

**FSB、IOSCO の 2020 年の活動と 2021 年作業計画**  
**～新型コロナの影響、ノンバンク金融仲介のリスクに対応**

2021 年 2 月 28 日（追加図表を補記）  
佐志田 晶夫  
（公益財団法人日本証券経済研究所）

## FSB、IOSCO の 2020 年の活動と 2021 年作業計画

### ～新型コロナの影響、ノンバンク金融仲介のリスクに対応

#### 要約

新型コロナのパンデミックは、グローバルな経済と金融に大きな打撃を与え、FSB は主要国の当局間の情報共有と連携、政策協調の支援に注力した。金融危機後の規制改革で主要金融機関の資本と流動性が増強されていたため、各国当局はバッファの利用を促し、規制の柔軟性を活用、前例のない金融・財政政策を行って金融システムの安定を確保した。

2021 年の作業計画で FSB は、様々な政策措置の段階的解除での連携や新型コロナの影響による金融システムへのショックの教訓の整理、MMF や投資ファンドなどノンバンク金融仲介（NBFI）の脆弱性への対応に取り組む方針である。新型コロナによって生じた問題からの教訓については、市中協議を経て 10 月に最終報告書を公表する予定。加えて、地球温暖化と気候変動が金融に及ぼす影響への対応など、新たな課題への取り組みも強化する。

FSB の 2021 年の優先分野をまとめると、①新型コロナへの対応に関し、引き続き国際的な協力と協調を支援、②ノンバンク金融仲介（NBFI）部門の利点を保ちつつ強靱性を高める、③中央清算機関（CCP）の強靱性、再建及び破綻処理可能性の向上、④クロスボーダー送金システム強化を進めるとともにステーブルコインの監督アプローチを報告、⑤気候変動への対応とサステナブルファイナンスへの取り組み強化、である。

2020 年の活動を振り返ると、当初の作業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 からの移行が主なテーマであり、グローバルな金融安定のサーベイランス枠組みも課題とされていた。だが、新型コロナの影響により、3 月の G20 蔵相・中銀総裁からの要請を踏まえて、FSB は国際協調への取り組みに注力、4 月には、メンバーのリソース制約を考慮して作業の優先順位を見直すとしていた。

当初計画と実績を対比すると、4 月、7 月、11 月に「新型コロナの金融安定への影響」報告書が公表、更新され、「3 月に生じた市場混乱についての包括的なレビュー」も 11 月に公表された。一方、クロスボーダー送金のロードマップは段階的に進められたが、破綻処理態勢などはスケジュールが先延ばしされている。なお、新型コロナの影響に対処しつつ、気候変動が金融安定に与える影響の調査が行われ、気候変動関連のレポートが公表された。

IOSCO も、活動の優先順位見直しを余儀なくされた。2020 年 1 月 30 日に公表した当初計画では、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、市場分断の5項目が優先課題であり、また、継続的課題としてサステナブルファイナンス、成長・新興市場でのフィンテックが挙げられていた。だが、4月に作業計画の優先順位の見直しを表明、証券市場規制・監督当局が対応する新型コロナウイルス危機で生じた課題に資源を振り向けることとした。

IOSCO の活動実績をみると、4月から6月には新型コロナ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などが行われた。その後は、徐々に既存の作業が再開された模様であり、関連する報告書や市中協議文書が公表されている（5月にアウトソーシング、6月にAIと機械学習など）。なお、4月にはサステナブルファイナンス関連の報告書も公表された。

新型コロナの影響に関しては、市場混乱時のMMFの動向分析及びMMF関連の規制改革の実施状況テーマレビューが11月に公表され、FSBの報告書でも活用されている。NBFIの金融安定への影響、システミックリスクの分析は2021年以降も継続的な課題である。

IOSCO の年次総会（第45回）は、当初予定を変更して11月にバーチャル開催され、サステナブルファイナンス、金融安定リスク、市場分断、資産運用とリテール市場のコンダクトの進捗状況などが議論された。2021年の優先課題には、金融安定とNBFIでのシステミックリスク、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靱性が挙げられた。

なお、IOSCO は、新型コロナの影響についての調査を継続している。12月にETFについての業界調査を開始したが、これは、2020年3～4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。また、新型コロナのリテール市場への影響では、リテール市場コンダクトタスクフォースの報告書を12月に公表、新型コロナ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に当局が行った施策を説明し教訓を検討した。今後、リテール市場のコンダクト問題に対処するガイダンスを作成する。さらに、2月には新型コロナに対応した政策措置が信用格付けの維持に及ぼした影響を評価した上で、政策措置の解除は慎重に行うべきだとしている。

補記：IOSCO は2月26日に2021～22年の作業計画（主なレポート公表の予定など）を公表した。このため2月28日に、作業計画の概要を筆者がまとめた図表9-①と図表9-②を本稿の20～21ページに追加した。

## FSB、IOSCO の 2020 年の活動と 2021 年作業計画 ～新型コロナの影響、ノンバンク金融仲介のリスクに対応

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～新型コロナに対応し FSB、IOSCO では活動の優先順位が変化

昨年、FSB(金融安定理事会)や IOSCO (証券監督者国際機構)は、新型コロナの経済・金融への影響によって作業計画の変更を余儀なくされ、グローバルな金融システムの脆弱性懸念への迅速な対応、各国間の情報共有や政策協調の支援への取組みに注力し、規制・監督当局や金融機関の業務運営への制約も考慮して活動の優先順位を見直した<sup>(1)</sup>。

2021 年の FSB の作業計画<sup>(2)</sup>が公表されたが、異例な措置は峠を越えつつあり、支援措置の段階的解除の検討や新型コロナによる金融システムへのショックから得られた教訓の整理、ノンバンク金融仲介(NBFI)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も重要である<sup>(3)</sup>。

本稿では、FSB の 2021 年の作業計画を紹介することで、グローバルな金融システムの課題を概観する。また、公表された報告書などに基づいて FSB の昨年の活動を振り返り、新型コロナに対する当局間の協調など、FSB による支援と問題の初期的な分析を整理したい。加えて、NBFI への対応(MMF からの資金流出と金融市場への影響の分析<sup>(4)</sup>)など、IOSCO が行った活動を紹介、合わせて他の分野を含む IOSCO の動向もまとめてみたい。

---

1 FSB: “FSB work programme for 2020”, 17 December 2019 及び “Reprioritisation of the FSB work programme” 13 November 2020 を参照。なお、報告書公表などの 2020 年の当初計画と実績は後掲。

2 FSB: “FSB Work Programme for 2021”, 20 January 2021 参照。

3 新型コロナの金融システムへの影響に関する FSB の対応については、FSB: “COVID-19 pandemic: Financial stability impact and policy responses” 17 November 2020 参照。7 月版は拙稿: “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” 当研究所トピックス 2020 年 8 月で紹介。また、FSB: “Holistic Review of the March Market Turmoil” 17 November 2020 を参照。なお、拙稿 “FSB レポート「2020 年 3 月の市場の混乱についての包括的レビュー」の紹介” 当研究所トピックス 2020 年 12 月で概要を紹介。

4 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。本稿、参考Ⅱで概要を紹介。

各種報告書の公表予定から FSB の 2021 年の活動計画をみると、G20 蔵相・中銀総裁会合及び G20 サミットに合わせたスケジュールが設定され、新型コロナ対応措置や昨年 3 月の市場混乱を踏まえた対応については、4 月、7 月に市中協議文書や中間報告を行い、10 月に最終報告書を公表する予定である（図表 1）。

