

FSB の“NBFI についてのグローバルモニタリングレポート”の紹介

目次

I. はじめに

II. グローバルな金融システムでの金融仲介の動向

1. 2022 年は NBFI 部門の金融資産の評価額が減少、シェアは低下
2. 法域毎の状況
3. 業態別では資産評価減による投資ファンドの減少が影響
4. NBFI 関連の金融イノベーション

III. 狭義 NBFI（経済機能に基づく分類）の分析

1. 狭義 NBFI の概要、2022 年の動向
2. 法域毎、経済機能別の内訳

IV. 取付けの懸念が起きる特性がある集団投資ビークル（経済機能 1）の動向

1. 経済機能 1（EF1）の増減の要因
2. EF1 に含まれるファンドの脆弱性指標
3. EF1 の流動性変換、レバレッジによる脆弱性に対する政策手段

V. 他の経済機能（EF2～EF5）の動向

VI. プライベートファイナンスと NBFI に関するケーススタディ

1. プライベートファイナンスと NBFI の役割
2. プライベートファイナンスの動向
3. プライベートファイナンスの各部門及びクロスボーダーの結びつき

VII. 結論に代えて

2024 年 2 月 8 日

佐志田晶夫

(公益財団法人日本証券経済研究所)

FSB の“NBFI についてのグローバルモニタリングレポート”の紹介

要約

FSB の NBFI についてのグローバルモニタリングレポートに基づいて、NBFI の動向と脆弱性が懸念される分野の状況を概観する。FSB の報告書は、まず NBFI 部門の動向を包括的に捉え、次いで流動性／満期変換、不完全な信用リスク移転、レバレッジの利用により脆弱性の懸念がある狭義 NBFI 部門を、5 つの経済機能に分類し分析している。

2022 年は金利上昇の影響で多くの法域で資産価格が下落し、グローバルな金融資産は 0.4%減って 461.2 兆ドルになった。資産評価減で NBFI は 217.9 兆ドルへ 5.5%減少、金融資産全体に対するシェアは 49.8%から 47.2%に低下した。要因を業態別にみると、OIF（その他投資ファンド）が約 3 分の 2 で残りは主に保険会社と年金基金だった。OIF は 23 法域で減少し、米国（19.0%減）とユーロ圏（12.4%減）での減少の影響が大きかった。

NBFI での金融イノベーションと革新的なサービスの調査が実施され 24 法域が回答した。最も多かったのは P2P 貸出を含むフィンテック信用供与で、貸手と借手を結ぶ電子的プラットフォーム経由の提供が多い。次にアプリベースのチャレンジャー／ネオバンクが多く、これらのデジタル企業は銀行免許を持ち銀行と同じ健全性要件の対象となることが多い。暗号資産と結びついたイノベーションも 12 法域から報告された。

狭義の NBFI の金融資産は 63.1 兆ドルへ 2.9%減ったが、NBFI 部門全体より小幅な減少で、これは減少が大きい株式ファンドなどを含まないため。経済機能別では、EF1（経済機能 1～取付け発生の懸念がある投資ファンド等）が債券ファンドと資産複合ファンドの減少で 5.2%減り、他の分類は減っていない。EF1 は狭義 NBFI の 74.3%を占めて 23 法域でシェア最大が維持した。ただし、日本では 24.9%で、EF3(ブローカー・ディーラー等: 48.2%)の方が多し。EF1 の脆弱性を脆弱性指標の中央値で見ると、安定的な状態を維持している。なお、報告書は EF1 の脆弱性を抑制する政策手段について各法域の状況をまとめている。

今回の報告書では、プライベートファイナンスの動向と NBFI の役割にも注目している。資産運用会社はプライベート市場で資本を集めて投資を行っており、資本の提供者は主に保険会社や年金基金など長期の投資ホライズンを持つ機関投資家である。富裕層やリテール投資家にも商品を提供する法域もみられる。プライベートエクイティ／クレジットファンドの多くは、クローズエンド構造やロックアップ期間があるため流動性変換は限定的である。また、プライベートファイナンスは拡大しているが、相対的な規模はまだ小さい。ただし、透明性が欠けるためデータ収集を拡充し、モニタリングしていく必要がある。

FSBの“NBFIについてのグローバルモニタリングレポート”の紹介

公益財団法人日本証券経済研究所
特任リサーチ・フェロー 佐志田晶夫

I. はじめに

FSB（金融安定理事会）は、NBFI（ノンバンク金融仲介）部門のグローバルな動向のデータを集め分析結果を年次で公表している。昨年12月の報告書^①は、2022年の動向をまとめている。本稿では同報告書に基づき、NBFI部門の概況と脆弱性を生む可能性がある分野の動向を紹介する。各法域の状況（特に日本）にできるだけ注目したい。なお、NBFI関連のイノベーションや脆弱性への政策手段、プライベートファイナンスなどの調査も紹介する。

FSBのNBFIについてモニタリングは2つのアプローチがあり、まず、金融システムに生じかねない脆弱性を広くカバーすることを目指しNBFI部門を包括的に概観する。次に、脆弱性の懸念が高い狭義のNBFI部門や規制裁定で生じる脆弱性^②に焦点を当てて分析を行う。狭義NBFI部門は、流動性／満期変換、不完全な信用リスク移転、レバレッジの利用などにより5つの経済機能に分類されている。

FSBはデータ収集の対象法域を2つ用いている。データの収集範囲を最大化するために21の個別法域とユーロ圏（19法域）を対象とし、全般的な動向を把握する。より掘り下げた分析では29法域をデータ収集の対象として各法域に詳細なデータ提供を求めている。

参考図表1：データサンプルの構成

ベルギー (BE)*	アルゼンチン (AR)**	香港 (HK)*	サウジアラビア (SA)**	ユーロ圏 (EA)*
フランス (FR)*	オーストラリア (AU)*	インド (IN)**	シンガポール (SG)*	
ドイツ (DE)*	ブラジル (BR)**	インドネシア (ID)**	南アフリカ (ZA)**	
アイルランド (IE)*	カナダ (CA)*	日本 (JP)*	スイス (CH)*	
イタリア (IT)*	ケイマン諸島 (KY)*	韓国 (KR)*	トルコ (TR)**	
ルクセンブルク (LU)*	チリ (CL)**	メキシコ (MX)**	英国 (UK)*	
オランダ (NL)*	中国 (CN)**	ロシア (RU)** ¹	米国 (US)*	
スペイン (ES)*				

= 29-グループ
= 21+EA-グループ
* = 先進経済諸国
** = 新興市場経済諸国 (EME)

〔出所〕 FSB：“NBFIについてのグローバルモニタリングレポート2023”，Table 0-2より

II. グローバルな金融システムでの金融仲介の動向

1. 2022年はNBFI部門の金融資産の評価額が減少、シェアは低下

2022年には多くの法域でインフレに対応した政策で金利が上昇し、その影響で資産価格が下落してグローバルな金融資産は0.4%減少し461.2兆ドルになった。NBFI部門の金融

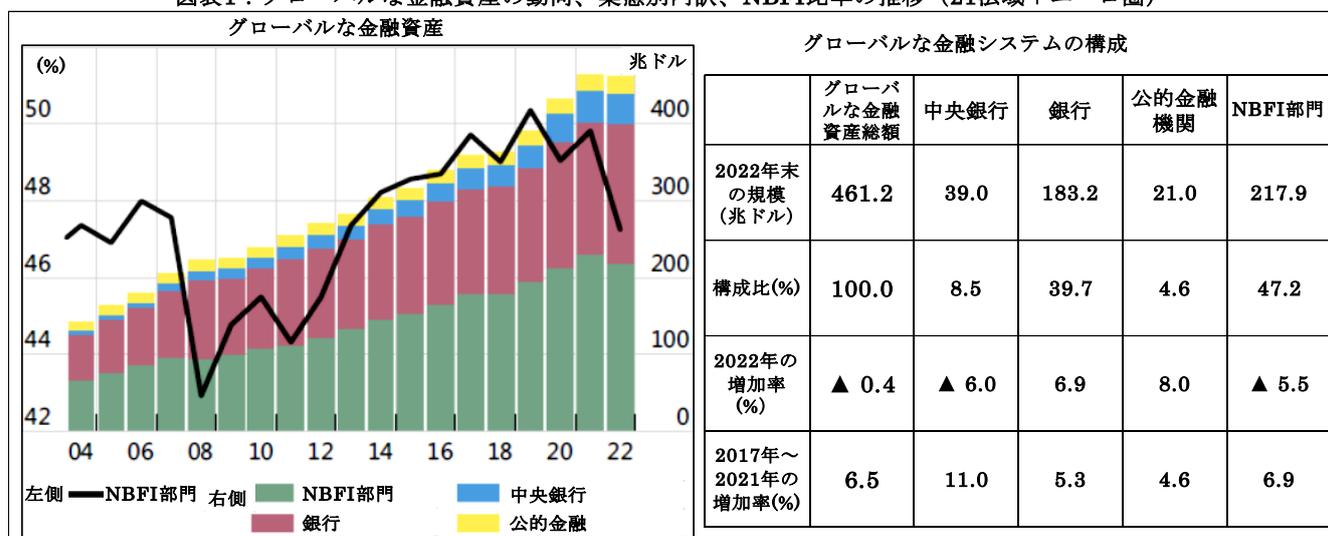
1 FSB：“Global monitoring report on non-bank financial intermediation 2023” December 2023 を参照。

