

## 米国 MMF 最終規則の施行に向けた資産運用会社の動向

岡田 功太

### ■ 要 約 ■

1. 2014年7月23日、証券取引委員会は、米国のMMFに関する最終規則を公表した。機関投資家向けプライムMMFに変動NAVが導入され、個人投資家向けを含むプライムMMFに流動性手数料及び解約制限が導入されることとなり、米国のプライムMMFは、「安定性（元本の保全）」、「日次の流動性」、「競争力のある利回り」の全てを投資家に提供することは困難となった。
2. そのような状況の中、2015年1月30日、業界の雄であるフィデリティがMMF最終規則に対する戦略的な対応を公表した。既存MMFの運用方針の見直し、プライムMMFからガバメントMMFへの転換、MMFの合併の3点である。他の資産運用会社による追随の動きが注目されるが、現時点では、各資産運用会社はプライムMMFに代わる商品として、セパレート・アカウントおよび超短期債戦略の拡充に積極的である。
3. 今後、特に金利上昇局面において投資家が「安定性」を放棄し、「利回り」を追求することを選択した場合、上記の代替商品にビジネス機会が生まれる可能性がある。その一方で、投資家が「利回り」よりも「安定性及び流動性」を選択した場合、プライムMMFからガバメントMMFに資金シフトし、ドル資金調達のために短期金融商品を発行している金融機関等の調達行動に影響を与えることが考えられる。

### I はじめに

2014年7月23日、米国の証券取引委員会（以下、SECとする）は米国のMMFに関する最終規則（以下、MMF最終規則とする）を公表した<sup>1</sup>。機関投資家向けプライムMMFに変動NAVが導入され、個人投資家向けを含むプライムMMFに流動性手数料及び解約

<sup>1</sup> 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年秋号参照。

制限（以下、ゲート条項とする）が導入されることが決定した<sup>2</sup>。

これを受けて米国のプライム MMF は、安定性（元本の保全）、日次の流動性、競争力のある利回りの全てを投資家に提供することは困難となり、各資産運用会社は当該規則の対象外であるガバメント MMF の拡充や、他の代替商品の提供等の対応を余儀なくされている。実際、米国の大手資産運用会社であるフィデリティが機関投資家向けに行った調査によると、変動 NAV が導入された場合、回答者の 50% はプライム MMF の投資を継続するかわからないとした<sup>3</sup>。また、ほぼ全ての回答者が、プライム MMF に投資を継続する場合、即日解約が可能な流動性を保つことが極めて重要であると述べており、2016 年 10 月 14 日の MMF 最終規則の施行に向けて、各資産運用会社の動向が注目されている。

そのような状況の中、2015 年 1 月 30 日、フィデリティが MMF 最終規則に対する戦略的な対応を公表した<sup>4</sup>。既存 MMF の運用方針の見直し、プライム MMF からガバメント MMF への転換、MMF の合併の 3 点である。フィデリティが運用する MMF の規模は 4,130 億ドルであり、そのうちプライム MMF は 1,468 億ドルである（2014 年末時点）。業界の雄であるフィデリティが、顧客ニーズである変動 NAV の回避および流動性の確保に向けた対応を明確に打ち出したことで、他の資産運用会社による追従の動きや短期金融市場への影響に関する議論が本格化する可能性がある。

## II フィデリティによる戦略的対応

### 1. 既存 MMF の運用方針の見直し

第 1 に、フィデリティは主に米国債に投資する MMF の運用方針を見直す。MMF 最終規則におけるガバメント MMF の定義は、「現金、国債、国債を担保とするレボ等にポートフォリオの 99.5% 以上を投資していること」であり、当該定義を明確に満たすことで自社の MMF が、変動 NAV の導入や、流動性手数料及びゲート条項の導入対象とならないことを確認する<sup>5</sup>。

### 2. プライム MMF からガバメント MMF への転換

第 2 に、フィデリティは既存の 3 本のプライム MMF をガバメント MMF に転換する（図表 1）。その中には、運用資産総額（以下、AUM とする）が 1,120 億ドルと世界最大

<sup>2</sup> プライム MMF とは「ガバメント MMF 以外の MMF」のことであり、主に民間の金融機関が発行する短期金融商品で運用する MMF を指す。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。詳細は脚注 1 論文を参照。

<sup>3</sup> Crane Data, “Fidelity Announces Major Changes to MMFs; Staying Stable, Going Govt”, February, 2015.

