

# ノンバンク金融仲介（NBFI）のレバレッジに対する 政策上の焦点 —金融安定理事会（FSB）による分析と政策措置の提案—

小立 敬

## ■ 要 約 ■

1. 金融安定理事会（FSB）は 2024 年 12 月、ノンバンク金融仲介（NBFI）のレバレッジが金融システムの安定に与えるリスクに対処する観点から、各法域の当局を対象に 9 つの政策勧告を提案する市中協議報告書を公表した。同報告書は、FSB が 2023 年 9 月に公表した、NBFI によるレバレッジが金融システムの安定に与える影響を分析した NBFI レバレッジ報告書が土台となっている。
2. NBFI レバレッジ報告書は、NBFI のレバレッジがグローバル金融市場の脆弱性を生んだり、増幅させたりする事例が数多くあり、特に新型コロナウイルス感染症（COVID-19）の影響から 2020 年 3 月に発生した金融市場の極度の流動性ストレスによって NBFI の強靱性の強化の必要性が明確になったとして、NBFI のレバレッジに焦点を当てて分析したものである。
3. NBFI レバレッジ報告書は、NBFI のレバレッジのリスク波及経路として、ポジション清算とカウンターパーティというチャンネルを挙げ、リスクを増幅させる要因として、相互関連性や集中、流動性インバランスを挙げる。その上で、ヘッジファンドとプライム・ブローカーの関係、年金基金や保険会社といった長期投資家のレバレッジに焦点を当てながら現状分析を行っている。さらに、NBFI によるレバレッジを把握する際の課題としてデータ・ギャップの存在を指摘している。
4. 先般の市中協議報告書は、NBFI レバレッジ報告書の分析を踏まえて NBFI によるレバレッジに関連して 9 つの政策勧告を行うものである。監督・規制の関与が希薄か空白となっている NBFI セクターに対する従来の枠組みと比べると踏み込んだ提案であり、監督・規制のあり方によっては市場参加者に与える影響も大きくなるおそれがある。今後、最終文書において政策勧告がどのように整理されていくのかが重要な注目点であろう。

## 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・小立敬「COVID-19 ショックとノンバンク金融仲介（NBFI）の発展—金融システムの安定における市場流動性の課題—」『野村資本市場クォーターリー』2021 年春号。
- ・岡田功太、小立敬「資産運用業の構造的脆弱性に係る政策提言—金融安定理事会（FSB）及び米国における議論—」『野村資本市場クォーターリー』2016 年秋号（ウェブサイト版）。

## I NBFIのレバレッジに関する政策勧告の提案

金融安定理事会（FSB）は2024年12月18日、ノンバンク金融仲介（non-bank financial intermediation; NBFI）のレバレッジが金融システムの安定に与えるリスクに対処する観点から、「ノンバンク金融仲介におけるレバレッジ」と題し、政策勧告を提案する市中協議報告書（以下「市中協議報告書」）を公表した<sup>1</sup>。

NBFIとはノンバンク（非銀行）エンティティによる金融仲介を表す。保険会社や年金基金、ブローカー・ディーラー、エクイティ・ファンド、債券ファンド、上場投資信託（ETF）、マネー・マーケット・ファンド（MMF）、ヘッジファンド、証券化ビークル、不動産ファンド、ファイナンス会社、信託会社がノンバンク・エンティティに含まれる。

グローバル金融危機以降の国際金融規制改革においては、FSBのイニシアティブの下でシャドー・バンキングとして監督・規制の対象となり、FSBは年次でモニタリング報告書を策定してきた。2020年以降、シャドー・バンキングからNBFIに呼称が変わっている。

一方、レバレッジとは、融資や債券、レポその他の証券金融取引（SFT）を通じた借入による財務レバレッジと、デリバティブを利用したシンセティックなレバレッジを指す。市中協議報告書は、レバレッジの利用により金融市場の効率性を改善して流動性を支えることが可能になり、特に、NBFIにおいては流動性変換（liquidity transformation）として、非流動的な投資に対して流動性を提供する役割があるとする。一方でレバレッジの蓄積は、適切に管理されなければ、金融システムの安定に対して重大なリスクを生ぜしめるおそれがあるという問題意識が示されている。

そこで市中協議報告書は、各法域の当局に対し9つの政策勧告を提案する（別表参照）。まず、NBFIのレバレッジに関連する脆弱性の特定や監視に関わる勧告を提案している。勧告1はリスクを特定、監視する枠組みの整備を要求し、勧告2は利用可能性を向上するためデータに関する課題への対応を求めている。勧告3は既存の開示制度を見直した上で必要な開示の追加や強化を求めている。

勧告4および5は、SFTやデリバティブを含むコアな金融市場のNBFIのレバレッジに関連する金融安定リスクに対する規制措置に関わる勧告である。具体的な措置としては、①SFTの最低ヘアカット、②デリバティブの証拠金規制、③集中清算義務、④レバレッジの直接的・間接的な制限が含まれる。また、レバレッジの集中を回避するための規制措置も検討対象となっている。当該措置を選択する際には実効性や潜在的成本、意図せざる結果なども考慮することを求めている。

勧告6と7は、カウンターパーティ信用リスク管理に関する勧告であり、バーゼルⅢのガイドラインの完全な実施を求めるとともに、ノンバンク・エンティティとレバレッジの提供者の間のプライベートな開示の粒度、頻度、適時性などの検証を要請している。

さらに、勧告8では同じリスクに対して同じ規制を適用するという原則を適用すること、勧告9においてはクロスボーダーの協力および協調の重要性が強調されている。

<sup>1</sup> FSB, “Leverage in Non-bank Financial Intermediation,” Consultation report, December 18, 2024.

FSB が NBFI のレバレッジに注目するようになった 1 つの契機は、新型コロナウイルス感染症（COVID-19）のパンデミックの影響から、2020 年 3 月にグローバルに金融市場が極度の流動性のストレスに陥り、市場参加者が流動性の確保に走るダッシュ・フォー・キャッシュと呼ばれる状況に陥ったことである。一方で、グローバルな銀行システムは、相対的に安定していたとされる。バーゼル銀行監督委員会（BCBS）は、バーゼルⅢの下で強靭性が改善されていたために、銀行システムは十分な自己資本を背景にパンデミックのショックを吸収することが可能であったと評価している<sup>2</sup>。

2020 年 3 月の金融市場の混乱により NBFI の強靭性強化の必要性が明らかになったことから、FSB はシステミック・リスクを発生し得る脆弱性を特定し対処するための包括的な作業プログラムを策定した。その作業の一環として FSB は、「NBFI におけるレバレッジの金融安定上のインプリケーション」と題する報告書（以下「NBFI レバレッジ報告書」）を 2023 年 9 月に公表した<sup>3</sup>。次章以降、市中協議報告書の政策勧告の土台となった NBFI レバレッジ報告書における分析を確認する。

## Ⅱ NBFI レバレッジに起因する金融システムの脆弱性

### 1. NBFI レバレッジ報告書の背景

NBFI レバレッジ報告書は、2020 年 3 月の金融市場の混乱に加えて、1998 年のロング・ターム・キャピタル・マネジメント（LTCM）の破綻、2008 年のグローバル金融危機、2021 年のアルケゴスの破綻、2022 年 9 月の英国債市場の混乱を始めとして、レバレッジがグローバル金融市場の脆弱性を生んだり増幅させたりする事例が数多く存在することを指摘する。その上で、2020 年 3 月の金融市場の混乱により NBFI の強靭性強化の必要性が明確になったとして、①ヘッジファンドとプライム・ブローカーの関係、②長期投資家（保険会社、年金基金を含む）のレバレッジに焦点を当てながら、FSB のメンバー法域における NBFI レバレッジのトレンドとそれに関連する脆弱性について分析を行った。

### 2. レバレッジに関連するリスクの波及メカニズム

NBFI レバレッジ報告書は、レバレッジがエクスポージャーの増加、リターンの向上、ヘッジ・ポジション構築に利用される金融手法であるとし、NBFI レバレッジの具体的な類型を整理する（図表 1）。レバレッジには、①債券や融資、レポその他の SFT を通じた借入による財務レバレッジと、②デリバティブを利用したシンセティックなレバレッジがあり、また、レバレッジは、オンバランスで計上されたり、投資ビークルや証券化のための特別目的ビークル（SPV）などを通じてオフバランスになったりすることもある。

<sup>2</sup> BCBS, “Early lessons from the Covid-19 pandemic on the Basel reforms,” July 2021.

<sup>3</sup> FSB, “The Financial Stability Implications of Leverage in Non-Bank Financial Intermediation,” September 6, 2023.

