

ノンバンク金融仲介と銀行の関係に関する新たな視点 ープライベート・クレジット拡大の背景とリスクー

小立 敬

■ 要 約 ■

1. 世界金融危機以降、ノンバンク金融仲介（NBFI）が世界的に拡大している。NBFI が著しく発展している米国では、政策当局者の中で、銀行と NBFI は独立的に進化し、異なる金融仲介を並列に行っているという見方がされてきたが、NBFI の拡大によって米国の金融規制の背景となってきたそのような伝統的な認識が成立しにくくなっている。
2. その代わりに、銀行と NBFI にまたがった金融仲介のトランスフォーメーション（変容）が起きているとの認識が生まれつつある。例えば、融資に関しては、かつては銀行が実行し、バランスシートで保有していたが、現在では NBFI が組成する一方で、そのファイナンスを銀行が提供するという形態で金融仲介が行われるようになっている。
3. 銀行による融資が変容した代表的な例が、近年急拡大しているプライベート・クレジットである。NBFI の規制遵守コストが相対的に低い中で銀行の自己資本規制や監督が組み合わさると、銀行による直接的な融資が妨げられることなど、プライベート・クレジット市場拡大の背景について様々な議論が行われている。
4. NBFI の拡大とそれに伴う金融システムの構造的な変化は、不可逆的な趨勢であって、銀行と NBFI をまたがった金融仲介の変容は、今後も様々なかたちで生じることが想定される。プライベート・クレジットについては、その潜在的なリスクに注目が集まっている。今後、政策当局によるいくつかの分析の作業を経てより具体的に把握されることが期待される。

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）の脆弱性に対する政策当局の焦点ー銀行と NBFI の関係、ノンバンク商業用不動産投資家ー」『野村資本市場クォーターリー』2025 年秋号。
- ・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ーリー』2025 年秋号。

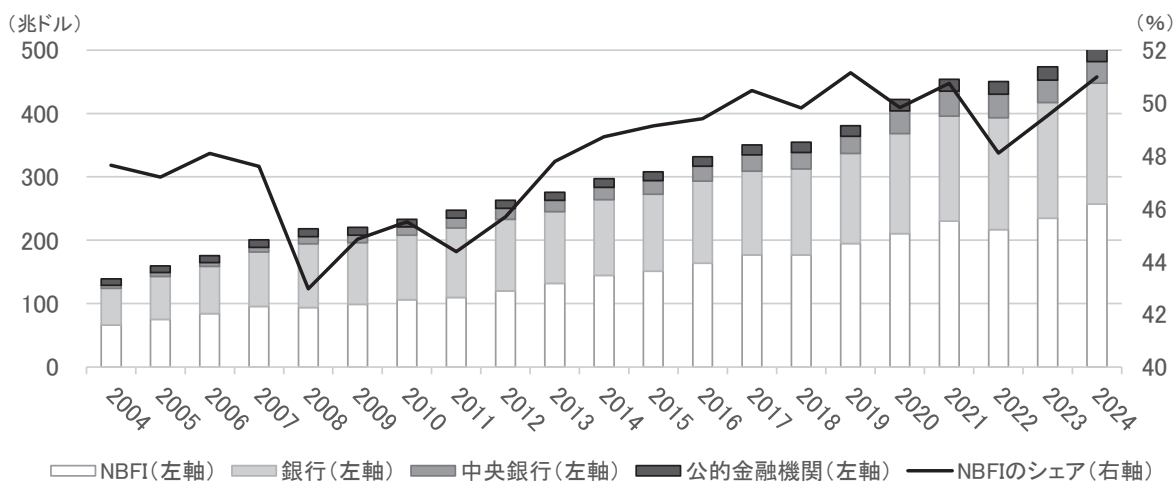
I 拡大するノンバンク金融仲介（NBFI）

世界金融危機以降、投資ファンドの成長を主な要因として、「ノンバンク金融仲介（nonbank financial intermediation; NBFI）」が先進国を中心に世界的に拡大している¹。NBFI は、銀行や中央銀行、公的金融機関を除くすべての金融機関として把握されるため、様々なエンティティが該当し得る。具体的には、①マネー・マーケット・ファンド（MMF）、投資信託、上場投資信託（ETF）、ヘッジファンドを含む投資ファンドの他に、②保険会社や年金基金、③ブローカー・ディーラー（証券会社）やファイナンス会社、貸金業者、その他のノンバンク・エンティティ²が該当する。

世界金融危機時には、ストラクチャード・インベストメント・ビークル（SIV）、サブプライム住宅ローン担保証券（RMBS）、債務担保証券（CDO）といった証券化に関するものを含め、ノンバンクのエンティティや活動が金融危機をもたらした要因の1つとして問題となった。NBFI は当時、「シャドールバンキング」と称され、世界金融危機後に実施された国際的な金融規制改革の結果、監督・規制の対象に組み込まれた経緯である³。

世界金融危機後は、証券化関連のエンティティや活動は衰退し、NBFI の拡大は一時的に減速したが、その後は再び拡大する傾向にある。NBFI の監視を行う金融安定理事会（FSB）は、NBFI の成長を金融資産の規模で認識している（図表 1）。NBFI は、総金融資産に対するシェアでは銀行を上回り、50%に達する水準に拡大している。2024 年には、新型コロナウイルス感染症（COVID-19）のパンデミック前の水準を回復した。

図表 1 NBFI セクターの金融資産の推移



(注) データは、ユーロ圏と非ユーロ圏の 21 法域の集計値。

(出所) FSB, “Global Monitoring Report on Nonbank Financial Intermediation 2025,” December 12, 2025 より野村資本市場研究所作成

¹ 国際的にはノンバンク金融仲介に NBFI の略語を当てるのが一般的であるが、米国ではノンバンク金融機関（nonbank financial institution）に NBFI の略語を当てることが多い。本稿では両者を同じものとして扱う。

² 信託会社、特別目的会社（SPV）、中央清算機関（CCP）、キャプティブ金融機関が含まれる。

³ 金融安定理事会（FSB）は、①NBFI と銀行の関係、②MMF、③（MMF 以外の）ノンバンク・エンティティ、④証券化、⑤証券貸借およびレポという分野に関して、監督・規制を強化する方針を 2013 年に決定している。

こうした状況の中、政策当局者の関心が再び NBFI に向けられている。2020 年 3 月に COVID-19 のパンデミックの懸念から市場参加者が流動性確保に奔走する「ダッシュ・フォー・キャッシュ」と呼ばれる状況が生じ、短期金融市場が極度のストレスの状況に陥ったことで、NBFI の脆弱性に注目が集まることとなった。その結果、世界金融危機後のシャドバンキング改革に続く第 2 弾の NBFI 改革として、FSB のイニシアティブの下、NBFI の脆弱性とそれに起因する金融安定リスクに対処するための NBFI 作業プログラムが進められてきた⁴。

最近では、レバレッジの提供を含む様々な金融サービスを NBFI に提供する銀行と NBFI の関係性に焦点が当てられつつある。バーゼル銀行監督委員会（BCBS、以下「バーゼル委員会」）は、①融資、②流動性管理、③清算集中市場に係る清算業務、④マーケット・メイキングや引受、⑤信用や資産価値の保証、⑥資産運用業務、⑦資本関係やスポンサーシップを通じて、銀行と NBFI の間で相互連関（interconnection）が生じているとする⁵。

特に NBFI の発展が著しいのは米国である。米国では NBFI の金融資産に対するシェアが 75% に上る。中でもここ数年で 2 倍の規模に急成長しているプライベート・クレジットが政策当局者の関心を集めている。特に 2025 年秋には融資先の破綻が相次いだために、市場関係者や政策当局者がプライベート・クレジットのリスクに注目することとなった⁶。

