

# FSBの二〇二五年作業計画、 NBFIの強靱性向上への取組み状況

佐志田 晶 夫

## 一、はじめに

FSBから二〇二五年の作業計画が公表された<sup>(1)</sup>（予定される成果物等は図表1、昨年の主な報告書は図表2を参照）。本稿では、FSBの作業計画の概要を紹介し、併せてFSBの主要な作業の一つであるNBFI（ノンバンク金融仲介）の強靱性向上の取り組みの中で、今年的重要課題であるレバレッジへの対応の提言に関する市中協議文書<sup>(2)</sup>を簡単に紹介する。

グローバルな金融システムの安定のための規制改革、気候変動への対応、暗号資産やAIなどデジタル化についての評価と対応、破綻処理改革の実施、クロスボーダー送金の改善などは引き続きFSBの主要なテーマであり、国際協調の重要性は変わらない。だが、政権交代で米国が気候変動対応には消極姿勢になり、暗号資産の活用を目指すなど、多くの点で方針が変更されている<sup>(3)</sup>。国際的に合意された規制改革でも着実に実施されるかについての懸念も否めない。現時点で気の付いた点を項目毎に簡単にコメントしたい。

図表 1 2025～26年に計画されているFSBの報告書と対外イベント、示唆的な時間軸

時期	作業計画の項目
1月	G20の証券化についての金融規制改革改革の効果の評価—最終報告書 金融安定のための移行計画の関連性 気候関連の脆弱性評価：分析枠組みとツール
4月	サイバーインシデント報告交換（FIRE）の最終的なフォーマット
6月	外部監査ラウンドテーブルを開催
7月	NBFIのレバレッジに関する政策提言—最終報告書 ノンバンクのデータの利用可能性、利用及び品質の問題に対処する作業計画 ノンバンク金融仲介（NBFI）：年次進捗報告書 気候変動ロードマップ進捗報告書
10月	人工知能（AI）の金融での利用に伴う脆弱性 暗号資産に関する提言の実施状況に関するピアレビュー 実施状況モニタリングレビューの進捗報告書 クロスボーダー送金のロードマップとKPIのモニタリングレポート（統合版）
11月	2025年のグローバルなシステム上重要な銀行（G-SIB）のリスト スペイン、オランダのカントリー・ピアレビュー ペイメント・サミット 保険への主要な特性の適用を決定するアプローチの指針
12月	2025年FSB年次報告書 NBFIについてのグローバルモニタリングレポート クロスボーダー送金を強化するための制裁データフォーマットの基準
26年 1月	破綻処理改革年次報告書 主要な特性の破綻処理計画基準の対象となる保険会社のリスト

〔出所〕 FSB：“2025年の作業計画”、2025年1月、別表より。

## 二、FSBの二〇二五年の 作業計画の概要

### (1) 金融安定でのグローバルな協力を支える

FSBは、グローバルな金融安定を支え、新たな課題に対応する能力を保つことを目指し、グローバルな金融システムに影響しかねない課題に注意を払う。サーベイランス枠組みがFSBのモニタリングの基礎になっている。二〇二五年には、①グローバルな金融安定の動向及びトークン化と暗号資産を含む金融イノベーションの影響を監視する、②IMFと共に年に二回の早期警戒演習を実施する、③ノンバンク金融仲介（NBFI）と気候変動がもたらす脆弱性について掘り下げた分析を行う、ことを計画している。

