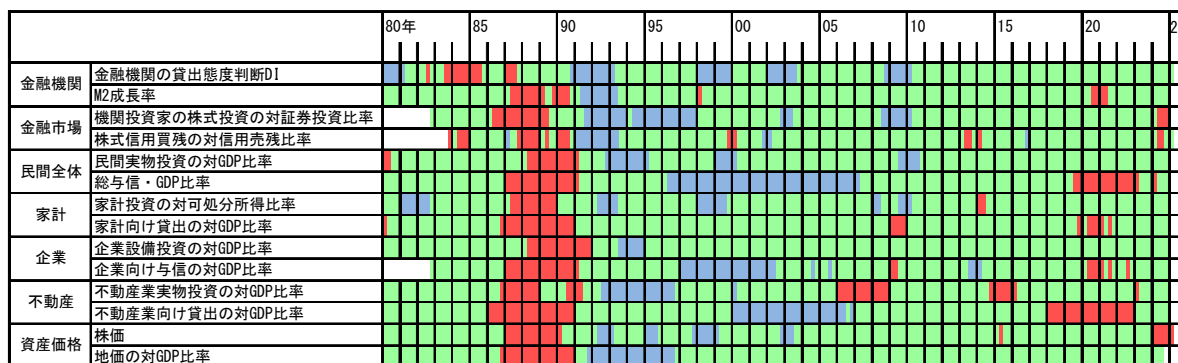
1. 国内の金融循環

（1）金融循環と経済変動リスク

ここでは、ヒートマップと金融ギャップを用いて、金融循環上の過熱感や停滞感を評価する。ヒートマップは、1980 年代後半のバブル期を基準に、様々な金融活動指標に関して過

熱・停滞の状況を判定したうえで、3色に色分けしたものである（図表V-1-1）¹³。直近の3月末時点では、株式市場関連の2指標に「赤」が点灯しているものの、全14指標のうち12指標で「緑」となっている¹⁴。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して一つの指標に集約した「金融ギャップ」をみても、プラス幅はひと頃と比べて縮小した状態が続いている（図表V-1-2）¹⁵。内訳をみると、「負債要因」の寄与は、分子である金融機関与信が増加を続けるもとでも、経済活動水準を示す分母の名目GDPがよ

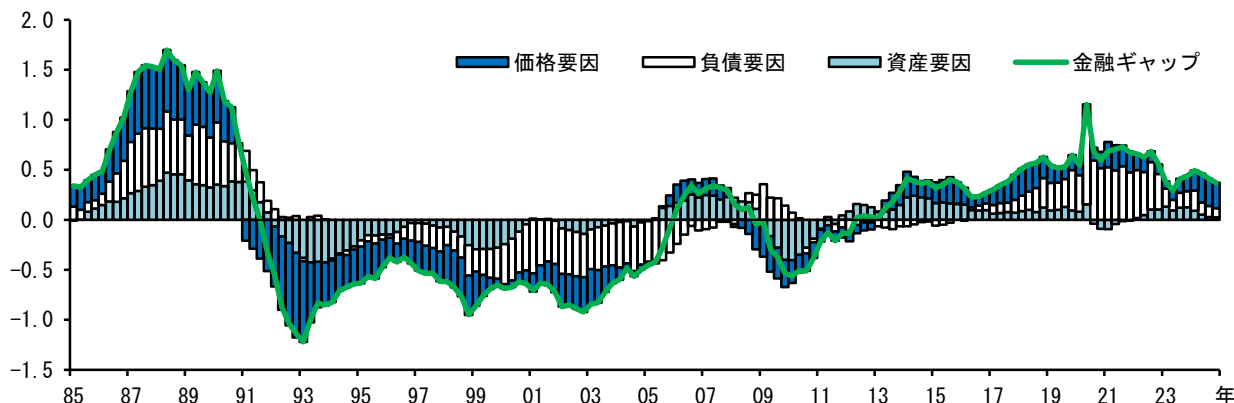
図表V-1-1 ヒートマップ



（注）直近は、金融機関の貸出態度判断DI、株式信用買残の対信用売残比率、株価が2025/1Q、地価の対GDP比率が2024/3Q、その他が2024/4Q。

（出所）Bloomberg、財務省、東京証券取引所、内閣府、日本不動産研究所、日本銀行

図表V-1-2 金融ギャップ



（注）金融活動指標のうち、民間全体、家計、企業、不動産の実物投資に関する指標を「資産要因」、これらの債務調達に関する指標を「負債要因」、残りの指標を「価格要因」としている。直近は2024/4Q（地価の対GDP比率のみ直近の値を横置き）。

（出所）日本銀行

¹³ 図表V-1-1では、金融活動における過熱・停滞の状況を機械的に判定している。すなわち、指標が上限の閾値を上回っていれば「赤」、指標が下限の閾値を下回っていれば「青」、どちらでもなければ「緑」としている。なお、「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、次の文献を参照。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シリーズ、No.14-J-7、2014年4月。

¹⁴ 前回レポート以降の変化をみると、「株式信用買残の対信用売残比率」に「赤」が点灯していたが直近では「緑」となっている。

¹⁵ 図表V-1-2で示した金融ギャップにおいて、14の金融活動指標を加重平均するにあたっては、他の指標との相関の高い指標に、より高いウェイトを付与している。また、そのウェイトは、時系列的な相関度合いの変化に応じて可変としている。

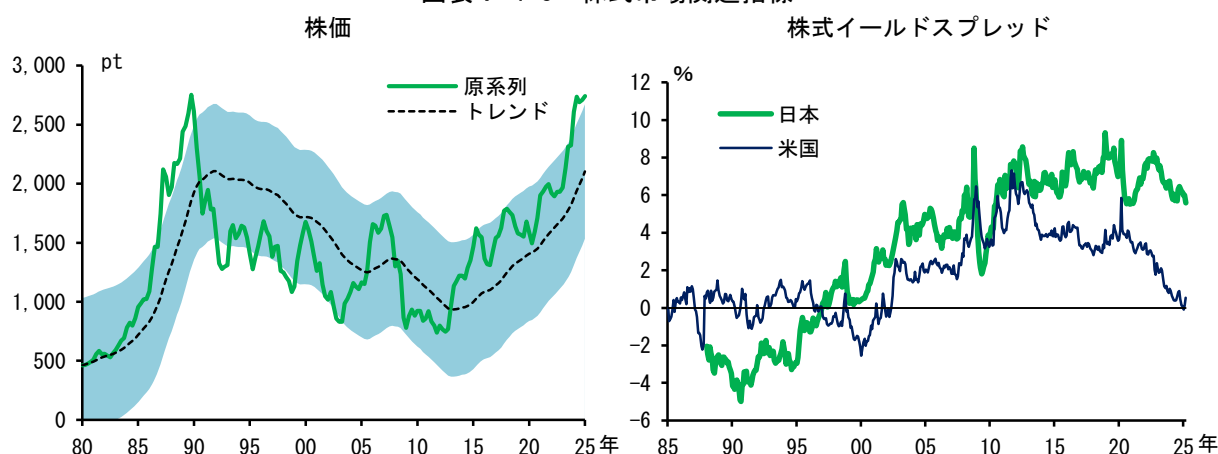
V. 金融循環と環境変化に伴う課題

1. 国内の金融循環

り速いペースで増加してきたことから縮小傾向にあり、新型コロナウイルス感染症拡大前の2019年頃と比べて低い水準にある。実物投資（図中の「資産要因」に含まれる）の寄与も、引き続き限定的である。これらの点からは、現在の金融活動に、過熱や停滞など大きな不均衡は認められない。

ただし、やや長い目でみた資産価格の上昇ペースには引き続き留意が必要である。株式市場では、ヒートマップを構成する「株価」と「機関投資家の株式投資（対証券投資比率）」に「赤」が点灯しており、金融ギャップにおける株価など資産価格（図中の「価格要因」に含まれる）の寄与も拡大した状態となっている（前掲図表V-1-1、前掲図表V-1-2、図表V-1-3左図）¹⁶。PERは過去平均的な水準での推移を続けているほか、イールドスプレッドでみた株式リスクプレミアム（株式期待益回り－10年物国債金利）も、金利が上昇するなかでも概ね横ばいで推移しており、株価のバリュエーション上は、大きな過熱感は見られない（前掲図表Ⅱ-2-10、図表V-1-3右図）。もっとも、4月以降は、各国の通商政策がグローバルな金融経済情勢に及ぼす影響等について不確実性が高まるなか、株価が大きく変動している。国際金融資本市場において市場参加者の先々の見方の大幅な修正や投資ポジションの巻き戻しが生じた場合などに、わが国の株価にも影響が及ぶ可能性には、引き続き注意する必要がある（海外市場の調整を起点とする資産価格の変動リスクについては、Ⅱ章や本章2節の議論を参照）。

図表V-1-3 株式市場関連指標



（注）1. 左図の「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。直近は 2025/1Q。

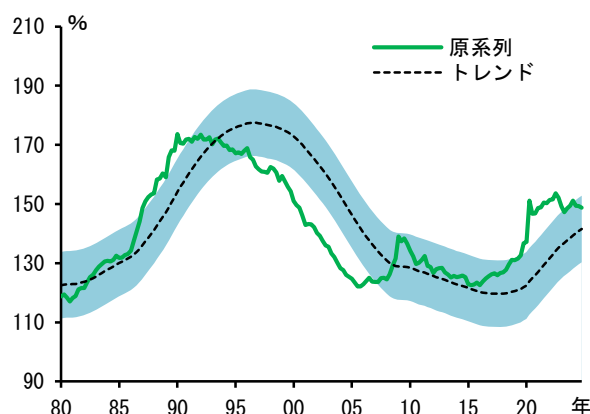
2. 右図の「日本」は TOPIX、「米国」は S&P 500 の 12 か月先予想 EPS に基づく期待利回りから、10 年物国債金利を差し引いて算出。直近は 2025/3 月末。

（出所）Bloomberg、Haver Analytics、LSEG、財務省

¹⁶ ヒートマップに含まれる指標に「赤」が点灯した場合、その後の銀行危機をどの程度予測するかについて、G7を含む17か国のデータを用いて分析すると、「株価」については、単独での予測力があまり高くない一方で、「総与信・GDP比率」とともに「赤」が点灯した場合に予測力が高まる傾向が確認される。詳細は、金融システムレポート2021年4月号のBOX1を参照。

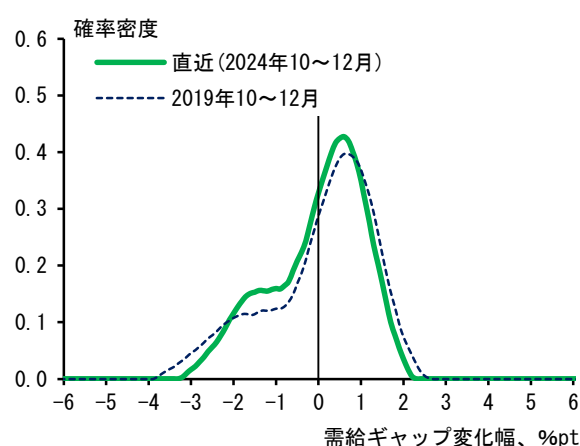
また、金融ギャップの中長期的な動きをみると、2010 年代前半から始まった拡張局面は、直近まで持続している。「総与信・GDP 比率」はトレンドの範囲内にあるものの、上昇傾向が続いており、これが将来的にバランスシート調整圧力となることで、景気悪化方向のテールリスクを高める可能性も考えられる（図表 V-1-4）。この点、先行き 3 年間の GDP 成長率の確率分布を「GDP at Risk (GaR)」でみると、感染症拡大前と同程度に、景気悪化方向に歪んだ形状となっている（図表 V-1-5）¹⁷。与信の増加が続くもとで、金融活動が実体経済活動から大きく乖離することがないか、引き続き注視していく必要がある。

図表 V-1-4 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. 直近は 2024/4Q。
（出所）内閣府、日本銀行

図表 V-1-5 先行きの経済変動リスク



（注）先行き 3 年間の需給ギャップの変化幅の分布。各時点の需給ギャップ、金融ギャップ、全米金融環境指数に基づく試算値。

（2）不動産市場と金融システム安定

不動産市場の動向

地価は、全国でみると商業地・住宅地ともに経済の回復を受けて上昇しており、三大都市圏では上昇ペースが高まっている（図表 V-1-6）。もっとも、地方圏ではこうした上昇はみられない。不動産取引価格の上昇は、地価よりも顕著であり、商業用については首都圏でオフィス価格の上昇が顕著にみられるほか、住宅用については、マンション価格が全国的に大きく上昇している（図表 V-1-7）。

¹⁷ GaR は、金融資産のリスク評価手法である VaR の考え方を GDP 成長率に援用したものである。具体的な回帰式は次のとおり。

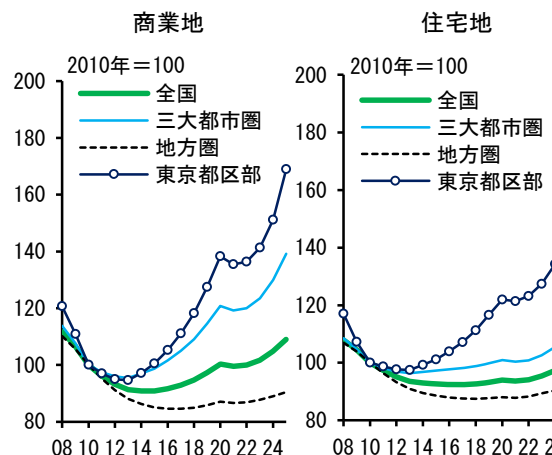
$$\left(\begin{array}{c} \text{先行き} X \text{ 年間の} \\ \text{需給ギャップの変化幅} \end{array} \right) = \alpha \left(\begin{array}{c} \text{需給ギャップ} \\ \text{の前期差} \end{array} \right) + \beta (\text{金融ギャップ}) + \gamma (\text{全米金融環境指数}) + \delta$$

詳細な考え方や計測方法、利用上の留意点については、金融システムレポート 2018 年 10 月号の IV 章 2 節、BOX1 を参照。

V. 金融循環と環境変化に伴う課題

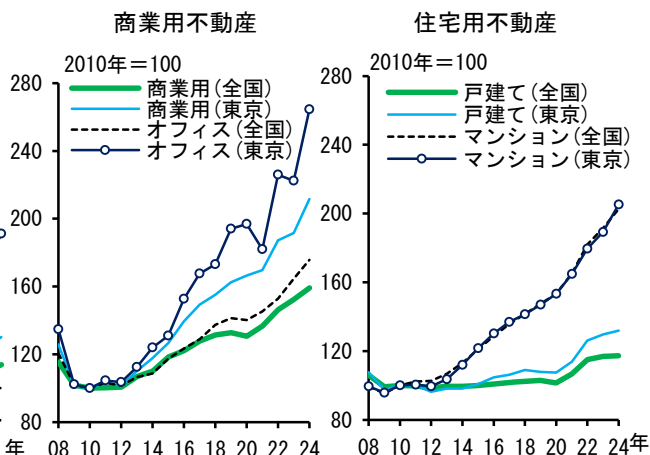
1. 国内の金融循環

図表V-1-6 地価



(注) 各年1月1日時点(公示地価ベース)。
(出所) 国土交通省

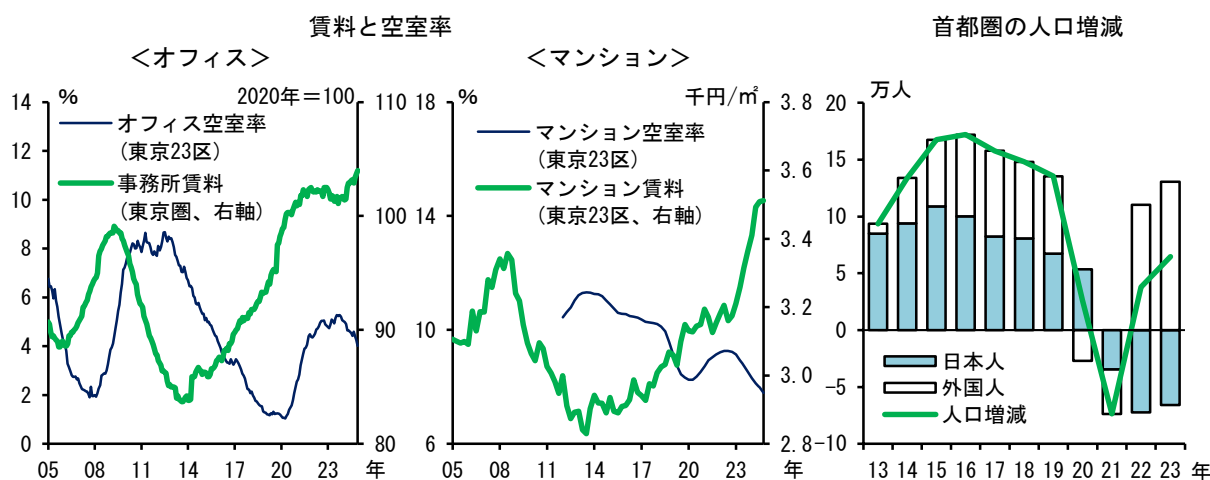
図表V-1-7 不動産取引価格



(出所) 国土交通省

こうした不動産価格の上昇には、需要面と供給面の双方が寄与していると考えられる。まず、オフィスについては、感染症拡大後、景気が緩やかに回復するも、足もとは、空室率が低下に転じているほか、賃料も一段と上昇している(図表V-1-8)。また、住宅についても、一旦減少していた都市部への人口流入が持ち直し、首都圏を中心とした住宅需要の増加が続く可能性が唆されるも、最近では、空室率の低下とマンション賃料の上昇がみられており、需要面の寄与があることを窺わせる。他方、堅調な需要に対して、供給が進んでいないことも価格上昇に寄与している可能性がある。近年、資材価格の高騰や人手不足の影響により建設コストの大幅上昇や工期の遅れが生じていることは、新規プロジェクトの採算悪化や計画見直し等を通じて供給抑制に作用している可能性がある(図表V-1-9)。実際、2000年代半ばのミニバブル期対比でみると、着工床面積や発売戸数は縮小している。

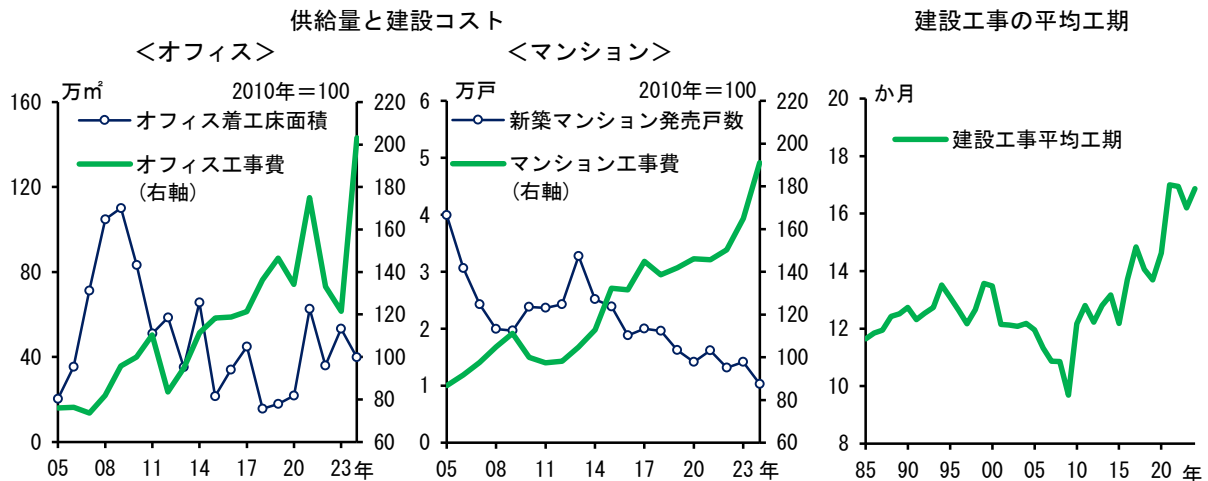
図表V-1-8 不動産需要



(注) 直近は、左図が2024/12月、中図が2024/4Q。事務所賃料は企業向けサービス価格指数、マンション賃料は平均成約賃料(東日本不動産流通機構公表値)。右図は、各年1/1日~12/31日の人口動態に基づき集計。

(出所) 株式会社タス、三幸エステート、総務省、東日本不動産流通機構、日本銀行

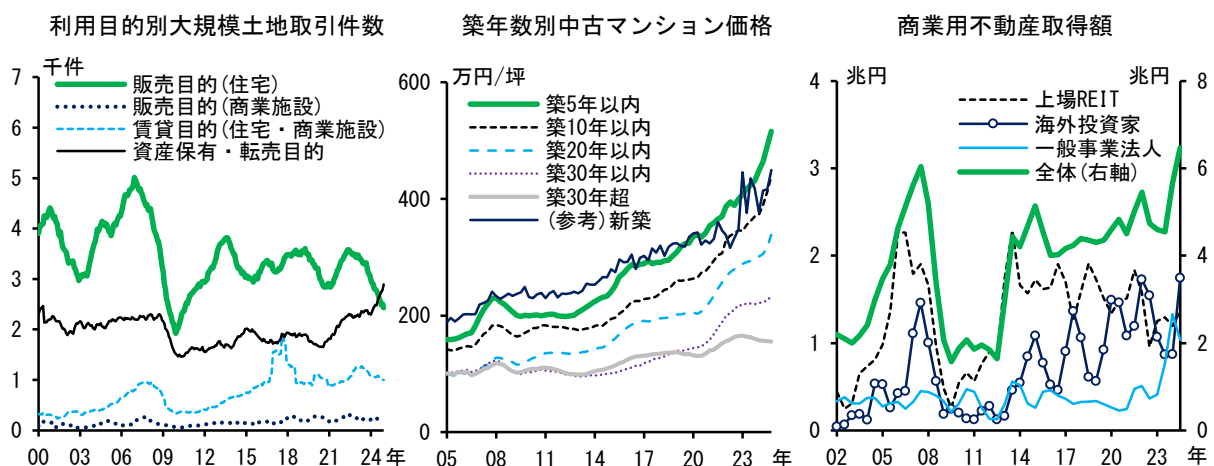
図表 V-1-9 建設コストと新規供給



(注) 1. 左図と中図の集計対象は東京。工事費は、着工床面積あたり工事費予定額を集計（オフィスは事務所用、マンションは居住用の建築物のうち、構造が鉄骨鉄筋コンクリート、鉄筋コンクリートの建築物の値を集計）。
 2. 右図は「建設工事受注動態統計調査（大手 50 社調査）」における手持ち工事高÷施工高により算出。
 3. 直近は 2024 年。
 (出所) 国土交通省、不動産経済研究所

不動産価格には、現在の需給だけでなく、将来の賃料上昇ペースについての期待や価格上昇を見越した投資需要が反映されることもある。この点、販売目的や賃貸目的の大規模土地取引が減少するもとで、資産保有・転売目的の大規模土地取引が増加傾向にあるほか（図表 V-1-10 左図）、中古マンションについても、新築マンションの供給減少が続くもとで、投資物件向け需要を含むとみられる築浅物件を中心に取引価格が大きく上昇している（図表 V-1-10 中図）。また、最近は海外投資家による商業用不動産の取得も持ち直しており、取引額実績は高水準で推移している（図表 V-1-10 右図）。海外投資家には、長期保有を前提とする機関投資家等が多くみられるようになっているものの、全体として利回り目線は国内投資家と比べて低めであるほか、足もとでは不動産価値の短期的な上昇を見込んだ低利回り案件も増

図表 V-1-10 不動産取引環境



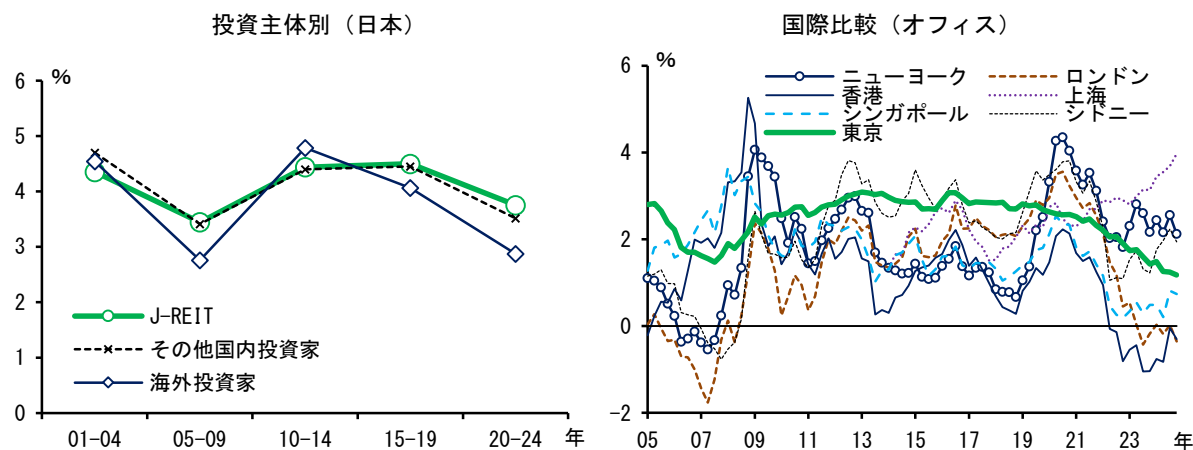
(注) 1. 左図の直近は 2024/12 月。年率換算値（過去 1 年間の合計）。大規模土地取引の対象は、市街化区域 2,000 ㎡以上、都市計画区域 5,000 ㎡以上、都市計画区域外 10,000 ㎡以上。
 2. 中図の直近は 2024/4Q。中古マンションの流通在庫価格および新築マンションの発売価格。
 3. 右図の直近は 2024 年下期。年率換算値（過去 1 年間の合計）。
 (出所) 国土交通省、東京カンテイ、日本不動産研究所

V. 金融循環と環境変化に伴う課題

1. 国内の金融循環

えているとの指摘もある（図表V-1-11）。これらの要因から、商業用不動産の期待利回りやイールドギャップでみた不動産リスクプレミアム（物件利回り－10年物国債金利）は低下しており、一部に割高感を指摘する声も聞かれている。

図表V-1-11 不動産イールドギャップ



（注）イールドギャップは、左図は東京における個別不動産取引についての鑑定利回り等（日経ディールサーチ調査）を主体別に集計した平均利回りから10年物国債金利を差し引いて算出、右図は各都市のグレードAオフィスビルのキャップレート（JLL調査）から各国・地域の10年物国債金利を差し引いて算出。右図の直近は2024/4Q。

