

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—

金融機構局 江口万里奈*、大久保友博、山本健太、鷲見和昭

Bank of Japan Review

2025 年 6 月

グローバルにみたノンバンク部門の資産残高は、世界金融危機以降、趨勢的に拡大している。本稿では、日本・米国・ドイツに焦点を当て、各金融システムにおける内外ノンバンク部門のプレゼンスの大きさや、銀行部門との相互関連性の大きさについて、各国の資金循環統計や国際機関が公表する統計などを用いて、国際比較を行う。金融資産のうちノンバンク部門の保有残高シェアが5割を超える米国と、2～3割に留まる日独など、各国におけるノンバンク部門の相対的な規模は異なる。もっとも、海外ノンバンク部門も勘案すると、いずれの国の金融システムについても、債券・株式市場を中心に、ノンバンク部門による運用残高が相応の規模に達していること、また、銀行部門と海外ノンバンク部門との間の投融資・調達でみた相互関連性が強まっていることが示唆される。

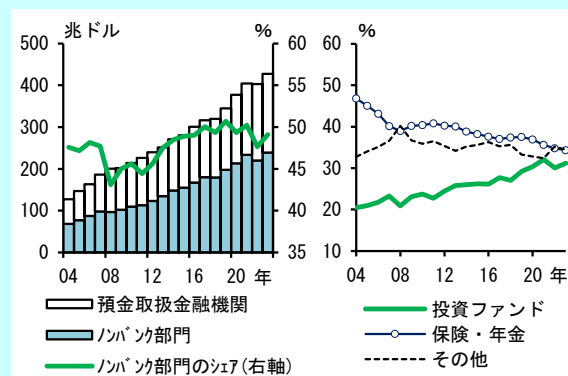
はじめに

ノンバンク金融仲介機関は、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仲介機関の総称であり、保険会社・年金基金（以下「保険・年金」）、投資ファンド、証券会社、ファイナンス会社といった多くの異なる業態から構成される。グローバルにみたノンバンク部門の金融資産残高は、金融システム全体の半分近くを占めており、内訳をみると投資ファンドのシェアが趨勢的に拡大している（図表1）¹。もっとも、各国・地域の金融システムにおけるノンバンク部門の規模・構成・活動実態は、金融産業の発展の経緯や制度環境などの違いもあり、必ずしも、均一ではない。実際、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」）」も、国内ノンバンク部門の大きさや内訳業態のシェアなど、国・地域間で異質性が存在することを示している²。

ノンバンク部門における資産・負債構造やその金融仲介活動は、世界金融危機後に強化されてきた規制体系に服しつつ、安定的な預金基盤を持つ銀行部門による与信行動とは相応に異なるほか、ノンバンク部門内でも業態・個社要因によるばら

つきが存在するため、ノンバンク部門の大きさや特性の違いが、平時やストレス時における金融システムの動向に、大きな含意を持つ可能性がある。

【図表1】グローバル金融資産の規模



（注）右図の「その他」には、ディーラー・ブローカー、ファイナンス会社等が含まれる。直近は2023年。

（出所）FSB

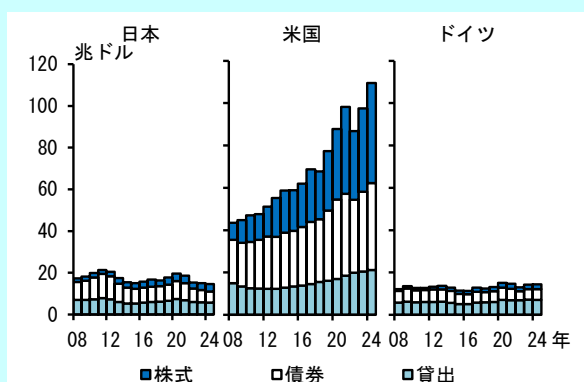
本稿では、日本・米国・ドイツ³（以下、「日米独」）の先進3か国について、国内金融システムにおけるノンバンク部門のプレゼンスの大きさや、銀行部門との相互関連性の強さという観点から国際比較を行う。対象とする期間は2000年代後半の世界金融危機以降とし、ノンバンク部門については、特に断りがない限り、保険・年金、投資ファンド、その他のノンバンク（ディーラー・ブローカー等）の3つに大別したうえで考察している⁴。

金融システムにおけるノンバンク部門のプレゼンスの規模

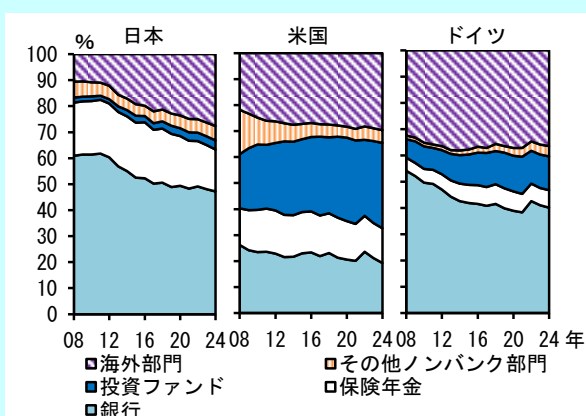
はじめに、各国の資金循環統計や国際機関が公表しているデータ等を活用し、日米独3か国について、それぞれの金融システムにおける主体別の金融資産保有残高の内訳を確認する（図表2）⁵。

