

短期金融市場に幅広く影響する米国 MMF 規制改革

岡田 功太、吉川 浩史

■ 要 約 ■

1. 米国金融システムの根幹を成す MMF に対する新規制が、短期金融市場に構造変化をもたらし、資金調達・運用に影響し始めている。最も大きな変化は、規制対象のプライム MMF から規制対象外のガバメント MMF へのシフトである。大手運用会社を中心に、プライム MMF の資産構成を CP/CD や短期社債から国債中心へと入れ替えて、ガバメント MMF に転換する動きがみられる。
2. 米国で CP/CD の受け皿となっていたプライム MMF の残高減少により、CP/CD の発行残高も減少し、CP のレートは上昇の兆しをみせている。また、銀行を対象とするレバレッジ比率規制によって米国レポ市場が縮小していることもあり、米ドル調達手段に制約がかかり、調達コストが上昇している。通貨スワップを用いた調達コストも上昇し、足元では米ドル LIBOR も上昇し始めている。
3. ドル調達コスト上昇に対しては、私募 MMF や CP/CD に投資する投信の検討・開発、さらに日本では中央銀行によるドル供給策の強化が行われているが、調達コストが落ち着く状況にはなっていない。
4. 一方、残高が増加するガバメント MMF による米国債取得のニーズの高まりにより、米国債のレポ市場にも構造変化がもたらされている。一つは、銀行がディーラーとして介在せずに、MMF と保険会社・大学基金等の間で直接的なレポ取引が行われ始めたことである。もう一つは、FRB が提供するリバースレポのファシリティを利用した MMF の国債取得が増加していることである。
5. 本来、リバースレポのファシリティは、金融緩和政策の出口戦略において、金融政策の補助的・暫定的なツールとして導入された。そのため、恒久的なツールと認識され、MMF が多用することに対する懸念が高まっている。他方で、そうした動きを制約すると金融政策の効果が弱まる可能性も指摘されている。
6. 米国短期金融市場において重要な導管体である MMF に対する規制は、その影響が及ぶ範囲も広くなるため、市場参加者は規制の複合的影響への注意が必要となろう。

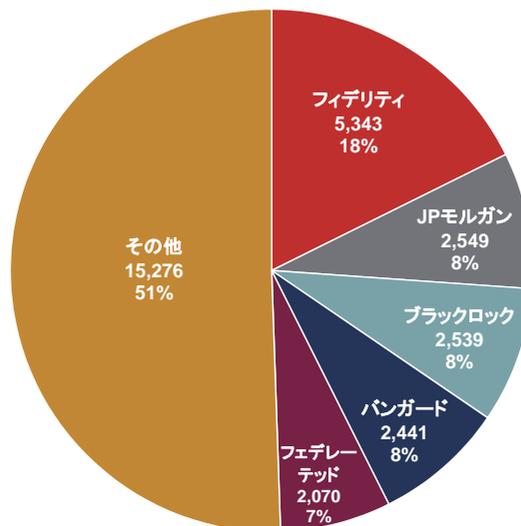
I 米国短期金融市場の根幹を成す MMF

米国の MMF¹は、資産運用残高が総額 3 兆ドルを超え、米国の金融市場において大きなプレゼンスを有する。また、MMF 運用会社は上位 5 社で全体の約 50%を占める（図表 1）。

米国の短期金融市場において、MMF は投資家の短期資金運用のニーズに応え、他方で企業等の短期資金調達を支えており、運用と調達の導管体として米国金融システムの根幹を成していると言える。運用側の視点に立つと、個人投資家が有価証券投資の待機資金を置く場としてだけでなく、金融機関や事業会社がキャッシュ・マネジメント上、活用する金融商品である。実際、米国の事業会社は約 5,700 億ドルの資金を MMF に配分し、フォーチュン 100 企業では 33 社が MMF を活用している。中でもシスコシステムズは、米主要企業において最も多額の 72 億ドルの資金を MMF に配分しており、これは同社の現金・現金同等物の 81%に上る²。次いで MMF による運用額が大きい企業として、アマゾン・ドット・コム、アルファベット（グーグルの親会社）、アップルが位置しており、現金保有額の大きな企業も手元資金の運用先として MMF を重用していることが分かる。

一方、調達側に立つと、米国 MMF が金融機関や事業会社の発行するコマーシャル・ペーパー（CP）や譲渡性預金（CD）の受け皿となっており、低コストの短期資金の調達を支える重要な存在となっている。

図表 1 米国 MMF の運用会社上位 5 社のシェア



(注) 2016年8月末時点の運用資産残高ベース。単位：億ドル、%。

(出所) 米金融調査局（OFR：Office of Financial Research）より野村資本市場研究所作成

¹ Money Market Fund の略。日本国内の MRF（Money Reserve Fund）に相当。日本の MMF（Money Management Fund）とは異なる。

² “Amazon, Alphabet and others who rely on money markets should brace for new rules, says Fitch,” *The Wall Street Journal*, 2016/8/16.

Ⅱ 米国 MMF 規制を受けた資産運用会社の動向

1. 米国 MMF 規制が資産運用業界にもたらす影響

金融システムの根幹を成す MMF に対し、米証券取引委員会（SEC）は 2014 年 7 月に新規規制を最終化した³。その背景には、2008 年の金融危機時にリーマン・ブラザーズ向けのエクスポージャーを有していた一部の MMF で元本割れが生じ、それ以外の MMF も含め、金融機関や事業会社が MMF から急激に資金を引き揚げたことがあった。MMF の運用会社が金融機関や事業会社の解約請求に対応するため、保有する CP/CD や短期社債等を投げ売りしたところ、短期金融市場が機能不全に陥り、金融システムを一層不安定化させた。

そこで SEC は、ファンドに対する解約の殺到が金融システムを不安定化させるとして、システミック・リスクの軽減を目的に新規規制を導入する必要があると考えた。

米国 MMF はその運用方法によって 2 種類に大別できる。ポートフォリオの 99.5% 以上を現金、米国債等で運用する MMF をガバメント MMF、それ以外の MMF、すなわち CP/CD 等の短期金融商品も保有する MMF をプライム MMF と分類している。SEC は後者において解約が殺到すると金融システムに与える動揺が大きいと考え、プライム MMF に対して主に下記の 2 点の規制を導入することを決定した⁴。