図表 1 FSB が整理する多様な NBFI レバレッジ

	財務レバレッジ	シンセティック・レバレッジ
オンバランスシート	投資家による借入 (例えば、債券、融資、レポその他 SFTを通じた借入)	投資家のデリバティブ・ポジション
オフバランスシート (例えば、CIVへの投資)	例えば、CIVにおける レポ借入、モーゲージ担保証券	例えば、CIVにおける デリバティブ・ポジション

(注) CIVは、集団投資ビークル (collective investment vehicle) を指す。

(出所) NBFI レバレッジ報告書より野村資本市場研究所作成

NBFI レバレッジ報告書は、適切に管理されなければレバレッジの蓄積は脆弱性を生み、ショックが生じた場合に金融システムにストレスが生じて増幅させ、金融システムの混乱につながるおそれがあるとする。その上で、NBFI レバレッジに関連するリスク波及経路として、①ポジション清算、②カウンターパーティという2つのチャンネルを挙げている。

#### (a) ポジション清算チャンネル

レバレッジに伴う証拠金や担保の追加によって大規模または予想外の流動性需要が生じた場合、レバレッジを利用するノンバンク・エンティティ（以下「レバレッジ・エンティティ」）は資金調達のために資産売却を迫られる可能性がある。特に市場がストレス下にあるときは、ポジション解消は市場のボラティリティを高め、さらなる価格下落を招き、追加的な流動性需要が発生するという負のフィードバック・ループが生じ得る。レバレッジを利用する投資家が十分な流動資産を保有していたとしても、資産処分によって他の市場にもストレスが波及する可能性がある。

また、価格下落は、時価評価損、資本の毀損、レバレッジの増加、ボラティリティを通じてバリュー・アット・リスク (VaR) を増やすため、投資家がバランスシートのレバレッジ目標の維持やポートフォリオの VaR の安定化を図ろうとするときには、資産売却が促されるおそれがある。

さらに、NBFI レバレッジ報告書はレバレッジ的行動 (leverage-like behavior) にも目を向ける。すなわち、一般に年金基金や生命保険会社を含む長期投資家は、資産と負債のデュレーションを一致させようとするものの、コンベクシティ (convexity)<sup>4</sup> のミスマッチが生じる可能性がある。長期投資家における負債のデュレーションは、一般に資産のデュレーションに比べて金利感応度が高いことから、金利が上昇すると、長期投資家はデュレーションを一致させようとして長期債を売却することで資産のデュレーションを短縮させようとする。すなわち、レバレッジを利用していない場合でも長期投資家はポジション清算が促されることになる。

<sup>4</sup> 金利の変化に対する債券価格の変化率であるデュレーションに対して、コンベクシティは金利変化に対するデュレーションの変化率を表す。金利変化に対する債券価格の変化は曲線の形状となるのに対し、線形近似であるデュレーションの欠点を補完するためにコンベクシティが用いられる。

**(b) カウンターパーティ・チャネル**

融資、SFT やデリバティブ取引を通じたレバレッジは通常、カウンターパーティ・エクスポージャーを伴う。レバレッジ・エンティティが担保や証拠金の追加に対して流動性が不十分であったり、時価評価損から自己資本が棄損されたりしている場合は、デフォルトが発生する可能性がある。その場合にはカウンターパーティにデフォルトのショックが波及し、それに伴うストレスがより広範に波及するおそれがある。

デフォルトに至らなくてもカウンターパーティ信用リスクからショックは波及する。カウンターパーティ信用リスクに伴う損失が認識されると、カウンターパーティ自身の貸し手が貸付条件の見直しや資金の引出しを行う可能性があり、特にレバレッジに関連するポジションが短期でロールオーバーが必要な場合には、カウンターパーティの資金調達にストレスが生じるおそれがある。

さらに、ノンバンク投資家の破綻は、担保や資産の処分、デリバティブ契約の解約や再構築につながる可能性があり、その結果、直接的なポジションを保有していない他のカウンターパーティにもショックが及ぶ可能性が想定される。

NBFI レバレッジ報告書はこのようリスク波及経路に加えて、①相互関連性、②集中、③流動性インバランスといった要因が、NBFI レバレッジに関連する脆弱性を増幅させて、金融システム内の混乱を加速し、拡大させる可能性があることを指摘する。

**(a) 相互関連性**

レバレッジ・エンティティのカウンターパーティの数とエクスポージャーの範囲で捉えた相互関連性の程度から、金融システムに広がる損失の蓋然性と規模は決まる。ノンバンク・エンティティの相互関連性は、直接的または間接的なエクスポージャーを通じて発生する。間接的なエクスポージャーはノンバンク・エンティティが類似のポートフォリオや投資戦略を有するときに生じる一方、その特定や定量化は難しい。

**(b) 集中**

レバレッジの集中は多様な形態で現れる。第1に、レバレッジは特定の証券またはセクター、その両方において集中する可能性がある。第2に、複数のエンティティで類似のエクスポージャーを通じた間接的な相互関連性が生じている場合でも、一般的なレバレッジ戦略から集中が生じ、共通のリスク・エクスポージャーに対する当初のショックは、より多くのエンティティに対してストレスを波及させるおそれがある。

第3に、レバレッジを把握できないときにも集中が生じ得る。ノンバンク投資家は、単一のプライム・ブローカーより複数のプライム・ブローカーから多くのレバレッジを得られる。もっとも、プライム・ブローカーは、レバレッジ・エンティティがどれ程のレバレッジ・ポジションを積み上げているかを把握できないことから、集中したポジションを解消する際の影響を緩和する措置を講じることができない。

### （c）流動性インバランス

内的・外的な流動性のインバランスもショックを増幅させ得る要因となる。外的な流動性インバランスは、流動性プロバイダーが流動性需要の増加に対応できない場合に生じる。市場でストレスが発生している状況では、銀行やブローカー・ディーラー、その他の金融仲介者による資金提供が難しくなることから、ポジション清算チャンネルを通じてショックは増幅される。

一方、内的な流動性インバランスとは、レバレッジ・エンティティの流動性や満期のミスマッチを指す。レポやマージン・ローン（証券担保融資）、コマーシャル・ペーパー（CP）、その他の短期金融市場商品を含む短期の資金調達でレバレッジ・ポジションをファイナンスするノンバンク投資家に生じる。また、変動証拠金の授受が日次で発生するデリバティブを利用したシンセティック・レバレッジにおいては、時価変動によって予想外の大規模な流動性需要が生じる可能性がある。

## III NBFI レバレッジに関するグローバル・トレンド

NBFI レバレッジ報告書は、NBFI レバレッジに関連するリスクの波及を整理した後に、財務レバレッジとシンセティック・レバレッジのグローバルなトレンドを確認している。

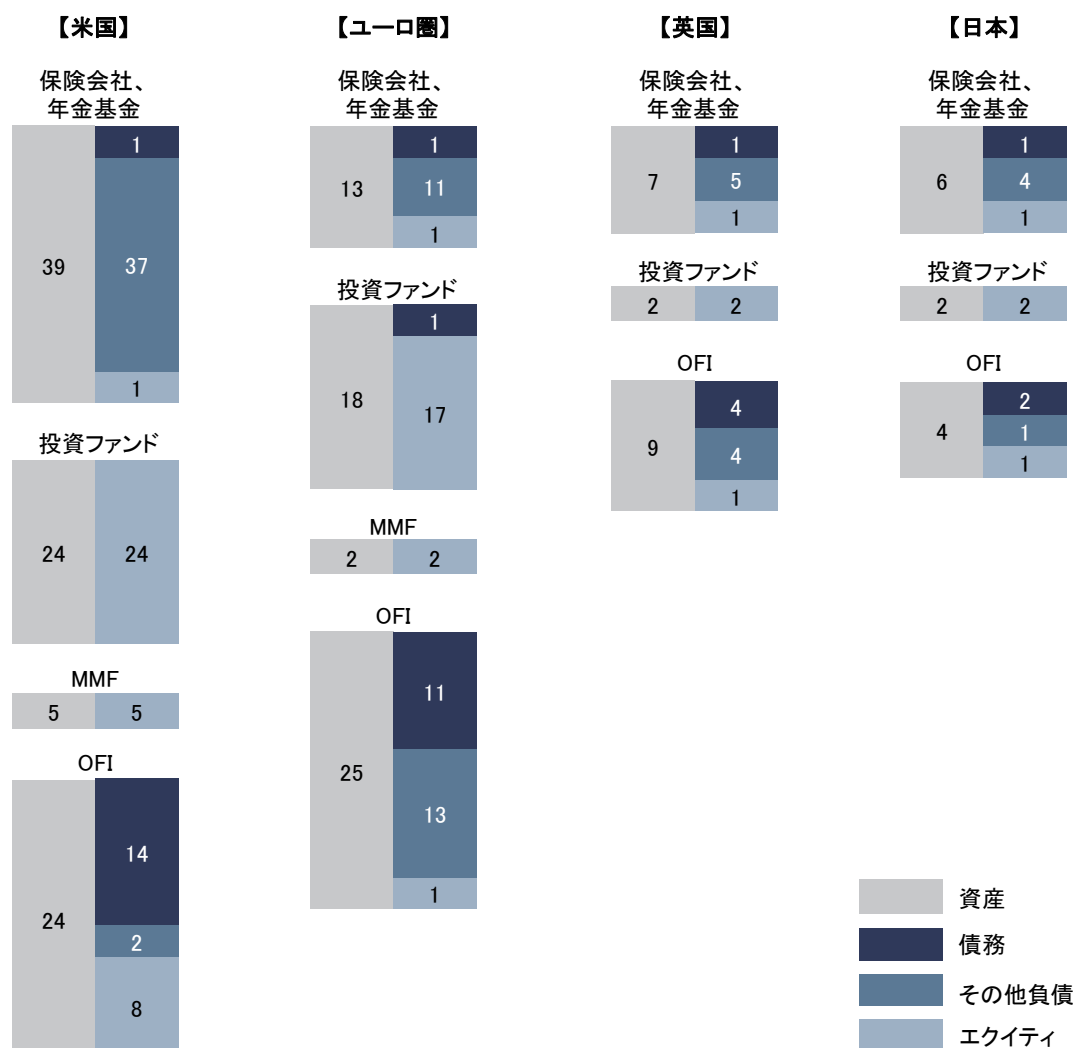
### 1. 財務レバレッジの現状

NBFI セクターの負債はグローバルに相当の規模に上っている。FSB がモニタリングのために収集したデータを用いた推計によると、グローバル NBFI の負債は約 48 兆米ドルに上る。その規模はグローバル GDP の約 50% に相当し、グローバルな家計セクターの負債に匹敵する。また、資金循環統計から G5 経済圏（米国、ユーロ圏、英国および日本）を集計すると負債は 34 兆米ドルに上っている。それは G5 経済圏の GDP の約 75% に相当し、家計セクターの負債と同規模である。ただし、NBFI レバレッジ報告書は、グローバルな NBFI の負債を正確に把握しようとする際には深刻なデータ・ギャップがあることを認識しており、データの利用可能性が大きな課題であることを指摘している。

