

## 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組み

金融機構局 大石洋、小林永典\*、杉原慶彦

**Bank of Japan Review**

2025年5月

ノンバンク金融仲介機関（NBFI）は、グローバルな金融資産のおよそ半分を保有しており、金融仲介活動において重要な役割を担っている。内訳をみると、近年は、伝統的な NBFI である保険会社・年金基金ではなく、投資ファンドのプレゼンスが世界的に高まっているほか、主としてクロスボーダー取引拡大を介して、銀行部門と NBFI の相互依存性も高まっているとみられる。このもとで、投資ファンドを中心とした NBFI の経済行動がストレスを増幅するなどして、金融市場の価格変動が高まったとされるケースも増えている。こうしたストレスは、銀行部門を含むグローバルな金融システム全体にも容易に波及しうるため、金融安定理事会（FSB）を中心に、脆弱性の抑制に向けた様々な政策勧告が出されている。本稿では、FSB が定期的に公表している「グローバル・ノンバンク金融仲介モニタリング報告書」や政策勧告などをレビューし、NBFI による金融仲介の特徴やその強靱化に向けた取組みを紹介するほか、先行きの課題を展望する。

### はじめに

ノンバンク金融仲介機関（Non-Bank Financial Intermediation、以下「NBFI」）は、預金取扱金融機関（以下「銀行」）・中央銀行・公的金融機関を除く金融機関の総称で、保険会社、年金基金、投資ファンド、ブローカー・ディーラー、ファイナンス会社といった多くの業態から構成される（図表1）。NBFI は、年金、保険、投資信託など、それぞ

れに特化した金融商品や金融サービスを提供することで、銀行部門の行う金融・信用仲介を補完する機能をもつ。

グローバルにみた NBFI の保有資産残高は増加傾向にあり、銀行部門とともに金融仲介を支えている。流動性変換や満期変換、レバレッジをかけた投資を積極的に手掛ける主体も存在するなか、特定の NBFI の経済行動が金融市場におけるストレスの増幅要因ないし起点となるかたちで、金融市場のストレスが高まる事例や、銀行部門を含む他の金融機関の巨額の損失につながるような事例もみられている<sup>1</sup>。また、こうしたストレスは、NBFI と銀行との間の資金貸借、有価証券投資、リスク移転取引などを通じてグローバルな金融システム全体へ波及しうる。金融システムの安定を確保するうえでは、NBFI の脆弱性や銀行部門との相互連関性などを把握しつつ、強靱性の向上に取り組むことが重要である。

NBFI には国際的に活動するものも多くなか、その活動をモニタリングするものとして、金融安定理事会（Financial Stability Board、以下「FSB」）の「グローバル・ノンバンク金融仲介モニタリング報告書（Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation、以下「GMR」）」がある。

【図表1】主な NBFI

業態	本稿の定義	
保険会社	保険商品の提供と保険資金の運用を行う金融機関。	
年金基金	年金・退職一時金給付積立基金の運用主体。	
ファイナンス会社	預金以外の方法で資金調達し、個人向け貸出、販売金融、リース等で運用する金融機関。	
ブローカー・ディーラー	金融商品の取次、引受、売買を主要業務とする金融機関。	
投資 ファンド	MMF・MRF	証券の発行により資金を集め、運用益を投資家へ還元する基金の運用主体。発行体が証券の常時買戻しを保証している投資ファンドを「オープンエンド型ファンド」と呼ぶ。
	ヘッジファンド	
	OIFs	

（注）OIFs は MMF・MRF、ヘッジファンドを除く投資ファンド。

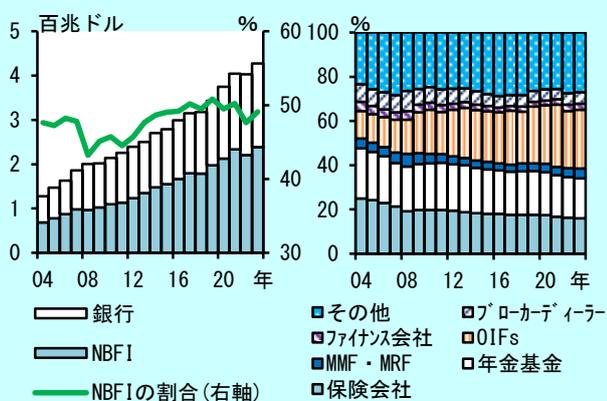
GMRは、日本を含む約30法域の当局や国際機関で構成されるFSBのワーキンググループにより<sup>2</sup>、2012年より公表されている<sup>3</sup>。各法域の資金循環統計や業態統計などをもとに、NBFIの金融資産・負債、脆弱性、銀行部門との相互関連性などが集計され、グローバルなNBFIの活動全体を俯瞰して評価することに貢献している。本稿では、近年のGMRとその日本分集計結果を踏まえ、NBFIによる金融仲介の現状を整理する。そのうえで、NBFIのリスク管理やモニタリング上の留意点について、FSBの政策勧告をもとに整理する。

