

コロナ禍の下で試される米国 MMF 規制と短期金融市場の安定性

岡田 功太

■ 要 約 ■

1. 新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、米企業は相次いで自社株買いを凍結し、手元流動性を増加させた。企業のキャッシュ・マネジメント・ツールであるガバメント MMF の運用資産総額は、2020 年 3 月上旬の約 2 兆 7,500 億ドルから同年 5 月下旬には 3 兆 9,000 億ドルを超え、一部のガバメント MMF は、既存投資家の利回り確保のため、新規投資家からの資金受け入れ停止を余儀なくされた。
2. 他方で、CP や CD 等の短期金融商品にも投資するプライム MMF の運用資産総額は、2020 年 2 月の約 8,100 億ドルから同年 4 月には約 6,700 億ドルまで急減した。プライム MMF には、取り付けリスクの顕在化の抑止を目的とした流動性手数料及びゲート条項という規制があるが、投資家はそれらが課される前に同 MMF の解約を加速させた。
3. そこで、ゴールドマン・サックス及び BNY メロンは、1940 年投資会社法規則 17a-9 に基づいてプライム MMF に資本注入を実施した。また、連邦準備制度理事会（FRB）は、連邦準備法 13 条(3)項に基づいて流動性供給ファシリティの運営を開始し、CP 等のプライム MMF の資産を買い取った。これらの措置により、プライム MMF に資金が流入し始め、短期金融市場は安定化した。
4. 米国において、MMF に係る一連の改革は、過去 12 年間にわたって、度重なる議論を経て実現してきた。いずれもグローバル金融危機時に発生した MMF の取り付け抑止を目的とした取り組みであった。しかし、コロナ禍の下、プライム MMF に対する大手金融機関による資本注入や、FRB による流動性供給ファシリティの発動等、グローバル金融危機時と同様の措置が取られる形になった。証券取引委員会（SEC）のジェイ・クレイトン委員長は、MMF 規制の見直しに着手することを示唆している。今後の SEC による新たな MMF 規制改革や、それが短期金融市場に及ぼす影響は注目に値する。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・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（ウェブサイト版）。
- ・岡田功太、吉川浩史「短期金融市場に幅広く影響する米国 MMF 規制改革」『野村資本市場クォーターリー』2016 年秋号。

I コロナ禍の下で急増したガバメント MMF

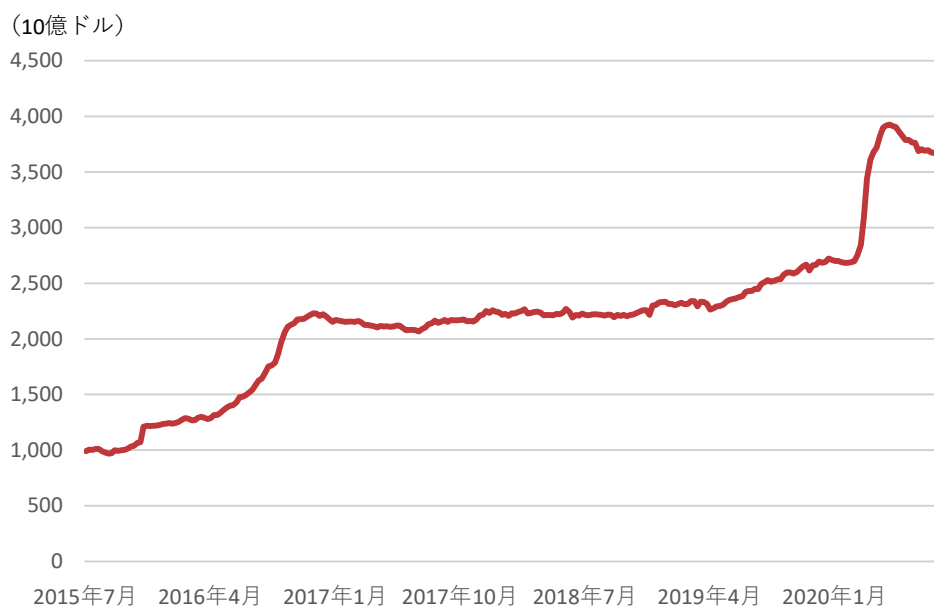
1. 手元流動性の確保に奔走した米企業

ドナルド・トランプ大統領は 2020 年 3 月、新型コロナウイルスの感染拡大を受けて緊急事態宣言を発出し、多くの州や市等の自治体は自宅待機命令（ロックダウン）を発令した。これにより、米国の外食業や娯楽業等の営業活動は大幅に縮小し、ホテル等の宿泊施設の稼働率は急低下した。航空産業や自動車産業等の需要は消滅し、失業率は戦後最悪の水準となり、米国経済は危機に瀕した。

そのような状況下、米企業は手元資金の確保を急ぐ必要があった。トランプ大統領は、米企業の自社株買いについて「実施して欲しくない。資金は従業員に役立てるべきだ」と述べ、ボーイング、ユナイテッド航空、マリオット・インターナショナル、シェブロン、インテル、マクドナルド等が、相次いで自社株買いの凍結を決定し、手元資金の確保に奔走した。他方で、低格付け社債の発行額が 2020 年 3 月に約 36 億ドルと前月比で約 9 割減になる等、米企業の資金調達は困難になった。そこで、米企業は、資金繰りの悪化に対応すべく、銀行の融資枠（コミットメントライン）から資金を引き出した。例えば、ゼネラル・モーターズ（GM）は、コミットメントラインから約 160 億ドルの資金を引き出すと発表し、JP モルガン等の大手米銀も、企業の資金繰り支援等に対応すべく、一斉に自社株買いを停止した。

