

## 欧州における債券ファンドの拡大と運用環境の悪化 —市場流動性の低下とファンド規制強化の方向性—

神山 哲也

### ■ 要 約 ■

1. 欧州では金融危機後、ファンド市場が回復の一途を辿っており、その中でも特に債券ファンドへの資金流入が増加している。超低金利を背景に、投資家のイールド志向の高まりに加え、MMF や大口預金に向かうはずであった資金が流入していることが考えられる。
2. しかし、債券ファンドの運用環境は厳しくなっている。まず、債券市場の流動性低下がある。背景としては、金融危機後の自己資本規制等の強化により、金融機関がバランスシートを用いる債券トレーディングやレポ取引を縮小していることが挙げられる。第2次金融商品市場指令（Mifid II）など今後の規制強化アジェンダも、債券市場の流動性低下を助長する恐れがある。
3. 今後は、ファンドそのものに対する規制・監督強化も本格化する見通しである。特に懸念されているのは、債券ファンド等において、ストレス時に増加する解約請求に対応するために流動性が低下した資産を投げ売りするという流動性ミスマッチの問題、更にそれが当該資産の価格下落を通じて他ファンドに伝搬することである。欧州では、この問題に対応するべく、ファンドに対するストレス・テストの実施が議論されている。
4. 債券ファンドの運用環境の悪化は、年金加入者の不利益に繋がるだけでなく、発行体の資金調達の高コスト化にも繋がる。米国では既に、債券市場の流動性低下等を背景に、ハイイールド債券ファンドで流動性ミスマッチが具現化した事例も出てきている。規制当局の懸念が規制によって生じている側面もあると言えよう。

## I はじめに

欧州では金融危機後、金融部門のリストラが米国と比べて遅れたことや、ユーロ圏のソブリン危機、金融規制の強化などにより、金融部門の不振が続いている。例えば、欧州系大手5行と米国系大手5行の欧州・中東・アフリカ（EMEA）地域における投資銀行業務の収入で米国系が欧州系を逆転するという現象も生じている。その中であって拡大を見せ

ているのがファンド、特に債券ファンド市場である。しかし、その債券ファンドも、債券市場における流動性の低下や、今後のファンド規制・監督強化の方向性により、困難な運用環境に直面している。

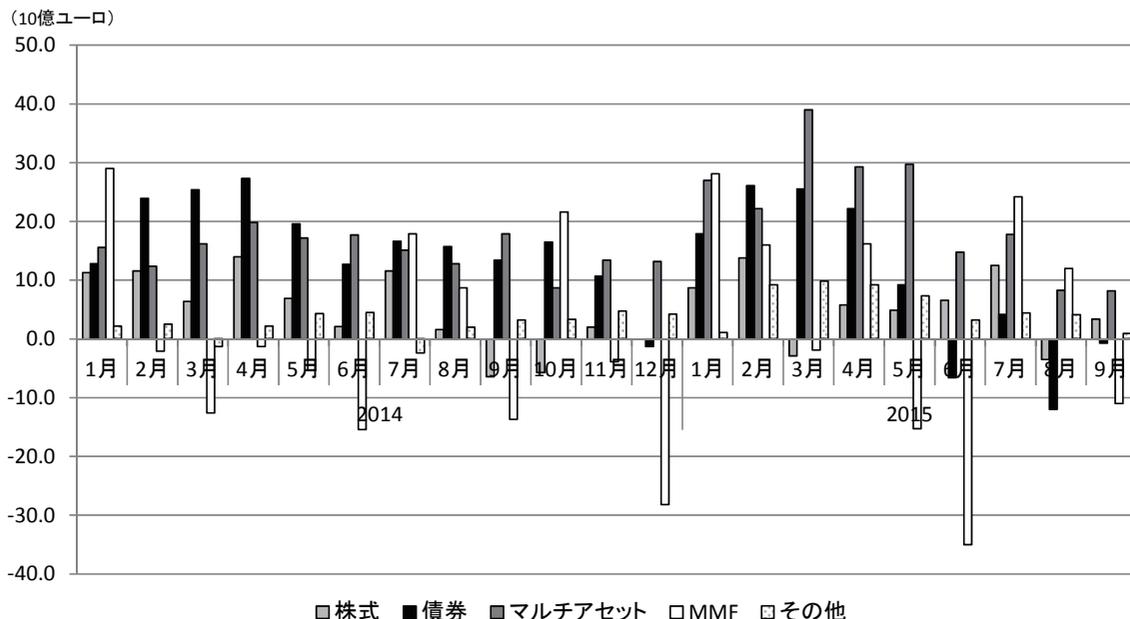
そこで本稿では、債券ファンドの拡大および運用環境の悪化の背景を探ることとする。

## Ⅱ 債券ファンドの拡大

欧州ファンド市場は金融危機後、回復の一途を辿っているが、その中でも債券ファンドへの資金流入が顕著になっている。様々なタイプのファンドが含まれるマルチアセット・ファンドを除けば、2014年初年から2015年9月末までの資金純流入額は債券ファンドが最も多く、2,791億ユーロとなっている（図表1）。個人投資家等のイールド志向に加え、MMFや法人等の大口預金に向かうはずであった資金が流入していることが考えられる。また、後述のブラックロック及びゴールドマン・サックスの例にあるように、一部ではMMFからの資金シフトが生じている可能性もあろう。