プライベート・クレジット市場は、グローバルでは約 2 兆ドルの市場規模であり、うち米国市場は 1.34 兆ドルの規模に上ると推計されている⁷。プライベート・クレジットとは、従来は銀行が提供していた主に中小・中堅企業への融資を NBFI が、具体的には、米国のビジネス・ディベロップメント・カンパニー（BDC）⁸ やプライベート・クレジット・ファンド（またはプライベート・デット・ファンド）が提供する信用仲介の仕組みである。一方で銀行は、BDC やプライベート・クレジット・ファンドに融資を提供しているほか、銀行自身も一部で取引の組成などに関わっているとされる。

国際的な政策当局者の間で銀行と NBFI の相互連関に注目が集まりつつある中、NBFI が著しく発展する米国では、銀行と NBFI は並列に存在するという伝統的な認識とは異なる見方がされつつある。本稿は、銀行と NBFI の関係性に関する最近の米国の議論について整理するとともに、プライベート・クレジット市場の拡大の背景にある銀行の役割やその潜在的なリスクに関する現時点での当局関係者の見方を紹介する。

⁴ NBFI 作業プログラムについては、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ーリー』2025 年秋号を参照。

⁵ BCBS, “Banks’ interconnections with non-bank financial intermediaries,” July 2025. その概要については、小立敬「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—」『野村資本市場クォーターリー』2025 年秋号を参照。

⁶ プライベート・クレジットが融資を行っていたサブプライム自動車ローン会社のトライカラーが 2025 年 9 月に、自動車部品メーカーのファースト・ブランズが 10 月に、それぞれ連邦倒産法第 11 章（チャプター 11）の適用を申請している。

⁷ Jose Berrospide, Fang Cai, Siddhartha Lewis-Hayre, and Filip Zikes, “Bank Lending to Private Credit: Size, Characteristics, and Financial Stability Implications,” FEDS Notes, May 23, 2025.

⁸ BDC については、神山哲也「上場ファンドを通じた非上場企業への資金供給—米国 BDC と英国 VCT の事例—」『野村資本市場クォーターリー』2021 年春号を参照。

Ⅱ 米国における銀行と NBFI の関係性に関する議論

1. 銀行と NBFI の伝統的な関係

米国においては、国法銀行法が銀行による一部の非銀行業務を禁止した 1860 年代から、銀行と NBFI の間には厳然とした線引きが存在する⁹。1956 年銀行持株会社法、1999 年のグラム＝リーチ＝ブライリー法によって銀行と証券の間のファイヤーウォール規制は緩和された一方、世界金融危機を踏まえて 2010 年に制定されたドッド＝フランク・ウォールストリート改革および消費者保護法（以下「ドッド＝フランク法」）は、銀行が行う NBFI 業務にボルカー・ルールとして再び制約を課した。すなわち、銀行による自己勘定取引を禁止するとともに、銀行がヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンドのスポンサーになることや投資することが禁じられている。

このように銀行と NBFI を区分する米国金融規制の背景として、銀行と NBFI は独立的に進化し、異なる金融仲介を並列に行っていると認識されてきた。銀行は本質的に、預金を受入れて融資を実行し、決済を仲介する金融機関である。健全性や安全性の観点から、銀行は厳格に規制される一方で、明示的または暗黙的な公的支援を受けることができる。他方、NBFI は保険会社、投資ファンド、ブローカー・ディーラーといった多様な業種の集合体であって、異なるビジネスモデル、異なるガバナンス構造、異なる規制の下で運営されている。預金保険を始めとするセーフティネットの外に存在する NBFI は、公的支援を期待することはできず、破綻する可能性により規律付けられ、破綻が許容されてきた。

一方、ニューヨーク連邦準備銀行（FRBNY）のスタッフレポートは、このような銀行と NBFI に対する伝統的な認識が現在ではもはや当てはまらないことを主張する¹⁰（Acharya et al. [2024]）。すなわち、銀行と NBFI は並列的な存在であり、NBFI の破綻は許容されるといった認識は、現実に行われた NBFI への公的支援とは整合しないとする。例えば、世界金融危機時には投資銀行や保険会社のペイルアウト（公的救済）が行われた。2019 年 9 月のレポショックや 2020 年 3 月の金融市場混乱の際には、連邦準備制度理事会（FRB）を含む中央銀行によってレポ市場などへの介入が行われている。

⁹ 銀行規制の変遷を振り返ると、1929 年の株価大暴落（ブラックサザデー）を機に成立した 1933 年銀行法の中で、商業銀行と投資銀行の分離を図り、投機的業務への過度の投資を制限することを目的としたグラス＝スティーガル法が制定された。1933 年銀行法のうち、①銀行業を規定する 16 条、②主に証券業に従事する子会社を有することを禁じる 20 条、③ノンバンクが預金を受入れることを禁止する 21 条、④銀行の役員や取締役が証券業務に主に従事する会社の役員や取締役等を兼務することを禁じる 32 条がグラス＝スティーガル法である。その後、1956 年銀行持株会社法（以下「BHC 法」）が成立して銀行持株会社（BHC）が創設され、BHC の下で非銀行業務の禁止にいくつかの例外が認められた。1999 年にはグラム＝リーチ＝ブライリー法が制定され、グラス＝スティーガル法が廃止される一方、BHC 法に金融持株会社（FHC）の制度を設けた。FHC は、①本源的金融業務または付随業務であると FRB が決定する業務、または②金融業務の補完的業務であって銀行の安全性、健全性または金融システムに重大なリスクを生むことのない業務を営むことができる。本源的金融業務としては、①証券の引受およびディーリング、マーケット・メイキング業務、②保険の引受およびエージェンシー業務、③マーチャント・バンキング業務が含まれる。

¹⁰ Viral V. Acharya, Nicola Cetorelli and Bruce Tuckman, “Where Do Banks End and NBFIs Begin?” Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No.1119, September 2024.

そこで Acharya et al. [2024] は、銀行と NBFIs は並列の存在ではなく、むしろ代替的な関係にあるとの見方を紹介する。厳格な銀行規制の負担を要因として、少なくとも一部の金融仲介が銀行から NBFIs に徐々に移行しているとする。その結果、銀行に代わって NBFIs が金融仲介を担うようになり、NBFIs がシステム上重要な存在となれば、ストレスの際に公的救済につながる可能性があるとする。ドッド=フランク法は実際、そのような可能性を念頭に置いた仕組みを手当てしている¹¹。

銀行と NBFIs の関係について米国当局者は、世界金融危機以降の金融規制改革の結果、銀行に対する規制がより厳格なものとなったために、銀行から相対的に規制の負担が軽いあるいは規制負担のない NBFIs へと金融仲介がシフトしているという認識に変化しているように窺われる。例えば、オバマ政権で銀行規制改革を進めたタルーロ元 FRB 理事は、規制改革の結果、金融仲介活動が銀行から NBFIs に移行していると認識している¹²。

2. 金融仲介のトランスフォーメーション（変容）

さらに、Acharya et al. [2024] は、米国金融規制の基盤となってきた、銀行と NBFIs は並列に存在するという伝統的な認識がもはや成立しないことだけでなく、銀行と NBFIs は単純な代替関係でもないとする。その代わりに、銀行と NBFIs をまたがった金融仲介の「トランスフォーメーション（変容）」が生じているとの認識を示す。

すなわち、銀行と NBFIs による金融仲介が、①規制の制約を回避し、規制コストを軽減させる目的に加えて、②預金フランチャイズが有する資金調達と流動性における本質的な優位性を利用し、預金保険制度や中央銀行による最後の貸し手（LLR）といった明示的なセーフティネット、またはトゥー・ビッグ・トゥ・フェイルに伴うペイルアウトといった暗黙のセーフティネットにアクセスするために、内生的に「トランスフォーム」しているという見解を述べる¹³。その結果、銀行と NBFIs にまたがった金融仲介やリスクが複雑に入り組んだ状態になっていることを指摘している。

