

米国 MMF の元本割れ懸念とその回避策 —サブプライム問題以降の取組み事例—

岩井 浩一、三宅 裕樹（資料作成協力）

■ 要 約 ■

1. サブプライム・ローン問題の影響が深刻化する中で、米国では、SIV（ストラクチャード・インベストメント・ビークル）の発行した ABCP（資産担保コマーシャル・ペーパー）を保有する MMF の資産内容の悪化に対する懸念が高まっている。こうした状況において、幾つかの MMF では、元本割れを回避するための対応策がとられている。
2. MMF の元本割れ回避策に対しては、厳格な制約が設けられているものの、1940 年投資会社法規則 17a-9 に定められた条件を満たす限りにおいて、MMF からの資産買取りのような措置も認められている。また、SEC（米国証券取引委員会）からのノーアクションレターを得ることにより、MMF への資本注入を行ったり、信用状を発行して、MMF やその保有証券に保証を与えることも可能である。2007 年夏以降の元本割れ回避策の実例においては、こうした方法の組み合わせもみられた。
3. 一部の MMF で元本割れ懸念が生じたにもかかわらず、2007 年後半以降、MMF へは大量の資金が流入している。この背景には、①実際に元本割れ回避策がとられた MMF が一部にとどまっていること、②元本割れ回避策が速やかにとられたこと、③MMF の元本割れ回避策が法令上も、当局の判断上も認められており、MMF が安全な運用商品との認識が根強いこと、などの要因が考えられる。
4. とはいえ、サブプライム問題の影響が今なお拡大している点には注意を要する。特に、金融保証保険（モノライン）会社の格下げによる影響などが懸念される。

I サブプライム問題以降の MMF の元本割れ懸念

サブプライム問題の影響が金融市場や実体経済に及ぶなかで、米国では、MMF¹への影響について関心が高まっている。昨年後半以降に多くの SIV（ストラクチャード・インベ

¹ MMF とは、1940 年投資会社法上の登録投資会社のうち、同法規則 2a-7(c)(2)、2a-7(c)(3)、2a-7(c)(4)を満たすものを指す。

ストメント・ビーグル) が格下げされ、SIV の発行した ABCP (資産担保コマーシャル・ペーパー) を保有する MMF の資産内容の悪化が懸念されたのである²。

昨夏以降、元本割れに至った事例はないが³、幾つかの MMF では、運用会社やその親会社等が MMF の元本割れを回避するために対応策をとっている (図表 1)。公表情報によれば、昨年後半以降に、純資産残高にして推定約 1,340 億ドル、ファンド数でいえば約 20 本の MMF において、「MMF からの資産買取り」、「MMF への資本注入」、「信用状の発行」といった手段によって、元本割れが回避されている。MMF 全体の市場規模 3.1 兆ドル (純資産残高、07 年 12 月時点)、ファンド数 810 本と比較すれば、元本割れ回避策を実施した MMF は今のところ一部 (純資産残高ベースで約 4.3%、ファンド数で約 2.5%と推定される) にとどまっている。とはいえ、MMF が預金残高の 4 割の規模に達するほど広く普及している米国では、この問題への関心は高い (図表 2)。

図表 1 サブプライム問題以降の MMF 元本割れ回避策 (代表事例)

運用会社	親会社	対象ファンド	ファンド純資産残高(百万ドル)	対応時点	対応策			
					資産買取	資本注入(契約)	信用状の発行	ノーアクションレター
ジャナス・キャピタル・マネジメント LLC	ジャナス・キャピタル・グループ	ジャナス・インスティテューショナル・マネー・マーケット・ファンド、他2本のファンド	12,166	07年12月	○			
FAFアドバイザー	USバンコープ	ファースト・アメリカン・プライム・オブリゲーション・ファンド	2,048	07年11月	○			
		FAFアドバイザーの運用する複数のMMF	n.a.	07年12月	○			
TDアセット・マネジメント・USA・インク	トロント・ドミニオン	TDAMマネー・マーケット・ファンド・ポートフォリオ	12,139	07年12月	○			○
SEIインベストメント・マネジメント・コーポレーション	SEI インベストメンツ	SEIデیلیー・インカム・トラスト・プライム・オブリゲーション・ファンド、SEIデیلیー・インカム・トラスト・マネー・マーケット・ファンド	7,346	07年11月、12月		○	○	○
トラスコ・キャピタル・マネジメント・インク	サントラスト・バンク	STIクラシック・プライム・オリティ・マネー・マーケット・ファンド、STIクラシック・インスティテューショナル・キャッシュ・マネジメント・ファンド	13,687	07年11月			○	○
				07年12月	○			