- ① 機関投資家向けプライム MMF の価格評価方法を「時価変動」とすること
- ② プライム MMF に「流動性手数料」及び「解約一時停止条項」を付与すること⁵

その結果、資産運用会社は、機関投資家向けと個人投資家向けの MMF の区分、機関投資家向けプライム MMF の基準価額（NAV）算出のためのオペレーション・プロセス及びシステムの構築、プライム MMF のドキュメンテーションの改訂等の規制対応に迫られた。

そもそも金融危機以降、MMF の利回りが低下したため、米資産運用会社は 2009 年から 2014 年にかけて、約 300 億ドルの信託報酬の徴収を免除してきた⁶。加えて、今般の MMF 規制改革に起因する追加的な対応コストも見込まれることから、MMF 事業を運営する資産運用会社のビジネスに影響を与えている。例えば、ナティクシス・グローバル・アセット・マネジメントは 2015 年 3 月、MMF 事業（約 100 億ドル規模）の清算を公表した⁷。その一方、ブラックロックは 2015 年 11 月、バンク・オブ・アメリカ・グローバル・キャピタル・マネジメントが有する MMF 等の資産（約 870 億ドル）を買収することで合意した。合併後、ブラックロックのキャッシュ・マネジメント・プラットフォームの

³ SEC, “Money Market Fund Reform; Amendments to Form PF,” July, 2014.

⁴ 詳細は岡田功太「米国の MMF 最終規則の公表とその影響」『野村資本市場クォーターリー』2014 年秋号を参照。

⁵ 流動性手数料とは、MMF が保有する資産の流動性が、ある一定水準以下になった場合、投資家の解約を抑止するために解約額に対して追加的に課す手数料のことを指す。詳細は前掲脚注 4 の論文を参照。

⁶ “BlackRock to buy Bank of America’s \$87 billion money-market fund business,” *Reuters*, 2015/11/3.

⁷ “There’s no profit for you-or fund companies-in money funds,” *MarketWatch*, 2015/3/17.

運用資産残高（AUM）は約 3,700 億ドルとなり、規模を追求することで生き残りを図っている。

2. プライム MMF に対する需要の減少

米国 MMF 規制がもたらす影響は、資産運用会社による MMF 事業の縮小や再編だけではない。プライム MMF に対して「流動性手数料」及び「解約一時停止条項」を付与することから、米国 MMF の投資家である金融機関及び事業会社は、常に運転資金をプライム MMF から引き出すことができる（「現金同等物」としての高い流動性）という利便性を失う。また、新規制では機関投資家向けプライム MMF に対して NAV の時価評価を義務付けているため、MMF の投資家は従来の固定 NAV を前提とした余剰資金管理のレポートリング及び会計システムの変更を余儀なくされる。機関投資家の中には、短期資金の投資先を固定 NAV に限定している機関もあり、そうした規約に基づくプライム MMF からの資金引き出しも生じている模様である⁸。

サンガードが 2015 年 11 月に行った調査によると、公共団体、エネルギー、ソフトウェア、消費財、金融サービス、保険などの企業（財務担当者）のうち、約 40% は今後プライム MMF への資金配分額を減らす方針であった⁹。また、JP モルガンが財務担当者約 400 名に行った調査によると、回答者の約 30% は投資額を減少させると回答した¹⁰。

3. ガバメント MMF への巨額の資金シフト

MMF 運用会社は、新規制の導入によりプライム MMF に対する需要が減少すると予想し、2015 年以降に順次、プライム MMF を規制対象外のガバメント MMF に転換し始めた¹¹。例えば、世界最大の MMF であるフィデリティ・キャッシュ・リザーブズ（AUM は約 1,200 億ドル）は 2015 年 1 月、規制対応としてポートフォリオの構成銘柄を入れ替える方針を発表し、2015 年 12 月 1 日にガバメント MMF への転換を果たした。

また、アメリカン・センチュリーは 2015 年 12 月、ブラックロックは 2016 年 1 月に各々が運用するプライム MMF の一部をガバメント MMF に転換しており、資金がプライム MMF からガバメント MMF に大きくシフトした。その結果、ガバメント MMF の AUM は 2015 年 7 月に約 2 兆ドルまで大幅に増加し、対照的にプライム MMF は大きく減少して約 5,800 億ドルまで落ち込んでいる（図表 2）。

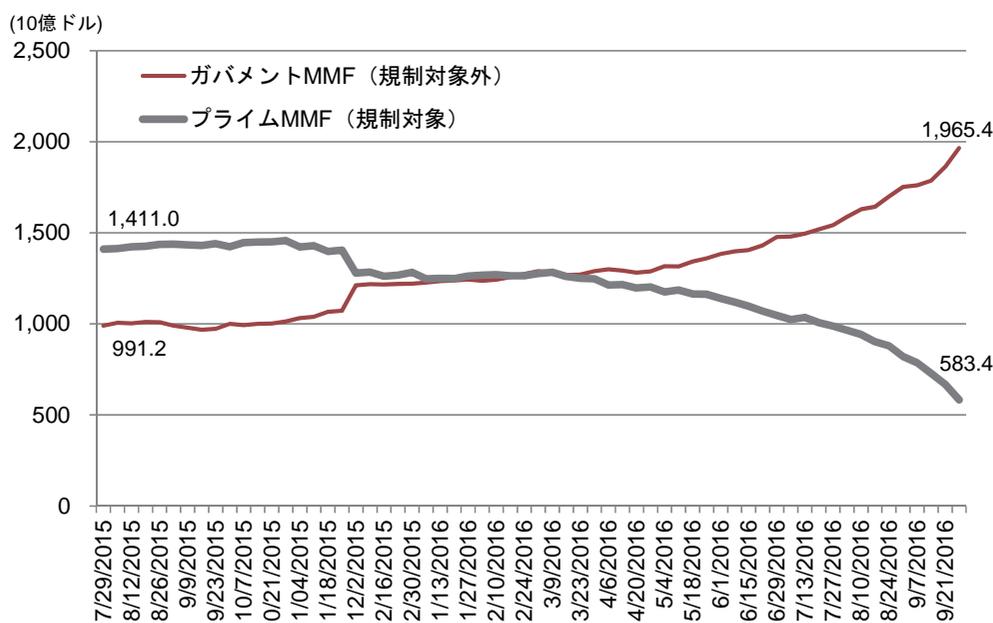
⁸ “U.S. money market rules already affecting markets, sparking debate,” *Reuters*, 2016/9/22.

