

安定調達比率（NSFR）の市中協議案を巡る議論

富永 健司

■ 要 約 ■

1. バーゼル銀行監督委員会は、2014年1月12日にバーゼルⅢにおける流動性規制の一つである安定調達比率に係る市中協議文書を公表した。4月11日に、当市中協議文書に対するパブリック・コメントの募集が締め切られ、その後、市場参加者からのコメントが公表された。
2. 市中協議文書に対する市場参加者からのコメントは、(1) NSFRの前提条件と掛目水準の一貫性の問題と、(2) 市場への影響の二つに大別される。(1)については、NSFRの前提条件の明確化と、それに沿う形で掛目水準を改めて検討することが求められている。また、(2)については、レポ市場やCP市場といった短期金融市場への影響について配慮すべきとの意見が多く見られる。
3. NSFRは、資産と負債の運用調達構造のミスマッチによる金融機関の流動性リスクを抑制することが目的とされている。しかし一方で、短期及び長期の金融市場の流動性低下や市場参加者間で取引の集中化が起こることで、市場の厚みや効率性が失われ、価格ボラティリティが上昇し、取引や資金調達のコストの上昇へとつながる可能性がある点にも留意が必要であろう。
4. 今後、定量的影響度調査（QIS）等により市場への影響が詳細に分析され、市場参加者と当局との間で十分に議論を重ねた上で、規則が最終化されることが望まれる。

I. はじめに

バーゼル銀行監督委員会は、2014年1月12日にバーゼルⅢ 流動性規制の安定調達比率（Net Stable Funding Ratio; NSFR）に係る市中協議文書「バーゼルⅢ：安定調達比率について」（以下、「市中協議文書」）を公表した。NSFRは、既に改定規則文書が公表されている流動性カバレッジ比率（Liquidity Coverage Ratio; LCR）と並ぶ、バーゼルⅢ 流動性規制のもう一つの基準である。今回の市中協議文書においては当初の案からいくつかの変更点加えられている。4月11日に、当市中協議文書に対するパブリック・コメントの募集が締め切

られ、その後、市場参加者からのコメントが公表された¹。以下では、市中協議文書の内容と市場参加者からの意見の整理を行った。

II. これまでの経緯

バーゼル銀行監督委員会は、2010年12月に公表された規則文書「バーゼルⅢ：流動性リスク計測、基準、モニタリングのための国際的枠組み」（以下、「バーゼルⅢテキスト」）において、2つの流動性に係る基準を金融機関が順守することを求めている。

一つはLCRで、金融機関の流動性について短期の頑健性を向上させるため、高い流動性を持つ、適格流動資産（High Quality Liquid Assets; HQLA）について、30日間のストレス下での資金流出に耐える十分な額を保有することを求める基準である。もう一つがNSFRで、保有する資産に応じて、中長期の負債・資本をより多く保有することを求める基準である。NSFRは、バランスシート上において、資産と負債の運用調達構造のミスマッチによる流動性リスクを抑制することを目的としている。

バーゼル銀行監督委員会はバーゼルⅢテキスト公表後、LCR及びNSFRが導入された際の金融市場への影響や信用供与や経済成長へ与える影響についての分析を行ってきた。

LCRについては、定量的影響度調査（Quantitative Impact Study; QIS）等を経て、当初予定されていた制度導入まで約2年と迫った2013年1月7日にLCR改定規則文書「バーゼルⅢ：流動性カバレッジ比率および流動性リスク・モニタリング・ツール」（以下、LCR改定テキスト）が公表された²。さらに、LCRの導入にあたり、実体経済における資金調達への影響を配慮し、2015年の制度開始初年度の達成目標比率を60%として、2019年に降に完全導入がされるよう毎年10%ずつ基準値を上昇させることとなった³（図表1）。

一方、NSFRについてもLCR同様、観察期間が設けられ、内容の見直しが検討されてきた。観察期間中の調査によれば、問題銀行はホールセール市場での資金調達の割合が高いといった傾向が見られたとされている。こうした分析を踏まえて、今回の市中協議文書では、銀行の満期変換機能を阻害しないように留意しつつ、ホールセール市場での資金調達に過度に依存することの弊害を考慮したとされる⁴。

¹ 市場参加者からのコメントについてはバーゼル委員会のHP（<http://www.bis.org/publ/bcbs271.htm>）参照。

² 小立敬「バーゼルⅢ：流動性カバレッジ比率の要件緩和」『野村資本市場クォーターリー』2013年冬号（ウェブサイト版）参照。

³ LCRは30日間のストレス下での資金流出に対応できるように、高品質の適格流動資産（HQLA）を保有する事を求めるもので、次の式で算出される。HQLAはレベル1, 2A, 2B資産に区別される（図表3脚注参照）。
適格流動資産（HQLA）額 / 30日間のネット資金流出額* \geq 100%

