

FSB ノンバンク金融仲介（NBFI）の 強靱性向上…進捗報告書」の概要

佐志田 晶 夫

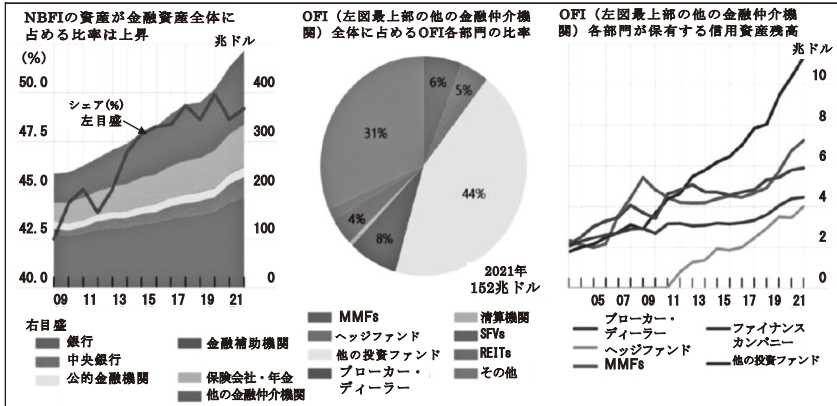
一、はじめに

FSB（金融安定理事会）は、グローバルな金融システムにおけるNBFI（ノンバンク金融仲介）部門の重要性の高まりとその構成の変化（図表1参照）を踏まえて、NBFIの脆弱性がもたらすリスクに対処してきている。FSBが九月に公表した進捗報告書⁽¹⁾は、FSBと基準設定主体がNBFIの強靱性向上のために行った活動を整理し、今後の作業計画を説明している。概要を紹介

したい。

新型コロナウイルスショックが引き金になった二〇二〇年三月の金融市場の混乱⁽²⁾で金融当局は、市場機能の復元と実体経済への信用供給の支援の対応を余儀なくされ、NBFI部門が金融システムに及ぼす影響の大きさ強く認識した。FSBはNBFIによる問題を検証し対処するため、NBFIのシステムリスクの理解の向上、監視の強化、対処策の評価を行う包括的な作業計画を策定した。市場混乱以降も、アルケゴスの破綻、商品市場と債券市場のストレスなどの問題が発生しており、

図表1 NBFIはかなり成長し、変化してきている



〔出所〕 FSB “Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation: Progress report”, September 2023, Graph1より

NBFI部門の強靱性向上の必要性を示している。

FSBは、NBFIエコシステムの機能と強靱性はストレス下の市場での流動性の利用可能性と効果的な仲介に依存するとしている。流動性需要の大規模かつ予期せざるシフトと不十分な供給、様々な増幅メカニズムの相互作用が流動性不均衡を生む。大きな不均衡は金融不安定を引き起こしかねない。こうした相互作用が資産の投げ売りを引き起こして価格が大きく変動すると、金融システムの他の部分や経済にストレスを伝播させることになる。

流動性の不均衡とショックの増幅・伝播には様々な原因がある。流動性需要側ではMMFやオープンエンド型ファンドなどの流動性ミスマッチから生じる動き、デリバティブや証券取引での予想外に大きな証拠金請求、新興市場経済での対

外資金調達と通貨ミスマッチ、過度なレバレッジ増大などがある。

供給側の要因には、流動性を提供する銀行とノンバンクが流動性需要のスパイクを吸収する能力を減じる様々な要因やホールセル資金調達市場の構造がある。N B F I のリスクの分析と対処策の開発には、システム全体へのアプローチが必要である。

今回の進捗報告書では、M M F の作業の進展とO E F (オープンエンド型ファンド) の流動性ミスマッチによる構造的脆弱性への対応⁽³⁾がとりあげられている (他の課題の進捗状況は図表 2 参照) 。また、来年にかけての重要な課題としてはN B F I のレバレッジ⁽⁴⁾に注目しており、取組み方針を説明している。