NBFI の財務レバレッジはセクターで異なる。NBFI の資産の多くを保険会社や年金基金、投資ファンドが占める一方で、NBFI の財務レバレッジは、ブローカー・ディーラーやヘッジファンド、ファイナンス会社、証券化ビークル、持株会社といったエンティティで構成するその他金融仲介（OFI）<sup>5</sup> というカテゴリーにみられる。G5 経済圏における NBFI のバランスシートをみると、保険会社や年金基金、投資ファンドが資産の概ね 3 分の 2 を占める一方、それらの負債は 10 分の 1 以下である。これに対して OFI については、資産は 3 分の 1 であるが、負債の 90% 以上を占めている（図表 2）。

<sup>5</sup> OFI (other financial intermediaries) は各国統計における定義と同様であり、MMF、投資ファンド、保険会社、年金基金以外のノンバンク金融会社を指す。

図表2 NBFIのバランスシート（G5経済圏、2022年、兆米ドル）



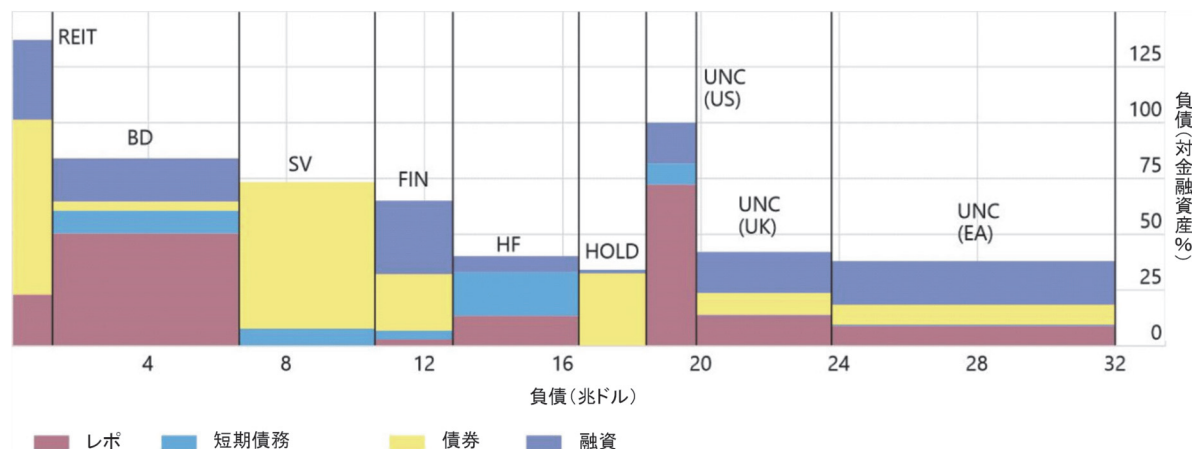
(注) 1. NBFIは、公的金融機関を除く。  
 2. 米国は、証券取引委員会（SEC）に登録されたヘッジファンド（外国籍を含む）を含む。  
 3. 債務には、融資、長期債、短期債、マージン・ローン、レポによる借入を含む。  
 (出所) NBFI レバレッジ報告書より野村資本市場研究所作成

保険会社や年金基金の財務レバレッジは限定的であり、G5経済圏では保険会社の借入は資産に対して2~8%、年金基金の借入は資産の1%以下である。G5経済圏におけるOFIの負債は、グローバル金融危機後に減少したものの、2010年以降は増加に転じており、金融危機前よりも高い水準である。OFIの負債の多くは債券であるが、融資も相応の割合があり、債券と融資に続いてレポも重要な借入手段となっている。

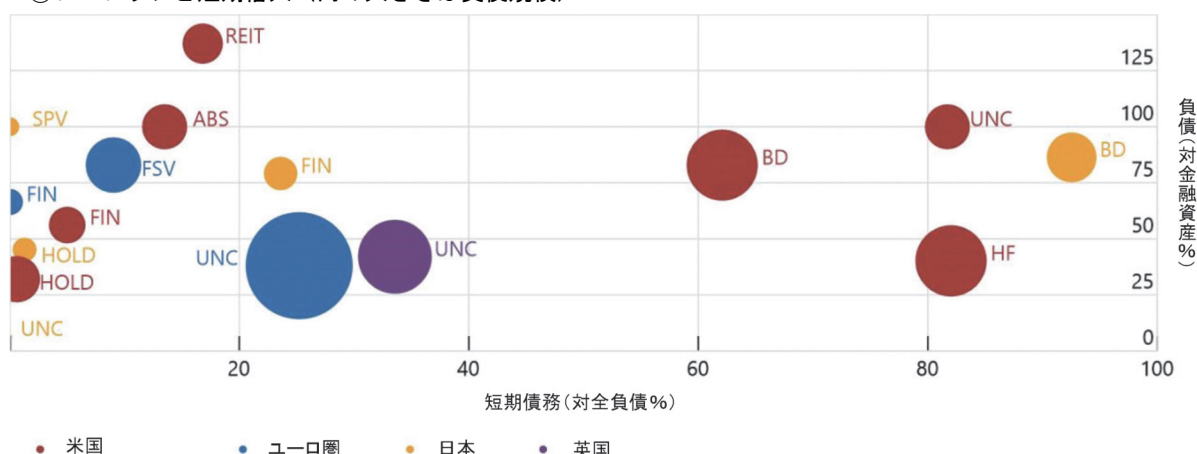
ただし、OFIの財務レバレッジは、金融危機時のピークから減少している。この点は、OFIの構成がレバレッジをかなりの程度利用していた証券化ビークルからディレバレッジした多様なエンティティに変わったことによるものと認識されている。ただし、各法域によって状況は異なっており、NBFIレバレッジの規模を評価するに当たってデータ・ギャップが存在することを示唆している。

図表 3 OFIの財務レバレッジ（G5 経済圏、2022 年第 4 四半期）

①レバレッジと負債の種類



②レバレッジと短期借入（円の大きさは負債規模）



- (注) 1. OFIは公的金融機関を除き、政府後援機関（GSE）を含む。  
 2. ABSは資産担保証券発行者、BDはブローカー・ディーラー、FINはファイナンス会社、FSVは金融証券化ビークル、HFはヘッジファンド、HOLDは持株会社、REITは不動産投資信託、SPVは特別目的会社、UNCはその他OFI、SVは証券化ビークル（ABS、FSV、SPVを含む）を指す。  
 3. 米国は、証券取引委員会（SEC）に登録されたヘッジファンド（外国籍を含む）を含む。  
 4. レバレッジは、債券、融資、レポおよびその他の短期債務の金融資産に対する比率を表す。

(出所) NBFI レバレッジ報告書

そして NBFI レバレッジ報告書は、OFI のレバレッジと短期債務の関係に焦点を当てる。G5 経済圏では金融資産で計測した財務レバレッジが最も大きいのは、不動産投資信託（REIT）である<sup>6</sup>（図表 3-①）。REIT の借入の多くは債券と融資である一方で、レポを通じた借入もあり、流動性のミスマッチが生じているとする。次にレバレッジが高いのは、ブローカー・ディーラーであり、主にレポを利用して短期債務も利用している。さらに、証券化ビークルやファイナンス会社も相対的に財務レバレッジを利用しており、短期債を含む債券の発行によって資金調達されている。ヘッジファンドは、他の OFI と比較するとさほど高くはないが、短期債務やレポによるレバレッジを利用している。

<sup>6</sup> ただし、データセットには REIT が保有する非金融資産や不動産資産の情報が含まれていないため、レバレッジは実際のものよりも過大評価されているとしている。

その他 OFI に相当する未分類（UNC）というカテゴリに関して、特に米国の UNC ではレポを通じた高いレバレッジが確認されるものの、その内容は明らかではない。

また、NBFI レバレッジ報告書は、OFI の財務レバレッジと短期借入の関係も確認している（図表 3-②）。日本のブローカー・ディーラー（証券会社）や米国のその他 OFI といったグラフの右端に位置するエンティティに関しては、高いレバレッジと短期借入への大きな依存から、資金調達において期間のミスマッチが生じている場合や高品質の資産で担保されていない場合に、脆弱性が生じる可能性を指摘している。