米企業の手元流動性の増加は、ガバメント MMF の運用資産総額（AUM）の急増に現れ

図表 1 ガバメント MMF の AUM の推移



(注) データは週次であり、期間は 2015 年 7 月 29 日から 2020 年 9 月 9 日

(出所) ICI より野村資本市場研究所作成

た。ガバメント MMF は、ポートフォリオの 99.5%以上を現金や国債等で運用しており、固定 NAV を採用し、元本が確保されているため、事業会社や金融機関等がキャッシュ・マネジメントに活用する金融商品として位置づけられている。ガバメント MMF の AUM は、コロナ禍の影響が深刻化した 2020 年 3 月から急増し、同年 5 月下旬には 3 兆 9,000 億ドルを超えた（図表 1）。

2. ガバメント MMF を運用する資産運用会社の対応

実は、過去にも、ガバメント MMF には急速に資金流入したことがある。2008 年にグローバル金融危機が発生した際、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プライム MMF で元本割れが生じて質への逃避が発生し、ガバメント MMF の AUM は、2008 年 8 月末の 9,190 億ドルから同年 12 月末には 1 兆 4,900 億ドルまで増加した。プライム MMF とは、ガバメント MMF 以外の MMF を指し、国債だけではなく、CP や CD 等の短期金融商品にも投資する MMF である。

また、証券取引委員会（SEC）は 2014 年 7 月、米国 MMF 規制改革を公表し、グローバル金融危機時に発生した取り付けリスクを抑止すべく、プライム MMF に変動 NAV を導入した¹。これにより、プライム MMF は、事業会社等の資金の元本を確保するものではなく、同 MMF への需要減少が予想された。フィデリティやブラックロック等の資産運用会社は 2015 年から 2016 年にかけて、自身が運用するプライム MMF をガバメント MMF に転換し、ガバメント MMF の AUM は、2015 年 7 月末の約 9,910 億ドルから 2016 年 7 月末には約 1 兆 5,430 億ドルまで増加した²。

今般、コロナ禍の下、ガバメント MMF の AUM は過去最高水準に達した。急激な資金流入を受けて、フィデリティは 2020 年 4 月、FIMM トレジャリー・オンリー・ポートフォリオ、FIMM トレジャリー・ポートフォリオ、トレジャリー・オンリー・マネー・マーケットという 3 本のガバメント MMF について、新規投資家からの資金の受託を停止（ソフト・クローズ）した³。バンガードも同様に、トレジャリー・マネー・マーケット・ファンドというガバメント MMF をソフト・クローズした⁴。その理由として、連邦準備制度理事会（FRB）のゼロ金利政策を受けて、これ以上の資金を受け入れてしまうと、低金

¹ 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（ウェブサイト版）、岩井浩一「米国証券取引委員会による MMF 規制改正案」『野村資本市場クォーターリー』2013 年夏号を参照。

² 詳細は、岡田功太「金融規制によるドル調達市場の構造的な変化」『野村資本市場クォーターリー』2018 年春号（ウェブサイト版）、岡田功太、吉川浩史「短期金融市場に幅広く影響する米国 MMF 規制改革」『野村資本市場クォーターリー』2016 年秋号、同「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、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。

³ Fidelity Investments, “Soft Close of Fidelity Treasury Only Money Market Fund Fidelity Investments Money Market: Treasury Only Portfolio & Fidelity Investments Money Markets: Treasury Portfolio,” April 3, 2020.

⁴ Vanguard, “Vanguard closes Treasury Money Market Fund to new investors,” April 16, 2020. “Asset managers overhaul money market funds after March rout,” *Financial Times*, September 16, 2020.

利の国債等を購入する必要がある、同 MMF のパフォーマンスはゼロに近接し、既存の投資家に提供するリターンの確保が困難になるという点が挙げられた。

3. ガバメント MMF のポートフォリオの変化

ガバメント MMF は、急速な資金流入を受けて、大幅なポートフォリオの変更を迫られた。市況の混乱によって質への逃避の動きが加速する中で、3 か月物の米国短期国債の利回りは、2020 年 2 月に約 1.5%であったが、同年 3 月にはマイナス圏に突入した。そのため、ガバメント MMF の AUM が急増し続けて、同国債を購入せざるを得ない状況になった場合、元本割れを引き起こす可能性もあると考えられた。

そこで、ガバメント MMF は、FRB とリバースレポ取引を活発化させた。同取引の利用は、翌日物が中心となっており、ONRRP (Overnight Reverse Repo Program) と呼称されている。ONRRP は、プライマリー・ディーラー、銀行、政府後援企業 (GSE)、MMF 等の幅広いカウンターパーティーを対象としており、FRB が同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。現在、FRB のフェデラル・ファンズ・レートの誘導目標は、上限金利として超過準備預金金利 (IOER: Interest On Excess Reserves) を設定しているが、預金を取り扱わない MMF や GSE を介在する資金フローには影響が及びにくい⁵。そのため、FRB は、同資金フローを吸収できる ONRRP を、フェデラル・ファンズ・レートの誘導目標の下限金利として採用している。つまり、ONRRP とは、FRB の金融政策の一部である。同時に、前記の通り MMF がリターンを獲得する取引手段の一つでもある。ガバメント MMF は 2020 年 3 月に、ONRRP の利用額を約 2,850 億ドルまで増加させた⁶。ガバメント MMF による同利用額は、それまでの 1 年間において平均約 100 億ドル (月次ベース) であったことを鑑みると急激な増加であった。