NBFIの強靱性向上では、NBFIのレバ

図表2 FSBが2024年に公表した主な報告書

時期	報告書
23年 12月	オープンエンド型ファンドにおける流動性ミスマッチがもたらす構造的脆弱性への対応にかか る政策提言（改訂版）
2月	MMF改革のテーマ・ピアレビュー報告書
3月	破綻処理時の業務継続の支援に向けた取極めに係るFSBのガイダンス（改訂版）
4月	証拠金及び担保請求に対する流動性の備え（市中協議） 中央清算機関（CCP）の破綻処理のための財源・ツール 中央清算機関（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（改訂版） 金融機関の実効的な破綻処理の枠組みの主要な特性（改訂版）
5月	コマーシャル・ペーパーと譲渡性預金市場の機能と強靱性の向上
7月	証券化改革の効果についての評価（市中協議） クロスボーダー送金に係るデータフレームワークの整合性と相互運用性促進に向けた勧告（市 中協議） クロスボーダー送金サービスを提供する銀行・ノンバンクの規制・監督に係る勧告（市中協議） 自然関連の金融リスクの特定と評価に関する規制・監督上の取組みについての現状評価 ノンバンク金融仲介（NBFI）の強靱性向上：進捗報告書 新興市場・発展途上経済（EMDEs）におけるグローバル・ステーブルコインに係るクロスボー ダーでの規制・監督上の課題
10月	サイバーインシデント報告交換（FIRE）のフォーマット（市中協議） クロスボーダー送金の改善に向けたロードマップに係る年次進捗報告書 クロスボーダー送金のKPI（定量的な目標）の達成についての進捗報告書 LEIの導入に関する進捗報告書 暗号資産政策実施に関するG20ロードマップ：状況報告書 トークン化の金融安定への影響についての報告書 預金者の行動と金融システムにおける金利、流動性リスク（2023年の銀行混乱からの教訓）
11月	2024年進捗報告書：一貫性があり比較可能な気候関連開示の達成 破綻時に金融システム全体に影響を及ぼす銀行の破綻処理計画および損失吸収力の重要性に係 るステートメント グローバルな金融安定の促進：年次報告書 グローバルなシステム上重要な銀行（G-SIB）の2024年リスト
12月	2024年破綻処理改革の実施に関する報告書 破綻処理計画の主要な特性の対象となる保険会社のリスト 証拠金及び担保請求に対する流動性の備え：最終報告書 クロスボーダー送金に係るデータフレームワークの整合性と相互運用性促進に向けた勧告：最 終報告書 クロスボーダー送金サービスを提供する銀行・ノンバンクの規制・監督に係る勧告：最終報 告書 NBFIについての年次グローバルモニタリングレポート ノンバンク金融仲介（NBFI）におけるレバレッジ（市中協議）

〔出所〕 FSB：グローバルな金融安定の促進：年次報告書の別表をベースに金融庁のサイトを参照して作成。

レヅジに関する政策提言を最終化し（市中協議文書は後述）、G20議長国（南アフリカ）の要請でノンバンクのデータの利用可能性、使用と品質の課題に対する中期的な作業計画を開発し、着手する。レポ市場は強靱性と機能の分析を行う。また、年次のノンバンク金融仲介モニタリングレポートのデータ面の強化を続ける。

システム上重要な金融機関の枠組みでは、①G-SIBの年次レビューとリスト公表を継続し、②IAISのホリスティックな枠組み報告に基づいて保険会社のシステミックなリスクを年次で監視し、包括的な枠組みに関する経験のレビューを計画している。

(2) リスクを抑えつつデジタルイノベーションの利点を活用する

デジタル化は金融がどう働くかや金融業の組織

され方を根本的に変えつつあり、リスクを抑えてこれを活用することが、金融安定と繁栄に重要である。FSBは暗号資産、トークン化とAIの金融安定への影響のモニタリングを続け、グローバルに合意された暗号資産の市場と活動及びグローバルなステーブルコインの規制枠組みの実施を促す。また、オペレーショナルレジリエンスとサイバーレジリエンスの強化の活動を続ける。

二〇二五年の作業には、①暗号資産に関する提言の実施についてのテーマピアレビュー、②金融部門の当局が、どのようにAIの採用を監視し関連する脆弱性を評価するかのレポート、③インシデント報告交換フォーマット(FIRE)の最終化、が含まれる。なお、米国は暗号資産の取引には慎重な姿勢だったが、政権交代により方針が見直される模様であり。こうした変化がどう影響するかには注意したい。

## (3) 気候変動への対応

FSBは作成したロードマップに基づいて気候変動への対応を進めてきた。ロードマップは、ディスクロージャー、データ、脆弱性分析、規制・監督上の手段の四分野からなり、今年もディスクロージャーの進展を含む報告書を年央に公表する予定である。加えてFSBは気候脆弱性を評価する作業を継続し、また、マクロプルデンシャルなアプローチと移行計画の開発を含む気候関連の脆弱性の評価と対応での進展と課題について、外部のステークホルダーとの情報共有と意見交換のためのワークショップを組織する計画である。

政権交代により米国は気候変動対応への方針を変えてパリ協定から離脱し、また、FRBが一月七日、FDICは二一日、米国財務省保険局が三〇日にNGFS（気候変動リスク等に係る金融当局ネットワーク）からの脱退を決めた。<sup>(4)</sup> NGF

Sは気候変動シナリオ作成などでFSBと協力している。当面の影響は限定的かもしれないが、米国は二〇二六年にG20議長国の予定であり、注意してフォローしたい。なお、FSBは昨年、自然関連リスクに係るストックテイク<sup>(5)</sup>を行ったが、今年の作業計画では特に言及されていない。

## (4) クロスボーダー送金の改善

クロスボーダー送金の改善のロードマップには多くの行動が含まれ、定量的な目標が設定されている。今までの取組みで既存の送金システムは改善され、法律や規制・監督による不必要な摩擦への対策が開発されつつある。ただし、ロードマップの行動の半分以上が完了したが、KPIの評価で目標を達成するには、さらに多くの努力が必要である。FSBは、CPMIなどと協力して目標達成に向けた作業を続ける。