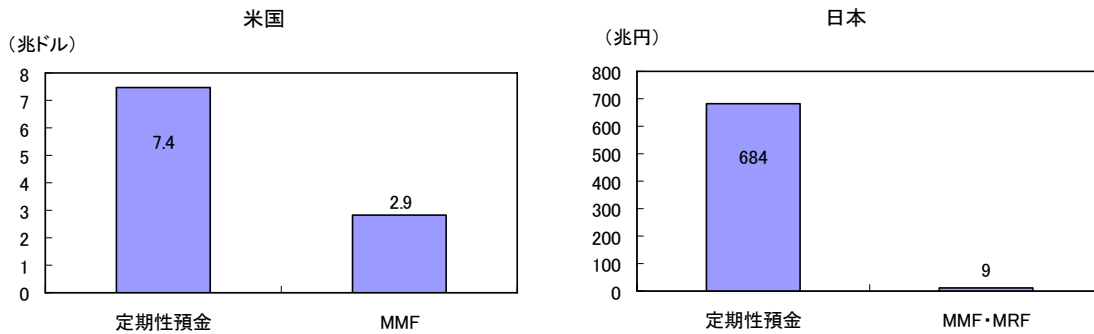
- (注) 1. 表中の事例は、各種公表資料より確認できた事例である。
 2. 表中の「対応時点」は、実際に対応策が実施された時点、あるいは、対応策を実施したことを公表した時点を示す。
 3. ファンド純資産残高は各ファンドの利用可能な直近データであり、時点は必ずしも一致しない。
 4. このほかの事例として、モルガン・スタンレーによる資産買取 (07 年中に約 10.6 億ドルの SIV 発行証券を買取り) がある。なお、モルガン・スタンレーの MMF 運用残高は 2007 年 12 月末時点で 866 億ドル、ファンド数は 8 本である。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

² サブプライム問題以降の動向については、例えば、関雄太「サブプライム問題から ABCP 問題へ」『資本市場クォーターリー』2007 年秋号を参照。

³ MMF 元本割れの事例としては、1994 年にコミュニティ・バンカーズ政府債 MMF があるが、それ以降は生じていないといわれている (例えば、「Money Funds Feel the Credit Squeeze,」 *Wall Street Journal*, December, 16, 2007, 「SIV Exposure Seen at Some Money Funds,」 *Wall Street Journal*, December, 4, 2007 を参照)。

図表 2 MMF と定期預金の規模 (2007 年 9 月末)



(出所) FRB、米国投資会社協会、日本銀行、投資信託協会資料より野村資本市場研究所作成

II MMF に関する規制

米国の MMF はわが国と同様、元本保証を約束した商品ではないが、元本割れを回避するための手立てが条件付きながらも法令上認められている⁴。また、法令上の要件を形式的には満たしていない場合でも、米国証券取引委員会（以下 SEC）がノーアクションレターを発出し、事実上のお墨付きを与えている事例もみられる。以下では、MMF の元本割れ回避策に関連する規制と具体例を紹介したい。

1. 組み入れ証券に関する規制

1940 年投資会社法規則において、MMF が投資できる証券やその資産配分に関して以下の規制が課されている（図表 3）。

- ① MMF の投資対象は、米ドル建ての金融商品のうち、ファンド取締役会が当該証券のリスクが最小であると判断し、且つ、取得時に「適格証券」（後述）であるものに限定される（規則 2a-7(c)(3)(i)）。
- ② 組み入れ証券の平均残存期間が 90 日以下となるように運用しなくてはならない（規則 2a-7(c)(2)(iii)）。
- ③ ティア 2 証券の組み入れ比率は総資産の 5%以内までとする（規則 2a-7(c)(3)(ii)）。
- ④ 同一銘柄の組み入れ比率は、ティア 1 証券では総資産の 5%以内、ティア 2 証券では総資産の 1%あるいは 100 万ドルの大きい方を上限とする（規則 2a-7(c)(4)(i)）。