FRB によるゼロ金利政策によって、ONRRP の金利水準はゼロに設定されていた。そのため、ガバメント MMF の運用者は、自身が信託報酬を取得すると同 MMF が元本割れしてしまう可能性があることから、信託報酬を削減し、収益を上げることができなくなる状況を受け入れざるを得なかった。また、ONRRP は、当初、FRB の金融緩和政策の出口戦略で用いる暫定的なツールとして位置づけられていたが、急速な資金流入とゼロ金利政策を受けて、ガバメント MMF は ONRRP を利用する以外になかったことから、同制度は、今後も運営が継続されるものとして見なされ始めた。

⁵ 詳細は、岡田功太「米国 FRB に求められる金融政策と金融規制の整合性—ポストコロナを見据えて—」『野村資本市場クォーターリー』2020 年秋号を参照。

⁶ Egeman Eren, Andreas Schrimf and Vladyslav Sushko, "US dollar funding markets during the Covid-19 crisis- the money market fund turmoil," May 12, 2020. "Money funds turn to Fed facility amid record inflows," *Risk.net*, April 2, 2020.

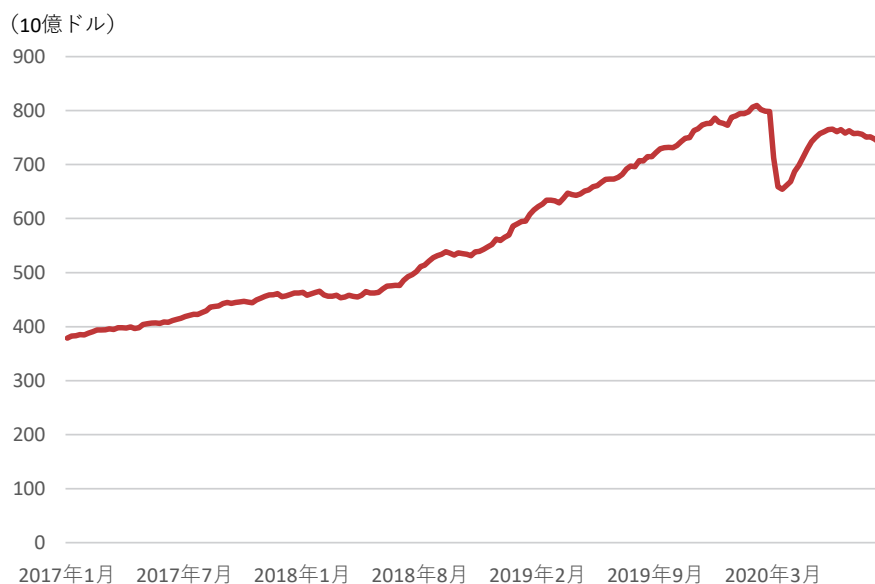
II コロナ禍の下で減少したプライム MMF

1. 流動性手数料及びゲート条項の影響

コロナ禍の影響が深刻化したことによって、ガバメント MMF の AUM は急増した一方で、プライム MMF の AUM は、2020 年 2 月の約 8,100 億ドルから同年 4 月には約 6,700 億ドルまで急減した（図表 2）。その後、プライム MMF の AUM は、FRB によるドル供給ファシリティ（詳細は後述）によって、2020 年 7 月には約 7,660 億ドルまで増加し、落ち着きを取り戻しているが、AUM が急落した際には、グローバル金融危機時の取り付けリスク顕在化の再来を彷彿とさせた。

2014 年の MMF 規制改革によって、プライム MMF には、変動 NAV 以外にも、流動性手数料とゲート条項が導入された。流動性手数料とは、プライム MMF の週次流動性資産比率（週次流動性資産が AUM に占める割合）が 30% を下回った場合、投資家の解約を抑制するために、解約額に対して最大 2% まで追加的に課することができる手数料である。ここで言う週次流動性資産とは、5 営業日以内に現金化できる有価証券を指す。ゲート条項とは、プライム MMF のポートフォリオが有する週次流動性資産が 30% を下回った場合、最大で 10 営業日にわたって投資家の解約を停止する権限を指す。そして、流動性手数料及びゲート条項は、プライム MMF の取締役が、同 MMF によって最善であると判断した場合にのみ、投資家に課することができる。

図表 2 プライム MMF の AUM の推移



(注) データは週次であり、期間は 2017 年 1 月 4 日から 2020 年 9 月 9 日
(出所) ICI より野村資本市場研究所作成

実は、2020年3月には、多くのプライムMMFに解約が殺到し、流動性の高い資産が現金化されたことで、週次流動性資産比率が30%を下回るケースが散見された。例えば、ノーザントラストが運用するプライムMMFであるプライム・オブリーション・ポートフォリオの週次流動性資産比率は27%まで低下した⁷。投資家は、ゲート条項（または流動性手数料の付与）が発動し、最大で10営業日にわたって解約できなくなる（または解約手数料を負わされる）前に、プライムMMFから資金を引き出し、その一部をガバメントMMFに配分した。本来、流動性手数料及びゲート条項は、取り付けリスクの顕在化の抑止を目的としたものであるが、実際には、それらが課される前に、投資家は同MMFの解約を加速させた。

