ノンバンク金融仲介（NBFI）の脆弱性に対する政策当局の焦点
－銀行とNBFIの関係、ノンバンク商業用不動産投資家－

小立　敬

▌要　約▐

1. バーゼル委員会は2025年7月、銀行セクターとNBFIセクターの間の相互連関性を検証する報告書を公表した。銀行とNBFIの相互連関性の背景には、銀行がNBFIに提供している様々なサービスがある。具体的には、①融資、②流動性管理、③集中清算市場における清算サービス、④マーケット・メーキングと引受、⑤信用力および資産価値の保証、⑥資産運用業務、⑦オーナーシップとスポンサーシップが挙げられている。
2. 当該報告書は、NBFIから銀行へのリスク波及経路として、①NBFIのストレスが銀行その他の市場参加者に信用損失や流動性圧力をもたらす場合、②NBFIの破綻が親銀行グループの安定性に影響する場合、③NBFIが銀行からのリスクテイクを止める場合、④NBFIが銀行に対する資金供給を止める場合という4つのストレス・シナリオを整理している。
3. 一方、FSBは2025年6月に、足もとの高金利環境における金利リスクと流動性リスクという観点からノンバンク不動産投資家の脆弱性が認識されたことを踏まえて、商業用不動産（CRE）市場のモニタリングとともに、ノンバンクCRE投資家の脆弱性として、①流動性ミスマッチ、②財務レバレッジ、③バリュエーションの不確実性および損失認識の遅れ、④銀行セクターとの相互関係と波及効果について分析した報告書を策定している。
4. 両報告書ともに、政策当局者がNBFIセクターに関する懸念を示したものとして重要である。グローバル金融危機以降、NBFIは銀行を上回る速さで成長しており、銀行のNBFIに対するエクスポージャーは増大して、NBFIとの相互連関性も強まっている。銀行の経営やリスク管理にとっては、両報告書の指摘を踏まえながらNBFIセクターに起因するリスクに対してどのように備えていくのかが重要な課題となる可能性がある。

野村資本市場研究所　関連論文等

・小立敬「ノンバンク金融仲介（NBFI）の監督・規制を巡る金融安定理事会（FSB）の包括的な取組み」『野村資本市場クォータリー』2025年秋号。
・小立敬「COVID-19ショックとノンバンク金融仲介（NBFI）の発展－金融システムの安定における市場流動性の課題－」『野村資本市場クォータリー』2021年春号。

I NBFI のレジリエンス強化のための国際的な取組み

2020 年 3 月に、新型コロナウイルス感染症（COVID-19）のパンデミックへの懸念から、グローバル金融市場において極度の流動性ストレスが生じ、市場参加者が流動性の確保に奔走する「ダッシュ・フォー・キャッシュ」といった状況に陥ったことは、記憶に新しい。その結果、ノンバンク金融仲介（nonbank financial intermediation; NBFI）の脆弱性とそれに起因するシステミック・リスクが改めて注目されるようになった。

NBFI とは、ノンバンク・エンティティあるいはノンバンクのアクティビティ（活動）を通じた金融仲介を表す。2008 年のグローバル金融危機後に行われた国際的な金融規制改革では、シャドーバンキング（shadow banking）として NBFI が初めて金融監督・規制の枠組みの下に置かれ、当局が監視する対象になったという経緯がある。

NBFI セクターは金融危機以降、銀行セクターを上回る成長を示してきた。2020 年 3 月の金融市場の混乱によって、NBFI セクターの流動性ミスマッチ、高レバレッジ、高水準の相互連関性に伴う脆弱性が、金融システム全体に影響を与えるシステミック・リスクの源泉の 1 つとして認識されるようになった。

2020 年 3 月の金融市場の混乱を踏まえて金融安定理事会（FSB）は、NBFI の脆弱性を評価し、レジリエンス（強靭性）を強化する政策措置を講じるため、包括的な NBFI 作業プログラムを整備し、バーゼル銀行監督委員会（BCBS、以下「バーゼル委員会」という）や証券監督者国際機構（IOSCO）を含む国際基準設定者とともに、NBFI のレジリエンスを確保するための作業を行ってきた（図表 1）。

図表 1　FSB による NBFI 作業プログラム

テーマ	概要	実施時期
1. 特定の課題に関する分析・政策作業		
MMFのレジリエンス	2020年3月の経験に照らして、ベースとなる短期資金調達市場も含め、MMFのレジリエンスを強化するための政策提案を行うこと	2021年
オープン・エンド・ファンド（OEF）の流動性リスクとその管理	2020年3月の混乱時の償還圧力とツールの利用、それらが市場に与えた集合的な影響を含む、OEFの流動性リスク管理ツールの利用可能性と実効性を検証すること	2021～22年
証拠金慣行	集中清算および非集中清算デリバティブ市場におけるマージン・コールの枠組みおよび機能と、市場参加者がマージン・コールに対応するための流動性管理の準備状況を検証すること	2021年
コアな債券市場における流動性、ストラクチャーおよびレジリエンス	レバレッジ投資家の役割およびディーラーの仲介能力を制限する要因を含む、ストレス時のコアな資金調達市場におけるストラクチャーと流動性供給を検証すること	2021～22年
2. システミック・リスクの評価		
NBFIリスクの継続的モニタリングの強化	COVID-19の進展と2020年3月の混乱の教訓を踏まえて、NBFIのリスクを評価すること	実施中
NBFIおよび金融システムにおけるシステミック・リスクの理解向上	NBFIのシステミック・リスクに対する強化されたリスク・モニタリングと政策的検討に対するインプットとして、新興国における米ドル資金調達圧力と資金流出の相互作用を含む、NBFIの構造的および相互連関性の課題に関する分析を深めること	実施中
3. NBFIのシステミック・リスクに対処する政策		
NBFIのシステミック・リスクに対処する政策	現行政策ツールの妥当性、NBFIのレジリエンスの概念と望ましい水準の評価を含む、NBFIのシステミック・リスクに対処する政策を検証すること	2022年

（出所）FSB, “Holistic Review of the March Market Turmoil,” November 17, 2020 より野村資本市場研究所作成

NBFI 作業プログラムには、①マネー・マーケット・ファンド（MMF）のレジリエンスの強化、②オープンエンド・ファンド（OEF）の流動性ミスマッチの対応、③証拠金慣行の強化、④NBFI のレバレッジへの対応といった課題が含まれ、各々について各国・地域の当局が適切な政策措置を講じるための政策提言が FSB より行われてきた[1]。

こうした中で、NBFI に起因するシステミック・リスクを予め把握しようとする取組みも行われている。バーゼル委員会は 2025 年 7 月に、銀行セクターと NBFI セクターの間の相互連関性（interconnection）を検証する報告書を公表した[2]。また、FSB は 2025 年 6 月に商業用不動産に投資するノンバンク投資家の脆弱性に関する報告書を策定している[3]。

以下では、NBFI の潜在的なシステミック・リスクに関するこれら 2 つの報告書の内容を紹介し、政策当局者の目下の問題意識を確認することとする。

Ⅱ　銀行と NBFI の相互連関性に関する分析

１．銀行セクターと NBFI セクターの関係

バーゼル委員会が策定した銀行と NBFI との間の相互連関性に関する報告書（以下「BCBS 報告書」という）によれば、銀行が幅広い活動やサービスを通じて NBFI と結びついていることを踏まえて、バーゼル委員会は、銀行システムに対するリスクや脆弱性をフォワードルッキングに特定、分析するアプローチを採っているとする。BCBS 報告書は、そのような作業の一環として策定されたものである。

BCBS 報告書は、まず、銀行と NBFI の関係性に影響する要因を指摘する。これまでの緩和的な金融政策や金融環境は、NBFI セクターの急成長を支えてきたとする。もっとも、最近の金融引締めは、資金調達コストの上昇や短期的な満期管理の困難化を生じることで NBFI セクターに潜在的な課題をもたらしているとの認識を示している。

