

変化の兆しがみえる米国資金循環と今後の展望 — 個人金融資産、MMF・CP市場の動向を中心に —

三宅 裕樹

■ 要 約 ■

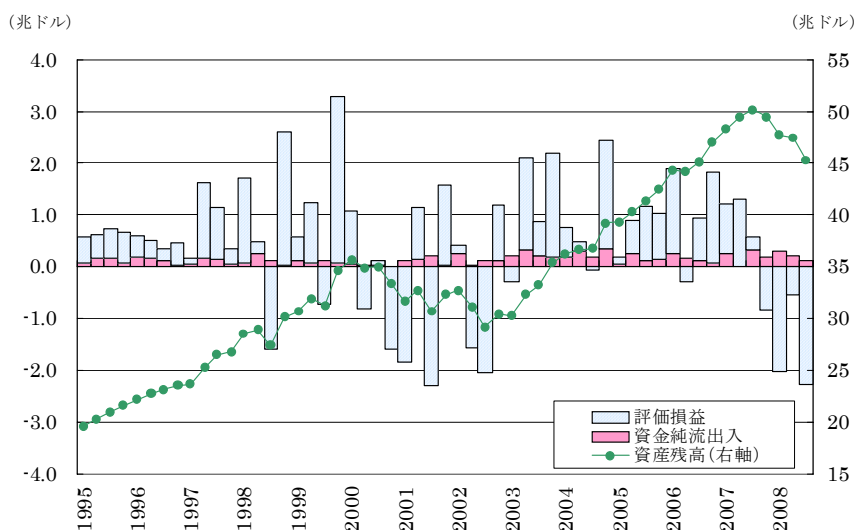
1. サブプライム・ローン問題に端を発する金融危機の深刻化は、米国個人金融資産の動向にも影響を及ぼしている。個人金融資産の残高は、2008年9月末まで、4四半期連続で減少した。特に2008年第3四半期の減少幅は2.1兆ドルと、戦後最大規模となった。
2. 金融商品別の資金純流出入の状況を見ると、①2008年上半期における株式での資金純流入、②投資信託における6年ぶりの資金純流出、③投資信託から流出した資金の一部のMMFへの流入、といった注目される動きがみられる。
3. MMF市場においては、個人投資家などからの資金流入による残高の増加とともに、CP保有の減少、代わって財務省証券・GSE関連債券保有の増加、といったポートフォリオ運用の変化がみられる。
4. これは、米国CP市場にも一定の影響を及ぼしたと考えられる。CP市場では、MMFなどが保有残高を減らしつつあった中で、リーマン・ショックを期にCP金利の対財務省証券スプレッドが急上昇する事態となった。FRBによる緊急対応により、現在では一応の落ち着きを取り戻している。
5. 今後の注目点としては、①投資信託の資金純流入の動向、②MMFに流入した資金が次に向かう先、③CP市場への民間投資家の回帰の可能性、などが挙げられよう。

I 2008年金融危機下における米国個人金融資産の動向

1. 戦後最大の個人金融資産の減少

2007年後半以降の、サブプライム・ローン問題に端を発する金融危機の深刻化は、米国個人投資家が保有する金融資産の動向にも大きく影響を及ぼしている。2008年9月末時点での個人金融資産の残高は45.2兆ドルと、2007年第4四半期より4期連続で減少している(図表1)。この間の減少幅も、ピーク時の2007年9月末より4.8兆ドル、残高比で9.6%減と、歴史的にみても大きい。また、直近の2008年第3四半期においては2.1兆

図表 1 米国個人金融資産の推移



(出所) FRB 資料より、野村資本市場研究所作成

ドル減と、IT バブル崩壊後の景気低迷、および同時多発テロの影響を受けた 2001 年第 3 四半期を上回る、戦後最大の減少幅となった。

もともと、この間も引き続き金融資産への資金純流入は続いている。個人金融資産残高の増減を資金純流出入と評価損益に分けてみると、2007 年第 4 四半期よりこれまでに計上した評価損は、合計 5.6 兆ドルにのぼり、また四半期ベースでも、2008 年第 1 四半期には 2.0 兆ドル、同年第 3 四半期には 2.2 兆ドルと、過去最大規模の評価損を計上している。その一方で、個人金融資産への資金純流出入では、2007 年第 2 四半期にわずかに純流出となったものの、基本的には、1,000~3,000 億ドル程度の資金が毎四半期流入する状況が続いている。