⁹ Sungard, “How is your cash being impacted by regulatory change?,” November, 2015.

¹⁰ J.P. Morgan, “J.P. Morgan Global Liquidity Investment PeerView,” November, 2015.

¹¹ 詳細は岡田功太「米国 MMF 最終規則の施行に向けた資産運用会社の動向」『野村資本市場クォーターリー』2015 年春号を参照。

図表2 米国ガバメント MMF、プライム MMF の AUM の推移



(注) 週次で残高の推移を表示。

(出所) ICI より野村資本市場研究所作成

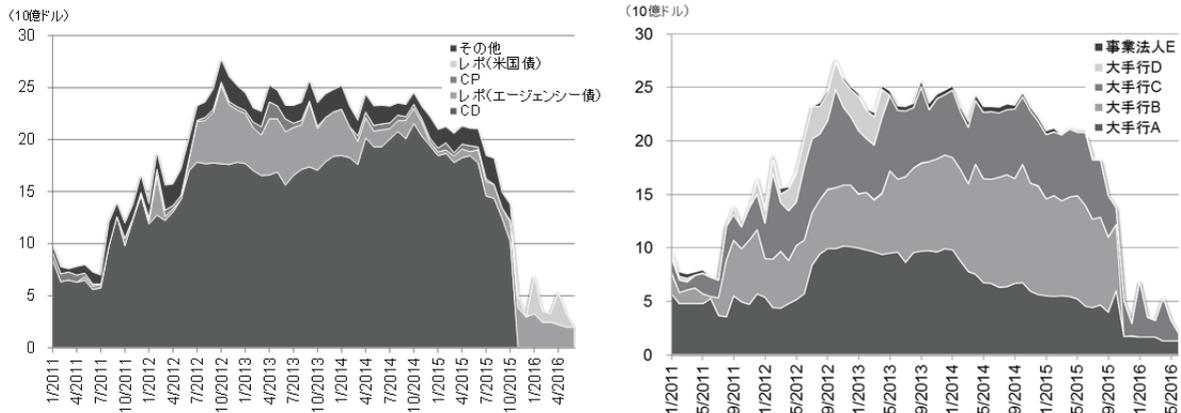
4. 世界最大の MMF の転換と市場への影響

前述のフィデリティ・キャッシュ・リザーブズの AUM は過去 5 年間、約 1,200 億ドルで安定的に推移してきたが、2015 年 12 月 1 日にガバメント MMF に転換した結果、日系の発行体に対するエクスポージャー、特に CP/CD の保有を削減し、2015 年 8 月の 180 億ドルから同年 11 月には 50 億ドルに急減させている（図表 3）。

同ファンドの保有証券を発行体別にみると、大手行 A に対するエクスポージャーは、MMF 規制が最終化された 2014 年 7 月末時点の 63 億ドルから 2016 年 6 月末には 13 億ドルに減少した。また、大手行 B に対するエクスポージャーも同期間に 60 億ドルから 7 億ドルに減少し、大手行 C に対しても 2014 年 7 月末時点の 103 億ドルから 2015 年 11 月末にはゼロとなった。2016 年に大手行 C に対するエクスポージャーが一部見られるが、CP/CD ではなく、レポ取引である。邦銀が CP/CD による調達の一部代替としてレポ取引を活用しているとの報道は以前からあるが¹²、邦銀はレバレッジ比率規制（詳細は後述）の影響を受け、レポ取引では以前の発行額の水準を完全にはカバーできていない模様である。

¹² “Prime money market funds pull back from short-dated debt paper,” *Financial Times*, 2016/5/10.

図表3 フィデリティ・キャッシュ・リザーブズの日本に対するエクスポージャー
投資対象資産別内訳 発行体別内訳



(注) 月次の推移を表示。

(出所) OFR より野村資本市場研究所作成

Ⅲ CP/CD 市場に対するプライム MMF の残高急減の影響

1. CP/CD 市場への影響

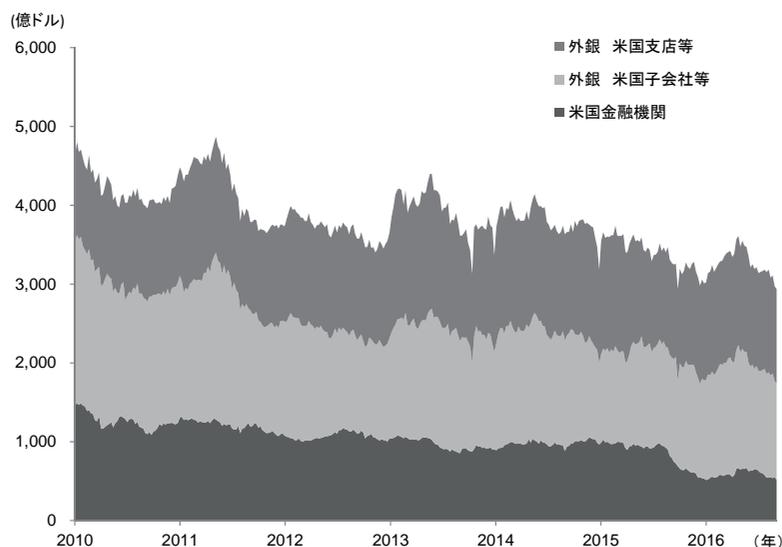
プライム MMF の AUM の急減は、その主要な投資対象資産である CP/CD 市場にも影響を及ぼし得る動きである。実際、米国 CP 発行残高は 2013 年以降、年平均残高が 1 兆ドル超で推移してきたが、2016 年 8 月末時点には 9,930 億ドルまで減少している。特に、米国 CP/CD 市場では米国金融機関と非米系銀行の発行残高の減少が顕著であり、2010 年頃の 4,000 億ドルを上回る水準から減少傾向になり、2016 年 8 月末には 3,000 億ドルを割り込んだ（図表 4）。プライム MMF の AUM の減少は、その分 CP/CD の受け皿が縮小したことを意味し、今後 CP/CD の代替的な投資家が現れなければ、CP/CD 発行残高も減少傾向になると考えられる。

