

NBFI（ノンバンク金融仲介）の強靱性向上 ～FSBの進捗報告とEUの取組み

佐志田 晶 夫

一、はじめに

世界金融危機後にグローバルな金融システムではNBFI（ノンバンク金融仲介）の重要性が趨勢的に高まり、NBFIがシステミックリスクを生み、増幅することが懸念されている。FSB（金融安定理事会）は基準設定主体と共に脆弱性の評価と対応に取り組み、二〇一三年にノンバンクの監視・規制強化の枠組みを公表したが、実施は初期段階であり新たな問題も生じている。

FSBは新型コロナウイルスでの混乱を^①二〇二〇年三月の市場混乱の包括的レビュー^①で分析しMMFやOEFの流動性ミスマッチへの対応を検討した。だが、その後も二〇二一年の商品市場の混乱、同年九月の英国債市場のストレスなど、流動性不均衡やストレスの伝播が生じた。FSBは課題に対処するためNBFI作業プログラムを策定、実施している。本稿では今年七月に公表された進捗報告書の概要を紹介したい。なお、NBFI対応では欧州委員会がNBFIへのマクロプルデンシヤル政策について市中協議^③を行っており、

併せて簡単に紹介したい。

二、NBF Iの強靱性向上のための作業計画

FSBによるNBF Iのシステミックリスクへの対処策は、①流動性需要のスパイク削減、②ストレス時の流動性供給の強靱性向上、③当局と市場参加者のリスクモニタリングと備えの強化、を目的としている。政策手段にはFSBや基準設定主体の既存の国際基準の改訂・補強、必要に応じたガイダンス、有効と考えられる他の政策オプションの特定、必要に応じた追加の分析作業が含まれる。FSBは、国際基準やガイダンスの変更で関連する基準設定主体と緊密に協調し市中協議を含む利害関係者へのアウトリーチを行う。

現時点までのNBF I作業プログラムの成果物

は下記の通り。

・流動性需要…MMFの強靱性向上に関する政策提言、オープンエンドファンド（OEF）の流動性ミスマッチに対処する政策提言の改訂（IOSCOの希釈化防止LMTの指針で補完）、二〇二四年にはBCBS-CPMI-IOSCOが証拠金慣行強化を提言し、FSBは証拠金・担保請求へのノンバンク市場参加者の流動性の備えの向上を市中協議している。現在の焦点はNBF Iのレバレッジによる金融安定リスクのモニタリングと対処の強化である。

・流動性供給…FSBは二〇二二年の報告書で各当局の国債市場改革の取組みを検討し、IOSCOの社債市場に関する作業がこれを補完。また、ドル資金調達への依存から生じる新興市場経済の脆弱性への対処を二〇二二年に検討し、CP/CD市場の機能及び強靱性向上の可能性

に関する報告書を二〇二四年に公表した。

・リスクモニタリングと備え…FSBはNBFIの脆弱性監視のために基準設定主体と共に追加の指標と新しい分析ツールの開発を続け、特定分野の脆弱性の分析と評価を実施した(OEFの流動性ミスマッチ(二〇二二年)、商品市場(二〇二二年)、国債市場(二〇二二年)、CP/CD市場(二〇二四年))。

二〇二四年央までの成果物を分野別にまとめる
と図表1の通りで、成果物はシステムワイドなアプローチの必要性を反映して相互に作用し強化し
あうことを目指している。

三、二〇二四年前半までの 成果の内容

(1) M M Fのテーマ・ピアレビュー

FSBは二〇二一年にM M Fの規制改革に関する政策提言を公表、二〇二四年二月にメンバー地域のピアレビューを公表した。⁽⁴⁾ 各法域のM M Fは元本の安定性、運用資産、適格な投資家、自国通貨か外貨建てか、流動性や資産の満期の規制などが様々である。過去のイベントでは、流動性交換の度合いが大きく、非公共債務で運用するM M Fで脆弱性懸念が高く、また、機関投資家の保有比率やN A Vの安定性、閾値効果が増幅要因になった。