FSB は、新型コロナがグローバルな金融システムに及ぼした影響に関して、状況の監視と各国当局の情報共有、対応措置での協調などで貢献・支援してきた。21 年には状況を注視しながら様々な措置の着実な解除に向けた動きになると想定、得られた教訓の調査・総括を計画している。具体的には、金融システムの脆弱性や市場の混乱でのノンバンク金融仲介（NBFI～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。

| 図表1：2021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                                                                             |
| 2月                                                                     | 各国ピアレビュー インドネシア                                                                                                                                                                                                                                            |                                                                                  |
| 3月                                                                     | 各国ピアレビュー 英国                                                                                                                                                                                                                                                |                                                                                  |
| 4月                                                                     | <b>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</b><br>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<br>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                                                                     | バйл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                                                                     | <b>市中協議文書：MMFの強靱性を高めるための政策提言</b><br><b>中間報告書：COVIDイベントから得られた教訓</b><br>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<br>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<br>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<br>G20向け提出物<br>G20向け提出物<br>G20向け提出物<br>G20向け提出物                         |
| 10月                                                                    | <b>最終報告書：MMFの強靱性を高めるための政策提言</b><br><b>NBFI作業計画の進展状況に関する報告書</b><br>金融規制改革の実施状況と効果についての年次報告<br><b>最終報告書：COVIDイベントから得られた教訓</b><br>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<br>サイバー事象の報告に関する報告書<br>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<br>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<br>G20向け提出物<br>G20向け提出物<br>G20向け提出物<br>G20向け提出物<br>G20向け提出物<br>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<br>2021年破綻処理改革の実施に関する報告書                                                                                                                                                                                                  |                                                                                  |
| 12月                                                                    | NBFIについての年次モニタリングレポート2021<br>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)。 |                                                                                                                                                                                                                                                            |                                                                                  |

他の G20 向け報告には、気候変動がもたらす金融リスクについての対応（データギャップや開示など）、昨年から継続する課題である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）がある。いずれも、近年、取り組みが強化されてきたものである。一方、後述するように、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。

## Ⅱ. 2021 年の作業計画の主なポイント

### 1. 新型コロナ対応を踏まえた優先分野と新しい取り組み

2021 年の作業計画は、優先順位の戦略的なシフトを反映し新たな課題への対応力を確保してグローバルな金融安定を目指すという考えに基づいているようだ。また、新しいリスクの発生を特定、評価、対処するモニタリングを強化し、金融危機後の規制枠組みが機能しているかの評価も続ける。具体的には、以下の分野への対応を優先している<sup>(5)</sup>。

#### ①新型コロナへの対応に関して国際的な協力と協調を支援する

グローバルな金融システムの脆弱性評価、政策対応の情報共有、一時的な政策措置の有効性評価と将来のタイムリーな解除での協調、既存の国際金融基準の柔軟性活用と政策対応の首尾一貫性を、基準設定主体と共に監視することを含む。以下に焦点を合わせる。

- ・柔軟性を持って新型コロナ対応に関する作業を継続。新型コロナに関連する脆弱性と政策面の課題を含め、必要に応じた調整を行う。
- ・新プロジェクトとして、基準設定主体と共に金融安定に関して新型コロナの影響から得られた初期的な教訓を評価し、G20 に報告する。

#### ②ノンバンク金融仲介（NBFI）部門の利点を保ちつつ強靱性を高める

“3 月の市場の混乱についての包括的レビュー<sup>(6)</sup>” で NBFI の強靱性の改善策を策定。基準設定主体、国際機関と共にこれを実施し、調整、監督を行う。2021 年は、下記を目指す。

- ・MMF、オープンエンド投信、証拠金実務、流動性、中核的な債券市場の構造と強靱性、クロスボーダーなドル資金調達などの課題に対処。債券市場の流動性への規制改革の影響評価を開始する。
- ・主要な成果物は、MMF の強靱性強化の政策提言（IOSCO による分析は本稿 23 ページの参考Ⅱ参照）、NBFI の強靱性を強化するための作業計画の進捗状況報告を予定している。

#### ③中央清算機関（CCP）の強靱性、再建及び破綻処理可能性を向上する

市場の混乱は、集中清算が金融安定にもたらす利点を明確にしたが、その反面、清算機関のシステム上の重要性がさらに高まった。清算機関への対応に、こうした変化を反映する必要がある。FSB と CPMI（決済・市場インフラ委員会）、IOSCO 及び FSB の破綻処理運営グループの議長は、清算機関の破綻処理財源の問題での協調と実施を提案している。

- ・中央清算機関（CCP）の強靱性、再建及び破綻処理可能性をさらに高める財源に関し、国際的な方針の必要性を検討、必要に応じて開発する。これには、清算機関の破綻処理可能性

---

5 FSB：「IIF Webinar 「In Conversation with Dietrich Domanski, FSB Secretary General—A Review of the FSB current priorities and recent Reports」, 1 December 2020」及び金融庁：「金融庁の 1 年：2019 事務年度版」参照。

6 FSB：「Virtual workshop on the FSB holistic review of the March market turmoil」, 18 December 2020）参照。

向上に新しい種類の事前に調達済の財源が必要かに関する評価を含んでいる。

#### ④クロスボーダー送金システムの強化、ステーブルコインの規制・監督アプローチ

2020 年 10 月にクロスボーダー送金のシステムとプロセス改善のロードマップが公表され、FSB は CPMI 及び他の基準設定主体、国際機関と連携してロードマップを実施する。また、グローバル・ステーブルコインの規制・監督アプローチについて議論を続ける。

- ・2021 年にはロードマップに挙げられたいくつかの活動を完成させる。これはロードマップの数値目標の開発、データ枠組みについての状況把握とグローバルなデジタル固有識別子の範囲・障害の探査とその開発を含む。

- ・G20 向け成果物は、ロードマップの実施状況の更新レポート、目標の提出と G20 による承認。また、ステーブルコインに対する規制・監督上のアプローチを報告する予定。

#### ⑤気候変動への対応とサステナブルファイナンスに取り組む

脆弱性評価に係る常設委員会の下で気候変動が金融安定に与える影響の調査が行われてきた。調査結果を踏まえ、気候関連リスク監視のためのデータ、データギャップを評価する。また、気候関連金融リスクのグローバルに整合的で比較可能な企業による開示は、市場参加者と金融規制・監督当局にとってますます重要になってきており、これにも取り組む。

- ・FSB は基準設定主体及びその他の国際的な団体と共に、グローバルに比較可能で高品質かつ監査可能な TCFD の勧告に基づく開示基準を探索する。

- ・気候変動の金融への影響とサステナブルファイナンスの分野での進展を 2021 年 7 月の G20 蔵相・中銀総裁会合に報告する。

- ・FSB は、金融機関での気候関連リスクに対処に関する規制・監督上のアプローチを検討し、原則または提言を開発することを検討する。

### 2. 金融安定に関する進行中の活動の継続と完成

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課題への取り組みを継続する。

#### ①ベンチマークの移行

新型コロナパンデミックに伴う金融市場の混乱は、LIBOR の基本的な弱点を更にはっきりさせ、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。

- ・FSB は、市場参加者の準備状況を監視し、新しいベンチマークへの円滑な移行を確実にする指針を出し、進捗状況を G20 に報告する。

#### 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、スーパテック、ビッグテックに伴う問題を含め、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の作業を継続する。また、サイバーレジリエンス強化に関する作業を行い、サイバー用語集を改訂することやサイバー事象の規制上の報告の収斂について探求する。

- ・サイバー事象の規制上の報告に関する現行の実務慣行の状況を把握し、報告実務の一層の収斂が可能なかを探求する。

- ・規制・監督上の協調常設委員会(SRC)は、「第三者機関へのアウトソーシングに関する規制・監督上の論点（ディスカッション・ペーパー）」について、外部のステークホルダーとのバーチャルなアウトリーチを開催する予定。

### 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を開発する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中断されていたものであり、金融安定への新しい及び発生しつつあるリスクの特定が含まれる。

### ④市場の分断化への対処

各国の規制・監督の相違や金融危機後の規制改革・強化の実施時期の違いが、意図せずにグローバルな金融市場での活動を制約するとの懸念が指摘され、G20 大阪サミットではこうした悪影響には“規制・監督上の協力等により対処する”とされた（首脳宣言）。

FSB は、様々な取り組みで横断的に、有害な市場分断に対処し、課題と方針策定の議論を続ける。IOSCO は 2019 年 6 月の報告書「市場分断とクロスボーダー規制」で市場分断の事例をまとめ、2020 年 6 月には分断に対処する“依拠のプロセスに関する好事例”を公表している。2021 年の活動にはその後の更新が含まれる。

### 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”の実施と TLAC 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。