2. 2008 年上半期における株式への資金純流入

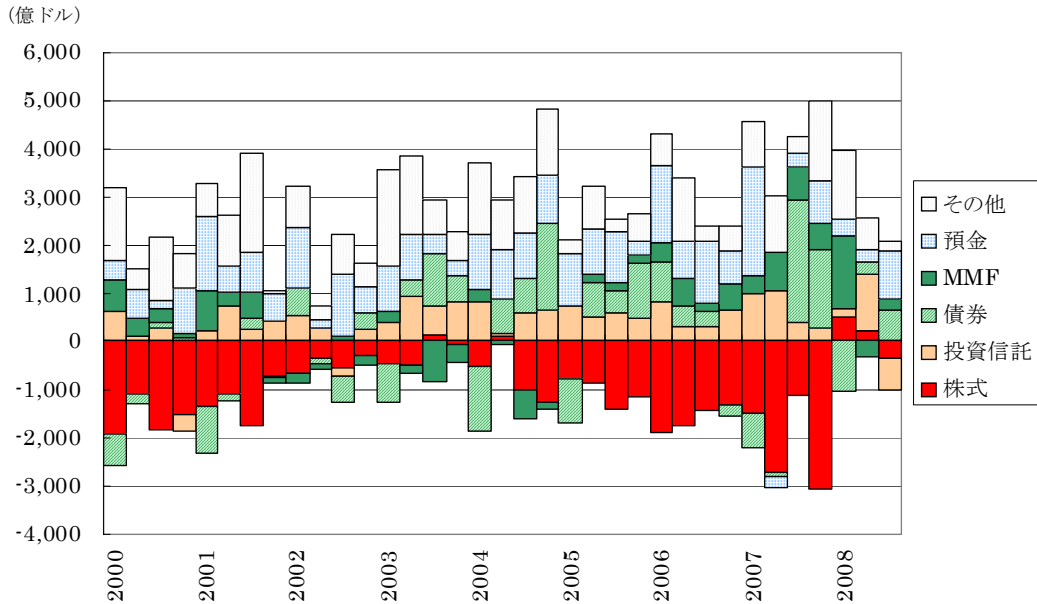
個人金融資産への資金純流出入について金融商品別の内訳をみると、いくつか注目すべき変化がみられる。

まず、株式では、これまでほぼ一貫して資金純流出の状況が続いていたが、2008 年第 1・2 四半期においては、各々 520 億ドル、199 億ドルの純流入となった(図表 2)¹。2008 年第 3 四半期には再び資金純流出となったものの、その額は 348 億ドルと、2004 年以降の流出額などに比しても小幅である。

この点に関して、1995 年以降の米国株式のパフォーマンス (S&P500 対前期比増減率) と個人金融資産における株式への資金純流入額の推移をみると、1998 年や、2000 年後半

¹ 本来、「投資信託」には MMF も含まれるが、本稿では便宜上、「MMF を除く投資信託」という意味で「投資信託」という用語を用いることとする。

図表 2 資金純流入額の金融商品別内訳



(出所) FRB 資料より、野村資本市場研究所作成

から 2002 年前半にかけて株価が大きく下落した時期において、個人投資家は、株式の売り越しを継続しつつも、資金純流出額は減少に向かう傾向がある（図表 3）。もちろん、2008 年金融危機の行方に、依然として不透明な状況が続く中で断定することはできないものの、2008 年における第 3 四半期までの個人投資家の株式保有の動向は、こうした過去にみられた傾向が表出したものと捉えることも可能であるかもしれない。その意味では、2008 年第 4 四半期には株式パフォーマンスは 22.6%のマイナスとなっており、これが個人投資家の株式保有動向にどのような影響を与えることとなるのか、注目されよう。

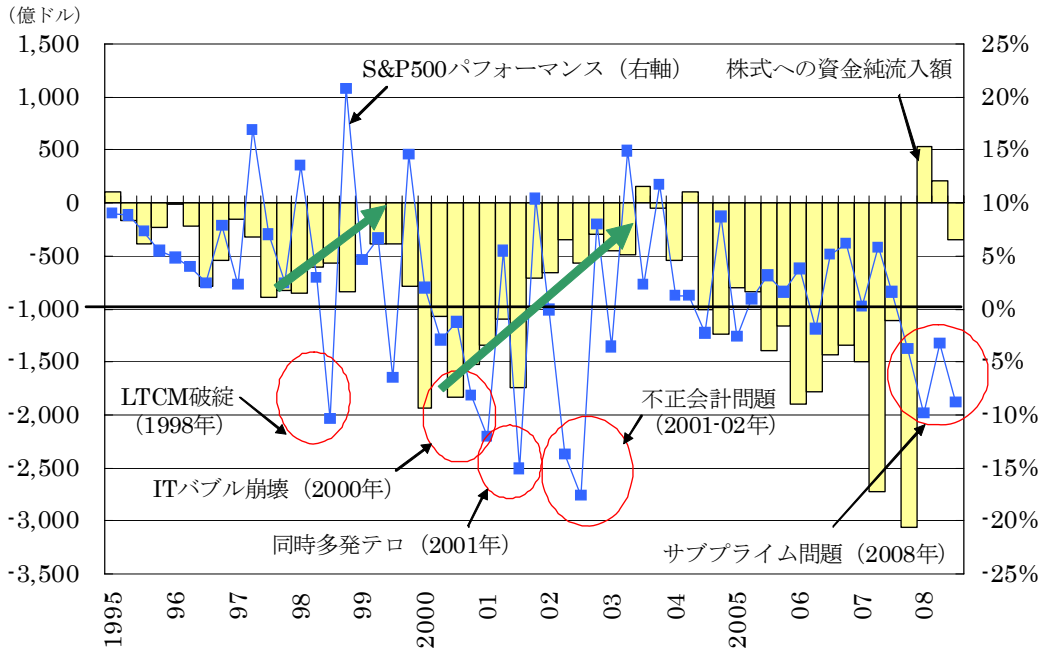
3. 6年ぶりに生じた投資信託からの資金純流出

一方、投資信託については、株式とは対照的に資金純流入がこれまで基調であった。しかし、2008 年第 3 四半期には、2002 年第 3 四半期以来 6 年ぶりとなる、626 億ドルの資金純流出が生じた（前掲図表 2）。

