

## ノンバンク金融仲介の強靱性向上を目指す FSB 報告書の要諦

今後の作業の方向性と追加的な作業の要否を議論

日本銀行 金融機構局 国際課 企画役 中村 慎太郎  
日本銀行 金融機構局 国際課 松野 由嵩  
金融庁 総合政策局 総務課 国際室 課長補佐 富田 絢子

金融安定理事会 (FSB) は2024年7月、「ノンバンク金融仲介 (NBFI) の強靱性向上」と題する報告書を公表した。FSB は作業計画において、NBFI 関連を主要項目の一つに掲げている。今般の報告書は取り組みの進捗状況を年次で取りまとめ、G20 財務大臣・中央銀行総裁会議に対して報告するものである。本稿では、NBFI を取り巻く最近の環境変化や、それに伴う金融安定面での一層の重要性の高まりを踏まえつつ、報告書の主なポイントについて解説する。

### 金融安定における NBFI の重要性の高まり

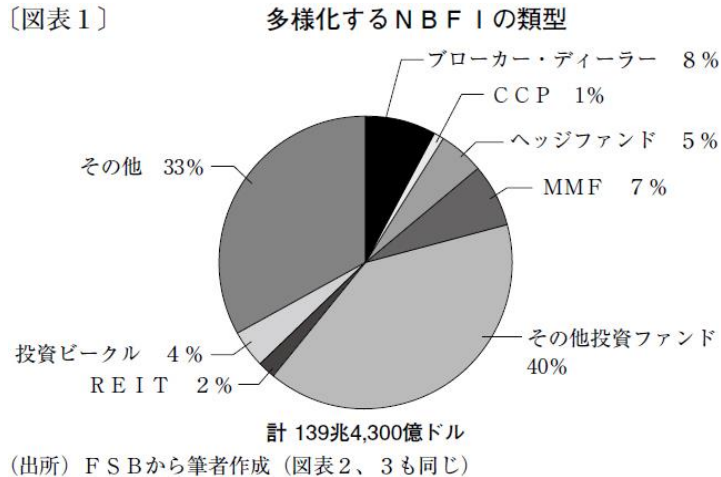
NBFI とは、証券会社や投資ファンド、保険会社、年金基金、その他 (銀行以外の) 金融仲介機関の総称である。NBFI は、銀行が一定の共通性を有するのと対照的に、それぞれの業態が異なるビジネスモデル、リスクプロファイル、ガバナンス構造を有しているほか、別々の規制枠組みに服している。そのため、画一的な規制監督対応が困難であることがこれまで指摘されてきた。

NBFI を取り巻く最近の環境変化を巡っては、24年9月に FSB のジョン・シンドラー事務局長が講演を行っている<sup>1</sup>。この講演が金融安定における NBFI の重要性の高まりをよく示しているため、主なポイントを紹介したい。

講演では最近の環境変化として、三つの事象を指摘した。一つ目は銀行規制の強化に伴って、NBFI による信用仲介や満期変換機能の提供、流動性供給といった銀行類似の活動が増えたこと。二つ目は、長く続いた低金利環境下で投資家が高い利回りを追求した結果、NBFI に資金が流入したこと。三つ目は、技術革新に伴ってオンラインでの融資プラットフォーム等の新たな形態の金融仲介が出現したことである。こうした環境変化を背景に、NBFI の資産規模は足元、増勢を強めるかたちで拡大しており、その類型も多様化している (図表1)。

<sup>1</sup> <https://www.fsb.org/2024/09/building-bridges-the-case-for-better-data-and-coordination-for-the-non-bank-sector/>

〔図表1〕



続けてシンドラー氏は、NBFI が金融システムに大きく影響を与えた最近のイベントとして、次の五つを挙げた。

- ① コロナ禍で不確実性が高まる下で投資家が保有資産の償還を求めた結果、マネー・マーケット・ファンド(MMF)や一部のオープンエンド型ファンド<sup>2</sup>から大規模な資金流出が生じたこと(20年3月の市場の混乱)
- ② ロシアのウクライナ侵攻に伴ってコモディティ市場のボラティリティーが高まった結果、コモディティトレーダー等が流動性危機に見舞われたこと
- ③ 暗号資産交換業大手 FTX の経営破綻と、それに伴う暗号資産関連ファンドの連鎖的な破綻の発生
- ④ 過剰なレバレッジにより運用資産を拡大させてきたファミリーオフィス米アルケゴスの破綻と、それに伴うマージンコール(追加証拠金の差し入れ)の急増
- ⑤ 高レバレッジ取引を行っていた英国企業年金ファンドの流動性の逼迫