2 NBFIによる脆弱性への対応の進捗状況は、FSB“Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation: Progress report” September 2023 を参照。なお、概要を拙稿：“FSB“ノンバンク金融仲介（NBFI）の強靭性向上：進捗報告書”の概要”当研究所、証券レビュー2023年11月で紹介。

資産は、投資ファンドなどの資産の時価評価による減少が影響して 5.5%減って 217.9 兆ドルになった。一方、銀行部門の金融資産は 6.9%増加して 183.2 兆ドルになったため、金融資産全体に対する NBFi 部門のシェアは、49.8%から 47.2%に低下した（図表 1）。

NBFi の業態別内訳で過半を占める OFI 部門（その他金融機関：MMF、ヘッジファンド（HF）、その他投資ファンド（OIF）、ブローカーディーラー（BD）など）は、2022 年には 5.0%減少して 139.1 兆ドルになった。NBFi 部門に含まれる保険会社も 6.2%減って 35.6 兆ドル、年金基金は 6.1%減少して 40.9 兆ドルになった（本稿末の参考図表 2 を参照）。

図表1：グローバルな金融資産の動向、業態別内訳、NBFi比率の推移（21法域＋ユーロ圏）



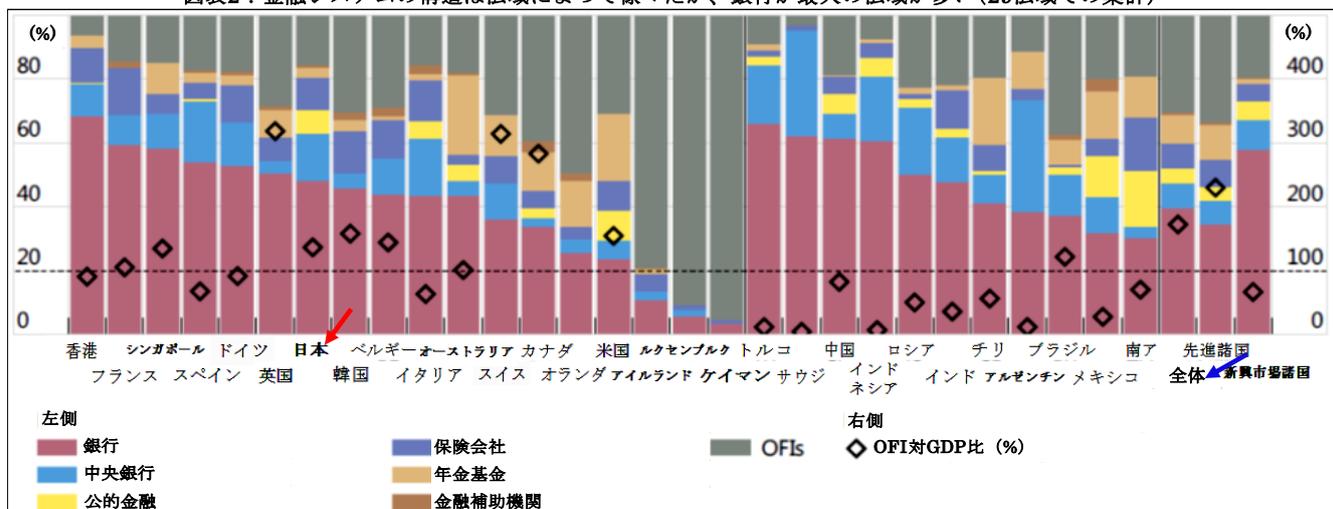
【出所】FSB：“NBFiについてのグローバルモニタリングレポート2023”, Graph1-1より

2. 法域毎の状況

金融仲介の業態別構成を法域毎に比べると（29 法域ベース）、銀行部門が 39.5%と最大、新興市場諸国はシェア 57.9%で先進諸国の 34.5%を上回る（図表 2）。次いで OFI（30.6%）、年金基金（9.0%）保険（7.8%）、中央銀行（7.7%）、公的金融（4.7%）。OFI 部門は、先進諸国の中でもケイマン諸島（95.5%）、ルクセンブルク（90.7%）、アイルランド（78.9%）でかなり高く、オランダ（49.3%）、カナダ（39.2%）、米国（30.9%）でもシェアが最大だった。なお、日本は銀行部門が最大の 48.3%で先進諸国平均より高く OFI 部門は 15.7%。

新興市場諸国では NBFi 部門の重要性の相対的な低下傾向がみられ、金融資産に占めるシェアは 2017 年から 2022 年で 0.9%減っている。減少幅はチリ（8.6%減）が最大で、次いでインドネシア（3.5%減）、南アフリカ（2.0%減）、中国（1.6%減）だった。これには、多くの場合に新型コロナ対応などで銀行や中央銀行のバランスシートが拡大したことが影響している。一方、インド（4.1%増）、ブラジル（3.3%増）、トルコ（1.4%増）、メキシコ（1.3%）、サウジアラビア（0.3%増）では NBFi 部門のシェアが上昇した。

図表2：金融システムの構造は法域によって様々だが、銀行が最大の法域が多い(29法域での集計)

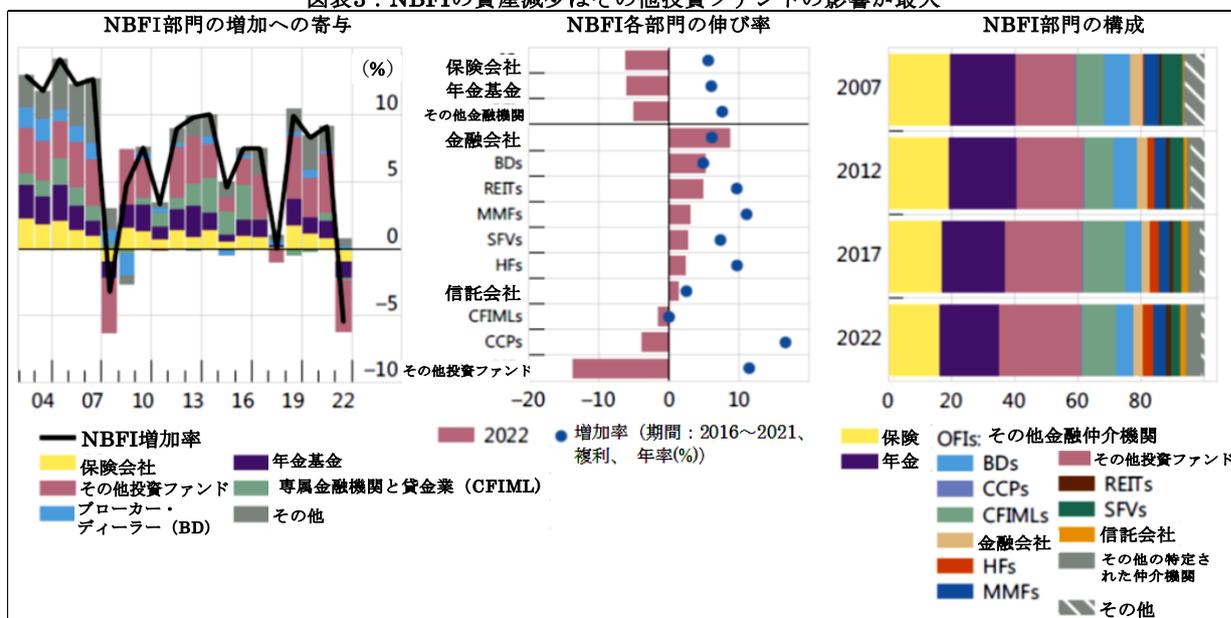


〔出所〕FSB："NBFIについてのグローバルモニタリングレポート2023", Graph1-2より

3. 業態別では資産評価減による投資ファンドの減少が影響

NBFI 部門の減少要因を業態別にみると、OFI 中の OIF（その他投資ファンド）が約 3 分の 2 を占め、残りの大半は保険会社と年金基金である（図表 3 左下）。OIF などの減少は株式や債券など保有資産の評価減が影響している。なお、今回の調査では 18 法域がファンド資産の増減要因を資産評価と資金流出入に分けたデータを提供しており、これによると株式ファンドや債券ファンドは資産評価の影響が大きいが、資金流出も影響している（図表 4 右）。ただし、非政府債務で運用する MMF では資金流入により資産は増加した。