2. 発行体の動向と邦銀への影響

CP/CD の発行体の中でも、特にプライム MMF 減少の影響を受けている金融機関は非米系の銀行である。2015 年 5 月末時点で、プライム MMF は主な外国銀行 13 行が発行する CP に合計約 810 億ドルを投資していたが、翌年 5 月にかけて同投資額を平均約 20% 減少させた¹³。また、2016 年 2 月時点におけるプライム MMF が保有する CD/CP 等の短期金融商品の発行体上位 5 社には、三菱東京 UFJ 銀行、クレディ・アグリコル、三井住友銀行、ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド、DNB バンク（本拠地はノルウェー）が含ま

¹³ “Prime money market funds pull back from short-dated debt paper,” *Financial Times*, 2016/5/9. 13 行は、スコシア銀行、三菱東京 UFJ 銀行、パークレイズ、クレディ・アグリコル、クレディ・スイス、ランドスバンク・バーデン・ヴェルテンベルグ、みずほ銀行、ナティクシス、ナショナルオーストラリア銀行、スカンジナビア・エンスキルダ銀行、三井住友銀行、三井住友信託銀行、UBS。

図表 4 金融機関発行の CP 残高の推移



(注) 1. 外国ノンバンク金融機関は含まれない。
2. 週次の推移を表示。

(出所) FRB より野村資本市場研究所作成

れ、いずれも資金調達手法の変更に迫られていると報じられている¹⁴。

特に、外国銀行の中でも米ドル資金調達の3分の1を米国短期金融市場に依存している邦銀への影響が大きいとみられている¹⁵。実際、投資会社協会（ICI：Investment Company Institute）によると、プライム MMF による邦銀発行 CP の保有額は2016年5月末の1,530億ドルから同年7月末には1,150億ドルへと25%減少している。

3. 上昇の兆しをみせる CP レート

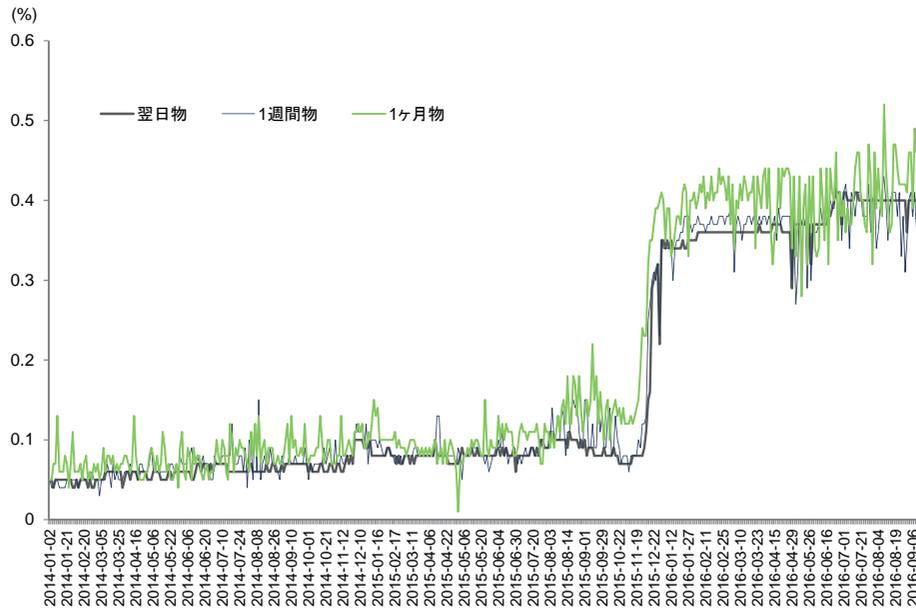
プライム MMF の AUM 減少を受けた CP/CD の保有額減少により、CP レートも上昇し始めている。2015年12月のFRBによる利上げに伴ってCPレートも上昇したが、その後はほぼ同水準で推移してきた（図表5）。しかし、8月下旬以降に1ヶ月物が上昇の気配をみせており、中でも邦銀のCP市場での調達レートが相対的に高く、1%を超えたとの報道もある¹⁶。より短期のCPについても、今後レートが上昇する可能性があるため、CP発行による資金調達コストの上昇に注意が必要である。

¹⁴ “The \$400 Billion Money-Funds Exodus With Banks in Its Crosshairs,” *Bloomberg*, 2016/2/23.

¹⁵ “REFILE-Japanese banks face U.S. funding squeeze,” *Reuters*, 2016/8/22.

¹⁶ “New Rules and Fresh Headaches for Short-Term Borrowers,” *Reuters*, 2016/8/8.

図表 5 金融機関発行の CP レートの推移



(注) 1. 米国 CP 市場における金融機関発行の最上級格付け CP のレート。
2. 週次の推移を表示。

IV 短期金融市場に広がる影響 — 資金調達コストの増加 —

1. ドル調達コストの上昇

米国 MMF 規制等の金融規制改革の影響は、通貨スワップ市場にも波及している。CP/CD の発行が困難になりつつあることに加え、レバレッジ比率規制の影響で銀行によるレポ取引が縮小していることが背景にある¹⁷。レバレッジ比率規制とはバーゼルⅢの枠組みにおいて自己資本比率規制を補完するもので、金融システムや実体経済に悪影響を与える銀行セクターの過度なレバレッジの蓄積を抑止することを目的としている¹⁸。そのため、大手金融機関は相対的に収益性が低いレポ取引を縮小させており、レポ取引での調達額は 2008 年の約 5 兆ドルから 2016 年には約 2 兆ドルまで減少している¹⁹。

その結果、邦銀や欧州系の銀行は米ドル調達手段として、CP/CD 発行やレポ取引から為替デリバティブを用いる取引にシフトし、通貨スワップ等取引ニーズが集中したためにドル調達コストが上昇していると考えられる。実際に、通貨スワップ取引によるドル調達において、異なる通貨間（ドル円、ドルユーロ、ドル英ポンド）の金利差に上乗せして、ドル調達側が負担するプレミアム（ベース・スワップ・スプレッド）は大きく上昇している（図表 6）。

¹⁷ ドル調達コスト上昇について詳しくは、岡田功太、吉川浩史「金融規制の影響によるドル調達コストの上昇」『野村資本市場クォーターリー』2016年冬号を参照。

¹⁸ 小立敬「バーゼルⅢレバレッジ比率に関する市中協議文書—G-SIBs に対するより高いレバレッジ比率の検討—」『野村資本市場クォーターリー』2016年春号を参照。

¹⁹ William C. Dudley, "Market and Funding Liquidity: An Overview," May, 2016.

