

公表時間
10月23日（木）15時00分



BOJ
Reports & Research Papers

Financial
System
Report

金融システムレポート

2025 年 10 月



日 本 銀 行
2025 年 10 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 9 月末時点）。

本レポートは、原則として 2025 年 9 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連関に留意しながら、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10月号の問題意識

国際金融市場では、4月初、各国の通商政策を巡る不確実性の高まりを受けて、資産価格の大きな振幅がみられた。現在も、各国の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の高い状況が続いている。今回レポートでは、以下の4点を中心に点検する。

第一に、各国の通商政策等の変化がわが国企業部門や金融機関の信用コストに与える影響を分析する。また、地政学的リスクの顕在化などを契機に、各国の通商政策等が変化する結果、世界貿易量が大幅に減少し、企業収益が大きく押し下げられる可能性もある。そうしたテールリスクが顕在化した場合の金融システムの頑健性についてもカバーする。

第二に、株価や不動産価格について、それぞれの市場における取引環境を点検したうえで、先行きのリスク等を分析する。

第三に、内外でプレゼンスを拡大しているヘッジファンド等の海外ノンバンク部門の投資ポジションの巻き戻しなどが本邦金融市場に影響を及ぼす可能性について整理する。

第四に、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。預金動向については、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に加え、金利上昇局面において金融機関に影響する要因を整理する。

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	6
1. 2025 年度上期の国際金融市場	6
2. 2025 年度上期の国内金融市場	9
3. 金融市場を巡るリスク	14
III. 金融仲介活動	15
1. 銀行部門の金融仲介活動	15
(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	21
IV. 金融機関が直面するリスク	25
1. 信用リスク	25
(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	36
3. 資金流動性リスク	40
V. 金融循環と環境変化に伴う課題	44
1. 国内の金融循環	44
(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. ノンバンク部門を巡るリスクと金融安定上の含意	54
(1) 海外ノンバンク部門の内外金融市場における投資活動	
(2) 国内金融機関による海外ノンバンク部門向け投融資	
3. 経営環境の変化がもたらす機会とリスク	61
(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	65
1. 金融機関の財務基盤と損失吸収力	65
(1) 金融機関の収益力	
(2) 金利上昇と金融機関の基礎的収益力	
(3) 自己資本の充実度と損失吸収力	
2. マクロ・ストレステスト	70
(1) ベースライン・シナリオ	
(2) 金融調整シナリオ	
(3) 海外金利上昇シナリオ plus	
(4) 金融システムの頑健性評価	
BOX 1 住宅ローンの利払い負担動向	79
BOX 2 グローバルな債券市場におけるヘッジファンドの プレゼンス拡大	82
BOX 3 金利上昇局面における預金動向：主成分分析を用いた 日米比較	85
付録：基本用語の定義	88

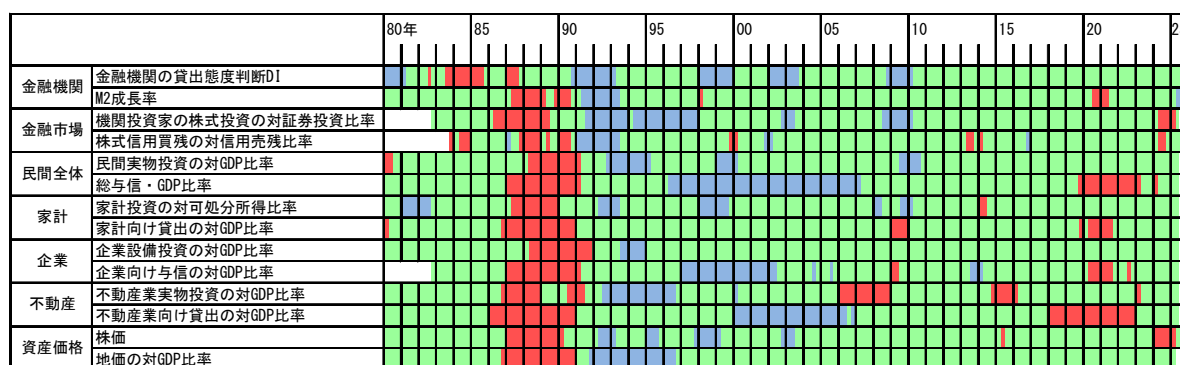
I. わが国金融システムの安定性評価（要旨）

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し、金融仲介活動は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、世界貿易量が大きく減少し、グローバルに物価や金利が上昇する複合的なストレス等に耐え得る、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、各国の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の高い状況が続いている。金融機関は、様々な形のリスクが顕在化し得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



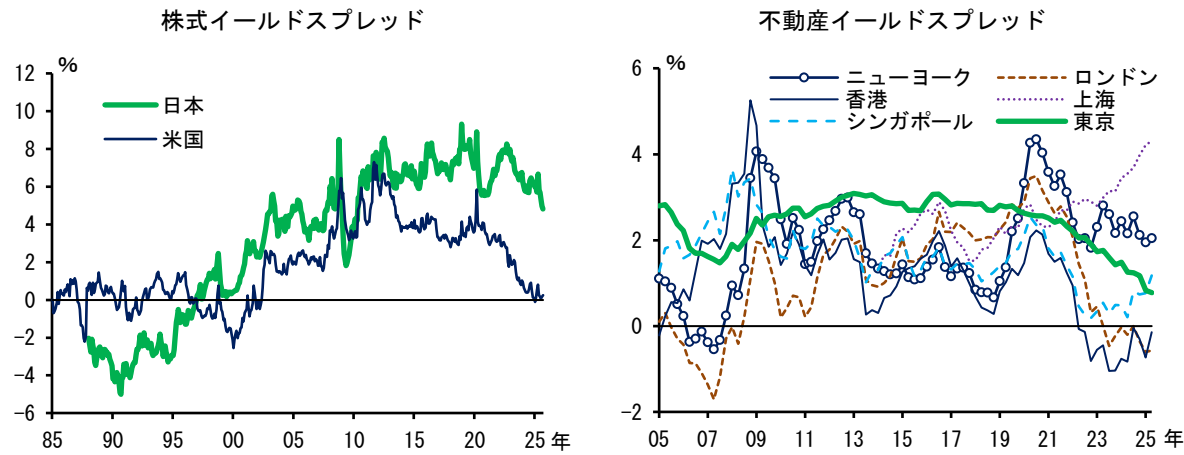
（注）図表 V-1-1 参照。

資産価格の動向（→Ⅱ章、Ⅳ章2節、Ⅴ章1節）

国際金融市場では、4月初に各国の通商政策を巡る不確実性の高まりを受けて、市場センチメントが大きく慎重化したことから、株価の大幅な下落などがみられたが、その後、通商交渉の進展などから市場センチメントが改善するもとでリスク性資産価格は上昇している。ヒートマップ上、わが国の「株価」にはトレンドからの上方乖離を示す「赤」が点灯している（前掲図表 I-1）。9月末時点のバリュエーション指標をみると、PER は概ね過去平均並みの水準で推移しており、株式リスクプレミアムを示唆するイールドスプレッド（株式期待益回り－10

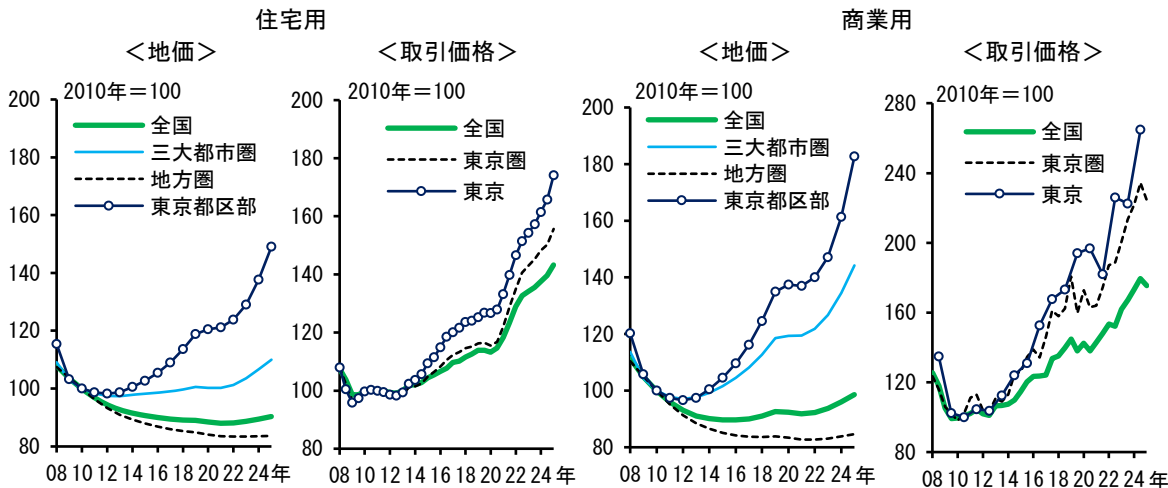
年物国債金利) は幾分低下している(図表 I -2 左図)。通商政策をはじめとする各国の経済政策運営を巡る不確実性は高い状況が続いており、先行き、国際金融市場においてセンチメントが慎重化する可能性もある。わが国の金融機関が相応の株式リスク量を有していることを踏まえると、株価などのリスク性資産価格の動向には留意が必要である。

図表 I -2 資産市場におけるリスクプレミアム指標



不動産価格は、大都市圏を中心に上昇が続いている(図表 I -3)。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寄与しているとみられるほか、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、投資用マンション取引や海外投資家による商業用不動産取引などの需要も寄与している可能性がある。賃料は上昇してきているものの、不動産リスクプレミアムを示唆するイールドスプレッドの低下傾向は続いており、先行きの不動産需要等に関する市場参加者の見方が変化する場合には、不動産価格が調整する可能性も考えられる(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、引き続き、不動産市況の動向に注意していく必要がある。

図表 I -3 不動産価格



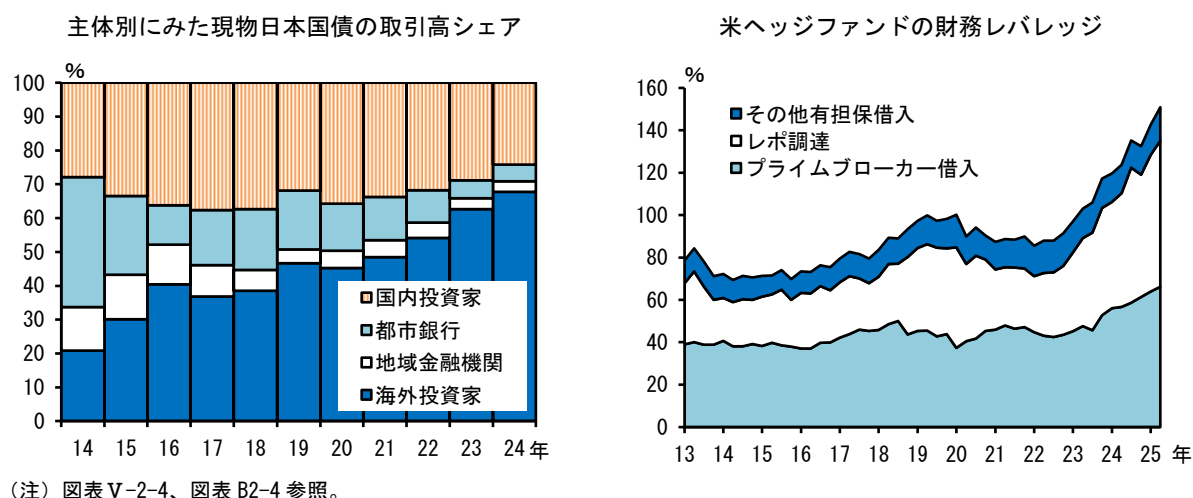
海外ノンバンク部門の動向がわが国金融市場に与える影響

（→Ⅱ章、Ⅲ章 2 節、Ⅳ章 2 節、Ⅴ章 2 節、BOX2）

投資ファンドなど海外ノンバンク部門によるわが国金融市場への投資や国内金融機関による海外ノンバンク部門への投融資が趨勢的に増えており、わが国の金融システムと海外ノンバンク部門の結びつきは強まっている。

近年のヘッジファンドの動向をみると、グローバルに国債市場でのプレゼンスを高めているなかで、わが国の国債市場でも、ヘッジファンドを含む海外投資家による売買額が大きく増加している（図表 I-4）。レポ調達などを通じて、ヘッジファンドのレバレッジは高まっており、市場環境が変化する際には、デレバレッジを伴った急速なポジション調整が、資産価格変動を増幅する可能性がある。こうした調整が国債市場で生じれば、国内の幅広い金融商品に影響を及ぼす可能性もある。金融機関は、海外ノンバンク部門の行動がわが国の金融市場にストレスをもたらす可能性にも留意しつつ、有価証券にかかるリスクを管理していくことが求められる。

図表 I-4 海外ヘッジファンドの動向



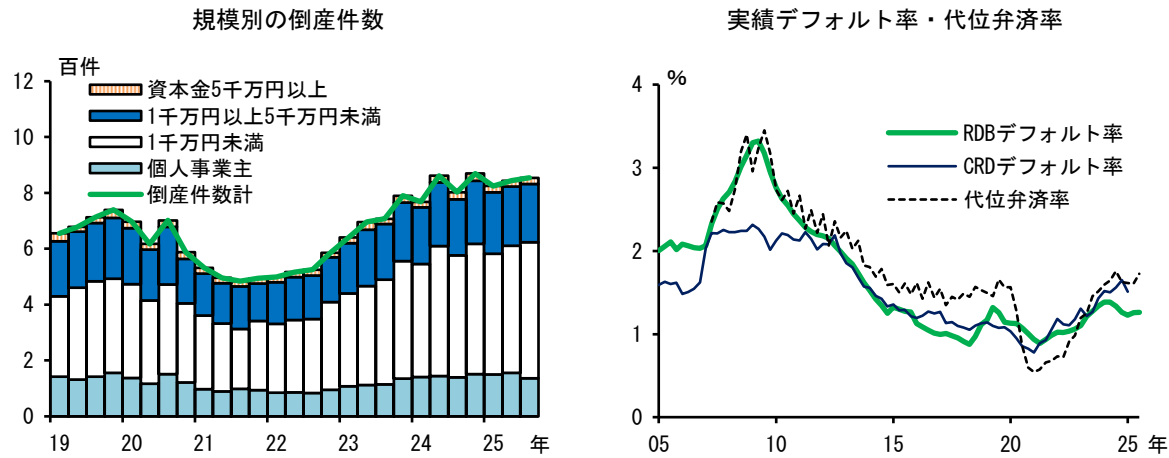
倒産・デフォルト動向と各国の通商政策等の影響（→Ⅳ章 1 節、Ⅵ章 2 節）

緩やかな景気回復が続くもとで、企業収益は全体として改善しており、感染症拡大時に増加した「営業赤字かつ債務超過」や「営業赤字」の企業の割合も低下してきている。企業倒産やデフォルトは、振れを伴いつつも、横ばい圏内で推移している（図表 I-5）。ただし、原材料価格の上昇、人手不足や人件費上昇が追加的な負担となっている点には注意が必要である。

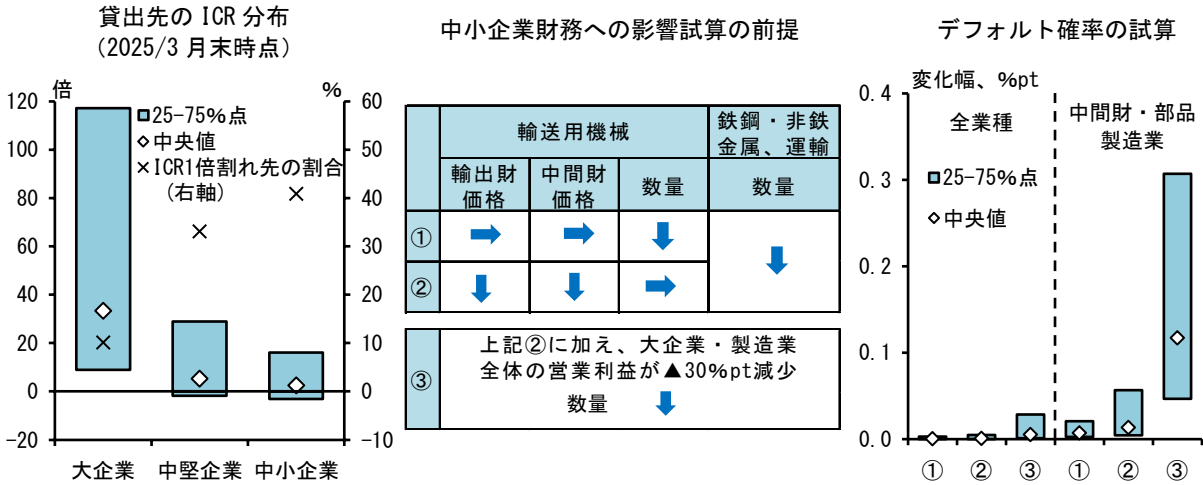
企業部門は、各国の通商政策の変更等の影響に対しても相応に耐性を有しているとみられる。大企業が公表している収益見通しを前提にすると、ストレスが生じる前の財務状況が良

好であることから、大企業の債務返済能力は、各国の通商政策の変更等の影響に対して、全体として維持されると考えられる（図表 I -6 左図）。中小企業についても、手元資金が潤沢な先が多いもとで、全体としてみれば収益やデフォルト率等への影響は限定的とみられる（図表 I -6 中図、右図）。もっとも、通商政策の変更等にかかるストレスが収益見通し対比で大きくなる場合には、中小のサプライヤー企業を含め、財務が相対的に脆弱な企業において債務返済能力が大きく悪化する可能性もある。輸出産業では大口貸出の比率が高い傾向があり、仮に個社のランクダウンが起きると、信用コストに与える影響が小さくない点にも留意が必要である。

図表 I -5 倒産・デフォルト動向



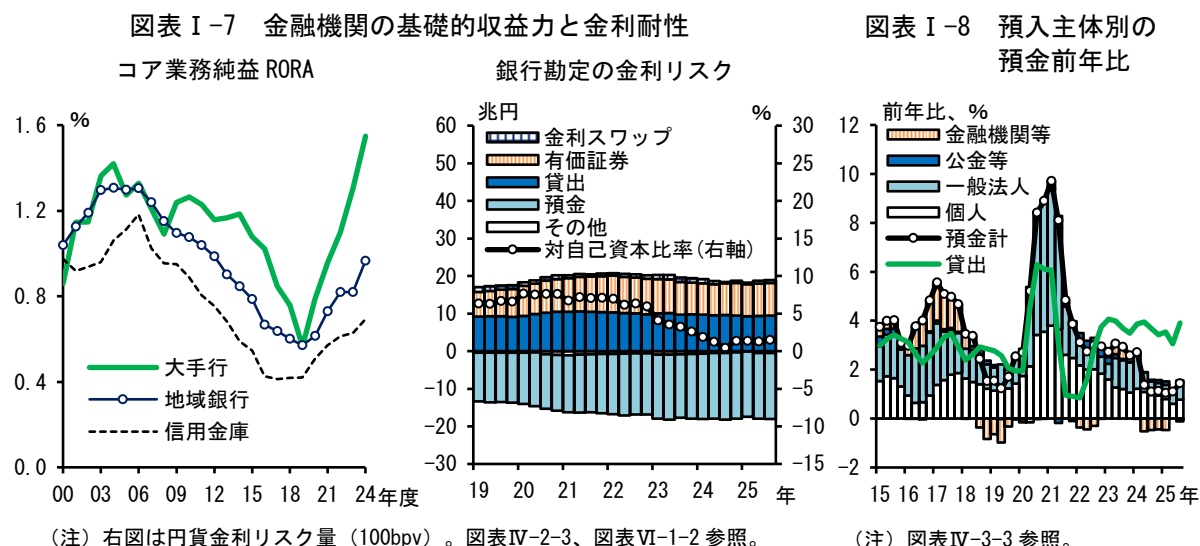
図表 I -6 通商政策を巡る動向が企業財務に及ぼす影響



各国の通商政策等を巡る動向については不確実性が高い状況が続いており、世界貿易量が大幅に減少し、企業収益が大きく押し下げられるといったテールリスクも考えられる。金融機関は、様々な形のリスクが顕在化し得ることに注意していく必要がある。

金利上昇局面での金融機関収益および損失吸収力（→IV章2節・3節、VI章、BOX1、BOX3）

金融機関収益をみると、緩やかな景気回復が続くもとで信用コストなどの損失が抑制されているほか、既往の経費率改善や円金利上昇等の影響もあって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（図表 I-7 左図）。金融機関の金利耐性をみると、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 右図）。ただし、国内の人口や企業数の減少など構造的な借入需要の減少による収益率への趨勢的な下押し圧力が続いているほか、足もとは、内外金融市場を巡る不確実性の高い状況が続いている。金融機関は、こうした構造要因や様々な相場変動を想定しつつ、自身の損失吸収力も勘案しながら、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。



この間、金融機関の預金をみると、個人・法人とも前年比プラスとなっているものの、伸び率はこのところ鈍化している（図表 I-8）。家計の保有金融資産の増加が続くなか、最近では預金の伸びが低下する一方で、株式や株式投信等への投資が増えている。また、業態間では地域金融機関のシェアの低下傾向が継続しているほか、足もとは要求払預金から定期預金へのシフトが進んでいる。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が預金動向に及ぼす影響や、預金の構成変化が金利リスク量に与える影響には留意する必要がある。

日本銀行は、考査・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

- 2025 年度上期を通じてみると、国際金融市場では、4 月初に、各国の通商政策を巡る不確実性の高まりを受けて市場センチメントが大きく慎重化したことから、株価が大幅に下落したほか、社債スプレッドも拡大した。もっとも、その後、通商交渉の進展などから市場センチメントが改善するもと、リスク性資産価格は上昇した。
- 国内金融市場では、株価は、国際金融市場における市場センチメントの慎重化の影響などから 4 月初に大幅に下落したあと、米国株価の回復に連れつつ、日米間の関税交渉の合意を受けて、大幅に上昇した。長期金利は、通商交渉の状況や日本銀行による先行きの金融政策運営に対する見方の変化による振れを伴いつつも、期間を通じてみれば、上昇した。
- 金融市場を巡る不確実性は引き続き高い。すなわち、各国の通商政策等における今後の展開や、その影響を受けた内外経済・物価動向を巡る不確実性が意識されている。また、地政学的リスクや、海外の大手ハイテク株の動向、各国の財政政策の動向にも、市場参加者の注目が集まっている。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じて、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。

1．2025 年度上期の国際金融市場

2025 年度上期を通じてみると、国際金融市場では、4 月初に、各国の通商政策を巡る不確実性の高まりを受けて市場センチメントが大きく慎重化したことから、株価が大幅に下落したほか、社債スプレッドも拡大した。もっとも、その後、通商交渉の進展などから市場センチメントが改善するもと、リスク性資産価格は上昇した。

米欧の国債市場

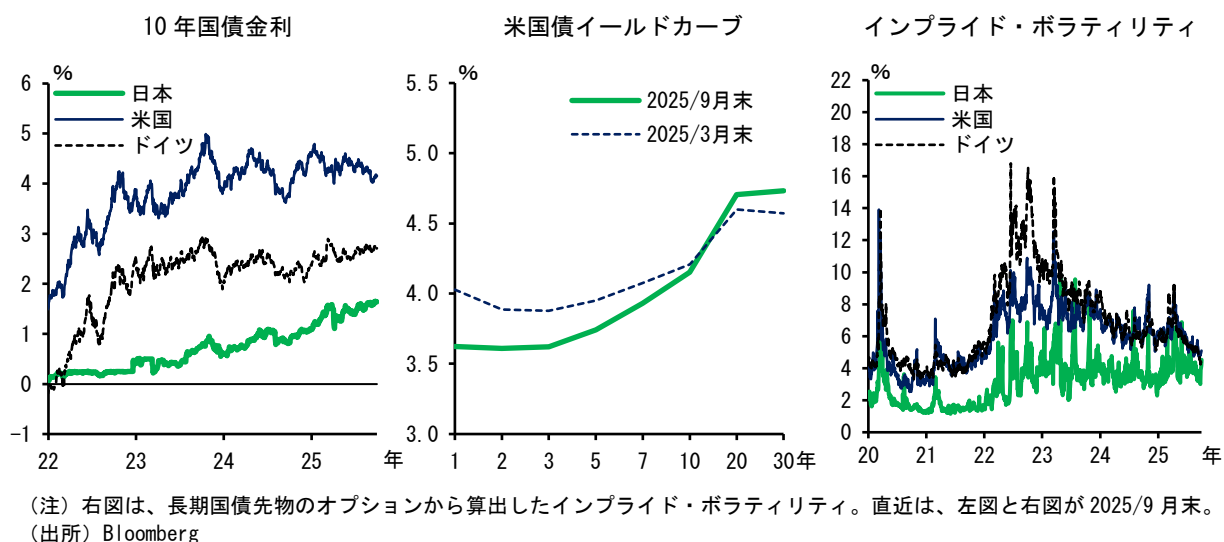
米国の長期金利は、各国の通商政策を巡る不確実性の高まりを受けて市場センチメントが悪化するなか、4 月初に低下した。その後、通商交渉の進展に伴い、市場センチメントが改善するもとで上昇する場面もみられたが、米国の軟調な経済指標を受けて Fed の利下げ期待が進展し、期間を通じてみれば、概ね横ばいとなった（図表Ⅱ-1-1）。米国債のイールドカーブは、Fed の利下げ期待の進展や拡張的な財政政策による国債需給悪化に対する懸念等を映じてスティープ化した。欧州の長期金利は、米国に連れて低下したあと、ドイツの防衛費増額に合わせ国債増発が決定され、国債需給の緩和が意識されたことなどから上昇し、期間を通

Ⅱ．金融資本市場から観察されるリスク

1．2025 年度上期の国際金融市場

じてみれば、概ね横ばいとなった。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、市場センチメントが悪化した4月初に上昇したが、その後は低下している。

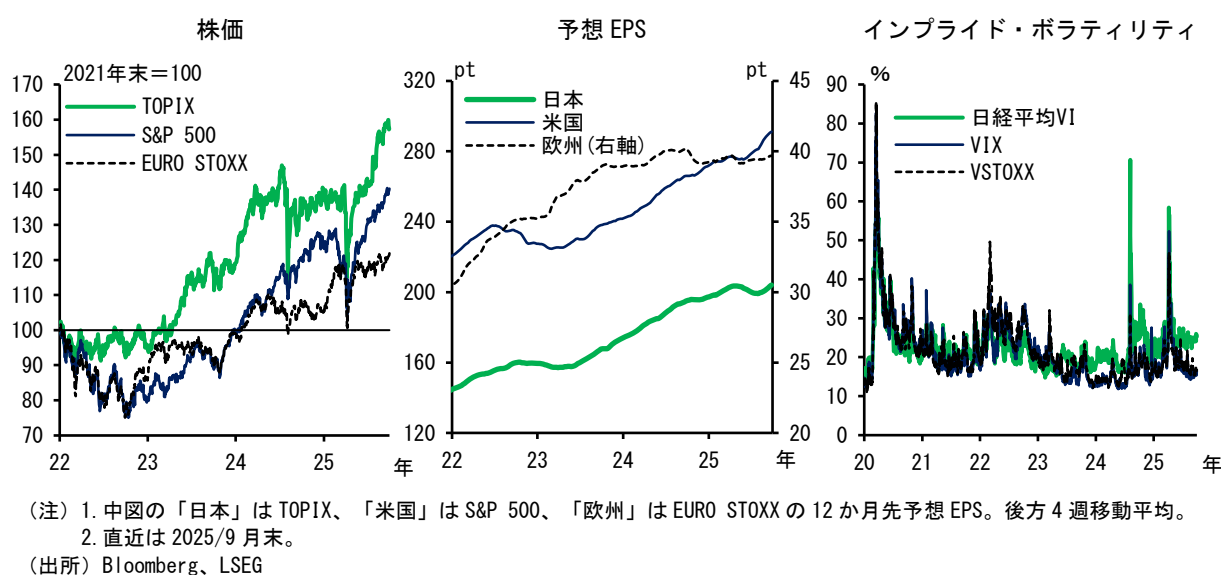
図表Ⅱ-1-1 国債市場



米欧の株式市場

米国の株価は、各国の通商政策を巡る不確実性の高まりを受けて市場センチメントが悪化したことから、4月初に大幅に下落した。もっとも、その後、各国の通商交渉の進展を受けて市場センチメントが改善するもとで上昇に転じ、期間を通じてみれば、大幅に上昇した（図表Ⅱ-1-2）。米国の予想 EPS は、大手ハイテク企業を中心とする堅調な企業決算が好感されるもと、上昇した。米欧株価のインプライド・ボラティリティは、4月初に大幅に上昇したあと、市場センチメントの改善に連れて低下し、節目とされる 20 を下回る水準で推移した。

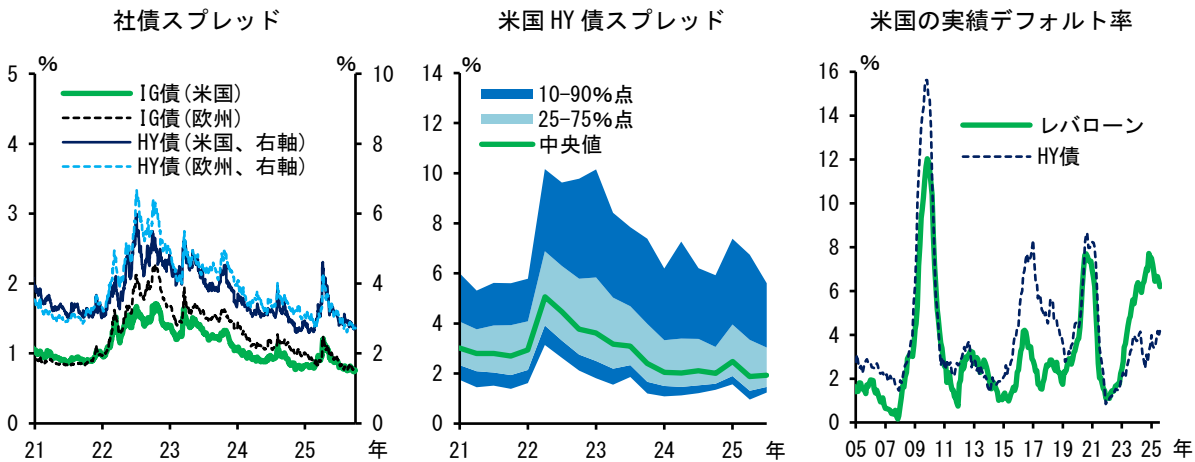
図表Ⅱ-1-2 株式市場



米欧のクレジット市場

米欧のクレジット市場をみると、社債スプレッドは、投資適格債、ハイイールド（HY）債ともに、市場センチメントが悪化した 4 月初に拡大したが、その後、市場センチメントの改善に連れて縮小に転じ、期間を通じてみれば、縮小した（図表Ⅱ-1-3 左図）。米国 HY 債スプレッドの分布をみると、既往の高金利環境の影響から一部銘柄では拡大した状態が続いているものの、全体としては引き続き低水準にある（図表Ⅱ-1-3 中図）。この間、デフォルト率は、HY 債、レバレッジドローン（レバローン）とともに、既往の高金利環境の影響などを受けて上昇したあと、本年入り後は概ね横ばいで推移した（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 2025/9 月末。
 2. 中図は、銘柄別データをもとに算出。直近は 2025/9 月末。
 3. 右図は、過去 12 か月間のデフォルト率。レバローンのデフォルト率は、ディストレスト・エクスチェンジを含む広義のデフォルト率。直近は 2025/8 月。
 (出所) ICE Data Indices, LLC、Moody's

新興国市場と国際商品市場

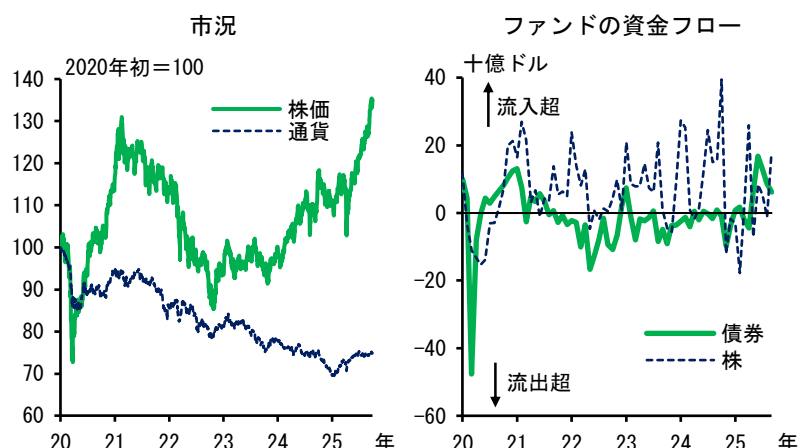
新興国市場をみると、株価は、米国株価に概ね連れるかたちで、期間を通じてみれば大幅に上昇した。新興国通貨は、先行きの米政権の政策運営を巡る不確実性等に伴うドル安の流れのなかで上昇した（図表Ⅱ-1-4）。こうしたなか、新興国ファンドの資金フローをみると、債券、株式ともに、4 月に市場センチメントが慎重化した局面では流出超となったが、その後は均してみれば流入超で推移した。

国際商品市場をみると、原油価格は、各国の通商政策の影響を受けた世界経済の減速懸念が意識されるもと、4 月初に下落した（図表Ⅱ-1-5）。その後、中東情勢を巡る地政学的リスクへの懸念等から上昇する場面もみられたが、米国の軟調な経済指標や産油国による増産を受けて、期間を通じてみれば下落した。

Ⅱ. 金融資本市場から観察されるリスク

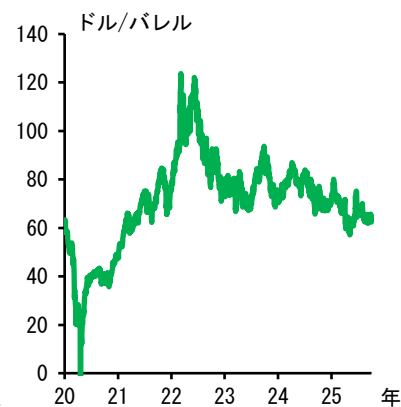
2. 2025 年度上期の国内金融市場

図表Ⅱ-1-4 新興国市場



(注) 1. 左図の「株価」は MSCI EM Local 指数、「通貨」は J.P. Morgan EMCI 指数。
2. 直近は、左図が 2025/9 月末、右図が 2025/9 月。
(出所) Bloomberg、EPFR、Haver Analytics

図表Ⅱ-1-5 原油価格



(注) WTI 先物。直近は 2025/9 月末。
(出所) Bloomberg

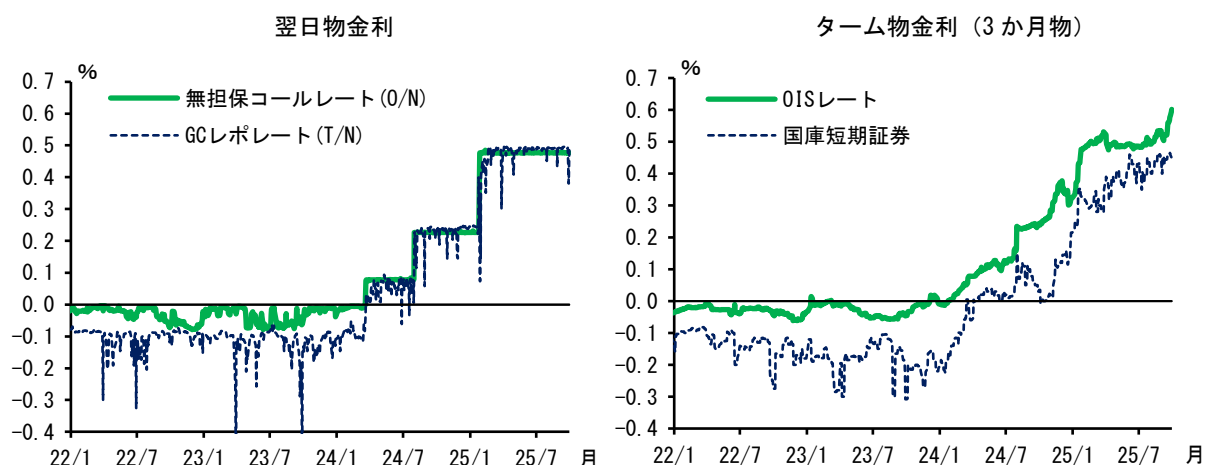
2. 2025 年度上期の国内金融市場

国内金融市場では、株価は、国際金融市場における市場センチメントの慎重化の影響などから 4 月初に大幅に下落したあと、米国株価の回復に連れつつ、日米間の関税交渉の合意を受けて、大幅に上昇した。長期金利は、通商交渉の状況や日本銀行による先行きの金融政策運営に対する見方の変化による振れを伴いつつも、期間を通じてみれば、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、金融市場調節方針に沿って、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、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



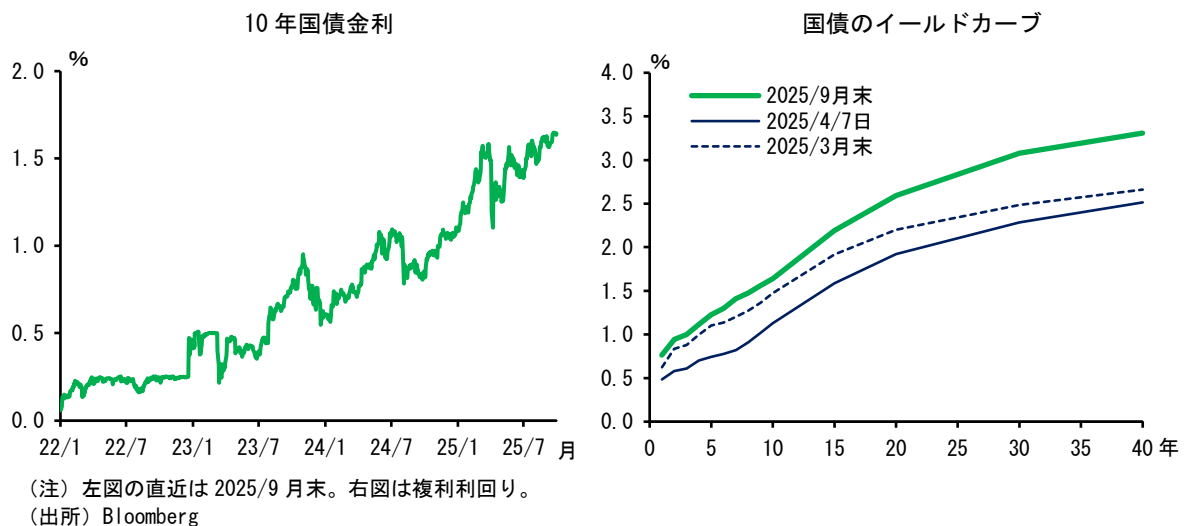
(注) 直近は 2025/9 月末。
(出所) Bloomberg、日本証券業協会、日本相互証券、日本銀行

ターム物金利をみると、OIS レート（3M）は、日本銀行の利上げ期待が進展するもとの、期間を通じてみれば、小幅に上昇した（図表Ⅱ-2-1 右図）。この間、国庫短期証券の利回り（3M）は、国内外の投資家需要による振れを伴いつつ、小幅に上昇した。

国債市場

長期金利は、各国の通商政策を巡る不確実性の高まりを受けて、日本銀行の利上げ期待が後退したことなどから、4 月初に大きく低下したが、その後は、市場センチメントの改善を受けた米欧金利の上昇や、日米間の関税交渉の合意などを受けた利上げ期待の進展を背景に上昇し、期間を通じてみれば、上昇した（図表Ⅱ-2-2）。国債のイールドカーブは、グローバルに財政拡大が意識されるもとの、超長期ゾーンを中心にスティープ化した。この間、長期国債先物のインプライド・ボラティリティは、引き続き高水準で推移した（前掲図表Ⅱ-1-1）。

図表Ⅱ-2-2 国債市場



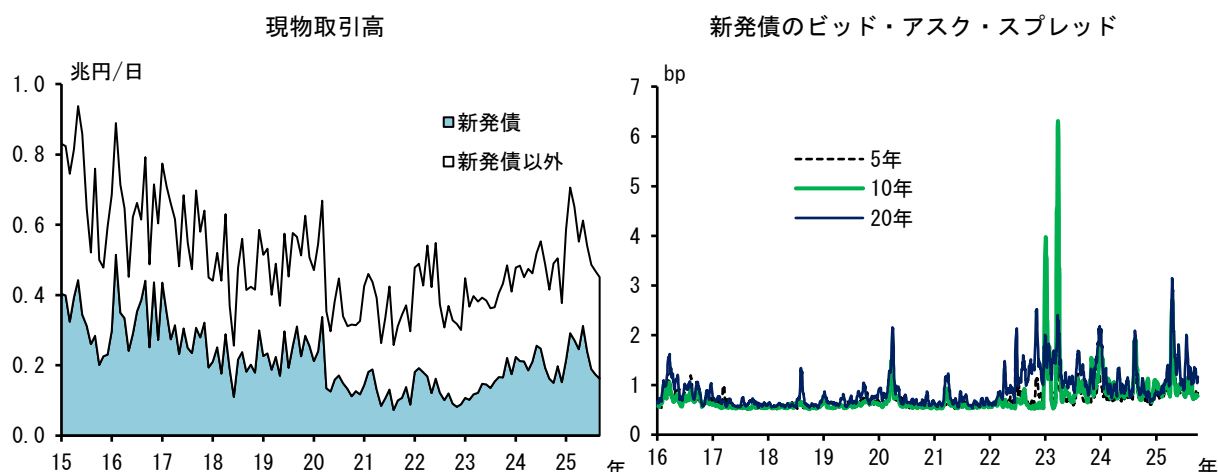
国債市場の流動性・機能度

国債市場の流動性・機能度は、4 月初に大きく低下したあと、改善方向の動きが続いた¹。流動性指標をみると、例えば、新発債のビッド・アスク・スプレッドや長期国債先物の弾力性は、市場参加者のリスク許容度の低下を受けて、4 月初に悪化方向の動きとなったあと、市場センチメントの改善に連れて改善方向の動きに転じた（図表Ⅱ-2-3、図表Ⅱ-2-4）。債券市場サーベイをみても、機能度判断 DI は、5 月調査でマイナス幅を大きく拡大したあと、8 月調査でマイナス幅は縮小しており、流動性指標の動きと整合的である（図表Ⅱ-2-5）。2024 年 8 月以降の日本銀行による長期国債買入れの減額は、新発債を中心とする流動性の改善を通じて、市場機能度の向上につながったと考えられる。

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。

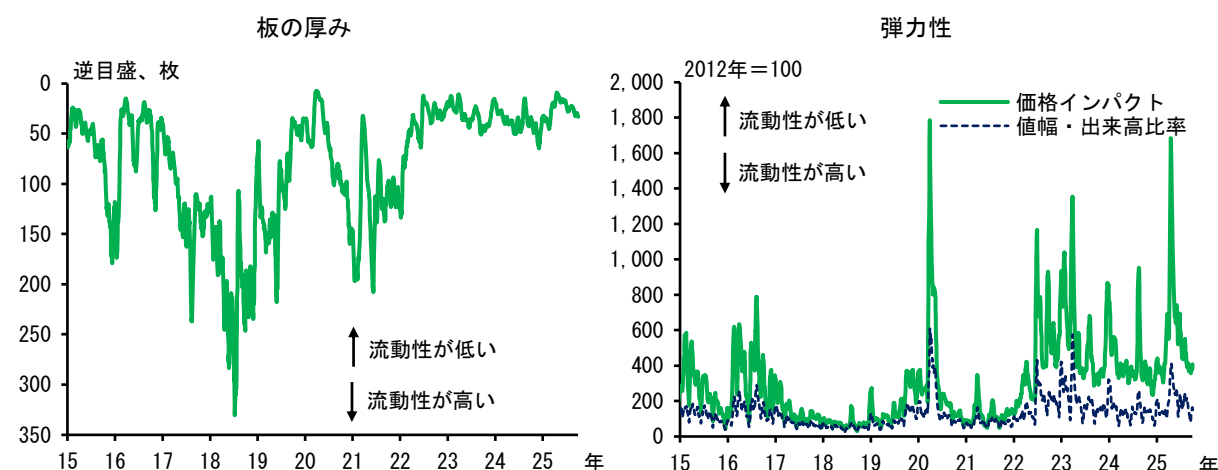
Ⅱ．金融資本市場から観察されるリスク
2．2025 年度上期の国内金融市場

図表Ⅱ-2-3 現物国債市場の流動性指標



（注）1. 左図は、日本相互証券の現物国債のディーラー間取引高（2、5、10、20、30、40 年債）。直近は 2025/9 月。
2. 右図は、ディーラー間取引を対象とし、当該銘柄について、1 秒ごとにビッド・アスク・スプレッドを求めて、平均したもの。スプレッドはビッドとアスクがともに提示されていた場合のみ算出。後方 10 日移動平均。直近は 2025/9 月末。
（出所）QUICK、日本相互証券

図表Ⅱ-2-4 長期国債先物の流動性指標



（注）1. 左図は、長期国債先物の 1 分ごとのベストアスクの枚数（日中の中央値）。後方 10 日移動平均。直近は 2025/9 月末。
2. 右図の「価格インパクト」は、5 分ごとに価格インパクトを求めて、平均したもの。「値幅・出来高比率」は、日中の値幅（最高値と最安値の差）をその日の出来高で除したもの。後方 10 日移動平均。直近は 2025/9 月末。
（出所）QUICK、日本経済新聞社「日経 NEEDS」、大阪取引所

