

# FSB、IOSCOの二〇二〇年の活動と 二〇二一年作業計画<sup>(1)</sup>

佐志田 晶 夫

## 一、はじめに～FSBとIOSCO Oは、新型コロナ対応に注力

昨年のFSB（金融安定理事会）やIOSCO（証券監督者国際機構）の活動では、新型コロナが経済・金融に及ぼした影響への対応が優先された。規制・監督当局や金融機関の業務運営への制約もあり、予定した活動を見直してグローバルな金融システムの脆弱性への対処、各国間の情報共有や政策協調の支援に注力することになった。

今年一月に二〇二一年のFSBの作業計画<sup>(2)</sup>が公表された。新型コロナへの対応は峠を越えつつあり、支援措置の段階的解除の検討や金融システムへのショックからの教訓の整理、ノンバンク金融仲介（NBF I）の脆弱性への対応が課題となっている。また、温暖化と気候変動が金融システムに及ぼす影響など新たな課題への対応が重要性を増している。

本稿では、FSBやIOSCOの活動を各種の報告書などに基づいて振り返り、新型コロナに対する当局間の協調へのFSBの支援や金融市場へ

の影響の分析を概観<sup>(4)</sup>、次いで今年の作業計画を踏まえてグローバルな金融システムの課題を整理する。また、IOSCOが行ったNBFBIへの対応(MMFからの資金流出の影響分析<sup>(5)</sup>)を紹介し、他の分野を含めた活動状況を簡単にまとめてみたい。

## 二、FSBの二〇二〇年の活動を振り返る

### (1) 二〇一九年末時点の計画と二〇二〇年の活動実績の比較と新型コロナ対応による計画変更

二〇一九年一二月に公表された当初の計画では、デジタル技術革新関連や円滑な破綻処理の準備、LIBORからの移行が主要なテーマとされ、グローバルな金融安定のサーベイランス枠組みについての検討も課題だった。

だが、二〇二〇年早々に新型コロナ感染が発生、都市封鎖などの感染拡大抑止策が、世界の経済、金融に打撃を与えた。G20蔵相・中銀総裁の要請もありFSBは、グローバルな金融システムの安定維持のために規制・監督の国際的協調に取り組み、四月にはメンバーのリソース制約も考慮して作業計画の優先順位を見直している。

昨年の活動実績をみると(図表1)、四月、七月、一月に、当初計画になかった「新型コロナウイルスの金融安定への影響」報告を公表・更新、一月に「三月に生じた市場混乱についての包括的なレビュー」を公表している。一方、G20議長国サウジアラビアが重視したクロスボーダー送金のロードマップに関する作業は段階的に進められたが、保険業の破綻処理、TBTf改革の影響評価などは先延ばしされた。なお、新型コロナに対処する中で気候変動の金融安定への影響についての分析