【図表2】金融部門の金融資産保有残高

＜総額＞



＜主体別にみた残高シェア＞



（注）国内金融部門と海外部門による対内投融资。ドイツの「海外部門」は欧州域内を含む。下段は貸出、債券、株式の合計値におけるシェア。直近は2024年12月。

（出所）Bundesbank、FRB、日本銀行

直近2024年時点の主体別保有シェアをみると、米国については、海外部門が3割、国内ノンバンク部門が5割、残りの2割が国内銀行部門によって保有されている。ノンバンク部門の中で、更に内訳をみると、その6割が投資ファンド、3割が保険・年金、1割がその他のノンバンク部門である。世界金融危機以降から足もとまでの推移をみると、海外・ノンバンク・銀行部門の3部門で区分した場合の各シェアは、ほぼ一定で変わらないものの、ノンバンク部門の内訳でみると、投資ファンドのシェアが趨勢的に拡大していることが確認できる。

日本とドイツについては、米国対比でみると、ノンバンク部門のシェアが2～3割と小さく、銀行部門が4～5割と大きい点が異なっている。また、世界金融危機以降の海外・ノンバンク・銀行部門のシェアの変化という観点からも、違いが存在する。すなわち、日本においては、海外部門が1割から3割程度と拡大するもとの、銀行部門が縮小しており、ドイツでは、ノンバンク部門、特に、投資ファンド部門が拡大するもとの、銀行部門が縮小している⁶。また、ノンバンク部門内での内訳についてみると、米独では、投資ファンドのシェアが6割程度と大きく、拡大傾向にある一方、日本では、保険・年金のシェアが6割以上と大きく、投資ファンドのシェアは拡大しているものの水準でみれば限定的という違いもある。

（市場別にみた各部門のプレゼンスの変化）

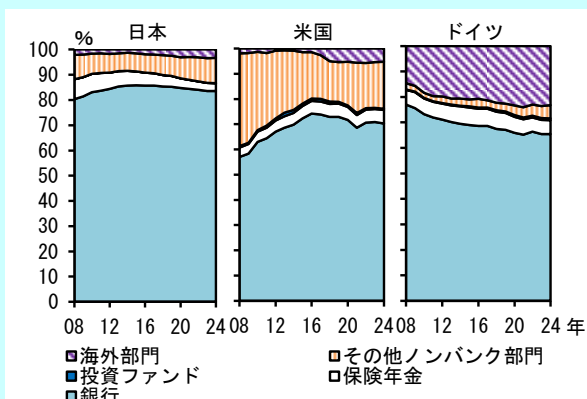
次に、貸出・債券・株式市場別にみた主体別のプレゼンスを確認する。ノンバンク部門のプレゼンスの大きさは市場ごとに大きく異なる⁷。

貸出市場をみると、銀行与信のシェアが7割～8割を占めるなど、足もと、いずれの国でも銀行部門が中心的な役割を果たしている（図表3）⁸。銀行部門以外についてみると、日米については、ほぼ証券会社やファイナンス会社などのその他ノンバンクが占めており、ドイツについては、欧州域内からの貸出を含む海外部門が占める割合が大きい。世界金融危機以後の変化という観点では、米国において、証券化商品の組成が減ったことなどを映じてノンバンク部門が縮小するもとの、銀行部門や海外部門が拡大している点、ドイツにおいて、欧州域内からの貸出増加などを映じて、海外部門が拡大するもとの、国内銀行による貸出が減少している点が挙げられる。

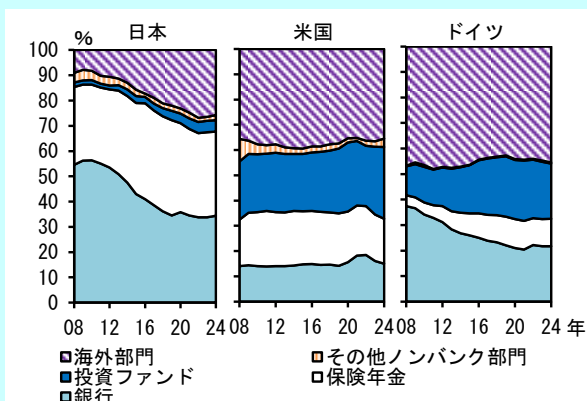
債券市場は、銀行部門のプレゼンスが貸出市場対比で限定的であり、一番シェアが高い日本においても3割程度、一番低い米国において2割程度である。一方で、国によって異なるものの、海外部門やノンバンク部門のシェアは相対的に高い。ノンバンク部門は、米国では5割を占め、内訳は投資ファンドと保険・年金で概ね半分になっている。