二〇二五年には、①基準形成のための不必要な摩擦への対処の進展を吟味する、②目標達成への課題を理解するため各地域固有の課題や特定の部門に焦点を当てるなど掘り下げた検討を行う、③民間部門へのアウトリーチを増やし既存の摩擦の削減の障害を学ぶ、④ロードマップの目標達成に向けた進展の年次報告を強化し、K P I とロードマップの目標に向けた進展をより結びつける。

(5) 破綻処理改革、合意された規制改革の実施

破綻処理に関する作業の焦点は、金融機関の効的な破綻処理の枠組みの主要な特性の各金融部門での完全な実施である。銀行については、ペイライン実施、事業移転ツールの活用や公的流動性バックストップの知識と経験の共有、C M G (危機管理グループ) に属さない当局との協力における効果的な協定などで破綻処理当局を支援する。

保険では、主要な特性を適用する範囲を決定するためのアプローチに関する指針を公表する。金融市場インフラでは、C C P の破綻処理財源についての指針の各国当局による実施を支援する。

合意された規制改革の実施のモニタリングと評価では、G 20 議長国南アフリカの要請により、一五年間の国際規制改革の F S B のモニタリングに関する戦略的レビューを行う方針であり、その内容に注目したい。

証券化については規制改革の効果の評価を完了させ、M M F に関しては二〇二六年完了を目指す強靱性向上の政策提言の有効性評価の準備を始める予定である。また、オランダとスペインのピアレビューも行い、金融安定の諸問題についての定期的なモニタリングと報告を継続する<sup>6)</sup>。

二〇二五年には、① F S B と基準設定主体 (S B B) は、定期的な進捗報告書、評価及びピアレ

ビューを通じてG 20改革の実施のモニタリングを継続、②会計と監査の基準の首尾一貫した適用、監査の品質向上の奨励を続け、③グローバルな金融安定促進の作業についての包括的な年次報告書も公表する。

金融規制改革でも米国の動向には注意が必要である。FRBの金融監督担当のバー副議長が退任を決め（理事は継続）、新政権は過度な規制は緩和する方針とみられる。バーゼルⅢへの影響には注目したい。英国は米国の実施が不透明としてバーゼルⅢ（自己資本比率規制）の実施を二〇二七年に延期しており、<sup>(7)(8)</sup>各国の反応が必要だろう。

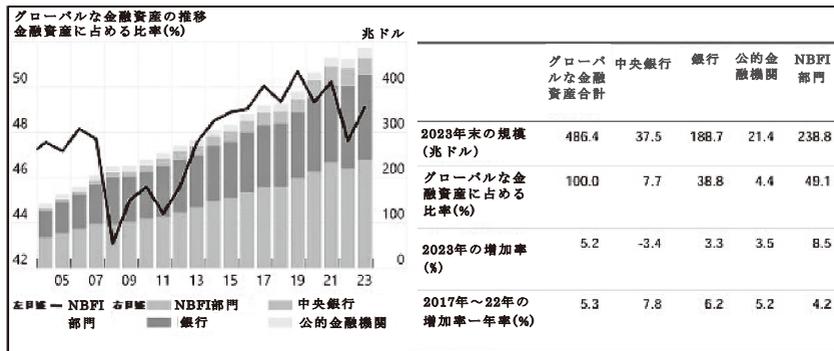
### 三、NBF Iのレバレッジへの対応

#### (1) NBF I拡大の影響とリスク

グローバルな金融システムでのNBF I（ノンバンク金融仲介）部門の趨勢的な高まり（図表3）<sup>(9)</sup>、二〇二〇年三月の金融市場混乱、二〇二一年のアルケゴスキャピタルの破綻、二〇二二年九月のLDIファンド危機と英国債市場の混乱などではNBF Iがストレスの発生と増幅の重要な要因となった。FSBの作業計画でもNBF Iへの対応は継続的に重要テーマであり、SSBと協働し、NBF Iの強靱性の向上の作業計画を策定して問題点の分析・把握と対応手段の策定・実施に取り組んできた。

FSBは、MMFとCP・CD市場の強靱性向

図表3 NBF Iがグローバルな金融資産に占めるシェアは2023年に上昇



〔出所〕 FSB:“Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2024”, Dec. 2024, Graph 1-1より

上、OEF（オープンエンドファンド）の流動性リスク管理強化、デリバティブ取引などでの証拠金慣行見直し（市場参加者の流動性の備えの向上）、債券市場でのストレス時の流動性向上などを進めてきた。

