



金融システムレポート

概要

日本銀行
2025年4月



* 本資料は、金融システムレポート（2025年4月号）の概要をとりまとめたもの。
分析の内容や図表の注釈・出所については、レポートを参照。

わが国金融システムの安定性評価

- 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。
- 金融仲介活動は円滑に行われている。
 - 貸出市場では、貸出金利が上昇するもとでも、企業の資金需要は増加しており、金融機関の融資姿勢も引き続き積極的である。こうした金融仲介活動に、大きな不均衡は認められない。
- 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など、様々なストレスに対して耐え得る、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がある。
 - これらの観点から潜在的な脆弱性に的確に対処し、わが国の金融システムの安定性を将来にわたって確保していく必要がある。

【本資料の目次】

1. 金融循環と資産価格
 2. 倒産・デフォルト動向
 3. 金融機関と企業・家計の金利耐性
 4. ノンバンク部門のプレゼンス拡大と金融機関の投融資
 5. マクロ・ストレステスト
- (まとめ) 安定性評価と留意点

金融システムレポート（2025年4月号）目次

- I. わが国金融システムの安定性評価
- II. 金融資本市場から観察されるリスク
 - 1. **2024年度下期の国際金融市場**
 - 2. **2024年度下期の国内金融市場**
 - 3. **金融市場を巡るリスク**
- III. 金融仲介活動
 - 1. 銀行部門の金融仲介活動
 - 2. ノンバンク部門の金融仲介活動
- IV. 金融機関が直面するリスク
 - 1. 信用リスク
 - 2. **有価証券投資にかかる市場リスク**
 - 3. 資金流動性リスク
- V. 金融循環と環境変化に伴う課題
 - 1. **国内の金融循環**
 - 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
 - 3. 経営環境の変化がもたらす機会とリスク
- VI. 金融システムの頑健性
 - 1. 金融機関の損失吸収力
 - 2. マクロ・ストレステスト
- BOX1 実質無利子・無担保融資利用企業の財務状況
- BOX2 住宅ローンのデフォルト率
- BOX3 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
- BOX4 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

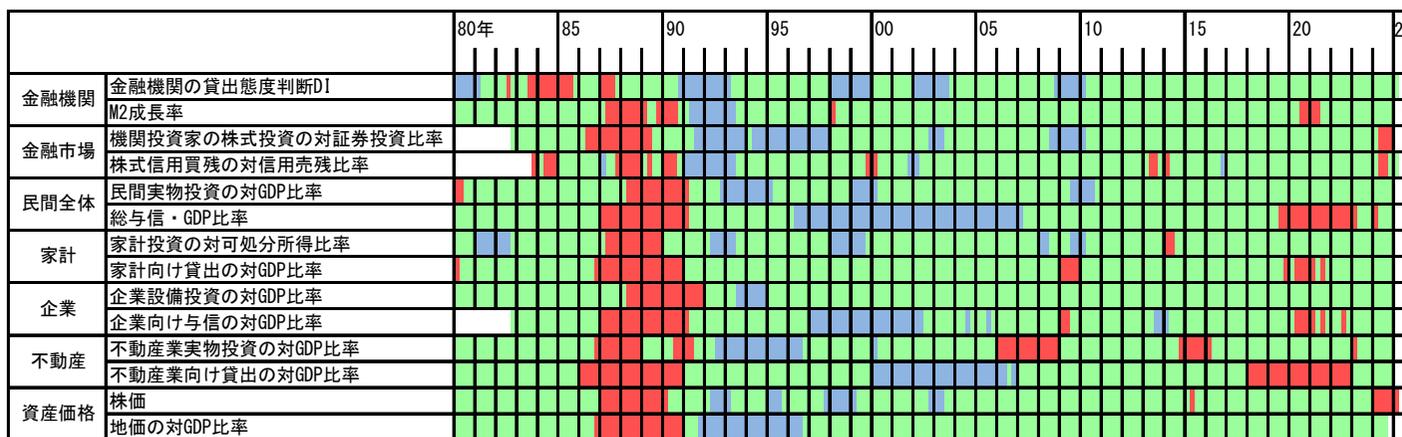
1. 金融循環と資産価格

- 金融循環
- 株式市場
- 不動産市場

金融循環

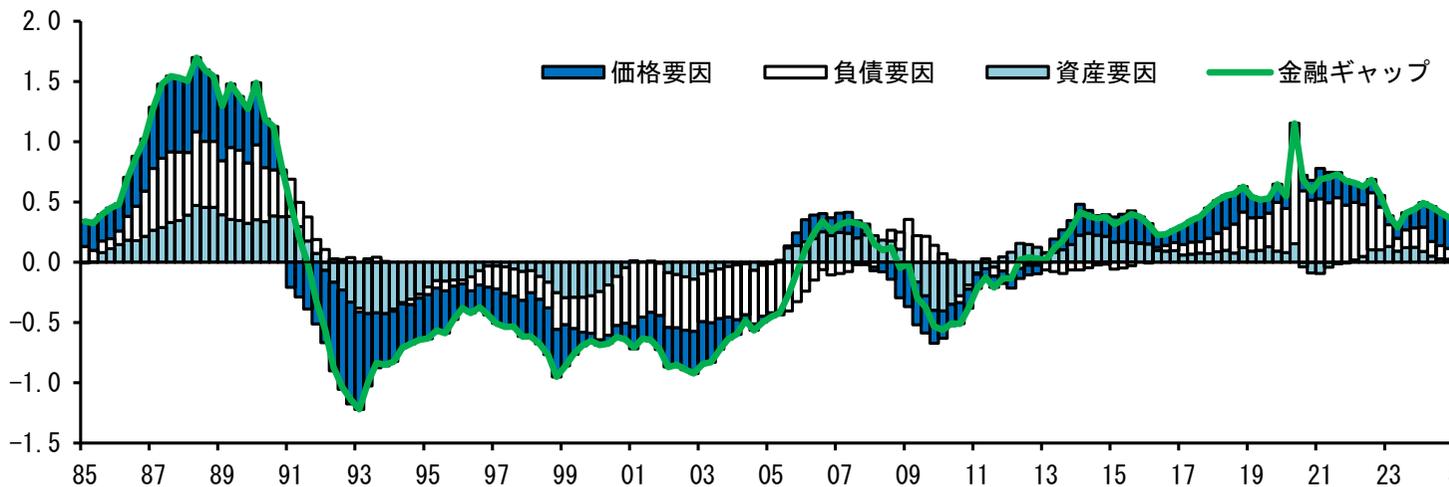
- ▶ ヒートマップと金融ギャップからみた現在の金融活動に、大きな不均衡は認められない。
 - ヒートマップでは、株式市場関連2指標に「赤」が点灯。もっとも、全14の金融活動指標のうち12指標は「緑」。また、14の金融活動指標を一つに集約した金融ギャップをみると、そのプラス幅はひと頃比べて縮小した状態。

ヒートマップ



(注) 図表V-1-1参照。

金融ギャップ

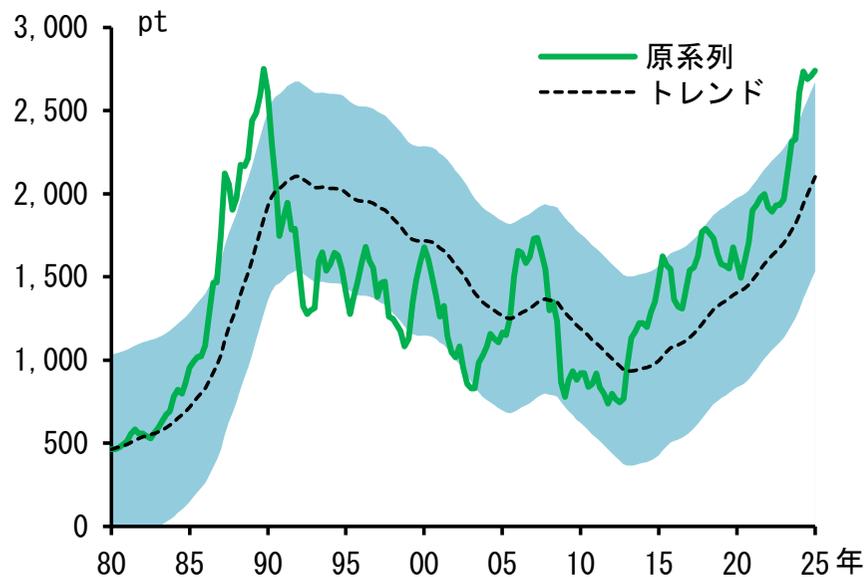


(注) 図表V-1-2参照。

資産価格：株式市場

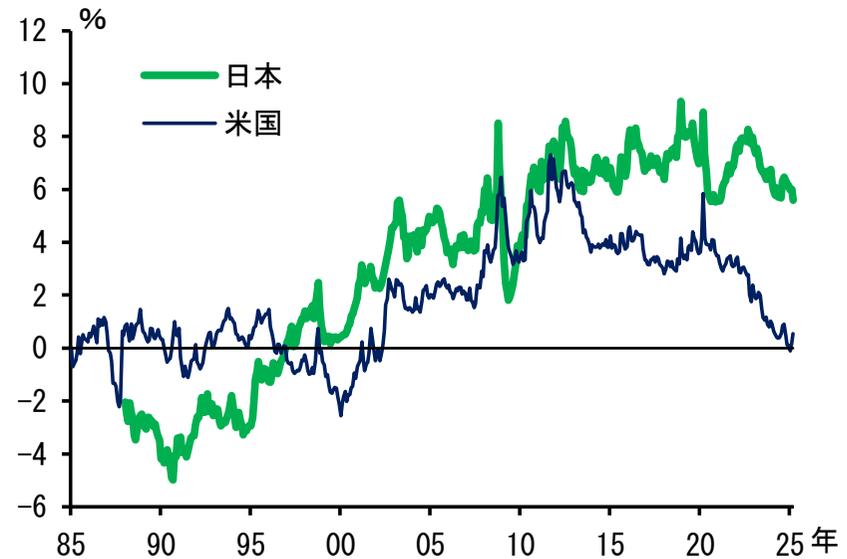
- ▶ 株価は昨年以降、トレンドから上方に乖離した状態で推移してきた。この間、イールドスプレッドでみた株式リスクプレミアムは概ね横ばいで推移しており、バリュエーション上、大きな過熱感はみられていない。
 - 4月以降は、各国の通商政策がグローバルな金融経済情勢に及ぼす影響等について不確実性が高まるもとの、株価の振幅が大きくなっている。
- ▶ 金融機関が相応の株式リスクを有していることを踏まえると、資産価格の動向については留意する必要がある。

国内株価



(注) 直近は2025/1Q (1-3月平均)。「トレンド」は、片側HPフィルターにより算出。図表V-1-3参照。

株式イールドスプレッド

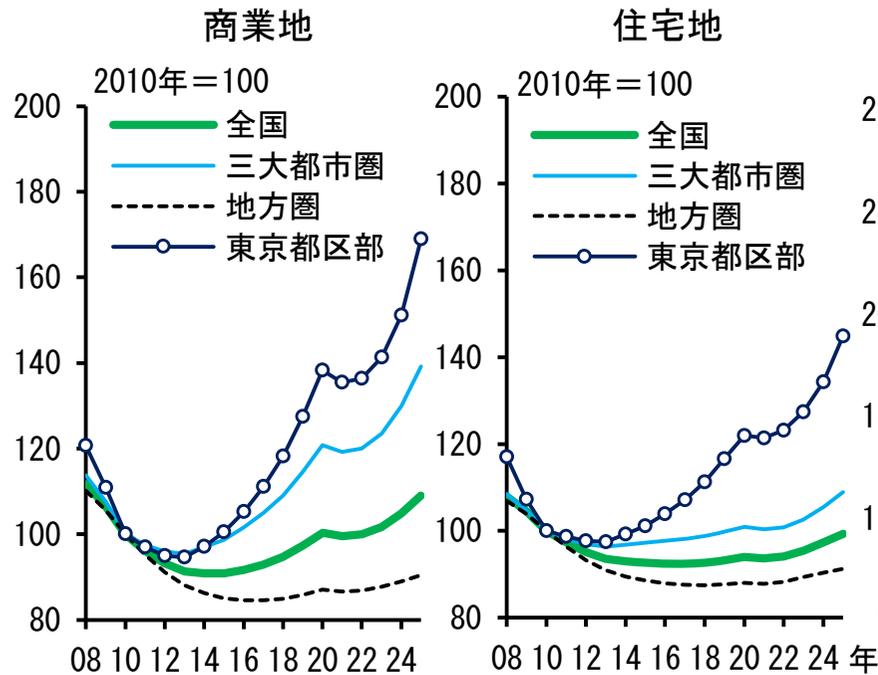


(注) 直近は2025/3月末。12か月予想EPSに基づく期待利回りから10年物国債金利を差し引いて算出。図表V-1-3参照。

資産価格：不動産市場（1）

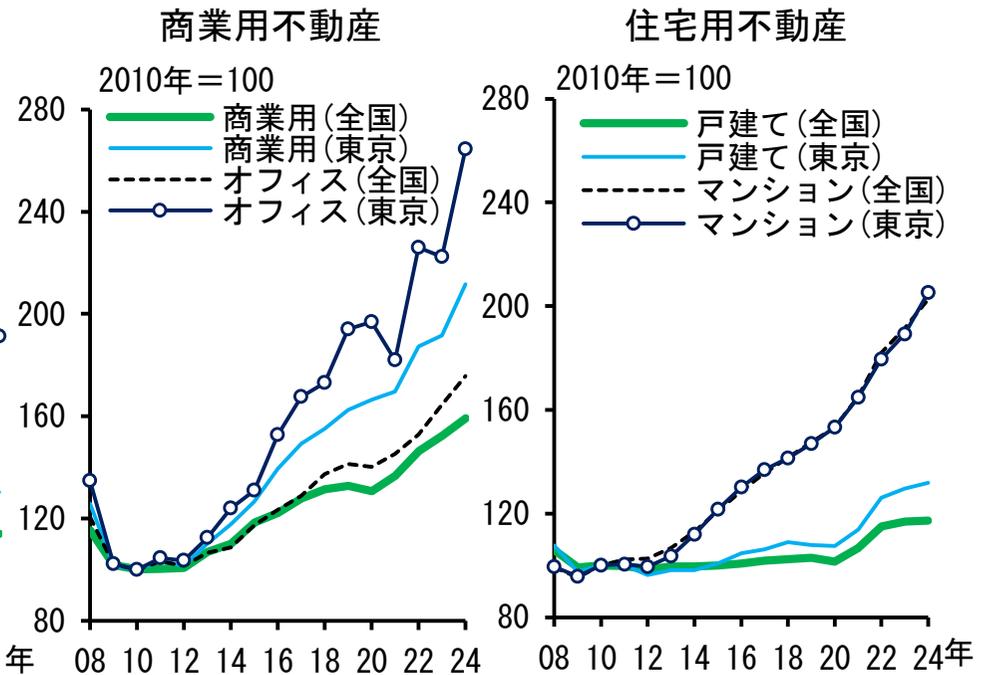
- 地価は、商業地・住宅地ともに上昇しており、三大都市圏では上昇ペースが高まっている。
- 各時点で取引された不動産の価格をみると、商業用については首都圏でオフィス価格の上昇が顕著であるほか、住宅用については、マンション価格が全国的に大きく上昇している。