図表6 追加的なドル調達コスト（金利差に上乗せするコスト）の推移



(注) 1. ベーシス・スワップ・スプレッドの符号を反転させている。
2. 日次の推移を表示。
(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

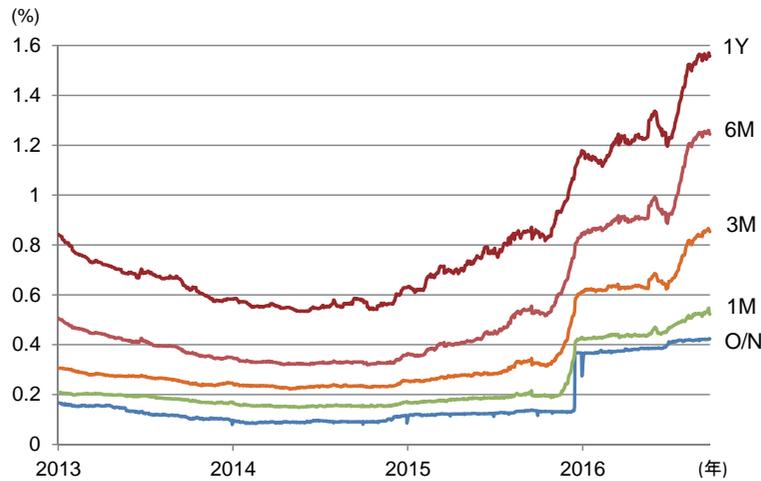
2011年には南欧を震源とするソブリン危機により、ドルユーロを中心にスプレッドが拡大した。足元では、ドル円において特にスプレッドが拡大し、2011年の水準を超えている。2014年の米国補完的レバレッジ比率規制及び米国MMF規制の最終化の頃から上昇しており、その適用が迫るにつれてさらに拡大している。

2. 7年ぶりに最高値を更新するドルLIBOR

CP/CD市場、レポ市場、為替デリバティブ市場におけるドル調達コストの上昇は、銀行間市場にも波及し始め、米ドルのLIBORが上昇している(図表7)。既に、ドルLIBORの水準は2008年の金融危機以降の最高値を更新している。特に、MMF規制が施行される2016年10月14日まで残り3ヶ月となった2016年7月以降に3ヶ月物のレートが上昇し始めた。直近では1ヶ月物も上昇し始めている。シティグループは、3ヶ月物のLIBORがMMF規制の施行日に向け、さらに5~10bps上昇すると推定しており、短期金融市場は逼迫し始めていることがうかがえる²⁰。

²⁰ 前掲脚注15を参照。

図表 7 ドル建て LIBOR の推移



(注) 日次の推移を表示。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

V

ドル調達コスト上昇に対する官民の取り組み

1. 米国 MMF 規制対象外の私募 MMF

短期金融市場におけるドル調達コストの増加が注目される中、その対応策として市場参加者の間ではプライム MMF の代替商品の開発が検討されている。米国 MMF 規制は 1940 年投資会社法に基づく公募 MMF が対象である。そこで、プライム MMF の代替商品として、新規制の対象外である私募 MMF が注目されている。財務省・金融調査局 (OFR : Office of Financial Research) によると、私募 MMF の AUM は 2015 年 3 月末時点で約 6,500 億ドルと、公募 MMF の約 20% に相当する規模に達する²¹。そのうちファンド形式 (リクイディティ・ファンド) の AUM は約 2,900 億ドル、アカウント形式 (セパレート・アカウント) の AUM は約 3,600 億ドルである²²。

リクイディティ・ファンドとプライム MMF のポートフォリオを比較すると、米国債とエージェンシー債、CD の保有比率の差以外に、ポートフォリオ構成に際立った差異はない (図表 8、9)。今後、私募 MMF はプライム MMF の資金流出先の受け皿となり得る。既に、フェデレーテッド・インベスターズとブラックロックは、基準価額 (NAV) を 1 ドルに固定した私募 MMF の提供を検討していると報じられている²³。しかし、私募

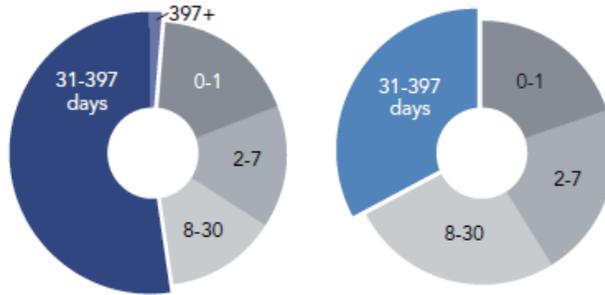
²¹ OFR, "Private Fund Data Shed Light on Liquidity Funds," July, 2015.

²² OFR はリクイディティ・ファンドを、ボラティリティを最小化し、安定的なパフォーマンスを追求するために主に短期資産に投資する私募投信と定義している。他方でセパレート・アカウントとは、運用戦略についてはリクイディティ・ファンドと同様であるが、私募投信ではなく、投資一任勘定等の集団投資スキームを採用しているものと定義している。

²³ "Federated, BlackRock considering private funds to replace old money-market funds," *InvestmentNews*, 2015/3/18.

