

金融市場へのNBFI（ノンバンク金融仲介）の影響
～BOE（イングランド銀行）の金融安定レポートより

2020年9月4日

佐志田晶夫

（公益財団法人日本証券経済研究所）

金融市場へのNBFI（ノンバンク金融仲介）の影響 ～BOE（イングランド銀行）の金融安定レポートより

要約

本稿では、BOE が 8 月に公表した金融安定レポートから“新型コロナウイルスの下での英国金融システムのパフォーマンス”と“市場型金融（market-based finance）の強靱性を構築する”の章を取り上げ、新型コロナウイルスショックがNBFI（ノンバンク金融仲介）に与えた影響及びそれが金融市場の混乱にどうつながったかに関する分析を概観する。

BOE の金融安定レポート（8 月）は、以下の 5 項目で問題点を整理している。

- デリバティブ取引のカウンターパーティリスク削減のための証拠金請求（マージンコール）で市場参加者間の現金再配分が生じ、MMF 解約や流動性の高い資産の売却を促した。
- ディーラーの能力対比で債券取引が急増、先進国の国債市場でも価格変動が拡大した。
- ヘッジファンドなどの高レバレッジ投資家は、損失発生や流動性制約などによって裁定ポジションの解消が不可避となり、これが価格変動を拡大させた。
- MMF で解約が急増した一方、保有する CP や CD の円滑な売却は困難だったため、MMF の解約請求への対応に懸念が生じ、中央銀行は介入を余儀なくされた。
- オープンエンド投信でも解約の動きによって保有資産の流動性とのミスマッチの問題が顕在化、相対的に流動性の高い債券などの売却が増加した。

デリバティブ取引の清算では、集中清算拡大や証拠金制度整備などの金融危機以降の規制改革の成果もあってカウンターパーティリスクの懸念は極端化せず、金融市場インフラの強靱性が維持できた。だが、資産価格変動に伴う証拠金請求は金融システム内で大規模な流動性の再配分を生み、流動性を求める機関投資家が MMF の解約や相対的に流動性高い資産の売却を行う動きが広がり、それが金融市場の機能低下をもたらしたと考えられる。

MMF やオープンエンドファンドでは、解約請求が金融市場の混乱に波及しないように、流動性ミスマッチに対応するための規制改革が行われてきた。だが、新型コロナウイルスショックによって生じた市場の機能不全は、さらなる対応が必要となる可能性を示唆する。

レポートでは、BOE は FSB、IOSCO 及び他の当局との協働を継続するとしている。また、FPC（金融安定政策委員会）は、データカバレッジを改善し、市場型金融システムがもたらすリスクへの理解を高める作業を計画。適切な監視とリスクの軽減の確保を目指し、市場型金融を構成する全ての主体とその活動を注視する方針である。

金融市場へのNBFI（ノンバンク金融仲介）の影響 ～BOE（イングランド銀行）の金融安定レポートより

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

本稿では、BOEの金融安定レポート（2020年8月⁽¹⁾）の分析に基づき、新型コロナウイルスショックでNBFIが金融市場に及ぼした影響を概観する。NBFIのショックへの反応が3月の金融市場混乱を深刻化させたことは、クォールズFSB議長のG20向けレター⁽²⁾やFSBの報告書でも指摘され、国際的な対応が求められている。BOEの分析は、英国や欧米での金融市場での混乱の諸要因や関連するNBFIの動向に注目したもので、日本の金融市場への影響は別途検討が必要だが⁽³⁾、問題点の整理には有益だと考えられる。

BOEは、主要な金融市場の混乱と相互の結びつきを分析・整理し、安全資産を求める市場参加者の動きが資産価格変動とともに拡大、“dash for cash（現金確保の急激な動き：以下“現金への殺到”と訳す）”が顕著になったと指摘、5項目で問題点を整理している。

- ・デリバティブ取引のカウンターパーティリスク削減のための証拠金請求（マージンコール）で市場参加者間の現金再配分が生じ、MMF解約や流動性資産の売却を促した。
- ・ディーラーの能力対比で債券取引が急増し、先進国の国債市場でも価格変動が拡大した。
- ・ヘッジファンドなどの高レバレッジ投資家が、損失発生や流動性制約のために裁定ポジション解消が不可避となり、価格変動を拡大させた。
- ・MMFでの解約が一時的にかなり増加した一方、保有するCPやCDの円滑な売却は困難になっていた。MMFの元本割れの懸念もあり中央銀行は対応を余儀なくされた。

1 BOE：“Financial Stability Report August 2020”及び“Interim Financial Stability Report May 2020”を参照。

なお、FSBは2018年10月に、シャドバンキングに代えてノンバンク金融仲介という用語を用いることにした。

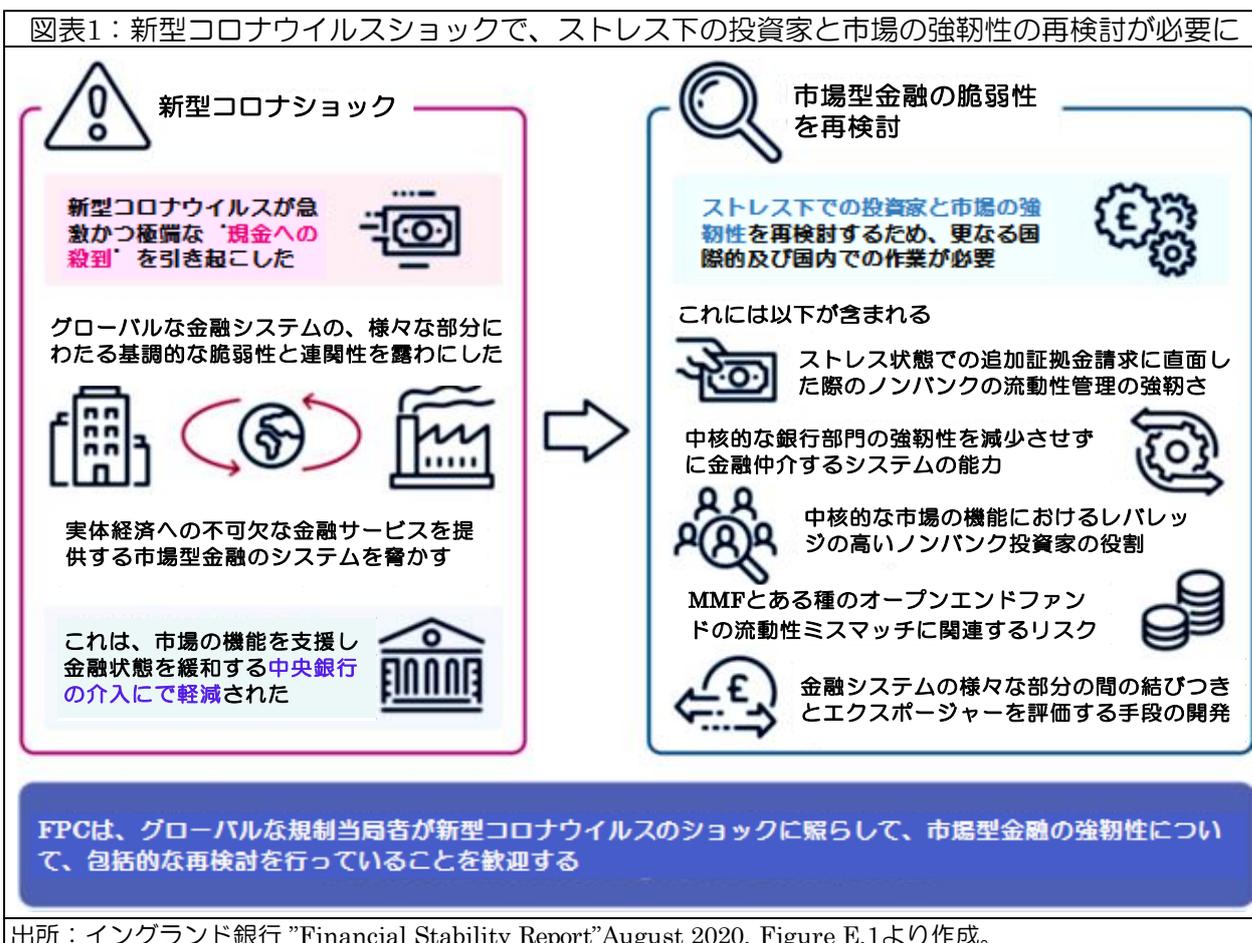
<https://www.fsb.org/2018/10/fsb-reviews-financial-vulnerabilities-and-deliverables-for-g20-summit/> を参照。

