

米国 MMF を対象とした政策対応の現状

三宅 裕樹

■ 要 約 ■

1. 2009年1月7日、米国連邦準備制度理事会（FRB）は、MMFに対する流動性供給プログラムの一つである MMF 資金供給ファシリティ（Money Market Investor Funding Facility, MMIFF）の運用の拡張を発表した。これにより、同ファシリティの対象に、MMFに加えて、MMFと同様の運用方針、あるいは同等の信用力水準を確保していると考えられるファンドも新たに加わることとなった。
2. 米国 MMF に対して政策プログラムが実施されている背景には、2008年9月に米国史上二度目の元本割れ事例が発生したことのほか、米国 CP 市場への影響を懸念した措置、という側面も指摘できよう。
3. CP 市場対策として、2008年10月より運用が開始された CP 資金供給ファシリティ（Commercial Paper Funding Facility, CPFF）は、大きな役割を果たす存在となりつつある。MMF を対象とした政策プログラムの活用が減退している背景には、CPFF の政策効果が MMF 市場にも波及しており、MMF 市場・CP 市場の双方で、一時の混乱が、少なくともこれまでのところ、ある程度の落ち着きを取り戻していることが挙げられよう。

I 米国財務省・FRBによるMMFを対象とした政策対応

2009年1月7日、連邦準備制度理事会（Federal Reserve Board, FRB）は、MMFに対する流動性供給プログラムの一つである MMF 資金供給ファシリティ（Money Market Investor Funding Facility, MMIFF）の運用の拡張を発表した。MMIFF は、これまでは米国 MMF のみを対象としてきたが、今回の制度変更によって、MMF として登録されていないファンドでも、MMF と同様に、比較的信用力が高いと考えられる短期金融商品で運用を行っているものについては、同ファシリティの対象とされることとなった。

サブプライム・ローン問題に端を発する米国金融システムの一連の混乱を受けて、2009年1月17日までに米国 MMF を実質的な対象として設けられた政策プログラムは、①参加 MMF が支払う手数料と、為替安定化基金（The Exchange Stabilization Fund）の資産 500 億ドルを原資として MMF の元本保証を行う MMF 一時保証プログラム（Temporary

Guarantee Program for Money Market Funds) ・②銀行持ち株会社などが、MMFより適格資産担保コマーシャル・ペーパー (Asset-Backed Commercial Paper, ABCP) を買い取る際の資金を融資するプログラムである MMF 対象 ABCP 流動性供給ファシリティ (Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, AMLF) ・③MMIFFの三種である (図表 1)。このうち、①は米国財務省により、②・③は FRB により、それぞれ創設されている¹。

図表 1 米国 MMF を対象とした政策対応プログラムの概要 (2009 年 1 月 17 日時点)