二、特定分野における脆弱性の評価と対処 (M M F と O E F への対応

(1) M M F (マネーマーケットファンド) と短期資金調達市場の強靱性の向上

F S B は I O S C O と協調してM M F の強靱性向上に関する報告書を二〇二一年に公表、各メンバー法域はM M F の脆弱性を評価し、報告書の枠組みと政策手段を用いて、各国の法的枠組みの下で対処している。各法域の状況の違いに応じた政策手段の柔軟な使用が必要だが、一方で、二〇二〇年三月の経験からは、クロスボーダーの波及を考慮する必要がある。

M M F に関する最近の主な規制改革の事例には、米国、E U、英国のものがある。

・米国…二〇二三年七月にS E C⁽⁵⁾は、M M F 改革

図表2 FSBのNBFI作業計画に基づいて2023年末までに完了する成果物

トピック	概要	時期
1. 特定の問題に関する分析と政策の作業		
MMFと短期資金調達市場の強靱性	2020年3月の経験に照らし、基盤となる短期資金調達市場に関してを含め、MMFの強靱性を向上させる政策提言を行う	FSB、MMF報告書（2021年10月）
	FSBのメンバー法域が採用したMMFに関する政策手段についての現状調査を行う	FSB、ピアレビュー報告書（2023年末）
	コマーシャルペーパー及び譲渡性預金の市場の機能と強靱性を評価する	FSB及びIOSCOが実施する（2023年末）
オープンエンドファンド（OEF）の流動性リスクとその管理	FSBはIOSCOと協議し、OEFの流動性ミスマッチに関する2017年の提言を改訂する。IOSCOはFSBと協議し、改訂されたFSBの提言を補完するために流動性管理手段の詳細な指針を開発	FSBとIOSCOが市中協議報告書を公表（2023年7月）
証拠金慣行	清算集中されるデリバティブと非清算集中デリバティブ市場での証拠金請求の枠組みとダイナミクス及び証拠金請求に応じるための市場参加者の流動性管理の備えを検証する	BCBS、CPMI-IOSCOの報告書（2022年9月及び2023年2月）
中核的な債券市場の流動性、構造及び強靱性	レバレッジ投資家の役割とディーラーの仲介能力を制限した諸要因を含め、ストレス時の中核的な資金調達市場の構造と流動性の提供を検証する	IOSCOの社債市場に関する報告書（2022年4月） BIS市場委員会文書（2022年5月） FSB国債市場報告書（2022年10月）
ノンバンクのレバレッジ	NBFIのレバレッジの金融安定への影響を評価する	FSB、NBFIのレバレッジ報告書（2023年9月）
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を強化する	新型コロナでの動向と3月の市場混乱の教訓に照らしてNBFIのリスクを評価する	FSBの年次モニタリングレポート
NBFIと金融システムのシステミックリスクに関する理解を進める	NBFIのリスクモニタリング強化とシステミックリスクに対処する政策についての議論へのインプットとして、ドル資金調達圧力と新興市場経済からの資金流出の相互作用を含め、NBFIにおける構造的な問題及び相互関連性の問題についての分析を深める	FSB、米ドル資金調達と新興市場経済の脆弱性レポート（2022年4月） FSB、NBFI進捗報告書（2021年11月、2022年11月及び2023年9月）
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	現行政策手段の適切さ、NBFIの強靱性の概念と望ましいレベルを含めNBFIのシステミックリスクに対する政策を検証	FSB、NBFI進捗報告書（2022年11月及び2023年9月）

〔出所〕 FSB “Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation: Progress report”
September 2023, Table2より

を採用した。これには急な解約へのバッファーとなる最低流動性要件の増強、解約の一時停止を認めた条項や流動性手数料導入と流動性レベルとの結びつき（閾値）についての条項の削除が含まれる。

・ E U …二〇二三年七月に欧州委員会は、E U の M M F 規制が健全性と経済的観点から機能しているかを評価する報告書を公表した。報告書は、M M F 規制が金融安定を向上させ、最近の市場ストレスによるテストに合格したが、一部に脆弱性の懸念があり、更なる評価を行う価値があるとしている。

・ 英国…B O E と F C A は二〇二二年五月に、M M F への政策の選択肢として流動性資産の保持、流動性手数料賦課かスイングプライシング適用、閾値効果リスクの除去などを含むデイスカッションペーパーを公表した。英国当局は二