## NBFIによる金融仲介・資産保有の動向

まず、グローバルにみたNBFIの金融資産残高は、グローバル金融危機において、米国のブローカー・ディーラーや保険会社の破綻・業態転換などがあったもとで増加テンポが弱まったものの、その後は増加傾向が続いている<sup>4</sup>。金融資産残高全体に占めるシェアで見ると、銀行部門を上回る5割前後で推移している(図表2)。NBFIが増加を続ける背景として、FSB(2024)<sup>5</sup>は、資産市場におけるバリュエーションの増価やグローバル金融危機後に実施された金融規制などを挙げている。

NBFIの業態別の内訳をみると、保険会社・年金基金といった伝統的なNBFIのシェアが一貫して低下しているほか、ブローカー・ディーラーもグローバル金融危機を境にシェアを落としている。こうしたなか、債券・株式ファンドなどからなる

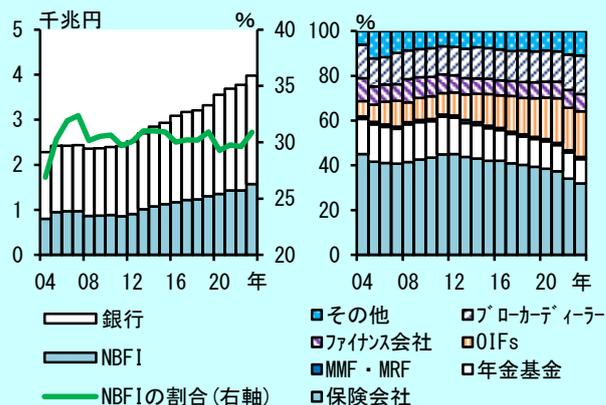
【図表2】グローバルNBFIのシェアと内訳



(注) 左図は対象法域(文末脚注4参照)における銀行とNBFIの金融資産残高。「NBFIの割合」は、銀行とNBFIのほか、公的金融機関および中央銀行を含む金融機関全体に占めるNBFIのシェア。右図は、NBFIの業態別内訳。

(資料) FSB

【図表3】わが国NBFIのシェアと内訳



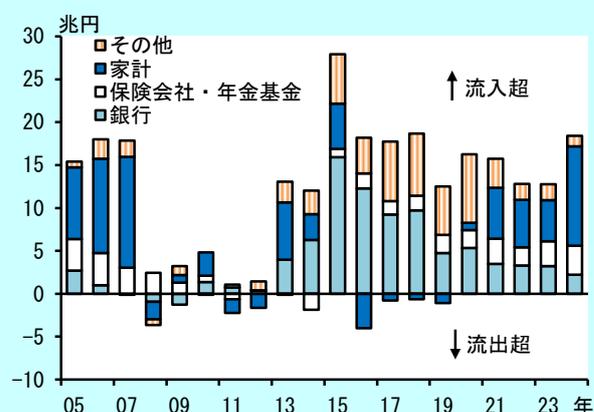
(注) 図表2の脚注を参照。

(資料) 日本銀行

「その他投資ファンド(Other Investment Funds、以下「OIFs」)」の増加が顕著となっている<sup>6</sup>。

次に、わが国のNBFIをみると、グローバルNBFIに占めるシェアが4.7%、国内金融資産残高に占めるシェアも3割前後とグローバル平均より低いものの、資産規模自体は増加を続けている(図表3)。業態別内訳をみると、グローバルにみられる傾向と同様に、保険会社や年金基金のシェアが縮小する一方、OIFsが拡大している。OIFsの資産規模拡大については、2013年以降、銀行からの投資フローが寄与してきたが、2021年以降は、NISA拡充など政策的な後押しがあるなかで、資産形成への関心の高まりを背景に家計からの投資フローも大きく寄与している<sup>7</sup>(図表4)。このほか、わが国の特徴的な動きとしては、ブローカー・ディーラーの拡大を指摘できる。この背景には、海外投資家の円債や日本株の取引需要や借入需要の高まりがあるとみられ、外資系証券会社を中心に、