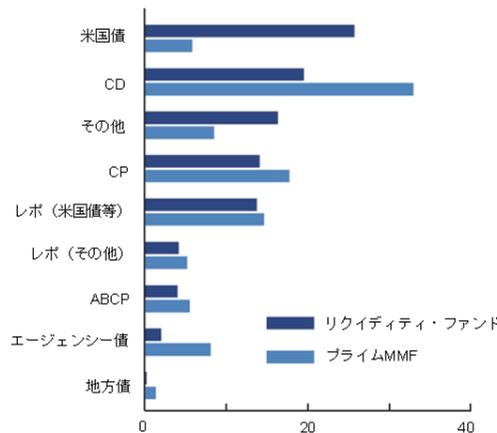
図表 8 リクイディティ・ファンドとプライム MMF の償還期限

リクイディティ・ファンド プライム MMF



(注) 2014 年末時点。
(出所) OFR より野村資本市場研究所作成

図表 9 リクイディティ・ファンドとプライム MMF の投資対象資産 (単位: %)



(注) 2014 年末時点。
(出所) OFR より野村資本市場研究所作成

MMF については 1940 年投資会社法の規則 3c-7 に基づき、募集対象を 500 名未満または適格機関投資家とすることで 1934 年証券取引所法の登録が免除される。したがって、私募 MMF は公募 MMF ほど幅広い投資家に提供することができない。

2. CP/CD に投資する投信の開発

CP/CD に投資する金融商品の開発事例もみられる。例えば、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントは 2014 年 2 月、ショート・ターム・コンサバティブ・インカム・ファンドを設定している。同ファンドはバークレイズ・米国短期債インデックスをベンチマークとし、主に CP/CD をはじめとする短期金融商品に投資するアクティブ運用により、同ベンチマークをアウトパフォームすることを目指している。

同ファンドは投資信託で、米国 MMF 規制の適用外であることから、CP/CD の受け皿と

して注目されおり、2016年10月14日のMMF規制の施行を控え、プライムMMFが投資を避けている6ヶ月から1年の償還期限のCP/CDに投資している（同ファンドはCP/CDに対する投資制限を設けていない）²⁴。

しかし、CP/CDに投資する投信についても、プライムMMFが従来、投資していたCP/CDを全て吸収できるほど成長していない。実際、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントのショート・ターム・コンサバティブ・インカム・ファンドのAUMは、2016年7月末時点で約2,100万ドルである²⁵。

3. 日本銀行による邦銀に対するドル供給額の拡大

市場参加者のドル調達コスト増に対する具体的な施策が検討されている中、日本銀行（日銀）は2016年7月、金融政策決定会合において、企業・金融機関の外貨資金調達環境の安定のための措置として、成長基盤強化支援資金供給（米ドル特則）の拡大と、米ドル資金供給オペレーション用の担保国債の貸出を決定した²⁶。前者の成長支援資金供給・米ドル特則（企業の海外展開を支援するため、最長4年の米ドル資金を金融機関経由で供給する制度）についてはその総枠を現在の120億ドルから240億ドルに拡大するもので、邦銀に対して追加的に120億ドルのドル供給が行われる。後者は、金融機関が国債を担保に日銀から米ドルを調達するオペレーションの円滑化を目的に、同オペレーションを利用する金融機関に日銀保有の国債を貸し出す仕組みである。しかしながら、足元のドル調達コストは高い水準にとどまっており（前掲図表7）、今後の動向が注目される。

VI 規制改革の影響を受けたレポ市場の構造変化

1. デイラーが仲介しないダイレクト・レポ取引

米国MMF規制によるガバメントMMFのAUM増加は短期金融市場に構造変化をもたらしている。過去1年間でガバメントMMFのAUMは約1兆ドル増加し（前掲図表2）、投資対象の国債等に対する需要が高まっている。ガバメントMMFによる現物市場における国債等の購入に加え、レポ取引を通じた取得も増加している。

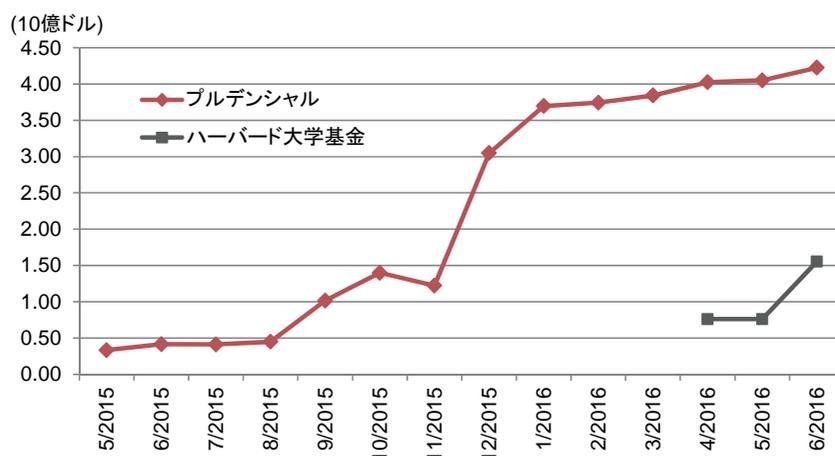
従来、MMFがレポ取引を行う場合、大手金融機関をはじめとするディーラーを介して取引してきたが、足元ではレバレッジ比率規制の適用を前にディーラーの間で収益性の低いレポ取引を行うインセンティブが低下している。その一方で、債券を大量に保有する保険会社等は低金利環境において、保有する米国債等を貸し出し、追加的な金利収入の獲得を図るインセンティブがある。そのため、ディーラーを介さず、ガバメントMMFと保険

²⁴ “Hunting for Yield? They’re Handing It Out in the Money Market,” *The Wall Street Journal*, 2015/8/15.