また、銀行と NBFI の関係に影響した要因として、銀行の資本規制強化や集中清算義務といった金融危機後の金融規制強化を挙げる。銀行とは異なる規制が NBFI に適用されることでノンバンクによる融資が促されている。一方で、多くの NBFI が集中清算義務によって必要となった中央清算機関（CCP）へのアクセスを銀行に依存している。

さらに、テクノロジーは銀行と NBFI の間の協力関係とともに競争関係を形成し、銀行に機会とチャレンジを生んでいると指摘する。テクノロジーによって銀行セクターから NBFI セクターに活動がシフトすれば、銀行の市場支配力は下がる。例えば、分散型台帳技術（DLT）は、銀行システムを介さずに様々な取引を処理することを可能にする。

そして、人口高齢化も両者の関係に影響する要因であるとする。高齢化が進む多くの国で NBFI が管理する退職、保険、投資商品が増えていることを挙げている。

1　NBFI 作業プログラムの取組みについては、小立敬「ノンバンク金融仲介（NBFI）の監督・規制を巡る金融安定理事会（FSB）の包括的な取組み」『野村資本市場クォータリー』2025 年秋号を参照。

2　BCBS, “Banks’ interconnections with non-bank financial intermediaries,” July 2025.

3　FSB, “Vulnerabilities in Non-bank Commercial Real Estate Investors,” June 19, 2025.

次に BCBS 報告書は、銀行が NBFI に提供する様々なサービスを通じて銀行と NBFI の相互連関性が生じていることを指摘する。銀行と NBFI を結びつける活動として、①融資、②流動性管理、③集中清算市場における清算サービス、④マーケット・メーキングと引受、⑤信用力および資産価値の保証、⑥資産運用業務、⑦オーナーシップとスポンサーシップを挙げている（図表 2）。

図表 2　銀行と NBFI を結びつける活動

融資	銀行は、信用供与を伴う幅広いサービスを通じてNBFIのレバレッジを支援している。これには、デリバティブを利用したシンセティックな融資も含まれる。多数のNBFIが同じ銀行にレバレッジを依存している場合や銀行が同じ活動の資金調達のために多数のNBFIに融資している場合、システミック・リスクを増幅させるおそれがある。さらに、NBFIが債務不履行に陥った場合、銀行は信用リスクとカウンターパーティ信用リスク（CCR）を負うことになる。
流動性管理	銀行はNBFIが余剰資金を活用できるよう、預金の受入れ、レポ取引による資金調達、コマーシャル・ペーパー、カバード・ボンド、無担保債券、資産担保証券などの債務証券の販売を通じて支援している。それらとは逆の取引を通じてNBFIのキャッシュの調達も支援する。また、銀行はNBFIに対して、緊急時の信用ファシリティを提供することもある。NBFIがキャッシュを引き出したり、買戻しの要請を行った場合、銀行は流動性リスクに直面するおそれがある。
集中清算市場における清算サービス	NBFIが集中清算される商品にアクセスしたいが、CCPと直接取引ができない場合には、清算人としての役割を担う銀行を介してアクセスすることが可能である。清算モデルによっては、銀行はカウンターパーティ・リスクおよび偶発的な流動性リスクを併せて負うことがあり、NBFIがマージンコールに応じられない場合には、これらのリスクが顕在化するおそれがある。
マーケット・メーキングおよび引受	銀行はマーケット・メイカーとして機能し、NBFIの債券やエクイティ証券およびOTCデリバティブ取引を支援している。場合によっては、銀行がNBFIによるクレジット商品の引受けなどのために、NBFIが発行した証券を自らのバランスシートに組み入れることをコミットすることもある。これらの活動を通じて、銀行は市場リスクや信用リスク、CCRを負うことになり、NBFIが取引によって損失を被ったり、市場からの資金調達が困難になった場合にはこれらのリスクが顕在化するおそれがある。また、銀行のマーケット・メイキングに伴う義務は、NBFIの行動によって市場が変動している場合（例えば、NBFIがショックに応じて資産売却する場合など）に、特定の市場へのエクスポージャーを縮小することを困難にするおそれがあり、NBFIの脆弱性に対して間接的なエクスポージャーが生じている。
信用力および資産価値に対する保証	銀行は保証やその他の担保を提供することで、NBFIが信用力向上を支援している。同時に、銀行はクレジット・デリバティブやシンセティックな証券化を通じて信用保証を購入することで、リスクをNBFIに移転している。銀行の資産価値は、保険付不動産を担保とする住宅ローンなど、NBFIが第三者に提供する保証に依存する場合もある。このように銀行は、NBFIの資産の取得や保証の提供が損なわれた場合に顕在化し得るカウンターパーティー・リスクや信用リスクを負っている。
資産運用業務	一部のNBFI（例えば、MMF）は、資産運用業務を銀行（または銀行グループのエンティティ）にアウトソースしており、銀行の資産運用のパフォーマンスや専門知識に依存することになる。長期的には、銀行のフランチャイズが弱体化したり、競争によって収益が減ったりすると、銀行のビジネスモデルや収益性が脅かされるおそれがある。
オーナーシップおよびスポンサーシップ	一部のNBFIは銀行が所有しており、規模が大きい場合、銀行所有のNBFIは銀行収益のボラティリティをもたらし、銀行の存続可能性に脅威を与えるおそれがある。また、銀行は、銀行が所有するNBFIの活動に起因する法的リスクやコンダクト・リスクにさらされること、NBFIが破綻した場合にステップイン・リスク（例えば、SPVの損失補填）に直面することもある。

（出所）BCBS, “Banks’ interconnections with non-bank financial intermediaries,” July 2025 より野村資本市場研究所作成

２．各国・地域の銀行の NBFI エクスポージャー

BCBS 報告書は、監督データに基づいて、ユーロ圏と米国、日本、香港、中国における銀行の NBFI に対するエクスポージャーの状況を整理している。もっとも、各監督当局が、銀行と NBFI の関係を把握し、監視するために必要と考えられる詳細かつ適時、高頻度の、各国・地域間で比較可能なデータを保有していないことを反映して、各国・地域における銀行と NBFI の関係を横断的に比較するようなかたちでの分析は行われていない。

１）ユーロ圏

ユーロ圏の銀行における NBFI に対するエクスポージャーは安定的に推移しており、銀行の NBFI に対する債権に比べて、NBFI からの資金調達額が上回っている（図表 3 ①、②）。NBFI に対する債権としては、貸出やデリバティブ（正の価値）が多く、証券保有やリバース・レポもある。NBFI からの資金調達では預金（非保険対象預金）の割合が最も大きく、次に債務証券による資金調達、レポを通じた借入が続いている。

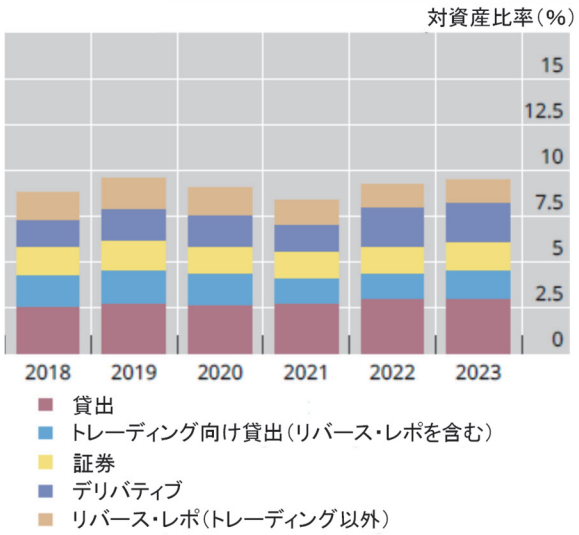
ユーロ圏の銀行のレポや預金を通じた NBFI からの資金調達は、満期が極めて短い点が特徴である。また、債務証券による資金調達は、短期の米ドル建てを中心とするコマーシャル・ペーパー（CP）や譲渡性預金（CD）を通じて行われており、MMF がその多くを提供している。さらに、銀行が発行するカバード・ボンドやシニア債は、長期投資家である保険会社や投資信託、年金基金が保有している。