図表3：NBFIの資産減少はその他投資ファンドの影響が最大

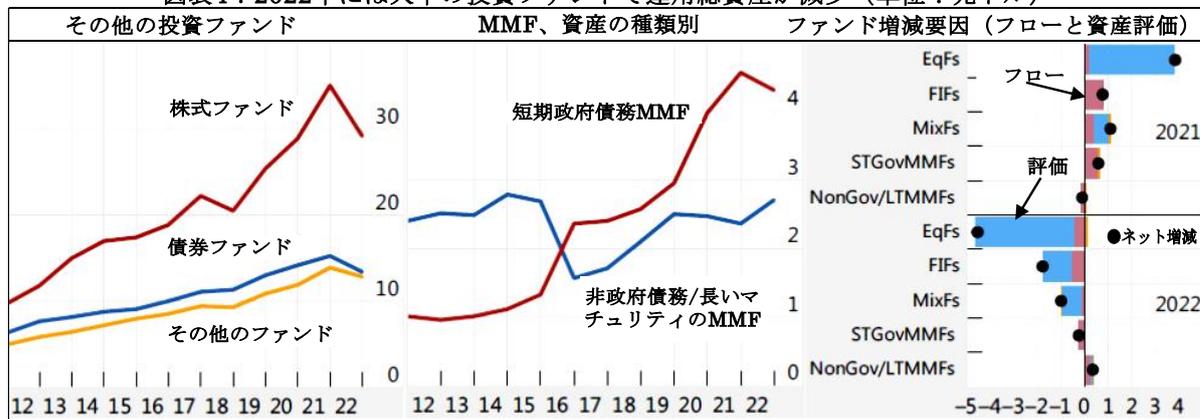


〔出所〕FSB："NBFIについてのグローバルモニタリングレポート2023", Graph1-5より

法域毎にみると、OIF は 23 法域で減少しグローバルな規模には米国（19.0%減）とユーロ圏（12.4%減）が大きく影響している。米国での減少要因は株式ファンド（20.2%減）が主要因だが、債券ファンドも 16.1%減少している。ユーロ圏では、ルクセンブルクが 13.3%

減、アイルランド 12.2%減、ドイツ 13.4%減だった。なお、アルゼンチンとトルコでは OIF が増加しているが、これには両国の高インフレ率が影響している。

図表4：2022年には大半の投資ファンドで運用総資産が減少（単位：兆ドル）



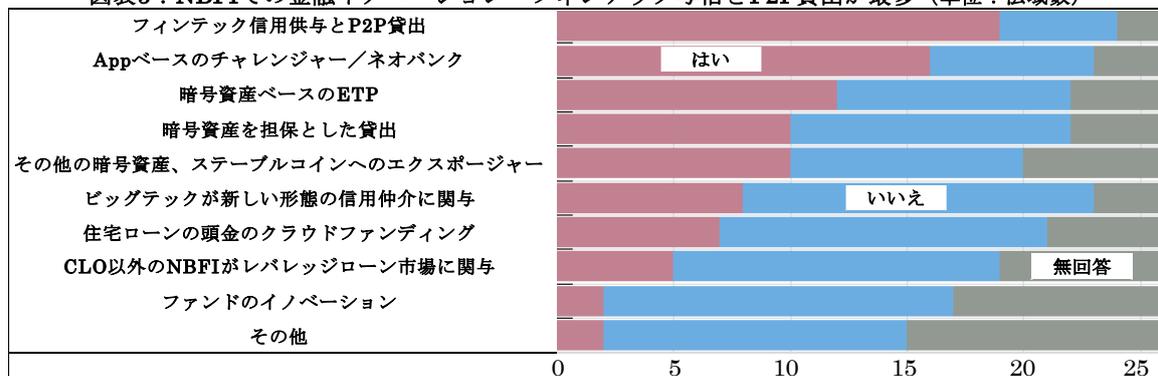
〔出所〕 FSB："NBFIについてのグローバルモニタリングレポート2023", Graph B1より

4. NBFI 関連の金融イノベーション

FSB は金融イノベーションと革新的なサービス、商品を調査して 24 法域から回答を得ている（図表 5）。主なイノベーションは以下の通り。

- ・ P2P 貸出を含むフィンテック信用供与の報告が最も多く、まだ規模は小さいがいくつかの法域で拡大傾向。多くの場合、フィンテック信用供与は貸手と借手を結ぶ電子的プラットフォーム経由で提供され、プラットフォームが貸出をバランスシートに計上する場合もある。FSB の各法域は、2024 年から可能な限りフィンテック与信データの報告を始める計画。
- ・ 次にアプリベースのチャレンジャー／ネオバンクが多くの法域で認識されている。典型的には、フィンテック企業がモバイル及びオンラインバンキングを効率化するアプリケーションなどの技術を提供している。多くの法域で、これらのデジタル企業は銀行免許を持ち、銀行と同じ健全性要件の対象となっている。
- ・ 暗号資産と結びついたイノベーションが 12 法域から報告された。これには暗号資産ベースの ETP（上場型金融商品）、暗号資産を担保とした貸出及びその他の暗号資産（ステーブルコインを含む）へのエクスポージャーが含まれる。

図表5：NBFIでの金融イノベーション～フィンテック与信とP2P貸出が最多（単位：法域数）



〔出所〕 FSB："NBFIについてのグローバルモニタリングレポート2023", Graph B2より

Ⅲ. 狭義 NBFi (経済機能に基づく分類) の分析

1. 狭義 NBFi の概要、2022 年の動向

FSB は、NBFi に含まれる金融機関の活動内容を調査し、脆弱性の懸念が生じかねない狭義の NBFi を定義してより詳しく分析している。狭義の NBFi には信用仲介活動を行い、流動性/満期変換やレバレッジの利用を行う組織体が含まれ、経済機能によって 5 つに分類される (図表 6 参照)。信用仲介などを行わないその他の金融機関 (株式ファンドなど) や年金基金、通常の保険会社は狭義 NBFi から除かれている。また、健全性規制上で銀行グループに統合される組織体も含まれない。

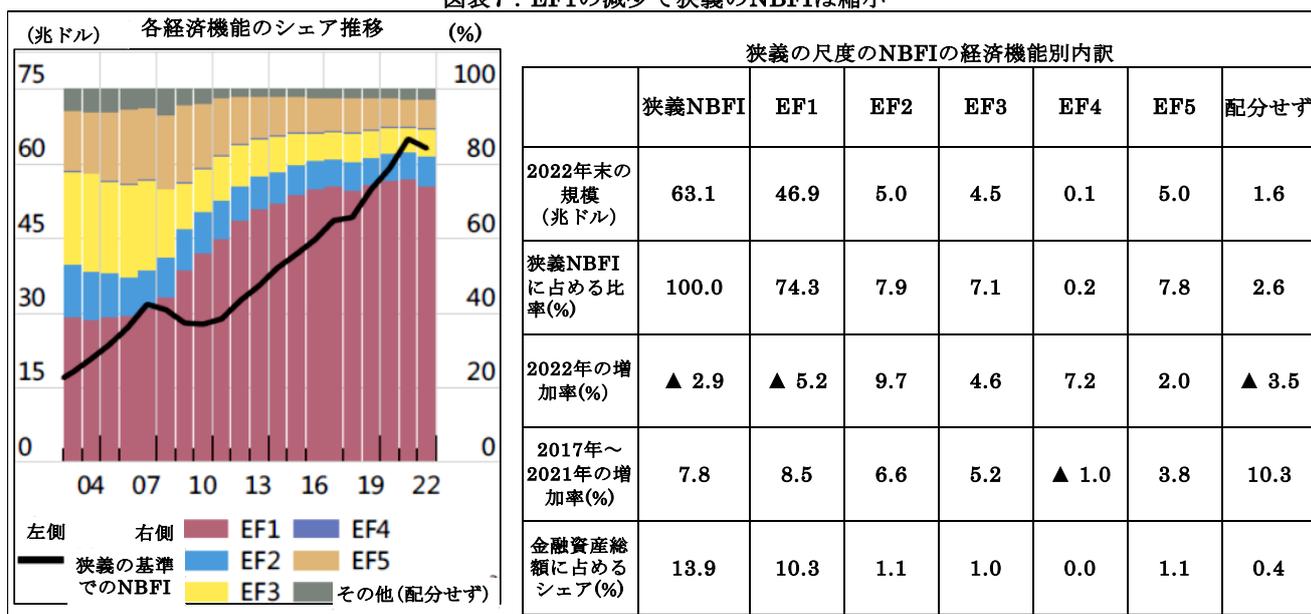
図表 6：経済機能による分類

経済機能	定義	典型的な組織の種類
EF1	取付けが生じかねない特質がある集団投資ビークルの管理	MMF、債券ファンド、資産複合ファンド、クレジットヘッジファンド、REIT
EF2	短期資金調達に依存したローンの提供	金融会社、リース/ファクタリング会社、消費者信用会社
EF3	短期資金または顧客資産を担保にした資金調達に依存する市場活動の仲介	ブローカー・ディーラー、証券金融会社
EF4	信用創出の促進	信用保険会社、金融保証会社、モノライン保険会社
EF5	証券化に基づく信用仲介と金融組織の資金調達	証券化ビークル、ストラクチャードファイナンスビークル、資産担保証券