【図表 3】主体別・資産別にみた
保有残高シェア

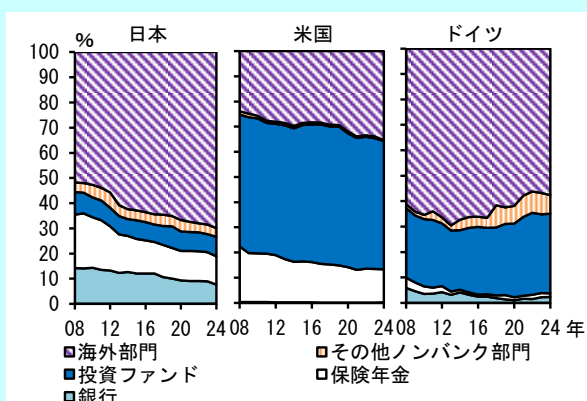
＜貸出＞



＜債券＞



＜株式＞



(注) 国内金融部門と海外部門による対内投融资。ドイツの「海外部門」は欧州域内を含む。直近は 2024 年 12 月。

(出所) Bundesbank、FRB、日本銀行

日独では、ノンバンク部門のシェアは両国とも 4 割程度となっているが、内訳をみると、日本では、ほぼ保険・年金が占めるのに対して、ドイツでは、投資ファンドが半分以上を占めるなど、違いも存在する。世界金融危機以降の変化という観点からは、米国では大きな部門間のシェアの変化はみられない一方で、日本では、銀行部門のシ

アが急速に低下するもとの、海外部門のシェアが 1 割から 3 割と拡大しており、ドイツでは、同じく銀行部門のシェアが縮小するもとの、投資ファンドのシェアが緩やかに拡大している⁹。

株式市場は、貸出市場・債券市場と比べても、銀行部門のシェアが一段と限定的であり、一番高い日本においても 1 割未満である。構成をみると、米国では、ノンバンクが 6 割強、残りが海外となっており、ノンバンクのうち 8 割程度は投資ファンドとなっている。反対に、日本とドイツでは海外部門が 6～7 割、残りがノンバンク部門となっている。世界金融危機以降の変化をみると、日米では、保険・年金のシェアが縮小するもとの海外部門が拡大しており、ドイツでは投資ファンドが拡大するもとの、海外部門はやや縮小している。

(海外部門におけるノンバンクのプレゼンス)

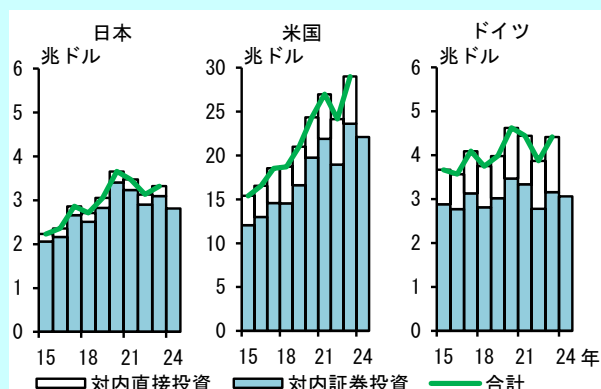
上記でみた通り、近年、日米独いずれの国でも、紫色で示している海外部門による資産保有は、金融システムにおいて相応のシェアを占めるほか（前掲図表 3）、日本では、債券・株式市場において、海外部門のシェア拡大が顕著にみられる。

各国の金融システムにおける金融仲介面でのノンバンク部門のプレゼンスは、この海外部門の内訳を勘案すると、図表 2 が示すより大きい可能性がある。海外部門について、更に保有主体別に内訳を区分けすることは容易ではないが、海外部門が保有する金融資産の大宗を占めると考えられる対内証券投資残高から近似的な傾向を把握することを試みる¹⁰。IMF の CPIS (Coordinated Portfolio Investment Survey) データ¹¹を用いて、日米独それぞれに対して投資を行う海外部門について内訳主体別の動向をみると、いずれの国でも、海外銀行部門による投資は限定的であり、海外ノンバンク部門、とりわけ、投資ファンド等からの投資が大きいことがみてとれる（図表 4）。特に、米国では、こうした投資ファンド等のシェアの拡大が顕著である。この事実は、国内のノンバンク部門が保有する金融資産のシェアが必ずしも大きくはない日独などにおいても、ノンバンク部門