いずれの背景にも、ECBによるマイナス金利政策が挙げられる。ECBは2014年6月、預金ファシリティ金利<sup>1</sup>をマイナス0.1%に引き下げた。更に、同年9月にはマイナス0.2%へ、2015年12月にはマイナス0.3%へ引き下げている。また、スイス、デンマーク、スウェーデンにおいても、中銀預入預金金利はマイナスとなっている。それらの国とユーロ

図表1 欧州投信市場への資金純流出入



（出所）欧州ファンド資産運用業協会（EFAMA）より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> 民間銀行がECBに資金を預け入れる際の金利。

圏諸国の銀行では、法人の大口預金にマイナス金利を課すことが一般化している<sup>2</sup>。また、一部の中小銀行は、個人の預金にもマイナス金利を課している<sup>3</sup>。

他方、MMF の不振も目立っている。2014 年初から 2015 年 9 月末にかけて、UCITS<sup>4</sup> 全体への資金純流入傾向が続く中で、MMF への資金純流入は 279 億ユーロと最も少なくなっている。2015 年 8 月から開始したオルタナティブ投資ファンド (AIF)<sup>5</sup> の統計でも、MMF は 2 か月で 214 億ユーロの資金純流出となっている。最大の要因は ECB のマイナス金利政策により MMF の金利水準が低下していることがあるが、加えて、EU レベルで議論されている MMF 規制の影響も考えられる。

MMF を巡っては、基準価額を一定に保つことがストレス時の元本割れに伴う急速な解約に繋がり、システミック・リスクの淵源になることが指摘されていた<sup>6</sup>。そこで、米国・EU で MMF の安定基準価額 (CNAV) の規制が議論されることとなった。米国では、2014 年 7 月に SEC 規則が採択され、EU では欧州委員会が 2013 年 9 月に規則案を公表し、現在、欧州議会で修正案が協議されている<sup>7</sup>。いずれも方向性としては CNAV の MMF に一定の制約を設けるものであり、法人の短期資金の預入先の減少や CP など短期金融市場における受け皿の減少に繋がる懸念がある。米国では既に、機関投資家向けプライム MMF を政府債 MMF 等に衣替えするという対応策も資産運用会社の間でみられる。

他方、欧州では、上記規制の議論や近年の超低金利政策を背景に、機関投資家向け政府債 MMF の閉鎖が相次いでおり、本稿執筆時点ではブラックロックとゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントの 2 本のみとなっている。それらについても、足元ではマイナス金利が発生しているため、両運用会社ともリバース・ディストリビューション・メカニズムを導入し、MMF の発行済み持分を償却することにより持分当たりの基準価額を保つ策を講じている。同時に、MMF と比べて満期リスク、信用リスクをより多く取る債券ファンド等への資産移管を顧客に推奨しているという。

<sup>2</sup> 英国においても HSBC が、ユーロ建て、スウェーデン・クローネ建て、デンマーク・クローネ建て、スイス・フラン建てのインターバンク預金にマイナス金利を課している。

<sup>3</sup> ドイツのスカトバンク（オンライン銀行、個人の大口預金にマイナス金利）、デンマークの FIH 商業銀行（FIH Erhvervbank）、スイスのオルタナティブ・バンク・シュワイツ（2016 年 1 月から）。

<sup>4</sup> EU 域内一か国の認可を以て他の加盟国で販売できる集団投資スキーム。

<sup>5</sup> AIF は UCITS 以外の集団投資スキームでオルタナティブ投資ファンド・マネージャー指令 (AIFMD) の適用を受ける。AIFMD については、神山哲也「私募ファンド運用会社全般を規制する欧州 AIFMD の概要と影響」『野村資本市場クォーターリー』2015 年冬号参照。

<sup>6</sup> 例えば、IOSCO “Policy Recommendations for Money Market Funds: Final Report” October 2012.