〔出所〕 FSB："NBFi についてのグローバルモニタリングレポート 2023", Table 2-1 より

狭義 NBFi に含まれる金融資産は、世界金融危機後では初めてかなり減少して 63.1 兆ドル (2.9%減) になった。ただし、NBFi 部門全体 (5.5%減) と比べると小幅であり、これは減少が大きかった株式ファンドと株式 ETF が狭義 NBFi には含まれないため。経済機能別にみると EF1 は減少したが他の分類は減っていない (図表 7)。

図表 7：EF1 の減少で狭義の NBFi は縮小



〔出所〕 FSB："NBFi についてのグローバルモニタリングレポート 2023", Graph 2-1 より

EF1の動きが他の経済機能と異なったのには保有資産の評価が影響している（図表8）。なお、EF1は、減少はしたものの狭義NBFの約4分の3を占めている。

図表8：狭義NBFの主要な主体別内訳

	EF1				EF2	EF3	EF5		
	MMF	債券ファンド	資産複合ファンド	クレジットヘッジファンド	金融会社	ブローカー・ディーラー	SFV	信託会社	
金融資産総額（兆ドル）	9.1	11.5	8.1	7.0	6.3	12.3	6.2	3.9	
2022年の増加率(%)	2.9	▲ 14.3	▲ 12.1	2.2	8.6	5.0	2.7	1.4	
内、信用資産（兆ドル）	7.2			4.5	4.7	6.1	4.1	1.7	
2022年の増加率(%)	1.1			11.2	8.6	9.0	4.1	▲ 2.2	
狭義のNBF									
各経済機能の資産（兆ドル）	9.1	11.5	8.2	7.0	4.1	4.4	4.7	0.2	
狭義NBFに占める比率(%)	14.4	18.2	12.9	11.1	6.5	7.0	7.5	0.4	
脆弱性の尺度									
信用仲介	—				NA	—	▲	▲	NA
満期変換	▼	▼	▼	—	NA	▲	—	—	NA
流動性変換	—	—	—	—	NA	—	▼	—	NA
レバレッジ	—	▲	▲	—	NA	—	▲	—	NA

〔出所〕FSB：“NBFについてのグローバルモニタリングレポート2023”,Table 2-2より

狭義NBFがNBF部門全体に占める比率は、一般的には新興市場諸国の方が高いが、法域によるバラツキがある。先進諸国では3.7%減少したのに対し新興市場諸国では0.2%増加したが、これにはアルゼンチンとトルコのインフレ率の高さが影響している。

法域別の規模は、米国が19.2兆ドル（シェア30.4%）で最大を維持し、次いでユーロ圏の8法域が合計で13.6兆ドル（21.5%）、中国が10.3兆ドル（16.3%）、ケイマン諸島が8.1兆ドル（12.8%）だった。法域毎の増減で目立った動きは以下の通り。

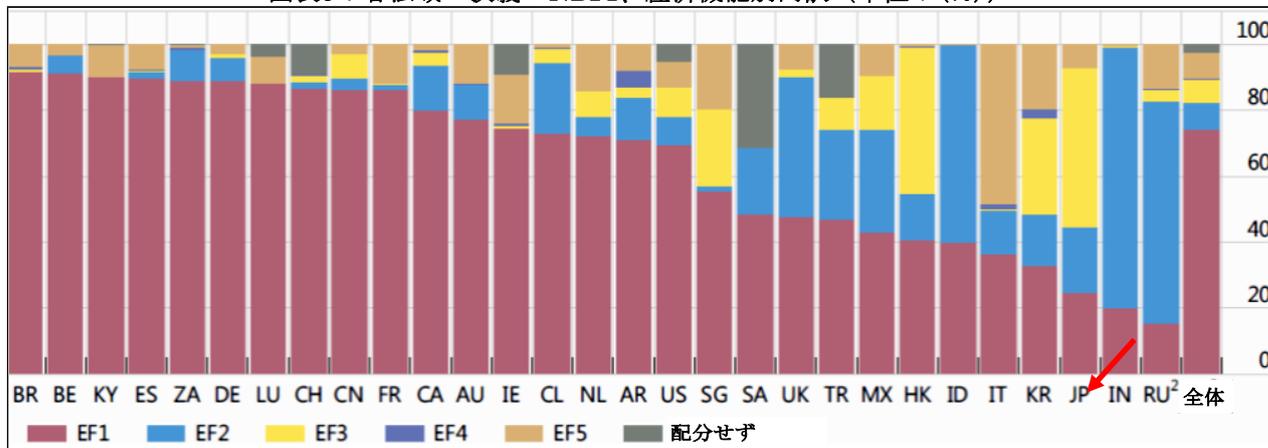
- ・英国では狭義NBFが11.1%増えた。これはブローカー・ディーラー（デリバティブ資産増加とドル上昇が影響）と金融会社（サンプル変更が影響）の資産増加によるもの。
- ・日本ではブローカー・ディーラーの資産がレポ取引で増え、狭義NBFは8.6%増加。
- ・韓国では狭義NBFが5.0%増えた。これはMMF（金利環境変化で投資家の需要が増加）と住宅ローン不動産ファンドの増加によるもの。
- ・ケイマン諸島はヘッジファンドと資産複合ファンドが増え、狭義NBFが4.0%増加。
- ・サウジアラビアの狭義NBFは25.3%減少。これは資産の評価減によるもの。

2. 法域毎、経済機能別の内訳

経済機能別のシェアをみると、EF1は全体では狭義NBFの74.3%、23法域でシェアが最大だったが、日本は24.9%、インドでは20.1%だった（図表9）。EF2は全体では7.9%、インド（79.0%）とインドネシア（59.8%）で最大で、日本では19.6%で三番目だった。EF3は全体では7.1%だが、日本（48.2%）と香港（44.6%）ではシェア最大。EF4は全体が0.2%のシェアで多くの国でシェアが低く、1%以上はアルゼンチン（5.4%）、韓国（2.8%）、イタリア（1.6%）、ブラジル（1.0%）だけだった。EF5は全体では7.9%、イ

タリアでは銀行の不良債権処理の証券化が影響してシェア 48.4%と他の法域よりかなり高かった。次いでシンガポール 19.6%、韓国が 19.4%。なお、日本は 7.3%だった。

図表9：各法域の狭義のNBFI、経済機能別内訳（単位：％）



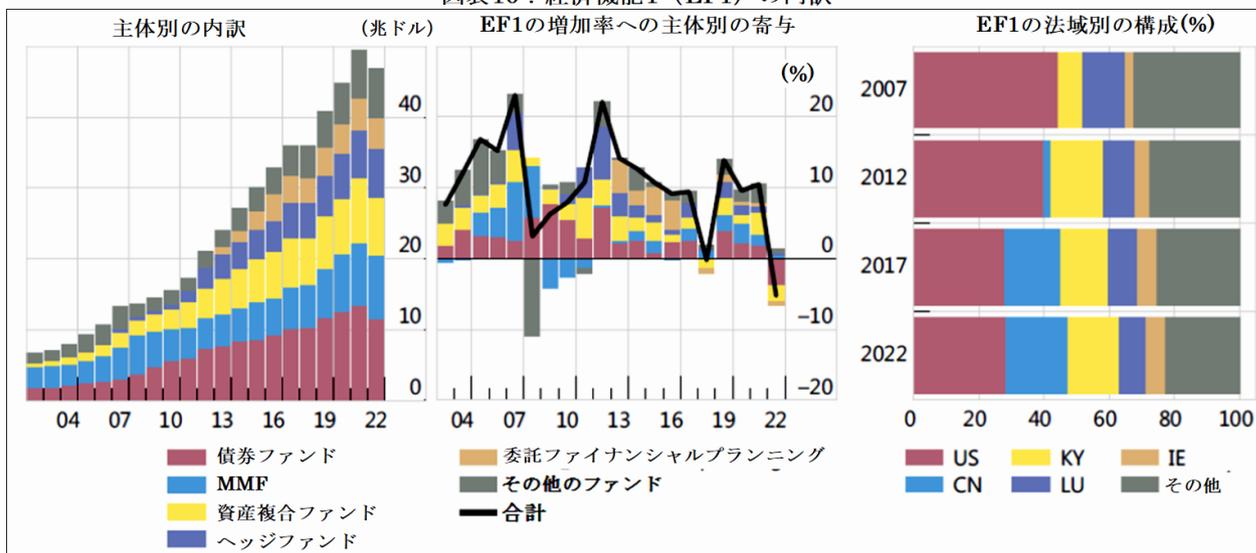
〔出所〕FSB：“NBFIについてのグローバルモニタリングレポート2023”，Graph 2-4より

IV. 取付けの懸念が起きる特性がある集団投資ビークル（経済機能1）の動向

1. 経済機能1（EF1）の増減の要因

EF1は取付けの可能性がある集団投資ビークル（ファンド）を含む。ファンドは投資家が効率的にリスクエクスポージャーを多様化する手段でショックによる損失を投資家に分散できるが、満期／流動性変換やレバレッジの利用で流動性圧力が生じる懸念がある。