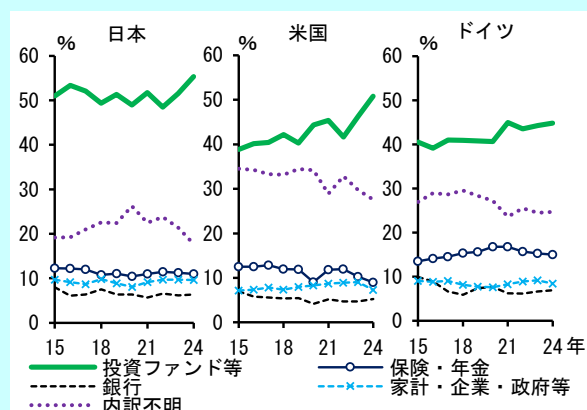
のプレゼンスが高まっている可能性を示唆する。

【図表 4】 海外主体別にみた対内証券投資残高

＜総額＞



＜シェア＞



(注) 直近は、対内証券投資は 2024 年 6 月、対内直接投資は 2023 年末。

(出所) IMF

なお、海外部門について、その内訳を投資国別にみると、日米独間での相互の投資の関係性や、日米独に共通して投資を行う国の存在が示唆される。この点について、投資ファンド等による対内証券投資残高においてシェアが大きい本籍地を確認すると¹²、まず、米国への投資では、オフショア金融センターとして知られるケイマン諸島が 3 割程度、欧州域内において、税制優遇やファンド組成に必要な情報や人材の集積の結果、オフショア金融センターとなっているとされるルクセンブルク、アイルランドの 2 か国が 2 割程度となっていることが確認できる。また、ドイツを含む欧州籍が 4 割、日本籍からの投資が 1 割程度となっている。次に、日本やドイツ向けについては、米国籍がそれぞれ 5 割、3 割程度と高いシェアになっていること、次いで、ルクセンブルクおよびアイルランド籍を合算したものがそれぞれ 2 割、4 割程度となっている。ケイマン諸島籍は、日本

への投資において 1 割程度を占める（図表 5、図表 6）¹³。こうしたノンバンク部門による海外投資を通じた相互の連関性は、各国の金融システムにおける金融仲介活動がより共振する方向で作用すると考えられる。

【図表 5】 対内証券投資残高の国別シェア

＜対内証券投資全体＞

日本		米国		ドイツ	
米国	39	ケイマン諸島	16	米国	16
ケイマン諸島	7	日本	8	ルクセンブルク	12
ルクセンブルク	5	アイルランド	8	フランス	7
アイルランド	5	ルクセンブルク	8	オランダ	6
英国	5	カナダ	8	アイルランド	6
フランス	4	英国	6	英国	5
その他	35	その他	46	その他	48

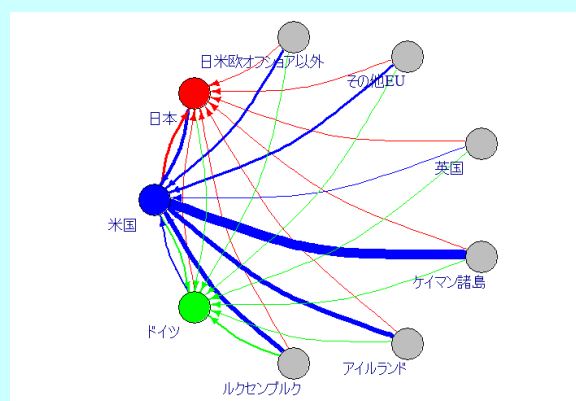
＜投資ファンド等＞

日本		米国		ドイツ	
米国	51	ケイマン諸島	35	ルクセンブルク	28
ケイマン諸島	13	アイルランド	18	米国	26
ルクセンブルク	11	ルクセンブルク	17	アイルランド	13
アイルランド	10	日本	11	フランス	7
英国	4	オーストラリア	4	ケイマン諸島	6
ドイツ	2	ドイツ	4	日本	5
その他	9	その他	12	その他	15

(注) 2023 年末時点。

(出所) IMF

【図表 6】 海外投資ファンド等による対内証券投資残高（日米独向け）



(注) 矢印の大きさは各投資国・地域の投資ファンド等による証券投資残高を示す（赤色は日本、青色は米国、緑色はドイツ向け）。2023 年時点。

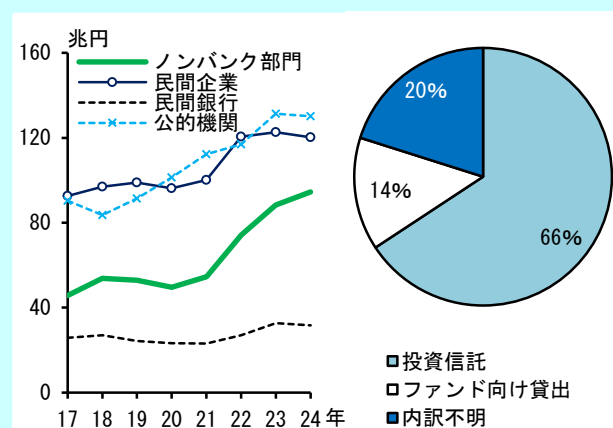
(出所) IMF

銀行部門と内外ノンバンク部門の連関

図表 2 や 3 は、各国における最終的な資金の需要者に対する資金供給主体のシェアを示しているが、金融仲介活動の性質によっては、こうした資金供給主体自体が他の金融機関から与信を受けている場合がある。特に、銀行部門とノンバン

ク部門は、独立に金融仲介活動を行っているのではなく、両者の間には、金融取引を通じた連関性がある。例えば、国内ノンバンク部門については、海外銀行部門などが国内資産に投資を行う場合（国内側からみれば、国内の各主体が海外資産に投資を行う場合）の結節点として機能することもある。仮に、米国債券に投資を行う米国籍のファンドに対して、日本の銀行部門が投資を行う場合には、図表2の中図の投資ファンドのシェアが増えることになるが、これは、同時に、日本の銀行部門と海外ノンバンク部門の連関性が高まっていることを意味する。実際、日本の銀行部門の海外投融資の推移をみると、水準でみれば海外民間企業向けや公的機関向けに劣後するものの、海外ノンバンク向けエクスポージャーは投資信託を中心に趨勢的に増加している（図表7）。