<sup>4</sup> Fidelity, “Update on money market fund regulations”, January, 2015.

<sup>5</sup> 以前より MMF に対して「ガバメント」や「プライム」という用語は活用されていたが、明確に定義されたのは MMF 最終規則が初めてである。

図表 1 プライム MMF のガバメント MMF への転換

現在のファンド名	転換後のファンド名 (予定)
フィデリティ・キャッシュ・リザーブ・ファンド	フィデリティ・ガバメント・キャッシュ・リザーブ・ファンド
FMMT リタイヤメント・マネー・マーケット・ポートフォリオ	FMMT リタイヤメント・ガバメント・マネー・マーケット・ポートフォリオ II
VIP マネー・マーケット・ポートフォリオ	VIP ガバメント・マネー・マーケット・ポートフォリオ

(出所) フィデリティより野村資本市場研究所作成

の MMF であるフィデリティ・キャッシュ・リザーブ・ファンドが含まれている (2015 年 1 月 31 日時点)。

当該変更は、1940 年投資会社法 13 条 (a) 項における「投資主の決議により求められる場合にのみ変更できる投資方針から乖離する場合、もしくは、その他投資会社が基本的投資方針として登録届出書に記載していることから乖離する場合」に該当する。そのため、フィデリティは、2015 年 3 月に、当該 3 本のプライム MMF の投資主による決議を行う予定である。

### 3. 類似する運用戦略を有する MMF の合併

第 3 に、フィデリティは既存の 6 本の MMF を 3 本に合併する (図表 2)。当該変更は運用戦略が類似する MMF 同士の合併であり、投資会社法 17 条 (a) 項及びその規則 17a-8 の規定である「ファンド・コンプレックス内の投資会社の合併」に該当する<sup>6</sup>。そのため、MMF の投資主の承認は不要であり、当該合併は 2015 年第 1 四半期に実施される予定である。

図表 2 類似する運用戦略を有する MMF の合併

被合併対象ファンド	合併対象ファンド	新名称 (予定)
フィデリティ・トレジャリー MMF	CMF トレジャリー・ファンド	フィデリティ・トレジャリー MMF
CMF ガバメント・ファンド	フィデリティ・ガバメント MMF	フィデリティ・ガバメント MMF
AMT タックス・フリー・マネー・ファンド	CMF タックス・エグゼンプト・ファンド	CMF タックス・エグゼンプト MMF

(出所) フィデリティより野村資本市場研究所作成

<sup>6</sup> ファンド・コンプレックスとは、投資家に対し、運用・サービス面などにおいて同一のグループとして提示されるファンド群及びその運用会社等である。同一のファンド・コンプレックスに属する投資会社同士は、投資会社法 17 条(a)項により直接の取引が原則として禁じられているが、合併については、同法の規則 17a-8 により一定の条件下で取引が認められている。

図表3 MMFの合併

被合併対象ファンド	合併対象ファンド	新名称（予定）
セレクト・マネー・ファンド	フィデリティ MMF	フィデリティ MMF
CMF プライム・ファンド US ガバメント・リザーブ・ファン ド	フィデリティ・ガバメント MMF	フィデリティ・ガバメント MMF

（出所）フィデリティより野村資本市場研究所作成

## 4. MMFの合併

第4に、フィデリティは既存の5本のMMFを2本に合併する（図表3）。当該合併は、前述の「ファンド・コンプレックス内の投資会社の合併」とは異なり、被合併対象ファンドの過半数の投資主による承認が必要となる。過半数とは、①投資主総会で発行済み証券保有者の50%以上が出席の場合は出席した発行済み議決権証券保有者の67%以上の賛成、②発行済み議決権証券の50%以上の賛成、のいずれか小さい方である<sup>7</sup>。フィデリティは2015年3月に当該合併に関してMMFの投資主による承認手続きを行い、2015年末までに、その他全ての手続きを完了する予定である。