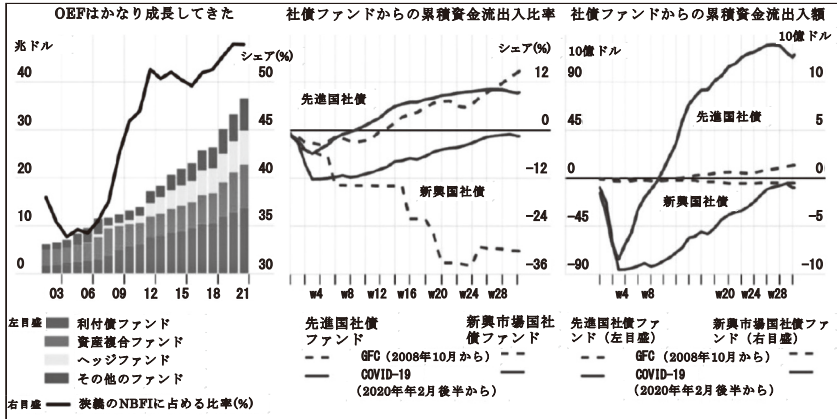
〇二三年遅くに市中協議文書を公表する予定。

なお、関連する短期資金調達市場の課題について F S B は、I O S C O と協議して中核的な法域の C P と C D の発行・流通市場の機能と強靱性を評価し、市場の構造的な脆弱性の軽減策の選択肢を探究しようとしている。

(2) オープンエンド型ファンド (O E F) の流動性リスクとその管理

オープンエンド型ファンド (O E F) の重要性は、金額でも N B F I に占める比率でも高まっている (図表 3 左端)。低金利環境で O E F は、利回り改善などのために、平均的にみて流動性が低い資産や非流動性資産の保有を増やしてきている。だが、投資家への日々取引の提供は継続されており、構造的な流動性ミスマッチが生じている。制限されない流動性ミスマッチは、過度の

図表3 OEFの重要性の増大とストレス時（2008年と2020年）の社債ファンドからの資金流出



〔出所〕 FSB “Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation: Progress report”, September 2023, Graph3より

解約を引き起こす懸念があり、特にストレス時にはショックを増幅させかねない。

過度の解約の要因には、解約する投資家がコストを完全には負担しないことによる先行者利益などがある。国際金融危機や新型コロナウイルスなどのストレス時には、とりわけ債券で運用するOEFからの資金流出が極めて大きくなって資産売却圧力を高めた（図表3、中央、右端）。このため当局は市場の信認を保つための介入を余儀なくされている。

FSBは二〇二二年一二月に、オープンエンド型ファンドの流動性ミスマッチがもたらす構造的な脆弱性に対処する二〇一七年の政策提言の実施状況などについての報告書を公表、IOSCOも二〇一八年の流動性管理の提言についての検討を行った。現状評価を踏まえてFSBは、二〇二三年七月にOEFの流動性ミスマッチに関連する提

図表4 OEFの構造に起因する重大な流動性ミスマッチの削減についての提言

・分類1：主として（50%超）流動性資産に投資するファンド
日次の扱いが引き続き適切。ファンドのマネージャーは、適宜、希釈化防止LMTの実施を含め流動性管理実務の強化を続けるべき
・分類2：かなりの割合（30%以上）を非流動性資産に配分するファンド
こうしたファンドは、日次より低い頻度での設定／解約をすべきであり、長期の通知／決済期間にすべきである。当局は、こうしたファンドをクローズドエンド型ファンドにするよう要請することも検討できるだろう
・分類3：主として（50%超）流動性がより低い資産に投資するファンド
投資家への日次の扱い提供は（通知／決済期間なし）、OEFのマネージャーが希釈化防止LMT実施を当局に示せるなら引き続き適切かもしれない 希釈化防止LMTの実施の期待を満たせなければ、当局が適切とみなす流動性の提供を削減する措置（解約頻度減少、長い通知／決済期間）を検討すべきだろう