2 FSB：“FSB Chair’s letter to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors: July 2020”, “COVID-19 pandemic: Financial stability implications and policy measures taken – Report to the G20”。なお、拙稿：“新型コロナウイルスの経済・金融への影響と政策対応～FSBのG20向けレポート紹介”2020年8月（当研究所）で報告書の概要を紹介。

3 米国の国債市場、短期金融市場の混乱とその国際市場及び日本への影響については、岡本貴志：“米回国債市場の不安定化と我が国国債市場への影響”2020年8月、日銀レビュー（2020-J-9）及び、川澄祐介、片岡雅彦：“米国短期金融市場の不安定化とグローバルな波及”2020年8月、日銀レビュー（2020-J-10.）が参考になった。

・オープンエンド投信でも解約の動きによって保有資産の流動性とのミスマッチの問題が顕在化し、相対的に流動性の高い債券などの売却が増加した。

金融安定レポートでは、上記の 5 項目を踏まえて、新型コロナウイルスショックが投資家と市場に与えた影響で分析・検討すべき点を以下のようにまとめている。



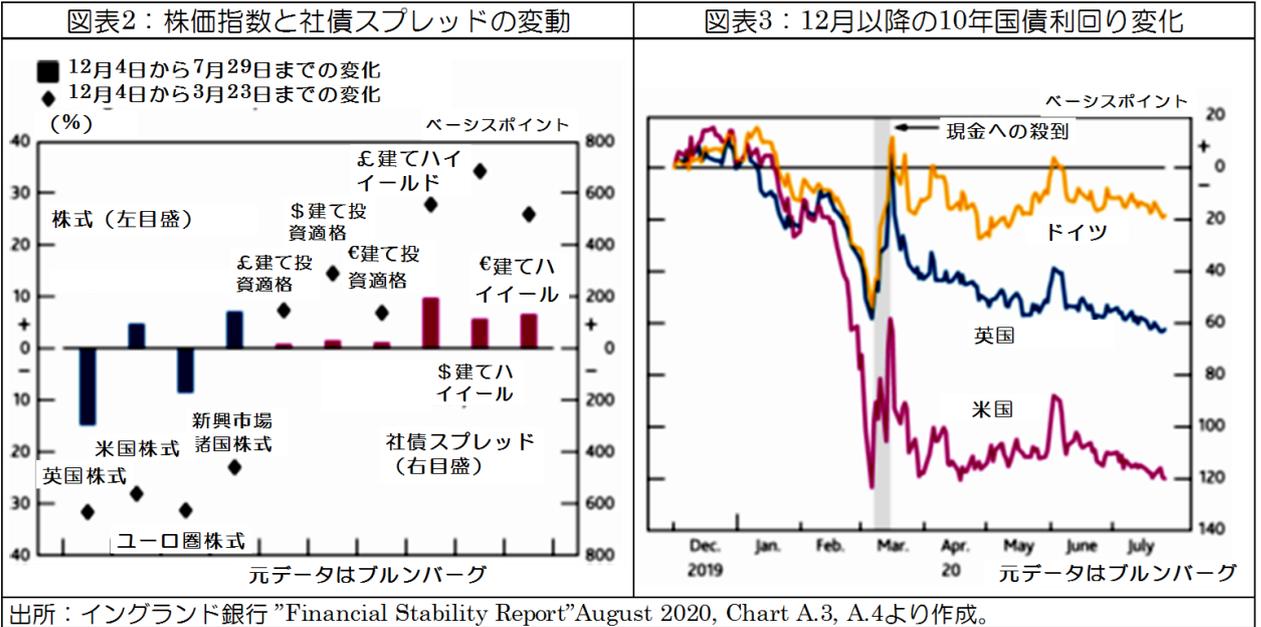
本稿では、BOEの金融安定レポート（8月）の中から、“新型コロナウイルスの下での英国金融システムのパフォーマンス”と“市場型金融（market-based finance⁴）の強靱性を構築する”の章を取り上げる。同レポートは、デリバティブ取引でのカウンターパーティリスクやMMFの流動性リスクなどへの金融規制改革の成果を評価し、3月の市場混乱を分析して課題を示している。なお、レポートには、新興市場諸国からの資本流出やLiborからの移行についての興味深い分析も含まれているが、紙幅の制約もあり本稿では扱わない。

4 “market-based finance”の訳は、2015年のFSBの報告書“Transforming Shadow Banking into Resilient Market-based Finance”の金融庁による紹介を参考にした。<https://www.fsa.go.jp/inter/fsf/20151120-1.html> を参照。

II. 新型コロナウイルスの下での英国金融システムのパフォーマンス

1. 新型コロナウイルスショックに伴う資産価格の変動～dash for cash（現金への殺到）

金融安定レポートは、英国金融システムのパフォーマンスを評価した中で、公衆衛生上の措置で予想された経済への打撃と、その範囲と期間の不確実性に対する金融市場の反応を分析している。資産価格の変動は図表2の通りであり、株式やハイイールド債などリスク資産の価格は3月に急落し、その後は回復してきている。