【図表4】投資信託の主体別資金流出入

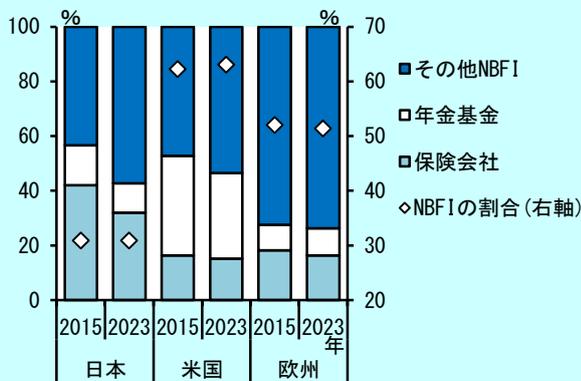


(資料) 日本銀行

レポ取引や与信取引により、こうした需要を仲介していることが寄与していると考えられる<sup>8</sup>。

図表 5 で、日米欧の金融資産残高全体に占める NBF I のシェアと NBF I の業態別内訳をみると、まず米国は NBF I のプレゼンスが高い。欧州の NBF I は、米国よりプレゼンスが低いものの、わが国との対比ではそのシェアは大きく、かつ、保険会社・年金基金以外の NBF I (その他 NBF I) のシェアが高いことも特徴である<sup>9</sup>。過去 10 年程度の変化をみると、いずれの地域でも、保険会社・年金基金のシェアが低下する一方で、その他 NBF I のシェアが拡大している。

【図表 5】 NBF I のシェアと業態別内訳に関する国際比較



(注) 「その他 NBF I」は保険会社・年金基金以外の NBF I。  
「NBF I の割合」の定義は図表 2、3 と同様。  
(資料) FSB

## NBF I のリスクテイク状況

GMR では、NBF I のモニタリングにおいて 2 段階のアプローチをとっている。第 1 段階は、その金融資産の規模を俯瞰的に捕捉するアプローチである。第 2 段階は、保険会社・年金基金などを除く NBF I のうち、金融システムの安定の観点から重要な機能をもつ NBF I について、集中的にモニタリングするアプローチである。後者において、より具体的には、GMR では、満期・流動性変換、レバレッジ、不十分な信用リスク移転によるシステムリスクの懸念を生じさせる主体を「狭義 NBF I (narrow measure)」と定義し、経済機能 (economic function、以下 EF) に応じて 5 つに分類している (図表 6)。そのうえで、各 EF について、脆弱性指標を計測し、リスクテイク状況をモニタリングしている。

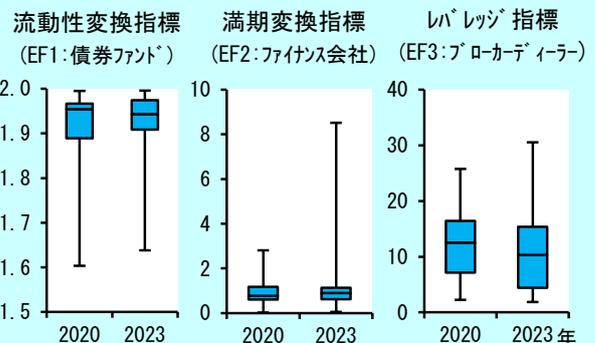
【図表 6】 狭義 NBF I の概要

分類	経済機能	典型的な形態
EF1	取り付けに直面しやすい 集団投資ビークル	債券ファンド、混合ファンド、MMF・MRF
EF2	短期資金調達に依存した 与信の提供	ファイナンス会社 (貸金業、信販、リース等)
EF3	顧客資産を担保とした資金 調達または短期調達に 依存した市場仲介	証券会社、短資会社、証券金融会社
EF4	信用創造の円滑化	信用保証会社
EF5	証券化ベースの信用仲介 と金融主体への資金提供	特別目的会社・信託 (証券化ビークル)