その上で、銀行と NBFIs のセクターにまたがって金融仲介がトランスフォームしている代表的な活動として、①融資および住宅ローン、②短期ファンディングを利用する活動、③不測の事態に備えた非常時の資金調達手段であるコンティンジェント・ファンディングを挙げる（図表 2）。

¹¹ ドッド=フランク法は、NBFIs をシステム上重要なノンバンク金融会社、いわゆる「ノンバンク SIFI」に指定し、それに指定されると FRB の監督下に置かれるという仕組みを導入している。また、同法は、ノンバンク SIFI の破綻がシステム・リスクをもたらすと判断されると、金融機関の破綻処理当局である連邦預金保険公社（FDIC）が管財人となって破綻処理を実行する「秩序ある清算手続（OLA）」が適用されることとなる。

¹² その上で、システム・リスクを生む金融仲介は、法的形態や許認可の種類、ビジネスモデルにかかわらず、同じ厳格さで規制されるべきと述べて、NBFIs に金融規制を適用すべきことを主張している（Andrew Metrick and Daniel Tarullo, “Congruent Financial Regulation,” Brookings Papers on Economic Activity, January 2022）。

¹³ Acharya et al. [2024] は、いわゆるグッドハート原則に従って金融仲介が内生的に変容しており、銀行の境界は（規制上の）統制のために用いられるが、境界線上の活動は銀行や NBFIs によって（規制アービトラージを通じて）操作され得るため、規制の境界は不可避的に統制のために役立たなくなると述べている。グッドハート原則とは、一般に「ある尺度が目標になると、それは良い尺度ではなくなる」ことを意味する。

図表 2 金融仲介のトランスフォーメーションの例

トランスフォーメーション		従来は銀行システム内で 行われてきた活動・商品	銀行とNBFにまたがって 行われる活動・商品
融資および住宅 ローン	融資は、銀行による実行・ 保有からNBFIによる組成に 移行し、そのファイナンス は有担保またはシニア債権 により銀行が提供	<ul style="list-style-type: none"> ・ 企業向け融資 ・ 住宅ローン 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 銀行がプライベート・クレジット会社に シニア・ローンを実行 ・ 銀行がモーゲージREITへ担保付 ローンを提供 ・ 銀行がMBSやCLOのシニア・トラ ンシェを保有
短期ファンディング を利用する活動	短期ファンディングを必要とする 活動は、銀行による実行および 資金供給から、NBFIが実行し、 銀行が資金を提供	<ul style="list-style-type: none"> ・ 住宅ローン、CLO、その他ABSの オリジネーション ・ 買収ファイナンス、LBOファイナンス ・ 住宅ローンのサービシング 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 銀行がモーゲージやCLO、ABS のオリジネーターに対しウェア ハウス・ファイナンスを提供 ・ 銀行がプライベート・エクイ ティ会社に短期の融資を提供 (サブスクリプション・ファイ ナンスを含む) ・ 銀行が、コマーシャル・ペー パーをスポンサーしたり、モー ゲージ・サービサーに直接貸付
コンティンジェント・ ファンディング	NBFIの存在が銀行に対し拡大 する一方、銀行はNBFIセクター へのコミットメント・ラインのかた ちでコンティンジェント・ファンデ ィングを担う	<ul style="list-style-type: none"> ・ 非金融事業に対するクレジット・ライン ・ パイラテラルのOTCデリバティブ 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 銀行は、NBFIがストレス時に引出す ためのコミットメント・ラインを提供 ・ 銀行は、清算機関のメンバーとしてカ ウンターパーティー・リスクを負い、 マージン・コールに応じるNBFIのため に与信枠を提供

(出所) Viral V. Acharya, Nicola Cetorelli and Bruce Tuckman, “Where Do Banks End and NBFIs Begin?” Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No.1119, September 2024 より野村資本市場研究所作成

1) 融資および住宅ローン

銀行は伝統的に企業向け融資や住宅ローン（モーゲージ）をバランスシートに有し、金利リスクやデフォルト・リスクを負ってきたが、資本規制の強化などから、多くの融資はバランスシートに存在しなくなっている。銀行はその代わり、プライベート・クレジットに対するシニア・ローン、住宅ローン不動産投資信託（モーゲージ REIT）に対する有担保ローン、モーゲージ担保証券（MBS）やローン担保証券（CLO）の優先シニア出資証券を保有する。このように銀行の直接的なエクスポージャーは、NBFIを通じた間接的なエクスポージャーに置き換わっている。

すなわち、かつては銀行のバランスシートを用いて行われた融資は、銀行の実行・保有から NBFI による組成に移行しており、そのファイナンスを銀行が有担保またはシニア債権によって提供するという形態に変容している。

Acharya et al. [2024] は、金融仲介の変容の代表例がプライベート・クレジットであるとする。世界最大のプライベート・クレジット・ファンドの1つであるブラックストーン・プライベート・クレジット・ファンド（BCRED）をケース・スタディに挙げ、BCRED が 2022 年末時点でアレンジしていた全 19 件の有担保のクレジット・コミットメント・ファシリティについて、1 件のみは保険会社によるものであったが、残り 18 件はいずれも米国内外の銀行がファイナンスを提供していることを確認する（図表 3）。銀行と NBFI が連携を図りつつ、プライベート・クレジットが組成されていることを指摘している。

図表3 BCREDが運営するファシリティ

ファンディング・ファシリティ	銀行・保険会社	コミット金額	実行残高
バード・ピーク	BNPパリバ	1,650	1,235
ベア・ピーク		468	166
キャッスル・ピーク	シティバンク	1,600	1,146
リボルビング・クレジット・ファシリティ		5,150	1,470
マルーン・ピーク	モルガン・スタンレー・バンク	300	300
ミドル・ピーク		800	596
サミット・ピーク	ソシエテ・ジェネラル	2,300	1,691
2021-1 BSL WH		300	148
デナリ・ピーク	ドイチェ・バンク	750	749
ブッシュネル・ピーク	バンク・オブ・アメリカ	600	400
バイソン・ピーク		1,500	1,182
ボラー・ピーク		400	223
グラナイト・ピーク	ゴールドマン・サックス・バンク	750	647
ブランカ・ピーク	パークレイス・バンク	1,500	1,081
ウインダム・ピーク	ウェルズ・ファーゴ・バンク	2,000	1,741
モナーク・ピーク	MUFGバンク	2,000	873
ナオミ・ピーク	ナティクシス	400	400
メリディアン・ピーク	マス・ミュージチュアル生命	500	170
ハイドン・ピーク	HSBCバンク	500	49

(注) BCREDのForm 10-Kを基に2022年12月末時点で整理されたもの。単位は100万ドル。

(出所) Viral V. Acharya, Nicola Cetorelli and Bruce Tuckman, “Where Do Banks End and NBFIs Begin?” Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No.1119, September 2024 より野村資本市場研究所作成

2) 短期ファンディングを利用する活動

米国では、銀行は1960年代から住宅ローンの証券化を行ってきたが、銀行はそのサービシング権を有することが通常であった。また、住宅ローン証券化を含む証券化や買収ファイナンスには短期ファンディングが必要となるため、従来は銀行がそれを担っていた。例えば、住宅ローンのサービシングにおいては、政府が提供する保険が下りるまでMBSの投資家に支払う延滞分の資金が必要になる。証券化では、MBSや資産担保証券（ABS）、CLOとして投資家に売却されるまで、裏付け資産の購入に必要なファイナンスが生じる。買収ファイナンスでは、投資家への将来の債券売却を見越して資金が提供されてきた。

現在は、ABSのオリジネーター、プライベート・エクイティ会社、モーゲージ・サービサーのようなNBFIが銀行に代わってこれらの活動を担うようになっている。銀行はその一方で、融資、コミットメント・ライン、ウェアハウス・ファイナンス¹⁴、サブスクリプション・ファイナンス¹⁵、銀行がスポンサー（あるいは信用補完）するコマーシャル・ペーパーといった形態でNBFIに短期ファンディングを提供している。

