

米国債格下げと短期金融市場への影響

神山 哲也

■ 要 約 ■

1. 2011年8月5日、スタンダード&プアーズは、米国長期ソブリン格付をAAAからAA+に引き下げ、短期格付をA-1+に据え置いた。それに伴い、政府関連機関、一部の債券ファンドや連邦政府の支援を受ける地方公社の債券なども格下げされた。他方、銀行および地方債の格付については、米国長期ソブリン格付の引き下げが直接影響しない旨が発表された。
2. MMFへの影響を懸念する向きもあるが、MMFは制度上、短期格付上位2ノッチもしくは長期格付上位3ノッチの証券に投資することとされているため、この観点からMMFの投資行動に影響が及ぶことはない。むしろ、欧州危機や、今後の大手銀行や地方債の格下げに対する懸念により、投資家がMMFから資金を引き上げていることの方が影響が大きい。
3. レポ市場では、これまでのところ、今般の格下げに伴う混乱は生じていない。しかし今後、レポ市場における貸し手がより高いヘアカット率を求めるようになると見る向きもある。実際、シカゴ・マーカントイル取引所は、先物取引の担保としての米国債のヘアカット率を引き上げており、こうした米国債の担保価値の低下がレポ市場でも生じる可能性がある。
4. こうした中、バンク・オブ・ニューヨーク・メロンは大口預金に対する手数料の徴収を始めている。銀行預金の増加や、一部短期債取引でマイナス金利が生じるなど、市場の混乱が続く中で、投資家の間で安全志向が高まったことに対応した動きとして、注目に値しよう。

I. はじめに

米国格付機関のスタンダード&プアーズ (S&P) は2011年8月5日、米国の長期ソブリン格付をAAAからAA+に1ノッチ引き下げた。2011年8月2日に成立した2011年予算管理法 (Budget Control Act of 2011) に規定された10年間で最大2.4兆ドルの赤字削減が米国連邦政府の中期的な財政の安定確保に不十分であり (S&Pは7月14日のレポートで4

兆ドルの赤字削減が必要としていた¹⁾、債務上限引き上げの際に見られた混乱から、米国政治の有効性、安定性、予見可能性に疑義が持たれることが理由とされた²⁾。また、長期のクレジット見通しはネガティブとされ、今後2年以内に更なる格付の引き下げの可能性も示唆している。他方、短期格付は A-1+に据え置かれた。連邦準備制度理事会 (FRB) などの銀行監督当局は S&P の格下げと同日、銀行等のリスクベースの自己資本規制の算定に当たって、米国債やエージェンシー債等のリスクウェイトが影響を受けない旨のガイダンスを発行している。

S&P は更に、週明けには、保険会社 5 社の格下げと 5 社の見通しのネガティブへの引き下げ、政府関連機関 (連邦住宅ローン銀行 (FHLB) 10 行、連邦農業信用銀行、ファニーメイ、フレディマック、連邦預金保険公社 (FDIC) 保証債、連邦信用組合保証債) の格下げ、中央証券預託機関 (DTC) および清算機関 3 社 (NSCC、FICC、OCC) の格下げ、ファンド 73 本 (債券ファンド、ETF、ヘッジファンド等) の格下げ³⁾、地方債 11,000 本以上の格下げなどを発表した。なお、①銀行については、米国債格下げが直接的な影響を及ぼさない、②地方債については、連邦政府の格付に直接拘束されるわけではなく、特に連邦政府との財政上の関わりの少ない州・自治体であれば、連邦政府より高い格付を維持することもあり得るとの見解を発表した。