<sup>7</sup> SEC 規則については、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、欧州委員会規則案については、神山哲也「欧州委員会による MMF 規則案の公表」『野村資本市場クォーターリー』2013 年秋号参照。

### III 債券市場の流動性低下

#### 1. 規制強化と金融機関のトレーディング業務縮小

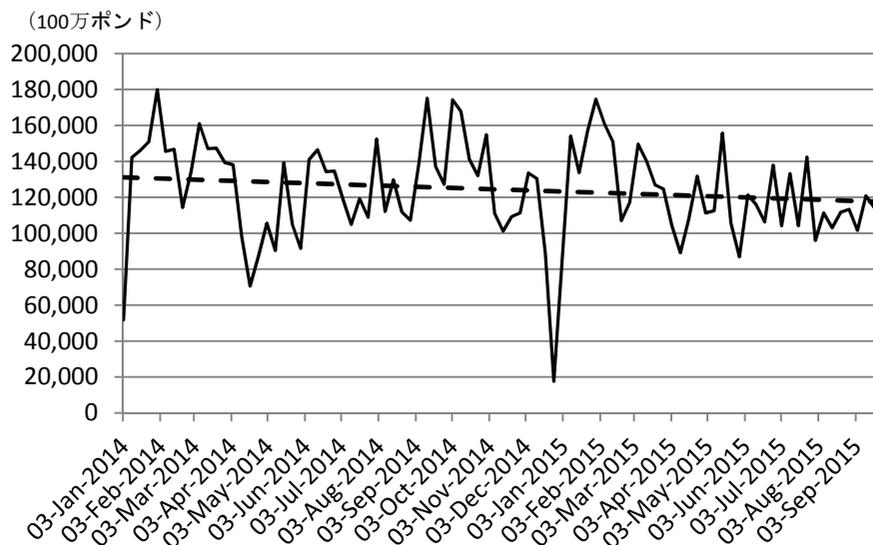
資金流入が続く債券ファンドであるが、その運用環境は厳しくなっている。足元では、債券市場の流動性が低下し、ファンド運用者にとって投資意思決定に沿ったトレーディングを実行することが困難な局面もあると言われている。

債券市場の流動性低下は、2015年に入ってから米国・欧州で指摘されているところである。例えば英国では、2014年初年から2015年9月第4週にかけて、英国債（ギルト）の取引金額において減少傾向がみられる（図表2）。その間、発行総額は1.29兆ポンドから1.39兆ポンドに増加しており、セカンダリー市場における英国債の回転率が低下していることが読み取れる。またイングランド銀行（BOE）の金融安定委員会（FPC）では、平時における現物社債市場の流動性低下も指摘されている<sup>8</sup>。

こうした現象は英国に限らない。プライス・ウォーターハウス・クーパース（PwC）がグローバル金融市場協会（Global Financial Markets Association、GFMA）と国際金融協会（Institute of International Finance）から受託したグローバル金融市場の流動性に関する調査によれば<sup>9</sup>、ソブリン債、社債の回転率（日次平均取引額／発行総額）は米国、欧州、アジアの何れにおいても低下基調にある（図表3）。

昨今の各市場におけるボラティリティの上昇も、市場流動性の低下が一因として指摘さ

図表2 ギルト取引金額（週次）推移



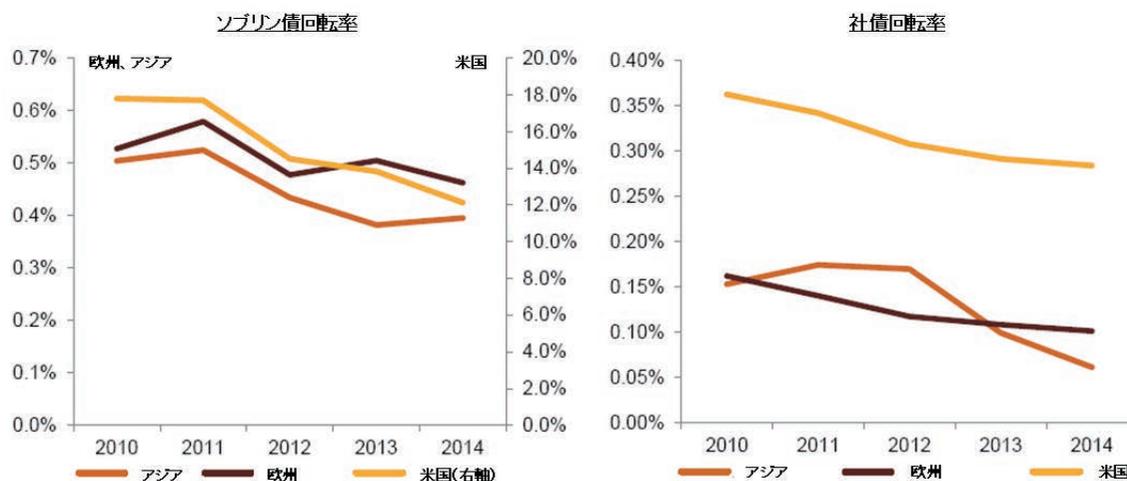
（注） 各年限のギルトの合算。点線はトレンド・ライン。

（出所） UK Debt Management Office より野村資本市場研究所作成

<sup>8</sup> BOE “Record of the Financial Policy Committee Meetings” November 25 and 30, 2015.