図表1 2020年のFSBの報告書、プレスリリース公表（実績）

時期	報告書
1月	NBFIについての年次モニタリングレポート2019 プレス・リリース：新型コロナウイルス感染症に対応して経済強化のための金融セクターの取組みの連携を図る
4月	プレス・リリース：FSBメンバーによる重要な金融サービス機能の継続性を確保するための対応 「クロスボーダー送金の改善－G20向け第一次報告書」 「技術的背景に関する報告書」 市中協議文書「『グローバル・ステーブルコイン』に係る規制・監督・監視に関する課題への対応」 「新型コロナウイルス感染症の世界的大流行：金融安定への影響と政策対応」 市中協議文書「サイバー事象への初動と回復に関する効果的な実務」
5月	市中協議文書「CCPの破綻処理財源及び株式の取扱いに関するガイダンス」 プレス・リリース：新型コロナウイルス感染症への対応に関するワークショップ開催
6月	市中協議文書「[大きすぎて潰せない問題（TBTF）]に対する改革の影響評価」
7月	「新型コロナウイルス感染症（COVID-19）がグローバルな金利指標改革にもたらす影響に関するステートメント」 「金利指標移行に関する監督上の問題－G20向け報告書」（バーゼル委員会と共同） 「新型コロナウイルス感染症の世界的大流行：金融安定への影響と政策対応」 「クロスボーダー送金の改善：グローバル・ロードマップの構成要素－G20向け第二次報告書」 「金融安定のモニタリングにおける気候変動に係る物理的リスク・移行リスクの考慮に関する金融当局の取組みの調査報告書」
8月	実効的な破綻処理の主要な特性の保険部門への適用に関する評価手法
9月	プレス・リリース：清算集中されない証券金融取引における最低ヘアカット基準の実施延期
10月	プレス・リリース：ISDA IBOR フォールバック・プロトコルへの広範かつ適時の批准を推奨 データギャップへの対応の進捗状況報告書（Covid-19を踏まえて、IMFと共同） レグテック及びスーパレグテックの監督当局、規制対象機関での利用についての報告書 新興市場及び発展途上経済諸国（EMDEs）の金融におけるビッグテックが金融安定に及ぼす影響についての報告書 「グローバル・ステーブルコイン」の規制・監督・監視－最終報告とハイレベルな動告 「クロスボーダー送金の改善：ロードマップ－G20向け第三次報告書」 市場分断：継続作業のアップデート 「LIBORのグローバルな移行に関するロードマップ」 「最終報告書：サイバー事象への初動と回復に関する効果的な実務」 TCFD 進捗状況報告書
11月	「アウトソーシング・サードパーティに関する規制・監督上の論点（ディスカッション・ペーパー）」 2020年のグローバルなシステム上重要な銀行（G-SIB）の特定 金融規制改革の実施状況と効果についての年次報告 「CCPの破綻処理財源及び株式の取扱いに関するガイダンス破綻処理財源についての報告書」 新型コロナウイルス感染症の世界的大流行：金融安定への影響と政策対応 「2020年3月の市場の混乱についての包括的レビュー」 「2020年破綻処理改革の実施に関する報告書」 「主要な金利指標の改革」の2020年進捗状況報告書 「気候変動の金融安定に対するインプリケーション」 「店頭デリバティブ市場改革の実施に関する2020年進捗状況報告」
12月	NBFIについての年次モニタリングレポート2020 プレス・リリース：IFRS 財団及び当局に対し、TCFD 提言を気候関連財務リスクの開示の基礎として用いることを推奨

〔出所〕 FSBのHP及び金融庁のHPより作成。

を公表しており、この問題の重要性が示唆される。

- (2) 新型コロナウイルスの影響と対応、市場の混乱の分析
- (a) 一月公表の「新型コロナウイルスの金融安定への影響と政策対応」報告書

FSBは、金融市場や経済動向の分析と主要当局の対応をまとめ、政策協調の支援に努めてきた。四月の報告書では新型コロナウイルス対応に関して、①当局間の情報共有、②国際基準に内在する柔軟性活用、③当局と金融機関の業務上の負担軽減、④各国当局の行動が国際基準の目的を損なわないこと、⑤一時的措置の将来的な解除での協調という五つの原則を設定している。

一月月に公表された「金融安定への影響と対応」報告書では、経済・金融は回復傾向だとしつつ、感染再拡大への懸念も指摘している。断固と

した政策措置に支えられ、七月以降はグローバルな金融状況の改善傾向が続いてきたが、リスクは高止まりし、新型コロナウイルス再流行の動きがあると株式市場でボラティリティが高まるなど、投資家の相場心理に左右されやすい状況が続いている。

感染の再燃で多くの地域で回復の動きが一時後退し、抑制措置やパンデミック期間の不確実性は非金融部門をより脆弱にする。借手の信用の質低下は銀行とその資金供給に影響する。自己資本比率が維持され政府保証もあるため、銀行貸出は継続されているが、貸出損失増加による与信条件厳格化や、格付け低下で債券での資金調達が抑制される懸念は残る。

一方、当局の対応をみると新規の措置は減少傾向で、既存措置延長や対象の限定で効果を高め、状況変化に適応する政策調整にシフトしている。貸出支援や流動性支援措置は多くの国が延長して

いるが、健全性規制緩和や業務運営支援措置は例外的に解除の動きもある。

FSBは、金融安定を支援、市場の活動と機能を保ち、成長のため資金提供する金融システム的能力を堅持するには、以下のような緊密な国際協力が必要だとする。

①潜在的な脆弱性を早期に特定するために、金融安定へのリスクに関する情報を評価、共有。

②金融改革で金融システムの中核は遥かに強靱になったが、ノンバンク金融部門がショックを増幅しリスクを高めかねない。NBFIへの国際的な規制対応を開始し連携する。

③効果的な政策対応の確保には互いに学ぶ必要があり、FSBは政策対応の情報共有を促す。

④新たに生ずる金融安定へのリスクに各国が対応する能力は、クロスボーダーでの協力を依存する。FSBは危機管理対応への支援を続ける。

⑤新型コロナウイルスの影響への政策対応の有効性に関しては、政策措置を必要な限り維持することが重要である。急激な効果やクロスボーダーな波及を避けるため、解除には注意深い評価と段階的な実施が必要であり、FSBは検討すべき諸要因を幅広く議論していく。