その上で、これらの金融安定への含意として、オープンエンド型ファンドの流動性のミスマッチや、証拠金慣行(マージンコールの急増への対応)、過剰なレバレッジの抑制等への対応が急務であると指摘した。

### 勧告改正で対応を加速するオープンエンド型ファンド

FSB は、08年のグローバル金融危機(GFC)の経験を踏まえ、09年の設立当初から、当時「影の銀行」と呼称されていた NBFI への対応を進めてきた。こうした対応の

<sup>2</sup> 投資ファンドのうち、投資期間があらかじめ設定されておらず、ファンドの規約の下で任意に解約請求を行えるもの。投資家の解約請求がいつ発生するか分からない一方、その請求には運用資産の流動性にかかわらず応える必要があり、根源的に流動性ミスマッチを有する。また、解約時の資産売却コストが投資家へ適切に賦課されなければ、投資家はコスト負担を回避するため先んじて解約請求する先行者利益が生じる。

結果、GFC に寄与したとされる再証券化(証券化した商品を原資産として再度、証券化商品を組成する)の動きが減少するなど、NBFI の活動の抑制に資する一定の効果が見られた。一方で、20年3月に発生した市場の混乱は、NBFI のさらなる強靱性向上の必要性を迫るものであった。

こうしたなか、FSB ではNBFI の強靱性向上に向けて取り組むべき重点分野として、MMF、オープンエンド型ファンド、証拠金慣行、過剰なレバレッジの抑制、モニタリングの強化等に焦点を当てた検討を行ってきた。その上で21年以降、それぞれの取り組みの進捗状況について年次で報告書を取りまとめ、G20 財務大臣・中央銀行総裁会議に対して報告している。今回の報告書は通算で4本目となるものである。

報告書では、NBFI 関連作業の各テーマについて、これまでの作業成果がまとめられている(図表2)。本稿では、その中で特に重要な三つのテーマに焦点を当てて解説する。

〔図表2〕 24年央までに完了した作業

テーマ	概要	公表時期
MMF	20年3月の市場混乱を踏まえたMMF政策提言	21年10月
	メンバー法域におけるMMF政策対応のストックテイク	24年2月
	CP/C D市場の機能と強靱性の評価	24年5月
オープンエンド型ファンド	流動性ミスマッチに係る17年政策勧告の改正	23年12月
	当局ワークショップの開催	24年7月
証拠金慣行	中央清算・非中央清算デリバティブ市場におけるマージンコールに対する流動性準備態勢の整備	24年4月
レバレッジ	金融安定上のインプリケーションの評価作業	23年9月
システミックリスクのモニタリング	コロナ禍や20年3月の市場混乱を踏まえたリスク評価	年次
	NBFI の構造的・相互関連性に係る深掘り分析	年次

一つ目は、オープンエンド型ファンドに係る取り組みである。FSB は17年に策定した流動性ミスマッチに対処するための政策勧告を、23年12月に改正した。これは、22年に実施した勧告の有効性評価作業において、勧告のさらなる具体化が実効性向上に資すると結論付けられるとともに、希釈化防止ツール<sup>3</sup>の活用余地が指摘されたことを受けた対応である。

<sup>3</sup> 運用資産の売却時に必要な取引コストを解約投資家に負担させることで、流動性リスクの抑制を図る仕組み。

勧告改正では、まず、保有・運用する資産の流動性に依りて解約条件を設定するという基本的な考え方の下、ファンドを三つの類型等に分類するアプローチが導入された。最も流動性の高い類型では、ファンドは日次の解約を設定することが適切とされた。これに次ぐ類型では、希釈化防止ツールの使用が期待される。最も流動性が低い類型では、解約頻度を低く設定するか、解約通知期間または受け渡し期間を長く設定することが求められる。

これに加えて、希釈化防止ツールの利用促進を企図した改正も行われた。なお、証券監督者国際機構 (IOSCO) は、希釈化防止ツールに関するガイダンスを FSB と同時 (23年12月) に公表している。