²⁵ ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントのウェブサイト参照。

²⁶ 日本銀行プレスリリース（2016年7月29日）参照。

図表 10 生保・大学基金と MMF によるダイレクト・レポ取引（フローデータ）



(注) 月次の推移を表示。

(出所) OFR より野村資本市場研究所作成

会社等による「直接的な」レポ取引（ダイレクト・レポ）が始まっている。プルデンシャル・ファイナンシャルは、2015年5月からガバメント MMF とレポ取引を開始し、同年6月にはブラックロック、フェデレーテッド・インベスターズ、フィデリティ、バンク・オブ・ニューヨーク・メロン、インベスコ、モルガン・スタンレー、ウェルズ・ファーゴ等が運用する MMF からレポ取引を通じて 42 億ドルの資金を調達した。これが保険会社として初めてダイレクト・レポを行った例と言われている（図表 10）²⁷。また、ハーバード大学基金も主にステート・ストリートが運用する 2 つの MMF とレポ取引を開始しており、米国債のレポ市場に構造変化が生じている。

2. 急増する FRB の翌日物リバースレポ

米国 MMF は、足元では残高ベースで約 4,370 億ドルのレポ取引を行っており、ダイレクト・レポのような新しい取引形態がみられるが、特にレポ市場構造の変化といえる大きな動きとして、MMF と FRB 間のレポ取引を指摘できる。これは、FRB がプライマリー・ディーラー、銀行、政府後援企業（Government Sponsored Enterprises）、MMF と幅広いカウンターパーティーを対象に提供するリバースレポ取引のファシリティである。翌日物取引の利用が中心となっており ON RRP（Overnight Reverse Repo Program）と称される。ON RRP は、FRB がカウンターパーティーから米国債を担保に資金を借り入れ、利息を支払う仕組みである（図表 11）。

2013年9月に試験的に運用が開始された ON RRP であるが、MMF のレポ取引総額に占める比率が高まっており、2015年から2016年6月の期間に行われた取引において、平均で約 50% のシェアを占める（図表 12）。

²⁷ “‘Direct’ Repo Loans Gaining Traction as Banks Step Back,” *The Wall Street Journal*, 2016/7/20.

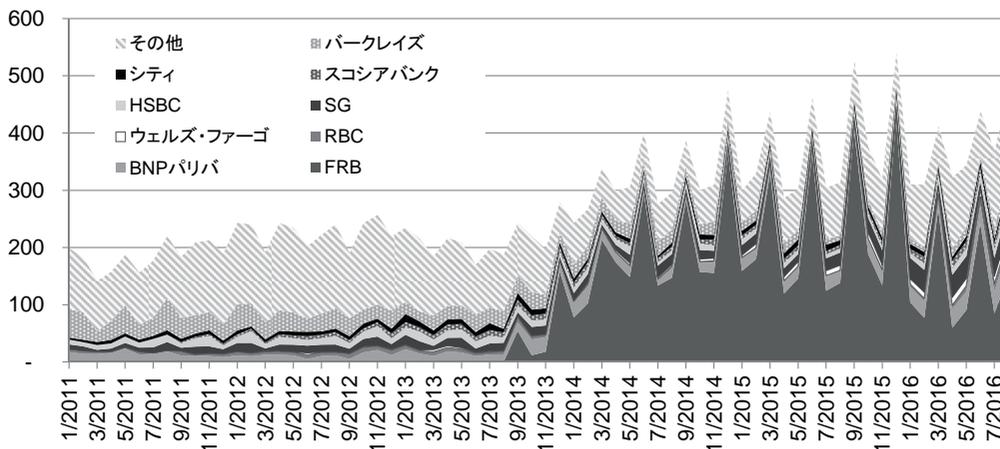
図表 11 ON RRP の概要

項目	内容
ファシリティ	オーバーナイト・リバースレポ・オペレーション
開始日	2015年12月17日
スキーム	米国債を担保とするNY連銀とのリバースレポ取引
対象	プライマリー・ディーラー、銀行、政府後援企業、MMF
取引単位	100万ドル以上、100万ドル単位
上限金額	1取引当たり30億ドル、総額2兆ドル程度(注) ※オーバーナイト物は1日1取引、ターム物は1日1ターム当たり2取引まで。
金利水準	0.25%
適格担保	NY連銀の保有する米国債(エージェンシー債は含まれない)

- (注) 1. 2016年10月時点。試験運用時から詳細部分が修正されて現行制度に至る。
2. 本ファシリティの上限金額(総額)は、ニューヨーク連銀が公開市場操作のために設けた口座(System Open Market Account)で保有する米国債(2016年9月末時点で約2.4兆ドル)のうち、他のファシリティで使用する分とバッファーを考慮した分を除いた約2兆ドルと説明し、確定した金額ではない。

(出所) FRB より野村資本市場研究所作成

図表 12 機関別に見た米国 MMF のレポ取引総額 (10 億ドル)



(注) 月次の推移を表示。

(出所) OFR より野村資本市場研究所作成

そもそも、ON RRP は、リーマン・ショック後の FRB による金融緩和政策の出口戦略で用いるツールの一つとして、既に 2010 年の時点で構想されていた²⁸。その後、複数回に及ぶ大規模な量的緩和政策が講じられ、2013 年 9 月に ON RRP の試験的な運用が始まった。2014 年 9 月には「(金融)政策の正常化」(Policy Normalization)に向け、ON RRP を金融政策の補助的なツールとして、フェデラル・ファンド・レート (FF レート) の誘導とともに用いることを FRB が明確化した²⁹。

ON RRP が金融政策の補助ツールとされた背景には、米国の発達した金融市場において銀行を經由せずに市場で調達・運用される資金フローが活発なことがある。FF レート誘

²⁸ FRB Chairman Ben S. Bernanke, "Federal Reserve's exit strategy," (2010 Testimony), 2010/2/10.

²⁹ FRB, "Policy Normalization Principles and Plans," 2014/9/17.