8月8日の格下げは、何れも米国債の格下げに伴うものと S&P は説明している。即ち、①保険会社 10 社については米国債保有比率が高く、かつビジネスが米国に集中しているとの理由に伴うもの、②政府関連機関は連邦政府の保証を得ているとの理由に伴うもの、③ DTC および清算機関 3 社については担保として米国債を保有し、ビジネスが米国に集中しているとの理由に伴うもの、④ファンド 73 本については米国債保有比率が高いとの理由に伴うもの、としている。また、地方債については、格下げされたものの共通点として、連邦政府の支援や投資に依拠する地方住宅公社であることや、住宅・電力セクターで連邦政府関連エンティティが発行する債券であることなどを挙げている。

米国長期格付の引き下げを受け、2011年8月8日の世界の株式市場は全面安となり、また、長期・短期の米国債は価格上昇・イールド低下となった。こうした市場の動向は、雇用や住宅市場など米国の実体経済の悪化と欧州におけるソブリン危機の拡大が懸念されていたところ、米国債の格下げが発表され、投資家の間でいわゆる「質への逃避」が発生し、格下げされても依然として流動性や規模の面で代替するものがないとされる米国債に資金が流れたものと説明されている。連邦議会の赤字削減幅が S&P の提示していた 4 兆ドルに達していなかったことから、ある程度想定されていた事態とも言えよう。

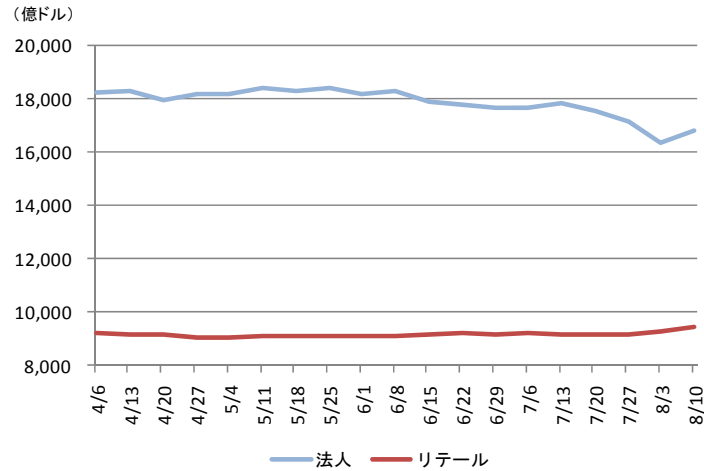
他方、現時点では大きな混乱は生じていないものの、米国債の格下げが今後、短期金融

¹ “United States of America ‘AAA/A-1+’ Ratings Placed on CreditWatch Negative on Rising Risk of Policy Stalemate” Standard and Poor’s, July 14, 2011

² なお、格下げの直前に S&P は米国財務省に説明を行っているが、その際に S&P が提示した米政府の財政見通しについて 2 兆ドルの計算違いが指摘されていた。S&P は当該計算違いを修正の上、当日の格下げに踏み切ったが、この点が S&P に対する米政府をはじめとする各方面からの批判の一因となっている。

³ ファンドについては、2 ノッチ引き下げられたものもある。

図表 1 米国 MMF の資産残高推移



(注) 週次ベース、2011年4月6日～8月10日
 (出所) Investment Company Institute より野村資本市場研究所作成

市場に与える影響を懸念する声もある。2008年の金融危機時に見られたように、短期金融市場の機能低下は、金融システム全体にも影響を及ぼすことになる。そこで以下では、MMFとレポ市場について、その制度ないし構造上、米国債の格下げがどのように関わり得るか考察したい。

II. MMF への影響

今般の S&P による格下げに伴う懸念の一つに、MMF への影響がある。即ち、格下げにより MMF の投資基準に抵触し、MMF による米国債の投げ売りが生じるのではないかと、いうものである。しかし、少なくとも構造的には、そのような事態は生じないはずである。

1940年投資会社法規則 2a-7 により、米国の MMF は資産の 97% 以上を①短期格付が上位 2 ノッチ等の条件を満たす証券、もしくは②長期格付が上位 3 ノッチ等の条件を満たす証券に投資することとされている。今般の S&P による格下げは長期格付における 1 ノッチの格下げであり、短期格付は据え置かれたため、MMF の投資基準に抵触する事態は生じない。これは、8月8日に S&P によって発表されたエージェンシー債の格下げについても同様である。