(b) 三月の市場の混乱の分析とNBFIや市場の慣行・構造などへの対応計画

新型コロナウイルスの影響への投資家等の反応で、二〇二〇年三月に世界的な金融市場の混乱が生じた。FSBは包括的なレビューを実施してG20向けに報告し、MMFやオープンエンドファンドなどでの問題の分析と今後の対応、規制の再検討に関する計画を公表している。FSBのNBFIに関する分析と対応方針を簡単に紹介する。

三月に主要国の金融市場で資産価格が極端に変

図表2 3月に生じた大幅な資産価格変動(灰色の表示期間は3月11日~23日)



[出所] FSB “2020年3月の市場の混乱についての包括的レビュー”、グラフ2.1より作成(拙稿、トピックス:2020年12月の図表を若干修正)。元データはジョーンズ・ホプキンス大学、ブルンバーク、ICE BofAML 指数。

動(図表2)、中核的な国債市場にも波及したため、中央銀行は大幅な流動性供給や資産購入での対応を余儀なくされた(最後のマーケットメーカー機能)。市場混乱の構造的要因には、金融危機後の規制改革と市場主導の調整、ドル資金調達への動向、技術進歩、ノンバンク金融仲介(NBFI)の拡大がある。グローバルな金融資産対比でのNBFIの比率上昇には投資ファンドの寄与が大きい。

市場でのストレス伝播には、非公的債務MMFやオープンエンド投信からの資金流出及び当初証券金請求による流動性需要の急増、規制改革などによるディーラーの仲介能力への制約、高レバレッジ投資家の活動、決済でのフェイル発生などの諸要因があった。また、システム全体での流動性の管理の難しさや、NBFI部門と銀行の相互連関、主要国債市場の構造も影響した。CP、CD

図表3 NBFI（ノンバンク金融仲介）に関するFSBの作業計画

課題	概要	時期
1. 特定の問題に関する分析と政策対応		
MMFの強靱性	3月の経験を踏まえ、基礎となる短期資金調達市場を含め、MMFの強靱性を高めるための政策提言を策定	2021年、G20への報告も含む
オープンエンド投信（OEFs）の流動性リスクとその管理	OEFsの流動性リスク管理手段の利用可能性と有効性を検証。これは3月の混乱での解約圧力と各手段の利用についての経験及びその全体的な影響を含む。	2021年～2022年
証拠金の実務慣行	清算集中及び非清算デリバティブ市場での証拠金請求枠組みとダイナミクス及び、市場参加者の証拠金請求に対処するための流動性管理の準備を検証する	2021年
中核的な債券市場の流動性、構造及び強靱性	中核的な資金調達市場の構造とストレス下での流動性の供給を検証。これは、レバレッジが高い投資家の役割とディーラーの仲介能力を制限する諸要因を含む。	2021年～2022年
2. システミックリスクの評価		
NBFIのリスクの継続的な監視の強化	COVID-19の動向と3月の混乱から得られた教訓を踏まえて、NBFIのリスクを評価する	継続的に実施
NBFIと金融システムのシステミックなリスクに関する理解を進める	NBFIの構造的問題と相互関連の分析を深める。強化されたリスク監視とNBFIのシステミックに対処する政策についての議論で、ドル資金調達圧力と新興市場経済諸国からの資金流出の相互作用への考慮を含む。	継続的に実施、ステークホルダーのワークショップを2021年に開催
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	NBFIのシステミックリスクに対処する政策を検証する。これは、現行の政策手段の適切さとNBFIの強靱性の概念とその望ましい水準を含む。	2022年

〔出所〕 FSB “2020年3月の市場の混乱についての包括的レビュー” より。



市場での市場流動性低下、米ドル資金調達の脆さもあった。こうした課題に対処しNBF I部門の強靭性を向上させる必要がある。

FSBは、銀行による資金仲介の機能を補って発達してきたNBF I部門の利点を保ちつつ強靭性を高めるための作業計画を策定した(図表3)。計画は個別の課題に関する分析と政策対応、システム全般のリスク評価、NBF Iのシステミックリスクに対処する政策の三分野からなり、FSBは内部及びメンバーである基準設定主体、国際機関との協調により段階的に実施していく。二〇二一年中の作業計画では、MMFの強靭性を高めるための政策提言についての市中協議文書(四月)と最終報告(一〇月)、NBF I作業計画の進捗状況の報告(一〇月)を予定している。