プログラム	MMF資金供給ファシリティ (Money Market Investor Funding Facility)	MMF対象ABCP流動性供給ファシリティ (Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility)	MMF一時保証プログラム (Temporary Guarantee Program for Money Market Funds)
(略称)	MMIFF	AMLF	
実施機関	FRB (ニューヨーク連邦準備銀行)	FRB (ボストン連邦準備銀行)	米国財務省
創設公表日	2008/10/21	2008/9/19	2008/9/19
開始日	2008/11/24	2008/9/19	2008/9/29
期限	2009/4/30	2009/4/30	2009/4/30
概要	MMFなどより、CPや預金証書などを買う民間SPV (PSPV) を創設。FRBは同PSPVに対して資産買い取り資金を融資。	米国預金取扱金融機関・銀行持ち株会社が、MMFよりABCPを買い取る際、FRBがその資金を融資。	プログラムに参加するMMFなどに対して元本保証を提供。プログラムの運営原資は参加MMFからの手数料と、為替安定化基金の資産500億ドル。
対象	<p>実質的な資金供給対象先</p> <p>①MMF</p> <p>②米国の銀行、保険会社、年金基金、信託会社 (trust company)、投資顧問会社 (investmet advisory)、州・地方政府が運用しないし保有する基金で、以下の条件を満たすもの。①基金のポートフォリオの平均残存期間が90日以内、②通常環境においては満期持ち切りの運用を行う、③保有資産の信用力が十分に高いこと (長期格付けでA格以上、短期格付けでA2/P2/F2以上)</p> <p>③米国の銀行・保険会社・年金基金・信託会社・投資顧問会社が運用しないし保有している、証券貸与取引で利用される現金担保口座 (cash collateral reinvestment fund)</p> <p>適格資産 (融資対象となるMMFからの買取資産) の条件</p> <p>①短期格付けがA1/P1/F1以上の金融機関50社が発行する預金証書 (certificate of deposit) ・銀行手形 (bank note) ・CP</p> <p>②満期までの残存期間は7~90日</p>	<p>資金供給対象先</p> <p>①米国預金取扱金融機関</p> <p>②米国銀行持ち株会社</p> <p>③米国に支店を有する外国銀行</p> <p>適格資産 (融資対象となるMMFからの買取資産) の条件</p> <p>①2008年9月19日以降に買い取りが行われたABCP</p> <p>②米国の機関が発行したABCPで、短期格付けがA1/F1/P1格以上 (NRSRO1社より格付を得ている場合は最高格付け)</p>	<p>参加可能なファンド</p> <p>①投資会社法規則2a-7の規制の下に置かれている公募MMFで、SECに対してMMFとしての登録を行っており、かつ2008年9月19日時点で元本を維持している (純資産価額が0.995ドル以上) もの</p> <p>②SECに対してMMFとしての登録は行っていないものの、元本を維持する運用方針を掲げているファンド</p> <p>③プログラムに参加するに際しては、申請、前払い手数料の支払いが必要</p>
詳細	<p>・PSPVは、当初5つ創設。</p> <p>・各PSPVは、MMFなどより適格資産を買い取る。その資金は、うち90%はFRBからの融資により、残り10%は買い取りを受けたMMFなど向けにABCPを発行して調達。</p> <p>・FRBからの融資は、オーバーナイトのもの、金利水準は公定歩合。ABCPは同融資債権に原則的に劣後する。</p>	<p>・FRBからの融資は、ノンリコース・ローン、金利水準は公定歩合。</p> <p>・融資期間は、預金取扱金融機関の場合は120日以内、それ以外の機関の場合は買い取りを行うABCPの年限と同じ (最大270日)。</p>	<p>・2008年11月20日、リザーブ社 (The Reserve) が運用する米国政府ファンド (U.S. Government Fund) の清算の支援の実施を発表。同ファンドが抱える資産について、流通市場での売却が行えなかったものについて、財務省が買い取りを行う。</p> <p>・2008/11/24にプログラムの実施期限延長を発表したことに伴い、参加MMFは引き続き同プログラムに参加する場合には別途の申請、および手数料の支払いが必要となる。ただし、この延長に際して新たに同プログラムに参加することは認められていない。</p>
規模	<p>PSPVの資産規模 (MMFからの資産買取額) は最大6,000億ドル</p> <p>FRBのPSPVへの融資規模は最大5,400億ドル</p> <p>直近の資産規模は0ドル (2009年1月7日時点)</p>	<p>直近の資産規模は211.4億ドル (2009年1月7日時点)</p>	<p>純資産残高ベースで合計3兆ドル以上のMMFが参加</p>

(出所) 米国財務省・FRB 資料より、野村資本市場研究所作成

¹ MMF 一時保証プログラムや AMLF、および 2008 年 9 月の MMF 元本割れ事例については、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 年秋号参照。

今回（2009年1月7日）、制度が拡張された MMIFF は、2008年11月24日より運用が開始されたものである。同ファシリティーでは、FRB からの融資資金を主な原資として民間特別目的ヴィークル（special purpose vehicle, SPV）を当初は5つ創設し、50の金融機関（各 SPV につき10社）が発行する、格付け水準の高いコマーシャル・ペーパー（Commercial Paper, CP）や預金証書（certificate of deposit）、銀行手形（bank note）を、MMF などの適格投資家から買い取るとされている。SPV の買取資金は、うち90%についてはFRBからの公定歩合での融資により、また残りの10%についてはSPVの資産を担保とした ABCP を、資産の買取を受けた MMF など適格投資家に対して発行することにより調達される。ただし、FRB の融資額には最大5,400億ドルという上限が設けられており、それゆえ同ファシリティーの規模は最大6,000億ドル（=5,400億ドル÷90%）となる。

今回の制度拡張では、MMIFF における適格投資家、すなわち SPV に対して資産を売却することができるファンドの範囲が広げられた。当初、適格投資家は、1940年投資会社法（Investment Company Act of 1940）規則2a-7に基づき MMF として登録している投資信託に限られていたが、これに加えて、米国銀行や保険会社、年金基金、信託会社、投資顧問会社（investment advisory）、州・地方政府が運用・保有するファンドで、①信用力が比較的高いと考えられる短期金融商品を投資対象とし（運用ポートフォリオの平均残存期間は90日以内）、通常は満期保有を原則としているものや、②セキュリティーズ・レンディング取引（securities lending transaction）で利用される現金担保口座（cash collateral reinvestment fund, account or portfolio）も、新たに認められることとなった²。

II MMF を対象とした政策プログラムの運用状況

2008年9月15日のリーマン・ブラザーズの経営破たん、およびこれを直接的な契機とした、リザーブ社（The Reserve）が運用するプライマリー・ファンド（Primary Fund）の元本割れ直後は、米国において短期資金の運用手段として広く普及している MMF の運用に対する不安が生じ、大量の資金が流出する可能性があった。また、仮に MMF 市場で大きな混乱が生じた場合には、MMF を最大の投資家とする CP 市場にもその影響が波及し、短期金融市場の流動性の逼迫にさらなる拍車がかかる可能性も存在した。米国で発行される CP の発行残高は15,554億ドルにのぼるが、MMF はこのうち36.9%に相当する5,750億ドルを保有している（2008年9月末時点）。また、MMF にとっても、運用ポートフォリオに占める CP の割合は17.0%と大きく、それゆえ MMF 市場と CP 市場の間には強い連関がある³。こうした背景から、MMF に対する投資家からの信用を引き続き確保するための政策対応が急がれた。財務省による MMF 一時保証プログラムと、FRB による AMLF の導入が発表されたのは、MMF 元本割れからわずか3日後の9月19日であり、同月中に