## III その他の資産運用会社の動向

### 1. プライムMMFからガバメントMMFへの転換

フィデリティによる戦略的対応の公表を受け、その他の資産運用会社が追従する可能性があるが、現在はプライムMMFからガバメントMMFへの転換は限定的である。ブラックロックは、2015年に36億ドルのAUMを有する個人投資家向けプライムMMFをガバメントMMFに転換することを予定している。しかし、同社の機関投資家向けプライムMMFについては転換する予定はない<sup>8</sup>。MMFの大半が個人投資家向けであるバンガードは、現在、MMF最終規則による影響を査定中だが、原則として、同社のプライムMMFをガバメントMMFに転換する予定はない。

### 2. プライムMMFの代替商品の提供

MMF最終規則により、米国のプライムMMFは安定性（元本の保全）、日次の流動性、競争力のある利回りの全てを投資家に提供することは困難となった。そのため、各資産運用会社はプライムMMFに代わる商品として、セパレート・アカウントおよび超短期債戦略を拡充している（図表4）。

<sup>7</sup> 投資会社の合併は、1940年投資会社法及び1940年投資顧問法などの証券諸法に沿って行う必要がある。

<sup>8</sup> “Advisers Prepare for Change to Money-Market Funds”, *The Wall Street Journal*, February 18th, 2015.

図表 4 各運用会社の動向（2015年2月時点）

資産運用会社名	動向
ピムコ	・ピムコ・ショート・ターム・ファンドなどの超短期債ファンドの強化
バンガード	・ウルトラ・ショート・ターム・ボンド・ファンドを設定
ブラックロック	・超短期債ファンド及びETF、セパレート・アカウントの拡充
JP モルガン	・セパレート・アカウントおよびガバメント MMF への資金流入を見込む ・債券の運用担当者及びアナリストを増員
ゴールドマン・サックス	・リミテッド・マチュリティ・オブリゲーション・ファンドを設定 ・同商品はデュレーションを MMF より長期とし、流動性及び利回りを追求
ニューバーガー・バーマン	・MMF ビジネスから撤退 ・セパレート・アカウントにフォーカス

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

ピムコは、ピムコ・ショート・ターム・ファンドなど超短期債ファンドへの資金流入を見込んでいる。同社は「今後、MMFは過去40年に渡って享受してきた高い流動性と安心感を投資家に提供することはできないだろう」と述べている<sup>9</sup>。

ブラックロックは、投資家のキャッシュ・マネジメントのニーズに合わせて、超短期債ファンドやETF、セパレート・アカウントなどの商品ラインナップを拡充している（図表5）。例えば、デュレーションが0-3ヶ月の商品を「ワーキング・キャピタル」とし、顧客の流動性に対応する商品を揃えている。そして、デュレーションが3-12ヶ月の商品を「コア・キャッシュ」とし、利回りを享受するための商品と位置付け、デュレーションが12か月以上の商品を「ストラテジック・キャッシュ」とし、トータル・リターンを享受するための商品と位置付けることで、顧客の幅広いニーズに応えることを目指している<sup>10</sup>。

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、リミテッド・マチュリティ・オブリゲーション・ファンドを設定した。当ファンドはMMFが有する安定性（元本の保全）、日次の流動性、競争力のある利回りのうち、投資家にとって優先順位が高いと考えられる後者の2つを優先することを目指す。

バンガードは、2015年2月に、ウルトラ・ショート・ターム・ボンド・ファンドを設定した。ただし、同商品はあくまで投資家のデュレーション・リスクを分散させることを目指しており、プライムMMFとは異なって、元本割れのリスクがあることを強調している。事実、モーニングスターによると超短期債ファンドは、2008年の金融危機時に、平均7.89%の損失を被ったという経緯がある。

<sup>9</sup> “Money market reforms force advisers to rethink risk”, *InvestmentNews*, February 19th, 2015.