## 2. シンセティック・レバレッジの現状

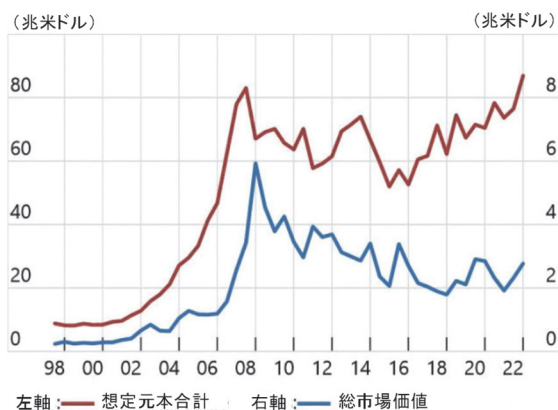
NBFI レバレッジ報告書は、NBFI のシンセティック・レバレッジの集計が難しいとして代理変数を用いて評価している。

シンセティック・レバレッジの流動性需要は、デリバティブ取引における原資産や想定元本のボラティリティに基づく変動証拠金やその他の支払いから生じる。NBFI の店頭（OTC）デリバティブの想定元本をみると、2000 年前後は 10 兆米ドル未満であったが、2022 年に 90 兆米ドル近くに上っており、グローバル金融危機前のピークを上回っている（図表 4-①）。想定元本の規模という代理変数からデリバティブに関連する流動性需要が潜在的に大きいことが窺われる。

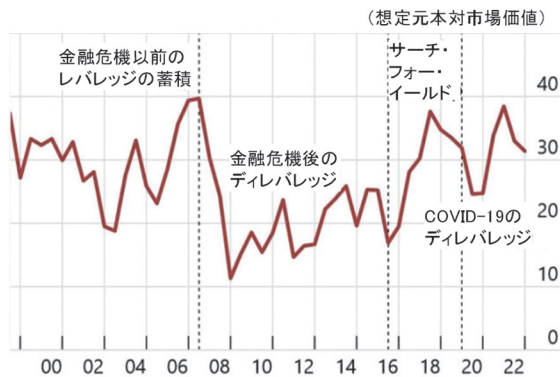
次に、NBFI のデリバティブ想定元本の市場価値に対する比率を確認する（図表 4-②）。シンセティック・レバレッジは、原資産の価値変動にエクスポージャーを有する一方で、当初証拠金と変動証拠金に対応すればよいことから得られる。当該指標をみると 2022 年には想定元本が市場価値の 31 倍に上っており、シンセティック・レバレッジが脆弱性を生じる可能性がある。また、当該比率が経済サイクルと連動しているように見えるため、シンセティック・レバレッジがプロシクリカリティを有する可能性も指摘している。

図表 4 NBFI の OTC デリバティブとシンセティック・レバレッジ

①NBFI の OTC デリバティブ・エクスポージャー



②NBFI のシンセティック・レバレッジ指標

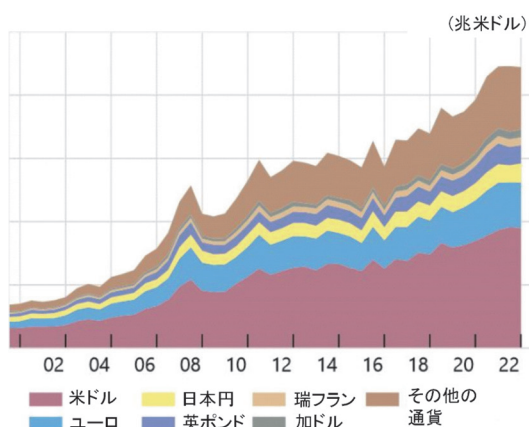


（注） 為替オプション、金利デリバティブ、エクイティ・デリバティブ、クレジット・デリバティブを含む。

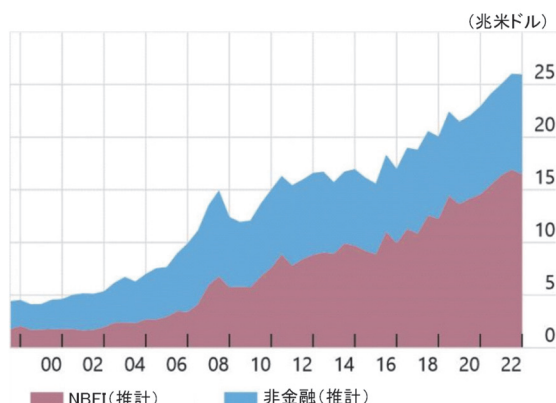
（出所） NBFI レバレッジ報告書

図表 5 為替フォワードとスワップの推移

①NBFIの為替フォワードおよびスワップ



②オフバランス負債（米ドル）の推計



- (注) 1. 為替スワップ、為替フォワード、通貨スワップを含む。  
 2. オフバランス負債（米ドル）の推計は、非金融セクターの為替フォワードおよびスワップがすべてオフバランスシートの負債であるという前提に基づく。

(出所) NBFI レバレッジ報告書

シンセティック・レバレッジの 3 つ目の代理変数として、国際決済銀行（BIS）が集計する為替スワップおよびフォワードが確認されている（図表 5-①）。これらの取引は、引渡通貨を担保とする担保付借入として捉えることが可能である。NBFI の為替スワップとフォワードのポジションをみると、借入だけではなく貸付も合計したかたちとなるが、時間の経過とともに大きく増加していることがわかる。

また、NBFI レバレッジ報告書は、銀行セクター以外のオフバランスシートの負債を NBFIセクターと非金融セクターに区分した上で、NBFIのオフバランスシート負債が 2022 年時点において約 17 兆米ドルに上っていると推計する（図表 5-②）。ただし、推計値は、①米ドルの借入のみであること、②オフバランスシートの財務レバレッジではなく、為替フォワードとスワップによる借入のみを考慮しているものであるため、シンセティック・レバレッジを過小評価しているとする。

NBFI レバレッジ報告書はその他に、証券監督者国際機構（IOSCO）の投資ファンドに関する報告書から、ヘッジファンドはシンセティック・レバレッジの主たる利用者であること、投資ファンドは財務レバレッジが限定的である一方、ヘッジファンドほどではないにしてもシンセティック・レバレッジを利用していることに言及している<sup>7</sup>。

また、いくつかの研究の結果を紹介しながら、シンセティック・レバレッジを利用するファンドは、投資家への償還に対応するべく資産を売却する際に損失が大きくなること、保険会社も金利リスクのヘッジの一環としてシンセティック・レバレッジを利用していることなども述べられている。

<sup>7</sup> IOSCO, “IOSCO Investment Funds Statistics Report,” January 2022; IOSCO, “IOSCO Investment Funds Statistics Report,” January 2023.

## IV ヘッジファンドのレバレッジ、プライム・ブローカーとの関係

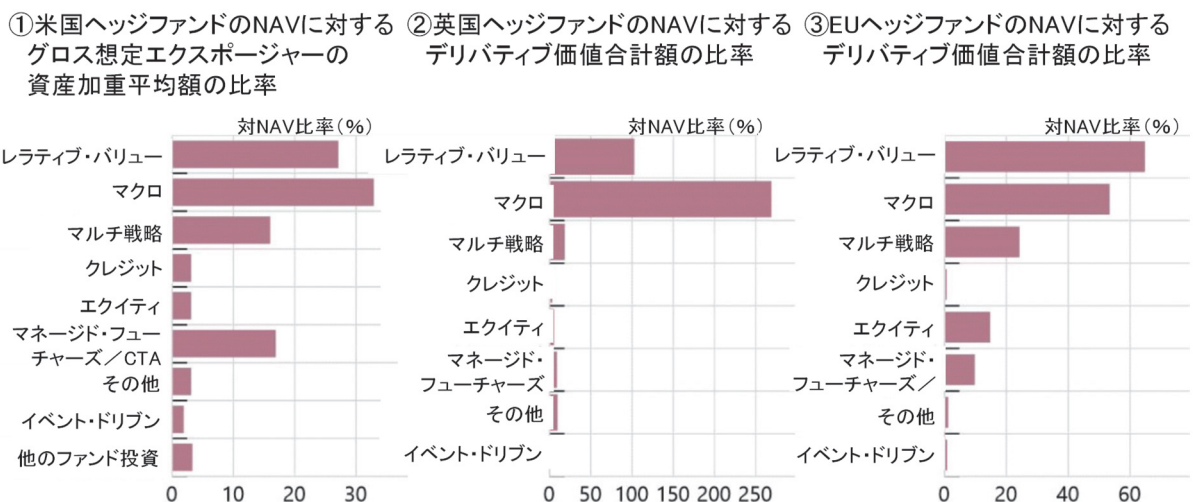
NBFI レバレッジ報告書は、ヘッジファンドのレバレッジに焦点を当てて現状分析を行っている。その際、ヘッジファンドにレバレッジを提供するプライム・ブローカーとの関係についても考察を加えている。

### 1. ヘッジファンドのレバレッジの現状

ヘッジファンドによるレバレッジに関して NBFI レバレッジ報告書は、①EU の集計値は運用資産 (NAV) の約2倍、②英国では中央値がNAVの1.7倍、③米国ではグロス想定エクスポージャーがNAVの1.9倍であるとし、相対的にはヘッジファンドのレバレッジの水準は低いとみている。もっとも、これらの集計値には、特定のヘッジファンドの高水準のレバレッジが反映されていない。実際には他の10倍のレバレッジを利用するヘッジファンドもあるとしており、レバレッジの分布が偏っていることを指摘する。