資金純流入の状況を、株式ファンド、ハイブリッド・ファンド、債券ファンドの各種それぞれについて月次ベースみると、株式ファンドにおいては、すでに 2007 年 8 月より、資金が純流出する月を数度経験しており、2008 年 6 月以降は、同年 11 月まで、一貫して資金純流出となっている²（図表 4）。一方、ハイブリッド・ファンドや債券ファンドでは、2008 年半ばまで資金純流入を維持し続けていたが、同年 7 月ないし 8 月に資金純流出の状況に転じ、11 月まで投資信託 3 種全てで資金が流出する状況が続いている。

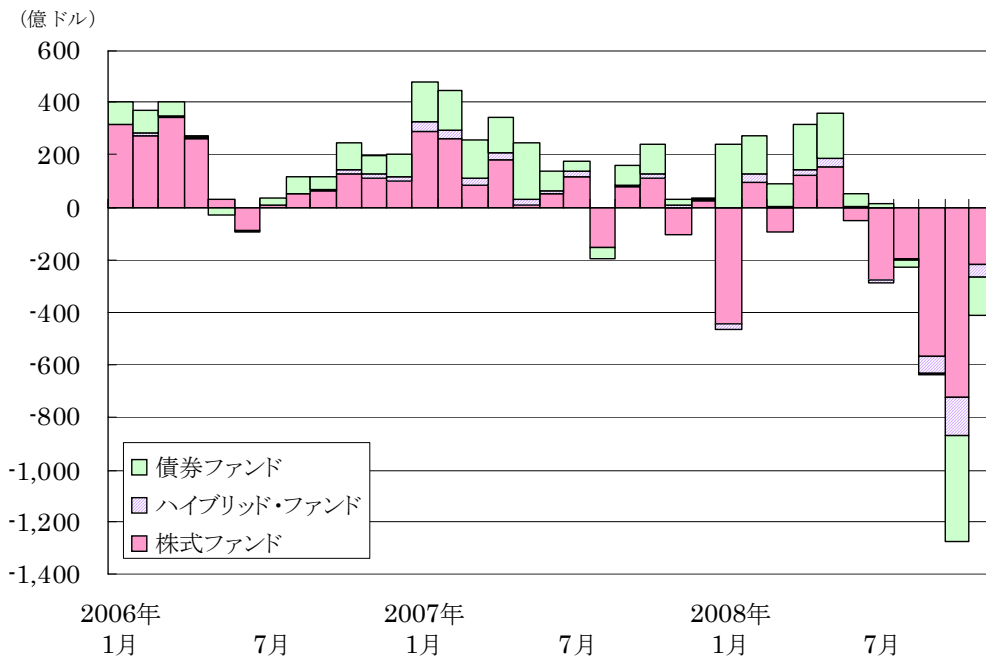
² 個人投資家以外が保有する分を含めた、投資信託全体でのベースでの動向。

図表3 株式の資金純流入額と株価パフォーマンスの推移



(出所) FRB 資料より、野村資本市場研究所作成

図表4 各種投資信託の資金純流入額の推移



(注) 2008年11月まで。個人投資家以外が保有する分を含めた、投資信託全体でのベース。
 (出所) 米国投資信託協会 (Investment Company Institute, ICI) 資料より、野村資本市場研究所作成