*流動性ストレス時における資金の流出額を算出

⁴ 金融庁/日本銀行「安定調達比率（NSFR）市中協議文書、流動性カバレッジ比率（LCR）への追加事項の概要」（http://www.boj.or.jp/announcements/release_2014/data/rel140115a2.pdf）

図表 1 LCR 及び NSFR の導入スケジュール

	2015	2016	2017	2018	2019
LCR	60%	70%	80%	90%	100%
NSFR				最低基準導入	

(出所) バーゼル委員会資料

Ⅲ. NSFR の算出

NSFR は、資産の内容から安定的に資金調達が必要な金額（以下「RSF」⁵）と、負債および資本によって安定的に資金調達がなされている金額（以下「ASF」⁶）とを算出し、その比率として計算される（図表 2）。規制導入後は、継続的に同比率を 100%以上に維持することが求められる。RSF、ASF の金額は、資産及び負債・資本を図表 3 のカテゴリーに当てはめ、カテゴリー毎に設定されている掛目をかけて算出する。

図表 2 NSFR 算出式

$$\frac{\text{負債及び資本による安定調達額 (ASF)}}{\text{資産に対する所要安定調達額 (RSF)}} \geq 100\%$$

(出所) バーゼル委員会資料

⁵ Required amount of stable funding

⁶ Available amount of stable funding

図表3 資産・負債および資本の項目と掛目一覧

資産に対する所要安定調達額 (RSF)	
項目	掛目
・現金・中央銀行預け金	0%
・健全性監督に服する銀行に対する貸付 (制約なし、残存6ヶ月未満)	
・処分制約のないレベル1資産 ⁷ (現金・中央銀行預け金を除く)	5%
・処分制約のないレベル2A資産 ⁸	15%
・処分制約のないレベル2B資産 ⁹	50%
・6ヶ月以上1年未満の処分制約がある適格流動資産(HQLA)	
・健全性監督に服する銀行に対する貸付 (残存6ヶ月以上1年未満)	
・他の金融機関に預けているオペレーショナル預金	
・残存1年未満の上記に含まれない資産 (ノンバンク金融機関への貸付、事業法人、個人・中小企業向け貸付、ソブリン・中銀・公的セクター向け貸付等)	65%
・処分制約のない住宅ローン (残存1年以上で、パーゼルII標準法でリスク・ウェイトが35%以下)	
・残存1年以上の上記に含まれない貸付 (リスク・ウェイト35%以下。金融機関向けを除く)	85%
・処分制約のない残存1年以上の正常債権 (パーゼルII標準手法のリスク・ウェイトが35%超。金融機関向けを除く)	
・デフォルトしていない非HQLA(上場株式を含む)、現物で取引されるコモディティ	100%
・1年以上の処分制約があるすべての資産	
・デリバティブのネット債権額	
・上記に含まれないすべての資産 (不良債権、残存1年以上の金融機関向けの貸出、取引所外で取引される株式、債券等)	
負債及び資本による安定調達額 (ASF)	
項目	掛目
・規制上の資本(残存1年未満のTier2資本を除く)	100%
・残存1年以上の負債	
・中小企業や個人からの安定預金 ¹⁰ (満期の定めなし、または残存1年未満)	95%
・中小企業や個人からの準安定預金 (満期の定めなし、または残存1年未満)	90%
・非金融機関からの資金調達 (残存1年未満)	50%
・オペレーショナル預金 ¹¹	
・ソブリン、公的セクター等からの資金調達 (残存1年未満)	
・上記に含まれない中央銀行や金融機関からの資金調達 (残存6ヶ月以上1年未満)	0%
・その他のすべての資本及び負債 (満期の定めなし)	
・デリバティブのネット債務額	
オフバランスシートのエクスポージャー	
・顧客に対する与信、流動性のコミットメントライン	5%
その他の偶発債務: ・無条件に引き出し可能な与信、流動性のコミットメント ・貿易金融等に係る与信の保証やレター ・証券投資ビークル等が発行した債券の潜在的な買戻し請求等	当局裁量

(出所) パーゼル委員会資料を基に野村資本市場研究所作成

⁷ 硬貨及び銀行券、ソブリン・中央銀行・公共法人・国際開発銀行等が発行する適格市場性証券(パーゼルII標準手法のリスク・ウェイト(RW)が0%。金融機関又はその関係会社発行の債務を除く)、適格中央銀行預金、自国のソブリン又は中央銀行の債務(RWが0%以外)等。