地価



(注) 図表V-1-6参照。

不動産取引価格

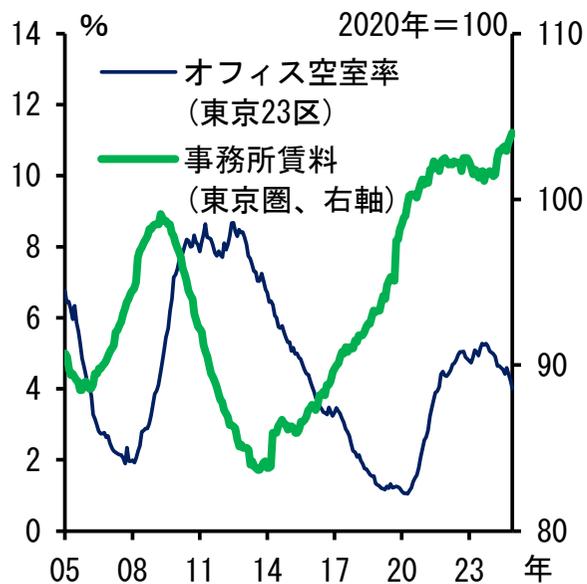


(注) 図表V-1-7参照。

資産価格：不動産市場（2）

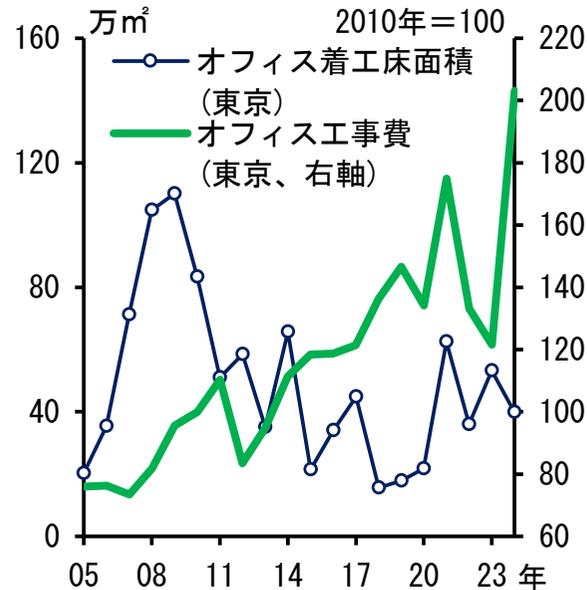
- こうした不動産価格の上昇には、需給双方が寄与していると考えられる。
- 首都圏のオフィス空室率は、景気が緩やかに回復するもとで低下に転じているほか、賃料も一段と上昇している。
- 資材価格高騰や人手不足は、建設コスト上昇・工期の遅れを通じた影響に加え、採算悪化に伴う新規プロジェクトの抑制を通じて、不動産価格の上昇に寄与しているとみられる。

賃料と空室率



(注) 図表V-1-8参照。

工事費と着工床面積



(注) 図表V-1-9参照。

建設工事の平均工期



(注) 図表V-1-9参照。

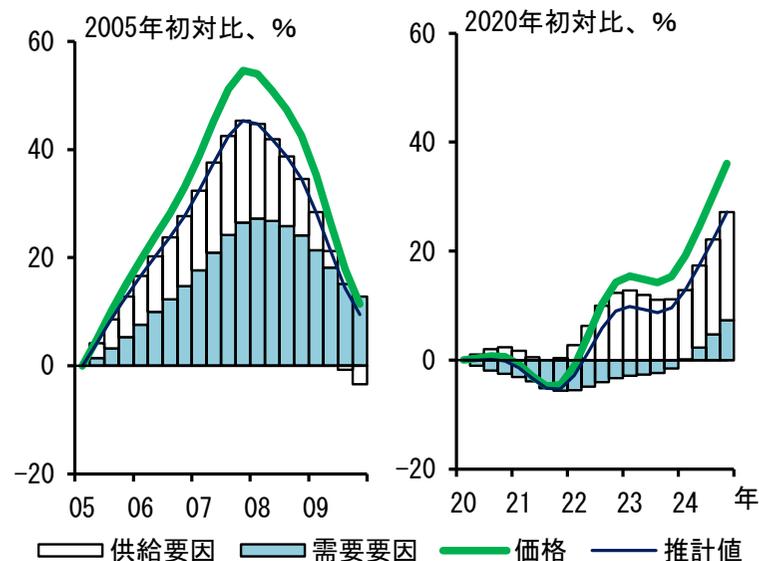
資産価格：不動産市場（3）

- ▶ 首都圏におけるオフィス価格の変動について要因分解を試みると、今次局面では、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、供給要因に牽引されていることが示唆される。
- ▶ 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、このところ、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、わが国の不動産投資にかかるリスクプレミアム（物件利回り-10年物国債金利）は低下している。

オフィス価格の要因分解（試算値）

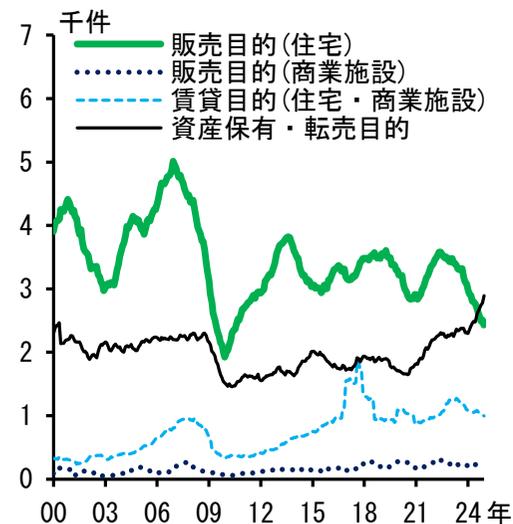
ミニバブル期

今次局面



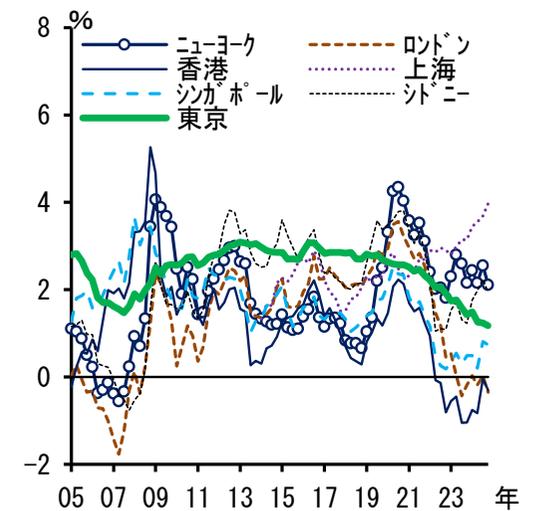
(注) オフィス価格、空室率、賃料、着工床面積、工事費の5変数による構造型VARの推計結果を用いて要因分解。図表V-1-12参照。

利用目的別大規模土地取引件数



(注) 図表V-1-10参照。

不動産リスクプレミアム（イールドギャップ）

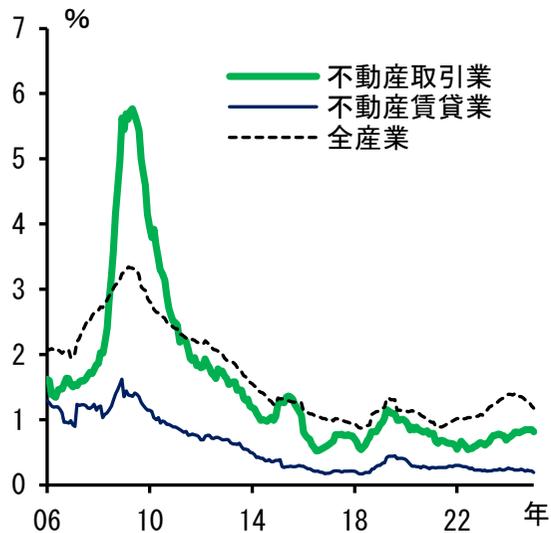


(注) イールドギャップは、各都市のグレードAオフィスビルのキャプレートから、10年物国債金利を差し引いて算出。図表V-1-11参照。

資産価格：不動産関連投融资

- 現時点では、不動産業のデフォルト率は、引き続き低水準で推移している。
- 2024年4月の本レポートで指摘したとおり、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、金融機関の経済損失はマクロ的には限定的と考えられるが、金融機関の不動産関連のエクスポージャーは趨勢的に増加を続けていることから、引き続き、不動産市況に十分注意していく必要がある。

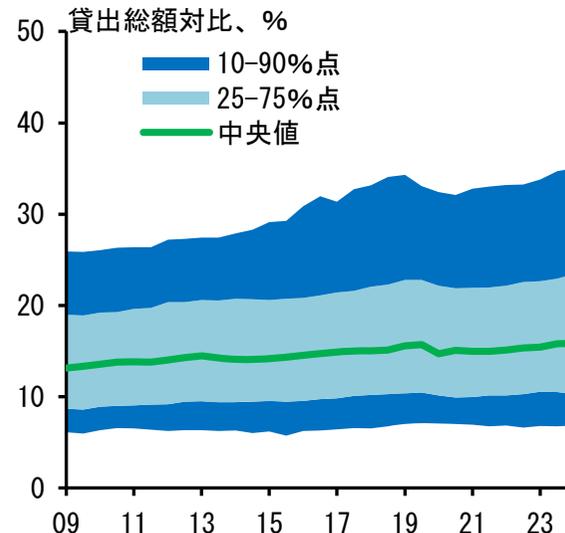
不動産業のデフォルト率



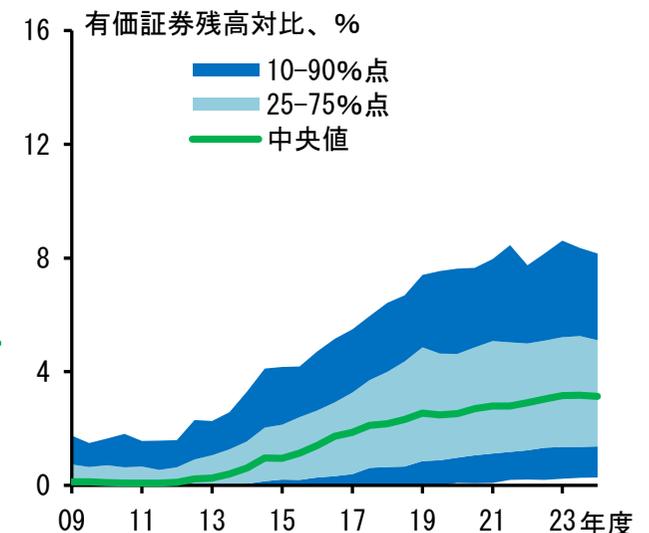
(注) 直近は2025/1月。図表V-1-15参照。

金融機関の不動産関連投融资

不動産関連貸出比率



不動産関連投資比率



(注) 各金融機関の不動産業向け貸出および不動産ファンド向け投融资のデータを用いて算出。図表V-1-16参照。

金融システムレポート（2025年4月号）目次

- I. わが国金融システムの安定性評価
 - II. 金融資本市場から観察されるリスク
 - 1. 2024年度下期の国際金融市場
 - 2. 2024年度下期の国内金融市場
 - 3. 金融市場を巡るリスク
 - III. 金融仲介活動
 - 1. 銀行部門の金融仲介活動
 - 2. ノンバンク部門の金融仲介活動
 - IV. 金融機関が直面するリスク
 - 1. 信用リスク
 - 2. 有価証券投資にかかる市場リスク
 - 3. 資金流動性リスク
 - V. 金融循環と環境変化に伴う課題
 - 1. 国内の金融循環
 - 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
 - 3. 経営環境の変化がもたらす機会とリスク
 - VI. 金融システムの頑健性
 - 1. 金融機関の損失吸収力
 - 2. マクロ・ストレステスト
- BOX1 実質無利子・無担保融資利用企業の財務状況**
- BOX2 住宅ローンのデフォルト率
- BOX3 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
- BOX4 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

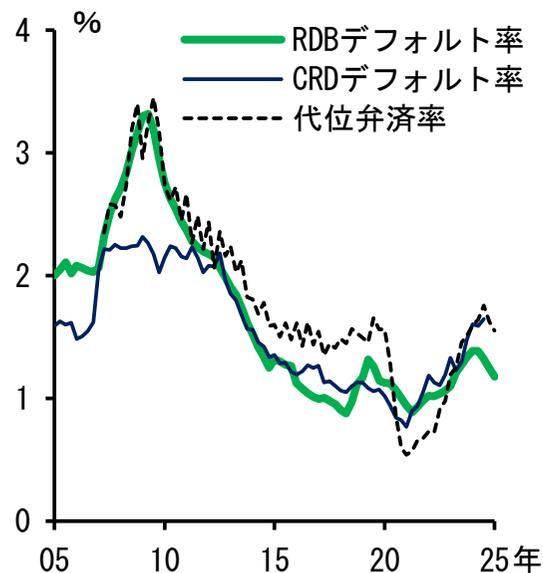
2. 倒産・デフォルト動向

- 企業特性格別の倒産・デフォルト動向
- 金融機関による融資先の経営改善支援

倒産・デフォルト動向（1）

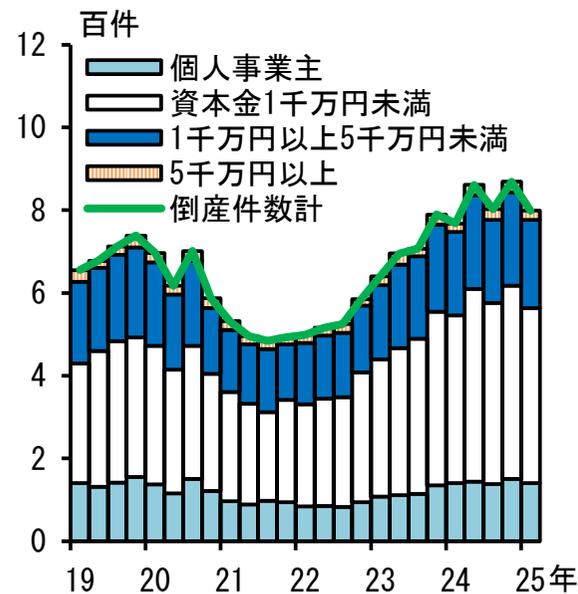
- ▶ デフォルト率指標は、感染症拡大後、総じて上昇していたものの、足もとは増勢の鈍化や下落がみられる。また、企業倒産は、規模の小さい企業を中心に、2022年後半から増加していたが、足もとでは増勢が鈍化している。
- ▶ デフォルト先や倒産先の多くが小規模であることに加えて、予防的な引当や、信用保証による保全がある与信が含まれることを背景に、信用コスト率は、引き続き低位で抑制されている。