<sup>10</sup> BlackRock, “Insights To Act On: Today’s Cash Markets”, October, 2014.

図表5 ブラックロックのキャッシュ・マネジメント商品一覧

	ワーキング・ キャピタル	コア・キャッシュ	ストラテジック・ キャッシュ
デュレーション	0-3ヶ月	3-12ヶ月	12ヶ月以上
目的	流動性への対応	利回りへのアクセス	トータル・リターン の提供
商品名	プライム・マネー・ マーケット・ファンド	ショート・ターム・ボ ンド・ファンド	デュレーション・ボン ド・ファンド
	ガバメント・マネー・ マーケット・ファンド	iShares リクイデ ィ・インカム ETF	デュレーション・ムニ シパル・ボンド・ファ ンド
	トレジャリー・マ ネー・マーケット・ ファンド	iShares ショート・マ チュリティ・ボンド ETF	iShares1-3年トレジャ リー・ボンドETF
	ウルトラ・ショート・ ターム・ボンド・ファ ンド	—	iBonds2016 コーポレ ートETF

(出所) ブラックロックより野村資本市場研究所作成

## IV 今後の注目点

### 1. 金利水準と MMF の投資家の動向

2016年10月14日のMMF最終規則の施行に向けて、MMFの投資家は、流動性手数料やゲート条項を伴わない安定的NAVか、「僅かに有利な利回り」のどちらかを選択することを迫られる。フィデリティの調査によると、1995年から2014年にかけて、プライムMMFの利回りは、ガバメントMMFの利回りを平均12ベーシスポイント上回った<sup>11</sup>。ただし、金融危機時の2007年6月から2008年6月の1年間を除くと、その差は6ベーシスポイントと僅かである。

投資家による「安定性及び流動性」もしくは「利回り」の選択は、金利水準と関連する。現在のような低金利下においては、プライムMMFとガバメントMMFの利回りに大きな差がないため、投資家は転換等に対する抵抗は少ないだろう。実際、フィデリティのMMFに投資するアドバイザーズ・インベストメンツの調査部長であるジェフリー・ディモソ氏は、「利回りが変化しない限り資金を動かすつもりはない」と述べている。しかし、「連邦準備制度が利上げをした際には、見直しが必要になる可能性がある」と言う。今後、金利水準の上昇局面において、投資家が「安定性」を放棄し、「利回り」を追求した場合、プライムMMFからの資金流出が限定的になるか、資産運用会社が提供する短期債戦略等の代替商品にビジネス機会が生まれる可能性があるだろう。

<sup>11</sup> Fidelity, “Government Money Market Mutual Funds”, February, 2015.

## 2. 短期金融商品市場への影響

前述の通り、過去 20 年間のプライム MMF とガバメント MMF の利回りは僅かであることから、投資家が「利回り」よりも「安定性及び流動性」を選択する可能性もある。その場合、プライム MMF からガバメント MMF に資金がシフトし、ドル資金調達のために短期金融商品を発行している金融機関等の調達行動に影響を与えることが考えられる。米国の MMF の AUM は約 2 兆 6,400 億ドルで、そのうちプライム MMF は約 1 兆 4,300 億ドルと 54% を占める (2015 年 1 月末時点)<sup>12</sup>。そして、米国における CP の発行残高は、9,961 億ドルで、そのうち MMF による保有分は 3,316 億ドルと約 33% を占める (2014 年 12 月 11 日時点)<sup>13</sup>。その全てがプライム MMF によって保有されているわけではないが、プライム MMF は MMF 市場全体の 54% を占めていることから、ガバメント MMF への資金シフトは CP 市場に影響を与える可能性は高い。また、プライム MMF は CP だけではなく、CD 等にも投資しており、MMF 最終規則が短期金融市場に与える影響は大きいだろう。