⁸ ソブリン、中央銀行、公共法人、国際開発銀行の資産(RWが20%)、AA-以上の適格社債、AA-以上の適格カバード・ボンド(金融機関またはその関係会社発行の債務を除く。)

⁹ 適格RMBS(銀行自身又はその関係会社によって組成されたものを除く。)、BBB-以上A+以下の適格社債、適格普通株式等。

¹⁰ 実効的な(a. 迅速な保険金の支払い、b. 保証範囲の明確性、c. 一般に認知されているといったことを指す)預金保険制度又は政府保証が付与されている預金等。準安定預金は、実効的な預金保険制度の対象外又は政府保証が付与されていない預金等を指す。

¹¹ カストディ、クリアリング、キャッシュ・マネジメント・サービス等に使用される預金

IV. NSFR 市中協議文書のポイント

市中協議文書のポイントとしては、第1に、中小企業向けのビジネスに配慮したこと、第2に、短期のマッチド・ファンディング（以下、「マッチド・ブック取引」¹²）に対処する変更を加えたこと、第3に、資産負債の1年未満のバケットの見直しがあげられる。1点目に関しては主に緩和方向、2点目、3点目に関しては主に厳格化の見直しが行われている。市中協議文書の変更部分は以下の通りである。

図表4 NSFR 市中協議文書の変更

資産に対する所要安定調達額 (RSF)		
目的	項目	改定内容
中小企業向けのビジネスへの配慮	個人及び中小企業向けの貸出 (緩和)	● 残存1年未満の個人及び中小企業向けの貸出で、バーゼルIIの標準手法におけるリスク・ウェイト(RW)が35%以下の貸出については、50%へ。(見直し前:85%)
短期のマッチド・ブック取引への対処	ノンバンク金融機関への貸出と非適格流動資産(HQLA)に対し、より高い掛目を設定 (厳格化)	● 残存1年未満のノンバンク金融機関への貸出および非HQLAについて、50%へ (見直し前:0%)
その他	LCRのHQLA定義との整合性を向上 (緩和、一部厳格化)	● LCRにおけるレベル1、レベル2A、レベル2B資産定義における掛目と整合性を高め、レベル2A資産については15%(見直し前:20%)、レベル2B資産については50%(見直し前:区分なし)へ。
	一定の非HQLAに関して、区分を追加 (緩和)	● 処分制約のない残存1年以上の正常債権(RWが35%超)、デフォルトしていない非HQLA(上場株式を含む)、現物で取引されるコモディティは85%へ。(見直し前:100%)
	6ヶ月以上1年未満の銀行間の貸出について、より高いRSFを設定 (厳格化)	● 50%へ。同年限の銀行間借入についてASF50%と設定されていることと対応させた。 (見直し前:0%)
利用可能な安定調達額 (ASF)		
目的	項目	改定内容
中小企業向けのビジネスへの配慮	個人・中小企業からの、満期の定めがない預金・1年未満の定期預金 (緩和)	● “安定的な”満期の定めがない預金及び1年未満の定期預金は、95%へ。(見直し前:90%) ● “準安定的な”満期の定めがない預金及び1年未満の定期預金は、90%へ。(見直し前:80%)
	オペレーショナル預金について (緩和)	● オペレーショナル預金は、安定性を考慮し、50%に変更。 (見直し前:0%)
	有担保調達の扱い (緩和)	● 非金融機関からの1年未満の資金調達は、無担保及び有担保調達共に50%。 (見直し前:無担保調達のみ50%とし、有担保調達は0%としていた)
残存1年未満の資産・負債の期間の細分化	残存期間1年未満の負債に関して区分を追加 (緩和)	● 残存1年未満の区分を、「6ヶ月未満」「6ヶ月以上1年未満」の2つに分け、掛目を調整。6ヶ月以上1年未満の一定の資金調達源については、50%へ。 (見直し前:0%)