図表 13 ON RRP を活用する MMF を有する資産運用会社上位 10 社（2016 年 8 月時点）

	資産運用会社名	ON RRP を活用する MMF の本数
1	Federated Investment Management Company	11
2	Fidelity Management & Research Company	9
3	BlackRock Advisors, LLC	7
4	The Dreyfus Corporation	7
5	Goldman Sachs Asset Management	6
6	J. P. Morgan Investment Management Inc.	6
7	SSgA Funds Management, Inc.	6
8	Charles Schwab Investment Management, Inc.	5
9	Northern Trust Investments, Inc.	5
10	Wells Fargo Funds Management	5

（出所）FRB より野村資本市場研究所作成

導目標の上限金利は、FRB が超過準備に対して支払う超過準備預金金利（Interest On Excess Reserves; IOER）であるが、預金を取扱わない MMF や連邦住宅貸付銀行等を介する資金フローには影響が及びにくく、FF レートの誘導だけでは金融政策の効果が弱いと考えられた。そこで、FRB が MMF 等から資金を吸収するツールとして ON RRP を用意し、その金利水準にも影響を及ぼすことで、FF レートに与える影響を強めることを図っている。実際に過去の FF レートの推移から、IOER に加え、ON RRP の金利水準も影響していると指摘されている³⁰。

2015 年 12 月の FRB による利上げの際には、FF レートの誘導目標を 0%-0.25% から 0.25%-0.50% のレンジに引き上げたが、同時に ON RRP の金利水準も 0.05% から 0.25% に引き上げ、FF レートの誘導目標の下限金利と位置づけた。現在では資産運用会社 28 社が運用する 105 本の MMF が、ON RRP を活用しており、レポ市場においてディーラーとして活動する銀行の存在感の低下を表しているとも言える（図表 13）³¹。

3. ON RRP の増加を懸念するニューヨーク連銀

金融規制改革を受けてガバメント MMF による ON RRP の活用拡大が進む中、一方で懸念も高まっている。ON RRP は FRB において金融緩和政策の出口戦略で用いる暫定的なツールであるため、ニューヨーク連銀市場政策運営担当のサイモン・ポッター氏は 2016 年 2 月、ON RRP が恒久的なツールだという誤った認識に基づいてガバメント MMF の資産規模を増大させることは好ましくないと発言した³²。

しかし、ガバメント MMF による ON RRP の活用を大幅に抑制すると、金融政策は十分な効果をもたらさなくなる。ゴールドマン・サックスのエコノミストであるクリス・ドージー氏は固定金利のリバースレポのオペレーションは今後、利用規模が限定されることで、

³⁰ “Fed rate rise - now comes the hard part,” *Financial Times*, 2015/12/7.

³¹ FRB のウェブサイト参照。

³² “Money Markets after Liftoff: Assessment to Date and the Road Ahead,” *Federal Reserve Bank of New York*, 2016/2/22.

下限金利としての機能が弱まる可能性がある」と述べた³³。さらに、ON RRP がガバメント MMF の運用を円滑している側面があり、ON RRP の縮小や抑制は金融市場の資金フローにも影響を与える可能性がある。

つまり、SEC が策定した米国 MMF 規制は、FRB の短期金融市場における活動に対してジレンマをもたらしたと言える。スタンフォード大学教授のダレル・ダフィー氏は、FRB は ON RRP を FF レートのコントロールに活用すると同時に、金融危機再発時に MMF を ON RRP に過度にアクセスさせないようにしなければならないというトレードオフに直面していると述べた³⁴。

VII 結語

金融システムの安定化を目的とする米国 MMF 規制は、米国短期金融市場を大きく変貌させつつある。新規制は 2016 年 10 月 14 日に適用開始となるが、適用前から既にプライム MMF の AUM 減少とガバメント MMF の AUM 増加という資金シフトを起こし、それがさらに短期金融市場全体に影響を及ぼしている。たしかに、2008 年の金融危機の教訓から、MMF の NAV が 1 ドルで固定されるという暗黙のセーフティネット・保証は制度上除去されるべきで、MMF の保有している金融資産のリスク・プレミアムが上昇するのは当然と規制当局が考えていることは理解できる。

しかし、米国 MMF 規制に対する批判の声も上がっている。第一に、ガバメント MMF を本規制の対象外とした点が問題視されている。規制対象のプライム MMF から規制対象外のガバメント MMF への資金シフトが急速に進み、金融市場に変化をもたらした要因とみられている³⁵。第二に、プライム MMF に解約制限を課す点が問題とされている。投資家からは、いつゲート条項が発動されて解約できなくなるのかわからず、MMF から資金を引き出すタイミングを注意して見計らわなければならない。SEC は、そうしたペナルティの要素が金融危機を鎮圧せずに、むしろ市場の不安を煽るという意見に耳を貸さなかったと指摘されている³⁶。

また、プライム MMF 経由で CP/CD 市場に縮小の圧力がかかり、バーゼル規制のレバレッジ比率規制等で銀行がレポ取引を縮小している流れと合わせ、ドル調達コストの上昇につながっている。金融機関や事業法人による短期ドル調達への波及は、MMF 規制改革が本来の目的を超えて、実体経済の活動にも影響していることを示唆するものといえよう。

他方で、バーゼル規制の流動性規制を受けた流動資産に対する需要や証拠金規制の担保資産の需要から米国債のニーズが高まる中、拡大するガバメント MMF の国債へのニーズも高まり、米国債レポ市場に圧力がかかった結果、FRB をカウンターパーティーとする

³³ “Fed Rate-Hike Tool Stirs Some Concern,” *The Wall Street Journal*, 2014/9/22.

³⁴ 前掲脚注 33 を参照。

³⁵ “It’s Called Financial Repression, and Governments Around the World Are Doing It,” *The Wall Street Journal*, 2016/8/1.

³⁶ “The Money Fund Mistake,” *The Wall Street Journal*, 2016/8/15.

レポ取引が増加し、レポ市場構造の変化を招いている。中央銀行の介在する取引が資金循環で重要性を増している現状は、民間の市場参加者による活発な取引が市場流動性を高めてきた米国において、当局が目指す金融市場の姿とは異なるのではないだろうか。

金融規制改革では多様な規制が議論・策定・適用され、米国ではドッド・フランク法が規制当局に策定を命じている約 390 の規則のうち約 70%が既に最終化されている³⁷。それぞれ金融システムの安定化を図るものであるが、様々な金融商品の市場が互いに連関性（interconnectedness）を持つため、意図しない結果をもたらすことがある。特に、米国 MMF のように金融市場の根幹を成す、重要な導管体に対する規制は、その波及効果が及ぶ範囲も広がる。規制当局においては、金融規制改革の波及効果への配慮や、規制策定・適用の事前・事後の慎重な費用・便益分析が求められよう。一方で、金融機関や事業法人等の経済主体においては各金融規制が金融市場に与える複合的な影響に引き続き注意を払うことが必要となろう。

³⁷ Davis Polk, “Dodd-Frank Progress Report,” July, 2015.