実績デフォルト率・代位弁済率



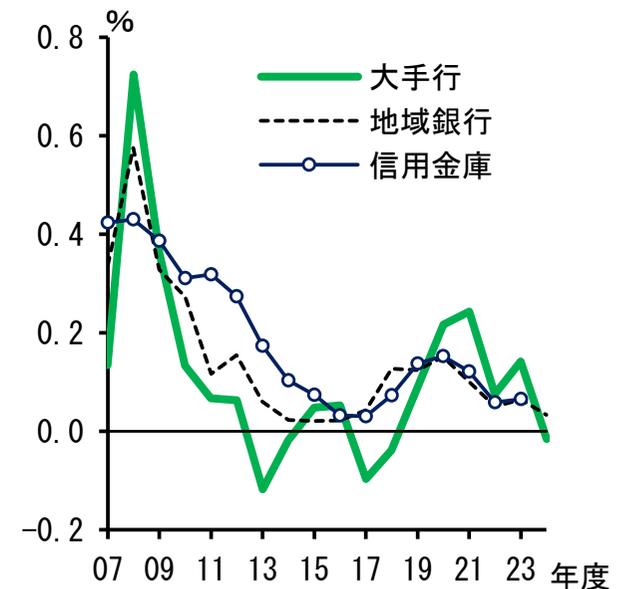
(注) 図表IV-1-6参照。

規模別の倒産件数



(注) 図表IV-1-5参照。

金融機関の信用コスト率

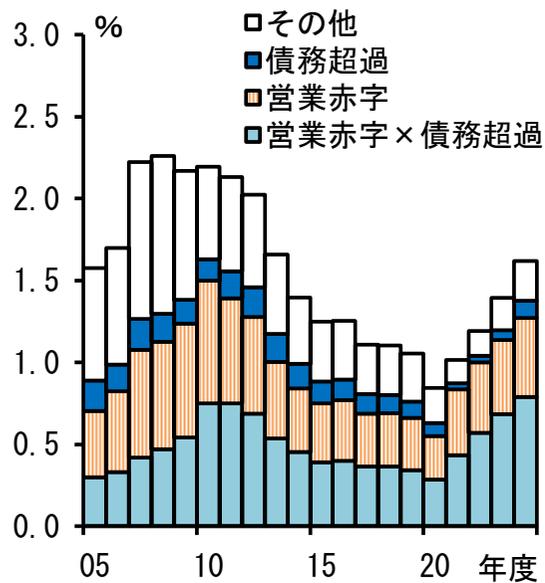


(注) 図表IV-1-1参照。

倒産・デフォルト動向（2）

- ▶ デフォルト企業を財務内容別にみると、営業赤字となっている先や、その中でも債務超過となっている先が過半を占めている。もっとも、直近では、「営業赤字かつ債務超過」や「営業赤字」企業が、中小・零細企業全体に占める割合は減少している。
- ▶ 中小・零細企業の財務内容が、全体としてみれば改善していることは、このところのデフォルトの増勢鈍化に寄与していると考えられる。
- ▶ 足もと、各国の通商政策等に起因する不確実性が高まっており、今後の展開次第では、企業の財務内容の悪化につながる可能性もある。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。

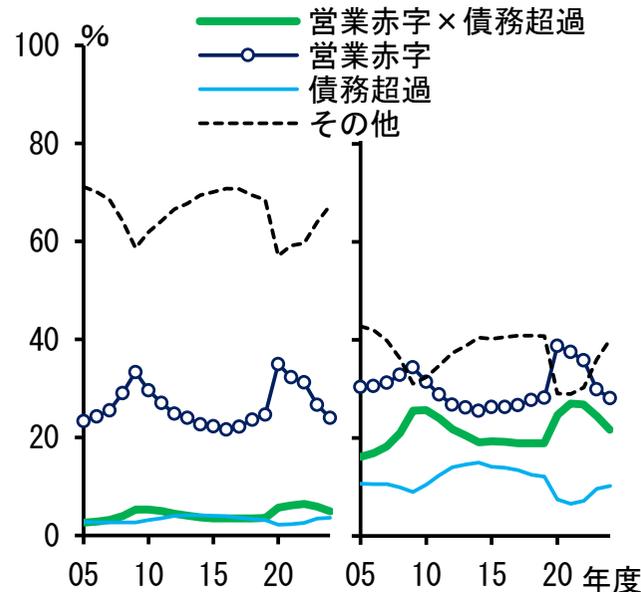
企業特性別にみた
実績デフォルト率



(注) 図表IV-1-6参照。

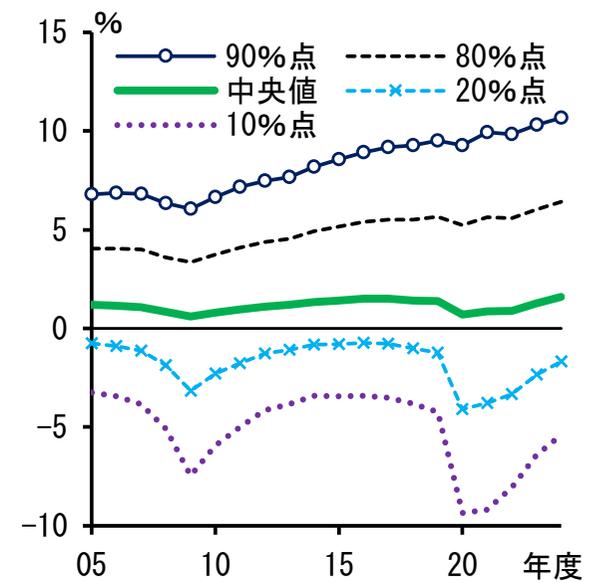
企業特性別の構成比

中小企業 零細企業



(注) 図表IV-1-6参照。

売上高営業利益率
(中小企業)

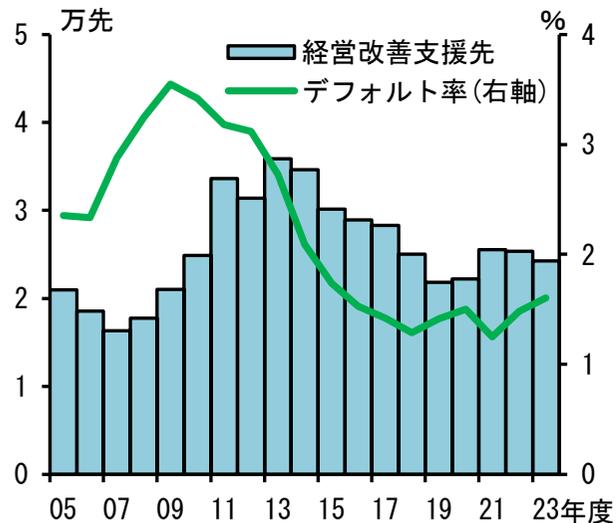


(注) 図表IV-1-4参照。

金融機関による融資先の経営改善支援

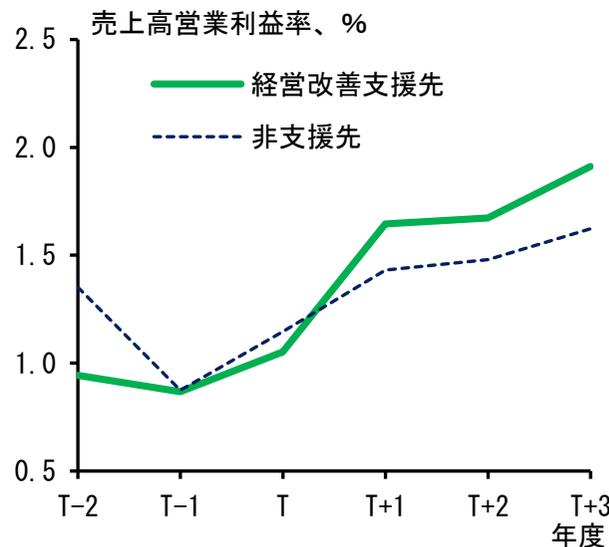
- 地方銀行による経営改善支援先数をみると、感染症拡大以降の支援先の拡大の取り組みなども背景に、増加に転じている。
- 金融機関が経営改善支援を行っている融資先を抽出し、売上高営業利益率の改善状況をみると、非支援先対比で改善している先も相応にみられる。

地方銀行の経営改善支援先数



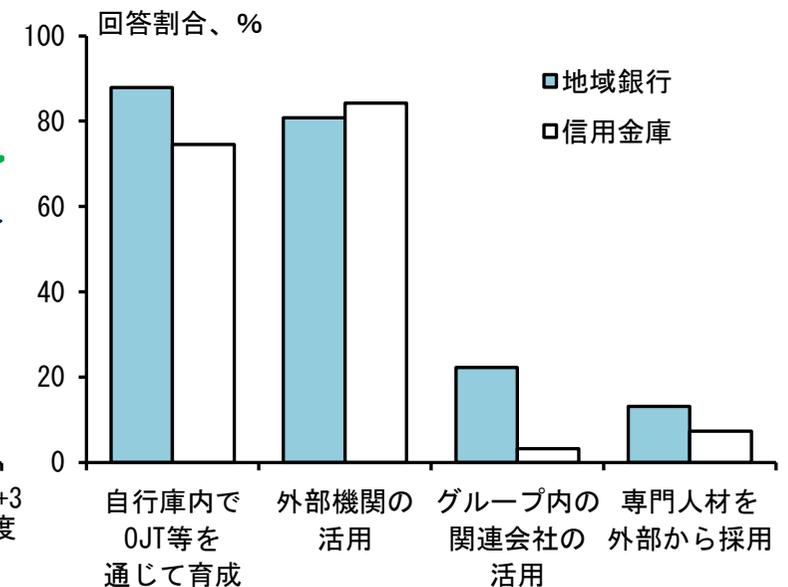
(注) 図表IV-1-12参照。

経営改善支援先の財務状況



(注) 非支援先(対照群)は、「各経営改善支援先(介入群)と同業種・同規模企業群で支援開始前年度の売上高営業利益率が近い先」を抽出。支援先のT年度は、経営改善支援が開始された年度。図表IV-1-15参照。

地域金融機関の 人材確保に向けた取り組み



(注) 日本銀行が2024年度に実施したアンケートの結果。図表IV-1-14参照。

金融システムレポート（2025年4月号）目次

I. わが国金融システムの安定性評価	V. 金融循環と環境変化に伴う課題
II. 金融資本市場から観察されるリスク	1. 国内の金融循環
1. 2024年度下期の国際金融市場	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
2. 2024年度下期の国内金融市場	3. 経営環境の変化がもたらす機会とリスク
3. 金融市場を巡るリスク	
III. 金融仲介活動	VI. 金融システムの頑健性
1. 銀行部門の金融仲介活動	1. 金融機関の損失吸収力
2. ノンバンク部門の金融仲介活動	2. マクロ・ストレステスト
IV. 金融機関が直面するリスク	BOX1 実質無利子・無担保融資利用企業の財務状況
1. 信用リスク	BOX2 住宅ローンのデフォルト率
2. 有価証券投資にかかる市場リスク	BOX3 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
3. 資金流動性リスク	BOX4 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

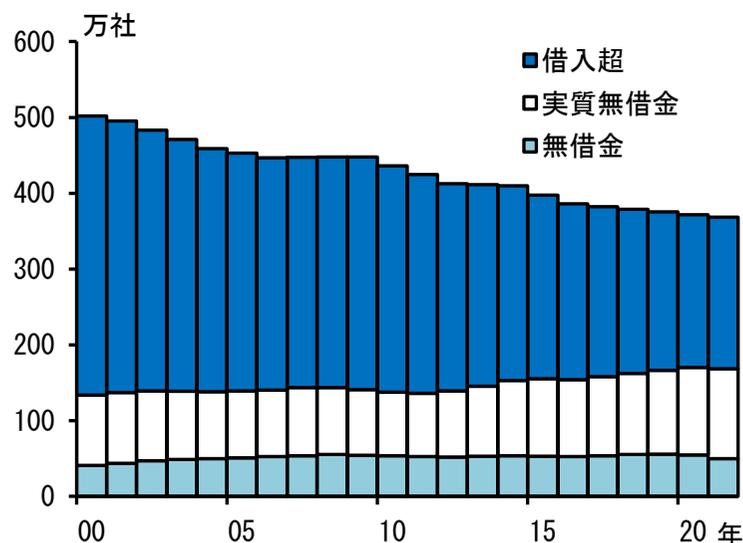
3. 金融機関と企業・家計の金利耐性

- 企業借入
- 住宅ローン
- 金融機関の金利リスク量と預金動向

企業の金利耐性（1）

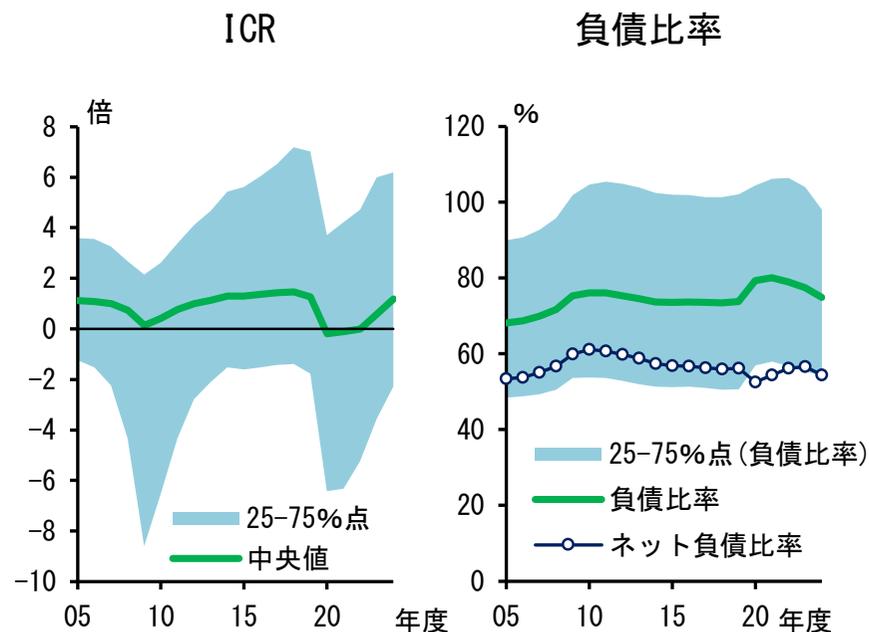
- わが国の企業部門全体では、趨勢的に実質無借金企業が増加し、借入超企業は減少している。
- 借入超企業においても、企業収益の改善が進むもとの、利払い能力を示すICRは全体として上昇している。また、感染症拡大時における予備的な借入を含む債務返済が進んだ結果、負債比率は低下しているほか、手元流動性相当分を負債から除いたネット負債比率も低下している。
- 企業部門全体としてみれば、金利耐性は高まっているとみられる。