⁴ わが国では、本稿で紹介する元本割れ回避策を実施することは法令上認められない可能性が大きいように思われる（金融商品取引法第 42 条 2(6)）。

図表 3 投資会社法規則における MMF に関する主要規制

MMFに関する主要な規制		該当条文
ポートフォリオ面での規制	<ul style="list-style-type: none"> MMFの投資対象は、米ドル建ての金融商品のうち、ファンド取締役会がリスクが最小であると判断し、且つ、取得時に「適格証券」であるものに限定される。 	規則2a-7-(c)(3)(i)
	<p>「適格証券」とは、満期までの期間が397日以内で、2つ以上の格付機関から上位2位以内の短期格付を有している証券、あるいは、ファンド取締役会によってこれと同等と判断された証券。デフォルト時の保証(信用状、等)がある証券等は、適格証券に該当する。</p>	規則2a-7-(a)(10)
	<p>「ティア1証券(first tier security)」とは、①適格証券のうち、2つ以上の格付機関で最上位格付を有する証券、②ファンド取締役会によって①と同等と判断された証券、③MMFが発行した証券、④政府債のいずれかに該当する証券。「ティア2証券(second tier security)」はティア1証券以外の適格証券。</p>	規則2a-7-a(12)、規則2a-7-a(22)
	<ul style="list-style-type: none"> 組み入れ証券の平均残存期間が90日以下となるように運用しなくてはならない。 	規則2a-7-(c)(2)(iii)
	<ul style="list-style-type: none"> ティア2証券の組み入れ比率は総資産の5%以内でなくてはならない。 	規則2a-7-(c)(3)(ii)
	<ul style="list-style-type: none"> 同一銘柄の組み入れ比率は、ティア1証券では総資産の5%以内、ティア2証券では総資産の1%もしくは100万ドルの大きい方を上限とする。 	規則2a-7-(c)(4)(i)
格組下げ入時の証券規制	<p>組み入れ証券について、次のイベントが発生した場合には、ファンド取締役会は、当該証券が引続き最小のリスクであるかを判断し、ファンド投資家の利益を最大にできる措置をファンドに取らせなくてはならない。但し、当該イベントが生じてから5日以内に当該証券を処分(売却、等)する場合には、この限りではない。</p> <ul style="list-style-type: none"> 組み入れ証券が、ティア1証券ではなくなった場合 ティア2証券や格付けの付与されていなかった組み入れ証券が、格付機関によって上位2位以外の格付を付与された場合 	規則2a-7-(c)(6)(i)
デフ組オミ入れ時証の券規の制	<p>組み入れ証券について、次のイベントが発生した場合には、速やかに当該証券を処分(売却、等)しなくてはならない。但し、ファンド取締役会が当該証券の処分がファンド投資家の利益につながらないと判断した場合を除く。</p> <ul style="list-style-type: none"> 組み入れ証券のデフォルト 組み入れ証券が適格証券ではなくなった時 組み入れ証券のリスクが最小であると判断できなくなった時 組み入れ証券の発行者や保証提供者等が支払い停止となった時(イベント・オブ・インソルベンシーが発生した時) <p>なお、保証が付いた証券については、保証が履行される場合には上記のイベントに関わらず、当該証券がデフォルトしたとは見なさない。</p>	規則2a-7-(c)(6)(ii)
	<p>なお、保証が付いた証券については、保証が履行される場合には上記のイベントに関わらず、当該証券がデフォルトしたとは見なさない。</p>	規則2a-7-(c)(6)(iv)

(出所) SEC 資料等より野村資本市場研究所作成

ここでいう「適格証券」とは、満期までの期間が 397 日以内で、複数の格付機関から上位 2 位以内の短期格付を有している証券、あるいは、ファンド取締役会においてこれと同等と判断された証券を指す(規則 2a-7(a)(10))。なお、デフォルト時の保証⁵が付されている証券も適格証券に含まれる。適格証券は二つに分類され、複数の格付機関から最上位格付を有する証券等を「ティア 1 証券 (first tier security)」とし、残りは「ティア 2 証券

⁵ 「保証」とは、保証の対象証券がデフォルト等した場合に、第三者から無条件で、「額面(あるいは償却原価) + 経過利息」の額が支払われる契約とされる(規則 2a-7(a)15)。従って、資本注入や信用状の発行によって MMF やその保有証券の元本割れを回避することも「保証」に該当する。

(second tier security) 」とされる。

更に、組み入れ証券が格下げ・デフォルトした場合には、こうしたイベントの発生後速やかに当該証券を市場で売却する、あるいは、ファンド投資家の利益につながるような適切な行動をとることが求められている。なお、組み入れ証券に保証が付いており、その保証が履行されると判断される場合には、こうした対応を取る必要はないとされる（規則 2a-7(c)(6)）。

従って、サブプライム問題以降、保有する証券の格下げ・デフォルトに直面した MMF は、当該証券を市場で売却し元本割れを受け入れるか、あるいは、元本割れを避けたい場合には、MMF に保証（資本注入や信用状の発行）を提供するといった手段を速やかにとる必要が生じる。