そこで NBFI レバレッジ報告書は、米国、英国およびEUのヘッジファンドが採用する戦略ごとにレバレッジの状況を整理している(図表6)。それによると、(グローバル)マクロ戦略やレラティブ・バリュー戦略を採用するヘッジファンドは、米国、英国およびEUのいずれにおいてもレバレッジが高いことが確認される。すなわち、特定の投資戦略にレバレッジの集中が生じていることが示唆される。

図表6 ヘッジファンドの戦略ごとのレバレッジ



(注) 1. グロス想定エクスポージャーは、データ報告日時点で約定されている一方、未決済のすべての取引の名目または想定元本の総額を指し、名目または想定元本が変動する契約に関してはデータ報告日時点の額で計測されている。  
2. マネージド・フューチャーズ/CTA 戦略とは一般に、世界中の先物市場またはオプション市場を投資対象とし、相場の上昇下降局面において利益を追求する投資戦略を表す。

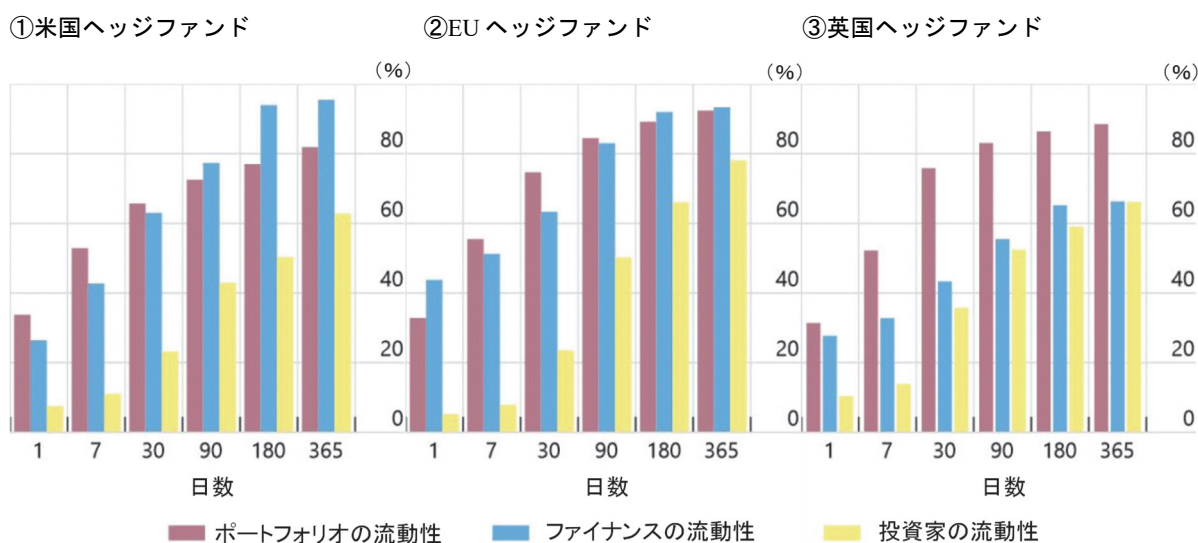
(出所) NBFI レバレッジ報告書

NBFI レバレッジ報告書はリスクを波及させるポジション清算チャネルに関して、高いレバレッジを追求する戦略を採用するヘッジファンドは、担保設定されていない現金（unencumbered cash）として把握される流動資産を多く保有していることから、証拠金や担保の追加に伴う無秩序な清算リスクを軽減することが可能とみている<sup>8</sup>。

また、リスクの増幅要因となり得るヘッジファンドの流動性インバランスに関しては、①投資家の流動性需要が増加し償還が増えた場合、ポジション清算を余儀なくされる、②証拠金取引やレポ市場で借入を行っている場合、ポジション価値が低下するとプライム・ブローカーやカウンターパーティから証拠金の追加を要求されるといったかたちで顕在化する可能性があるとする。

その上で米国、英国および EU のヘッジファンドについて、①ポートフォリオの流動性（期間ごとに清算可能な価額）、②ファイナンスの流動性（借入の契約期間）、③投資家の流動性（投資家がヘッジファンド持分を償還できる期間）を整理している（図表 7）。その結果、投資家の流動性とポートフォリオの流動性の間では、平均的にはミスマッチは生じていないと判断している<sup>9</sup>。また、流動性プロファイルは、投資家の流動性に比べてポートフォリオの流動性と密接に関係しているため、ファイナンスの流動性がより重要であるとの認識を示している。

図表 7 ヘッジファンドの潜在的な流動性ソースと流動性需要



- (注) 1. ポートフォリオの流動性とは、①米国では、投売りによるディスカウントがないと仮定した場合に各期間内に清算される非現金ポジションの割合を指す。②EU および英国は、各期間内に清算されるポートフォリオ（担保権が設定されていない現金を除く）の割合を指す。  
 2. ファイナンスの流動性とは、各期間に対応する借入、利用可能な現金調達（引出済および未引出のクレジット・ラインを含む）の割合を指す。  
 3. 投資家の流動性は、投資家がファンド持分を償還できない期間を表す。EU および英国ではすべての指標は個々のファンドの NAV で加重されている。

(出所) NBFI レバレッジ報告書

<sup>8</sup> ただし、担保設定されていない現金の状況は、ヘッジファンドによって大きく異なることも指摘している。

<sup>9</sup> ただし、データは平均的な数値であることから、流動性が不足しているヘッジファンドは、流動性の余剰が生じている他のヘッジファンドによって相殺される点を指摘している。

## 2. ヘッジファンドとプライム・ブローカーの関係

プライム・ブローカーは、ヘッジファンドを始めとする顧客を対象にしてカストディ、クリアリング、セキュリティ・レンディング、ファイナンス、レポーティングといったサービスを提供している。プライム・ブローカーは、ヘッジファンドのレバレッジの主な提供者であり、そのカウンターパーティとなっていることが一般的である。

ヘッジファンドの財務レバレッジは、適用される規制<sup>10</sup>の下、プライム・ブローカーやファイナンスの種類によって決定される。プライム・ブローカーによるファイナンスは、通常有担保で行われている<sup>11</sup>。また、プライム・ブローカーはデリバティブを利用しつつ、ロングまたはショートのエクスポージャーの提供をヘッジファンドに行っている<sup>12</sup>。

プライム・ブローカーは多様な資金ソースを利用しながら、SFT やデリバティブ取引のポジションに資金を提供している。自己資本、レポ借入、債券や CP の発行といった外部資金に加え、伝統的銀行とは異なり内部資金も用いる。すなわち、プライム・ブローカーは通常、顧客への資金提供の際に受入れた担保を別の顧客に再担保しながらマッチド・ブックを運営している。プライム・ブローカーが支払うより高いヘアカットを求めることによって、マッチド・ブック・レポはプライム・ブローカーに内部資金をもたらす。また、顧客の証拠金口座に置かれた必要額を上回る現金もプライム・ブローカーにとっての資金ソースであるとしている。

デリバティブを利用するシンセティックなプライム・ブローカーの場合、証拠金の授受が生じる。マッチド・ブックを運営するプライム・ブローカーは、カウンターパーティとの取引を相殺できるような取引を探しながら、両者の取引条件の違いから収益を獲得することを狙っている<sup>13</sup>。

このような整理をした上で NBF1 レバレッジ報告書は、プライム・ブローカーに集中が生じていることを指摘している。ヘッジファンドにグローバルにサービスを提供しているプライム・ブローカー上位 10 社で見ると上位 4 社が米国に本社を置くブローカーであり、それらを合計すると上位 10 社のシェアの約 3 分の 2 を占めているとする（図表 8）。

また、英国やフランスでは、ヘッジファンドその他のノンバンク・エンティティに提供されるレバレッジの太宗は、数社のプライム・ブローカーに占められていることが述べられている。

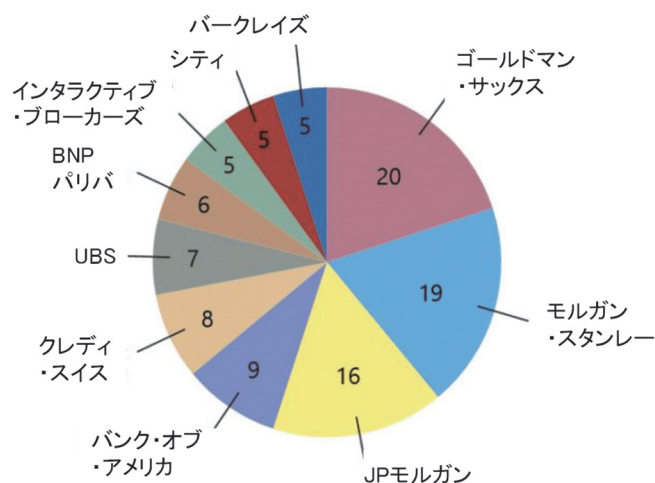
<sup>10</sup> EU や英国においては、オルタナティブ投資ファンド・マネージャー規制の下、当局はヘッジファンドを含むオルタナティブ投資ファンドに対してレバレッジの制限をかけることができる。