(注) ASFの掛目の上昇は規則の緩和方向への変更、減少は規則の厳格化を示す。一方、RSFについては、掛目の上昇が規則の厳格化、減少が緩和方向への変更を示す。

(出所) バーゼル委員会資料を基に野村資本市場研究所作成

¹² 主に期間や金額等が同一のレポとリバースレポ取引を組み合わせた取引を指す。

V. 市場参加者からのコメント

市中協議文書に対する市場参加者からのコメントについては、(1) 前提条件と掛目水準の一貫性の問題、(2) 市場への影響の二つに大別される。

1. 前提条件と掛目水準の一貫性

NSFR は、資産と負債の運用調達構造のミスマッチによる流動性リスクに対処することを目的とし、保有する資産に応じて安定的な負債・資本をより多く保有すること、すなわち中長期の安定的な資産・負債構造を保持することを金融機関に求めている。また、市中協議文書により、NSFR の前提条件について、ストレスシナリオを前提とする従来の条件から、特定のストレス状況を前提とせず、資金調達の構造面に焦点をあてる基準として前提の見直しが行われたと市場では理解されている¹³。

今回の市中協議文書のポイントの一つに、NSFR と LCR における HQLA¹⁴の取扱いに関して整合性が高められたということがあげられる。例えば、LCR との整合性をとるために、市中協議文書では、HQLA のレベル 2A 資産については、RSF の掛目が 20%から 15%へ改定される一方で、レベル 2B 資産については、掛目 50%が新たに設定された。このような改定に関して、NSFR と LCR 両比率の前提条件の違いについての説明が十分ではないとの指摘がある。また、NSFR の掛目を、前提条件の異なる LCR の掛目の数値と水準をあわせていることは、矛盾しているのではないかとの声がでている。

市場参加者からは、両比率が前提とする期間及びストレス条件の違いをより明確化すべきであるとの意見と共に¹⁵、市中協議文書において LCR との整合性を図る上で見直しが行われたいくつかの掛目に関して、前提条件の考え方と掛目水準に矛盾があるといった点や、掛目が過度に保守的な水準となっているとの指摘がなされている。前提条件に関して、市場参加者に対してより詳細な説明を行うこと、その上で NSFR の前提条件に沿う形で ASF、RSF の掛目の水準を改めて検討することが求められているといえる。

2. 市場への影響について

多くの市場参加者がレポ市場やコマーシャル・ペーパー (CP) 市場といった短期金融市場への影響についてコメントしている。

¹³ 国際金融協会 (IIF)、国際資本市場協会 (ICMA)、国際スワップデリバティブ協会 (ISDA)、グローバル金融市場協会 (GFMA)、ザ・クリアリング・ハウス (TCH) による共同コメント・レター (以下、「共同コメント・レター」) や全国銀行協会コメント・レター (以下、「全銀協コメント・レター」) 参照。ただし、前提条件の見直しに関して市中協議文書において明確に説明されている訳ではない。

¹⁴ HQLA は大きく分けて 2 つの観点からの特徴を持つとされる。基本的な特徴として、(a) リスクが低い、(b) 評価が容易かつ確実である、(c) リスク資産との相関が低い、(d) 発展し認知された取引所へ上場されているといった点があげられる。また市場に関わる特徴として、(a) 活発で規模の大きい市場がある、(b) ボラティリティが低い、(c) 質への逃避先となるなどの点がある。

1) レポ市場への影響

レポ市場¹⁶に関して市場参加者から指摘がみられるのは主に次の点である。

- ノンバンク金融機関とのリバースレポ取引について RSF の掛目 50%が設定されていることで（取引金額の半分に対して安定調達が必要となる）、銀行への取引集中が起こる可能性がある。
- ポジションのヘッジ等に利用されるショートポジションのカバー等、市場取引においてレポ取引は重要な役割を担っており、そうした取引に安定調達が求められることになれば、金融機関の顧客である投資家の取引コストが大きく上昇する。
- CCP がノンバンクと見なされる場合、CCP への清算集中を促す規制改革の取組みに逆行するインセンティブを与える。
- 中央銀行に対するリバースレポ取引についても、RSF の掛目 50%が適用されることで、金融機関によるレポ形式の中銀オペレーションへの参加が抑制される。

1 点目は、残存 1 年未満のノンバンク金融機関に対する貸出に、裏付け資産の質にかかわらず、RSF 掛目 50%が適用されることから生じる問題である。この点については、今回の市中協議文書において、短期のマッチド・ブック取引に対処する措置として変更が加えられた。当変更により、すべてのノンバンク金融機関との 1 年未満のリバースレポ取引について、その金額の 50%に対し安定的な資金調達が求められることになる。一方で、銀行¹⁷に対する残存 6 ヶ月未満のリバースレポ取引については、RSF 掛目 0%が適用される。つまり、リバースレポ取引を行う際、取引相手が銀行かノンバンク金融機関かによって、RSF の要求数値に大きな差異が生まれる（図表 5）。