【図表7】 邦銀による海外向け投融資残高
 <海外向け投融資> <海外ノンバンク向け投融資>



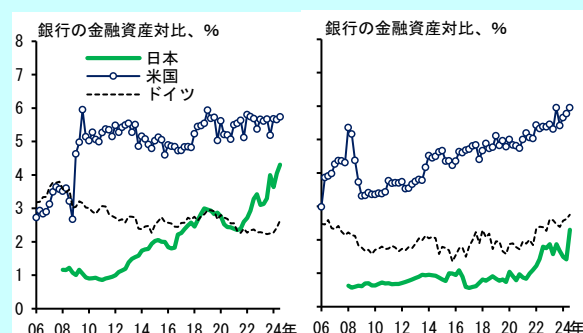
（注）BIS 国際与信統計（CBS）ベース。除く信託銀行。大手行等の MBS 投資額を「ノンバンク部門」から除き、「公的機関」に含めている。左図の直近は 2024 年 12 月、右図は同 9 月値。

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

次に、3 か国の国内の銀行部門と海外のノンバンク部門の相互与信関係を確認する（図表8）。米国をみると、銀行部門から海外ノンバンク部門への投融資、海外ノンバンク部門から銀行部門への投融資の双方について、金融資産全体の概ね 5% 程度で推移している。前者について、海外ヘッジファンド部門向け貸出等が徐々に増えていることが寄与していること（図表9）¹⁴、後者については、海外ヘッジファンド部門の債券調達ニーズに伴うレポ取引等の拡大が寄与していることが指摘されている。もっとも、こうした海外ヘッジフ

ァンドは、税制優遇等の観点からケイマン諸島をはじめとするオフショア籍となっているが、その大半が米国で活動しているほか、主な投資家層が米国の投資家である点を踏まえると、実質的には、投資ファンドを経由して、米国に資金が還流していると見做すことも可能であり、日本やドイツにおける海外ファンドの拡大とは性格が異なる点には留意する必要がある。

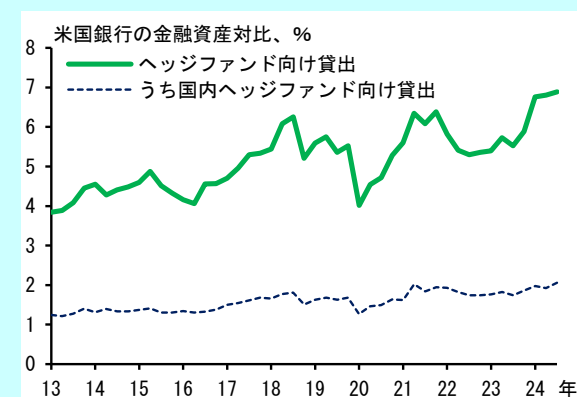
【図表8】 銀行と海外ノンバンク部門間の投融資
 <銀行→ノンバンク> <ノンバンク→銀行>



（注）試算値ベース。貸出と債券が対象。直近は 2024 年 9 月。

（出所）BIS、Bundesbank、FRB、日本銀行

【図表9】 米国銀行による
 ヘッジファンド向け貸出



（注）直近は 2024 年 9 月。

（出所）FRB、SEC

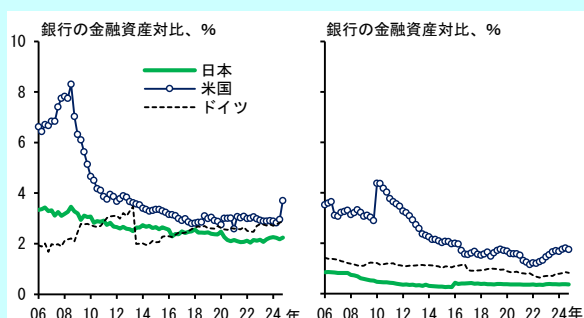
日独の国内銀行部門については、海外ノンバンク部門との連関性は、米国に比べて、相対的に小さい。もっとも、前述の通り、日本については、国内銀行部門から海外ノンバンク部門への投融資は、増加基調にあり、海外ノンバンク部門から国内の銀行部門への投融資についても、邦銀が、米国プライム MMF による CD・CP 投資やガバメント MMF とのレポ取引¹⁵を通じた外貨調達を行っていることなどを反映して、増加している¹⁶。ド