## 3. 金融安定での課題についての定期的なモニタリングと報告

FSB は、主要なモニタリングと報告は継続するが、報告の一部は簡素化する方針である。

- ・半年毎に IMF と共同で行う早期警戒演習への貢献を継続する。
- ・NBFI についての年次モニタリングレポートは簡素化し刊行する。
- ・FSB と基準設定主体は、G20 規制改革の実施を継続的に監視し、簡素化した形で定期的な進捗報告、評価、ピアレビューを行う。
- ・会計及び監査基準の首尾一貫した適用を促し続け、監査品質を高める。



### Ⅲ. FSB の 2020 年の活動を振り返る

#### 1. 2019 年末時点の計画と 2020 年の活動実績の比較～新型コロナ対応のために変更

2019 年 12 月公表の当初計画では、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の検討も予定されていた（図表 2）。

| 図表2：2020年のFSB（金融安定理事会）の主要な報告書の公表計画（当初）                          |                                                                                                                                                                                                |                                                          |
|-----------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|
| 時期                                                              | 報告書                                                                                                                                                                                            | コメント                                                     |
| 2月                                                              | 各国ピアレビュー メキシコ、南アフリカ                                                                                                                                                                            |                                                          |
| 4月                                                              | 市中協議文書「ステーブルコインに関する規制上の課題への対応について」<br>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」<br>市中協議文書「CCPの破綻処理財源」                                                                                                    | G20向け提出物<br>G20向け提出物                                     |
| 5月                                                              | 各国ピアレビュー ドイツ                                                                                                                                                                                   |                                                          |
| 6月                                                              | 実効的な破綻処理の主要な特性の保険への適用に関する評価手法<br>市中協議文書「銀行の「大きすぎて潰せない問題（TBTF）」での改革の効果についての評価」                                                                                                                  | G20向け提出物                                                 |
| 7月                                                              | レグテック及びスーパテックの諸慣行に関する報告書<br>「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」報告書<br>最終報告書「ステーブルコインの規制上の課題について」<br>コルレス銀行業務と送金の銀行サービスでの課題への対処処に関する進捗状況報告書<br>「LIBORからの移行に関する残された課題」報告書<br>FSBの金融安定サーベイランス枠組み | G20向け提出物<br>G20向け提出物<br>G20向け提出物<br>G20向け提出物<br>G20向け提出物 |
| 9月                                                              | TCFD進捗状況報告書                                                                                                                                                                                    |                                                          |
| 10月                                                             | クロスボーダー送金改善の実務的なステップと時間軸の素案を含むロードマップ<br>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<br>市場分断への対応に関する進捗状況報告書                                                                                                   | G20向け提出物<br>G20向け提出物<br>G20向け提出物                         |
| 11月                                                             | 金融規制改革の実施状況と効果についての年次報告書<br>最終報告書：『大きすぎて潰せない問題（TBTF）』に対する改革の影響評価<br>「主要な金利指標の改革」進捗状況報告書<br>2020年のグローバルなシステム上重要な銀行（G-SIB）の特定<br>各国ピアレビュー インドネシア、英国                                              | G20向け提出物<br>G20向け提出物<br>G20向け提出物                         |
| 12月                                                             | NBFIについての年次モニタリングレポート2020<br>最終報告書：CCPの破綻処理財源について<br>2020年破綻処理改革の実施に関する報告書<br>TLAC基準の実施についての諸慣行                                                                                                |                                                          |
| 出所：FSB“FSB Work Programme for 2020”, 17 December 2019, 付属文書より作成 |                                                                                                                                                                                                |                                                          |

2020 年早々に新型コロナの感染が発生、移動抑制・都市封鎖など感染拡大防止策は、世界の経済、金融に打撃を与えた。3 月の G20 蔵相・中銀総裁の要請もあって FSB は、グローバルな金融システムの安定維持のため国際的な協調に取り組み、4 月には、メンバーのリソース制約を考慮して作業の優先順位を見直すことを表明している。

計画と実績を比べると、4 月、7 月、11 月に当初計画になかった“新型コロナの金融安定への影響”報告が公表・更新され、11 月には“3 月に生じた市場混乱についての包括的なレビュー”がまとめられた。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は段階的に進められたが、破綻処理枠組み対応などでは先延ばしもあった。なお、気候変動が金融安定に与える影響の分析が行われ、関連のレポートが公表されている<sup>(7)</sup>。

| 図表3：2020年のFSB（金融安定理事会）の報告書、プレスリリース公表（実績） |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                                                                                  |
|------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| 時期                                       | 報告書                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | コメント                                                                             |
| 1月                                       | NBFIについての年次モニタリングレポート2019                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |                                                                                  |
| 3月                                       | 各国ピアレビュー メキシコ、南アフリカ<br>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<br>「クロスボーダー送金の改善－G20向け第一次報告書」<br>「技術的背景に関する報告書」<br>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」<br>「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」<br>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」                                                                                                                                                      | G20向け提出物<br>G20向け提出物<br>G20向け提出物<br>G20向け提出物<br>G20向け提出物                         |
| 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」<br>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<br>「金利指標移行に関する監督上の問題- G20向け報告書」（パーゼル委員会と共同）<br>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<br>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<br>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<br>各国ピアレビュー ドイツ                                                                                                            | G20向け提出物<br>G20向け提出物                                                             |
| 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<br>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）<br>レグテック及びスープレックの監督当局、規制対象機関での利用についての報告書<br>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<br>『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勧告<br>「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」<br>市場分断：継続作業のアップデート<br>LIBORのグローバルな移行に関するロードマップ<br>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<br>TCFD進捗状況報告書 | G20向け提出物<br>G20向け提出物<br>G20向け提出物<br>G20向け提出物<br>G20向け提出物<br>G20向け提出物<br>G20向け提出物 |
| 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）<br>2020年のグローバルなシステム上重要な銀行（G-SIB）の特定<br>金融規制改革の実施状況と効果についての年次報告<br>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<br>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<br>2020年3月の市場の混乱についての包括的レビュー<br>2020年破綻処理改革の実施に関する報告書<br>『主要な金利指標の改革』の2020年進捗状況報告書<br>気候変動の金融安定に対するインプリケーション<br>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                                 | G20向け提出物<br>G20向け提出物<br>G20向け提出物<br>G20向け提出物<br>G20向け提出物                         |
| 12月                                      | NBFIについての年次モニタリングレポート2020<br>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。                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                                                                                  |

7 気候変動への取組みに関して氷見野金融庁長官は、同庁の「サステナブルファイナンス有識者会議」第一回会合で「主に分析の委員会で扱っていたが、私が議長をしている政策形成の委員会で議論を始める。金融機関のリスク管理から見るグループと、開示、ディスクロージャーから見るグループの立ち上げを準備中」としている（議事録から筆者要約）。

(参考) G20 財務大臣・中央銀行総裁は、新型コロナウイルスに関する声明(3月6日)で、各国の協調を表明しFSBなどに対応を要請した(財務省HP(仮訳)より)。

我々は、新型コロナウイルス(COVID-19)の感染拡大がもたらした人道的な悲劇を深く悼んでいる。我々は、感染拡大を防ぎ、感染患者を治療し、更なる伝染を防ぐために、各国が取り組んでいる措置を全面的に支持する。

我々は、2月会合にて合意したように、市場や経済状況に与える影響を含め、新型コロナウイルスに係る進展を注意深く監視している。我々は、経済活動を支えるために各国が打ち出した措置や計画を歓迎する。我々は、ウイルスへの対応を支援し、この局面において経済を支え、金融システムの強靱性を維持するため、財政・金融政策を含め、適切に更なる行動をとる用意ができています。

(中略)

我々は、予想外のショックがもたらす世界経済のリスクを軽減するための協力の必要性を強調する。このため、我々は、IMF、WBG、経済協力開発機構(OECD)、及び金融安定理事会(FSB)と緊密に連携するとともに、特に、情報共有、ニーズの評価、及び各国が新型コロナウイルスの流行に対して実施できる政策オプションの立案のために、世界保健機関(WHO)との強固な協力を支持する。