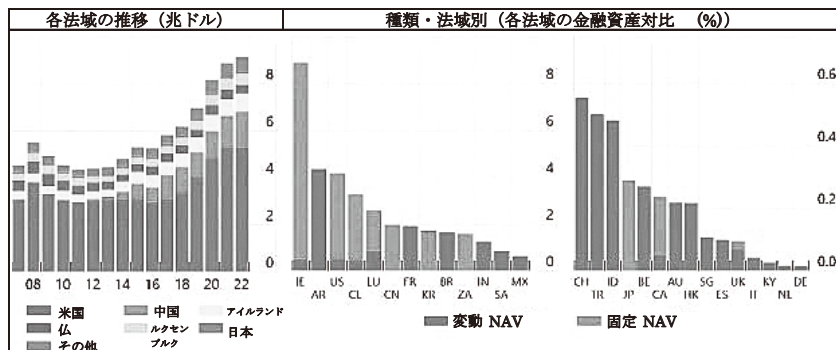
M M Fのグローバルな規模は二〇二二年末に九兆ドルで、安定N A V M M FがグローバルなM M

図表 1 2024年央までに完了した FSBのNBFI作業計画の成果物

トピック	簡単な説明	時期
マネーマーケット ファンド(MMF) と短期資金調達 市場の強靱性	2020年3月の経験に照らして、MMFの強靱性を高める政策提言を策定する	FSB：MMF レポート（2021年10月）
	FSBのメンバー法域が採用した MMF の政策手段の現状評価を行う	FSB：ピアレビューレポート（2024年2月）
	コマーシャルペーパー（CP）及び譲渡性預金（CD）市場の機能と強靱性を評価する	FSBのレポート（2024年5月）
オープンエンド ファンド(OEF) の流動性リスク と管理	FSBはIOSCO と協議しつつ、2017年のOEFの流動性ミスマッチに関するFSBの提言を改訂する	FSBのレポート（2023年12月）
	IOSCOはFSBと協議しつつ、改訂された FSB の提言を補完するため、流動性管理ツールのガイダンスを開発する	IOSCOのレポート（2023年12月）
	FSBとIOSCOは、各当局のOEFのストレステストの経験についてのワークショップを企画する	2024年7月
証拠金慣行	中央清算されるデリバティブ市場と中央清算されない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分析レポート（2022年9月及び2023年5月）と市中協議レポート（2024年1月）、BCBS-IOSCO市中協議レポート（2024年1月）、CPMI-IOSCO ディスカッションペーパー（2024年2月）、FSB市中協議レポート（2024年4月）
中核的な債券市場の流動性、構造及び強靱性	レバレッジが掛かった投資家の役割とディーラーの仲介する能力を制限する要因を含め、ストレス時の中核的な資金調達市場の構造と流動性供与を検証する	IOSCO社債市場レポート（2022年4月）、BIS市場委員会文書（2022年5月）、FSB国債市場レポート（2022年10月）
ノンバンクのレバレッジ	ノンバンクのレバレッジの金融安定への含意を評価する	FSBの分析レポート（2023年9月）
NBFIのシステム ミックリスクの 理解と監視を前 進させる	新型コロナウイルスでの展開と市場混乱に照らして、NBFIのリスクを評価する	FSB年次グローバルモニタリングレポート
	NBFIでのシステムミックリスクについてリスクモニタリング及び対処する政策の議論を強化するための情報として、米ドル資金調達の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の構造と相互関連性の問題に関する分析を深める	FSBの米ドル資金調達レポート（2022年4月）FSBのNBFI進捗レポート（2022年11月、2023年9月、2024年7月）
NBFIのシステム ミックリスクに 対処する政策の 開発	現行の政策ツールの適切性とNBFIの強靱性の望ましい水準の概念を含め、NBFIのシステムミックリスクに対処する政策を検証する	FSBのNBFI進捗レポート（2022年11月、2023年9月、2024年7月）

〔出所〕 FSB: "Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation: Progress report", July 2024, Table2より