しかし、MMF そのものの投資意思決定とは別に、MMF 投資家による資金の引き揚げが加速している。例えば、米国の投信業界団体である投資会社協会 (ICI) のデータによると、米国 MMF の残高は連邦政府の債務上限引き上げ問題が佳境に入り、格下げ懸念が台頭した 1 か月の間、法人保有分で減少しており、7月13日の 1兆 7,809 億ドルから 8月10日には 1兆 6,785 億ドルへ、1,435 億ドル (5.7%) 減少しており、相当程度の資金流出があったことを伺わせる (図表 1、同時期のフローのデータは未公表)。

米国債ないしエージェンシー債そのものは依然高格付であり、MMF が投資している短期債に至っては格下げすらされていない。また、投資家の資金引き出しを受けた MMF による資産売却によって、国債価格・金利が影響を受ける事態にはこれまでのところ至っていない。そのため、MMF からの資金流出は、むしろ格下げ以外の要因で説明できよう。例えば、米国債のデフォルトが回避（8月2日）され、格下げが発表（8月5日）された後に残高が増加していることから、MMF 投資家が格下げよりも米国債デフォルトを懸念していた、と見ることができる。

また、ギリシャやポルトガルなど欧州周辺国だけでなく、フランス国債についてまで格下げ懸念が台頭する中で、欧州ソブリン危機の拡大が MMF からの資金流出を促している、と見ることもできよう。例えば、フランスの銀行セクターは、ギリシャへのエクスポージャーを約 600 億ドル有しており、うちソブリン債が約 150 億ドルと見られている。他方、米国の MMF は欧銀の短期証券を約 7,500 億ドル保有するとされている。こうした環境下で、米国の MMF は、MMF 投資家の欧州情勢への懸念を重視しており、2011 年 6 月の 1 か月の間だけで米国のプライム MMF が欧銀へのエクスポージャーを 8.7%削減するなど、既に欧州の銀行へのクレジットを減少させているとされる⁴。

今後、MMF 投資家による資金の引き出しが拡大すれば、MMF による保有証券の売却が加速する可能性があり、短期金融市場の流動性低下に繋がりがかねない。例えば、MMF はコマーシャル・ペーパー（CP）の最大の保有主体であり、2011 年第 1 四半期末時点では CP 発行残高 1 兆 1,312 億ドルの 35%に当たる 3,981 億ドルを保有している。そのため、投資家の引き出しに伴う MMF の資産売却が進めば、金融機関や事業会社の CP による資金調達に影響が及ぶ可能性がある。

なお、地方債については、今般格下げされたものが地方債の全発行残高 2.9 兆ドルの 1%に満たないことや、州・自治体の格付が連邦政府の格付に直接拘束されるわけではないとのリリースが S&P よりあったことから、州・自治体の一般財源債には格下げが及ばず、ゆえに地方債市場への影響は軽微に留まると見る向きもある。他方、州・自治体の格付が連邦政府より高いのは不自然という見方や、特にストレス時に今後連邦政府の支援が望めなくなるとの見方から、格下げが地方債市場に広範に伝搬すると見る向きもある⁵。実際、S&P の米国債格下げの後、ムーディーズがニュージャージー州とイリノイ州、S&P がミネソタ州の一般財源債を格下げしている。こうした動きが広がれば、2,996 億ドルの残高を有する免税地方債 MMF 市場において、格付要件をぎりぎり満たしている債券の売却が生じる可能性があり、年金債務の累積や税収減に苦しむ地方自治体の資金調達に影響が及ぶ恐れがある。