イツについては、世界金融危機以降、国内銀行と海外ノンバンク部門間の相互投融資が趨勢的に縮小していたが、近年そうした傾向に変化がみられる¹⁷。

なお、海外ノンバンク部門との連関性に比べて、国内の銀行部門と国内のノンバンク部門の連関性は、世界金融危機以降、全体として低下ないし横ばい圏内で推移しており、足もとにかけては、概して小さい。例えば、米国では、世界金融危機以降、証券化商品への投資やディーラー・ブローカーとのレポ取引の減少を主因に、国内の銀行部門の国内ノンバンク部門向け投融資は趨勢的に減少している（図表 10）^{18, 19}。日本では、貸金業者向けを中心に、銀行部門から国内ノンバンク向け貸出が、経時的に一定の割合で存在しているが、水準でみると限定的である²⁰。

【図表 10】銀行と国内ノンバンク部門間の投融資

＜銀行→ノンバンク＞ ＜ノンバンク→銀行＞



（注）試算値ベース。日本は貸出のみ、米国とドイツは貸出と債券が対象。直近は 2024 年末。

（出所）Bundesbank、FRB、日本銀行

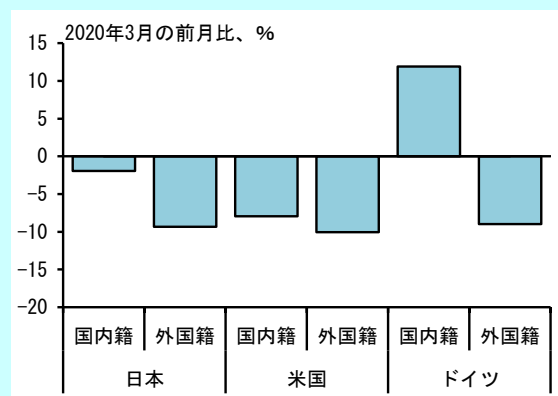
内外ノンバンク部門のプレゼンスの変化がもたらす金融システム上の含意

国内金融システムにおけるノンバンク部門のプレゼンスの大きさは、金融循環の動向やストレスに対する金融システムの頑健性に対して、様々な含意を持ち得るが、必ずしも見方が収斂している訳ではない。例えば、銀行部門とノンバンク部門の二つが存在する金融システムは、一方が機能不全に陥った場合においても、他方が企業等に対する資金供給を補完し得るという意味において、頑健であるという議論が長らく存在してきた²¹。もっとも、近年は、銀行部門とノンバンク部門の相互連関性の強まりがみられるもとで、ストレス時には、負債構造やレバレッジに脆弱性を抱える

ノンバンク部門が資産売却を行うこと等によって、市場変動が増幅され、さらに銀行部門へショックが伝播するとの議論も行われるようになって²²。

次に、国内の金融システムに対する資金供給主体としての海外部門のシェア拡大は、国内主体の資金調達や金融仲介活動が、国内の金融循環だけでなく、グローバル要因によって影響を受けやすくなっていることを示唆すると考えられる。実際、日米独 3 か国全てにおいて、海外部門のシェアはほぼ 3 割に達している。例えば、海外ファンドは、グローバルな投資家から資金を調達し、世界の各地域に分散投資するため、国際金融資本市場でストレスが生じた際には、必ずしもストレスの発生源ではない地域や資産にかかる有価証券の売却などを行う可能性が指摘されている²³。実際、2020 年 3 月の市場急変時においては、債券型のオープンエンド・ファンドに対する償還需要がグローバルに発生し、最も大きなストレスを受けた米国だけではなく、日独においても、海外オープンエンド・ファンドを中心に、国内債券の売却がみられている（図表 11）²⁴。

【図表 11】感染症拡大期における内外ファンドの債券投資残高の変化

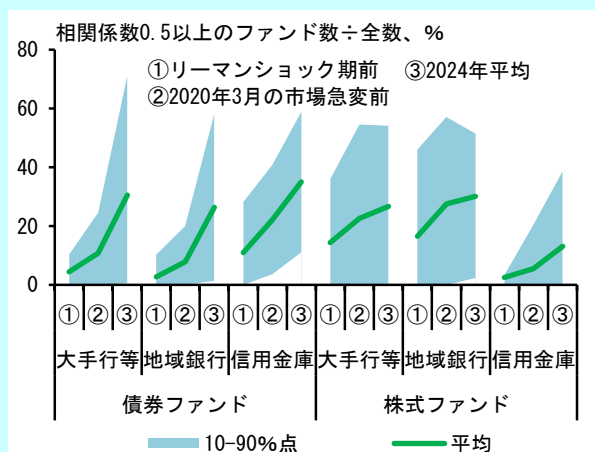


（出所）LSEG Lipper

最後に、国内の銀行部門を含む各主体が、投資ファンドを通じて海外資産に投資をしている点については、海外を起点とするストレスが、投資ファンドが保有する有価証券の評価損益を通じて、こうした主体の保有資産の価値変動に帰結する可能性を示唆している。例えば、日本の銀行部門が保有する有価証券のリターンとグローバルな投資ファンドのリターンの経時的な相関をみると、債券ファンドとの相関を中心にして、

業態横断的に、趨勢的に上昇していることがみてとれる（図表 12）²⁵。加えて、実際、2020 年 3 月の市場急変時には、直前において相関が高い金融機関ほど、有価証券評価損が大きくなる傾向がみられた²⁶。