〔出所〕 FSBの市中協議報告書（2023年7月）の提言3の改訂案より作成

言改訂の市中協議報告書を公表している。

提言の改訂では、効果的な規制・監督枠組みがOEFの流動性ミスマッチがもたらす脆弱性に対処するために達成すべき主な目的を設定している。変更点は、OEFが投資家に提供できる解約条件を保有する資産の流動性に基づいてより明確にすることである、具体的にはOEFをその資産の流動性で分類するバケッティングアプローチが提案されている。

改訂案は、当局がOEFの管理者が幅広い希釈化防止LMT（流動性管理手段）と定量的なLMTを利用できるようにする必要があるとしている。また、希釈化防止LMTをOEFの定款などに含め、より利用しかつ利用の首尾一貫性を高めることも目指している。取引を行う投資家にファンドの解約／購入に伴う流動性のコストを負担させて、OEFの構造的な流動性ミスマッチから生

じる先行者利益の可能性を削減することが目的とされている。

FSBの提言改訂案は、IOSCOが公表したOEFの流動性リスク管理の市中協議での希釈化防止LMTの指針と合わせて読むべきである。IOSCOは、希釈化防止LMTの利用を支援するために、OEFの責任主体が、日常的な流動性管理の一環として、規制に準拠した適切な内部システム、手順と管理を整えることを提案している。責任主体は、運営するOEF毎に少なくとも一つの希釈化防止LMTを検討し、利用すべきだとされている。

三、その他の分野での脆弱性の評価と対応

(1) 証拠金慣行

市場混乱で清算機関は意図されたように機能したが、証拠金請求の増加が時としてかなりの規模と頻度になり、市場参加者の流動性リスク管理能力を極度に緊張させた。このためBCBS、CPMI（BIS決済・市場インフラ委員会）とIOSCOは、証拠金慣行のレビューを行なった。その結論としては、集中清算される市場の透明性向上、市場参加者の備えと流動性開示の強化、規制上の報告でのデータギャップの特定、変動証拠金プロセスの合理化、市場ストレスに対する当初証拠金モデルの応答性評価、などの政策作業をFSBと共に進めるべきだとされている。

今年の活動では、ノンバンク市場参加者の証拠金と担保請求への備えに焦点が当てられている。

様々な市場混乱やストレスなどの分析や利害関係者へのアウトリーチからは、証拠金・担保請求はカウンターパーティリスクへの必要な防御だが、ストレス時に市場参加者の流動性需要を増幅させかねないことが示された。市場参加者の流動性の不十分さの共通要因として、市場参加者の流動性リスク管理とガバンスの弱さがある。他の要因には、証拠金実務と市場ポジションの透明性、仲介者による流動性供給の信頼性、ストレス時の市場の深さなどがある。

B C B S、C P M I及びI O S C Oは、証拠金関連の他の分野についての情報も収集し、清算機関の調査、清算メンバー／仲介者、顧客／エンドユーザーと担保サービス提供者へのアウトリーチ、業界団体へのアウトリーチや清算会員と顧客

の調査、関連当局の調査などによって情報を補完している。なお、商品市場におけるストレスについては、F S BからとB C B S、C P M I及びI O S C Oからの報告書が公表されている。

(2) ノンバンクのレバレッジ

F S Bは、N B F Iのレバレッジに伴う金融安定リスクの検証を行っている。管理が不適切だとレバレッジの増大は脆弱性を生み、ショックの影響によって金融システムに緊張を伝え、ストレスを増幅してシステミックな混乱につながりかねない。ストレスが伝播するメカニズム・経路には、ポジション流動化の経路とカウンターパーティの経路の二つがある。

レバレッジの不透明さ、その総量と集中、資産評価、市場参加者の不適切なリスク管理、レバレッジがかかったノンバンク投資家の流動性不均

衡、取引する市場の状況などの諸要因が混乱を増幅しかねない。レバレッジには財務上のものとシンセティックなものがあり、オンバランスとオフバランスがある。市場参加者や当局が認識しづらいレバレッジは「隠れたレバレッジ」と呼ばれるが、レバレッジの存在や大きさのデータがないことやデータ不十分か利用が不適切なためにレバレッジが隠されていることがある。