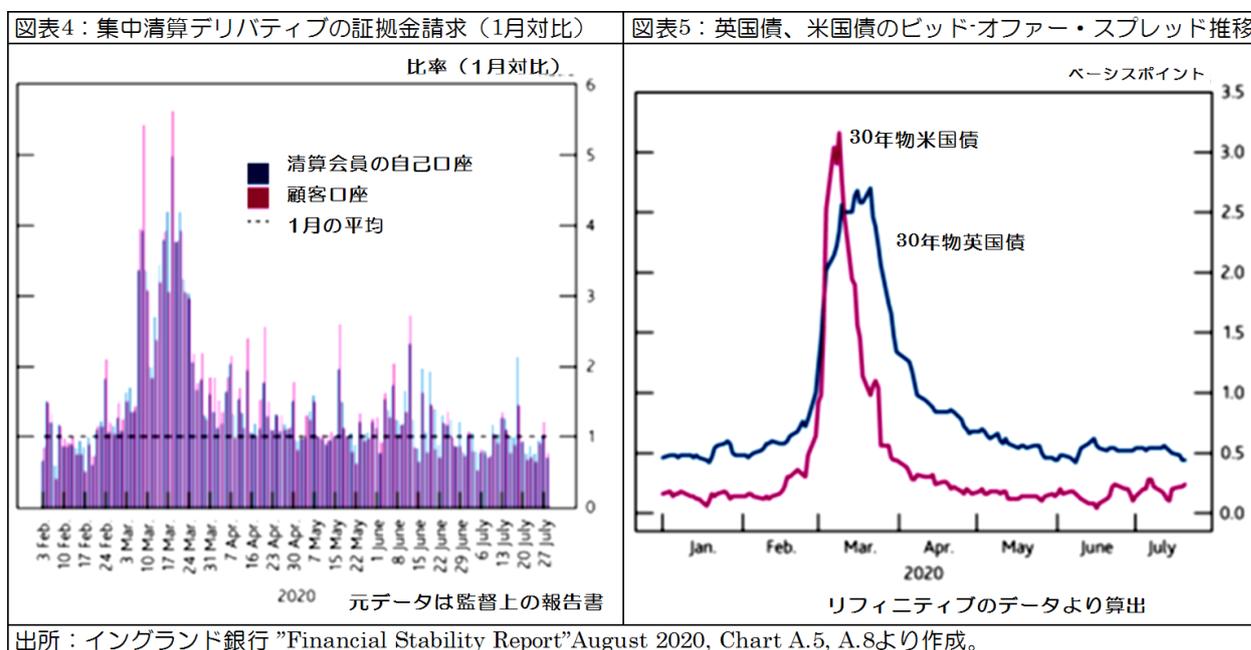
レポートは、金融システムに内在していた脆弱性が、3月半ばに突然かつ極端な“現金への殺到”の動きを引き起こして深刻な市場機能不全の期間が生じ、通常なら最も流動性が高い先進国の国債市場にも影響したと指摘している。10年物英国債の利回りは3月9日から24日の期間に急上昇したが（図表3）、これは証拠金請求などに対応し投資家が流動性の高い資産を売却する動きとディーラーの仲介能力への制約とによるものだ。

2. 資産価格の変動とデリバティブ取引の追加証拠金請求、他の市場への影響

証拠金請求への対応や流動性バッファを構築するため、3月中には様々な金融機関が現金の調達を急いだ。資産価格の変動と取引量及びボラティリティの増大が生じたことが、当初証拠金及び変動証拠金の大幅な増加につながっている。3月のピークには、英国の集中清算デリバティブ取引の変動証拠金請求額は、300億ポンドに達しており、非清算デリバティブ取引では、さらに大きかったものと考えられる。

ノンバンクでは、銀行よりもネットの証拠金請求の増加が大きかった。大手の銀行は清算会員として清算機関に直接アクセスし、ノンバンクを含む顧客に対しては清算サービス

を提供する。英国の清算機関の顧客口座の変動証拠金請求の3月にかけての増加は、清算会員の自己口座での増加よりも大きかった（図表4）。



一方、当初証拠金は市場状況に応じ段階的に調整されるため、その増加は変動証拠金ほどではないが、英国の清算機関の当初証拠金は3月中に増加し、1~2月平均を30%上回った。英国以外では、5つの最大手清算機関の中央値は12月末から3月末に67%増加した。英国の清算機関の当初証拠金残高は低下してきたが、ショック前よりは25%高い。

市場参加者は、流動性を求めて銀行の信用供与枠を引出、保有資産の売却や担保にした借入、MMFの解約を行った。ポンド建てMMFからの資金流出は1週間で250億ポンド（総運用資産の11%相当）に達した。MMFが資産売却を行い、より流動性の高い資産を選好したため、銀行が発行する短期債務商品への需要が抑制された状況が続いた。

オープンエンドファンドでも大幅な解約が生じ、他の投資家より先に解約する潜在的なインセンティブが示唆された。債券ファンドからの資金流出が特に大きく、3月から4月にファンドと資産運用会社は、ポンド建て社債市場で、他の投資家よりも循環増幅的に行動したとみられる。オープンエンドファンドの英国社債売却は、主に投資家の資金流出に対応したもののだが、一部は事前的な現金バッファー構築のためだったようだ。なお、英国株式では資産運用会社は、一般的には株価下落局面で買い手となっていた。

3. 高レバレッジ投資家のポジション縮小、ディーラーの制約

3月半ばには、極端な売却圧力が先進国の国債市場にまで広がり、3月の海外保有者の米

国債売却額はネットで 2,990 億ドルに達した。売却圧力の一部はヘッジファンドなど高レバレッジの市場参加者によるもので、3 月中のポジション解消は約 900 億ドルに達し、極端な流動性低下の要因の一つだった。英国債でも同様な動きがあった。ヘッジファンドは、3 月初めに一時英国債レポでの借入を増加させたが、その後は活動を縮小、レバレッジ解消が示唆される。だが、こうした投資家の国債市場でのポジションはまだ大きく、リスクは残る。

3 月の流動性需要急増の際に、ディーラーはすぐに取引を後退させたのではないが、その能力は急速に制約されたようだ。当初、ディーラーは米国債の売却を受入れたが“現金への殺到”が高まるとともに、国債売却の速度と規模はディーラーの仲介能力を圧倒、ディーラーはビッド・オファースプレッドを広げてこれに対応した（図表 5）。

経済へのショックと市場機能の混乱に対して各国中央銀行は、金融緩和、流動性供与、ドルの流動性供与の強化を行い、これにより市場機能は回復してきた。だが、経済の回復経路の変化によるリスク資産価格の急変動などで、市場の機能不全が再度生じる可能性がある。大規模な投資適格からの格下げが生じれば、市場の流動性とハイイールド債発行への需要が減退するかもしれないし、また、レバレッジ貸出の格下げが問題となる可能性もある。

レポートは、市場型金融の問題に対処するため FPC（金融安定政策委員会）が教訓と軽減策を特定しようとしていると指摘。“現金への殺到”でみられた脆弱性は、見通しが悪化すれば、再び流動性の問題を引き起こしかねず、FPC は脆弱性を緊密に監視し、教訓を認識し、国内及び国際的に更なる作業が必要な分野についての見解をまとめる。としている。