<sup>9</sup> PricewaterhouseCoopers “Global financial markets liquidity study” August 2015.

図表3 ソブリン債、社債の流動性低下



(注) 回転率＝日次の平均取引金額／発行総額。

(出所) PricewaterhouseCoopers “Global financial markets liquidity study” August 2015

れている。例えば、国際決済銀行（BIS）は、今年の各地の債券市場における乱高下はデリバティブやヘッジ活動の増加に起因している可能性があり、現物証券市場における市場の深みが減少していることが、そうした乱高下の市場間の伝搬を増幅していると指摘している<sup>10</sup>。また、2014年10月の10年物米国債のイールド急落も、市場の流動性低下と高頻度取引（HFT）業者の影響力の高まりが背景と指摘されている。

最近の債券市場の流動性低下の背景としては、まず、金融危機後に進められた規制強化が挙げられる。特に社債については、自己資本規制の影響が大きいと考えられる。リスク加重資産（RWA）に対する自己資本の比率で基準が設けられているため、自己資本比率を高めるにはバランスシート上のリスク・ウェイトの高い資産を削減することが金融機関の対応策としては合理的な選択肢となる。他方、ソブリン債については、レバレッジ比率規制の影響が挙げられる。レバレッジ比率規制は、未だほとんどの国で導入されていないものの、①英国など一部の国で実質的に導入されていること、②2018年にグローバル・レベルでピラー1へ移行することが確実視されていること、③現在のテスト水準3%を上回ることが有力視されていること<sup>11</sup>、④投資家がこうした見通しに基づいて金融機関を評価していることから、金融機関各社はレバレッジ比率の引き上げに躍起になっており、その過程で、ソブリン債のトレーディングを削減しているものと考えられる。

<sup>10</sup> BIS “BIS Quarterly Review: International banking and financial markets developments” December 2015.

<sup>11</sup> 英国では、健全性監督機構（PRA）が2015年12月にレバレッジ比率規制を最終化しており、3%のレバレッジ比率要件に加え、グローバルにシステム上重要な銀行（G-SIB）に対する追加レバレッジ比率バッファ、カウンターシクリカル・レバレッジ比率バッファの導入が決定している。スイスでは、TBTF規制の一環で、大手2行に係る5%のレバレッジ比率規制が決定している。また、国際決済銀行（BIS）及びECBは、各々報告書においてレバレッジ比率規制の妥当な水準として4.5%、5%を提示している（前者はBIS Quarterly Review: International banking and financial market development (December 2015)、後者はFinancial Stability Review (November 2015)）。

そこで欧銀各社は、バランスシートを用いる債券等のトレーディング業務を縮小している（図表 4）<sup>12</sup>。特にソブリン債との関連では、クレディ・スイスとドイツ銀行がプライマリー・ディーラー業務を縮小していることが注目される。全体でみても、上記 PwC の調査によると、1 銘柄あたりのマーケットメイカー数は、2011 年から 2014 年にかけて、投資適格債で約 8 社から約 7 社へ、ハイイールド債で約 7 社から約 4 社へ減少している。

## 2. レポ取引を經由した規制の影響<sup>13</sup>

金融規制が債券市場の流動性に影響する経路としては、バランスシートを用いた債券トレーディングに必要な短期資金を調達するレポ市場もある。特にレポ市場に影響を与えるのが、レバレッジ比率規制と流動性カバレッジ比率（LCR）である。レバレッジ比率規制については、保有資産のリスク・ウェイトに関わりなく総エクスポージャーを削減することが対応策となるため、低リスクの資産で多額のバランスシートを用いるレポ取引は縮小することになる。

LCR では、30 日間のストレス期において予想される資金純流出に耐えられる高品質流動性資産（HQLA）を保有することが求められる。資金調達側にとっては、レポ取引によ