2. 登録投資会社とその関係者との取引に関する規制

MMF の元本割れ回避策は、1940 年投資会社法の定めによって、実際にはかなりの制約を受けている（図表 4）。具体的には、同法 12 条、17 条において、MMF を含む登録投資会社とその「関係者」との間で、資産の売買、保証の取り交わし等を行なうことが禁止されているからである。なお、「関係者」とは、議決権 5%以上の資本関係にあるものや実質的に支配関係にあるもの等を指す。また、投資会社の場合には、その運用会社（運用アドバイザー）や投資会社の取締役等が該当する（投資会社法 2 条-3 項）。つまり、登録投資会社（ファンド）の運用会社やその親会社が、ファンドが保有する証券を買い取る、あるいは、ファンドに対して保証を提供することは原則許されていない。

但し、MMF が保有する証券を関係者が買い取ることについては、①当該証券が適格証券ではなくなった状況において、②買い取りが現金で決済されること、③買い取り価格が「償却原価＋経過利子」あるいは「市場価格＋経過利子」の大きい方と一致する、という

図表 4 投資会社法及び同法規則における登録投資会社の証券売買等に関する規制

登録投資会社とその関係者との証券等の売買等に関する規制		該当条文
売買等に関する規制	① 登録投資会社が、ブローカー・ディーラーや投資アドバイザー等が発行した証券等を購入することを禁じている。	12条(d)項
	② 登録投資会社の関係者等が、当該登録投資会社との間で、証券やその他資産を売買することを禁じている。	17条(a)項
	③ 登録投資会社の関係者等が、当該登録投資会社と共に、何らかの事業や利益共有スキームに参加すること等を禁じている。	17条(d)項、規則17(d)
て M の M 適 F 用に 除 つ 外 い	④ 適格証券でなくなった証券を、当該証券を保有するオープン・エンド投資会社である MMF から買い取ることは、以下の条件を満たす場合に、1940年投資会社法17条(a)項の適用除外とする。 <ul style="list-style-type: none"> ・ 買取価格は現金で支払われる ・ 買取価格が、償却原価＋経過利子、あるいは、市場価格＋経過利子の大きい方と一致する 	規則17a-9

(出所) SEC 資料等より野村資本市場研究所作成

条件を満たす場合に、上記の 17 条の適用除外とされている（規則 17a-9）。昨夏以降の元本割れ回避策としては、この適用除外を利用した事例が最も多い。

他方、MMF やその保有証券に保証（資本注入や信用状の発行）を与えるといった措置には適用除外はない。このため、こうした措置を採用する場合には、SEC の投資管理局からノーアクションレターを發出してもらうという対応が現実にはとられている。

III MMF の元本割れ回避策—昨夏以降の代表事例—

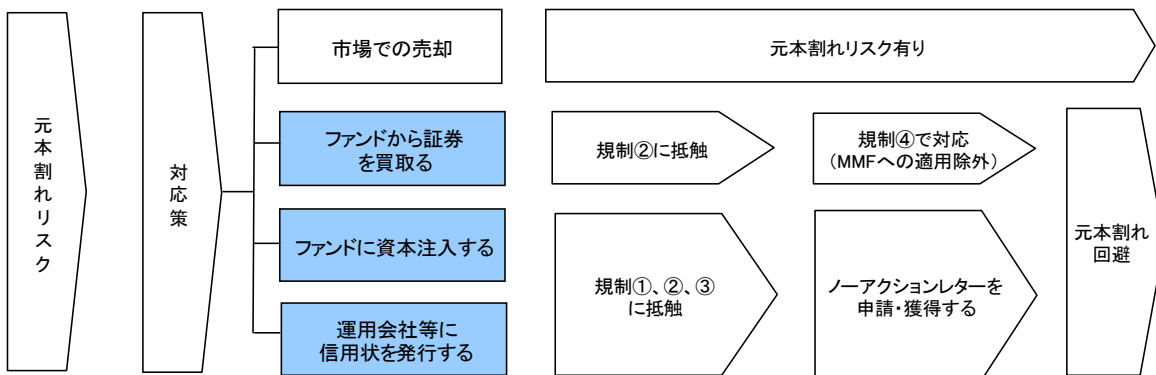
昨夏以降の元本割れ回避策は、「MMF からの資産買取り」、「MMF への資本注入」、「信用状の発行」の 3 つに分類できる（図表 5）。事例によっては、幾つかの手法を組み合わせた対応がとられている。以下では、代表的な事例を紹介する。

1. 事例：資産買取り（図表 6）

TD アセット・マネジメント・USA・インクが、自らが運用する MMF から市場での売却が困難となった証券（クレジット・リンクド・トラスト・サーティフィケート）を買い取ることによって、MMF の元本割れを回避した事例である。