市場参加者からは、こうしたカウンター・パーティの違いによるリバースレポ取引の取扱いの違いが、銀行への過度な取引集中を生むといった懸念がでている。また、特に CCP がノンバンク金融機関と見なされる可能性があることについて、取引の清算集中という規制改革の取組みの動きと矛盾するとの指摘もみられる¹⁸。さらに、市場においてレポ取引の担う多様な機能に注目すべだとの意見もある。リバースレポ取引は、ポジションのヘッ

¹⁵ 共同コメント・レター参照。

¹⁶ レポ取引は、有価証券と資金を一定の期間交換する取引で、債券の出し手と資金の出し手のどちらに注目するかにより名称が区別される。債券の出し手が、債券と資金を一定期間交換することをレポ（取引）と呼ぶ。レポ取引は債券ディーラーが在庫資金調達を行う手段として活用される。逆に、資金の出し手が、資金と債券を一定期間交換することをリバースレポ（取引）と呼ぶ。リバースレポ取引は、例えば機関投資家の短期の資金運用や、債券ディーラーが顧客の求めに応じて在庫を持たない銘柄を「空売り」（ショート）した場合に当該銘柄を調達するための手段として活用される。

¹⁷ 市中協議文書では「健全性監督対象となる銀行」とされている。健全性監督対象の定義については明確に説明はされていない。

¹⁸ CCP がノンバンク金融機関とみなされた場合、銀行間で行うバイラテラルのリバースレポ取引が、RSF 掛目 0%が適用される一方、銀行が CCP 経由で行うリバースレポ取引が（清算集中されているにも関わらず）RSF 掛目 50%の適用を受けてしまう。

ジ等に利用されるショートポジションをカバーする¹⁹際に使用されるという点で、市場取引の重要な機能を担っている。こうした取引に、RSF 掛目 50%が適用されれば、金融機関の顧客である投資家に追加的な取引コストが発生する可能性がある。ICMA（欧州資本市場協会）欧州レポ・カウンシル（以下、「ICMA 欧州レポ・カウンシル」）が示した例によると、ドイツ国債のリバースレポ取引を行う際、期間1日（オーバーナイト）の金利が0.23%であるのに対し、取引金額の半分を1年間の無担保調達金利0.62%で調達を行うと、取引金利は0.425%へと約85%上昇する。取引金利の上昇は市場参加者の取引コストの上昇や市場の流動性の低下につながる可能性があるといえる。

また、短期金融市場における中央銀行のオペレーションにも影響が及ぶとの声もある。中央銀行が行うレポ形式の資金吸収オペレーションにおいて、金融機関が中央銀行との間でリバースレポ取引を行う場合、現状案では当該金融機関にRSF 掛目 50%が適用される。このため、銀行が中銀のオペレーションに応じるインセンティブを低下させるとの指摘がでている²⁰。

以上の点に対し、市場参加者からは有担保の貸付について、流動性が高く高格付けの資産が担保となっている際には、異なる措置が必要との意見がある。ICMA 欧州レポ・カウンシルは有担保と無担保の貸出を区別する必要があるとし、有担保の貸付については、特に流動性が高く、高格付けの資産が担保となっている際には、RSF の掛目は0%が適切であるとしている。そして、銀行が事業法人や顧客のショートポジションをカバーする目的で行う、ノンバンク金融機関とのリバースレポ取引については担保の種類や残存に関わらず、RSF の適用から除外されるべきとの意見が示されている。また、「banks」の定義について、CCP、保険会社、証券会社等を含めて広範囲にすべきとの案もでている²¹。

図表5 リバースレポ取引を行う際のカウンター・パーティ毎のRSF 掛目の値

モノの出し手 資金の出し手	対銀行	対ノンバンク金融機関
金融機関	0%	50%

(注) 期間は6ヶ月未満。資金の出し手側に適用されるRSFの掛目。

(出所) 野村資本市場研究所作成

2) コマーシャル・ペーパー（CP）市場への影響

市中協議文書に従えば、CP の保有に対しても安定調達が求められる。例えば、格付けAA-以上であれば、RSF 掛目15%、A+からBBB-であればRSF 掛目50%が適用される（前掲図表3）。こうした残存が短い資産に対する安定調達の要件は、特に、残存が長い資産と比較して、資産保有のコストの増加の影響が大きいと考えられる。

¹⁹ 空売りしている銘柄を買い戻す（解消する）こと。銘柄を購入して空売りを解消するケースと、レポ取引によって一定期間銘柄を調達して空売りを解消するケースがある。

²⁰ 全銀協コメント・レター参照。

²¹ 例えば、ICMA 欧州レポ・カウンシル、全銀協コメント・レター参照。

ICMA CP 委員会からのコメントによれば、保有する CP に対して適用を提案されているヘアカットの水準は銀行の内部モデルに比較して高いとされ、現状案では、セカンダリー市場において、ディーラーの取引参加コストを高め、市場残高の大幅な減少を招くと主張されている。