Ⅲ. 市場型金融の強靱性構築（1）～デリバティブ取引の証拠金請求（マージンコール）

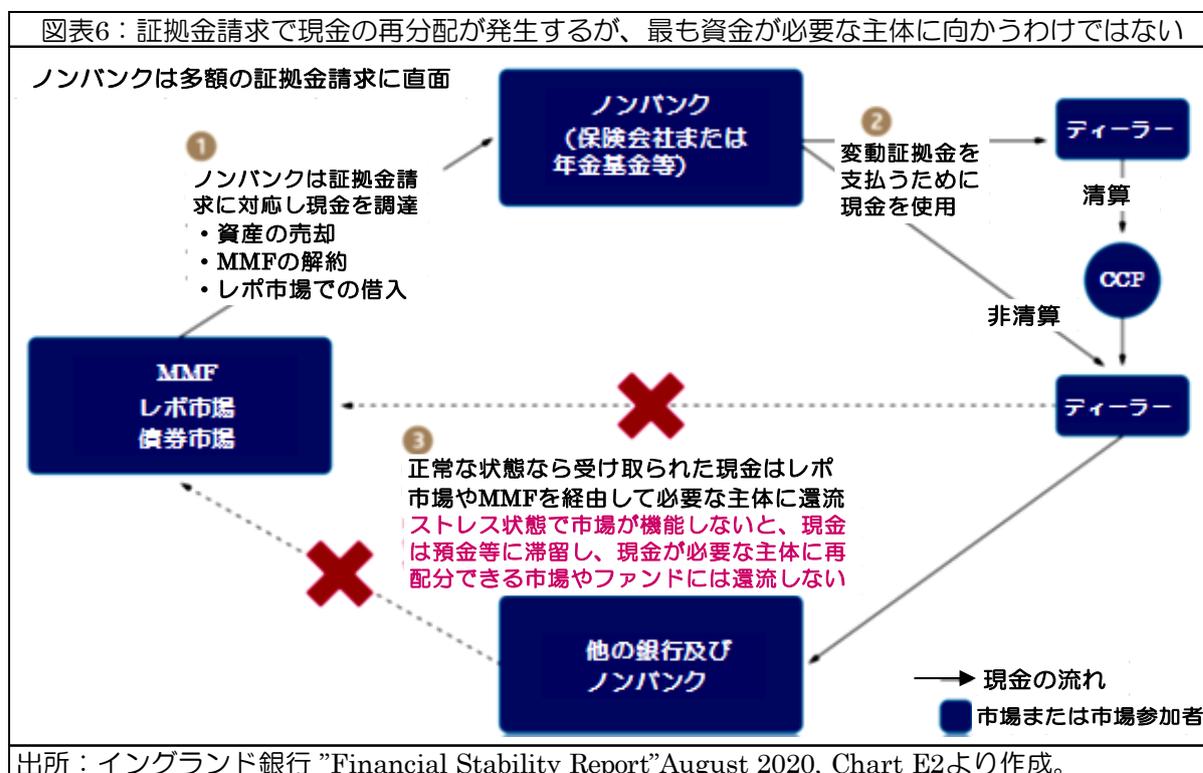
以下では、各市場の変動メカニズムや金融機関の行動に関するレポートの分析をみていきたい。デリバティブ取引に関する金融安定レポートの問題意識は以下の通りである。

ストレス下で大規模な証拠金請求に直面した際の追加証拠金請求の循環増幅効果と、ノンバンクの流動性管理の強靱性を検証する。証拠金請求は、清算及び非清算デリバティブ取引の双方で、金融システムの中での突然かつ急激な流動性の再配分を生じさせた。

取引データと市場情報の初期的な分析からは、請求に応えるための資金調達で、英国の年金基金と保険会社には、英国債の売却や担保とした借入、短期社債の売却を余儀なくされたものがあって、こうした市場を圧迫することになった。

リーマンショック以降の金融規制改革では、デリバティブ取引の清算集中や証拠金請求などの枠組み強化が進められた。新型コロナウイルスのストレス下でもカウンターパーティリスクの懸念が極端化せず、金融市場インフラが強靱性を維持できたことは、規制改革の

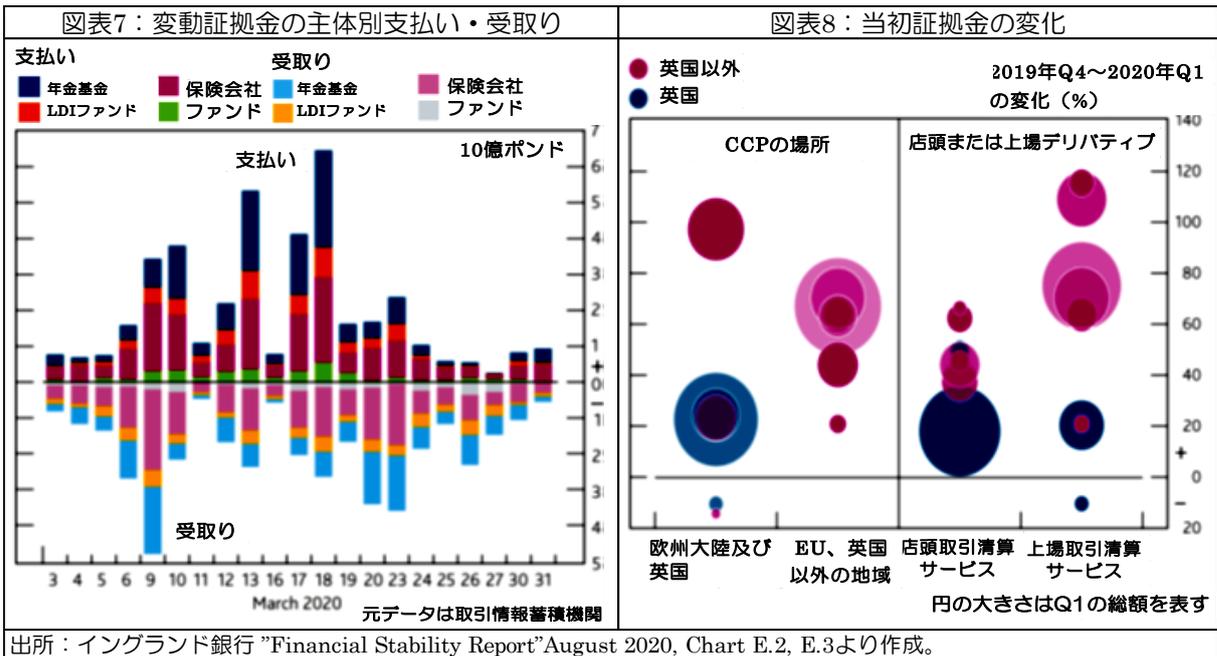
成果を示す。ただし、証拠金請求は金融システム内で大規模な流動性の再配分を生み、機関投資家が流動性を求める動きは、金融市場の機能低下につながった（図表 6）。



投資家がデリバティブ取引での大きなポジションを保有していると、原資産価格の変動による損失に応じた変動証拠金が求められる。デリバティブ取引を集計すれば市場参加者間で損益は一致し、流動性は金融システムから除去はされない。正常な状態ならカウンターパーティが受け取った現金は、金融システム内で再循環するのだが、ストレス下でこうした動きが消極化すると、他の調達手段が必要になる（図表 6 の③）。