図表Ⅱ-2-5 債券市場サーベイ

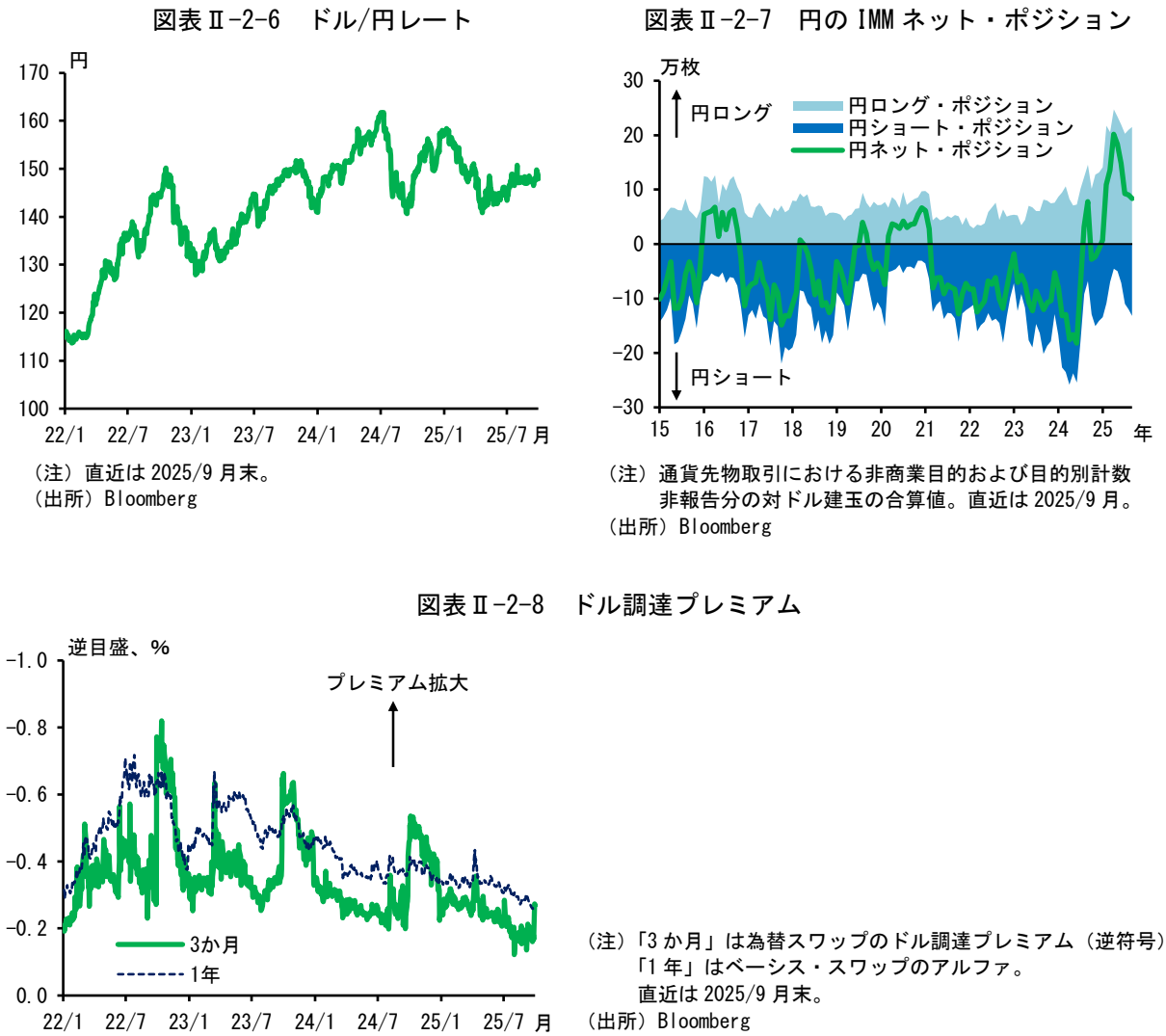


（注）1. DI は、回答金融機関数の構成比をもとに、次式で定義。現状の機能度判断DI＝「高い」－「低い」。
2. 2018/2 月調査以降は、調査対象に大手機関投資家を加えたベース。直近は 2025/8 月調査。
（出所）日本銀行

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。加えて、超長期債のビッド・アスク・スプレッドが夏場に再び拡大する場面がみられたように、流動性の動向が一様とも限らない。国債市場の機能度については、こうした点も踏まえ、引き続き多面的にフォローしていく必要がある。

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、市場センチメントに大きく振らされつつ、期間を通じてみれば、概ね横ばいで推移した（図表Ⅱ-2-6）。こうしたなか、通貨先物市場（IMM）における円のネット・ポジションは、引き続きロング超で推移しているが、今年度入り後はロング超幅が縮小した（図表Ⅱ-2-7）。この間、為替スワップ市場におけるドル調達プレミアムは、総じてみれば低水準で推移した（図表Ⅱ-2-8）²。



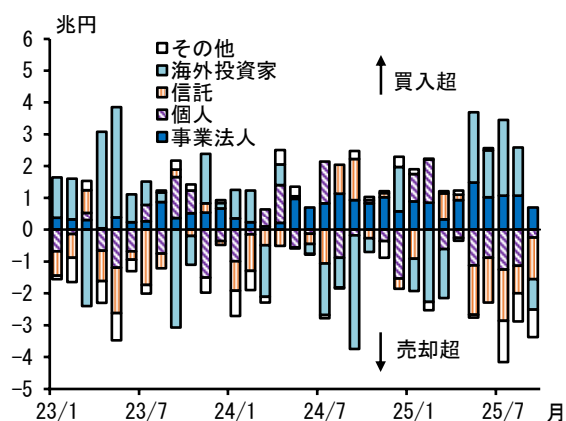
² 9 月末にかけてのドル調達プレミアム（3 か月）の拡大は、年末越えを意識した動きを反映したものである。

Ⅱ．金融資本市場から観察されるリスク

2．2025 年度上期の国内金融市場

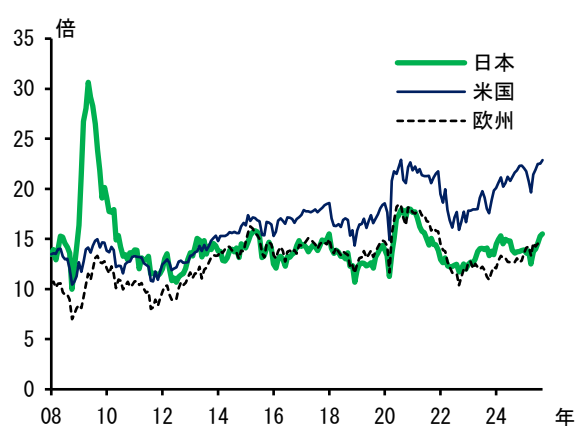
株価は、4 月初に、市場センチメントが悪化するもと、2024 年 8 月並みの水準まで大幅に下落した（前掲図表Ⅱ-1-2）。もっとも、その後は、米国株価の上昇に連れたほか、7 月下旬の日米間の関税交渉の合意が好感されたことで大幅に上昇し、日経平均、TOPIX は史上最高値を更新した。主体別にみると、引き続き自社株買いに取り組んだ事業法人や、市場センチメントの改善や本邦株の相対的な割安感を意識した海外投資家等を中心に買い越しとなった（図表Ⅱ-2-9）。この間、PER は、引き続き概ね過去平均並みの水準で推移した（図表Ⅱ-2-10）。

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 2025/9 月。
（出所）大阪取引所、東京証券取引所

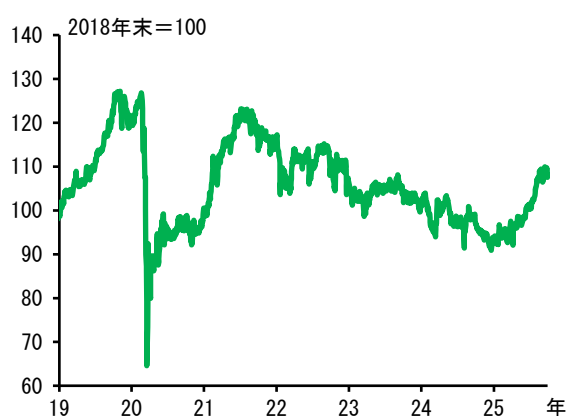
図表Ⅱ-2-10 PER



（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 2025/9 月末。
（出所）LSEG

不動産投資信託（J-REIT）の価格は、オフィス市況の改善が続くなか、ポートフォリオの採算向上を企図した物件の入れ替えや、割安感を意識した買いがみられたことなども相俟って、上昇した（図表Ⅱ-2-11）。

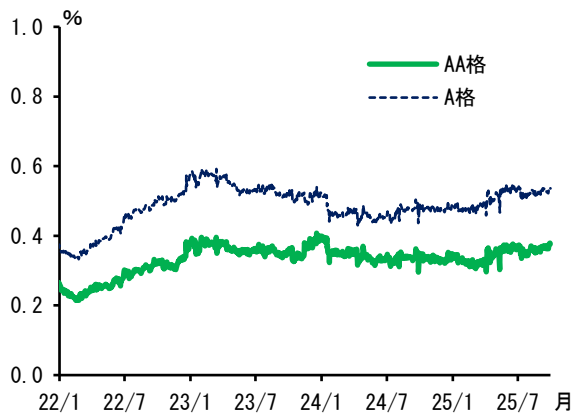
図表Ⅱ-2-11 東証 REIT 指数



（注）直近は 2025/9 月末。
（出所）Bloomberg

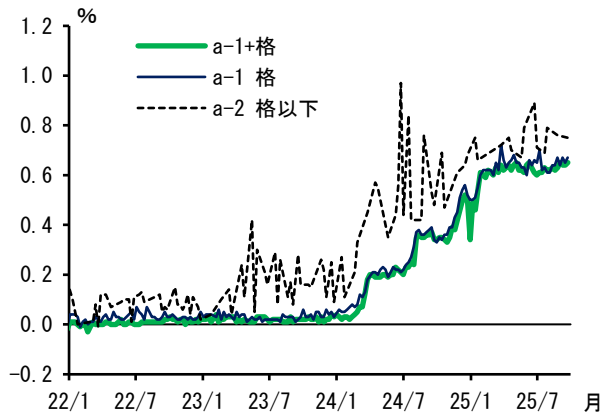
社債スプレッドは、米欧で拡大する場面がみられるなかでも、概ね横ばいの推移となった（図表Ⅱ-2-12）。この間、CP 発行レートも、概ね横ばいで推移した（図表Ⅱ-2-13）。

図表Ⅱ-2-12 社債スプレッド



(注) 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2025/9月末。
(出所) Bloomberg、QUICK、日本証券業協会

図表Ⅱ-2-13 CP発行レート



(注) 事業法人による発行期間3か月のCPの発行レート。直近は2025/9月末。
(出所) 証券保管振替機構

3. 金融市場を巡るリスク

金融市場を巡る不確実性は引き続き高い。すなわち、各国の通商政策等における今後の展開や、その影響を受けた内外経済・物価動向を巡る不確実性が意識されている。また、地政学的リスクや、海外の大手ハイテク株の動向、各国の財政政策の動向にも、市場参加者の注目が集まっている。

株式市場では、各国の通商政策を巡る不確実性が引き続き高いもとで、世界経済の減速懸念から市場センチメントが再び悪化するリスクや、米国におけるインフレの再加速によって金利が高止まりするリスクが意識されている。加えて、このところ株価上昇のペースが速い海外の大手ハイテク株の調整リスクも警戒されている。債券市場では、各国の先行きの金融政策運営に加え、財政政策の動向が注目されている。クレジット市場では、米欧において既往の高金利環境の影響が続くもとで、先行き景気が減速した場合に、低格付け先やレバレッジ比率の高い先の企業財務が悪化するリスクが引き続き意識されている。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などを通じて経済に下押し圧力をもたらす可能性が引き続き意識されるなか、財政・金融面の脆弱性を抱える国からの資本流出リスクが懸念されている。国際商品市場では、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を通じて、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。

Ⅲ．金融仲介活動

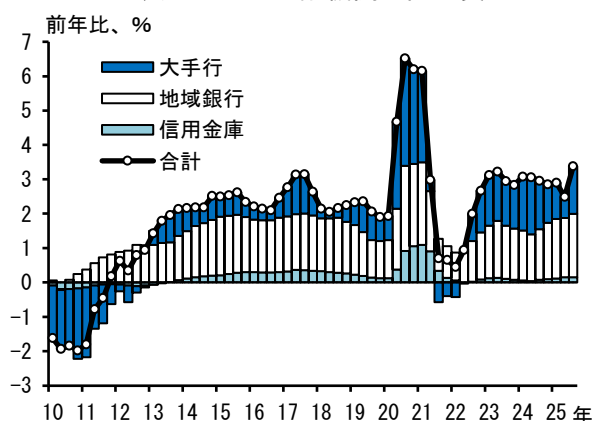
- わが国の金融仲介活動は円滑に行われている。国内では、貸出金利が上昇するもとでも、企業の資金需要は、経済の回復や企業買収の動き等を背景に引き続き増加方向にあり、金融機関の融資姿勢も積極的である。大手行の海外貸出は、海外経済の先行きを巡る不確実性が意識されるなか、選別的に行われている。この間、有価証券投資は、国内では金利上昇リスクが意識されるなか、慎重な運用が行われている。
- わが国のノンバンク金融仲介機関（NBFI）の運用資産は増加傾向が続いている。家計からの資金流入を背景に、投資ファンドの運用資産は拡大傾向が続いているほか、ディーラー・ブローカーによる両建ての短期レポ取引は拡大した状態が続いている。生命保険会社は、新たな規制対応に目途が付くなか、超長期債を積み増す動きを一服させている。

1．銀行部門の金融仲介活動

（1）貸出

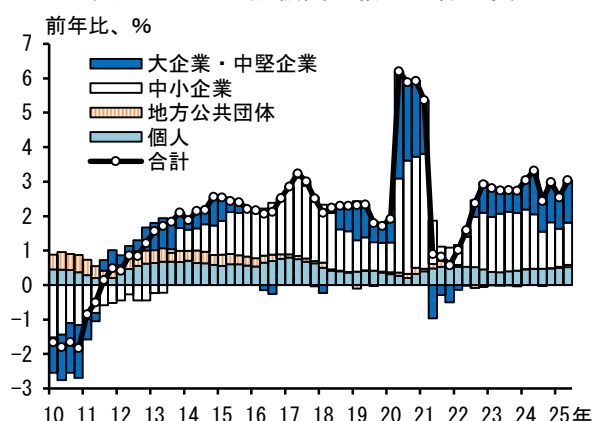
民間金融機関の国内貸出残高は、前年比+3%台半ばの伸びとなっている（図表Ⅲ-1-1）。企業買収に伴う資金需要や不動産関連の資金需要のほか、経済活動の回復に伴う運転資金需要が増加している。地域金融機関では、実質無利子・無担保融資（いわゆるゼロゼロ融資）の返済による残高の減少圧力が減衰している。借入主体別にみると、企業向けは、大企業・中堅企業、中小企業とも、貸出増加が続いている（図表Ⅲ-1-2）。

図表Ⅲ-1-1 金融機関の国内貸出



（注）平残前年比。直近は2025/7～8月。
（出所）日本銀行

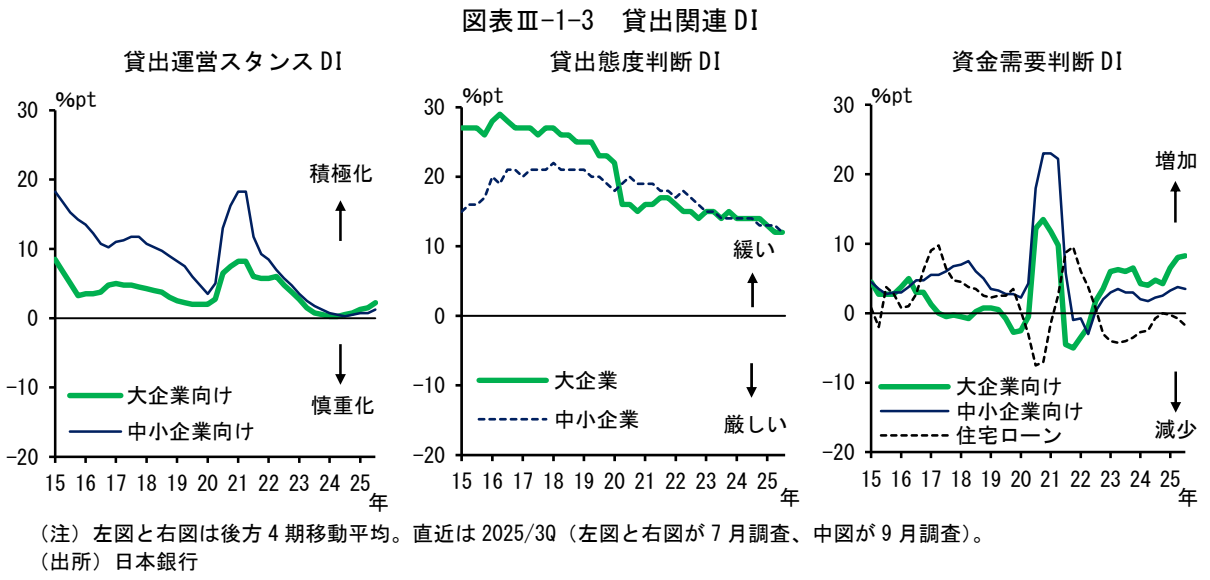
図表Ⅲ-1-2 金融機関の借入主体別貸出



（注）末残前年比。銀行・保険業を除く。直近は2025/2Q。
（出所）日本銀行

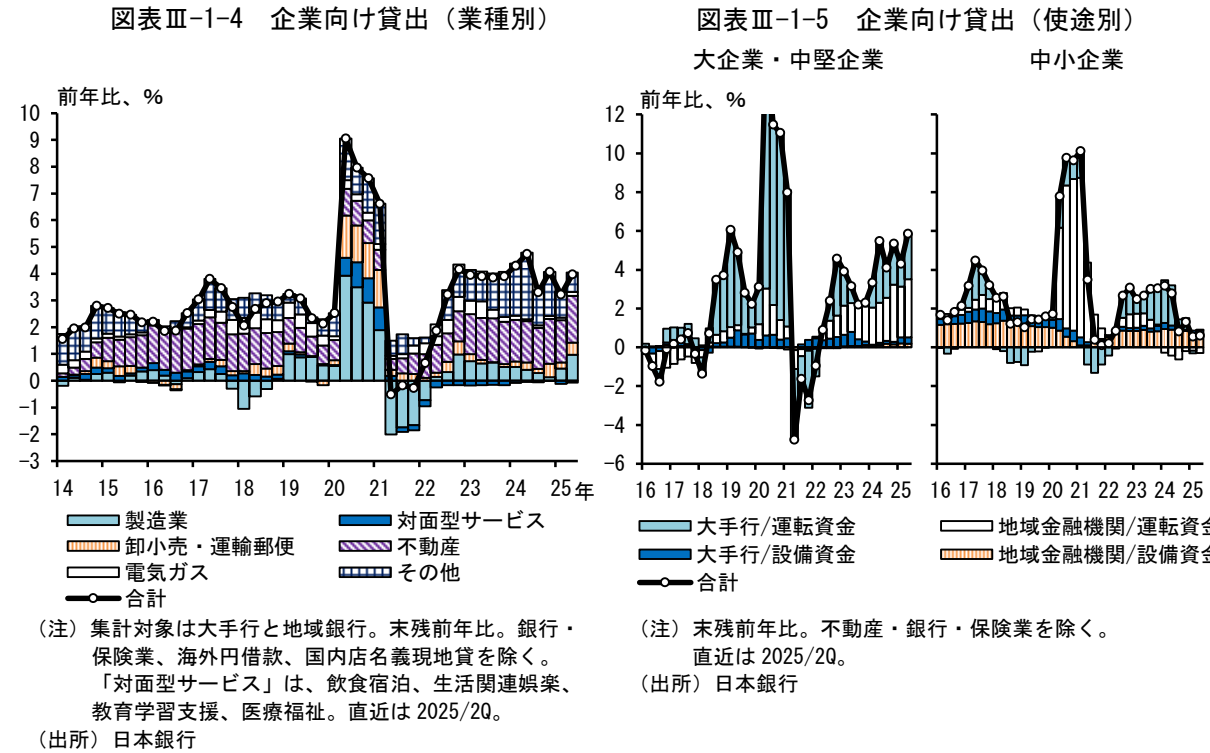
金融機関の融資姿勢は引き続き積極的である。大手行・地域銀行とも貸出運営スタンスを慎重化させる先はない（図表Ⅲ-1-3 左図）。金融機関の貸出態度は、大企業からみても中小企

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）。これまでのところ、各国の通商政策を巡る不確実性による影響は、企業の資金需要面に表れていない。



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、製造業や、（図中の「その他」に含まれる）物品貸貸業、情報通信業など、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、LBO ファイナンスも含め、企業買収等のコーポレートアクションに伴う資金需要が旺盛である。



Ⅲ．金融仲介活動

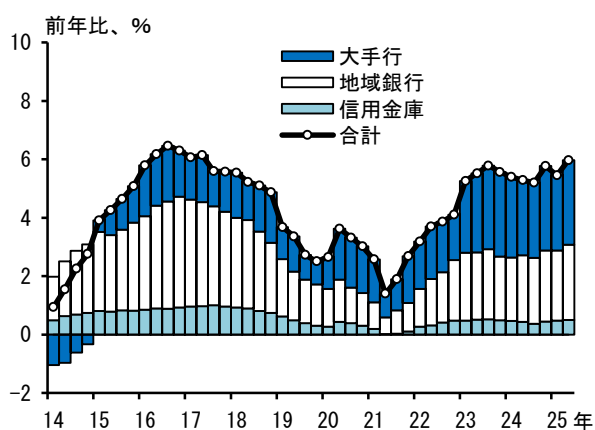
1．銀行部門の金融仲介活動

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増加に寄与している。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化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、各業態とも、高めの伸びが続いている（図表Ⅲ-1-6）。大手行では、貸出利鞘が相対的に厚い不動産ファンド向け（図中の「SPC」）や REIT を含む中小企業等向けを中心に、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。

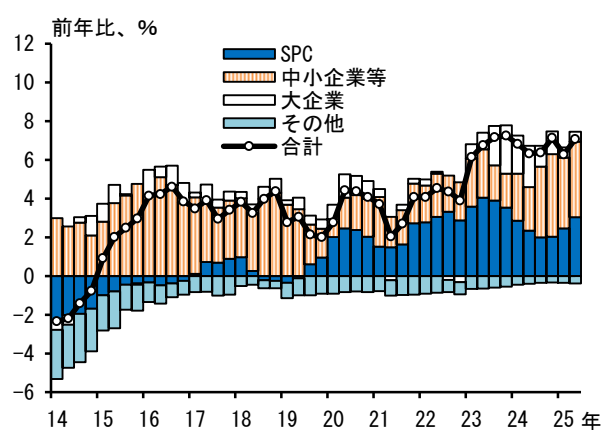
図表Ⅲ-1-6 金融機関の不動産業向け貸出



（注）末残前年比。直近は 2025/2Q。

（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 2025/2Q。

（出所）日本銀行

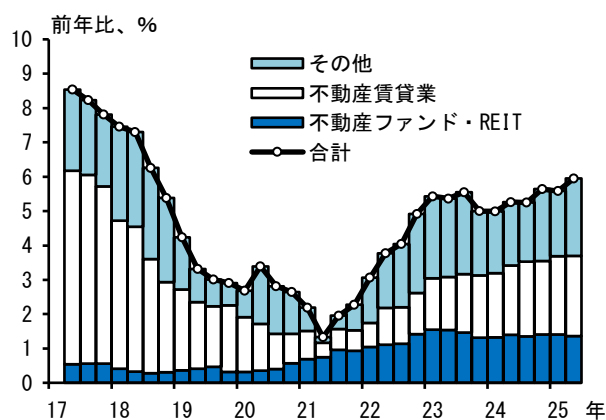
地域銀行では、オフィスビルや物流施設など賃貸物件の新設に伴う資金需要を受けて、不動産ファンド向けや非居住用賃貸向け（図中の「その他」に含まれる）が高めの伸びが続いている（図表Ⅲ-1-8）³。また、信用金庫を含め、地域金融機関では、住宅価格の上昇に伴う賃貸需要の拡大に伴って、居住用賃貸業向けが増加している。地域金融機関は、案件の選別姿勢を強めながらもこれらの資金需要に応需している。

個人向け貸出の大部分を占める住宅ローンは、前年比+3%台前半の伸びとなっている（図表Ⅲ-1-9）。資金需要面では、引き続き、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とが、残高増加に寄与している。資金供給面では、残高増加を牽引してきたインターネット専門銀行（図中の「その他行」に含まれる）の伸びは鈍化している一方、地域銀行

³ 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。

ではこれまでと同程度の伸びが続いている。この間、大手行では伸びが幾分高まっている。

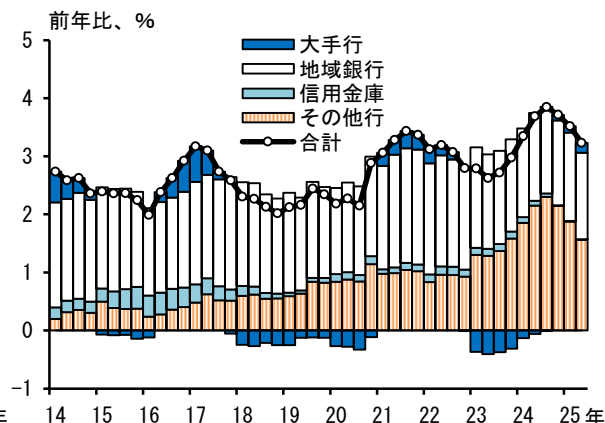
図表Ⅲ-1-8 地域銀行の不動産業向け貸出



(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 84 行）。「不動産賃貸業」は居住用。末残前年比。直近は 2025/2Q。

(出所) 日本銀行

図表Ⅲ-1-9 金融機関の住宅ローン



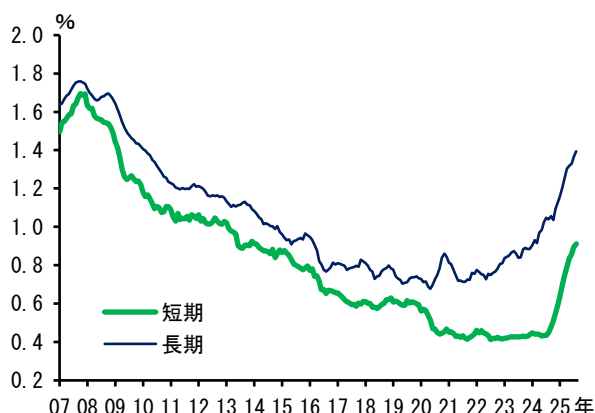
(注) 末残前年比。「その他行」は、大手行・地域銀行を除く国内銀行。直近は 2025/2Q。

(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、いずれの業態でも上昇しているが、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（図表Ⅲ-1-11、図表Ⅲ-1-12）。この間、住宅ローン金利をみると、新規実行の大半を占める変動金利は、4 月に各行の短期プライムレートなどの基準金利に連動して上昇したあと、横ばい圏内の動きとなっている。また、固定金利は、長期金利の動向などを映じて、振れを伴いつつも上昇している（図表Ⅲ-1-13）。

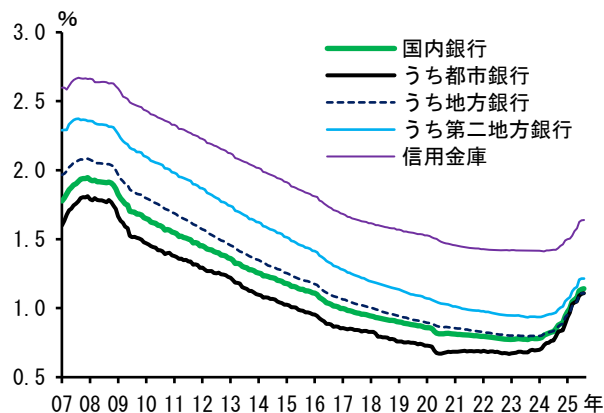
図表Ⅲ-1-10 国内銀行の新規貸出約定平均金利



(注) 後方 6 か月移動平均。直近は 2025/8 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



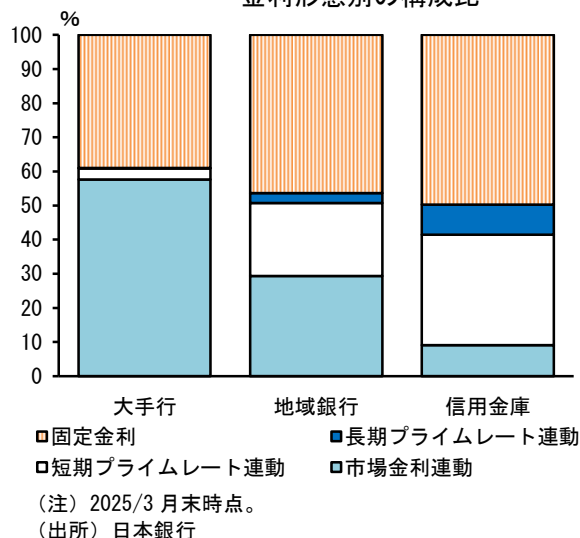
(注) 直近は 2025/8 月。

(出所) 日本銀行

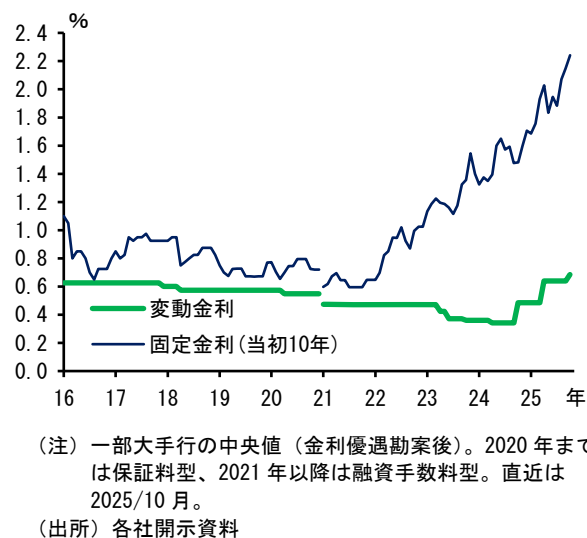
Ⅲ. 金融仲介活動

1. 銀行部門の金融仲介活動

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

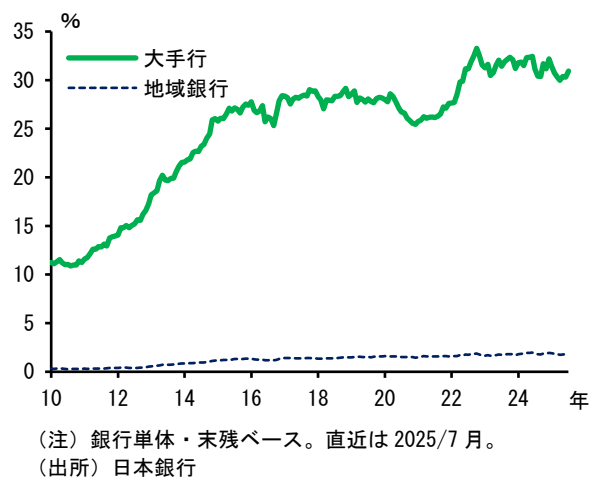


海外貸出の動向

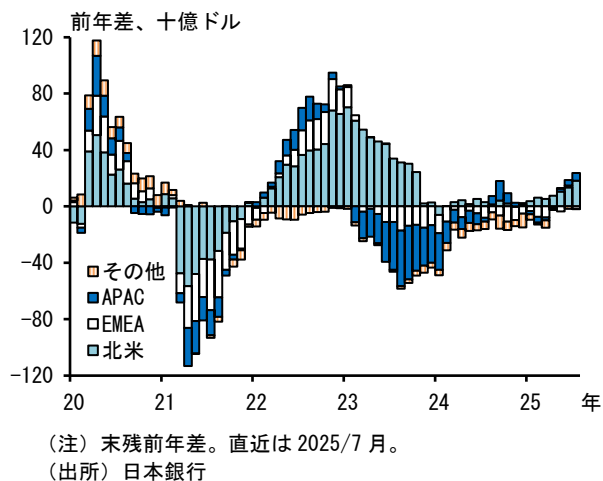
大手行の貸出ポートフォリオは、海外貸出比率が 30%超と、海外金融経済動向の影響を受けやすい状態にある（図表Ⅲ-1-14）。そうしたもとで、大手行は、海外貸出を選別を行っている（図表Ⅲ-1-15）。

資金需要面では、グローバルな利下げ局面が継続するなかで、緩やかに回復している。資金供給面では、低採算案件の削減および高採算案件の選別の取り組みを継続しており、貸出の伸びは緩やかにとどまっている。

図表Ⅲ-1-14 海外貸出比率

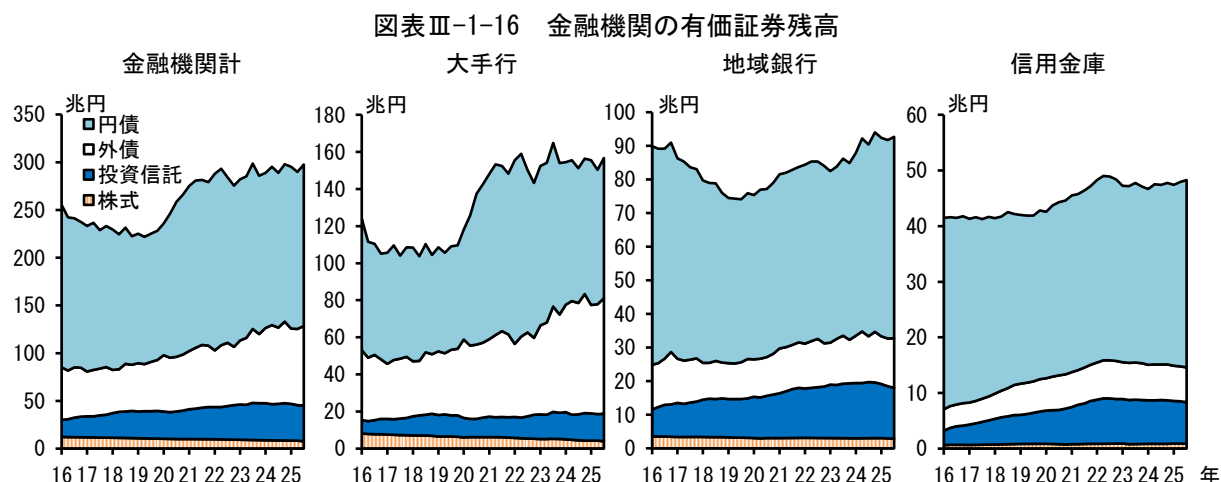


図表Ⅲ-1-15 3メガ行の地域別海外貸出



(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もみられているものの、各国の通商政策を巡る不確実性等から、ひと頃に比べて慎重な運用姿勢となっている。



(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。直近は2025/8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、各国の通商政策等を巡る不確実性が意識されるもとで、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。本年4月に国際金融市場でボラティリティが急速に高まった局面では、海外金利のリスク削減の動きが優勢となった。その後は、ボラティリティが低下するもとで、金利の変動を捉えた機動的売買や、先行きの金利低下を見込んだ残高の積み増しといった、キャピタルゲインを目的とする投資もみられている。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。

地域金融機関でも、金利上昇リスクが意識されるなか、地域銀行を中心に、円債の積み増しには、慎重になっている。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ほか、利回りの低い債券を売却する動きもみられている。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。

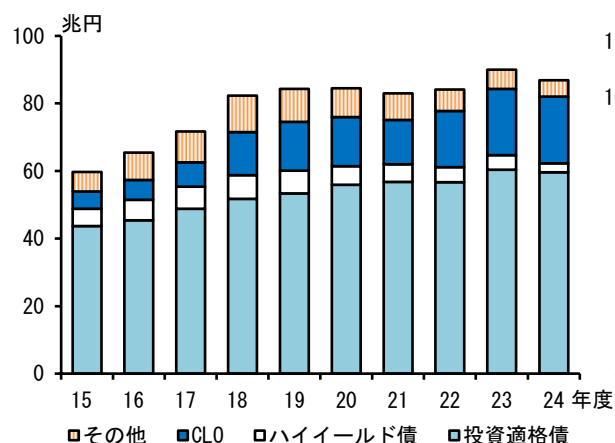
海外クレジット投資についてもリスク抑制的である。市場性信用リスクを抑制する観点か

Ⅲ. 金融仲介活動

2. ノンバンク部門の金融仲介活動

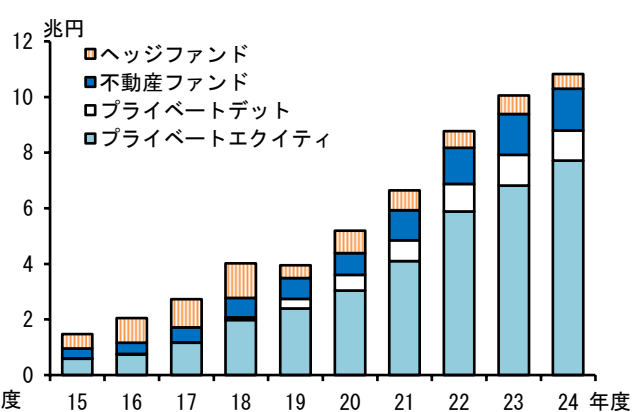
ら、ハイイールド債のポジションが削減されているほか、逆鞘リスクを抑制する観点で選好されてきた CLO の残高も横ばい圏内となっている（図表Ⅲ-1-17）。この間、リスク分散の観点から、大手行等は、プライベートエクイティなどのオルタナティブ投資を増加させている（図表Ⅲ-1-18）。

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。
（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

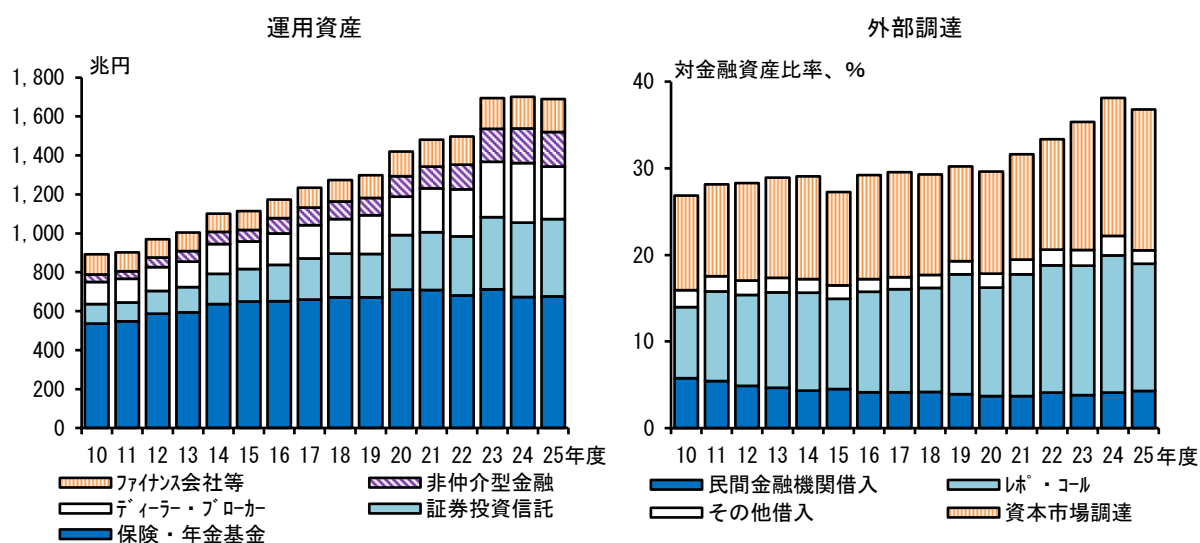


（注）1. 集計対象は、大手行のほか、ゆうちょ銀行や一部の系統上部金融機関を含む。
2. 「不動産ファンド」は上場 REIT を含まない。
3. 「プライベートデット」はダイレクトレンディングファンドの値。
（出所）日本銀行

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割程度にとどまっているが、投資ファンドを中心に運用資産の増加傾向が続いている（図表Ⅲ-2-1）。

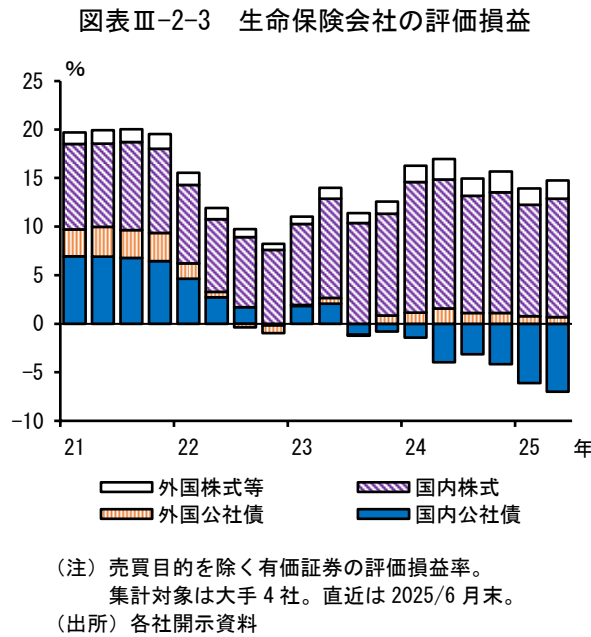
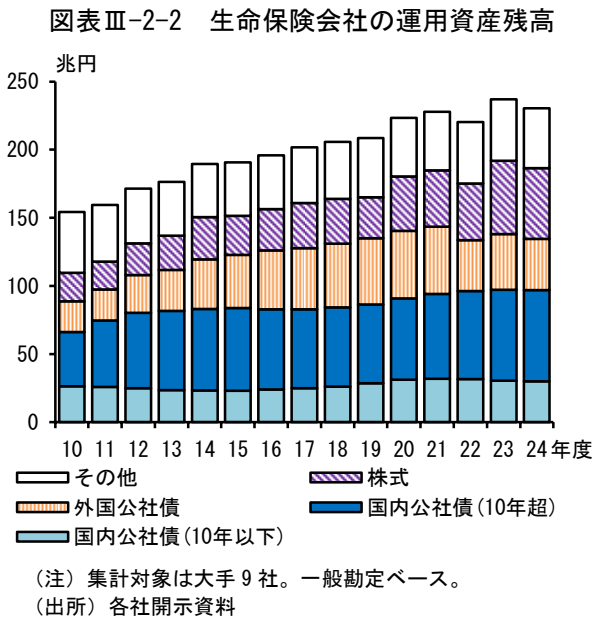
図表Ⅲ-2-1 国内ノンバンク部門のバランスシート



（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2025/6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、2026 年 3 月末から適用開始予定となっている経済価値ベースのソルベンシー規制への対応として資産・負債のデュレーション・ギャップの解消に目途が付くなか、超長期債を積み増す動きは一服している（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。



有価証券の評価損益については、本年 6 月末時点で、全体では、大幅な益超を維持している（図表Ⅲ-2-3）。超長期ゾーンを中心に国内金利の上昇が続くもとで、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⁴。また、保有外債については、円建てベースでみれば、評価益を確保している。なお、生命保険会社の外債ポジションは、為替ヘッジ付き外債が削減されているなかで、オープン外債については、引き続き積み増しに慎重なスタンスを示す先がみられており、残高は横ばい圏内で推移している（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）⁵。企業年金は、責

⁴ なお、日本の会計制度では、保険会社が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を、責任準備対応債券として区分し、時価評価の適用対象外とすることが認められている。

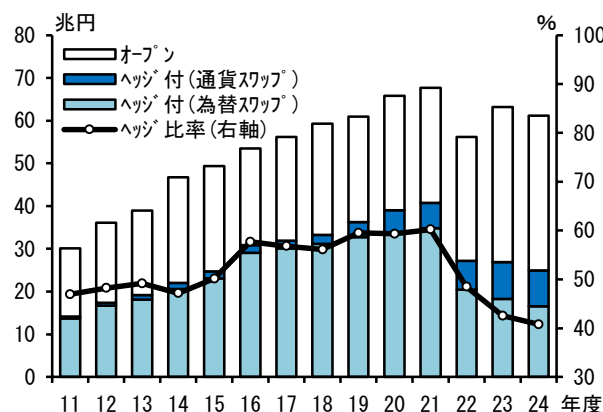
⁵ わが国の年金基金では、債務主導投資（LDI）のようなレバレッジを活用した投資戦略ではなく、政策的資産構成割合や基本ポートフォリオに沿った投資戦略が主流となっている。詳しくは次の文献を参照。伊藤雄一郎・河西桂靖・轟木亮太郎・豊田融世・堀江里佳子、「企業年金の運用戦略からみた金融安定への含意——英国債市場の混