NSFR は、資産と負債の運用調達構造のミスマッチによる金融機関の流動性リスクを抑制することが目的とされている。しかし一方で、規則策定にあたっては、市場参加者から指摘が出ている通り、短期及び長期の金融市場の流動性低下や市場参加者間で取引の集中化が起ること、市場の厚みや効率性が失われ、価格ボラティリティが上昇し、取引や資金調達のコストの上昇へつながる可能性がある点にも留意が必要であろう。

VI. 今後のステップ

NSFR の最終規則策定のスケジュールについては、当初の発表では 2016 年半ばまでに内容を見直すとされていたが、QIS の結果等を踏まえ、2014 年内に最終規則を定めるとの日程へ予定が前倒しとなっている。QIS の結果については、年内に公表予定とされる次回のモニタリング・レポートで、市中協議文書を反映した数値が公表される見込みである。当レポートにおいて、NSFR の数値が過去の公表数値からどの程度の差異がでてくるか注目される²²。

当局の動きとして、市中協議文書のコメント締切りに先立ち、バーゼル銀行監督委員会流動性ワーキング・グループのマセラット共同議長から、レポ等の一部の市場に意図せざる影響があることを認める発言がでてきている²³。こうした発言から、今後市中協議文書の内容から一定の修正が見込まれるとの見方があるが、どのような修正となるかは不確実である。

また、レポ取引も含めた伝統的な銀行システムの外にあるシャドーバンキングに対する規制改革についても別途検討が進んでいる。金融安定理事会（FSB）主導でレポ取引等の証券担保金融取引（SFT）に対する規制が国際的に検討されている他、各国においても規制強化の動きがみられる²⁴。米国の当局者からは、バーゼルⅢの LCR 及び NSFR は流動性リスク抑制のための重要なステップであるがシャドーバンクを含む金融システム全体のリスクに対処できないため、追加措置を検討しているとの発言がでてきている²⁵。

NSFR の最終規則にあたっては、スケジュールが前倒しとなり、最終規則策定までタイトなスケジュールになると予想されるが、金融機関、機関投資家、事業法人といった様々な市場参加者が日々の資金運用・調達を行う短期金融市場への影響をはじめ、金融市場へ幅広く影響を与えると考えられるため、QIS 等により市場への影響が詳細に分析され、市

²² 2014 年 3 月に、バーゼル銀行監督委員会から発表された「バーゼルⅢモニタリング・レポート」（2013 年 6 月末時点数値）における NSFR の数値は、バーゼルⅢテキストがベースとなっており、市中協議文書の内容は未反映であることから、NSFR の数値公表は見送られた。

²³ “Repo desks up in arms about NSFR,” *Risk.net*, April. 7, 2014.

²⁴ 詳しくは、FSB, “Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos,” Aug. 29, 2013.

²⁵ 例えば、Janet Yellen, “Opening remarks,” at the Federal Reserve Bank of Atlanta’s 2014 Financial Markets Conference, April. 15, 2014.

