

2017年2月23日 全9頁

MMF 規制改革による米国金融仲介構造の変化

利上げとドル高が海外から米国にフィードバックされる仕組み

金融調査部 主任研究員
土屋 貴裕

[要約]

- 米国の MMF 規制改革が 2016 年 10 月に施行され、1 兆ドル規模のプライム MMF からガバメント MMF への資金シフトが生じ、MMF の資産構成に変化をもたらした。CP や CD での運用が大きく減少し、米国債などとレポでの運用額が増加した。
- MMF による CP の保有が大幅に減少し、CP による海外金融部門の調達が増減したように、MMF の資金シフトの影響は、海外に波及した可能性が高い。
- レポ市場での MMF の運用は大幅に増えた。レポ市場は海外部門が資金の取り手でも出し手でもあり、同時に MMF などの資金を FRB（連邦準備制度理事会）が吸収している構造となっている。主要な部門ながら海外部門の具体的な主体は明確ではない。
- MMF の資金が政府債務に向かい、銀行間市場の相対的な位置づけは高まった。FRB の利上げが重なり、インターバンク金利の LIBOR が押し上げられ、新興国通貨の減価につながっている可能性が考えられる。
- MMF の規制変更によって、レポ市場が短期ホールセール資金調達の中心になり、海外主体の存在感の高まりは金融仲介の構造変化と言える。低利で短期の資金調達環境に変化が生じたことで、過剰流動性の巻き戻し懸念がある。新興国通貨の急落など、米国外での市場の動揺が生じた場合は、レポ市場を経由して米国に影響が及ぶ可能性がある。

米国 MMF 規制改革の施行

2016年10月に、リーマン・ショック（金融危機）の反省を踏まえた MMF への規制改革が施行された。本稿では、MMF 規制改革に伴う資金シフトが、短期の金融仲介に構造的な変化をもたらしたことを確認し、構造変化をもたらす今後の論点を提示する。

2008年のリーマン・ショック時に、規模が大きい MMF の一つが元本割れを起こし、他の MMF でも元本割れが生じることが警戒されて、いわば取り付け騒ぎのように MMF からまとまった資金が流出した。MMF は運用していた CP（コマーシャルペーパー）などから資金を引き上げ、CP などで資金を調達していた主体が資金繰りに窮して保有資産を処分し、連鎖的に世界的な資産価格の急落につながった¹。

こうした反省を踏まえ、規制の主な変更点は、1口=1ドルで元本保証に近かった NAV（Net Asset Value：基準価格）の算出方法を、運用資産の日々の時価を反映させて変動させる変動 NAV の導入であり、MMF の透明性が高まることになる。ただし、市場が混乱する時に、投資資金の回収が遅れば損失を被るため²、早く資金を引き出す「取り付け」を防ぐことはできない。このため払戻手数料や一時的な解約停止を認める条項（ゲート条項）も盛り込まれた。

規制変更の主な対象は、CP や CD（譲渡性預金）といった信用リスクを取った商品に投資する法人（機関投資家）向けプライム MMF である。リーマン・ショック時に、法人向けのプライム MMF からは、わずか1ヵ月で4,000億ドル以上の資金が流出したためである。個人向けプライム MMF であれば解約の一時停止条項などは設けられるが、変動 NAV を導入する必要はない。また、大部分を国債や国債を担保とするレポなどで運用して、ほぼ信用リスクを取らないガバメント MMF は規制変更の対象ではない。