Ⅱ 拡大を続ける米国 MMF 市場と、運用の保守化の影響

1. 資金流入基調が続く MMF

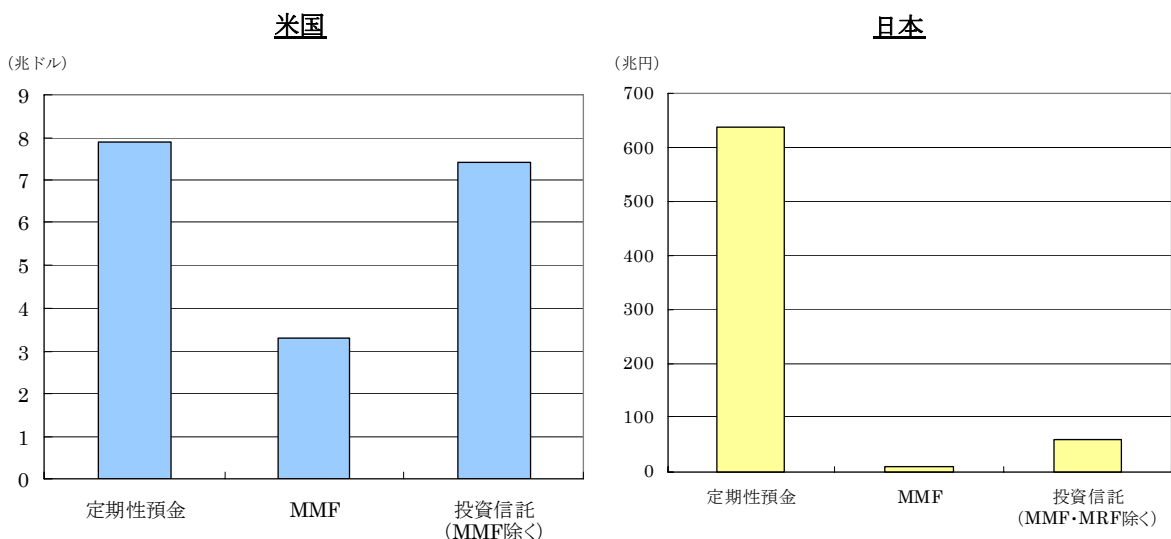
投資信託より流出した個人投資家の資金の一部は MMF に流れているものと推察される。

米国では、MMF が、短期資金の運用手段として投資家の間で広く普及している。例えば、米国とわが国における MMF と定期性預金の残高を比較すると、2008 年 9 月末時点において、米国 MMF 3.3 兆ドル、定期性預金 7.9 兆ドルに対して、わが国では、それぞれ 8.8 兆円、638 兆円となっている（図表 5）。

最近の MMF の資金純流出入の状況を見ると、2006 年より 2007 年にかけて、四半期ベースで 500 億ドル前後の資金純流入が続いていたが、金利低下局面に入った 2008 年第 1 四半期には戦後最大の 1,524 億ドルの資金純流入額を記録した（図表 6）。翌第 2 四半期には資金純流出となったものの、続く第 3 四半期には再び 622 億ドルの資金が流入した。10 月以降も、個人投資家向けに提供されている MMF の純資産残高は、月ベースで 100 億～200 億ドルほどの増加を続けている。

こうした MMF への資金純流入基調は、金融危機の深刻化が進み、依然として回復の兆しがみえにくい中で、個人投資家が資産運用において安全性を重視する傾向を強めつつあることを反映した動きと捉えることが可能であろう。MMF は、運用会社などによる元本保証は付されていないものの、格付け水準の高い短期金融商品で運用されることや、運用会社やその親会社が元本割れ回避策を採ることができることなどから、信用リスクが極め

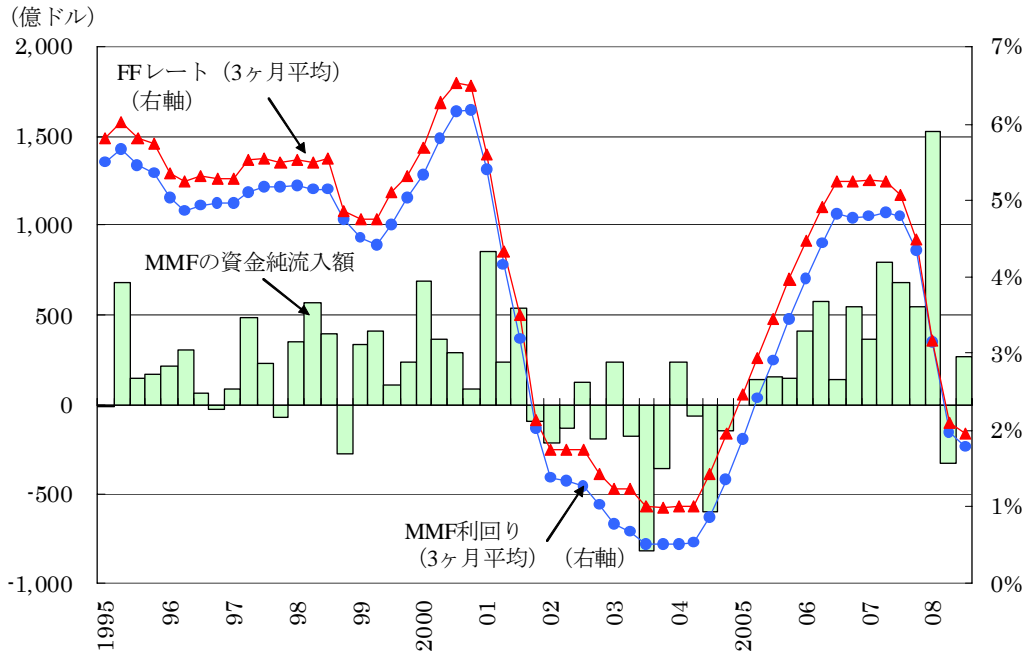
図表 5 MMF・投資信託・定期性預金の残高の日米比較



(注) 2008 年 9 月末時点。

(出所) FRB・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

図表6 MMFの資金純流入額と短期金利・MMF利回りの推移



(出所) FRB 資料・The Wall Street Journal などより、野村資本市場研究所作成

て低いと一般に考えられている³。2008年9月には、米国史上二度目となるMMFの元本割れ事例が発生し、MMFに対する投資家の信用が揺らぐ可能性が生じたものの、米国財務省や連邦準備銀行（Federal Reserve Board, FRB）による政策対応が早急に打ち出されたこともあり、少なくともこれまでのところ、MMFの信用リスクに対する懸念が高まる状況は生まれていない⁴。