借入有無別の企業数



(注) 民営事業所数。内訳は、帝国データバンクのデータを用いた推計値。「実質無借金」は有利子負債以上の現預金を保有する企業。「借入超」は有利子負債が現預金を上回る企業。図表IV-1-8参照。

借入超企業の財務状況



(注) 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。手元流動性は流動資産のうち現預金と有価証券の合計。図表IV-1-9参照。

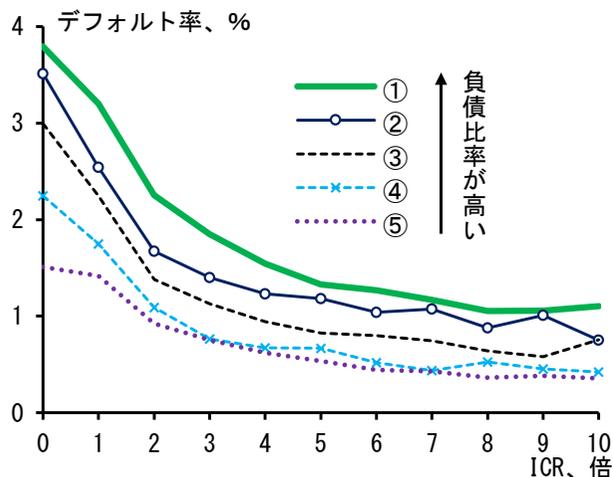
企業の金利耐性（2）

- ▶ 企業収益の回復ペースにはばらつきがあるなか、高レバレッジ企業や手元流動性が乏しい企業のデフォルト率は、その他の企業よりも高い傾向があり、またICR1倍付近において非線形的に大きく変化する傾向がある。
- ▶ 景気回復による効果を捨象しつつ、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、財務面で脆弱性を抱える企業では金利感応度がやや高めとなるものの、借入超企業全体では、増分は限定的なものにとどまる。

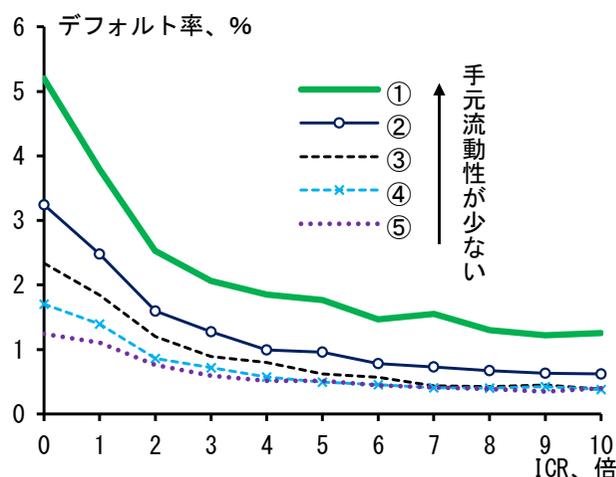
金利上昇と中小・零細企業のデフォルト

ICRと実績デフォルト率の関係

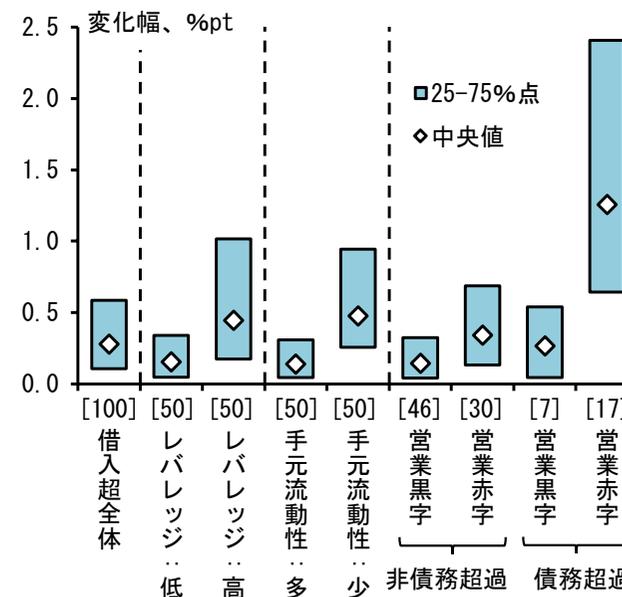
<負債比率別>



<手元流動性比率別>



デフォルト確率の金利感応度



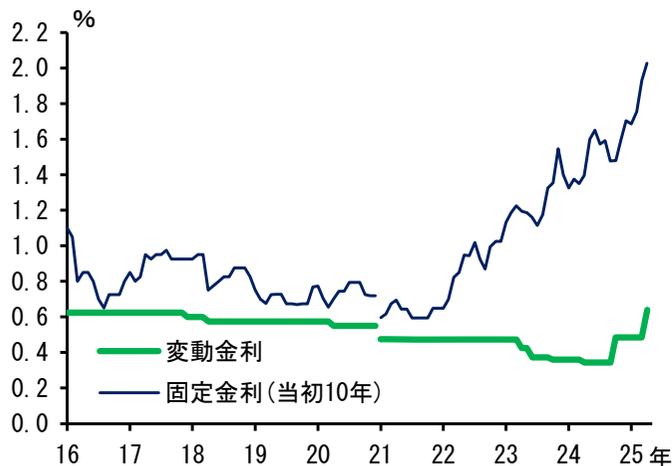
(注) サンプル期間は2004~2023年度。負債比率と手元流動性比率（対総資産比率）の五分位でそれぞれ区分。図表IV-1-10参照。

(注) 各企業特異別にデフォルト確率モデルを推計し、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。レバレッジ（負債比率）と手元流動性（対総資産比率）は中央値を用いて区分。[]内は企業特異別の構成比。図表IV-1-11参照。

家計の金利耐性

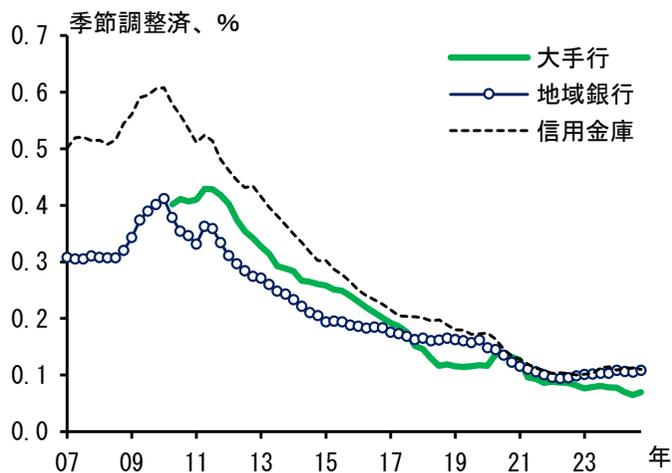
- 住宅ローン金利は上昇しているほか、近年、年収に対する年間返済額比率の高い若年世代において住宅ローン保有世帯が増えている。
- 住宅ローンの延滞率は、景気が緩やかに回復していることもあり、低水準で横ばいとなっている。若年世代についても、「5年ルール」や「125%ルール」といった金利上昇時の激変緩和措置の存在なども短期的な返済負担増を緩和する方向に働くと考えられるほか、賃金カーブに沿った所得増加が続くもとでは、返済負担が徐々に軽減されていくと考えられる。

住宅ローン金利



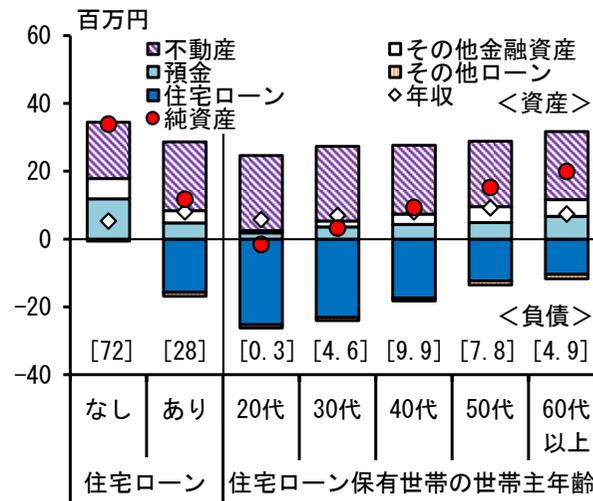
(注) 直近は2025/4月。図表Ⅲ-1-13参照。

住宅ローン延滞率



(注) 直近は2024/12月。図表Ⅴ-1-17参照。

年齢階層別に見た住宅ローン保有世帯の資産・負債

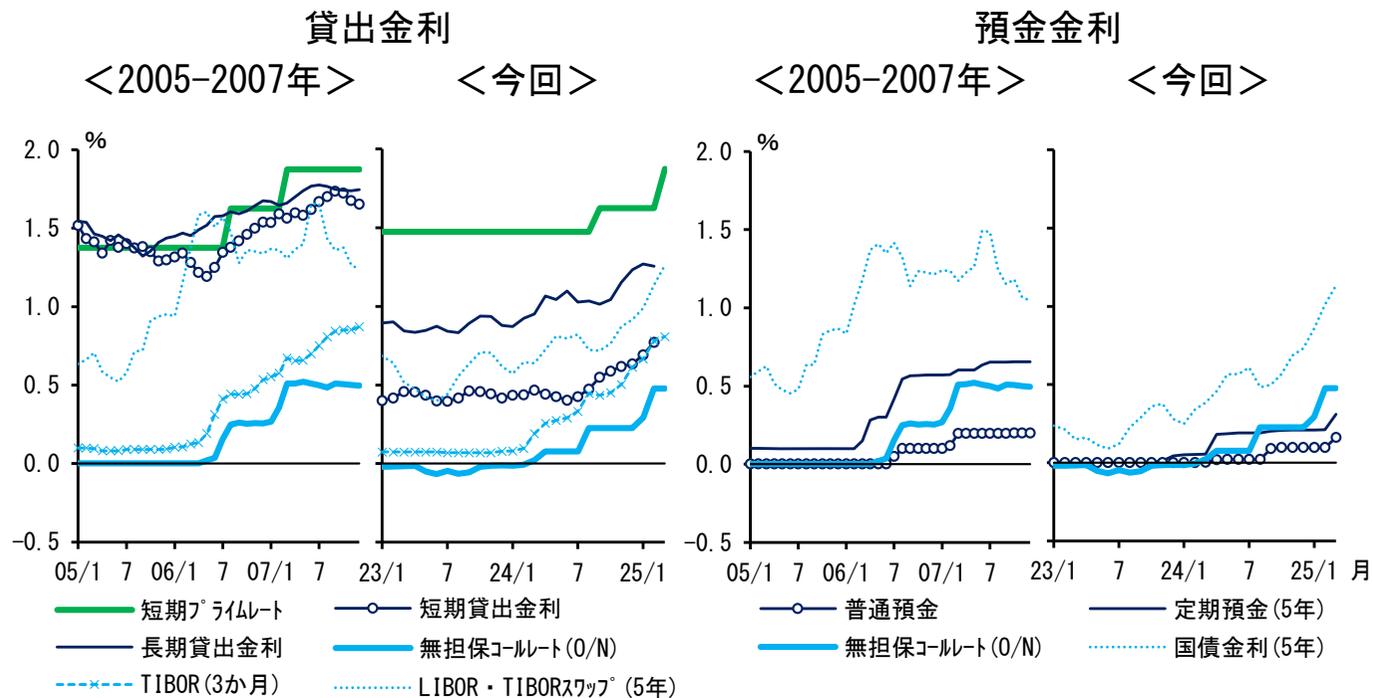


(注) 全国家計構造調査(2019年調査)の個票データを用いて作成。集計対象は持ち家世帯(1世帯あたりの平均値)。[]内は持ち家世帯に占める各グループの割合。図表Ⅴ-1-18参照。

貸出金利と預金金利

- 貸出市場では、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。
—— 新規約定金利（短期・長期）は、ベースレートの変化が概ね転嫁される形で上昇している。
- 普通預金金利は、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。
- 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、やや長い目でみれば、金融機関収益を押し上げる方向に作用する。

貸出金利と預金金利：前回利上げ局面との比較



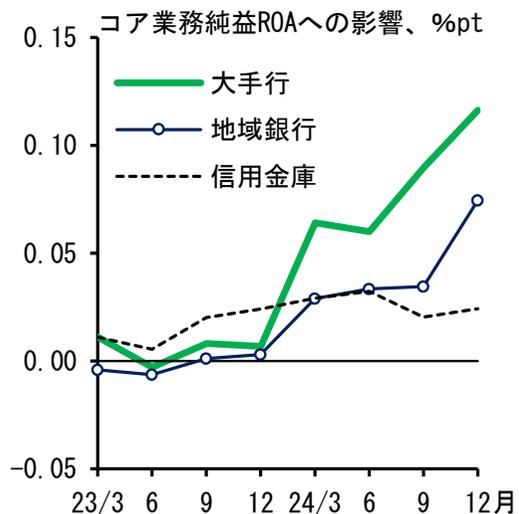
(注) 1. 貸出金利は新規貸出約定平均金利（後方3か月移動平均）。預金金利は代表的な店頭表示金利。
2. 直近は、市場金利・短期プライムレート・預金金利が^{2025/3月}、貸出金利が^{2025/2月}。図表VI-1-6参照。

金融機関の金利耐性（1）

- これまでの円金利上昇を受けた金融機関収益への影響をみると、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、収益増加に寄与する姿が窺われる。
 - 市場金利連動型貸出の多い金融機関ほど、収益の押し上げは大きくなる。
 - 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。