NBFI に対するエクスポージャーの大部分は、大規模かつ複雑な国際的に活動する少数の銀行グループによって占められている。グローバルなシステム上重要な銀行（G-SIBs）を含む上位 10 社が、NBFI に対する債権の約 70%、NBFI からの資金調達の約 60%を占めている。また、デリバティブ・エクスポージャーに関しては、より少数の銀行に集中している。G-SIBs を含む少数の銀行は、カウンターパーティ信用リスク（CCR）エクスポージャーのネットワークの中心に位置しているため、数多くの NBFI と結びつく傾向があるとする。

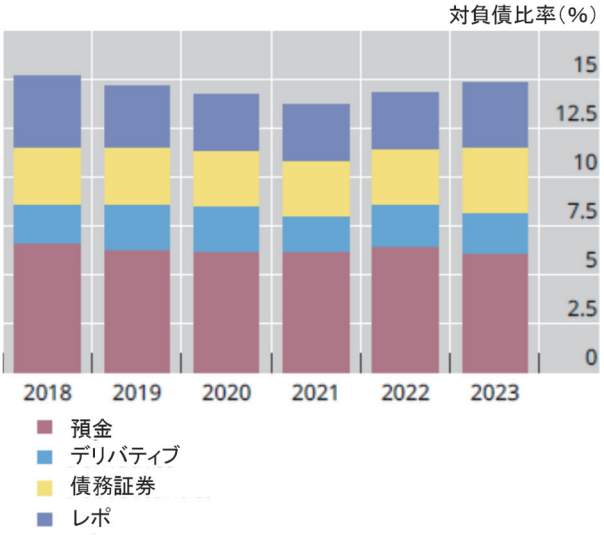
一方で、ユーロ圏の銀行グループは NBFI を所有することがある。大手の資産運用会社の多くは銀行グループに属しており、いくつかの G-SIBs は保険事業を大規模に展開している。

図表 3　ユーロ圏の銀行の NBFI に対する債権・債務

①NBFI に対する債権



②NBFI からの資金調達



（出所）BCBS, “Banks’ interconnections with non-bank financial intermediaries,” July 2025

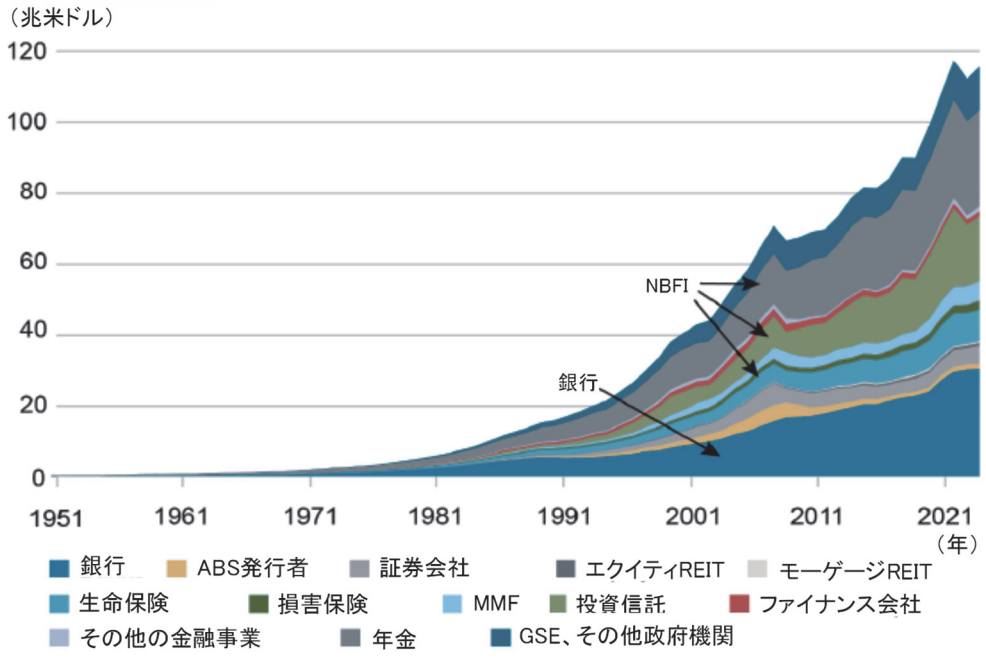
２）米国

米国の NBFI セクターは、銀行セクターを上回って急成長しており、足もとでは、米国の金融セクターの資産の約 75%を占めている（図表 4）。米国の銀行は、NBFI に対して相当のエクスポージャーを保有しており、その資産の 11%は政府後援機関（GSE）向けの債権である。さらに、デリバティブや証券ファイナンス取引（SFT）を通じて米国の銀行は NBFI に対するオフバランス・エクスポージャーも有している。

米国の銀行セクターと NBFI セクターは密接な関係性を有している。米国の銀行の負債はユーロ圏の銀行の負債と類似している一方で、資産サイドはホールセール向け貸出、レポや証券ファイナンス、デリバティブが多く、これらを通じて銀行は NBFI にとって重要な資金調達源となっている。

金融危機以降、モーゲージのウェアハウジング[4]や証券化などの活動が銀行から NBFI へとシフトしたものの、銀行は NBFI への融資を通じてエクスポージャーを依然として保有している。NBFI は一般に資金調達のために銀行から融資を受けており、銀行は担保やその他の方法によってそのリスクを軽減している。銀行は、有担保貸出に加えて、プライベート・エクイティ・ファンド等に対してはサブスクリプション・ファイナンス[5]を通じてつなぎ資金などの提供を行っている。

図表 4　米国の銀行および NBFI の総資産



（出所）BCBS, “Banks’ interconnections with non-bank financial intermediaries,” July 2025

[4] ウェアハウジングとは、ファンド組成や証券化のため投資法人等が取得する前にスポンサーや特別目的会社が一定期間、モーゲージや不動産を直接保有して管理する手法を指す。

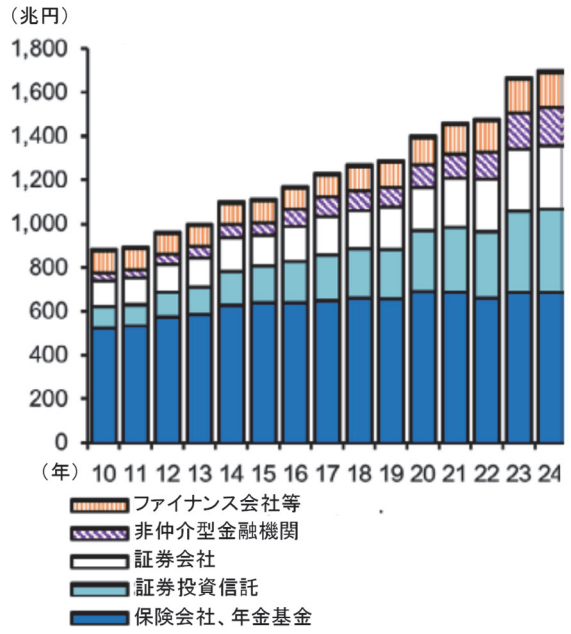
[5] サブスクリプション・ファイナンスとは、クローズドエンド型ファンドに対して出資をコミットメントした LP 投資家（有限責任組合員）によるキャピタル・コール（出資履行請求権）を担保に、銀行がファンドに対してコミットメント・ラインを提供する手法である。

３）日本

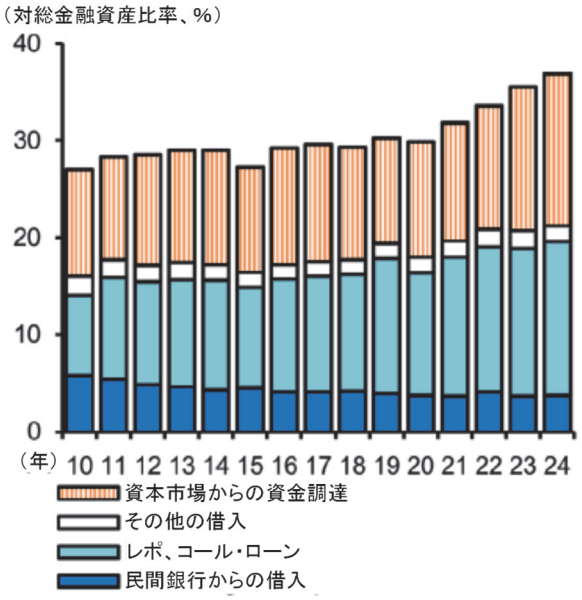
NBFI セクターは、主に保険会社や年金基金、投資信託、証券会社で構成されるが、依然として銀行が金融仲介において支配的な地位を占めているとする。NBFI が保有する金融資産は増えているが、概ね 30%のシェアで推移している（図表 5①）。一方、運用資産残高（AUM）の増加とそれに伴う市場における資金調達が NBFI と銀行の間の相互連関性を高めていることが指摘されている（図表 5②）。