Ⅲ. 金融仲介活動

2. ノンバンク部門の金融仲介活動

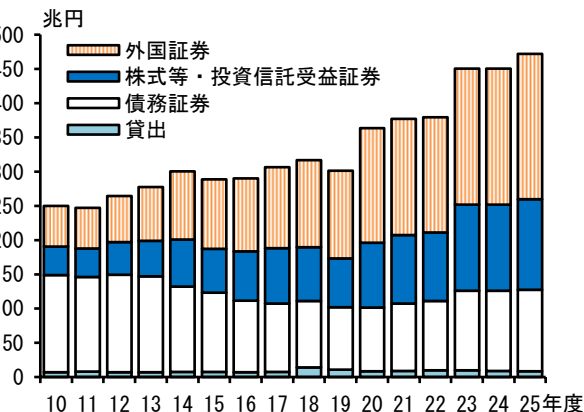
任準備金以上の純資産を確保している先が多いこともあり、レバレッジに頼らない慎重な運用を継続している。

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。
(出所) 各社開示資料

図表Ⅲ-2-5 年金基金の運用資産残高

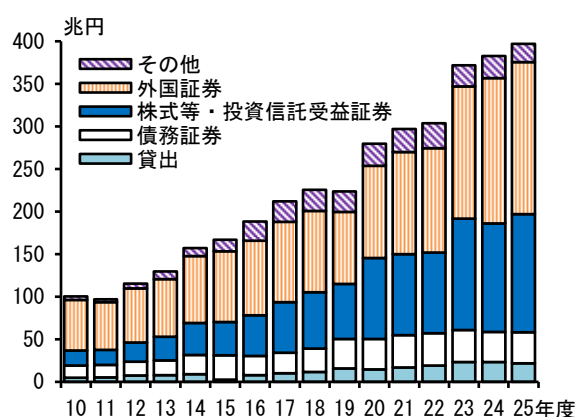


(注) 集計対象は年金基金と公的年金。
直近は2025/6月末。
(出所) 日本銀行

投資ファンド

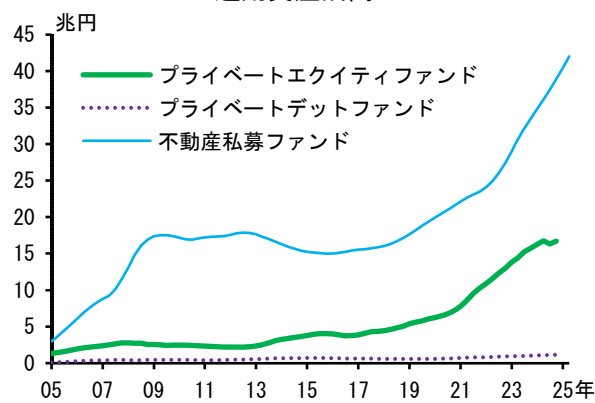
投資信託は、家計からの資金流入がみられるなか、外国証券等を中心に運用資産は拡大傾向が続いている（図表Ⅲ-2-6）。昨年からは始まった新しいNISA制度のもと、対象商品への資金流入が続いている。また、レバレッジを活用するプライベートエクイティファンドや不動産ファンドの運用資産が拡大している（図表Ⅲ-2-7）。

図表Ⅲ-2-6 投資信託の運用資産残高



(注) 直近は2025/6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

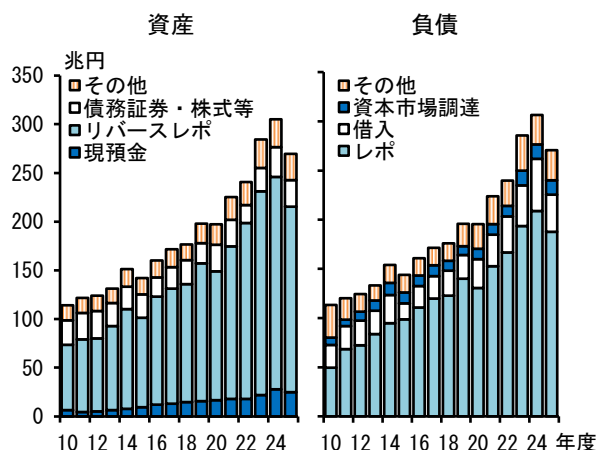


(注) 「プライベートエクイティファンド」と「プライベートデットファンド」はPreqin社調査（AUMベース）。
後方4期移動平均。直近は、「不動産私募ファンド」が2025/6月末、その他が2024/12月末。
(出所) Preqin、三井住友トラスト基礎研究所

ディーラー・ブローカー

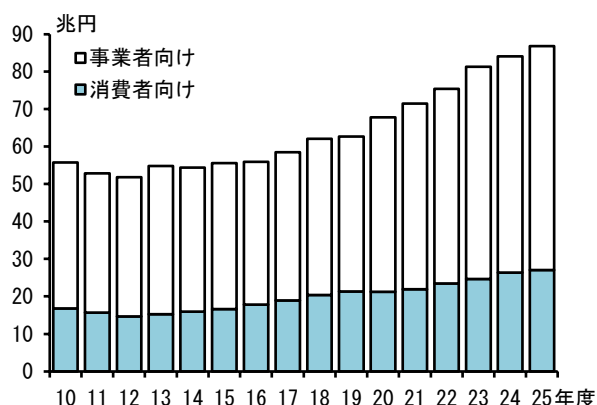
ディーラー・ブローカーのポジションの増加傾向には一服感がみられているものの、引き続き、両建ての短期レポ取引が活発な状態が続いている（図表Ⅲ-2-8）。証券会社では、金利変動の高まりに伴って活発な債券取引が続いているもとで、在庫ファンディングのためのレポ取引で資金を調達し、ショートポジションの債券についてはレポ取引にて債券を調達している⁶。また、外証を中心に、4月以降の市場変動のもとでポジションが抑制される動きもみられたが、海外投資家による円債投資のためのレポ取引や、本部の国債担保需要に応じるためのレポ取引が活発な状態が続いている。これらの取引により、ディーラー・ブローカーのバランスシートは拡大した状態が続いているものの、資産・負債の期間ミスマッチの少ない両建て取引が中心である。

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 2025/6 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 2025/6 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。

⁶ 証券会社によるレポ取引の動向については、次の文献を参照。浅松啓樹・浅田司、「本邦レポ市場のトレンドと近年の特徴点—サーベイの長期時系列と FSB レポ統計の個票データ等を用いた整理—」、日銀レビューシリーズ、2025-J-7、2025 年 8 月。

IV. 金融機関が直面するリスク

1. 信用リスク

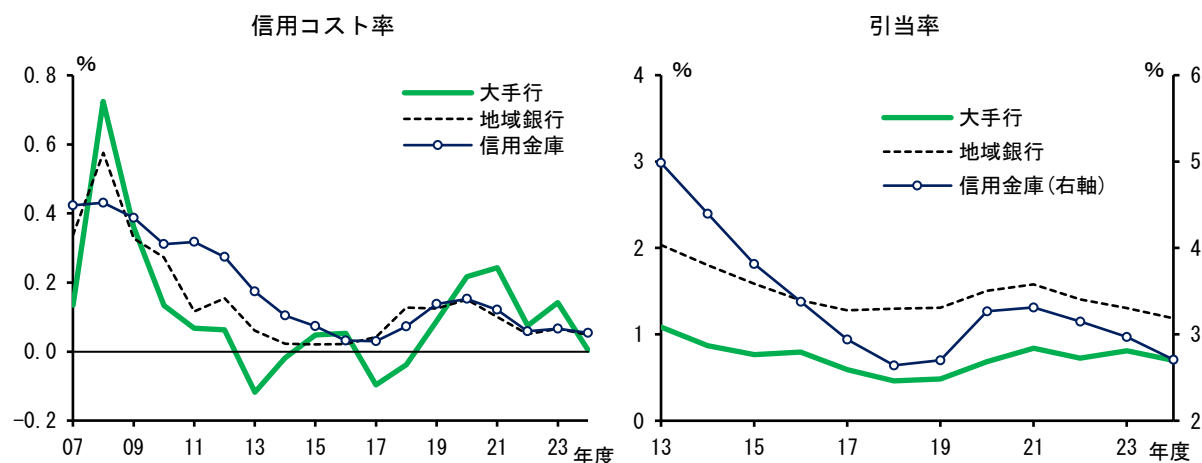
IV. 金融機関が直面するリスク

- 金融機関の貸出債権の質は、国内・海外とも維持されており、各国の通商政策等を巡る不確実性が高い状況が続くもとでも、これまでのところ、信用コストは抑制されている。国内では、企業収益が全体として改善傾向にあるもとで、倒産は、振れを伴いつつも、横ばい圏内で推移している。海外では引き続き、選別的な貸出運営が行われており、ポートフォリオの質は維持されている。
- 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、大手行では概ね横ばい、地域金融機関ではやや低下傾向にある。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

2024 年度実績をみると、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）。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。

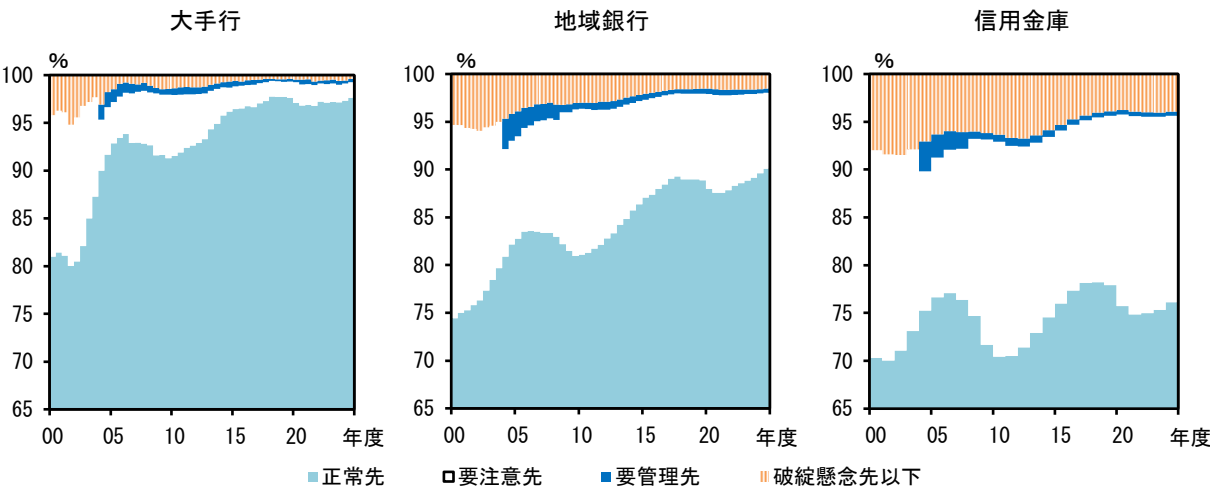
図表IV-1-1 業態別にみた信用コスト率・引当率



(注) 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。直近は 2024 年度。

(出所) 日本銀行

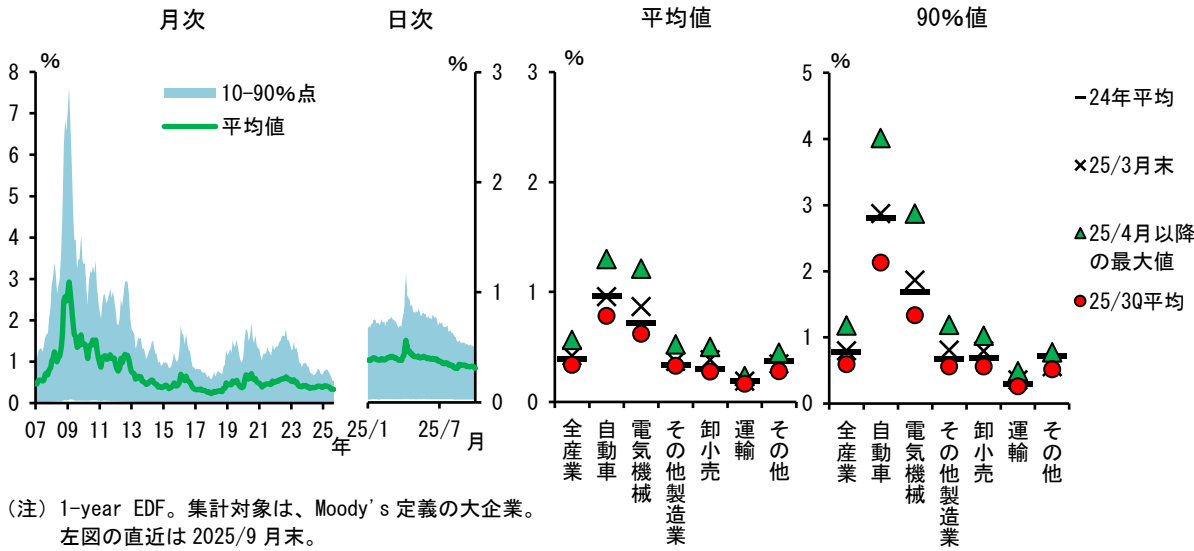
図表Ⅳ-1-2 与信先の債務者区分別構成



(注) 「要注意先」は、2004 年度以降はその他要注意先（要管理先を含まない）。直近は 2024 年度。
(出所) 日本銀行

本年 4 月以降、各国の通商政策等を巡る不確実性が高い状況が続くもとでも、これまでのところ倒産やデフォルトの動向に大きな変化はみられておらず、信用コストは抑制されているとみられる。株価を含む市場変数などから作成される予想デフォルト確率（EDF）の推移から、市場で織り込まれる各国通商政策の変更等のわが国大企業への影響をみても、4 月の相互関税公表後に自動車や電気機械を中心に一時的に高まったものの、その後の関税率の合意等を経て、概ね 2024 年平均並みの水準まで戻っている（図表Ⅳ-1-3）。

図表Ⅳ-1-3 大企業の予想デフォルト確率



(注) 1-year EDF。集計対象は、Moody's 定義の大企業。
左図の直近は 2025/9 月末。
(出所) Moody's

もっとも、先行きは、各国通商政策の変更等の影響が徐々に顕在化するとみられるもとで、貸出債権の質に変化が生じないか引き続き丁寧なモニタリングが必要である。以下では、足もとの倒産動向を整理したうえで、先行きのリスクについて、企業の財務状況の観点から点検する。

IV. 金融機関が直面するリスク

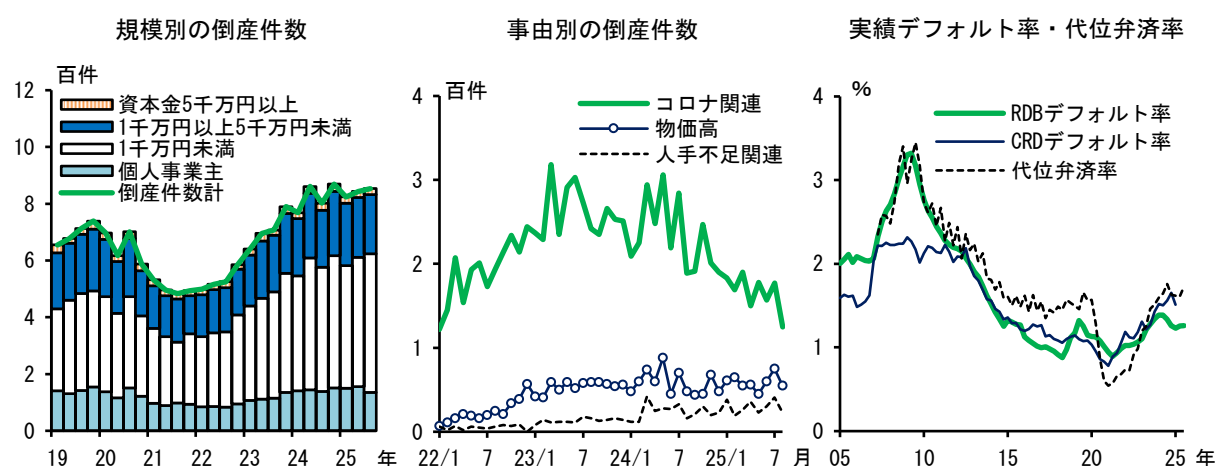
1. 信用リスク

(1) 国内の信用リスク

企業の倒産・デフォルトの動向

企業倒産は、振れを伴いつつも、横ばい圏内で推移している（図表Ⅳ-1-4）。デフォルト率の指標をみても、感染症拡大後の上昇傾向に一服感がみられる。企業収益をみると、大企業・製造業の売上高営業利益率は、2025 年第 2 四半期は為替円高や関税引き上げなどの影響から低下しているものの高めの水準を維持しており、全体としても改善傾向にある（図表Ⅳ-1-5 左図）。こうしたもとで、中小企業において「営業赤字かつ債務超過」や「営業赤字」など財務内容が脆弱な企業の割合が低下していることが、倒産やデフォルトの増勢一服に寄与しているとみられる（図表Ⅳ-1-5 中図）。もっとも、中小企業の売上高営業利益率の分布は、感染症拡大期に拡大したあと、現在も感染症拡大前の状態には戻っておらず、利益の回復ペースが全体と比べて緩やかな企業は相応に存在する（図表Ⅳ-1-5 右図）。これらの企業を中心に、原材料価格の上昇、人手不足や人件費上昇が追加的な負担となっている可能性がある⁷。また、感染症拡大期に実施された企業金融支援策のもとで抑制されていた倒産やデフォルトが、財務面が脆弱な先を中心に引き続きラグを持って発生している可能性もある。

図表Ⅳ-1-4 企業の倒産・デフォルト動向



(注) 1. 左図の直近 2025/3Q は 7～8 月平均。

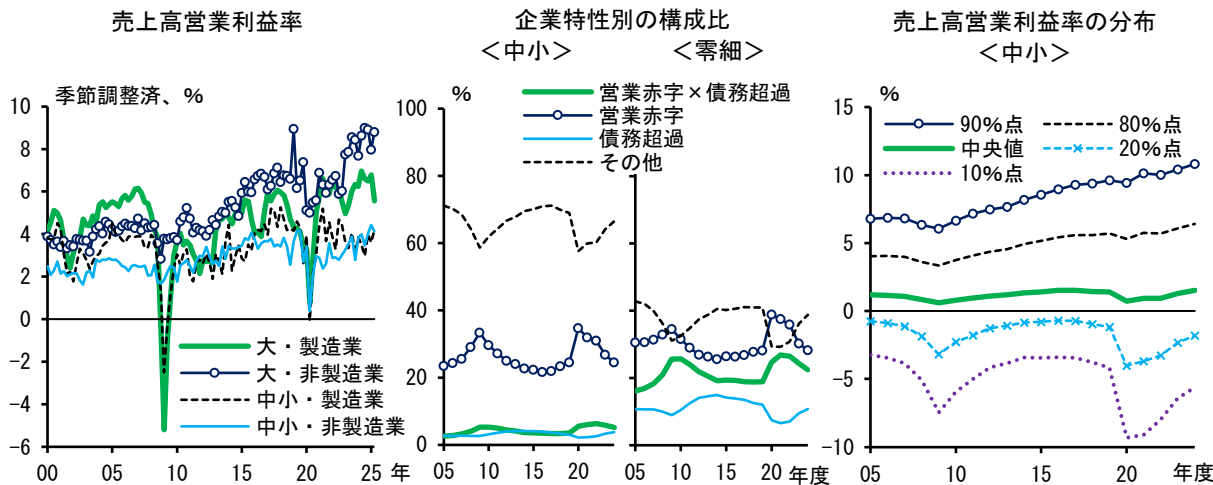
2. 中図の直近は 2025/8 月。倒産事由は重複可。

3. 右図は、RDB デフォルト率の直近 2025/3Q が 7 月、CRD デフォルト率の直近が 2025/1Q、代位弁済率の直近 2025/3Q が 7～8 月。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（集計対象は資本金 1 億円以下の企業）。代位弁済率は日本銀行スタッフ算出（年率換算値）。

(出所) CRD 協会、全国信用保証協会連合会、帝国データバンク、東京商工リサーチ、日本リスク・データ・バンク

⁷ 前回レポートで指摘したように、営業赤字・債務超過の企業の割合を業種ごとにみると飲食・宿泊で高くなっているなど、企業の財務面の健全性にばらつきがある点に注意が必要である。

図表Ⅳ-1-5 企業収益



(注) 1. 左図は法人企業統計ベース。直近は 2025/2Q。
2. 中図と右図は CRD ベース。集計対象は資本金 1 億円以下の企業（中小は売上高 1 億円以上、零細はその他）。
直近は 2024 年度。
(出所) CRD 協会、財務省

各国通商政策の変更等の企業財務への影響

まず、各国の通商政策の変更が大企業の財務状況に及ぼす影響を点検する。大企業が公表している営業利益見通し（計画）をみると、非製造業については増益であるものの製造業は減益であり、なかでも米国向け輸出金額の 4 割弱を占める輸送用機械のほか、鉄鋼・非鉄金属で大きめの減益見通しとなっている（図表Ⅳ-1-6）。非製造業のなかでは、貿易量の減少の直接的影響を受ける海運を中心に、運輸が減益見通しとなっている。減益見通しとなっている業種への与信状況をみると、大手行・地域銀行ともに法人向け貸出ポートフォリオに占めるシェアは大きくない。

図表Ⅳ-1-6 業種別の収益見通し・貸出シェア

	営業利益 (前年比、%)		対法人向け貸出割合 (%、2025/6月末時点)	
	2025年度 見通し	(参考) 2008年度	大手行	地域銀行
全産業	-3.3	-45.9	—	—
製造業	-6.3	-63.5	26.1	18.3
素材型製造	7.2	-44.3	10.5	6.2
鉄鋼・非鉄金属	-10.1	-48.4	3.6	1.5
加工型製造	-10.7	-71.6	15.5	12.2
輸送用機械	-27.4	-102.3	3.4	2.0
一般機械	-3.2	-46.8	3.7	2.5
電気機械	-0.6	-90.1	4.0	1.6
非製造業	0.8	-16.0	73.9	81.7
建設	-1.1	-20.3	2.4	6.8
不動産	8.6	-36.5	27.1	23.1
卸売・小売	6.8	-3.1	13.5	15.7
運輸	-9.5	-24.8	5.4	7.7
飲食・宿泊・対個人サービス	7.7	-11.2	4.2	10.8
その他非製造	-0.8	-16.3	21.3	17.5

(注) 2025 年度見通しは、国内上場企業の自社見通し（9/30 日時点）。集計対象は東京証券取引所、名古屋証券取引所、地方証券取引所に上場している約 4,000 社のうち、実績や見通しが取得可能な先（2025 年度見通しが約 3,600 社、2008 年度実績が約 2,700 社）。

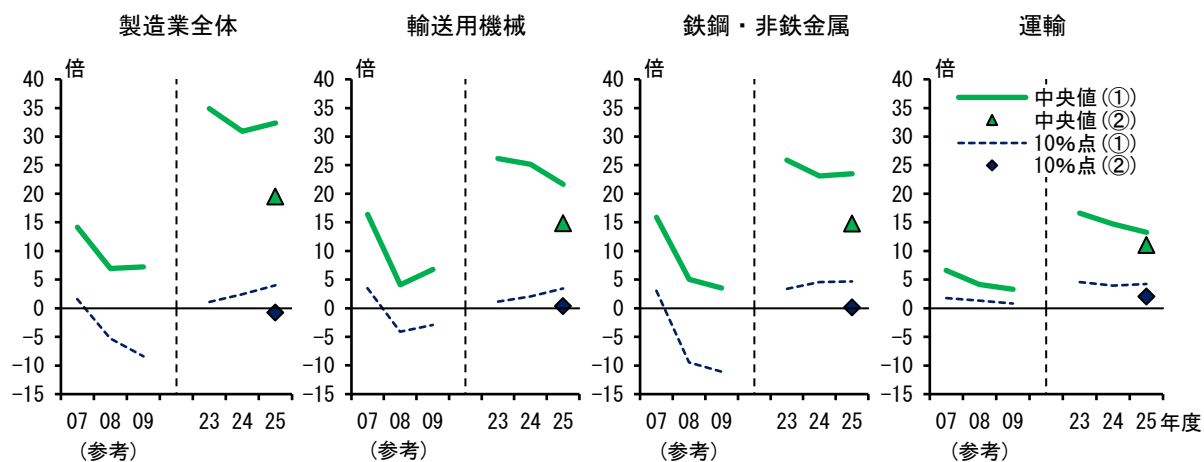
(出所) 日本経済新聞社 NEEDS-Financial QUEST、日本銀行

IV. 金融機関が直面するリスク

1. 信用リスク

こうした見通しが実現した場合の 2025 年度のインタレスト・カバレッジ・レシオ（ICR）を試算すると、減益見通しの輸送用機械、鉄鋼・非鉄金属、運輸においても、高水準が維持される（図表Ⅳ-1-7 における①のケース）。

図表Ⅳ-1-7 大企業の ICR の試算

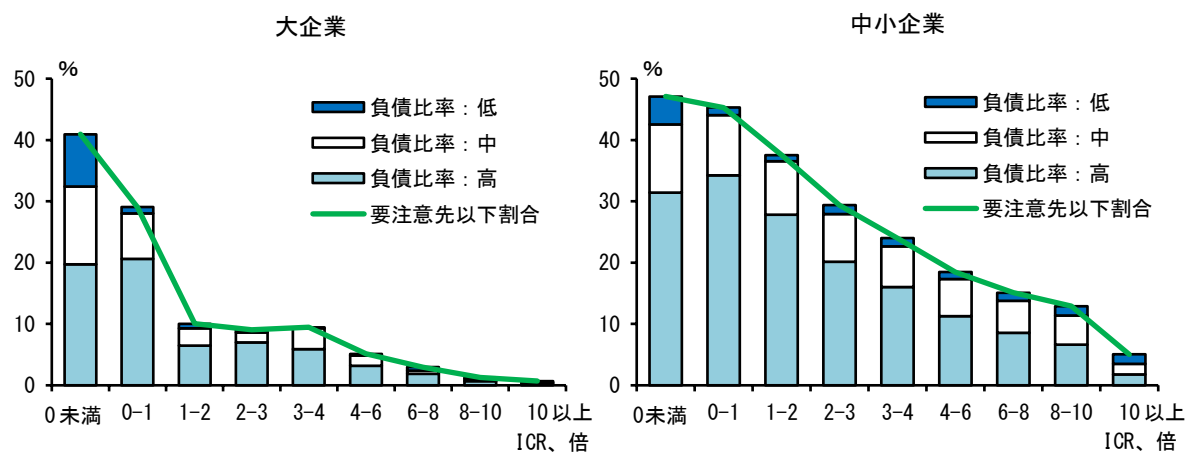


（注）2025 年度は、①は収益見通しが実現した場合、②は①対比で減益幅が 2 標準偏差分下振れた場合の試算値。

ICR は、（営業利益＋受取利息）÷支払利息により算出（以下の図表も同様）。

（出所）日本経済新聞社 NEEDS-Financial QUEST

図表Ⅳ-1-8 ICR と要注意先以下割合の関係



（注）1. 2025/3 月末時点。ICR の各水準におけるその他要注意先以下の割合。負債比率（借入金÷総資産）の三分位で区分。

2. 大企業は上場企業（大手行と地方銀行の貸出先）、中小企業は、資本金 1 億円未満 1 千万円以上の非上場企業（地方銀行の貸出先）。

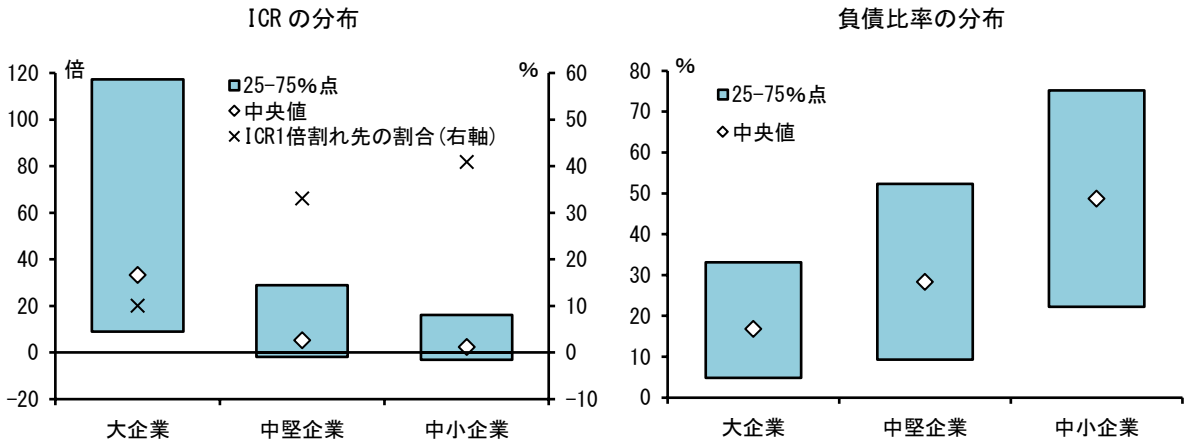
（出所）日本経済新聞社 NEEDS-Financial QUEST、日本銀行

ここで、「共同データプラットフォーム（共同 DP）」における大手行と地方銀行の貸出先について ICR の水準と債務者区分との関係を見ると、大企業で債務者区分がその他要注意先以下となる割合は、ICR が概ね 1 倍以下となるまでは限定的である（図表Ⅳ-1-8）⁸。大企業向けの貸出ポートフォリオにおいて財務が脆弱な先の割合は大きくないことも踏まえると、大

⁸ 「共同 DP」の概要については、金融システムレポート 2024 年 10 月号の BOX4 等を参照。2023 年度から全国地方銀行協会加盟行を対象としたデータ収集を開始し、本年度からは、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ている。

企業自身の先行き 1 年の収益見通しを前提とする限り、ランクダウンにかかる信用リスクは大きくないことが示唆される（図表Ⅳ-1-9）。

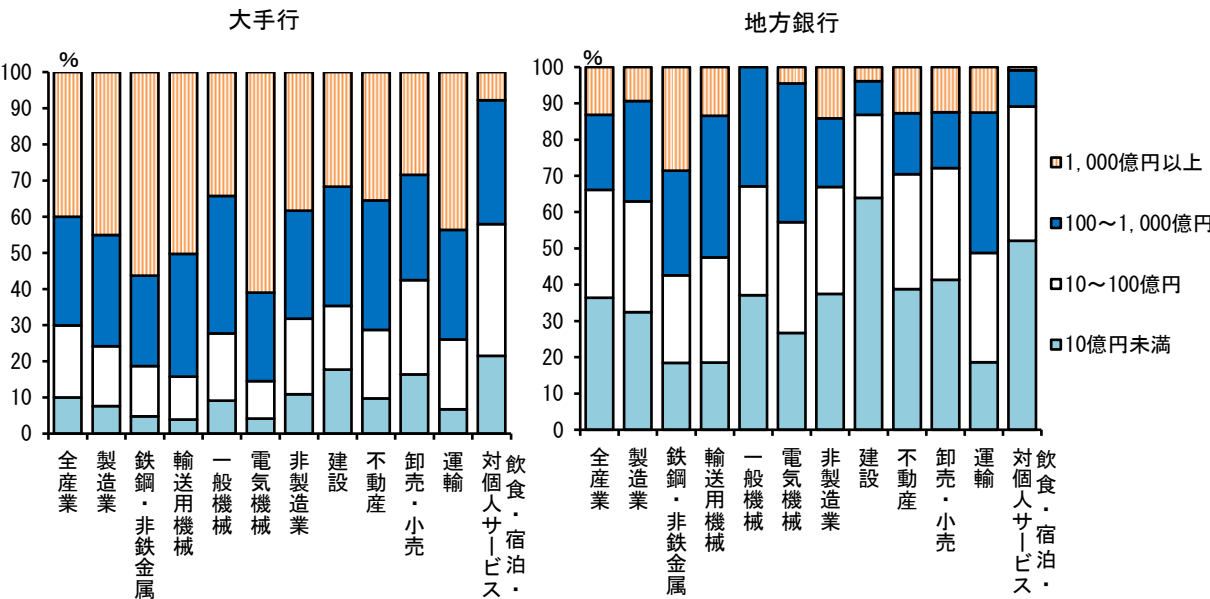
図表Ⅳ-1-9 貸出先の ICR と負債比率



（注）2025/3 月末時点。大企業は上場企業（大手行と地方銀行の貸出先）、中堅企業は資本金 10 億円未満 1 億円以上の非上場企業（地方銀行の貸出先）、中小企業は資本金 1 億円未満 1 千万円以上の非上場企業（地方銀行の貸出先）。

（出所）日本経済新聞社 NEEDS-Financial QUEST、日本銀行

図表Ⅳ-1-10 貸出額規模別の貸出残高構成比



（注）2025/3 月末時点。貸出額規模は、債務者 1 先あたりの貸出残高で区分。

（出所）日本銀行

もっとも、先行きの貿易量の推移などを含め、収益見通しにも相応の不確実性があると考えられる。ストレス下における頑健性を確認するため、過去の収益実績の見通し対比での修正幅の 2 標準偏差相当分⁹、減益率を機械的に下振れさせた場合（ストレスケース）について ICR を試算すると、輸送用機械、鉄鋼・非鉄金属、運輸について、中央値は相応に低下する

⁹ 短観を用いて、大企業の「経常利益の 9 月時点の見通しから実績にかけての修正幅」の 2 標準偏差を算出すると、製造業では▲30%pt、非製造業では▲15%pt となる（1980～2024 年度。平均的な修正幅を加味）。

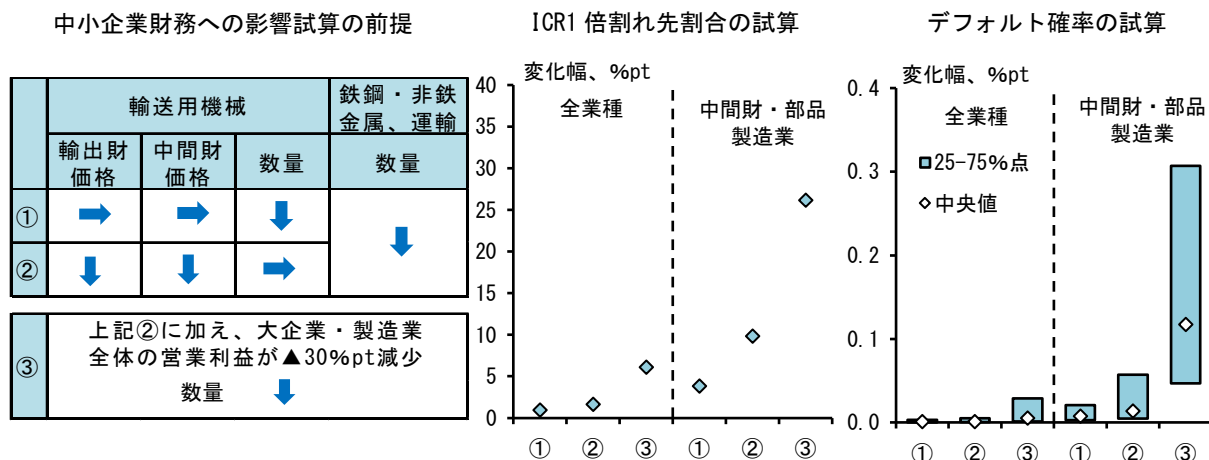
IV. 金融機関が直面するリスク

1. 信用リスク

ものの、高い水準は維持される（前掲図表IV-1-7における②のケース）。他方、下位の10%タイルに位置する企業をみると、輸送用機械と鉄鋼・非鉄金属ではゼロ近傍となる。ICRが1倍を下回ると、負債比率が相対的に高い先を中心に、債務者区分がその他要注意先以下となる割合が非線形的に増える傾向が顕著であるほか、輸送用機械や鉄鋼・非鉄金属は大口貸出の比率が高く、仮に個社のランクダウンが起きると、信用コストに与える影響が小さくない点には留意が必要である（図表IV-1-10）。

次に、中小企業の財務状況に及ぼす影響を点検する。上記でみたとおり、各国の通商政策の変更は大企業を中心とする輸出企業に直接的な影響を与えるが、中小のサプライヤー企業等にも影響が波及していくと考えられる。すなわち、輸出企業（大企業）の中には、関税によるコスト増加分を現地での販売価格に転嫁せず、輸出財価格の引き下げで対応する先もみられるが、①輸出企業が関税コスト分を販売価格に転嫁することとし（輸出財価格を従来の水準とし）、現地における関連製品との競合の結果として輸出数量が減少するケースや、②輸出企業の原価低減などによってサプライヤー企業の販売価格や収益に影響が及ぶケースも想定される。実際にはこれらの中間的なケースも起こり得るが、以下では、①と②について影響を考察する（図表IV-1-11における①と②のケース）¹⁰。

図表IV-1-11 通商政策を巡る動向が中小企業財務に及ぼす影響



（注）中図および右図は、左図の各ケースにおけるICR1倍割れ先割合およびデフォルト確率の試算値（2024年度の財務内容を横置きした場合からの変化幅）。集計対象は資本金1億円以下の企業。

（出所）CRD協会、財務省、総務省

各ケースにおける中小企業のICRやデフォルト確率に与える影響を試算すると、中小企業全体としては、いずれのケースでもICRが1倍を下回る先の割合の上昇幅は限定的である。

¹⁰ 具体的には、①のケースでは、大企業の収益見通しにおける減益額が輸出数量の変動のみに由来するとみなしたうえで、中小企業も同程度の輸出数量の変動を受けると想定し、②のケースでは、輸送用機械について、同減益額の半分相当の減益が中小企業に生じると想定している（鉄鋼・非鉄金属、運輸では①と同様）。なお、減益額の業種・規模間の按分に当たっては、産業連関表や法人企業統計の規模別売上シェアなどを用いている。

こうした財務内容の変化に伴うデフォルト確率の変化幅も、きわめて限定的である¹¹。他方、サプライヤー企業が多く含まれると考えられる「中間財・部品製造業」に対象を絞ると、輸出数量の減少を伴うかの想定にかかわらず、ICR が 1 倍を下回る先の割合は相対的に大きく上昇する¹²。もっとも、デフォルト確率を試算すると、分布の下位先では上昇がみられるものの、中央値でみた影響は限定的である。

次に、貿易量の推移にかかる収益見通しの不確実性を踏まえたストレスケース（③）として、大企業・製造業の収益見通しが大幅に下振れた場合（中小企業への影響が大きい上記②のケースに対して追加的に、過去の修正幅の 2 標準偏差分下振れた場合）について試算する（前掲図表Ⅳ-1-11 における③のケース）。試算結果をみると、大企業の収益見通しの下振れに伴って、中間財・部品製造業における ICR1 倍割れ先の割合は比較的大きめに上昇する。デフォルト確率も上昇するものの、手元流動性の厚さなどストレス前の財務状況が良好であることを映じて、その上昇幅は、中央値でみて 0.1%pt 程度と小幅なものにとどまる。もっとも、企業の財務内容のばらつきが大きいもとで、収益への下押し圧力が大きい先では、手元資金の減少やそれを補うためのレバレッジの拡大を通じて、デフォルト確率が高まるリスクもある。今後の通商政策の帰趨や、通商政策が実体経済に及ぼす影響については不確実性が高いため、引き続き注意していく必要がある。

企業の金利耐性

最後に、金利耐性を点検する。前回レポートで整理したように、経済全体における借入超企業（有利子負債が現預金を上回る企業）の数は減少しているもとで、借入超企業に限っても ICR は全体として上昇している（図表Ⅳ-1-12）。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確率の変化幅を試算すると、前回レポート時の評価とほぼ同様に、借入超企業全体ではデフォルト確率の増分は限定的となるが、レバレッジの高い企業や手元流動性が乏しい企業において、金利感応度がやや高くなる傾向がみられる。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。

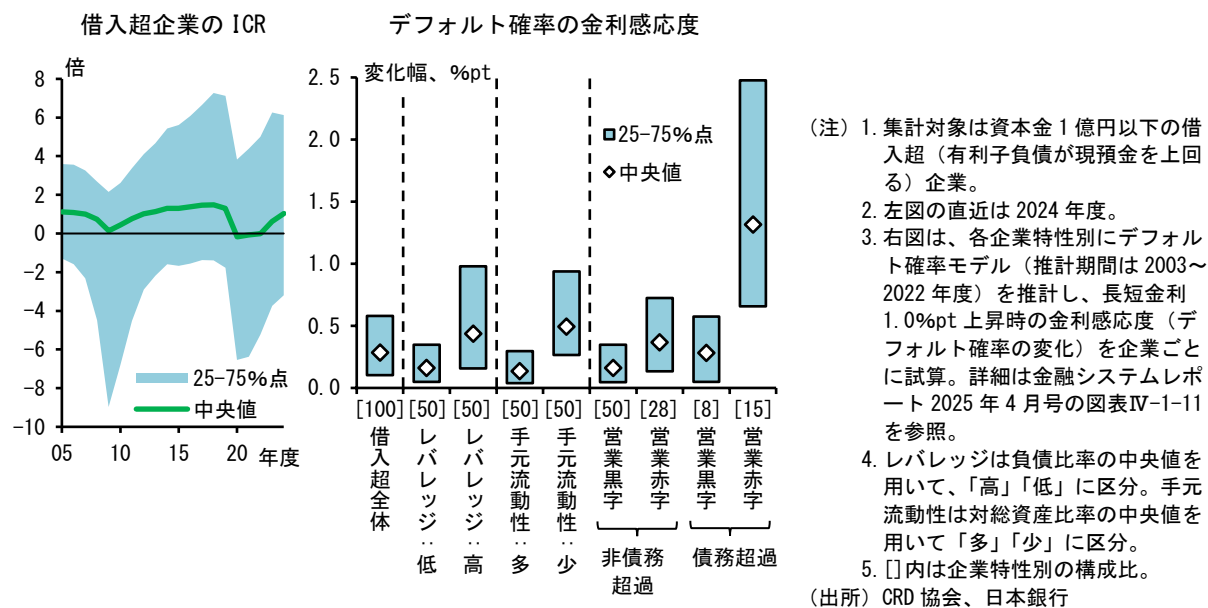
¹¹ デフォルト確率の推計には、各企業の期中の手元流動性変化を明示的に勘案したデフォルト確率モデルを用いている。同モデルは、被説明変数として「先行き 1 年間のデフォルト有無（先行き 1 年以内に①3 か月以上の延滞、②要管理先以下への格下げ、③信用保証協会の代位弁済のいずれかに初めて該当したか）」、説明変数として「短期資金過不足額比率（期初の手元流動性と期中の営業キャッシュフローの合計値の対総資産比率）」、「財務レバレッジ（借入金/総資産）」、「借入金利」、「Kinked-ICR」を用いて推計している（推計期間は 2003～2022 年度、対象は資本金 1 億円以下の企業）。デフォルト確率モ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。

¹² 「中間財・部品製造業」は、産業連関表による輸送用機械の最終需要が変化した場合の各製造業種への波及の大きさを参考に、「輸送用機械、鉄鋼・非鉄金属・金属製品、プラスチック・ゴム製品、電子部品・電気機械」とした。これらの企業が CRD データの企業数に占める割合は 5%程度。また、法人向け貸出に占める同業種（中小企業）の割合は、大手行・地域銀行ともに 3～4%程度。

IV. 金融機関が直面するリスク

1. 信用リスク

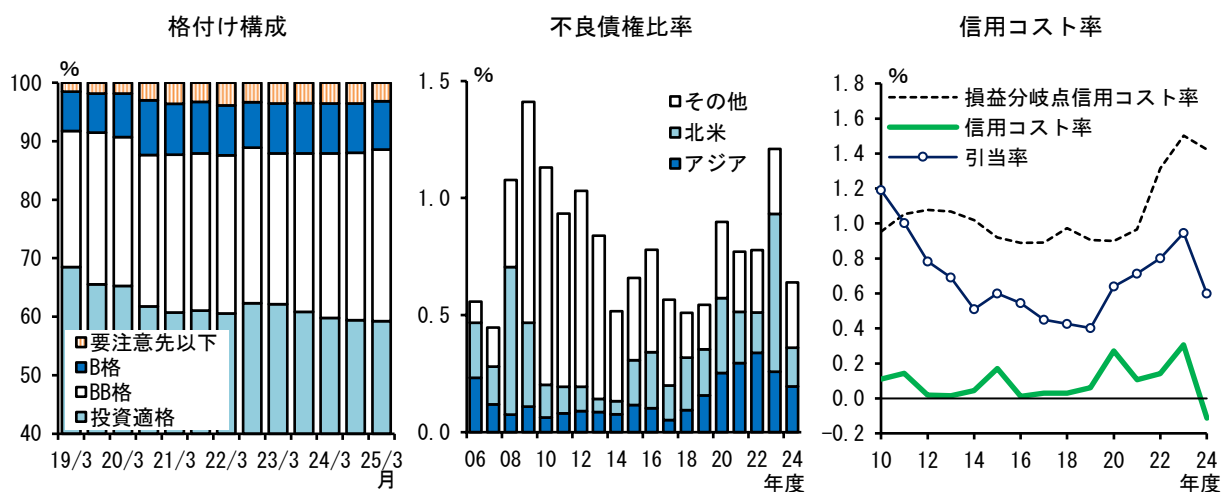
図表IV-1-12 借入超企業の ICR とデフォルト確率の金利感応度



(2) 海外の信用リスク

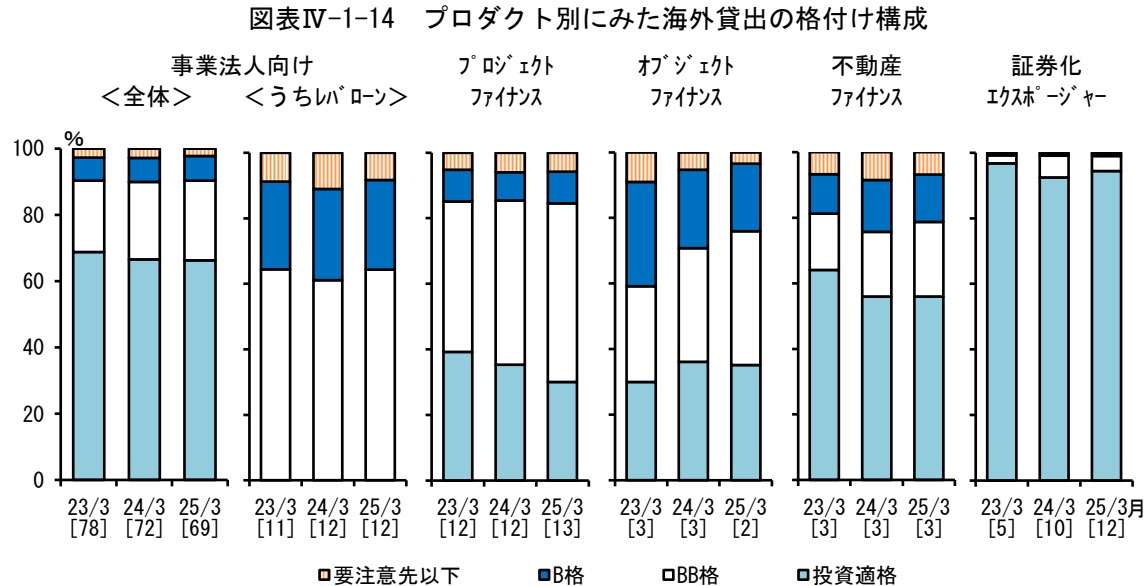
2024年度末時点の邦銀の海外貸出をみると、信用リスクは抑制されている（図表IV-1-13）。不良債権比率や信用コスト率は、米国における一部大口先に関する要因の影響から低下した。引当率も、同要因の影響を受けて低下したものの、各国の通商政策等の影響を含めフォワードルッキング引当が活用されていることもあり、高めの水準となっている。海外部門の損益分岐点信用コスト率（海外貸出資金利益/海外貸出残高）は、高めの水準を維持しており、相応の信用コストが発生したとしても、資金利益で吸収できるとみられる。