これと関連するFSBのプレスリリースは下記の通り(部分引用)。

プレスリリース(3月20日):「金融安定理事会(FSB)は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」(仮訳)、金融庁HPより。

(前略)FSBは、新型コロナウイルス感染症の影響によって市場がストレスを受ける中、金融安定を維持するため、積極的に協調している。(中略)FSBは、当局及び金融機関が、既存の国際基準に内在する柔軟性を活用して、市場参加者や、新型コロナウイルス感染症による一時的な困難に直面する事業者及び家計に、継続的な資金へのアクセスを供給するとともに、金融システムにおける資本・流動性リソースが必要な場面で確実に利用できるようにすることを奨励する。

プレスリリース(4月2日):「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」(仮訳)、金融庁HPより。

新型コロナウイルス感染症関連のFSBの作業には、(i)金融安定上の脅威の動向や金融当局による政策対応に係る定期的な情報交換、(ii)金融リスクや脆弱性の現状評価、(iii)グローバルな金融安定の維持、市場が開かれ機能を継続すること、および、金融システムに、COVID-19に直面する家計や企業に役立てられ、そのことによって成長回復に資する資金を供給できるだけの信用供与の余地を確保するための政策の協調、が含まれる。

加えて、FSBは、今次危機の間のFSBにおける作業の価値を最大化し、メンバーのリソースを有効活用するために、2020年の作業計画における優先順位を再検討している。

## 2. FSB の新型コロナの影響への対応と市場の混乱についての分析

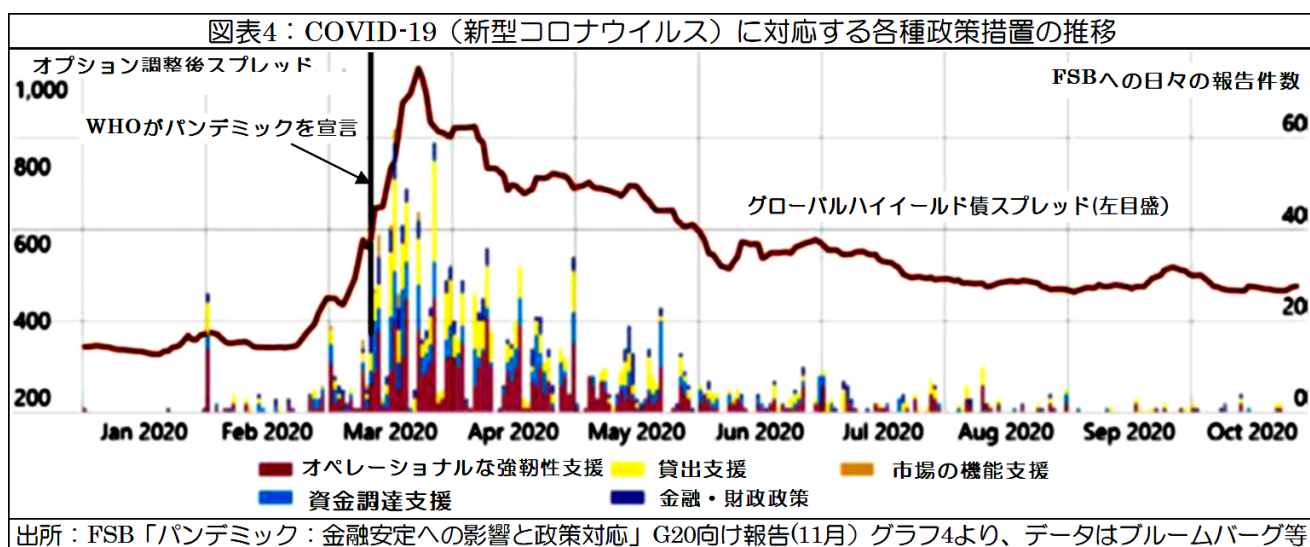
FSB の報告書で新型コロナの影響、当局や FSB の対応と市場の混乱の状況を振り返る。

### (1) 11 月公表の「新型コロナの金融安定への影響と政策対応」報告書

11 月公表の「金融安定への影響と対応」報告書では、経済・金融の回復傾向がみられるが感染再拡大が懸念されるとしている。(7 月時点の報告書については注 3 の拙稿参照)。

断固とした政策措置に支えられて、7 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。ただし、リスクは高止まりし、新型コロナ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、投資家の相場心理の急変に左右されやすい状況は続いている。世界的な感染再燃では多くの地域で回復の動きが後退、抑制措置やパンデミック期間の不確実性が非金融部門をより脆弱にし、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による債券で調達が抑制される懸念がある。

新規の政策措置は減少傾向であり(図表 4)、既存措置の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では例外的に解除の動きもある。



FSB は、基準設定主体と共に活動し、FSB の原則<sup>(8)</sup>に則った基準の柔軟性の活用と基準との整合性に関する監視を続けている。新型コロナショックに対応した一時的措置の大半は、国際基準で利用可能な柔軟性と整合的なものである。

8 4 月に FSB はパンデミックへの公的当局対応について、当局間の情報共有や国際基準に内在する柔軟性の活用、当局と金融機関の業務上の負担軽減など 5 原則を設定している。注 3 の拙稿(トピックス：2020 年 8 月)を参照。

各国当局は、どんな政策が有効だったかの教訓を得る必要があり、FSB は各種の政策措置の有効性を測るため成果を監視している。FSB は様々な指標で各種の政策や市場の機能を評価しており、政策は必要に応じて調整し対象を絞る柔軟性を保つべきである。

個々の金融機関の保護とシステム全体を守るのとは異なる。システミックなストレス状態では、個別金融機関は資本を保つために貸出削減のインセンティブがあるが、全体でみれば信用収縮の回避に利点がある。当局はこうしたマクロプルデンシャルなトレードオフを適切に検討し、銀行の資本バッファ利用を監視して活用を促すべきである。

ストレステストなどの分析手段は、金融安定への潜在的なソルベンシーリスクの評価と政策対応の調整への情報として重要であり、当局による将来の政策に関する期待のコミュニケーションは、状況が変化し見通しが不確実なときに確信を維持するために重要である。

金融安定維持を支えて、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の能力を堅持するには、以下の点での緊密な国際的な協力の継続が必要である。

- ・潜在的な脆弱性を早期に特定するため、金融安定へのリスクに関する情報を評価、共有。
- ・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、ノンバンク金融仲介部門がショックを増幅しリスクを高めかねない。NBFI への国際的な規制面で連携する。
- ・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。
- ・新たに生じつつある金融安定へのリスクに、各国当局が効果的に対応する能力は、クロスボーダーでの協力に依存する。FSB は危機管理対応<sup>(9)</sup>への支援を続ける。
- ・新型コロナの影響への政策対応の有効性には、実施された措置が必要な限り維持されることが重要である。措置の解除は、急激な効果やクロスボーダーな波及を避けるために注意深い評価と段階的な実施が必要である。FSB は検討すべき諸要因を幅広く議論していく<sup>(10)</sup>。

## (2) 3 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

新型コロナの影響への投資家等の反応で、2020 年 3 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<sup>(11)</sup>、MMF やオープンエンドファンドなどでの問題分析と今後の対応、規制の再検討に関する計画を公表し、2021 年の作業計画に含めている。拙稿（注 3 参照、トピックス 2020 年 12 月）を元に要点のみ紹介する。

---

9 ドマンスキーFSB 事務局長は、重要な金融機関の再建・破綻処理のために設立された危機管理グループなどを通じた活動が、政策当局間の情報共有に有効だったとしている（注 5 のウェビナーでのコメント）。

10 2021 年の作業計画では“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”を 4 月に報告。

11 より詳しくは注 3 の拙稿（トピックス：2020 年 12 月）と注 6 の FSB のバーチャルワークショップを参照。

3月11日のWHOによるパンデミック表明が投資家の極端な行動と市場変動を招き、現金の需要が極度に増加、金融機関の資産売却、投資ファンド解約やデリバティブ市場での証拠金請求とノンバンクのポジション解消の動きなどが生じた。各国の中央銀行と金融当局が、大規模な資産購入や流動性ファシリティ創設、ドルスワップラインの拡大・設定、一時的な規制緩和などを実施し、緊張は和らぎ資産市場価格は回復に向かっていった。