図表 5　日本の NBFI のバランスシート

①資産



②NBFI の外部資金調達



（出所）BCBS, “Banks’ interconnections with non-bank financial intermediaries,” July 2025

４）香港、中国

香港の銀行における NBFI への債権と NBFI からの資金調達は均衡しており、銀行の資産・負債に対して各々12%を占めている。債権の多くは、CCP、公的金融機関、銀行グループの NBFI、事業会社グループ（持株会社、ファイナンス・投資部門）に対するものである。負債サイドは、CCP や銀行グループの NBFI からの調達が多くの割合を占めている。金融商品でみると、NBFI への債権の大半は貸出や債券であり、NBFI からの資金調達は主に預金によって行われている。

一方、中国の金融システムは銀行セクターが主導しており、NBFI は金融システムのわずかな割合しか占めていない。銀行と NBFI は様々なチャネルでつながっており、銀行は、債券投資、レポ、貸出を通じて NBFI に対するエクスポージャーを有する。資産運用会社を始めとする NBFI は、銀行の預金、預金証書、債券を保有する一方、銀行から資金調達を行っている。

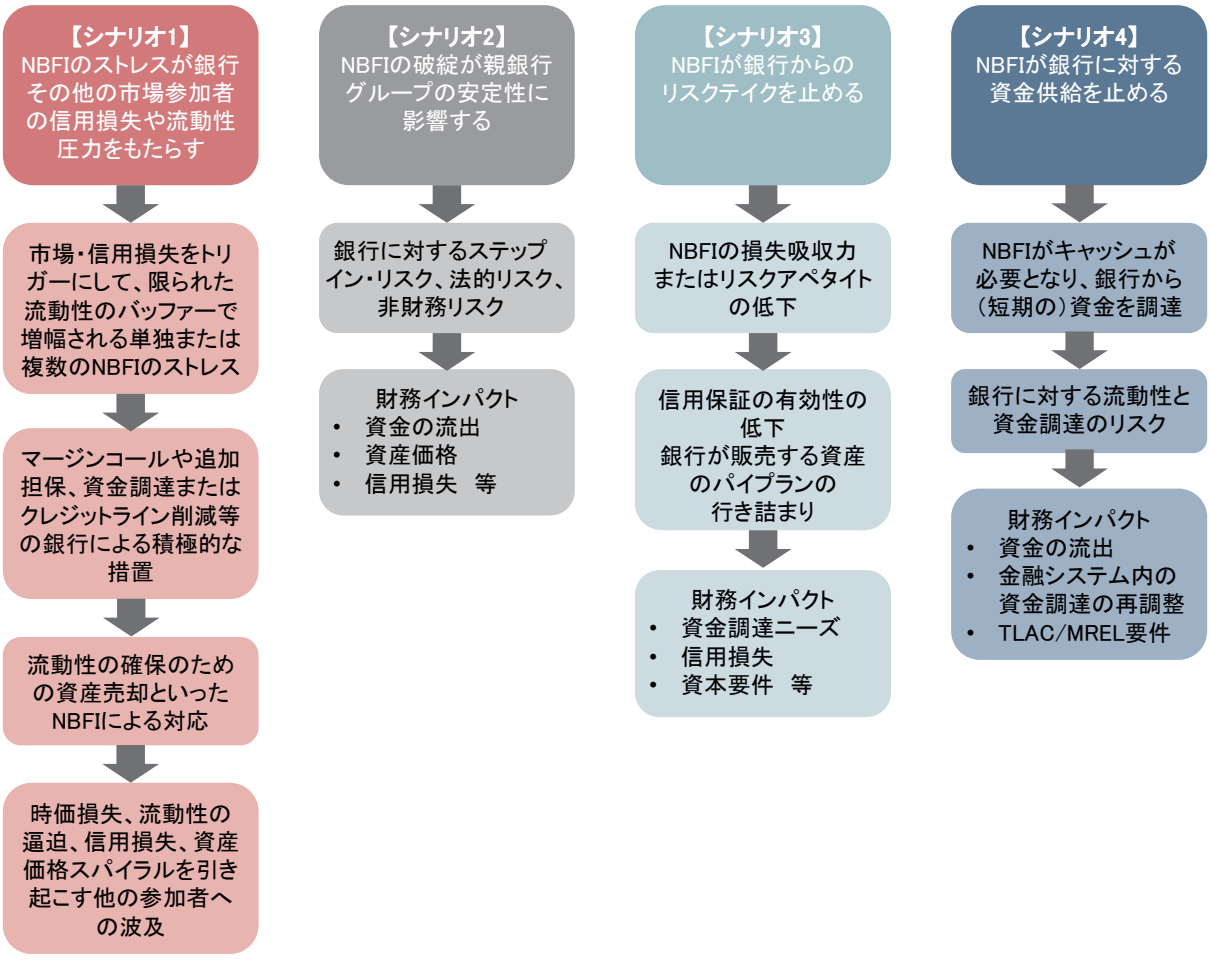
３．銀行と NBFI の相互連関性から生じるリスク

銀行と NBFI を結びつける活動を通じて、信用リスク、カウンターパーティ・リスク、流動性リスク、オペレーショナル・リスク、市場リスクを含む様々なリスクが NBFI から銀行にもたらされる。例えば、投資ファンドは、投資家からの解約に対応するために銀行に資金を預けて十分な流動性バッファーを維持することが必要であり、その結果、NBFI の流動性リスクが銀行の流動性リスクに変換されることになる。

大規模かつ相互連関性のある NBFI が破綻した場合には、直接的なエクスポージャーを有する銀行が損失を被るだけでなく、市場の混乱を招くことで他の銀行にも波及し、金融システムを不安定化させるおそれがある。影響を受けた銀行の資本や流動性のバッファーが十分ではない場合にはストレスは増幅され、さらに他の銀行や銀行傘下の NBFI に影響する可能性が想定される。

BCBS 報告書は、監督上の対応または是正措置を講じる観点から、銀行セクターと NBFI セクターの間の相互連関性に関して 4 つのストレス・シナリオを想定する（図表 6）。

図表 6　銀行と NBFI の相互連関性に関わる 4 つのシナリオ



（出所）BCBS, “Banks’ interconnections with non-bank financial intermediaries,” July 2025 より野村資本市場研究所作成

シナリオ１：　NBFI のストレスが銀行その他の市場参加者に信用損失や流動性圧力をもたらす場合

銀行が NBFI のストレスへの対応として、マージン要件を引上げたり、問題のあるNBFIエンティティやNBFIセクターへのエクスポージャーを削減したりするといった積極的な措置を講じる場合には、銀行のリスクを緩和することが狙いである一方で、流動性の逼迫や市場のボラティリティを悪化させる可能性がある。

銀行によるマージンコールや資金の引上げによってストレスに直面した NBFI は、流動性を確保し、追加的な損失を避けるために資産の売却を強いられる。その結果、同じ資産を保有する銀行や NBFI に損失を発生させ、投売りのスパイラルをもたらすおそれがある。このようなストレス・シナリオの最近の事例として、次を挙げる。

- 2022年9月に、英国の金融資産に関して大幅な価格再調整が行われたことで、負債連動型投資（LDI）ファンドの脆弱性が明らかになった。英国債のレポやデリバティブを通じて LDI ファンドの CCR エクスポージャーを保有していた銀行がマージンコールを実施し、LDI ファンドの流動性圧力が増したことから、LDI ファンドによる資産の売却が誘発された結果、さらなる価格の調整を招くことになった。
- 2022 年初に、エネルギー市場のボラティリティが急上昇し、コモディティ・デリバティブのマージンの要件が引上げられた結果、一部のコモディティ・トレーダーに流動性圧力が生じ、他の市場にも波及するリスクが発生。