### (脆弱性指標)

脆弱性指標には、信用リスクのリスクテイクの程度を表す信用資産指標、低流動資産を流動負債で賄う程度を表す流動性変換指標、負債返済リスクの程度を表すレバレッジ指標、資産・負債の期間ミスマッチの程度を表す満期変換指標などがある。いずれの指標も水準が高いほど、信用リスクや流動性リスクなどの観点から、より脆弱であることを示す。EF1 から EF3 の主な脆弱性指標をみると、EF1 に含まれる債券ファンド (オープンエンド型ファンドが多い) の流動性変換指標が、多くの法域で上限の 2 に近い値となっている (図表 7)。これは、債券ファンドが、投資資産のほとんどを低流動資産が占める一方で、負債のほとんどを流動負債が占めるため、流動性リスクに脆弱であることを示唆している。EF2 の満期変換指標

【図表 7】 主な脆弱性指標の法域間の分布



(注) 1. 流動性変換指標は低流動資産 (現金および現金同等物以外の資産) と流動負債の合計値の対金融資産比率、満期変換指標は短期負債の対短期資産比率、レバレッジ指標は金融資産の対純資産比率。  
2. 上下線は最大・最小、ボックスは上位・下位 25% 点、ボックス内横線は中央値を示す。

(資料) FSB

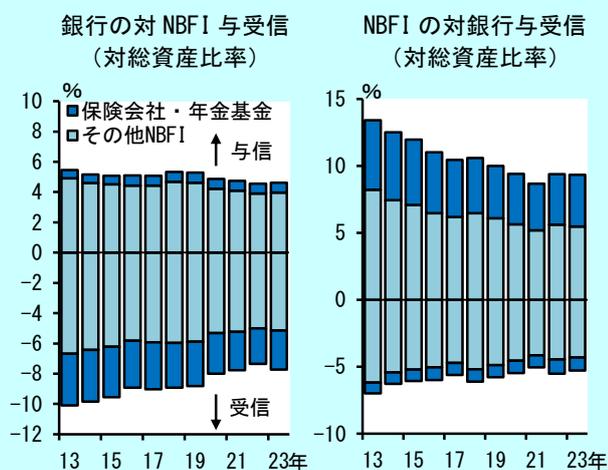
は、法域間分布の幅が広がっているが、中央値でみると資産・負債の期間ミスマッチのない1の近傍にある。また、EF3のレバレッジについても、分布の幅は広がっているが、多くの法域で近年低下傾向にある。このように、EF2やEF3では、一部法域で脆弱性の高まりがみられるものの、グローバル全体でみるとそのような状況にはないと考えられる。

### (相互連関性)

GMRでは、NBFIと銀行部門の相互連関性の度合いを捕捉する観点から、それぞれについて、クロスボーダーおよび同一法域内での資産(与信)、負債(受信)に占める対NBFIないし対銀行部門取引のシェアをモニタリングしている。同一法域内の相互連関性について、銀行部門側からみると、直近2023年こそ与信・受信の双方で小幅に増加しているものの、長い目でみれば、NBFIに対する与受信のシェアはいずれも低下している(図表8)。また、NBFI側からみると、銀行部門との与受信のシェアは趨勢的に低下している。

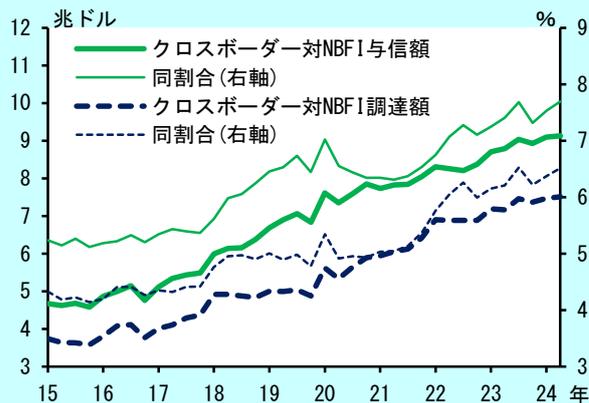
もともと、こうした相互連関性を評価するにあたっては、次の諸点に留意が必要である。まず、GMRの相互連関性指標には、デリバティブ取引を介したオフバランスの取引関係が勘案されていない点が挙げられる。また、クロスボーダー取引や、大手金融機関による取引に限定すると、NBFIと銀行の相互連関性はむしろ強まっていることにも留意する必要がある<sup>10</sup>(図表9)。グローバル金融危機では、米国の大規模なNBFIにかか