TD アセット・マネジメント・USA・インクは MMF が保有する上記証券の時価⁶が低下していることをうけ、当該証券を市場で売却することを MMF へ提案する。これに対して、MMF のファンド取締役役会は、市場の流動性不足等を勘案すると、市場での売却が MMF の投資家にとって最善の利益につながらないと判断した。そこで、MMF のファンド取締

図表 5 MMF 元本割れ回避策と規制の関係（概念図）

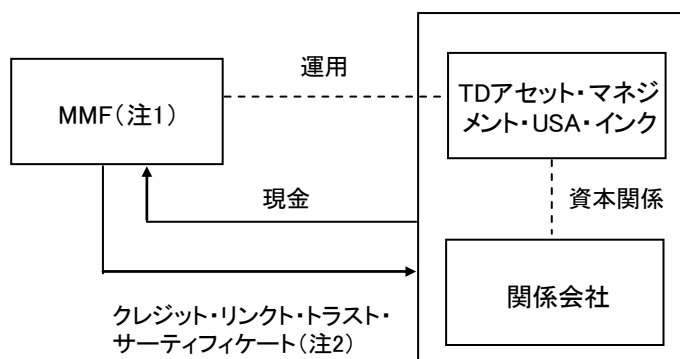


(注) 1. 図中の番号 (①～④) は、図表 4 の番号を指す。
 2. 図は一般的な影響経路を示したもの。個別の MMF によって状況は様々であり、必ずしも上記と一致しない事例もあり得る。

(出所) 野村資本市場研究所作成

⁶ 第三者の評価会社による算定価値を利用している。

図表 6 資産買取りによる元本割れ回避



- (注) 1. TDAM Money Market Fund Portfolio。
 2. Corsair Trust 1-1020 発行証券 (額面 3 億ドル)。
 (出所) SEC 資料より野村資本市場研究所作成

役会と TD アセット・マネジメント・USA・インクは資産買取りによって MMF の元本割れを回避することを決めた。

MMF から資産を買い取るのは、TD アセット・マネジメント・USA・インクとその関係者である。「償却原価+経過利子」として算定された価格での買い取りを行い、現金で決済する仕組みとしている⁷。但し、当該証券は、買取り時点では適格証券であったため、投資会社法規則 17a-9 の条件全てを満たすことはできず、投資会社法 17 条(a)に抵触するおそれがあった。そこで、TD アセット・マネジメント・USA・インクを含むスキーム関係者は連名で、2007 年 12 月 20 日に SEC の投資管理局に対して、ノーアクションレターの発出を申請している⁸。これに対して SEC は翌日、ノーアクションレターを発出し、当該スキームを実質的に認める決定を行っている。

2. 事例：信用状の発行 (図表 7)

サントラスト・バンクが傘下の運用会社 (トラスコ・キャピタル・マネジメント・インク) に対して保証状を発行することによって、MMF の元本割れを回避した事例である。

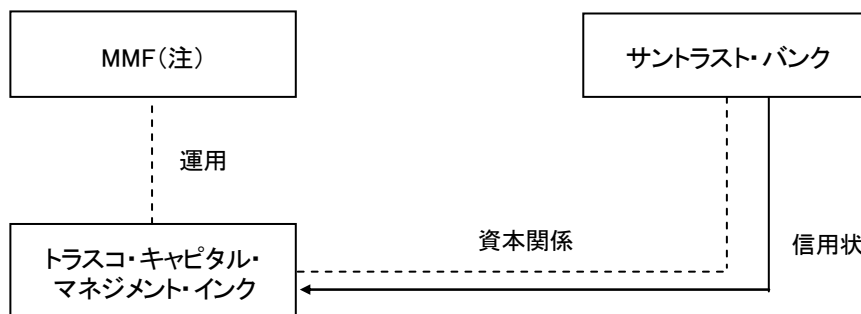
MMF が保有する SIV 発行証券⁹の発行体の格付けが引下げられるなかで、MMF のファンド取締役とトラスコ・キャピタル・マネジメント・インクは当該証券の取扱いを検討し、信用状を利用して MMF の投資家を保護することで合意する。信用状は、サントラスト・バンクがトラスコ・キャピタル・マネジメント・インクに対して発行するが、MMF が保有する前述の証券に支払い遅延が生じた場合に、MMF を全面的に保護する内容となっている。具体的には、MMF は当該証券が支払い遅延を起こした翌日に、保証状から現金の

⁷ 関係者の名称や買取り価格は開示されていない。

⁸ 正確に言えば、法律事務所が代理人としてノーアクションレターの申請書を提出している。

⁹ チェイン・ファイナンス LLC が発行したメディアム・ターム・ノート (総額 115 百万ドル)。

図表 7 信用状発行による元本割れ回避



(注) STI Classic Prime Quality Money Market Fund、STI Classic Institutional Cash Management Fund.
 (出所) SEC 資料より野村資本市場研究所作成