ストレスに直面した NBFI へのエクスポージャーを銀行が削減しようとする一方、ストレス下の NBFI がデフォルトを回避しようと銀行に追加の流動性を求める可能性もあり、問題を抱えた NBFI だけでなく、不良資産に対してエクスポージャーを保有する他の NBFI や市場参加者も予防的に流動性を銀行に求めることがある。これらによって銀行自身の流動性ニーズや CCR エクスポージャーが増加する可能性がある。

NBFI が流動性を確保できなければデフォルトする可能性があり、問題を抱えたNBFI が銀行を通じて資金調達を行っているのであれば、銀行はデフォルトによって信用損失が生じる。NBFIが保有している資産や同じ資産を保有している他のNBFIにエクスポージャーがある場合には、銀行はさらなる損失を被るおそれがある。

これに対し銀行は、NBFI への融資を抑制したり、担保を売却したり、ポジション相殺のためにヘッジ取引を決済したりする可能性がある。こうした対応が投売り圧力を増大させ、資産価格をさらに低下させることによって、追加的なマージンコールや他の市場参加者に対する流動性圧力が生じることが想定される。

BCBS 報告書は、このような状況はデリバティブ関連エクスポージャーだけに生じ得るものではなく、商業用不動産向けの貸出やプライベート・クレジット・ファンドの分野においても懸念されると指摘している。

シナリオ２： NBFI の破綻が親銀行グループの安定性に影響する場合

銀行グループは、オーナーシップ（所有関係）を通じて NBFI にエクスポージャーを有することが多い。オーナーシップはリスクの分散と収益をもたらす一方、銀行にリスクをもたらす可能性もある。銀行が所有する NBFI の子会社や関係会社が財務上の困難に陥った場合には、銀行はそれらに支援を提供することが期待されている。

こうしたステップイン・リスクは規制で制限されている一方で、銀行は依然として NBFI 子会社のコンダクト・リスク、その他の非財務リスクから財務的影響を受ける可能性がある。例えば、2020 年 8 月にフランスの投資銀行であるナティクシス傘下の資産運用会社の H2O が運営するファンドにおいて、バリュエーションの不確かさによって償還が一時的に凍結された際には、ナティクシスの株価が大幅に下落し、資金調達コストが上昇するという事態が生じた。

オーナーシップを通じた波及は双方向に生じる可能性がある。銀行が所有する資産運用会社が親会社を支援する可能性がある一方、親会社がストレスに直面すると資産運用会社も脆弱になるおそれがある。例えば、2023 年 3 月に実質破綻したクレディ・スイスの傘下の資産運用会社はエンティティが異なるにもかかわらず、親銀行の存続可能性に対する懸念から親子関係がトリガーとなって資金流出に見舞われた。

シナリオ３： NBFI が銀行からのリスクテイクを止める場合

NBFI は、銀行が負担するリスクを引受けることで銀行の活動を促すことがある。シンジケート・ローンやローン担保証券（CLO）といった銀行が組成したりアレンジしたりした債務やエクイティへの投資が、NBFI の資産サイドで行われている。NBFI の負債サイドでは、モーゲージ保険や信用保険、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）、その他のリスク移転手段による信用保証が銀行に提供されている。

NBFI によるリスクの移転を活用している銀行は NBFI に対する CCR を有しており、少数の NBFI にリスクの移転が集中していると、システミック・リスクの懸念がある。金融危機の際は、デフォルト・リスクの保証（例えば、CDS を引受けていた AIG）やモーゲージまたは債券に対するデフォルト保険（例えば、モノライン保険）においてリスクの過小評価や集中があったことがシステミック・リスクにつながったとされる。

長期に及ぶ金利上昇や金融環境の悪化が NBFI の資金調達や損失吸収力に影響することで、ストレスに直面した NBFI が銀行から移転されるリスクを吸収できない場合がある。例えば、流動性の低い債券に投資するようなクレジット・ファンドは、資産価値の減損認識の遅れからファースト・ムーバー・アドバンテージ（先行者利益）が生じることで、投資家の解約急増に直面する可能性がある。このようなシナリオでは、クレジット・ファンドが、CLO の購入やシンセティックな証券化を通じた銀行への保証の提供を止める可能性がある。その結果、分散すべきリスク資産が銀行に残存し、銀行は信用リスクや資金調達リスクにさらされる。こうしたリスク再評価は、最終的には銀行の融資条件の厳格化につながるおそれがある。

シナリオ４：　NBFI が銀行に対する資金供給を止める場合

NBFI は一般に、超短期の銀行預金、レポ取引、銀行が発行する短期の債務証券を通じて流動資産を保有している。投資ファンドや MMF を始めとする NBFI は、顧客に短期の流動性を提供する一方、直ぐには換金できない長期資産に投資しているため、解約の急増や市場流動性の低下が生じた場合には流動性危機に陥りやすい。そのため、銀行の信用力の低下が生じると、NBFI から銀行への資金供給が止まる可能性がある。銀行に預金している NBFI は、銀行の債務返済能力や差入れ可能な担保の質に疑念が生じれば、銀行から資金を引揚げる可能性がある。

また、NBFI からの資金流出が大きい場合、複雑な流動性のチェーンを通じて資金調達圧力は銀行に波及する。2020 年 3 月のダッシュ・フォー・キャッシュの際には、マージンコールに対応してキャッシュを確保する必要が生じたために、ユーロ圏の NBFI が MMF から資金を引揚げた。これを受けて MMF は、流動性を確保するために満期が到来した銀行の短期債務証券のロールオーバーを行わなかったことから、銀行は適格流動資産（HQLA）の売却や他の代替的な短期の資金調達を強いられることとなった。多くの NBFI に流動性の圧力が生じた場合、それらの NBFI が少数の銀行に流動性を保有していると、銀行セクターが流動性不足に直面して、融資条件が引締められる可能性もある。

預金やレポ、CP、外為スワップによる NBFI の資金調達の満期は極めて短いために、このようなシナリオは急速に重大化する可能性があり、ストレス時には銀行は NBFI からの代替的な調達が困難となることが想定される。ダッシュ・フォー・キャッシュの際には、銀行が発行する CP を償還するよう MMF が銀行に求めた一方、CP を含む短期債務市場の凍結が続いたことから、銀行は他の流動性ソースを用いて MMF からの償還請求に対応した。

さらに、NBFI が保有する長期債市場へのアクセスが失われるような場合、銀行は安定調達比率（NSFR）やベイルイン債の発行要件（TLAC 規制、欧州連合（EU）における MREL 規制）を満たしたりすることが難しくなることも想定される。

４．既存データにおけるギャップ

銀行と NBFI の関係性を適切に把握するためには、詳細かつ適時で高い頻度のデータが不可欠であるが、BCBS 報告書は、両者の関係を包括的に把握するために必要なデータにアクセスできないことが多いことを指摘している。銀行から得られる監督データは通常、エクスポージャーの情報に留まらず、NBFI との関係やリスクの定量化に寄与するような情報が含まれている場合もあるが、NBFI から得られる監督データは包括的ではないことが多い。また、NBFI の中でも、投資信託や MMF のデータはモニタリングが比較的可能である一方で、プライベート投資やオルタナティブ投資に関するデータは不十分で断片的であるために、システミック・リスクを評価するのが難しいとしている。

Ⅲ ノンバンク商業用不動産（CRE）投資家の脆弱性

１．ノンバンク不動産投資家への注目

FSB はこれまで、米国のシリコンバレー・バンク（SVB）のバンクラン（預金取付け）に始まる 2023 年 3 月の銀行混乱（banking turmoil）のフォローアップ分析を行ってきた。そうした中、FSB は 2024 年 10 月、預金者行動および金融システムにおける金利リスクと流動性リスクに関する報告書を公表した[6]。同報告書は、2023 年の銀行混乱で認識されたテクノロジーやソーシャル・メディアが預金者行動に与える影響という観点でバンクランを検証することに加えて、高金利環境下のソルベンシー（支払能力）リスク（金利リスク）および流動性リスクという観点からグローバル金融システムの脆弱性の評価を行ったものである。