2. ゴールドマン・サックス及びBNYメロンによる資本注入

1) プライムMMFの週次流動性資産比率の確保のための対応

プライムMMFの週次流動性資産比率の水準に注目が集まる中、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントは2020年3月、自身が運用するファイナンシャル・スクウェア・マネー・マーケット・ファンド（FSMMF）とファイナンシャル・スクウェア・プライム・オブリーション・ファンズ（FSPOF）という2本のプライムMMFに資本注入したことを公表した⁸。

具体的には、ゴールドマン・サックス・バンクが2020年3月19日に、FSMMFから約3億ドル、FSPOFから約7.2億ドルの資産を買い取り、翌日に、FSMMFから約8,990万ドル、FSPOFから約7.3億ドルの資産を買い取った。これらの資産には、三菱UFJ信託銀行、三井住友銀行、みずほ銀行、オーストラリア・コモンウェルス銀行、ナティクシス、スタンダード・チャータード銀行、ロイヤル・バンク・オブ・カナダ等が発行したCP等が含まれていた。当該資本注入によって、週次流動性資産比率は、2020年3月19日にFSMMFが34%、FSPOFが44%であったが、翌日にはFSMMFが46%、FSPOFが50%に上昇し、流動性手数料及びゲート条項が課される事態を回避した。

BNYメロンも同様に、ドレイファス・キャッシュ・マネジメントというプライムMMFから、2020年3月18日に約12億ドル、翌日に9億4,900万ドルの資産を買い取り、資本注入することで週次流動性資産比率が30%を割り込むことを回避した⁹。買い取った資産には、三井住友信託銀行、モントリオール銀行、クレディスイス、TDバンク、ウエストパック銀行、スコシアバンク等が発行したCP等が含まれていた。

⁷ “Fed's money market move lifts Northern Trust fund above key threshold,” *Reuters*, March 23, 2020.

⁸ Goldman Sachs Asset Management, “Goldman Sachs Asset Management Files Form N-CR,” March 23, 2020.

⁹ “Goldman, Dreyfus Move to Support Prime MMFs; Fed MMLF Adds Munis,” *Crane Data*, March 23, 2020.

2) 1940 年投資会社法規則 17a-9 に基づく対応

ゴールドマン・サックス・バンク及び BNY メロンによる資本注入は、1940 年投資会社法規則 17a-9 に基づく対応である。同規則は、MMF のスポンサーが、MMF 保有資産を購入する要件として、買取価格について、①償却原価法で算出する価格（amortized cost of the security）に経過利子を加えた価格と、②市場価格（market price）に経過利子を加えた価格のいずれか高い方の価格としている¹⁰。

新型コロナウイルスの感染拡大によって、急速に資産価格が下落し、2020 年 3 月頃には①よりも②の方が大幅に低い価格になっていた¹¹。そこで、ICI は 2020 年 3 月 19 日に、SEC に対してレターを発出し、①よりも②の方が安い価格であった場合に、②を買取価格として採用しても制裁されないことを確認した¹²。それに対して、SEC は即日ノーアクションレターを発出し、ICI の主張を受け入れ、MMF のスポンサーによるプライム MMF に対する資本注入を促し、短期金融市場の安定化を迅速に図ることを目指した¹³。結果的に、ゴールドマン・サックス・バンク及び BNY メロンの措置の詳細は異なるものとなった。ゴールドマン・サックス・バンクは 2020 年 3 月 19 日及び 20 日に資本注入しており、SEC のノーアクションレターに則って②を買取価格とした。他方で、BNY メロンは 2020 年 3 月 18 日に資本注入をしており、①を買取価格とした。

実は、1940 年投資会社法規則 17a-9 に基づく資本注入は、グローバル金融危機時においても実施されていた。当時、米国ではサブプライム問題が顕在化し、特に資産担保コマーシャル・ペーパー（ABCP）を保有する MMF のポートフォリオの価値が急低下したことから、20 件以上の資本注入が行われた。このことを踏まえれば、コロナ禍におけるゴールドマン・サックス・バンク及び BNY メロンによる資本注入は、2008 年のプライム MMF の取り付け騒ぎを連想させるような出来事だったと言えた。

3. 最適な枠組みが見出せない MMF 規制

流動性手数料及びゲート条項が有効に機能しない可能性は、以前から指摘されていた。2014 年 7 月に開催された SEC の委員会において、カーラ・スタイン委員（当時）は、変動 NAV の導入を支持した一方で、流動性手数料及びゲート条項は、むしろ投資家の取り付けを助長する恐れがあるとして、2014 年の米国 MMF 規制改革を最終化することに反対票を投じていた。この主張は、コロナ禍の下で現実のものとなった感があった。

米国において、MMF に係る一連の改革は、過去 12 年間にわたって、度重なる議論を経て実現してきた。米財務省やニューヨーク連邦準備銀行だけではなく、投資会社協会

¹⁰ 詳細は、岩井浩一、三宅祐樹「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組み事例—」『資本市場クォーターリー』2008 年春号を参照。

¹¹ “Investors at the gates: MMF reforms fail the Covid test,” *Risk.net*, June 18, 2020.

¹² Investment Company Institute, “Request for No-Action Relief for Affiliated Purchases Under Rule 17a-9,” March 19, 2020.