図表10：経済機能1（EF1）の内訳



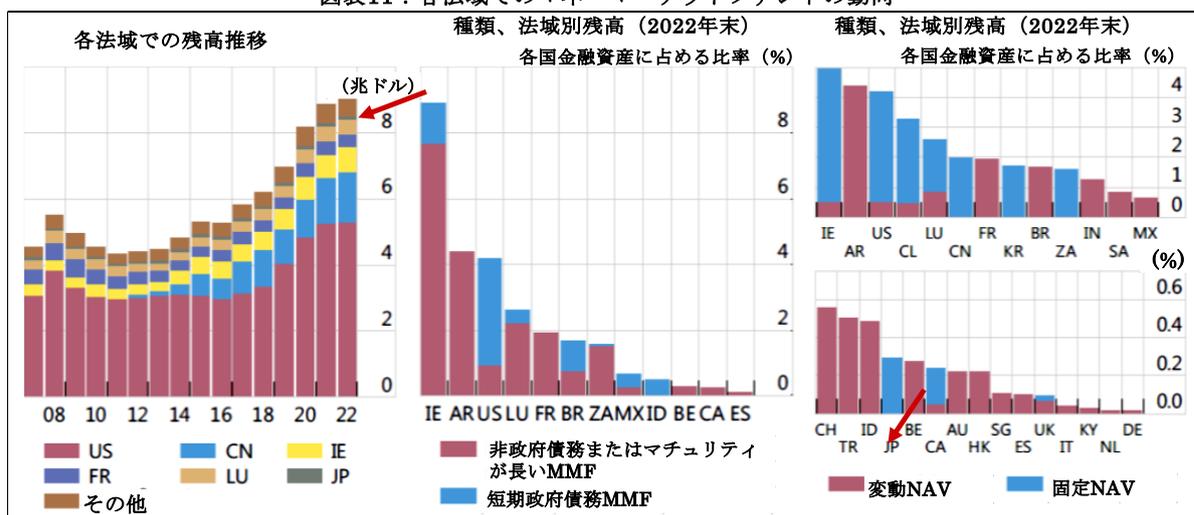
〔出所〕FSB：“NBFIについてのグローバルモニタリングレポート2023”，Graph 2-5より

2022年にEF1の資産は、主に債券ファンドと資産複合ファンドの減少によって5.2%減少し46.9兆ドルになった（図表10中央）。これらのファンドでは資産の評価減の影響がありフローでの資金流出もあった。減少はしたが債券ファンドはEF1の24.5%を占めてシェア最大だった。これに次いでMMFが非政府債務MMFへの資金流入で19.4%にシエ

アを高め、資産複合ファンドは17.3%のシェアだった。その他では、クレジットヘッジファンドが2.4%増加して14.9%のシェア。法域別の構成比をみると、米国が28.4%で最大で次いで中国が19.0%、ケイマン諸島15.5%、ルクセンブルク8.2%、アイルランド6.2%の順だった。なお、EF1の資産額は20法域で減少したが、韓国とケイマン諸島では増加した。韓国ではMMFと住宅ローン不動産ファンド、ケイマン諸島ではヘッジファンドの増加が寄与している。

MMFは全体では2.9%増加し、法域別では中国、アイルランド、韓国の増加が大きかった。残高では米国が最大で5.3兆ドル、次が中国で1.5兆ドルだった。米国では政府債務で運用するMMFが4.1兆ドルで77.7%を占める。種類別では固定（安定）NAVを提供するMMFがグローバルなMMFの82.3%を占める。なお、日本のMMF（商品はMRF）は固定NAVで、残高は0.11兆ドル、金融資産全体に占めるシェアは0.3%だった。

図表11：各法域でのマネーマーケットファンドの動向



〔出所〕FSB：“NBF1についてのグローバルモニタリングレポート2023”，Graph 2-7より

2. EF1に含まれるファンドの脆弱性指標

報告書では、MMF、債券ファンド、資産複合ファンドの信用仲介、満期変換、流動性変換及びレバレッジを測る脆弱性の指標を各法域から収集し分析している。指標の値は組織体の種類やビジネスモデルによって様々だが、MMFと債券ファンドは資産複合ファンドより信用仲介のレベルが高い。これは資産複合ファンドが株式にも投資するため。また、一般的には債券ファンドの方が資産複合ファンドや非政府債務MMFより満期変換と流動性変換のレベルが高い。流動性／満期変換を行いながら、流動性リスクを適切に管理していないファンドは、予想外の大規模な解約による大きな流動性逼迫に直面するかもしれない。

報告書によれば、法域別に計算された脆弱性指標の中央値をみる限りでは、2022年は安定的な状態が維持されている。脆弱性指標の主な結果は以下のとおり。

- ・信用仲介はMMFと債券ファンドで高水準が続き、資産複合ファンドでは若干上昇した。
- ・満期変換は、EF1に含まれるすべての種類のファンドで若干低下した。
- ・流動性変換は概ね前年と同水準で、債券ファンド、資産複合ファンド、MMF（特に非政府債務MMF）では高水準が続いた。
- ・バランスシートのレバレッジは、MMF、債券ファンド、資産複合ファンドでは低い水準が続いた。なお、本報告書ではヘッジファンドのレバレッジの分析はしていない。

FSBは、今回の報告書から可能な限り各法域内のバラツキのデータ（パーセンタイル：10、25、50、75、90）を収集しており9法域が提出した。主な結果は以下の通り。

- ・MMFと債券ファンドの信用仲介は中央値でみればどの法域でも同様だが、MMFはバラツキが小さいが債券ファンドは法域間及び法域内での違いが大きい。
- ・債券ファンドでは全般的に満期変換が大きい、資産複合ファンドはバラツキが大きい。
- ・大半のファンドで流動性変換の水準は高かったが、2法域のMMFは例外的だった。
- ・各法域内の分布でもEF1のファンドのバランスシートのレバレッジの低さが確認できた。

3. EF1の流動性変換、レバレッジによる脆弱性に対する政策手段

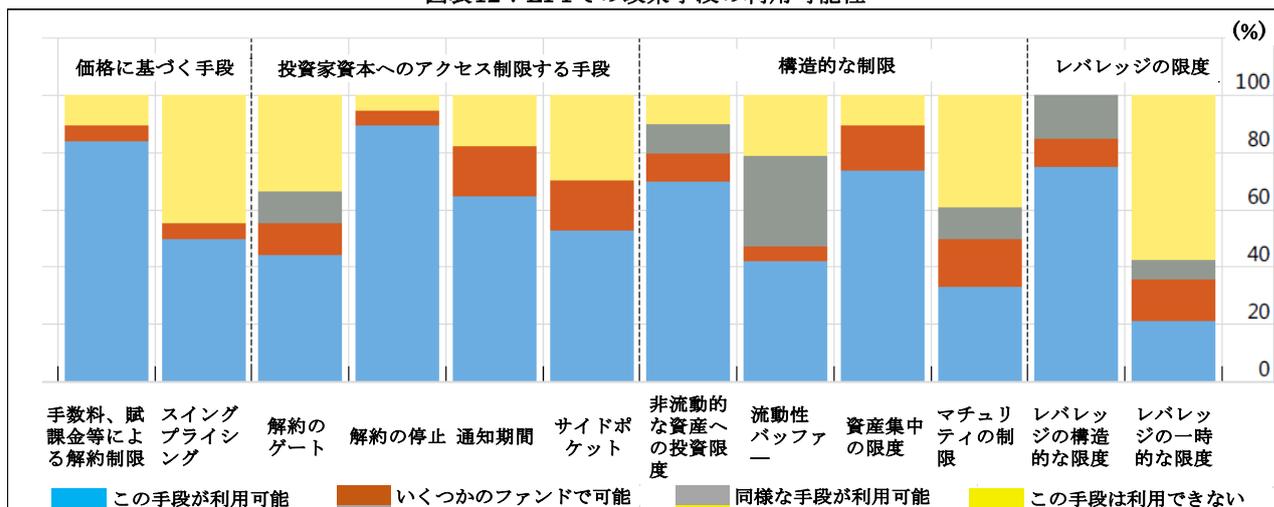
報告書では、流動性変換やレバレッジの使用に伴う脆弱性に対処するための投資ファンドへの政策手段を概観している。なお、MMFについてはFSBが別途テーマレビューを行っているため、本報告書では扱っていない。

満期／流動性変換を行うかレバレッジを用いるファンドは、投資家の解約請求や証拠金請求のダイナミクスによる流動性の懸念があり、これを軽減するための構造的措置や政策手段が多く法域で義務付けまたは利用可能である。各法域の状況は以下の通り。

- ・大半のファンドで、解約手数料や希釈化防止賦課金など価格ベースの手段（回答した法域の89%）またはスイングプライシング（回答した法域の53%）が利用できる。
- ・同様に投資家による資本へのアクセス（解約等）の制限も広く利用されている。回答した法域の94%ではファンドは解約を停止することが可能で、残りの6%でもファンドの中には解約停止の可能性を有するものがある。通知期間も全てのファンドで利用可能（回答した法域の69%）か少なくともいくつかのファンドで利用できる（19%の法域）。一方、解約ゲートとサイドポケットが利用できるのは約半分の法域に止まる。
- ・回答した法域の大半で構造的特性に基づく流動性ミスマッチの制限があるが、法域毎にかなり異なる。構造的特性には資産集中の制限（回答した全法域で少なくともいくつかのファンドで実施）、非流動性資産の制限（回答した法域の79%）、流動性バッファー（回答した法域の50%）、ポートフォリオ資産の満期制限（回答した法域の47%）があった。