場参加者と当局との間で十分に議論を重ねた上で、規則が策定されることが望ましいといえよう。今後の展開に注目したい。

図表 6 市場参加者から寄せられた主要な意見

安定調達比率 (NSFR) が前提とする条件と掛目水準の一貫性 ²⁶	
指摘事項	要望又は代替案
<ul style="list-style-type: none"> ● NSFR と流動性カバレッジ比率 (LCR) 両比率が前提とするストレス条件の違いについての説明が十分ではない。 ● レベル 2B 資産及び非適格流動資産 (HQLA) の掛目の水準 50% は、現実の市場状況と比べて過度に保守的な水準となっている。 	<ul style="list-style-type: none"> ● NSFR と LCR の前提条件の違いをより明確にすべきである。 ● NSFR の前提は、LCR の前提とは異なる。HQLA については、LCR の掛目水準より保守的な水準にならないよう、保有期間ではなく市場流動性によって調整されるべき。RSF については全ての掛目について現状案の 50% とし、レベル 1 資産については、0% が適当。
市場への影響 (レポ市場) ²⁷	
指摘事項	要望又は代替案
<ul style="list-style-type: none"> ● 1 年以内のノンバンク金融機関への無担保貸付が RSF の掛目が 50% となることは理解ができるが、有担保の貸付について、特に流動性が高く、高格付の資産が担保となっている際には、そうではない取引と区別されるべき。(ICMA 欧州レポ・カウンシル) ● CCP がノンバンク金融機関とみなされ、CCP への貸付に関してレポ・リバースレポ取引の非対称の取扱いが適用される場合、銀行間のバイラテラルのレポを行うインセンティブを与えることで、レポ取引の清算集中が進まなくなる。(ICMA 欧州レポ・カウンシル、全国銀行協会) ● 残存期間 1 年未満のノンバンク金融機関に対する貸出に、裏付け資産の質にかかわらず、RSF 掛目 50% が適用される場合、リバースレポ取引のカウンター・パーティによる取扱いの違いが、銀行への過度な取引集中を生む。(全国銀行協会) ● 中央銀行が行うレポ形式の資金吸収オペにおいても現状案では RSF 掛目 50% が適用されるため、こうした措置が金融調節手段に銀行が応じるインセンティブを低下させる。(全国銀行協会) ● レポ取引等の証券担保金融取引 (SFT) は、ショートカバーを埋めるという点で、セカンダリーのマーケットメイクの重要な機能を担っている。もし、銀行や顧客のショートポジションをカバーするためのリバースレポ取引に RSF 掛目 50% が適用されるのであれば、追加的な取引コストが発生し、取引の流動性が低下する。(ICMA 欧州レポ・カウンシル) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 1 年以内のノンバンク金融機関への有担保貸付で、担保にレベル 1 資産が使用されている場合には、RSF の掛目を 0% とすることが適切である。 ● レベル 1 資産以外の場合、「50%×担保資産の RSF 掛目」(例えばレベル 2A であれば RSF 掛目 7.5% となる (50%×15%)) とすることを提案する。(共同、ICMA 欧州レポ・カウンシル) ● 「banks」のカテゴリーに、適格 CCP (QCCPS) とブローカーディーラーを含めることに加えて、流動性及び資本規制といった健全性基準に従う全ての金融機関を含めることが適切。(ICMA 欧州レポ・カウンシル) ● 銀行 (banks) の定義を CCP、保険会社、証券会社等を含めて広範囲にする。(全国銀行協会) ● 銀行が事業法人や顧客のショートポジションをカバーする目的の、ノンバンク金融機関とのリバースレポ取引については担保の種類や残存に関わらず、RSF の適用から除外されるべきである。(ICMA 欧州レポ・カウンシル、共同)