加えて、ストレス時には、予想損失の増加を反映して当初証拠金も増加傾向になる。これにはカウンターパーティリスク軽減の効果があるが、資金調達の必要性で循環増幅的な影響が生じる。FPC は取引情報蓄積機関のデータを用いて分析を行っているが、分析を深め流動性リスクの監視を強化するには、より完全で整合的なデータが必要である。

新型コロナウイルスショックのストレスは、ノンバンクの流動性リスク管理への教訓を提供した。英国のノンバンク部門は 3 月中に受け取った以上の証拠金の支払いを求められた。“現金への殺到” 期間にノンバンクの一部が支払った変動証拠金は計 330 億ポンド、受取りは 250 億ポンドであり、年金基金と保険会社が、金利と外貨のポジションで支払った額が大きかった（図表 7）。ドル建て資産保有に伴う通貨リスクのヘッジ取引が一因だった。



金融安定への影響評価には、ノンバンクの行動を理解する必要がある。市場情報によれば、保険会社は社債を売却し、英国債の売却や担保にした借入を行おうとし、年金基金はMMFの解約に依存していた。多くの年金基金の流動性需要が同じ方向だったため、MMFの一部では解約請求が対応能力を上回る懸念が生じた。保険会社は流動性リスクの評価にストレステストや流動性カバレッジ比率を用いていたが、これらには限界があったようだ。

FPC は、担保増強によるカウンターパーティリスク削減の利益を損なわず、ストレス時の追加証拠金請求による圧力の軽減手段に関する更なる（国際的）作業を支持している。システムの相互関連を踏まえると、以下の点を含む全体的なアプローチが必要である。

- ・デリバティブを利用するどんなノンバンクは、流動性リスク管理の一環として、証拠金請求をどの程度予想できるのかを検証する。ノンバンクは清算会員の顧客として清算機関にアクセスすることが多く、清算会員は証拠金徴収で一定の裁量がある。非清算デリバティブ取引では、証拠金はカウンターパーティによって決定され、係争になる余地がある。
- ・ストレス時の証拠金請求のシステム全体への影響を、証拠金実務で考慮できるか検討する。清算デリバティブの証拠金実務では、清算会員の顧客エクスポージャー管理方法がノンバンクに影響する。こうした点の検討は、集中清算を多くの市場とカウンターパーティに拡大することがノンバンクシステムをより強靱にするかに関する議論に情報を提供する。
- ・ストレス時の当初証拠金の循環増幅性を制限する既存の手段の検討。欧州市場インフラ規

制（EMIR）で、英国と EU の清算機関は循環増幅性の軽減措置が求められる（ボラティリティが低下しても証拠金減少を抑制）。他の地域と比べて EMIR 対象の清算機関は、2020 年第 1 四半期の当初証拠金増加が小さかった。また、当初証拠金増加は上場取引デリバティブの方が OTC より顕著だった（図表 8）。さらなる分析で違いを理解し、正常時の高い当初証拠金がストレス下の循環増幅的な証拠金増加の軽減に役立つかを探求できるだろう。

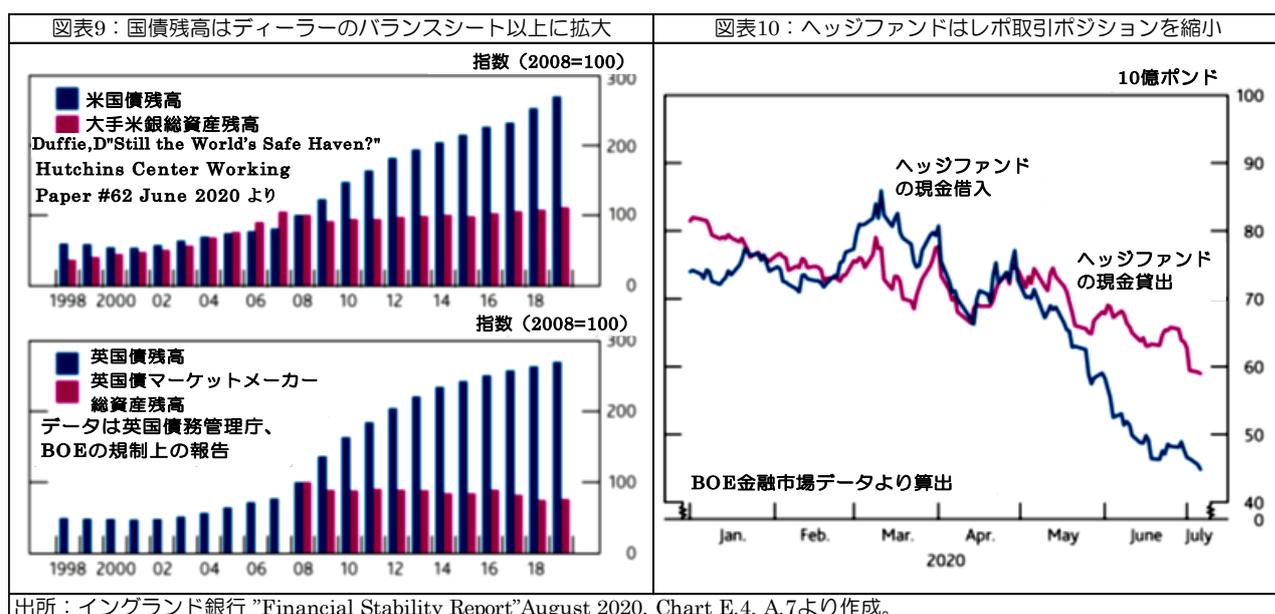
IV. 市場型金融の強靱性構築（2）～ディーラーの仲介能力、高レバレッジ投資家

証拠金請求をきっかけとして投資家が流動性を求めて資産売却を急いだことが、市場機能の低下につながったと考えられる。だが、機能不全が高まった要因としては、債券ディーラーの能力への制約もあった。レポートでは、以下のように問題点を整理している。

どの要因がディーラーの仲介能力を制限したか理解し、金融システムの全般的な強靱性を削減せずに能力を強化する方法を見つけ出す。

ディーラーは流動性への需要が急増してすぐに後退したのではないが、米国債市場や英国債市場でも能力が制約された証拠がある。市場参加者が証拠金請求に応えるため現金を求めるとともに取引コストが急上昇し、市場の非流動性が高まった。

米国債と英国債の市場が大きく増大し、バランスシートを用いて仲介するディーラーの能力の拡大を上回ってきたことが背景にある（図表 9）。新型コロナウイルスの流行で主要な金融センターが遠隔勤務に移行したことが、業務を難しくしたかもしれない。内部のリスク管理と中核的な銀行システムを保護する規制の影響も考えられる。3 月には市場のボラティリティ増大によってリスクリミットが活動を制限していたという金融機関があった。また、アルゴリズム・自動トレーディングによる影響も指摘されている。