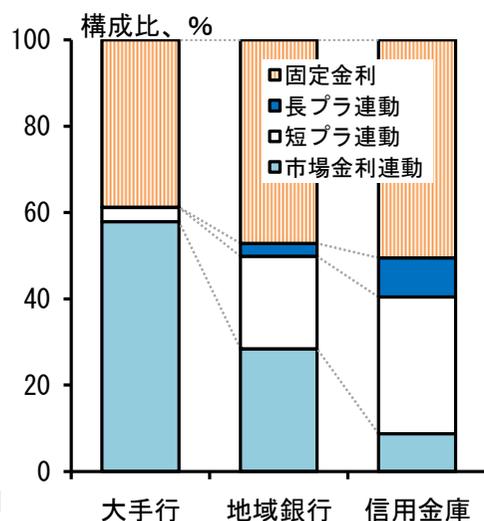
円金利上昇が金融機関収益に与える影響

収益への影響試算



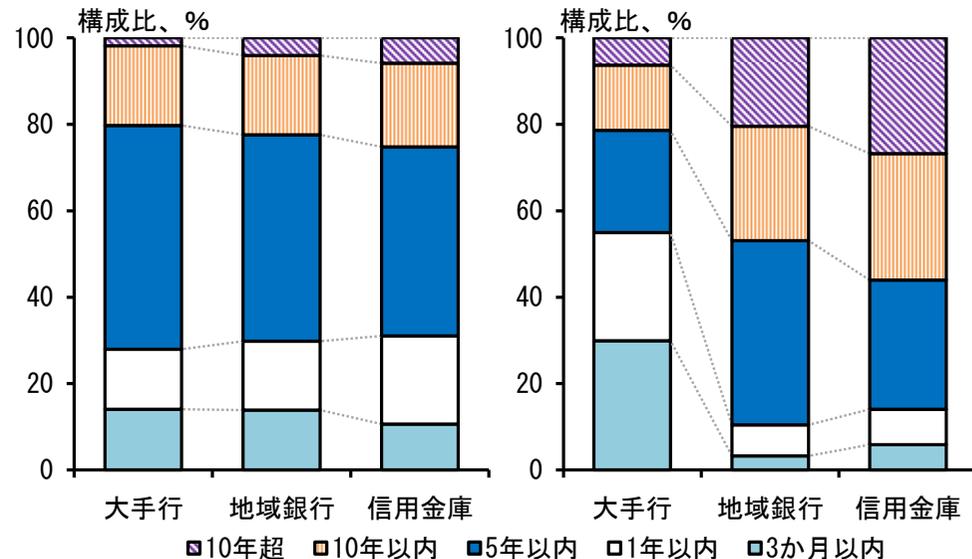
(注) 円貸金資産・負債（商品別）の各四半期末の残高と利回りデータを用いて、2022年末以降の利回りの変化がコア業務純益ROAに与える影響を試算。図表VI-1-7参照。

法人向け貸出における金利形態別残高



(注) 図表Ⅲ-1-12参照。

金利更改期別残高
＜法人向け固定金利貸出＞ ＜有価証券＞

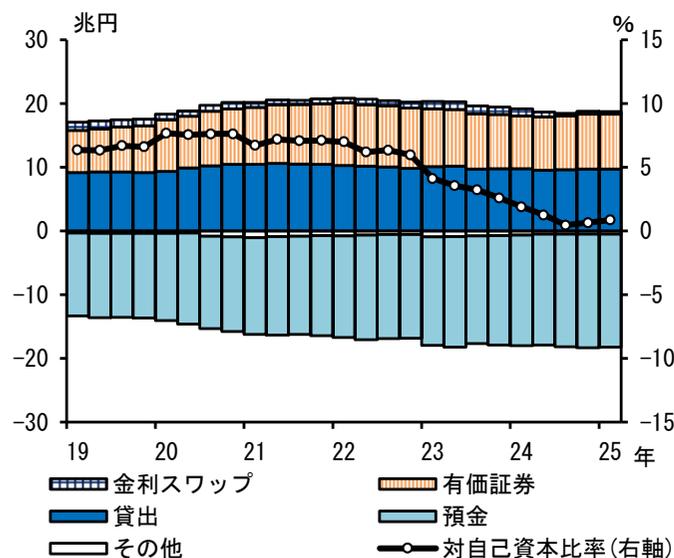


(注) 図表VI-1-7参照。

金融機関の金利耐性（2）

- 銀行勘定の円金利リスク量は、金融機関全体としてみると、資産サイドと負債サイドのリスク量が概ねバランスしており、低位で推移。
- 円債のリスク量を見ると、ひと頃と比べて抑制されており、外債も合わせた金利リスク量全体の対自己資本比率は、概ね横ばいで推移。
 - 有価証券の金利リスクを多く抱える金融機関は相応に存在しており、引き続き、注意を払ってリスクを管理していく必要。

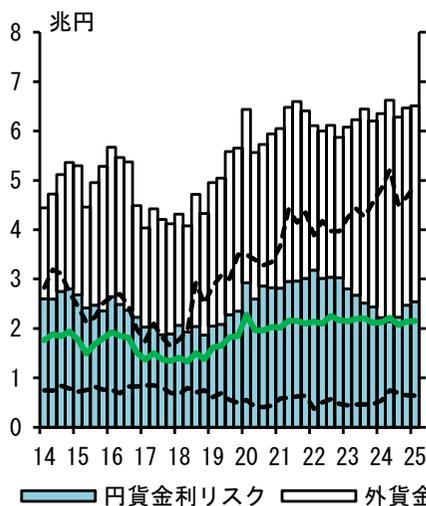
銀行勘定の金利リスク量



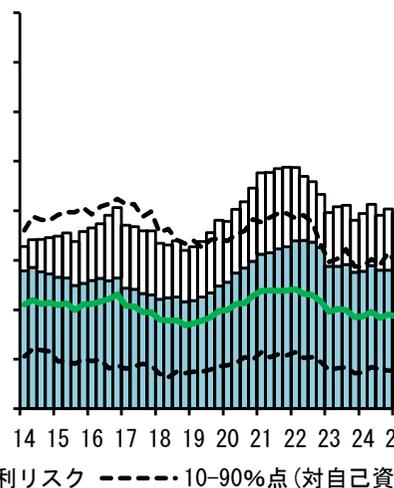
(注) 円貨金利リスク量（100bpv）。図表VI-1-12参照。

有価証券の金利リスク量

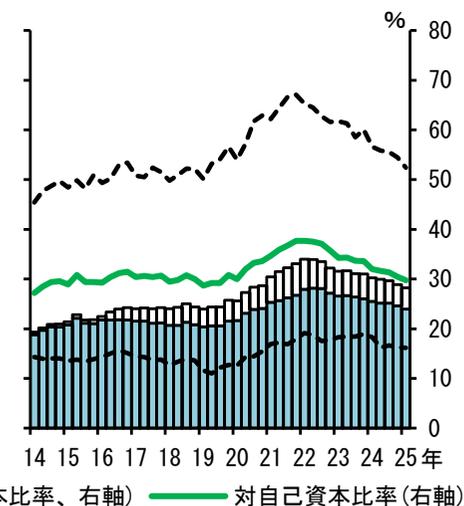
大手行



地域銀行



信用金庫



(注) 金利リスク量（円貨は100bpv、外貨は200bpv）。図表IV-2-2参照。

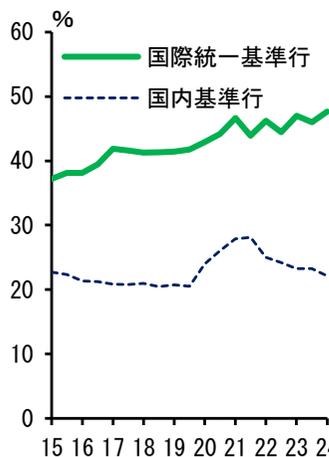
金融機関の金利耐性（3）

▶ 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。

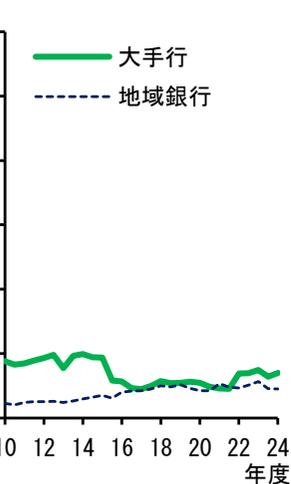
—— もっとも、やや長い目でみると、人口動態などの構造的な要因を背景に、営業基盤の地域的特性やデジタル化の取り組み次第では、徐々に預金を確保しにくくなる可能性がある点には留意する必要がある。人口減少や相続預金の移動に伴い預金量が変化するもとの、地域金融機関の預金シェアは低下している。

流動資産比率

適格流動資産

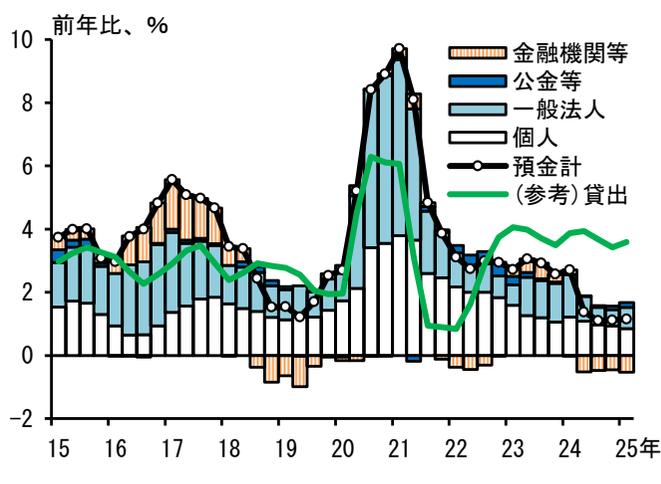


短期市場性調達



(注) 対総資産比率。図表IV-3-1参照。

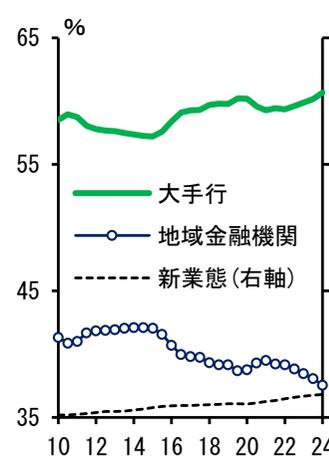
預入主体別の預金残高



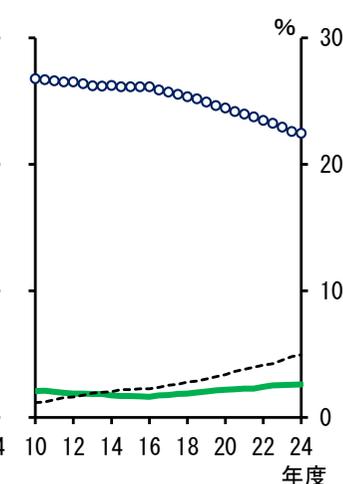
(注) 集計対象は国内銀行と信用金庫。図表IV-3-2参照。

業態別にみた預金残高シェア

法人預金



個人預金



(注) 図表IV-3-3参照。

金融システムレポート（2025年4月号）目次

- I. わが国金融システムの安定性評価
- II. 金融資本市場から観察されるリスク
 - 1. 2024年度下期の国際金融市場
 - 2. 2024年度下期の国内金融市場
 - 3. 金融市場を巡るリスク
- III. 金融仲介活動
 - 1. 銀行部門の金融仲介活動
 - 2. ノンバンク部門の金融仲介活動**
- IV. 金融機関が直面するリスク
 - 1. 信用リスク
 - 2. 有価証券投資にかかる市場リスク**
 - 3. 資金流動性リスク
- V. 金融循環と環境変化に伴う課題
 - 1. 国内の金融循環
 - 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**
 - 3. 経営環境の変化がもたらす機会とリスク
- VI. 金融システムの頑健性
 - 1. 金融機関の損失吸収力
 - 2. マクロ・ストレステスト**
- BOX1 実質無利子・無担保融資利用企業の財務状況
- BOX2 住宅ローンのデフォルト率
- BOX3 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**
- BOX4 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**

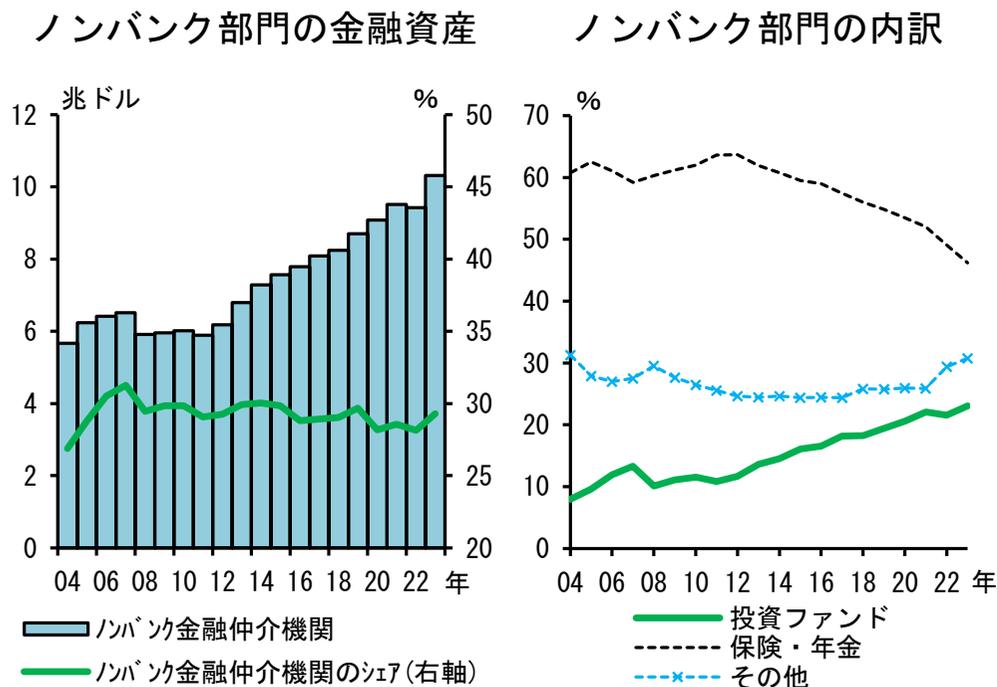
4. ノンバンク部門のプレゼンス拡大と金融機関の投融資

- 海外ノンバンクとわが国金融システムの連関性
- ヘッジファンド、オープンエンド型ファンド、PE・PDファンド

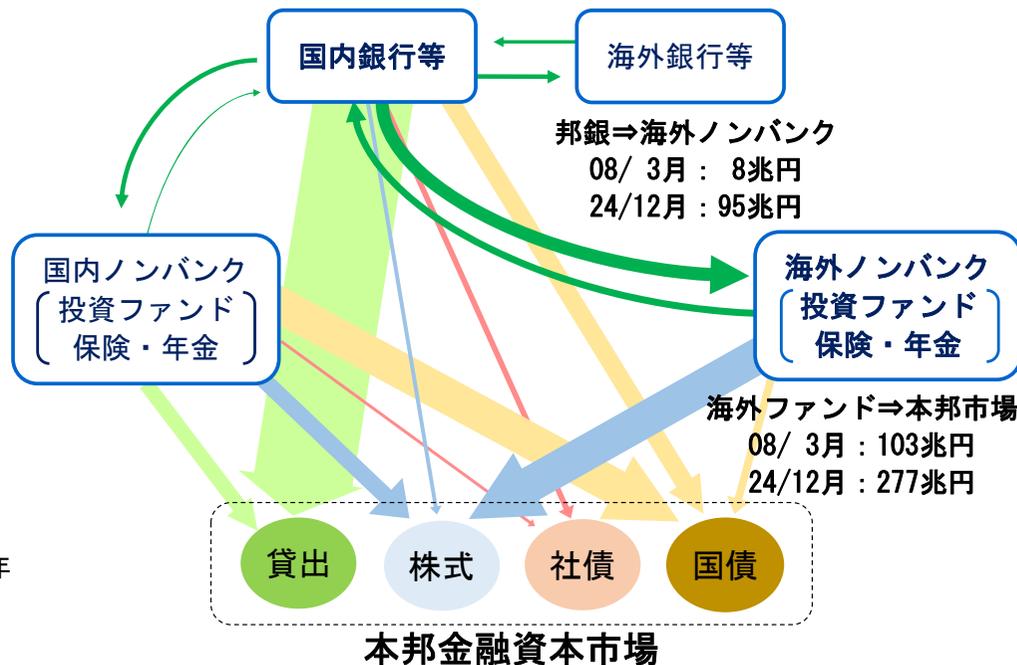
海外ノンバンクとわが国金融システムの連関性（1）

- ▶ わが国においては、投資ファンドのシェア拡大がみられるものの、引き続き、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3割程度で推移。
- ▶ もっとも、わが国の銀行部門や金融資本市場と、海外ノンバンクとの間の連関は強まっている。
 - わが国の金融機関は、投資信託購入やファンド向け貸出を中心に、海外ノンバンク向け投融資を大きく増加。海外ファンドを中心に、国内への証券投資も増加。