市場混乱の深刻化に影響した構造的な諸要因には、金融危機後の規制改革と市場主導での調整、ドルでの資金調達の動向、技術進歩、ノンバンク金融仲介（NBFI）の役割拡大などがある。グローバルな金融資産に占める NBFI 部門の比率が高まったが、これには投資ファンドの寄与が大きい。変化の背景には、人口高齢化による資産蓄積、金融緩和の持続と利回り追求の動き、規制改革による銀行経由ファイナンスのコスト上昇などがある。

ストレス伝播のメカニズムとしては、非公的債務 MMF やオープンエンド投信からの資金流出、変動及び当初証拠金請求による流動性需要、ディーラーの仲介能力の制約、高レバレッジ投資家の活動、決済でのフェイル発生があった。また、システム全体での流動性管理、NBFI 部門と銀行の相互関連や主要国債市場の構造、CP、CD 市場の流動性、米ドル資金調達の脆さにも問題があった。NBFI 部門の強靱性の向上が必要である。

FSB は、NBFI 部門の利点を保ち、強靱性を高めるための作業計画を策定した。この作業計画は、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、NBFI のシステミックリスクに対処する政策の3分野からなる。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って、作業計画を段階的に実施する方針である。2021 年の計画では、MMF の強靱性を高めるための政策提言についての市中協議文書（4 月）と最終報告（10 月）、NBFI 作業計画の進捗状況の報告（10 月）を予定している。

| 図表6：NBFI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の構造的な問題と相互連関の分析を深める。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。 |                                                                                                     |                                  |

#### IV. IOSCO の 2020 年の活動と 2021 年の課題～市場混乱での NBFI の問題を分析

IOSCO では、①金融安定と NBFI 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が、従来からの課題に追加される優先課題だとしている<sup>(12)</sup>。2020 年の IOSCO の優先課題の変化と活動実績を振り返るとともに、2021 年の作業計画のポイントを紹介する。

##### (1) 当初の 2020 年作業計画での重点分野

2020 年 1 月 30 日に公表された当初計画によると<sup>(13)</sup>、2016 年の代表理事会決定による課題は、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、金融技術革新であった。これに 2019 年のリスクア

12 IOSCO のプレスリリース “IOSCO Annual Meeting addresses the impact of COVID 19 and other critical matters on securities markets” 23 November 2020 参照。日本証券業協会の昨年 12 月の会長記者会見資料 “IOSCO 協会員諮問委員会（AMCC）年次総会等の模様について” と証券業報 2020 年 12 月を参考にさせていただいた。

13 2020 年（当初）作業計画及び見直しは、IOSCO：“Board Priorities - IOSCO work program for 2020” ,30 January 2020 と IOSCO: “IOSCO reprioritizes its work program to address impact of COVID-19” ,08 April 2020 を参照。



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。なお、継続的な課題にはサステナブルファイナンス、成長・新興市場でのフィンテックがあった。

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5項目が優先課題とされた。デジタル化やフィンテックの影響は新たな課題とされ、追加的な課題として企業債務水準の上昇とその資本市場へのリスク（CLO など）が指摘されていた。これらを踏まえ、IOSCO の当初の活動予定、目標とした成果物を整理すると（図表 7）の通りである。

| 図表7：IOSCOの2020年作業計画（当初）の概要                                                                                                                                                                                                                                              |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>・企業債務とレバレッジドファイナンス</li> </ul> 成果物：レバレッジドローンとCLO市場での行為関連の問題に関する報告書                                                                                                                                                                |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>・暗号資産</li> </ul> 成果物：暗号資産取引プラットフォームに関する問題、リスク、規制の検討についての最終報告書。暗号資産にエクスポージャーがある投資ファンドへの懸念を検証する規制リスクのレビューを実施。グローバル・ステーブルコインの規制上の課題についての報告書                                                                                         |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>・証券及びデリバティブ市場での市場分断</li> </ul> 成果物：依拠のプロセスに関する好事例についての報告書。<br>監督カレッジ及びその他の監督当局の協力を強化するためのメカニズムの利用をレビュー。                                                                                                                          |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>・AI（人工知能）と機械学習</li> </ul> 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市中協議報告書。<br>同じく最終報告書。                                                                                                                                                |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>・パッシブ投資とインデックスプロバイダー</li> </ul> 成果物：株式資本市場でのパッシブ投資の成長の影響に関するテーマ分析。<br>インデックス提供での行為関連の問題についての報告書。                                                                                                                                 |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>・リテール販売とデジタル化</li> </ul> 成果物：リテール投資家に対するオンライン・マーケティングと販売（クロスボーダーな側面を含む）についての市中協議報告書。<br>同じく最終報告書。                                                                                                                                |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>・資産運用分野での課題（流動性リスク管理、投資ファンドでのレバレッジについてのデータ収集、ETF市場についての追加作業）</li> </ul> 成果物：流動性リスク管理についての勧告(2018年)の実施状況のテーマレビューを開始。<br>投資ファンドのレバレッジの動向を測るためのデータ収集計画の策定。<br>ETF市場の分析。市場での問題～裁定とトレーディング及び投資家に関する問題。ETFの規制に係る原則（2013年）の必要に応じた更新を含む。 |
| 出所：IOSCO“Board Priorities - IOSCO work program for 2020”, January 2020より作成                                                                                                                                                                                              |

## （2）新型コロナの影響を踏まえた優先順位見直し

2020 年 4 月に IOSCO は作業計画の優先順位の見直しを表明、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、資源を振り向けるための作業計画の見直しで合意した。作業の中断や先延ばしは、下記の原則（認識）で判断するとされている。なお、IOSCO は、本部（マドリッド）での感染



者の確認と 3 月 11 日以降は在宅勤務となっていたことを公表している<sup>(14)</sup>。3 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（新型コロナによって）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、また、最終報告書を実行に移す金融機関の能力を阻害する。
- 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）。

新型コロナの影響を受けた分野に資源を振り向ける必要があり、市場型金融の分野は、高いボラティリティ、流動性制約、循環増幅などの問題に曝されているため、当局などは対応に多大な資源が用いている。例えば、投資ファンドの検証、金融デリバティブや証券の集中清算の証拠金などリスク管理の課題への対応である。ただし、完成に近い他の作業や G20 向け成果物は、限定的に継続できるし、また、資産運用の関連プロジェクトについてはその時間軸を FSB と連携して対処していく。

金融業界と当局へのアウトリーチが伴う作業、例えば、AI と機械学習利用の分析、パッシブ投資とインデックス提供者、市場データの問題などは中断・先延ばしする。一方、市場分断対応での他国の規制・監督への依頼のプロセスの好事例など、完成が近く当局や業界の負荷が限定的なものは継続、新型コロナ危機の文脈から生じる投資家保護の問題、市場の公正性（インテグリティ）、行為リスクの調査にも資源を振り向ける方針である。

### （3）2020 年の活動実績～新型コロナの影響分析に注力しつつ既存の活動も遂行

IOSCO の 2020 年の活動実績をみると、4 月から 6 月には新型コロナ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た。その後は先延ばししていた作業が徐々に再開され、報告書や市中協議文書が公表されている（5 月にアウトソーシング、6 月に AI と機械学習など）。新型コロナの影響については、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 11 月に公表された<sup>(15)</sup>。NBFI とその金融安定への影響、システミックリスクの分析と対応は、引き続き重要である。なお、4 月にサステナブルファイナンス関連の報告書<sup>(16)</sup>が公表されている。

---

14 IOSCO “IOSCO staff member in Madrid tests positive for Covid-19” Media Release, 20 March 2020 を参照。

15 注 5 の文献を参照。なお、プレスリリース “IOSCO Reviews Money Market Funds Recommendations and Events Arising from the March 2020 Market Turmoil” Media Release, 20 November 2020 は金融庁「仮訳」あり。

| 図表8：2020年のIOSCO（証券監督者国際機構）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」<br>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」<br>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」<br>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）<br>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」<br>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」<br>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）」<br>最終報告書「テーマ別レビューMMF改革の整合的な実施」<br>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」<br>ETFについての業界調査を実施（回答期限は2021年3月1日）<br>最終報告書「暗号資産に関する個人投資家の教育」<br>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」<br>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。   |                                                                                                                                                                                                                                       |