<sup>11</sup> ロング・ポジションはマージン・ローンにより、ショート・ポジションは現金を担保とする証券貸付によりファイナンスされる。通常、長期債ポジションのための有担保ファイナンス、ショート・ポジションのための債券調達のためにレポが使われる。

<sup>12</sup> エクイティの場合は、裏付けとなるポジションのパフォーマンスを固定金利または変動金利と交換する OTC のエクイティ・トータル・リターン・スワップを通じて行われる。金利やクレジットといったその他の資産クラスの場合は、上場デリバティブまたは OTC で清算されるポートフォリオの清算サービスの提供を通じてヘッジファンドにロングまたはショートのエクスポージャーが提供される。

<sup>13</sup> なお、アンマッチド取引の場合、プライム・ブローカーは裏付け証券のポジションを相殺することによって市場リスクをヘッジしている。

図表 8 プライム・ブローカレッジ・サービスの集中



(注) プライム・ブローカー上位 10 社によるヘッジファンドに対する、  
プライム・ブローカレッジ・サービスの提供に関する 2022 年 6 月時点のシェア (%)。  
(出所) NBFI レバレッジ報告書

ヘッジファンドとプライム・ブローカーの関係は、デリバティブ取引と SFT（特にレポ、  
マージン・ローン）を介して生じている。それらの取引を通じた関係は複雑であるため、  
プライム・ブローカーは他のプライム・ブローカーと顧客の関係を認識していない可能性  
があることを指摘する。

NBFI レバレッジ報告書は、イングランド銀行（BOE）および EU の欧州証券市場監督  
機構（ESMA）による分析を基にして、デリバティブのエクスポージャーが大きいヘッジ  
ファンドはより多くのカウンターパーティを有することを紹介している。

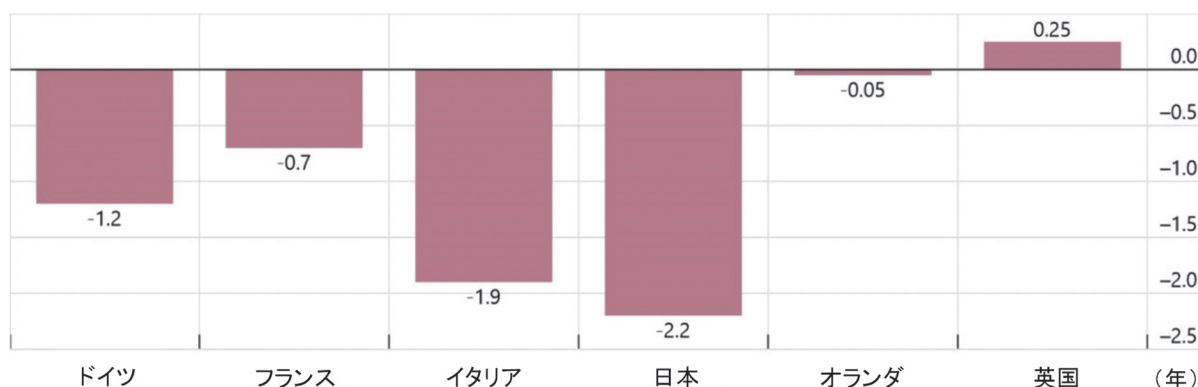
## V 長期投資家のレバレッジと LDI 戦略

NBFI レバレッジ報告書のもう一つの焦点は、保険会社や年金基金といった長期投資家  
のレバレッジ、特に年金基金が採用する負債連動型投資（liability-driven investment; LDI）  
と呼ばれる投資戦略に当てられている。

### 1. 長期投資家のレバレッジ

保険負債や年金負債は、実質的には将来にわたる現金の支払いである。通常は、長期  
（数十年）にわたって金利の期間構造で割り引かれるため、負債の現在価値は金利の変化  
にセンシティブである。長期投資家の金利の変化に対する主な戦略には、①すべての期間  
にわたって負債の金利感応度を調整し、キャッシュフローが同じ資産と負債をマッチング  
させるキャッシュフロー・マッチング、②負債のキャッシュフロー特性を反映させるため  
資産と負債の金利感応度をマッチングさせるデュレーション・マッチングがある。前者は  
実際の適用が難しいことから、後者が一般的に利用されている。

図表9 保険会社のデュレーション・ミスマッチ



(注) 負のミスマッチは、負債のデュレーションが資産のデュレーションを上回ることを指す。

(出所) NBF1 レバレッジ報告書

デュレーション・マッチング戦略は通常、金利の負債への影響と一致させるように債券ポートフォリオの一定のデュレーションを目標とし、物価連動債によりインフレへの影響をヘッジしながら行われる。ただし、コンベクシティのような追加リスクに対処するには、頻繁なポートフォリオ・リバランスが必要となる。

もっとも、保険会社のデュレーションをみると、実際にはミスマッチは存在している(図表9)。その背景として、多様な投資戦略の影響に加えて、①ミスマッチ解消に必要な債券(例えば、物価連動債や超長期債)が不足していること、②負債とのマッチングとリターンのトレードオフの選択によるものであることを指摘する。

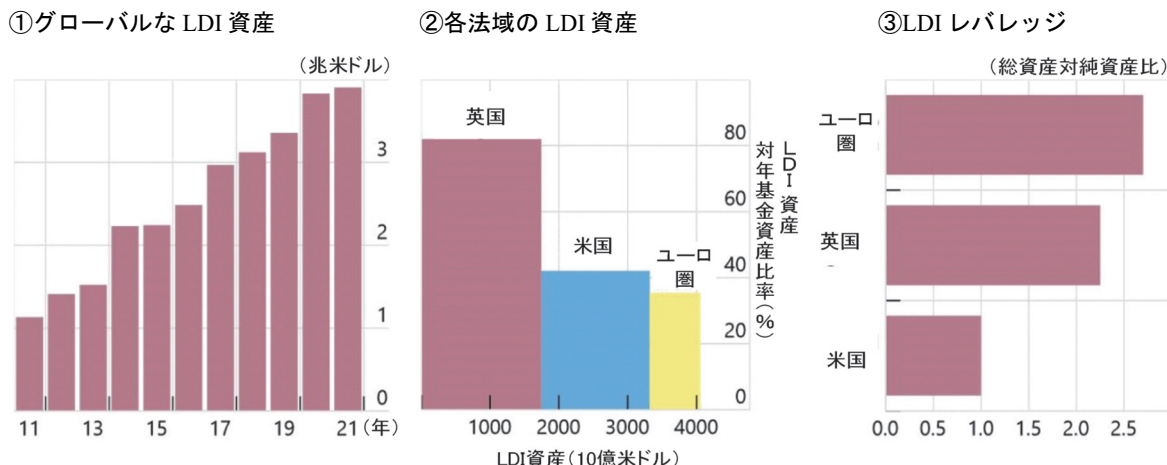
長期投資家は現実には資産のリターンを向上させることが必要である。かつての低金利環境において生命保険の予定利率など保険契約者に保証を提供している場合や、確定給付型年金で積立不足がある場合には、リターンの向上が重要な課題になる。

長期投資家のリターンの向上を図る手段の1つが財務レバレッジである。融資やレボ、債券の発行を通じて借入れた資金をより高い利回りが得られる資産に投資できる。また、デュレーション・ミスマッチを含めた金利リスクをヘッジする観点から、金利スワップ、インフレ・スワップ、トータル・リターン・スワップ(TRS)などのデリバティブも利用される。デリバティブによるヘッジは通常、債券保有よりもコストが低く、債券やその他の資産のエクスポージャーを増やし、長期投資家の全体的なリターンを向上させられるが、証拠金の追加に伴う流動性ミスマッチといった追加的なリスクを負うことになる。

年金基金では、ファンド・マネージャーが提供するオフバランス・ビークルを通じて、デュレーション・ミスマッチを解消し、リターンを向上させる観点からレバレッジを活用したLDI戦略が採用される。大規模な年金基金は、特定の機関投資家の要件に応じて設定される分離型マンドートを利用するのに対して、小規模の年金基金はプール型ファンドを利用する傾向がある。

LDI戦略を採用する年金基金のバランスシートには、LDI戦略に伴うレバレッジは反映されず、特にクロスボーダーの投資の場合はLDIファンドのレバレッジを元の長期投資家と関連づけることが難しいことから、レバレッジの把握は困難であるとする。

図表 10 年金基金における LDI 戦略



(出所) NBFI レバレッジ報告書

なお、NBFI レバレッジ報告書は、フィデリティの LDI 戦略に関する調査を紹介して、分離型マニフェストとプール型ファンドの合計がグローバルに 3.9 兆米ドルの規模に上り (図表 10-①)、主に英国と米国で利用されていることに言及している (図表 10-②)。また、純資産に対する LDI 資産でレバレッジを計測すると 1~3 倍になるとしているが (図表 10-③)、その計数にはシンセティック・レバレッジは反映されていない。

## 2. 長期投資家のレバレッジと金融システムへの影響

NBFI レバレッジ報告書は、長期投資家によるレバレッジに伴うリスク波及経路としてポジション清算チャネルを挙げる。2020 年 3 月のダッシュ・フォー・キャッシュでは、LDI 戦略を採用する年金基金で金利引下げに伴う証拠金追加が生じた。金利デリバティブを通じたシンセティック・レバレッジは、金利のボラティリティが高まったときに急速な証拠金追加が生じることが明らかになった<sup>14</sup>。