【図表8】相互連関性



(注)「その他NBFI」は保険会社・年金基金以外のNBFI。  
(資料)FSB

【図表9】銀行のクロスボーダー対NBFI与受信



(注)割合は、国内自国通貨建て取引を除く資産・負債残高に対するクロスボーダー対NBFI与受信額の割合。

(資料)Bank for International Settlements

るストレスが、国際金融市場における取引関係を通じてクロスボーダーに波及したとされる。相互連関性の度合いを評価するにあたっては、NBFIのオンバランスでみた金融資産の規模だけでなく、クロスボーダーの与受信、集中リスク、オフバランス取引によるリスク移転、さらにはポートフォリオの類似性の観点からも分析することが重要となる。

### FSBの政策勧告・市中協議文書

FSBは、グローバル金融危機以降、NBFIの中でも、証券化、MMF、レポ取引の分野を中心にモニタリングや規制の在り方を議論してきた<sup>11</sup>。近年は、投資ファンドのプレゼンスが高まるなか、オープンエンド型ファンドの流動性リスク管理や、デリバティブ等のポジションが大きいNBFIの証拠金管理に対して、リスク管理強化や政策上の対応への勧告、市中協議文書を公表している<sup>12</sup>(図表10)。

#### (オープンエンド型ファンドの流動性リスク)

オープンエンド型ファンドは、グローバルなNBFIの金融資産の約2割を占める<sup>13</sup>。構造的な流動性ミスマッチを抱え、投資家側からすれば、いつでも換金可能であることから、急激な資金流出に直面しやすい。

具体的には、資金流出の規模がオープンエンド型ファンドの保有する現預金額や借入可能額の規模を大きく超える場合、投資資産の大規模な売却によって投資家への支払資金をねん出すと、

【図表 10】FSB による近年の主な政策勧告・市中協議文書

分野	期待される主な効果	主な勧告	主な対象
流動性リスク (政策勧告)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 構造的流動性ミスマッチへの対応</li> <li>・ 解約コスト負担のバランス改善</li> </ul>	当局による流動性プロファイルの収集、情報開示範囲の見直しや拡大、流動性リスク管理のガイドライン策定、流動性ストレステストを含む流動性管理ツールの利用促進、希釈化防止ツールの利用	OIFs
証拠金・担保 (政策勧告)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 市場ストレス時のプロシクリカリティの抑制</li> <li>・ 追加証拠金・担保請求時の流動性ひっ迫の低減</li> </ul>	現預金・高流動性資産の十分な保有、流動性リスク管理枠組みへの追加証拠金管理の組み込み、流動性リスク許容度の設定と緊急時資金調達計画の策定や流動性ストレステストの実施、証拠金のプロシクリカルな特徴を踏まえた実効性・透明性のある頑健な証拠金慣行	ヘッジファンド、OIFs、ブローカー・ディーラー、保険会社、年金基金等
レバレッジ (市中協議)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ レバレッジ巻き戻し時の影響低減</li> <li>・ カウンターパーティ信用リスクの抑制</li> <li>・ 法域間の規制不整合の特定や軽減</li> </ul>	当局によるレバレッジのモニタリングの枠組みの確立、レバレッジがもたらす脆弱性の特定と政策対応、レバレッジに関する情報開示範囲の改善、レバレッジ関連リスクの幅広い評価指標の見直し、レバレッジ提供主体のカウンターパーティ信用リスク管理ガイドラインの実施、同一リスク同一規制の原則の適用や国際協調	ヘッジファンド、ブローカー・ディーラー、保険会社、年金基金等

(資料) FSB

当該資産の市場価格に下落圧力がかかり、同一資産に投資する他主体はもちろん、資産を売却したファンド自身の NAV (純資産総額) を悪化させる可能性がある。この際、解約コストが当該投資家に適切に配分されない場合、あるいは、解約に伴う当該資産価格の下落が解約時のファンドの NAV に完全に反映されない場合、先行して解約した投資家が、後に解約する投資家対比で有利な条件で解約できることになる。こうしたメカニズムが存在するもとは、先行者利益を獲得したい投資家による解約請求が惹起され、大規模なシステミックリスクに帰結する可能性がある<sup>14</sup>。

FSB は、証券監督者国際機構 (International Organization of Securities Commissions、以下「IOSCO」) と協働し、オープンエンド型ファンドの流動性リスク管理に関して、情報開示やガバナンス強化、当局による情報収集の改善、流動性リスク管理ツールの拡大や利用促進、流動性ストレステストの実施などを勧告してきた。これらに加え、近年は、保有する資産の流動性に応じてファンドを区分し解約を受付ける頻度を設定することや、流動性の低い資産に投資するオープンエンド型ファンドが、日常的な流動性リスク管理手段の 1 つとして希釈化防止ツール<sup>15</sup>を導入できるように体制整備することを勧告している<sup>16</sup>。勧告等を受け、先進国の金融当局では、希釈化防止ツールなどの導入に向けた議論を進めている<sup>17</sup>。