¹³ SEC のウェブサイト (<https://www.sec.gov/investment/investment-company-institute-032620-17a>) を参照。

(ICI) を中心とした MMF ワーキング・グループや大統領金融市場ワーキング・グループが結成され、米国の MMF 規制改革に係る提言が相次いで示されてきた(図表 3)¹⁴。SEC は、それらの提言を踏まえて、2009 年と 2014 年に MMF 規制を策定し、民間金融機関は同規制に対応すべく多大な労力を割いてきた¹⁵。いずれも、グローバル金融危機時に発生した MMF の取り付け抑止を目的とした取り組みであった。

しかし、コロナ禍の下、プライム MMF から大量の資金が流出し、1940 年投資会社法規則 17a-9 に基づく資本注入や、FRB による流動性供給ファシリティ(詳細は後述)の発動等、グローバル金融危機時と同様の措置を取らざるを得なかった。2014 年に至る一連の MMF 規制改革は、短期金融市場の安定化という政策目標を達成したとは言い難く、MMF 等のノンバンク・セクターに対する規制枠組み策定は、今なお最適な形を見出せていないと言えよう。

図表 3 2008 年のグローバル金融危機以降の MMF 規制改革に関する主な出来事

時期	主な出来事
2008 年 9 月 16 日	リザーブ社が運用する MMF (プライマリー・ファンド) が元本割れ
2009 年 3 月 17 日	ICI が組織した MMF ワーキング・グループ (座長はバンガードのジョン・ブレナン会長 (当時)) が MMF 規制改革提言を公表
2009 年 3 月 26 日	米財務省が、金融規制改革のフレームワークを公表し、その柱の一つとして、MMF に対する大量解約請求リスクを提言する措置の必要性に言及
2009 年 6 月 24 日	SEC が米国 MMF 規制改革案 (2009 年改革案) を公表し、MMF のポートフォリオの流動性基準等の設置を提案
2010 年 1 月 27 日	SEC が 2009 年改革案を最終化
2010 年 5 月 5 日	2009 年改革が施行
2010 年 10 月 21 日	大統領金融市場ワーキング・グループが、MMF 規制改革に係る報告書を公表し、更なる改革の必要性を提唱
2012 年 11 月 30 日	SEC が 2019 年改革による MMF のポートフォリオの変化等に係る包括的な報告書を公表
2013 年 6 月 5 日	SEC が米国 MMF 規制改革案 (2014 年改革案) を公表し、プライム MMF に対する変動 NAV、流動性手数料、ゲート条項の導入等を提案
2014 年 7 月 23 日	SEC が 2014 年改革案を最終化
2016 年 6 月及び 7 月	2014 年改革の施行の約 3 か月前にドル LIBOR が上昇
2016 年 10 月 14 日	2014 年改革が施行
2017 年 6 月 20 日	ニューヨーク連邦準備銀行が、2014 年改革によるプライム MMF からガバメント MMF への資金シフトの影響に係る調査結果を公表
2020 年 3 月	コロナ禍の影響を受けて、プライム MMF からガバメント MMF に資金シフト
2020 年 3 月 18 日及び 19 日	BNY メロンがプライム MMF に資本注入
2020 年 3 月 19 日及び 20 日	ゴールドマン・サックス・バンクがプライム MMF に資本注入

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

¹⁴ 詳細は、三宅祐樹「米国における今後の MMF 規制改革の方向性—大統領金融市場ワーキング・グループによるレポートの公表—」『野村資本市場クォーターリー』2011 年冬号、同「米国 MMF の安全性向上に向けた議論の現状—新たに注目される流動性リスクへの対応—」『資本市場クォーターリー』2009 年春号、関雄太「米国財務省が公表した金融規制改革のフレームワーク」『資本市場クォーターリー』2009 年春号を参照。

¹⁵ 2009 年の MMF 規制改革の詳細は、三宅祐樹「米国で実施された MMF 規制の包括的な改革」『資本市場クォーターリー』2010 年春号 (ウェブサイト版)、同「SEC による米国 MMF 規制改革案の提示」『資本市場クォーターリー』2009 年夏号 (ウェブサイト版) を参照。

Ⅲ FRB の流動性供給ファシリティの概要

前述の通り、FRB は、プライム MMF の資産の買い取りや、事業会社や金融機関等の発行体から CP を買い取ることを目的としたファシリティを導入し、短期金融市場の安定化を図った。これらの取り組みは、グローバル金融危機時の対応を踏まえたものであった。

1. ボストン連邦準備銀行が運営する MMF 流動性ファシリティの概要

FRB は 2020 年 3 月 18 日に、MMF 流動性ファシリティ (MMLF: Money Market Mutual Fund Liquidity Facility) の創設を公表し、23 日に運営を開始した¹⁶。MMLF は、急激な解約を受けたプライム MMF に資金供給をすることで、短期金融市場の安定化を図ることを目的としている。その仕組みは、ボストン連邦準備銀行が、プライム MMF 等の資産を購入した金融機関に対して、同資産を担保に貸し付けを行うというものである。その上で、米財務省が、為替安定化基金 (Exchange Stabilization Fund) から、100 億ドルの資金を拠出することで、ボストン連邦準備銀行に損失が発生した場合に備えている。