- ・回答した法域の投資ファンドの過半数がレバレッジを制限する規制の対象。ほぼ全ての回答した法域で、全てのファンドまたは一部のファンドにレバレッジの制限があった（回答した法域の84%）。加えて、特定のリスクを軽減するために当局が発動できる一時的な制限が回答した法域の38%で利用可能だった。
- ・脆弱性に対処するその他の手段には、現物での償還、短期の借入、デリバティブの利用制限、カウンターパーティリスクの制限、担保の使用、資産評価方法が含まれる。

図表12：EF1での政策手段の利用可能性

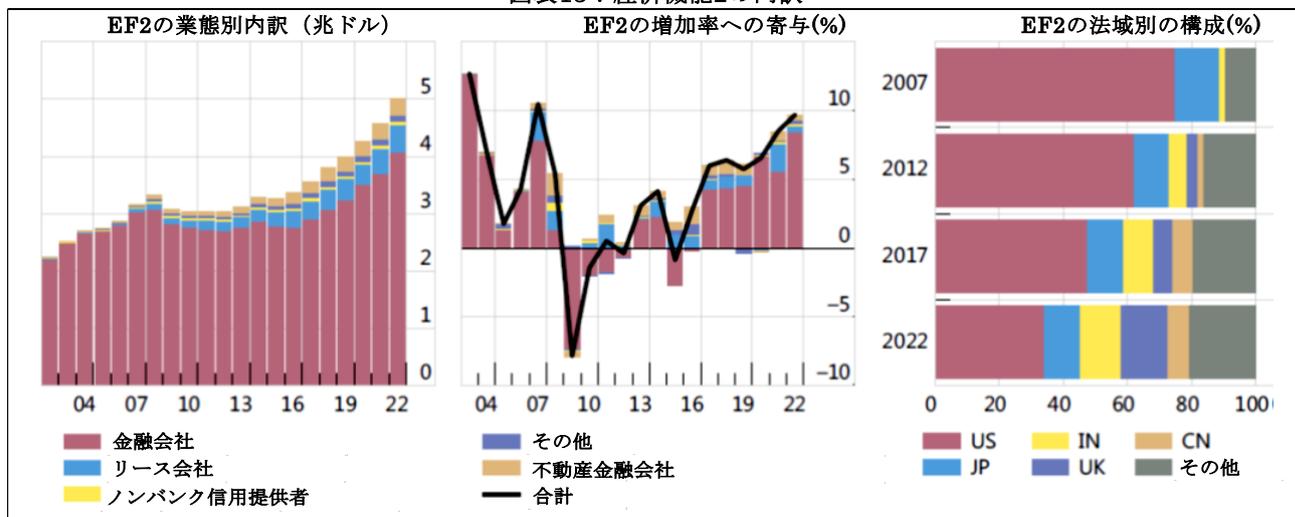


〔出所〕FSB："NBFIについてのグローバルモニタリングレポート2023", Graph B-1より

V. 他の経済機能（EF2～EF5）の動向

EF2～EF5の動向を簡単に紹介する。EF2は、消費者金融、自動車ファイナンス、リール住宅ローンなどの金融会社が主で（2022年は計81.5%）、リース会社（9.2%）も含まれる。金融会社は銀行と競合するものと競合しないニッチな分野のものがあるが、特定分野に集中していると循環的な部門に影響されやすい。短期またはホールセール資金調達に依存する金融会社は、循環を増幅することやショックを伝播させることがある。

図表13：経済機能2の内訳



〔出所〕FSB："NBFIについてのグローバルモニタリングレポート2023", Graph 2-20より

EF2 の資産は 2022 年に 9.7%増加して 5 兆ドルに達した。法域別では米国（34.0%）、英国（14.5%）、インド（12.8%）、日本（11.4%）、中国（6.7%）のシェアが大きい。なお、英国の EF2 の資産は 82.2%増えたが、これにはデータ収集サンプルの見直しが影響している。金融会社の脆弱性の指標は、過去 2 年との比較では安定的だった。

EF3 には、ブローカー・ディーラー（97.8%のシェア）などの短期資金に依存する金融仲介活動が含まれる。ただし、健全性上で銀行グループに統合されるブローカー・ディーラーは除かれている。銀行グループに統合されるブローカー・ディーラーは、EF3 のほぼ 2 倍の規模である。ブローカー・ディーラーは、顧客のポジション保有への短期信用供与やマーケットメイク活動による流動性供給、トレーディングの支援、ブローカレッジや投資助言、投資調査の発行、企業の資本調達支援などの機能を担っている。

EF3 の資産は 2022 年に 4.6%増えて 4.5 兆ドルになった。法域別では米国（36.7%）が最大だが、資産額は安定的なためシェアは低下傾向である。2 番が日本（31.2%）で、2022 年には狭義 NBF1 に占める EF3 の比率は 48.2%に高まった。次いで中国（17.2%）、韓国（7.2%）。EF3 の脆弱性指標では、ブローカー・ディーラーのみを分析対象としているが、満期／流動性変換は減少し、信用仲介とレバレッジは増加している。

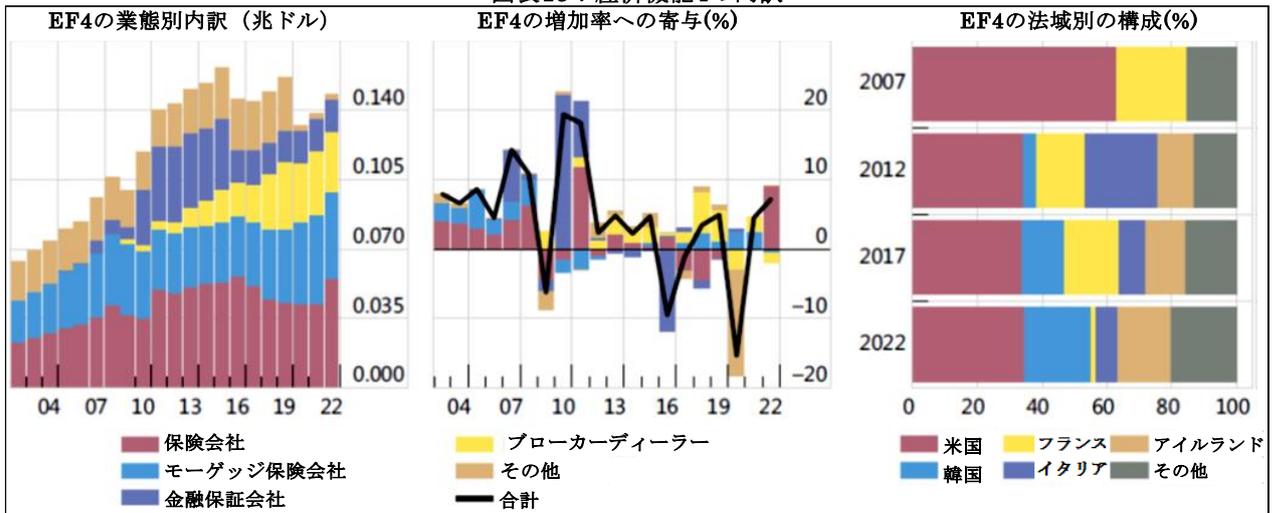
図表14：経済機能3の内訳



【出所】FSB：“NBF1についてのグローバルモニタリングレポート2023”，Graph 2-24より

EF4 は証券化商品や住宅ローンの保険など金融商品を保証する仲介組織で構成され、銀行やノンバンクの貸出を強化し信用創出を促す。EF4 の資産は 2022 年に 7.2%増えて 1483 億ドルになったが、狭義 NBF1 でのシェアは最小である。オフバランスシートのエクスポーチャーの把握が困難なため EF4 の重要性は過小評価されているかもしれない。脆弱性指標は法域からの報告がまばらなため報告書では公表していない。法域別では米国（34.5%）、韓国（20.6%）、アイルランド（16.2%）、イタリア（6.8%）、フランス（1.6%）で合計 80% 近いシェアを占める。なお、フランスは 2020 年に遡る分類の見直しによって減少した。