⁴ “Early warning signal? US CP buyers retreat from European banks” *Euroweek*, July 1, 2011, “Money market funds cut euro bank exposure” *Financial Times*, July 24, 2011, “Europe worries threaten basis swap market” *Financial News*, July 4, 2011

⁵ “S&P Cuts Ratings on 11,000 Muni Issues” *The Wall Street Journal*, August 10, 2011, “Rating cut trickles down Municipal credit downgrades likely as federal help dissolves” *Chicago Tribune*, August 9, 2011

同様のことは、大手銀行の格付についても言える。S&Pは、政府支援の推定に伴う大手銀行の格付の嵩上げは、米国債格下げの影響を受けないとしているが、大手銀行の格付が政府支援の推定によって嵩上げされているからこそ、米国債の格下げはそれらの格下げに繋がるはずだと見ることもできる。実際、ムーディーズは2011年9月21日、バンク・オブ・アメリカ（長・短期）、シティグループ（短期）、ウェルス・ファーゴ（長期）の格下げを発表しており、それら金融機関の資金調達にも影響が生じる懸念がある。

Ⅲ. レポ市場への影響

米国債の格下げの短期金融市場への影響でもう一つ懸念されているのが、レポ市場である。レポ市場では、金融機関が担保を供して短期資金の借り入れを行うが、ニューヨーク連銀のデータによると、プライマリー・ディーラー・レポは担保資産残高ベースで5.98兆ドル、うちトレジャリー担保は4兆ドルとなっている（2011年8月3日時点）。

米国債の格下げがレポ市場に与える影響については、格下げの9日前の2011年7月27日、下院金融サービス委員会監督調査小委員会の公聴会において、ブラッド・ミラー下院議員の質問に対して、通貨監督庁の上級副監督官・主席検査官のデビッド・ウィルソン氏が答えている。ウィルソン氏は、要求マージンの調整が生じ、従来ほどレポ市場で多くの借り入れができなくなる可能性がある。それでも短期的には、例えばAAAからAAになったとしても非常に高格付であることには変わりなく、世界で最も安全な資産とみなされていることには変わりない、と述べている。

ウィルソン氏の発言通り、8月5日の格下げ自体は、今のところレポ市場に大きな影響を与えていないようである。連邦債務上限問題が混乱の様相を強めた8月2日までにレポ金利が上昇した局面もあったが、格下げ後は再び低下している（図表2）。また、担保のヘアカット率についても、これまでのところ、レポ市場の貸し手がより多くの担保を求めている形跡は見られないとされている⁶。

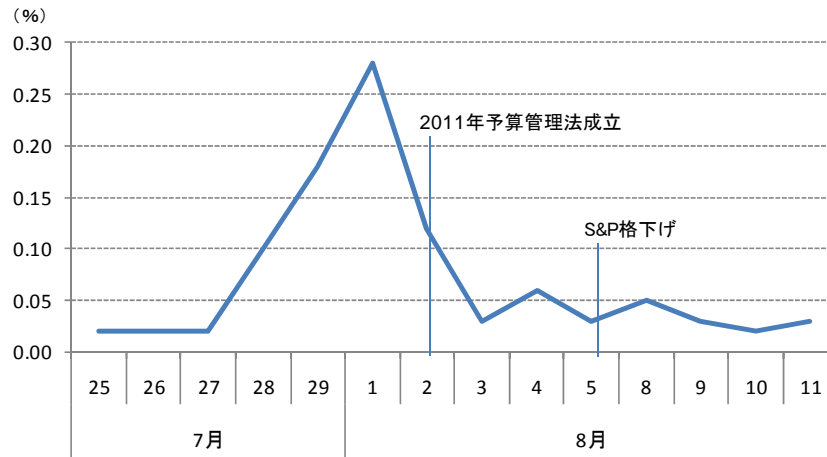
レポ取引は相対取引であり、その担保資産の格付とヘアカット率を直接結び付ける業界スタンダードがあるわけではない。そのため、ヘアカット率が今般の格下げで引き上げられることはないとする向きもあるが、その一方で、今後、レポ市場における貸し手がより高いヘアカット率を求めるようになると見る向きもある。ニューヨーク連銀が2010年5月にデータ収集を開始して以来、トライパーティー・レポにおける米国債とエージェンシーMBSのヘアカット率のメディアン（中央値）は一貫して2%であったが、7月28日付のウォールストリート・ジャーナル紙では、米国債で3%まで、エージェンシー債で6%まで上昇する可能性があるとのアナリストの見方が伝えられている⁷。