IOSCO 総会のプレスリリースと日証協の資料によると<sup>(17)</sup>、2020年2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、金融安定とシステミック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された。

FSEGには2つのワーキンググループが設置された。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に関する情報を収集してFSBの脆弱性評価常設委員会に提供。MMFワーキンググループは、流動性逼迫時の現金への逃避事象（dash for cash）により

16 "Sustainable Finance and the Role of Securities Regulators and IOSCO" Final Report, April 2020。当研究所トピックス200年5月：IOSCO 報告書「サステナブルファイナンス及び証券当局とIOSCOの役割の紹介」も参照。

17 注12の資料を参照。

MMF が受けた影響、緊張発生の要因、中央銀行による介入の効果を分析した調査報告書（Thematic Note）を作成している。これは 11 月に公表され、FSB の市場混乱の包括的レビュー策定のためにも提供された。FSB と IOSCO は 2021 年 10 月の G20 までに、規制見直しを含む脆弱性に対応する政策オプションを示す方針である。

#### （4）2020 年の年次総会（バーチャル開催）と 2021 年の活動に向けた動き

IOSCO の 2020 年の年次総会（第 45 回）は、6 月にドバイで開催の予定だったが、新型コロナウイルスの影響で 11 月にバーチャル開催された。会合では、サステナブルファイナンス、金融安定リスク、市場分断、資産運用とリテール市場のコンダクトなどの進捗状況が議論された。2021 年の優先課題には、金融安定と NBFII でのシステミックリスク、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靱性が挙げられた。なお、代表理事会ではサステナビリティに関する首尾一貫した包括的な開示について検討され、12 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」を支持する考えが公表されている。

また、IOSCO の第 5 委員会は 12 月に ETF に関する業界調査を開始（3 月 1 日が回答期限）、これは以前の調査を更新し ETF に関する政策分析を行って、2020 年 3～4 月の市場変動時を含めて ETF（特に債券 ETF）への理解を深めようとするものである。

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<sup>(18)</sup>が 12 月に公表されている。これは、IOSCO メンバーから提供されたケーススタディを用いて新型コロナ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。RMCTF 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ダンスを作成する方針である。

加えて IOSCO は、新型コロナに対応した政策措置（財政、金融政策、健全性規制など）の信用格付けへの影響についての報告書を 2 月に公表している<sup>(19)</sup>。報告書は、様々な措置が経済の悪化を防ぎ、不確実性を低下させ、また流動性支援の効果によって、発行体の格付け維持の効果があったと指摘し、政策措置の解除には慎重さを求めている。

---

18 IOSCO “Retail Market Conduct Task Force Report Initial Findings and Observations About the Impact of COVID-19 on Retail Market Conduct (COVID-19 がリテール市場のコンダクトに与えた影響に関する調査報告書)” Final Report, December 2020. なお、報告書についてのプレスリリースと金融庁の「仮訳」を参照した。

19 IOSCO: “Observed Impact of COVID-19 Government Support Measures on Credit Ratings Final Report”, February 2021 を参照。

IOSCO は 2 月 26 日に 2021 年～22 年の 2 年間の作業計画<sup>(20)</sup>を公表した（報告書の予定など図表 9 参照）。新型コロナの影響、市場の混乱を踏まえた NBFi への対応（MMF、投資ファンドの規制、社債市場の構造、証拠金制度の改善）及びリテール取引でのコンダクトリスク、オペレーショナルリスクが重要な課題である。また、気候変動対応では開示の問題が重視されている。なお、2021 年末には作業計画を再確認する予定である。

図表9-①：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の強靱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</li> </ul> <p>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に関する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）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・社債市場のマイクロストラクチャーと流動性供給</li> </ul> <p>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ついてのFSEGの診断レポート（2021年央）、新型コロナによる市場ストレスの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）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・証拠金請求のダイナミクス（影響波及）</li> </ul> <p>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）</p> <ul style="list-style-type: none"> <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）</li> </ul> <p>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</p> <ul style="list-style-type: none"> <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ドファイナンス（投資家保護と金融安定の観点から分析、次いで証券化について検討）</li> </ul> <p>成果物：レバレッジドファイナンスと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）</p> <ul style="list-style-type: none"> <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”のテーマレビュー</li> </ul> <p>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）</p> <ul style="list-style-type: none"> <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。</li> </ul> <p>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）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・投資ファンドのレバレッジ：投資ファンドのグローバルなレバレッジ動向についてメンバーからデータを収集。</li> </ul> <p>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）</p>                                                                                                                                    |
| II. 新型コロナパンデミックによるリモートワーク移行で悪化したリスク・ミスコンダクトリスク、オペレーショナルな強靱性と詐欺に対処：リテール市場コンダクトタスクフォース（RMCTF）の成果に基づき作業を継続                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <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：IOSCOサステナブルファイナンスタスクフォースの活動                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <p>サステナビリティ報告の完全性、首尾一貫性、比較可能性の改善を目指し、開示の義務化への経路を探索。</p> <p>成果物：サステナビリティ関連の開示に関するレポート（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：パッシブ投資の拡大と要因、ガバナンスや株式市場の効率性への影響、パッシブ投資と他の投資ファンドの相互作用の影響。インデックスプロバイダーと運用会社の問題                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <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>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| IV. パッシブ投資とインデックスプロバイダーの分析：パッシブ投資の拡大と要因、ガバナンスや株式市場の効率性への影響、パッシブ投資と他の投資ファンドの相互作用の影響。インデックスプロバイダーと運用会社の問題                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <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>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |

〔出所〕：IOSCO “Board Priorities - Work Program 2021-2022” ,February 2021より作成

20 IOSCO: “IOSCO Board Priorities - Work Program 2021-2022” February 2021 を参照。

図表9-②：IOSCOの2021～2022年作業計画の概要

|                                                                                                                                                                  |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| V. 証券及びデリバティブ市場での市場分断：各国の規制・監督や規制実施の時期の違いによる有害な市場分断に実務的に対応、規制当局間の協力を強化する。2021年は監督力レッジなどの当局間の協力メカニズムをレビュー。<br>成果物：監督力レッジの利用の好事例のレポート。AMMCから代表理事会への市場分断に関する年次レポート。 |
| VI. 暗号資産（ステーブルコインを含む）：ICOの検証を継続・更新、ステーブルコインの規制上の課題を検討<br>成果物：FSBのステーブルコインの規制・監督・監視についてレポートを補足：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）                     |
| VII. AI（人工知能）と機械学習：資本市場でのAI・機械学習の利用とそれに伴うリスクを探索、規制の指針を検討<br>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。                                                             |
| VIII. リテール販売とデジタル化：デジタル化が急速に進展し金融商品の販売経路が変化、リスク軽減の手段を開発<br>成果物：リテール投資家に対するオンライン・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）。                                                 |

〔出所〕：IOSCO “Board Priorities - Work Program 2021-2022” ,February 2021より作成

## V. 結びに代えて

FSB と IOSCO の 2020 年の活動実績と 2021 年の計画を概観してきた。昨年は、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、緊急性のある課題への取組みに資源を優先的に配分したといえよう。新型コロナにより様々な問題が生じたが、金融システムの中核である主要な銀行などでは、FSB が主導してきた国際金融規制改革によって自己資本と流動性が格段に強化されていた。

このため、銀行部門は、様々な支援措置も活用して実体経済への資金供与を継続し、ショックの軽減に貢献できた。リーマンショックでは金融部門が問題の主な原因でありショックを増幅したが、今回は原因ではなく対応手段の役割を担うことができたといえよう。

また、企業や家計などへの打撃が大きかったこともあり、財政政策や規制の柔軟な運用は市民からも支持された。このため、各国での対応及び国際間の協調はリーマンショック時と比べれば、政治的な障害が相対的に少なかったかもしれない。