図表2 MMFのグローバルな状況～少数の法域に集中

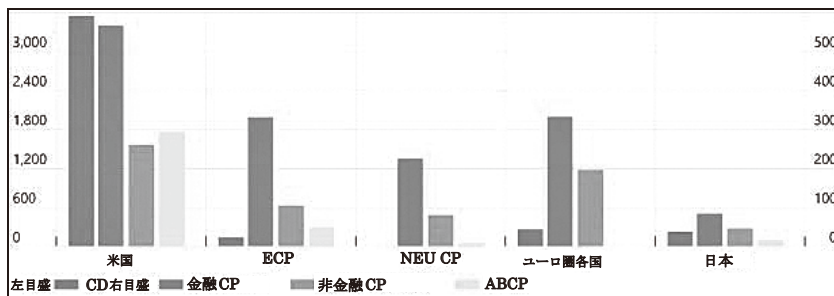


〔出所〕 FSB: “Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation: Progress report”, July 2024, Graph2より

F保有資産の八二%を占める。法域別では米国（五八%）、EU（一八%…アイルランド、フランス、ルクセンブルクなど）、中国（一七%）で多く、国内金融資産対比はこれら法域とアルゼンチンが高い（図表2）。二〇二〇年三月の新型コロナウイルスショックでEU、英国、米国でストレス状況が生じたが、中国、日本、スイスでは生じなかった。なお、一二法域がMMFの脆弱性を認識し、主要因は資産と解約条件のミスマッチである。九法域（米国、EU、英国、中国、日本など）が、一定の条件ではMMFに伴う脆弱性で金融安定に懸念が生じかねないとしている。

二〇二一年の提言では、メンバー法域はMMFの脆弱性を評価して提言の政策枠組みと手段（スイングプライシング、損失吸収、閾値効果の削減、安定NAVの排除など）により、各国の枠組みに沿って対処するとされた。一つの手段だけで

図表3 CP及びCD市場の規模（単位:10億ドル）



〔出所〕 FSB: “Enhancing the Functioning and Resilience of Commercial Paper and Negotiable Certificates of Deposit Markets”, May 2024, Graph1より

は対処が困難なため複数手段の組み合わせの検討が求められた。提言の実施状況はバラツキがあるが、全法域が二〇二二年より前に何らかの対応を行い、中国、インド、インドネシア、日本、韓国、スイス、米国は、提言公表後に他の手段も導入した。また、EU、南アフリカ、英国は改革策を開発または最終化しつつある。

(2) 短期金融市場（CP、CD市場）の機能強化

二〇二四年五月の報告書⁵⁾でFSBは、CP、CD市場の規模は少数の法域で大きいとしている。米国が最大で、欧州には国際的な二市場（ロンドン・ECP市場、パリ・NEUCP市場）と各国市場がある。マイクロストラクチャーと法的枠組みは様々である（図表3）。

CP、CD市場は平常時には概ねよく機能するがストレス時は流動性が影響されやすい。CP、

CDは満期保有が多く、投資家とディーラーが集
 中している。CP、CDを保有するMMFがスト
 レス時に大規模で急な解約請求を受けると流動性
 需要を増幅させかねない。市場改革では市場のマ
 イクロストラクチャー改善（デジタル化、決済短
 期化、プロセスの合理化）、規制上の報告と開示
 の強化（発行体別残高、集計ベースの投資家プロ
 ファイル、価格など取引後情報）、投資家と仲介
 者に流動性を生む経路であるレポ市場の強化の検
 討が求められる。

ただしFSBは、改革は平常時のCP、CD市
 場の機能にプラスの効果があるが、それだけでは
 市場の強靭性を大きくは向上させないだろうとし
 ている。また、各市場に固有の性質により、全て
 の改革が全ての法域に適切ではなく、各法域は自
 己の市場への相対的な利点を検討すべきだとしてい
 る。