2. MMFのポートフォリオ運用における安全性志向の高まり

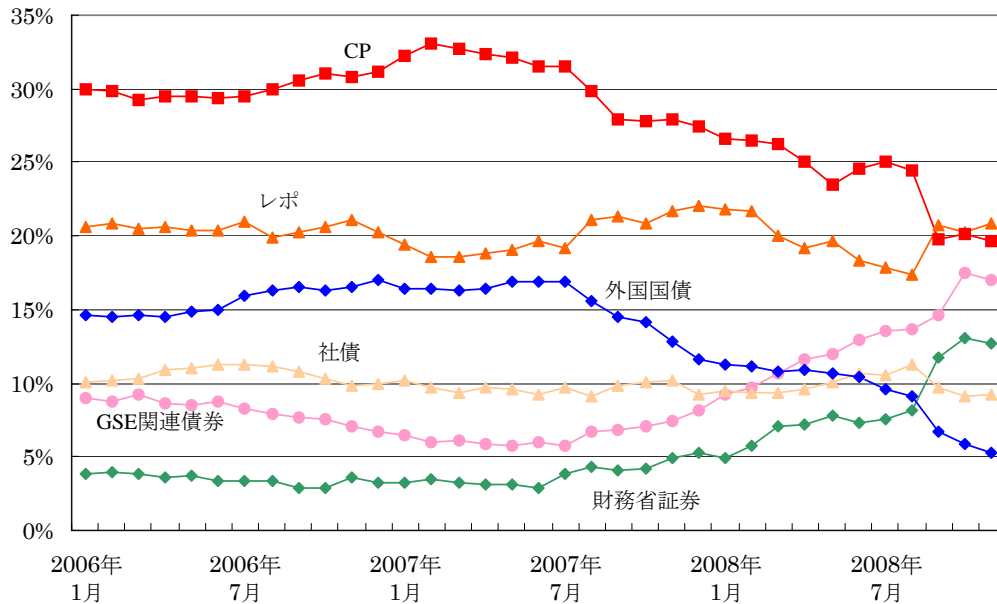
金融危機の深刻化は、MMFへの資金流入のみならず、MMFの運用方針にも大きな影響を与えている。

米国MMFのうち、地方債を中心に運用が行われるもの（免税MMF）を除くMMF（課税MMF）の運用ポートフォリオの構成の推移をみると、これまで第一の運用対象であったコマーシャル・ペーパー（Commercial Paper, CP）がポートフォリオ全体に占める割合は、2007年7月頃より急速に低下し始め、2008年9月にはレポに抜かれた（図表7）。CPに代わって、この時期にMMFの保有残高が急増したのはGSE関連債券（社債・保証MBS）と財務省証券であり、それぞれ10%程度、保有シェアを伸ばした。

³ 米国MMFの元本割れ回避策については、岩井浩一・三宅裕樹「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り組み事例—」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008年春号参照。

⁴ 三宅裕樹「米国MMFの元本割れと信用回復に向けた緊急対策の実施」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008年秋号、および同「米国MMFを対象とした政策対応の現状」同2009年冬号参照。

図表 7 課税 MMF のポートフォリオの内訳



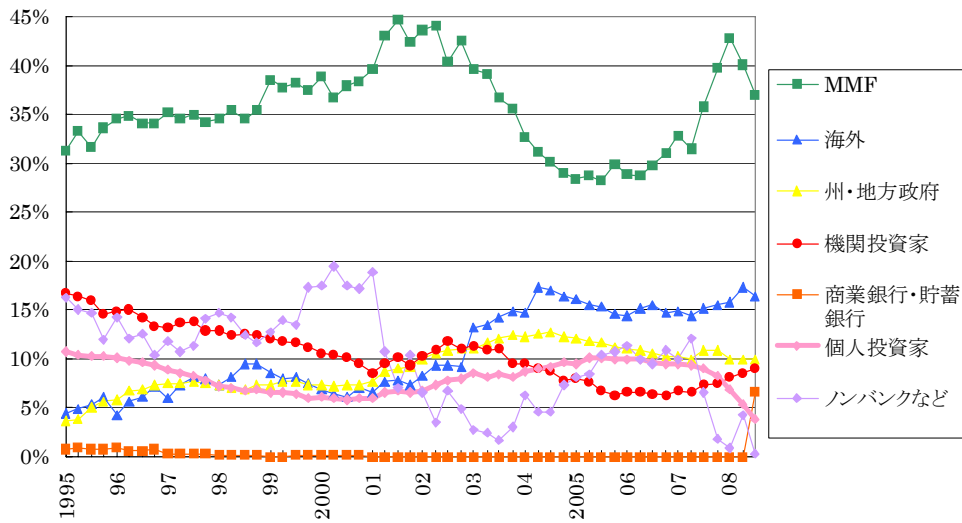
(注) 2008年11月末まで。
 (出所) ICI資料より、野村資本市場研究所作成