【図表 12】金融機関の有価証券ポートフォリオと投資ファンドのリターンの相関
相関が高い投資ファンドの割合



（注）各金融機関の有価証券ポートフォリオと、投資地域・商品別に約 50 種類ある投資ファンド（オープンエンド型）のリターンの相関係数を計算し、相関係数が 0.5 以上のファンドの割合を金融機関ごとに算出。①は 2005 年 1 月～2007 年 1 月、②は 2018 年 1 月～2020 年 1 月、③は 2024 年 1 月～2024 年 12 月。

（出所）EPFR Global、Haver Analytics、日本銀行

おわりに

本稿では、日本・米国・ドイツそれぞれの国内

の金融システムにおけるノンバンク部門のプレゼンスについて、足もとの状況や世界金融危機以降の変化を中心に確認した。主なポイントとしては、以下の 3 つが挙げられる。

第一に、日米独いずれの国でも、国内のノンバンク部門は相応にプレゼンスを持っている。もともと、米国では、ノンバンク部門が 5 割を占める一方、日独では、2～3 割であるほか、米独では、投資ファンドが中心である一方、日本では保険・年金が中心であるなど差異も存在する。第二に、米国をはじめとする各国の投資ファンドがクロスボーダー証券投資を拡大させているもとの、各国の金融システムにおいて、海外ノンバンク部門のプレゼンスが高まっている。第三に、こうした投資ファンドを介する形で、日米を中心に、国内の銀行部門と海外ノンバンク部門との関連性が高まっている。

日本銀行では、金融システムレポートなどで、わが国ノンバンク部門の規模の変化やその背景を定期的に評価しているほか、様々な国際的な取り組みを通じて、ノンバンク部門の管理・モニタリングを巡る課題に対応してきている²⁷。今後も、こうした取り組みを進めつつ、ノンバンク部門を巡る近年の変化が、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、企画局。

¹ FSB などの国際的な定義に倣って、公的部門に含まれる公的年金や米国の政府支援企業（GSEs: Government Sponsored Enterprises）等は除いている。なお、「その他」に含まれるヘッジファンドは、オフバランス取引が含まれていないため、オンバランスの金融資産残高シェアは相対的に小さくなっている。

国内ヘッジファンドについては、資金循環統計上、日本では資産規模が僅少であることもあり、捕捉されていない。ドイツについては、ヘッジファンドの資産規模は相対的に僅少であるものの、投資ファンドの一部として捕捉されている。他方、米国では、ヘッジファンドは家計部門に含まれているほか、補完的な項目として、ヘッジファンドのバランスシートが公表されている。

² FSB が毎年公表する「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, GMR）の詳細については、大石洋・小林永典・杉原慶彦（2025）「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 を参照。

³ なお、本稿では、データ利用可能性の観点から欧州のうちドイツのみに焦点を当てている。

もともと、図表 2 や図表 3 の一部は、欧州全体についても確認することができ、そこでは、（1）投資ファンドのシェアが拡大している点、（2）海外部門のうち投資ファンドのシェアが拡大している点、（3）貸出の海外部門のうち欧州域内からのシェアが大きい点等が確認できる。

⁴ 本稿では、投資ファンドをさらに細かく分類することはないが、FSB の GMR では、投資ファンドをヘッジファンド、MMF、その他投資ファンド（債券・株式ファンド等）に細分化したうえでその動向を集計している。これらの形態のファンドは、レバレッジ・満期変換・流動性変換の点においてそれぞれ固有の特徴を有していることから、金融仲介活動の機能度や金融安定に対しても異なる含意を持つと考えられている。

⁵ 図表 2 の総額は、それぞれの国について、国内銀行・国内ノンバンク、および海外部門が保有する当該国の金融資産残高（貸出・株式・債券市場の合算値）を各年の為替レートでドル換算したものである。

⁶ ドイツの国内ノンバンク部門のシェア拡大には、持株会社等の金融資産残高の増加が寄与しているとの指摘がある。例えば、Bundesbank の調査月報（2014 年 9 月号）では、銀行部門の株式持ち合いの解消が進むなか、持株会社等による株式取得が進んだ点が指摘されている。また、統

計の基準改定が 2014 年 9 月に適用されたことに伴い、それまで非金融法人に含まれていた持株会社および SPE がその他ノンバンクに計上替えとなったことも、ノンバンク部門のシェア上昇に繋がっている。

⁷ なお、本稿では、各市場別にみたシェアに焦点を当てているものの、各国ごとに金融資産残高の規模は相応に異なるため（前掲図表 2 上段）、リスク評価を行うにあたっては、シェアの変化のみならず、主体別にみた保有資産残高の規模にも留意する必要がある。

⁸ 米国では、資産担保証券の発行体 (Issuers of Asset-Backed Securities) が、シェアを低下させつつも相応の貸出債権を保有している。もっとも、これらもオリジネーション・アンド・ディストリビューションビジネスのもと、元々は銀行部門が組成した貸出が相応に含まれると考えられる。