一方で、FSB の“市場の混乱についての包括的レビュー”が指摘しているように、金融危機以降のノンバンク金融仲介のシェア増大が、リーマンショックとは異なる形でグローバルな金融システムの安定へのリスクをもたらした。FSB や IOSCO など、2020 年に実施した対応措置及び MMF の動向や規制について分析を踏まえ、教訓を整理した上で 2021 年以降に NBFII 関連規制の再検討を行っていく計画であり、引き続き注目したい。

加えて、コロナ後に向けて世界的にデジタル技術革新の金融への影響と地球温暖化対応・サステナブルファイナンスの重要性が高まっている。FSB の活動ではこれらの問題への取組みも強化されている。IOSCO でも投資者保護、開示などの観点も含めて積極的に取り組んでいく方針だと考えられる。これらの課題にも注意していきたい。

以上

参考Ⅰ：FSBの常設委員会について（FSBのHPと金融庁HPの資料より）

FSBには、本会合（全メンバーでの意思決定）、運営委員会（作業の方向性等を決定）及び常設委員会（各分野で活動）があり、常設委員会には脆弱性評価（SCAV）、規制監督上の協調（SRC）、基準の実施（SCSI）、予算・リソース（SCBR）の4つがある。各委員会の概要は下記の通り。

#### ①脆弱性評価に係る常設委員会

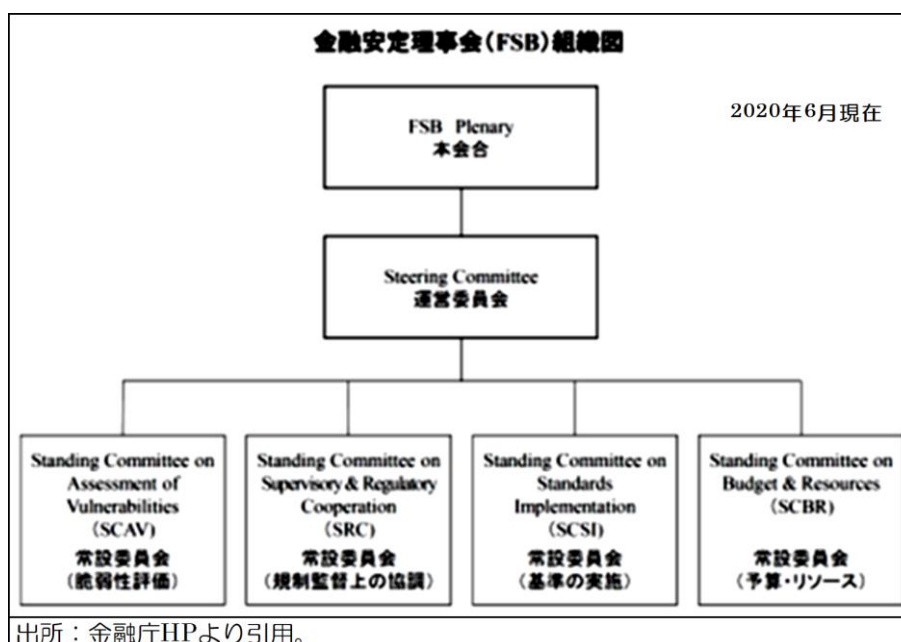
- ・グローバルな金融システムの脆弱性の監視と評価を行い、必要な対応を本会合に提言。
- ・市場及びシステミックな動向とその規制方針への影響を監視し助言。
- ・IMFと共同で実施する早期警戒演習への情報、見解等を提供する。

議長はクラス・クノットオランダ銀行総裁（FSBの副議長、次期議長）。

#### ②規制監督上の協調に係る常設委員会

- ・監督・規制政策の動向に関連する金融安定リスクに対処し、優先順位を特定、異なる政策取組み全体での首尾一貫性の確保を目指す。
- ・監督、規制当局間で生じたクロスボーダーでの影響がある協調の課題の管理を支援し、金融安定へのリスクを生む規制上のギャップを埋めるための政策開発の必要性を提起。
- ・監督カレッジの設立と効果的な機能の指針を策定し監視。
- ・首尾一貫性と協力及び各国間の競争条件の均衡を確実にするとの観点から、規制基準達成のベストプラクティスについて助言し監視する。

議長は氷見野良三金融庁長官。





### ③基準の実施に係る常設委員会

- ・ G20 合意された国際金融基準及び FSB でのコミットメント、提言、関連する団体との協議・協調によるその他の取組みの包括的で厳格な実施状況の監視を、実施モニタリングのための協調枠組み（CFIM）のようなメカニズムを通じて確実にする。
- ・ FSB メンバーのピアレビューを行う。
- ・ メンバーの G20 で合意された国際金融基準や FSB のコミットメント、提言、取組みの実施の進捗について本会合に報告する。
- ・ 健全性規制・監督基準のグローバルな遵守を促す。

議長はレセチャ・クガニャゴ南アフリカ中央銀行総裁。

### ④予算・リソースに係る常設委員会

- ・ FSB 事務局が必要な資源について、現行のマンドートと作業計画、新たに生じている需要を考慮に入れたて評価し本会合に提供する。
- ・ コスト管理を十分に考慮して、FSB 事務局の年次の予算と共に、FSB の中期的な予算と資源枠組みをレビューし、本会合に承認を求める。
- ・ BIS から受領する資金を補うため、中期的な FSB 自身による資源調達を選択肢を特定し評価し、本会合に勧告する。
- ・ 公開審査に耐えるように FSB の財務ガバナンスについて、適切な取決めによって透明性を確保する。

議長はトーマス・ジョーダンスイス国民銀行総裁。

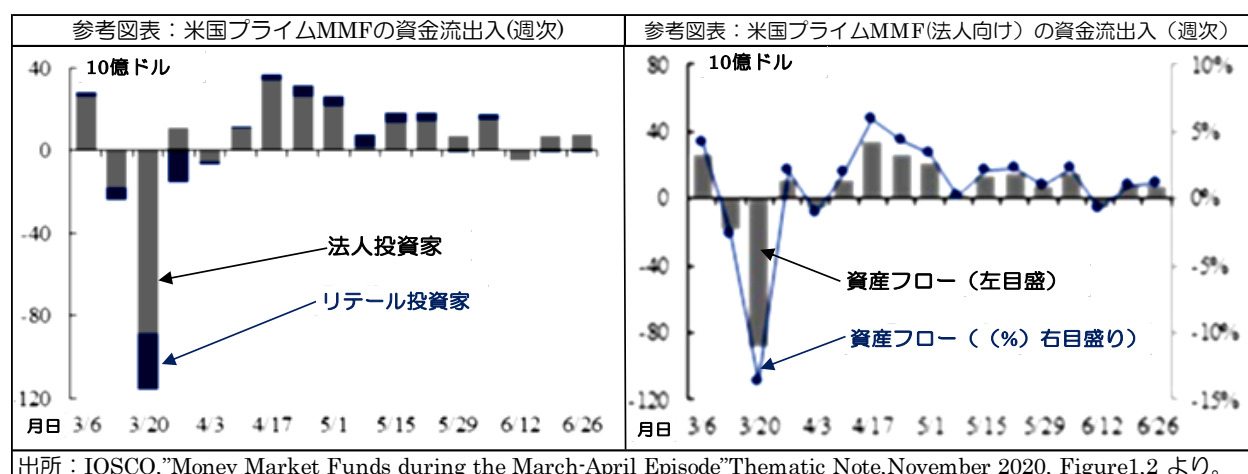
参考Ⅱ：IOSCO のテーマ報告書—市場の混乱時の MMF の動向（Money Market Funds during the March-April Episode-Thematic Note, November 2020）

この報告書は、IOSCO は主要な国々の MMF の動向を調査したもの。MMF は統一された定義はないが、流動性と短期金融市場に沿った収益を提供する投資ファンドという性質を持つ。2020 年 3 月の市場混乱時には、MMF からの資金流出が主要な国々で生じ、市場の緊張が増幅された。ただし MMF の商品性や各国の状況、政策対応による相違もある。報告書の概要を紹介する。なお、IOSCO は、短期金融市場のエコシステムと MMF 規制枠組み強化のために、さらなる分析を行っていく方針である。