プライム MMF の減少とガバメント MMF の増加

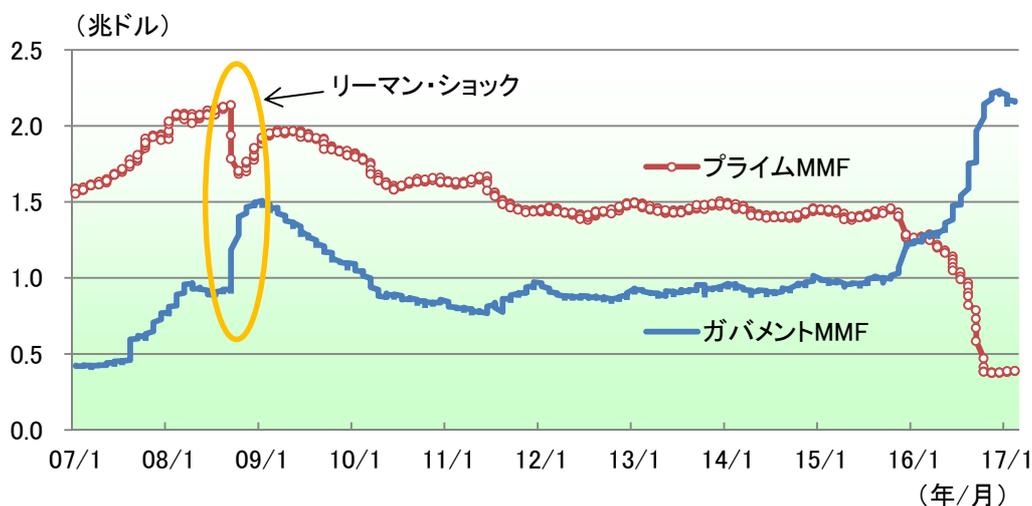
事実上、現金に近い扱いをされている MMF 運用での損失を嫌う投資家は多いとみられ、規制改革の最終ルールが公表された2014年の夏以降、プライム MMF からガバメント MMF に資金がシフトし始めた。資金シフト需要を見越して、MMF の運用会社がプライム MMF をガバメント MMF に衣替えする対応もあって、2016年の前半から資金シフトは加速した。2016年12月最終週の資産残高（Total Net Asset）を、最終ルール公表直前の2014年7月16日を含む週と比べると、ガバメント MMF が約1.3兆ドル増え、プライム MMF は約1.0兆ドル減少した（図表1）。法人向け MMF に限れば、ガバメント MMF は約9,000億ドル増、プライム MMF は約7,600億ドル減とな

¹ MMF は ABCP（資産担保コマーシャルペーパー）の主要な投資家であった。ABCP の主な発行体は資産に証券化商品など、負債に ABCP などを持つ証券化商品の導管体の SPV（Special Purpose Vehicle：特別目的事業体、SPC などを含み SPE とも呼ばれる）である。MMF が ABCP のロールオーバーに応じず資金繰りに窮したが、保有する資産は債務担保証券などで流動性が低く、流動性の高い売却可能な資産を売却したことで、価格急落が他の市場に波及し、サブプライムローンとは直接関係がない市場でも価格が急落した。

² リーマン・ショック時に、最初に元本割れを起こした MMF からは資産の半分程度の資金が流出し、資金の引き揚げが遅れた投資家の損失が拡大した。

る。なお、MMF 全体の資産は緩やかに増加している。ファンド数においても、2000 年代初めに 400 以上あったプライム MMF のファンド数は 100 を切るところまで減少した。