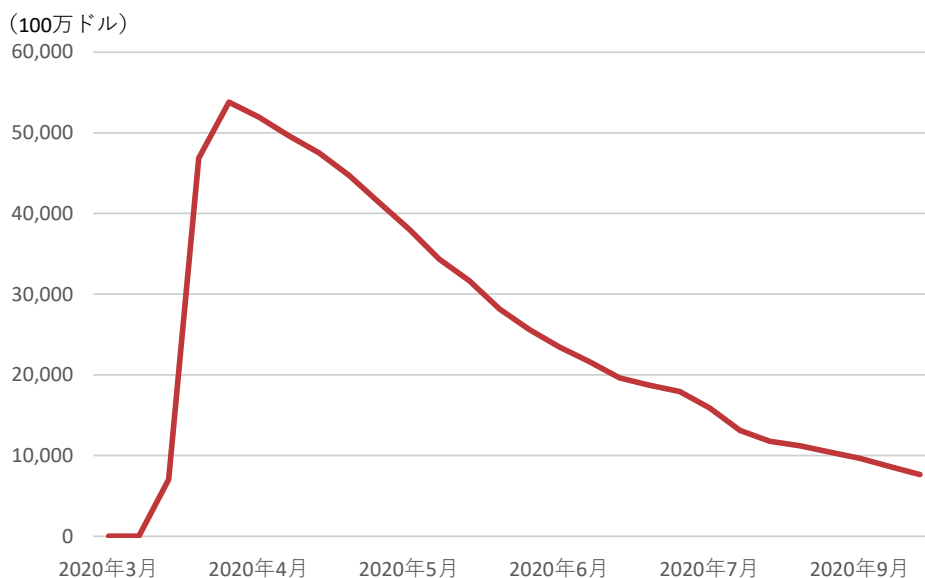
MMLF を活用できる適格金融機関 (eligible borrower) は、米国の預金取扱機関、米国の銀行持株会社、外国銀行の在米支店及び代理店である。適格金融機関は、主にプライム MMF から買い取った資産のうち、米国債、GSE 債、高格付けの CP 及び ABCP 等を適格担保資産 (eligible collateral) として、ボストン連邦準備銀行に差し入れる。つまり、プライム MMF に資本注入を行ったゴールドマン・サックス・バンク及び BNY メロンは、適格金融機関であることから、同 MMF から買い取った CP 等を担保として、ボストン連邦準備銀行からノンリコース・ローンの提供を受けることができる。

同ローンの融資期間は、適格担保資産の満期と規定されているが、最大 12 か月間である。適格金融機関は、ボストン連邦準備銀行だけではなく、12 地区に所在する連邦準備銀行のいずれかに申請すれば、ノンリコース・ローンの提供を受けることができる。また、同ローンの金利は、適格担保資産が米国債及び GSE 債の場合は、ディスカウント・ウィンドウのプライマリー金利 (詳細は後述) より 25bps 高い水準に設定されており、適格担保資産が CP の場合は、ディスカウント・ウィンドウ (FRB が預金取扱金融機関に資金を提供する貸出制度) のプライマリー金利 (健全な金融機関を対象とした貸出金利) より 100bps 高い水準と規定されている。

MMLF の規模は、2020 年 4 月に約 538 億ドルに達し、その後、低下傾向にあり、有効に機能したことが確認されている (図表 4)。実際に、MMLF が運用を開始した 2020 年 3 月 23 日の直後から、プライム MMF の基準価額の中央値は、2020 年 3 月下旬には 0.9985 ド

¹⁶ FRB は、MMLF を運営する期間を 2020 年 9 月 30 日と規定したが、必要に応じて延期するとしている。

図表4 MMLFの残高の推移



(注) データは週次であり、期間は2020年3月11日から2020年9月16日
 (出所) セントルイス連邦準備銀行より野村資本市場研究所作成

ル付近まで低下していたが、同年4月上旬には0.9995ドル付近まで反発した¹⁷。ニューヨーク連邦準備銀行の調査によると、MMLFの導入によって、プライムMMFは、流動性が低下したCP等を現金化することが可能となり、週次流動性資産比率が増加し、流動性手数料とゲート条項が投資家に課される可能性が低下したことで、同MMFに資金が流入し始めて短期金融市場が安定化した。

2. ニューヨーク連邦準備銀行が運営するCPファンディング・ファシリティの概要

FRBは2020年3月17日に、CPファンディング・ファシリティ (CPFF: Commercial Paper Funding Facility) を創設することを公表し、同年4月14日に運営を開始した¹⁸。CPFFは、ニューヨーク連邦準備銀行が運営し、MMLFと共に、プライムMMFの主な投資対象資産であるCP市場の安定化を図ることを目的としている。

ニューヨーク連邦準備銀行は、CPFFを運営するにあたって、同行の連結対象である特別目的ヴィークル (SPV) を設立し、SPVの管理者 (asset manager) としてPIMCOを任命し、SPVのカストディ銀行 (custodian) としてステート・ストリートを指名した。その上で、SPVに対して、ニューヨーク連邦準備銀行がリコース・ローンを提供し、米財務省が

¹⁷ Marco Cipriani, Gabriele La Spada, Reed Orchinik, and Aaron Plesset, "The Money Market Mutual Fund Liquidity Facility," May 8, 2020.