- ・ドル建て非公的債務で運用する MMF ではかなりの資金流出が発生<sup>(19)</sup>

米国プライム MMF からは 3 月に 1250 億ドルが流出した。ファンドの流動性低下でゲート（解約制限）条項の適用が懸念され、流出を加速化した可能性がある。この時期には CP 市場などで流動性が低下し、CPFF や MMLF などの流動性ファシリティを FRB が設立、市場のコンフィデンス確保に寄与した。

また、関連会社の取引規制の運用についての SEC の確認を踏まえてスポンサーによる資産買入れが行われ MMF の流動性改善に貢献した。4 月末にはプライム MMF の残高は新型コロナショック前の水準を回復した。

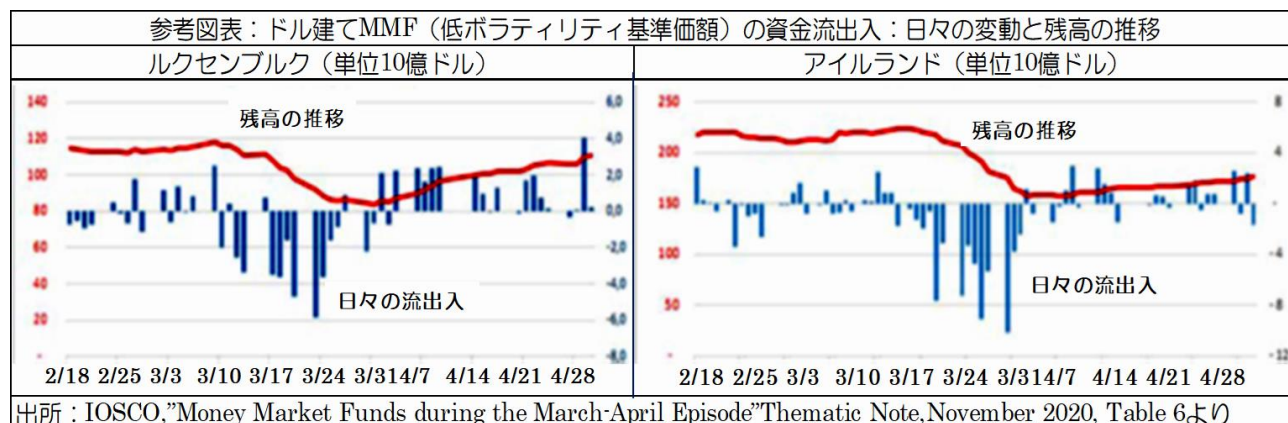


EU では、3 月半ばにドル建て非公的債務 LVNAV(低ボラティリティ基準価額)MMF から、合計で 700 億ドルの資金流出が生じた。ここでも手数料の賦課やゲート条項適用の可

19 米国の MMF の動向については、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” 野村資本市場フォータリー, 2020 秋、を参考にさせていただいた。

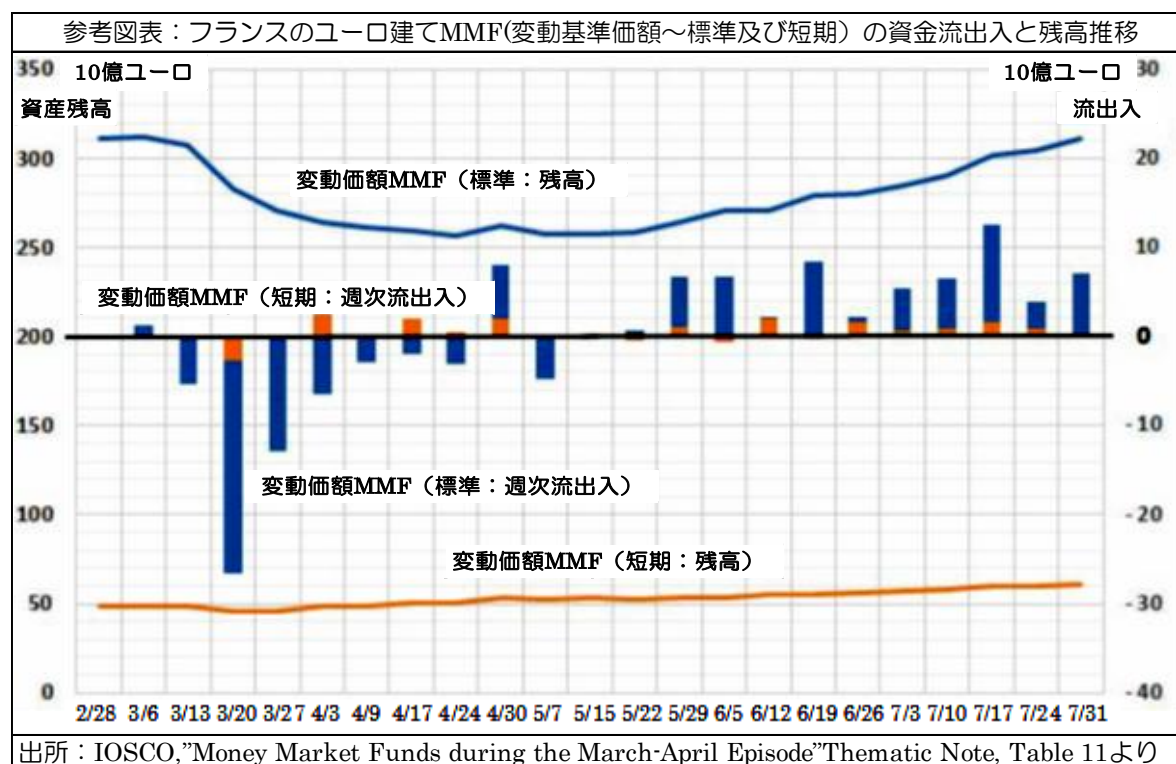


能性が流出を加速化させたと思われる。MMF では市場流動性低下で保有証券の売却が困難だったために保有資産の再投資を止めたものもあった。これらの MMF は FRB のファシリティの対象ではなかったため、緊張状態は米国よりも長く続いた。



・EU のユーロ建て非公的債務 MMF ではネットで流出超

ユーロ建て非公的債務 MMF では流出と流入があったがネットでは流出超だった。フランス籍の変動基準価額 MMF（EU 内で最大のシェア、金融機関などが主な保有者）をみると、2月18日から3月末までに440億ユーロが流出。ECBが銀行に流動性バッファ利用を促したことが短期金融市場に影響しMMFへの圧力を軽減した模様。ECBの流動性支援プログラムは、直接はMMFが対象ではなかったが、CP発行を支援しコンフィデンスの回復に寄与した。MMFの残高は7月中旬に新型コロナ前の水準を回復している。



- 政府債務 MMF には資金が流入

米国のガバメント MMF と EU（アイルランド籍とルクセンブルク籍が主であり、ドル建てが多い）の公的債務 MMF では、米国の短期政府債務証券と政府債担保のレポが主な投資対象であり、投資家の安全への逃避により 3 月に記録的な資金流入が生じた。米国のガバメント MMF には 3 月に 8380 億ドルが流入、さらに 4 月に 3470 億ドル純増している。ルクセンブルクでは約 300 億ドル、アイルランドでは約 370 億ドルの流入だった。

- 中央銀行の流動性支援策は MMF にプラスの影響

MMF の動向は各国で異なり、同一な性質の MMF でも投資家のプロフィールや保有ポートフォリオ、規制要件による違いがあった。中央銀行による危機対応は市場にプラスの効果があり、市場のセンチメントを改善し、米国では MMF への直接的な支援が実施された。他の国々では MMF 部門への影響は、短期金融市場の状況改善を通じた間接的なものだった。また、銀行に資本・流動性バッファの利用を促したことも効果があった。

- 中国と日本の MMF では顕著な問題は発生せず

中国の MMF は 63%を個人投資家が保有し、2020 年第 1 四半期はネットで資金流入だった。個人投資家がリスク回避で貯蓄を増やしたようだ。銀行の MMF 保有も季節要因で増加した。日本の MRF は個人投資家向けであり預金などで運用する。2 月から 4 月に若干の資金流出が生じたが、個人が株式や社債、投信への投資を行ったためだと考えられる。