利用可能なデータによれば、FSBメンバー法域でNBFI部門が発行した負債の規模は家計と同様だが、部門内のばらつきが大きい。資産は保険会社、年金基金、投資ファンドが三分の二を占めるが、オンバランスのレバレッジは九〇%がOFI（ブローカー・ディーラー、ヘッジファンド、ファイナンスカンパニー、持ち株会社、証券化ビークルなど）に集中している。OFI全体のレバレッジは二〇〇八年以降に低下しているが、

これは各ノンバンクのレバレッジ解消よりOFI内の構成の変化の影響が大きい。

ノンバンクはオフバランスシートでもレバレッジをかけ、そのポジションは過去一〇年間に大きく拡大した。ヘッジファンドはデリバティブのポジションによるシンセティックレバレッジがあり、特にマクロ戦略とリタイブバリュウ戦略をとるグループに、高いシンセティックレバレッジがある。大手ヘッジファンドは、複数のプライムブローカーから借入れを行い、これは調達多様化になるが、金融システム内に隠れたレバレッジを作り出すことにもなる。また、少数のプライムブローカーがヘッジファンドへの貸出で大きなシェアを占めており、取引の集中がショックを増幅し金融システムに伝播させかねない。

長期投資家のバランスシート上のレバレッジは全体としては大きくないが、保険会社は、時とし

てヘッジ目的のためにかなりの想定元本のデリバティブ取引をする。F S B のメンバー法域の中には、確定給付年金基金がL D I 運用を行う主体を通じてオフバランスシートでレバレッジをかける場合もある。こうしたレバレッジ戦略では、大きな価格変動時に予期されていない大きな証拠金／担保請求が生じることがあり、また、少数の投資家と特定の市場にポジションが集中している。ポジション解消（投げ売り）が金融安定に影響しかねない。二〇二二年九月の英国債市場のストレスがその事例である。⁶⁾

データギャップがノンバンクのレバレッジに伴う脆弱性の評価を困難にしている。ファミリーオフィスのレバレッジは公表データや規制上のデータがほとんどなく、年金基金のレバレッジも投資に関するデータがないと評価が難しい。利用可能なデータが限られ、データの集計に問題があり、

レバレッジの尺度の推定が難しいと、N B F I 部門のレバレッジの評価を誤りかねない。これは脆弱性の評価を妨げるだけでなく、市場参加者と規制当局による削減措置の実施を邪魔することにもなる。

データギャップへの対処では、①取引情報蓄積機関など既存データのより徹底した利用、②高水準のレバレッジがあるノンバンク投資家（特にO F I）の報告要件強化、③新しい首尾一貫した尺度を含むようなレバレッジ評価枠組みの変更、④法域を越えた当局間でのより多くの情報共有、⑤ポジション集中に光を当てるための金融機関の開示要件拡充、⑥ノンバンクのレバレッジとバランスシートの情報をいっそう収集し各国統計や資金フロー勘定で公表、などの行動が必要である。

ノンバンクのレバレッジによる脆弱性と増幅要因への対応策では、非集中清算証券金融取引の最

低基準とヘアカットフロアー、ヘアカットと証拠金への追加の規制の開発、金融機関のレバレッジ規則強化や規制対象拡大などが検討されている。

また、プライムブローカーのリスク管理強化、市場参加者の流動性の備えの改善、中核的な資金調達市場でのストレス時の資金供給の強靱性強化、ノンバンク投資家と当局によるストレステストの強化など、ノンバンク・レバレッジの金融安定への影響を削減する手段が考えられている。

四、NBFIのシステミックリスクに対処する政策

(1) 主な対処策の概観

FSBと基準設定主体のNBFIのシステミックリスクへの対処策は、流動性需要のスパイク（急増）を減少させ、ストレス時の流動性供給を

強化し、当局と市場参加者のリスクの監視と備えを強化することを目的としている。

FSBの政策作業の主な焦点は、脆弱性に対処し過度の流動性需要のスパイクの削減（流動性ミスマッチやレバレッジの軽減など）と金融安定への影響の削減（市場参加者の証拠金請求への備えの強化など）である。かなりのミクロプルデンシャルまたは投資家保護の手段が利用可能なため、システミックリスクの対処策としては、新しい政策手段の作成より既存の政策手段を別目的で利用することが提案されている。