(3) オープンエンドファンド（OEF）の流動性 リスクと管理

二〇二三年一二月にFSBはOEFの流動性ミ
 スマッチへの対処に関する政策提言の改訂を公表
 し、IOSCOは補完的な希釈化防止流動性管理
 ツール（LMT）のガイダンスを公表した。FS
 Bの提言は、IOSCOのガイダンスと共にOEF
 F運用者による流動性リスク管理を現行の実務よ
 り大幅に強化することを目指す。主な変更点は以
 下の通り。

- ・ 提言三を改訂し保有資産の流動性に基づきOEF
 Fが投資家に提供できる解約条件を明確にす
 る。これは、OEFを保有資産の流動性でグ
 ループ分けする「カテゴリーゼーション（分
 類）アプローチ」で行われる。当局は定量的要
 素と定性的要素を組み合わせてOEF運用者へ
 の期待を設定すべきである。

流動性資産に主に投資するファンドでは引き続き日次取引が適切だろう。より流動性が低い資産に主に投資するファンドは、希釈化防止L M Tを利用するならば日次取引の継続が適切かもしれない。利用しないならば投資家への流動性提供の削減などを検討すべきである。かなりの割合を非流動性資産に配分するファンドは取引頻度を減らすべきである。

・提言五の改訂では、希釈化防止L M TのO E Fの定款への記載、一層の利用と通常時と市場のストレス時の利用の一貫性を求めている。より流動性が低い資産に主に投資するファンドでは、希釈化防止L M Tを日々の流動性管理にいつそう用いることが期待される。

(4) 証拠金慣行の見直し

二〇二〇年三月の市場混乱で中央清算機関（C

C P）は期待された機能を果たしたが、証拠金請求増加の規模と頻度が市場参加者の流動性リスク管理能力を逼迫させ、短期間での資産売却を余儀なくし、金融市場に連鎖的な影響を及ぼした。B C B S、C P M IとI O S C Oは合同で証拠金慣行をレビューし⁽⁷⁾、中央清算される市場の透明性向上、市場参加者の流動性の備え、規制上の報告でのデータギャップの特定、変動証拠金（V M）プロセスの合理化、当初証拠金（I M）モデルの市場ストレスへの反応性評価などで更なる政策作業が必要とした。

F S Bは、証拠金と担保請求での流動性の備えについて、部門にまたがるハイレベルの政策提言を含む市中協議文書を二〇二四年四月に公表した。市中協議は、証拠金と担保の請求のスパイクが生じるエクスポージャーの管理・削減に関し、ノンバンク市場参加者の流動性管理実務とガバナ

ンスの改善、流動性ストレステストのシナリオデザイン、必要ならいつでも十分な担保が利用できることを確実にすること、を提言している。

(5) ノンバンクのレバレッジ

二〇二四年にFSBは、NBFIIのレバレッジのモニタリングを強化するためのデータと指標及び政策ツールに関する作業を開始した。この作業は広範囲のノンバンク事業体と市場活動を対象とし、金融システムの他の部分との結びつきを踏まえた包括的な観点を採用している。作業目的は、①当局と市場参加者の監視能力の向上、②金融安定にリスクを生じさせるNBFIIのレバレッジの封じ込め、③基準設定主体と協調したNBFIIのレバレッジの金融安定への影響の削減、である。FSBは、NBFIIのレバレッジによるシステムリスクに対処するアプローチの提案を含む

市中協議文書を二〇二四年末までに公表する予定。

この作業は、以前の作業で特定された金融安定への伝達経路、即ちカウンターパーティリスクと潜在的なポジションの流動性リスクに対する政策手段に焦点を合わせている。また、相互関連性、集中（一つの資産でのポジション蓄積や類似戦略をとる主体など）と流動性不均衡に係る増幅要因への対処も目指す。なお、FSBと並行してBCBSは、ノンバンク事業体への銀行のレバレッジ提供による問題に対処する作業を行っている。