支払いを受けることができる。なお、信用状の発行費用はトラスコ・キャピタル・マネジメント・インクが負担し、MMFには一切費用負担が発生しないようにしている。

当該スキームは、登録投資会社とその関係者との間の取引を規制する投資会社法 17 条に抵触するおそれがある。そのため、MMF のファンド取締役会は 2007 年 10 月 23 日に、SEC の投資管理局に対して、ノークションレターの発出を申請している。SEC は 10 月 26 日にノークションレターを発出し、当該スキームを認める決定をした。

なお、サントラスト・バンクは 2007 年 12 月 20 日に、これら MMF から総額 14 億ドルの SIV 発行証券を買取り、更なる対策を実施している¹⁰。

3. 事例：資本注入契約（図表 8）

SEI インベストメンツが、傘下の運用会社である SEI インベストメント・マネジメント・コーポレーションが運用する MMF の元本割れを回避した事例である¹¹。

MMF が保有する SIV 発行証券の一部にデフォルトが発生¹²し、ファンド取締役会はその対応策を検討した。SEI インベストメンツは、MMF の元本割れを回避するために、MMF が保有する SIV 発行証券を処分した場合に発生した損失を補てんする契約を提案し、ファンド取締役会はこのスキームを採用することを決定した。

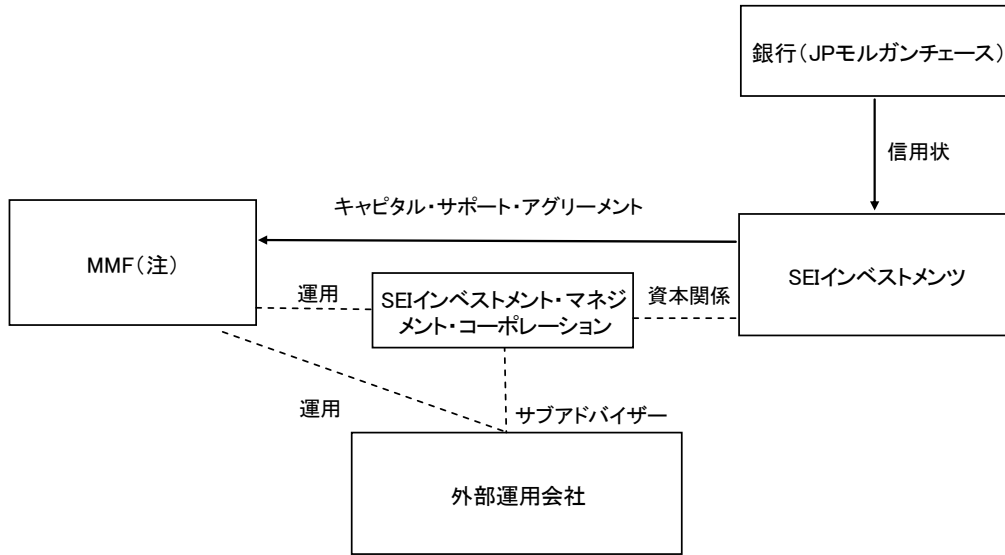
具体的には、SEI インベストメンツが MMF との間で「資本注入契約（キャピタル・サポート・アグリーメント）」を結び、MMF が保有する SIV 発行証券に「損失」が発生した場合に、SEI インベストメンツが MMF に対して現金を拠出する。「損失」額は、①

¹⁰ 買取り価格 14 億ドルは、サブプライム問題以降の最大の買取り額といわれている（“Credit markets crisis forces funds rescue,” *Financial Times*, December, 22, 2007 を参照）。

¹¹ SEI インベストメンツは、図 8 と同様のスキームを利用して、別の MMF（SEI Daily Income Trust Money Market Fund）の元本割れも回避している。

¹² チェイン・ファイナンス LLC 等の発行証券に支払い遅延が発生した。なお、当該 MMF が保有する SIV 発行証券は総額約 846 百万ドル（額面）。詳細は“From 10-Q: SEI Investments Co”, November, 9, 2007 を参照。

図表 8 資本注入契約による元本割れ回避



(注) SEI Daily Income Trust Prime Obligation Fund。

(出所) SEC 資料、SEI インベストメンツ資料より野村資本市場研究所作成

SIV 発行証券の処分価値が償却原価を下回った金額、②SIV 発行証券の最終償還額が償却原価を下回った金額、等と定められている。SEI インベストメンツはこの損失を補うだけの現金を MMF に対して拠出することになる¹³。なお、この契約に際して、MMF は一切の費用負担をしない扱いとなっている。