図表IV-1-13 海外貸出の信用コスト



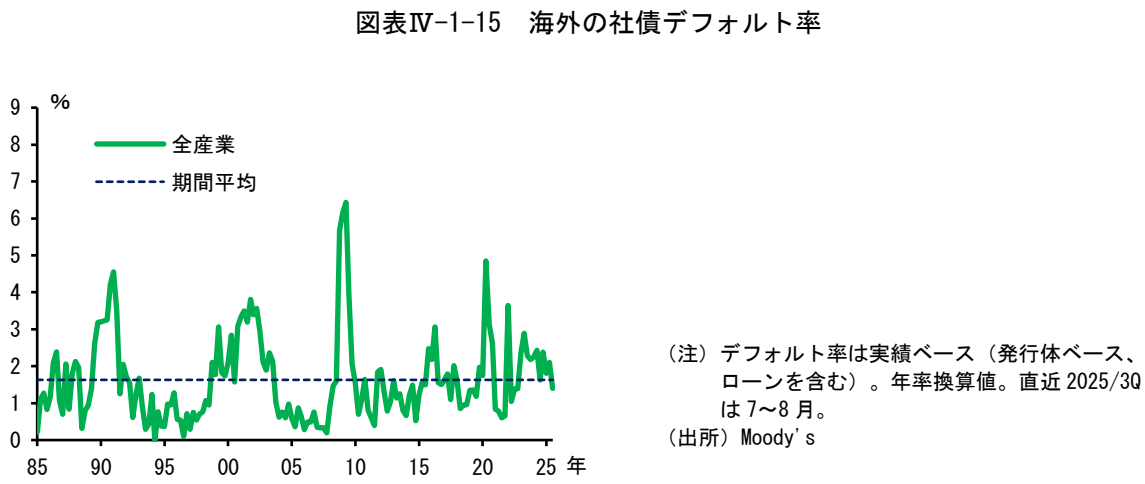
(注) 1. 集計対象は3メガ行。左図は内部格付ベース。右図は国際業務部門の値。
2. 「損益分岐点信用コスト率」は、信用コストが貸出資金利益と一致する信用コスト率。
(出所) 各社開示資料、日本銀行

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-1-14）。事業法人向け全体では、投資適格比率は引き続き 7 割近い水準を維持している。また、比較的リスクの高いレバレッジドローンの格付け構成は、既往の金利上昇の影響に伴うランクダウンの一服から、幾分改善している。プロジェクト・ファイナンスの格付け構成は、採算重視の選別的な融資を進めるもとで、投資適格比率が低下している。



（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

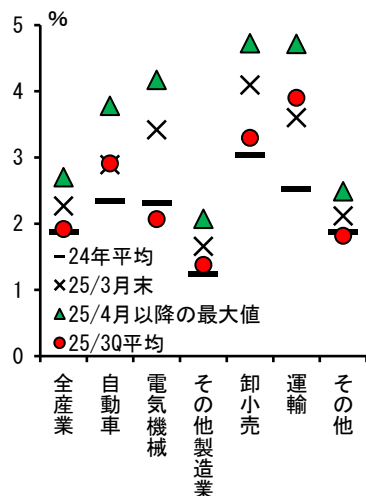
4 月以降の動きについて、海外の社債デフォルト率をみると、概ね過去平均並みで推移している（図表Ⅳ-1-15）。米国企業の予想デフォルト確率（EDF）を業種別にみると、4 月の相互関税公表後に、業種を問わずに高まったあと、幾分水準を切り下げたものの、自動車のほか、卸小売や運輸等の内需関連業種においても、2024 年平均を幾分上回る水準となっている（図表Ⅳ-1-16）。



IV. 金融機関が直面するリスク

1. 信用リスク

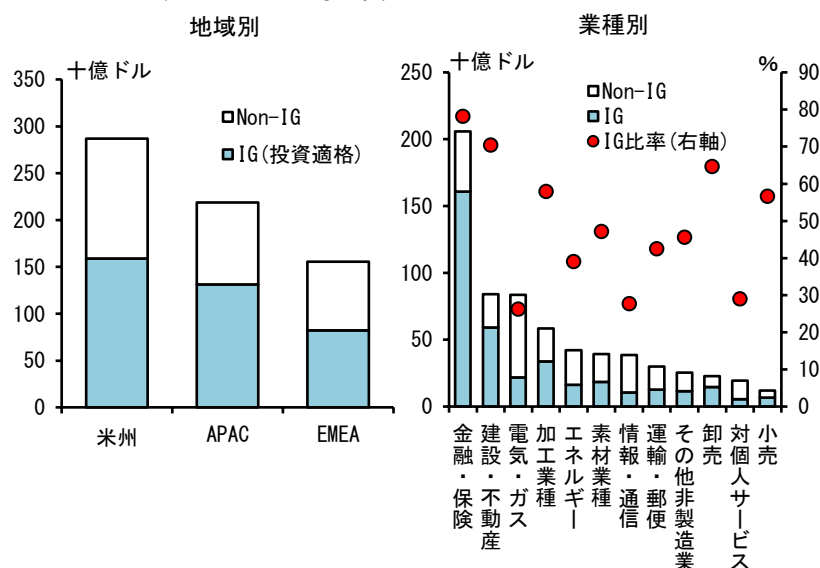
図表Ⅳ-1-16 米国企業の
予想デフォルト確率



(注) 1-year EDF の平均値。集計対象は、Moody's 定義の大企業。

(出所) Moody's

図表Ⅳ-1-17 海外貸出のリスクプロファイル



(注) 1. 集計対象は 3 メガ行（内部格付けベース）。2025/3 月末時点。

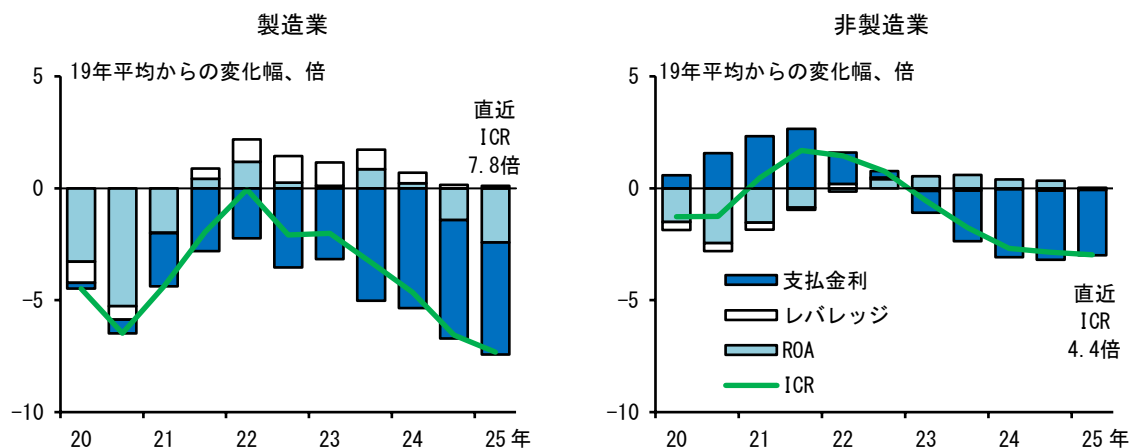
2. 右図のエネルギーは石油・天然ガス開発が対象。

(出所) 日本銀行

大手行の海外貸出は、地域別には米州や APAC が多く、業種別には、金融・保険や建設・不動産、電気・ガスに次いで加工業種も多い（図表Ⅳ-1-17）。業種別に投資適格比率（IG 比率）をみると、電気・ガスや情報・通信、対個人サービスで低い。これらの業種は米州向けのシェアが相対的に高いもとで、EDF の動向を踏まえると、米国では、通商政策が内需関連企業にも影響する度合いが高い可能性がある点には、注意が必要である。

大手行による海外大口貸出先の財務状況をみると、ICR は、既往の金利上昇が押し下げに寄与しているものの、製造業では 7 倍、非製造業では 4 倍を超える水準であり、全体として財務の健全性は維持されている（図表Ⅳ-1-18）。もっとも、先行きは、各国の通商政策等を巡る不確実性が高いもとで、丁寧な与信管理が求められる。

図表Ⅳ-1-18 海外大口貸出先の ICR



(注) 集計対象は 3 メガ行の海外大口貸出先。ICR は「サンプル全先の EBITDA 合計」÷「サンプル全先の支払利息合計」で算出。直近は 2025 年上期。

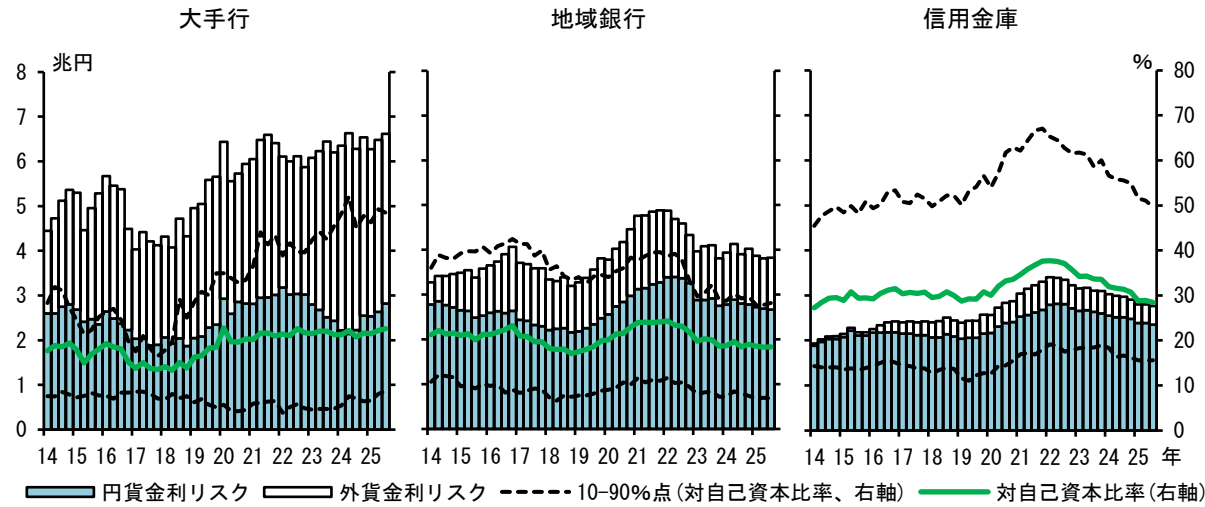
(出所) S&P Global Market Intelligence、日本銀行

2. 有価証券投資にかかる市場リスク

金利リスク

有価証券投資について、金融機関の円債・外債を合わせた金利リスク量を対自己資本比率でみると、大手行では概ね横ばい、地域金融機関ではやや低下傾向にある（図表Ⅳ-2-1）。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드를用いたヘッジを行う金融機関もみられており、リスク量はひと頃と比べて抑制されている（図表Ⅳ-2-2 左図）。外債のリスク量は、概ね横ばいとなっている（図表Ⅳ-2-2 中図）。

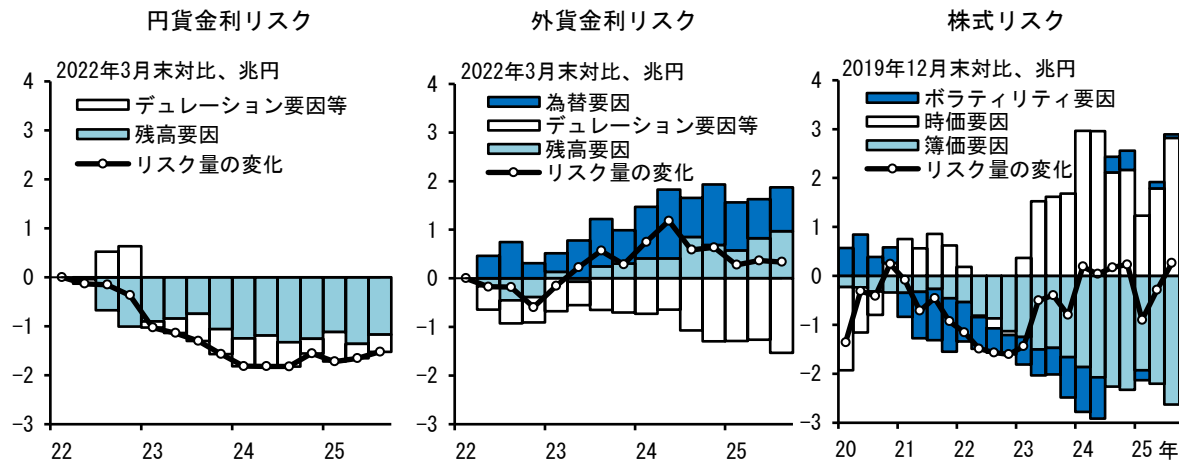
図表Ⅳ-2-1 有価証券の金利リスク量



(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 2025/3Q は 8 月末の値。

(出所) 日本銀行

図表Ⅳ-2-2 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-2-1、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 2025/3Q は 8 月末の値。

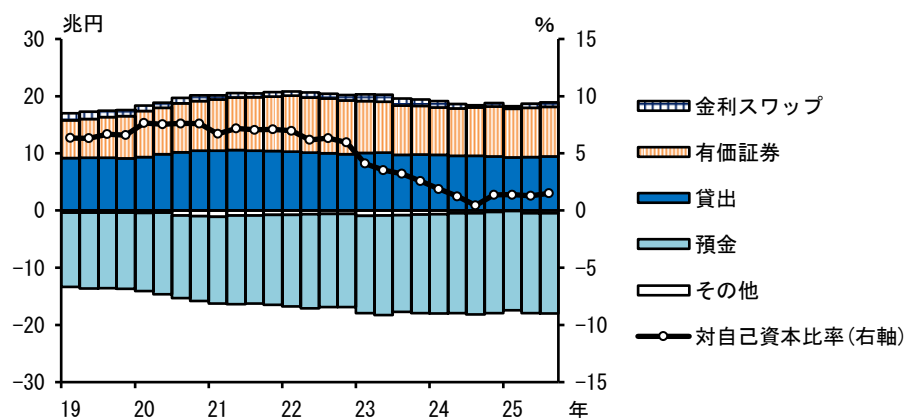
(出所) 日本銀行

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

この間、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、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（図表IV-2-3）。仮に金利が全年限に亘って上昇した場合、資産サイドでは貸出や有価証券などを時価評価した場合の評価損が生じる一方で、負債サイドでは市場金利対比、低利での預金調達が続けられる前提のもとで預金を保有することの価値は高まるが、現在の金融機関のバランスシートの構成が維持されるのであれば、全体としては資産サイドの価値減少分と負債サイドの価値増加分が概ね等しくなる。もっとも、内外金融市場を巡る不確実性の高い状況が続くもとで、金融機関は、様々な相場変動を想定していく必要があるほか、引き続き、コア預金の粘着性やバランスシート構成の変化の可能性、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（預金の粘着性にかかる議論はIV章3節を参照）。

図表IV-2-3 銀行勘定の金利リスク



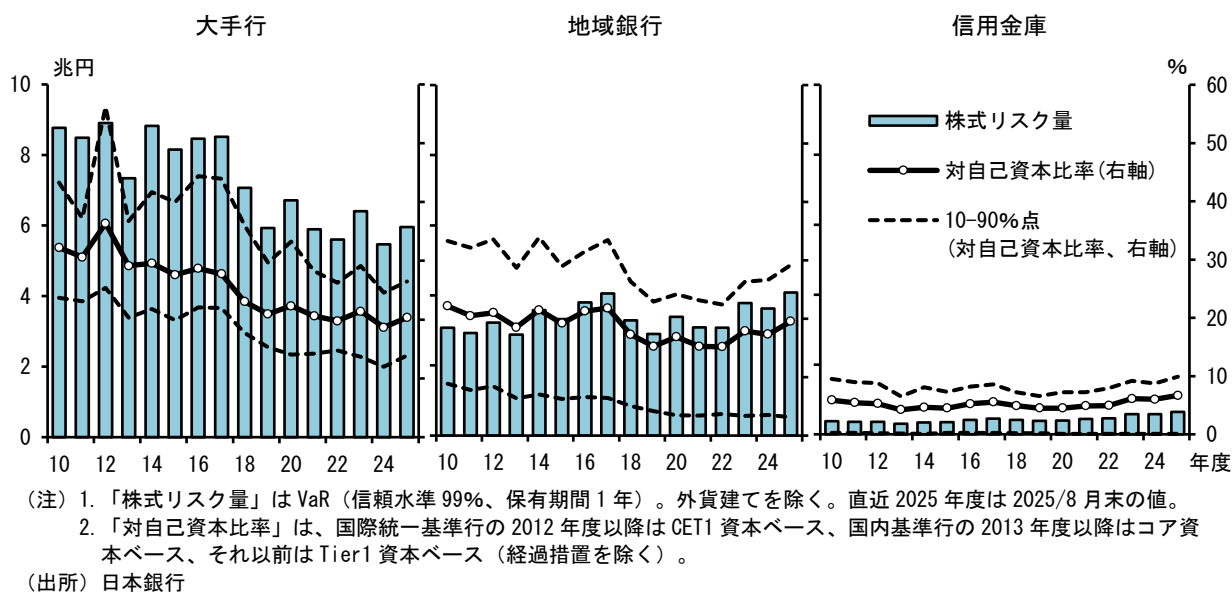
（注）各四半期末時点の円貨金利リスク量（100bpv）。直近 2025/3Q は 8 月末の値（2025/3Q は、有価証券は金利リスク量、貸出・預金は残高の月次データを用いて試算）。

（出所）日本銀行

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、株価や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-2-2 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（株価の動向については、II 章やV 章 1 節を参照）。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。

図表Ⅳ-2-4 株式リスク量



オルタナティブ投資等にかかるリスク

近年、金融機関は、運用利回りの向上とリスク分散の観点から、大手行等を中心に、海外クレジット投資や、海外プライベートファンド向けを含むオルタナティブ投資を増加させてきた（前掲図表Ⅲ-1-17、前掲図表Ⅲ-1-18）。こうした投資は、近年みられている邦銀による海外ノンバンク向け投融資の増加にも寄与している。現時点ではプライベートファンドの投融資先企業のデフォルトは抑制されているなど、リスクの顕在化はみられていないが、米国における既往の金利上昇に伴い、今後、債務返済能力が低下する可能性が指摘されている。海外経済を巡る不確実性の高い状況が続くなか、金融機関は、海外プライベートファンドの投融資先の実態把握を含め、リスク管理能力を引き続き高めていく必要がある（海外ノンバンク向け投融資を巡るリスクについてはⅤ章 2 節を参照）。この間、地域金融機関では、株高局面を捉えた株式投信の益出しと併せて、低利回りのマルチアセット型や海外金利系等の売却が進んだ結果、投資信託残高の増加は一服しており、全体としてみれば抑制的な運用がなされている（図表Ⅳ-2-5）¹³。

金融機関においては、株式・債券にかかるリスク量のみならず、投資信託等も含めた有価証券全体のリスク量についても、損失吸収力との対比で適切にリスク管理を行っていく必要がある。地域金融機関の保有有価証券にかかる主たるリスクファクターの統合リスク量（「ポートフォリオ VaR」）を試算すると、個々のリスクファクターの寄与としては国内債券と国内株式が最も大きくなる（図表Ⅳ-2-6 左図）。また、リスクファクター同士の相関によるポートフ

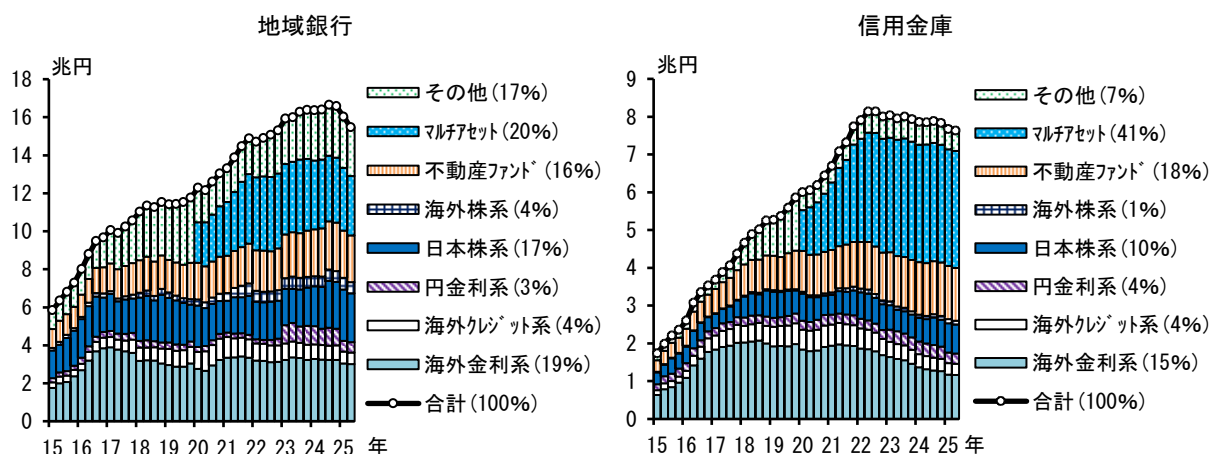
¹³ 他方、地域金融機関においては、地元企業を投資対象とした事業再生・事業承継ファンドなど、非上場企業の株式を対象としたプライベートエクイティ（PE）ファンド向け投資の増加もみられるようになっている。PE ファンドは、中途解約やセカンダリー売却が困難な長期投資である一方、投資先企業のライフステージや投資戦略などの異質性が大きく、時価のタイムリーかつ精緻な把握が難しいといった特徴を持つ。PE ファンドへの投資を増やす先では、こうした特性を踏まえたリスク管理体制を確保していくことが求められる。

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

オリオの分散効果は、このところ、国債と株式の価格に負の相関がみられたことを主因に、全体のリスク量の押し下げに寄与しており、株高や円安が債券安に伴う有価証券評価損の拡大を一部相殺してきたことと整合的である（図表IV-2-6 中図）¹⁴。もっとも、本年4月初の市場変動において観察されたように、リスクファクター間の相関が急速に変化する局面もみられている（図表IV-2-6 右図）。このため、過去とは異なる動きが生じることも念頭に置き、そうした事態が生じた際に機動的にポジションを調整できるよう、平時からモニタリング態勢を充実させることやアクションプランを組織的に検討しておくことが望ましい。

図表IV-2-5 投資信託等残高の内訳

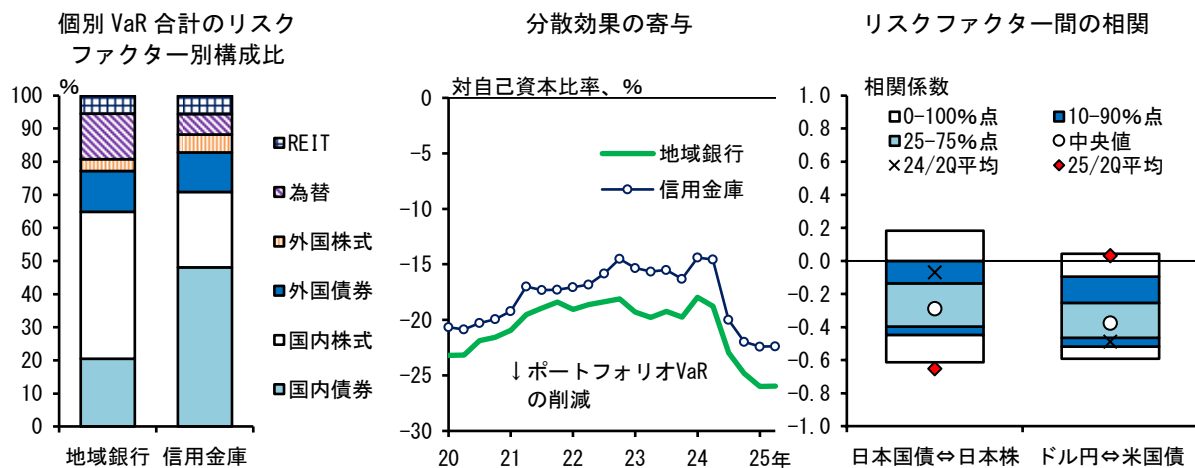


(注) 1. 取得原価ベース。凡例内の数字は直近時点での構成比。直近は2025/2Q。

2. 2019/12月以前の「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 有価証券のポートフォリオ VaR



(注) 1. 各商品の個別 VaR は、リスクファクター別の感応度（報告値）と VaR（観測期間5年、保有期間1年、信頼水準99%）をもとに算出。分散効果は、リスクファクター間の相関を勘案した場合のリスク量合計（ポートフォリオ VaR）と個別 VaR 合計の差分により算出。左図は2025/6月末時点。中図の直近は2025/6月末。

2. 右図は、2000/1月～2025/6月における日次リターンの相関係数（過去1年ローリング）の分布。「24/2Q平均」と「25/2Q平均」は各期間中（3か月間）の相関係数を算出。

(出所) Bloomberg、日本銀行

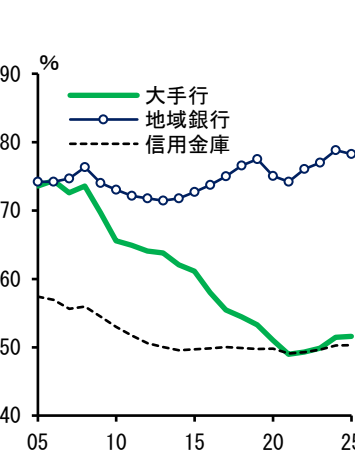
¹⁴ 一般的に、分散効果はポートフォリオ全体のリスクを抑制する効果を持つほか、リスクファクター間の負の相関の高まりはこの効果を高める。例えば、金融庁、「地域銀行有価証券運用モニタリングレポート」、2023年9月や、金融システムレポート別冊、「地域金融機関の有価証券投資とリスク管理の課題—アンケート調査結果から—」、2016年3月を参照。

3. 資金流動性リスク

円貨資金流動性リスク

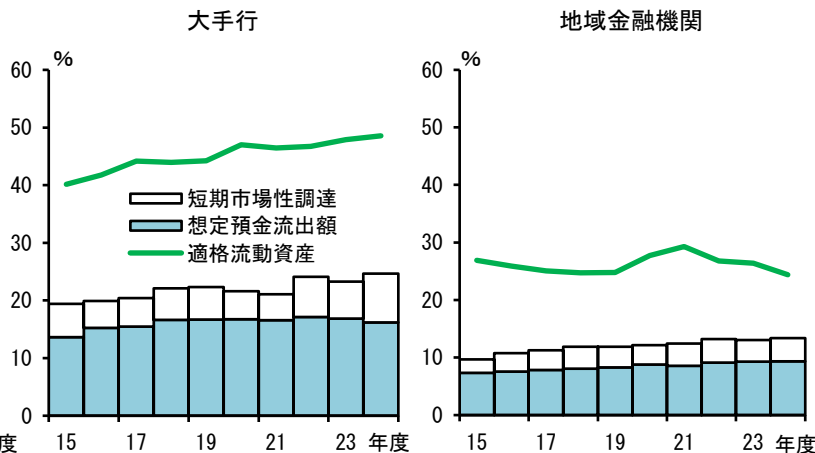
円貨について、金融機関は、小口の粘着的な個人預金を中心に安定的な資金調達基盤を有しており、十分な流動性を確保しているほか、預金残高は貸出残高を大きく上回っている（図表Ⅳ-3-1）。また、預貸差部分の多くは、国債や日銀預け金など流動性の高い資産で保有されている一方、1 か月以内に満期が到来する短期の市場性調達は、総資産対比でみて僅少である（図表Ⅳ-3-2）。金融機関は、ストレス時において想定される資金流出を大幅に上回る流動資産を確保しており、全体として、流動性について十分な短期ストレス耐性を備えている。

図表Ⅳ-3-1 預貸率



（注）2025 年度は 2025/8 月の値。
（出所）日本銀行

図表Ⅳ-3-2 流動資産比率



（注）対総資産比率。国内業務部門についての集計値。国際統一基準行の「適格流動資産」と大手行の「短期市場性調達」は報告値、その他の値は商品別残高データ等を用いて試算。「想定預金流出額」は要求払預金について、個人（1 千万円未満）×5%＋個人（1 千万円以上）×10%＋法人（1 千万円未満）×20%＋法人（1 千万円以上）×40%＋金融機関×100%と想定（短期の大口定期預金は「短期市場性調達」に含み、それ以外の定期預金の掛け目は 0%とした）。
（出所）日本銀行

預入主体別の預金をみると、個人・法人とも前年比プラスとなっているものの、伸び率はこのところ鈍化している（図表Ⅳ-3-3）。法人預金は、売上増を背景とした増加がみられる一方で、感染症拡大期に講じられた政府の各種支援策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。個人預金の動向について、家計の保有金融資産の変化（フロー）をみると、このところ預金の伸びが低下する一方で、株式や株式投信等への投資が増えている（図表Ⅳ-3-4）。こうした動きの背景には、新 NISA 制度の開始および制度の恒久化の影響のほか、過去と比べて家計が預金以外の資産との利回り差に敏感となっている可能性もある。

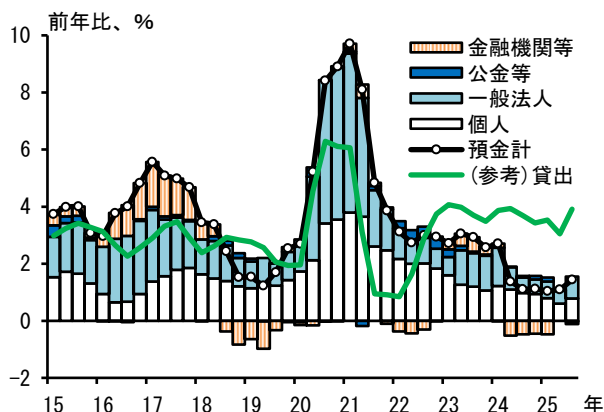
預金動向をやや長い目でみると、大手行や新業態のシェアが高まる一方で、地域金融機関の預金シェアが低下する傾向が続いている（図表Ⅳ-3-5）。人口減少や相続預金の移動といった構造的要因に加えて、インターネット専門銀行の広がりなどによる競争環境の変化も作用している可能性がある。インターネット専門銀行の預金金利は、幅があるものの高めに設定される傾向があるほか、実際の適用金利は店頭表示金利を上回ることも多い（図表Ⅳ-3-6）。デジタ

IV. 金融機関が直面するリスク

3. 資金流動性リスク

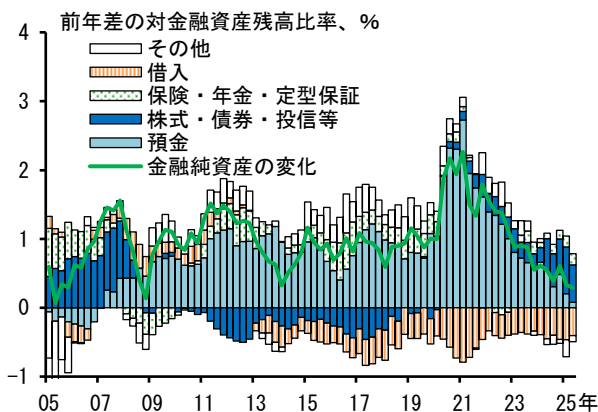
ルチャネルを活用した金融サービスの幅が急速に広がるもとで、金融機関は、引き続き、活用分野拡大の検討など顧客の利便性向上に取り組みつつ、預金基盤の安定性への含意も意識していくことが重要である¹⁵。

図表IV-3-3 預入主体別の預金前年比



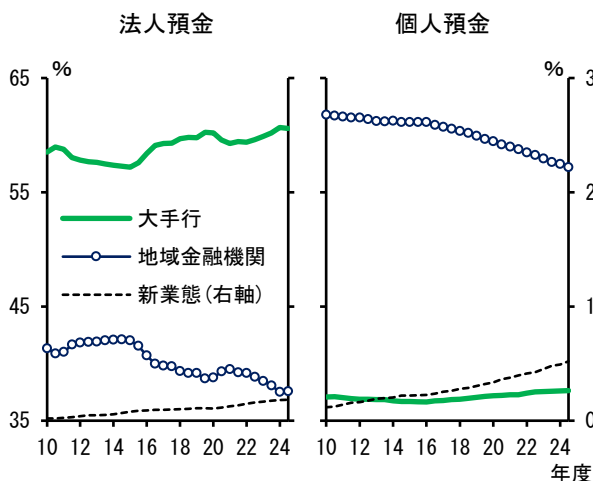
(注) 集計対象は国内銀行と信用金庫。直近 2025/3Q は 7~8 月。
(出所) 日本銀行

図表IV-3-4 家計のバランスシート変動要因



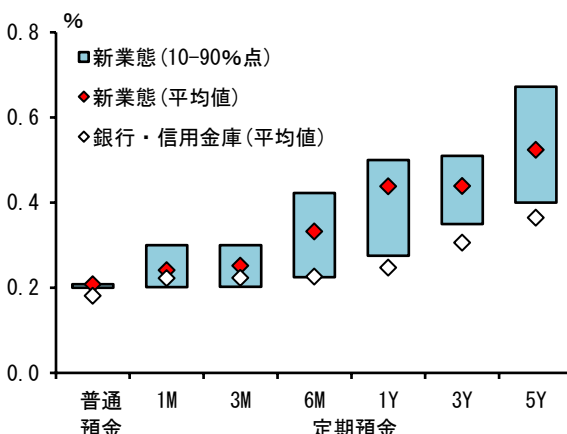
(注) フロー金額を用いて作成（保有資産の時価変動による影響を除いたベース）。直近は 2025/2Q。
(出所) 財務省、日本銀行

図表IV-3-5 業態別にみた預金残高シェア



(注) 直近は 2024 年度下期。
(出所) 日本銀行

図表IV-3-6 新業態の預金金利

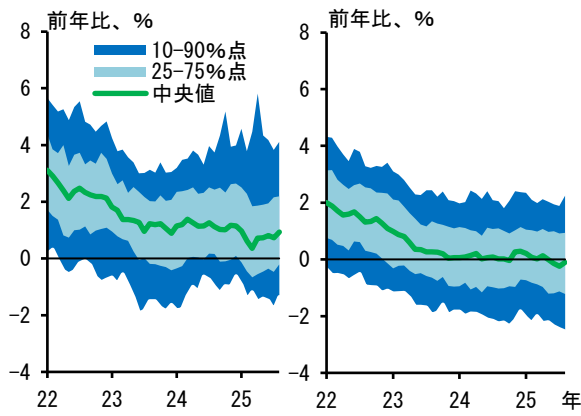


(注) 2025/9 月時点の店頭表示金利。
(出所) 日本銀行

地域金融機関の預金前年比の分布をみると、マクロ全体でみた預金の伸び率が鈍化し、構造的要因などから地域金融機関の預金シェアの趨勢的低下が続くもとで、金融機関間においても預金動向に違いがみられる（図表IV-3-7）。伸び率のばらつき自体は概して安定しているものの、足もと（2025 年上期）を基準に預金増加先と預金減少先に分けたうえで、法人・個人および要求払・定期預金別に特徴をみると、感染症拡大期までは明確な差がなく、円金利に上昇圧力がみられ始めた 2023 年後半以降、定期預金を中心に伸び率に違いが生じていることがみてとれる（図表IV-3-8）。

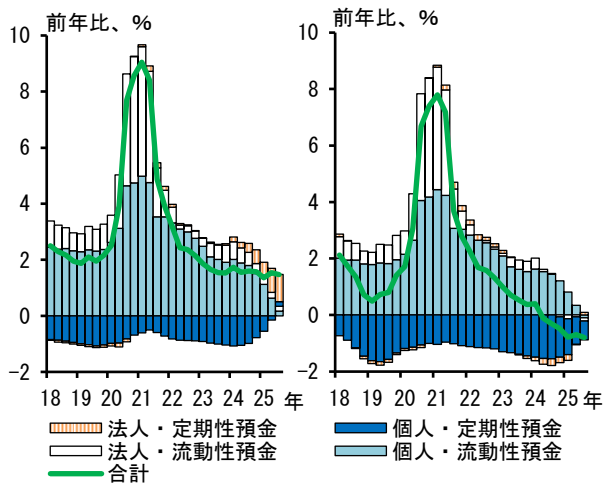
¹⁵ 人口動態やデジタルチャネルの普及などの影響を受けた業態別の預金残高シェアの趨勢的な動向については、金融システムレポート 2024 年 10 月号および 2025 年 4 月号の IV 章 3 節を参照。

図表Ⅳ-3-7 預金前年比の分布
地域銀行 信用金庫



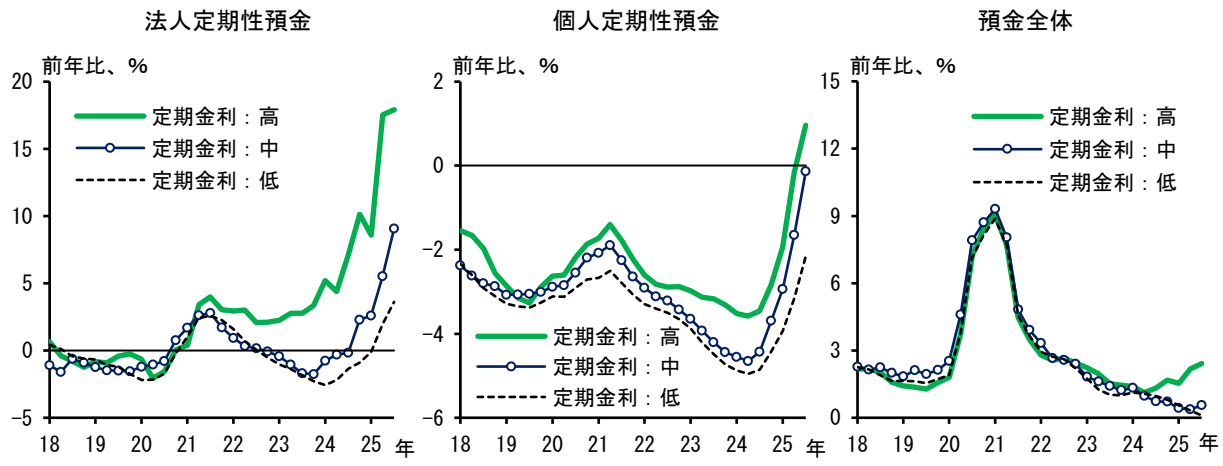
(注) 直近は 2025/8 月。
(出所) 日本銀行

図表Ⅳ-3-8 足もとの預金動向別にみた預金前年比
預金増加先 預金減少先



(注) 預金増加先・減少先は、2025/1～6 月の円預金前年比を用いて分類。集計対象は地域金融機関。直近 2025/3Q は 7～8 月。
(出所) 日本銀行

図表Ⅳ-3-9 定期預金金利と預金前年比の関係



(注) 定期預金金利の 2025/1～6 月平均を用いて三分位で区分。集計対象は地域金融機関。直近 2025/3Q は 7～8 月。
(出所) 日本銀行

定期預金前年比の変化要因として、金融機関が設定する預金金利との間の関係性をみると、金利を高く設定する先ほど預金の伸び率が相対的に高い傾向がみられる(図表Ⅳ-3-9)。足もとの預金前年比の変動要因についての回帰モデルを推計すると、定期預金金利が預金全体についても有意な影響を持つことが確認できるほか、投融資向けの資金需要と関係する預貸率や貸出前年比といった変数との間に正の相関があることもみてとれる(図表Ⅳ-3-10)¹⁶。このうち預金金利については、採算性と流動性管理上の必要性を踏まえた各金融機関の経営判断により設定されており、結果的に預金が減少することもあり得る。その場合、減少している点だけに着目して流動性リスク面で問題が生じていると評価することは必ずしも適切ではない点に注意が必要である。他方、高い預金金利のもとで獲得された預金については、金利

¹⁶ 2024 年 10 月号Ⅳ章 3 節で示したように、人口動態は趨勢的な預金動向の違いに影響を与えていると考えられるものの、足もとの預金動向の違いに対しては、人口増減率は有意な説明力を持たないとの結果が得られた。

IV. 金融機関が直面するリスク
3. 資金流動性リスク

や経済動向に対して相対的に感応度が高く、粘着性が低い可能性がある。また、コア預金を含め、粘着的な部分が大きくデュレーションが長いと認識していた要求払預金が減少し、満期の短い定期預金が増加すれば、資産・負債のデュレーション・ギャップが拡大する可能性もある。今後、個別金融機関の経営戦略に応じて預金動向のばらつきが広がっていく可能性も考えられるなか、それぞれの経営戦略に応じた ALM 運営にこれまで以上に注意していく必要がある（過去の金利上昇局面における預金動向についての分析は BOX3 を参照）。

図表IV-3-10 足もとの預金前年比の決定要因

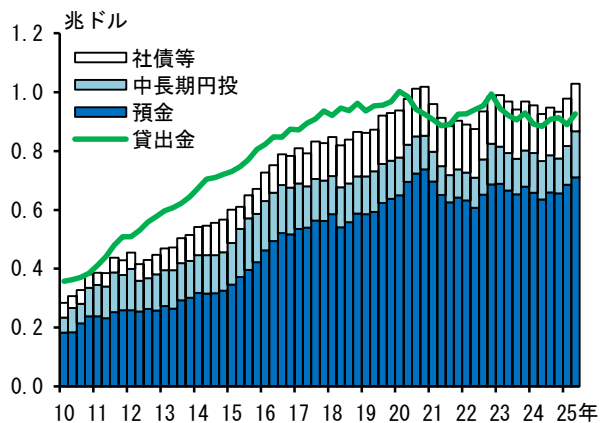
		被説明変数：2025年上期の預金前年比	
		モデル1	モデル2
説明変数	定数項	-2.66 (0.41) ***	-2.10 (0.42) ***
	定期預金金利	12.89 (1.85) ***	11.15 (1.83) ***
	人口増減率	-0.05 (0.25)	0.00 (0.24)
	預貸率	0.02 (0.01) ***	0.01 (0.01) **
	貸出前年比	—	0.20 (0.04) ***
Adj. R ²		0.18	0.23
サンプル数		344	344

(注) 対象は地域金融機関。被説明変数は預金前年比の2025/1～6月平均。説明変数のうち、預貸率と貸出前年比は2024暦年平均。定期預金金利は2025/1～6月平均。人口増減率は本店所在地における2014年から2024年までの人口増減率の年率換算値。() 内は標準誤差。***は1%有意、**は5%有意、*は10%有意。
(出所) 総務省、日本銀行

外貨資金流動性リスク

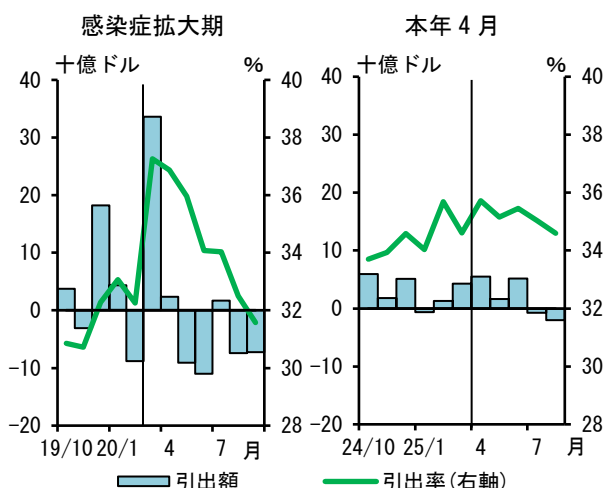
外貨資金については、引き続き、先行きの金融・経済の不確実性を踏まえて、調達安定性の維持が図られている。大手行の運用・調達ギャップ（貸出金と、社債発行などの長期調達や預金との差額）は、比較的安定的な調達が運用を上回った状態にある（図表IV-3-11）。この間、ドル調達プレミアムは4月初の相互関税発表後に上昇したものの、その後、元の水準に回帰した（前掲図表Ⅱ-2-8）。感染症拡大期にみられたような、企業による外貨コミットメントラインの大規模な引出しもみられず、外貨調達環境は総じて落ち着いている（図表IV-3-12）。