### (3) FSBの二〇二一年作業計画

FSBの二〇二一年の報告書の公表予定をみると(図表4)、新型コロナウイルス対応措置や昨年三月の市場混乱を踏まえた対応についてはG20蔵相・中銀総裁会合及びG20サミットに合わせて、四月、七月に市中協議と中間報告を行い、一〇月に最終報告書をまとめる計画である。

その他の活動を含めた二〇二一年の優先分野は、①新型コロナウイルスへの対応に関し、引き続き国際的な協力と協調を支援する、②NBF I部門の利点を保ちつつ強靭性を高める、③中央清算機関(CCP)の強靭性、再建及び破綻処理可能性を向上させる、④クロスボーダー送金システムを強化しステーブルコインの監督アプローチを報告する、⑤気候変動への対応とサステナブルファイナンスに取組む、である。

FSBは、二一年には状況を注視しつつ新型コ



図表4 2021年のFSB（金融安定理事会）の主要な報告書などの公表計画（案）

時期	報告書	コメント
4月	COVID-19支援措置の秩序だった解除を準備するため考慮すべき諸要因 最終報告書：銀行の「大きすぎて潰せない問題（TBTF）」について	G20向け提出物 G20向け提出物
5月	市中協議文書：クロスボーダー送金の改善ロードマップの定量的な目標	
6月	ペイルインの実行を運用可能にするための実務に関する報告書	
7月	市中協議文書：MMFの強韌性を高めるための政策提言 中間報告書：COVIDイベントから得られた教訓 気候関連での金融安定リスクに関するデータの利用可能性とデータギャップについての報告書 サステナビリティ報告におけるグローバルに比較可能、高品質で監査可能な開示の基準の促進 主要な指標改革の実施についての進捗状況報告書	G20向け提出物 G20向け提出物 G20向け提出物 G20向け提出物 G20向け提出物
10月	最終報告書：MMFの強韌性を高めるための政策提言 NBF1作業計画の進展状況に関する報告書 金融規制改革の実施状況と効果についての年次報告 最終報告書：COVIDイベントから得られた教訓 グローバル・ステーブルコインの規制・監督・監視に関する進捗状況報告書 サイバー事象の報告に関する報告書 最終報告書：クロスボーダー送金の改善ロードマップの定量的な目標 クロスボーダー送金の改善ロードマップについての進捗状況報告書	G20向け提出物 G20向け提出物 G20向け提出物 G20向け提出物 G20向け提出物 G20向け提出物 G20向け提出物
11月	2021年のグローバルなシステム上重要な銀行（G-SIB）の特定 2021年破綻処理改革の実施に関する報告書	
12月	NBF1についての年次モニタリングレポート2021 CCPの破綻処理財源についての報告書	

〔出所〕 FSB “FSB Work Programme for 2021”, 20 January 2021, 付属文書より作成（太字は筆者）。

ロナへの対応措置の着実な解除に向けた動きを想定している。また、得られた教訓の調査・総括を計画し、金融システムの脆弱性や市場の混乱へのノンバンク金融仲介（NBFII）特にMMFや投資ファンドなど）の影響の分析と対応措置の検討を行う方針である。

加えて、気候変動がもたらす金融リスクについての対応（データギャップ解消や開示など）、昨年から継続する課題のクロスボーダー送金の改善、期限が迫るLIBOR公表停止など指標改革（金融ベンチマークの問題）も二〇二一年の重要な課題である。一方、グローバルな金融危機以降に進められてきた金融規制改革の進捗報告などは報告の簡素化に留意するようだ。

ちなみに気候変動への対応では、FSBの規制監督上の協調に係る常設委員会の議長を務める氷見野金融庁長官は金融庁の「有識者会議」の場

で、<sup>(6)</sup> 私が議長をしております政策形成のほうの委員会で議論を始めるということ、金融機関のリスク管理の面から見るグループと、開示、ディスクロージャーの面から見るグループを立ち上げる準備を現在進めておるところ」と述べ、対応は調査・分析から次の段階に進むとしている。

(4) **金融安定に関する進行中の活動の継続と完成**  
 新型コロナウイルス対応以外の分野では、FSBは、LIBORなど金融ベンチマークの移行やデジタル化に伴うリスク（サイバー事象など）、市場分断、金融規制改革の実施といった従来からの重要な課題への取り組みを継続する。主なポイントは以下の通りである。

① **ベンチマークの移行**

新型コロナウイルスパンデミックに伴う金融市場の混乱

は、LIBORの弱点を更に明らかにし、ベンチマーク改革の重要性を高めた。FSBは行動予定表を含むロードマップを公表。移行準備が不適切だと金融契約の実行を阻害し金融安定リスクが生じかねないとして、円滑な移行促す。