二〇二五年はNBF Iのレバレッジがもたらす脆弱性、金融安定リスクへの政策提言が主な成果物の一つである。二〇二四年一二月公表の市中協議文書「ノンバンク金融仲介（NBF I）におけるレバレッジ」では、NBF Iのレバレッジの概要、最近のストレス事象でレバレッジが果たした役割、規制上の扱いと課題、対応手段を整理し、九項目の提言をまとめている。

レバレッジには、財務レバレッジ（借入など）とデリバティブ取引でのシンセティック（合成）レバレッジがある。前者はブローカー・ディーラー、ヘッジファンド、ファイナンスカンパニー

図表4 最近の金融市場でのストレス事象でのNBFIのレバレッジの役割

・2020年3月の金融市場混乱～dash for cash、米国債市場でのストレス事象
投資ファンドのレバレッジの上限に監督上の指針がなかったことやヘアカットがほとんどない相対レボ取引ができたことが高レバレッジを促した。レバレッジ提供者は顧客の戦略と全般的なポジションを認識していなかったとみられる。米国債ベース取引も米国債ポジションの流動化を促し、ボラティリティ上昇で証拠金が増加、レボ取引のコスト上昇がポジション解消を促して米国債の売却につながった。
・2021年3月のアルケゴス（ファミリーオフィス）のデフォルト
規制対象外のファミリーオフィスのアルケゴスの破綻では、トータルリターンズワップでの大きなレバレッジとカウンターパーティリスクのミスプライシングがあった。これは集中、清算リスクの把握やリスク指標の相関に対処する監督上の指針の改善の必要性を強調した。一部のカウンターパーティは集中したエクスポージャーの情報に十分ではなく、不十分な当初証拠金とレバレッジ上限の高さにつながった。
・2022年の商品市場でのストレス
証拠金とカウンターパーティ信用リスクの増大に反応したポジションの清算が特徴で、中央清算機関の清算会員がデフォルトリスクに直面した。ノンバンク金融主体から中央清算機関、ブローカー、商品投資ファンド、銀行、現物の商品取引業者へ連鎖的な影響が生じ、商品デリバティブ市場が影響を被った。カウンターパーティ間のディスクロージャー要件の欠如などの政策上のギャップが、清算会員が大きなポジションを特定し、集中リスクを管理するのを制約したとみられる。
・2022年9月のLDIファンド危機
NBFIのレバレッジが英国債市場のストレスを増幅し、証拠金ストレス、リスク上限の抵触、銀行のカウンターパーティリスク増大に対応したポジションの清算につながった。増幅要因には超長期英国債やインフレ連動債市場でのLDIファンドの集中、銀行のカウンターパーティや他の市場との連関があった。中央銀行の的を絞った介入で流動性供給と市場機能は復元されたが、銀行とLDIファンドのリスク管理と業務プロセスの欠陥、証拠金や担保の扱い、集中したポジションの公的ディスクロージャー欠如など政策上のギャップが特定された。

〔出所〕 FSB:“Leverage in Non-bank Financial Intermediation-Consultation report”, Dec. 2024より作成

や証券化ビークルでの利用が多く、シンセティックレバレッジは、マクロ及びリタティブバリュー戦略で運用するヘッジファンドなどがリターンを増すために利用することが多い。市場ストレス時にこうしたファンドが急速なレバレッジ解消を行うと大幅な価格変動が引き起こされ、資産の流動性に影響しかねない。

(2) 最近のストレス事象でNBFIのレバレッジが果たした役割、影響

最近のストレス事象ではNBFIがその発生や増幅に大きな役割を果たした（図表4）。レバレッジがあるノンバンク金融主体は、銀行や中央清算機関を含むシステム上重要な金融機関と結びつき、アルケゴス破綻や商品市場のストレスでは、ノンバンクのデフォルトや財務上の困難がカウンターパーティに伝播した。銀行などレバレッ

ジ提供者は、情報不足で集中したりリスクエクスポージャーの管理ができず、中央清算機関も、顧客の集計されたエクスポージャーを十分には認識できなかったとみられる。

バーゼル委のカウンターパーティ信用リスク管理のガイドライン<sup>(90)</sup>は、顧客のエクスポージャーのモニタリング継続と効果的な担保管理がリスク管理の弱点解消に有用だとしている。レバレッジ提供者は、リスクを評価し効果的に価格付けするための情報へのアクセスが必要で、ノンバンクの私的なディスクロージャーは、集中した大口のエクスポージャーの明確化に役立ち、資金の効率的な価格付けを支えN B F I のレバレッジ削減につながりうる。

### (3) レバレッジの規制での課題

いくつかの当局が、幅広い主体に適用される〇

T C デリバティブに清算集中、証拠金及び資本要件などの規制措置を増強、または新規に導入しており、これはN B F I のレバレッジによる金融安定リスクを軽減しただろう。ただし、規制上の扱いの不一致が規制裁定につながりかねない。例えば、ポンド建てL D I ファンドはヘッジコストの低さとヘアカットの低さで、清算集中される金利スワップより相対の英国債レポを利用してレバレッジを高めていた。また、銀行のレバレッジ比率規制は、プライムブローカレッジでのトータルリターンスワップの利用を促したかもしれない。