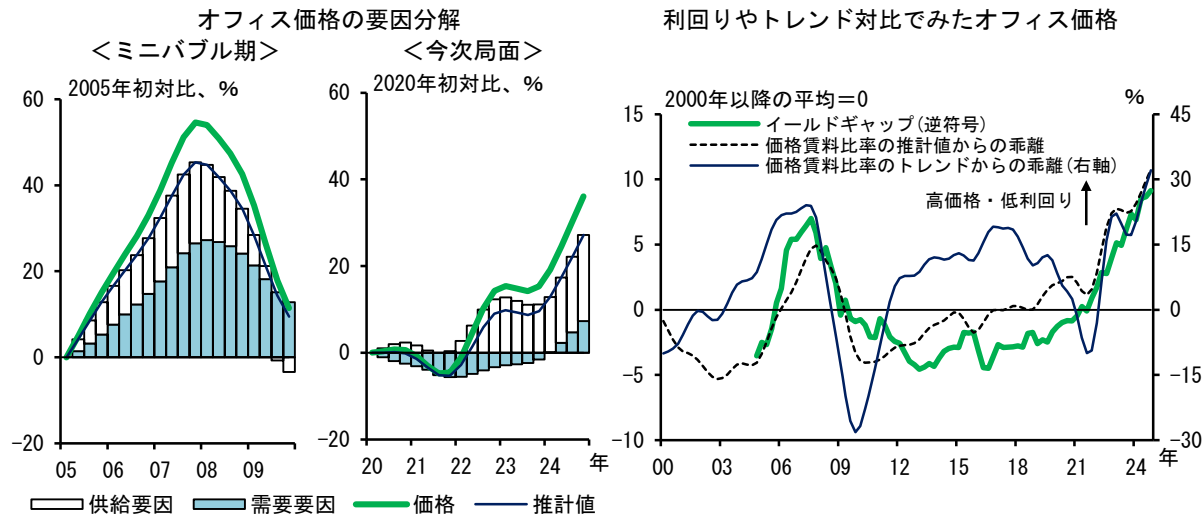
（出所）Haver Analytics、JLL、株式会社日経BP「日経不動産マーケット情報 ディールサーチ」、財務省

図表V-1-12は、首都圏におけるオフィス価格の近年の上昇について、需要と供給の各要因の大きさを試算したものである¹⁸。試算結果をみると、最近では、空室率の上昇などに表れていた感染症拡大以降の需要の弱さが持ち直しつつあるもとで、主として2022年頃からの供給要因に牽引されていることが示唆される。この点は、ミニバブル期の価格変動の主要因が、需要要因であったことと対照的である。

この推計結果の定量感や解釈は大きな幅をもってみる必要があるが、足もと、不動産投資家のイールドギャップの低下や価格賃料比率のトレンドからの上方乖離などがみられているなかで、推計結果から得られる需要要因や供給要因で説明できる部分からの乖離（図表V-1-12右図の「価格賃料比率の推計値からの乖離」）も、過去平均対比でみて価格を押し上げる方向にある。不動産市場参加者の間では、引き続き、不動産市場は堅調に推移するとの見方が大宗を占めているものの、今後投資家の想定から市場環境が大きく異なるものとなった場合など、市場参加者の先行きの投資スタンスに変化が生じることはないか、今後も注意深くみていく必要がある（図表V-1-13）。

¹⁸ 具体的には、不動産価格（東京都のオフィス価格）、空室率（都心5区のオフィスビル空室率）、賃料（東京圏の事務所賃料指数）、供給量（東京都の事務所着工床面積）、建設コスト（非住宅・非木造の建設工事費デフレーター）の5変数を用いた構造型VARモデルを推計した。推計にあたっては、需要要因・供給要因を識別するために符号制約を付している。需要要因は、空室率低下や着工増加とともに価格上昇が生じるようなショックによる影響、供給要因は、工事費上昇や着工減少とともに価格上昇が生じるようなショックによる影響を指す。

図表 V-1-12 今次局面におけるオフィス価格上昇の背景分析

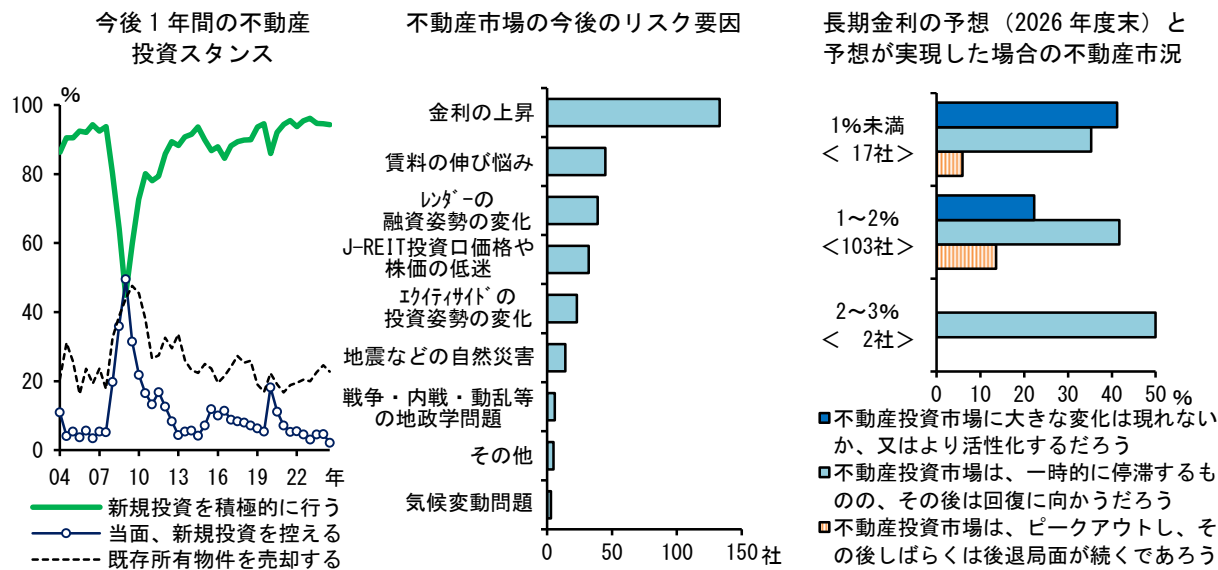


(注) 1. 左図は、東京のオフィス価格、空室率、賃料、着工床面積、工事費の5変数による構造型VARの推計結果を用いた要因分解。推計期間は1990/2Q～2024/4Q。

2. 右図は、東京のオフィス価格・賃料比率の推計値（推計結果に基づく需要要因・供給要因の合計）とトレンド（後方3年移動平均）からの乖離をそれぞれ算出。イールドギャップは東京オフィスビルの値（正負を反転させたうえで「価格賃料比率の推計値からの乖離」の標準偏差で基準化）。直近は2024/4Q。

(出所) JLL、国土交通省、財務省、三鬼商事、日本銀行

図表 V-1-13 市場参加者の不動産投資スタンス



(注) 「不動産投資家調査」の2024/10月調査。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調査。右図の縦軸は、2026年度末に予想している長期金利の水準（<>内は回答社数）。「その金利水準が実現した場合に不動産投資市場にどのような変化が生じると思うか」との質問に対する「予想する金利水準」別の回答割合（「現時点では答えられない」「その他」への回答割合は表示していない）。

(出所) 日本不動産研究所

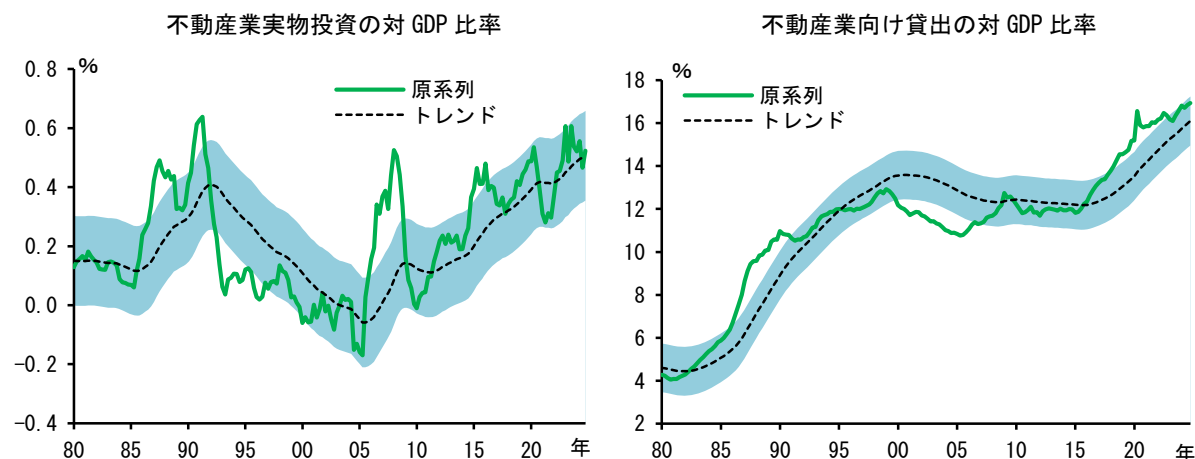
不動産市況と金融システム安定への含意

ヒートマップにおける不動産関連指標をみると、「不動産業実物投資の対 GDP 比率」はトレンド並みで推移している一方、「不動産業向け貸出の対 GDP 比率」は引き続き「緑」ではあるものの「赤」点灯近傍で推移している（図表 V-1-14）。

V. 金融循環と環境変化に伴う課題

1. 国内の金融循環

図表 V-1-14 不動産関連指標



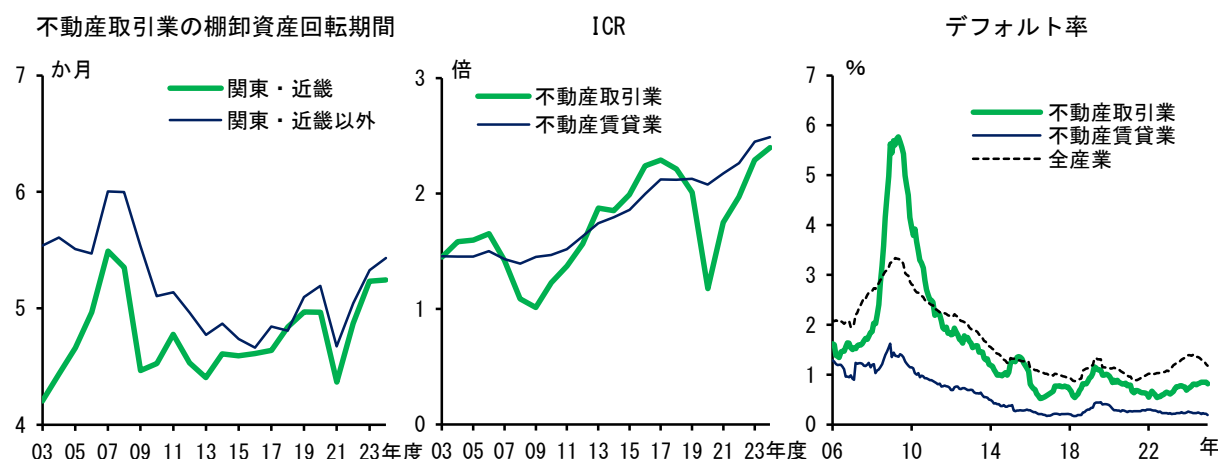
(注) 1. 「トレンド」は片側 HP フィルターにより算出。シャドーはトレンドからの乖離の二乗平均平方根の範囲を表す。

2. 直近は 2024/4Q。

(出所) 財務省、内閣府、日本銀行

もっとも、貸出先である不動産業の財務状況をみると、不動産取引業の在庫水準が高めとなっているものの、ミニバブル期対比でみれば、在庫水準は低いほか、不動産賃貸業、不動産取引業ともに利払い能力を示す ICR も高い水準で推移している。また、デフォルト率も引き続き低位となっている（図表 V-1-15）。都市圏の商業用不動産価格が大きく調整するショックを想定した場合でも、わが国の金融機関の経済損失は、マクロ的には限定的であると考えられる¹⁹。ただし、不動産業向けや不動産ファンド向けの投融資は趨勢的な増加を続けており、金融機関は不動産向け貸出比率や投資比率を高めていることから、引き続き不動産市況に十分注意していく必要がある（図表 V-1-16）。

図表 V-1-15 不動産業の財務状況



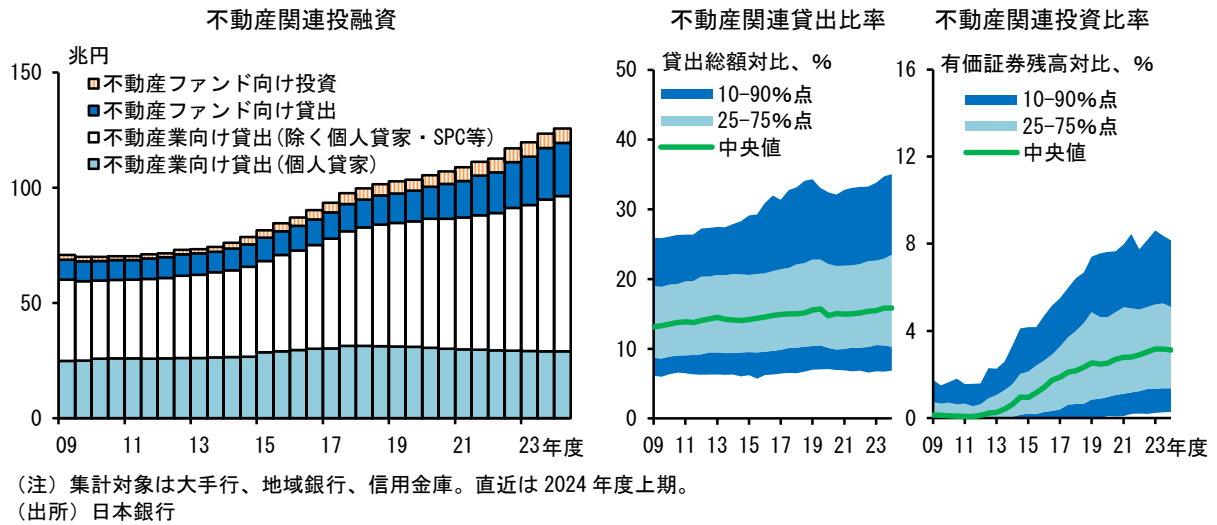
(注) 1. 左図と中図の直近 2024 年度は 2024/9 月までの過去 1 年間のサンプルを集計（CRD ベース）。各グループ・地域の中央値。集計対象は中小企業。棚卸資産回転期間は棚卸資産÷売上高。ICR は（営業利益＋受取利息）÷支払利息。

2. 右図の直近は 2025/1 月。デフォルト率は破綻懸念先基準（RDB 企業デフォルト率）。

(出所) CRD 協会、日本リスク・データ・バンク

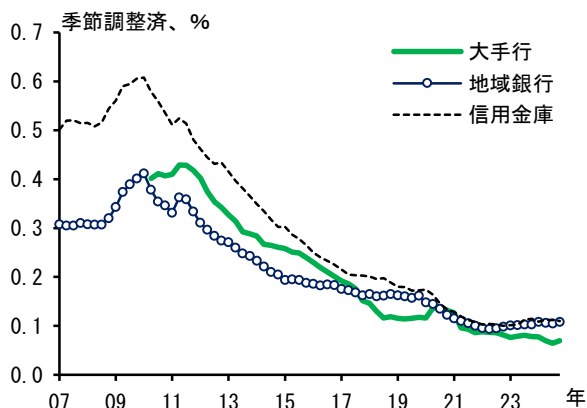
¹⁹ 詳細は、金融システムレポート 2024 年 4 月号を参照。同号では、海外市場の調整を契機に、都市圏の商業用不動産価格が局所的に調整するショックを想定したストレステストにより、わが国の金融機関の経済損失（信用コストと有価証券の評価損・実現損）のシミュレーションを行った。なお、海外商業用不動産市場に対する本邦金融機関の直接的なエクスポージャーは限定的である（金融システムレポート 2023 年 10 月号 BOX1 等を参照）。

図表 V-1-16 金融機関の不動産向け投融资



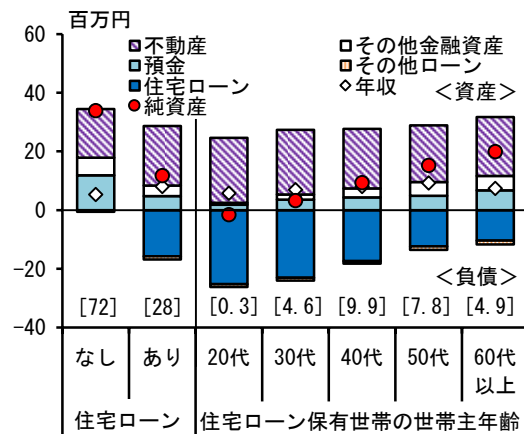
家計の金利耐性について、住宅ローンの延滞率は、金利が上昇し始めるもとでもほぼ横ばい続けている（図表 V-1-17、貸出債権別データを用いた住宅ローンデフォルト率分析については BOX2 を参照）。前回レポートでも確認したように、近年、年収に対する年間返済額比率（DSR）の高い若年世代において住宅ローン保有世帯が増えているものの、若年層の賃金上昇率は相対的に高めとなっているほか、やや長い目でみても、賃金カーブに沿った所得増加が続くもとでは返済負担は徐々に軽減されていくと考えられる。また、購入時点以降の不動産価格が上昇する場合には、家計の純資産は増加し実質的な債務返済能力が改善することになる（図表 V-1-18）。ただし、景気後退による所得の低下や住宅価格の下落が同時に生じる場合に、こうした状況が変わり得る可能性にも留意しておくべきと考えられる。

図表 V-1-17 住宅ローンの延滞率



(注) 延滞率は 3 か月以上延滞債権残高÷貸出残高。直近は 2024/12 月。
(出所) 日本銀行

図表 V-1-18 年齢階層別にみた住宅ローン保有世帯の資産・負債



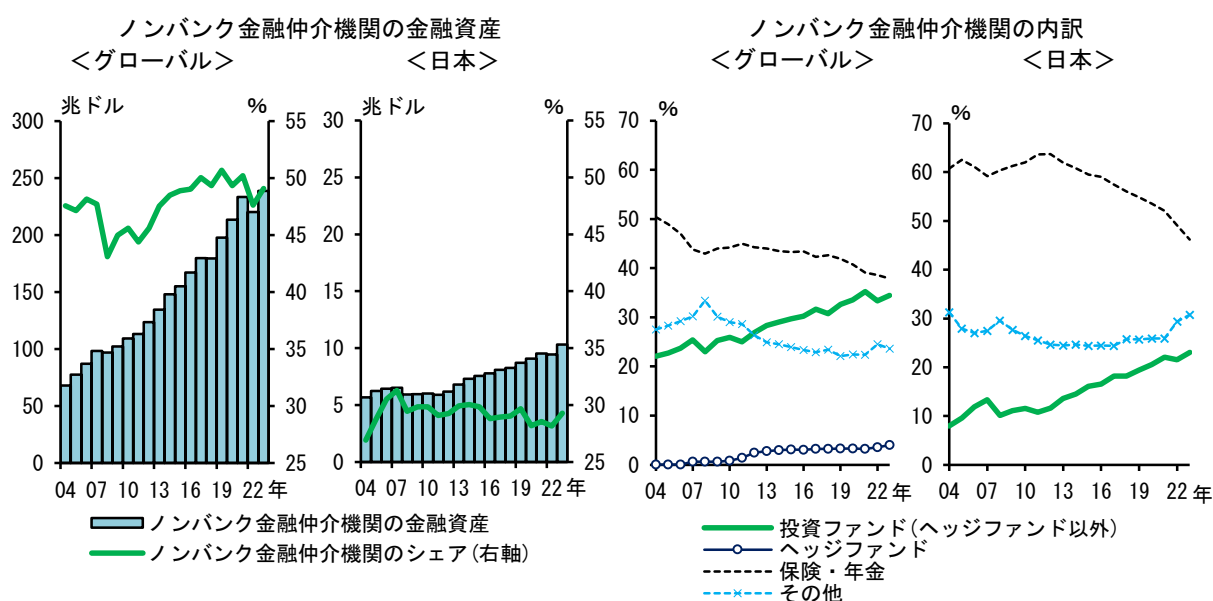
(注) 全国家計構造調査（2019 年調査）の個票データを用いて作成。集計対象は持ち家世帯（1 世帯当たりの平均値）。[]内は持ち家世帯に占める各グループの割合。「不動産」は住宅資産額と宅地資産額の合計。
(出所) 総務省

V. 金融循環と環境変化に伴う課題

2. 内外ノンバンク部門を巡るリスクと金融安定上の含意

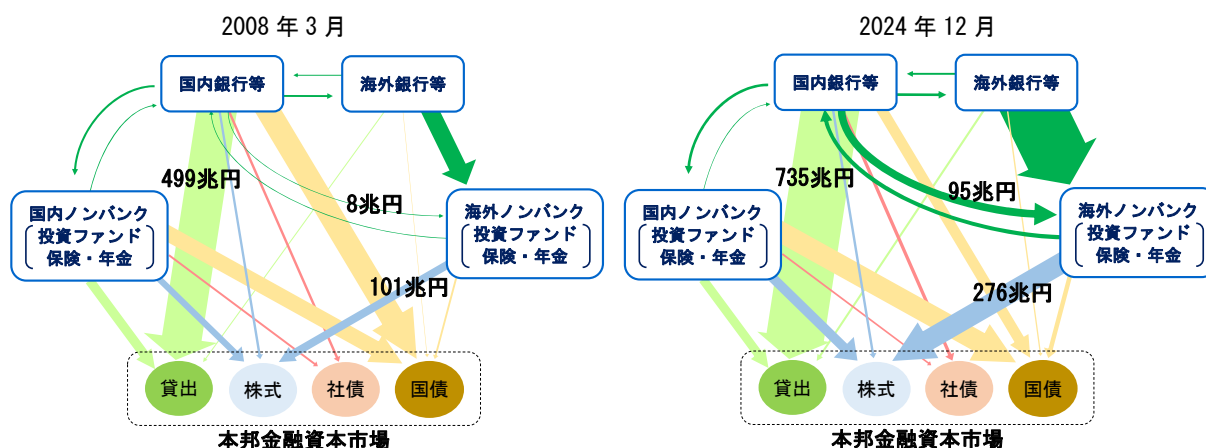
グローバルにみたノンバンク金融仲介機関（NBFI）の金融資産残高は、投資ファンドを中心に趨勢的に増加している（図表 V-2-1）。ノンバンク部門が金融部門全体に占めるシェアは、世界金融危機後に証券化商品を介した金融仲介等の減少から一旦低下したあと上昇し、その後は 5 割程度で推移している。わが国では、預金取扱機関による間接金融が中心的な役割を担っており、国内ノンバンク部門のシェアは、金融危機から足もとにかけて約 3 割で概ね変わらないものの、わが国銀行部門やわが国金融資本市場と海外ノンバンク部門との間の結びつきは強まっている（図表 V-2-2）。

図表 V-2-1 ノンバンク部門の規模



（注）直近は 2023 年。金融安定理事会（FSB）の定義では、ノンバンク金融仲介機関（NBFI）は、金融機関全体から預金取扱機関、中央銀行、公的金融機関を除いた様々な業態を指す。左図のシェアは NBFI が金融部門全体に占めるシェア。右図は NBFI に占める各内訳部門のシェア。右図の「その他」には、ディーラー・ブローカー、ファイナンス会社等が含まれる。
（出所）FSB、日本銀行

図表 V-2-2 内外金融部門における投融資活動の連関

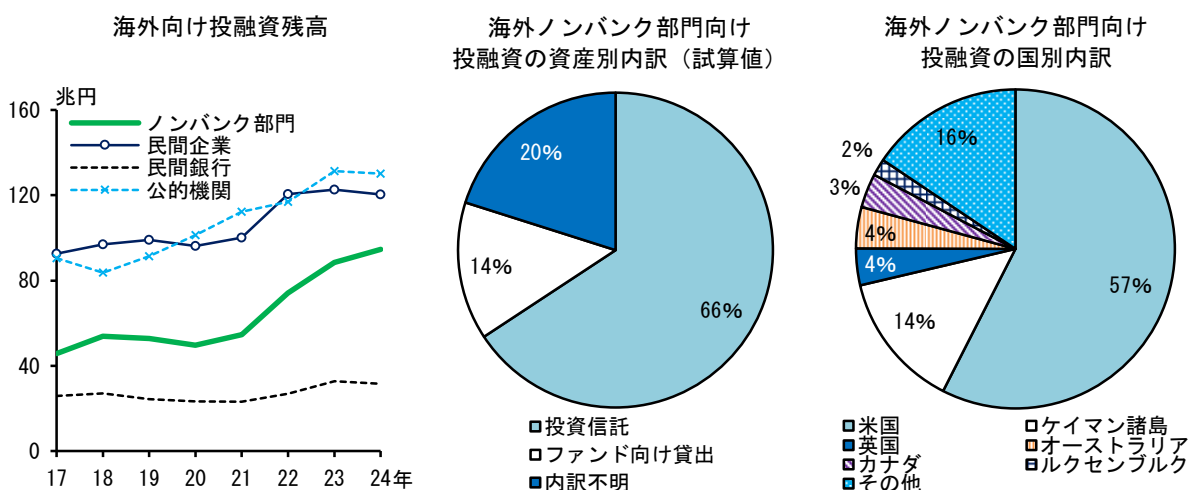


内外ノンバンク部門を含めた金融部門の資産保有状況から、各主体間の相互関連性を現在と金融危機時とで比較すると、3つの特徴を指摘できる。第一は、国内金融機関の海外ノンバンク部門への投融資が大きく増えている点である。このことは、わが国金融システムが、グローバルな金融市場の変動や海外ファンドを通じた影響を受けやすくなっていることを示唆する。第二は、投資ファンドを中心とした海外ノンバンク部門の本邦株式・債券への投資が顕著に増えており、先物市場におけるオフバランス取引も含め、わが国の金融市場におけるプレゼンスが趨勢的に高まっている点である。このことは、グローバルな活動を行う海外ノンバンクの動向に、わが国の資産価格が影響を受けやすくなっていることを示唆する。第三は、国内ノンバンク部門において海外同様の投資ファンドの運用資産の拡大はみられるものの、国内経済主体への与信や国内金融機関からの借入といった観点では相互関連性の強まりはみられないという点である。このことは、国内ノンバンク部門から国内金融機関へのリスクの波及は相対的に小さいことを示唆する。以下では、海外ノンバンク部門と国内金融部門の結びつきの強まりが、わが国の金融システムにどのような影響をもたらしているかについて整理する。