Acharya et al. [2024] は、一見すると、銀行が行っていた金融仲介活動がNBFIに移行することで、銀行システムからNBFIにリスクが移転されるように見える一方で、それらの活動に伴う資金調達リスクが依然として銀行に残っていることを指摘する。

¹⁴ ウェアハウス・ファイナンスとは、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SPVが一定期間、モーゲージや不動産を保有して管理する際に必要なファイナンスを提供することを指す。

¹⁵ 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コミットメント・ラインを提供する手法である。

3) コンティンジェント・ファンディング

銀行からNBFIに金融仲介活動が移行する一方で、NBFIは、非日常的かつ大規模なコンティンジェント・ファンディングを銀行に依存している。その背景として、銀行では、預金者の引出しニーズと借り手の融資ニーズは完全には相関しないことから、預金と融資の組み合わせによって銀行では流動性リスクが分散されることに加えて、銀行には明示的・暗黙的なセーフティネットが存在することが挙げられる。

コンティンジェント・ファンディングに関してAcharya et al. [2024] は、①NBFIがストレス時には銀行が提供するクレジット・ラインに一層依存していることに加えて、②世界金融危機以降の店頭（OTC）デリバティブ市場改革として導入された清算集中義務の結果、NBFIのデリバティブ・ポジションを支える銀行の役割が変化していることを指摘する。

NBFIによるストレス時における銀行のクレジット・ラインからの引出しについて、世界金融危機やダッシュ・フォー・キャッシュの時期を含む時系列的な引出し状況を確認した結果、ダッシュ・フォー・キャッシュの際には、銀行は非金融法人に比べてNBFIからのより強いニーズに直面していたと指摘する。特に低格付の信用力が低いNBFIと非金融法人を比べると、ストレス時だけでなく平常時もNBFIのクレジット・ラインの利用率が高いことを確認している。NBFIは、自ら資金調達を行っているが、コンティンジェント・ファンディングについては銀行に対する依存をより一層高めているとする。

また、OTCデリバティブにおける清算集中義務や証拠金要件により、市場参加者は当初証拠金（IM）や変動証拠金（VM）への対応が必要になっている。その結果、IM差入れのために銀行から借入れを行い、VMのマージン・コールに対応するために銀行にクレジット・ラインを設定するようになってきている。すなわち、清算集中義務の導入によって銀行は、顧客との間のデリバティブ取引に伴うカウンターパーティ・リスクを負うという役割から、証拠金の管理が必要な顧客に対して流動性を提供するという役割へと変化した。

その上でAcharya et al. [2024] は、2022年9月の英国債市場の混乱を例に挙げる。リズ・トラス政権が当時、財源が不透明な予算案を公表したことを契機として金利が急上昇し、金利低下にヘッジしていた年金基金で金利スワップのポジションの価値が毀損されたことから、大規模なマージン・コールが生じ、銀行は流動性の支援を迫られた。もっとも、キャッシュを調達するために多くの年金基金が国債を売却せざるを得なかったために、国債価格がさらに下落し、さらなるマージン・コールを誘発した結果、市場に大きな混乱が生じることとなった。

以前であれば、銀行はNBFIとの金利デリバティブの相対取引に伴うカウンターパーティ・リスクを負うだけであった。金利デリバティブ取引に対する清算集中義務の結果、NBFIがマージン・コールに対応する流動性を銀行が提供することを通じて、NBFIに対するエクスポージャーが銀行に生じるようになってきている。

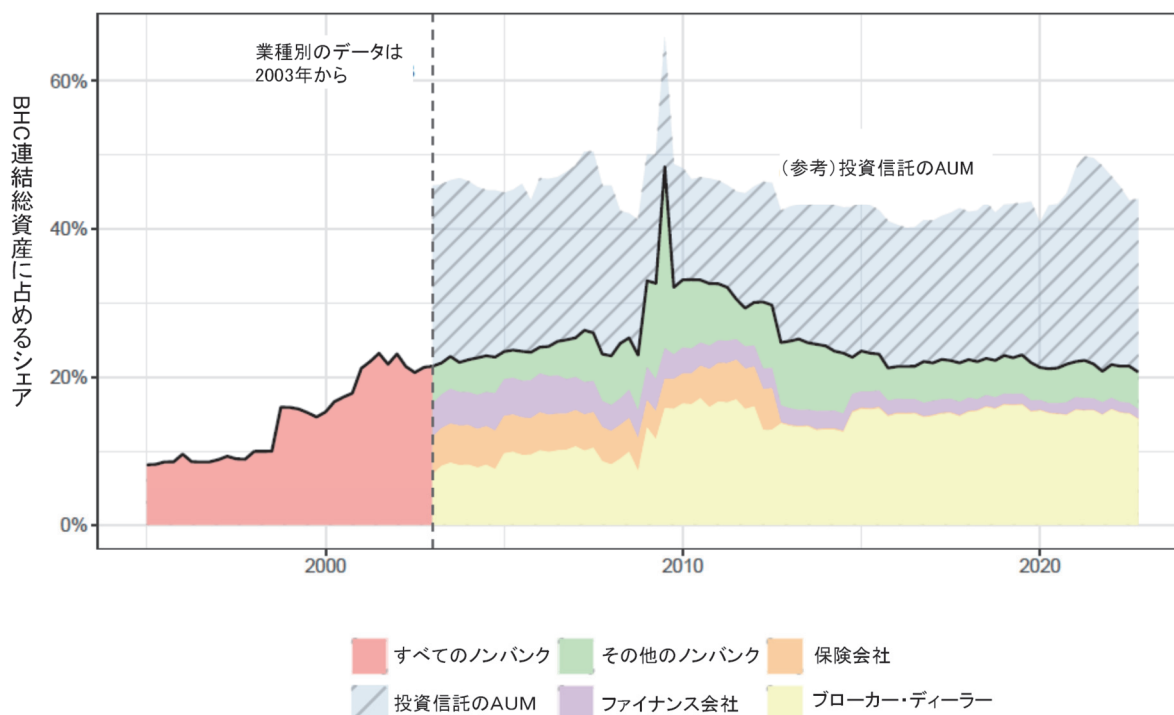
3. 銀行持株会社グループにおいて発展する NBFI

銀行と NBFI の関係に焦点を当てた FRBNY のスタッフによるもう 1 つの議論がある。Cetorelli and Prazad [2024] は、銀行は NBFI に代替されているとの認識が一般的であるが、米国では NBFI の活動の多くは銀行持株会社 (bank holding company; BHC) の下で行われており、銀行と NBFI の統合は一般に認識されているよりも深く広範であると述べる¹⁶。

まず、BHC とその子会社の財務報告を基にして、BHC の総資産に占める NBFI 子会社のシェアが相当の割合を占めていることを確認する (図表 4)。NBFI 子会社のシェアは、1995 年の 10% から世界金融危機時の 2008 年には約 25% に拡大しており、金融危機以降は 20% 程度で推移している¹⁷。資産運用業の代理変数として投資信託の運用資産 (AUM) を加えると、NBFI 子会社の規模が BHC 総資産の 5 割近くに上ることになる。NBFI 子会社の内訳をみると、かつては相応のシェアがあったファイナンス子会社や保険子会社が縮小する一方、ブローカー・ディーラー子会社が多くの割合を占めている。

このような分析から、米国の現代的な BHC は多様な金融仲介に及んで事業を展開しており、伝統的な銀行モデルから大きく変化しているとの指摘を行っている。

図表 4 BHC における NBFI 子会社の資産規模 (1995~2022 年)



(注) 元データは、BHC 各社の FR Y-9、FR Y-9LP。

(出所) Nicola Cetorelli and Saketh Prazad, "The Nonbank Footprint of Banks," Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No.1118, September 2024 (revised November 2025)より野村資本市場研究所作成

¹⁶ Nicola Cetorelli and Saketh Prazad, "The Nonbank Footprint of Banks," Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 1118, September 2024 (revised November 2025).