こうした動きは既にレポ市場以外で生じている。シカゴ・マーカンタイル取引所（CME）は7月28日より、先物取引の担保資産として受け入れる米国債のヘアカット率を引き上げ

⁶ “Downgrade Raises Treasuries’ Appeal” *The Wall Street Journal*, August 9, 2011

⁷ “Heading for a ‘Haircut’” *The Wall Street Journal*, July 28, 2011

図表 2 翌日物レポ金利の推移



(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

ている（しかし米国債の格下げを受けた8月8日のリリースでは、これ以上のヘアカット率の引き上げは不要としている）。これはレポ取引ではなく、先物取引におけるヘアカット率の引き上げではあるが、担保資産としての米国債の価値の低下を認めた動きとして注目される。

仮に今後、レポ市場における担保のヘアカット率が高まると、金融機関が調達できる短期資金が減少することになり、トレーディング活動が影響を受ける可能性がある。とりわけブローカー・ディーラーは、2011年第1四半期末で総債務2兆130億ドルのうち4,258億ドル（21%）を証券貸借取引に負っており、その影響は大きいものと思われる。

IV. バンク・オブ・ニューヨーク・メロンによる大口預金手数料の導入

このような環境下で注目されるのが、バンク・オブ・ニューヨーク・メロン（BNYメロン）による預金残高5,000万ドル以上の顧客に対する0.13%の年間手数料の徴収である。ドッド・フランク法により、2012年末まで無利子の決済性預金が全額預金保護の対象となったことや、米国の実体経済の悪化、欧州ソブリン懸念の拡大などを受け、安全を求める資金が米銀の預金口座へ流入している。例えば、2010年末から6か月間で、JPモルガン・チェースでは預金量が13%増加し1.05兆ドルに、バンク・オブ・アメリカでは3%増加し1.04兆ドルになっている⁸。他方、銀行にとって預金量の増加はFDICへの保険料の増加に繋がる。上記BNYメロンの動きも、こうした背景から預金増にストップをかけたものと言える。

また、FRBによる超低金利政策も背景として挙げられる。2011年8月4日には1か月物

⁸ “U.S. banks get more cash than they want” *USA Today*, August 9, 2011

米国債が 0.003% からマイナス 0.003% のイールドで取引されていたと言われており⁹、投資家がマイナス金利でも安全資産を保有したいと考えていると見ることができる。BNY メロンは 1 か月物米国債の金利がマイナスになれば手数料を引き上げるとしており、このような投資家の安全志向が BNY メロンによる新手数料の導入を促したと考えられる。

銀行経営の立場からは、BNY メロンの動きは合理的と見る向きもある。例えば、前 FDIC 総裁のシーラ・ベアー氏も、こうした環境下で急増するような預金は短期で移動しやすく、経済が弱含む中でその用途は限られているため、BNY メロンの手数料徴収は意外ではない、と述べている¹⁰。BNY メロンは、市場が正常化するまでの一時的な措置としており、また、他に追随する銀行は今のところ現れていないものの、市場の混乱が続く中で、安全を求める資金に対する金融機関の新たな対応策として注目に値しよう。

⁹ “Bank Deposit Charge Sends T-bill Yields Back to Zero” *Dow Jones Newswires*, August 5, 2011

¹⁰ “New Fee to Bank Cash” *The Wall Street Journal*, August 5, 2011