需要要因に加えてストレス時の流動性供給の強化も重要だが、長期的な構造変化が必要であり、各国固有なものとなりがちである。流動性需要の過度なスパイクを減らす政策には、流動性を提供するNBFIの循環増幅的な行動を減らして流動性供給を支えるものがある。また、リスクの監視

と備えの強化策としては、主要なデータギャップへの対処、透明性と情報共有の強化、追加のリスク尺度と分析ツールの開発などがある。

(2) 今後の各分野での流動性の需要、供給への対応

流動性の需要、供給の対応策の一つはMMFの強靱性の向上であり、FSBは次のステップとしてIOSCOとの協働により、FSBメンバー法域のMMF改革手段の採用・計画状況のピアレビューを年内に完了する予定である。状況の確認に続いて二〇二六年までに、対応手段の有効性を評価する。IOSCOもMMFに関する政策提言を見直す。

OEFの構造的な脆弱性に対処する政策作業も継続中で、FSBの提言改訂とIOSCOの希釈化防止LMTについての新たな指針でOEF管理

者の流動性リスク管理を強化しようとしている。

FSBとIOSCOの政策文書は二〇二三年末までに最終化される予定で、その後、IOSCOは二〇一八年の提言とグッドプラクティスを修正し、改訂されたFSBの提言を運用可能なものにする。FSBとIOSCOはメンバー法域の進展状況をモニタリングし、実施が十分に進んだところで政策手段の実効性評価を行う。

証拠金実務ではFSBは、ノンバンク市場参加者が証拠金・担保請求に対応するための流動性リスク管理とガバナンスのハイレベルの部門横断的な提言を二〇二四年初期までに開発する。これを踏まえて基準設定主体は、各々の担当部門の要件をレビューし特定できる。また、FSBは、BCBS、CPMI及びIOSCOのグループと証拠金実務に関する発見事項を共有し、集中清算される市場の透明性と当初証拠金についてはCPM

I、IOSCO及びBCBSが更なる指針と実務の開発の観点から市中協議を行う。

二〇二四年の主な焦点は、NBFIのレバレッジへの対応である。FSBはIOSCOと協働してモニタリングを強化し金融安定リスクに対処する。これはメンバー法域の当局が利用可能な政策手段の調査と対処のための政策手段の検討を含む。包括的かつ整合的なアプローチ確保のため、BCBSによる銀行のノンバンク金融機関へのエクスポートジャーのカウンターパーティリスク管理実務についての追加的指針など、基準設定主体が行なう作業と協調する。

その他の分野では、FSBとIOSCOは各国当局による国内の国債及び社債市場の改革について報告書で課題を整理してきた。また、FSBは新興市場経済のドル資金調達と対外的な脆弱性についての報告書を公表している。今後、FSBは

IOSCOと協調し、市場機能の改善のための脆弱性対処策の選択肢の評価を視野に入れ、中核的な資金調達市場の法域のCPとCD市場の分析を完成させる。中核的な国債及び社債市場での流動性供給の強靱性を向上させるための追加的な作業も検討する。

最近の市場の混乱（新型コロナウイルスによる混乱、商品市場の極端な価格変動、英国債市場の混乱など）からは、流動性の需要・供給要因が相互作用して金融システム全体にショックを伝え、増幅することが確認されている。各市場セグメントと参加者間の相互連関性と波及効果の可能性を所与とすれば、様々な政策手段をシステム全体の観点で組み合わせることが極めて重要である。FSBと基準設定主体は、NBFIの作業に関して包括的な観点を確保するために協調している。

今までのところ、NBFIのシステムリスク

クに対処するために政策手段を利用した経験は限定的である。F S B はメンバー当局による政策手段（ミクロプルデンシャル、投資家保護及びマクロプルデンシャル）の設計と使用の経験と教訓について意見交換を行う。また、基準設定主体と協働して、実施された改革がN B F I のシステムリスクに十分に対処しているかについて追加的な手段の開発の必要性を含めて評価する。