② デジタル技術革新、サイバー及びオペレーショナルな強靱性

AIや機械学習の利用、レグテック、スープレック、ビッグテックの問題を含め、フィンテックが金融安定、金融の規制・監督に及ぼす影響について作業を続ける。サイバーレジリエンス強化、サイバー用語集改訂の検討、サイバー事象の規制上の報告について探求する。

③ 金融安定のサーベイランス枠組み

金融システムの脆弱性評価の包括的かつ秩序

立ったサーベイランス枠組みの開発プロジェクトを再開する。これは新型コロナ対応を優先して中断されていたもので、金融安定への新たなリスクと発生しつつあるリスクの特定を含んでいる。

④ 市場の分断化への対処

FSBの様々な取り組みに関して横断的に、規制による意図せざる有害な市場分断に対処するため、関連する諸課題と方針策定についての議論を続ける。これにはIOSCOが昨年六月に公表した「依拠のプロセスに関する好事例の報告」以降の更新を含んでいる。

⑤ 金融危機後の規制改革の完成

新型コロナパンデミックによって、危機管理の事前準備と再建・破綻処理計画の重要性が確認された。継続的な作業の焦点は金融部門全般にわた

る（破綻処理枠組みの）主要な特性<sup>7)</sup>の実施と T L A C 基準と整合的な損失吸収資源の利用可能性の確保と配分である。

### 三、IOSCO の昨年の活動と今年の課題～NBF I の問題を分析

一月にバーチャル開催されたIOSCO の総会では、FSB との連携も踏まえ、①金融安定とNBF I でのシステミックリスク、②コロナ禍の環境でのリモートワーク、ミスコンダクトリスク、詐欺や詐欺行為、オペレーショナルな強靱性を追加的な優先課題だとしている。IOSCO の二〇二〇年の活動実績を振り返り、二〇二一年の作業計画の要点を紹介する。

#### (1) 当初の二〇二〇年作業計画での重点分野

二〇二〇年一月三〇日に公表された当初計画をみると、二〇一六年の代表理事会決定による資本市場の構造的な強靱性、データギャップと情報共有、投資家保護への新しい視点、資本形成での証券市場の役割、金融技術革新が基本的な課題だった。これに、リスクアウトルックでのリスク認識も考慮して優先課題が選ばれた。

具体的には、暗号資産、AI（人工知能）と機械学習、パッシブ運用とインデックスプロバイダー（指数提供会社）、リテール販売とデジタル化、証券市場などでの市場分断の五項目が優先課題で、デジタル化やフィンテックの影響が新たな課題とされた。また、企業債務水準上昇とその資本市場へのリスク（C L O など）が追加的な課題だと指摘されていた。

(2) 新型コロナウイルスの影響を踏まえた優先順位見直し

二〇二〇年四月にIOSCOは作業計画の優先順位見直しを表明、代表理事会は、証券市場規制・監督当局が対応している新型コロナウイルス危機で生じた様々な課題に焦点を合わせて、資源を振り向けるため、作業計画の見直しに合意した。作業の中断や先延ばしは、下記の原則（認識）で判断された。なお、IOSCOでは、本部（マドリッド）での感染者を確認、その前に三月一日以降は在宅勤務となっていた。三月時点の業務制約が、作業計画見直し（絞り込み）に影響したと考えられる。

①先延ばしが、危機的問題に対処するIOSCOメンバーへの予期せぬ圧力を緩和する。

②（新型コロナウイルスにより）金融機関の業務運営が制約されることが、IOSCOのプロジェクトに

貢献し、最終報告書を実行に移す金融機関の能力を妨げる。

③危機による事象で変化が生じ、また、危機から得られた教訓や金融情勢の大きな変化を考慮する必要があるため、危機の最中の報告書の公表は不適切になりかねない。

④IOSCO、FSB及び協働する基準設定主体は、現在の優先課題である危機への対処に多大な努力を集中している（資源が制約される）。

(3) 二〇二〇年の活動実績と新型コロナウイルスの影響分析に注力しつつ既存の活動も遂行

IOSCOの二〇二〇年の活動実績をみると（図表5）、四月から六月には新型コロナウイルスの影響に対する緊急の対応措置、規制実施の延期、コロナの影響の開示についての見解表明が行われている。その後、先延ばししていた作業が徐々に再開