図表 4 欧銀各社のトレーディング業務縮小策

銀行名	施策の概要
RBS	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 2008年10月の公的資金注入以降、ホールセール証券業務を含め、事業売却・人員削減を加速。</li> <li>➢ 2012年には、現物株トレーディング、ECM、M&amp;Aから撤退。</li> </ul>
UBS	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 2011年から2012年にかけて、クレジット、金利、証券化等のFICCを大幅縮小。</li> <li>➢ ホールセール証券業務をウェルスマネジメントのサポート機能と位置付け。</li> </ul>
パークレイズ	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 2014年5月に投資銀行路線の方向転換。バッドバンクを設立し、RWA1,150億ポンドを移管。うちホールセール証券部門からの移管分は900億ポンド。</li> <li>➢ 対象は、非標準的FICCデリバティブ、ノンコア・コモディティ、エマージング市場証券等。</li> </ul>
ドイツ銀行	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 2014年末までに、コモディティ、単一銘柄CDSトレーディングから撤退。</li> <li>➢ 2015年4月に公表した戦略2020・同年10月のアップデートでは、ホールセール証券業務の「最適化」を打ち出す。非清算CDS、エージェンシーRMBS、高リスク証券化等のトレーディングから撤退。レポ取引は削減。金利、その他証券化、新興市場債券のトレーディングは合理化。</li> <li>➢ 2015年12月にはベルギー国債のプライマリー・ディーラーから外れる。</li> </ul>
クレディ・スイス	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 2015年10月にティアム新CEOの下での次期経営計画を公表。ホールセール証券業務をウェルスマネジメントのサポート機能と位置付け。</li> <li>➢ ウェルスマネジメントのサポート機能としての要素の少ないトレーディング業務を中心に縮小。</li> <li>➢ ホールセール証券業務のRWAの対全社比を2018年までに50%台から34%へ引き下げ。</li> <li>➢ 2015年10月にはギルトのプライマリー・ディーラーから撤退。</li> </ul>
BNPパリバ	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ エネルギー/コモディティ資産の売却等、これまでも部分的にトレーディング資産を圧縮。</li> <li>➢ 社内プロジェクトCIB (Corporate &amp; Investment Banking) for Tomorrow立上げ。今後、ホールセール証券業務のリストラ加速か。</li> </ul>

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

<sup>12</sup> 各社の取り組みについては、神山哲也「投資銀行業務の縮小を進める大手欧銀」『野村資本市場クォーターリー』2015年夏号ウェブサイト版、同「スイス版 TBTF 規制への対応を兼ねたクレディ・スイスの新経営戦略」『野村資本市場クォーターリー』2016年冬号参照。

<sup>13</sup> 本節は International Capital Markets Association (ICMA) “Perspectives from the eye of the storm: The current state and future evolution of the European repo market” November 2015 に基づく。

り予想される資金純流出が増えるため、短期資金を調達するインセンティブは低下する。また、流動性の高い高格付のソブリン債等を保有することが有利になるため、それらを担保に供するインセンティブは低下する。いずれも、レポ取引の縮小、ひいては債券トレーディングに必要な短期資金の調達が細ることに繋がる。

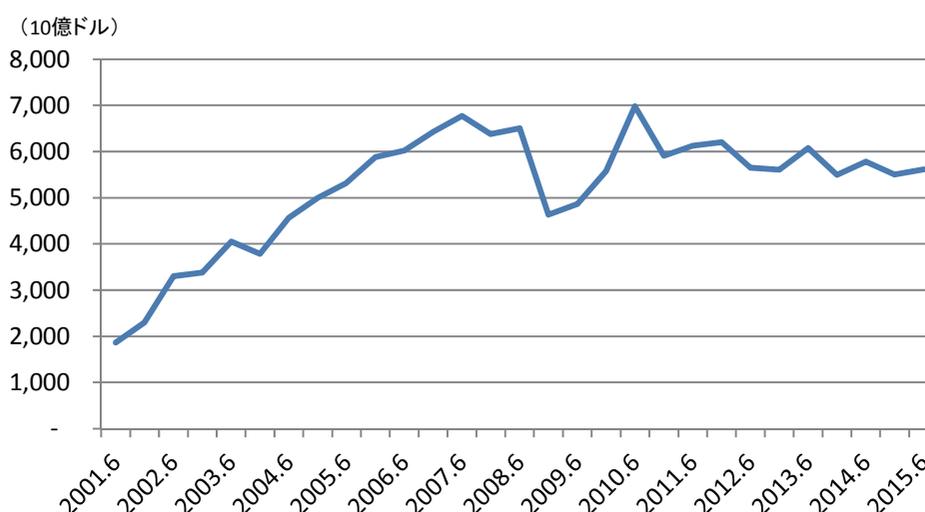
実際、欧州レポ市場は、金融危機を機に急減した後、一旦は回復したものの、2010年中央以降は減少基調にある（図表5）。一次的には、ユーロ圏のソブリン危機やECBによる長期資金供給オペ（LTRO）等の流動性供給策等が理由として考えられるが、上記の規制の影響がそれを増幅している可能性、今後更に足かせになる可能性も考えられよう。