N B F I のレバレッジのかなりがクロスボーダーで提供されるため、金融安定リスクを減らすには国際協力と協調が有用である。これには、システムワイドなリスクモニタリングと協調したストレス対応、クロスボーダーで増大した脆弱性への対処策を開発・運用化する国際的な協定を含む

む。最近の成功事例には、アルケゴス破綻やLM Eニッケル市場のストレス後の、各国銀行健全性当局によるジョイントレビュー、英国債市場のLDI危機に対する複数法域での対応がある。ただし、法的な境界の考慮が必要で、技術的障害の制約もある。金融機関に固有の機密の規制上のデータを他法域の当局と共有するには厳格な基準の適合が多く法域で求められる。情報共有協定などでタイムリーな共有を促すべきである。

(4) レバレッジへの対処手段として、公的、私的なディスクロージャー、活動に基づく手段、主体に基づく手段、監督上のガイダンス

① 公的、私的なディスクロージャー

ディスクロージャーは、レバレッジを直接は制限しないが、当局や市場参加者がNBFIIのレバレッジに関連する脆弱性とリスクを監視、理解、

管理する情報を提供し、透明性と市場規律強化に役立つ。これは直接的な制限や集中リスクを抑制する他の手段を補完し、流動性とカウンターパーティ信用リスク管理のガイダンス実施を支える。

公的なディスクロージャーには、集計データと情報に基づく当局の公表が含まれる。市場流動性の状況と集計されたポジションのデータがあれば、市場で生じつつある集中、混雑や低流動性の状況をモニタリングするのに役立つ。また、当局は市場型金融でのNBFIIのレバレッジリスクの情報を広めるために、定期的な市場モニタリングレポート、金融安定レポートやシステムワイドなストレステストの結果などでもコミュニケーションできる。

匿名ではないタイムリーな情報は、リスク管理により役立つかもしれないが、市場参加者がディスクロージャーを避けようとすることで、善意の

リスクテイクやヘッジを制約しかねず、また、他者に反応したポジション調整で市場のボラティリティ上昇が生じかねない。市場規律のための透明性の利点と参加や市場流動性が減少する可能性のバランスを取る必要がある。

カウンターパーティーへの私的ディスクロージャーは、レバレッジ提供者にトレーディング活動とリスクエクスポージャーの情報を提供しリスク管理を支援する。レバレッジ利用への洞察は、ストレス時の潜在的損失の推定に役立つ。レバレッジ提供者がリスク許容度を修正し、証拠金要件、ヘアカットやリスク上限を調整すればエクスポージャー削減につながる。私的ディスクロージャーは、規制、監督上のガイダンスでの導入もできる。

## ②活動に基づく手段

活動に基づく手段は、レバレッジを伴う投資・トレーディング戦略の構築・維持コストをリスクに比例して高めてカウンターパーティー信用リスクを抑え、金融機関が利用するレバレッジの量的制限に寄与する。具体例には、世界金融危機後に導入された清算集中されないデリバティブへの最低証拠金要件、一定のデリバティブ商品への清算集中の要請、非ソブリンで清算集中されないSFT（証券金融取引）の最低ヘアカットがある。

活動に基づく手段は、市場全般の証拠金規則や清算集中義務を特定する法的枠組み、規制・監督枠組みによる規制対象の銀行への最低証拠金や清算要件の適用で導入できる。前者は閾値や免除はあるが、主体の種類に拘わらず、N B F I を含む全主体に適用される。だが、一定の種類の商品や主体の免除が不均一な実施につながりかねない。

また、全市場参加者への適用は、ヘッジコスト引上げや市場流動性への悪影響になりかねない。ネットインゲなどで悪影響は減らせるが、レバレッジ抑制の効果も薄まる可能性がある。

### ③主体に基づく手段

主体に基づく手段はノンバンク金融主体の財務、合成レバレッジを制限する。中核的な金融市場で業務活動を行うノンバンクへの比例的な使用も可能で、循環増幅的なレバレッジ解消が起きる可能性と大きさを減らせる。主体に基づく手段は、特定の戦略を行うノンバンク主体にしばしば適用されるが、ヘッジファンドなどの複雑な戦略を行う主体への適用はあまり一般的ではない。実施例には、独、仏、伊、アイルランドやシンガポールの不動産ファンドへの直接的な制限（総負債の対総資産比率上限）や投資ファンドの財務レ