図表IV-3-11 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2025/2Q。
(出所) 日本銀行

図表IV-3-12 企業による外貨コミットメントラインの引出し状況（大手行）



(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 13 指標は「緑」となっているほか、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おり、全体としてみれば、資産市場や金融機関の与信活動に過熱感は見られていない。
- もっとも、各国の通商政策等を巡る不確実性が高い状況が続くなかで、資産価格の上昇ペースには引き続き留意が必要である。不動産価格は、大都市圏を中心に上昇が続いている。資材価格上昇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、堅調な物件需要が背景にあると考えられる。投資用物件を含めた取引需要もみられているが、不動産の期待利回りやイールドギャップの低下傾向が続くもとで、不動産市況の先行きには引き続き注意していく必要がある。
- 近年、国内金融機関の海外ノンバンク部門への投融資が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の動向の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、金融機関には引き続きしっかりと管理していくことが求められる。

1. 国内の金融循環

(1) 金融循環と経済変動リスク

まず、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・停滞の状況を機械的に判定したうえで、3 色に色分けしたものである（図表 V-1-1）¹⁷。直近の 9 月末時点では、「株価」に「赤」が点灯しているものの、全 14 指標のうち 13 指標で「緑」となっている¹⁸。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

¹⁷ 具体的には、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。

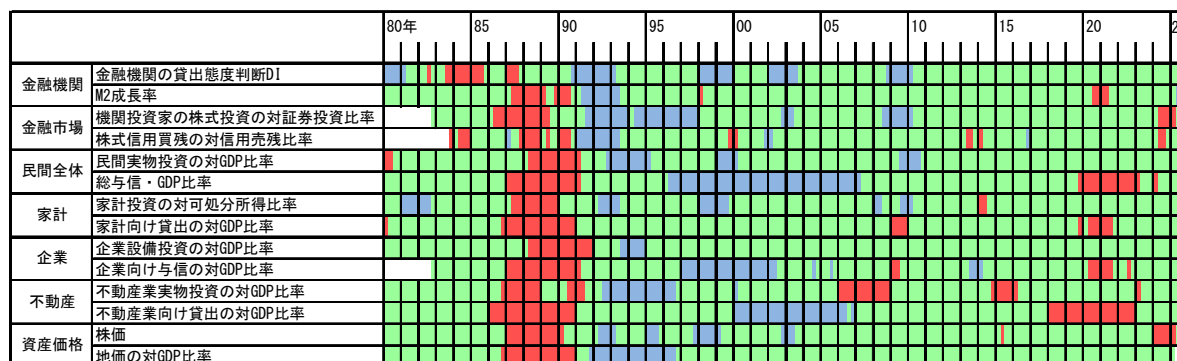
¹⁸ 前回レポート以降の変化をみると、「機関投資家の株式投資（対証券投資比率）」に「赤」が点灯していたが直近では「緑」となっている。また、「M2 成長率」は、2025 年 4～6 月に一時的に「青」が点灯したが 7～8 月平

V. 金融循環と環境変化に伴う課題

1. 国内の金融循環

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）¹⁹。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 がより速いペースで増加してきたことから縮小傾向にあり、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。

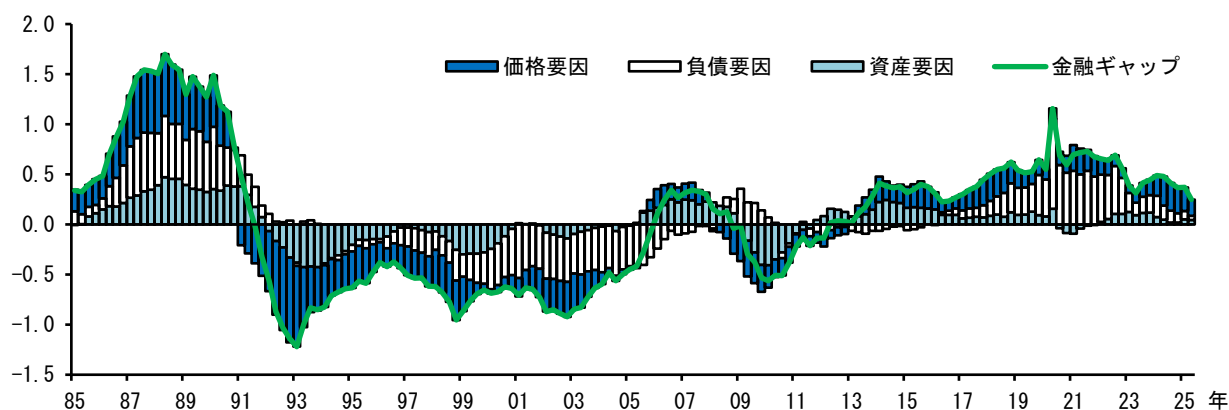
図表V-1-1 ヒートマップ



（注）直近は、金融機関の貸出態度判断 DI、M2 成長率、株式信用買残の対信用売残比率、株価が 2025/3Q（M2 成長率は 7～8 月平均）、地価の対 GDP 比率が 2025/1Q、その他が 2025/2Q。

（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 2025/2Q（地価の対 GDP 比率は 1Q から横置き）。

（出所）日本銀行

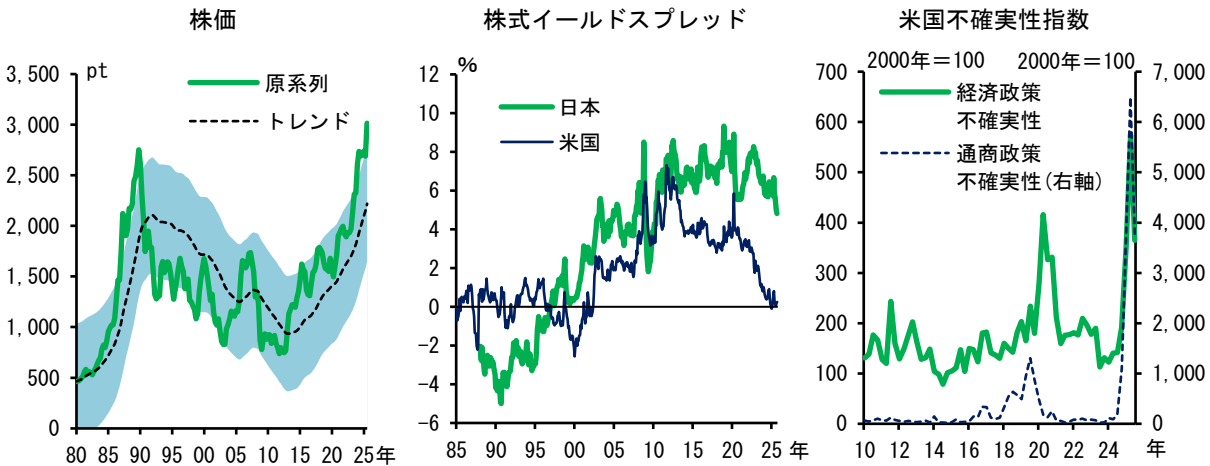
ただし、資産価格の上昇ペースには引き続き留意が必要である。株式市場では、ヒートマップを構成する「株価」に「赤」が点灯しており、金融ギャップにおける株価など資産価格（図中の「価格要因」に含まれる）の寄与も拡大した状態となっている（前掲図表V-1-1、

均では「緑」に復している。「M2 成長率」のこのところの減速には、感染症拡大以降に拡大していた財政収支の改善や家計の現預金から投資へのシフトなどが影響している一方、家計や非金融法人への貸出は堅調な伸びが続いており、金融仲介活動の停滞を意味するものとはみられない（預金動向についてはIV章 3 節や BOX3 を参照）。

¹⁹ 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。

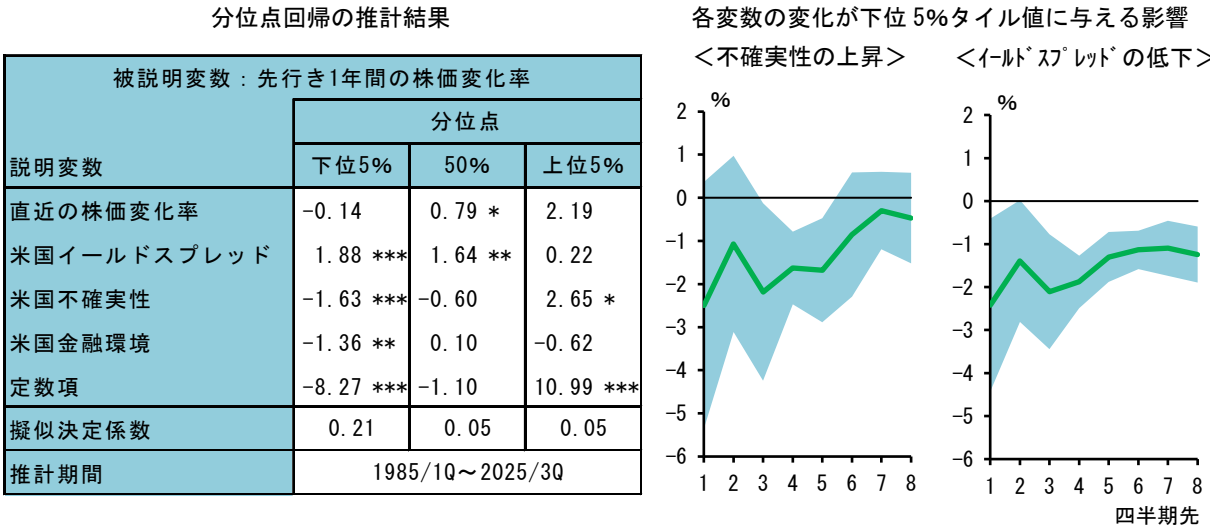
前掲図表V-1-2、図表V-1-3 左図)²⁰。株価のバリュエーション指標をみると、PER は概ね過去平均並みの水準で推移しており、株式リスクプレミアムの動きを反映すると考えられるイールドスプレッド（株式期待益回り－10 年物国債金利）は、金利が上昇するなかで幾分低下している（前掲図表Ⅱ-2-10、図表V-1-3 中図）。

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。
2. 中国の「日本」は TOPIX、「米国」は S&P500 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。
3. 直近は、左図と右図が 2025/3Q、中国が 2025/9 月末。
(出所) Bloomberg、Economic Policy Uncertainty、Haver Analytics、LSEG、財務省

図表V-1-4 株価の変動リスク分析



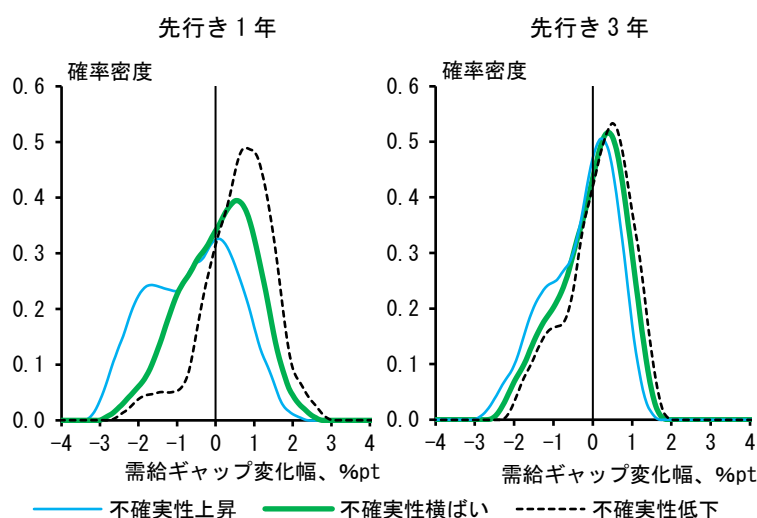
(注) 1. 左図は、各説明変数の 1 標準偏差の変化が先行き 1 年間の TOPIX 変化率の各分位点に与える影響を推計したもの。「米国イールドスプレッド」は S&P500 のイールドスプレッド、「米国不確実性」は米国経済政策不確実性指数、「米国金融環境」は全米金融環境指数。***は 1% 有意、**は 5% 有意、*は 10% 有意。
2. 右図は、左図の推計結果にもとづいて、各変数が 1 標準偏差変化した場合の TOPIX 変化率の下位 5% タイル値のインパルス応答を示したもの。シャドーは 90% 信頼区間を表す。

²⁰ 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。

TOPIX の変動リスクに関する分位点回帰分析によると、米国の経済政策不確実性指数の高まりや米国株式のイールドスプレッド低下は、下位の分位点（5%の確率で生じる株価下振れの際の下落幅）を押し下げる方向に作用する可能性が示唆される（図表 V-1-4）。このように、国際金融市場において、不確実性の高まりが意識される場合やリスクプレミアムの低下がみられる場合に、市場参加者のセンチメントの変化や先々の見方の大幅な修正などに伴って資産価格が下落すると、下落幅が大きくなりやすく、わが国金融市場への波及も大きくなる可能性がある（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 節の議論も参照）。

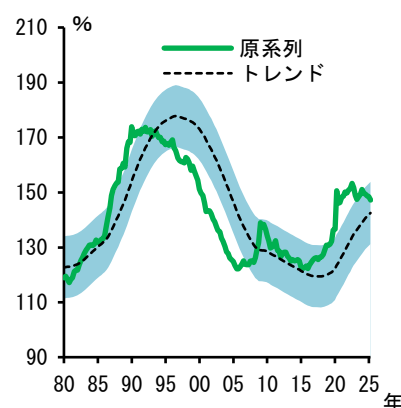
また、先行きの GDP 成長率の確率分布を「GDP at Risk (GaR)」を用いて試算すると、不確実性の影響を勘案した場合、中長期的な影響は相対的に小さいものの、不確実性上昇時には分布が景気悪化方向に歪むとの結果が得られており、不確実性の高まりがテールリスクを高める可能性が示唆される（図表 V-1-5）²¹。

図表 V-1-5 先行きの経済変動リスク



（注）先行きの需給ギャップの変化幅の分布。2025/2Q 時点の需給ギャップ、金融ギャップ、全米金融環境指数、米国経済政策不確実性指数に基づく試算値。「不確実性上昇」「不確実性低下」「不確実性横ばい」は、それぞれ米国経済政策不確実性指数（前期比）を「サンプル期間の上下 5% タイル値」ないし「ゼロ」としている。

図表 V-1-6 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 2025/2Q。

（出所）内閣府、日本銀行

やや長い目でみると、金融ギャップの拡張的な動き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があることにも引き続き留意が必

²¹ 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り、将来の GDP 成長率の下方リスクを定量化する手法である。具体的に、図表 V-1-5 では、先行きの需給ギャップ変化幅を被説明変数、需給ギャップ前期差、金融ギャップ、全米金融環境指数、米国経済政策不確実性指数を説明変数とした分位点回帰の推計結果を用いている。詳細な考え方や計測方法等については、金融システムレポート 2018 年 10 月号のⅣ章 2 節および BOX1 や、Adrian, T., F. Grinberg, N. Liang, S. Malik and J. Yu, "The Term Structure of Growth-at-Risk," *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol.14, No.3, July 2022 等を参照。不確実性の上昇が将来の金融不均衡に及ぼす影響も含めた議論については、IMF, *Global Financial Stability Report*, October 2024 の Chapter 2 や、ECB, *Financial Stability Review*, May 2025 の Special Features B 等を参照。

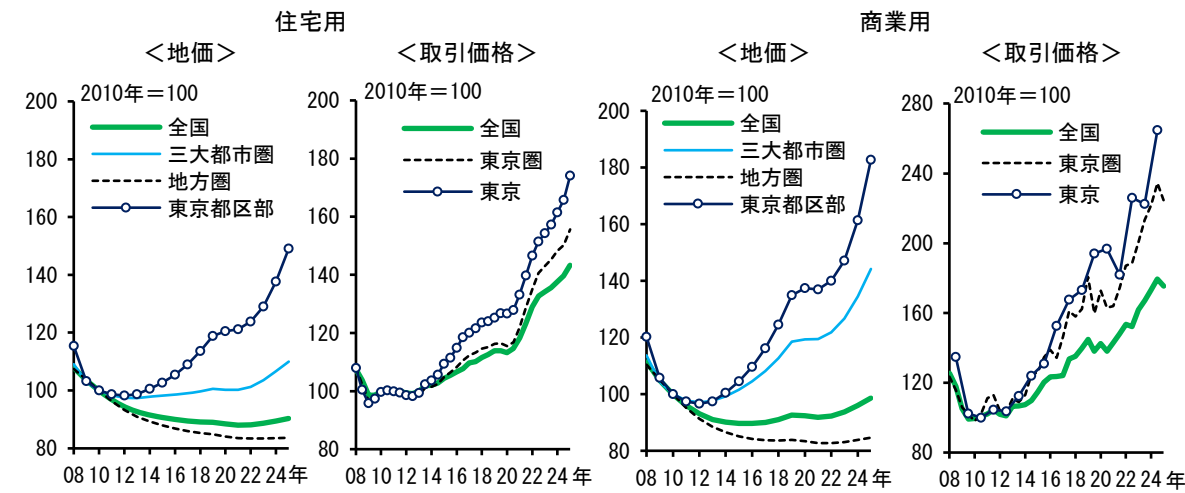
要である（図表V-1-5 右図）。この点、「総与信・GDP 比率」はトレンドの範囲内にあるものの上方に乖離した状態が続いているほか、金融ギャップの拡張局面は 10 年以上続いている（図表V-1-6）。与信の増加が続くもとで、金融活動が実体経済活動から大きく乖離することがないか、引き続き注視していく必要がある。

（2）不動産市場と金融システム安定

不動産価格の動向

不動産価格は、大都市圏を中心に上昇が続いている。住宅用については、地価が東京を中心に上昇しているほか、不動産取引価格も、マンション価格に牽引されて東京における上昇が目立っている（図表V-1-7 左図）。

図表V-1-7 不動産価格



（注）地価は都道府県地価調査ベース（各年 7 月 1 日時点）。取引価格は不動産価格指数ベース（住宅用は住宅総合指数、商業用はオフィス指数）。直近は、地価が 2025 年、取引価格が 2025 年上期（商業用の東京のみ 2024 年）。

（出所）国土交通省

図表V-1-8 マンションの需給環境



（注）直近は、左図と右図が 2024 年、中図が 2025/2Q。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）。工事費は建設工事費デフレーター（マンションは住宅・非木造、オフィスは非住宅・非木造）。平均工期は「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。

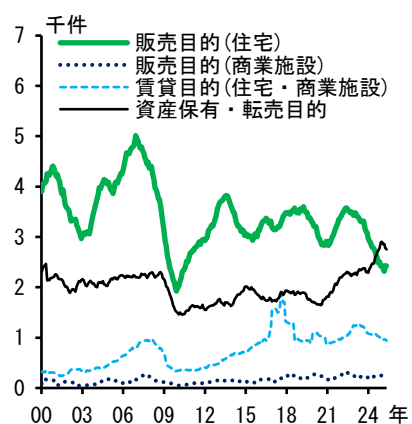
（出所）株式会社タス、国土交通省、総務省、東日本不動産流通機構

V. 金融循環と環境変化に伴う課題

1. 国内の金融循環

需要面では、景気が緩やかに回復するもとで、とくに首都圏では人口増もあって賃料の上昇がみられている（図表V-1-8）。他方、供給面では、資材価格の上昇や人手不足などの影響を背景にマンション工事費が顕著に上昇しており、開発の採算性の悪化などに伴って新築マンションの供給の遅延や減少が起きている。資産保有・転売目的の大規模土地取引が増加する一方で、住宅販売目的や賃貸目的の用地取得は減少している（図表V-1-9）。こうしたもとで、中古マンション価格は、投資物件向け需要を含むとみられる築浅物件を中心に大きく上昇しており、東京におけるワンルームマンションの期待投資利回りは、低下傾向が続いている（図表V-1-10）。

図表V-1-9 利用目的別
大規模土地取引件数

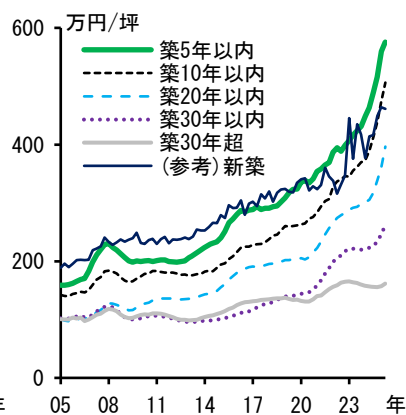


（注）直近は2025/5月。年率換算値（過去1年間の合計）。大規模土地取引の対象は、市街化区域2,000㎡以上、都市計画区域5,000㎡以上、都市計画区域外10,000㎡以上。

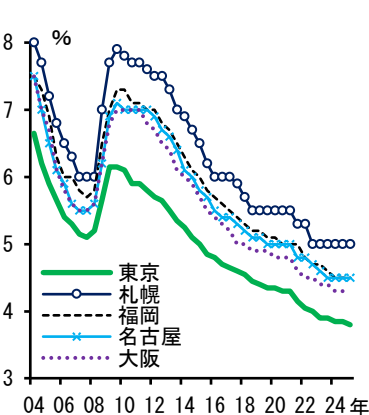
（出所）国土交通省

図表V-1-10 マンションの取引動向

築年数別中古マンション価格



マンションの期待利回り



（注）1. 左図の直近は2025/2Q。首都圏における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。

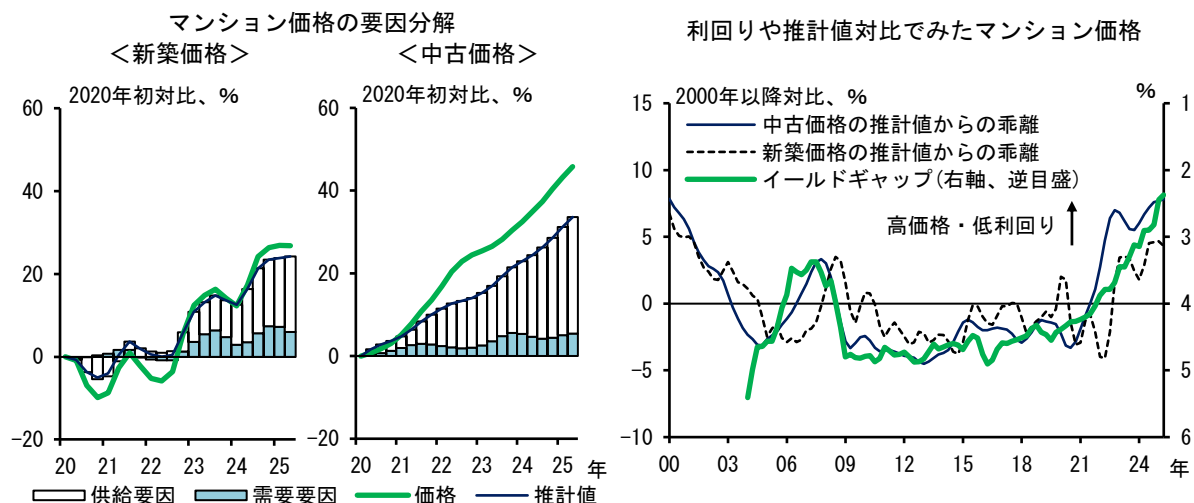
2. 右図の直近は2025/4月調査。各地域の賃貸住宅物件（ワンルームタイプ、一棟）に対して、不動産市場参加者が想定する期待利回り。

（出所）東京カンテイ、日本不動産研究所

図表V-1-11 は、近年の首都圏における新築および中古マンション価格の上昇について、需要要因と供給要因の大きさを試算したものである（オフィス価格の要因分解については、前回レポートを参照）²²。試算結果をみると、新築価格については、緩やかな景気回復や首都圏への人口流入を背景とする住宅需要の増加が一定程度寄与するもとで、2022年頃以降は供給要因に牽引されている面が大きいことが示唆される。また、中古価格には、新築マンションの供給要因が相応に波及している可能性がある。推計結果の定量感や解釈には大きな幅をもってみる必要があるが、足もと、マンション投資にかかるイールドギャップは低下しており、価格上昇期待に基づく投資需要等も反映している可能性がある（図表V-1-11 右図）。

²² 具体的には、不動産価格（東京圏の新築・中古マンション価格）、供給量（東京圏の新築マンション発売戸数）、建設コスト（住宅・非木造の建設工事費デフレーター）の4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、新築マンションの発売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、工事費上昇や発売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-1-11 マンション価格上昇の背景分析



(注) 1. 左図は、東京圏のマンションについて、新築価格、中古価格、新築発売戸数、工事費の4変数による構造型VARの推計結果を用いた要因分解（推計にあたっては、各要因を識別するために符号制約を付している）。推計期間は1992/2Q～2025/2Q（中古価格の2008/2Q以降は不動産価格指数のマンション価格、2008/1Q以前は東日本不動産流通機構公表の床面積当たり成約価格を用いて試算）。

2. 右図のイールドギャップは、東京都内の賃貸住宅物件（ワンルームタイプ、一棟）に対して不動産市場参加者が想定する期待利回りから10年物国債金利を差し引いて算出。直近は2025/2Q。

(出所) 国土交通省、財務省、日本不動産研究所、東日本不動産流通機構、不動産経済研究所

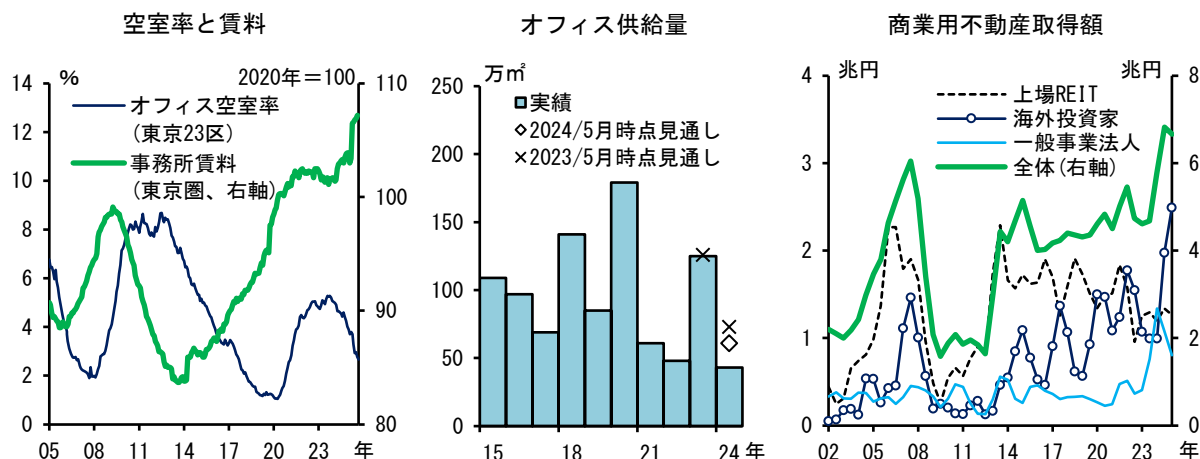
次に、商業用については、地価は、大都市圏を中心に広がりを伴いつつ上昇している。オフィスの取引価格をみても、物件の個性が強いことに起因する振れがみられるなかで、首都圏を中心に上昇傾向にある（前掲図表V-1-7右図）。需要面では、景気の拡大が続く中でオフィス空室率の低下が続いており、賃料改定が増える年度初には賃料の大幅な上昇がみられた（図表V-1-12左図）。他方、供給面についてみると、建設コストの上昇が続くもとで、2024年のオフィス供給は低水準にとどまったほか、先行きの供給計画についても工期の遅れや建設計画の見直し等による下振れ傾向が指摘されている（前掲図表V-1-8右図、図表V-1-12中図）。こうしたもとで、商業用不動産の取引額実績は、海外投資家による取得を中心に高水準となっている。長期保有を前提とする機関投資家等が多くみられるものの、賃料のさらなる上昇や不動産価格の短期的な上昇を見込んだ投資家による低利回り案件が増えているとの指摘もある（図表V-1-12右図）。海外投資家の投資行動については、国内における市場動向や金融機関の融資姿勢のほか、グローバルな不確実性や海外金利の動向など海外要因の影響も受けやすく、その動向には引き続き留意していく必要がある²³。

²³ 金融システムレポート2021年4月号のBOX3では、海外投資家の商業用不動産取得額に対して、内外の金融経済変数が有意な影響を与えているとの分析結果を示している。この結果を踏まえると、2023年頃にみられた落ち込みには、米国における金融引き締めや不確実性の高まりが押し下げに作用する一方、国内の金融機関の貸出スタンスが緩和的であることや為替動向が下支えとなっていた可能性が示唆される。

V. 金融循環と環境変化に伴う課題

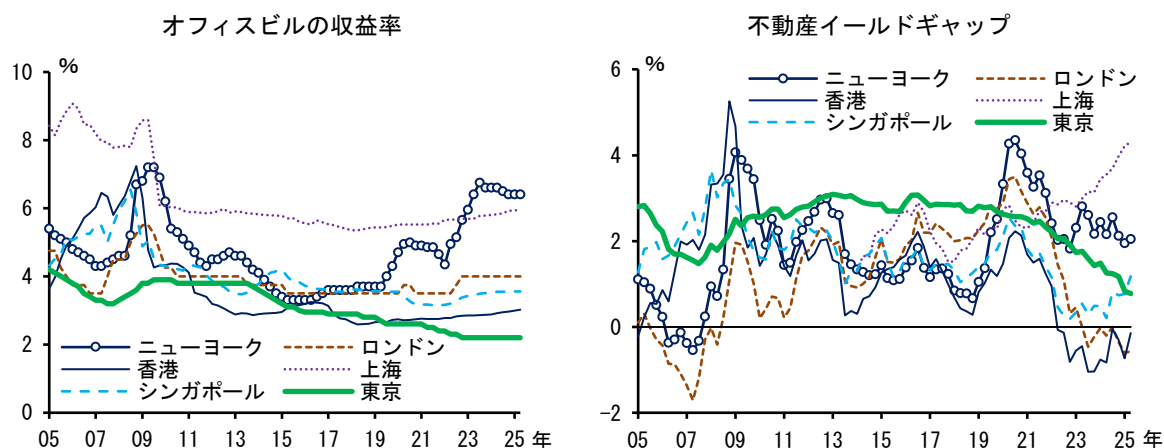
1. 国内の金融循環

図表V-1-12 オフィスの需給環境と取引動向



(注) 1. 左図の直近は、オフィス空室率が2025/9月、事務所賃料が2025/8月。事務所賃料は企業向けサービス価格指数。
2. 中図は森ビル調査（各年5月上旬までに実施した現地調査・聞き取り調査に基づく値。対象は、東京23区内の事務所延床面積10,000㎡以上のビル）。
3. 右図の直近は2025年上期。年率換算値（過去1年間の合計）。
(出所) 三幸エステート、日本不動産研究所、森ビル「東京23区の大規模オフィスビル市場動向調査」、日本銀行

図表V-1-13 商業用不動産の投資利回りとイールドギャップ

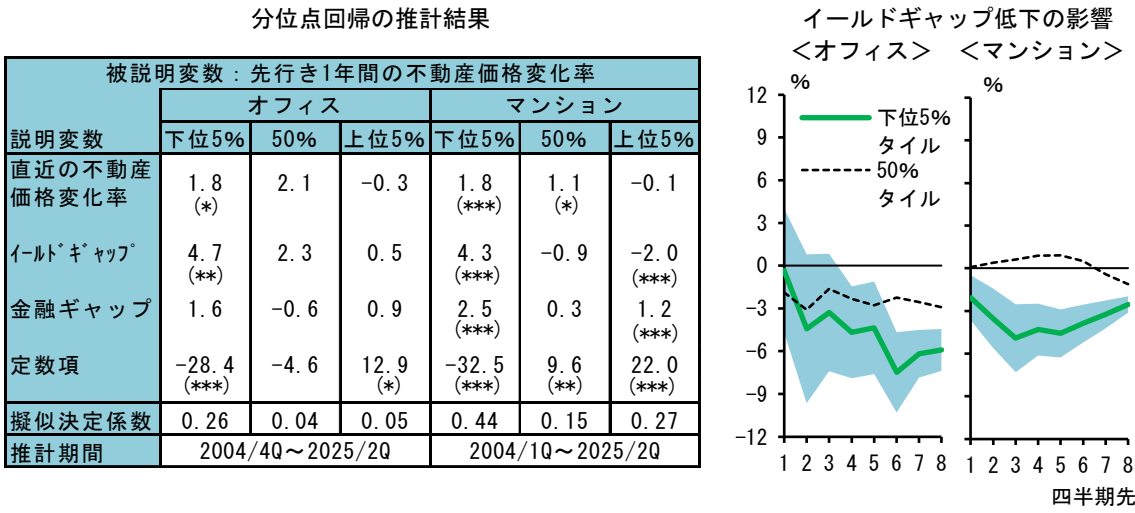


(注) 直近は2025/2Q。左図は、各都市のグレードAオフィスビルのキャップレート（JLL調査）。右図は、同キャップレートから各国・地域の10年物国債金利を差し引いて算出。
(出所) Haver Analytics、JLL、財務省

住宅用・商業用不動産とも、不動産リスクプレミアムを示唆するイールドギャップ（物件利回り－10年物国債金利）は、引き続き低下傾向となっている（前掲図表V-1-11右図、図表V-1-13）。この点、首都圏のオフィス価格とマンション価格について分位点回帰を用いて、先行きの変動リスクを試算すると、不動産イールドギャップの低下は、先行きの価格変化率分布の中位点への影響は限定的であるものの、下位の分位点（5%の確率で生じる価格下落の際の下落幅）を高める傾向がみられる（図表V-1-14）。また、不動産価格の直近の伸び率は、価格上昇期には、その後の下落リスクを抑制する方向で作用するものの、いったん価格の調整局面に入ると、その後もしばらく下落リスクが残存する可能性が示唆される。引き続き、不動産市場参加者の間では、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が、金利上昇の影響が警戒されるなかで既存の所有物件を売却する動きもみられており、市場参

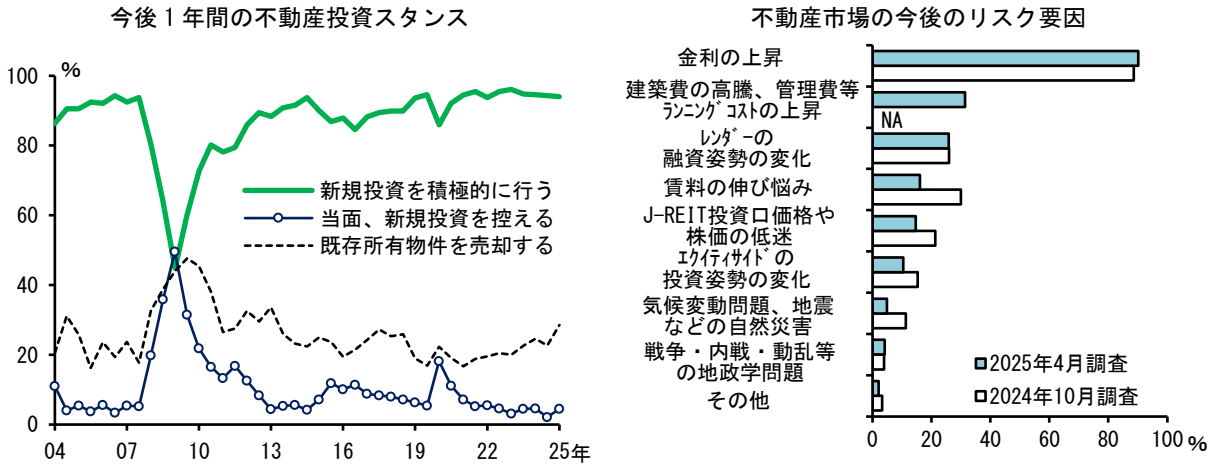
加者の先行きの投資スタンスに急速な変化が生じることはないか、今後も注意深くみていく必要がある（図表V-1-15）。

図表V-1-14 不動産価格の変動リスク分析



(注) 1. 左図は、各変数が1標準偏差変化した場合の先行き1年間の不動産価格変化率の各分位点に与える影響を推計したものの。***は1%有意、**は5%有意、*は10%有意。
2. 右図は、左図の推計結果にもとづいて、イールドギャップが1標準偏差分低下した場合の各不動産価格のインパルス応答を示したもの。シャドーは下位5%タイル値に与える影響の90%信頼区間を表す。

図表V-1-15 市場参加者の不動産投資スタンス



(注) 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（左図、右図とも複数回答可）。左図の直近は2025/4月調査。
(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

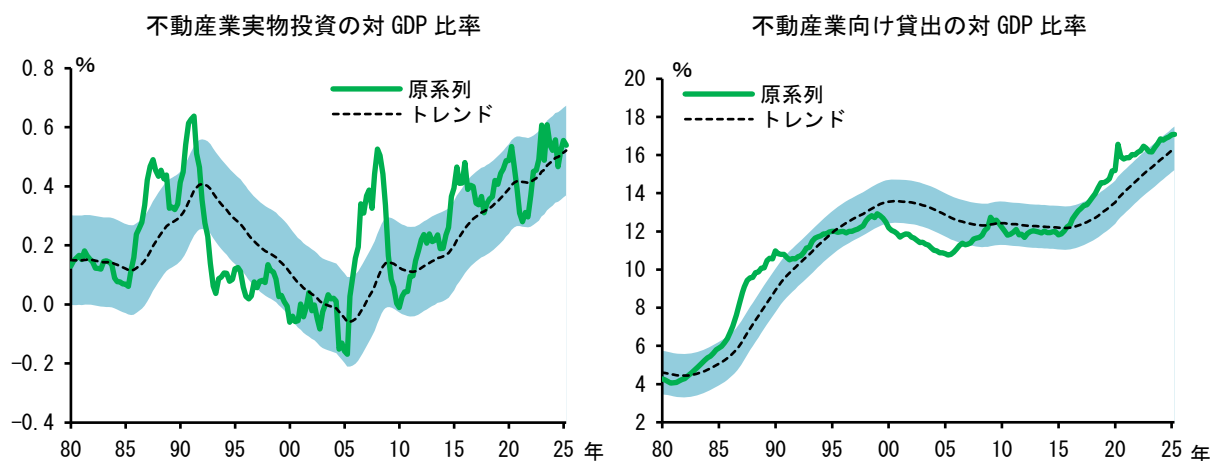
ヒートマップにおける不動産関連指標をみると、「不動産業実物投資の対 GDP 比率」はトレンド並みで推移している一方、「不動産業向け貸出の対 GDP 比率」は引き続き「緑」ではあるものの「赤」点灯近傍で推移している（図表V-1-16）。貸出先である不動産業の財務状況をみると、不動産取引業、不動産賃貸業ともに利払い能力を示す ICR は、金利が上昇するなかでも改善が続いているほか、不動産取引業の在庫回転期間は、在庫積み増しの動きが続くもとでも販売が好調であることから低下に転じている。デフォルト率も引き続き低位とな

V. 金融循環と環境変化に伴う課題

1. 国内の金融循環

っている（図表V-1-17）。ただし、不動産業は他の産業と比較してレバレッジが高く、金利や不動産価格の動向に影響を受けやすい点には、引き続き注意していく必要がある（住宅ローンの利払い負担の動向についてはBOX1を参照）。

図表V-1-16 不動産関連の投資・貸出

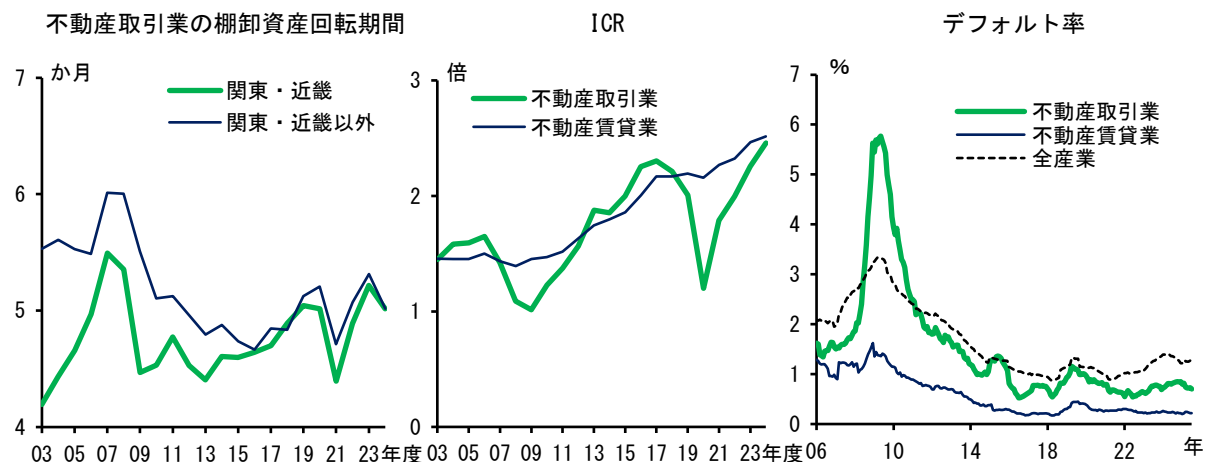


（注）1. 「トレンド」は片側HPフィルターにより算出。シャドウはトレンドからの乖離の二乗平均平方根の範囲を表す。

2. 直近は2025/20。

（出所）財務省、内閣府、日本銀行

図表V-1-17 不動産業の財務状況



（注）1. 左図と中図の直近は2024年度（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。

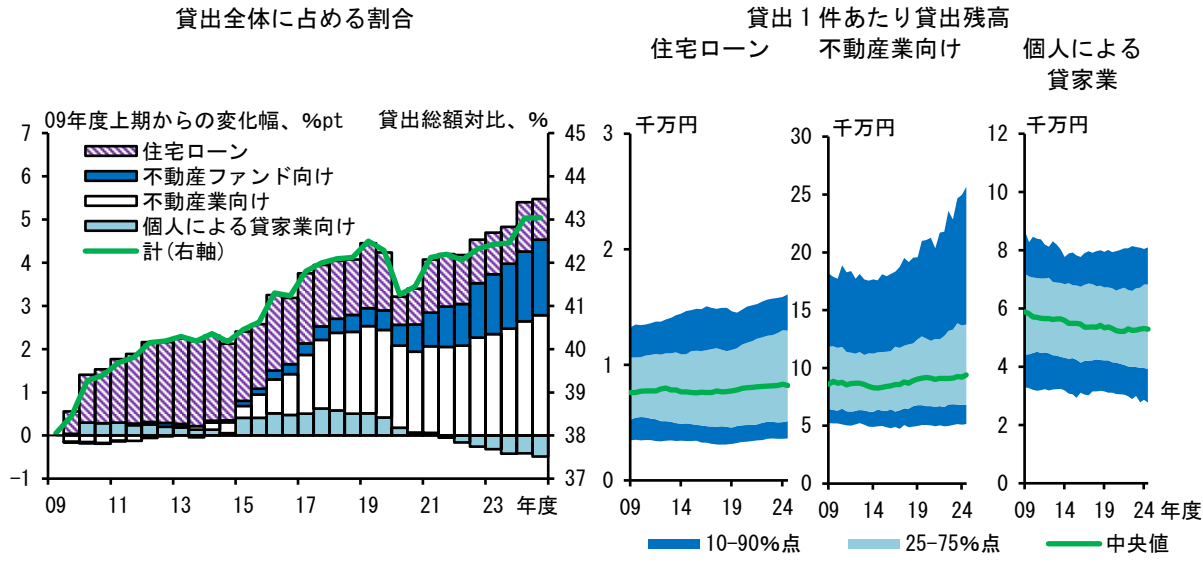
2. 右図の直近は2025/7月。デフォルト率は破綻懸念先基準（RDB企業デフォルト率）。

（出所）CRD協会、日本リスク・データ・バンク

金融機関の不動産関連貸出をみると、貸出全体に占める割合が趨勢的に上昇するもとで、与信先構成が個人による貸家業向け以外の不動産業向けや不動産ファンド向けに徐々に変化してきている（図表V-1-18）。貸出1件あたりの貸出額をみると、不動産取引価格が上昇するもとで与信の大口化が進んでいる先もみられる。金融機関は、与信先のリスクプロファイルやその構成変化を念頭に置きつつ、不動産の価格変動リスクやストレス時に過去とは異なる

る経路で影響が及ぶ可能性などにも留意して、リスク管理を行っていく必要がある^{24、25}。

図表 V-1-18 不動産関連貸出



(注) 集計対象は大手行、地域銀行、信用金庫、新業態。直近は 2024 年度下期。左図は不動産関連貸出の総貸出に占める割合について、2009 年度上期からの変化幅を要因分解したもの。「不動産業向け」は、貸出先別貸出金統計における「不動産業」から「個人による貸家業（個人への賃貸用住宅の建築・購入資金向け貸出（いわゆるアパートローン等）」を除く（左図では「不動産流動化等を目的とする SPC」も除く）。