金融システムの全般的な強靱性を損なわずにストレス時の金融仲介供給を強化する方法の評価には利点があり、リスク管理と規制が3月のディーラーの能力制約にどの程度影響したか、市場慣行の調整が銀行システムの強靱性を減殺せずにストレスの市場流動制への影響を緩和できるかを調査すべきである。英国債レポ市場ではネットィング取り決めが資本要件への影響を最小化したことが示唆される。より広範な市場構造改革の検討にも利点があるだろう⁵⁾。加えて金融安定レポートでは、ヘッジファンドなどの高レバレッジ投資家の行動が3月の市場機能低下に与えた影響に注目し、以下のように指摘している。

ストレス下の中核的な市場でのレバレッジの高いノンバンク投資家の役割を評価する。レバレッジの高い投資家（大半がヘッジファンド）は、突然損失を生じさせるようになった米国債市場と先物の大規模なポジションを解消しようとし、市場での異常な価格変動を引き起こした。これに続いて“現金への殺到”がグローバルな金融システム全般に広まった。

高レバレッジ投資家は、国債市場で現物、スワップ及び先物の間の差異の裁定取引を活発化してきた（相対価値トレーディング）。こうした取引は利幅が小さく高レバレッジで、平常時には市場価格の安定化に寄与できるが、急激なポジション解消でストレス時に市場変動を増幅しうる。3月にはそうした動きが生じていた。当局は、以前に比べて高レバレッジ投資家の行動を明らかにでき、レポ取引データにより英国債レポ市場でのヘッジファンドの活動が確認できる（図表10）。だが、リスクの評価には、まだデータが不十分であり、流動性需要やレバレッジによる損失に関する情報を得るため、さらなる措置が必要である。

V. 市場型金融の強靱性構築（3）～MMF、オープンエンドファンド

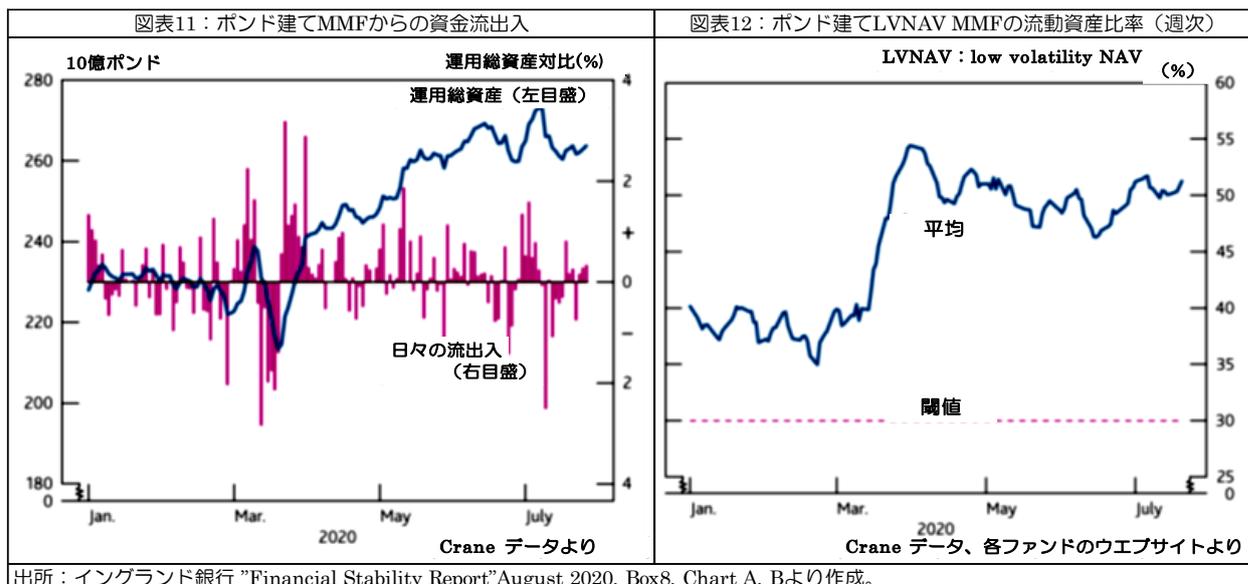
1. 3月の市場混乱とMMFの脆弱性、MMF規制再検討の必要性

金融安定レポートでは、MMF及びオープンエンドファンドの流動性ミスマッチが市場機能の低下に及ぼした影響に注意を向け、MMFについて以下のように指摘している。

投資家が現金の管理で依存しているMMFの脆弱性を検証する。MMFでは大規模な資金流出が発生、MMFは解約請求に応じるとともに現金バッファを築こうとしてCPやCDを売却しようとしたが、市場の流動性が欠如して実行できなかった。それとともに解約停止の可能性が高まった。銀行が発行する短期債務商品への需要はショックの後でも制約され、Libor金利の上昇につながった。

⁵⁾ 金融安定レポートは、Darrell Duffie：“Still the World’s Safe Haven? Redesigning the U.S. Treasury Market After the COVID19 Crisis” Hutchins Center Working Paper # 62 June 2020の米国債の集中清算増強案を紹介している。

英国では、年金基金や他の金融機関やファンド、企業と地方自治体が MMF の主な投資家で、多くが現金管理戦略の中で MMF を利用している。MMF が保有する CP や CD を売却できず解約請求への対応に懸念が生じると、投資家には早期解約のインセンティブが生じる。3 月には債券建て MMF から 1 週間で 250 億ポンドの資金が流出（図表 11）、デリバティブ利用者による証拠金請求での解約の影響が大きかった。ユーロ建て MMF でも同様な傾向があった。なお、複数の格付け会社が MMF 部門の見通しを引き下げている。



資金流出で MMF の解約が停止されていたら、英国の金融安定と経済に深刻な影響があったかもしれないが、中央銀行の介入が金融システムを支え金融状況を緩和した。米国では FRB が、MMF 流動性ファシリティを創設している（MMF から資産を購入した民間金融機関に同資産を担保に貸付け）。各国中央銀行の介入は流動性への需要を軽減し、MMF にも有用だった。介入は必要かつ有用だが、コストとリスクもある（本稿の補論を参照）。

レポートでは、金融危機後の規制改革の一環として行われた MMF への規制見直しを説明した上で、更なる対応策検討の必要性を強調している。ちなみにリーマンショック時には保有証券価格の下落によって米国で MMF の元本割れが発生し、他の米国 MMF からの急速な資金流出が起こって短期金融市場の混乱に波及した。

再発を防ぐための規制改革に向けて、IOSCO は 2012 年に最終報告書「マネー・マーケット・ファンド（MMF）に関する政策提言」を公表⁽⁶⁾、これを踏まえて米国では SEC が MMF に関する規則を制定し、一部の MMF には変動 NAV ファンドに転換して時価評価に基づく償還を行うことを求め⁽⁷⁾、流動性管理手段も導入した。EU でも 2018 年からの規則⁽⁸⁾で MMF を 3 つに分類し、変動 NAV の導入と流動性管理の強化を行っている（図表 13）。