バレッジ制限がある。間接的な制限には、ポンド建てLDIFファンドのイールドバッファー要件がある。

主体に基づく手段は、主体の種類を定義し規制する法的枠組みで行われるが、個別の主体やグループを対象とした監督行動での実施もある。なお、市場構造や既存の規制枠組みにより法域間のバラツキは大きい。また、規制の境界外の主体や他の法域に所在する主体は、こうした手段の範囲に入らないだろう。リスクに対処するには、クロスボーダーな協調や相互主義（レシプロシティ）が必要である。

### ④監督上のガイダンス

監督上のガイダンスは、規制の実施に関して当局の期待を設定し、実務上の事例を提供して各金融機関の強靭性とリスク管理を強化し、レバレッ

ジの規模の制限に寄与するだろう。ガイドランスは実施と更新が規制より早く、ダイナミックに変化する市場環境への対応に利用できる。ただし、既存の規制の基づくため、新しい手段は導入できない。ガイドランスは、ノンバンクにもレバレッジを提供する銀行なども対象にできる。

いくつかの法域が、レバレッジがかかったポジションや戦略への証拠金請求に伴う流動性リスクの測定と管理の強化を目指すガイドランスを発行した。レバレッジ提供者へのガイドランスは、カウンターパーティリスク管理の強化を目指し、カウンターパーティのデフォルトから金融安定への影響を減らす可能性がある。特定イベントへの対応もみられ、アルケゴス破綻後にいくつかの当局は、プライムブローカーへのリスク管理ガイドランスを発行した。

#### ⑤ 政策手段の補完性

NBF Iのレバレッジによる金融安定リスクは、その複雑な性質及び様々な政策手段の働き方の違いにより、単一の手段での効果は限定的で、諸手段の組み合わせが有効だろう。私的なディスクロージャーは、市場参加者にリスクエクスポージャーに関する重要な情報を提供しカウンターパーティと流動性リスク管理の監督上のガイドランスの適用を支える。活動に基づく手段と主体に基づく手段も相互に強化し合える。活動に基づく手段は、主体の種類によらずに一定のレバレッジ投資や戦略への証拠金確保を求めて他の手段を補完する。一方、主体に基づく手段は、金融安定リスクを生む市場参加者（特定の主体）に向けられ、全市場参加者に適用されるが重要な主体を十分には拘束しない他の手段を補完できる。

監督上のガイドランスは、主体レベルへの政策手

段に柔軟なアプローチを提供し、レバレッジのリスクの差し迫った出現には短期間で対応可能で、当局の政策ツールを補完できる。ただし、ガイダンスは個々の金融機関の流動性リスク管理改善などのミクロ健全性の性格であり、NBFIのレバレッジから生じる金融安定リスクに対処する規制手段の代替はできない。

#### 四、FSBの提言

FSBは、NBFIのレバレッジの脆弱性とそれに伴う金融安定リスクに対処する政策提言の市中協議（提言（案）の詳細は図表5参照）を行っており、二〇二五年中に最終化する計画である。提言の対象はレバレッジを用いるノンバンク（ヘッジファンド、レバレッジのある投資ファンド、年金基金と保険会社）で、レバレッジを提供

する銀行とプライムブローカーも範囲に入る。市場構造、法的枠組み、NBFIのレバレッジの脆弱性や金融安定リスクは法域によって様々であり、政策手段も作用が異なる。複数の政策手段を組み合わせることが最も有効だろう。

FSBの提言は各国当局とSSBに向けたもので、レバレッジによる金融安定リスクが明確な市場、主体と活動に焦点を合わせている。各国当局は、政策手段の選択、デザイン、調整でレバレッジに十分対処をしているという確信を持つことが期待される。FSBとSSBは、ガイダンスの開発を含め、提言の適用について各国当局を支援し助けるため、更なる作業を行う方針である。