四、FSBの今後の作業計画

(1) NBFIIの脆弱性監視の当面の活動

FSBは追加の指標と分析ツールの開発、特定分野の検討を行いNBFIIの脆弱性の監視と分析

を続けている。当面の作業には以下がある。

・二〇二三年の銀行部門の混乱を受けた、金利上昇環境でのソルベンシー・流動性リスクの相互作用によるグローバルな金融システムの脆弱性評価の水平的な精査。この分析ではノンバンクの不動産関連の投資家（REIT、不動産ファンド、住宅ローンの貸手のノンバンク）が、高金利と流動性リスクの複合に特に脆弱だとされた。FSBは商業不動産の脆弱性に焦点を合わせる。調査結果は、二〇二三年三月の混乱をフォローアップするG20向け報告書に含まれる。

・証券化でのIOSCOの最低限保有（ミニマムリテンション）の提言とBCBSの証券化枠組みの効果の評価。今までの分析ではBCBSとIOSCOの改革は証券化市場（特に住宅ローン証券）の強靱性に寄与し重大なネガティブな

副次的効果は見られていない。二〇二四年中に最終報告書を公表する予定。

・米・欧で急成長するプライベートクレジットの脆弱性モニタリング。プライベートクレジットは、銀行や公開市場から資金が得づらい中小企業へのノンバンクの貸出である。モニタリングは、高水準の借入れ、プライベートクレジットファンドとファンドのポートフォリオ企業のレバレッジの利用、付随する流動性リスク、突然の評価調整につながりうる不透明性や観察可能な市場価格の欠如、銀行との相互関連に焦点を当てる。二〇二四年一月のG20向けアニュアルレポートで初期の調査結果を示す予定。

(2) 今後の作業の主なポイント

FSBは、NBF I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二〇二五年

以降も作業を続ける。成果物には、作業プログラムの特定分野の単独の報告書、様々な分野にわたる主要な結果、NBF Iのシステミックリスクに対処する政策提言を伴うG20向け進捗報告書が含まれる(図表4)。主な作業は、①脆弱性の評価、②政策の開発、③実施状況のモニタリングと評価という三分野で構成される。

① NBF Iの脆弱性の掘り下げた評価と継続的モニタリング

・レポ市場の機能と強靱性の分析。検討課題には主要な市場参加者とその相互連関、ストレス時の経験を踏まえた脆弱性の評価、一部の法域のレポ市場での新たな規制の開発の影響評価、クロスボーダーな観点での金融安定モニタリングのデータギャップを含む。

・NBF Iのグローバルなトレンドとリスクを評

価するFSBの年次モニタリングと情報共有活動を含め、FSBのサーベイランスにおけるNBF I脆弱性指標の改善を続ける。

・NBF Iの脆弱性を評価するためにFSBの各法域で用いられたアプローチとツールについて、当局間の経験と教訓を共有する。

② NBF Iの強靱性を向上させる政策の開発

・FSB法域でのNBF Iのシステミックリスクに対処するための政策ツールのデザインと使用に関する経験と教訓の共有。

・NBF Iのレバレッジからの金融安定へのリスクに対する政策アプローチを開発する。

・NBF Iのデータに関する共通の課題を理解し、どう対処するかを検討。これは、データの利用可能性、データの使用(人的または技術的資源の欠如による)、データの品質、データの共有