¹⁷ 2009 年にシェアが一時的に約 50%にまで急増しているが、かつて独立系投資銀行であったゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーが同年に BHC となったことがその要因として想定される。

また、Cetorelli and Prazad [2024] は、米国の NBFI セクターにおいては BHC 傘下の NBFI のプレゼンスが大きいことを確認している。すなわち、BHC 傘下の NBFI 子会社は、米国の NBFI セクター全体の総資産の 20% を占めており、特にブローカー・ディーラーは、BHC 子会社が大きなウェイトを占めている（図表 5）。BHC は、NBFI システムにおいて周辺的な存在ではなく、NBFI の構造と進化を形成する上で中心的な役割を果たしているとの認識を明らかにしている。

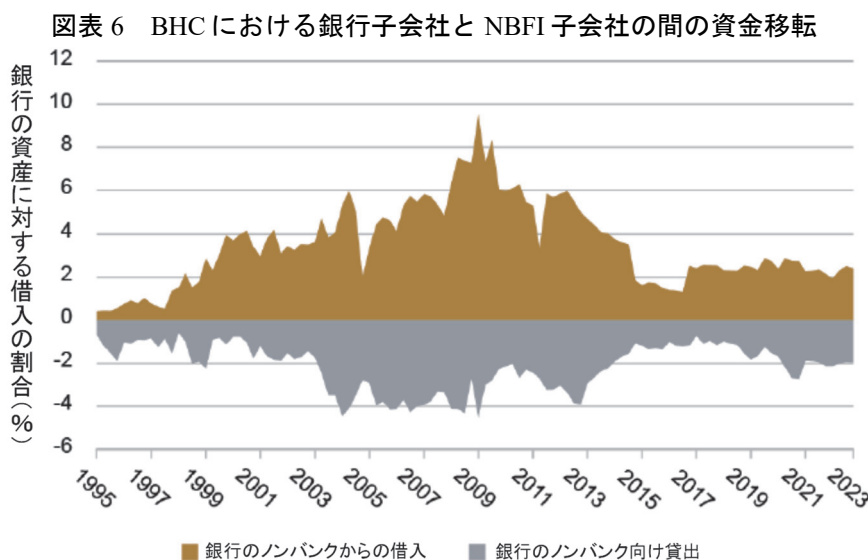
次に、BHC グループでは、銀行子会社と NBFI 子会社が流動性を支え合っている可能性に注目する。銀行子会社による NBFI 子会社からの借入と銀行子会社による NBFI 子会社への融資を時系列でみると、変動はあるものの平均的には銀行子会社の総資産の約 5% で推移している（図表 6）。Cetorelli and Prazad [2024] は、BHC グループ内部の資金移転を通じて子会社の間で相互に流動性が提供されており、銀行子会社と NBFI 子会社は互いの流動性ニーズを支え合うように運営されていることが示唆されるとしている¹⁸。

図表 5 BHC 傘下 NBFI 子会社の NBFI セクターの資産に占める割合

	すべてのNBFI	ブローカー・ディーラー	投資信託のAUM	ノンバンク貸付業者	保険会社
2005年第1四半期	11.2%	16.0%	23.4%	22.3%	7.2%
2010年第1四半期	27.2%	53.2%	19.2%	27.7%	8.3%
2015年第1四半期	19.6%	52.4%	18.9%	19.4%	0.3%
2020年第1四半期	20.1%	64.1%	19.5%	17.7%	0.2%

(注) 元データは、BHC の NBFI 子会社が FR Y-9 および FR Y-9LP、NBFI セクターの資産は資金循環統計。

(出所) Nicola Cetorelli and Saketh Prazad, “The Nonbank Footprint of Banks,” Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No.1118, September 2024 (revised November 2025)より野村資本市場研究所作成



(出所) Nicola Cetorelli and Saketh Prazad, “The Nonbank Footprint of Banks,” Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No.1118, September 2024 (revised November 2025)より野村資本市場研究所作成

¹⁸ レギュレーション W の下、銀行は関連会社に対して資本金・資本剰余金の 10% を超える信用供与が禁止されているが、銀行に比べて規模の小さい関連会社には制約とはならない可能性があること、銀行から関連会社への信用供与だけが制限されるため、BHC 内の資金移転の制約にはなっていないことが指摘されている。

Ⅲ プライベート・クレジット拡大の背景とリスク認識

1. プライベート・クレジットの急成長

本章では、金融仲介の変容としてプライベート・クレジットと銀行との関係を確認する。

プライベート・クレジットは、クローズドエンドの私募ファンドであるプライベート・クレジット・ファンドやクローズドエンドの投資法人である BDC を通じて、主にミドルマーケットの中堅・中小企業¹⁹に対し融資を提供する債務類似の未上場商品である。米国を中心にプライベート・クレジット市場は急速に拡大しており（図表 7①）、米国では、ハイールド債やレバレッジド・ローンに匹敵する市場規模に成長している。

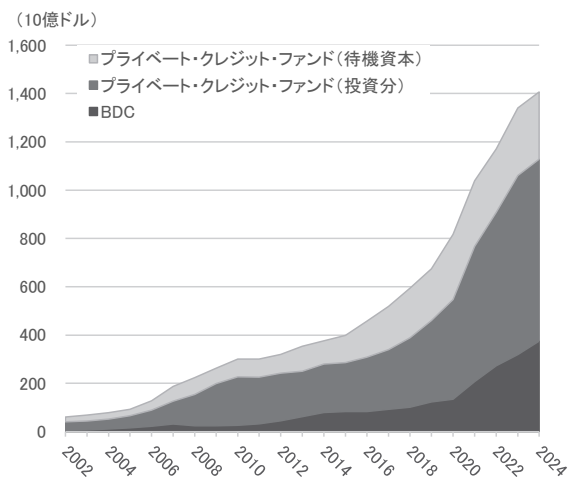
プライベート・クレジット・ファンドでは、リミテッド・パートナー（LP）としての投資家からコミットメントされた未投資の待機資本（ドライパウダー）が増加しており、資金供給が需要を上回っている状況であることが示唆される²⁰。

LP 投資家は、年金基金や保険会社、ファミリー・オフィス、ソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）、富裕層などである。機関投資家が投資する理由は、ポートフォリオの分散効果や上場市場との低い相関性、相対的に高いリターンなどが挙げられている。

プライベート・クレジットのファンド・マネジャーは、オークツリーやゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント（GSAM）、HPS、アレス、ブラックストーンなどであり、その多くはプライベート・エクイティ会社としても活動を行っている（図表 7②）。

図表 7 米国のプライベート・クレジット市場の状況

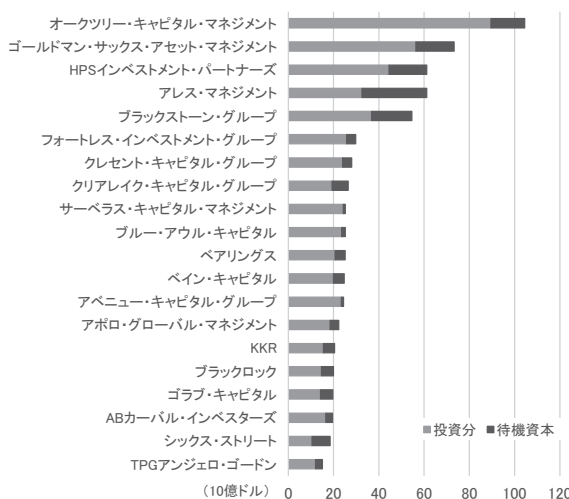
①市場の推移



(注) 年末値。ただし、2024年は第2四半期末の値。

(出所) Cai and Haque, “Bank Lending to Private Credit: Size, Characteristics, and Financial Stability Implications,” FEDS Notes, May 23, 2025.