図表13：EUのMMF規則の概要			
分類	公的債務CNAV（安定基準価額）	LVNAV（低ボラティリティ基準価額）	VNAV（変動基準価額）
価格評価	固定	償却減価法NAVが時価評価かモデル評価NAVの20ベースポイント以内なら固定。上限を越えたら変動に転換。	変動
日次／週次の最低流動性要件（総資産対比）	10％／30％	10％／30％	7.5％／15％
流動性管理手段（手数料、解約ゲートまたはスポンサーを含む）	週次流動性が資産の30％を下回り、日次の資金流出が10％を上回ったら、検討が必須。週次の流動性が10％を下回ったら実施を義務付け。	週次流動性が資産の30％を下回り、日次の資金流出が10％を上回ったら、検討が必須。週次の流動性が10％を下回ったら実施を義務付け。	EUのMMF規則では求められていない。ファンドの目論見書と商品、各国の法律要件に従う。
出所：イングランド銀行 ”Financial Stability Report” August 2020, Box8, 表1より作成。			

こうした規制改革にもかかわらず、MMFの動向が3月のストレスを強めた。MMFの一部では現金バッファが閾値要件に近づき、解約停止の可能性が投資家に早期解約へのインセンティブを与えた。MMFは流動性閾値を下回らないように、CPやCDを売却して流動性バッファを築こうとしたが、これらの市場の流動性問題を悪化させた。

レポートでは、FPCは新型コロナウイルス後の改革アジェンダとして、MMFが引き起こした脆弱性の再検討を支持するとして、規制の見直しを求めている。ポンド建てMMF投資家は大半が在英だが、MMFの多くはアイルランドやルクセンブルク籍であり、国際的な規制の検討が必要である。なお、金融安定理事会⁶⁾と他の規制当局は、市場型金融システムの強靱性を包括的に再検討しようとしている。また、欧州委員会は、既存のMMF規制の適切性を2022年7月までに再検討する予定である。BOEは、他の当局との協働を続け、MMFが引き起こした脆弱性に対処し、改革の提案を策定する。

6 金融庁のウェブサイトでの紹介「IOSCO（証券監督者国際機構）による最終報告書「マネー・マーケット・ファンド（MMF）に関する政策提言」の公表について」2012年10月を参照。メディアリリースの仮訳あり。

7 岡田功太：“米国のMMF最終規則の公表とその影響”野村資本市場クォーターリー2014秋を参考にした。

8 神山哲也：“最終化されたEU MMF規則の概要と影響”野村資本市場クォーターリー2017冬を参考にした。

9 注2 および金融庁のウェブサイトでの紹介、「金融安定理事会による「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」の公表について」2020年7月を参照。

2. オープンエンドファンドの流動性ミスマッチへの対応

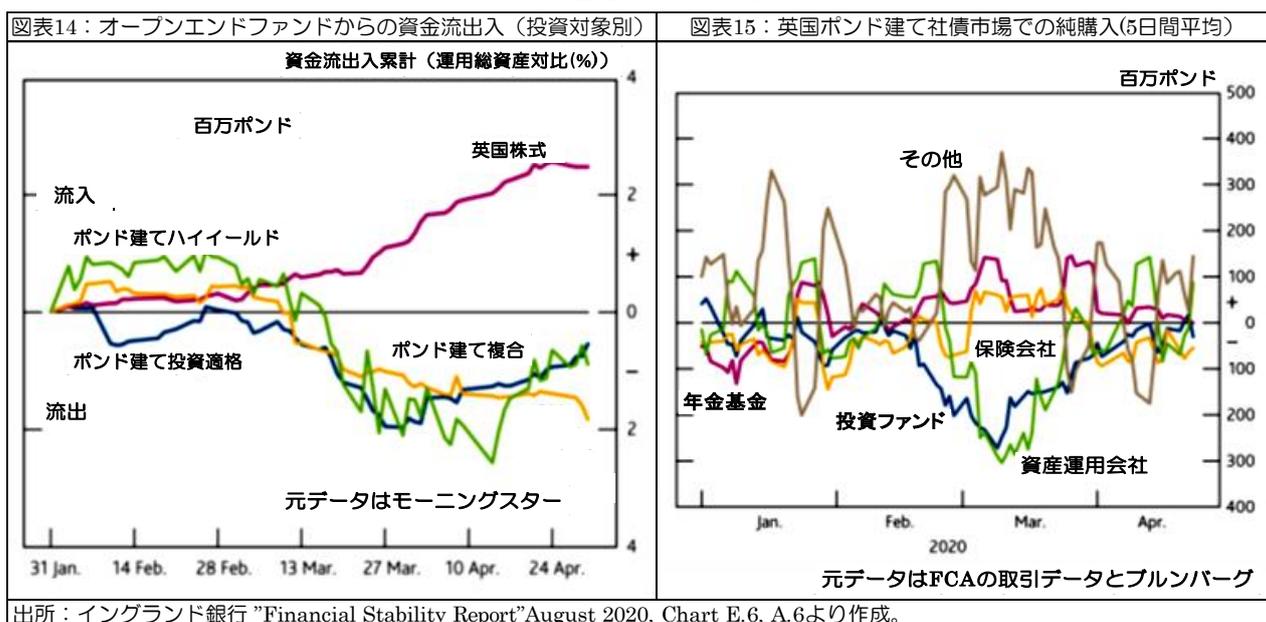
資金の提供でオープンエンドファンドの重要性が増大しているが、オープンエンドファンドでも流動性ミスマッチの問題があった。レポートは以下のように指摘している。

FCA と共同で、オープンエンドファンドの流動性ミスマッチのリスクの再検討を継続する。3月に市場参加者は、様々な資産売却とオープンエンドファンドの解約を行った。

ファンドを他の投資家よりも先に解約する潜在的なインセンティブがあったかもしれない。こうしたファンドへの投資家は、全体としてみれば、英国社債市場で他の投資家よりも循環増幅的に行動し（資産価格が下落しているときに売却）、売却圧力を高めた。

現状では、毎日解約が可能なオープンエンドファンドが、英国のオープンエンドファンドの資産の95%以上を占める。ファンドの中には不動産や社債など秩序だった流動化に時間がかかる資産に投資して、流動性リスクをとっているものもあり、他の投資家より先に解約する投資家には潜在的な有利さがある。このため大規模な解約が起きて、ファンドが資産売却を余儀なくされ、資産価格の変動を増幅して金融システムの他の部分にストレスが波及しシステミックリスクが生じる可能性がある。

3月には英国社債に投資するファンドから大規模な資金流出が生じた（図表14）。ファンドは様々な戦略を用いて資金流出に対処した。利付債ファンドは、現金バッファーを活用し、流動性がある短期債券を売却した。ハイイールド債など流動性が低い資産に投資するファンドは、現金への資産配分を高めた。解約による希薄化を避けるためスイングプライシングを導入したファンドもあった。ただし、導入が役立った場合もあるが、適用が首尾一貫せず、一部のファンドでは大きな資金流出を招いたかもしれない。スイングファク