国内金融機関による海外ノンバンク部門向け投融資

本邦金融機関は、これまで国内での低金利環境が続くもとで、相対的に利回りの高い海外資産を有価証券ポートフォリオに組み入れてきた。また、海外ノンバンク部門向け投融資は投資信託やファンド向け貸出を中心に増加している（図表V-2-3、機関投資家を含む本邦金融機関の海外プライベートファンド向けエクスポージャーについてはBOX3を参照）。

図表V-2-3 邦銀による海外向け投融資残高



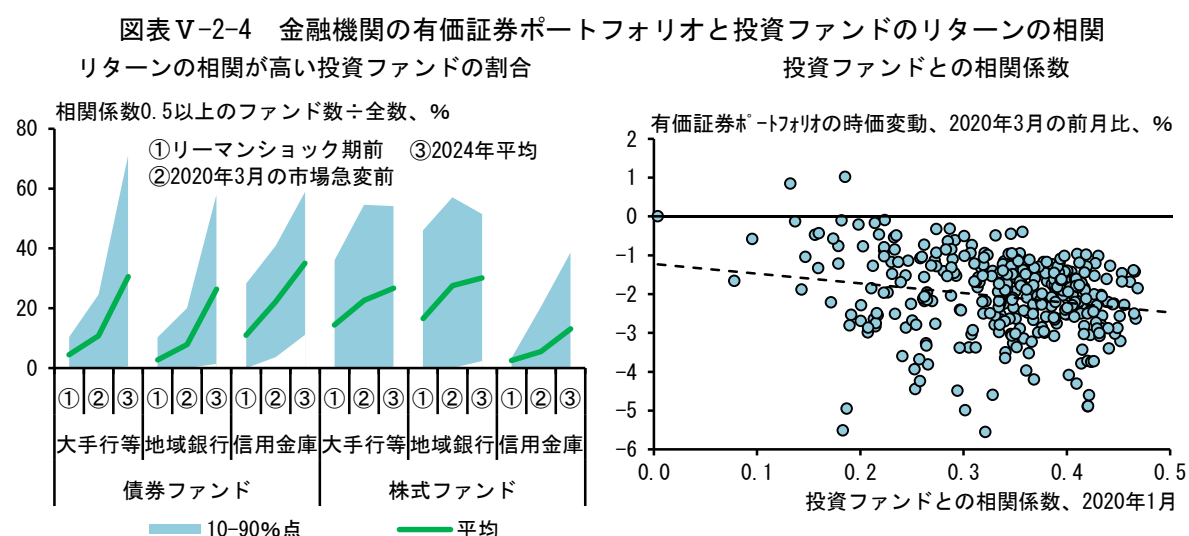
（注）BIS 国際与信統計（CBS）ベース。除く信託銀行。大手行等の MBS 投資額を、「ノンバンク部門」から除き「公的機関」に含めている。中図は 2024/9 月時点、右図は 2024/12 月時点の値。

（出所）U.S. Department of the Treasury、日本銀行

V. 金融循環と環境変化に伴う課題

2. 内外ノンバンク部門を巡るリスクと金融安定上の含意

このことは、本邦金融機関が、海外の金融環境が変化した場合に、有価証券評価損益や海外ファンド向け貸出の信用コスト発生といった直接的な経路での影響を受けやすくなっていることを意味している。こうした直接的経路に加え、本邦金融機関と海外ファンドの投融資先が類似することにも起因して生じる連関性を総合的に確認するため、わが国の金融機関の有価証券ポートフォリオとグローバルな投資ファンドの間のリターンの相関を計測すると、多くの投資ファンドと相関の高いポートフォリオを持つ金融機関が、金融危機以降、趨勢的に増えていることが示唆される（図表V-2-4 左図）²⁰。グローバルな投資ファンドの償還率が急激に高まった2020年3月の市場急変時には、その直前において相関係数が高かった金融機関ほど、急変時において有価証券評価損がより大きく拡大する傾向がみられた（図表V-2-4 右図）。直近2024年を当時と比較すると、債券ファンドと相関の高いポートフォリオを持つ金融機関が一段と増えており、過去と比べて、海外の金融資本市場やノンバンク部門に生じたショックが、わが国の金融機関に対してより広範に伝播する可能性が高いことに注意する必要がある。



（注）1. 左図は、各金融機関の有価証券ポートフォリオと、投資地域・商品別に約50種類ある投資ファンド（オープンエンド型ファンド）のリターンの相関係数を計算し、相関係数が0.5以上のファンドの割合を金融機関ごとに算出。
2. ①は2005/1月～2007/1月、②は2018/1月～2020/1月、③は2024/1月～2024/12月。
3. 右図の「投資ファンドとの相関係数」は、全ての投資ファンドとの相関係数を金融機関ごとに平均したもの。
（出所）EPFR Global、Haver Analytics、日本銀行

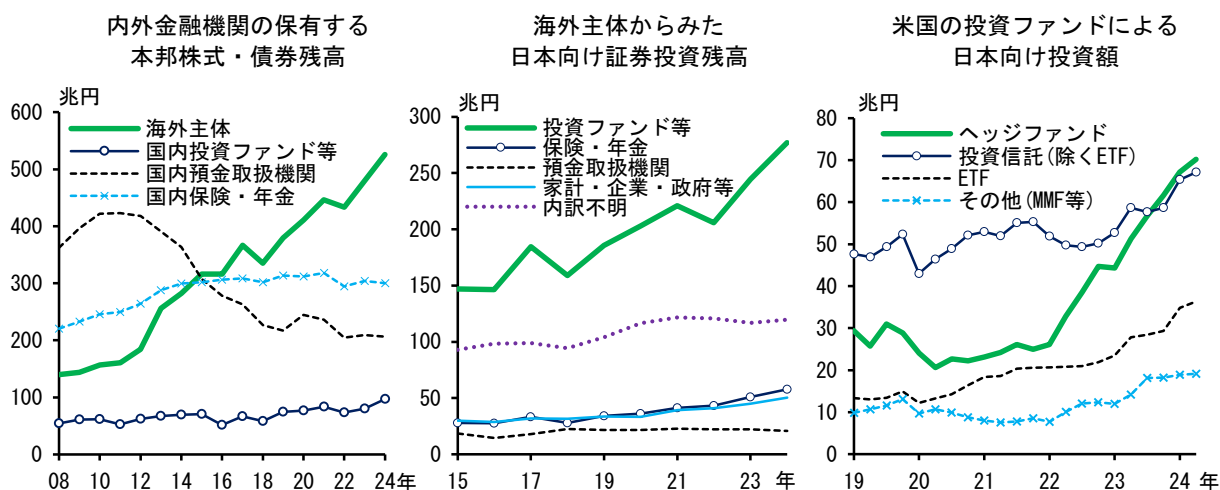
海外ノンバンク部門の本邦金融市場におけるプレゼンス拡大とその影響

海外ノンバンク部門による対内証券投資残高も、緩やかに拡大を続けており、株式市場や国債市場で一定のプレゼンスを占めるようになっている（図表V-2-5 左図）。内訳をみると投資ファンド等のシェアが高い（図表V-2-5 中図）。米国投資ファンドについて日本向け投資額を

²⁰ ここでの相関は、DCC (Dynamic Conditional Correlation)-GARCH モデルを用いて推計されており、金融システムレポート2021年10月号IV章における「重複度」と同じものである。内外の金融システムの連関性の高まりについては、金融システムレポート2021年4月号BOX5も参照。

みると、もともとプレゼンスが大きかった投資信託（オープンエンド型ファンド等）に加え、2022 年以降は、先物やオプションをはじめとするオフバランス取引が多いヘッジファンドも、エクスポージャーを急速に増加させている（図表 V-2-5 右図）。

図表 V-2-5 本邦金融市場における海外投資家のプレゼンス



(注) 1. 中図は、IMF が集計している各国・地域の部門別対外証券投資データを用いて、海外主体による本邦対内証券投資残高を部門別に試算したもの。「投資ファンド等」は、ディーラー・ブローカー、ファイナンス会社等が含まれる。

2. 右図の「ヘッジファンド」は、デリバティブを勘案したグロスベースの総エクスポージャー。直近は 2024/2Q。

(出所) IMF、SEC、日本銀行

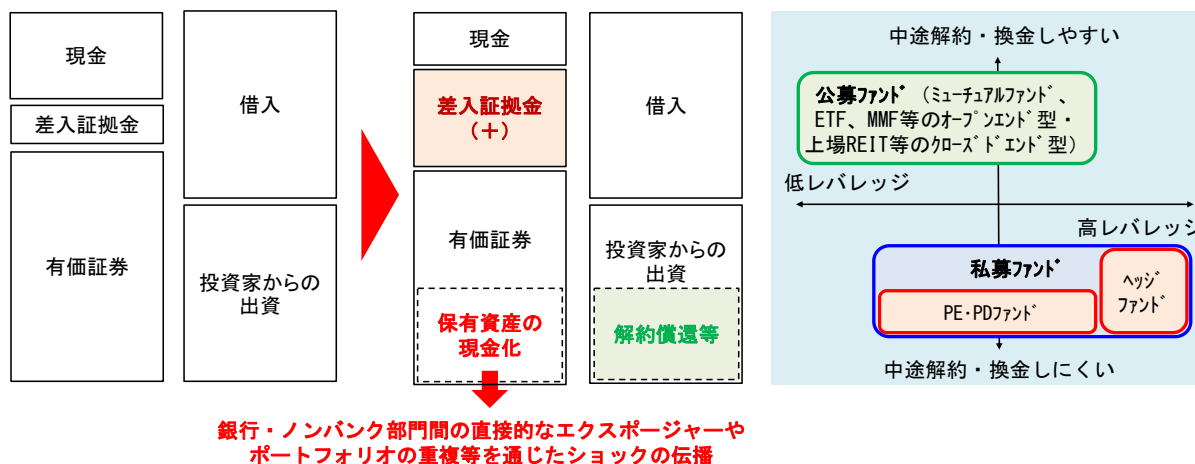
ノンバンク部門のプレゼンスの高まりに伴い、海外においては、2020 年 3 月のグローバルな金融市場急変や 2022 年 9 月の英国国債市場混乱など、近年、ノンバンク部門が市場ストレスの増幅に寄与したとされる事例がみられる。わが国においては、これまで国内ノンバンク部門における類似の事例は生じていないものの、グローバルに金融環境が悪化する局面において、負債構造やレバレッジに脆弱性を抱える海外ファンドがポートフォリオ調整を行う結果として、わが国金融市場に影響が及び、ひいては本邦金融機関財務への影響が拡大しやすくなっている可能性がある（図表 V-2-6）。

オープンエンド型ファンドについては、個々の投資家による償還が同時かつ大規模に生じる結果として保有有価証券を売却し、市場変動を増幅させる可能性が指摘されている（図表 V-2-7）。2020 年 3 月の市場急変時には、ストレス下でのドル資金需要の高まりなどを背景とする資金流出圧力や証拠金の追加差入ニーズに対して、債券ファンドを中心に、グローバルに償還率が一時的に高まり、わが国においても保有資産の売却が行われた。わが国に投資を行っている海外オープンエンド型ファンドの多くは、日本を含む複数地域を投資対象としている（図表 V-2-8）。このため、日本市場由来のストレスがない場合であっても、グローバルな金融・経済の変化に応じて償還が起き、わが国金融市場を含むグローバルな市場において保有資産の売却を行うことがある。結果として、グローバルなショックがわが国に伝播することもあり得る（図表 V-2-9、図表 V-2-10）。

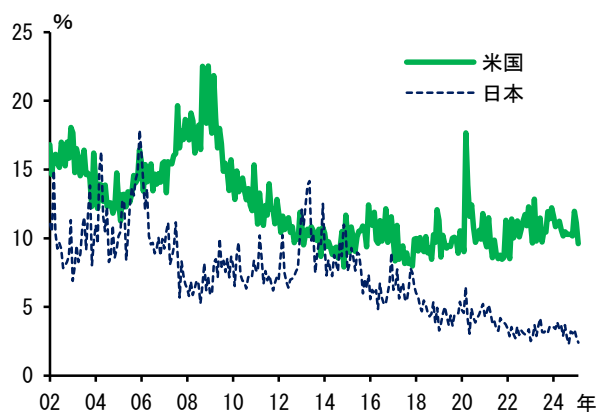
V. 金融循環と環境変化に伴う課題

2. 内外ノンバンク部門を巡るリスクと金融安定上の含意

図表V-2-6 市場ストレス時における投資ファンドのバランスシート



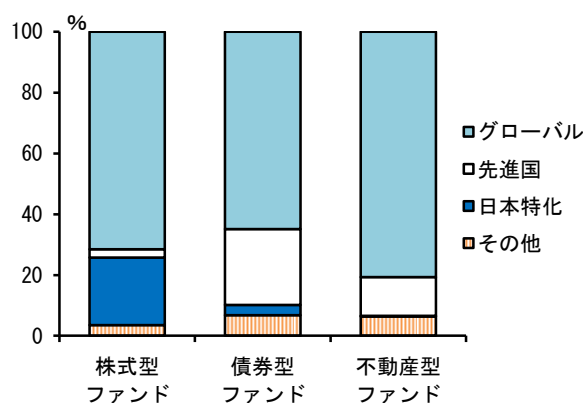
図表V-2-7 オープンエンド型ファンドの
解約・償還率



（注）直近は2025/2月。

（出所）Haver Analytics、ICI、投資信託協会

図表V-2-8 海外オープンエンド型
ファンドの投資対象



（注）投資対象地域別の構成比（本邦投資額に占めるシェア）。「グローバル」と「先進国」は報告ベース、「日本特化」は純資産総額の50%以上を日本に投資しているファンド。2024/9月時点。

（出所）LSEG Lipper

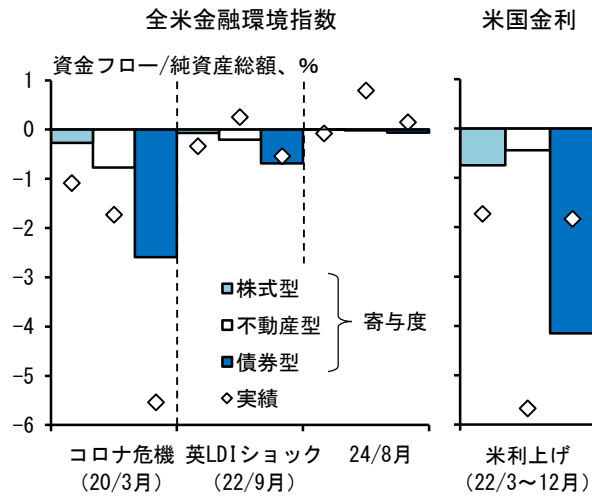
図表V-2-9 海外オープンエンド型ファンドの本邦資産保有額（アセットタイプ別）



（注）1. 個別ファンドの本邦資産保有額（純資産総額×本邦資産保有比率により試算）を集計したもの。
2. 「ミックスアセット型」は、株式と債券の両方に投資するファンド、「不動産型」は主としてREITに投資するファンドを指す。
3. 直近は2024/9月。

（出所）LSEG Lipper

図表 V-2-10 海外金融環境の悪化がわが国に投資するオープンエンド型ファンドへの資金フローに与える影響



(注) 被説明変数にファンドへの資金フロー、説明変数にファンド属性（リターンや規模、流動性比率）やマクロ指標（米短期金利、全米金融環境指数〈NFCI〉、ドルインデックス）を用いたパネル推計を実施し、各変数の寄与度を算出（各イベント前月からの変化）。推計期間は2007/1月～2024/9月。純資産総額は、各イベント前月の値。右図は期間中の累積値。

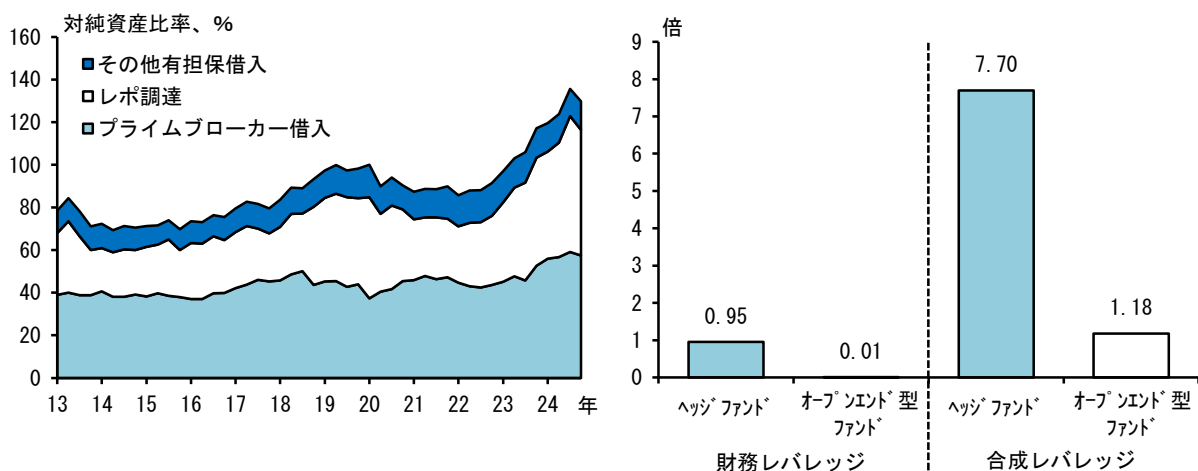
(出所) Federal Reserve Bank of Chicago, Haver Analytics, LSEG Lipper

プライベートファンドのうち、ヘッジファンドを中心としたレバレッジが高いファンドについても、ストレス時において資産価格の変動を増幅させるリスクが指摘されている（前掲図表 V-2-6）。ヘッジファンドは、レポやプライムブローカーからの有担保借入による調達が大きく、財務レバレッジが高い傾向があるほか、先物やオプション等のデリバティブを活用することで想定元本ベースでみたレバレッジも高い主体がある（図表 V-2-11）。レバレッジが拡大するもとで、資産価格の急落やボラティリティの急騰が生じるような場合、追加の担保・証拠金の差し入れや内部リスク管理上の各種リミットへの抵触から、急速なポジションの巻き戻しに繋がる可能性がある。

図表 V-2-11 ヘッジファンドのレバレッジ

米国ヘッジファンドの財務レバレッジ

ヘッジファンドとオープンエンド型ファンドのレバレッジ指標の比較



(注) 1. 左図の直近は2024/4Q。右図は2022年時点。

2. 右図の財務レバレッジは借入金額÷純資産総額。合成レバレッジはデリバティブのグロス想定元本÷純資産総額。

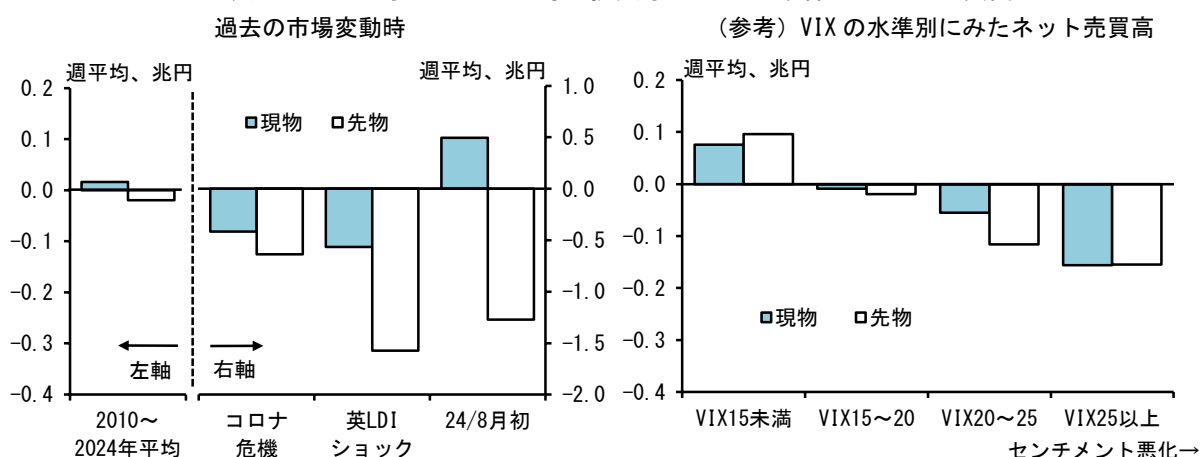
(出所) IOSCO, OFR

V. 金融循環と環境変化に伴う課題

2. 内外ノンバンク部門を巡るリスクと金融安定上の含意

わが国において、ヘッジファンドは、海外投資家の取引高シェアが9割以上を占めている本邦先物市場における主要プレーヤーとなっている。こうしたもとで、2024年8月にみられた市場変動時など、投資家のリスクセンチメントが悪化する局面では、先物での株式売り越しが膨らむなど、ヘッジファンドによるポジションの巻き戻しが本邦金融市場や資産価格に相応の影響を与えたとみられる事例も増えている（図表V-2-12）²¹。

図表V-2-12 局面別にみた海外投資家による日本株のネット売買高



(注) 1. 現物は、東京証券取引所・名古屋証券取引所のネット売買高。先物は、大阪取引所のネット売買高。

2. 左図の「コロナ危機」は2020/3/2日週と9日週、「英LDIショック」は2022/9/26日週、「24/8月初」は2024/8/5日週。右図は2014/4月～2024/12月の週次データに基づく。

(出所) FRED、大阪取引所、東京証券取引所

2020年3月の市場急変以降、FSBや各基準策定主体を中心に、グローバルに対応策の議論や規制が進捗している。例えば、オープンエンド型ファンドに対しては、ストレス時における解約集中を防止する観点から、解約に伴う取引コストを解約投資家により厳格に負担させる措置等がFSBから提案され、実際に導入を検討している法域もみられるほか、レバレッジについても、2024年12月にノンバンク部門のレバレッジから生じる金融安定上のリスクへの対応強化とモニタリング向上のためにデータ・手法・政策ツールに関する市中協議文書がFSBから公表された。ノンバンク部門の動向を包括的に把握するうえでのデータギャップは引き続き大きいものの、内外の投資ファンドによる本邦金融市場への投資動向や金融機関に与える影響について、こうした国際的な議論や規制の動向も踏まえつつ、引き続き丁寧にモニタリングしていく必要がある^{22, 23}。

²¹ 戦略別にみた海外ヘッジファンドの投資動向については、BOX4を参照。

²² 2020年3月のコロナ危機に経験したオープンエンド型ファンドのリスク顕在化を受けて、IOSCOは2023年7月にオープンエンド型ファンドの流動性管理ツールに関するガイダンスを公表したほか、FSBは同年12月に流動性ミスマッチに関する政策勧告の見直しを公表し、保有資産の流動性に応じた解約条件の設定や流動性管理ツールの利用拡大等を提言している。こうしたなか、各国ごとに政策対応の進展は区々となっている。なお、日本では、解約に伴う取引コストを解約投資家に負担させる仕組みとして、信託財産留保額が存在する。

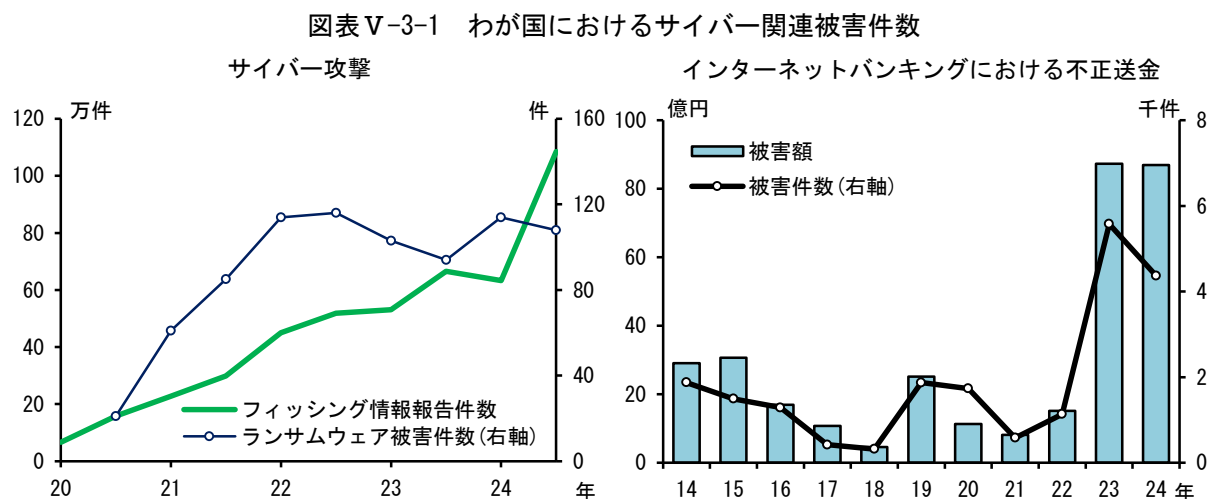
²³ この間、暗号資産を組み入れたETFや暗号資産取引を行うヘッジファンドが増えてきていること等にも留意が必要である。現時点で、伝統的な金融システムにおける暗号資産関連エクスポージャーはきわめて限定的である

3. 経営環境の変化をもたらす機会とリスク

(1) デジタル技術の変化への対応

サイバーセキュリティ対策

国内におけるサイバー攻撃の脅威は引き続き高まっている。ランサムウェア被害やフィッシング攻撃の国内における確認件数や、インターネットバンキングにおける不正送金被害は高水準で推移している（図表 V-3-1）。昨年末から年始にかけては、わが国の大手企業に対して過去みられなかった規模の DDoS 攻撃が行われ、一部金融機関においてもインターネットバンキングの不具合など利用者に影響を与える事例が発生した。また、最近では、複数の金融機関において、フィッシング攻撃を通じたとみられる、取引口座への不正アクセス事案が発生した。



(注) 左図の直近は 2024 年下期。「ランサムウェア被害件数」は、データ始期が 2020 年下期。

(出所) 警察庁、フィッシング対策協議会

金融庁は、金融セクター全体のサイバーセキュリティ強化を目的とした「金融分野におけるサイバーセキュリティに関するガイドライン」を昨年 10 月に公表し、金融機関等に求められる取り組みやリスク管理における基本的な考え方を示している^{24, 25}。金融庁・日本銀行が地域金融機関等を対象として毎年実施している「サイバーセキュリティセルフアセスメント」でも、

が、各国で規制強化や規制緩和の双方の動きがみられるなど今後の動向には不確実性が高く、ノンバンク部門における取引を介して金融市場や金融システムの安定性に影響を及ぼす可能性を考慮していく必要が生じている。詳しくは、以下の文献等を参照。Financial Stability Board, *The Financial Stability Implications of Multifunction Crypto-asset Intermediaries*, November 2023.