#### (レバレッジと証拠金慣行)

NBFI の中には、一部のヘッジファンドなど高

いレバレッジをかけた投資戦略を採用する主体が存在する<sup>18</sup>。また、ブローカー・ディーラーや年金基金など他の NBFI でも、デリバティブによるリスク管理やレポ取引による資金・証券の貸借を行っている主体が存在するが、こうした取引においても、一定の証拠金や担保を差し入れることで、想定元本の大きい取引が可能になり、レバレッジが高まる。

所要証拠金額は、主として想定元本やボラティリティの大きさで決まるため、ボラティリティが上昇するストレス時には、高レバレッジな NBFI ほど、大きな追加証拠金・担保の差入れ圧力に直面する。また、そうした主体ほど、銀行やブローカー・ディーラーといった与信の提供者から破綻確率が高いとみなされる傾向があることから、負債返済圧力にも直面しやすい。証拠金の拠出や負債の返済に対応するため、高レバレッジな NBFI が保有する有価証券を大規模に売却する場合、価格下落やボラティリティ上昇を通じて、金融システムに広範な影響が及ぶ可能性がある<sup>19</sup>。また、一部の NBFI は、当局や取引相手からレバレッジの大きさを正確に捕捉されることを回避する観点から、レバレッジを財務レバレッジではなくオフバランスで高める、調達先を分散させるといった行動をとる可能性も指摘されている<sup>20</sup>。

FSB や IOSCO は、デリバティブ等のポジションが大きい NBFI が、追加証拠金に対応できる現預金や高流動性資産を十分に保有することのほか、証拠金・担保管理を緊急時資金調達計画や流

動性ストレステストを含む流動性リスク管理の枠組みに組み込むこと、および、証拠金慣行を証拠金のプロシクリカルな特性を踏まえて、実効性と透明性の伴う頑健なものに変えていくことの必要性を指摘している<sup>21</sup>。また FSB は、デリバティブやレポ取引だけでなく、ファンドファイナンス<sup>22</sup>やマージンローンによる調達も含めた NBF のレバレッジ全体にかかるリスクを特定しモニタリングするための枠組みや、リスクに対処するための措置を整備すること、また、レバレッジにかかる法域間の規制不整合を特定することなどを各国当局に提言する市中協議文書を公表した<sup>23</sup>。今後、同文書を最終化しつつ、金融当局を支援するための作業を進めるとしている。

## NBFI のモニタリングにかかる課題

以上みてきたように、NBFI のモニタリングや強靱化については、FSB による GMR の公表や政策勧告を中心に国際的な議論や取組みが進められてきた。金融システム安定の観点から NBFI の動向をモニタリングするうえでは課題も残されている。第 1 にデータギャップが挙げられる。法域によって NBFI の実態把握の範囲や粒度に差異がある。また、前述の通り、多くの場合、オフバランス取引を十分に取得できていないほか、集中リスクの捕捉も限定的である<sup>24</sup>。こうしたデータギャップは、金融当局や市場参加者が NBFI のリスクの所在やレバレッジがもたらす脆弱性を網

羅的に捕捉できない状況を生んでいる。第 2 は、クロスボーダー関連の捕捉力がある。NBFI と銀行のクロスボーダー取引が増えるなか、国際金融市場を通じたショックの波及経路、例えば、ポートフォリオ重複、リスクヘッジやリスク移転、裁定取引を含む多様な経路について分析を深める必要がある。第 3 に、それぞれの NBFI に内在するリスクを捕捉する必要がある。NBFI は異なるビジネスモデルをもつ業態が多数存在し、その分だけ調達・運用手段やリスク管理手法も多様である。それぞれの NBFI のリスク特性や複雑性を把握し、金融安定上のリスクを抑制しながら、NBFI の金融仲介機能を最大限発揮する措置につなげていくことは、今後の課題である。

FSB と各法域当局は、こうした課題認識を共有し、NBFI の脆弱性の捕捉力向上やデータの拡充などを通じて金融システムの安定に向けた取組みを進めている。日本銀行も、金融システムレポートで、わが国 NBFI の規模の変化やその背景を定期的に評価しているほか、2021 年には NBFI と銀行の相互関連性を含む分析を実施してきた。また、資金循環統計の拡充、IDH (International Data Hub<sup>25</sup>) への参画や FSB レポ統計の公表などを通じて、NBFI の管理・モニタリングをめぐる課題に対応してきている。今後も、こうした取り組みを進めつつ、NBFI をめぐる近年の変化が、金融システムに内在するリスクにどのような変化をもたらしているのか、知見を深めていく必要がある。