¹⁸ FRBは、CPFFを運営する期間を2021年3月17日と規定したが、必要に応じて延期するとしている。

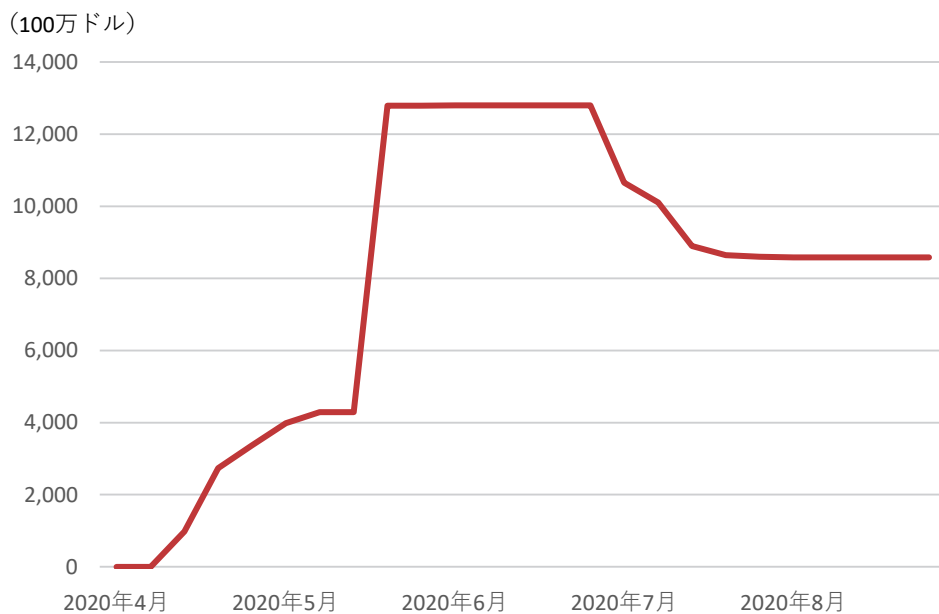
100億ドルの資金を出資した。それらを原資に、SPVは発行体からCPを買い取り、ニューヨーク連邦準備銀行に担保として差し入れるという仕組みである。ただし、CPの発行体は、SPVに対して直接的に買い取りを申請するのではなく、プライマリー・ディーラー等を通じて、PIMCOに買い取りの申請をするというオペレーションである。

CPFFを活用できる適格発行体（eligible issuers）は、米国における全てのCPの発行体であり、外国企業の在米子会社も含まれる。SPVが買い取り可能な資産（eligible assets）は、高格付けの3か月物CP（ABCPを含む）である。具体的には、スタンダード・アンド・プアーズやムーディーズ等の全国的認知されている統計的格付機関（NRSRO: Nationally Recognized Statistical Rating Organizations）が、①2020年3月17日時点で最上位の短期格付け（A-1/P-1）を付与しているCPと、②同時点では最上位の短期格付け（A-1/P-1）であったが、その後最上位から2番目の短期格付け（A-2/P-2）に格下げしたCPを対象とする。ただし、ある適格発行体が、②のCPの買い取りを申請できるのは一度限りである。

SPVによるCPの買い取り価格は、①の場合は3か月物のオーバーナイト・インデックス・スワップ（OIS）に110bpsを追加した水準であり、②の場合は3か月物のOISに200bpsを加えた水準である。ただし、適格発行体は、CPFFを活用するにあたって、SPVによる買い取り額に対して10bpsのファシリティ手数料（facility fee）をニューヨーク連邦準備銀行に支払う必要がある。

CPFFの規模は、2020年5月に約128億ドルに達し、その後、低下傾向にあり、有効に機能したことが確認されている（図表5）。ニューヨーク連邦準備銀行の調査によると、1週間物のOISと事業会社が発行するCP（短期格付けはA-1/P-1）の спреッドは、2020

図表5 CPFFの残高の推移



(注) データは週次であり、期間は2020年4月1日から2020年9月16日

(出所) セントルイス連邦準備銀行より野村資本市場研究所作成

年3月17日の112bpsから4月16日には5bpsまで低下し、1週間物のOISと金融機関が発行するCP（短期格付けはA-1/P-1）のспレッドは、2020年3月17日の38bpsから4月16日には0bpsまで低下した¹⁹。また、プライムMMFの組み入れ対象資産であるAA格のABCP（30日満期）の金利は、2020年3月23日には2.37%まで上昇していたが、同年4月17日には0.57%まで低下しており、CPFFがCP市場の安定化に寄与したことが見て取れる。

3. グローバル金融危機時の対応を踏まえた流動性供給措置

コロナ禍におけるFRBの流動性供給措置は、グローバル金融危機時の対応に基づいたものである。第一に、MMLFは、リーマン・ブラザーズが破綻した直後に導入されたABCP・MMF流動性ファシリティ（AMLF: Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility）と同様の仕組みである²⁰。AMLFは、預金取扱機関や銀行持株会社等がMMFからABCPを買い取る際の資金に対して、ボストン連邦準備銀行がABCPを担保にノンリコース・ローンを提供する制度であった。AMLFは、2008年9月19日から2010年2月1日までの間、JPモルガン、シティ・グループ、バンク・オブ・アメリカ、クレディスイス等の適格金融機関によって活用され、短期金融市場の安定化に貢献した。

第二に、コロナ禍において運営が開始されたCPFFは、グローバル金融危機時に導入されたCPファンディング・ファシリティ（CPFF2008）とほぼ同様の仕組みを採用している。CPFF2008においても、ニューヨーク連邦準備銀行が組成したSPVが活用され、その管理者としてPIMCOが任命され、カストディ銀行としてステート・ストリートが指名された。CPFF2008は、2008年10月27日に運営を開始し、2009年4月30日に運営を停止するまでの間、ピーク時には約8,000億ドル超（CPの発行残高の20%超）のCPを買い取り、CP市場に流動性を供給した²¹。

第三に、コロナ禍の下、FRBが発動したMMLF及びCPFFは、グローバル金融危機時に運営を開始したAMLF及びCPFF2008と同様に、連邦準備法13条(3)項に基づく措置である。FRBの権限を規定する同法13条は、(3)項において、異常かつ緊急（unusual and exigent）の状況の場合、連邦準備制度理事会の最低5名の理事の賛成と米財務省長官の承認を得て、個人、パートナーシップ、企業に対して信用供与を行うことを認めている²²。ただし、連邦準備法13条(3)項に基づく措置は、金融市場の特定の市場やセクターに対する流動性供給であること、1社もしくは複数企業の破綻や生産の回避を目的としていないこと等が要件とされている。

¹⁹ Nina Boyarchenko, Richard Crump, and Anna Kovner, “The Commercial Paper Funding Facility,” May 15, 2020.