今後とも、FSBによる提言の最終化に向けた動きを、可能な限りフォローしていきたい。

図表5 NBFIにおけるレバレッジに関するFSBの提言

<p><b>リスクの特定とモニタリング</b></p> <p>提言1：各国当局はNBFIのレバレッジに関連する脆弱性とそれに伴う金融安定リスクを効果的、頻繁かつタイムリーに特定しモニターするための各国内の枠組みを持つべきである。国内枠組みは、特にコアな金融市場に脆弱性ももたらしうる金融安定リスクと比例的であるべきだ。当局は国内枠組みを定期的にレビューし、使用されるリスク指標を含めて適切に強化すべきで、これらの指標の定義と算定での国際的な整合性を改善する対策を講じるべきである。</p>
<p><b>データの問題への対応</b></p> <p>提言2：各国当局はデータの問題を評価するため、①当局による利用可能なデータの使用、②利用可能なデータの品質、頻度とタイムリーさ、③当局の関連するデータへのアクセス、④既存の報告要件での潜在的なデータギャップを含め、各国内の枠組みをレビューすべきである。当局はデータの問題に対処すべきで、効果的なクロスボーダーの脆弱性モニタリングを妨げかねない問題を減らすため、提言9で提示されているように適切ならFSBとSSB（基準設定主体）を通じて協調すべきである。</p>
<p><b>公的なディスクロージャー</b></p> <p>提言3：各国当局は既存の公的なディスクロージャーの粒度、頻度及びタイムリーさをレビューすべきであり、①規制上の報告に基づくディスクロージャーを含め当局により、②関連する金融市場インフラの提供者により、または③金融主体自身が直接的に、公衆に提供されるべきディスクロージャーの追加または強化の程度を、コストとベネフィットのバランスをとって決定すべきである。これには既存の規制上の報告に基づく集計された市場ポジションと取引量のデータ及び情報の当局による発信が含まれる。こうした追加または強化された市場で、特に集中のリスクと混雑に関する透明性を高めるようにデザイン、調整されて、市場参加者がNBFIのレバレッジからのリスクを管理し、カウンターパーティエクスポージャーと流動化コストを推定する能力の支援を目指すべきである。</p>
<p><b>中核的な金融市場でのNBFIのレバレッジ</b></p> <p>提言4：各国当局は中核的な金融市場で特定したNBFIのレバレッジがもたらす金融安定リスクに対処すべきである。活動に基づく手段と主体に基づく手段及びNBFIのレバレッジに関するリスクを増幅する集中への対処を目指した手段は、システムワイドな観点からのリスクへの対処を含め、定期的にレビューし適宜強化されるべきである。様々な手段は、特定された金融安定リスクに有効で比例するように、選択され調整されるべきである。既存の法的及び規制上の枠組みが、特定された金融安定リスクへの対処に必要な政策手段を提供しない場合は、当局は適宜そうした枠組みの調整や拡大を検討すべきである。</p>
<p>提言5：NBFIのレバレッジからの中核的な金融市場での金融安定リスクに対処する政策手段を選ぶ際に各国当局は、活動に基づく手段と主体に基づく手段の双方と集中に関する手段を含め、幅広い手段を評価すべきである。当局の手段の選択は、予想される有効性とあらゆる潜在的なコストまたは意図せざる結果と共に、他の法域で類似のリスクへの対応で採用されている手段を考慮し、特定されたリスクの性質と推進力に基づくべきである。活動に基づく手段には、①国債のレボを含むSFTでのヘアカットの最低限度、②ノンバンク金融主体とデリバティブカウンターパーティの間の証拠金要件の強化、③SFTとデリバティブ市場での集中清算の義務付け、を含む。主体に基づく手段には、①レバレッジの直接的な制限、②ノンバンク金融主体が晒されたリスクに結びつけられた間接的なレバレッジ制限、が含まれる。集中に関する手段には、①ノンバンク金融主体のデリバティブ及びSFT市場でのエクスポージャーに結びついた証拠金とヘアカットへの集中上乗せ、②集中及びラージ・エクスポージャー上限、③ラージポジションの報告要件、が含まれる。</p>
<p><b>カウンターパーティ信用リスク管理</b></p> <p>提言6：各国当局は、NBFIのレバレッジから生じる金融安定リスクへの包括的な政策対応の重要な要素の一つであるバーゼル委員会のカウンターパーティ信用リスクの指針のタイムリーかつ徹底した実施を確実にすべきである。当局はSSBと協力し、規制上の枠組みがリスクの整合的な扱いで引き続き適切なことを確実にするため、NBFIのレバレッジが提供される方法の進行中及び将来的な動向を、システミックな観点からを含めてモニターすべきである。</p>
<p><b>私的なディスクロージャー</b></p> <p>提言7：各国当局はSSBと協力しレバレッジのあるノンバンク金融主体とレバレッジ提供者の間の私的なディスクロージャー実務の適切性を、そうした実務の粒度、頻度及びタイムリーさを含めレビューすべきである。適切な当局は、こうしたディスクロージャー実務の有効性を強化するためのメカニズム及び/または最低基準の開発を検討すべきである。</p>
<p><b>NBFIのレバレッジの規制上の扱いの不一致への対応</b></p> <p>提言8：各国当局は“同じリスクは、同じ規制上の扱い”の原則を採用し、インセンティブを歪め規制裁定をもたらしうるような類似したエクスポージャー、金融商品や構造によるNBFIのレバレッジの規制上の扱いの不一致を特定すべきである。すべてが特定されないなら、SSBと協力し、各国内の是正の努力が国境を越えてリスクを移転させかねない新たな相違点を作り出さないように他の法域の類似した状況の扱いを考慮し、特定された不一致に対処するか、どう対処するかを決定するために根底にある原因を分析すべきである。</p>
<p><b>クロスボーダーな協力と協調</b></p> <p>提言9：他の法域から生じるか伝播し、市場と市場参加者に影響しかねないNBFIのレバレッジで生じたリスクに対処する際に各国当局は、法律及びオペレーショナルに実行可能な限り、協調された危機対応/政策対応を促すため、他の当局と積極的に関与すべきである。各法域にわたるシステムワイドなリスクモニタリングを強化するために各国当局は、重要な市場リスクを特定し評価する能力を助ける（特に危機の際）と判断したら、MOUを通じてや定期的なコミュニケーションチャンネル、及び取りのプロセスなどの情報共有協定を積極的に制定すべきである。また、各国当局は、主要なノンバンク金融部門のレバレッジの集計データをベストエフォートで共有し、情報を相互交換する際は可能な限り調和されたデータと指標を活用すべきである。</p>