図表 6 は、プライム MMF が投資している短期金融商品の発行体上位 50 社である (2012 年 5 月末時点)<sup>14</sup>。上位 50 社でプライム MMF 全体の 73% を占める。そして、44 位のネスレと 48 位のコカ・コーラ以外の発行体は金融機関であり、そのうち 78% は米国以外の金融機関である。その中には、三菱東京 UFJ 銀行、三井住友銀行、みずほコーポレート銀行、農林中央金庫、トヨタモータークレジットコーポレーションなど日本の金融機関も名を連ねており、当該金融機関のプライム MMF に対する短期金融商品の発行額は合計約 1,330 億ドルと全体の 9.4% を占める。投資家が「利回り」よりも「安定性及び流動性」を選択し、プライム MMF から投資家の資金が流出すれば、米国以外の金融機関は新たな短期資金の供給源の模索を余儀なくされる可能性がある。

<sup>12</sup> 脚注 8 を参照。

<sup>13</sup> FRB を参照。

<sup>14</sup> Harvard University and NBER, “An Evaluation of Money Market Fund Reform Proposals”, May, 2014.

図表6 プライム MMF に組み入れられている短期金融商品の発行体上位 50 社 (2012 年 5 月末時点)

ランキング	発行体	発行額 (10 億ドル)	プライム MMF の 運用資産総額に 占める割合
1	パークレイズ	56.8	3.99%
2	ドイツ銀行	52.1	3.66%
3	三菱東京 UFJ 銀行	45.4	3.19%
4	ノバ・スコシア銀行	42.9	3.01%
5	三井住友銀行	42.6	2.99%
6	ナショナルオーストラリア銀行	41.4	2.91%
7	JP モルガン	40.4	2.84%
8	クレディスイス	40.2	2.82%
9	RBC	37.8	2.66%
10	ラボバンク	37.6	2.65%
11	バンク・オブ・アメリカ	37.1	2.60%
12	ウエストバック	28.9	2.03%
13	シティ	28.5	2.00%
14	ING バンク	25.8	1.81%
15	みずほコーポレート銀行	25.7	1.81%
16	RBS	23.5	1.65%
17	GE キャピタル	22.9	1.61%
18	モントリオール銀行	22.6	1.59%
19	スペインスカ・ハンデルスバンケン銀行	22.4	1.57%
20	オーストラリア・コモンウェルス銀行	21.6	1.52%
21	トロント・ドミニオン銀行	20.9	1.47%
22	UBS AG	20.1	1.41%
23	ソシエテ・ジェネラル	19.6	1.38%
24	ノルディア銀行	19.4	1.36%
25	ゴールドマン・サックス	17.5	1.23%
26	HSBC	17.4	1.22%
27	DnB NOR 銀行	15.8	1.11%
28	BNP パリバ	15.2	1.07%
29	スカンジナビスカ・エンシルダ銀行 AB	14.5	1.02%
30	CIBC	14.1	0.99%
31	オーストラリア・ニュージーランド銀行	13.7	0.96%
32	クレディ・アグリコル	13.4	0.94%
33	ストレート A ファンディング LLC	11.6	0.81%
34	FMS ヴェルトマネジメント	11.4	0.80%
35	ABN アムロ	10.4	0.73%
36	農林中央金庫	10.3	0.72%
37	ロイズ TSB	9.6	0.68%
38	トヨタモータークレジットコーポレーション	9.2	0.64%
39	ステート・ストリート	9.1	0.64%
40	ウェルズ・ファーゴ	8.9	0.62%
41	ナティクシス	7.7	0.54%
42	NRW 銀行	6.6	0.46%
43	モルガン・スタンレー	6.3	0.44%
44	ネスレ	6.2	0.43%
45	メットライフ	5.5	0.39%
46	US バンク	5.2	0.36%
47	スウェドバンク	4.9	0.34%
48	コカ・コーラ	4.5	0.31%
49	BB&T	4.3	0.30%
50	OCBC	4.1	0.29%

(出所) Harvard University 及び NBER (2014) より野村資本市場研究所作成