(出所) 各種コメントより野村資本市場研究所作成

²⁶ 共同コメント・レター参照。

²⁷ 市場への影響については、市場参加者からのコメントが多かったレポ市場を取り上げた。

(参考) 市場参加者から寄せられた主要なコメント・レター

共同 コメント・レター
<p>(平時のビジネスを想定した)資産・負債構造に焦点をあてた手法をとる必要</p> <ul style="list-style-type: none"> 安定調達比率(NSFR)について、ストレス条件を想定するアプローチから、より構造面を問題とするアプローチへの見直しは適切である。長期の指標については、流動性カパレッジ比率(LCR)のように(短期的な)ストレス条件を想定するのではなく、平時のビジネス(business-as-usual)あるいは構造面にベースをおいて分析が行われるべきである。市中協議文書では、多くの点で、NSFRの数値はLCRに比べ保守的な水準に設定されているが、平時のビジネスの水準と比べて乖離がある水準に掛目を設定するのであれば、影響度の分析や市場参加者の理解のために詳細な説明が必要である。 NSFRは、LCRの期間を1年間に延長したものとらえられるべきではなく、もしASFの掛目が、想定されるロールオーバー額の一部であるならば市中協議文書にある原則に沿って適切に調整を行うべきである。
<p>適格流動資産(HQLA)のRSFの調整</p> <ul style="list-style-type: none"> LCRと前提条件が異なるはずのNSFRで、LCRで定義されたHQLAが使用されていることについて懸念を覚えている。NSFRにおいて、HQLAに対するRSFの掛目を設定する際には、保有期間は考慮にいれず、資産の流動性にのみ注目するべきである(流動性が高ければ掛目は低く設定するべきである)。
<p>証券担保金融取引は、全てが同一の取引ではない</p> <ul style="list-style-type: none"> レポとセキュリティ・レンディングの市場は、銀行や証券会社が、在庫を保有せずに現物市場での一定のサイズのオファー・ビッドを提示(マーケットメイク)することを可能にさせ、フェイル(決済未了)を防止する。つまり、ロングポジションの資金調達、ショートポジションのカバーを効率的にし、国債の入札参加や社債の引き受け、現物やデリバティブのトレーディングにおいて信用・市場リスクエクスポージャーをヘッジする役割を果たしている。 多くのレポ取引等の証券担保金融取引(SFT)は、在庫による資金調達がなされており、関連取引と期間は一致している。また、多くの証券化商品についても、在庫による資金調達がされており、实体经济に関わる資金調達の場を供給している。
<p>ホールセール市場における短期資金調達の重要性</p> <ul style="list-style-type: none"> ある種類の資産にとっては、銀行であれ顧客であれ、短期の資金調達が最も適切なソースである。銀行がマーケット・メーカーとして残存1年以内の資産を保有している場合のRSFの掛目は0%か非常に低い数値が適当である。CD、CP、ABCP等については、低流動性資産を短期で資金調達をする場合と比べて、流動性リスクは低い。
<p>株式市場への影響</p> <ul style="list-style-type: none"> 株式のマーケット・メーカーに対する安定調達額の増加の影響は多大である。影響は、現物だけではなく、デリバティブにも及ぶ。 NSFRが導入されれば、マーケット・メイキングのコストが上昇し、オファー・ビッドのスプレッドが拡大する。結果、市場参加者のヘッジ・コストが増加し(例えば年金基金は、株式の先物を使って自らのポジションをヘッジしている)、取引コストが上昇することにつながる。
<p>デリバティブの扱いについて</p> <ul style="list-style-type: none"> 債権、債務のネットティングによりASF、RSFを決定することは適切だが規制上のネットティングの定義について説明を加える必要がある。また数多くの取引のケースに関して内容の明確化が必要。
<p>ホールセール・ファンディングの種類と区別</p> <ul style="list-style-type: none"> 大企業からのリレーションベースの預金や自己調達等の比較的安定的な資金調達と、他のポラタイプで不安定な資金調達に関する区別が必要。市中協議文書は、SFTの扱いについて、LCRの改定規則と重要な不一致が存在している。例えば2つの高格付のカウンター・パーティによる国債等の高品質担保による、レポとリバースレポの完全にマッチされた取引が、LCRの算出上アウトフローとならずにHQLAが求められない一方、NSFRではRSF掛目50%と1年以上の長期調達を求められる点等である。

ICMA 欧州レポ・カウンシル コメント・レター
<p>安定調達比率(NSFR)に係る予備調査結果</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 2014年の初めにNSFRの欧州レポ市場への影響度の簡易調査²⁸を実施。調査では、6ヶ月未満のリバースレポ取引の35%が、銀行がノンバンク金融機関と行う取引であるという結果となった。2013年12月のサーベイから推定を行うと、1.4兆ドルの残高にあたると考えられる。 ● また銀行とノンバンク金融機関の間で行われる短期のレポ・リバースレポについては、リバースレポ取引のうち70%が、レポ取引のうち78%が、レベル1資産が担保として使用されている。
<p>担保付資金調達と担保の質</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 1年以内のノンバンク金融機関への無担保貸付がRSF掛目50%となることは理解ができるが、有担保の貸付について、特に高い流動性と格付けの資産が担保となっている際には、異なる措置が必要なのではないかと考える。ノンバンク金融機関への12ヶ月以内の有担保貸付で、担保にレベル1資産が使用されている場合には、RSFの掛目を0%とすることが適切であると考えられる。
<p>カウンター・パーティの定義について</p> <ul style="list-style-type: none"> ● CCPがノンバンク金融機関とみなされ、CCPへの貸付に関して非対称の取扱いが適用される場合、レポ市場の清算集中が進まなくなり、銀行間のバイラテラルのレポを行うインセンティブを与える。 ● したがって、銀行の категорияは、適格CCP(QCCPS)とブローカーディーラーを含めることに加えて、流動性及び資本規制といった健全性基準に従う全ての金融機関を含めることが重要であると考えられる。
<p>アウトライト取引に係るレポ取引等の証券担保金融取引(SFT)について</p> <ul style="list-style-type: none"> ● SFTは、ショートカバーを埋めるという点で、セカンダリーのマーケットメイクの重要な機能を担っている。もし、銀行や顧客のショートポジションをカバーするためのリバースレポ取引にRSF50%が適用されるのであれば、長期の資金調達による追加的な取引コストが発生する。

(出所) 各種コメントより野村資本市場研究所作成

²⁸ 銀行による残存6ヶ月未満のリバースレポ及びレポ取引に関して、カウンター・パーティ毎の調査を実施。2013年12月の欧州レポ市場調査結果の約51%を占める20の銀行が対象。