ターの設定が十分に高くなかったために、解約せずに残った投資家が不利になった場合もあった。なお、英国の不動産ファンドでは解約停止もみられた。

ETF は流通市場を通じて流動性を提供し、新型コロナウイルスショックでは主要な価格発見メカニズムの一つとなった。ETF の終値と保有資産の評価額（NAV）が、かなり異なる場合があり、ETF の価格が保有資産価値の将来変化の情報を含むことを示唆する⁽¹⁰⁾。ただし、ETF の価格には他の情報も含まれる。他のポジションのヘッジでの ETF の利用や流動性の源泉としての利用が、売却圧力を高めたかもしれない。米国利付債 ETF では 3 月の 1 日当り取引高は 2019 年平均の 3 倍以上だった。FRB の介入に支えられて、3 月以降は ETF 価格と保有資産の終値評価額との差は狭まった。

全体としてオープンエンドファンドは、英国社債市場で他の市場参加者よりも循環増幅的（価格下落時にリスク性資産を売却）に活動していた（図表 15）。分析結果によれば、ポンド建て社債市場の投資家は、高格付けの社債をより売却しがちだった。債券ファンドには低格付けで流動性が低い資産が残りやすく、さらなるショックに脆弱になりかねなかった。ファンドの中には、エネルギーやレジャー部門などへの配分を引き下げたものもあった。

一方、投資ファンドを含む資産運用会社は英国株式の買手で、英国株式ファンドには 3 月、4 月に資金が流入し主に大企業の株式に投資された。中小企業株式に投資するファンドでは資金は純流出であり、間接的には企業規模間の資金調達条件に影響したかもしれない。

レポートは、BOE と FCA がオープンエンドファンドの流動性ミスマッチに伴う脆弱性を検討する共同作業を再開し、新型コロナウイルスで延期していた必要なデータ収集のサーベイをまず実施するとしている。なお、FCA はオープンエンド不動産ファンドについて、解約条件を保有資産の流動性と揃えるような構造に移行するかを他の当局と協議中であり、これはオープンエンドファンドの流動性ミスマッチに対応する第一歩である。

レポートは、FPC がオープンエンドファンドの流動性ミスマッチへの国際的な対処が重要なことを認識しており、BOE は、FSB、IOSCO 及び他の当局との協働を継続するとしている。また、FPC は他の当局とともにデータカバレッジを改善し市場型金融システムがもたらすリスクについての理解を高める作業を計画しており、適切な監視とリスクの軽減の確保を目指して、市場型金融を構成している全ての主体とその活動を注視する。

10 5 月の金融安定レポートでは、BIS Bulletin No 6 (The recent distress in corporate bond markets: cues from ETFs) を参照、ETF 終値と NAV の差からの情報を強調していたが、今回は他の要因も指摘しバランスを取った記述になった。

VI. 結論に代えて

BOE の金融安定レポートでは、新型コロナウイルスショックの市場型金融への影響について、デリバティブ取引の確実な清算のための証拠金請求、先進国の国債市場、MMF やオープンエンドファンドなどで生じた問題を取り上げ、様々な分析を行っている。

一連の分析は、金融危機後の金融規制改革が、銀行や清算機関などの強靱性を高め、カウンターパーティリスクの削減などによって金融市場の混乱を抑制できたことと、それにもかかわらず中央銀行による前例のない政策が必要になった理由とを整理しており、各国当局などの今後のさらなる検討の基盤になると考えられる。

新型コロナウイルスの金融市場への影響の評価と対応策の検討では、FSB もノンバンク金融仲介（NBFI）の問題に焦点を当てた取り組みを行っており、11 月には G20 に向けた報告が予定されている。金融危機後の規制改革は仕上げの最終段階となっていたが⁽¹¹⁾、デリバティブ取引の清算、オープンエンドファンドや MMF の流動性ミスマッチによる脆弱性の問題などについて、追加的な規制改革の検討が必要になるかもしれない。

新型コロナウイルスの経済と金融システムへの影響や、世界経済の回復経路が今後どうなっていくかが不透明・不確実な中で、金融市場混乱の教訓から学び今後の規制改革に取り組んでいく各国当局や国際機関の動きに注目したい⁽¹²⁾。

以上

11 新型コロナウイルスショックへの対応を考慮し、デリバティブ取引の清算に係る規制の対象拡大は、最終フェーズの実施が延期されている。金融庁による紹介“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年延期の合意について”2020年4月を参照。

<https://www.fsa.go.jp/inter/bis/20200406-2/20200406-2.html>

12 英国当局による金融規制の最新の動き（気候変動対応や金利指標改革、プレグジット対応など）については、磯部昌吾：“コロナ禍を踏まえた英国金融規制の方向性—気候変動対応と金利指標改革の重視の継続—”野村資本市場クォーターリー、2020 Summer を参考にさせていただいた。

補論：金融市場の流動性ストレスに対して中央銀行が果たすべき役割

金融安定レポートは、中央銀行の措置の効果を検討しているが、囲み記事（Box7）では、市場の流動性の支える中央銀行の役割と介入のリスクを論じている。概要は以下の通り。

ストレス時には市場を通じた流動性へのアクセスが途絶しうる。市場参加者が流動性リスクを管理すべきだが、あらゆるショックへの自己保証は、現実的でも効率的でもない。深刻なストレス時には、市場の機能を支援するため、中央銀行には流動性の支えを提供する役割があり、さもなければ広範な金融システムが混乱し経済活動が損なわれる。

伝統的に中央銀行は、中核的な銀行システムを通じた流動性保証提供に焦点を当てていた。世界金融危機以降は流動性供与の枠組みが拡張され、主な変化は、適格担保の範囲拡大、金融政策操作の期間延長、借入コスト引下げである。また、銀行からノンバンクに資金仲介が移ると共に操作対象が拡大され、BOE は、清算機関とブローカー・ディーラー、小規模な銀行とビルディングソサエティを流動性支援操作の対象に加えた。

流動性ショックには、中央銀行による流動性と主要な市場での市場機能の支援が必要であり、中央銀行の行動には、貸出操作の変更、担保方針の変更、そして“最後のマーケットメーカー（MMLR）”が含まれる。3月には新型コロナウイルスの経済へのショックに対応し市場を安定化させるため、急速かつ前例のない規模で、協調した行動がとられた。貸出と大規模資産購入を組合せた行動は、市場の安定に効果的なことが分かった。

ただし、中央銀行の介入にはコストとリスクがある。貸出や資産購入では、公的な資金がリスクにさらされ、また、中央銀行の介入は市場参加者のインセンティブに影響しかねず、過度なリスクテイクを促して（モラルハザード）将来の金融安定に有害かもしれない。適切な規制要件と監督はこうしたリスクを軽減できるが、それにもコストがある。

ディーラーの仲介能力との対比でみた市場型金融拡大に照らして、目的を効果的、効率的に達成し続ける適切な手段を持っているかは、最重要な問題である。どの市場と証券で介入の準備をするべきか。MMLR を含む介入の指針となる原則をより明確にできるだろうか。どうすれば介入の潜在的なリスクを、規制と監督の組み合わせ、ファシリティの利用と担保の適格性、適切なファシリティの価格によって、もっともよく管理できるだろうか。

FPC は、国際的に行われつつある市場型金融の強靱性の再検討と合わせて、こうした問題に対するさらなる作業を支持する。ただし、中央銀行の介入は、流動性ストレスを生じさせる金融市場の脆弱性を軽減する改革を代替はできないとの認識が、重要である。