②ファンド・マネジャー上位 20 社



¹⁹ 年間売上高 1 千万～10 億ドルのミドルマーケットの企業を中心であるが、最近はより大規模な企業もプライベート・クレジットの融資対象となっている。

²⁰ Fang Cai, and Sharjil Haque, “Private Credit: Characteristics and Risks,” FEDS Notes, February 23, 2024.

プライベート・クレジットには流動性のあるセカンダリー市場が存在しないことから、貸し手は通常、満期まであるいは借換えが行われるまで融資を保有する。プライベート・クレジットは有担保のシニア債権であることが多いが、ジュニアに投資する戦略もある。また、借り手と貸し手のニーズや目的に応じて融資条件を交渉して決定するダイレクト・レンディングであることが多く²¹、変動金利であることが一般的である。資金用途には、運転資金ニーズを含む通常の事業目的や債務借換えに加えて、レバレッジド・パイアウトやグロス・エクイティ投資といったプライベート・エクイティに関連する取引も多い。銀行融資と比較すると、融資実行に至るまでの機動性や確実性、ストラクチャーの柔軟性といったことが借り手企業にとっての利点とされている。

プライベート・クレジットは、投資家の資本を利用して融資を行うが、同時に銀行からの借入によってレバレッジをかけている。一方、銀行は中堅・中小企業に直接融資を提供する代わりに、プライベート・クレジットに対してより上位の債権を保有する²²。また、銀行は一部で、プライベート・クレジットへの出資や取引組成にも関わっている。

2. プライベート・クレジットと銀行の関わり

前章で紹介した FRBNY のスタッフレポート (Acharya et al. [2024]) は、企業向けの融資という金融仲介が変容した代表的な例としてプライベート・クレジットを挙げた。FRBNY 以外の政策当局者や学界もプライベート・クレジット市場の拡大に注目しており、その背景について様々な議論を展開している。

例えば、Davydiuk et al. [2024] は、1940 年投資会社法の下、米国証券取引委員会 (SEC) への登録が必要な BDC のデータから、銀行の融資が不足する地域に BDC が投資しており、銀行融資の代替手段として機能していることを確認している²³。国際決済銀行 (BIS) のクォーターリー・レビューは、45 法域のパネル分析を基にして、①政策金利が低い法域、②銀行システムの効率が悪い法域、③銀行規制がより厳格な法域においてプライベート・クレジットの存在感が大きいという結果を得ている²⁴。また、プライベート・クレジット拡大の背景として、世界金融危機以降の銀行の資本コストの上昇と BDC のレバレッジによる資本コストの低下による両者の差の縮小を挙げている。Chernenko [2022] は、NBFI による中堅・中小企業へのダイレクト・ローンの決定要因に関する分析を行い、最も重要な要因として銀行規制を挙げる²⁵。業績不芳企業に対する銀行の融資コストが銀行規制によって高くなった結果、そのような企業は NBFI から借り入れる可能性が著しく高くなるとの分析を行っている。

²¹ ダイレクト・レンディングの他にもディストレスト・クレジット・ファンドなど様々な投資戦略がある。

²² “Banks Make Loans to Non-Banks,” *Bloomberg*, October 23, 2025.

²³ Tetiana Davydiuk, Tatyana Marchuk, Samuel Rosen, “Direct Lenders in the U.S. Middle Market,” April 2024.

²⁴ Fernando Avalos, Sebastian Doerr, and Gabor Pinter, “The global drivers of private credit,” *BIS Quarterly Review*, March 2025.

²⁵ Sergey Chernenko, “Why Do Firms Borrow Directly from Nonbanks?” The Ohio State University, Fisher College of Business Working Paper Series, March 7, 2022.

他方、Chernenko et al. [2025] は、プライベート・クレジットを含む NBFI による融資の伸長は、世界金融危機後の銀行の自己資本規制の強化によって促されているという認識がある一方、BDC のデータを用いた分析から、単に銀行が自己資本規制を避けるために規制アービトラージ（裁定行動）を行っているわけではないとの見方を披瀝する²⁶。

すなわち、BDC 向けの銀行融資は、倒産隔離された特別目的会社（SPV）を通じて実行され、通常は超過担保となっているため、自己資本規制上は証券化のシニア・トランシェとみなされ、20%のリスクウェイトが適用できる。BDC 向け融資は、通常融資のリスクウェイトよりも低いことから、銀行はより多くのレバレッジを提供することが可能である。また、BDC 向けの銀行融資は、中堅・中小企業向け融資よりも期待損失が低いことから、信用スプレッドが相対的に低いとしても²⁷、銀行が直接融資するよりも自己資本利益率（ROE）が高くなる可能性を指摘する。

さらに、銀行が自己のバランスシートを使って融資を行う場合には、①借入で調達した部分にしか税の軽減効果（税シールド）が効かないのに対し、ファンドを経由した場合は収益が課税上有利に扱われること、②銀行当局の規制・監督の下で、銀行融資を審査し、実行し、サービシングする運営コストが高いため、銀行が関連の BDC やプライベート・クレジット・ファンドを経由して融資を行うことを選択している可能性を指摘する。

Chernenko et al. [2025] は、銀行の自己資本規制が融資の妨げになっているということではなく、BDC の規制遵守コストが相対的に低い中で銀行の自己資本規制や監督が組み合わさると、銀行が目標とする ROE の達成を困難にし、銀行による直接的な融資を抑制している可能性を指摘している。

3. プライベート・クレジット市場のリスクに対する認識

プライベート・クレジットの金融安定リスクに対する政策当局の注目も集まっている。FSB は 2026 年中にその脆弱性を検証する予定である。また、イングランド銀行（BOE）のアンドリュー・ベイリー総裁は、融資先企業の破綻を受けて警鐘を鳴らした²⁸。一方で、米国当局は金融安定リスクは限定的であるとの見解を示す。

まず、FRB は、2023 年 5 月の金融安定報告（FSR）において、①多くのプライベート・クレジット・ファンドはクローズドエンド型であり、LP 投資家の資本は概ね 5～10 年はロックアップされることから、資金取付けリスクが低いことに加えて、②多くのファンドはレバレッジをかけておらず、デリバティブ・エクスポージャーも有していないことから、金融安定リスクは低いとの認識を示した²⁹。

²⁶ Sergey Chernenko, Robert Ialenti, and, David Scharfstein, “Bank Capital and the Growth of Private Credit,” March 27, 2025.

²⁷ 中堅・中小企業向け融資の信用スプレッドが平均すると約 600 ベーシスポイント（bp）であるのに対して、BDC 向けの融資の信用スプレッドは平均 230bp であるとしている。

²⁸ “Andrew Bailey warns ‘alarm bells’ ringing over private credit market,” *Financial Times*, October 21, 2025.