更に、SEI インベストメンツは、第三者である銀行（JP モルガンチェース）に信用状を発行してもらい、SEI インベストメンツが上記契約の義務を履行できない場合には、MMF は SEI インベストメンツが履行すべきであった金額と同額の現金を引出せるように手当てしている。なお、信用状の発行費用は SEI インベストメンツが負担し、MMF にはコストが発生しない仕組みとしている。

このスキームは、登録投資会社（ファンド）とその関係者との間における証券等の売買等を禁じた投資会社法 12 条、17 条に抵触するおそれがあった。そこで、SEI インベストメンツは 2007 年 11 月 7 日に、SEC の投資管理局に対して、ノーアクションレターの発出を申請している。SEC は翌日、ノーアクションレターを発出し、当該スキームを認める決定を下した。

¹³ 正確には、①損失額、②MMF の NAV を 0.9975 ドルまで回復させるのに必要な額、③最大資本提供額（126 百万ドル）のうち、最も小さい額を拠出する契約となっている。

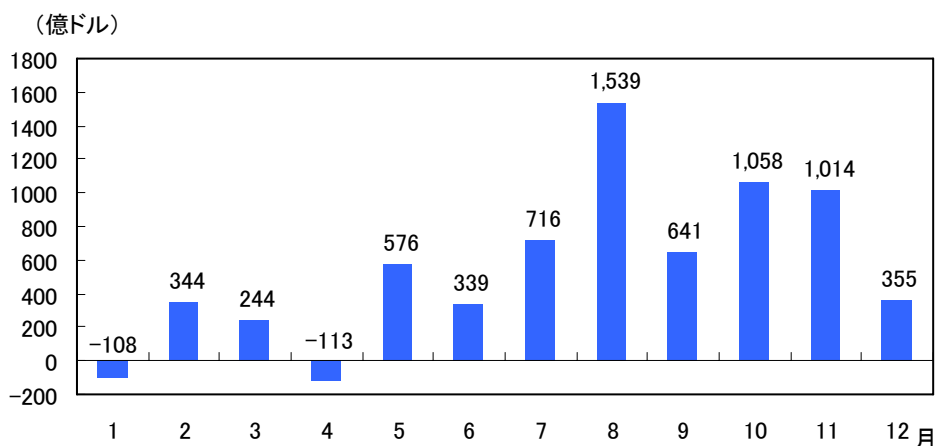
IV 今後の注目点

一部の MMF に元本割れ懸念が生じたにもかかわらず、2007 年後半以降、MMF へは大量の資金が流入している（図表 9）。2007 年中の資金流入額 6,607 億ドルは 2001 年中の 3,753 億ドルを越え、1990 年以降で最大の流入額となった。この背景には、①多くの MMF が SIV 発行証券への投資比率を極力抑制していたこと¹⁴もあり、元本割れ回避策がとられた MMF が市場全体のなかで約 4%程度（純資産残高ベース、推定値）と一部にとどまっていること、②元本割れ回避策が速やかにとられたこと、③MMF の元本割れ回避策が法令上も、当局の判断上も認められており、MMF は安全な運用商品であるとの認識が根強いこと、が考えられる。また、元本割れを起こした場合には、その運用会社の評判が大きく損なわれる可能性があるため、こうしたリスク（レピュテーション・リスク）を考えると、今後とも、元本割れを許容する運用会社は出てこないという意見¹⁵も聞かれている。

但し、サブプライム問題の影響が今なお拡大している点には注意が必要である。特に、モノライン保険会社（金融保証保険会社）の保証能力に対する格付け（Insurer Financial Strength, IFS）が引き下げられた場合に、免税 MMF（短期の地方債を主たる運用対象とする MMF—地方債には税制優遇があることから通称、免税 MMF と呼ばれる）に与える影響が懸念される。

地方債発行残高 2.4 兆ドルのうち 1.26 兆ドルの地方債がモノライン保険会社の保証を受

図表 9 MMF への資金流出入（2007 年中の動き）



(注) 各月の流出入額。

(出所) 米国投資会社協会資料より野村資本市場研究所作成

¹⁴ 例えば、“Is Your Money Fund SIV-Burdened?” *Wall Street Journal*, October, 20, 2007, “Investing in Funds,” *Wall Street Journal*, January, 3, 2008 を参照。

¹⁵ “Vow never to ‘break the buck’ in doubt,” *Financial Times*, November, 15, 2007 を参照。また、MMF を最初に開発したとされるリザーブ社の社長（Bruce Bent 氏）は、MMF が元本割れすることはないとの見通しを示している（“Money Funds Feel the Credit Squeeze,” *Wall Street Journal*, December, 16, 2007 を参照）。