\* 現、静岡支店。

<sup>1</sup> 2007～09 年のグローバル金融危機では、リーマンブラザーズやベアスターンズなどのブローカー・ディーラーの破綻、AIG やモノラインなど保険会社の破綻、およびブローカー・ディーラーが運営する投資ファンドの凍結や破綻、CDO などの証券化商品の価格下落がみられたが、これらについてはいずれも NBFI の経済行動がストレスの増幅要因ないしは起点となった可能性が指摘されている (グローバル金融危機に関する指摘や分析は数多くあるが、例えば、Darrell Duffie (2010), "The Failure Mechanics of Dealer Banks," *Journal of Economic Perspectives* 24(1), pp.51-72 を参照)。近年でも、感染症拡大期におきた 2020 年 3 月の市場急変では、プライム MMF から資金が急速に流出し、一部ファンドの解約停止措置や CP 発行レートの上昇など短期金融市場の混乱を招いたとされる (FSB (2020), "Holistic Review of the March Market Turmoil" を参照)。2021 年 3 月のファミリーオフィスの破綻では、同ファンドに与信を提供していたわが国金融機関を含む大手金融機関が巨額の損失を被った。2022 年 9 月に起きた英国債市場の混乱時には、デリバティブを活用して債務主導投資 (Liability Driven Investment, LDI) を行う英国の年金基金が証拠金不足に陥り、金利の上昇が増幅された (伊藤ほか (2023) 「企業年金の運用戦略からみた金融安定への含意 - 英国債市場の混乱からの教訓 -」日銀レビュー 2023-J-2 参照)。2024 年 8 月初には、海外投資家のハイレバレッジなポジションの巻き戻しが、わが国を含め先進国の株価などの価格変動を増幅させたことが指摘されている (金融シ

テムレポート 2024 年 10 月号の BOX 1 参照)。

<sup>2</sup> 日本からは、金融庁と日本銀行が参画している。

<sup>3</sup> GMR が現在の名称となったのは 2019 年以降。2018 年までは、"Global Shadow Banking Monitoring Report" と呼ばれていた。

<sup>4</sup> 図表 2 の対象法域は、ユーロ圏全体と、アルゼンチン、豪州、ブラジル、カナダ、ケイマン諸島、チリ、中国、香港、インド、インドネシア、日本、韓国、メキシコ、ロシア、サウジアラビア、シンガポール、南アフリカ、スイス、トルコ、英国、米国の 21 か国・地域。

<sup>5</sup> FSB (2024), "Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation: Progress report"

<sup>6</sup> OIFs は、債券ファンドや株式ファンドのほか、複数の資産クラスに投資する混合ファンドなどからなり、MMF・MRF、ヘッジファンドは含まない。OIFs の金融資産残高は、2022 年にグローバルな金利上昇を背景に一時的に減少したが、2023 年には株式ファンドを中心に、主にバリュエーション要因によって増加に転じた。MMF は、短期国債で運用するファンドを中心に、近年、預金からの資金流入が増加したとみられ、金融資産残高が増加している。

<sup>7</sup> 日本証券業協会「証券投資に関する全国調査 - 2024 年度調査報告書 (個人調査) -」(2024 年 10 月) を参照。

<sup>8</sup> ブローカー・ディーラーのレバレッジの拡大は、レポ取引の増加が主因となっているが、それらは資産・負債の期間ミスマッチのない両建て取引が中心である。外資系証券と日系証券のレポ資

産残高は、2010年度末時点には近い水準(外資系証券:24.8兆円、日系証券:23.3兆円)であったが、2023年度末には前者が後者の2倍超まで拡大した(外資系証券:90.0兆円、日系証券:41.9兆円)。

<sup>9</sup> 図表5の「欧州」は、ユーロ圏、スイス、英国の合算値。

<sup>10</sup> 例えば、ECB(2024)、“Financial Stability Review, May 2024”を参照。なお、図表9の対象は48か国・地域(2022年時点)。

<sup>11</sup> 須藤直、平良耕作、中村康治(2015)「シャドーバンキングの現状:金融危機後の国際的な動向と監視・規制に関する取組みを中心に」日銀レビュー2015-J-10を参照。