図表 1 MMF の純資産残高の主な構成



(出所) ICI、Haver Analytics より大和総研作成

MMF の運用先の変化

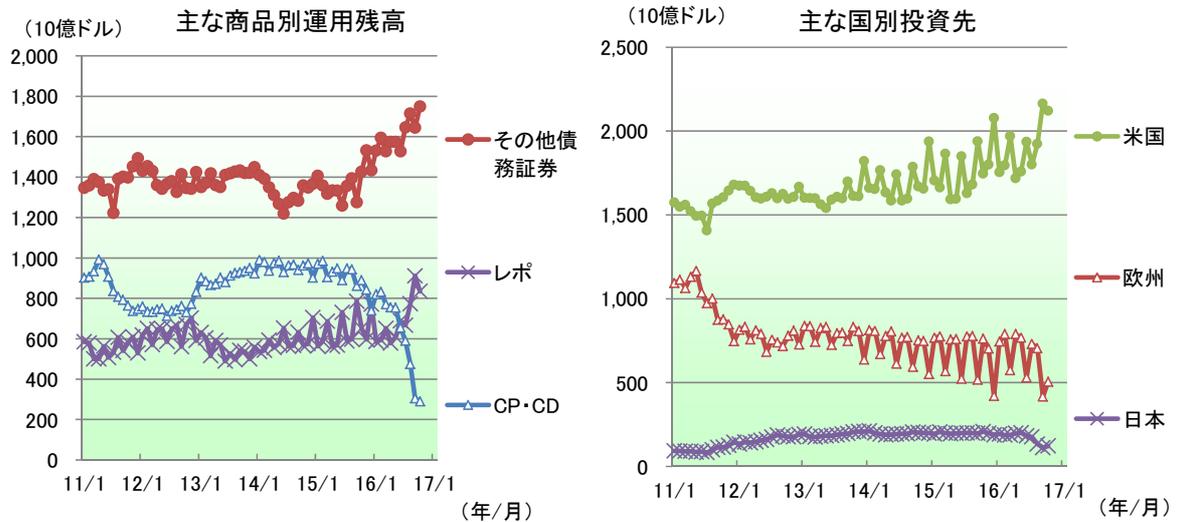
運用資産の構成は、プライム MMF では CP や CD がおよそ 6 割を占める。ガバメント MMF では、国債とエージェンシー（政府機関）債、およびそれらを担保とするレポでの運用でほぼ全てとなる。従って、資金がプライム MMF からガバメント MMF へシフトしたことで、MMF 全体での運用資産のうち、CP や CD での運用が大きく減少し、米国債などと、レポでの運用額が増加した（図表 2 左）。ただし、レポ取引のうち主に増加したのは米国債を担保とする取引であり、政府機関債を担保とする取引も増加したが、それら以外の担保での取引は減少した。

金融商品の発行体の国別では、米国向け、ドイツ向けの運用額が増加したが、多くの国向けの運用額は減少した。ガバメント MMF は米国債などでの運用が中心であり、その増加に伴い必然的に米国向けの投資が増えた（図表 2 右）。プライム MMF の規模が縮小した影響は、米国外の資金調達者において、より大きかったことになる。

残高加重平均での運用期間は、米国向けの運用期間が長期化したため、60-70 日程度から 80 日前後に長期化した。結果的に、信用リスクではなく、期間リスクを取ることで収益を確保するスタンスが強まったことになる。

米国以外の多くの国向けの運用期間はむしろ短期化した。主に海外の主体にとって、運用期間が短期化した MMF の資金に資金調達を依存し過ぎることは、流動性ひっ迫時に資金繰りの問題が表面化しやすい環境になっていることを示唆する。市場性ではなく、預金などの安定的なドル資金の調達手段が模索されることになるだろう。