図表15：経済機能4の内訳

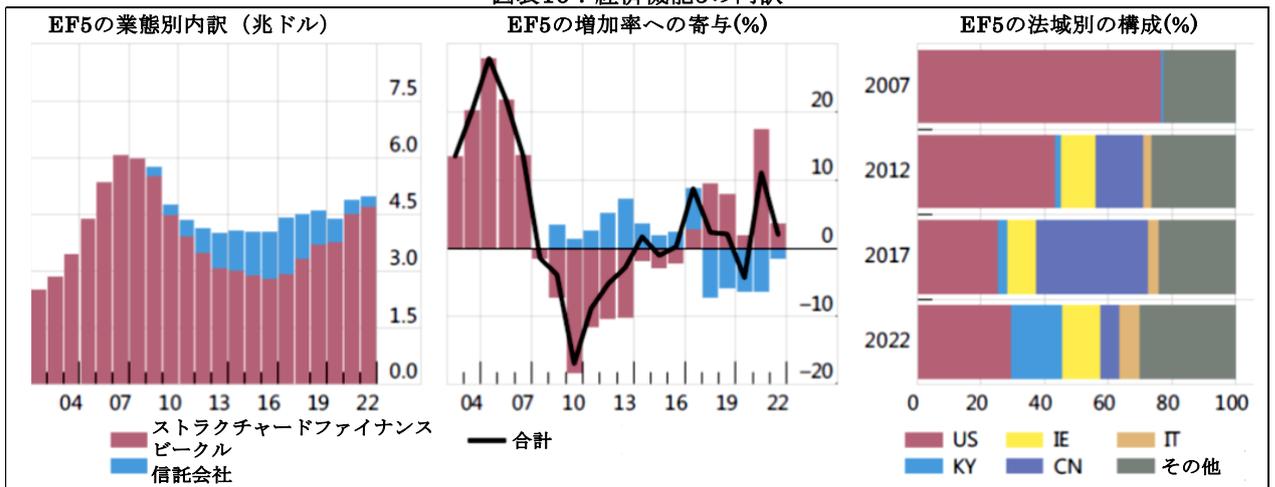


〔出所〕FSB："NBFIについてのグローバルモニタリングレポート2023", Graph 2-28より

EF5には、証券化に基づく信用仲介を行う組織（資産担保証券やCLOの発行など）が含まれる。また、非流動性資産へのファイナンスを市場から資金調達して行う信託会社も含まれる。EF5の資産は2022年に2.0%増えて約5兆ドルになり、狭義NBFIに占めるシェアは7.8%に高まった。ただし、2009年にはEF5のシェアは20.5%だった。

法域別では米国(29.7%)、ケイマン諸島(16.2%)、アイルランド(11.8%)、イタリア(6.2%)、中国(6.0%)のシェアが高い。業態別ではストラクチャードファイナンスビークル(95.2%)、信託会社(4.8%)が主。なお、2017年以降中国では、規制の導入と近年のモニタリング強化によって信託会社のシェアが低下している。

図表16：経済機能5の内訳



〔出所〕FSB："NBFIについてのグローバルモニタリングレポート2023", Graph 2-29より

脆弱性指標をみると、ストラクチャードファイナンスビークルはかなりの信用仲介に関与しているが、満期変換の水準は全般的に低い。レバレッジの利用はあまり変化していない。

VI. プライベートファイナンスと NBFi に関するケーススタディ

1. プライベートファイナンスと NBFi の役割

今回の報告書では、プライベートファイナンスの動向に注目し、NBFi の役割を分析している³⁾。投資家はプライベートエクイティ、プライベートクレジット及び実物資産（天然資源、インフラなど）に投資して企業に資金を提供している。プライベート市場は、伝統的な金融部門からは十分な資金調達を得られない分野に資金を供給し、資産運用会社はプライベート市場で活発に資本を集めて投資を行っている。資本の提供者は主に保険会社や年金基金など長期の投資ホライズンを持つ機関投資家だが、法域によっては富裕層やリテール投資家も提供するようになっている。

プライベートエクイティやプライベートクレジットファンドの多くには、クローズエンド構造やロックアップ期間があり流動性変換は限定的である。だが、プライベートファイナンスの最近の拡大で、金融安定への潜在的な影響に疑問が生じる。金融システムの他の部分との相互接続は影響が伝播する潜在的な経路になり、また、透明性が限られることでプライベート市場の脆弱性や金融安定への影響の評価が妨げられかねない。

プライベートファイナンス商品の法的形態や戦略はかなり様々だが、非上場かつ／または非流動性資産への投資が行われることは共通している。資産保有期間やファンドの満期は公開市場での運用と比べて長く、数年から 10 年または無期限である。プライベートクレジットとプライベートエクイティは、一般的にオルタナティブ投資ファンドへの幅広い規制枠組みの対象になっているが、各法域にわたるプライベートエクイティまたはプライベートクレジットの明確で正確な規制上の定義はない。もっとも、規制上の報告はベンチャーキャピタルやレバレッジバイアウト戦略などのプライベートファイナンスに関与する一定の種類の子ファンドについて情報を提供している。

NBFi の観点では、流動性とレバレッジの特性を明らかにすることが重要で、ファンドによる流動性変換や流動性提供サービスや、レバレッジ使用の評価が重要である。ファンドの多くはクローズドエンドかロックアップ期間があり流動性変換は制限されているが、投資家が流動性を求めれば、プライベートエクイティは資産を他のファンドなどに売却するかもしれない。また、ファンドが銀行のクレジットラインに依存するようになっている。加えて、プライベートファイナンス商品をリテール投資家投資家向けに販売する動きからは、投資家が解約または売却できる方法が求められるようになるかもしれない。

プライベートファイナンスは、レバレッジ戦略に関与し、投資対象企業のレバレッジド

³⁾ プライベートファイナンスの動向については、IOSCO : “Thematic Analysis: Emerging Risks in Private Finance” Final Report, September 2023 を参照。なお、拙稿：“IOSCO “プライベートファイナンスにおける新興リスクのテーマ別分析” の紹介”、当研究所トピックス、2023 年 11 月で同報告書の概要を紹介している。

デット発行のスポンサーにもなる。レバレッジの利用は一般的だがレバレッジ比率はファンドレベルでは低い。ただし、プライベートエクイティファンドが資産を担保に借入れを行う NAV ファイナンスがみられ、ファンド構造を越えたレバレッジの利用もある。規制上の報告はすべての間接的なレバレッジを把握してはいないかもしれない。また、プライベートファンドのエクイティを証券化で投資家に販売することからもレバレッジが生じる。

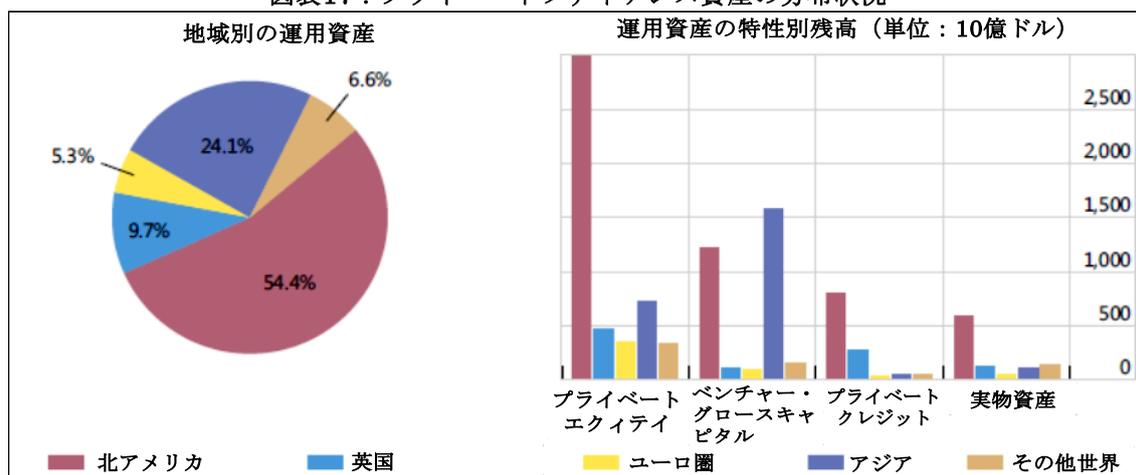
2. プライベートファイナンスの動向

プライベートファイナンスは過去 10 年間にわたって成長してきた。運用資産は 2022 年中央時点で約 12 兆ドルと 4 年間で倍増している。プライベートエクイティ（ベンチャーキャピタルを含む）が 3 分の 2 以上であり、プライベートクレジットの過去数年のシェアは 11～13%で安定している。プライベートエクイティの内ベンチャーキャピタルは、発展初期段階にある非上場中小企業が投資対象で、レバレッジバイアウト戦略はより成熟した企業が投資対象である。

プライベートクレジットは、小規模企業へのデットファイナンスや銀行から借入しづらい高債務企業を含む高リスク企業に資金提供する。プライベートクレジットファンドにはメザニンファンドやディストレスファンドも含まれ、シンジケーションされるレバレッジローンに投資するファンドも含まれる。

過去数年間は北アメリカのシェアが約半分で比較的安定している。2022 年には英国が約 10%のシェアでユーロ圏は 5%だった。アジアのシェアは近年増加し 24%になっている。

図表17：プライベートファイナンス資産の分布状況



〔出所〕 FSB : "NBFIについてのグローバルモニタリングレポート2023", Graph 3-1より

今回の調査には、12 法域がベンチャーキャピタルとプライベートエクイティのデータを報告し、総額は 5.3 兆ドル（グローバル金融資産の約 1.2%）だった。グローバルな集計レベルで見れば、プライベートファイナンスの役割は現状では限定的である。ただし、データ