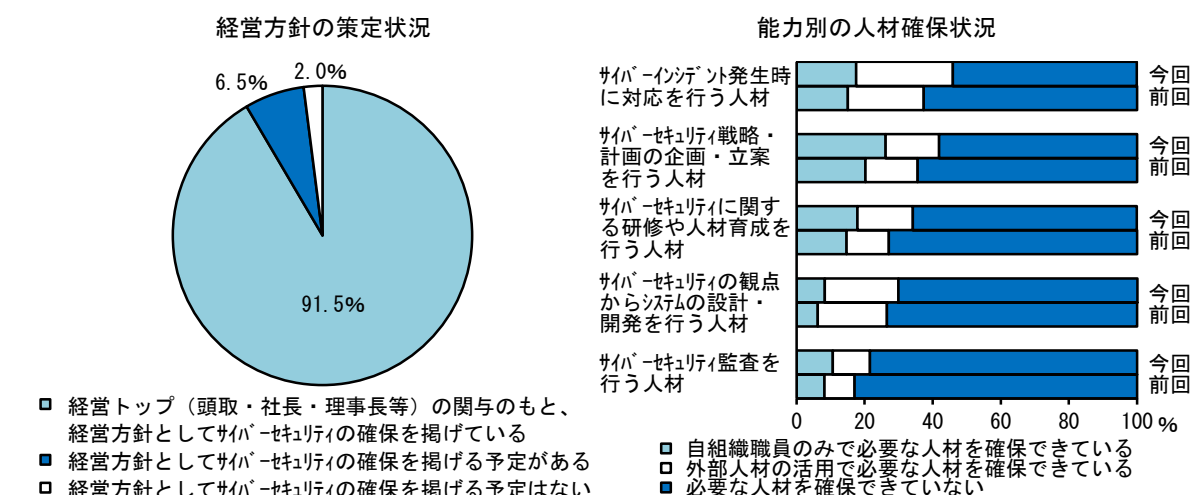
²⁴ 金融庁は、金融セクター全体のサイバーセキュリティの強化を促進するため、2022 年に「金融分野におけるサイバーセキュリティ強化に向けた取組方針 (Ver. 3.0)」、2023 年に「金融業界横断的なサイバーセキュリティ演習 (Delta Wall VIII)」を公表するなど、従来より様々な取り組みを行っている。

²⁵ 「ガイドライン」は、銀行や証券会社等に加え、資金移動業者や暗号資産交換業者など幅広い機関を対象とし、ガバナンス・リスク管理態勢の構築、リスクの特定・防御、検知・対応・復旧、サードパーティリスク管理などの観点から、求められる「基本的な対応事項」と「対応が望ましい事項」を示している（ただし、一律の対応を求めるものではなく、金融機関等の規模や特性等に応じた「リスクベース・アプローチ」を採っている）。

V. 金融循環と環境変化に伴う課題
3. 経営環境の変化がもたらす機会とリスク

2024 年度調査では、回答した地域金融機関の 9 割がサイバーセキュリティに関する経営方針を策定しているほか、サイバーセキュリティ人材の確保も前回調査時点から進捗しているなど、サイバーセキュリティ向上に向けた取り組みが着実に進められていることが確認された（図表 V-3-2）²⁶。もっとも、人材確保は継続的な課題となっており、金融機関は、足もとにおいても、サイバーセキュリティ人材に対する求人を増加させている（図表 V-3-3）。

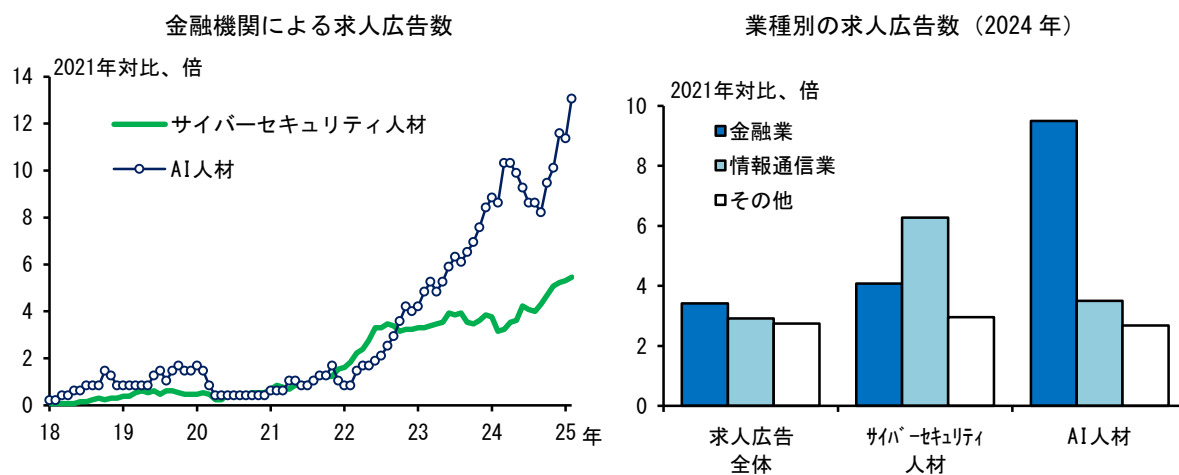
図表 V-3-2 サイバーセキュリティに関するセルフアセスメント



（注）集計対象は地域金融機関。日本銀行・金融庁による「サイバーセキュリティセルフアセスメント」（2024/7～8 月に実施）の結果に基づく。右図の「前回」は 2023/7～8 月に実施した同調査の結果。

（出所）日本銀行・金融庁

図表 V-3-3 デジタル関連の求人広告数



（注）主要民間求人媒体に掲載されている求人広告を集計。「サイバーセキュリティ人材」「AI 人材」はそれぞれ、応募条件に「サイバーセキュリティ」または「AI」という単語が含まれている求人広告として定義。左図の直近は 2025/2 月。

（出所）株式会社フロッグ

²⁶ 2024 年度調査における対象先は、地域銀行 99 先、信用金庫 254 先、信用組合 143 先。

新技術への対応

近年、急速に社会に浸透している「生成 AI」についても、金融機関では、大量の情報を取り扱うという特性上、既存業務の効率化への活用余地が大きいほか、個々の顧客ニーズに即した付加価値の高い金融サービスの提供など、将来的に様々な業務に活用されていくことが考えられる²⁷。こうしたもと、金融機関は AI 人材の確保を積極的に行っている（前掲図表 V-3-3）。生成 AI の利用が拡大する一方で、生成 AI がもたらすリスクについても、十分に認識しておく必要がある。具体的には、利用者の質問に対する生成 AI の回答が何かしらのバイアスを持つリスクや、事実と異なる（ハルシネーション）リスク、生成 AI の普及が進むにつれて、プロンプト・インジェクションなど新たなサイバー攻撃手段が増える可能性があることが知られている。また、生成 AI をはじめとする大規模データ処理サービスは一部の外部業者（サードパーティ）に集中する傾向があることから、サードパーティに起因するリスクが金融システム全体に波及する可能性にも留意が必要である。このほか、幅広い金融機関が同一の生成 AI サービスを使用することで、取引や価格設定の同調性が高まり、市場のボラティリティが高まる可能性も指摘されている。生成 AI と金融リスクの関係については、各国当局や国際機関における議論も踏まえながら引き続き理解を深めていくことが重要である。

また、量子コンピュータが実現する場合には、現在広く利用されている公開鍵暗号の安全性が将来的に損なわれる可能性があることから、耐量子計算機暗号（Post-Quantum Cryptography, PQC）への移行に向けた検討が国内外で始まっている。昨年 9 月には、G7 サイバー・エキスパート・グループ（CEG）が、量子コンピューティングには金融システムに対する潜在的な便益とリスクの両面があることを踏まえ、①量子コンピュータの開発状況をモニターすること、②官民の関係者間の協力を促進すること、および、③量子コンピューティングが既存の暗号化手法に対してもたらしうる潜在的なリスクへの対処について検討を開始することを推奨するステートメントを公表した²⁸。わが国では、金融庁が中心となって、PQC への移行を検討する際の推奨事項、課題及び留意事項について幅広い関係者と議論を進め、昨年 11 月に報告書を公表した²⁹。金融機関は、こうした議論も参考にしながら、PQC への移行を進め

²⁷ 近年のデジタル技術革新が金融セクターにもたらす機会とリスクについては、前回レポート IV 章 5 節や、本年 1 月に開催された日本銀行金融機構局金融高度化センター主催のワークショップ「デジタル化とわが国の金融の未来」（https://www.boj.or.jp/finsys/c_aft/aft250213a.htm）における議論等を参照。日本銀行が昨年金融機関に対して行ったアンケート調査によると、約 3 割の先が生成 AI を既に利用しているほか、試行中を含めると約 6 割、試行・利用を検討している先を含めると約 8 割となっている。詳細は次の文献を参照。日本銀行金融機構局、「金融機関における生成 AI の利用状況とリスク管理—アンケート調査結果から—」、金融システムレポート別冊シリーズ、2024 年 10 月。

²⁸ G7 Cyber Expert Group Statement on Planning for the Opportunities and Risks of Quantum Computing, September 2024. CEG は、金融セクターにおけるサイバーセキュリティの促進と G7 の協力関係の構築を目的として、G7 財務大臣・中央銀行総裁会議の承認に基づき、2015 年に設立された。CEG には、G7 各国及び EU の金融当局がメンバーとして参加しており、わが国からは日本銀行のほか金融庁・財務省が参加している。

²⁹ 金融庁、「預金取扱金融機関の耐量子計算機暗号への対応に関する検討会報告書」、2024 年 11 月。

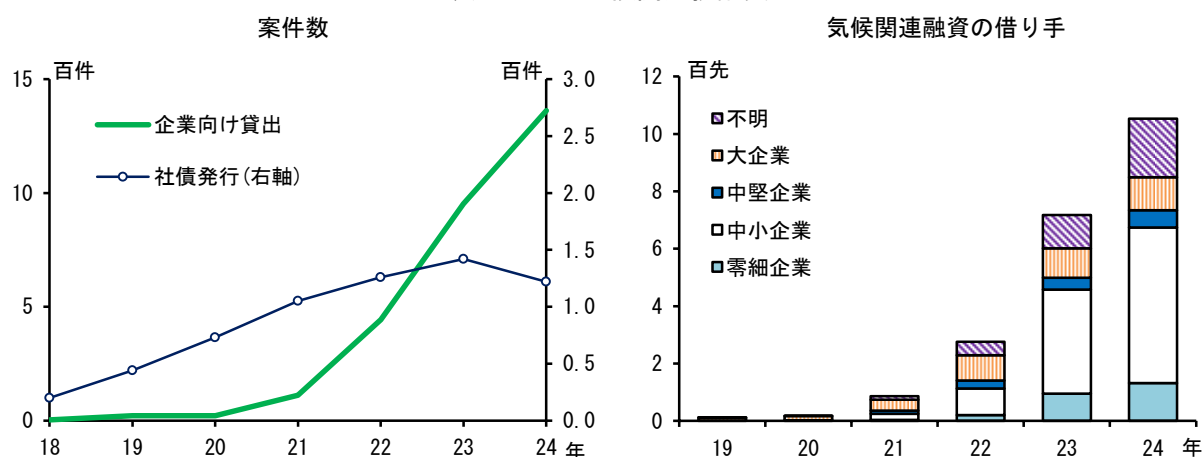
ていくことが求められる。

(2) 気候関連金融リスク

気候変動は、気候関連金融リスク——物理的リスクと移行リスク——を通じて、金融システムの安定性を脅かし得る。金融機関には、その影響をフォワードルッキングに把握する能力を高めつつ、得られた知見も活用して経済の脱炭素化を金融面から支援する取り組みを進めていくことが求められる。

こうしたなか、わが国における気候関連投融資の活用状況をみると、企業向け貸出を中心に案件数が増加している（図表V-3-4 左図）。先行していた大企業に加え、中小企業へと借り手の裾野が広がっていることが、この背景にある（図表V-3-4 右図）。このほか、金融機関では、温室効果ガス排出量の削減に向けた組織体制の整備や中長期的な移行計画の策定、投融資先に対する気候変動対応支援の実施など、幅広い取り組みがみられている。

図表V-3-4 気候関連投融資



（注）右図は、グリーンローンおよびサステナビリティ・リンク・ローンの貸出先について、「共同データプラットフォーム」の債務者別データを用いて企業規模を特定して集計したもの（大企業は資本金10億円以上、中堅企業は1～10億円、中小企業は1千万円～1億円、零細企業は1千万円未満）。

（出所）JPX 総研「ESG 債情報プラットフォーム」、環境省、経済産業省、日本証券業協会、各社開示資料、日本銀行

日本銀行も、金融システムに関する気候変動対応について、様々な取り組みを進めている。現在は、金融庁と連携して、大手金融機関を対象に、短期の移行リスクを把握することなどを目的とするシナリオ分析を進めている。今後も、気候関連金融リスクに関する規制・監督やリスク管理を巡る国際的な議論も踏まえながら、金融機関の規模・特性に応じたシナリオ分析の高度化を促していく。このほか、気候関連金融リスクの把握・管理、開示の質と量の充実への対応、取引先企業の脱炭素化に向けた取り組み支援の状況に関して、調査・分析を行うとともに、金融機関との対話を続けていく。

VI. 金融システムの頑健性

- 金融機関の損失吸収力をみると、大手行、地域銀行、信用金庫ともに自己資本は規制水準を十分に上回っている。収益力もここ数年は総じて改善傾向が続いている。もっとも、国内の構造的な借入需要の減少など、収益力への趨勢的な下押し圧力は、近年においても継続しているとみられる点には留意する必要がある。
- 金融機関の円貨金利リスク量は、資産サイドと負債サイドで概ねバランスした姿となっており、金利上昇に対して全体として十分な耐性を有している。金融機関は引き続き金利リスクテイクに慎重なスタンスにある。
- こうした金融機関の財務基盤やリスクプロファイルを前提に、グローバルな金融経済活動についてのテールリスクに対する金融システムの頑健性を検証した。想定したダウンサイド・シナリオは、前回レポート同様、海外金利が長期にわたって高止まりする「海外金利上昇シナリオ」と、リーマンショック型の「金融調整シナリオ」である。テスト結果からは、これらのストレス事象のもとでも、わが国の金融システムは安定性を維持できると評価される。この背景として、リーマンショック期以降、金融機関が自己資本の積み増しなどを通じて頑健性を高めてきたこと、貸出先である企業も、全体としては良好な財務基盤を維持していることなどが挙げられる。
- 4 月入り後には、内外の金融市場が大きく変動するなど、各国の通商政策をはじめとする経済政策運営や地政学的リスク、国際金融市場の動向を巡る不確実性が高まっている。金融機関は、様々な形のリスクが顕在化しうることに注意していく必要がある。

1. 金融機関の損失吸収力

(1) 自己資本の充実度と損失吸収力

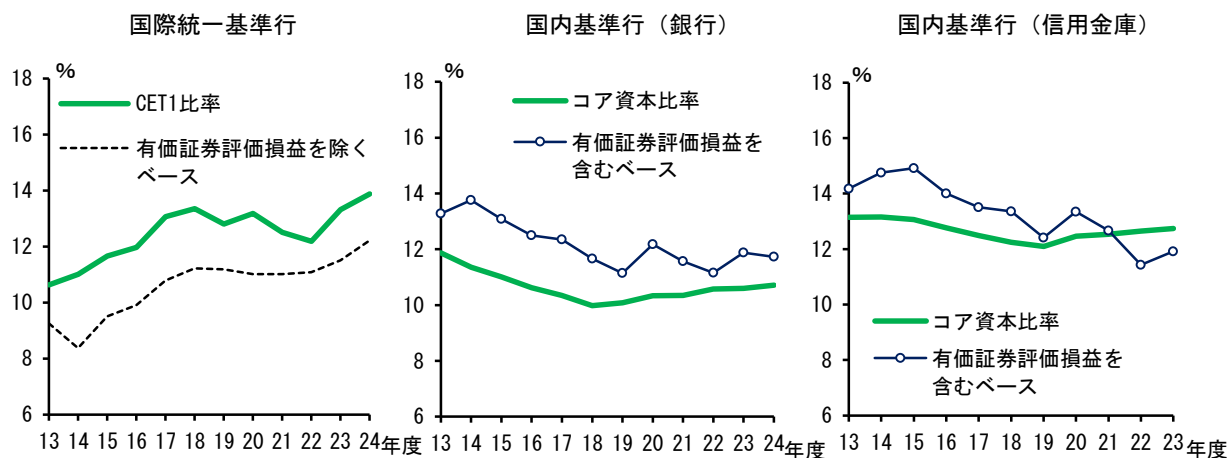
自己資本

金融機関は十分な自己資本を確保している。2024 年度上期における国際統一基準行の普通株式等 Tier1 比率（CET1 比率）、国内基準行のコア資本比率はいずれも、規制水準を大きく上回った（図表 VI-1-1）。なお、有価証券の評価損益は、国内基準行の規制資本には算入されないが、経済価値ベースでは資本バッファーとして機能する面がある。近年、多くの金融機関において、株式評価益の拡大と債券評価損の拡大が生じたもとで、株式の保有比率が低く、円債の保有比率が高い信用金庫では、全体としてマイナスではあるものの、その影響は小幅にとどまっている。金融機関は全体として、充実した資本基盤を備えており、リスクテイクを継続していく体力を有している。

VI. 金融システムの頑健性

1. 金融機関の損失吸収力

図表VI-1-1 自己資本比率

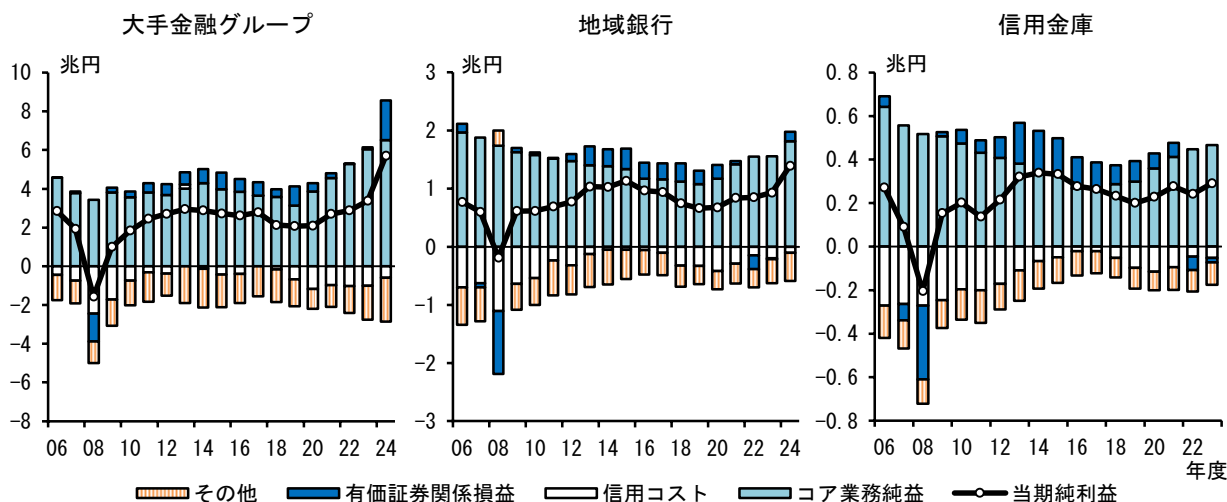


（注）直近は、国際統一基準行、国内基準行（銀行）が2024年度上期、国内基準行（信用金庫）が2023年度。
（出所）各社開示資料、日本銀行

金融機関収益

金融機関の当期純利益は増益傾向が続いており、大手金融グループや地域銀行では、2024年度上期は大幅な増益となった（図表VI-1-2）。信用コストなどの損失が抑制されているほか、基礎的な収益力を表すコア業務純益の改善が続いている（金利上昇の収益への影響については後述）³⁰。

図表VI-1-2 当期純利益

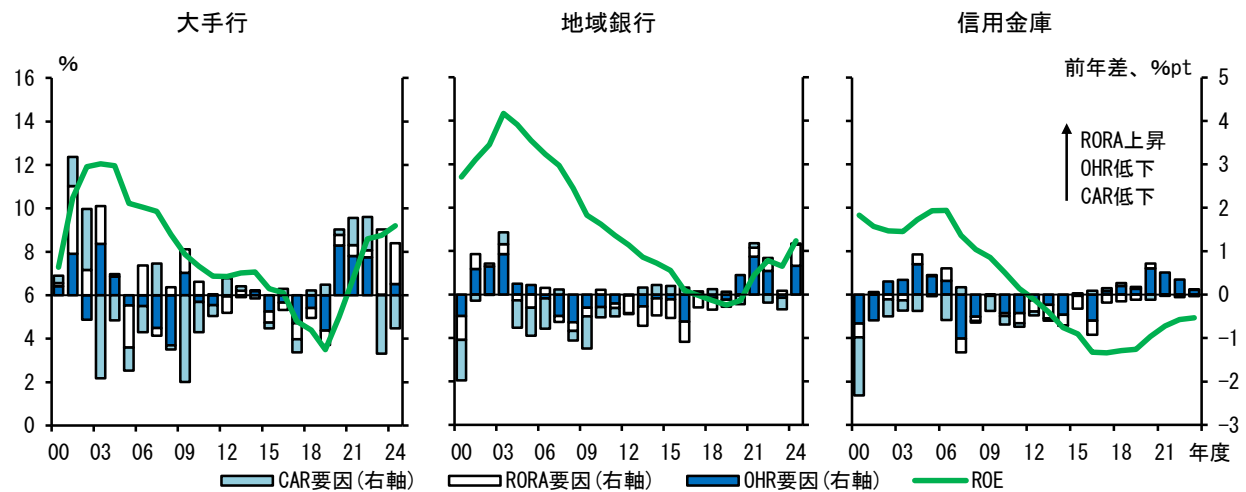


（注）1. 2012年度以降の投資信託解約損益は、「コア業務純益」から除き、「有価証券関係損益」に含めている。
2. 大手金融グループは、みずほFG、三菱UFJFG、三井住友FG、りそなHD、三井住友トラストグループ、SBI新生銀行、あおぞら銀行。
3. 直近は、大手金融グループと地域銀行が2024年度上期の年率換算値、信用金庫が2023年度。
（出所）各社開示資料、日本銀行

³⁰ 単年度のコア業務純益で吸収可能な信用コスト率（損益分岐点信用コスト率）も改善しており、信用コストが短期的に増加した場合の収益バッファーとして働くと考えられる。

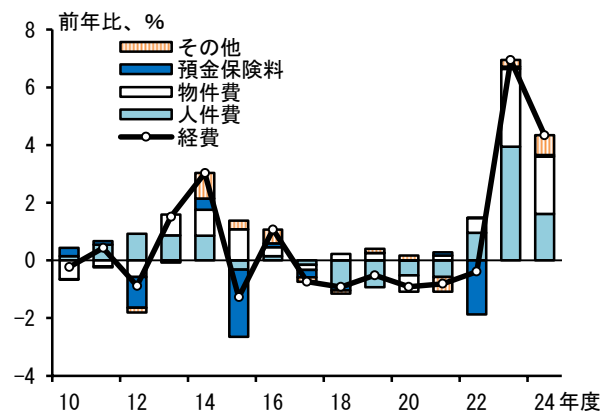
金融機関のコア業務純益 ROE をみると、投資効率を表す RORA（業務粗利益/リスクアセット）は、国内借入需要の低下などの構造要因や長引く低金利環境のもとで、預貸スプレッドが趨勢的に縮小していくなか、長らく ROE の下押しに作用してきた（図表VI-1-3）³¹。ここ数年は、経営効率を表す OHR（経費/業務粗利益）の改善を主因に上昇したほか、直近では、大手行を中心に、RORA の改善もみられている。経費については、足もと、システム投資などを含む物件費の増加が押し上げ寄与となっているほか、大手行を中心に人件費の増加もみられている（図表VI-1-4）。金融機関には、引き続き、生産性を高める取り組み——デジタル投資による資本装備の充実など——を推進するとともに、限られた経営資源を効果的に活用し、基礎的な収益力を改善していくことが求められる。

図表VI-1-3 コア業務純益 ROE



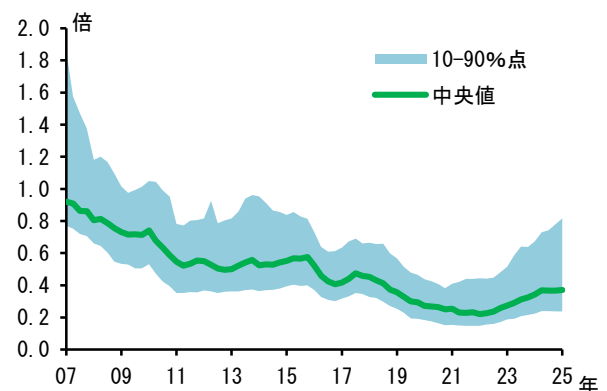
（注）2012 年度以降は投信解約損益を除く。直近は、大手行と地域銀行が 2024 年度上期の年率換算値、信用金庫が 2023 年度。
（出所）日本銀行

図表VI-1-4 金融機関の経費



（注）集計対象は大手行と地域銀行。物件費は預金保険料を除いた値。直近は 2024 年度上期。
（出所）日本銀行

図表VI-1-5 上場銀行の PBR



（注）各四半期末値の後方 4 期移動平均。直近は 2025/10。
（出所）S&P Global Market Intelligence

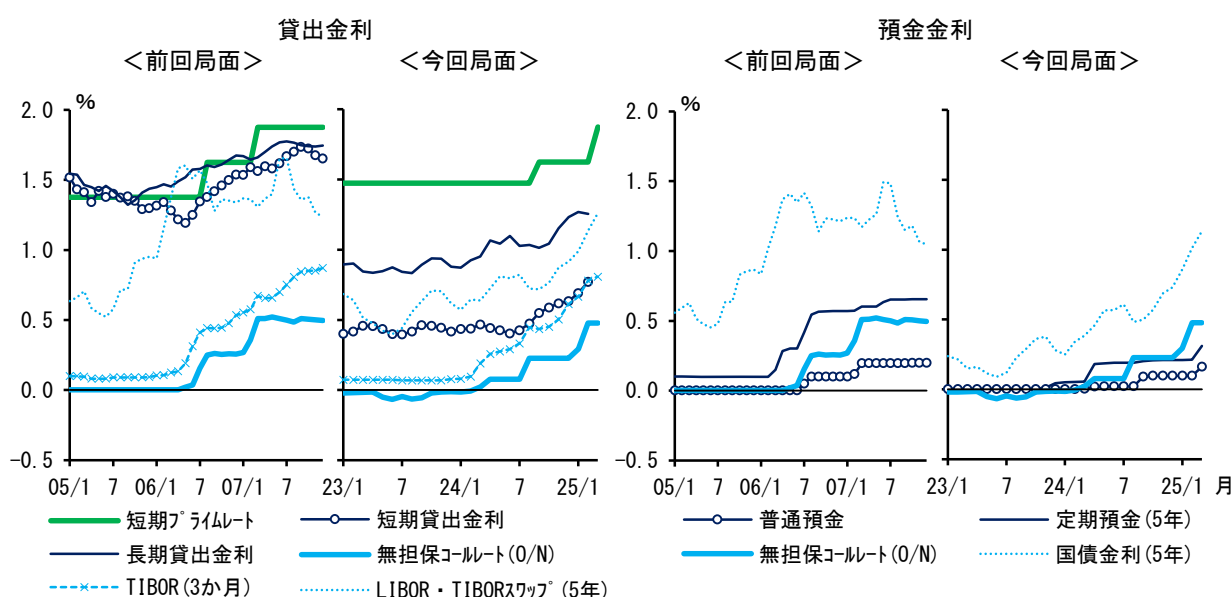
³¹ 図表VI-1-3 では、コア業務純益 ROE を、①RORA 要因（コア業務粗利益/リスクアセット）、②OHR 要因（コア業務純益/コア業務粗利益）、③CAR 要因（自己資本比率の逆数）の 3 つの要素に分解している。