図表 2 米国 MMF の主な運用先

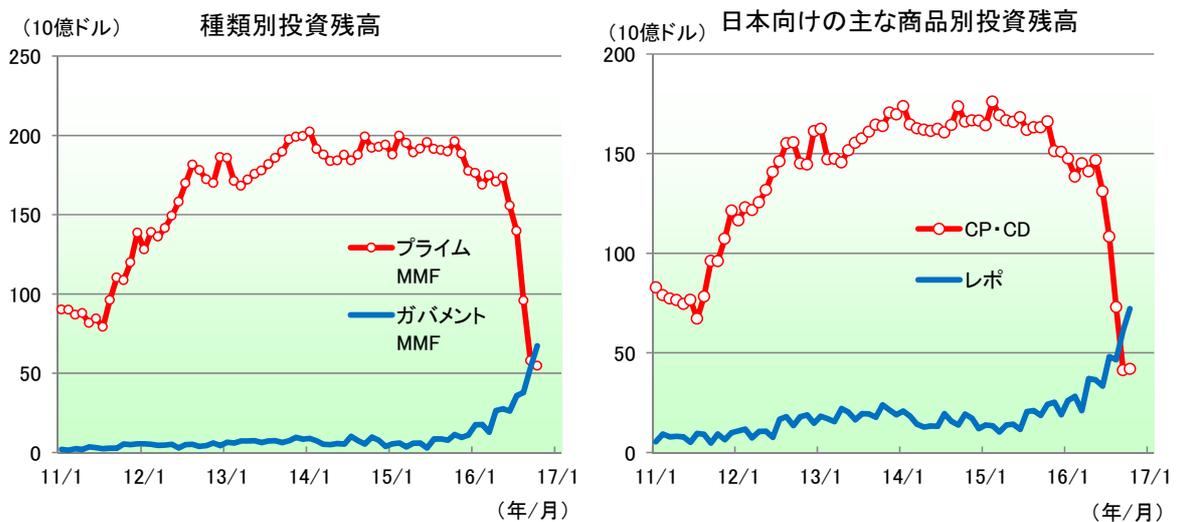


(出所) FRB、Haver Analytics より大和総研作成

日本向けに限ると、2016 年の後半にかけて運用残高は前年から半減に近い減少であったが、それでも相対的には、他の国向けの運用よりも減少幅は小さい。プライム MMF が日本向け投資の大部分を占めていたが、プライム MMF の縮小をガバメント MMF の拡大でカバーできず、投資総額は減少した (図表 3 左)。

商品別では、CP や CD とレポの合計が日本向け投資の大部分となる。CP や CD での運用が激減し、米国債と政府機関債を担保とするレポ取引が増えて、CP や CD での運用を上回った (図表 3 右)。

図表 3 米国 MMF の日本向け運用資産動向



(出所) FRB、Haver Analytics より大和総研作成

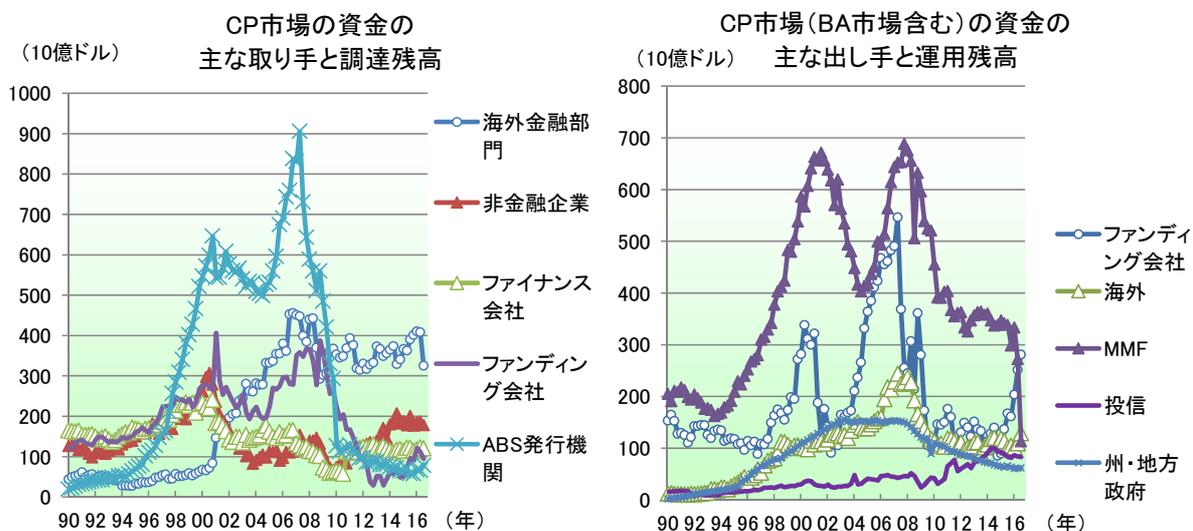
CP 市場への MMF の投資減少

米国における CP の発行残高は、2008 年の金融危機によって大幅に減少した。米国経済が回復し始めた 2010 年以降を均すと概ね 1 兆ドル前後で推移している。

CP 市場での資金の出し手として MMF は大きな位置を占め、資金シフトが生じる前は CP の 3 割から 4 割程度は MMF が保有していた（図表 4 右）。CP に投資するプライム MMF から、CP に投資しないガバメント MMF への資金シフトによって、MMF 全体での CP への投資額が大幅に減少し、CP 発行残高に占める MMF の保有比率は 1 割程度まで減少した。