けており、そのうち約 95%は、MBIA、アムバック、FSA、FGIC の上位 4 社が保証を与えている（計数は 2006 年末時点）¹⁶。また、モノライン保険会社の格付けと、これら保険会社が保証を提供している証券（地方債、ABCP 等）の格付けは連動している¹⁷。従って、モノライン保険会社の格下げは地方債等の格下げにつながる可能性がある。

既に、モノライン保険会社の格下げに伴い、多くの地方債や証券化商品の格付けが引下げられ（図表 10）、一部の免税 MMF では、地方債への投資を抑制する動きがでてきている¹⁸。

本稿執筆時点では、モノライン保険会社の格付け見直しの動きは、ひとまず落ち着いたように思われる。ただし、サブプライム問題の影響がさらに深刻化して、上位モノライン保険会社の格付けが更に低下する事態となれば、運用対象の見直しや資産内容の悪化を余儀なくされる免税 MMF が増加する可能性もあり、今後の動向が注目される。

また、SEC が MMF の運用対象に関する規制を強化し、現行に比べてより高い信用力を持つ証券に限定するのではないかと意見¹⁹も聞かれている。SEC 自体からは、規制変更を検討しているとの情報は公表されていない²⁰が、今後の動向が注目されることである。

図表 10 モノライン保険会社の格付見直し状況

	これまでの主な動き			現在の見直し状況
	アムバック	FGIC	ACAキャピタル	
スタンダード & プアーズ	◆格下げ方向で見直し(2008年入り後) ◆AAA格(ネガティブ)へ(2008年3月12日)	◆AAA格からAA格へ格下げ(2008年1月31日) ・地方債2,427銘柄がAA+格に格下げ ・地方債71,191銘柄がAA格に格下げ ・ABS60銘柄がAA格に格下げ ・CDO7銘柄がAA格に格下げ ・RMBS1銘柄がAA格に格下げ ◆AA格からA格へ格下げ(2008年2月25日) ◆A格からBB格へ格下げ(2008年3月21日)	◆A格からCCC格へ格下げ(2007年12月19日) ・地方債23銘柄がAA-格に格下げ ・地方債554銘柄がBBB+格～BBB-格に格下げ ・地方債52銘柄がBB+～BB格に格下げ ・地方債38銘柄がB格に格下げ ・地方債2,369銘柄がCCC格に格下げ	大手3社(MBIA、アムバック、FGIC)を中心としたモノライン保険会社の格付けは、一通り終了。
フィッチ	◆AAA格からAA格へ格下げ(2008年1月18日) ・地方債757銘柄がAA格に格下げ ・地方債約13,600銘柄がAA格に格下げ ◆AA格(ネガティブ)へ(2008年3月12日)	◆AAA格からAA格へ格下げ(2008年1月30日) ・地方債842銘柄がAA+格に格下げ ・地方債113,679銘柄がAA格に格下げ ・ABS8銘柄がAA格に格下げ ◆AA格からBBB格へ格下げ(2008年3月26日)	格付対象ではない	同上
ムーディーズ	◆Aaa格を格下げ方向で見直し(2008年1月16日) ◆Aaa格(ネガティブ)へ(2008年3月12日)	◆Aaa格からA3格へ格下げ(2008年2月14日) ◆A3格からBaa3格へ格下げ(2008年3月31日)	格付対象ではない	同上

(注) 2008年3月末時点で確認できた範囲の事例。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

¹⁶ 保証引受残高における各社の市場シェアは、MBIA32.1%、アムバック 24.9%、FSA19.3%、FGIC18.2%である(2006年末時点)。

¹⁷ モノライン保険会社が保証を与えている地方債や ABCP の格付けは、保証がない場合の格付けがモノライン保険会社の格付けを上回らない場合を除き、原則として、モノライン保険会社と同水準とされる。

¹⁸ TD アセット・マネジメント・USA が運用する免税 MMF が、地方債の投資を抑制し、財務省証券、エージェンシー債の投資比率を高めている(“Fund Feel Dearth of Tax-Free Securities,” *Wall Street Journal*, February, 13, 2008)。

¹⁹ 例えば、“Money-Market Funds Reassure Investors,” *Wall Street Journal*, October, 31, 2007 や “Money Fund Losses May Lead To Rule Change,” *fund action*, January, 21, 2008 を参照。

²⁰ 「現時点では法改正の提案はない」との SEC 広報官の発言が伝えられている(“Vow never to ‘break the buck’ in doubt,” *Financial Times*, November, 15, 2007 を参照)。