[出所] FSB：“Leverage in Non-bank Financial Intermediation-Consultation report”, Dec.2024より作成

## 五、結びに代えて

本稿ではFSBの二〇二五年の作業計画と、その中の重要課題の一つであるNBFIのレバレッジへの対応について概観した。FSBの計画が国際協調に支えられて着実に進められるかは、自国優先を掲げる米国の動きにかなり影響を受ける可能性がある。

FSBの成果物は、G20財務大臣・中央銀行総裁会議などのスケジュールに合わせて取りまとめられる予定になっている。このため、FSBから公表される報告書や議長のリターなどに注意して、作業の進展をフォローしていきたい。

二月二六日、二七日に開催されたG20財務大臣・中銀総裁会議では、共同声明は採択されず議長総括文書が公表された。FTの報道によれば気

候変動対応ファイナンスや貿易と米国の関税などの幅広い問題で意見の不一致があった。ロシアのウクライナ侵攻以降、共同声明が合意されないのは異例ではないが、議長国南アフリカのゴドングワナ財務相は「様々なトピックで新たな相違が生じてきている」と述べている。

なお、金融部門については、バーゼルⅢを含む合意された国際規制改革の実施、クロスボーダー送金の改善、気候関連金融リスクへの対応、FSBの暗号資産に関する提言の実施、NBFIの強靱性向上などが議長総括で言及されている。これはクノットFSB議長からのリター12)の記述と共通したもので、今のところは意見の不一致は見られないようだ。今後、予定されたスケジュールで報告書などが公表されるかを確認していきたい。

(注)

- (1) FSB:“FSB Work Programme for 2025”, January 2025を参照。
- (2) FSB:“Leverage in Non-Bank Financial Intermediation: Consultation report”, December 2024を参照。なお、N B F Iの脆弱性と金融安定リスクへの対応は、FSB:“Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation: Progress report”, July 2024を参照。拙稿:「N B F I（ノンバンク金融仲介）の強靱性向上へFSBの進捗報告とEUの取組み」、当研究所証券レビュー、二〇二四年一月で概要を紹介した。
- (3) 米国の政策変更については各種報道に加え、若園智明:「トランプ二次政権下のアメリカ資本市場規制」、当研究所、デイスカッション・ペーパー、No.2025-01（二〇二五年一月）を参考にさせていただいた。
- (4) F R BなどのNGFsからの脱退については、F R B、F D I C及びU.S. Treasuryのサイトを参照。なお、F R Bの決定（理事会の投票）では、バー副議長とクレーラー理事は棄権している。F R Bの脱退についてはNGFsから“NGFS membership announcement”, January 2025が公表されている。
- (5) FSB:“Stocktake on Nature-related Risks:Supervisory

- and regulatory approaches and perspectives on financial risk”, July 2024を参照。
- (6) 金融安定と規制改革の実施に関する二〇二四年の報告書で、FSB:“Promoting Global Financial Stability 2024 FSB Annual Report”, November 2024を参照。
- (7) Bank of England:“The PRA announces a delay to the implementation of Basel 3.1”, January 2025を参照。
- (8) バー副議長は最近の講演で、米国でのバーゼルⅢ最終化の重要性を指摘し、規制見直しの動きへの懸念を表明している。Michael S. Barr:“Risks and Challenges for Bank Regulation and Supervision” February 20, 2025を参照。
- (9) FSB:“Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2024”, December 2024を参照。
- (10) BCBS:“Final guidelines for counterparty credit risk management”, December 2024を参照。
- (11) “G20 finance chiefs fail to agree joint communique after trade and climate clashes”, Financial Times, 28 February 2025を参照。
- (12) FSB:“FSB Chair’s letter to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors:February 2025”, 24 February 2025.

(よ) した あきお・当研究所特任リサーチ・フェロー)