図表5 2020年のIOSCOの報告書、プレスリリース（実績）

時期	報告書など
2月	最終報告書「暗号資産取引プラットフォームに関する論点、リスク及び規制に係る考慮事項」
3月	プレス・リリース「新型コロナウイルス感染症に対するIOSCOを通じた証券規制当局の協調」 その他の報告書「グローバル・ステーブルコインの試み」
4月	最終報告書「バーゼル銀行監督委員会及び証券監督者国際機構による、中央清算されないデリバティブ取引に係る証拠金規制の最終フェーズ実施の1年延期の合意」 プレス・リリース「新型コロナウイルス感染症（COVID-19）の発生下における会計基準の適用に関するIOSCO声明」 最終報告書「サステナブルファイナンス及び証券当局とIOSCOの役割」 最終報告書「第5次ヘッジファンド調査」に関する報告
5月	市中協議文書「アウトソーシングに関する原則」公表（延期していたもの） プレス・リリース「COVID-19にかかる開示の重要性に関するIOSCO声明」
6月	BIS 決済・市場インフラ委員会（CPMI）と証券監督者国際機構による報告書「清算機関のデフォルト処理オークションに関する論点」 市中協議文書「市場仲介者と資産運用業者における人工知能（AI）と機械学習（ML）の利用に係るガイダンス」 最終報告書「依拠のプロセスに関する好事例」
7月	モニタリング・グループによるプレス・リリース：国際監査・倫理基準設定システムの強化に関する提言
8月	最終報告書「流通市場での株式証券への流動性供給」（日証協の仮訳あり）
9月	最終報告書「社債による資金調達過程における利益相反に係るガイダンス」（日証協の仮訳あり）
11月	その他の報告書「MMFにおいて生じた事象に関する調査報告書（テクニカルノート）」 最終報告書「テーマ別レビューMMF改革の整合的な実施」 プレスリリース「IOSCO年次総会は、新型コロナや他の問題が証券市場に及ぼす影響に対処」
12月	市中協議文書「株式の流通市場におけるマーケットデータについての課題と懸念」 ETFについての業界調査を実施（回答期限は2021年3月1日） 最終報告書「暗号資産に関する個人投資家の教育」 最終報告書（IOSCOリテール市場コンダクトタスクフォース）「COVID-19等のストレス時のリテール市場におけるコンダクト問題への規制当局の対応に関するIOSCOの支援の試み」 IFRS財団の「サステナビリティ報告に関する市中協議文書」への回答

〔出所〕 IOSCOのHP及び金融庁のHPより作成。日本証券業協会のHPも参照した。

されて報告書や市中協議文書が公表されている（五月にアウトソーシング、六月にはAIと機械学習など）。

新型コロナウイルスの影響では、市場混乱時のMMFの動向の分析と規制改革実施状況のテーマレビューが一月に公表された。NBFの金融安定への影響、システムリスクの分析は、今後も継続する課題である。なお、四月にはサステナブルファイナンス関連の報告書が公表され、IOSCOでも気候変動への対応が重要なテーマである。IOSCO総会のプレスリリースと日証協の資料<sup>(8)</sup>によると、二〇二〇年二月に代表理事会レベルの金融安定エンゲージメント・グループ（FSEG）が設立され、FSBや国際機関などと連携し、金融安定とシステムリスク低減の支援を目指している。コロナ禍によるファンドからの資金流出の影響、市場ボラティリティが証拠金請求

とCCPの回復力に与えた影響、信用格付けが景気循環を増幅させるリスクが論点となった。

FSEGは二つのワーキンググループを設置、データワーキンググループは、証拠金と資産運用の流動性の情報を収集し、FSBの脆弱性評価常設委員会に提供する。MMFワーキンググループは、流動性逼迫時の現金への殺到（cash for cash）でMMFが受けた影響、緊張発生の要因、中央銀行の介入の効果についてのテーマ報告書（Thematic Note）を一月に公表、FSBの市場混乱のレビューにも提供された。

報告書によれば、市場混乱時に米、欧では安全資産への逃避や企業や金融機関の流動性確保の動きにより非公的債務MMFから資金が流出し、CP市場などの流動性低下との相互作用で影響が増幅された<sup>(9)</sup>。MMF規制の強化で流動性比率が三〇%を下回ると解約制限や手数料賦課がありえた



ことが、資金流出が加速化したとされる。MMF規制見直しを含む短期金融市場の安定化策の検討が重要である。FSBとIOSCOは、二〇二一年一〇月のG20までに脆弱性に対応する政策オプションを示す方針である。

#### (4) 二〇二一年に向けた動き

IOSCOの年次総会と各委員会では、サステナブルファイナンス、金融安定リスク、市場分断への対応、資産運用とリテール市場のコンダクトなどが議論され、二〇二一年の優先課題として、金融安定とNBFIでのシSTEMリスク、コロナ禍の環境でのリモートワーク、ミスコンダクトリスク、詐欺や詐欺行為、オペレーショナルな強靭性が挙げられた。また、代表理事会ではサステナビリティに関する開示が検討され、一二月にはIFRS財団の「サステナビリティ報告に関する