図表4 FSBのNBFIに関する中期的な作業計画と成果物

トピック	成果物	時期
マネーマーケット ファンド(MMF) と短期資金調達市場 の強靱性	FSBはIOSCOと協働して、金融安定へのリスクに対処するMMF改革の有効性を評価する	2026年末
	IOSCOは、FSBレポートの枠組みとツールキットに照らしてMMFに関する政策提言を再検討する	未定
	FSBはコア債券市場との相互連携を含めレポ市場の機能と強靱性を分析する	2025年
オープンエンドファン ド(OEF)の流動 性リスクと管理	IOSCOは、2018年のIOSCOの提言の修正とそれを支えるグッドプラクティスにより、改訂されたFSBの提言を運用可能にする	未定
	FSBはIOSCOと協議しつつ、OEFの流動性ミスマッチとLMTの使用に関連する金融安定リスクのモニタリングで、特定されたデータギャップを塞ぐ	2024年末
	FSBとIOSCOは、FSBメンバー法域が採用したOEF政策手段の実績評価を行い、金融安定へのリスクに対処するそれぞれの改訂された提言の有効性を評価する	それぞれ2026年 末及び2028年
証拠金償行	FSBは市場参加者の証拠金及び担保請求に対する流動性の備えについて政策提言を公表し、規報告上のデータギャップに関する作業を行う	2024年末
	BCBS-CPMI-IOSCOは、中央清算市場における当初証拠金の透明性、変動証拠金プロセス及び中央清算市場と中央清算されない市場における当初証拠金の市場ストレスへの反応性に関する政策作業を完成させる（必要ならさらなる基準設定の作業を行う）	2024年末
ノンバンクのレバ レッジ	FSBと基準設定主体はNBFIのレバレッジのモニタリングを強化し、金融安定へのリスクに対処する政策についての作業を行う	2024～2025年
債券市場の流動性	FSBとIOSCOは、コア債券市場の機能と流動性を強化するためのフォローアップ作業について、適切な時期に検討する	未定
NBFIのシステ ミックリスクに ついての理 解と監視を 前進させる	FSBはNBFIの特定の部門での脆弱性の評価を継続し、G20にNBFI改革の実施について報告する	2024年及びそれ 以降
	FSBは、NBFIに関する作業での発見事項を反映させて、NBFIのグローバルモニタリングレポートの強化を継続する	2024年及びそれ 以降
NBFIのシステ ミックリスクに 対処する 政策の開発	FSBはNBFIについての取組での主要な発見事項に関するレポート及びNBFIのシステミックリスクに対処するためのさらなる政策提言を公表する	2025年
	FSBはNBFIのシステ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の作業の経験と教訓を検討する	継続中
	FSBは基準設定主体と協働し、合意され実施された改革がNBFIのシステミックリスクに十分に対処したかについて、追加の政策手段が必要かを含め、適切な時期に評価する	未定

〔出所〕 FSB: "Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation: Progress report", July 2024, Table1より

での課題を含む。

③ NBF I改革の実施のモニタリングと効果の
評価

・合意されたNBF I改革実施の進展と課題のモニタリングの結果をピアレビューや年次報告書で公表。これにはOEFの流動性ミスマッチに関する改訂されたFSBとIOSCOの提言の採用または計画された手段と実務慣行に関する二〇二六年時点の実績評価を含む。

・改革の金融安定リスクへの対応での有効性の評価。二〇二六年のMMFの評価、二〇二八年のOEFの評価を含む。これは当局が用いるツールの追加的な開発の必要性を含め、改革が全体としてNBF Iのシステミックリスクに十分に対処しているか判断する助けになる。

五、EUのNBF Iへの
マクロプルーデンシヤル政策の
市中協議

(1) 欧州委員会のNBF Iに対する取組み

FSBの取組みと共に各法域でもNBF Iの拡大を背景とした対応が進んでいる。EUでは、資産運用業や投資ファンド、ノンバンク投資会社、年金基金、保険会社及び規制対象外のファミリアオフィス、サプライチェーンファイナンス会社などのNBF Iの金融資産は二〇二三年第3四半期に約四二・九兆ユーロ（EUの金融資産の四一％）に達し、銀行の約三八兆ユーロ（同、三六％）を上回っている。このためNBF Iの各部門の規制改革が行われている。

金融システム全体のリスク評価と対応が今後の

課題であり、欧州委員会（金融安定・金融サービ
ス・資本市場同盟総局）は、N B F Iのリスクと
脆弱性を特定しマクロプルデンシャルな規制・監
督の情報収集をするための市中協議文書を五月に
公表した（一二月が期限）。これに基づいてE U
のN B F I部門のマクロプルデンシャル政策での
課題を概観したい。

市中協議は、利害関係者や各国当局から以下の
情報を集め、二〇二四～二〇二九年の欧州委員協
議会の政策立案に情報を提供すると期待されてい
る。

- ・ 既存のマクロプルデンシャルなツールと監督の
目的達成での有効性評価
- ・ 既存のマクロプルデンシャル及び報告ツールの
別目的での利用またはレビュー（発動／トリ
ガー及びデザイン）
- ・ 新しいマクロプルデンシャルツールの可能性と