### 3. 更なる市場流動性の低下を招きかねない今後の規制改革アジェンダ

今後、欧州において議論されている規制強化、適用予定の規制強化により、債券市場の流動性は更に低下する恐れがある。例えば、Mifid II（第2次金融商品市場指令）における透明性要件では、一定の市場シェア等の要件を満たすディーラーはシステムティック・インターナライザーとして顧客の要請に応じて確定気配値（firm quote）を出す義務を負うことになる。そのため金融機関には、市場シェア要件の基準値前後の取引を差し控えることにより基準を満たさないようにするインセンティブが働くことになる<sup>14</sup>。

欧州議会で現在審議されている銀行構造改革案では、①自己勘定取引を禁止するか、②マーケット・メイクのトレーディング・エンティティへの移管を義務付けるか、が争点と

図表5 欧州レポ市場残高（月次）推移



（注） レポ、リバース・レポの合計。

（出所） ICMA “European Repo Market Survey Number 29”（September 2015）より野村資本市場研究所作成

<sup>14</sup> Mifid II の詳細については、神山哲也「第2次金融商品市場指令（Mifid II）のインパクト」『野村資本市場クォーターリー』2014年夏号参照。

なっている。自己勘定取引が禁止されれば、直裁的に市場の流動性低下に繋がり、マーケット・メイクのトレーディング・エンティティへの移管が義務付けられれば、マーケット・メイクのファンディングが困難になり、市場流動性の低下に繋がる可能性がある<sup>15</sup>。

また、欧州中央銀行（ECB）の量的緩和政策による「クラウド・アウト」も懸念されている。ECB が 2014 年 11 月に始めた資産担保証券（ABS）買取プログラム、2015 年 3 月に始めた公債買取プログラムにより、高品質なソブリン債や ABS について、市場での流通量や担保に供することのできる証券の量が減少するとの指摘があった。足元では、そうした当初の懸念は必ずしも当たっていないと見る向きが多勢のようであるが<sup>16</sup>、2015 年 12 月の公債買取プログラムの拡充が市場からは不十分と評価される中、今後、買取策が大幅に拡大されることがあれば、クラウド・アウトの懸念が具現化する可能性も考えられよう。

## IV ファンド規制・監督強化の方向性

上記は専ら、債券ファンドの取引相手となる銀行・証券に係る規制強化の影響であるが、今後は、ファンドそのものに対する規制・監督強化が本格化する見通しであり、債券ファンドの運用環境は更に厳しくなる可能性がある。すなわち、銀行規制がほぼ一巡しつつある中、次の規制強化分野とされるシャドールバンキングないしノンバンクの一部としてファンドが位置づけられ、銀行などと同様の規制を強いられる可能性がある<sup>17</sup>。

### 1. グローバル・レベルでの議論

グローバル・レベルでは、金融安定理事会（FSB）が 2015 年 7 月、ファンド及び運用会社のシステム上重要な金融機関（SIFI）認定について一旦棚上げしたものの、アセットマネジメントのアクティビティに起因する金融システム上のリスクに関する作業に注力することとし、2016 年前半に政策提言を行うこととなっている。また、2015 年 9 月の FSB 会合では、市場流動性が低下した局面で投資家の解約請求に対応できるか評価するべく、適切なストレス・テストを実施することが呼びかけられた<sup>18</sup>。

国際通貨基金（IMF）も、ファンドが金融システムにもたらし得るリスクを指摘している。IMF の 2015 年 4 月グローバル金融安定報告書は<sup>19</sup>、まず、世界の運用会社上位 500 社

<sup>15</sup> 銀行構造改革案の詳細については、神山哲也「自己勘定取引の禁止とリングフェンスを求める欧州委員会の銀行構造改革案」『野村資本市場クォーターリー』2014 年春号参照。

<sup>16</sup> 前掲注 13 の ICMA 報告書。但し、証券化商品については、ECB のプログラムの結果、ユーロ圏で投資妙味のある証券化商品が不足し、英国の証券化商品に対する投資家の需要が高まったとの指摘もある（“Draghi’s Helping Hand Lifts Britain’s Asset-Backed Debt Market” *Bloomberg*, April 1, 2015）。

<sup>17</sup> グローバルなシャドールバンキングの規制・監督強化の枠組みについては、小立敬「カンヌ・サミットで新たに合意されたシャドールバンキング規制・監視強化の方針」『野村資本市場クォーターリー』2012 年冬号 2015 年夏号ウェブサイト版参照。

<sup>18</sup> Meeting of the Financial Stability Board in London on 25 September.