⁹ ドイツの債券市場では、国内企業が発行した社債を、国内で組成された投資ファンドが購入する動きが近年活発化しており、投資ファンドによる金融仲介が拡大している。企業の負債構成をみても、ドイツを含むユーロ圏では、債券による資金調達比率（＝社債/（社債＋借入）×100）が 2008 年の 12.0%から 2024 年には 22.3%と徐々に増加しており、直接金融が拡大している様子が窺われる。

¹⁰ 例えば、2024 年末時点で海外部門が保有する米国の債券残高のうち、対内証券投資は 9 割近くを占めている。

¹¹ 各国が作成している対内証券投資データは、最終投資家ではなく、証券の保管・資産管理を専門に行うカストディ銀行からの報告を含むため、カストディ銀行の所在国からの投資額が反映される傾向がある。このため、ここでは、資金の出し手となっている投資国からみた対外証券投資に基づく計数を用いている。

¹² ここでは、所在地（設定国）ベースとなっており、各主体の所在地（ファンドの設定国）に基づいている。一方、後述の図表 7 は最終リスクベースであり、投融資先の所在地ではなく信用リスクの移転を勘案し、投融資の最終的なリスクがどこに所在するかを基準としている。

¹³ ケイマン諸島やルクセンブルク、アイルランドなど、いわゆるオフショア金融センターで組成された投資ファンドには、米国や英国を中心とするグローバルな投資家が資金を拠出しているとみられる。例えば、以下を参照。

Bertaut, Carol C., Beau Bressler, and Stephanie Curcuru, 2019. "Globalization and the Geography of Capital Flows," FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, September 6, 2019.

¹⁴ 留意点として、図表 10 で用いている資金循環統計ベースの国内ノンバンク向け投融資には、国内ヘッジファンド向け貸出等は含まれていない一方、図表 8 で用いている BIS の国際与信統計ベースの海外ノンバンク部門向け投融資には、ケイマン籍を中心とするオフショアのファンド向け取引等が含まれているとみられる。

¹⁵ こうした邦銀による外貨調達におけるレポ取引の主な相手先は、外国銀行や米国 MMF となっている。

¹⁶ 日本については、年金基金や投資信託等の国内投資家からの信託分を除くため、信託銀行を除いている。詳細については、齋藤香、部山和愛、塩谷匡介（2018）「銀行勘定の推計値を用いた BIS 国際銀行統計の国際比較」日銀レビュー・シリーズ、2018-J-7 を参照。

¹⁷ 欧州金融機関は、世界金融危機以降のバランスシート調整や第 4 次資本要求指令（Capital Requirements Directive

IV）などの規制の厳格化もあって、クロスボーダー与信の拡大は相対的に限定的となっている点が ECB の Financial Stability Review (2017 年 11 月号) などで指摘されている。

¹⁸ 国内銀行と国内ノンバンク部門の相互与信関係については、米国およびドイツは、資金循環統計をベースとした From-Whom-To-Whom データを利用している。留意点としては、米国は、政府支援企業は公的部門としてノンバンク部門に含めていないほか、国内ヘッジファンドは対象外となっている。

¹⁹ なお、米国・ドイツの対象資産を日本と同様に貸出のみに揃えた場合でも、定性的な評価は変わらない。

²⁰ 日本はデータの利用可能性から貸出のみを対象としている。また、図表 2 では、日本については、金融機関向け貸出は除いている一方、米独は金融機関向け貸出も含まれている。

²¹ 金融システムレポート（2010 年 9 月号）では、世界金融危機後に本邦生命保険会社等のリスクテイク姿勢が後退するなか、銀行が与信を補完した点が指摘されている。また、欧州では、欧州債務危機時に一部企業が銀行借入から社債発行に切り替え、ノンバンクが資金調達を支えた点が指摘されている。詳細は、以下を参照。

Malin Andersson, Laurent Maurin, Desislava Rusinova (2021), "Market finance as a spare tyre? Corporate investment and access to bank credit in Europe," ECB Working Paper No.2606.

²² こうした双方の見方については、以下の文献がサーベイしている。

Stijin Claessens (2024), "Nonbank Financial Intermediation: Stock Take of Research, Policy, and Data," *Annual Review of Financial Economics*, Vol 16.

²³ 例えば、ECB の Financial Stability Review（2023 年 5 月号）では、ユーロ域内ファンドに比べて、海外ファンド（米国籍ファンド）の方がグローバルなショックに対する欧州国債の投資残高の減少が大きい点を示している。

²⁴ ドイツについては、国内保険会社が国内債券ファンドを買い越したこともあって、国内籍ファンドの残高が増加している点が Bundesbank の調査月報（2020 年 5 月号）などで指摘されている。

²⁵ 分析手法の詳細については、小出桂靖・法眼吉彦・須藤直（2022）「グローバルな投資ファンドと地域金融機関との有価証券ポートフォリオの重複度の高まりとその金融安定上の含意」、日本銀行ワーキングペーパー・シリーズ、2022-J-15 を参照。

²⁶ 例えば、金融システムレポート 2021 年 10 月号の IV 章 3 節を参照。

²⁷ 詳細については、大石・小林・杉原（2025）を参照。

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金融システム調査課（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。