3. CP市場への影響の波及と、政策対応の効果

MMFにおける運用の保守化傾向は、米国CP市場にも少なからず影響を及ぼしたものと考えられる。というのも、米国CP市場において、MMFの保有シェアは2008年9月末時点で37.0%と、第一の保有主体として大きな位置づけを占めているからである(図表8)。CPの保有者構造の推移をみると、2005年より急速に上昇していたMMFの保有シェアは、2008年3月末の42.9%をピークとして、以降、急速に低下している。同比率は、2002年から2005年にかけても大きく下落したが、この時は海外投資家や州・地方政府などが代わって保有シェアを伸ばした。しかし、今回の場合は、個人投資家やノンバンクなども保有額を大きく減らしており、代替的な民間投資家が見つかりにくい環境にある。

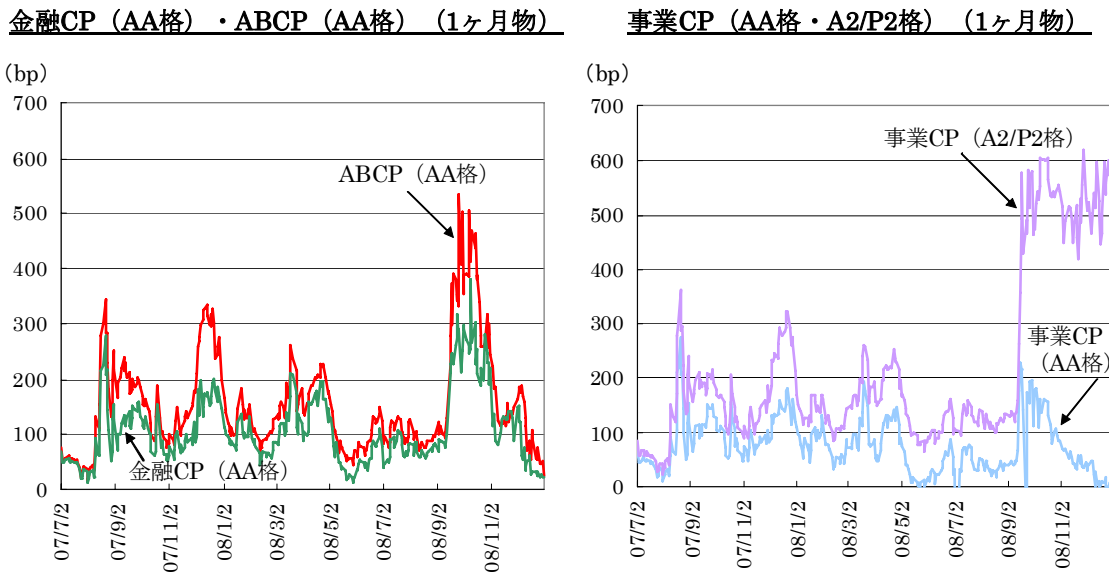
こうした状況下において、2008年9月15日のリーマン・ブラザーズの経営破たんを契機に、CP金利の対財務省証券スプレッドは大きく拡大し、特に金融法人が発行するCP(金融CP)や資産担保CP(Asset-Backed Commercial Paper, ABCP)において、比較的償還までの期間が長いCPの発行が困難となる事態が生じた(図表9)。この時期の各種CPの発行状況をみると、ABCPについては、発行額に占める1~4日物の割合が、同年9月第2週の55.6%から、翌週には78.6%、さらに第4週には89.5%と急上昇する一方で、80日超物の割合は12.4%から3.7%、0.9%と低下した。このことを反映して、ABCP発行額は約2倍に膨らんだ。また、金融CPにおいても、発行額に占める1~4日物の割合が、9月第2週の55.8%から、翌週には59.6%、第4週には81.9%、さらに10月第一週には

図表 8 CPの保有者構造の推移



(出所) FRB 資料より、野村資本市場研究所作成

図表 9 各種 CP 金利の対財務省証券スプレッドの推移 (1ヶ月物)