²⁹ FRB, “Financial Stability Report,” May 2023. ただし、投資家にはキャピタル・コールにより予期せぬ流動性需要が生じる可能性があるほか、一部のファンドでは限定的に財務レバレッジやシンセティック・レバレッジが利用されていることが指摘されている。

さらに、リサ・クック FRB 理事は 2025 年 11 月の講演で、プライベート・クレジットに触れ、デフォルト率が低い水準で推移していることに加えて、レバレッジもたらす金融安定リスクも小さいことを指摘した³⁰。また、プライベート・クレジットが融資していた企業が破綻した事例については、それらがアウトライヤー（外れ値）であると解釈できると述べた。破綻した企業は、貿易政策や移民政策の影響をより受けやすく、オフバランスのファイナンスを利用しており、他の企業に比べて信用力が低いことを理由に挙げる。その上で、現在のプライベート・クレジットのリスクは金融安定にとっては脅威ではないとの認識を明らかにしている。

ただし、2024 年 2 月に FRB のスタッフが執筆した小論（Cai and Haque [2024]）は、ロックアップ期間が長いことに加え、レバレッジが低く、レバレッジ・エクスポージャーも限られていることから、プライベート・クレジットは償還リスクや投売りリスクは低いという 2023 年 5 月の FSR の評価に言及する一方で、プライベート・クレジットに関して金融安定の観点から注視すべきその他のリスクとして、①低流動性、②企業のレバレッジとデフォルトの増加、③ドライパウダーと信用の質の低下、④他の NBFII に対する潜在的な波及、⑤銀行との相互連関性という点を指摘している³¹。

低流動性に関しては、プライベート・クレジットが提供する融資はセカンダリー市場がなく、市場での価格発見も限られていることから、満期まで保有することが想定されるが、緊急的に売却する必要が生じた場合には大きな損失が生じる可能性があるとする。

また、プライベート・クレジットの融資先は一般に担保として差し入れる資産が少なく、レバレッジが高いことから、プライベート・クレジット以外での資金調達が難しいことが想定される。従って、プライベート・クレジットが企業全体のレバレッジを高めており、金融ショックに対する企業セクターの脆弱性を増していることが示唆されるとした上で、インフレと高金利という環境の下では、利払い負担が増えてバランスシートの圧力となり、企業のデフォルトを誘発する可能性を挙げている。

さらに、プライベート・クレジットではドライパウダーが増えていることを指摘する。ファンド・マネジャーは、LP 投資家に高いリターンをもたらすマニフェストがあるため、特に経済の減速局面では、リスクの高い取引を選択したり、コベナンツが緩い融資を実行したり、引受基準を引き下げたりする可能性がある。プライベート・クレジットにおける取引の質の低下によって将来的にデフォルトが増加する結果、ファンドのパフォーマンスや投資家へのリターンが損なわれるおそれがあるとする。

そして、プライベート・クレジットのファンド・マネジャーは、コミットメントされた資本の払込みを LP に求めるキャピタル・コールの権利を有している。従って、信用環境が悪化した場合には、年金基金や保険会社といった投資家が自身の流動性が逼迫している状況の中でキャピタル・コールに応じざるを得ないリスクがあるとする。

³⁰ FRB, “A Policymaker’s View of Financial Stability,” Remarks by Lisa D. Cook at Georgetown University’s McDonough School of Business Psaros Center for Financial Markets and Policy, November 20, 2025.

³¹ 前掲脚注 20 参照。

その上で、プライベート・クレジットと銀行の間の相互連関について、プライベート・クレジット・ファンドに対する銀行の融資は適度な水準であるように窺われる一方、銀行が新たな取引の資金調達のため、プライベート・クレジット・ファンドとの提携を深めていることを指摘する。さらに、融資に対する自己資本規制上の資本賦課を軽減するため、銀行がシンセティック・リスク・トランスファー（SRT）³²を通じて、複雑な債務商品を投資家に売却しており、プライベート・クレジットが SRT の重要な担い手であることを挙げる³³。Cai and Haque [2024] は、これらを通じてプライベート・クレジットと銀行の相互連関は益々増大するとしている。

IV NBFi と銀行の関係を踏まえた新たな政策的視点

NBFi セクターは世界金融危機以降、銀行セクターを上回る勢いで成長し発展しており、金融仲介における NBFi のプレゼンスは拡大している。FSB は、ダッシュ・フォー・キャッシュを含む2020年3月に発生した金融市場の混乱に関して行った包括的なレビューの中で、NBFi の拡大は主に投資ファンドの成長にもたらされたものであるとした上で、その要因として、①銀行ベースの資金調達の相対的なコストを増加させた世界金融危機後の金融規制改革に加えて、②資産蓄積をもたらす長期的な人口動態、③緩和的な金融政策やサーチ・フォー・イールド（利回り追求）というマクロ金融上の要因を指摘した³⁴。

その上で、NBFiの拡大を含むグローバル金融システムの構造的変化を挙げる（図表8）。第1に、銀行セクターの外で信用リスクが仲介・保有されるようになってきている。すなわち、銀行がバランスシートで信用リスクを抱える従来のモデルから、投資家がリスクを負担し、（NBFiにより）金融市場で仲介されるモデルに移行している。その結果、ストレス時に投資家が市場・信用・流動性リスクを実効管理できるかどうか重要となる。

第2に、信用供与の多様化と NBFi の関与の拡大から相互連関性が拡大しており、金融仲介チェーンは長く複雑になっている。例えば、相対取引の不透明さを減じることを目的とした清算集中義務は、CCPと市場参加者の間の相互連関性を増大させ、証拠金や担保の利用可能性とそれらの円滑なフローに対する依存を増していると述べる。

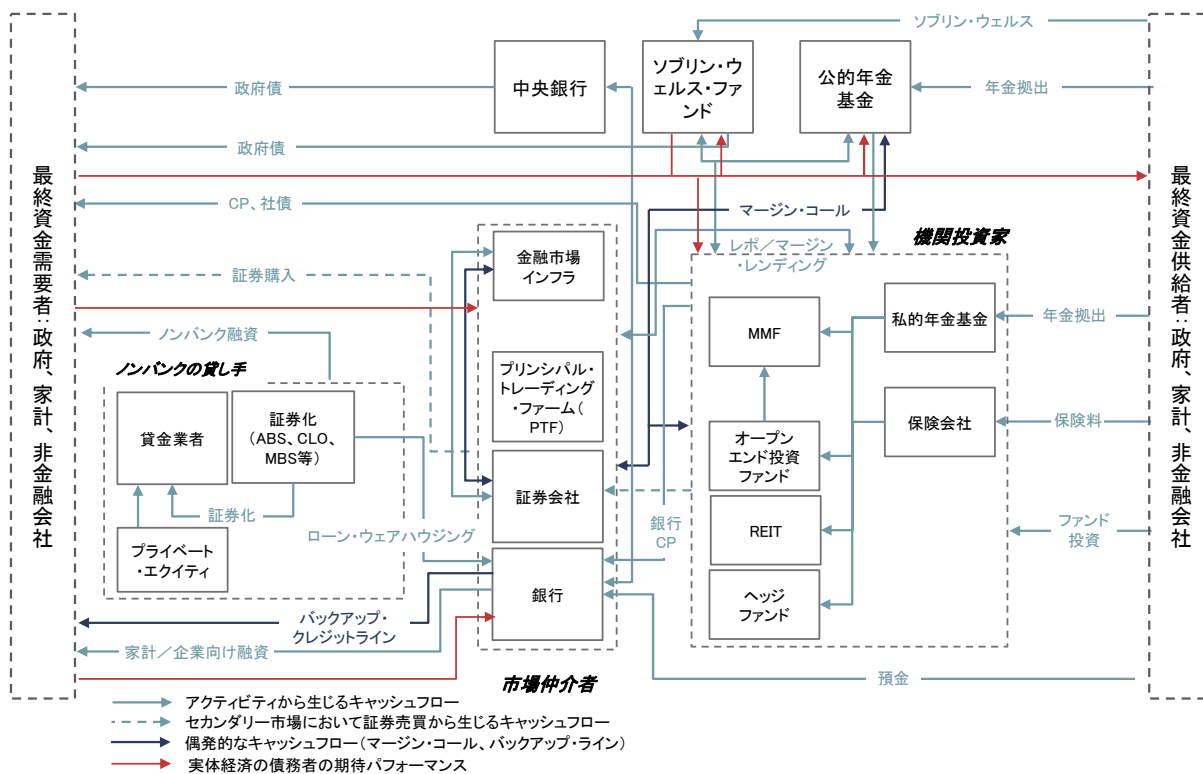
第3に、金融仲介は流動性の依存度を高めている。市場ベースの金融仲介への移行から、資産のファイナンスとプライシングに必要な流動性需要が増えている。マージン・コールなどが金融システム内の流動性再配分を促している。一部の市場では新規参入者が流動性供給を多様化させており、金融システム全体で流動性の提供者が混在しているとする。

³² 重要な (significant) リスク・トランスファーとも呼ばれる SRT は、銀行が自己のバランスシート上の融資を売却することなく信用リスクを移転する手段であり、リスクアセットを削減し、資本コストを低下させるとともに、追加的な融資を可能にする。以前は証券化が利用されていたが、現在はクレジット・デフォルト・スワップ (CDS) やクレジット・リンク債といったクレジット・デリバティブを利用したシンセティックな手法が主流となっている。SRT は、欧州銀では20年程前から利用されてきたが、米国では2023年9月にFRBがSRTを認めたことから、米銀でも利用が拡大している。

³³ “Big Banks Cook Up New Way to Unload Risk,” *Wall Street Journal*, November 7, 2023.