<sup>19</sup> IMF “Global Financial Stability Report: Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks” April 2015.

の運用資産残高は金融危機後増加し、2013年末時点で76兆ドル・世界のGDPの100%に達しており、金融システムにおいて重要な存在になっていることを挙げる。その上で、ファンドの大部分は短期通知での解約を認めているところ、ストレス時には、組入資産の流動性が低下する一方、解約は増加するため、資産の投げ売り（低価格での資産売却）を余儀なくされるという流動性ミスマッチが生じるとする。結果、特定の資産の価格下落を招き、他のファンドへ伝搬することを指摘する。こうした流動性ミスマッチは特に、新興市場債券ファンド、先進国ハイイールド債ファンド、新興市場株式ファンドなどで生じる可能性が高いという。また、運用者は対ベンチマークのパフォーマンスで短期的に評価されるため、似通った投資行動（ハーディング・ビヘイビア）を採りやすいことも指摘する。IMFは以上を踏まえた上で、対応策として解約手数料やストレス・テストの実施を推奨している。

## 2. 欧州における議論

欧州では、具体的な規制・監督上のアクションには未だ繋がっていないものの、上記IMFの認識、即ち、①ファンドが金融システム上重要になっていること、②債券ファンド等で流動性ミスマッチが生じ得ること、③運用者の間でハーディング・ビヘイビアがあること、④ストレス・テストを実施すべきこと、に沿った議論が進んでいる。

例えば、ECBのヴィトール・コンスタンシオ副総裁は、ファンドを含むノンバンクの金融システム上のリスクに対する監督強化の必要性を訴え、具体的な政策ツールとして、①流動性要件の追加、②ストレス・テストの実施、③解約手数料の賦課、を挙げている<sup>20</sup>。また、欧州証券市場機構（ESMA）のスティープン・マイヨール議長も、ECBの超低金利政策により、資産運用会社がイールドを求めて高リスク・低流動性資産を追い求めるようになったことを指摘し、将来金利が引き上げられた場合、一斉に同一ポジションが解消されることで混乱が生じないか、懸念を示している。但し、直ちに規制・監督上の措置を講じるのではなく、まずは現状を正確に分析することを呼び掛けている<sup>21</sup>。

英国でも、同様の方向で議論が進んでいる。イングランド銀行（BOE）のマーク・カーニー総裁は、ジョージ・オズボーン財務相宛ての書簡において<sup>22</sup>、銀行部門の問題に係る取り組みが進展した中、ノンバンクの活動が金融システムに与えるリスクを検討することを表明しており、オープンエンドの投資ファンドやヘッジファンドなどを対象として挙げている。その上で、現行規制の枠組みで対処できないリスクや構造的脆弱性が認定された場合、規制の範囲について財務省に提言を出すとする。また、健全性監督機構（PRA）のアンドリュー・ベイリー長官は、流動性ミスマッチの問題への政策対応として考えられるものとして、①流動性資産のバッファの保有を求めること、②より厳格なレバレッジ制

<sup>20</sup> European Commission and ECB joint conference “European Financial Integration and Stability” (April 27, 2015).

<sup>21</sup> Reuters “Financial Regulation Summit” (May 11, 2015).

<sup>22</sup> 2015年8月11日付。

限を課すこと、③保有資産の流通市場に与える影響に配慮した解約条件を求めること、を例示している<sup>23</sup>。

BOE としては、英銀のストレス・テストへのアプローチに関する文書<sup>24</sup>において、より広範な金融システムに係るストレス・テストの検討を表明している。対象となる機関の候補としては、資産運用会社と投資ファンド、ヘッジファンド、外資系投資銀行等を挙げており、資産運用会社と投資ファンドについては、ストレス期における流動性管理が市場流動性全体に影響を及ぼし得ることを指摘している。また、2015年12月の金融安定報告書<sup>25</sup>では、資産運用会社17社が運用する143本のファンドに関する調査結果が公表された。結果、ストレス期においてもそれらのファンドは解約請求に対応できることが認定されたものの、セルサイドでは在庫証券を抱えることが困難になっており、過去のようにファンドの資産売却に対応できなくなっていることも指摘している。その上で、投資ファンドのハーディング・ビヘイビアや、ストレス期にファンドが採るべき行動について、引き続き検討するという。

このように欧州では、ファンドが生ぜしめる可能性のあるシステミック・リスクとして、特に債券ファンド等における流動性ミスマッチが争点となっており、対応策としてストレス・テストが想定されている。しかし、ストレス・テストを誰がどのように実施するかについては、まだ議論が煮詰まっていない。2015年11月11日に開催されたBOEのオープン・フォーラムにおいてESMAのスティーン・マイヨール議長は、ファンドのストレス・テストは各社が既に任意で実施しているが、新たなメソドロジーを開発する必要があると発言している<sup>26</sup>。今後、ファンドのストレス・テストの統一的手法を巡る議論が始まるものと思われる。