グローバル金融システムの脆弱性に関する評価の結果、金利上昇局面での金利リスクと流動性リスクに対して最も脆弱なセクターとして、債券ポートフォリオに含み損を抱える銀行と資産に対して負債のデュレーションが長い生命保険会社とともに、不動産投資信託（REIT）や不動産ファンド、モーゲージ貸付業者を含むノンバンク不動産投資家が認識された。その理由として、一般にノンバンク不動産投資家は、資産のバリュエーションを行う頻度が低いことから、公正価値とバリュエーションの間に乖離が生じる傾向があり、金利上昇リスクが遅れて顕在化する可能性があることが挙げられている。

このような分析を踏まえて FSB は、2025 年 6 月に商業用不動産（CRE）の市場動向を概観し、ノンバンク CRE 投資家の脆弱性を分析した報告書（以下「FSB 報告書」という）を公表した。FSB 報告書は、CRE 市場が近年、大きなストレスに直面しているとの認識を示す。すなわち、COVID-19 のパンデミック以降、在宅勤務へのシフトによって大都市のオフィスや小売店舗で需要低迷が窺われることに加えて、2022 年から 2023 年にかけての先進国における金利引締めに伴う借入コストの上昇が需要を押し下げていることを挙げて、CRE へのエクスポージャーに懸念があるとの見方を明らかにしている。

また、FSB 報告書は CRE 市場をモニタリングすることの意義として、最近の市場動向にとどまらず、シクリカルな市場であることから経済や金融システムの安定という観点で重要であるとする。実際に、銀行は CRE 市場でのリスク・アペタイトを減少させる一方、CRE 市場において活動するノンバンク投資家が増える傾向にあることを指摘している。

このような認識の下、FSB 報告書はノンバンク CRE 投資家の脆弱性として、①流動性ミスマッチ、②レバレッジ、③バリュエーションの不確実性と損失の認識の遅れ、④銀行セクターとの相互関係と波及効果を挙げて分析を行っている[7]。

---

[6] FSB, “Depositor Behavior and Interest Rate and Liquidity Risks in the Financial System: Lessons from the March 2023 banking turmoil,” October 23, 2024. その概要に関しては、小立敬「2023 年の銀行混乱に関するバーゼル委員会・FSB のフォローアップ－ソーシャル・メディアとテクノロジーの預金取付けへの影響－」『野村資本市場クォータリー』2025 年冬号を参照。

[7] 脚注 3 を参照。

２．CRE 市場の最近の動向

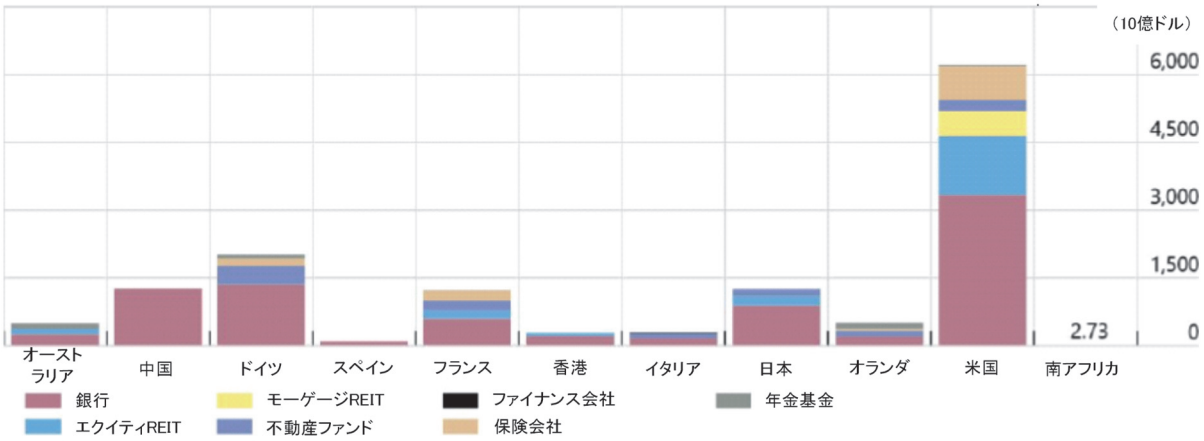
FSB 報告書は、グローバル CRE 市場の規模として、FSB メンバーの国・地域におけるエクイティやデットを通じた CRE 向けファイナンスの額が、少なくとも 12 兆ドルに上ると推定している[8]。CRE 市場の規模（CRE 向けファイナンス）は、最大の米国で 6 兆ドル、その次に英国とドイツがそれぞれ 1.5 兆ドルで続いている。

CRE 市場の最近の価格動向としては、多くの国・地域の金融引締めを反映して 2023 年は下落しており、特に米国とユーロ圏の価格下落が顕著であった。米国とユーロ圏の価格下落は主としてオフィス分野であり、パンデミックに続くショックであったとする。また、小売分野ではユーロ圏やオーストラリア、香港などで価格が下落した。

収益不動産の取得に関して、2023 年は取引額が前年比 48%減少している。このような不動産取得額の減少は金利上昇と同時に生じており、流動性低下を示唆していると述べる。また、空室率はパンデミック以降、複数の国・地域においてオフィスの需要が大幅に低下している一方で、工業分野では比較的安定した需要が維持されているとする。なお、キャップレート（収益還元率）は多くの分野で 2019～2020 年がピークであり、その後は低下している。

CRE の市場参加者をみると、多くの国・地域で銀行が多くのエクスポージャーを保有している（図表 7）。銀行以外では、次のような市場参加者が活動している。

図表 7　国別、エンティティ別の CRE エクスポージャー（2023 年）



（注）　1. グラフは、CRE 市場の様々な種類のエクスポージャーについてデータギャップがあるために、各国・地域の既存データにおいて定義された CRE エクスポージャーに基づいて集計されたものである。
2. 不動産ファンドについては国内ファンドのみを対象としている。
3. CRE エクスポージャーはエンティティ・レベルで報告されていることから、ファンドや信託を通じたエクスポージャーも含まれており、機関投資家が REIT のエクイティを保有することなどを通じて、二重計上が生じる可能性がある。

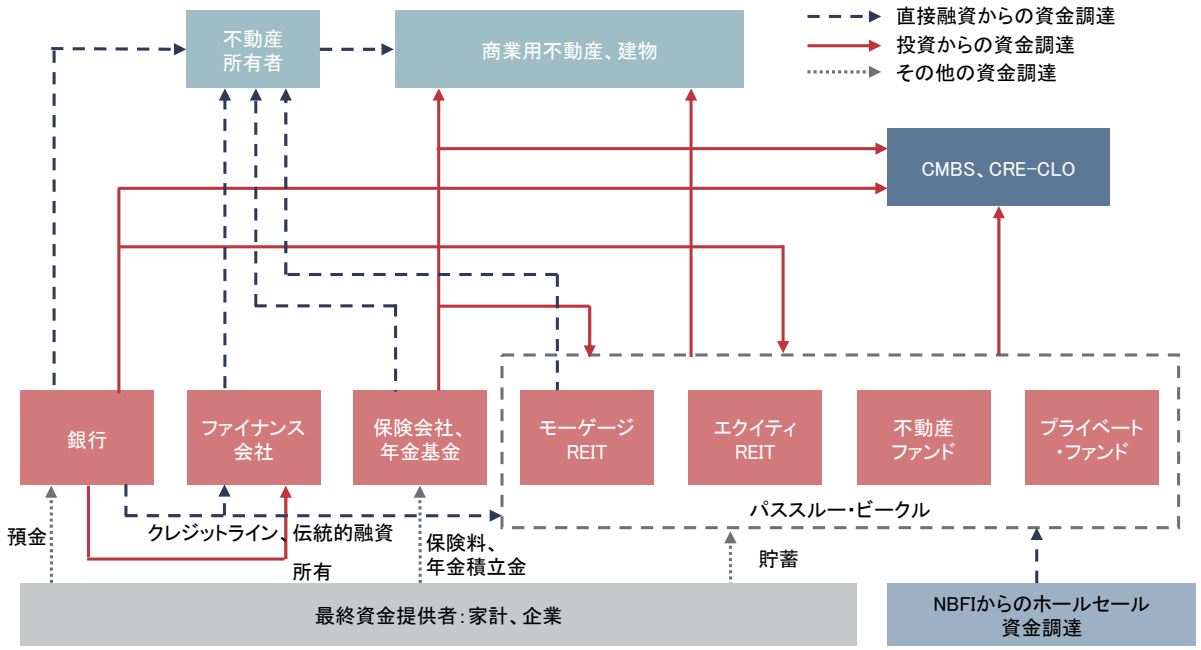
（出所）FSB, “Vulnerabilities in Non-bank Commercial Real Estate Investors,” June 19, 2025