### 証拠金慣行やレバレッジに関しては市中協議を実施

二つ目は、証拠金慣行についての取り組みである。FSB は24年4月、NBFI のマージンコールに対する流動性リスク管理の評価結果を踏まえ、政策勧告の市中協議を実施した。マージンコールはカウンターパーティーリスクに対する備えとして必要とされる一方で、ストレス時には流動性需要を増幅させる要因となる。そのため、ノンバンク市場参加者における流動性リスク管理の強化や、ガバナンスの脆弱性が課題として特定された。

市中協議文書では、「極端ではあるが蓋然性のある」ストレス時を想定したシナリオに基づく流動性ストレステストの実施や、担保管理実務の具備などを求めることで、こうした脆弱性に対応することが提案されている。今後、市中協議の結果を踏まえ、年内の勧告最終化を予定している。

三つ目のテーマはレバレッジである。レバレッジについては今年、モニタリングや金融安定上のリスクへの対応を強化するため、データや指標、政策ツールの検討に向けた作業を立ち上げたことが報告されている。

NBFI は外貨スワップや先物などを通じて、バランスシート外でもレバレッジを拡大しているとみられている。しかし、データが利用可能でないこと (データギャップ) が課題であり、実態を把握し、脆弱性を十分に評価することが困難な状況となっている。FSB では年内に、検討作業の成果をもとに、当局が NBFI のレバレッジから生じるシステムリスクに対処するための手法について、市中協議を実施する予定としている。

### 一定の進捗は見られるが実施ペースはまちまち

FSB による NBFI への政策対応の検討・実施は引き続き進捗している。もっとも、FSB のクラス・クノット議長は、報告書と同日に公表された G20 財務大臣・中銀総裁に宛てたレター<sup>4</sup>において「今日までに一定の進捗は見られるものの、合意済みの

<sup>4</sup> <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P220724-1.pdf>

NBFI への政策対応の実施ペースは法域ごとにまちまちであり、モメンタムを喪失している可能性がある」と言及している。

筆者にはこのコメントが、NBFI への対応が一筋縄ではいかず、いまだ道半ばにあることを象徴的に示していると感じられる。実際、今般の報告書においても、NBFI の多様性や法域ごとの制度枠組み、市場慣行の多様性、データ面の課題など、進捗を阻害する多くの要因が指摘されている。

こうしたなか、FSB としては来年以降も、NBFI のシステミックリスクへの対応をさらに進める方針を明らかにしている。具体的な作業は、①脆弱性の評価、②政策対応の検討、③実施状況のモニタリングの3分野で構成される(図表3)。

〔図表3〕 今後予定されている作業

テーマ	概要	完了メド
MMF	レポ市場の機能と強靱性の評価	25年中
	MMF改革の有効性評価	26年末
オープンエンド型 ファンド	データギャップ対応	24年末
	メンバー法域における政策対応のストックテイク	26年末
	政策勧告の改訂の有効性評価	28年末
証拠金慣行	流動性リスク管理に係る政策勧告の最終化	24年末
	規制報告におけるデータギャップ対応	24年末
レバレッジ	モニタリング強化および金融安定リスクへの対処	25年中
システミックリスク のモニタリング	NBFIの個別セクターの脆弱性評価	24年以降
	NBFI改革の実施状況の報告	24年以降
	モニタリングレポートへの関連作業成果の反映	24年以降

また、NBFI 関連作業の多くが、その対応の完了に向けて一定のメドがついていることから、FSB は今年後半に、今後の作業の方向性や追加的な作業の要否などについて議論を行う予定である。金融庁・日本銀行は密接に連携しながら、こうした作業に引き続き積極的に貢献していく。

(本稿で示された意見は執筆者に属し、必ずしも執筆者が所属する組織の見解を示すものではない)

**なかむら しんたろう**

06年東京大学経済学部卒、日本銀行入行。11年米スタンフォード大学院修士。ロンドン事務所、金融市場局、金融庁出向(企画市場局総務課企画調整官)等を経て、21年から現職。

**まつの ゆたか**

17年東京大学法学部卒、日本銀行入行。23年米コロンビア大学院修士。同年から現職。

**とみた あやこ**

16年東京大学農学部卒、財務省入省。23年米シカゴ大学院修士。主計局調査課、財務総合政策研究所等を経て、23年から現職。