なお米国では、同様の観点から、既に具体的な規制アクションが採られている。証券取引委員会は2015年中、①運用会社からの情報収集強化に関する規則案、②ファンドの流動性管理プログラムに関する規則案、③ファンドのデリバティブ利用に関する規則案、を公表しており<sup>27</sup>、2016年には、④運用会社の業務運営に重大な支障が生じた場合の移行計画、⑤大手運用会社によるストレス・テスト、についても提案を出す予定である。米国におけるファンド規制強化が欧州規制当局の方向性に与える影響、米・欧におけるストレス・テストの調和化といったところも、今後の注目点になり得よう。

<sup>23</sup> Speech given at Cambridge University “Financial Markets: identifying risks and appropriate responses” (May 15, 2015)

<sup>24</sup> BOE “The Bank of England’s approach to stress testing the UK banking system” October 2015.

<sup>25</sup> BOE “Financial Stability Report” December 2015.

<sup>26</sup> “ESMA’s Maijor welcomes calls for broader buy-side stress tests” *Risk.net*, November 13, 2015.

<sup>27</sup> SEC “Investment Company Reporting Modernization”, “Amendments to Form ADV and Investment Advisers Act Rules” May 20, 2015, “Open-End Fund Liquidity Risk Management Programs; Swing Pricing; Re-Opening of Comment Period for Investment Company Reporting Modernization Release” September 22, 2015, “Use of Derivatives by registered Investment Companies and Business Development Companies” December 11, 2015.

## V おわりに

今日の欧州債券市場では、超低金利の環境下で、投資家の「イールド探求 (search for yield, hunt for yield)」の意欲増加が指摘されている。しかし、RWA ベースの自己資本比率規制や、今後見込まれるファンドに対する規制・監督強化は、セルサイト・バイサイドの両者に対して、より短期で信用リスクの低い債券へのシフトを促すものとなっている。しかし短期債も、レポ市場の縮小を通じて取引が減少していく可能性がある。このように、短期債・長期債のいずれにおいても流動性が更に低下し、投資機会も減少することになる。これは、機関投資家にとっての運用収益の低下、ひいては年金加入者の不利益に繋がるだけでなく、発行体にとっての資金調達の困難化にも繋がる。

米国では既に、債券ファンドにおける流動性ミスマッチが具現化したケースが出てきている。サード・アベニュー・マネジメントは 2015 年 12 月、金利引き上げ観測と原油価格の低下で解約請求が増加していたハイイールド債ファンドのサード・アベニュー・フォーカスト・クレジット・ファンドについて、解約停止と信託への資産移管の上、資産を順次売却し投資家に還元していくことを発表した。サード・アベニューは理由として、解約請求が増加し、フィクスト・インカム市場全般の流動性が低下する中で、残った投資家に不利にならない価格で資産売却することが困難になったことを挙げている。直後には、米国ヘッジファンドのストーン・ライオン・キャピタル・パートナーズと英国ヘッジファンドのルシダス・キャピタル・パートナーズもハイイールド債ファンドの解約停止に踏み切っている。ハイイールド債市場のファンダメンタルズというよりディーラーのバランスシートの制約が理由と指摘する声もあり<sup>28</sup>、規制当局が懸念する流動性ミスマッチが規制によって生じている側面もあると言える。

こうした事象は、英国においても金利引き上げが議論される中、対岸の火事では済まなくなる可能性もあり、金融危機後の規制強化を見直す機運の高まりに繋がるかもしれない。欧州委員会が 2015 年 9 月に公表した資本市場同盟のアクション・プランでは<sup>29</sup>、金融サービスにおける EU 規制のフレームワークに関する証拠に基づく情報提供の照会 (Call for Evidence) が発出されている。そこでは、金融危機後の規制強化の累積的影響について市場関係者の情報が募られており、市場流動性に対する規制の影響も含まれている。金融業界としては、こうした機会を捉え、定量的に規制強化の副作用を訴えていく必要がある<sup>30</sup>。

<sup>28</sup> “Investors See Third Avenue Fueling More Bond Market Carnage” *Bloomberg*, December 14, 2015.

<sup>29</sup> 詳細については、神山哲也「欧州資本市場の活性化を図る資本市場同盟のアクション・プラン」『野村資本市場クォーターリー』2015 年秋号参照。

<sup>30</sup> 欧州委員会は情報提供に際し、定量的に提示することを求めている。