この間、金融機関のやや長い目でみた収益力に対する市場参加者の見方を反映すると考えられる上場銀行のPBR（株価純資産倍率）をみると、最近は金利上昇が意識されるもとで、全体として上昇してきている（図表VI-1-5）。もっとも、地域金融機関を中心に、地域の人口減少や借入需要の低下などの構造的変化のもとで、引き続き、中央値は0.5倍を下回る水準で推移している。こうしたもとで、金融機関には、やや長い目でみた収益力や損失吸収力のバランスを勘案しつつ、配当政策を含めた資本政策を策定していくことが望まれる。

（2）金利上昇と金融機関の基礎的収益力

Ⅲ章1節でみたとおり、前回レポートを公表した昨年10月以降も、貸出金利は緩やかに上昇している（図表VI-1-6）。預金市場でも、普通預金金利は、昨秋にかけて0.1%程度まで引き上げられた後、足もとでは多くの金融機関が0.2%程度まで引き上げている。定期預金金利も緩やかに上昇している。過去の局面でもみられていたように、市場金利の上昇に対する貸出金利の上昇幅は預金金利の上昇幅を上回る傾向があることから、金利上昇は、短期的には金利更改を迎える投融资先の多寡によって業態ごとの違いが生じ得るものの、やや長い目でみれば、金融機関収益を押し上げる方向に影響すると考えられる³²。

図表VI-1-6 貸出金利と預金金利（前回局面との比較）



（注）1. 貸出金利は新規貸出約定平均金利（後方3か月移動平均）。預金金利は代表的な店頭表示金利。

「LIBOR・TIBORスワップ」は前回局面がLIBORスワップ、今回局面がTIBORスワップ。

2. 直近は、市場金利・短期プライムレート・預金金利が2025/3月、貸出金利が2025/2月。

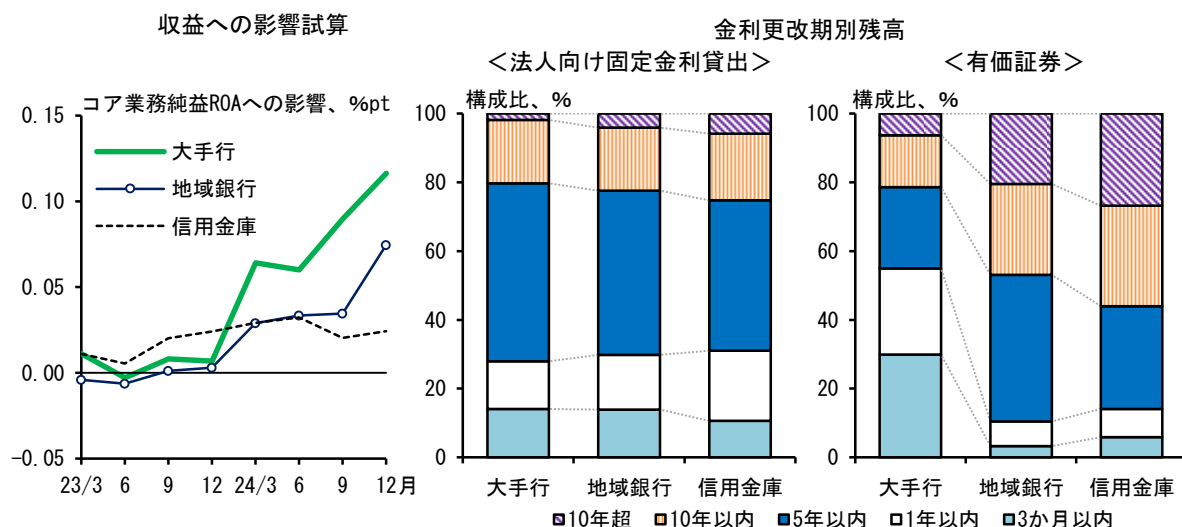
（出所）Bloomberg、Haver Analytics、財務省、日本銀行

これまでの円金利上昇の影響をみると、保有する金融資産の金利更改が進むにつれて貸出利鞘や有価証券利鞘が改善し、収益の増加に寄与する姿が窺われる（図表VI-1-7、前掲図表

³² 円金利上昇が、1、3、5年後の各年でみた業態ごとのコア業務純益に及ぼす影響については、前回レポートの図表IV-4-6を参照。

Ⅲ-1-12)。もっとも、預貸金利の追随率は、金融機関の直面する競争環境や経営戦略等によっても異なることから、今後、市場金利が一段と上昇した場合に、金融機関の預金・貸出金利の引き上げ幅のばらつきが大きくなっていく可能性がある。以下では、金融機関の金利追随率を規定する要因について点検する。

図表Ⅵ-1-7 円金利上昇が金融機関収益に与える影響



(注) 1. 左図は、円貸金資産・負債（商品別）の各四半期末の残高と利回りデータを用いて、2022 年末以降の利回りの変化がコア業務純益 ROA に与える影響を試算したもの（直近 2024/12 月末は、関連データを用いた延長推計値）。

2. 右図は 2024/9 月末時点。

(出所) 日本銀行

貸出金利

貸出全体でみた貸出金利の追随率は、市場連動貸出の割合が高い大手行では高めとなる一方、固定金利貸出やプライムレート連動貸出の割合が高い地域金融機関では低めとなるなどの違いが生じるが、各金融機関の競争力や直面する競争環境も相応に影響していると考えられる。

今次局面における貸出債権別の金利データ（対象は地方銀行³³）を用いて、市場金利の短期プライムレート連動貸出金利への反映度合いを確認すると、昨年 9 月末時点において、7 月の政策金利上昇を短期プライムレートに反映した地方銀行は、各都道府県におけるトップ行が引き上げを先行する形で約 7 割となっており、プライムレートを上昇させた銀行における適用金利の引き上げ幅は、ほぼ全ての貸出先において 15 ベーシス程度となっている（図表Ⅵ-1-8）³⁴。

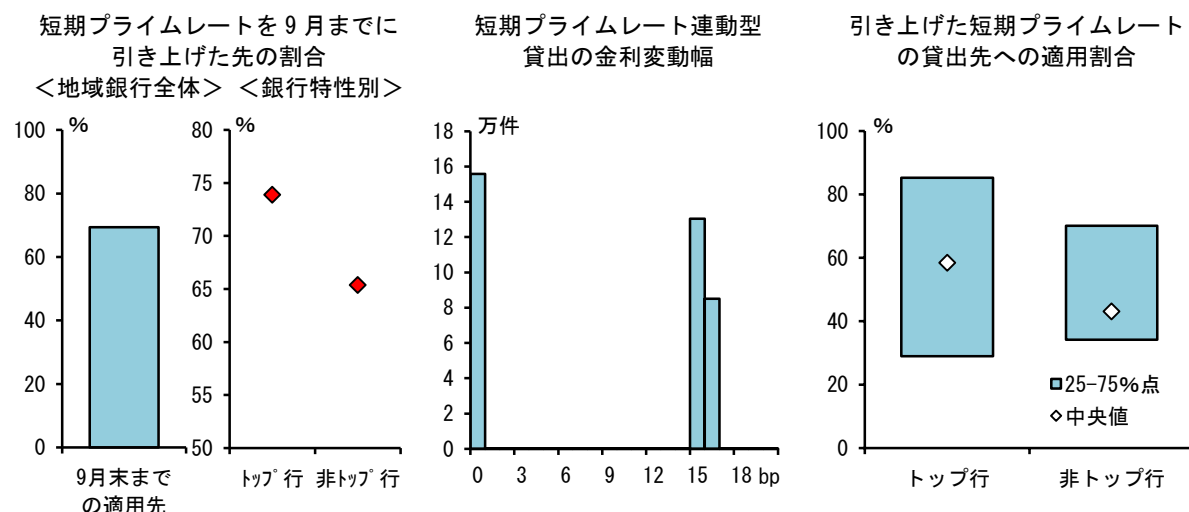
³³ 金融庁と日本銀行による新たなデータ収集・管理の枠組みである「共同データプラットフォーム（共同 DP）」の高粒度データを用いており、現時点では、集計対象は全国地方銀行協会加盟行に限られる。共同 DP の詳細や同データを用いた分析については、BOX1 や BOX2、前回レポートの BOX4 等を参照。

³⁴ その後、12 月末時点では、ほぼすべての先で短期プライムレートが引き上げられ、貸出金利への適用も進んでいるとみられる。

VI. 金融システムの頑健性

1. 金融機関の損失吸収力

図表VI-1-8 短期プライムレートの引き上げとその適用状況

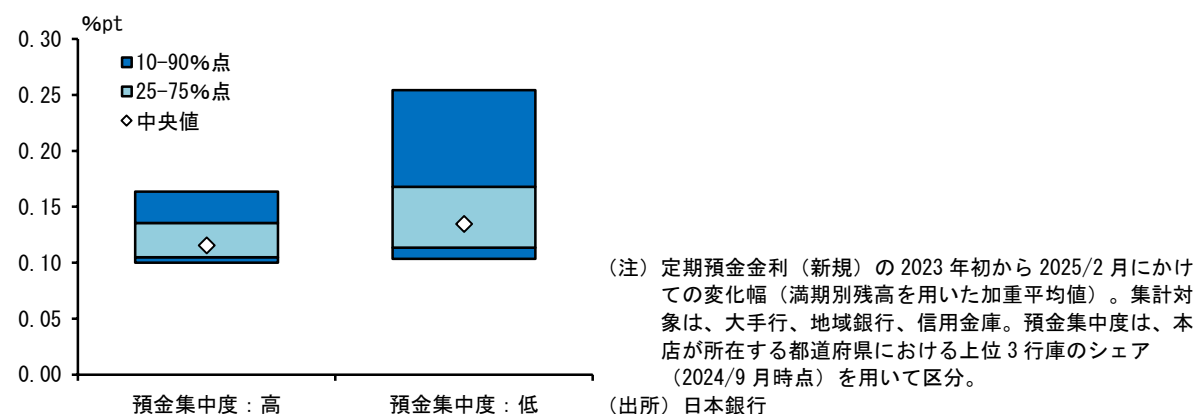


(注) 1. 左図および右図のトップ行は、各地域銀行の本店所在地において貸出シェアがトップの先。
2. 中図および右図の集計対象は地方銀行のうち、2024/9月までに短期プライムレートを引き上げた先。2023/12月末から2024/6月末にかけて、貸出金利が変動しなかった変動金利型貸出債権を短期プライムレート連動型貸出とみなし、それらのうち2024/6月末から2024/9月末にかけて金利が変動したものを引き上げ適用債権とした。
(出所) 各社開示資料、日本銀行

預金金利

今次局面における普通預金の追随率は、足もとでは、前回局面と同様に40%程度となっている。定期預金の追随率も、ラグを伴いつつ上昇している。定期預金金利の引き上げ幅について、各地域の預金市場における金融機関の集中度（トップ行のシェア）との関係を見ると、全体としては集中度の違いによる金利引き上げ幅の差は大きい訳ではないものの、都市圏など集中度が相対的に低い地域に本店を置く金融機関ほど設定する金利にばらつきが大きい（図表VI-1-9）。

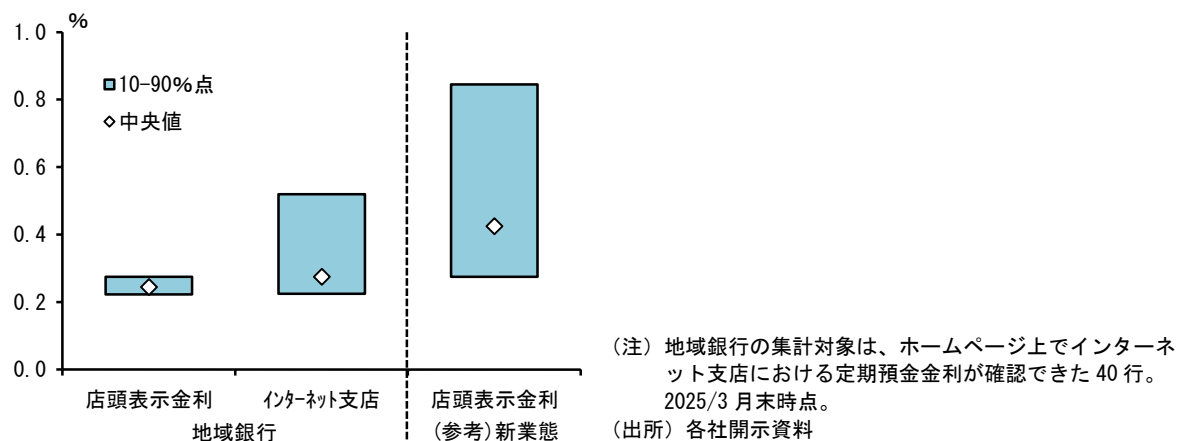
図表VI-1-9 定期預金金利の引き上げ幅と預金市場の集中度



このほか、預金シェアを伸ばしているインターネット専門銀行が、定期預金金利を高めに設定する傾向があるほか、地域金融機関でも、インターネット支店において高めの金利を提示するケースが一部にみられている（図表VI-1-10）。こうした預金金利の高さには、預金獲得への取り組みの強さや口座管理コストが低いことが反映されている面があると考えられるも

の、新たな競争領域において採算を確保しつつどの程度顧客を惹きつける力があるか、安定的な預金確保に向けた課題は何かなど、各行における経営戦略上の重要性や基礎的な収益力に与える影響などを踏まえつつ預金獲得戦略を策定していくことが求められる。

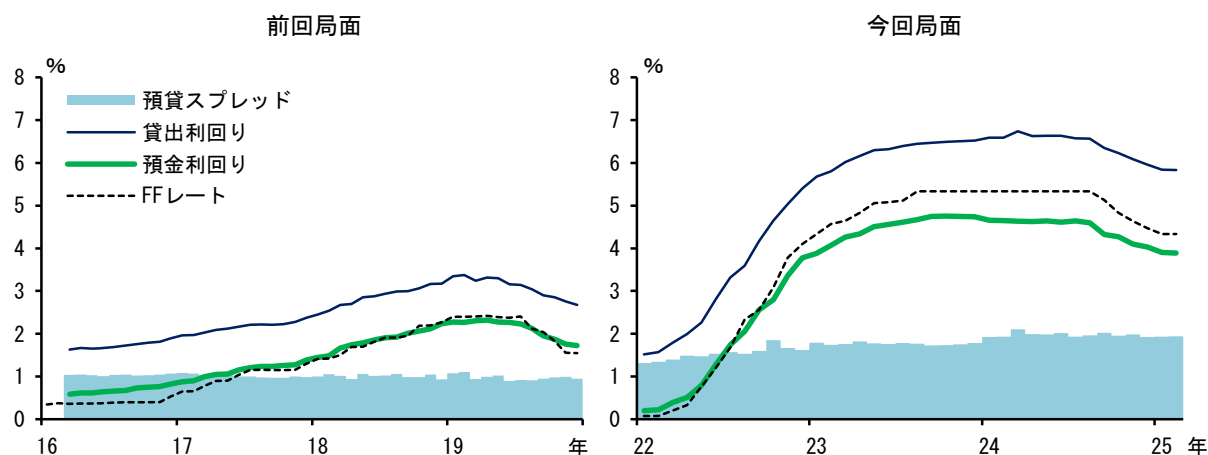
図表VI-1-10 地域銀行のインターネット支店における定期預金金利（1年物）



海外部門の預貸金利

外貨についてみると、大手行のドル建て貸出の利回りは、貸出の大半が変動金利型であることから、市場金利の大幅な上昇につれて上昇したあと、昨秋以降は米国の利下げを受けて、低下に転じている（図表VI-1-11）。預金金利についても同様に低下しており、預貸スプレッドは概ね横ばいで推移している。

図表VI-1-11 海外預貸金利（前回利上げ局面との比較）



（注）「貸出・預金利回り」と「預貸スプレッド」は大手行の加重平均値。直近は2025/2月。

（出所）FRED、日本銀行

（3）金利上昇と金融機関の頑健性

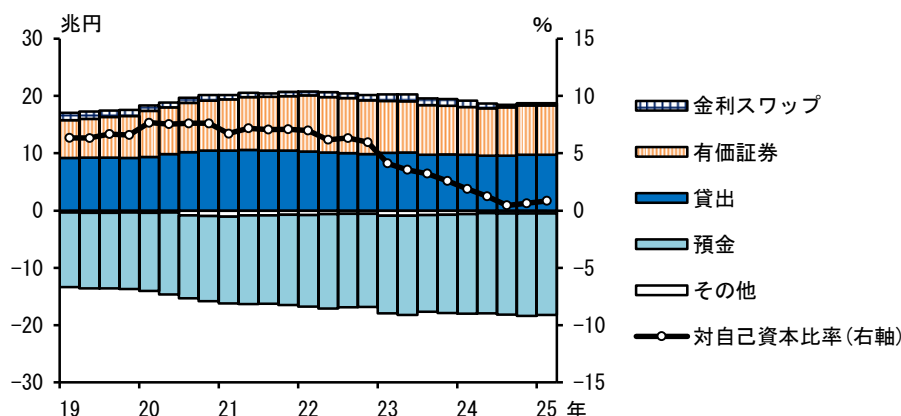
銀行勘定全体でみた円貨金利リスク量（100bpv）は、自己資本対比でみて引き続き低位に抑制されており、金融機関は、総じて十分な損失吸収力を有している（図表VI-1-12、後述のマクロ・ストレステストも参照）。資産サイド（貸出および有価証券）と負債サイド（預金）

VI. 金融システムの頑健性

1. 金融機関の損失吸収力

のリスク量は概ねバランスした姿となっている。

図表VI-1-12 銀行勘定の金利リスク量



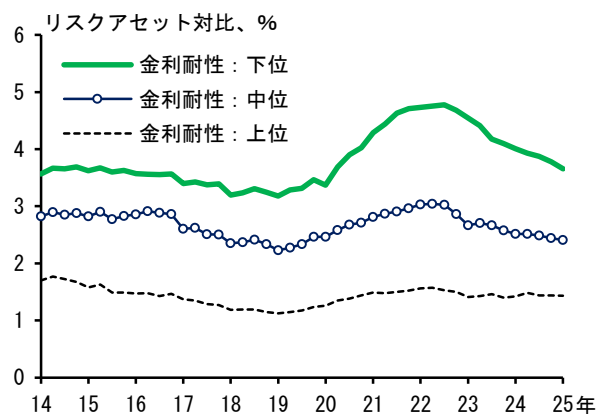
（注）各四半期末時点の円貨金利リスク量（100bpv）。直近 2025/1Q は 2 月末の値（2024/4Q 以降は、有価証券は金利リスク量、貸出・預金は残高の月次データを用いて試算）。

（出所）日本銀行

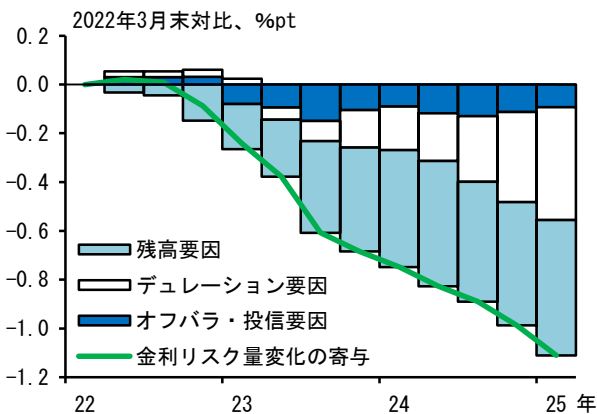
資産サイドについて、円債のリバランス動向をみると、前述のように円債を積み増す先もみられるが、デュレーションの短期化や金利スワップの活用などが進められており、引き続き金利リスクテイクに慎重なスタンスが維持されている（前掲図表Ⅲ-1-16、図表VI-1-13）。金利耐性が相対的に低い先をみても、残高削減やデュレーション短期化傾向が続いている。なお、金利上昇が意識されるなかで、時価評価しない満期保有目的債券を増やしたり、円債を裏付けとする貸出資産を増やす金融機関がこのところ増えている（図表VI-1-14）³⁵。

図表VI-1-13 金利耐性別にみた有価証券の金利リスク量

時系列推移



金利耐性が相対的に低い先の変化要因



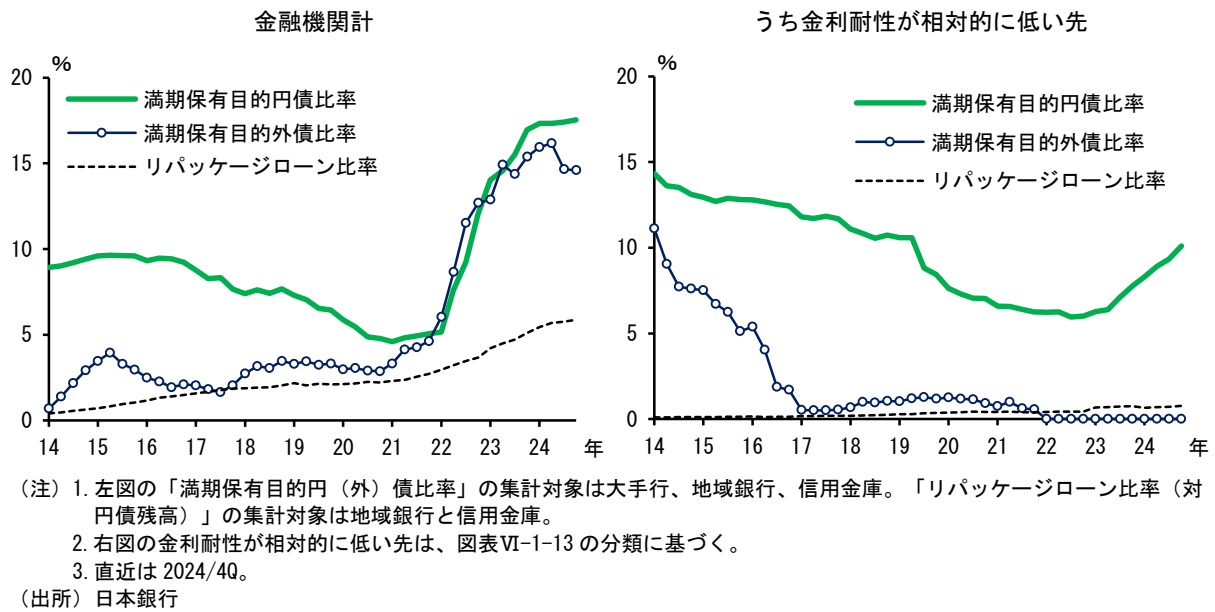
（注）1. 円貨金利リスク量（100bpv）の対リスクアセット比率。金利耐性は、2022/3 月末時点の「所要自己資本比率が有価証券評価損益を含むベースでも維持される長期金利水準」を試算し、三分位で区分（試算方法の詳細は 2024/10 月号を参照）。

2. 集計対象は地域銀行と信用金庫。直近 2025/1Q は 2 月末の値。

（出所）日本銀行

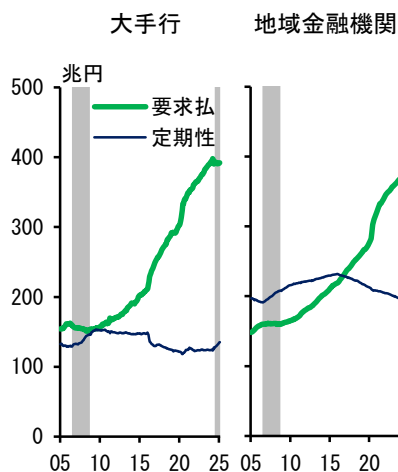
³⁵ 満期保有目的債券や貸出による金利リスクテイクも、銀行勘定の金利リスク量の一部として把握される点は、その他の債券と変わらない。そのうえで、満期保有目的に分類すると、評価損が会計上計上されないことから、自己資本や配当可能利益が短期的な金利変動の影響を受けにくくなる一方、ストレス時の資金流動性確保等に用いることが難しくなることに留意が必要である。また、仕組み債権には商品性が複雑なものが含まれていることから、リスクプロファイルに応じたリスク管理体制の構築が求められる。

図表VI-1-14 時価評価しない債券の保有比率



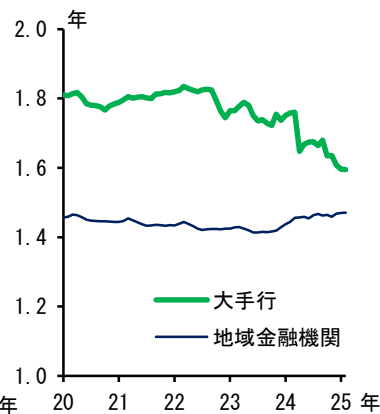
負債サイドについて、預金残高の動きをみると、要求払預金は2024年以降に増勢が鈍化している一方、定期預金は2016年以降の低下トレンドから上昇に転じてきている(図表VI-1-15)。定期預金の平均満期の推移をみると、このところ、大手行では、満期の短い法人定期預金が増えていることを背景に低下する一方、個人預金のウエイトが高い地域金融機関については小幅の上昇がみられるなど、区々の動きとなっている(図表VI-1-16)。

図表VI-1-15 預金残高



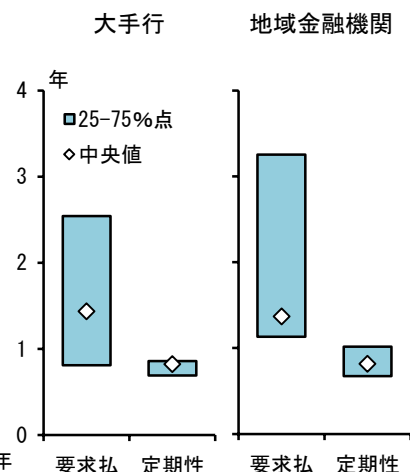
(注) 季節調整値。「定期性」は譲渡性預金を含む。シャドーは利上げ局面を表す。直近は2025/2月。
(出所) 日本銀行