²⁰ 詳細は、三宅祐樹「米国MMFを対象とした政策対応の現状」『資本市場クォーターリー』2009年冬号、同「米国MMFの元本割れと信用回復に向けた緊急対策の実施」『資本市場クォーターリー』2008年秋号を参照。

²¹ Tobias Adrian and Ernst Schaumburg, “The Fed’s Emergency Liquidity Facilities during the Financial Crisis: The CPFF,” August 20, 2012.

²² 詳細は、小立敬「金融危機における米国FRBの金融政策－中央銀行の最後の貸し手機能－」『資本市場クォーターリー』2009年春号を参照。

すなわち、FRB による流動性供給ファシリティの枠組みは、いずれも、連邦準備法 13 条(3)項に基づく中央銀行の最後の貸し手 (Lender of Last Resort) として機能が十分に発揮された事例であり、グローバル金融危機時の対応を踏まえた措置である。

IV 更なる MMF 規制枠組み見直し

米国の MMF は、同国の短期金融市場の根幹を成す極めて重要な金融商品である。FRB はガバメント MMF と ONRRP を行うことで金融政策を実施しており、事業会社はキャッシュ・マネジメントをするために MMF を活用している。金融機関は、プライム MMF に対して CP を発行しドル資金の調達している。

今般のコロナ禍の下では、プライム MMF から大量の資金が流出し、取り付けリスクの顕在化が懸念された。ゴールドマン・サックス・バンク及び BNY メロンは、1940 年投資会社法規則 17a-9 に基づく資本注入を実施せざるを得ず、FRB も連邦準備法 13 条(3)項に基づく流動性供給ファシリティの発動に迫られた。これらは、グローバル金融危機時の対応とほぼ同様の措置であり、過去 12 年に渡って進展した MMF 規制改革が有効に機能したとは言い難い結果となった。

今後、MMF には、より一層、厳格な規制の枠組み策定が求められることとなる。MMF は、実質的に銀行預金と同様の役割を果たしていることから、銀行と同様のプルーデンス規制を課す代わりに、FRB が直接的に MMF に対して流動性供給するファシリティを導入すべきであるという指摘もなされている²³。しかし、MMF が常に FRB から流動性供給を受けることができるようになった場合、過度なリスクテイクを助長し、モラルハザードを誘発する可能性が新たな懸念点として浮上する。また、MMF のスポンサーである資産運用会社は、ゼロ金利政策に対応すべく、信託報酬を削減しており、MMF 事業を収益化できるものとして位置づけられずにいる。そのため、MMF に対して、銀行と同様のプルーデンス規制を課した場合には、MMF 事業から撤退する資産運用会社が増加する可能性も否定できない。そうすると、FRB が ONRRP を円滑に行うことができなくなる、または、金融機関が CP を発行してドル資金を調達することが困難になる、といった事態にも繋がり得る。

一つの打開策として、ペンシルバニア大学教授のジル・フィッチ氏は、1940 年投資会社法規則 2a-7 を改正し、MMF が元本割れした場合には、スポンサーが MMF に資本注入することを義務付けることを主張している²⁴。2014 年の MMF 規制改革は、プライム MMF の取締役が、同 MMF によって「最善である」と判断した場合にのみ、流動性手数料及びゲート条項を投資家に課すことができると規定している。しかし、「最善」とは、具体的にどの様な状況なのか不明瞭である。また、1940 年投資会社法規則 17a-9 に基づく資本注入の実施についても、スポンサーが裁量を有している。そのため、短期金融市場が不安定

²³ 前掲脚注 11 を参照。

²⁴ Jill Fisch, “The Broken Buck Stops Here: Embracing Sponsor Support in Money Market Fund Reform,” June 19, 2014.

化した場合に、投資家はプライム MMF への投資を継続すべきなのか判断がつかない。フィッチ教授は、1940年投資会社法規則 2a-7において、MMF スポンサーに対する MMF 救済義務を規定することで、取り付けリスクが顕在化することを抑止できると主張している。

SEC の投資運用部門の責任者であるダリア・プラス氏は 2020 年 7 月、新型コロナウイルスの感染拡大が継続している間は、MMF 規制に係る議論を本格化するには時期尚早であるとの見解を示している²⁵。他方で、ジェイ・クレイトン SEC 委員長は 2020 年 9 月、2014 年の MMF 規制改革を精査する必要があることに疑いの余地はないと述べており、将来的に規制枠組みを見直す可能性を示唆した²⁶。今後の SEC による新たな MMF 規制改革や、それが短期金融市場の参加者に及ぼす影響は注目に値する。

²⁵ Dalia Blass, “Speech: PLI Investment Management Institute,” July 28, 2020.

²⁶ “Money-Market Fund Rules Likely Fall Short, Policy Makers Say,” *The Wall Street Journal*, September 29, 2020.