の制約があり、プライベートクレジットやエクイティファンドと他のファンドやクロスボーダーの投資との区別がしづらい。多くの法域がプライベートファイナンス活動の急速な成長を確認し脆弱性も認識しているが、全般的にみれば規模は限られ、多くのファンドがクローズドエンド構造であることが脆弱性の軽減に役立つと考えられている。

3. プライベートファイナンスの各部門及びクロスボーダーの結びつき

プライベートファイナンスと他の部門やクロスボーダーの結びつきは、影響が伝播する経路になり信用リスクと流動性リスクを広げかねない。現状では、金融システムへのシステムリスクは低いと評価されているが、レバレッジと流動性リスクは市場の下落局面では循環増幅的な収縮につながる可能性がある。また、透明性の欠如は、相互接続の観点も含めてデータの拡充とリスクのモニタリングの改善が必要なことを示している。

銀行部門との結びつきでは、ファンドと投資対象企業が銀行から得ているレバレッジが重要な伝播経路である。また、銀行はレバレッジバイアウトやプライベートクレジット取引のほぼ全ての段階で主要な役割を果たす。ローンの組成を調整して参加もし、M&Aに付随する他のサービスも提供する。レバレッジの規模の推定は難しいが、M&A活動ではレバレッジバイアウトがかなりになっている。

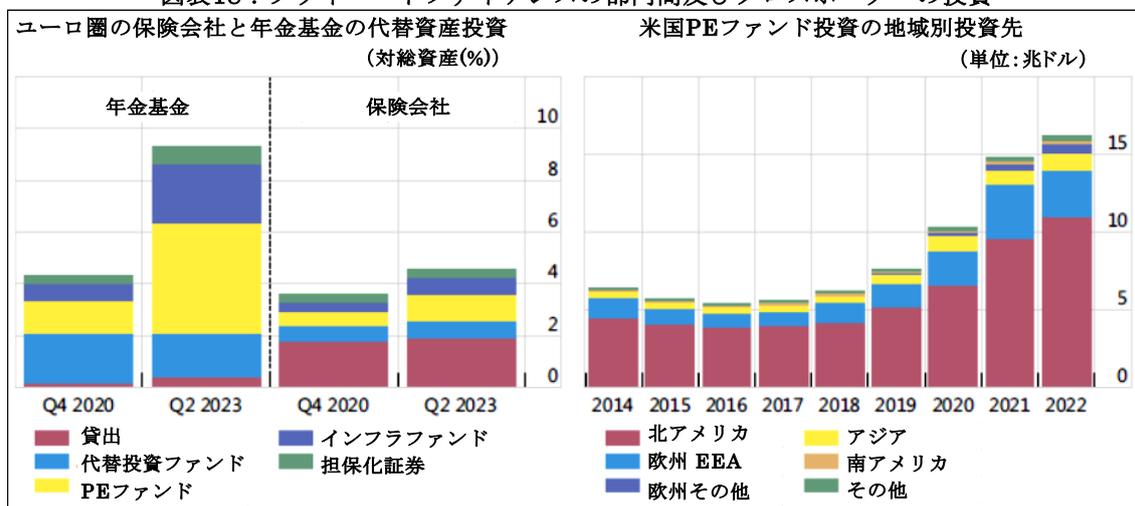
過去数年間、レバレッジドローンの発行は増加傾向で、リスクテイクは高いレベルになっている。ただし、最近では米銀が新たなレバレッジドローンの供与を停止し、銀行の意欲低下に対応し資産運用会社が投資対象企業への資金提供を増やしている。レバレッジドローンは証券化されてプライベートファンド投資家を含む投資家に販売され、こうした傾向は銀行の信用リスクが高まる懸念を軽減するが資産運用業界内の結びつきを高める。また、銀行からプライベートファンドへの信用供与拡大による結びつきもある。キャピタルコールの頻度を減らすためのクレジットラインの利用からレバレッジが生じるし、投資家に資金を返却するため使われる NAV ファイナンスの利用が増加している。

機関投資家がファンドを通じてプライベート市場に参入することでノンバンクファイナンス部門内の結びつきが生じる。いくつかの法域では年金基金と保険会社のプライベートファンドへの資産配分が増加傾向で、他の投資ファンドからプライベートファンドへの配分も増えている。ユーロ圏では、年金基金が総資産の8%をプライベートエクイティ、インフラ及び他のプライベートファンドに配分している。保険と年金基金の負債が極めて長期なことは脆弱性を軽減する要素になる。また、最近の金利環境が利回り追求行動を弱め、プライベートファイナンスへの投資を鈍化させることが予想される。

プライベートファイナンスのクロスボーダーの結びつきは、データが不十分なため評価

が難しいが、利用可能なデータによれば、米国のプライベートエクイティファンドはかなりの割合を欧州企業に投資し、米国の機関投資家は EU のプライベートエクイティファンドにかなり投資している。一方、EU のファンドによる米国への投資は限定的である。

図表18：プライベートファイナンスの部門間及びクロスボーダーの投資



【出所】 FSB："NBFIについてのグローバルモニタリングレポート2023", Graph 3-2より

VII. 結論に代えて

FSB は NBFI の動向を継続的にモニタリングしている。2022 年は金利上昇の影響で株式、債券などの価格が低下して NBFI の総額は初めてかなり減少し、グローバルな金融システムに占めるシェアも低下した。ただし、報告書も言及しているが、2023 年には株式や債券の価格は概ね上昇に転じて NBFI は増加しており、グローバルな金融システムにとっての重要性は引き続き高い。

報告書では各種の脆弱性指標などを調査し、NBFI がもたらしかねないリスクを点検している。2022 年には全般的なリスクの高まりはみられなかったが、NBFI が各法域の金融システムに占める重要性にはかなりの違いがあり、過去に市場混乱が発生した経験のある法域では注意深いモニタリングを続けるべきだろう。FSB はモニタリングを拡充するために NBFI 関連のデータ収集のグローバルな強化に取り組んでおり、今後とも各法域の協調が必要である。

なお、報告書のデータで日本について確認してみたが、他の先進諸国などと比べれば NBFI の相対的な重要性は低い。また、FSB が注目している経済機能別の分析でみると、脆弱性が懸念される経済機能 1 (投資ファンドなど) が日本の金融システムに占めるシェアは、現状では限られている。こうした違いにも留意して NBFI の動向をみていきたい。

以上

参考図表2：NBFIの推移、狭義NBFIの内訳（単位：兆ドル）

	NBFI部門	保険会社	年金基金	OFI	金融補助機関	狭義から除外	狭義NBFI	EF1	EF2	EF3	EF4	EF5	配分せず
2008	96.1	18.2	19.3	57.3	1.2	65.4	30.7	13.6	3.3	5.5	0.1	6.0	2.2
2009	100.9	19.7	21.0	58.6	1.6	72.9	28.0	14.4	3.1	3.5	0.1	5.7	1.1
2010	108.5	21.1	22.9	62.8	1.5	80.8	27.7	15.6	3.0	3.2	0.1	4.8	1.0
2011	112.1	21.9	23.9	64.7	1.5	83.3	28.8	17.3	3.0	3.4	0.1	4.3	0.7
2012	122.2	23.6	25.6	71.3	1.6	89.6	32.6	21.1	3.0	3.5	0.1	4.1	0.6
2013	133.9	24.7	28.4	79.2	1.5	98.4	35.5	24.1	3.1	3.5	0.2	4.0	0.6
2014	147.3	26.6	30.1	88.9	1.5	108.2	39.1	27.2	3.3	3.7	0.2	4.1	0.7
2015	154.2	27.5	30.8	94.2	1.6	112.4	41.8	30.1	3.3	3.5	0.2	4.0	0.8
2016	165.9	29.0	32.6	102.3	1.7	121.1	44.8	32.8	3.4	3.4	0.1	4.0	1.0
2017	178.4	30.5	34.8	111.0	2.0	129.8	48.6	36.0	3.6	3.5	0.1	4.4	1.0
2018	178.5	30.8	35.1	110.5	2.0	129.3	49.2	35.9	3.8	3.8	0.1	4.5	1.1
2019	196.4	33.9	38.6	121.3	2.4	141.6	54.8	40.9	4.0	4.0	0.2	4.6	1.2
2020	212.5	36.2	41.0	132.8	2.5	153.4	59.1	44.8	4.3	4.1	0.1	4.4	1.4
2020 ²	211.7	36.2	40.9	132.0	2.5	152.7	59.0	44.8	4.2	4.1	0.1	4.4	1.4
2021 ²	231.0	38.0	43.6	146.5	2.8	166.0	65.0	49.5	4.6	4.3	0.1	4.9	1.7
2022 ²	218.5	35.6	40.9	139.1	2.8	155.4	63.1	46.9	5.0	4.5	0.1	5.0	1.6

〔出所〕FSB：“NBFIについてのグローバルモニタリングレポート2023”，Annex2 Summary table より。なお、2020年以降はロシアを含まない。