また、2022 年 9 月の英国債急落に際して LDI ファンドは、資産価値の下落だけでなく、レポ借入に伴う多額の担保追加に直面した。LDI 戦略のオフバランスの財務レバレッジにより流動性需要が生じることが確認された。さらに、長期投資家のレバレッジ的な行動とコンベクシティ・ミスマッチに伴うポジション清算が混乱に拍車をかけた可能性がある。

一方、レバレッジによる脆弱性を増幅させる要因として集中の問題を挙げる。例えば、英国では LDI 戦略が普及した結果、長期投資家による国債シェアが他国よりも高く、物価連動債にポジションが集中していた。また、オランダの年金基金の場合、ユーロ圏の長期投資家が保有するデリバティブの約 60%を保有している。他方、長期投資家に LDI 戦略を提供する少数のアセット・マネージャーにも集中が生じていることを指摘する。

<sup>14</sup> 英国債急落については、磯部昌吾「ブレグジット後のロンドン国際金融センター—金融業の EU 移転と英国債急落の影響—」『野村資本市場クォーター』2023 年冬号を参照。

また、レバレッジによる脆弱性を増幅させる相互関連性に関して3つの事例を挙げる。まず、シンセティック・レバレッジに伴う証拠金の追加に直面した投資家間の相互関連性である。2020年3月には、長期投資家が流動性を調達するべくMMFの償還を行った結果、MMFがCP市場から撤退し、CPで調達する市場参加者にストレスが生じた。レポ借入を通じてレバレッジを利用する長期投資家が証拠金の追加に直面した場合には、レポ市場にひずみが生じる可能性が想定される。

次に、年金基金とLDIファンドの間での相互関連性がある。2022年9月の英国債急落の場面では、LDIファンドが年金基金から資本を得ようとしたが、オペレーション上の理由から計画よりも遅延したために、現金を調達するべくLDIファンドが英国債のポジション清算を急いだことで英国債市場に影響を与えることとなった。

さらに、LDIファンドと、デリバティブ市場やレポ市場のカウンターパーティあるいはカストディアンである銀行との間の相互関連性もある。英国債利回りの大幅な上昇により銀行が変動証拠金を上げたことでLDIファンドにおいて流動性需要が急増し、銀行はLDIファンドが証拠金をデフォルトする可能性に直面した。NBFIレバレッジ報告書は、カストディアンも重要な市場インフラであることが認識されたと述べている。

## VI NBFIレバレッジに関連するデータ・ギャップ

以上の分析を踏まえてNBFIレバレッジ報告書は、現在の限られた監督データの収集と開示からはNBFIレバレッジを把握することは困難であり、それに関連する脆弱性の適切な評価を難しくし、市場参加者や監督当局が適切な緩和措置を講じることを妨げるとする。

まず、当局がNBFIに関連して収集する監督データにはギャップがあり、利用可能性を欠く。例えば、当局がヘッジファンドのレバレッジを個別にまたは集計して把握ができる法域もあるが、現行の報告規制ではレバレッジに関連するポジションや担保、裏付け資産の詳細は把握できない。さらに、ファミリー・オフィスやソブリン・ウェルス・ファンドといったノンバンクの種類によっては当局がデータを収集していない場合がある。

開示においてもデータ・ギャップが存在する。第III章で紹介したレバレッジの集計作業においては、財務レバレッジの推計に使われるNBFIのバランスシートを収集し公表する法域は限られており、法域間で情報の粒度が異なることも明らかになった。

さらに、NBFIのオフバランスやシンセティック・レバレッジに関連する集計データを公開情報からを見つけることは難しい。BISはデリバティブに関する情報を公表しているが、そこからレバレッジの指標を得ることはできない。IOSCOは投資ファンドのレバレッジに関するデータの公表を開始したが、時系列が限られているために過去との比較が困難である。一部の法域では、シンセティック・レバレッジに関するデータは策定されているが、多くの法域では公表されていない。

また、既存データの集計が困難であることがNBFIレバレッジの把握を難しくしているとし、データが異なる市場参加者、報告制度、法域で分断されている可能性を指摘する。

市場参加者の分断に関しては、カウンターパーティのレバレッジの全体が把握できないことを挙げる。例えば、ヘッジファンドは複数のプライム・ブローカーから借入れているため、プライム・ブローカーは他のプライム・ブローカーが提供するレバレッジを把握できず、適切なリスク管理が妨げられる可能性がある。一方、ヘッジファンドはプライム・ブローカーが他のヘッジファンドに提供するレバレッジを把握できないために、意図せず類似のポジションにレバレッジが集中する可能性がある。また、当局が NBFI レバレッジをエンティティ・ベース（＝金融機関）ではなく、アクティビティ・ベース（＝業務）で集計して評価することは複雑であり、当局の監視の目から逃れてしまう可能性がある。

次に、NBFI レバレッジに関わる報告制度の間の分断もデータ・ギャップを生じさせる可能性がある。また、法域をまたがる NBFI レバレッジの分析も重要であるが、例えば、グローバル・ファンドは異なる法域の様々なチームを通じて多様な投資戦略を行っており、法域をまたぐファンドの帳簿の集計は難しい。

さらに、NBFI レバレッジの把握を妨げるもう 1 つの要因として、すべてのレバレッジのソースや種類（レポ、デリバティブ、証券化商品等）に及ぶレバレッジの総額を正確に集計する包括的な指標がないことが挙げられる。異なる形態の財務レバレッジを集計することは可能であるが、ノンバンク・エンティティの全体的なレバレッジを評価するために、これらをシンセティック・レバレッジと合計することが可能かどうかは必ずしも明らかではないとしている。

このような課題を踏まえて、NBFI レバレッジ報告書は、流動性およびマチュリティのミスマッチとの関係性ととともに、NBFI レバレッジのモニタリングを改善する観点から、最も顕著に特定されたデータ・ギャップへの対処を検討すべきとの考えを示している。

## VII 市中協議報告書が提案する政策勧告

先般公表された市中協議報告書は、以上の NBFI レバレッジ報告書の分析を踏まえて、①リスクの特定と監視、②コアな金融市場における政策措置、③プライム・ブローカーとの関係、④規制適用の不一致、⑤クロスボーダーの協力および協調について冒頭で述べた通り、NBFI レバレッジに関わる 9 つの政策勧告（別表参照）を行っている。

### (a) リスクの特定と監視

リスクの特定・監視に関しては、NBFI レバレッジとそれに伴う金融安定リスクに関連する脆弱性について、特にコアな金融市場で適時かつ実効的な方法で特定および監視する枠組みを有することを当局に求めている（勧告 1）。レバレッジを利用するエンティティやアクティビティによってレバレッジに関わる脆弱性は様々であるため、①レバレッジを測定する指標、②レバレッジに関する担保・証拠金、流動性リスク、③市場リスクの感応度、④集中リスクを含め、当局に対して NBFI レバレッジの特定および監視に適切なツールを選択するよう求めている。

また、脆弱性の監視には様々な範囲のデータにアクセスすることが必要となるため、当局は、①データの利用、②データの質、③データへのアクセス、④データの報告を含むデータに関連する課題についてレビューすることが求められる（勧告2）。

さらに、開示については、その粒度や頻度、適時性について、追加的な開示または強化された開示が必要かどうかレビューすることが当局に要請されている（勧告3）。これには、規制報告データに基づく開示を含めた当局、金融インフラ・プロバイダーまたは金融機関による開示が含まれる。

#### (b) コアな金融市場における政策措置

当局は、実体経済にとって不可欠なコアな金融市場で特定される NBF1 レバレッジから生じる金融安定リスクに対する措置を講じることが求められる（勧告4）。当局はその際に、アクティビティ・ベースおよびエンティティ・ベースの措置に加えて、集中に関する措置を含む幅広い措置を検討することが必要である（勧告5）。

アクティビティ・ベースの措置には、①国債レポ取引を含むSFTにおける最低ヘアカット、②デリバティブ取引におけるノンバンク金融会社とカウンターパーティの間での証拠金規制の強化、③デリバティブ取引およびSFTの集中清算義務が含まれる。また、エンティティ・ベースの措置として、①レバレッジの直接制限、②ノンバンク金融会社がさらされるリスクに関するレバレッジの間接的な制約が含まれる。さらに、集中に関する措置としては、①デリバティブ取引およびSFTのノンバンク金融会社のエクスポージャーに關係する証拠金やヘアカットのアドオン（追加）、②集中および大口エクスポージャーの制限、③大口ポジションの報告規制などがある。

これらの措置の検討に際しては、特定されたリスクの性質や要因に基づいて、期待される実効性、潜在的なコスト、意図せざる結果、他の法域において採用されている措置について考慮することが求められている。

#### (c) システム上重要な金融機関（プライム・ブローカー）との関係

レバレッジ・プロバイダーとレバレッジ・エンティティの関係について、規制外のエンティティの場合は上記措置では対応できない。市中協議報告書は、レバレッジ・プロバイダーのリスク管理実務およびレバレッジに関連する規制は NBF1 レバレッジに伴う金融安定リスクの緩和のために重要な役割を果たすとする。

そこで、カウンターパーティ信用リスクの管理の観点から、アルケゴスを含む最近の事例を踏まえて2024年12月に策定されたバーゼル委員会によるガイドライン<sup>15</sup>の完全な適用を当局に対して要請している（勧告6）。

また、レバレッジ・プロバイダーとレバレッジ・エンティティの間のプライベートな開示実務の適切性について、IOSCOを含む基準設定機関の協力の下、粒度や頻度、適時性を含めて当局がレビューすることが求められている（勧告7）。

<sup>15</sup> BCBS, “Guidelines for counterparty credit risk management,” December 2024.