E U全体の協調を改善するツールの評価

市中協議では、N B F Iから生じる①軽減され
ていない流動性ミスマッチ、②過度なレバレッジ
蓄積、③N B F I部門内及びN B F Iと銀行の相
互関連性、を主な脆弱性として特定している。ま
た、E U全般にわたるマクロプルデンシャルな枠
組みの整合性と協調の欠如は、脆弱性のネガティ
ブな影響を増幅してシステムリスクにつなが
りかねないと認識している。

(2) N B F Iに対する規制・監督の枠組み

E Uの枠組みではN B F Iの監督に利用できる
マクロプルデンシャルなツールは、様々な責務と
執行権限を持つ当局が適用・発動する。これでは
整合性がない適用やE U内の競争上の不均衡と監
督・規制アービトラージリスクの上昇をもたらし
かねない。また、ノンバンク部門のクロスボー

ダーな性質により、システムミックな危機の際に法域を跨いだ協調がされないと脆弱性のネガティブな影響が増幅される懸念がある。統合された管理枠組みでNBFI部門にわたるリスクに取り組むことがシステムミックリスク対応の鍵になる。

EUは二〇〇八年の金融危機後にマイクロプルーデンスシャル枠組みを強化し、銀行に加えて投資ファンドや保険など主要なNBFI部門のマクロプルーデンスシャルな監視を導入し、銀行部門にはシステムミックリスク軽減のツールを伴うマクロプルーデンスシャルな枠組みも導入している⁽⁸⁾。

EUの金融システムの安定と適切な機能の確保のためにESRB（欧州システムミックリスク理事會）と各部門の監督を担当するESAs（ESMA（欧州証券市場監督局）、EIOPA（欧州保険年金監督局）、EBA（欧州銀行監督機構））がある。ESRBにはEUレベルのマクロプルーデ

ンスシャルな監視の責任があり、システムミックリスクの防止と監視に貢献する。ESMAとEIOPAは各部門のリスクを監視、評価し測定する責任がある。ESAsにはEU規則の整合的な適用と強固で効果的な規制・監督を促す役割もある。ESRBとESAsは、各国当局（NCA）と協調してリスクを監視・評価し、ストレステストなどのツールの開発も行っている。

EU法制には、部門別に導入されたマクロプルーデンスシャルツールが含まれている。マクロプルーデンスシャルツールは、①予防的手段（レバレッジの上限など、システムミックリスクが発現する前に発動させる事前の手段）、②事後的手段（投資家の投資ファンド解約権の停止などシステムミックリスクが発現してから発動する手段）がある。また、マクロプルーデンスシャルツールは、活動に基づく手段と主体に基づく手段が組み合わされ、活動に基

図表5 EUでのNBFIに対するマクロプルデンシャルツールの例と主な特質

	活動に基づく	主体に基づく
予防的なツール	ローン組成ファンドのレバレッジ上限(AIFMD/UCITSDレビューで導入)	構造的な流動性バッファ（MMFRの24～25条）
事後的なツール	金融安定への深刻な脅威がある場合の空売りを禁止/制限する権限（空売り規制28条）	解約権の停止（AIFMD45条、UCITSD84条）

〔出所〕 European Commission: “Targeted consultation assessing the adequacy of macroprudential policies for non-bank financial intermediation (NBFI)”, May 2024, Table2より

づく手段は金融安定への懸念に基づき、NBFIの種類に関わらず適用される。主体に基づく手段は、レバレッジ上限を含め、特定の主体や主体のグループに適用される（図表5）。

NBFIは多様なビジネスモデルと市場を含むため部門毎にツールを検討する必要がある。例えば、資本バッファは保険には使用できるが投資ファンドやファミリーオフィスには適さないだろう。また、市場参加者の活動の可視性を確保する報告・開示規則と効果的かつ協調された監視で、マクロプルデンシャルツールの適切な実施を確保すべきである。NBFIのクロスボーダーな性質を踏まえると、関連する全NCAがEUのシステムリスク削減に必要な情報を持つには各国だけではなくEUレベルの監視も行うべきである。