³⁴ FSB, “Holistic Review of the March Market Turmoil,” November 17, 2020.

図表 8 グローバル金融システムの構造変化



(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

こうした NBFI の拡大とそれに伴う金融システムの構造的な変化は、必ずしも NBFI と銀行との競合の結果であったり、銀行規制強化によって単純に NBFI に活動が移行したりということではない可能性がある。NBFI が金融仲介を拡大させる中で、銀行システム外で金融仲介が行われるようになっており、銀行は自らのバランスシートを使いながら信用リスクを負う役割から、金融仲介を提供する NBFI に資金を供給する「ファイナンス」へと役割を変えてきていると捉えることができよう。

実際に、ファイナンス業務に注力するゴールドマン・サックスのグローバルバンキング & マーケッツ部門の共同責任者は、自己資本規制により、自分たちは投資家としての役割を減らし、ファイナンスとしての役割を増やしていると述べる³⁵。また、キャピタル・ストラクチャー（資本構成）のうちリスクが高い部分からより安全な部分に移行したとも述べており、NBFI に資金提供の際に相対的に自己資本賦課を少なくできる優先順位の高いエクスポージャーを有することに努めていることが窺われる。もっとも、優先順位は高まる一方、可視性が低下するというトレードオフが生じることになり、最終資金需要者に対する融資の品質や担保の実在性といったことを銀行自らが確認することが難しくなることも指摘されている³⁶。

³⁵ “How Goldman Sachs turned financing into a US\$9bn powerhouse,” *IFR*, Jun 6, 2025.

³⁶ “Banks Make Loans to Non-Banks,” *Bloomberg*, October 23, 2025.

このような NBFI が金融仲介を提供し、銀行がファイナンスするという金融仲介の形態に関しては、第Ⅱ章で紹介した Acharya et al. [2024] は、銀行と NBFI をまたがった金融仲介へのトランスフォーメーション（変容）が起きていると捉えている。融資に関しては、従来は銀行が実行し、バランスシートで保有していたが、現在は NBFI が組成し、そのファイナンスを銀行が NBFI に提供している。また、かつては銀行が行ってきた短期的なファンディングを必要とする活動、例えば、モーゲージ・サービシング、証券化に関わるオリジネーション、買収ファイナンスに関しては、NBFI がそれらを担うようになる一方、銀行が資金を提供している。さらに、NBFI は、コンティンジェント・ファンディングのために銀行のコミットメント・ラインにより依存するようになっている。

Cetorelli and Prazad [2024] は、米国では、BHC がグループ内で NBFI を拡大しており、それが米国全体の NBFI 拡大に寄与しているとする。また、BHC グループ内で銀行子会社と NBFI 子会社が互いに流動性を支えていることを指摘しており、NBFI 子会社が金融仲介を提供し、銀行子会社がファイナンスするという金融仲介が BHC グループ内で行われていることが示唆される。

現在、NBFI の脆弱性に対処する観点から、NBFI 作業プログラムが実行されているが、政策当局者の問題意識が次第に銀行と NBFI のつながりや相互連関に向かっているように窺われる。FSB は、NBFI のレバレッジから生じる金融安定リスクに対処するための政策提言を 2025 年 7 月に策定した³⁷。融資やレポその他証券金融取引（SFT）、デリバティブを通じてレバレッジを NBFI に提供しているのは、主に銀行等（プライム・ブローカーを含む）である。NBFI のレバレッジは、銀行と NBFI の間の相互連関を生じる重要な接点であると捉えることができる。

一方、バーゼル委員会は、前述の通り、銀行と NBFI の相互連関に焦点を当てており、相互連関に起因するストレスとして、①NBFI のストレスが銀行や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 が銀行からリスクを引き受けることを止める場合、④NBFI が銀行への資金の供給を止める場合という 4 つのストレス・シナリオを整理した³⁸。また、バーゼル委員会は、プライベート・クレジットとの関係が指摘されている SRT の利用が拡大し、ストラクチャーが進化していることを受けて、NBFI と銀行の相互連関を評価する作業の一環として、その効果とリスクを評価する調査を行っている³⁹。

NBFI の拡大とそれに伴う金融システムの構造変化は、世界金融危機以降の厳格な銀行監督・規制が緩和されない限り、不可逆的な趨勢であり、銀行と NBFI をまたがった金融仲介の変容は、今後も様々なかたちで生じることが想定される。NBFI に起因するリスクへの対応を考えると、銀行の関与も含めた NBFI の長く複雑な金融仲介チェーンの監視を深めていくことが求められよう。

³⁷ FSB, "Leverage in Nonbank Financial Intermediation," Final report, July 9, 2025.

³⁸ 前掲脚注 5 参照。

³⁹ BCBS, "Systemic risk transfers," February 2026.

他方、急拡大するプライベート・クレジットについては、2025 年秋に相次いで融資先企業が破綻したことから、市場関係者だけでなく政策当局者もそのリスクに関心を寄せている。米国当局は、金融安定リスクは限定的であるとの認識を示す一方で、クック FRB 理事は、歴史的な教訓として、①エクスポージャーの規模や取引の複雑性が不透明である場合、②セクターが急拡大している場合、③取引が好況と不況という信用サイクルを経験していない場合においてリスクが高まるとして、プライベート・クレジット市場の進展と、融資が時間とともにどのように変化していくかについて引き続き焦点を当てる考えを述べている⁴⁰。

さらに、プライベート・クレジットで生じた企業の破綻は警鐘を鳴らしているとする BOE は、もう一段階踏み込んだ対応を取っている。すなわち、BOE は、プライベート・クレジットを含むプライベート市場をも対象とした「金融システム全体の探索的シナリオ (SWES)」の演習、すなわち、深刻な世界的景気後退が生じた場合にプライベート市場に参加する機関投資家、資産運用会社、そして銀行にどのような影響をもたらすかを把握するためのマクロ・ストレステストを実施する方針を明らかにしている⁴¹。BOE は、SWES を 2026 年中に完了し、最終報告を 2027 年初頭に公表する予定としている。

また、FSB は、NBFI 作業プログラムの一環として NBFI における脆弱性を評価する作業を掲げており、プライベート・クレジットにおける脆弱性について 2026 年に調査を行う予定を掲げている⁴²。

プライベート・クレジットに関しては、現状ではその実態を把握できるためのデータが不足していることから、市場は不透明な状況に置かれている。プライベート・クレジットの金融安定リスクに関しては、これらの政策当局による分析作業を経てより具体的に把握されるようになることが期待される。

⁴⁰ 前掲脚注 30 参照。

⁴¹ BOE, “The Bank of England’s private markets system-wide exploratory scenario exercise.”

⁴² FSB, “Enhancing the Resilience of Nonbank Financial Intermediation,” Progress report, July 9, 2025.