市中協議文書」を支持する考えを公表している。

一二月には、ETFに関する業界調査を開始した。これは以前の調査を更新してETFに関する政策分析を行うものであり、二〇二〇年三～四月の市場変動時を含め、ETF（特に債券ETF）への理解を深めようとするもの。加えて、今年二月には新型コロナウイルスに対する様々な政策措置が信用格付けに与えた影響がまとめられた。効果を評価した上で、政策措置の解除は慎重に行うべきだとしている。

新型コロナウイルスのリテール市場への影響では、RMCTF（リテール市場コンダクトタスクフォース）の報告書が一二月に公表されている。これは、IOSCOメンバーが提供したケーススタディにより、新型コロナウイルスで生じたミスコンダクト増加に影響する共通の要素を特定し、リスクを軽

減するため当局が行った施策を説明し教訓を導いたものである。RMC TFは、報告書及び他の国際機関から得られた主要な教訓を踏まえ、リテール市場のコンダクト問題に対処するためのガイドランスを作成する方針である。

#### 四、結びに代えて

FSBとIOSCOの二〇二〇年の活動実績と二〇二一年の計画を概観したが、二〇二〇年には、新型コロナウイルスの影響への対応、国際的な協調の促進、国際金融規制の柔軟性の活用と逸脱の監視など、緊急性の高い課題を優先せざるをえなかった。幸い、金融システムの中核である銀行部門では、国際金融規制改革により自己資本と流動性が格段に強化されていた。このため、様々な支援措置も活用して实体经济への資金供与を継続し、新

型コロナによる経済へのショックを軽減できた。

一方で、銀行への規制強化は金融危機以降のノンバンク金融仲介のシェアを増大させ、それが、市場の混乱にみられるようにグローバルな金融システムの安定へのリスクとなった可能性がある。FSBやIOSCOは、二〇二〇年に実施した対応措置及びMMFの分析を踏まえて教訓を整理し、規制を再検討する計画である。今後もこうした動きをフォローしていきたい。

本稿の校正中にIOSCOが報告書の公表予定を含む二〇二一～二〇二二年の作業計画<sup>(10)</sup>を公表した。このため、その概要を筆者が整理した図表6を補記した。