（d）規制適用の不一致への対応

市中協議報告書は、TRSは従来のSFTを通じたレバレッジを代替する可能性がある一方、TRSを相殺してヘッジすると銀行のバランスシートに対する影響が小さくなり、規制資本を少なくできることから<sup>16</sup>、銀行によるTRSの利用の大幅な増加に寄与した可能性があるとする。そこで、「同じリスクに同じ規制上の扱い（same risk, same regulatory treatment）」という原則を適用し、当局に対してはインセンティブを歪め、規制アービトラージをもたらす類似のエクスポージャー、金融商品・ストラクチャーから生じるNBFIレバレッジの規制上の扱いの不一致の特定を求めている（勧告8）。

（e）クロスボーダーの協力および協調

市中協議報告書は、NBFIレバレッジに関する政策勧告の最後に、他の法域の市場や市場参加者からもたらされたり、それらに提供したり、その他に影響を与え得るNBFIレバレッジによるリスクに対処するときには、当局が協調的な危機・政策対応を促すよう他の当局に積極的に関与することなどを求めている（勧告9）。

## VIII 今後の留意点

NBFIレバレッジ報告書および市中協議報告書は、1998年のLTCM、2008年の金融危機、2020年のダッシュ・フォー・キャッシュ、2021年のアルケゴス、2022年の英国債市場の混乱を含む多くの事例からグローバルな金融の安定に脆弱性を生じるおそれがあるという問題意識の下、NBFIレバレッジに政策上の焦点を当てた。

NBFIセクターはグローバル金融危機以降、急速に拡大している。グローバル金融資産のシェアで見るとNBFIセクターは銀行セクターを上回り、そのシェアは50%前後で推移している<sup>17</sup>。この間、銀行セクターにおいてはバーゼルⅢを含む国際金融規制改革の結果、レバレッジは監督・規制で抑制されており、金融システムの安定にリスクをもたらす得るレバレッジの問題の焦点はNBFIセクターに移りつつある。

市中協議報告書が提案する政策勧告は、監督・規制の関与が希薄か空白となっているNBFIセクターに対する従来の枠組みと比べると、踏み込んだ措置であるように窺われる。NBFIレバレッジに関連するデータの利用可能性が向上すれば、市場の透明性が高まり、市場参加者にも便益が得られる一方、監督・規制のあり方によっては市場参加者に与える影響も大きくなるおそれがある。すなわち、政策勧告の実現に当たって各法域の当局は、実効性や潜在的なコスト、意図せざる結果を含めて慎重に考慮することが求められよう。

今後、パブリック・コメントを経て、最終文書において提案された政策勧告がどのように整理されていくのかが重要な注目点であると考えられる。

<sup>16</sup> 特に、同じ裏付け資産に対するロング・ポジションとショート・ポジションを異なるカウンターパーティの間でマッチングさせる銀行は、同様のSFTエクスポージャーに比べて規制資本を大きく軽減させることができるとしている。

<sup>17</sup> FSB, “Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2024,” December 16, 2024.

別表 FSBによる政策勧告の提案

勧告1	当局は、NBFIレバレッジおよび関連する金融安定リスクに関する脆弱性を効果的、頻繁かつ適時に特定、監視するための自国の枠組みを有すること。当該枠組みは、特にコアな金融市場において脆弱性がもたらす金融安定リスクに釣り合うものであること。当局は、定期的に自国の枠組みを見直し、利用されているリスク指標を含め、必要に応じてそれを強化し、指標の定義と計測の国際的な整合性を改善するための措置を講じること
勧告2	当局は、①当局による利用可能なデータの利用、②利用可能なデータの質、頻度および適時性、③当局による関連データへのアクセス、④既存の報告規制における潜在的なデータ・ギャップ含む、データの課題を評価するため、自国の枠組みを見直すこと。当局は、データの課題に対処するよう努め、適切な場合には、勧告9に規定されているように、脆弱性に関する実効的なクロスボーダーの監視を妨げる課題を削減するため、FSBおよび基準設定機関を通じて協力すること
勧告3	当局は、既存の開示の粒度、頻度および適時性の水準をレビューし、費用対効果のバランスを図りながら、①当局（規制報告データに基づく開示を含む）か、②関連する金融市場インフラ・プロバイダーのいずれか、または、③金融機関が直接、追加的な開示または強化された開示を提供するかを決定すること。これには、当局による既存の規制報告に基づく集計された市場全体のポジショニングおよび取引ボリュームに関するデータや情報の提供が含まれる。このような追加的または強化された開示は、特に集中リスクおよび過密に関する透明性を高めるように設計、調整され、市場参加者がNBFIレバレッジに伴うリスクを管理し、カウンターパーティ・エクスポージャーおよび清算コストを推計する能力を支援することを目的とすること
勧告4	当局は、コアな金融市場において特定されたNBFIレバレッジによる金融安定リスクに対処するための措置を講じること。アクティビティ・ベースおよびエンティティ・ベースの措置やNBFIレバレッジに関連するリスクを増幅させる集中への対処を目的とした措置は、定期的に見直され、金融システム全体の観点からのリスクに対する対処を含め、必要に応じて強化されること。当該措置は、特定された金融安定リスクに実効的かつ釣り合うように選択され、水準調整されること。既存の法的小および規制上の枠組みが、特定された金融安定リスクに対処するために必要な政策措置を提供していない場合には、当局は必要に応じて、そのような枠組みの範囲を調整、拡大することを検討すること
勧告5	コアな金融市場におけるNBFIレバレッジによる金融安定リスクに対処するための政策措置を選択する際に、当局は、アクティビティおよびエンティティ・ベースの措置に加えて、集中に関連した措置を含む広範な措置を評価すること。当局による措置の選択は、特定されたリスクの性質および要因に基づき、期待される実効性、潜在的なコスト、意図せざる結果、同様のリスクに対処するために他の法域で採用されている措置を考慮すること。アクティビティ・ベースの措置には、①国債レポ取引を含むSFTにおける最低ヘアカット、②ノンバンク金融会社とそのデリバティブ・カウンターパーティとの間の証拠金規制の強化、③SFTおよびデリバティブ市場における集中清算義務が含まれる。エンティティ・ベースの措置には、①レバレッジの直接的な制限、②ノンバンク金融会社が直面するリスクに関連する間接的なレバレッジの制限が含まれる。集中に関する措置には、①ノンバンク金融機関のデリバティブ市場、SFT市場におけるエクスポージャーに関連する証拠金およびヘアカットにおける集中に関するアドオン、②集中および大口エクスポージャー制限、③大口ポジションの報告規制を含む
勧告6	当局は、NBFIレバレッジに起因する金融安定リスクに対する包括的な政策対応の重要な要素であるカウンターパーティ信用リスクに関するBCBSガイドラインの適時かつ完全な実施を確保すること。当局は、基準設定機関の協力の下、リスクの一貫した取扱いのために規制の枠組みが適切であり続けるために、NBFIレバレッジが提供される方法の現在と将来の進展についてシステム上の観点を含めて監視すること
勧告7	当局は、基準設定機関の協力の下、レバレッジのかかったノンバンク・エンティティとレバレッジの提供者との間の既存のプライベートな開示実務の適切性について、その粒度、頻度、適時性の水準を含めて検討すること。適切な場合には、当局は、これらの開示実務の実効性を高めるための仕組みおよび/または最低基準の策定を検討すること
勧告8	当局は、「同じリスクには同じ規制上の扱い」という原則を適用し、インセンティブを歪め、規制アービトラージをもたらす可能性のある類似のエクスポージャー、金融商品・ストラクチャーから生じるNBFIレバレッジの規制上の扱いにおける不一致を特定すること。不一致が特定された場合、当局は、基準設定機関との協力の下、他の法域の同様の状況における扱いを踏まえつつ、特定された不一致に対処するかどうか、その対処方法を決定するために、国内の是正措置がクロスボーダーでリスク移転を生じさせるような新たな不均衡を創出しないよう根本原因を分析すること
勧告9	他の法域の市場や市場参加者からもたらされたり、それらに提供したり、その他のかたちで影響を与え得るNBFIレバレッジによって生じるリスクに対処する場合、当局は、法的およびオペレーション面で実行可能な範囲で協調的な危機・政策対応を促すよう他の当局に積極的に関与すること。法域を越えた金融システム全体のリスクの監視を強化するため、当局は、特に危機時に、関連する市場リスクを特定、評価する能力に寄与すると認識される場合には、覚書（MoU）や定期的なコミュニケーション・チャンネル、関与プロセスを通じた情報共有の取決めを積極的に確立すること。また、当局は、最善の努力の下、主要なノンバンク金融セクターのレバレッジに関する集計データを共有し、相互の情報交換には可能な限り調和されたデータと指標を活用すること

(出所) 市中協議報告書より野村資本市場研究所