<sup>12</sup> FSBは2020年11月に、同年3月の市場混乱についての包括的レビューを公表。同レビューでは、市場混乱時に流動性ストレスを増幅させた要因として、マージンコールの急増や、オープンエンド型ファンドにおける先行解約インセンティブの存在、プライムMMFの大規模な解約に伴う短期金融市場の機能低下等を指摘した。詳しくは、脚注1に挙げたFSB(2020)を参照。

<sup>13</sup> International Monetary Fund(2022)、“Asset Price Fragility in Times of Stress: the Role of Open-End Investment Funds,” Global Financial Stability Report, October 2022, Chapter 3.

<sup>14</sup> FSB(2023)、“Revised Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds”を参照。

<sup>15</sup> 解約投資家に対して、運用資産の売却時に要する取引コストを負担させる流動性管理ツールのこと。資産売却に伴う価格インパクトを含む取引コストを算出し、NAVを調整する「スウィングブライジング」や、投資家から徴収する「希釈化防止賦課手数料」などが挙げられる。希釈化防止のための流動性管理ツールについては、脚注14に挙げたFSB(2023)のほか、IOSCO(2023)、“Anti-dilution Liquidity Management Tools – Guidance for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes”を参照。

<sup>16</sup> 脚注14に挙げたFSB(2023)のほか、FSB(2017)、“Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities”を参照。

<sup>17</sup> 例えば、欧州では、欧州証券市場監督局が、希釈化防止ツールの導入に向けた市中協議を行っている。詳しくは、European Securities and Markets Authority(2024)、“Consultation Paper: Guidelines on Liquidity Management Tools of UCITS and Open-ended AIFs”を参照。

<sup>18</sup> FSB(2023)、“The Financial Stability Implications of Leverage in Non-Bank Financial Intermediation”では、主要国のNBFIの負債規模は、家計負債の規模に近く、その9割超は、保険会社・年金基金以外のNBFIであるブローカー・ディーラー、ヘッジファンド、ファイナンス会社、証券化ビークルなどによるとしている。

<sup>19</sup> 脚注18に示したFSB(2023)では、レバレッジをかけたNBFIによる保有資産の売却を通じた経路(position liquidation channel)と、レバレッジをかけたNBFIのデフォルトや信用力の悪化など

が取引相手からの与信の削減や取引相手の財務悪化を引き起こす経路(counterparty channel)を指摘している。

<sup>20</sup> 財務諸表に反映されないレバレッジや、取引相手が把握することが困難なレバレッジは、隠れたレバレッジ(hidden leverage)と呼ばれている。具体的には、デリバティブや特定目的会社を使ったオフバランスのレバレッジのほか、低いヘアカット率のレポ取引によるレバレッジ、財務の開示義務が緩い私募ファンドやファミリーオフィス等のレバレッジ、調達先を複数のプライムブローカーに分散させたレバレッジが挙げられる。

<sup>21</sup> 証拠金慣行については、FSB(2024)、“Liquidity Preparedness for Margin and Collateral Calls: Final report”のほか、Basel Committee on Banking Supervision, Committee on Payments and Market Infrastructures and Board of the International Organization of Securities Commissions(2022)、“Review of Margining Practices,”および、Basel Committee on Banking Supervision, Committee on Payments and Market Infrastructures and Board of the International Organization of Securities Commissions(2025)、“Final report: Transparency and Responsiveness of Initial Margin in Centrally Cleared Markets – Review and Policy Proposals”を参照。

<sup>22</sup> ファンドのNAVやファンドが投資家に対して有するキャピタルコール権を担保にした借入(NAVファイナンス、サブスクリプション・ファイナンス)が知られている。

<sup>23</sup> FSB(2024)、“Leverage in Non-bank Financial Intermediation: Consultation report”、および脚注21のFSB(2024)を参照。

<sup>24</sup> FSBでは、近年、従来の業態内での集計値に加え、狭義NBFIの各EFにおける上位5主体への集中度や、脆弱性指標のパーセンタイル値といったデータを各法域より収集している。

<sup>25</sup> 先進国金融当局は、グローバル金融危機後の2009年10月のG20合意に基づき、大手金融機関の債権・債務等の詳細データを収集するデータギャップ・プロジェクトを立上げ、データを収集している。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行金融機構局(代表03-3279-1111)までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<https://www.boj.or.jp>で入手できます。