(出所) 日本銀行

2. ノンバンク部門を巡るリスクと金融安定上の含意

グローバルな金融システムにおけるノンバンク金融仲介機関（NBFI）のプレゼンスは、リーマンショック以降拡大しており、金融資産の価格形成に大きな影響を及ぼしている。わが国においては、国内の金融資産に占めるノンバンク金融仲介機関（NBFI）のシェアは 3 割程度だが、海外ノンバンク部門によるわが国金融市場への投資や国内金融機関による海外ノンバンク部門への投融資が趨勢的に増えており、わが国の金融システムと海外ノンバンク部門の結びつきは強まっている（図表 V-2-1、国内ノンバンク部門の動向についてはⅢ章 2 節を参照）²⁶。

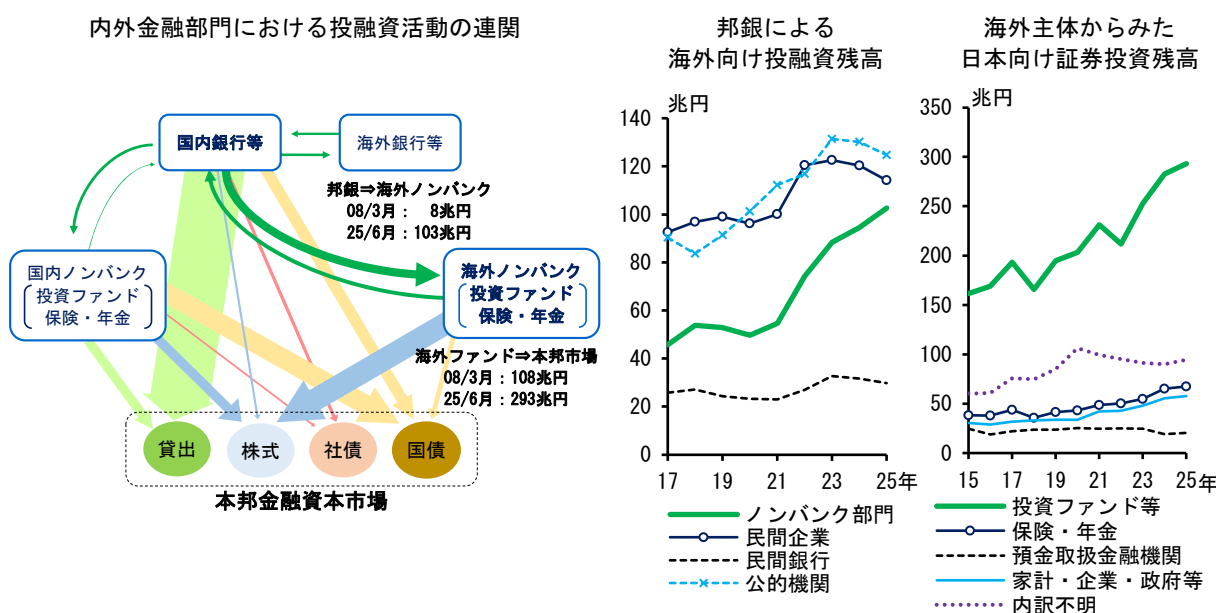
²⁴ 例えば、不動産ファンド向けを中心としたノンリコースローンでは、デフォルト時の返済原資が貸出対象となる不動産が生み出すキャッシュフローとその売却価値に限定されることから、不動産価格や賃料変動の影響を直接的に受けやすいと考えられる。具体的な取り組みやリスク管理手法については、金融システムレポート 2023 年 4 月号の BOX2 等を参照。

²⁵ 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。詳細は、金融システムレポート 2024 年 4 月号を参照。同レポートでは、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）。

²⁶ わが国金融機関および金融資本市場と海外ノンバンク部門との相互関連性に関する事実整理については、金融システムレポート 2025 年 4 月号の V 章 2 節や次の文献を参照。大石洋・小林永典・杉原慶彦、「ノンバンク金融仲介機関の近年の動向と強靱性向上への取り組み」、日銀レビューシリーズ、2025-J-3、2025 年 5 月。江口万里奈・

V. 金融循環と環境変化に伴う課題
2. 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-2-1 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資残高を示す（2025/6月末時点。データ制約から一部は非表示）。中図は、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）。右図は、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）。中図と右図の直近 2025 年は 6 月末の値。

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

（1）海外ノンバンク部門の内外金融市場における投資活動

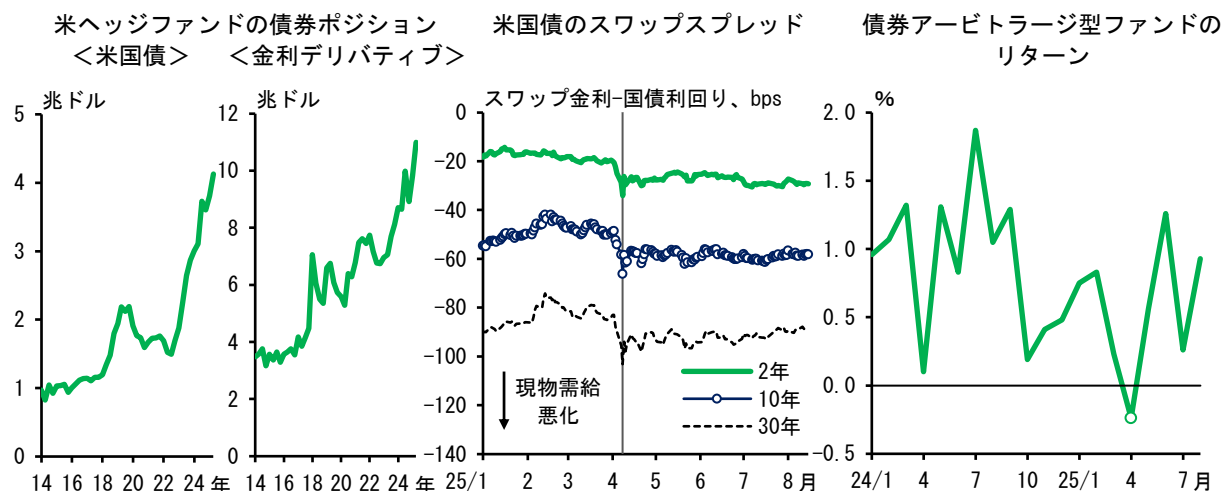
ヘッジファンド

本年 4 月初の市場変動時においても、海外ノンバンク部門によるポジション調整が資産価格変動の増幅に寄与したとみられる局面が生じた。とくに米国の債券市場では、相互関税公表前から、アセットスワップ（米国債買い、金利スワップ払い）のポジションが積み上げられており、相互関税公表後、長期金利が一旦低下した後に上昇するもとでスワップスプレッドがマイナス方向に拡大し、大規模な損失を回避するためにヘッジファンドが米国債を売却したことが一層の金利上昇に寄与したとの指摘がある（図表 V-2-2）²⁷。一方で、ドル円の為替相場では、昨年 8 月の市場変動時には、ヘッジファンド等による円キャリーポジションの巻き戻しが生じるもとで、円高方向への動きがみられたが、本年 4 月においては、ヘッジファンドによるドル円のポジションの幾分の修正はあったとみられるものの、全体としては、円ロングが続く姿に大きな変化はなかった（前掲図表 II-2-7）。

大久保友博・山本健太・鷲見和昭、「ノンバンク部門の国際比較—データ面からみた国内金融システムにおけるプレゼンス」、日銀レビューシリーズ、2025-J-5、2025 年 6 月。

²⁷ このところ現物ロングのポジションが積み上がってきた背景としては、米国における補完的レバレッジ比率規制等の銀行規制の緩和観測に伴い、将来的に米銀による米国債購入が増えることで相対的に米国債利回りが低下することを見込んだトレードが増加してきたことが指摘されている。例えば、Perli, R., "Recent Developments in Treasury Market Liquidity and Funding Conditions," Remarks at the 8th Short-Term Funding Markets Conference, Federal Reserve Bank of New York, May 2025 を参照。

図表V-2-2 米ヘッジファンドの債券取引動向

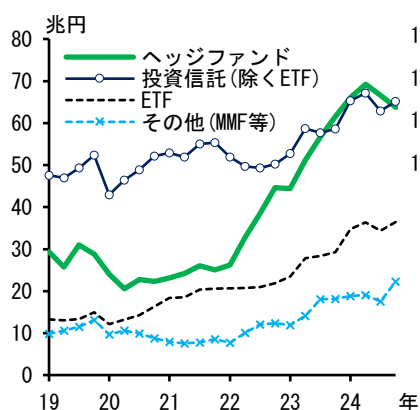


(注) 左図はグロスペースのポジション（ロングとショート合計）。直近は左図が 2025/2Q、中図が 2025/8/15 日、右図が 2025/8 月。中図の縦線は 2025/4/8 日を示す。

(出所) BarclayHedge、Bloomberg、OFR

近年、米国のヘッジファンドの日本向け投資額が急速に増加している（図表V-2-3、債券市場におけるヘッジファンドのプレゼンス拡大については、BOX2 を参照）。また、ヘッジファンドのレバレッジは、このところ一段と高まっている（図表V-2-4）。レバレッジが高いということは、市場が急変する際、証拠金の追加差し入れやレポ市場での借り換え困難化などにより、急速なデレバレッジが発生することで、内外の資産価格変動が増幅されるリスクが大きいことを示唆していると考えられる²⁸。

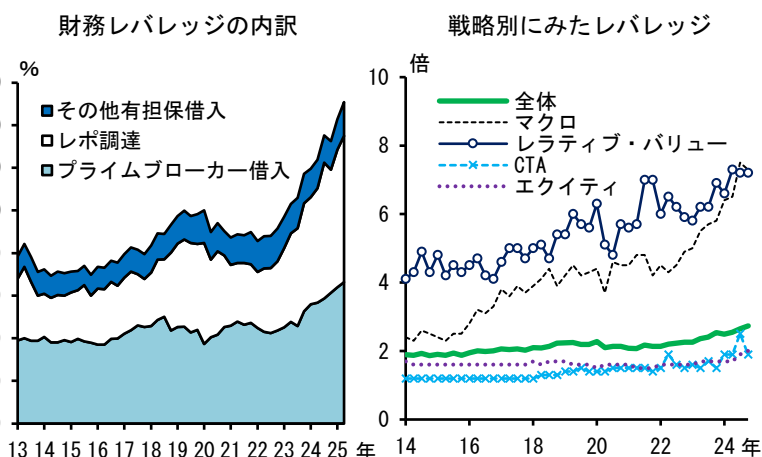
図表V-2-3 米国の投資ファンドによる日本向け投資額



(注) 「ヘッジファンド」は、デリバティブを勘案したグロスペースの総エクスポージャー。直近は 2024/4Q。

(出所) SEC、日本銀行

図表V-2-4 米ヘッジファンドのレバレッジ



(注) 1. 左図の財務レバレッジは借入金額÷純資産総額。

2. 右図のレバレッジは総資産総額÷純資産総額。各戦略については、金融システムレポート 2025 年 4 月号の BOX4 等を参照。

3. 直近は、左図が 2025/2Q、右図が 2024/4Q。

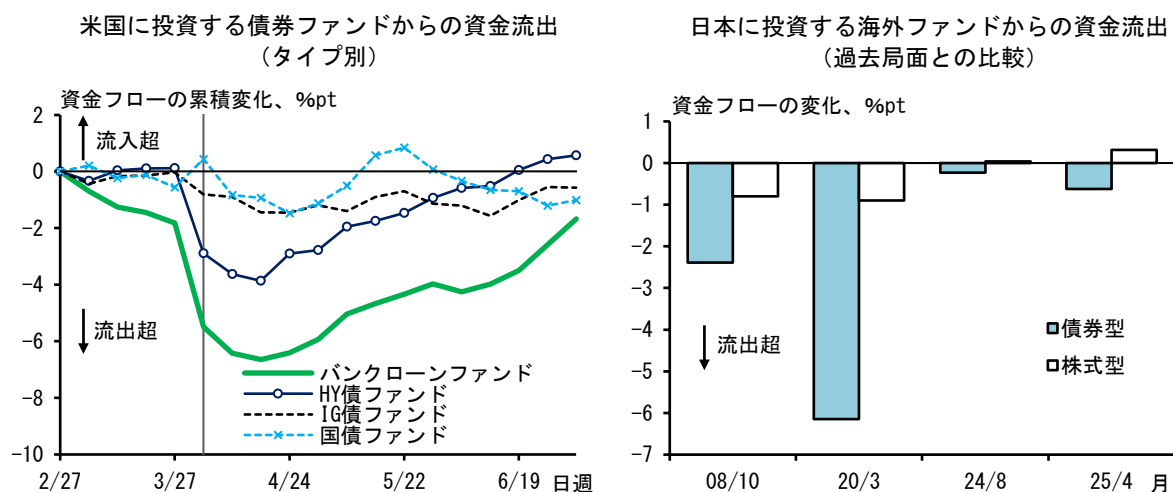
(出所) OFR、SEC

²⁸ FSB は、2025 年 7 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最終報告書を公表した。

オープンエンド型ファンド

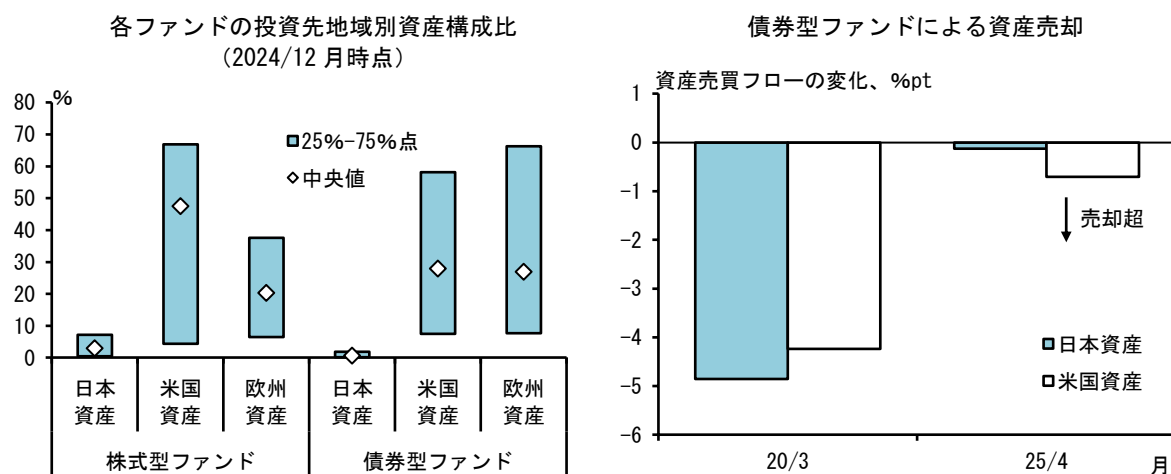
オープンエンド型ファンドについては、4 月第 1 週以降、主として米国債券を保有する債券ファンドのうち、信用リスクが高い債券に投資するファンドや平均満期が長い債券に投資するファンドを中心に、一時的に資金流出がみられており、資金流出がほとんどみられなかった昨年 8 月の市場変動対比では、ストレスが大きかったことが示唆される（図表 V-2-5 左図）。もっとも、解約・償還の高まりは比較的短期間で解消されたほか、債券以外に投資するファンドについても、2020 年 3 月に生じたような、解約・償還の顕著な高まりはみられなかった（図表 V-2-5 右図）。日本資産へ投資を行っているファンドについても、資金フローに総じて変化はなく、日本の債券の大規模な売却も生じていない（図表 V-2-6）。

図表 V-2-5 オープンエンド型ファンドからの資金流出



（注）1. 左図は各時点のネット資金流入額の 2025/2/27 日週（末日である 3/5 日時点）の資産残高合計に対する比率。図中の縦線は 2025/4/3 日週。直近は 2025/7/3 日週。
2. 右図は各ファンドの資金フロー（ネット資金流入額の対ファンド規模比率）の、日本への投資残高による加重平均値。
（出所）EPFR、Haver Analytics、LSEG Lipper

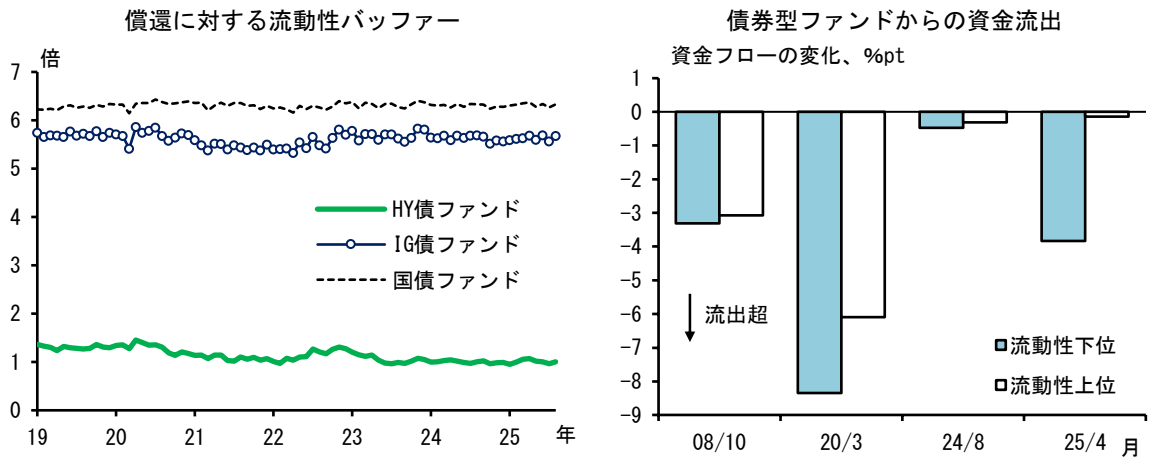
図表 V-2-6 日本に投資する海外ファンドの本邦資産への依存度と資産売却



（注）右図の資産売却フロー（ネット売却額の対保有残高比率）は、山本・大久保・安部・箕浦（2025）に基づく試算値（投資先地域別に資産残高の変化から時価変動部分を除去）。
（出所）LSEG Lipper、山本健太・大久保友博・安部展弘・箕浦征郎、「海外オープンエンド型ファンドが本邦金融資本市場にもたらす影響」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 25-J-8、2025 年 6 月

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
 るようなストレス期において保有有価証券売却を余儀なくされることで、市場変動を増幅さ
 せる可能性が指摘されている²⁹。こうした償還に対応するため、オープンエンド型ファンド
 は、投資有価証券のほか、現金を含む流動性資産を相応に保有している（図表 V-2-7）。流動
 性資産保有は、先行者利益（first-mover advantage）の抑制を通じて、償還規模を限定的に
 すると考えられており、実際に多くの流動性資産を保有するファンドほど、ストレス時に
 おいて償還率の拡大が抑制される傾向がある。もっとも、償還率の大きさはファンドごとにば
 らつきが生じ得るもとで、ストレスの性質や規模次第では、保有有価証券の売却を通じて、
 市場変動の増幅要因となる可能性がある。

図表 V-2-7 日本に投資する海外ファンドの流動性バッファー



（注）1. 左図は、欧州証券市場監督局（ESMA）の手法を参考に、大規模償還が生じた場合（ファンドタイプ別の資金流出率の 2007/1～2024/12 月における 5% タイル値と想定）の各ファンドの流動性カバレッジ比率を集計（中央値）。分子の高流動性資産（HQLA）は、現金、国債、社債、証券化商品、株式の残高に格付け別の掛け目を乗じて算出。直近は 2025/8 月。
 2. 右図の「流動性上位・下位」は、左図で計算した各ファンドの流動性カバレッジ比率の中央値を用いて区分。各ファンドの資金フロー（ネット資金流入額の対ファンド規模比率）の、日本への投資残高による加重平均値。
 （出所）LSEG Lipper

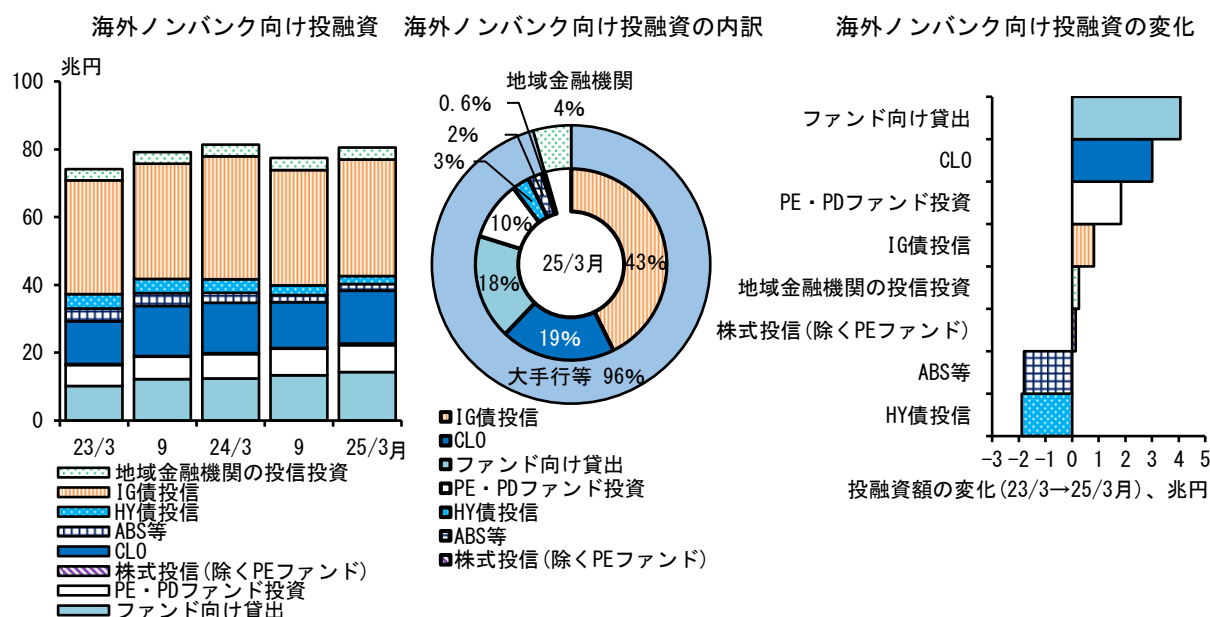
海外ノンバンクの投資活動は、海外の金融市場だけではなく、国内の金融市場の変動にも
 つながる可能性がある。例えば、わが国に投資を行っている海外オープンエンド型ファンド
 の多くは、日本を含む複数地域を投資対象としているため、日本市場由来のストレスがなく
 とも、グローバルな金融・経済の変化に応じて償還が起きる場合には、わが国金融市場を
 含むグローバルな市場において保有資産の売却を行うことがある（前掲図表 V-2-6 右図）。こ
 の結果、グローバルなショックがわが国に伝播する可能性がある。

²⁹ 日本に投資する海外オープンエンド型ファンドへの資金フローや資産売買行動については、山本健太・大久保友博・安部展弘・箕浦征郎、「海外オープンエンド型ファンドが本邦金融資本市場にもたらす影響」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.25-J-8、2025 年 6 月を参照。

(2) 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。海外ノンバンク部門向け投融資をみると、投資信託がもっとも多く、ファンド向け貸出がそれに次ぐ姿になっている（前掲図表V-2-1、図表V-2-8）。

図表V-2-8 本邦金融機関の海外ノンバンク向け投融資



(注) 集計対象は大手行等（除く信託銀行）の海外ノンバンク向け投融資と地域金融機関の外国籍投信。「ファンド向け貸出」は米州ファンド向け貸出エクスポージャー（コミットメントラインを含む）。「ABS等」はCLOとMBSを除く証券化商品とバンクローンファンド向け投資。

(出所) 日本銀行

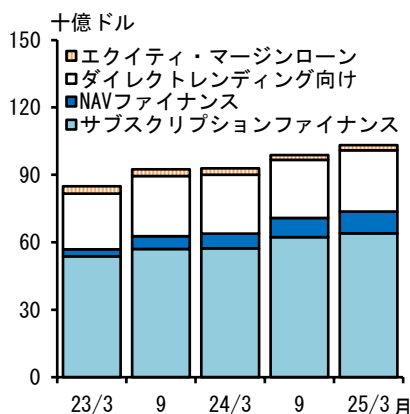
投資信託の多くはオープンエンド型ファンドであり、ファンドのリターンの変動は直接的に当該ファンドを保有する金融機関の有価証券評価損益等の変動に帰結するほか、ファンド自体を直接的に保有していない場合であっても、こうしたファンドの投資活動が、類似の資産価格の変動を増幅することを通じて、本邦金融機関の有価証券ポートフォリオのリターンに影響を及ぼす可能性もある。

プライベートエクイティ（PE）やプライベートデット（PD）を中心としたプライベートファンド向けの投融資についてみると、まず、ファンド向け貸出は、貸出全体に占める割合は未だ低いものの、大手行を中心に増加している（図表V-2-9 左図）³⁰。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PE・PDファンド向け貸出に注力してきたことが背景にある。PE・PDファンド向け投資について

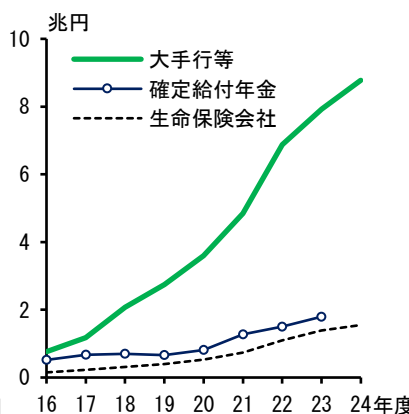
³⁰ 本邦金融機関の海外プライベートファンド向け投融資やプライベートファンドを巡る最近の動向については、金融システムレポート2025年4月号のBOX3や竹村啓太・岩村由子・沓脱誠、「プライベートファンドを巡る最近の動向—PE・PDファンドの拡大と近年の特徴点—」、日銀レビューシリーズ、2025-J-9、2025年9月を参照。

も、大手行等による積み増しがみられるほか、国内機関投資家についても、このところ PE・PD ファンドへの LP 投資（運用委託）が増えている（図表 V-2-9 右図）。

図表 V-2-9 本邦金融機関のプライベートファンド向け投融資
3メガ行の海外ファンド向け貸出



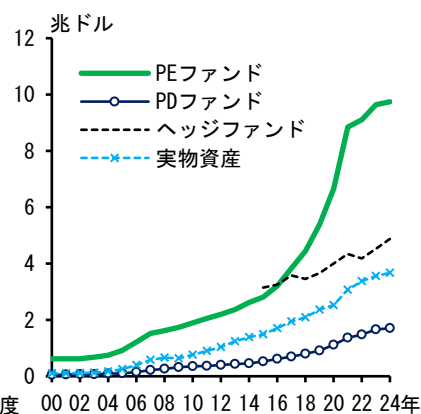
邦銀・本邦機関投資家の
PE・PD ファンド投資



（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（一部線形補完等により試算）。

（出所）企業年金連合会、各社開示資料、日本銀行

図表 V-2-10 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。直近は「ヘッジファンド」が 2024/9 月、その他が 2024/12 月。

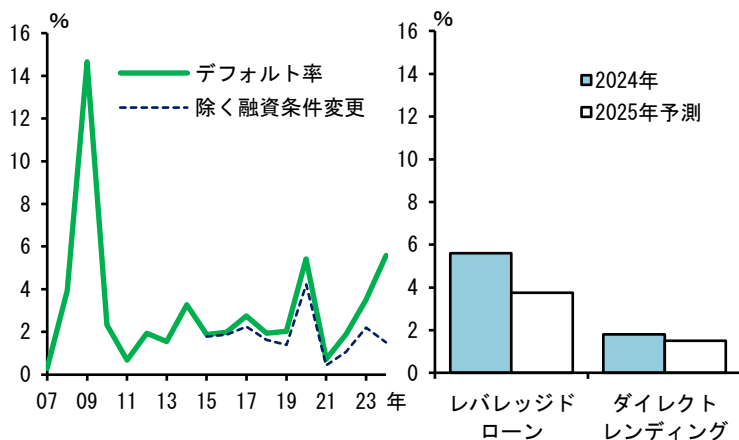
（出所）Preqin

海外 PE ファンドの動向をみると、既往の金利上昇や経済・金融情勢を巡る不確実性が高いもとで、エグジット（M&A や IPO 等を通じた売却）の先送りがみられており、運用資産残高の拡大傾向も幾分鈍化している（図表 V-2-10）。こうしたもとで、投資先企業のキャッシュフローやファンドの出資持分などを担保とした NAV ファイナンスの活用が増加しており、邦銀による NAV ファイナンスも増加傾向にある（前掲図表 V-2-9 左図）。NAV ファイナンスについては、足もと、海外ファンド向け貸出に占めるウエイトは小さいほか、LTV も総じて低位に抑制されているものの、担保価値の急変動がみられないか、借入規模が過大となっていないか等を確認する必要があり、引き続き、適切なリスク管理が求められる。なお、海外 PE ファンドの投資先企業の債務返済能力について、LBO の際に活用されることが多いレバレッジドローンのデフォルト率は、返済条件の変更などを含めると幾分上昇している（前掲図表 II-1-3、図表 V-2-11 左図）。

近年拡大している PD ファンドについては、典型的には、相対のダイレクトレンディングによって融資先と密接な関係を持ちつつコバナンツを細かく設定することで、融資先の信用力悪化を早期に把握し、経営改善の取り組み等の働きかけを行っているとされており、これまでのところデフォルト率に大幅な悪化は生じていないとみられる（図表 V-2-11 右図）。もっとも、一部の融資先において、融資条件を緩和した貸出（PIK 貸出）が増えるなど、デフォルトの顕在化の先送りにつながっているとの指摘もみられる（図表 V-2-12）。プライベートファンド向け投融資については、投融資先の状況を含め運用実態の把握が引き続き重要である。

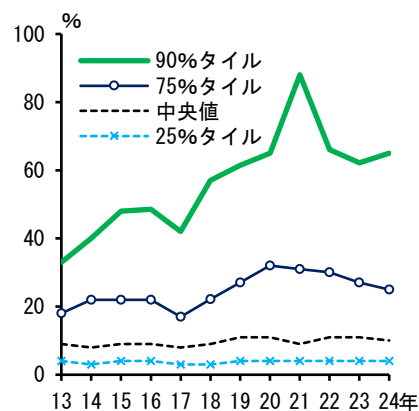
V. 金融循環と環境変化に伴う課題
3. 経営環境の変化がもたらす機会とリスク

図表V-2-11 借入形態別のデフォルト率（米国）
レバレッジドローンの動向 ダイレクトレンディングとの比較



（注）金額ベース。左図の直近は2024年。右図の「2025年予測」はKBRAによる2025/9月時点の値。
（出所）KBRA DLD

図表V-2-12 プライベートファンドの投融資先におけるPIK適用比率



（注）大規模PEファンドマネージャーの回答分布。PIK（Payment-in-Kind）は、各期の利息支払いを満期まで繰り延べ、満期に元本と合わせて一括返済する仕組み。
（出所）SEC

3. 経営環境の変化が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とレジリエンス向上

国内で確認されたランサムウェア被害件数は高水準で推移しているほか、フィッシング攻撃が増加するもとでインターネットバンキングにおける不正送金被害はこのところ大きく増加しており、国内におけるサイバー攻撃の脅威は引き続き高い状態にある（図表V-3-1 左図、中図）。2025年入り後は、証券会社の顧客口座への不正なログインや株式等不正売買事案が急増した（図表V-3-1 右図）³¹。

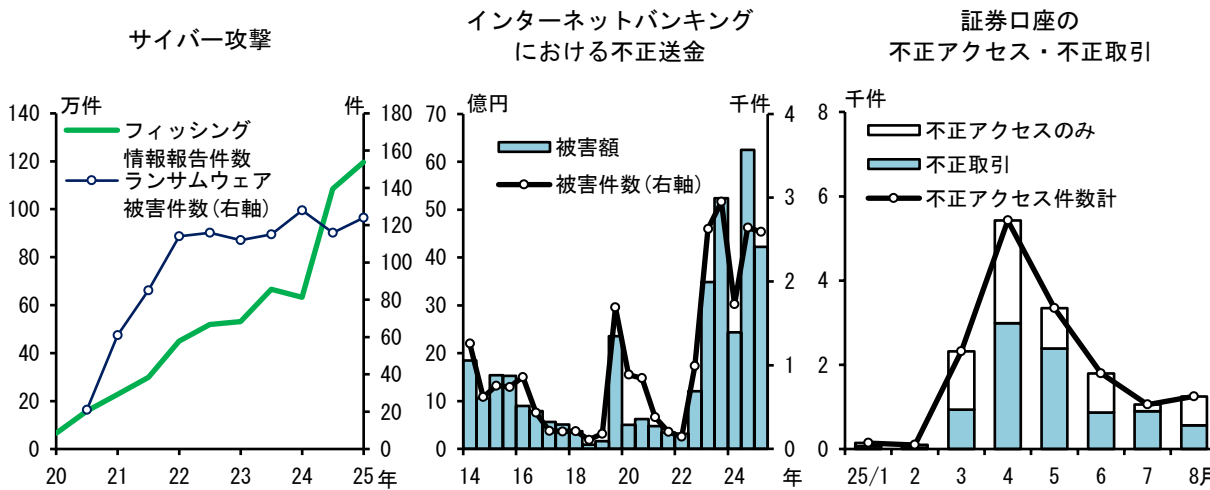
金融機関においてサイバーセキュリティやオペレーショナル・レジリエンスの強化が求められるもとで、金融庁は、本年6月に「金融分野におけるITレジリエンスに関する分析レポート」を公表した³²。同レポートでは、2024年度に発生したシステム障害事例をまとめたうえで、金融機関に求められるシステム障害対応やサイバーセキュリティ対策を論じているほか、利用が拡大しているクラウドサービスの特性を踏まえたリスク管理や耐量子計算機暗号

³¹ こうした状況を受け、7月15日、金融庁は「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」等の一部改正案（インターネット取引における認証方法や不正防止策の強化を企図）を公表したほか、日本証券業協会も「インターネット取引における不正アクセス等防止に向けたガイドライン」の改正案を公表した。

³² このほか、金融庁は、2024年10月に「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」を公表した。同ガイドラインは、日本銀行の金融機関考査においてもサイバーセキュリティ管理体制の整備状況の点検において参考としている。詳しくは、日本銀行「2025年度の考査の実施方針等について」を参照。

(Post-Quantum Cryptography:PQC)への移行を巡る論点について整理している³³。また、サイバーインシデントは、個別の金融機関やその利用者にとってのリスクであると同時に、その影響が他の金融機関に広がるケースも考えられるため、マクロプルーデンスの観点からも重要なリスクであるといえる。各国の金融当局においても、このような認識のもと個別金融機関および金融システム全体のレジリエンスの一層の向上に向けた動きがみられている³⁴。

図表 V-3-1 わが国におけるサイバー関連被害件数



(注) 左図、中国の直近は 2025 年上期。「ランサムウェア被害件数」のデータ始期は 2020 年下期 (2023 年上期以降はノーウェアランサム被害件数を含む)。右図は証券会社による金融庁への報告ベース (9/8 日時点)。
(出所) 金融庁、警察庁、フィッシング対策協議会

金融機関には、こうした内外の情勢も踏まえつつ、経営層の関与のもと、サイバー攻撃への対策を講じてもなおインシデントが発生することを前提に、組織のガバナンス・体制強化、投資、人材育成への取り組みを継続し、IT レジリエンスを高めていくことが求められる³⁵。

新技術への対応

近年、生成 AI が急速に社会に浸透しており、わが国の金融機関でも、既存業務の効率化を中心とした利用が進んでいる。日本銀行が昨年に続き実施したアンケート調査によると、現状、約 5 割の金融機関が生成 AI をすでに利用しているほか、試行中を含めると 7 割強、将来的な試行・利用検討まで含めると 9 割強にのぼるなど、生成 AI の利用が大幅に拡大してい

³³ PQC への移行については、金融庁を中心とする幅広い関係者が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の議論を進め、2024 年 11 月には「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」が公表された。

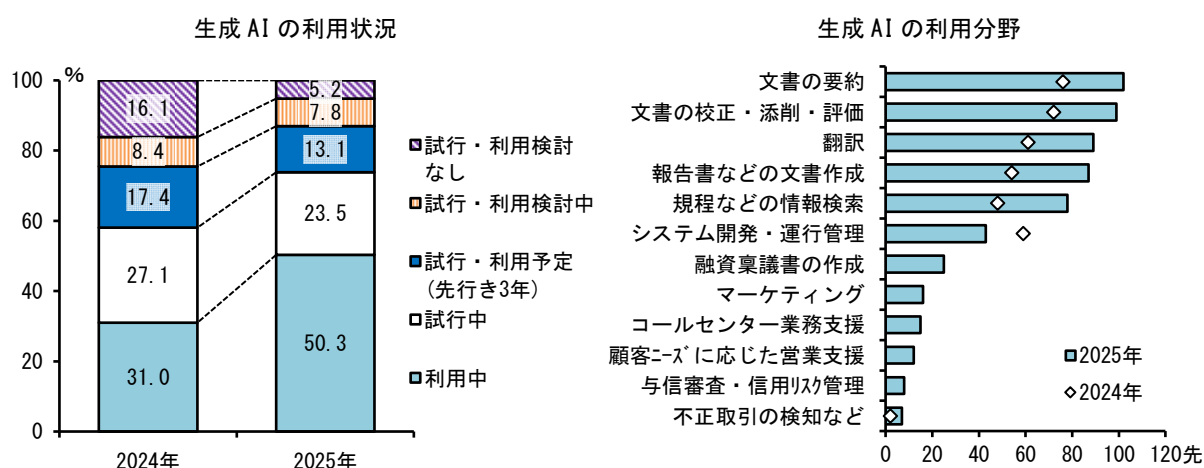
³⁴ 具体的に、サイバーインシデントが金融機関の信用リスクや流動性リスクに与える影響を定量評価する試みもみられている。例えば、次の文献を参照。Khiaonarong, T., K. Korpinen, and E. Islam, "Using Simulations for Cyber Stress Testing Exercises," IMF Working Paper, WP/25/85, May 2025. Vermeulen, R., M. Sydow, C. Brousse, F. Cascao, J. Figue, C. Marques, J. Nyholm and F. Virel, "Cyber resilience stress testing from a macroprudential perspective," ECB Macroprudential Bulletin 27, March 2025.

³⁵ 本年 6 月には G7 のサイバー・エキスパートグループが再接続枠組みのベストプラクティスを公表し、金融業界が、インシデントの発生を前提として、一貫したアプローチをとることの重要性に言及している。G7 Cyber Expert Group, "Reconnection Framework Best Practice," June 2025.

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

る（図表V-3-2 左図）³⁶。昨年の調査と比較すると、文書の作成・要約・翻訳・添削や情報検索といった業務効率化につながる利用分野で生成 AI を活用している金融機関が増加したほか、マーケティング、コールセンター業務支援、顧客ニーズに応じた営業支援といった収益増加につながる業務への利用の広がりがみられている（図表V-3-2 右図）。生成 AI の活用にあたっては、回答に含まれるバイアスや事実誤認（ハルシネーション）が業務遂行や事業にもたらし得るリスクのほか、サードパーティに起因するリスクにも留意する必要がある。また、生成 AI に対して意図しない動作を引き起こす情報を入力するプロンプト・インジェクションのほか、生成 AI を悪用して作成されたランサムウェアやフィッシングメール、ディープフェイクなどを用いた、巧妙かつ大規模なサイバー攻撃の脅威が高まっていることにも注意が必要である。このほか、幅広い市場参加者が同一の生成 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。

図表 V-3-2 生成 AI の利用状況と利用分野



（注）日本銀行による「AI の利用状況等に関するアンケート」（各年 4～5 月に実施）の結果に基づく。右図の集計対象は、生成 AI を利用中または試行中の金融機関（複数回答可。2024 年分と 2025 年分では質問項目が一部異なる）。

（出所）日本銀行

このほか、暗号資産のうち、安全資産による裏付け等により価値の安定を目指すステーブルコインの動向も注目される。米国では、2025 年 7 月にステーブルコイン法（GENIUS 法）が成立したもと、今後、取引環境や規制が整備され、市場規模は足もとの約 2,500 億ドルから大きく拡大する可能性があるとの指摘もある。わが国においても、2025 年 6 月に「資金決済に関する法律の一部を改正する法律」が成立し、ステーブルコインの裏付資産について、要求払預貯金に加え、一定の範囲内で国債等で保有することが認められることとなった。ステーブルコインの利用は現時点では限定的であるものの、金融市場への影響やリスクの所在、

³⁶ 本年の調査は、取引先金融機関のうち 153 先（大手行 10 行、地域銀行 97 行、信用金庫 19 先、その他 27 先）を対象に 4～5 月に実施。詳しくは、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—2025 年度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、2025 年 9 月。

リスク顕在化時の波及経路などについてフォローしていく必要がある³⁷。

（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に影響を及ぼす可能性がある。金融庁と日本銀行は、金融システム面からの気候変動対応についての取り組みの一環として、本年 6 月に 3 メガバンクを対象とした「気候関連リスクに係る第 2 回シナリオ分析」の結果を公表した³⁸。同シナリオ分析は、気候関連金融リスクがより短期間で顕在化する可能性を考慮するため、NGFS（Network for Greening the Financial System）シナリオにストレスを加えた独自シナリオも設定し、より短期間（7 年）の移行リスクに焦点を当てた分析を行っている点が特徴である（図表 V-3-3）³⁹。

図表 V-3-3 シナリオ分析の枠組みと採用シナリオ

シナリオ分析の枠組み			第 2 回シナリオ分析における採用シナリオ
	第 2 回（今回）	第 1 回（前回）	Current Policies シナリオ（NGFS シナリオ 第 4 版）
分析対象の気候関連リスク	移行リスク	移行リスク 物理的リスク	現行政策以上の温室効果ガス削減対策を実施しないシナリオ
気候リスクの分析期間	2024 年度から 2030 年度まで（7 年）	2021 年度から 2050 年度まで（30 年）	Net Zero 2050 シナリオ（NGFS シナリオ 第 4 版）
分析対象の金融リスク	信用リスク（信用コスト）		厳格な排出削減政策とイノベーションにより気温上昇を 1.5℃に抑制し、2050 年頃に世界の CO2 排出量正味ゼロを目指すシナリオ
対象資産	国内外の与信		Net Zero 2050 シナリオを補正したシナリオ
バランスシートの想定	静的バランスシート（規模・構成不変）		企業・家計の移行への取り組み遅延により経済活動が停滞するほか、企業の炭素価格負担の価格転嫁が円滑に進まず高排出セクターを中心に収益性が悪化するシナリオ
分析アプローチ	ボトムアップ型		

（出所）金融庁・日本銀行

第 2 回シナリオ分析では、第 1 回対比、業種ごとの専用モデルの構築やモデルに関する文書の整備など、3 メガバンクの分析態勢の充実を確認した。金融機関には、同シナリオ分析で示された結果や課題を参考にしつつ、気候関連金融リスク管理のさらなる高度化を図り、自身のビジネス戦略・リスク管理に活用することが期待される。また、気候関連金融リスクの波及経路の特定や顧客企業の分析の精緻化・高度化等が金融機関の投融資全体に与える影響の分析を進めていくことが期待される。

³⁷ ステアブルコイン以外の暗号資産についても、同資産を組み入れた 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が、今後の動向の不確実性は高く、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。

³⁸ 詳細は、次の文献を参照。金融庁・日本銀行、「気候関連リスクに係る第 2 回シナリオ分析【銀行セクター】」、2025 年 6 月。保険セクターについては、金融庁が同日に公表した次の文献を参照。金融庁、「気候関連リスクに係る第 2 回シナリオ分析【保険セクター】」、2025 年 6 月。

³⁹ 2025 年 5 月には、NGFS も短期気候シナリオを公表した。

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、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が継続しているとみられる点には留意する必要がある。
- マクロ・ストレステストでは、ダウンサイド・シナリオとして、リーマンショック型の「金融調整シナリオ」に加えて、「海外金利上昇シナリオ plus」を想定し、金融システムの頑健性を検証した。「海外金利上昇シナリオ plus」では、通商政策等の帰趨を巡る不確実性を踏まえ、世界貿易量減少にかかるストレスを追加的に勘案するなど、前回レポートの「海外金利上昇シナリオ」より厳しいストレスを想定している。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。
- もっとも、各国の経済政策運営や地政学的リスク、国際金融市場の動向については、今後の展開やその影響を含めて不確実性の高い状況が続いている。ストレスが顕在化した場合に、グローバルに活動するノンバンクが負のショックを増幅する可能性もある。金融機関には、様々な形のリスクが顕在化し得ることに注意しつつ、これらのリスクを適切に管理していくことが求められる。