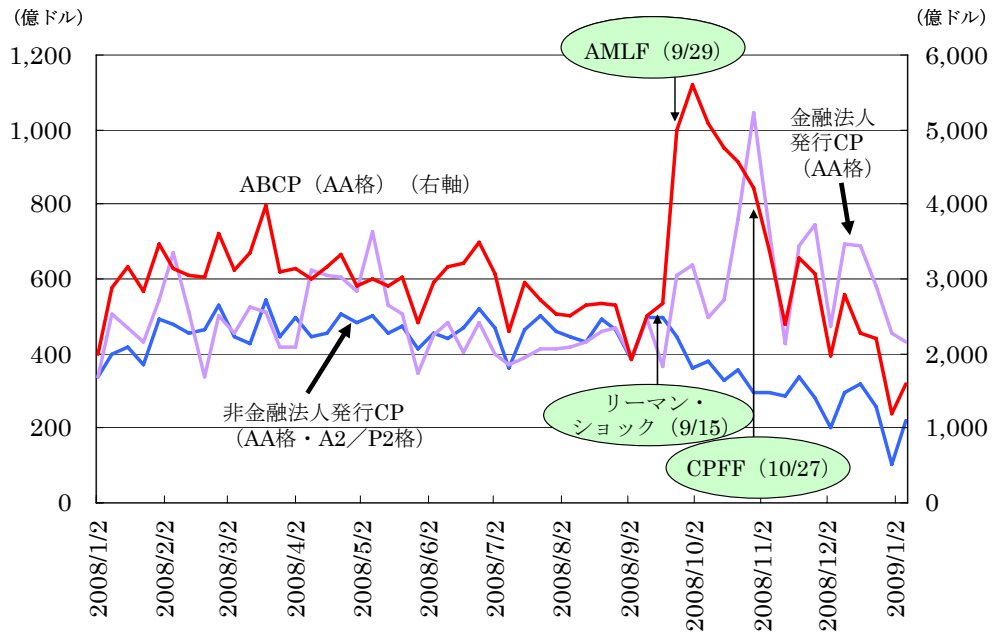
(注) 日ベース。2008 年末まで。
(出所) FRB 資料より、野村資本市場研究所作成

87.3%と上昇し、発行額もその分増加した⁵ (図表 10・11)。

CP 市場におけるこうした混乱に対して FRB は、9 月 19 日に、MMF が保有する高格付けの ABCP を米国預金取扱金融機関などが買い取る場合、その資金を公定歩合で融資する MMF 対象 ABCP 流動性供給ファシリティー (Asset-Backed Commercial Paper Money

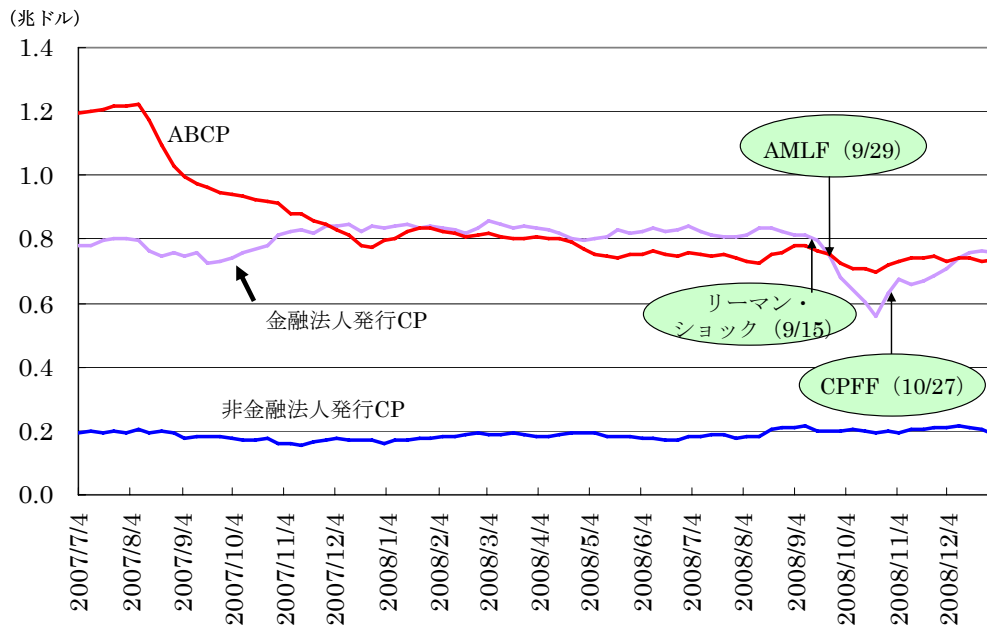
⁵ FRB 資料より算出。なお、値は全て AA 格のもの。

図表 10 各種 CP 発行額の推移



(注) 週ベース。2008 年末まで。
 (出所) FRB 資料より、野村資本市場研究所作成

図表 11 各種 CP 発行残高の推移



(注) 週ベース。2008 年末まで。
 (出所) FRB 資料より、野村資本市場研究所作成

Market Mutual Fund Liquidity Facility, AMLF) を創設した。さらに10月27日には、ABCPを含むCPを発行体より直接的に買い取る特別目的会社 (Special Purpose Vehicle, SPV) を創設し、これに対してFRBがFFレート誘導目標水準の金利で買取資金を融資するCP資金供給ファシリティ (Commercial Paper Funding Facility, CPFF) の運用が開始され、これによりABCP以外のCPもFRBの緊急対応の対象に含められることとなった。