(3) N B F I のシステムリスクの監視

F S B は基準設定主体と協調して、N B F I のシステムリスクのモニタリング強化にも取り組んでいる。以下の作業が計画されている。

- ・大きくまたは急拡大し、流動性ミスマッチやレバレッジがあり、他の金融システムと高度に結びついているN B F I セグメントの脆弱性を評価する。また、F S B はレポ市場の脆弱性を検

証し、I O S C O はシングルネームC D S 市場の流動性と透明性を検証する。その後、F S B は金融安定の観点に基づくフォロアアップ作業が必要かを検討する。

- ・金融安定モニタリングのためのO E F 関連のデータの利用可能性を向上させる。F S B は、メンバー法域の状況を評価し、中央銀行と証券規制当局が主要なO E F の流動性ミスマッチに関連する脆弱性とL M T の利用を監視する能力を改善するために、データギャップ解消のパイロットプログラムを開始している。また、I O S C O と共にファンドとシステムレベルのストレステストに関する当局の経験を共有するワークショップを二〇二四年初期に開催する。

- ・市場参加者の流動性への備えの不適切さに伴う緊張の監視と管理に役立つデータとツールの分析、付随する規制上の報告のギャップについて

作業する。

・規制上の報告の現状評価とNBFIのレバレッジを監視し関連する金融安定リスクを評価するリスク指標の開発のために当局が収集したデータを利用する。これには既存のデータの有効な利用の強化、グローバルな調査の有用性の探求、特定の種類のデータのクロスボーダーでの共有の実行可能性とその利点の検討が含まれる。

五、NBFIに関する今後の作業計画

グローバルな金融システムでは流動性の緊張に対する脆弱さが続いており、NBFI部門のストレスの元になる脆弱性と増幅要因は、その多くが残っている。中央銀行や公的部門の異例な介入に

依存せず、市場参加者が各々の流動性リスクを完全に内部化し、当局がストレス事象に備えるには、NBFIの強靱性を向上させる改革の最終化と実施が重要である。

FSBはNBFIのシステミックリスクに対処する政策の設計と実施を進めるために、二〇二四年以降も作業計画を継続する。経験と視点の集中を確保するためにFSBと基準設定主体、国際機関が連携して作業を行う。NBFIに関する中期の作業計画の概要は図表5の通りである。

今後ともNBFIへの対応についての作業の進捗状況をフォローしていきたい。⁽⁷⁾

(注)

(1) FSB: "Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation: Progress report", September 2023を参照。なお、FSBのNBFIの強靱性向上の進捗報告書は、二〇二二年一月、二〇二三年一月にも公表されて