1. 金融機関の財務基盤と損失吸収力

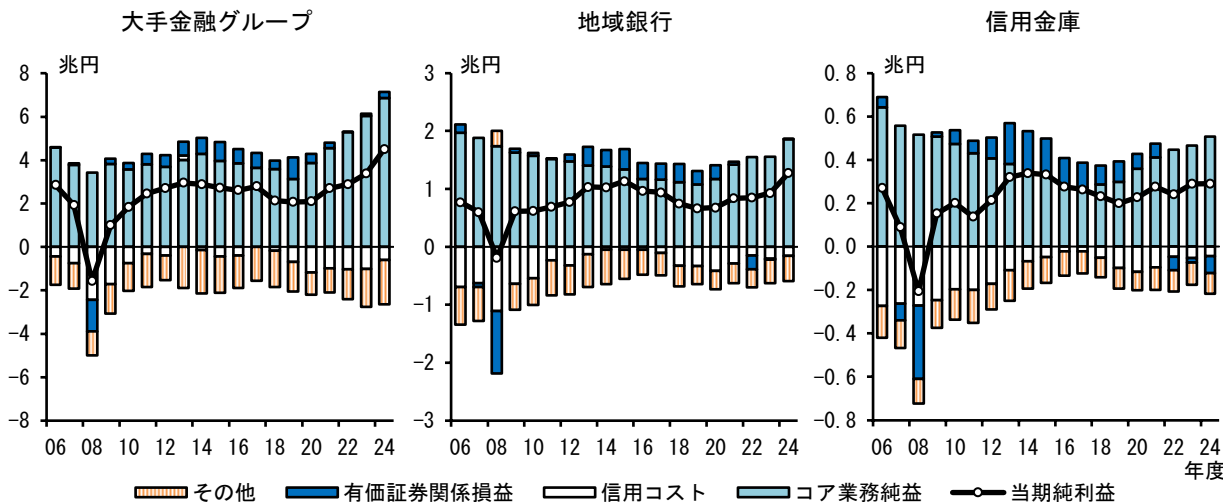
(1) 金融機関の収益力

金融機関の当期純利益は増益が続いている（図表VI-1-1）⁴⁰。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⁴¹。金融機関のコア業務純益について、投資効率を表す RORA（コア業務純益/リスクアセット）をみると、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長らく低下傾向にあったが、円金利上昇等の影響もあって近年は上昇に転じている。また、経営効率を表す OHR（経費/コア業務粗利益）が、個別のばらつきはみられるものの、ここ数年は全体として改善傾向にあることも、収益力の押し上げに寄与している（図表VI-1-2）。

⁴⁰ 2024 年度の金融機関決算については、次の文献を参照。日本銀行金融機構局、「2024 年度の銀行・信用金庫決算」、金融システムレポート別冊シリーズ、2025 年 7 月。

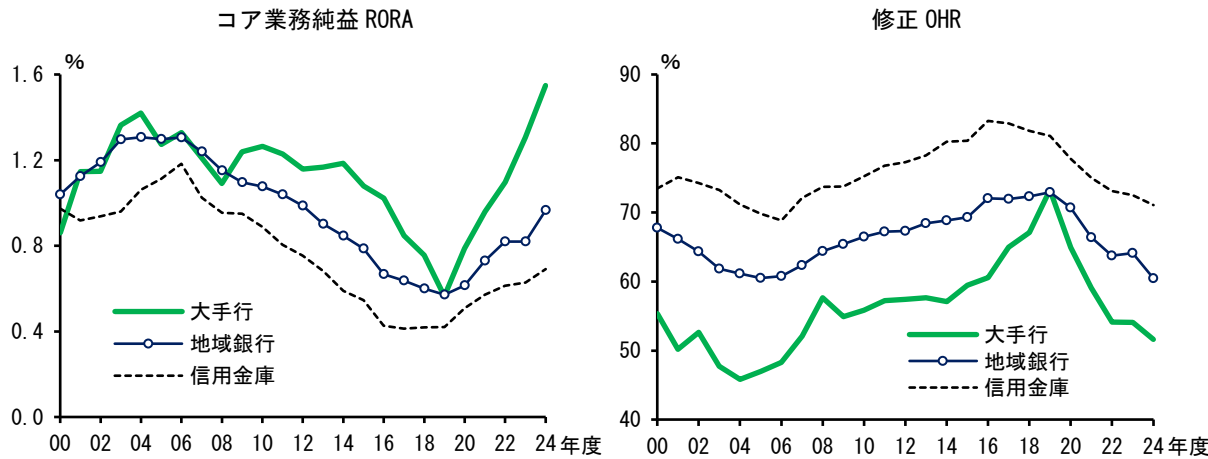
⁴¹ 半年度のコア業務純益で吸収可能な信用コスト率（損益分岐点信用コスト率）も改善しており、信用コストが短期的に増加した場合の収益バッファとして働くと考えられる。

図表VI-1-1 当期純利益



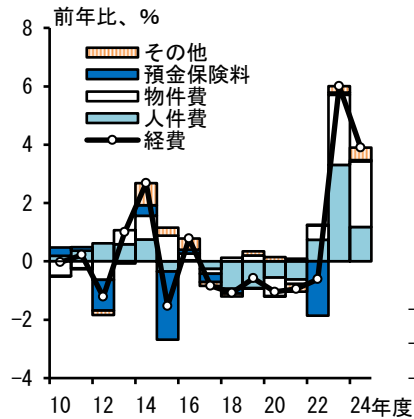
(注) 1. 2012 年度以降の投資信託解約損益は、「コア業務純益」から除き、「有価証券関係損益」に含めている。
2. 大手金融グループは、みずほ FG、三菱 UFJFG、三井住友 FG、りそな HD、三井住友トラストグループ、SBI 新生銀行、あおぞら銀行。
(出所) 各社開示資料、日本銀行

図表VI-1-2 金融機関の利益率と経費率



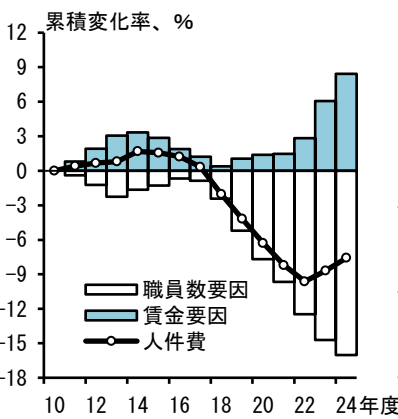
(注) 2012 年度以降の投信解約損益は「コア業務純益」と「コア業務粗利益」から除く。
(出所) 日本銀行

図表VI-1-3 金融機関の経費



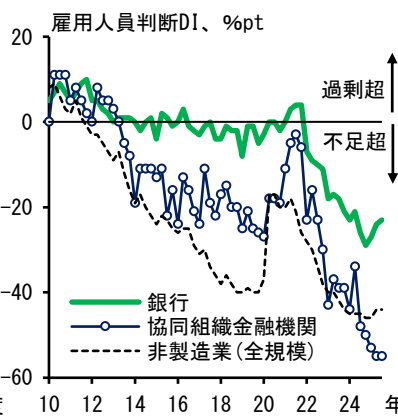
(注) 全店ベース。物件費は預金保険料を除いた値。
(出所) 日本銀行

図表VI-1-4 金融機関の
人件費



(注) 大手行は国内店ベース、地域金融機関は全店ベース。「資金要因」は「人件費」を職員数で除して算出。
(出所) 日本銀行

図表VI-1-5 金融機関の
雇用環境



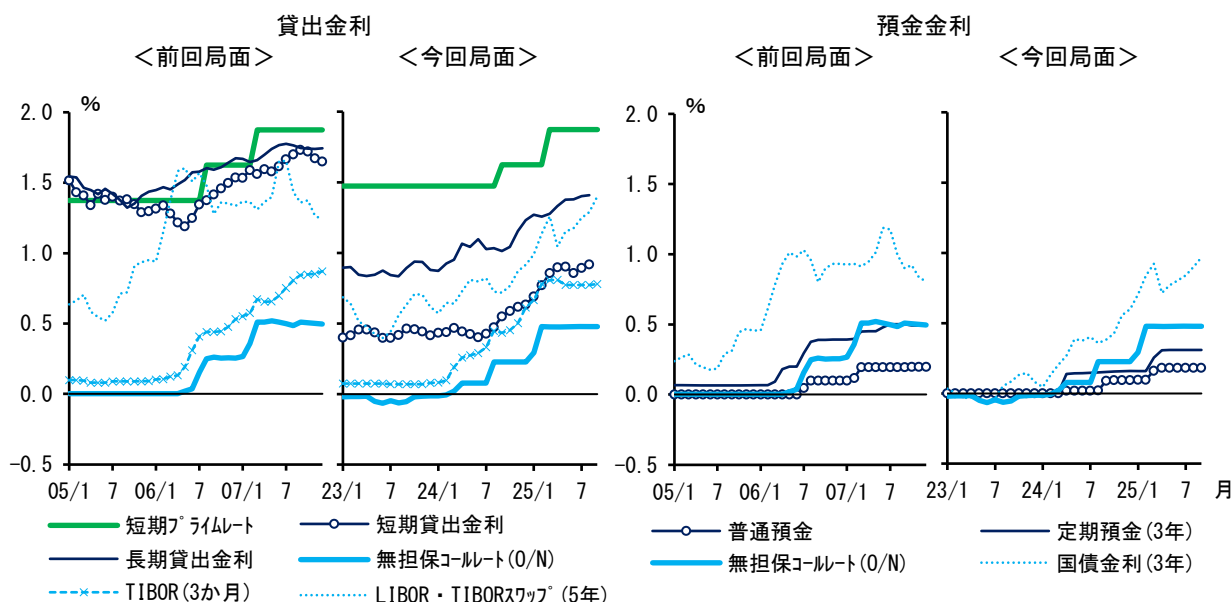
(注) 直近は 2025/9 月。
(出所) 日本銀行

経費については、最近では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、人件費の増加もみられている（図表VI-1-3、図表VI-1-4）。この点、経済全体として労働力不足の程度が高まるなか、金融機関でも人員の不足感が高い状況が続いている（図表VI-1-5）。金融機関には、人材確保・係留の取り組みに加えて、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。

（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本年 4 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、本年入り後、多くの金融機関が普通預金金利を 0.2% 程度まで引き上げているほか、定期預金金利も緩やかに上昇している。

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 2025/9 月、貸出金利が 2025/8 月。

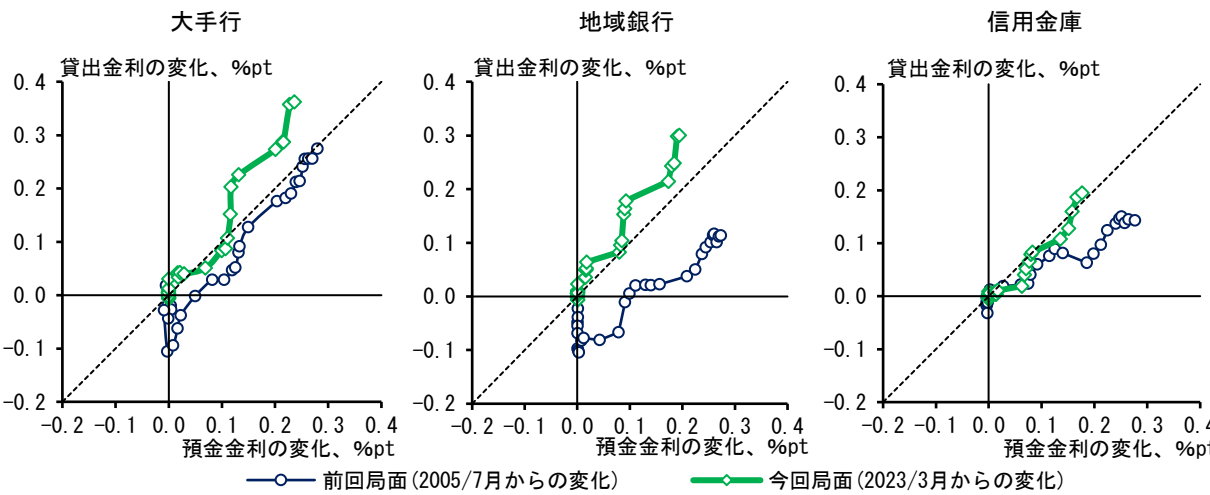
（出所）Bloomberg、Haver Analytics、財務省、日本銀行

貸出金利と預金金利の動きを、前回金利上昇局面と比べてみると、地域金融機関では、預金金利の引き上げ幅は、定期預金金利を中心に相対的に小幅にとどまっている一方、貸出金利は、前回局面よりも上昇幅が大きくなっている（図表VI-1-7）。有価証券運用も含めた円金利上昇の影響をみると、保有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、収益の改善に寄与している姿が窺われる（図表VI-1-8）⁴²。もっとも、国内の構造的な借入需

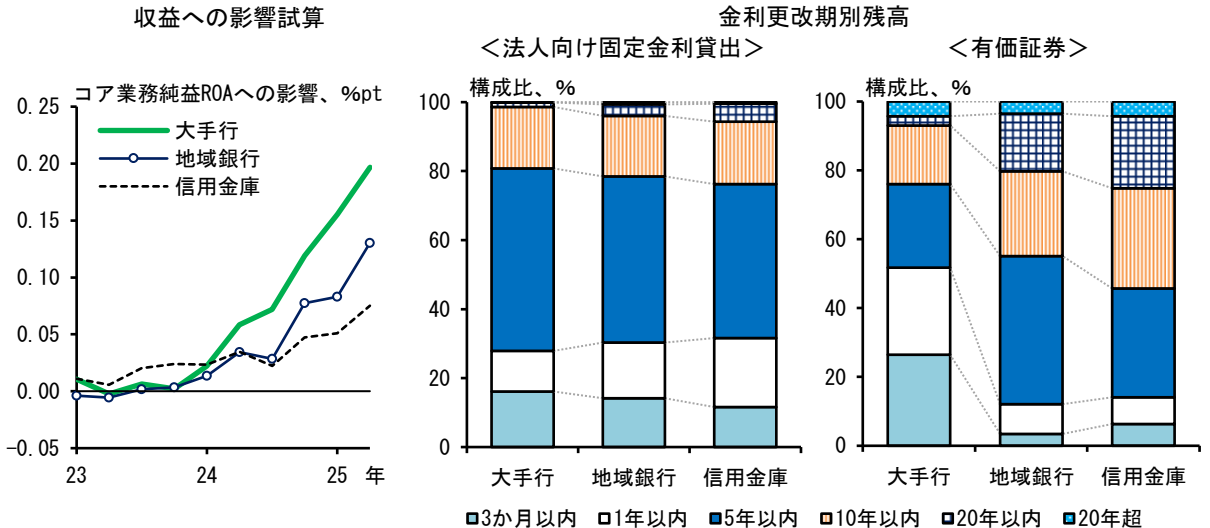
⁴² 円金利上昇が、1、3、5 年後の各年でみた業態ごとのコア業務純益に及ぼす影響については、金融システムレポート 2024 年 10 月号の図表IV-4-6 を参照。

要の減少といった収益力への趨勢的な下押し圧力や、貸出先の信用力の改善が続くもとで、今次局面における貸出金利引き上げ時点での貸出利鞘自体の大きさは、前回局面に比べて大幅に圧縮されているという点には留意が必要である。

図表 VI-1-7 貸出金利と預金金利の引き上げ幅



図表 VI-1-8 円金利上昇が金融機関収益に与える影響



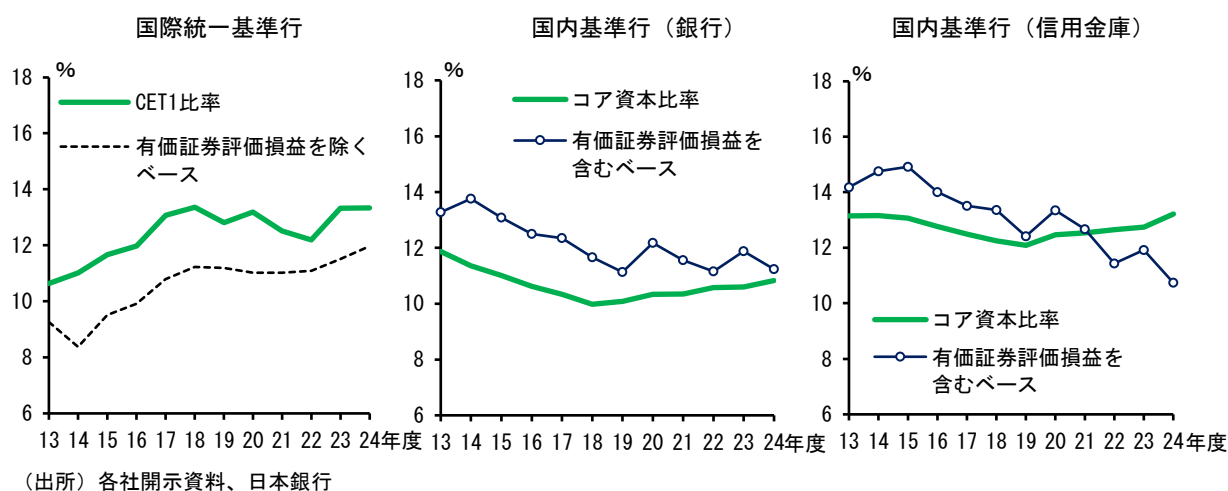
（3）自己資本の充実度と損失吸収力

金融機関は、十分な自己資本を確保している。2024 年度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-1-9）。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

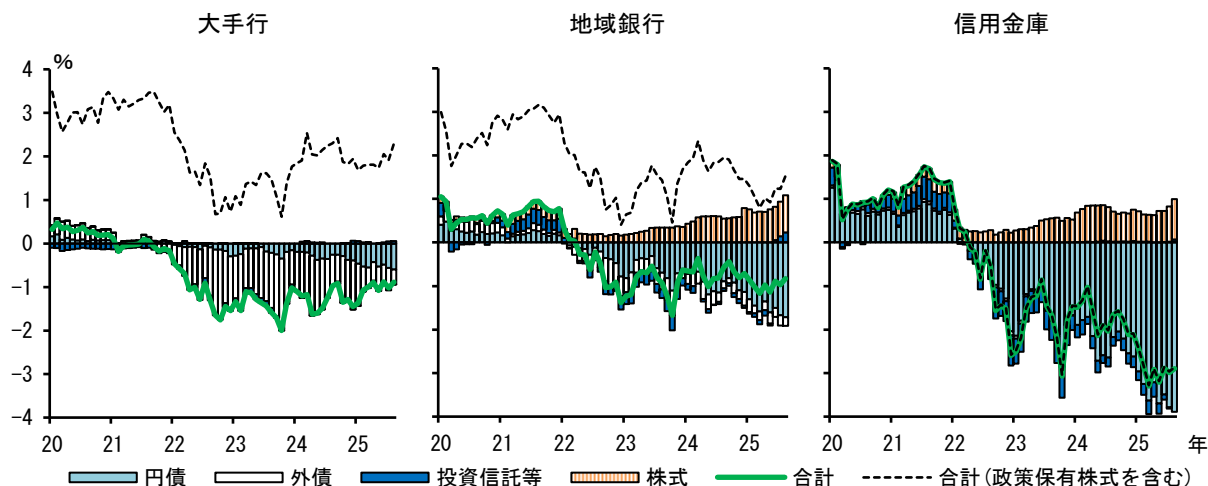
VI. 金融システムの頑健性
1. 金融機関の財務基盤と損失吸収力

済価値ベースでは資本バッファ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、相対的に大きな損超となっている（図表VI-1-10）。もっとも、時間の経過とともにロールダウン効果による債券価格の上昇が生じると考えられるほか、コア業務純益でみた基礎的収益力は、金利耐性が相対的に低い先も含めてこのところ改善しており、この点は、今後の自己資本の蓄積を通じて、損失吸収力の高まりに寄与するとみられる（図表VI-1-11）⁴³。金融機関は、全体として充実した資本基盤を備えているが、今後の不確実性も踏まえた丁寧なバランスシート運営を行っていく必要がある。

図表VI-1-9 自己資本比率

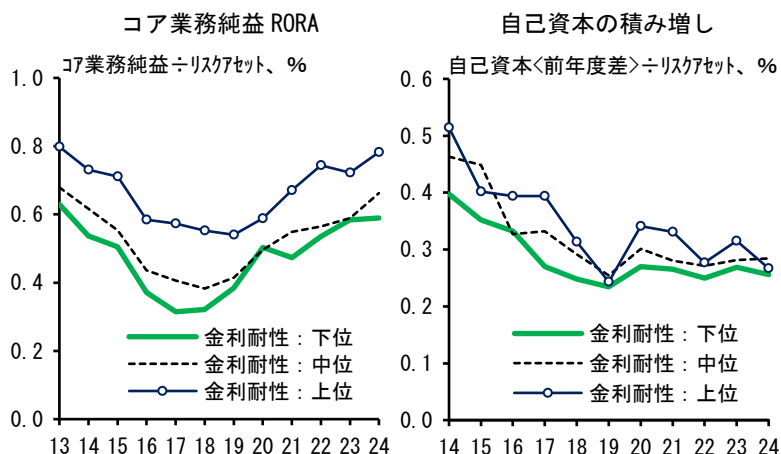


図表VI-1-10 有価証券の評価損益



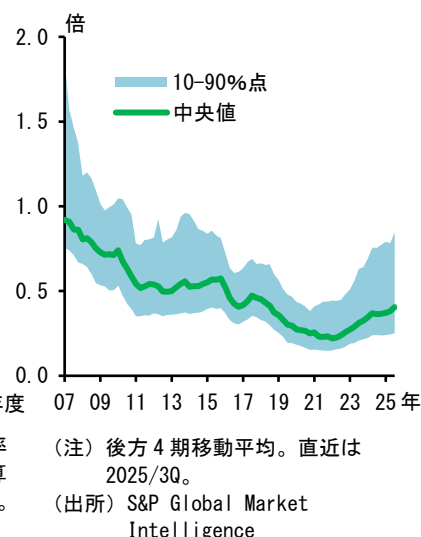
⁴³ 金利耐性が相対的に低い先の中には、有価証券評価損を加味した場合の自己資本が大きく低下している先が一部にみられる。そうした先でも規制上の自己資本比率は所要自己資本を上回っているほか、業界における個別金融機関の収益力向上や健全性確保に向けたサポートの枠組み等も整備されており、全体として、信用力の維持・向上が図られている。

図表VI-1-11 金利耐性別にみた収益と自己資本



（注）集計対象は地域金融機関。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）。いずれも中央値。
（出所）日本銀行

図表VI-1-12 上場銀行の PBR



やや長い目でみた金融機関の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、最近で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-1-12）。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なかで、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、配当政策などを含めた資本政策を策定していくことが望まれる。

2. マクロ・ストレステスト

本節では、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^{44, 45}。

ダウンサイド・シナリオとしては、「金融調整シナリオ」と「海外金利上昇シナリオ plus」の 2 つを想定する。前者は、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。後者は、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。この点、今回レポートの「海外金利上昇シナリオ plus」では、地政学的リスクが顕在化するもとで、通商政

⁴⁴ 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。

⁴⁵ 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、2025 年 4～6 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。

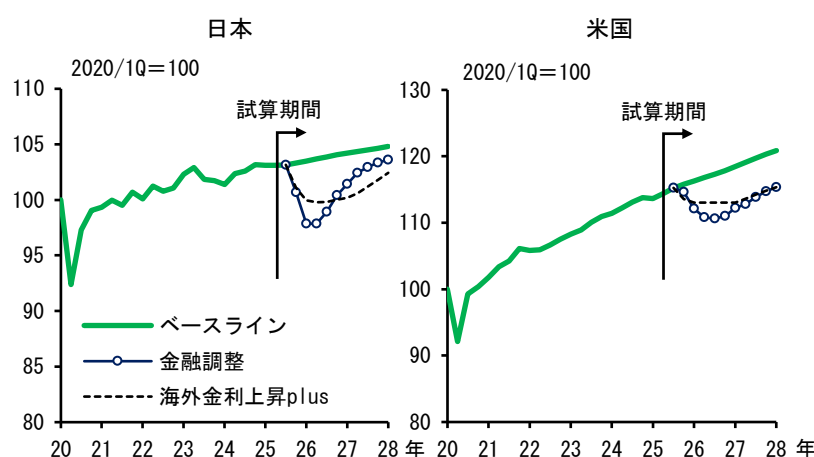
策等の各国の経済政策運営が大きく変化し、先行きの不確実性が大きく高まるとともに、グローバルなサプライチェーンにも分断が生じ、世界貿易量が大きく減少する状況を想定し、前回レポートの「海外金利上昇シナリオ」よりも厳しいストレスのもとで金融機関の財務基盤のストレス耐性を評価する。

なお、本節で用いるダウンスайд・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

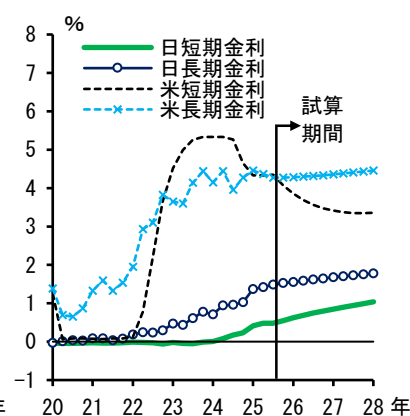
ベースライン・シナリオにおける実体経済は、2025年8月上旬時点における複数の調査機関や市場の平均的な見通しをもとに、「内外経済ともに、一旦成長ペースが鈍化するものの、その後は緩やかな成長経路に復する」ことを想定する（図表VI-2-1）。金融変数については、内外経済見通しに関する現時点で入手可能な情報は、市場価格にすべて織り込まれていることを前提とする。市場金利は、2025年8月上旬のフォワードレートカーブに沿って推移すると想定し、シミュレーション終期にかけて米短期金利は緩やかに低下し、円短期金利は緩やかに上昇する（図表VI-2-2）。その他の金融変数（株価、原油価格、為替相場、各種信用スプレッド）は、同時点の水準から横ばいとする。

図表VI-2-1 日米実体経済



（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

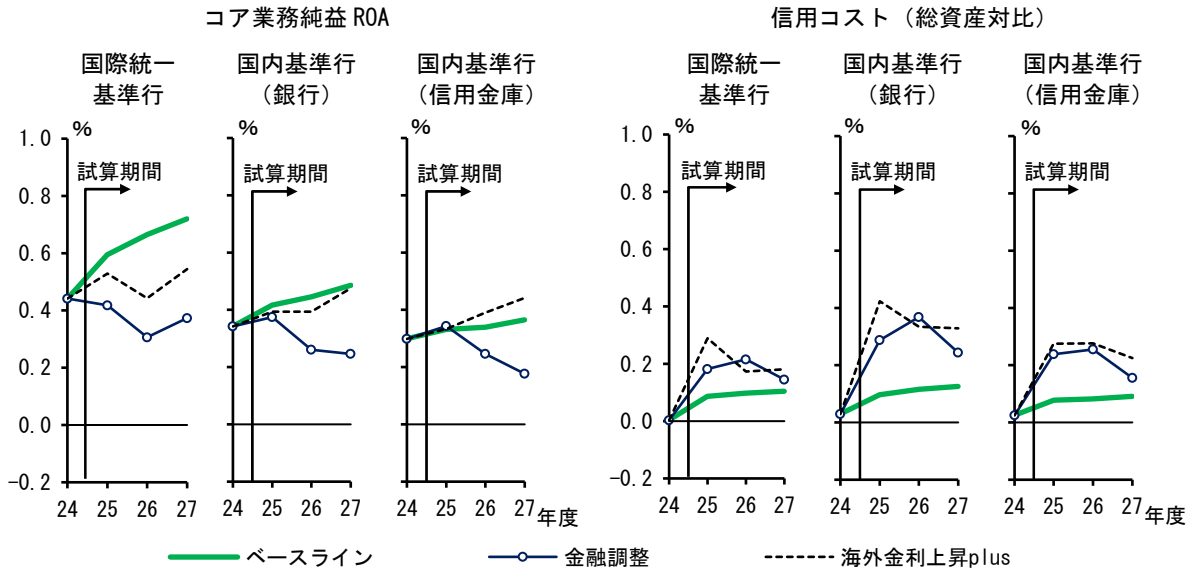


（注）1. 試算期間はイールドカーブに織り込まれているフォワードレートカーブに沿って推移すると想定。
2. 短期金利は翌日物金利、長期金利は10年金利。
（出所）FRB、Haver Analytics、財務省

シミュレーション結果をみると、コア業務純益は、緩やかに成長する内外経済と金利上昇による利鞘の改善を背景に、全業態で増加する（図表VI-2-3）。また、信用コストはいずれの

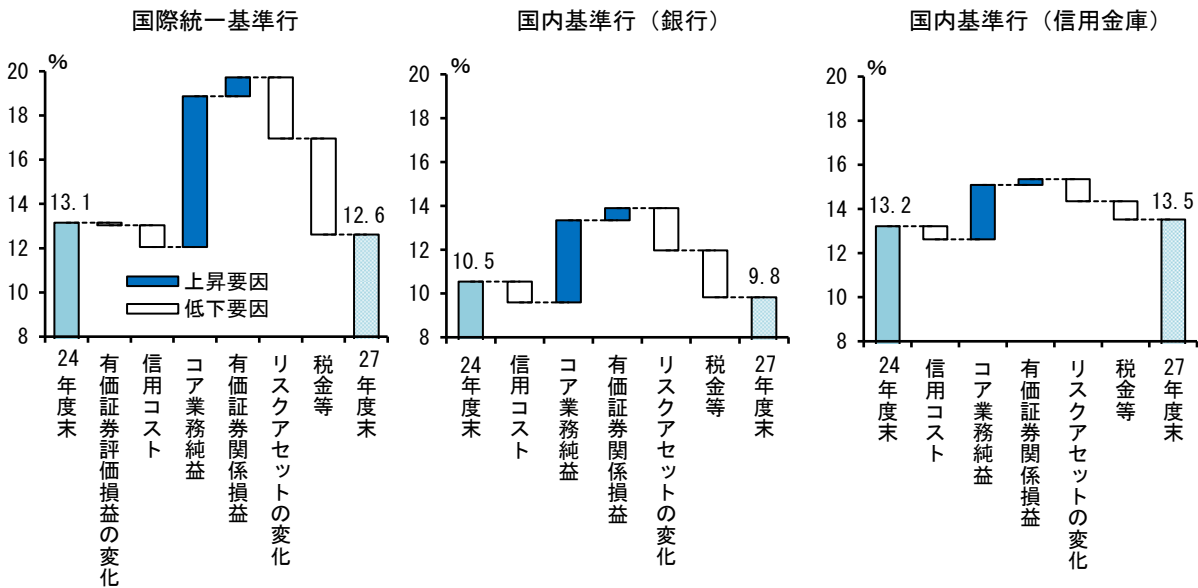
業態でもコア業務純益対比で限定的である。シミュレーション終期にあたる 2027 年度末の自己資本比率は、全体として、各業態とも規制水準を十分に上回る（図表VI-2-4）⁴⁶。

図表VI-2-3 コア業務純益と信用コスト



(注) 各業態の平均値。

図表VI-2-4 自己資本比率の要因分解 (ベースライン)



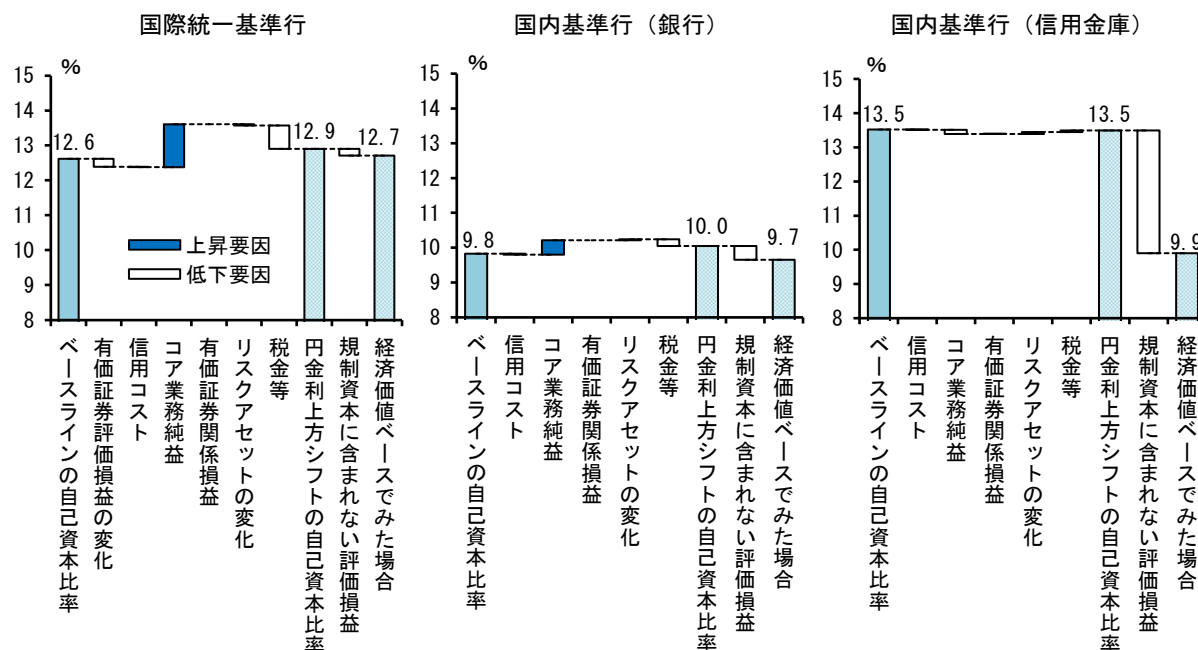
(注) 2024 年度末とベースライン・シナリオのシミュレーション終期 (2027 年度末) の自己資本比率の乖離要因を表示。

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・

⁴⁶ バーゼルⅢ最終化に伴い 2024 年 3 月末から資本フロアが導入されており、内部格付手法等採用行におけ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こととなっている。このため、シミュレーション期間の後半にかけてリスクアセットが徐々に増加する先がみられ、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。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。

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）⁴⁷。その影響度は業態によって異なるが、信用コストの増加による影響は小幅にとどまる。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⁴⁸。

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）金融調整シナリオ

金融調整シナリオでは、2025年10～12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とで、為替相場は円高方向に変化する。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。

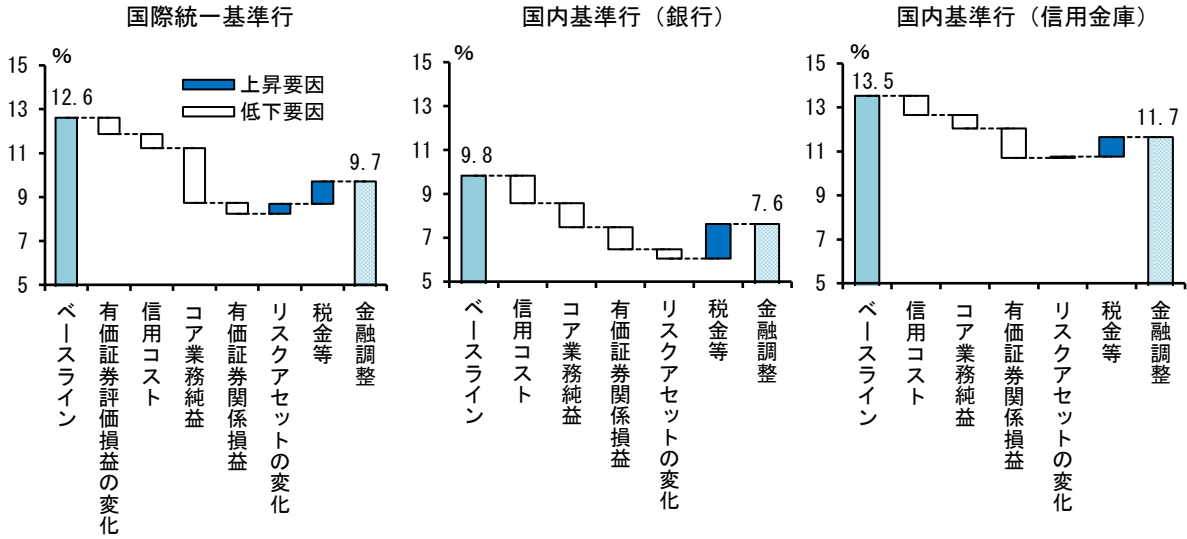
シミュレーション結果をみると、2027年度末の自己資本比率は、ベースライン・シナリオ対比で大きく低下する（図表VI-2-6）。金利低下による利鞘縮小（コア業務純益の減少）、経済環境の悪化による信用コストの増加、リスク性資産価格の下落（有価証券評価損益・関係損益の悪化）が自己資本比率を下押しする。とくに、金利低下に伴う貸出利鞘の縮小を通じ

⁴⁷ 仮想的に、2025年10～12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。

⁴⁸ 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。

たコア業務純益の減少幅がベースライン・シナリオ対比で大きい国際統一基準行において、自己資本比率の低下幅も大きい（前掲図表VI-2-3）。もっとも、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-2-6 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。

ただし、近年、ノンバンク部門のプレゼンスが趨勢的に高まるもとの、金融市場にストレスが生じた場合には、内外の投資ファンドによるポートフォリオ調整を通じてそのストレスが増幅される可能性もある。この点について、前回レポートでは、投資ファンドによるストレスの増幅メカニズムを明示的に勘案した場合の金融機関の財務基盤の頑健性について試行的に分析した⁴⁹。相対的に影響が大きい国際統一基準行の自己資本比率は、資産価格の下落等に伴う有価証券評価損益の悪化や海外ファンド向け投融資にかかる損失、内外経済の一段の減速による信用コスト増加の影響により、金融調整シナリオ対比で追加的に 1%pt 程度押し下げられるという結果が得られている。この場合でも金融機関は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が、ノンバンク部門によるショックの増幅が、様々な経路を通じて金融機関の財務基盤に影響を及ぼし得る点には留意する必要がある。

（3）海外金利上昇シナリオ plus

各国の通商政策等を巡る不確実性は高い状況が続いており、世界貿易量が大きく減少し、企業収益が押し下げられる可能性もある。今回レポートでは、前回レポートの海外金利上昇

⁴⁹ 同分析で想定したメカニズムと定量的なシナリオの設定方法については、金融システムレポート 2025 年 4 月号のⅥ章 2 節や次の文献を参照。古仲裕貴・中村史一・丸山聡崇、「内外投資ファンドのプレゼンス拡大を勘案した探索的シナリオ分析」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.25-J-11、2025 年 8 月。

シナリオに加え、世界貿易量の大幅減少や政策不確実性の上昇などを追加的に想定し、より厳しいストレスのもとで金融機関の損失吸収力を評価する。

まず、前回レポートの「海外金利上昇シナリオ」と同様、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する。具体的には、米国のFFレートは2025年10～12月以降、ベースライン・シナリオ対比で+2%pt引き上げられ、そのまま1年高止まりしたあと、シミュレーション期間後半にかけて緩やかに低下する。また、米国の長期金利は、ベースライン・シナリオ対比で+1%pt引き上がったあと、そのまま高止まりする。米長期金利上昇の影響を受けて、わが国の長期金利も+1%pt引き上がり、そのまま高止まると想定する⁵⁰。この間、海外経済は、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）。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。

さらに、今回の「海外金利上昇シナリオ plus」では、地政学的リスクが顕在化するもとで、各国の通商政策等が大きく変化し、サプライチェーンの分断・不確実性の高まりによる企業行動の変化が生じる状況を追加的に想定する（図表VI-2-7）。

図表VI-2-7 海外金利上昇シナリオ plus の想定

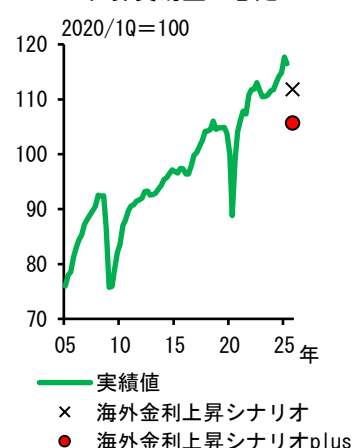
追加的な変数の想定			
主要変数		想定方法	追加的な影響
ショック	日本輸出物価指数	過去平均的な変動幅の2倍のショック（2標準偏差）を想定	▲6%
	世界貿易量		▲5%
	政策不確実性指数		+60%
経済変数	海外実質GDP	計量モデル（海外・業種別：VAR、日本：FMM）に基づき試算	▲1%程度
	日本実質GDP		▲1%程度
金融変数	業種別付加価値額	過去のショックと当該資産価格との関係を定式化した回帰モデルに基づき試算	図表VI-2-8参照
	米国株価		▲15%程度
	日本株価		▲15%程度

（注）1. 海外実質GDPおよび業種別付加価値額の試算方法は図表VI-2-8を参照。

2. 右図の実績値の直近は2025/2Q。

（出所）オランダ経済政策分析局

世界貿易量の想定



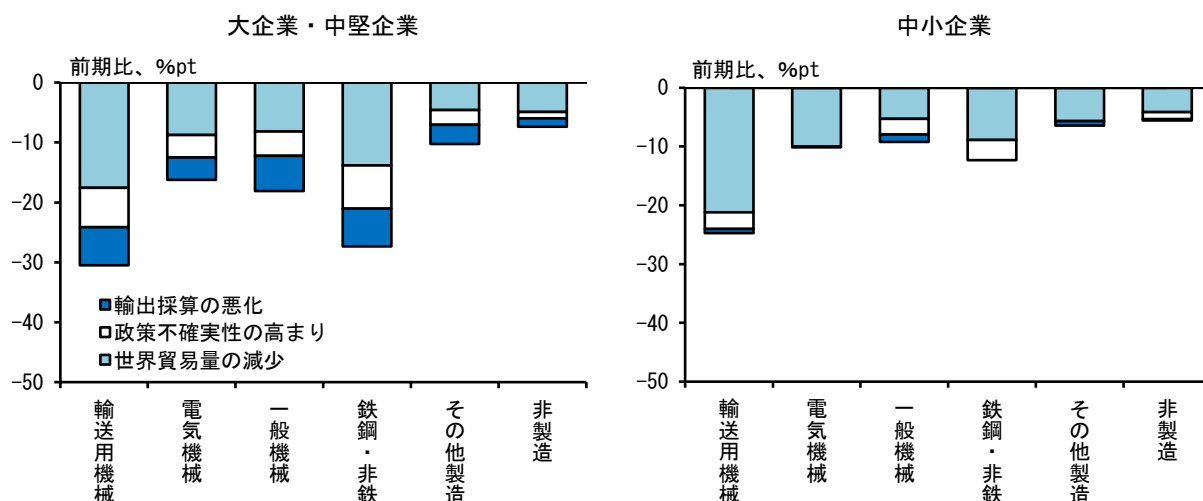
具体的には、①輸出採算の悪化、②世界貿易量の減少、③政策不確実性の高まり、の3つの追加的なショックを想定し、内外経済の一段の減速やリスク性資産価格の下落幅拡大を想定する。金融機関への影響という観点では、内外経済の減速は信用コストを増加させるほか、貸出量の減少を通じてコア業務純益を悪化させる。リスク性資産価格の下落は、有価証券評価損・関係損の悪化につながる。こうしたシナリオを作成するにあたっては、輸出価格、世

⁵⁰ 国内短期金利の想定は、前回レポートの海外金利上昇シナリオと同様に、ベースライン・シナリオと同一としている。

界貿易量、グローバル経済政策不確実性指数の 3 つに対して過去の平均的な変動幅を上回るショックを追加的に仮定し、そのもとで計量モデルを用いて実体経済や金融市場における影響を試算した。

業種別に企業業績への影響を試算すると、今回想定した 3 つの追加的なショックは、輸送用機械を中心に幅広い製造業の業況を下押しする（図表 VI-2-8）。この点、その規模と影響範囲はショックの種類によって異なり、世界貿易量の減少は企業の生産活動の下押しを通じて、大企業や中小企業の幅広い業種の収益を押し下げるのに対して、輸出採算の悪化は、価格引き下げショックを主に大企業が吸収するかたちで、これらの企業の業況を悪化させる。IV 章 1 節でみたとおり、金融機関は業態によって貸出先の業種や規模が異なるため、業況が悪化する企業への貸出が多い金融機関において信用コストの増加幅が大きくなり、自己資本比率を下押しする。

図表 VI-2-8 各業種における付加価値額への影響（海外金利上昇シナリオ plus の想定）



(注) 1. 日本輸出物価指数、世界貿易量、グローバル経済政策不確実性指数、海外実質 GDP、日本実質 GDP、規模別・業種別の付加価値額からなる構造型 VAR モデルの推計結果をもとに試算した、各ショックに対する付加価値額（前期比）の下落幅を表示。推計期間は 1986/3Q～2025/1Q。

2. 下落幅にはインパルス応答の 1 期目の値を使用。「鉄鋼・非鉄」は「鉄鋼」・「非鉄金属」の下落幅の平均値。

3. 企業規模は法人企業統計ベース。

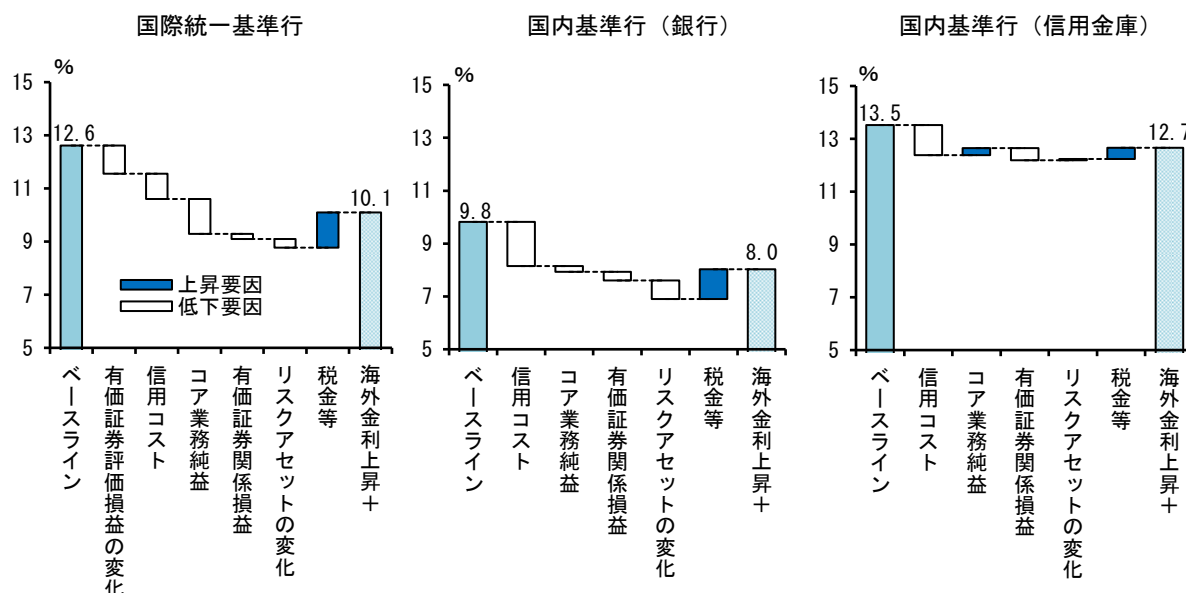
(出所) Economic Policy Uncertainty、IMF、オランダ経済政策分析局、財務省、内閣府、日本銀行