図表VI-1-16 定期預金の平均満期



(注) 預入時点の満期の加重平均値。直近は2025/2月。
(出所) 日本銀行

図表VI-1-17 要求払預金と定期性預金のデュレーション



(注) 2024/9月末時点。
(出所) 日本銀行

先行き、金利環境の変化に伴って、より満期の長い定期預金へのシフトが生じる可能性はあるものの、現時点では、コア預金を含む要求払預金のデュレーションは、定期預金よりも有意に長く認識されており、預金全体のデュレーションという観点からは、要求払預金の減少による押し下げ効果が、定期預金内のシフトによる押し上げ効果を上回る可能性は相応に存在する

(図表VI-1-17)³⁶。金融機関には、資産・負債のデュレーション・ギャップの変動に応じて、運用サイドの金利リスク量を損失吸収力に見合ったものに調整していくことが期待される。

2. マクロ・ストレステスト

本節では、具体的なストレス事象を想定したマクロ・ストレステストにより、金融機関が十分な損失吸収力を備えているかを総合的に評価する^{37, 38}。

ダウンサイド・シナリオは、「海外金利上昇シナリオ」と「金融調整シナリオ」の2つを想定する。前者は、地政学的リスクの顕在化などに伴うグローバルな物価上昇を背景とした海外金利の上昇と、海外経済の減速を想定する。後者は、リーマンショックと同規模のストレスの発生を想定するシナリオであり、定点観測的に用いている。

また、V章2節でみた内外ノンバンク部門を巡るリスクと金融安定上の含意を踏まえ、後段では、金融調整シナリオをベースに投資ファンドによるショックの増幅を追加的に勘案した探索的な分析を行う。

なお、本節で用いるダウンサイド・シナリオにおける先行きの想定は、金融システムのストレス耐性の検証を有効に行うことを目的に仮想的に設けたものである。先行きの金融経済環境、資産価格、政策運営に関する日本銀行の見通しや、その蓋然性の高さを示すものではない。

(1) ベースライン・シナリオ

ベースライン・シナリオにおける実体経済は、2025年1月時点における複数の調査機関や市場の平均的な見通しをもとに、「海外経済の緩やかな成長が続くもとで、わが国経済も成長を続ける」ことを想定する(図表VI-2-1)。金融変数については、内外経済見通しに関する現時点で入手可能な情報は、市場価格にすべて織り込まれていることを前提とする。市場金利は、2025年1月末のフォワードレートカーブに沿って推移する結果、円短期金利はシミュレーション終期にかけて1%強の水準に達すると想定される(図表VI-2-2)。その他の金融

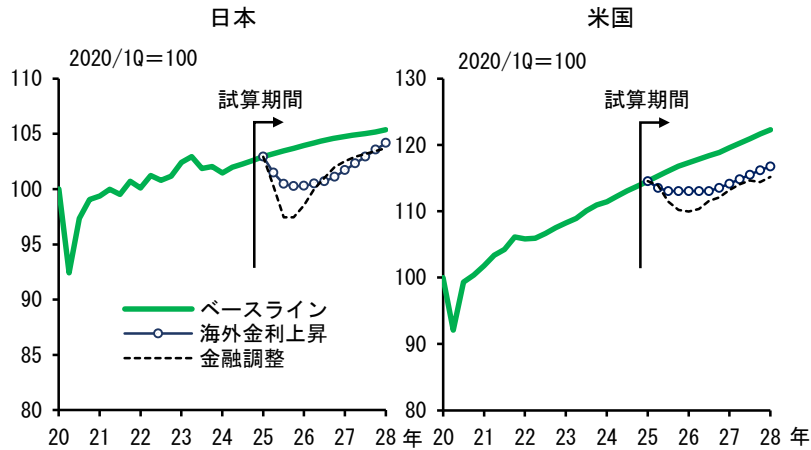
³⁶ また、要求払預金のデュレーションに影響を与える諸要因について、上述のように、預金金利の追随率が金利環境によって変化する可能性があることや、IV章3節で議論したように、預金の粘着性も経済金融構造の変化に伴って変わる可能性があることに留意が必要である。

³⁷ シミュレーションには、日本銀行金融機構局が構築した「金融マクロ計量モデル(FMM)」を用いる。同モデルの基本構造については、次の文献を参照。奥田達志・金井健司・川澄祐介・近松京介・中山功暉・宗像晃、「金融マクロ計量モデル(FMM)——2022年バージョン——」、日本銀行調査論文、2022年9月。

³⁸ ストレステストの対象は、銀行107行と信用金庫247庫。シミュレーション期間は、2024年10～12月から2028年1～3月。想定したシナリオごとの主要な金融経済変数は、日本銀行ホームページに掲載している「シナリオ別データ」を参照。

変数（株価、原油価格、為替相場、各種信用スプレッド）は、同時点の水準から横ばいとする。

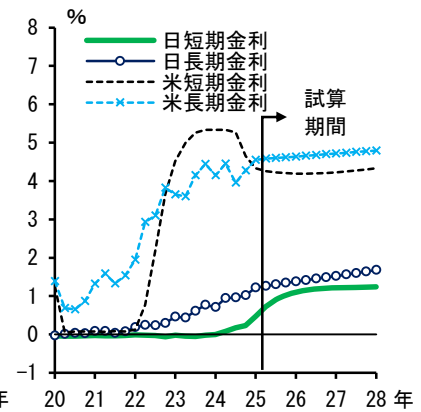
図表VI-2-1 日米实体经济



(注) 2020/1Qの実質 GDP を 100 として指数化。

(出所) BEA、IMF、内閣府、日本経済研究センター

図表VI-2-2 日米長短金利



(注) 1. 試算期間はイールドカーブに織り込まれているフォワードレートカーブに沿って推移すると想定。
2. 短期金利は翌日物金利、長期金利は 10 年金利。

(出所) FRB、Haver Analytics、財務省

シミュレーション結果をみると、コア業務純益は景気回復と金利上昇による利鞘の改善を背景に、国際統一基準行と国内基準行（銀行）で増加する（図表VI-2-3）。一方で、運用残高のデレージョンが相対的に長い国内基準行（信用金庫）では、やや遅れて改善し始める。また、信用コストはいずれの業態でも貸出残高の増加などを背景に増加するが、その額はコア業務純益対比で限定的である。シミュレーション終期にあたる 2027 年度末の自己資本比率は、全体として、各業態とも規制水準を十分に上回る（図表VI-2-4）³⁹。

ここで、前回レポートと同様に、ベースライン・シナリオ対比で円金利のみが上方に +1%pt パラレルシフトする場合の感応度分析を行うと、平均的な自己資本比率は、ベースライン・シナリオ対比でいずれの業態でもほぼ変わらず、規制水準を十分に上回る（図表VI-2-5）⁴⁰。その影響度は業態によって異なるが、全体として、信用コストの増加による影響は小幅にと

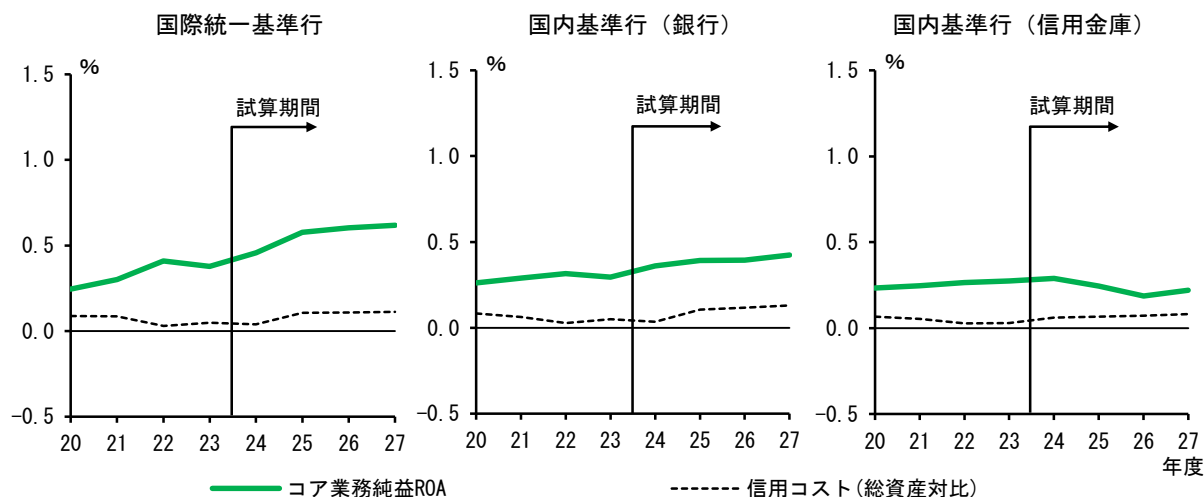
³⁹ なお、バーゼルⅢ最終化による資本フロアの導入により、内部格付手法先でリスクアセットは増加することとなり、国際統一基準行および国内基準行（銀行）の自己資本比率を押し下げる方向に作用する。資本フロアとは、内部格付手法先のリスクアセットについて、同手法で算出した額が、標準的手法で算出したリスクアセットに一定の掛け目をかけた額（フロア）を下回らないようにする規制である。資本フロアの掛け目は 2028 年度末にかけて段階的に引き上げられるため、シミュレーション期間の後半にその影響が大きくなる（リスクアセットが増加する）。とくに影響が大きい国際統一基準行では、2027 年度末の自己資本比率を 2%pt 程度下押しする。なお、リスクアセットの増加を受けた金融機関のマネジメント・アクションは勘案していない。

⁴⁰ 仮想的に、2025 年 4～6 月に長短金利がベースライン・シナリオ対比でみて +1%pt パラレルに上昇し、シミュレーション終期にかけて +1%pt の上昇幅を維持するケースを想定する。内外の実体経済や円金利以外の金融変数については、ベースライン・シナリオと同じ想定を用いる。また、金利上昇を受けた金融機関のマネジメント・アクションは勘案していない。

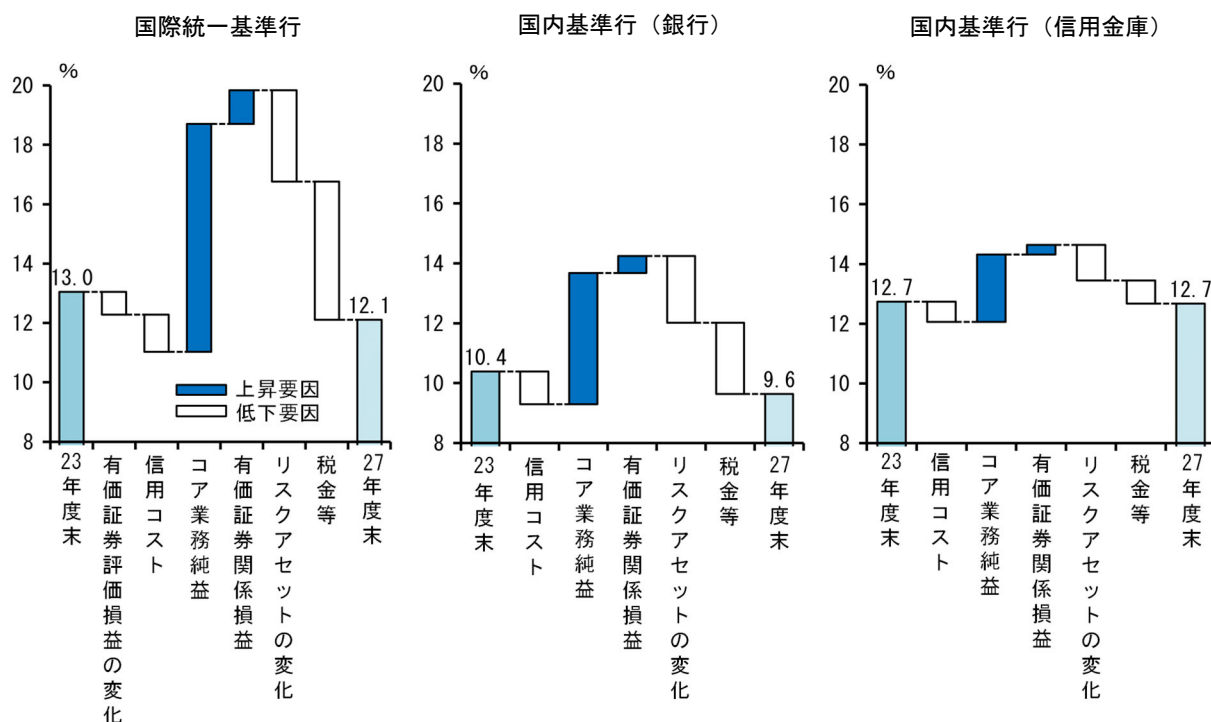
VI. 金融システムの頑健性
2. マクロ・ストレステスト

どまるもとで、コア業務純益の増加が自己資本比率を押し上げる姿となっている。また、仮に、自己資本比率の変化を、有価証券の評価損益を勘案した経済価値ベースでみても、平均的な自己資本比率は、規制資本ベースでみた場合と同様に、規制水準を十分に上回る⁴¹。

図表VI-2-3 コア業務純益と信用コスト（ベースライン）

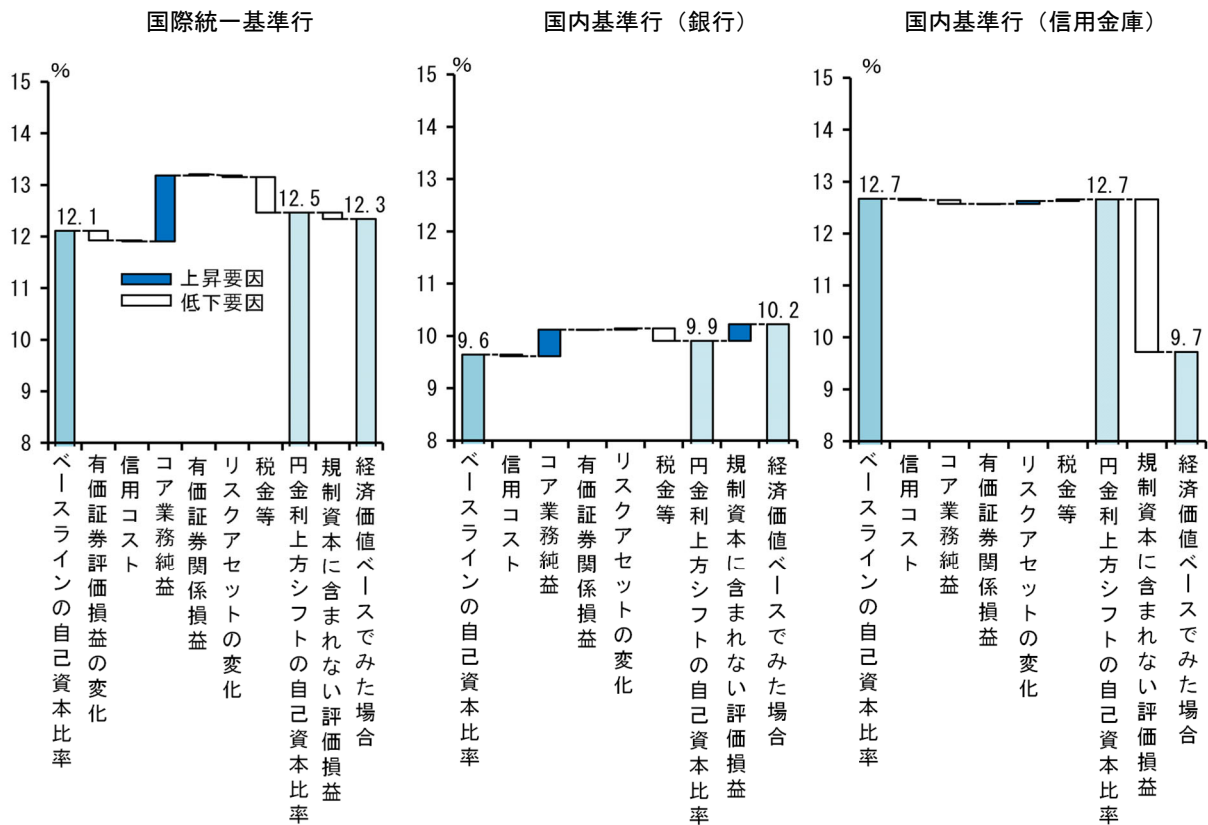


図表VI-2-4 自己資本比率の要因分解（ベースライン）



⁴¹ 具体的には、保有目的や規制資本に含まれるかを問わずすべての有価証券を時価評価したうえで、その影響を勘案している。

図表VI-2-5 自己資本比率の要因分解（感応度分析・円金利上方シフト）



（注）シミュレーション終期（2027 年度末）における、ベースライン・シナリオ（規制資本ベース）と円金利上方シフト（規制資本ベース、経済価値ベース）の自己資本比率の乖離要因を表示。

（2）海外金利上昇シナリオ

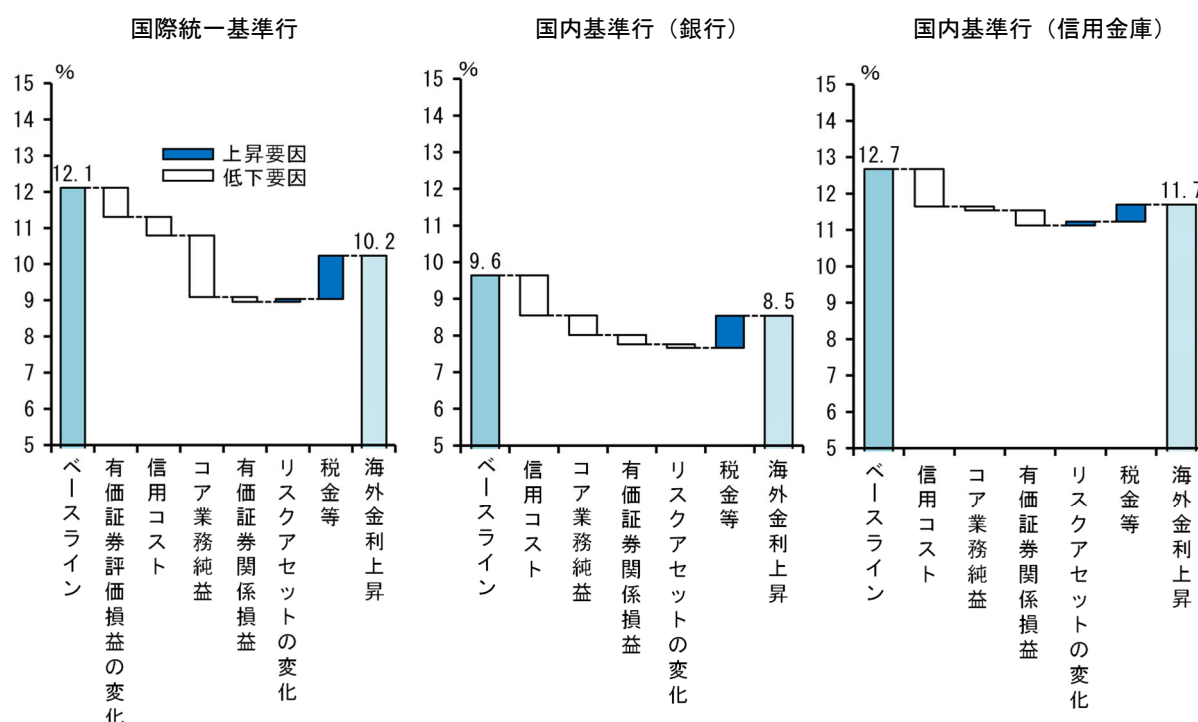
海外金利上昇シナリオは、地政学的リスクの顕在化などに伴うグローバルな物価の上昇を背景とした海外の長短金利の上昇と海外経済の減速を想定したものである。具体的には、米国の FF レートは 2025 年 4～6 月以降、前回レポートと同様にベースライン・シナリオ対比で +2%pt 引き上げられる。その後はそのまま 1 年高止まりし、シミュレーション終期にかけて緩やかに低下する。米国の長期金利は、ベースライン・シナリオ対比で +1%pt 引き上がった後、そのまま高止まりし、すべての年限で金利が上昇する姿を想定する。欧州についても、米国と同様にすべての年限で金利が高止まりした状態が続く。

この間、実体経済は、物価や金利の上昇などを背景に、米欧ともに減速する（前掲図表 VI-2-1）。米国経済は、2025 年度上期に小幅なマイナス成長となり、その後 1 年はゼロ成長にとどまる。リスク性資産価格は、実体経済の悪化に連れて下落するほか、原油価格は金融危機前の最高水準まで上昇する。国内経済は、海外の実体経済悪化、交易条件の悪化などの結果として減速する。

シミュレーション結果をみると、2027 年度末の自己資本比率は、いずれの業態も、ベース

ライン・シナリオ対比で低下する（図表VI-2-6）。まず、海外向けエクスポージャーの比率が高い国際統一基準行を中心に、外貨調達コスト上昇による海外資金利益の減益（コア業務純益の減少）が自己資本比率を下押しする。また、原材料価格上昇および実体経済の減速を通じた企業の収益環境の悪化により、いずれの業態でも信用コストが上昇する。もっとも、自己資本比率は全体として、シミュレーション期間を通じて規制水準を上回り、海外金利が長期にわたって高止まりする（higher for longer）もとでも、金融システムの安定性は全体として維持されると評価できる。

図表VI-2-6 自己資本比率の要因分解（海外金利上昇）



（注）シミュレーション終期（2027年度末）における、ベースライン・シナリオと海外金利上昇シナリオの自己資本比率の乖離要因を表示。

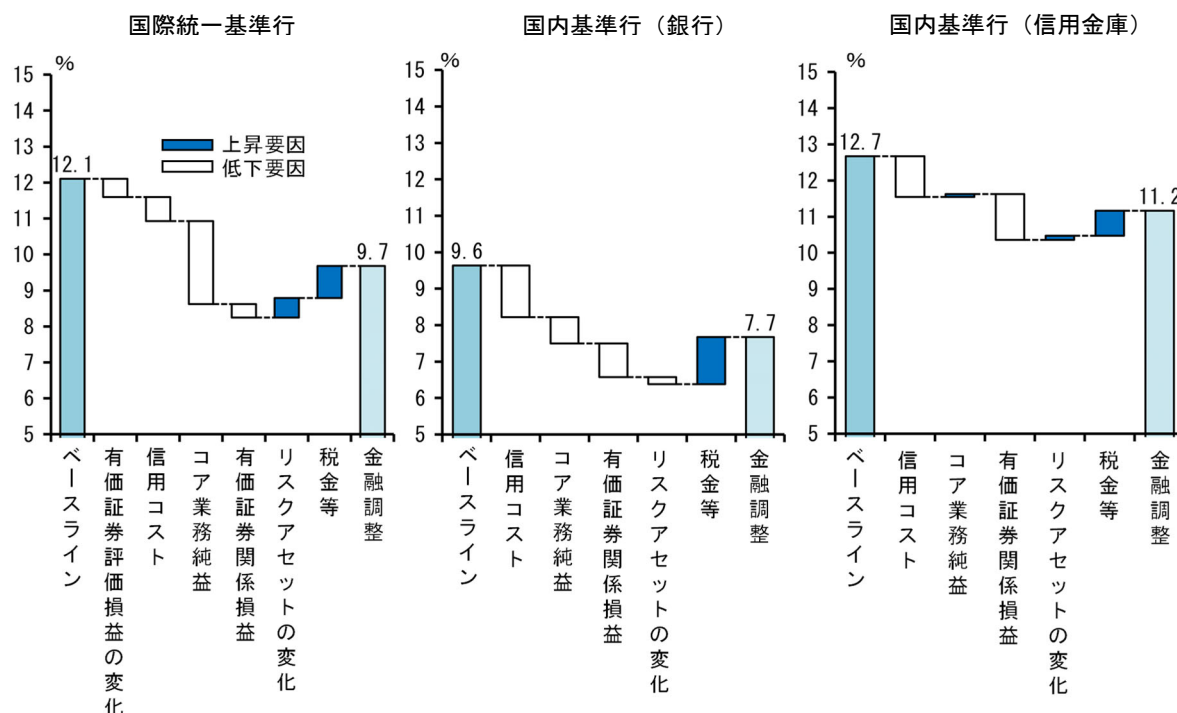
（3）金融調整シナリオ

金融調整シナリオでは、2025年4～6月に、国際金融市場でリーマンショック期並みのショックが発生することを想定する。金融変数については、リスク性資産価格が急落し、内外金利が既往最低水準まで低下するも、為替相場は円高方向に変化する⁴²。また、金融市場が大幅に調整し、海外経済がリーマンショック期と同様のペースで減速することを受けて、国内実体経済も減速する。

⁴² 過去の金融調整シナリオでは、2020年3月の市場急変の経験を受けて、海外の高格付け債スプレッドも大きく高まることをアドホックに仮定するなど、リーマンショック期対比で幾分厳しめのシナリオを想定していた。今回レポートでは、ノンバンク部門によるショックの増幅メカニズムについて、より広範な影響が生じる可能性を考慮するため、後述の探索型分析を実施することとした。探索型分析における高格付け債スプレッドの上昇幅が過大にならないよう、今回の金融調整シナリオではリーマンショック期並みの上昇幅としている。

シミュレーション結果をみると、2027 年度末の自己資本比率は、ベースライン・シナリオ対比で大きく低下する（図表VI-2-7）。金利低下による利鞘縮小（コア業務純益の減少）、経済環境の悪化による信用コストの増加、リスク性資産価格の下落（有価証券評価損益・関係損益の悪化）が自己資本比率を下押しする。それでも、いずれの業態でも平均的には規制水準を上回り、金融機関はこうした大幅かつ急速なストレスに耐え得る自己資本を有していると評価される。