わが国ノンバンク部門の規模



内外金融部門における投融資活動の連関



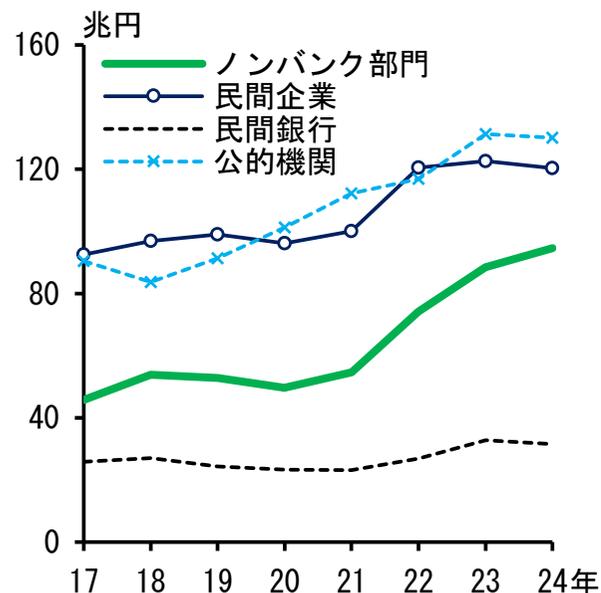
(注) 左図のシェアはノンバンク部門が金融部門全体に占めるシェア。右図はノンバンク部門に占める各内訳部門のシェア。「その他」には、ディーラー・ブローカー、ファイナンス会社等が含まれる。図表V-2-1参照。

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

海外ノンバンクとわが国金融システムの連関性（2）

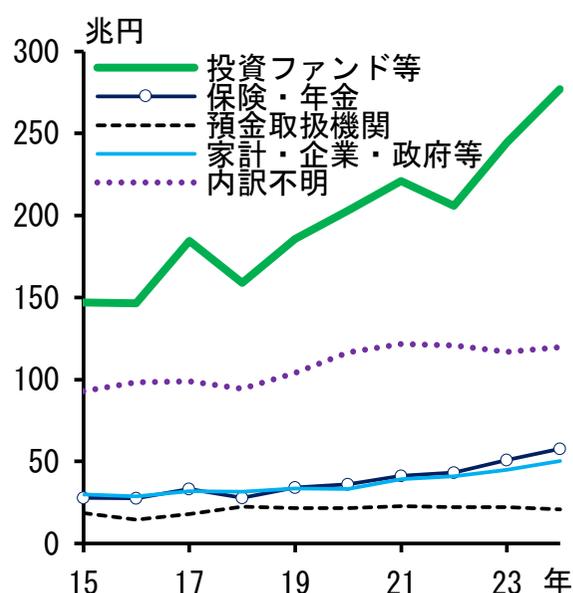
- ▶ 時系列データからも、①わが国の金融機関が、海外ノンバンク部門向け投融資を大きく増やしていること、②海外ノンバンク部門による対内証券投資が、投資ファンドを中心に拡大が続いていることが確認できる。
- ▶ 米国投資ファンドの日本向け投資額をみると、2022年以降は、先物やオプションをはじめとするオフバランス取引が多いヘッジファンドが、エクスポージャーを急速に増加させている。

邦銀による
海外向け投融資残高



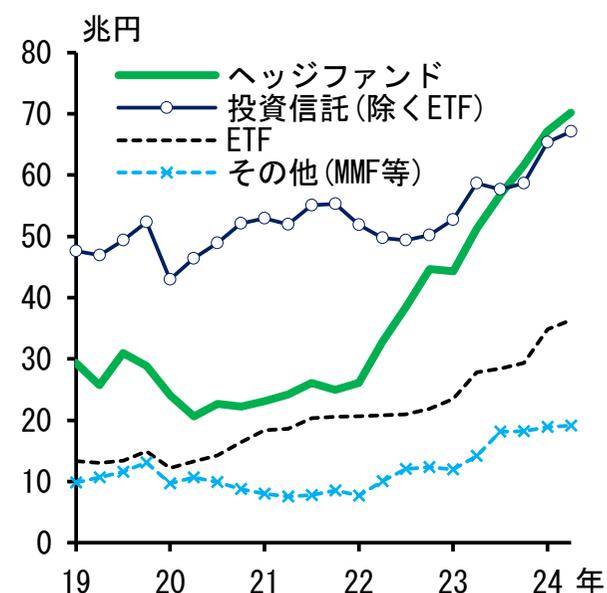
(注) BIS国際与信統計 (CBS) ベース。図表V-2-3参照。

海外主体からみた
日本向け証券投資残高



(注) 図表V-2-5参照。

米国の投資ファンドによる
日本向け投資額

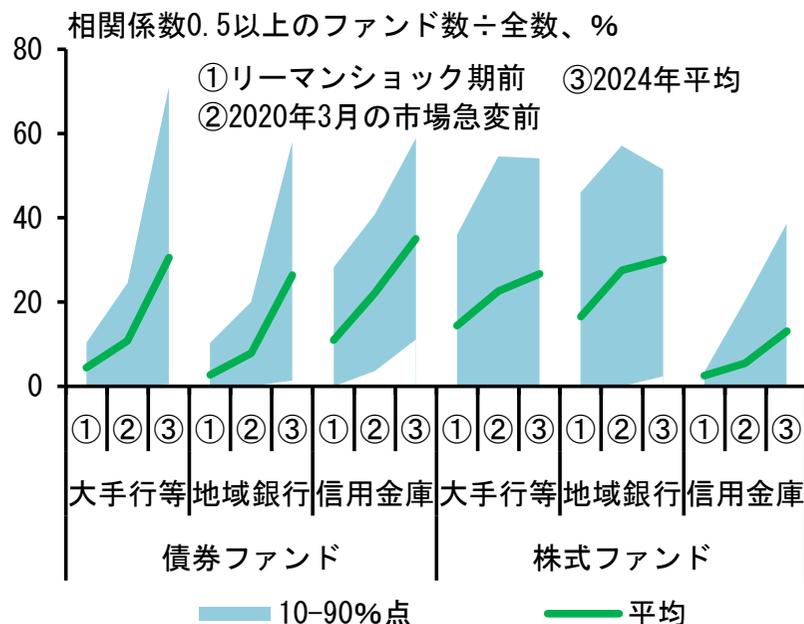


(注) 米国SEC公表値。「ヘッジファンド」は、デリバティブを勘案したグロスベースの総エクスポージャー。図表V-2-5参照。

海外ノンバンクとわが国金融システムの連関性（3）

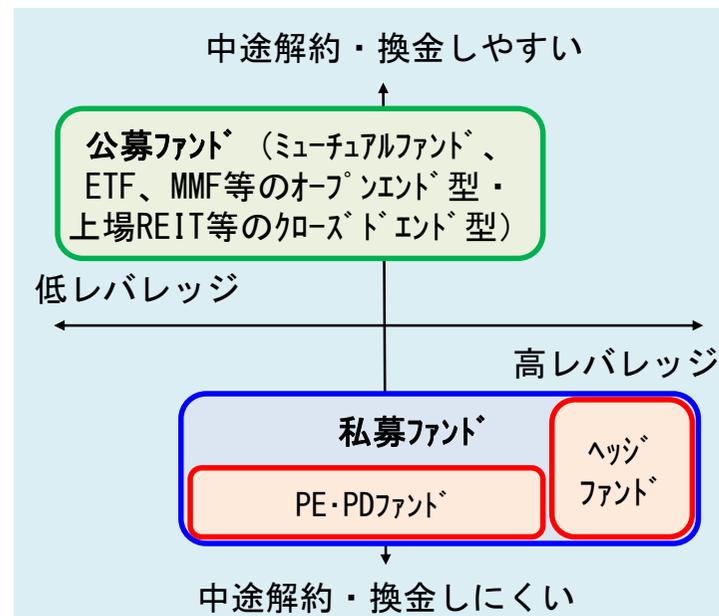
- わが国の金融機関の有価証券ポートフォリオとグローバルな投資ファンドのポートフォリオについて、リターンの相関関係をみると、金融危機以降、多くの投資ファンドと相関の高いポートフォリオを持つ金融機関が趨勢的に増えている。
- 例えば、負債構造やレバレッジに脆弱性を抱える海外ファンドが、海外発のストレスに対して、グローバルにポートフォリオ調整を行う結果として、わが国金融市場や金融機関財務に影響が及びやすくなっている可能性もある。

金融機関の有価証券ポートフォリオと投資ファンドのリターンの相関



(注) 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-2-4参照。

投資ファンドのバランスシート構造に起因する脆弱性

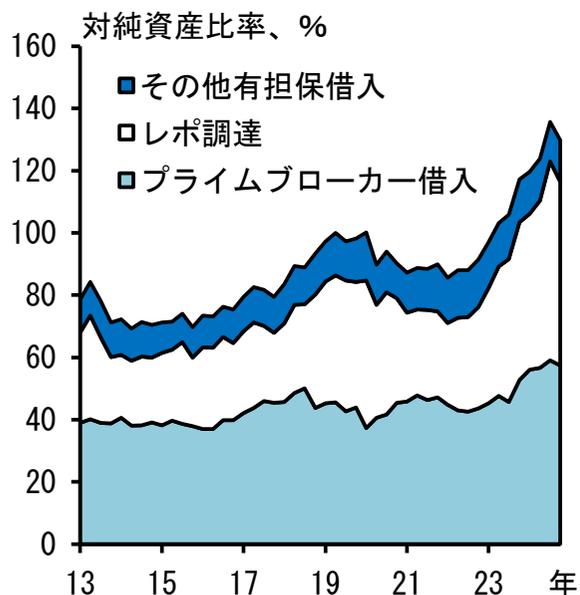


(注) 図表V-2-6参照。

ヘッジファンド（1）

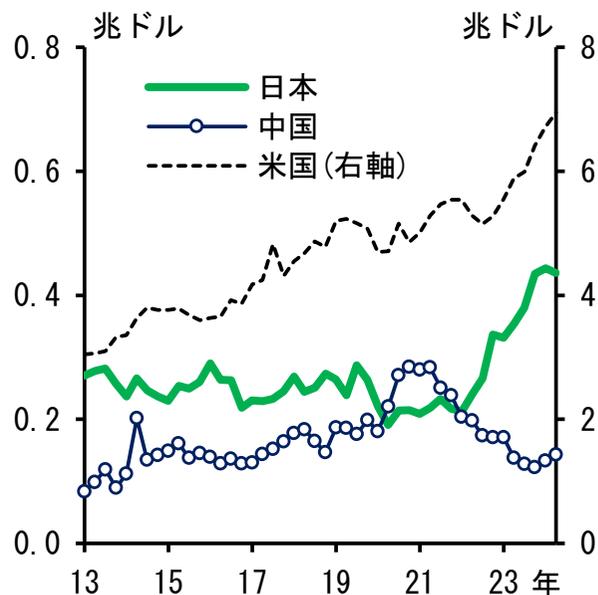
- ヘッジファンドは、有担保借入による財務レバレッジが高い傾向があるほか、デリバティブの活用による想定元本ベースのレバレッジが高い主体がある。
- 米国ヘッジファンドの投資先をみると、日本向けエクスポージャーは、規模は依然として小さいものの、2022年以降、中国向け投資が減少するなか、急速に拡大している。