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、いずれの業態でも、ベースライン・シナリオ対比で低下する（図表 VI-2-9）。まず、海外向けエクスポージャー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少（コア業務純益の減少）が自己資本比率を下押しする。次に、今回想定した輸出採算の悪化、世界貿易量の減少、政策不確実性の上昇が金融機関に与える影響を抽出すると、製造業や海外企業への貸出比率が高く、有価証券評価損益を規制資本に勘案する国際統一基準行では、0.6%pt 程度自己資本比率の下押しに寄与する（図表 VI-2-10）。国内基準行（銀行）においては、国際統一基準行対比で製造業向けの貸出比率自体は低いものの、相対的に与信先の財務状況が脆弱なもとで、ランクダウンに伴う信用コストの増加やデフォルト確率上昇によるリスクアセ

VI. 金融システムの頑健性
2. マクロ・ストレステスト

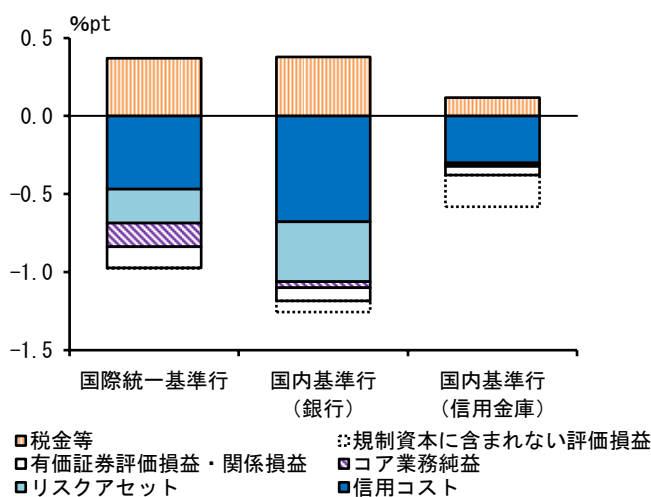
ット増加が自己資本比率を押し下げる。国内基準行（信用金庫）では、相対的に影響が小さいものの、国内経済の悪化に伴い信用コストが増加する。また、有価証券評価損益等への影響をみると、円長期金利が上昇するもとで、保有する円債のデフレーションが相対的に長い国内基準行（信用金庫）では相対的に悪化幅が大きい（図表VI-2-11）。

図表VI-2-9 自己資本比率の要因分解（海外金利上昇シナリオ plus）



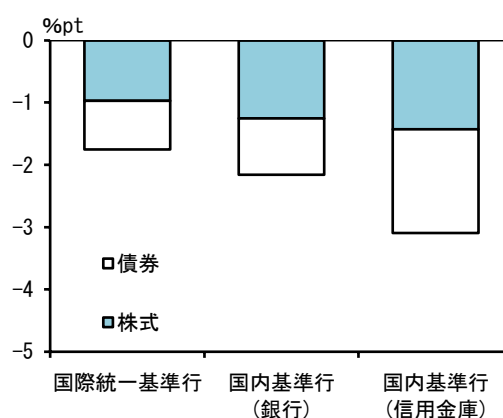
（注）シミュレーション終期（2027 年度末）における、ベースライン・シナリオと海外金利上昇シナリオ plus の自己資本比率の乖離要因を表示。

図表VI-2-10 追加的な自己資本比率の下落幅（2027 年度末）



（注）シミュレーション終期（2027 年度末）における、海外金利上昇シナリオ plus とベースライン・シナリオの自己資本比率の乖離要因のうち、輸出採算の悪化、世界貿易量の減少および政策不確実性の高まりに起因する部分を表示。

図表VI-2-11 ベースライン・シナリオ対比での有価証券評価損益等への影響（2027 年度末）



（注）1. シミュレーション終期（2027 年度末）における、海外金利上昇シナリオ plus とベースライン・シナリオ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ち分）の評価損益・関係損益。

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るほか、有価証券評価損を勘案した経済価値ベースでみても自己資本比率は全体として規制水

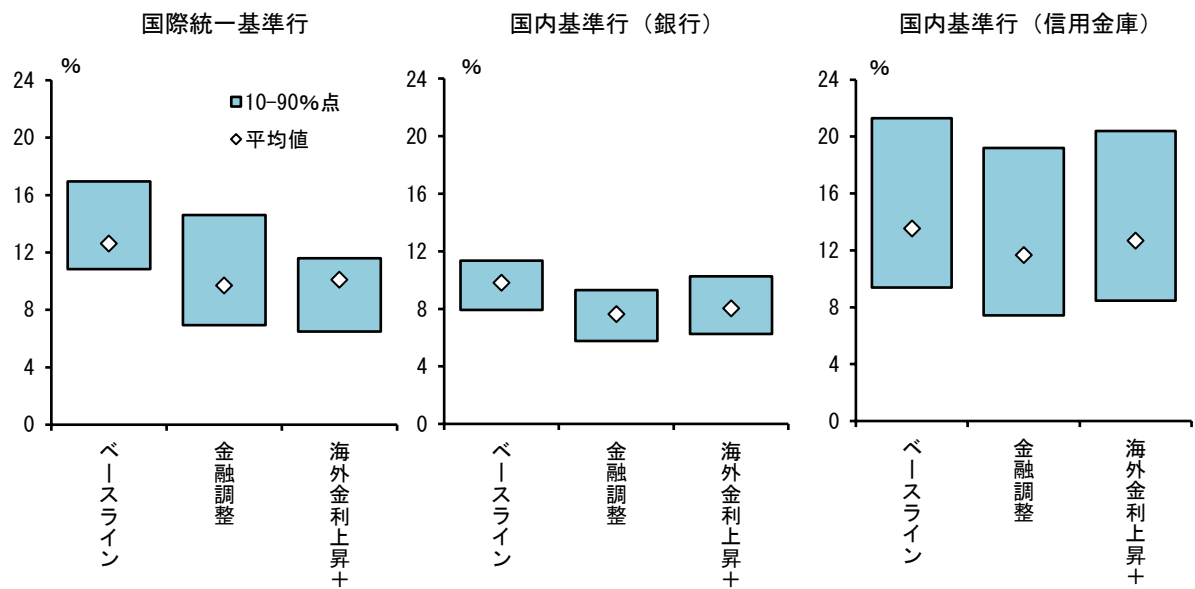
準を上回る。海外金利が長期にわたって高止まりするとともに、通商政策等を巡る情勢が追加的に内外経済や国際金融市場に下押し圧力をもたらす場合でも、金融システムの安定性は全体として維持されると評価できる。

(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、リーマンショック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や、内外金利の上昇に加え、通商政策等の各国の経済政策運営が大きく変化し、実体経済が一段と悪化するもとで企業収益も減少するような複合的なストレスにおいても、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-2-12）⁵¹。この背景として、リーマンショック以降、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。

ただし、各国の経済政策運営や地政学的リスク、国際金融市場の動向については、今後の展開やその影響を含めて不確実性の高い状況が続いている。ストレスが顕在化した場合に、グローバルに活動するノンバンクが負のショックを増幅する可能性もある。金融機関には、様々な形のリスクが顕在化し得ることに注意しつつ、これらのリスクを適切に管理していくことが求められる。

図表VI-2-12 自己資本比率の分布



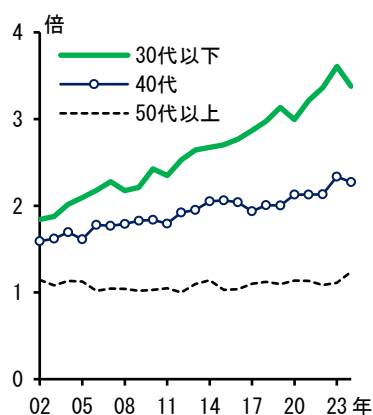
（注）シミュレーション終期（2027 年度末）における、自己資本比率の業態平均（マーカー）と 10-90%点（バンド）を表示。

⁵¹ 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%が上乗せされている。

BOX 1 住宅ローンの利払い負担動向

近年の物件価格の上昇に伴い、住宅ローンの1件当たり金額は増加傾向にあるほか、年収に対するローン残高の比率（LTI）も若年世代を中心に上昇している（前掲図表V-1-18右図、図表B1-1）。これまでのところ住宅ローンの延滞率は低位でほぼ横ばいを続けているが、金利上昇が続くもとで今後の動向には留意が必要である（図表B1-2）。

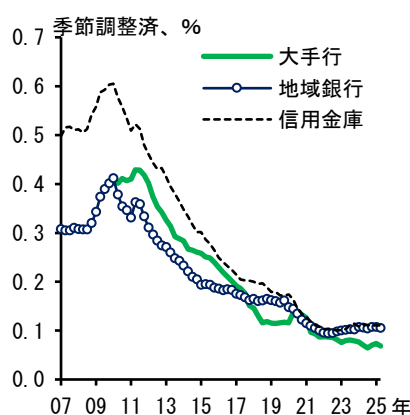
図表 B1-1 住宅ローンの LTI



（注）集計対象は二人以上の負債保有世帯。直近は2024年。

（出所）総務省

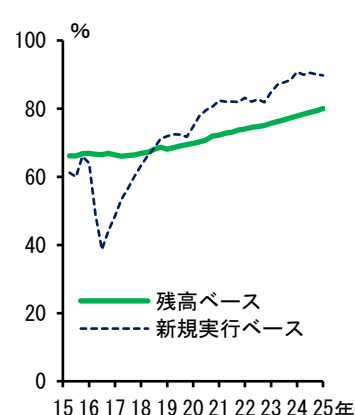
図表 B1-2 住宅ローンの延滞率



（注）延滞率は3か月以上延滞債権残高÷貸出残高。直近は2025/6月。

（出所）日本銀行

図表 B1-3 変動金利型住宅ローンの割合

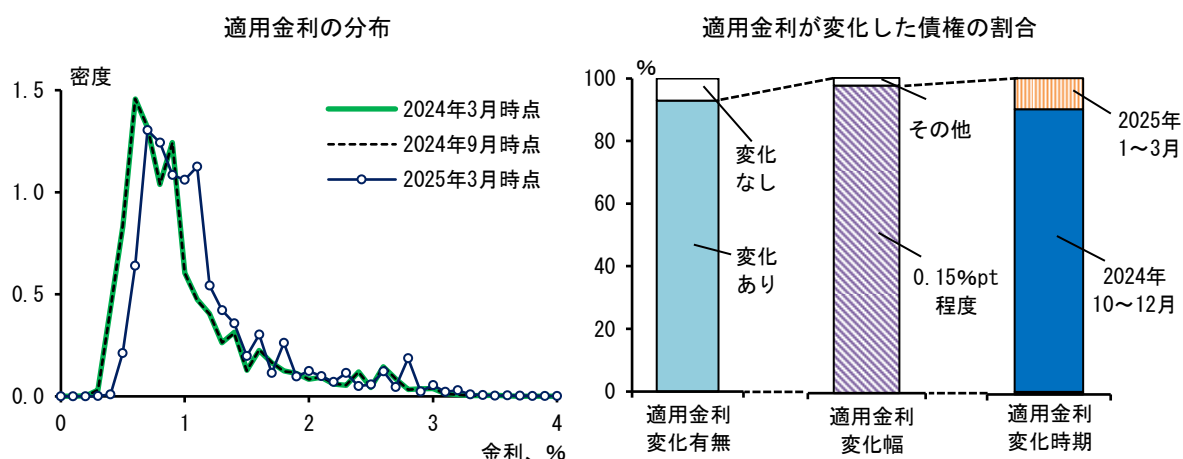


（注）集計対象は大手行、地域銀行。直近は、「残高ベース」が2025/3月末、「新規実行ベース」が2025/1～3月。

（出所）日本銀行

住宅ローンの大部分を占める変動金利型住宅ローンの基準金利は、多くの銀行で、昨年7月末の政策金利引き上げを受けて昨年10月初に0.15%pt、本年1月の利上げを受けて4月初に0.25%pt上昇した（前掲図表Ⅲ-1-13、図表B1-3）。「共同データプラットフォーム（共同DP）」における住宅ローン債権別データを用いて、地方銀行の変動金利型住宅ローンに適用されている金利の変化をみると、2024年3月末から2025年3月末にかけての分布は9月末から12月末にかけて右シフトしており、大部分の債権で適用金利が0.15%pt上昇している（図表B1-4）。

図表 B1-4 変動金利型住宅ローンの適用金利

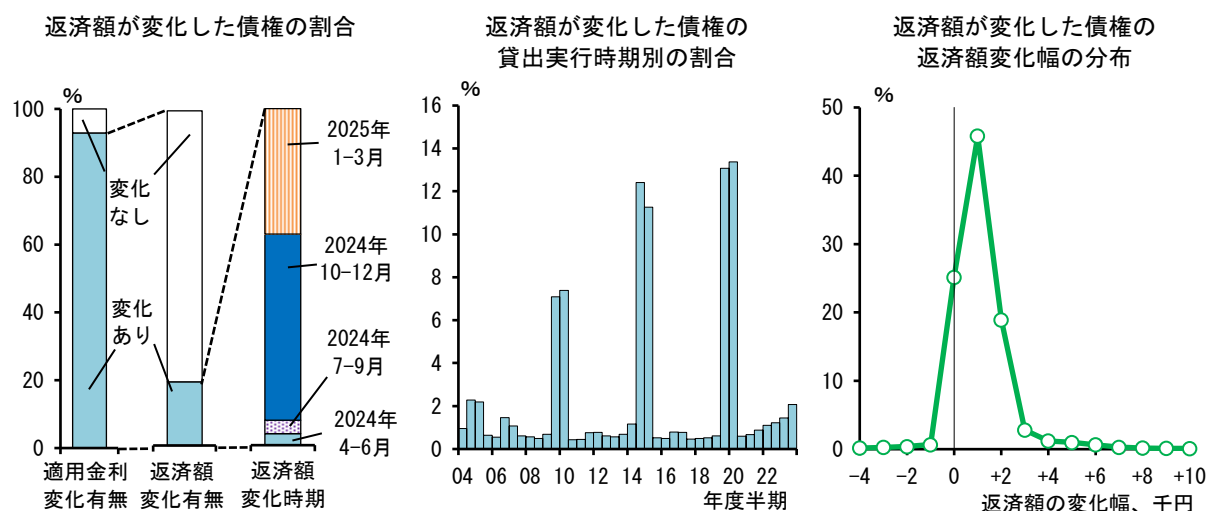


（注）集計対象は、変動金利型住宅ローンのうち、2024/3月から2025/3月まで継続して確認できる債権。

（出所）日本銀行

適用金利が上昇した債権であっても、多くの場合は毎月の返済額が借入日から毎5年間固定される「5年ルール」が契約時に設定されていることから、実際に毎月の返済額負担が増えた債権の割合は2割程度となっている（図表B1-5左図）。また、実際に返済額が変化した債権について貸出実行時期をみると、そのほとんどがちょうど5年前、10年前、15年前に契約された債権であることが確認できる（図表B1-5中図）。その返済増加額は、3月末時点では適用金利の上昇幅が小幅であったこともあり、毎月1～3千円程度増加した債権が大半を占めている（図表B1-5右図）⁵²。ただし、「5年ルール」が設定されている多くの債権では影響が累積的なものとなることに留意が必要である。すなわち、足もとにかけては、本年4月初の基準金利引き上げを受けて変動金利型住宅ローンの適用金利は大部分で0.25%pt上昇していると考えられるが、4月以降に返済額の改定が行われた債権の返済額増加幅は、これまで2回行われた基準金利引き上げの影響を受ける形で0.4%pt分となる。

図表 B1-5 変動金利型住宅ローンの返済額



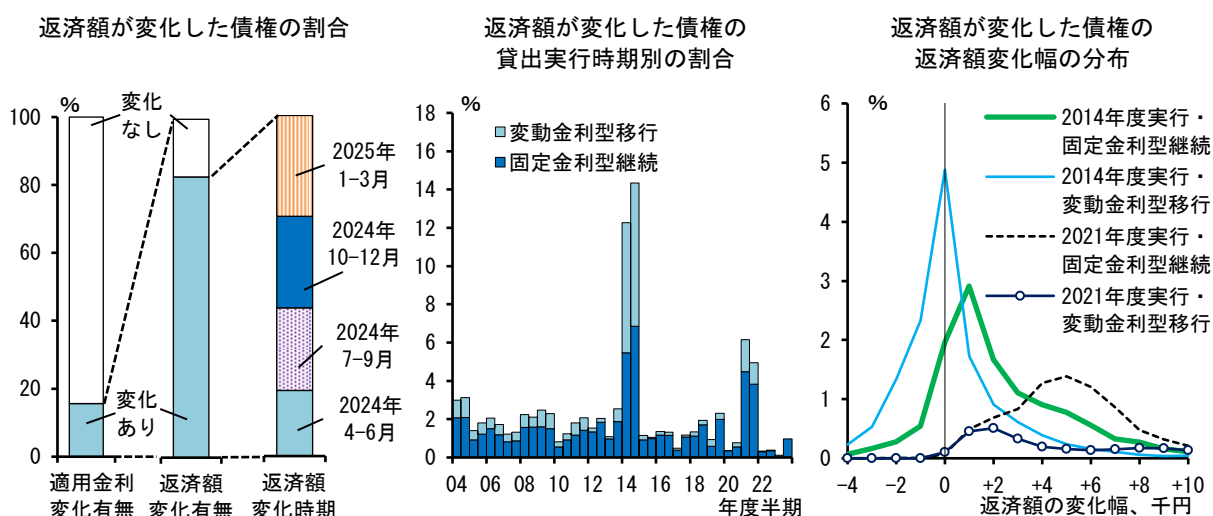
（注）集計対象は、変動金利型住宅ローンのうち、2024/3月から2025/3月まで継続して確認できる債権。右図は、2024/3月から2025/3月にかけての変化幅。

（出所）日本銀行

次に、固定金利型住宅ローンについてみると、2024年3月末から2025年3月末にかけての1年間で、約15%の債権において適用金利が変更され、そのほとんどで返済額が変化している（図表B1-6）。適用金利・返済額の変化は期間選択型の固定期間が満了した際の条件更新時に生じることが多いため、返済額が変化した債権は毎四半期均等にみられており、貸出時期別にみると当初10年固定型、3年固定型が固定期間の満了を迎えた2014年度、2021年度に貸出が実行された住宅ローンが多い。返済増加額の分布をみると、2014年度実行分については、当時の基準金利が足もとと近い水準であったことから返済額の増加は抑制されている一方、2021年度実行分では、当時の方が基準金利が低かったことから、再度固定金利を選択した債権では返済額の増加幅が相対的に大きくなっているが、毎月1万円以上の増加となる債権は限られている。

⁵² 返済額が見直される場合でも見直し前の1.25倍以内とする「125%ルール」も契約時に設定されることが多いが、現時点では、ほとんどの債権で+3%以下の増加率にとどまっている。

図表 B1-6 固定金利型住宅ローンの返済額



(注) 集計対象は、2024/3月時点の固定金利型住宅ローンのうち、2025/3月まで継続して確認できる債権（期間中に変動金利型に移行した債権を含む）。右図は、2024/3月から2025/3月にかけての変化幅。

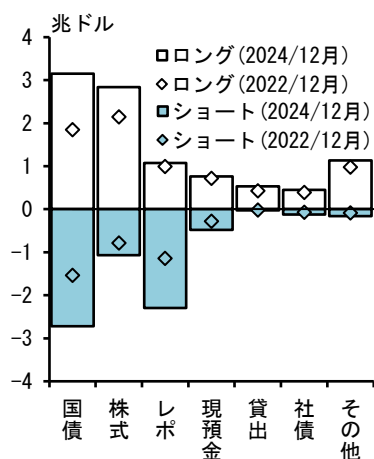
(出所) 日本銀行

前回・前々回レポートでも確認したように、近年、住宅ローン保有世帯が増えている若年世代では、LTIのほかDSR（年収に対する年間返済額比率）も高い傾向がある。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返済負担は徐々に軽減されていくと考えられる。また、変動金利型住宅ローンにおいて「5年ルール」や「125%ルール」といった激変緩和措置が設定されている債権では短期的な返済負担増は緩和されると考えられる。ただし、こうした激変緩和措置が設定されていない住宅ローンもあるほか、短期的な返済負担増加はなかったとしても適用金利上昇により完済までの返済総額は増加していくことから、今後の動向を丁寧にみていく必要がある。

BOX 2 グローバルな債券市場におけるヘッジファンドのプレゼンス拡大

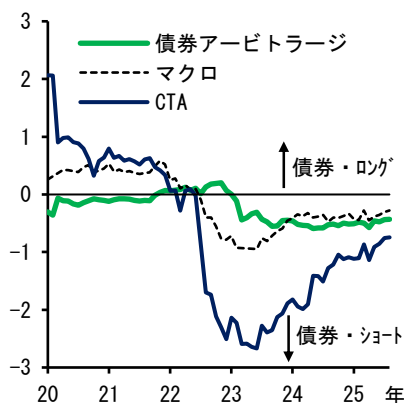
米国証券取引委員会（SEC）のデータを用いて、米国で活動するヘッジファンドの資産別ポジションをみると、近年、主要先進国の国債を中心とする債券市場において、ロング・ショート両建てでのポジション拡大がみられている（図表B2-1）。ヘッジファンドによる債券投資戦略は、市場の先行きについて特定の方向を想定しつつ、一方向にポジションを傾けるディレクショナル型と、価格差に対して裁定取引を行うアービトラージ型に大別されるが、近年は後者の取引が拡大していることが示唆される⁵³。

図表 B2-1 米ヘッジファンドの資産別ポジション

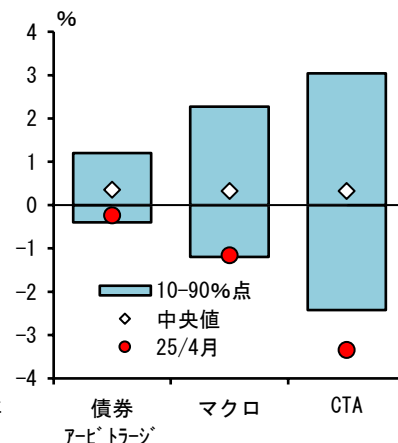


（注）先物を含む。
（出所）SEC

図表 B2-2 戦略別にみたヘッジファンドのリターンの特徴
戦略別リターンの
国債先物価格との相関



戦略別にみた
月次リターンの分布



（注）左図は、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、JPX 国債先物指数、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）を説明変数としたモデル（いずれの変数も前月比）について、36 か月ウィンドウでローリング推計した結果。直近は 2025/8 月。右図は、対象期間は 2015/1 月～2025/8 月。

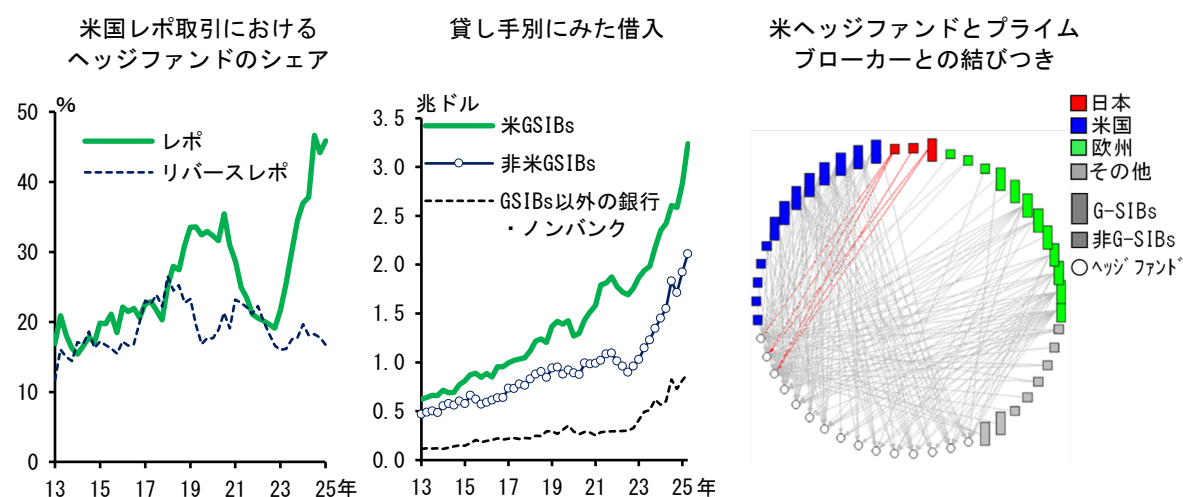
（出所）BarclayHedge、Bloomberg

債券の裁定取引を行うヘッジファンドのリターンをみると、CTAなど他の戦略のヘッジファンドと比較してリスクファクターとの相関が抑制されているほか、時系列的に変動が小さい傾向がある（図表B2-2左図）。4月の市場変動時も、こうしたファンドの損失は相対的に抑えられていた（図表B2-2右図）。

⁵³ 債券の裁定取引にも様々な戦略があり、現物と先物の価格差に注目したベシス・トレードや、年限間の歪みに着目して現物のロング・ショートを組み合わせる戦略などが存在する。戦略の取り方は投資先や時期ごとに相応に異なっており、例えば、足もと、米国においては「現物と先物の価格差縮小を見越した、割高化している先物を売却する一方、割安化している現物を購入するベシス・トレード」が活発に行われているとされ、ユーロ圏では「現物のロング・ショートを組み合わせた裁定取引」が増加しているとされている。日本については、2022 年以降、現物のショートポジションが拡大している。詳しくは、次の文献等を参照。Banegas, A., and P. Monin, "Hedge Fund Treasury Exposures, Repo, and Margining," FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System, September 2023. 井出穰治・高橋優豊・増田朋晃、「国債補完供給の利用状況からみた国債市場の機能度」、日銀レビューシリーズ、2025-J-1、2025 年 3 月。浅松啓樹・浅田司、「本邦レボ市場のトレンドと近年の特徴点—サーベイの長期時系列と FSB レボ統計の個票データ等を用いた整理—」、日銀レビューシリーズ、2025-J-7、2025 年 8 月。

もっとも、こうしたファンドでは、裁定取引にかかる利幅自体は小さく、保有債券を担保にレポ市場で他の金融機関から資金調達を行い、レバレッジをかけることで、リターンの向上を図ることが多い（前掲図表V-2-4）。ヘッジファンドの資金調達手段は、レポ調達とプライムブローカー借入が中心であり、とくに近年はレポ調達額が拡大している結果、米国レポ市場全体からみたヘッジファンドによる取引のウエイトは急速に高まっている（図表B2-3左図）。銀行部門との相互関連性の観点から、資金の貸し手を見ると、G-SIBsからの借入が近年顕著に増加しており、大手ヘッジファンドに対するプライムブローカレッジ・サービスを提供している銀行グループをみても、米欧のG-SIBsを中心とした特定の大規模金融機関が複数のヘッジファンドと取引関係を有していることが確認できる（図表B2-3中図、右図）。

図表 B2-3 米ヘッジファンドの借入



（注）左図の直近は 2025/1Q（残高ベース）。中図の直近は 2025/2Q。右図の矢印は、プライムブローカーからヘッジファンド（2024 年の AUM 上位 15 先）に対して与信の提供があることを示す（2025/5 月時点）。

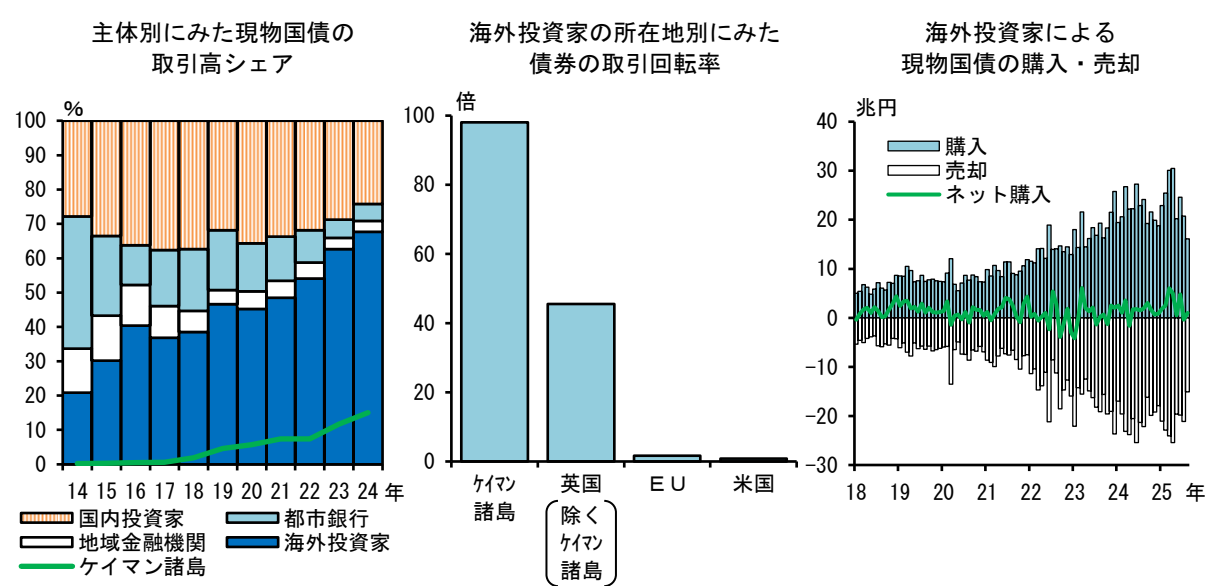
（出所）FRB、OFR、SEC

日本の国債市場においても裁定取引を行うヘッジファンドのプレゼンスが拡大しているとみられる（図表B2-4左図、中図）。米国で活動するヘッジファンドが多く含まれると考えられる、ケイマン籍の投資家の取引高シェアは趨勢的に上昇しており、取引回転率（取引高/保有残高）も他の投資家対比でみて際立って高い⁵⁴。海外投資家全体の日本国債の売買高をみても、近年、売買双方について拡大しており、機関投資家や外貨準備運用主体に加えて、ヘッジファンドによる裁定取引の拡大が示唆されている（図表B2-4右図）。こうしたヘッジファンドの中には、レポ調達を中心に相応にレバレッジをかけている先もみられるが、本邦金融機関がヘッジファンドのレポ取引等の直接の取引相手となるのではなく、米欧金融機関の在日拠点や仲介者となり、取引が行われている。すなわち、多くの場合、米欧金融機関の在日拠点が本邦金融機関から日本国債を調達し、同・海外拠点を經由してヘッジファンドに放出して

⁵⁴ SEC データによると、ケイマン籍ファンドは、米国で活動するヘッジファンドの運用残高のうち約 5 割のシェアを占める。

いる。ヘッジファンドは、こうして得られた日本国債を用いて現物取引を行ったり、海外市場における裁定取引や担保などとして用いているとみられる。

図表 B2-4 主体別にみた日本国債の取引動向



(注) 左図の取引高は、現物国債のディーラー対顧客取引分（顧客別にみた購入＋売却、国庫短期証券は含まない）。「ケイマン諸島」の取引高は、債券取引高の国別シェアを用いて試算。中図の取引回転率は、2024 年中における債券取引高を 2024 年末の債券投資残高で割って算出。右図の直近は 2025/8 月。
(出所) 日本証券業協会、日本銀行

ヘッジファンドによる裁定取引については、市場の価格発見機能の向上に寄与するという見方がある一方、予期せぬ市場変動のもとでのデレバレッジに伴う急速なポジション調整が市場変動を増幅する可能性もあるとされる。また、大手ヘッジファンドは、複数の国・地域を跨いで投資を行っていると考えられるもと、その投資行動が、ある国の市場変動をグローバルに伝播させる触媒となる可能性も考えられる。本邦金融機関のヘッジファンド向けエクスポージャーは、米欧G-SIBsと比べて相対的に小さいものの、わが国の金融市場におけるヘッジファンドのプレゼンスは拡大しており、ヘッジファンドの投資行動により金融市場が大きく変動する場合には、本邦金融機関もその影響を受け得る点に留意しておく必要がある。

BOX 3 金利上昇局面における預金動向：主成分分析を用いた日米比較

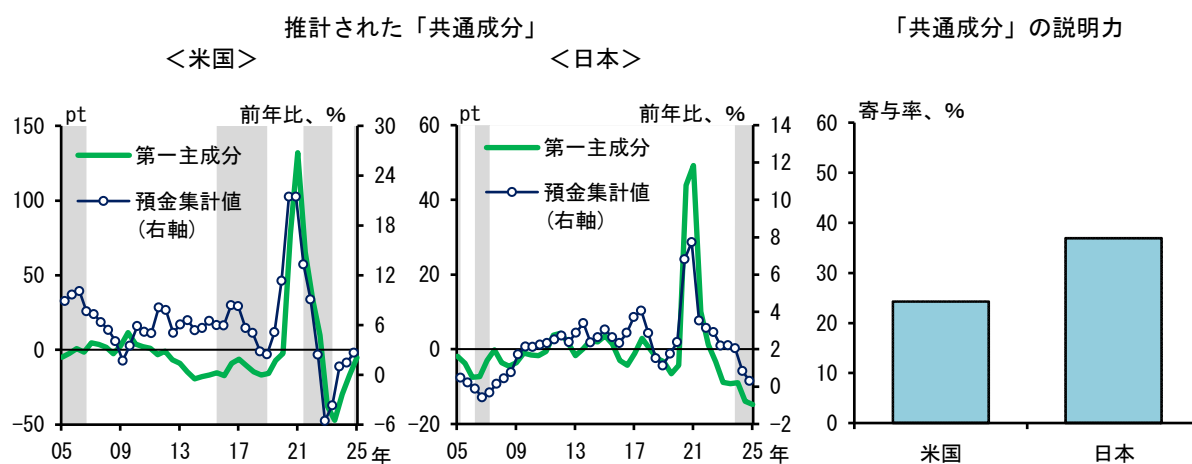
本BOXでは、日米の個別金融機関の預金の時系列データを用いて、これまでの金利上昇局面における預金動向のパターンを分析することにより、今次局面における含意を探る。

預金前年比の「共通成分」と「個別成分」

まず、日米の各金融機関群に対して主成分分析を用いて、全ての先の預金変動率に対して同時点に共通して作用する要因である「共通成分」と、それ以外の要因である「個別成分」を推計する。

第一主成分として抽出された「共通成分」は、マクロ的な経済活動や金利の動き等に対して、すべての金融機関に共通してみられる動きを示している（図表B3-1左図）。「共通成分」の近年の動きの背後にある要素について理解を深めるため、経済全体の預金の伸び率の変動要因をみると、「借入要因」のように経済活動や金利の動きに連動する部分のほか、日米ともに2022年頃から感染症拡大時に拡大した「財政要因」が剥落することによる押し下げ寄与や、定量的には相対的に小さいものの「家計の株式等・投信要因」が下押し寄与する傾向もみられている（図表B3-2）。また、各金融機関の預金の伸び率のうち「共通成分」で説明される部分は、日米ともに概ね3割前後となっており、金融機関横断的に連動して動く部分が相応に大きいことが確認できる（図表B3-1右図）。個々の金融機関からみると、「共通成分」は自身の事業戦略等によって制御することが困難である一方で、自身の預金残高に対して相応に影響を及ぼし得る点に留意する必要がある⁵⁵。

図表 B3-1 預金前年比の「共通成分」

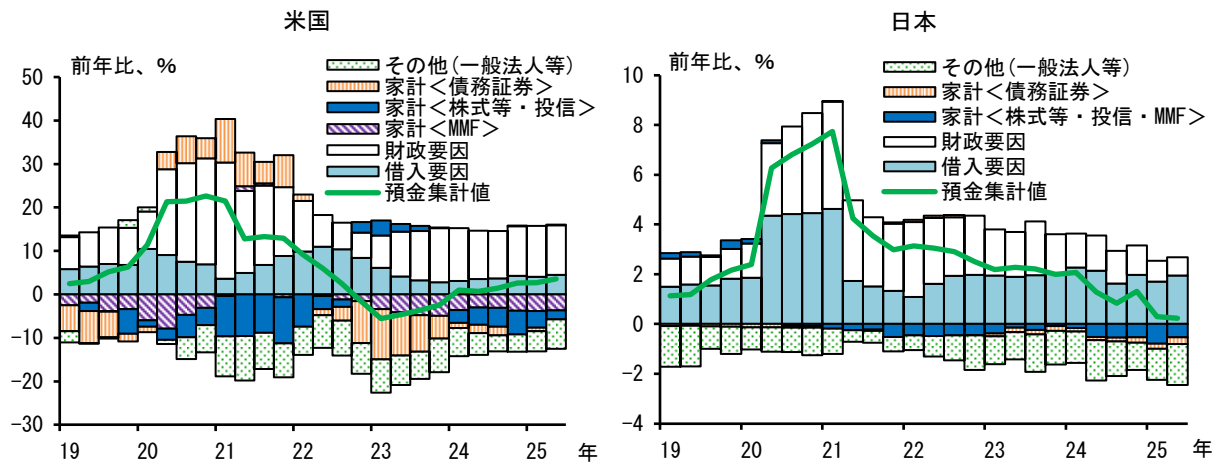


（注）左図は、金融機関別の預金前年比から算出した第一主成分（推計期間は2005/3月～2025/3月、各年3月末と9月末データを利用）。シャドーは、日米の政策金利引き上げを含む時期。右図は、各金融機関における第一主成分の寄与率の平均値。

（出所）FFIEC、FRB、日本銀行

⁵⁵ 預金の粘着性に関するマクロ的な動向の重要性については、例えば、次の文献を参照。Blickle, K., J. Li, X. Lu, and Y. Ma, "The Dynamics of Deposit Flightiness and its Impact on Financial Stability," NBER Working Paper No.34128, August 2025.

図表 B3-2 預金前年比の変動要因



（注）直近は 2025/2Q。京増・高田（2006）を参考とした資金循環統計を用いた変動要因分解。「財政要因」は、中央政府の貯蓄投資差額（地方政府の資金調達額を加算）。「借入要因」は、家計・一般法人の金融機関からの借入額。「家計＜株式等・投信＞」「家計＜MMF＞」「家計＜債務証券＞」は家計による各資産のネットの買入額（資金シフト要因）。「その他（一般法人等）」には、一般法人の資金シフト要因や海外要因等が含まれる。

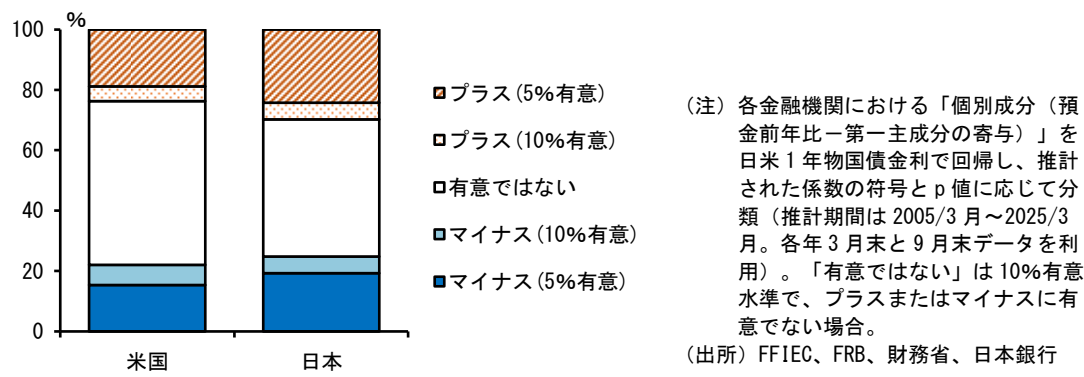
（出所）Haver Analytics、日本銀行、京増絹子・高田英樹、「マネーサプライの動向について」、日銀レビューシリーズ、2006-J-1、2006 年 1 月。

預金前年比の「個別成分」と金利感応度

次に、「個別成分」について確認する。日米の金融機関の預金動向の半分以上が「個別成分」で説明されることは、各金融機関に特有の営業基盤、ビジネスモデル、経営戦略などが、金融機関間の預金動向の差異に影響を持つことを示唆している（前掲図表B3-1右図）。

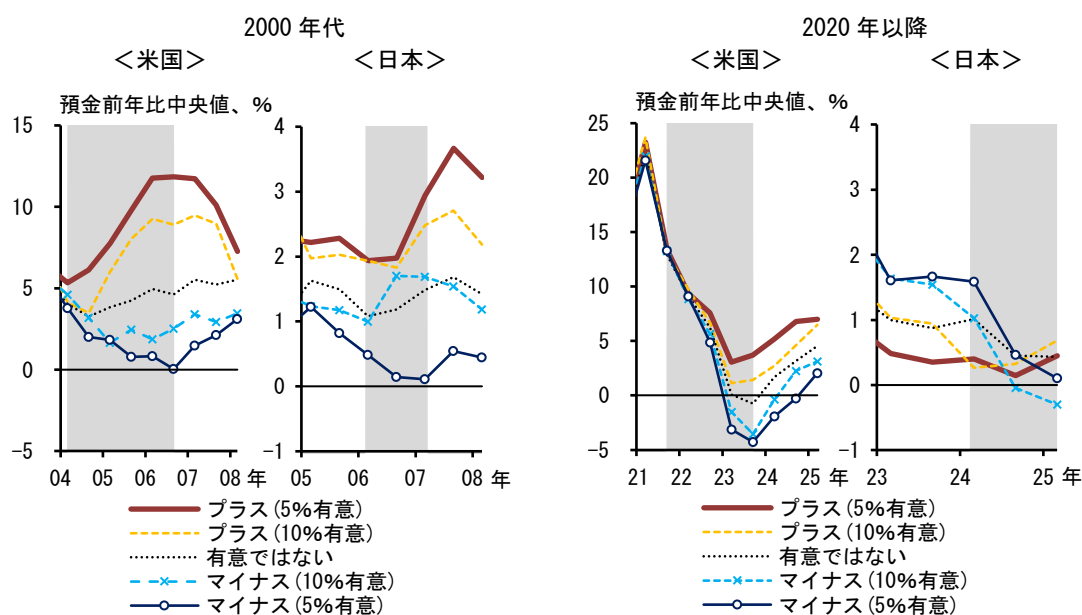
日米双方の各金融機関の「個別成分」について、市場金利に対する感応度を推計すると、日米ともに「有意にプラスに感応する先」と「有意にマイナスに感応する先」が相応に存在することが確認できる（図表B3-3）。ある金融機関の「個別成分」が金利に対してプラス（マイナス）に感応することは、金利上昇時に他の金融機関対比で有意に預金の伸びが高まる（低下する）こと、すなわち、各金融機関におけるビジネスモデルの違い等により金利上昇時の対応が異なっており、それらが金融機関間でみた預金動向に対してプラス（マイナス）の影響を及ぼしている可能性を示唆する。

図表 B3-3 「個別成分」の金利感応度



過去の金利上昇局面における預金前年比の推移をみると、米国では、「個別成分が金利にプラス（マイナス）に感応する先」ほど、上昇局面入り後の預金の伸び率の変化幅が、相対的にプラス（マイナス）で推移する傾向にあった（図表B3-4）。日本においても、前回利上げ局面においては、類似の傾向がみられた。今次局面では、これまでのところ同様の傾向はみられないものの、金利感応度の異なる金融機関が存在するもとでは、今後、個々の金融機関の預金動向に差異が生じていく可能性が示唆される⁵⁶。

図表 B3-4 金利感応度別にみた金利上昇局面における預金動向



（注）「個別成分」の市場金利感応度に基づくグルーピング別の預金前年比の中央値。シャドーは、日米の政策金利引き上げを含む時期。

（出所）FFIEC、FRB、財務省、日本銀行

IV章3節における議論を踏まえると、金融機関は、定期預金などの積極的な積み増しによる預金の粘着性への影響や預貸利鞘からみた収益性の検証、意図せざる預金変動の有無の確認など、引き続き、預金動向に関する個々の要因を意識しつつバランスシート運営を行うことが重要であると考えられる。

⁵⁶ 推計により得られた金利感応度は、過去の平均的な関係をもとに算出しているものであるため、定量的な大きさや今次局面における解釈については幅をもってみる必要がある。例えば、今次局面においては、日本における預金金利の引き上げ幅は、これまでのところ過去局面と比べて小幅であり、足もとの預金の伸びに対しても下押しとなっている可能性がある（前掲図表IV-3-10、前掲図表VI-1-7、IV章3節やVI章1節を参照）。預金金利の追随率の押し上げ・押し下げ要因については、金融システムレポート2024年10月号IV章4節等を参照。

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。