FSB “ノンバンク金融仲介（NBFI）の強靱性向上：進捗報告書”の概要

図表5 FSBのNBFI作業計画で予定されている成果物

トピック	概要	時期
MMFと短期資金調達市場の強靱性	FSBはIOSCOと協議し金融安定のリスクへの対処でのMMF改革の有効性を評価する	2026年末
	IOSCOはFSBの報告書の枠組みと政策手段に照らし、MMFに関する政策提言を再検討	未定
	FSBとIOSCOは中核的な債券市場との結びつきを含め、レボ市場の機能と強靱性を向上させる作業を実施する	未定
オープンエンドファンド（OEF）の流動性リスクとその管理	FSBはIOSCOと協議しOEFの流動性ミスマッチに関する2017年の提言を改訂する	2023年遅くに最終報告書
	IOSCOは、2018年のIOSCOの提言とそれに付随するグッドプラクティスの修正により、改訂されたFSBの提言を運用可能にする	未定（FSBの提言の改訂以降に実施）
	IOSCOはFSBと協議し改訂されたFSBの提言を補完するLMT（流動性管理手段）の詳細な指針を開発する	2023年遅くに最終報告書
	FSBはIOSCOと協議し、OEFの流動性ミスマッチに関する金融安定リスクの監視とLMT（流動性管理手段）の使用についての特定されたデータギャップの解消のため、パイロットプログラムを開始する	2023年にパイロットプログラム、必要に応じ2024年にフォローアップ作業
	FSBとIOSCOは、OEFのストレステストのデザイン／使用に関する各国当局の経験についてワークショップを組織する	2024年初期
	FSBとIOSCOは改訂された提言の実施を監視し、その有効性を評価する	未定
証拠金償行	FSBは証拠金及び担保請求に応じるための市場参加者の流動性の備えをについての提言を公表し、規制報告でのデータギャップに関する作業を行う	2024年
	BCBS－決済・市場インフラ委（CPMI）－IOSCOは、清算集中市場の透明性、市場参加者の流動性の備えと開示、規制上の報告のデータギャップ、変動証拠金のプロセスと当初証拠金の市場ストレスへの応答性に関する政策作業を完成させる	
ノンバンクのレバレッジ	FSBと基準設定主体は、NBFIのレバレッジの監視と金融安定へのリスクの対処を強化するための作業を行う	2024年及びそれ以降
債券市場の流動性	FSBとIOSCOは、中核的な債券市場の機能と強靱性を強化するためのフォローアップ作業を適当な時期に検討する	未定
NBFIのシステムミックリスクの見方を開発	FSBは、NBFIの特定の部門の脆弱性評価を継続しG20のNBFI改革の実施状況を報告する	2024年及びそれ以降
	FSBは、NBFIに関する作業の発見事項を反映しグローバルモニタリングレポートの強化を続ける	2024年及びそれ以降
NBFIのシステムミックリスクに対処する政策を開発	FSBは、NBFIへの取組みでの主要な発見事項とNBFIのシステムミックリスクに対処するための更なる政策提言についての報告書を公表する	2024年第4四半期
	FSBはNBFIのシステムミックリスクに対処する手段のデザインと使用に関するメンバー法域の作業の経験と教訓について議論する	未定
	FSBは基準設定主体と共に、適当な時期に、合意され実施された改革がNBFIのシステムミックリスクに十分に対処するか否かを、追加的な政策手段が求められるかを含め、評価するための作業を行う	未定

〔出所〕 FSB “Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation: Progress report”, November 2022, Table1より

おり、今回は三回目。

- (2) 二〇二〇年三月の市場混乱のFSBによる分析については、FSB: "Holistic Review of the March Market Turmoil", November 二〇二〇を参照。
- (3) OEFにおける流動性シスマッチがもたらす構造的な脆弱性への対応に関連するFSBとIOSCOの市中協議報告書は、FSB: "Addressing Structural Vulnerabilities from Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds-Revisions to the FSBs 2017 Policy Recommendations: Consultation report", July 二〇二二とIOSCO: "Anti-dilution Liquidity Management Tools-Guidance for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes", July 二〇二二を参照。なお、FSBの市中協議報告書へのコメントが九月に公表されている。
- (4) NBFIIにおけるレバレッジの金融安定へのインプリケーションについては、FSB: "The Financial Stability Implications of Leverage in Non-Bank Financial Intermediation" September 二〇二二を参照。
- (5) 米国のMMF規制については、SEC: "SEC Adopts Money Market Fund Reforms and Amendments to Form PF Reporting Requirements for Large Liquidity Fund Adv

isers", July 二〇二三を参照。

- (6) LDIファンドの流動性リスク管理の不適切さなどから発生した二〇二二年九月の英国債市場の混乱については、拙稿「LDIファンドが引き起した英国債市場の混乱」イングランド銀行の金融安定報告書から、当研究所、トピックス二〇二三年一月で、問題発生の経緯とイングランド銀行の対応、背景などを紹介した。
- (7) 日本のNBFIIについては、日本銀行:「金融システムレポート(二〇二三年一〇月号)」, 二〇二三年一〇月公表、第三章2節、ノンバンク部門の金融仲介活動が業態別に現状を整理している。同レポートによれば、グローバルにみると、NBFIIの金融資産シェアは五割程度まで高まっている。一方、わが国では、引き続き、預金取扱機関が金融仲介における中心的存在となっており、NBFIIの金融資産シェアは三割にとどまっている、とのことである。

(さしだ あきお・当研究所特任リサーチ・フェロー)