[8] 例えば、MSCI は、2023 年のグローバル CRE 市場の規模（保険・年金基金、ソブリン・ウェルス・ファンド、上場不動産会社（REIT を含む）、非上場のファンド、慈善信託、伝統的な土地所有地、その他の民間不動産所有者の保有分）を 13.2 兆ドルと推計している（MSCI, “MSCI Real Estate Market Size,” July 2024）。

- ファイナンス会社：ノンバンクのモーゲージ貸付業者を含む。
- 保険会社、年金基金
- REIT：上場・非上場のクローズドエンド型の投資ビークルで、エクイティに投資するエクイティ REIT が一般的であり、米国等ではモーゲージ REIT がある。
- 不動産ファンド：オープンエンド型とクローズドエンド型が存在する。
- プライベート・ファンド、ヘッジファンド、ファミリー・オフィス、個人富裕層、寄付ファンド：ただし、データのギャップ（欠落）からこれらのエンティティがどの程度の CRE エクスポージャーを有しているかを把握することは困難。
- 証券化ビークル：CRE を証券化する SPV などが CRE 向け融資を保有している。

銀行やノンバンクは、不動産ファンドや REIT の保有、CRE を証券化した資産を通じて CRE に対する間接的なエクスポージャーを有しており、その結果として、異なる種類のエクスポージャーや相互連関性を伴った複雑な資金調達の仲介チェーンが発生している（図表 8）。FSB 報告書は、これらの仲介チェーンの規模を推計しようとしたものの、データギャップから推計は困難であったとしている。特に、クロスボーダーのチェーンは最も重要なデータギャップであるとし、実際には海外の CRE に対するエクスポージャーが大きい可能性を指摘している[9]。

図表 8　CRE ファイナンスの仲介チェーン



（注）　1. 不動産所有者はサードパーティを表し、REIT や不動産ファンドなどのノンバンク CRE 投資家も該当。
2. CMBS は商業用不動産担保証券、CRE-CLO は CRE 向け融資のプールを裏付けとして発行される CLO（ローン担保証券）を表す。

（出所）FSB, “Vulnerabilities in Non-bank Commercial Real Estate Investors,” June 19, 2025

9　海外 CRE エクスポージャーが大きい事例の 1 つとして、日本の REIT による外国投資が挙げられている。

３．ノンバンク CRE 投資家の脆弱性

ノンバンク CRE 投資家の脆弱性に関して FSB 報告書は、データギャップの制約から、不動産ファンドと REIT に焦点を当てて分析した結果、以下の点を確認した。その上で、①流動性ミスマッチ、②財務レバレッジ、③バリュエーションの不確実性および損失認識の遅れ、④銀行セクターとの相互関係と波及効果について議論を行っている。

- 一部のオープンエンド型の不動産ファンドや非上場 REIT では、ポートフォリオの流動性と償還頻度の間にミスマッチが存在
- （借換えのリスクを含む）高レバレッジの REIT や不動産ファンドが存在
- ノンバンク CRE 投資家のバランスシートにはバリュエーションの不確実性があり、損失認識が遅延

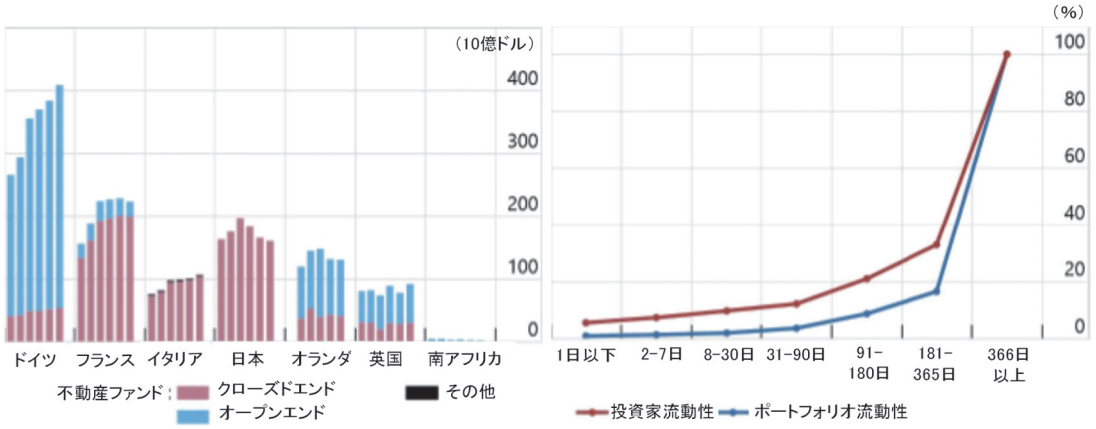
１）流動性ミスマッチ

オープンエンドの不動産ファンドは、流動性の低い資産に投資しており、特に景気後退局面では不動産売却に少なくとも数ヵ月を要することがある一方で、投資家には日次や月次といった短期間での償還が認められる。流動性ミスマッチは先行者優位を生じることで投資家の取付けをもたらす可能性があり、ファンドは想定以上の資産の売却を強いられ、より広範な CRE 市場への波及を生じるおそれがあるとする。

オープンエンドの不動産ファンドは、ドイツやオランダ、英国に集中していることが確認されている（図表 9-①）。また、EU のオープンエンド型ファンドにおいては、投資家流動性がポートフォリオ流動性を上回っていることから[10]、流動性ミスマッチが存在することが示唆されるとしている（図表 9-②）。

図表 9　不動産ファンドの流動性ミスマッチ

①不動産ファンドの AUM（2018～2023 年）　　②EU 不動産ファンドの流動性ミスマッチ



（出所）FSB, “Vulnerabilities in Non-bank Commercial Real Estate Investors,” June 19, 2025

[10] 投資家流動性とは、投資家が償還可能な最短の期間を表し、ポートフォリオ流動性とは、各期間内に清算可能なファンド資産の割合として定義される。

流動性ミスマッチの管理には、事前措置と事後措置がある。例えば、ドイツでは、一定の不動産ファンドに関して最低保有期間と通期期間という事前措置が導入されている[11]。事後措置には一般に、償還ゲート（一時停止）や償還停止がある。

他方、REIT に関しては、上場 REIT は投資家が取引所市場で売却できることから、流動性ミスマッチの影響を受けにくいのに対し、非上場 REIT は通常、投資家に月次や四半期ベースで買戻しを認めている。また、多くの国・地域では、税制優遇を得るために株主に利益の相当部分を配当によって分配する必要があることから、通常はキャッシュ保有が少ないとする。これらから非上場 REIT の自社株買いやキャッシュ保有、株主からの買戻し請求は、REIT とその投資家の流動性圧力の指標になり得るとしている。