米国ヘッジファンドの財務レバレッジ



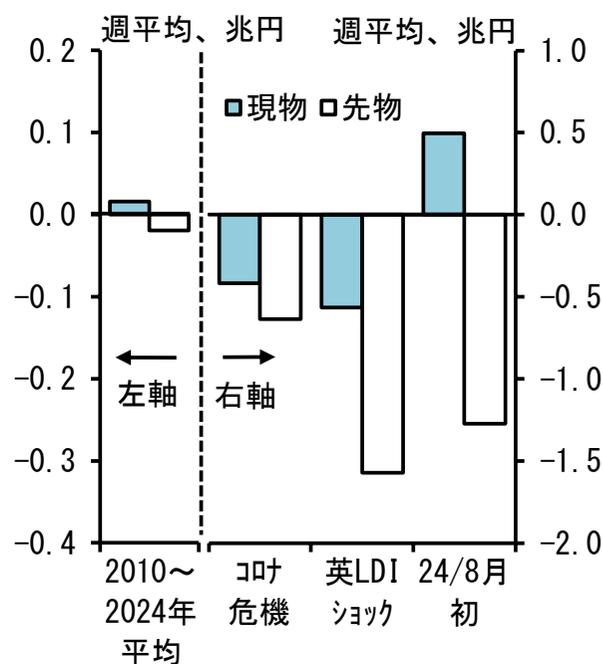
(注) 米国SEC公表値。直近は2024/4Q。図表V-2-11参照。

米国ヘッジファンドの国別エクスポージャー



(注) 米国SEC公表値。図表B4-2参照。

局面別にみた海外投資家による日本株ネット売買高



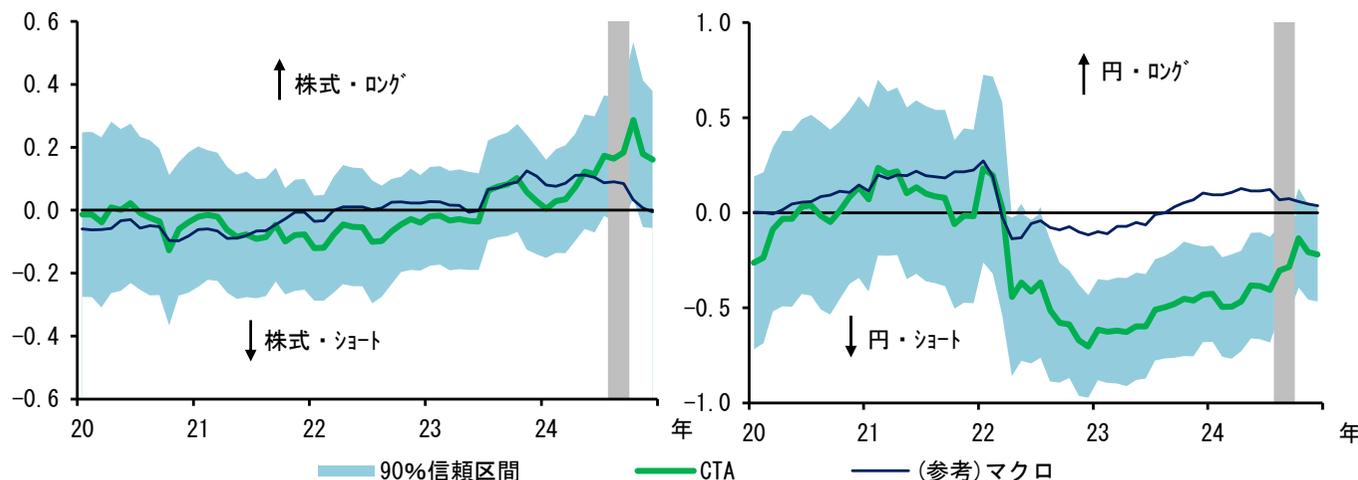
(注) 図表V-2-12参照。

ヘッジファンド（2）

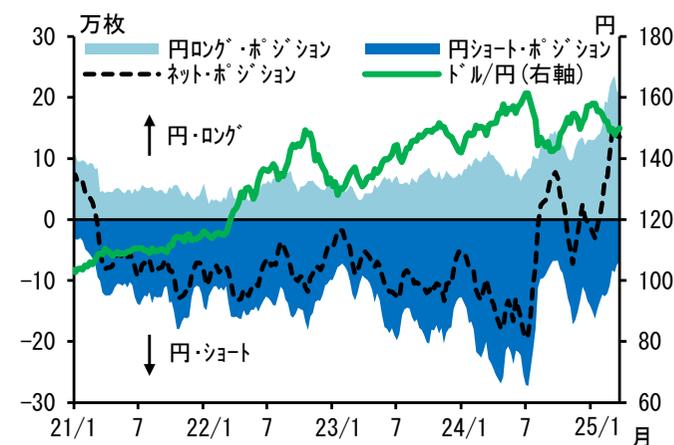
- ヘッジファンドによるポジション調整が本邦金融市場や資産価格に相応の影響を与えたとみられる事例も増えている。
 - ヘッジファンドの本邦株式市場や外国為替市場へのエクスポージャーを試算すると、2024年8月の市場変動直前においては、トレンドフォロー型のCTAを中心に、本邦株価やキャリートレードのリターンとの相関が高まっており、株式（円）のロング（ショート）ポジションが構築されていた可能性を示唆。

わが国に対するヘッジファンドのポジション（試算）

ヘッジファンドのパフォーマンスの資産別感応度
 <日本株> <キャリートレード（ドル円）>



円のIMMネットポジション



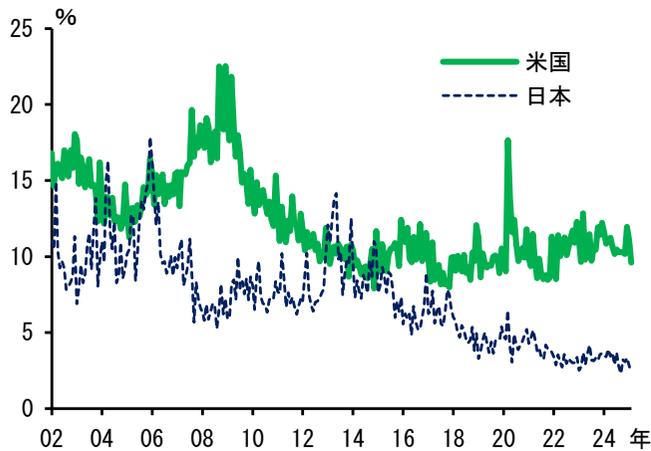
(注) BarclayHedge社が集計したヘッジファンドの戦略別パフォーマンス指数（手数料控除後の運用リターン）を被説明変数、S&P500、日経平均、上海総合指数、キャリートレード収益指数（通貨先物を利用した場合にドルロング・円ショートポジションから得られる収益より試算）、JPX国債先物指数を説明変数としたモデルについて、36か月ウィンドウでローリング推計した結果（いずれの変数も前月比）。グレーのシャドーは2024/8～9月を示す。図表B4-3参照。

(注) 直近は2025/3月末。図表B4-4参照。

オープンエンド型ファンド

- オープンエンド型ファンドについては、投資家による償還が同時かつ大規模に生じる場合、保有有価証券の売却を通じて、市場変動を増幅させる可能性が指摘されている。
- 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。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得る点には留意が必要である。

オープンエンド型ファンドの
解約・償還率



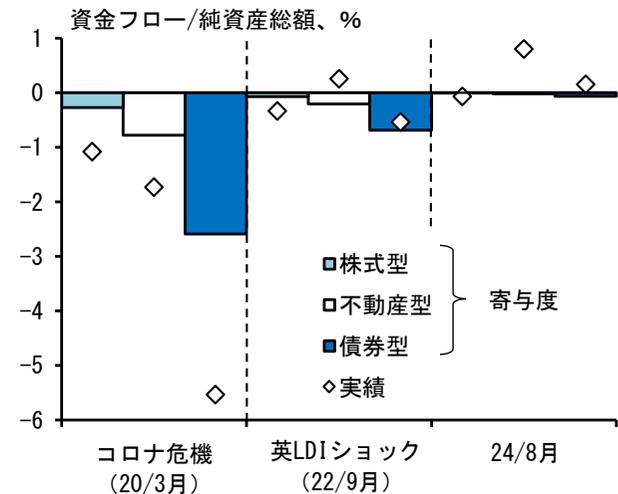
(注) 直近は2025/2月。図表V-2-7参照。

海外オープンエンド型ファンド
のわが国への投資額



(注) LSEG社のLipperファンドデータを集計して作成。
直近は2024/9月。図表V-2-9参照。

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

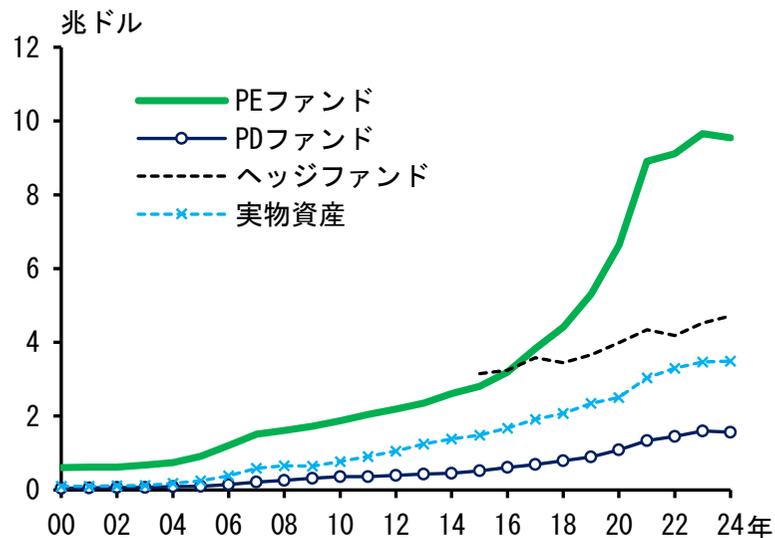


(注) 被説明変数にファンドへの資金フロー、説明変数に
ファンド属性（リターンや規模、流動性比率）やマク
ロ指標（米短期金利、米国金融環境指数<NFCI>、ドル
インデックス）を用いたパネル推計を実施した結果を
用いて、NFCIの寄与度を算出。図表V-2-10参照。

PE・PDファンド

- ▶ プライベートファンドのうち、非上場・未公開企業に対する出資（PE）や貸出（PD）を行うファンドも、グローバルな運用資産残高が増加している。
- ▶ わが国の銀行は、大手行等を中心に、プライベートファンド向け投資を増やしているほか、貸出全体に占める割合は低いものの、海外貸出の採算性向上や付随取引獲得を企図し、米国の大手ファンド向け貸出に注力してきた。この間、わが国の機関投資家も、オルタナティブ投資の一環としてPE・PDファンド向けの投資を拡大させてきた。ただし、欧米に比べるとその運用資産に占める割合は総じて限定的となっている。

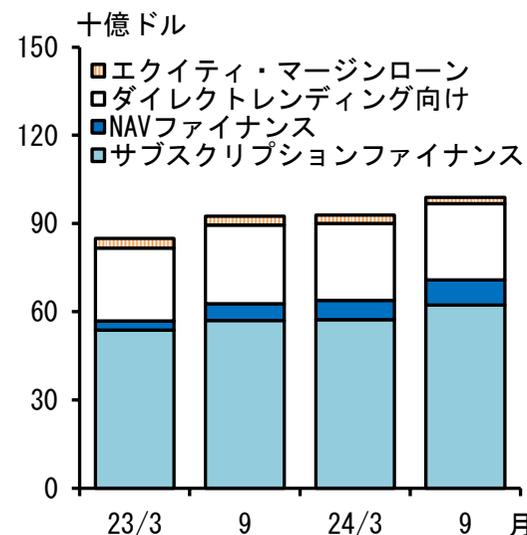
プライベートファンドの運用資産残高



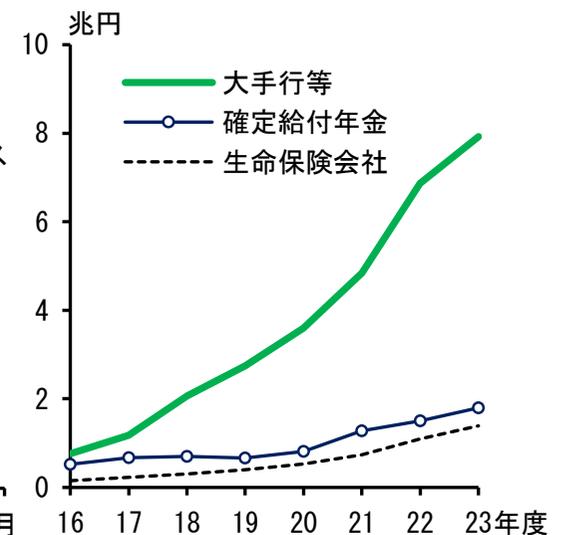
(注) Preqin社調査 (AUMベース)。図表B3-1参照。

本邦金融機関からの投融資

3メガ行の 海外ファンド向け貸出



邦銀・本邦機関投資家の PE・PDファンド投資



(注) 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）。右図の確定給付年金は企業年金の値、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）。図表B3-3参照。

金融システムレポート（2025年4月号）目次

- I. わが国金融システムの安定性評価
 - II. 金融資本市場から観察されるリスク
 - 1. 2024年度下期の国際金融市場
 - 2. 2024年度下期の国内金融市場
 - 3. 金融市場を巡るリスク
 - III. 金融仲介活動
 - 1. 銀行部門の金融仲介活動
 - 2. ノンバンク部門の金融仲介活動
 - IV. 金融機関が直面するリスク
 - 1. 信用リスク
 - 2. 有価証券投資にかかる市場リスク
 - 3. 資金流動性リスク
 - V. 金融循環と環境変化に伴う課題
 - 1. 国内の金融循環
 - 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
 - 3. 経営環境の変化がもたらす機会とリスク
 - VI. 金融システムの頑健性
 - 1. 金融機関の損失吸収力
 - 2. マクロ・ストレステスト**
- BOX1 実質無利子・無担保融資利用企業の財務状況
- BOX2 住宅ローンのデフォルト率
- BOX3 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
- BOX4 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

5. マクロ・ストレステスト

- 海外金利上昇シナリオ、金融調整シナリオ
- 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

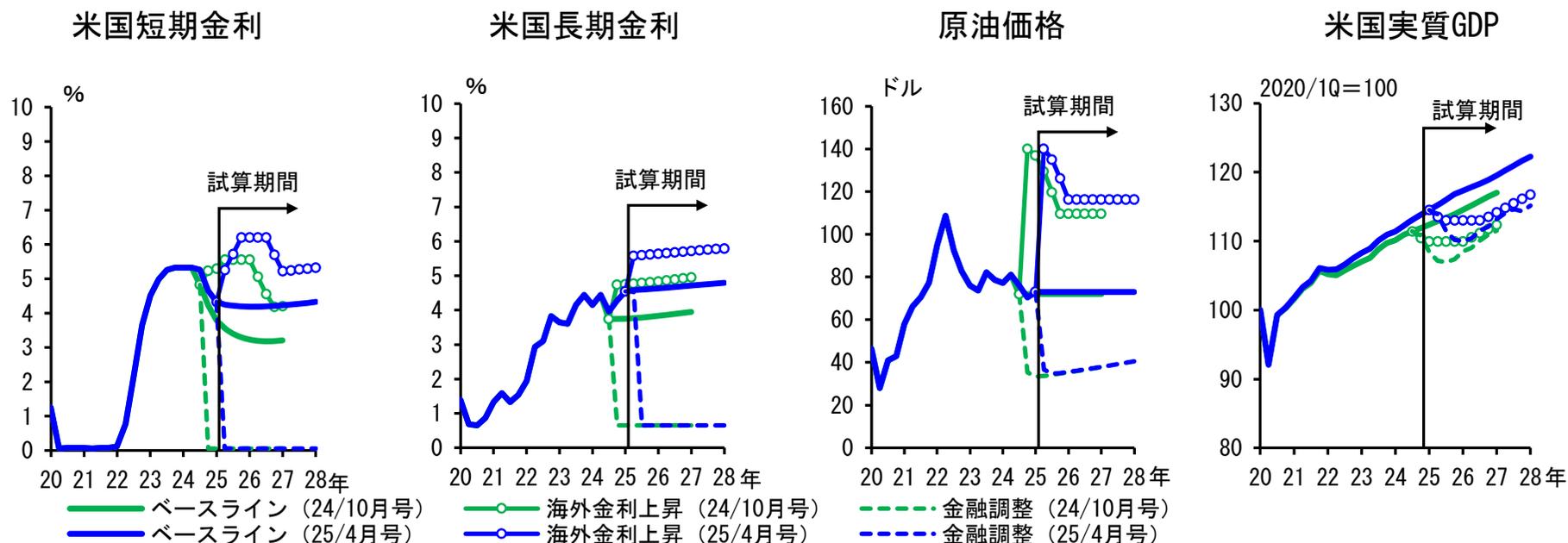
マクロ・ストレステスト：シナリオの概要

- ▶ 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。こうしたもとで、前回レポート同様、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。
- ▶ 具体的には、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」のもとでの、わが国金融システムの安定性を点検。
 - ① **ベースライン・シナリオ**：実体経済は1月時点の民間機関・国際機関見通し、内外金利については1月末のイールドカーブに織り込まれている市場の見方を前提とした、「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」シナリオ。
 - ② **海外金利上昇シナリオ**：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が生じるシナリオ。
 - ③ **金融調整シナリオ**：国内外の金融市場においてリーマンショック並みの調整が発生し、内外の実体経済も大きく悪化するシナリオ。