(3) 相互関連性のモニタリングとストレステスト

様々なNBFI間及び銀行とNBFIの結びつきから生じる脆弱性を特定し理解するには、ポートフォリオの重複に埋め込まれたショックの増幅とハーディング（群れ）行動のリスクについて更なる作業が必要である。これはNBFI部門とNBFIと銀行に亘るEU全体のストレステスト実施などで達成できるだろう。システムワイドなストレステストは、様々なストレシナリオの多様なNBFI（ファンド、資産運用会社、保険、年金基金、大手投資会社及び主要な金融市場インフラ）への影響をシミュレーションできる。

ストレステストは定期的に行うことも可能だろう。また、EBAが定期的を実施する銀行のストレステストのデータを金融システムの全部門のストレシナリオに利用することもできる。ストレステストには、ESMAが行うEUのCCPの

ストレステストなど、既存の方法に基づく証拠金請求の影響も含められる。EU全般のストレステストでは、類似のモデルを用いて全NBFI部門を横断すると共に、ESAsの共同委員会などがより大きな役割を担うことも探求できる。ESRBはOEFについて行っているように、手法とストレシナリオの定義で支援を提供できるだろう。

六、結びに代えて

FSBはNBFIがグローバルな金融システムの安定に大きなリスク要因とならないようにMMFやOEFなどの規制改革に取り組んできていく。また、債券市場やCP・CD市場などのストレステスト時の機能低下の抑制、資産価格変動でデリバティブ市場などの証拠金・担保請求急増して流動性が逼迫する可能性にも対処している。今後は、

N B F I のレバレッジによるリスクの分析や、適切な政策対応のためのデータ収集強化などが重要である。

加えて、E U にみられるように各法域で規制改革を進めていくことや金融システム全体のリスクを監視し対応するため N B F I を含むシステムワイドなストレステストを行い、政策手段を適切に発動する体制を整備することが必要だろう。この点では英国でもシステムワイドなストレステストへの取り組みがみられる^⑧。引き続きこうした動きをフォローしていきたい。

(注)

- (1) FSB: "Holistic Review of the March Market Turmoil", November 2020. を参照。
- (2) FSB: "Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation Progress report", July 2024. を参照。
- (3) European Commission: "Targeted Consultation Document Assessing the Adequacy of Macroprudential Policies for Non-Bank Financial Intermediation (NBFI)", May 2024. を参照。

ent Assessing the Adequacy of Macroprudential Policies for Non-Bank Financial Intermediation (NBFI)", May 2024. を参照。

- (4) FSB: "Thematic Review on Money Market Fund Referrals-Peer review report". February, 2024. 拙稿: "FSB (金融安定理事会) の M M F 改革に関するテーマ・ビュートレビューの概要", 当研究所トピックス二〇二四年五月も参照。
- (5) FSB: "Enhancing the Functioning and Resilience of Commercial Paper and Negotiable Certificates of Deposit Markets", May 2024. を参照。
- (6) FSB: "Revised Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds", December 2023. なお拙稿: "FSB の O E F の流動性ミスマッチがもたらす構造的脆弱性への対応提言改訂と I O S C O の希釈化防止流動性管理ツールのガイダンス(最終報告書)" について、当研究所トピックス二〇二四年四月も参照。
- (7) 金融庁の H P 「証拠金償行の見直し」のフォローアップ作業に係る市中協議文書の公表について、令和六年一月二二日(令和六年四月二二日更新)を参照。
- (8) E U の取組みの推移、E S R B の役割や銀行部門の政策手段については、小立敬: "E U におけるマクロプロードン

- ス政策「世界に先駆ける実践的な取組み」『野村資本市場
クォーターリー』二〇一八年夏号を参考にさせていただいた。
(9) The Bank of England の HP, "System-wide exploratory
scenario exercise" July 2024を参照。

(さ)さだ あきお・当研究所特任リサーチ・フェロー