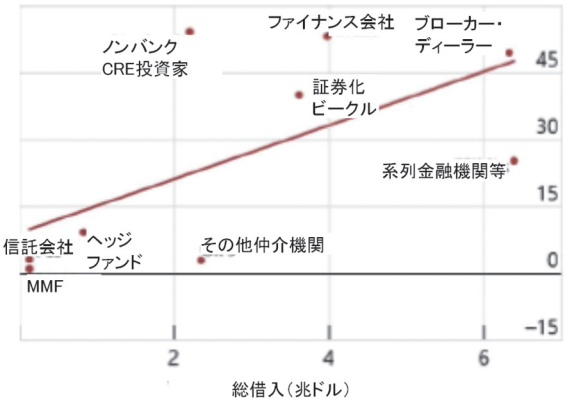
２）財務レバレッジ

ノンバンク CRE 投資家（不動産ファンド、REIT を含む）の財務レバレッジを集計ベースでみると、借入対資産比率が上方にあり、他の NBFI セクターに比べて大きい（図表 10-①）。ノンバンク CRE 投資家の資金調達は、多くの国・地域で銀行からの資金調達が中心であることも確認されている（図表 10-②）。また、財務レバレッジは、REIT および不動産ファンドともにクローズドエンド型においてより高い水準にあるように窺われるとしている。

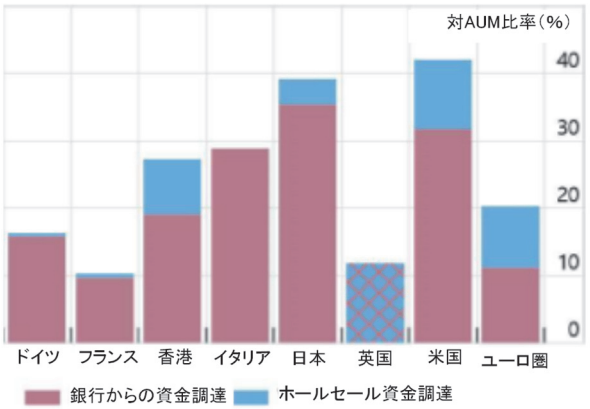
実際に、カナダやシンガポール、米国の REIT、ドイツのクローズドエンドの不動産ファンドなどではかなり高いレバレッジがみられるとしており、一部に負債が自己資本の少なくとも 3 倍に達するノンバンク CRE 投資家が存在することも指摘されている。

図表 10　ノンバンク CRE 投資家の財務レバレッジ（2023 年）

①借入とレバレッジ



②レバレッジと資金調達先



（注）　1. 左図のデータは、各法域が FSB に提出したものを集計。
2. 右図の英国については、銀行とホールセールを合計した比率。
（出所）FSB, “Vulnerabilities in Non-bank Commercial Real Estate Investors,” June 19, 2025

[11] ドイツでは 2013 年以降、オープンエンド型の小口投資家向け不動産ファンドについてファンド持分の償還を 12 ヵ月前に申告することが求められ、24 ヵ月は最低保有期間として保有を継続することが求められている。

高水準のレバレッジは、ノンバンク CRE 投資家の損失を拡大させるだけではなく、ディレバレッジや資金返済の困難化によりショックを波及させるおそれがある。重要な点として、融資のコベナンツ条項や格付会社のスコアリングで用いられる（非規制上の）閾値を挙げる。CRE 価格が下落すると財務レバレッジは上昇することから、閾値に抵触すると強制的なディレバレッジが生じ、他の投資家に影響を及ぼし得る。

また、ノンバンク CRE 投資家は、債務の借換えに伴うロールオーバー・リスクに脆弱である可能性を挙げる。特に、貸し手が損失認識を避けるために期間延長や金利減免といった貸出条件の緩和（extend and pretend）を行うことが市場全体に広がっていることを警戒している。一部の銀行は、CRE 向けローン・ポートフォリオだけでなく、REIT 向け融資でも条件緩和を行っており、証券化された CRE ローンにおいても条件緩和が行われていることが指摘されている。

３）バリュエーションの不確実性と損失認識の遅れ

CRE は、比較可能な取引が少なく、モデル評価が広範に利用され、最新データが欠如していることなどから、バリュエーションが難しい。一般に不動産ファンドや REIT は、多くの国・地域でバリュエーションが年に 1 回または 2 回程度しか行われていない。バリュエーションの頻度の少なさは、ノンバンク CRE 投資家が一時的なストレスには耐えられるようにする一方、比較可能な取引が乏しい中でノンバンク CRE 投資家のポートフォリオの損失認識が遅れると、投資家は損失を予測しリスク回避的な姿勢に急速に転換しやすく、群衆行動を促す可能性があるとする[12]。

４）銀行セクターとの相互関係と波及効果

銀行では CRE 関連の不良債権が増加しているが、現時点では CRE 市場のストレスが銀行セクター全体に影響しているわけではないとの認識を示している。いくつかの国・地域の地域銀行は相対的に大きい CRE エクスポージャーを有し、高リスク分野に集中しており、不良化した CRE 担保融資に追加融資を行う銀行もあるとする。

また、銀行は、CMBS（商業用モーゲージ担保証券）の投資、CMBS の発行者向けの与信枠（ウェアハウジング・ローン）、REIT や不動産ファンドのエクイティ保有を通じて CRE に対するリスクを有する可能性があることを指摘している。

さらに、不動産開発業者へのエクスポージャーを通じた銀行間の相互連関性もある。開発業者の取得・開発・建設資金は主に銀行からの融資で賄われる。開発業者の株式は主に非金融法人が保有するが、REIT などが銀行のエクイティ出資を受けることもある。資産運用会社が銀行グループに所属する場合には、不動産ファンドのリスクがグループ内チャネル（例えば、ステップイン・リスク）を通じて銀行に波及し得る。

[12] バリュエーションの課題として民間関係者は、市場参加者が内部評価モデルより取引事例比較法を選好すると認識しており、取引事例比較法への依存が市場のネガティブな見方を加速させることで、プロシクリカルな動きや短期的な流動性不足、価格の歪みを生んでいるとの見方を紹介している。

Ⅳ 今後の留意点

グローバル金融危機以降、銀行セクターだけでなく NBFI セクターも対象とした国際的な金融規制改革が行われてきた。その後 2020 年 3 月に COVID-19 のパンデミックの懸念から、グローバル金融市場がダッシュ・フォー・キャッシュという極度の流動性ストレスの状況に陥ったことによって、NBFI の脆弱性とそれに起因するシステミック・リスクに改めて焦点が当てられることになった。その結果、FSB のイニシアティブの下、NBFI のレジリエンスを強化するべく NBFI 作業プログラムが策定され、それぞれの課題に関して具体的な政策提言が行われてきた。

こうした中、NBFI に起因するシステミック・リスクに予め備えるべく BCBS 報告書は、銀行セクターと NBFI セクターの相互関係を分析するとともに最近のストレス・イベントも考慮し、NBFI から銀行へのリスク波及経路として、①NBFI のストレスが銀行その他の市場参加者に信用損失や流動性圧力をもたらす場合、②NBFI の破綻が親銀行グループの安定性に影響する場合、③NBFI が銀行からのリスクテイクを止める場合、④NBFI が銀行に対する資金供給を止める場合という 4 つのストレス・シナリオを整理している。

一方、FSB 報告書は、足もとの高金利環境下での金利リスクと流動性リスクという観点からノンバンク不動産投資家における脆弱性が認識されたことを踏まえて、CRE 市場のモニタリングに加え、ノンバンク CRE 投資家の脆弱性として、①流動性ミスマッチ、②財務レバレッジ、③バリュエーションの不確実性および損失認識の遅れ、④銀行セクターとの相互関係と波及効果について議論を行っている。

政策当局者による NBFI セクターに関連する懸念を示したものとして、いずれの報告書も重要であると捉えられる。金融危機以降、NBFI セクターは銀行セクターを上回る速さで成長しており、それに伴って銀行セクターにおける NBFI エクスポージャーは増大し、NBFI との相互連関性は強まっている。銀行の経営やリスク管理にとっては、両報告書の分析や評価を踏まえながら、NBFI セクターに起因するリスクに対してどのように備えていくのかが重要な課題となる可能性がある。

一方で、NBFI セクターに関する既存データにおけるギャップの問題は、NBFI の監視を行う当局にとっても、NBFI エクスポージャーのリスク管理を行う銀行にとっても重要な課題である。NBFI に関連するデータギャップがどのように解消、改善されていくのか、今後の当局による取組みについても注目していくことも重要であろう。