海外金融市場・実体経済のシナリオ

- ▶ 海外金利上昇シナリオでは、米国のFFレートがベースライン・シナリオ対比で+2%pt引き上げられ、その後1年は高止まりするほか、米国の長期金利は+1%pt引き上がり、シミュレーション期間中、高止まりする。
 —— 海外金利の上昇幅は、前回の海外金利上昇シナリオと同じ。
- ▶ 金融調整シナリオでは、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。海外金利は大幅に低下する。

マクロ・ストレステストにおける海外金融・経済変数

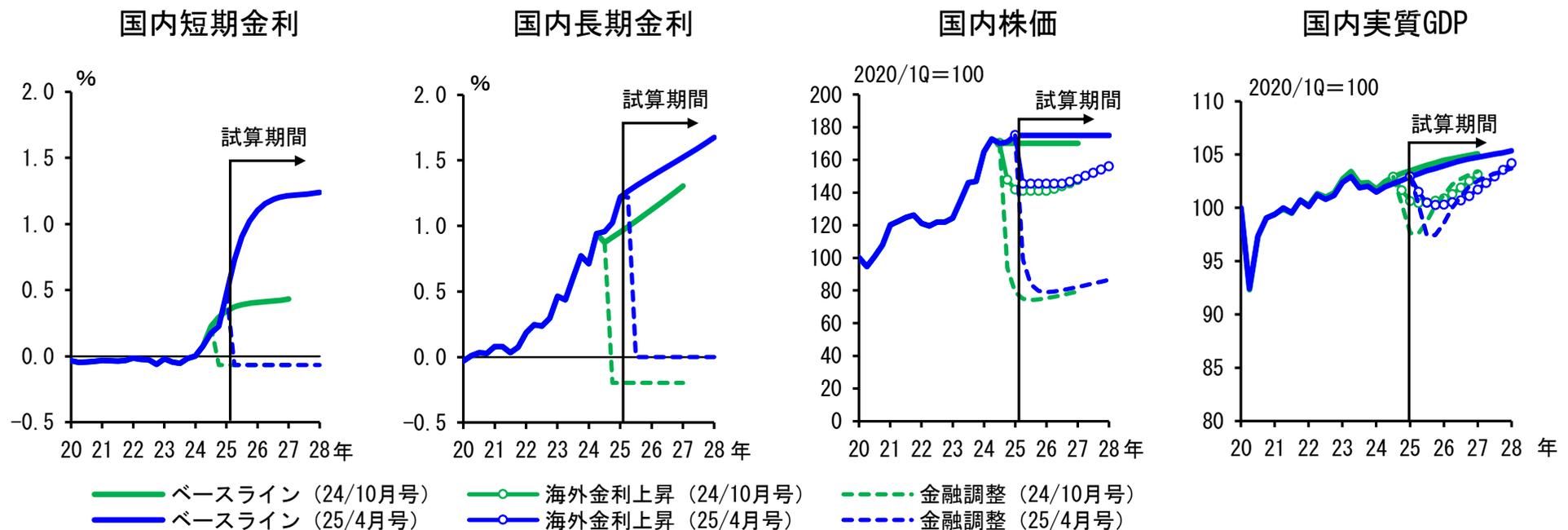


(注) 短期金利は翌日物金利、長期金利は10年金利。図表VI-2-1、図表VI-2-2、「シナリオ別データ」を参照。

国内金融市場・実体経済のシナリオ

- 海外金利上昇シナリオでは、前回レポート同様、国内金利はベースライン・シナリオから不変とする。国内経済は、海外経済の減速や原油価格の上昇などに伴い、減速すると想定。
- 金融調整シナリオでは、国内経済は、海外経済同様、大幅に減速する。国内金利は大きく低下するが、リスク性資産価格は大幅に下落する。

マクロ・ストレステストにおける国内金融・経済変数

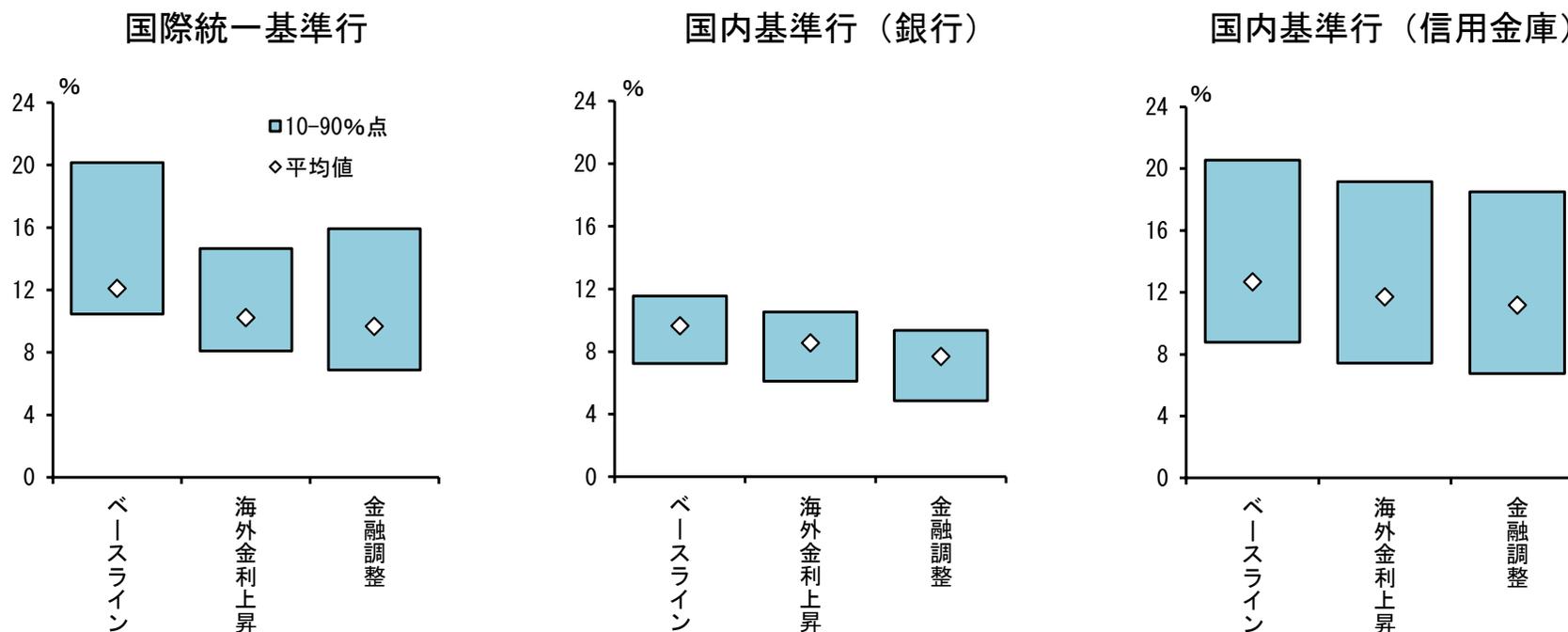


(注) 海外金利上昇シナリオの国内短期金利・長期金利のパスは、ベースライン・シナリオと同一。短期金利は翌日物金利、長期金利は10年金利。
図表VI-2-1、図表VI-2-2、「シナリオ別データ」を参照。

マクロ・ストレステスト結果

- ▶ 海外金利上昇シナリオでは、国際統一基準行を中心に、外貨調達コスト上昇を通じた資金利益の減少や有価証券評価損・関係損の拡大が生じ、自己資本比率の押し下げに寄与する。
- ▶ 金融調整シナリオでは、従来通り、資金利益の減少、信用コストの増大、有価証券評価損・関係損の悪化が発生し、自己資本比率を押し下げる。
- ▶ いずれのダウンサイド・シナリオにおいても金融機関の自己資本比率は、ベースライン・シナリオ対比で低下するが、平均的には規制水準を上回る。金融機関は、これら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。

各シナリオにおける自己資本比率の分布

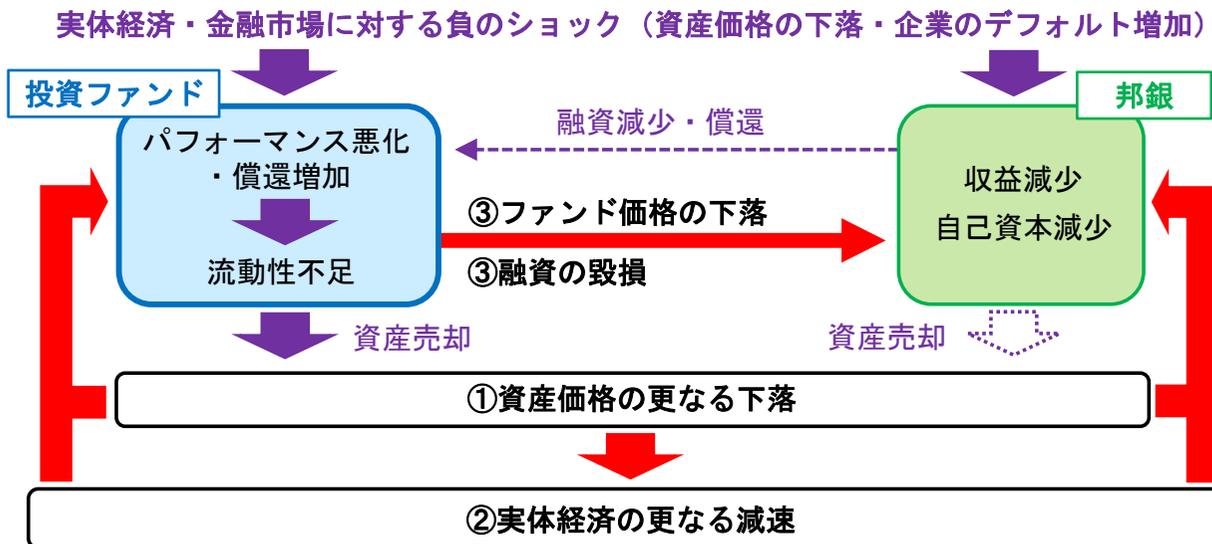


(注) シミュレーション終期 (2027年度末) における自己資本比率。図表VI-2-8参照。

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

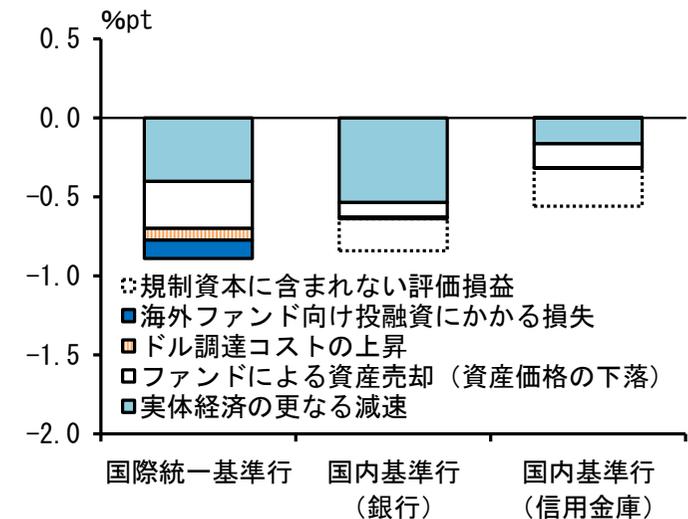
- 金融調整シナリオに加えて、投資ファンドのポートフォリオ調整にかかる増幅メカニズム——具体的には、①投資ファンドによる保有有価証券の売却に伴う資産価格の追加的な下落、②こうした金融市場の一段の調整による実体経済の更なる減速、③わが国の金融機関による海外ファンド向け投融資にかかる損失の増加——を考慮した探索的分析を検討。
- ノンバンクに関して入手できるデータに制約があるもとの、試行的に設定したシナリオに基づく試算結果をみると、資産価格の下落等に伴う有価証券の含み損の拡大や海外ファンド向け投融資にかかる損失などのほか、内外経済の一段の減速による信用コスト増加の影響も相応にみられる。

投資ファンドによるショックの増幅メカニズム



(注) 点線矢印は、今回の探索的分析では捨象しているメカニズム。

金融調整シナリオ対比での自己資本比率の下落幅



(注) シミュレーション終期（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差の要因分解。図表VI-2-10参照。

(まとめ) 安定性評価と留意点

- ▶ 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。
- ▶ 金融仲介活動は円滑に行われており、大きな不均衡は認められない。

金融機関が直面するリスク

- 金融機関の貸出債権の質は、内外ともに維持されている。国内においては、企業収益が全体として改善傾向にあるもとの、倒産の増勢は鈍化している。もともと、各国の通商政策等に起因する不確実性が高まるもとの、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。
- 国内の銀行部門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が強まるもとの、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。
- 金融機関は、円貨については、十分な資金流動性を有しており、外貨については、調達安定性の維持が図られている。引き続き、安定調達基盤を確立するための取り組みが求められる。
- 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。

金融システムの頑健性

- 金融機関の損失吸収力をみると、自己資本は規制水準を十分に上回っている。
- 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。
- マクロ・ストレステストの結果を踏まえると、海外金利が長期にわたって高止まりするストレスやリーマンショック型のストレスに対しても、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。
- 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。