² ②については、州・地方政府が運用ないし保有しているものは対象とされていない。

³ FRB, *Flow of Funds Accounts* より算出。

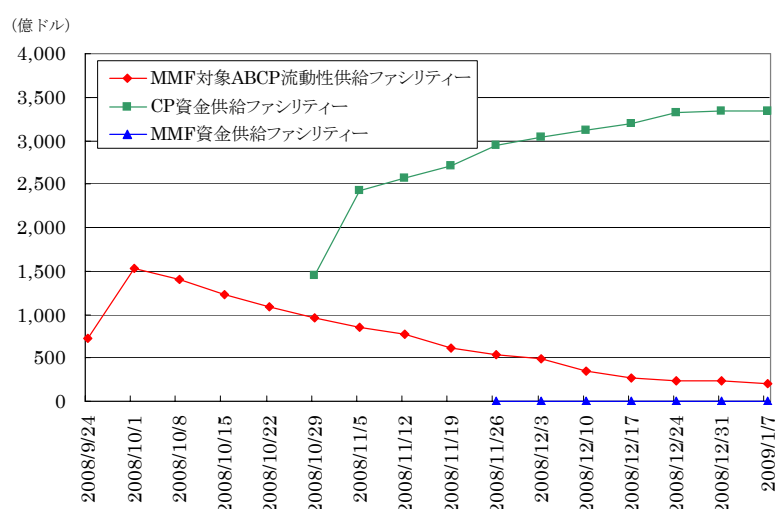
は両プログラムともに運用が開始された。また、MMIFF についても、導入が発表されたのは MMF 元本割れから約 1 ヶ月後の 10 月 21 日であった。

しかし、これらの政策プログラムの活用は、2008 年 10 月後半頃より限定的なものとなりつつある。AMLF についてみると、FRB から同ファシリティへの貸付残高は、10 月 1 日には 1,521.0 億ドルにまで達したが、その後は減少傾向が続いており、2009 年 1 月 7 日時点では 211.4 億ドルと、ピーク時の 7 分の 1 以下の水準となっている（図表 2）。また、11 月 24 日より運用が開始された MMIFF に至っては、これまでのところ SPV による買取実績はない⁴。

MMF を対象とした政策対応プログラムの活用が減退している背景には、米国財務省や FRB により立て続けに創設・実施された各種政策プログラムの効果もあって、金融市場の混乱も、落ち着きを一定取り戻したことがある。CP 市場では、ABCP や金融機関が発行する CP の発行残高の急落傾向にも、2008 年 10 月後半頃より一応の歯止めがかかっている。

これに加えて、2008 年 10 月 27 日に創設された CP 資金供給ファシリティ（Commercial Paper Funding Facility, CPFF）が、CP 市場に対する政策対応において大きな役割を果たす存在となりつつあることも、要因として指摘することができる。CPFF は、ABCP を含む CP を、発行体から直接的に買い取る SPV を創設し、FRB が同 SPV に対して FF レート誘導目標水準の金利で融資を行うプログラムであるが、同ファシリティにおける FRB の融資残高は、これまで堅調に増加しており、2009 年 1 月 7 日時点で 3,344.0 億ドルに達している。こうした状況に鑑みれば、CP 市場に対する対応は、AMLF や MMIFF といった、MMF を介した対応から、CP 市場に直接的に影響を行使する CPFF に、政策の比重を移しつつあり、MMF 市場への対応も、CPFF の政策効果の波及で十分とな

図表 2 MMF・CP 関連ファシリティにおける FRB の融資残高



(出所) FRB 資料より、野村資本市場研究所作成

⁴ FRB の、同ファシリティにおける融資残高は、2009 年 1 月 7 日まで 0 ドルの状況が続いている。

りつつある、と評価することが可能であろう。もっとも、今後、金融システムに新たな混乱が生じ、MMF の信用力に対する懸念が再び高まるような事態となった場合には、AMLF や MMIFF に大きな位置づけが与えられることとなる可能性も、依然としてある。

こうした現状を踏まえれば、今回の MMIFF の対象範囲の拡張の効果は、少なくとも短期的には限定的なものと考えられる。今回の制度変更の背景には、MMIFF が、これまでのところ全く活用されておらず、それゆえ資金面での余裕があるとの判断から、MMF と同様の運用方針、あるいは同等の信用力水準を確保していると考えられるファンドも同ファシリティーの対象とすることで、今後、再び短期金融市場において混乱が生じた場合に備えて、あらかじめ予備的な対応を採ったものと推察される。