こうした一連の政策対応は、CP市場の動揺を抑えるのに一定の効果をもったと考えられる。ABCP (AA格) の対財務省証券スプレッドは、一時500bp (ベース・ポイント) を超える水準に達したが、AMLFやCPFFの導入を期に、急速に縮小に向かった。また、金融CP (AA格) においては、9月後半より急速に発行残高が急落したが、CPFFの運用開始によりFRBによる流動性供給策の対象に含まれたことを受けて、回復傾向に向かっている⁶。ちなみに、CPの保有者構造の内訳において、それまでCPを全く保有していなかった商業銀行・貯蓄銀行の保有シェアが、前期0.0%から6.6%に上昇しているが、これは、AMLFを利用して9月後半にABCPの買取を急速に進めたことを反映したものと考えられる⁷ (前掲図表8)。

なお、非金融機関が発行するCP (事業CP) においては、9月後半よりCP金利の対財務省証券スプレッドが拡大しているものの、発行額や発行残高には、これまでのところ大きな変化はみられない。また、米国商業銀行の貸出債権残高の推移においても、事業会社向けのもの (Commercial and Industrial) の残高は15,202億ドル (2008年8月末) から15,864億ドル (同年12月末) と、4.3%の上昇にとどまっている⁸。それゆえ、事業CP全体としては、ABCPや金融CPに比して、リーマン・ショック後の混乱はこれまでのところ大きくない、と評価することも可能かもしれない。

もともと、事業CPの中でも、短期格付け水準が高く、信用リスクが比較的低いと考えられるものと、A-2格 (S&P) / P-2格 (ムーディーズ) / F2格 (フィッチ) 以下のもの、それゆえAMLFやCPFFの対象とは原則的にならないものとの間では、金利水準の動向に表れているよう、状況が大きく異なっている (前掲図表9)。FRBの政策対応による支援を受けられない企業の中には、短期資金の調達を、CPの発行から、クレジット・ラインを活用した銀行からの借入れに切り替えるところも現れている模様である⁹。

III 今後の注目点

本稿では、個人金融資産の動向や、MMFへの資金流入と運用の保守化を受けたCP市

⁶ FRBによるCP市場、およびMMF市場への緊急対応の現状については、注3参照文献に詳しい。

⁷ また、金融CPの発行状況を見ると、リーマン・ショック後、ほとんど全く発行されていなかった償還年限が81日以上CPの発行額は、CPFFの運用が始まった10月最終週には407億ドルとなり、金融CP発行額全体の39.0%を占めた。これは、CPFFにおいて、SPVの買取対象CPが3ヶ月物に限定されていることを反映したものと考えられる。ABCPについても、1~4日物の発行への依存は、AMLFの導入を期に弱まっている。

⁸ FRB資料より算出。

⁹ Bryan Keogh, "Bernanke Refusal to Buy Genworth Paper Burdens Banks," *Bloomberg*, 11/13/2008など参照。

場における混乱と政策対応に焦点を当てて、2007 年後半以降の金融・経済危機が米国資本市場に与えている影響の一側面をみてきた。

今後の注目点としては、まず、株式・投資信託の資金純流出入の動向が挙げられる。2008 年第 3 四半期において投資信託では資金純流出となったが、これが一時的な動きにとどまり、今後も引き続き「株式から投資信託へ」という基調が維持され、早晚、資金純流入へと回帰することとなるのか、また、仮に資金純流入に転じるとすれば、どのような種の投資信託、販売経路、サービスが選好されるのか、あるいは新たに開発・提供されるのか、などといった点は、非常に興味深い。

また、MMF 市場も、引き続き注目すべき対象の一つであろう。MMF の資金純流出入の動向は、短期金利の変化に大きく左右される傾向がある。FRB は、深刻化する金融危機に対応するべく金融緩和政策を進めており、2008 年 12 月 16 日には、政策金利である FF レート誘導目標水準を 0~0.25%水準にまで引き下げた。これにより、MMF の利回りも大幅な低下を免れることは難しく、2008 年 12 月には 0.70%にまで低下した。また、運用会社においても MMF の運用が困難な状況が生まれつつある。こうした状況を踏まえれば、今後、さらに MMF へ個人投資家の資金が大量に流入するとは考えにくいといえよう。その場合、個人投資家の資金は、どのような金融商品への流入を強めることとなるのかが注目される。

CP 市場においては、FRB による政策対応の効果もあって、特に格付け水準の高い CP においては、リーマン・ショック以前の状態に回復しつつある。また、政策対応による信用不安の緩和や、金利水準の低下から、MMF を含めて民間投資家が CP 市場に再び戻ってくる可能性も考えられる。とはいえ、金融システムに新たな混乱が生じる懸念も引き続き残されていることや、金融危機の影響が実体経済に波及することはほぼ避けがたい状況にあることなどを踏まえれば、逆によりいっそう CPFF や AMLF など政策対応への依存が強まる可能性も考えられよう。