図表VI-2-7 自己資本比率の要因分解（金融調整）



（注）シミュレーション終期（2027 年度末）における、ベースライン・シナリオと金融調整シナリオの自己資本比率の乖離要因を表示。

（４）金融システムの頑健性評価

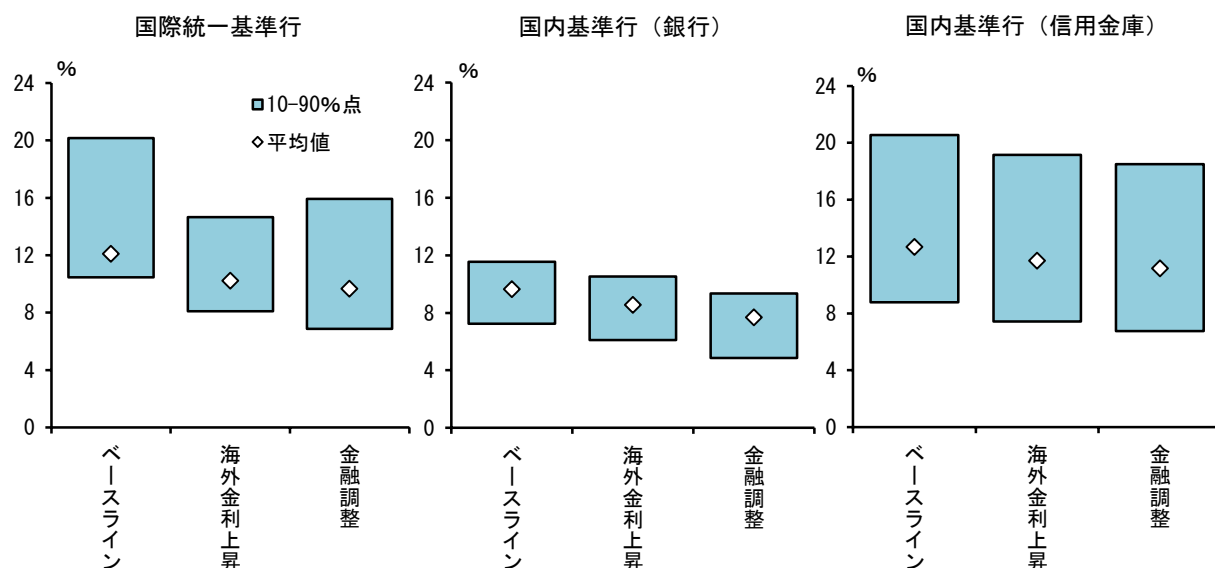
今回のマクロ・ストレステストの結果をまとめると、グローバルなインフレの再燃と海外金利の一段の上昇といったストレスや、リーマンショック期並みの金融市場の大幅かつ急速な調整と海外経済の悪化の同時発生のようなストレスにおいて、わが国の金融機関は全体として、相応の耐性を備えていると評価することができる（図表VI-2-8）⁴³。この背景として、リーマンショック期以降、金融機関が自己資本の積み増しなどを通じて頑健性を高めてきたこと、貸出先である企業も、感染症拡大期を経ても、なお、全体としては良好な財務基盤を維持していることが挙げられる。

⁴³ 国際統一基準行は 4.5%の CET1 比率、国内基準行は 4%のコア資本比率を満たすことがそれぞれ求められている。これに加え、国際統一基準行では、資本保全バッファとして 2.5%が課されているほか、システム上重要な銀行には、G-SIBs バッファとして 1.0～1.5%、D-SIBs バッファとして 0.5%が上乘せされている。

VI. 金融システムの頑健性

2. マクロ・ストレステスト

図表VI-2-8 自己資本比率の分布



（注）シミュレーション終期（2027年度末）における、自己資本比率の業態平均（マーカー）と10-90%点（バンド）を表示。

4月入り後、内外の金融市場が大きく変動するなど、足もと、各国の通商政策をはじめとする経済政策運営や地政学的リスク、国際金融市場の動向を巡る不確実性は高まっている。こうしたもとで、今回のマクロ・ストレステストの結果は、一定のストレス下においても、わが国の金融仲介機能は維持されるとみられることを含意している。ただし、各国における通商政策等の今後の展開については不透明感が高いほか、そうした展開がグローバルな金融市場や実体経済に与える影響については、少なくとも近年、類似のストレスがグローバルに生じたことがなかったこともあり、大きさや範囲、持続性を含め不確実性が大きい。今後の帰趨を踏まえながら、金融機関が直面する様々なリスクを適切に捉えていく必要がある。

（5）内外投資ファンドのプレゼンス拡大を踏まえた探索的分析

最後に、金融調整シナリオをベースに、リーマンショック型のストレスが、内外の投資ファンドのポートフォリオ調整などによって増幅された場合の影響について試行的に分析を行う。

現時点では、投資ファンドなどのノンバンクに関するデータやその経済行動にかかる研究蓄積が十分ではない。また、これらファンドと保険・年金基金、銀行の間の重層的な与信・レバレッジ供与の定量化が難しい。こうした制約のもとで、当分析は、資産価格へのストレスの慣性についての保守的な見積もりなど、一定の仮定を設けて実施するものであり、その結果については、幅を持ってみる必要がある。

具体的には、2025 年 4～6 月に、海外ファンドにおいてリーマンショック期を上回る大規模な資産売却が生じるケースを想定する（図表VI-2-9）。①海外オープンエンド型ファンドが流動性確保のために国債を大規模に売却する結果、日米の長期金利が金融調整シナリオ対比で一時的に大きく上昇するほか、低流動性資産の投売りにより米国社債のスプレッドは大幅かつ長期にわたって上昇する⁴⁴。さらに、②金融市場の一段の調整に伴い、海外実体経済の悪化幅も金融調整シナリオ対比で拡大することを想定するほか、国内経済については、金融環境および海外実体経済の悪化を背景に減速する。また、③邦銀の海外ファンド向け投融資については、ファンド価格の追加的な下落や、貸出エクスポージャーの一部が毀損する状況を想定する。国内ファンド価格も内外金融市場の悪化を受けて下落する。この間、国際金融資本市場でのボラティリティの拡大が外貨調達環境を悪化させると想定し、邦銀のドル調達コストも一段と上昇する。

図表VI-2-9 探索的分析における想定

主要変数		シナリオの想定方法	追加的な影響
金融変数	米国10年国債利回り 日本10年国債利回り 米国社債スプレッド（BBB格）	「①保有債券残高（リーマンショック時対比増分）× ②想定売却率（リーマンショック時）×③売却1単位あたりの価格インパクト（週次推計値）」により試算	+0.6%pt +0.4%pt +600bps
	米国株価 日本株価	下記、実体経済の想定に基づき試算（過去の実体経済と株価との関係を利用）	▲14%程度 ▲12%程度
	ファンド価格		
	金利系 クレジット系 不動産ファンド	各ファンド価格に関係する金利想定に基づき試算（金利系：長期金利、クレジット系：米国社債スプレッド、不動産ファンド：CMBSスプレッド）	平均▲13%程度
	マルチアセット プライベート・エクイティ ヘッジファンド	株価の想定に基づき試算（リーマンショック期の株価と各ファンド価格との関係を利用）	平均▲7%程度
経済変数	米国実質GDP 日本実質GDP	マクロ経済モデル（米国：FRB/USモデル、日本：FMM）を用いて推計	▲1%程度 ▲1%程度
融資毀損率	海外ファンド向け貸出	リーマンショック期における低格付貸出のデフォルト率を参照	▲10%程度

（注）1. 各変数の「追加的な影響」は、金融調整シナリオと探索的分析の乖離の最大幅を表示。

2. RMBS、CMBS、ABS、CLO等のスプレッド上昇幅についても、投資ファンドによる売却の影響試算をもとに想定。

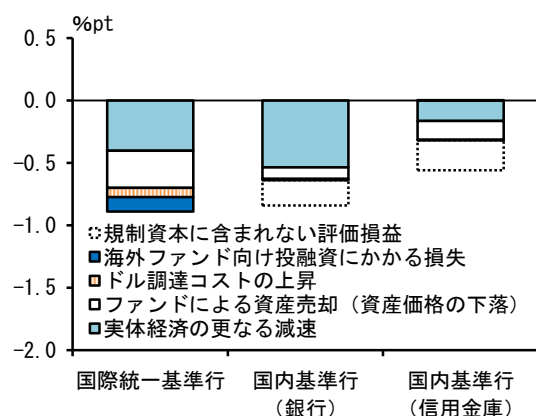
シミュレーション結果をみると、国際統一基準行の自己資本比率は、金融調整シナリオ対比で1%pt程度押し下げられるが、全体として規制水準を上回る（図表VI-2-10）。資産価格の下落等に伴う有価証券の含み損の拡大や海外ファンド向け投融資にかかる損失、ドル調達コストの上昇などのほか、内外経済の一段の減速による信用コスト増加の影響も押し下げに寄与する。相対的に影響が小さい国内基準行（銀行、信用金庫）においても、国内経済減速の影響が相応に及ぶほか、規制自己資本には算入されないものの有価証券評価損の押し下げがみられる。

⁴⁴ 本シナリオでは、感染症拡大時など過去のストレス局面で、長期国債の売却がみられたことを踏まえ、金融調整シナリオ対比で日米長期金利を一時的に大きく上昇させている。その後、長期金利が既往の最低水準まで低下する点は、金融調整シナリオと同様であり、米金利は0.7%、円金利は0%まで低下することを想定している。

VI. 金融システムの頑健性

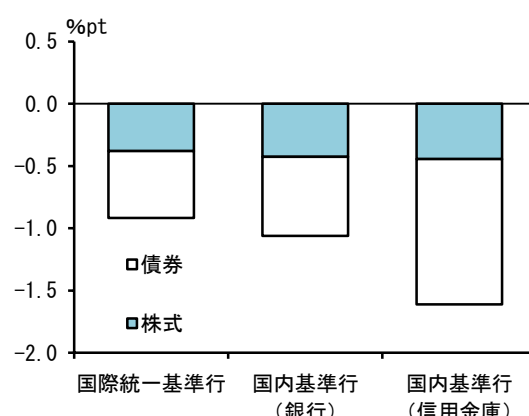
2. マクロ・ストレステスト

図表VI-2-10 金融調整シナリオ対比での
自己資本比率の下落幅
(2027 年度末)



(注) 1. 2027 年度末における金融調整シナリオと探索的分析の自己資本比率の乖離要因を表示。
2. 「ファンドによる資産売却」は、シナリオの変数のうち、金融変数のみを探索的分析の想定にした場合の変化（「ドル調達コストの上昇」と「海外ファンド向け投融資にかかる損失」以外の部分）。

図表VI-2-11 ショック発生時（2025/4～6 月）
の有価証券評価損益等への影響



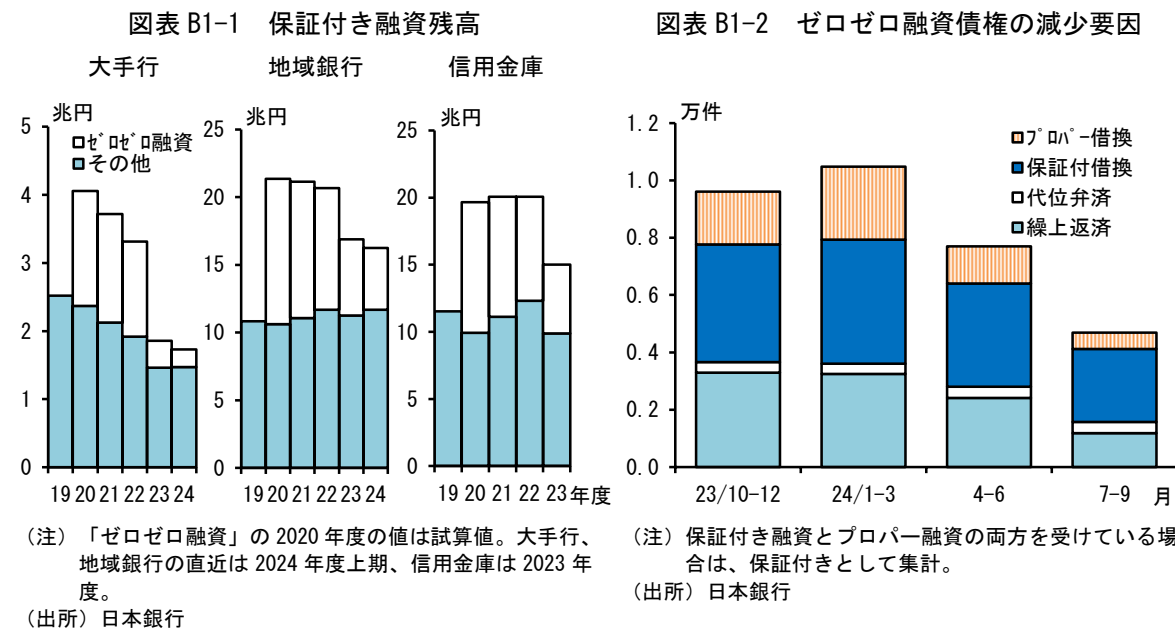
(注) 1. 2025/2Qにおける金融調整シナリオと探索的分析の結果の乖離要因を表示。
2. リスクアセットに対する比率。債券（含む満期保有目的債券）と株式（含む投資ファンド持分）の評価損益・関係損益。

短期的には、金融市場のボラティリティが最も高まるショック発生直後の局面で、有価証券評価損が一時的に大きくなる。2025 年 4～6 月の有価証券評価損益をリスクアセット対比でみると、金融調整シナリオの結果からさらに、国際統一基準行および国内基準行（銀行）で 1%pt 程度、国内基準行（信用金庫）で 2%pt 弱拡大する（図表VI-2-11）。もっとも、金融機関は十分な自己資本を有しているため、金融市場のボラティリティが最も高まる局面でも、全体として安定的に金融仲介を行う財務基盤を有していると評価できる。

BOX 1 実質無利子・無担保融資利用企業の財務状況

本BOXでは、金融庁と日本銀行の新しいデータ収集・管理の枠組みである「共同データプラットフォーム（共同DP）」の高粒度データを用いて、実質無利子・無担保融資の利用企業（ゼロゼロ融資先）の財務状況・デフォルト状況を確認する⁴⁵。

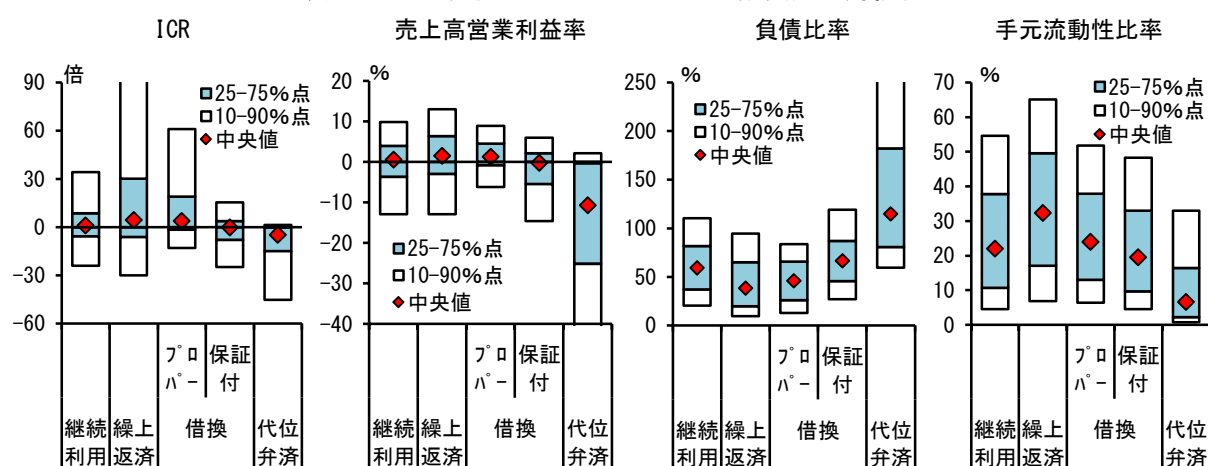
ゼロゼロ融資制度（2020年5月～2021年3月に受付）における当初3年間の利子補給期間が順次終了するもとで、保証付き融資の残高は、2023年度以降全体として減少している（図表B1-1）。ゼロゼロ融資債権の減少要因を確認すると、半分弱が繰上返済、半分以上は別の融資への借換えとなっている（図表B1-2）⁴⁶。借入企業の財務状況を確認すると、繰上返済やプロパー融資への借換えを選択した先の財務は相対的に良好な一方、相対的に財務が脆弱な先で代位弁済に至るケースがみられる。保証付き融資への借換えを選択した先については、継続利用先と財務状況は概ね同様である（図表B1-3）。



⁴⁵ 共同DPの概要については、前回レポートのBOX4等を参照。今回の分析対象は、2023年度からデータ収集を始めている全国地方銀行協会加盟行。本年度から、主要行等、第二地方銀行も対象に含め、データ収集を本格化させる予定としている。

⁴⁶ ゼロゼロ融資債権の抽出方法については、前回レポートのBOX4を参照。各四半期において、満期が到来していないにもかかわらずデータが確認できなくなったゼロゼロ融資債権について、①同四半期において代位弁済が確認された場合は「代位弁済」、②同四半期に融資先が新規借入を行っていた場合は、保証の有無に応じて「保証付き借換」または「プロパー借換」、③それ以外の場合は「繰上返済」されたとみなしている。

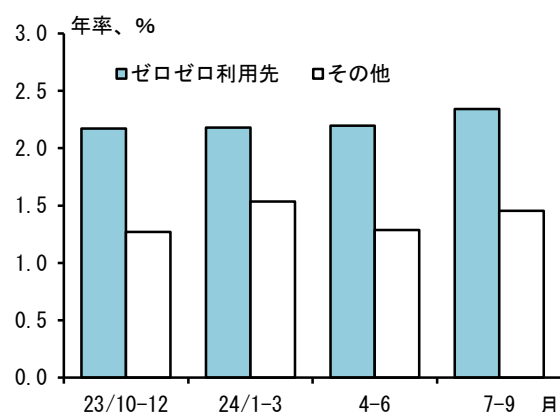
図表 B1-3 返済状況別にみたゼロゼロ融資先の財務状況



(注) 1. 負債比率は借入金÷総資産。手元流動性比率は手元流動性÷総資産。
2. 集計対象は、2023/9 月末時点で地方銀行からゼロゼロ融資を受けていた中小企業。
(出所) 日本銀行

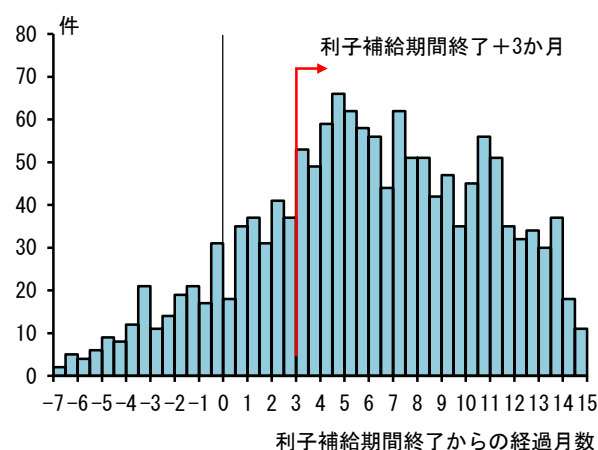
ゼロゼロ融資利用企業のデフォルト動向をみると、利子補給期間の終了・元金返済開始が集中した2023年末から2024年にかけて、一貫してゼロゼロ融資を利用していない先のデフォルト率を上回っている（図表B1-4）。各債権の利子補給終了時点からの経過月数別に代位弁済件数を集計すると、利子補給期間の終了後3～5か月後にかけて増加した後、ピークアウトする傾向がある（図表B1-5）。ゼロゼロ融資の利子補給期間の終了件数のピークは2024年の春頃に既に到来しているとみられることも合わせて考えると、利子補給終了後に事業継続を断念し、代位弁済を受けるといったケースは7～9月をピークに減少している可能性がある。

図表 B1-4 ゼロゼロ融資利用企業の実績デフォルト率



(注) デフォルトは、要管理先以下へのランクダウンにより定義。
(出所) 日本銀行

図表 B1-5 利子補給期間と代位弁済件数

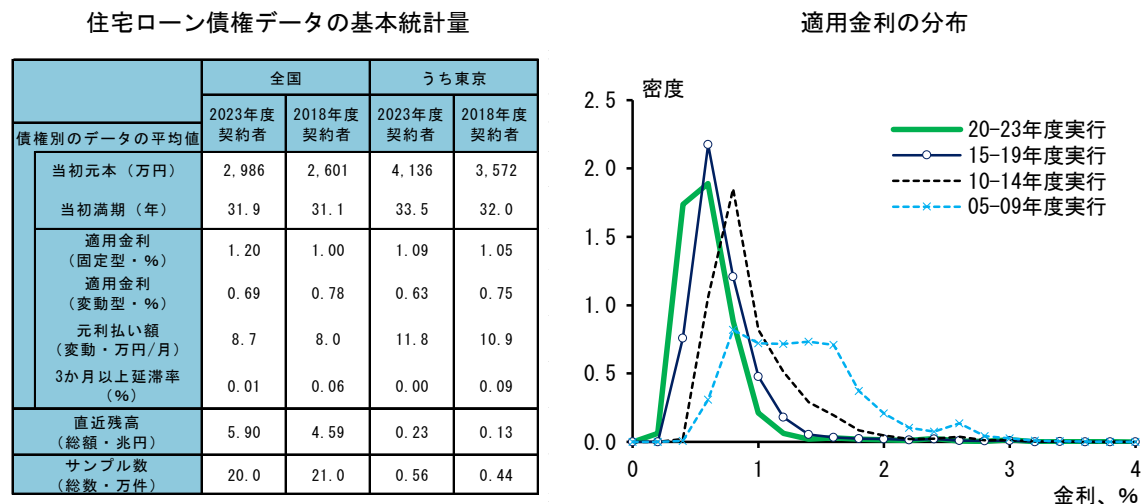


(注) 地方銀行の 2023/9 月末時点のゼロゼロ融資債権のうち、その後に代位弁済されたものについて集計。
(出所) 日本銀行

BOX 2 住宅ローンのデフォルト率

「共同データプラットフォーム（共同DP）」では、住宅ローンについて、金利種別区分（変動型か固定型か）、貸出実行日、最終返済日、当初元本、現在残高、適用金利、延滞月数、債務者区分などのデータが利用可能である（図表B2-1左図）⁴⁷。変動金利型住宅ローンについて、利用データの報告時点（2024年3月時点）で適用されている金利の分布をみると、個別債権ごとのばらつきが相応に存在する。貸出実行期別に分布の平均値をみると、報告時点で直面している市場金利は同じにもかかわらず、最近実行された住宅ローンの金利がより低くなっており、貸出実行時点の金融環境などが現在の適用金利に影響している可能性がある（図表B2-1右図）。

図表 B2-1 共同 DP でみた住宅ローン債権の特徴



- （注）1. 2024/3 月末時点。
 2. 左図の3か月以上延滞率は3か月以上延滞債権残高を直近残高で除したもの。
 3. 右図の集計対象は変動金利型住宅ローン。

（出所）日本銀行

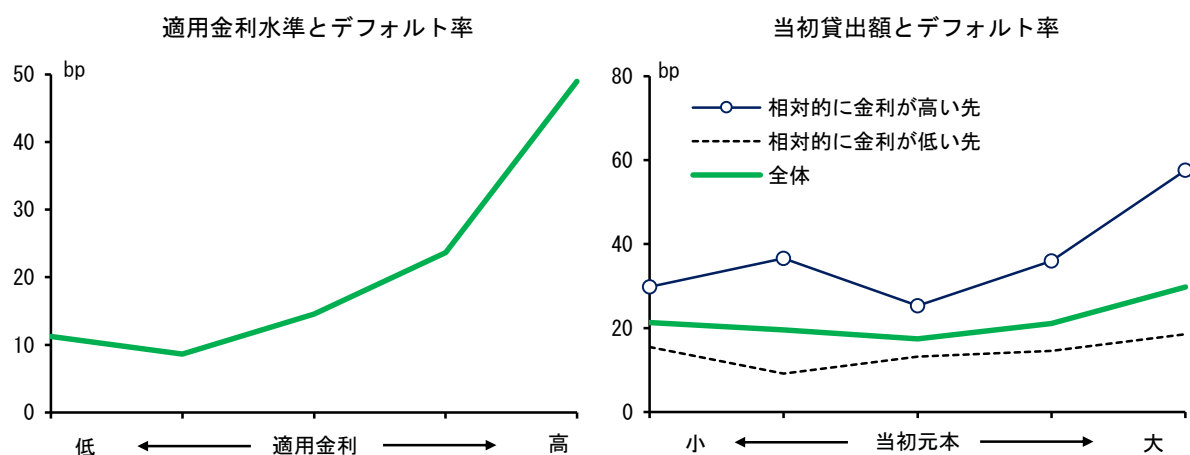
金利水準とデフォルト率の関係をみると、適用金利が高いほどデフォルト率が高くなる傾向があり、金融機関によるリスク管理の結果として金利水準には借入時点の借手手のリスクが反映されていることが示唆される（図表B2-2）⁴⁸。貸出実行時点の貸出額についても、貸出額が多いほどデフォルト率が高い傾向がみられるほか、各債権の適用金利について、同時期に実行された債権全体の平均金利対比で2つのグループに分けてみると、貸出実行当時に信用力が相対的に低かったとみられる金利の高いグループにおいて、貸出額とデフォルト率の正

⁴⁷ 住宅ローンは、「貸出種別」または「エクスポージャー区分」に「住宅ローン」との記載がある債権と定義する。もっとも、この方法により住宅ローンを識別できない銀行（有効回答のある61行中20行）については「当初元本500万円以上の消費性個人向けローン債権」を住宅ローン債権とみなすこととした。

⁴⁸ 本BOXの分析において、デフォルト率は、23年12月末時点にデフォルト（3か月以上延滞または破綻懸念先以下へのランクダウン）していなかった住宅ローン債権のうち、24年3月時点でデフォルトしている債権の割合として算出。

の関係がより明確にみてとれる。

図表 B2-2 適用金利・当初貸出額とデフォルト率



- (注) 1. 集計対象は、貸出実行年が 2015～2019 年度の変動金利型住宅ローンのうち、当初元本 1,000 万円以上かつ 2023/12 月末時点でデフォルト（3 か月以上延滞の発生または破綻懸念先以下へのランクダウン）していなかったもの。適用金利および当初元本の五分位でそれぞれ区分。
2. 右図では、銀行別の各貸出実行年の平均適用金利と比較して、金利が高い先を「相対的に金利が高い先」、低い先を「相対的に金利が低い先」と区分。