図表6 IOSCO の2021～2022年作業計画の概要

I. NBFI の活動による金融安定及びシステミックなリスク
a. FSEG の下での作業 (FSB の NBFI 作業計画と関連する作業を含む)
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ MMF の強靭性についての政策作業 (MMF と短期金融市場に関する FSB の作業に貢献)</li> <li>・ オープンエンド投信 (OEF) の流動性リスクとその管理                      成果物: 新型コロナによる市場ストレスで逼迫が生じた OEF についての FSEG の分析 (2021年第 2 四半期)、OEF の流動性リスクとその管理についての IOSCO 代表理事会と FSB の共同レポート (2021年後半)</li> <li>・ 社債市場のマイクロストラクチャーと流動性供給                      成果物: 社債市場のマイクロストラクチャーと流動性供給に関する FSEG のレポート (2021年央)、新型コロナによる市場ストレス期間の市場参加者市場の行動についての FSEG のレポート (2021年第 4 四半期)</li> <li>・ 証拠金請求のダイナミクス (影響波及)                      成果物: IOSCO、CPMI 及びバーゼル委員会の FSB 向け共同レポート (2021年の遅く)</li> <li>・ ファンドでの評価 (OEF の流動性リスクと関連するもので2022年に実施する予定)                      成果物: ファンドでの評価についての IOSCO 代表理事会向けレポート</li> <li>・ データ収集とモニタリング (データワーキンググループの成果を活用し FSEG が実施)</li> </ul>
b. 金融安定と投資ファンドについてのその他のプロジェクト
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 企業債務とレバレッジファイナンス (投資家保護と金融安定の観点から分析、証券化についても検討)                      成果物: レバレッジファイナンスと CLO 市場のコンダクトに関する問題についてのレポート (2021年末)</li> <li>・ アセスメントコミティによる "投資ファンドの流動性リスク管理に関する IOSCO の提言" テーマレビュー                      成果物: アセスメントコミティによるテーマレビュー (2022年に最終報告書)</li> <li>・ ETF 市場の分析: 市場の課題 (裁定とトレーディング) と投資家関連の課題。ストレス時の動向も扱う。                      成果物: 代表理事会向けのレポート (ETF に関する調査結果と政策提言 (2021年第 3 四半期)、ETF に関する市中協議レポート (2021年の遅く/2022年前半))</li> <li>・ 投資ファンドのレバレッジ: 投資ファンドのレバレッジ動向についてメンバーからデータを収集。                      成果物: 投資ファンドでのグローバルなレバレッジについてのレポート (2021年末)</li> </ul>
II. 新型コロナでのリモートワーク移行によるリスク・ミスコンダクトリスク、オペレーショナルな強靭性及び詐欺行為
<p>成果物: 2022年までに新型コロナの影響に関して (i) ミスコンダクト、(ii) オペレーショナル、サイバーセキュリティ及び BCP (業務継続計画) リスク、(iii) 詐欺及び詐欺行為、についてレポートを提出。</p>
III. サステナブルファイナンス
<p>成果物: サステナビリティ関連の開示についてのレポート (2021年 6 月末)、資産運用会社のサステナビリティ関連の開示 (グリーンウォッシングを含む) 及び ESG レーティングと ESG データ提供者についてのレポート (2021年末)</p>
IV. パッシブ投資とインデックスプロバイダーの分析
<p>成果物: 株式資本市場でのパッシブ投資の成長の影響についてのテーマ分析レポート (2021年央)。インデックスプロバイダーの行為関連の問題についてのレポート (2021年の遅く)</p>
V. 証券及びデリバティブ市場での市場分断
<p>成果物: 監督カレッジの利用の好事例のレポート。AMCC (協力会員諮問委員会) から代表理事会への市場分断に関する年次レポート。</p>
VI. 暗号資産 (ステーブルコインを含む): ICO の検証を継続、ステーブルコインの規制上の課題を検討
<p>成果物: FSB によるハイレベルな勧告に基づいて IOSCO の基準をレビューする (2021年第 2 四半期)</p>
VII. AI (人工知能) と機械学習: 資本市場での AI・機械学習の利用とリスクを探索し、規制の指針を検討
<p>成果物: 市場仲介者と資産運用会社による AI と機械学習の利用についての最終報告書。</p>
VIII. リテール販売とデジタル化: デジタル化の急速な進展で金融商品の販売経路が変化、リスクの軽減手段を開発する
<p>成果物: リテール投資家のオンライン・マーケティングと販売に関する最終報告書 (2021年第 3 四半期)。</p>

(出所) IOSCO "Board Priorities-Work Program 2021-2022", February 2021 より作成。

(注)

- (1) 本稿は、拙稿、F. S. B.、IOSCOの二〇二〇年の活動と二〇二一年作業計画、新型コロナウイルスの影響、ノンバンク金融仲介のリスクに対応、当研究所トピックス、二〇二一年二月に基づく。
- (2) FSB: "FSB work programme for 2020", 17 December 2019及び、"Reprioritisation of the FSB work programme" 13 November 2020, FSB: "FSB Work Programme for 2021", 20 January 2021参照。
- (3) FSB: "COVID-19 pandemic: Financial stability impact and policy responses" 17 November 2020参照。
- (4) FSB: "Holistic Review of the March Market Turmoil" 17 November 2020参照。
- (5) IOSCO: "Money Market Funds during the March-April Episode" Thematic Note, "Thematic Review on consistency in implementation of Money Market Funds reforms" Final Report November 2020参照。(フランスリソースは金融庁(仮訳)あり)。
- (6) 金融庁「サステナブルファイナンス有識者会議」(第一回): 議事録(暫定版)より。
- (7) 当初の作業計画及び見直しは、IOSCO: "Board Priorities-IOSCO work program for 2020", 30 January 2020-IOSCO: "IOSCO reprioritizes its work program to address impact of COVID-19", 08 April 2020参照。
- (8) IOSCO: "IOSCO Annual Meeting addresses the impact of COVID 19 and other critical matters on securities markets" 23 November 2020参照。日本証券業協会、会長記者会見資料(昨年十一月)、IOSCO協力会員諮問委員会(AMCC)年次総会等の模様について、を参考にさせていただきます。
- (9) レポートは、日本と中国のMMFでは問題となる資金流出はなかったとしている。なお、米国のMMFの動向は、岡田功太、コロナ禍の下で試される米国MMF規制と短期金融市場の安定性、野村資本市場クォーターリー、二〇二〇秋、を参考にさせていただきます。
- (10) IOSCO: "IOSCO Board Priorities-Work Program 2021-2022" February 2021を参照。

(さしだ あきお・当研究所特任リサーチ・フエロー)