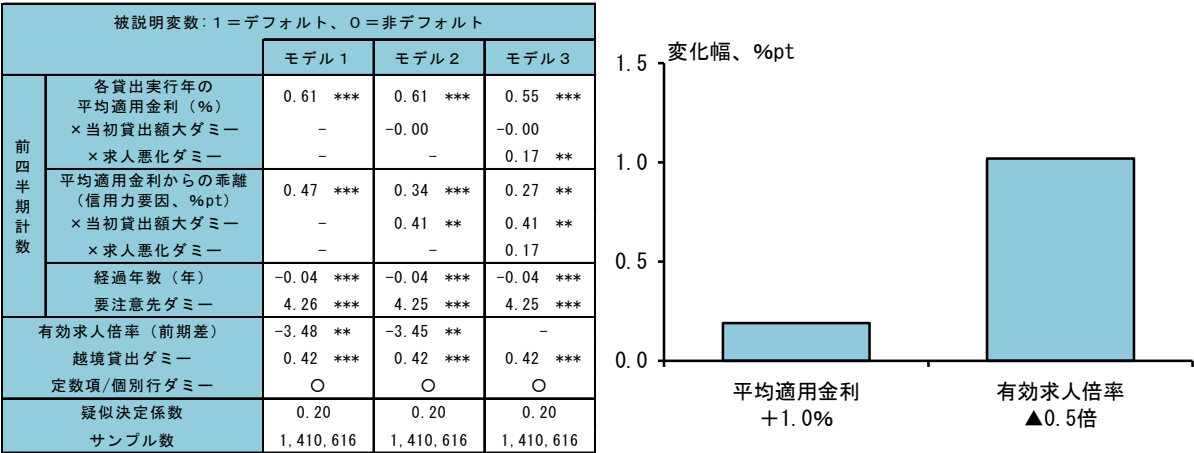
(出所) 日本銀行

図表B2-3左図は、共同DPデータを用いて構築したデフォルト率モデルの推計結果である。まず、適用金利については、債務者の属性の影響を受けない部分（各貸出実行年における平均適用金利）と債務者の信用力の差を示すとみられる部分（平均適用金利からの乖離幅）の双方について、上昇するほどデフォルト率が高くなる関係が有意にみられる。当初貸出額については、貸出額が相応に大きく、かつ、信用力が低いとみられる債務者について、デフォルト率が高い傾向がみられる⁴⁹。一方で、貸出実行日からの経過年数を経るほどデフォルト率が下がる傾向がみられており、賃金カーブに沿った所得増加により、債務者の返済能力が改善していくことが示唆される。なお、デフォルト率は、地域の経済環境にも影響を受けるとみられ、有効求人倍率が悪化した地域向けの住宅ローンほど、デフォルト率が高くなるほか、金利に対するデフォルト率の感応度も高くなる。

今回の分析は、過去の景気後退局面や金利上昇局面を含まないクロスセクションデータを用いた推計であるため幅を持ってみる必要があるが、適用金利のうち債務者の属性の影響を受けない部分の影響は、平均的な借り手が直面する貸出金利への感応度を、有効求人倍率の変化の影響は、景気感応度を捉えているとも解釈できる。こうした前提のもとで、経済全体の金利が1%上昇した場合のデフォルト率への影響は+20bps程度、有効求人倍率がリーマンショック期並みに（約▲0.5倍）悪化した場合は+100bps程度と試算される（図表B2-3右図）。

⁴⁹ 金融機関は、事業法人向け貸出と同様に住宅ローンについても越境貸出（各金融機関の本店所在県以外への貸出）を拡大させている。推計結果からは、越境ローンについても小幅にデフォルト率を押し上げる傾向がみられており、デフォルト率が相対的に高い借り手が含まれることが示唆される。

図表 B2-3 住宅ローンデフォルト率モデルの推計結果
推計結果 デフォルト確率の金利感応度・景気感応度



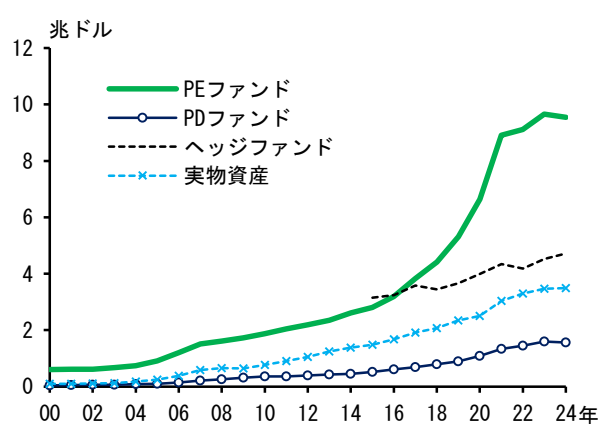
（注）1. 共同 DP における住宅ローン債権別データを用いたデフォルト率モデル（ロジットモデル）の推計結果。対象は 2024/3 月時点における変動金利型住宅ローン残高。デフォルトは、3 か月以上延滞または破綻懸念先以下への初回ラ
ンクダウンにより定義。平均適用金利は、2024/3 月時点における銀行別・貸出実行年別の標本平均金利。「当初貸出
額大ダミー」は、図表 B2-2 右図における当初元本の中央値（2,600 万円）を用いて作成。
2. 右図は、左図モデル 1 の推計結果に基づき、住宅ローン債権ごとに試算したデフォルト確率の平均変化幅。
（出所）日本銀行

なお、この結果は、景気回復が続き、その結果として有効求人倍率が改善するようなもと
では、金利上昇の負の影響は相応に軽減されることも示している。加えて、「5年ルール」や
「125%ルール」といった金利上昇時の激変緩和措置の存在なども金利上昇の影響を短期的に
緩和する方向に働くと考えられる。ただし、債務者ごとの特性に由来するリスクが存在する点
も踏まえると、金融機関には、引き続き、入口審査やその後の所得環境の点検など債務者の中
間管理を丁寧に行っていくことが期待される。

BOX 3 本邦金融機関の海外プライベートファンド向けエクスポージャー

プライベートファンドとは、個人や機関投資家等から私募形式で資金を集めて運用するファンドのことであり、ヘッジファンドのほか、非上場・未公開企業に対する出資（プライベートエクイティ、PE）や貸出（プライベートデット、PD）を行うファンドが含まれる。このうちPE・PDファンド市場は、米国を中心に、伝統的な金融仲介を補完・代替する手段として拡大してきた（図表B3-1）⁵⁰。本BOXでは、邦銀および国内機関投資家による海外PE・PDファンド向けエクスポージャーの動向を整理する。

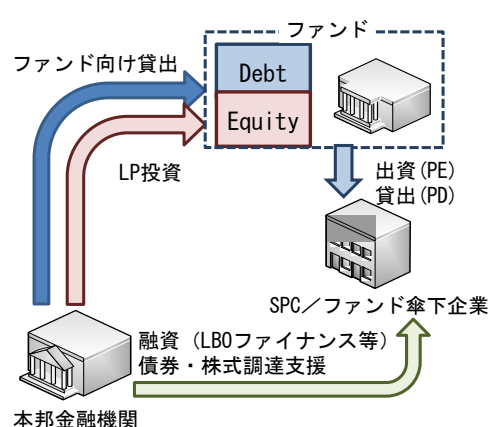
図表 B3-1 プライベートファンドの運用資産残高



（注）Preqin 社調査（AUM ベース）。実物資産は、不動産、インフラ、天然資源。直近 2024 年は 2024/6 月。

（出所）Preqin

図表 B3-2 プライベートファンドと本邦金融機関との関係



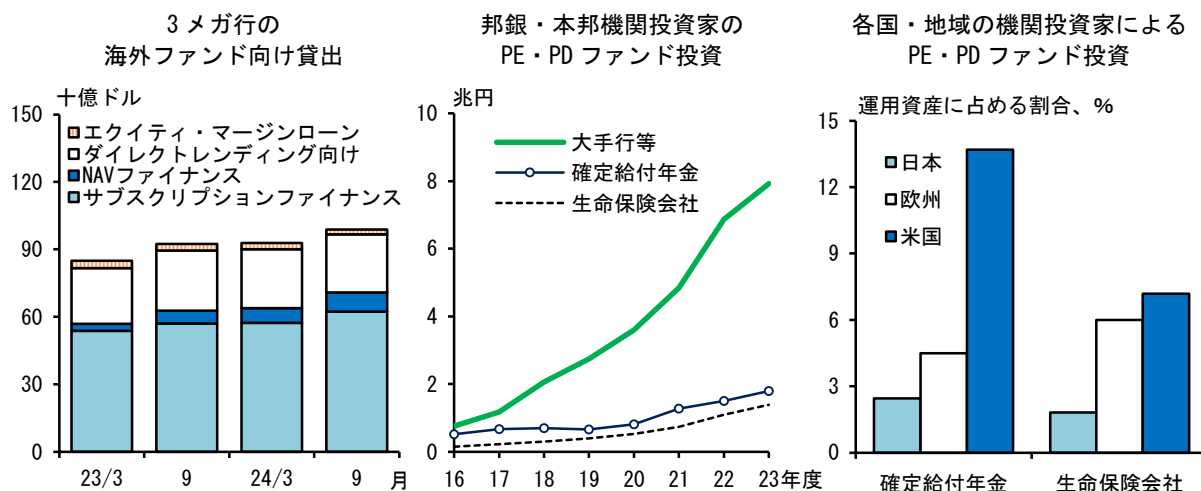
本邦金融機関の海外投資ファンドへのエクスポージャーは、(A) ファンドへの貸出、(B) ファンドへのLP投資（運用委託）に大別される（図表B3-2）。わが国金融機関は、大手行を中心に、貸出全体に占める割合は未だ低いものの、海外貸出の採算性向上や付随取引獲得（ファンド傘下企業への債券・株式調達支援等）を企図し、米国の大手ファンド向け貸出に注力してきた（図表B3-3左図）。ファンド投資についても、大手行等による積み増しがみられるほか（前掲図表Ⅲ-1-18）、国内機関投資家についてみると、確定給付型年金基金は、LP投資を通じて低流動性資産を中心にオルタナティブ資産を増加させており、このところPEファンドへの投資が増えている（図表B3-3中図）。本邦生命保険会社についても、オルタナティブ投資の一環として、海外プライベートファンドへの投資を拡大させてきた⁵¹。もっとも、欧米に比べると、国

⁵⁰ 国内も含む PE・PD ファンド市場の拡大や本邦金融機関による投融資行動については、Ⅲ章（前掲図表Ⅲ-1-18、前掲図表Ⅲ-2-7）やⅣ章 2 節、金融システムレポート 2024 年 4 月号の BOX3 のほか、次の文献等も参照。黒田航一・長谷部光・伊藤智・池田大輔、「プライベートデット・ファンドの実態と金利上昇下の動向」、日銀レビューシリーズ、2024-J-3、2024 年 4 月。

⁵¹ 近年では、米国を中心に、プライベートエクイティによる生保の買収が増加するなか、本邦生保でもプライベートエクイティ傘下生保への出資・提携の事例がみられるほか、プライベートエクイティ傘下再保険（主にバミユ

内機関投資家によるPE・PDファンドへの投資割合は総じて限定的となっている（図表B3-3右図）。

図表 B3-3 本邦金融機関のプライベートファンド向け投融資



（注）1. 左図は米州ファンド向けの貸出エクスポージャー（コミットメントラインを含む）。

2. 中図の直近および右図は、日本が2024/3月末、欧州・米国が2023/12月末の値。確定給付年金は、日本・欧州が企業年金、米国が地方公務員年金の値。日本の生命保険会社は上場3社ベース（一部線形補間等により試算）。

（出所）EIOPA、Equable Institute、NAIC、企業年金連合会、各社開示資料、日本銀行

このように、本邦金融機関は、投融資等を通じて、海外PE・PDファンドとの関連性を有している。現時点では、ファンド傘下企業のデフォルト率は抑制されているなど、リスクの顕在化はみられないものの、変動金利借入が多いもとで、米国における既往の金利上昇に伴い、債務返済能力が低下している可能性があるなか、貸出条件の緩和により企業のデフォルトが将来に先送りされているとの指摘も聞かれている⁵²。今後、海外PE・PDファンドとわが国金融システムにおける各主体の相互関連やリスクの所在をみるうえで、運用実態の把握が一段と重要となっていると考えられる。

ーダ拠点の再保険会社）への保険契約の移転（出再）を実施する事例もみられる。こうしたプライベートエクイティ傘下の生保・再保険会社は、流動性の低い資産への投資比率が相対的に高いこと等が指摘されている。

⁵² 例えば、短期的な利払い負担の緩和を目的としたPIK貸出（Payment in kind: 借入利息の支払いを満期まで繰り延べ一括返済することもできる貸出）の増加が指摘されている。

BOX 4 海外ヘッジファンドの本邦金融資本市場における投資動向

本BOXでは、海外ヘッジファンドによるオフバランス取引を含む日本向けエクスポージャーについて、主に米国のSEC（Securities and Exchange Commission）に報告されたデータを用いて、事実整理を試みる。ヘッジファンドのデータは、各種統計ではオフバランス取引が対象外となっているケースもあるほか、独立した部門として内訳計数が公表されていない場合などもあり、その動向把握は必ずしも容易ではない⁵³。また、ヘッジファンドの戦略は多様であり、一般的には、相場の方向感を見極めて一方向にポジションを取るディレクショナル型と、相場の方向感（上昇/下落）によらず、裁定取引で収益を得るアービトラージ型に大別される（図表B4-1）⁵⁴。SECデータはこれらの点をカバーしている点で有用である。

図表 B4-1 ヘッジファンドの主な戦略

	投資戦略	戦略概要	相場への影響
ディレクショナル	マクロ	マクロシナリオに基づいて、各国の株式、債券、為替、商品市場で価格形成の歪みやトレンドに投資機会を見出し、収益を追求。	積極的なポジションテイクによる相場への影響は大きい。
	CTA（マネージド・フューチャーズ）	各国の先物市場で投資を行う。価格トレンドに基づくトレンドフォロー型が代表的。	トレンドフォロー型は、トレンドを増幅させる面がある。
	株式ロング・ショート	株式の銘柄間でロング・ショートポジションを構築し、収益獲得を目指す。相場の方向感に応じて、一方向にポジションを偏らせるケースもある。	相場への影響は、ポジションの偏り次第であり、マーケットニュートラルな場合もある。
アービトラージ	レバティフ・パリュエ	債券（現物、先物、スワップ）のカーブの歪み、割安・割高による裁定取引が中心。	ポジションは大きいですが、デルタは中立なため、影響は小さい。
（参考）リアルマネー		基本的には、レバレッジを多用せず、現物を中心とした長期保有が多い。	長期保有のため、相場安定に寄与する面がある。

（注）以下の文献等をもとに作成。日本銀行信用機構局（現金金融機構局）・金融市場局、「ヘッジファンドを巡る最近の動向」、日本銀行調査季報、2005年7月。大河理沙、「外国為替市場におけるヘッジファンド：市場構造や価格形成へのインプリケーション」、日銀レビューシリーズ、2015-J-1、2015/1月。

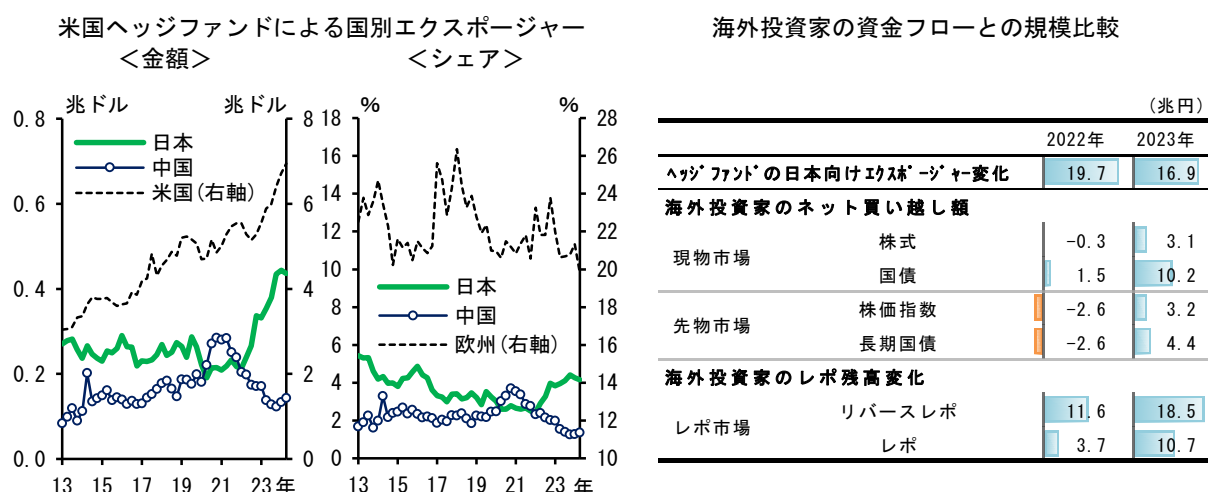
米国で活動しているヘッジファンドによる日本向けエクスポージャー⁵⁵は、規模は依然として小さいものの、2022年以降、中国向け投資が減少するなか、急速に拡大している（図表B4-2左図）。全体に占めるシェアで見ると、中国向けが減少した分、日本向けが増加した姿となっている。同じ時期に、海外投資家による国債市場における現物や先物取引が増加しており、円金利上昇のもとでのヘッジファンドのエクスポージャーの増加が寄与している可能性がある（図表B4-2右図）。

⁵³ 例えば、クロスボーダー取引に関して、国際収支統計では、経済的所有権の移転を伴わないレボ取引は計上されないほか、先物取引については、売買金額は計上されず、売買差損益のみが計上される。

⁵⁴ 近年は、複数の運用戦略を用いるマルチ戦略も運用資産を拡大させている点が指摘されている。

⁵⁵ デリバティブを勘案したグロススペースの総エクスポージャー。

図表 B4-2 ヘッジファンドによる日本向けエクスポージャー



(注) 1. 左図の「中国」は香港を含む。直近は 2024/2Q。

2. 右図の現物の国債は、国庫短期証券を除く。

(出所) SEC、大阪取引所、東京証券取引所、日本証券業協会、日本銀行

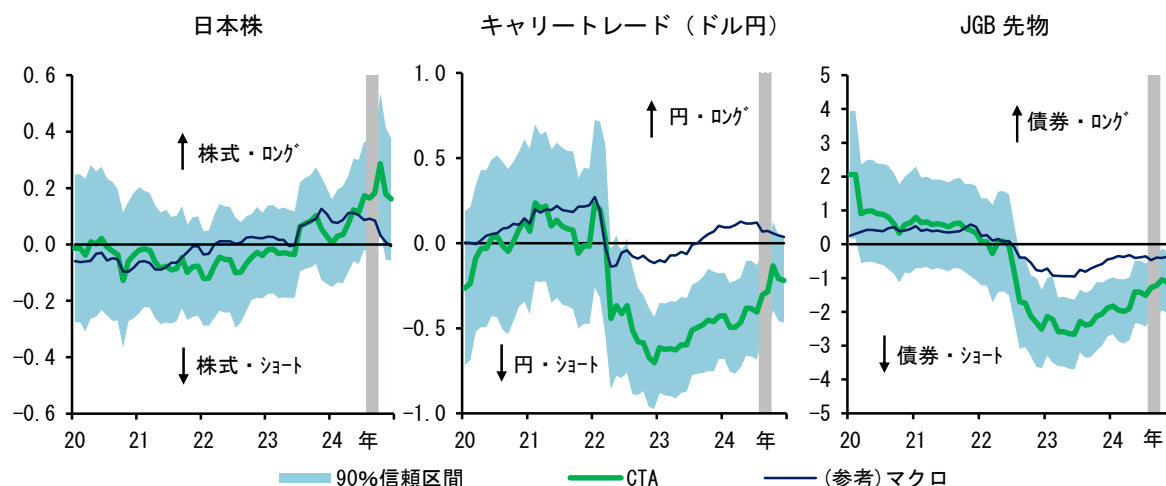
次に、これらのヘッジファンドによる本邦株式市場や外国為替市場等へのエクスポージャーについて、先行研究に倣い、各金融資産のリターンに対するヘッジファンドのパフォーマンス指数の感応度を過去3年間のサンプルでローリング推計することで、間接的にその大きさの計測を試みる（図表B4-3）。推計された感応度がプラス（マイナス）であれば、当該金融資産ないしデリバティブを通じた疑似的なロング（ショート）ポジションを構築している可能性が示唆される。推計結果からは、トレンドフォロー型の戦略をとるCTA（Commodity Trading Advisor）を中心に、中国株式からの代替投資もあって、2022年以降、本邦株式に対するエクスポージャーが増加していた可能性が示唆される。2024年8月にみられた市場変動の後には、戦略毎にバラつきがみられるものの、一旦ポジションは調整されたとみられる⁵⁶。

また、キャリートレードについては、近年マクロ系やCTAのエクスポージャーが増加していたものの、昨夏の市場変動後は縮小した可能性が示唆される。ヘッジファンドを含む投機筋による通貨先物取引（IMM）のポジションをみると、円のネットポジションは、2024年7月上旬に過去最大のショート超幅を記録したあと、巻き戻された（図表B4-4）。実際、キャリートレードの投資妙味を示すCarry-to-Risk指標（日米の3か月金利差/ドル円の予想為替変動率）は日米金利差の縮小やボラティリティの上昇を受けて低下しており、キャリートレード収益指数の伸び率も鈍化している（図表B4-5）⁵⁷。

⁵⁶ ローリング推計のウィンドウは先行研究（BIS Quarterly Review 2024年9月号のBOX C）に倣い36か月としている。このため、実際のポジションの変化に比べて、感応度の変化がラグを伴って反映される可能性がある。

⁵⁷ キャリートレードによる収益は、金利差および為替レート変動に伴う投資通貨の増減価率に基づく。

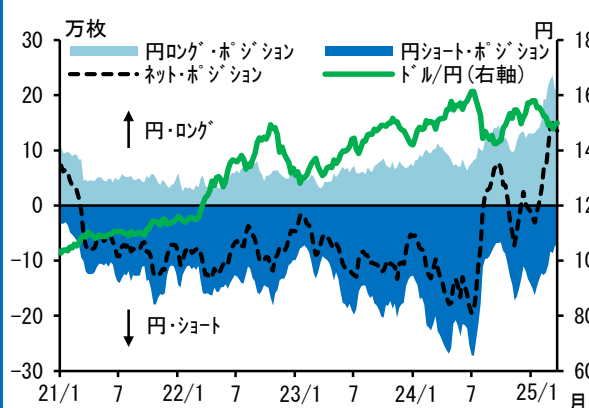
図表 B4-3 ヘッジファンドのパフォーマンスの資産別感応度



（注）BarclayHedge 社が集計したヘッジファンドの戦略別パフォーマンス指数（手数料控除後の運用リターン）を被説明変数、S&P 500、日経平均、上海総合指数、キャリートレード収益指数（通貨先物を利用した場合にドルロング・円ショートポジションから得られる収益より試算）、JPX 国債先物指数を説明変数としたモデルについて、36 か月ウィンドウでローリング推計した結果（いずれの変数も前月比）。グレーのシャドウは2024/8～9月を示す。直近は2024/12月。

（出所）BarclayHedge、Bloomberg

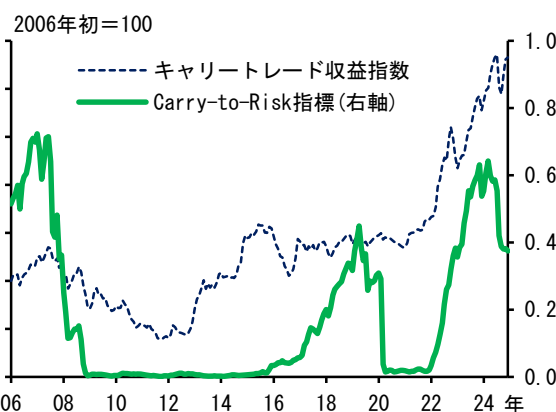
図表 B4-4 円の IMM ネットポジション



（注）IMM ポジションは、通貨先物取引における非商業目的および目的別計数非報告分の対ドルの建玉。直近は2025/3月末。

（出所）Bloomberg

図表 B4-5 キャリートレード収益指標



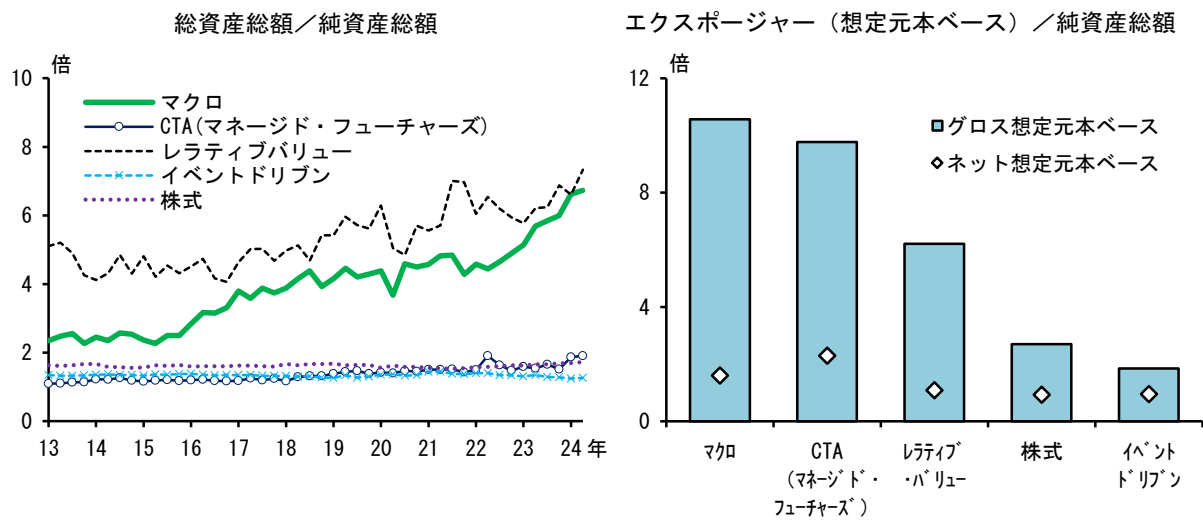
（注）「Carry-to-Risk 指標」は、日米の3か月金利差÷ドル円のインプライド・ボラティリティで算出。直近は2024/12月。

（出所）Bloomberg

ヘッジファンドによる取引は、オンバランス・オフバランスの両面で大きなレバレッジを伴うことが多い（前掲図表V-2-11）。このため、市場が急変する際には担保の追加差し入れ負担が生じうるほか、ファンドの純資産価値も大きく変動する。ヘッジファンドがこれらの負担に耐えられなくなる場合には、急速なデレバレッジにより、市場変動を増幅するリスクがあることに留意が必要である。戦略別にみると、財務レバレッジについては、レポ調達によって債券ポジションを拡大させてきたレティブバリュー系およびマクロ系のレバレッジが相対的に高い傾向がある（図表B4-6）。オフバランス取引を含む想定元本ベースでは、先物・オプション等を用いて一方向にポジションを傾けるマクロ系およびCTAのレバレッジ比率が高くなる。もっとも、ネット想定元本ベースでは、これらの戦略においてもレバレッジ

比率は低くなっており、ヘッジを勘案したポジションの把握が重要であることが示唆される。

図表 B4-6 戦略別にみた米国ヘッジファンドのレバレッジ



(注) 左図の直近は 2024/2Q。右図は、2013/1 月～2019/3 月の平均。

(出所) SEC, Barth, Hammond, and Monin (2020), "Leverage and Risk in Hedge Funds," The Office of Financial Research (OFR) Working Paper Series

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)

コア業務粗利益＝資金利益＋非資金利益

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（その他の包括利益累計額を含む）。

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。