CP による資金の取り手としては、海外金融部門の調達が多い（図表 4 左）。2008 年の金融危機以前は、米国内の金融部門が大きな存在だったが、銀行と ABS（資産担保証券）発行機関の調達が大幅に減少した。足下では、金融会社の調達が増えているものの、米国内の金融部門を合計しても、ようやく海外の金融部門と同程度である。米国の非金融部門の調達が増えているため、海外主体よりも米国内の主体による調達の方が多いが、相対的に海外金融部門の存在感が高まっている。直近の 2016 年 7-9 月期に海外金融部門の調達が減少したように、MMF 規制改革による資金シフトは、海外に影響を及ぼした可能性が高い。

図表 4 CP 市場の主な取り手と出し手



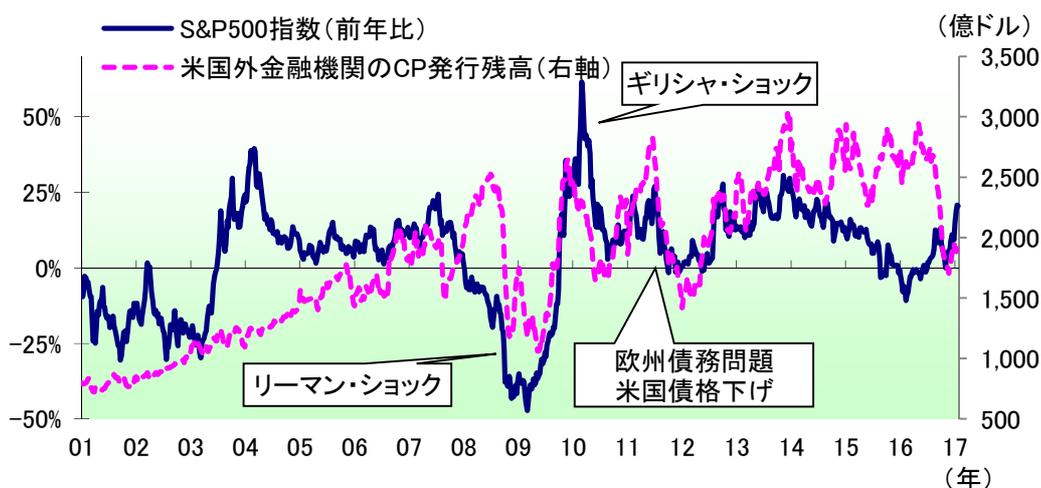
(注) BA は Bankers' Acceptance の略で銀行引受手形。2016 年 9 月末の BA 市場残高はゼロであるが、金融部門内で統計がネッティングされている可能性がある。

(出所) FRB、Haver Analytics より大和総研作成

リーマン・ショック以前、米国外の金融機関が米国で発行した CP の残高と株価にはほとんど関係がなかった。ところが、リーマン・ショック以降は、両者に類似した傾向が見られるようになった（図表 5）。リーマン・ショック時に限界的な資金繰りに窮する主体が増えて、FRB（連邦準備制度理事会）が超低金利政策と流動性供給策を相次いで打ち出した。多くの主体にとって資金調達環境が改善し、過剰流動性の一部として、CP 市場で調達した資金でリスク性資産への投資が行われていた可能性がある。

2014年頃からは両者の関係が必ずしも同じ傾向を示さなくなり、CPで調達した資金によるリスクテイク行動が減り始めている可能性が指摘できる。背景として、MMFの資金シフトによってCPでの資金調達のアベイラビリティが低下したことで、FRBによるQE3（量的緩和第3弾）の終了と利上げ観測の高まりによるドル高で、投資資金が退出したことが考えられる。ドル高が進むと自国通貨換算での返済コストが上昇するためである。リスク性の投資のファンディングにCPでの資金調達が向かなくなった、ということだろう。

図表5 米国外の金融機関のCP発行残高と米国株価



(出所) FRB、Haver Analytics より大和総研作成

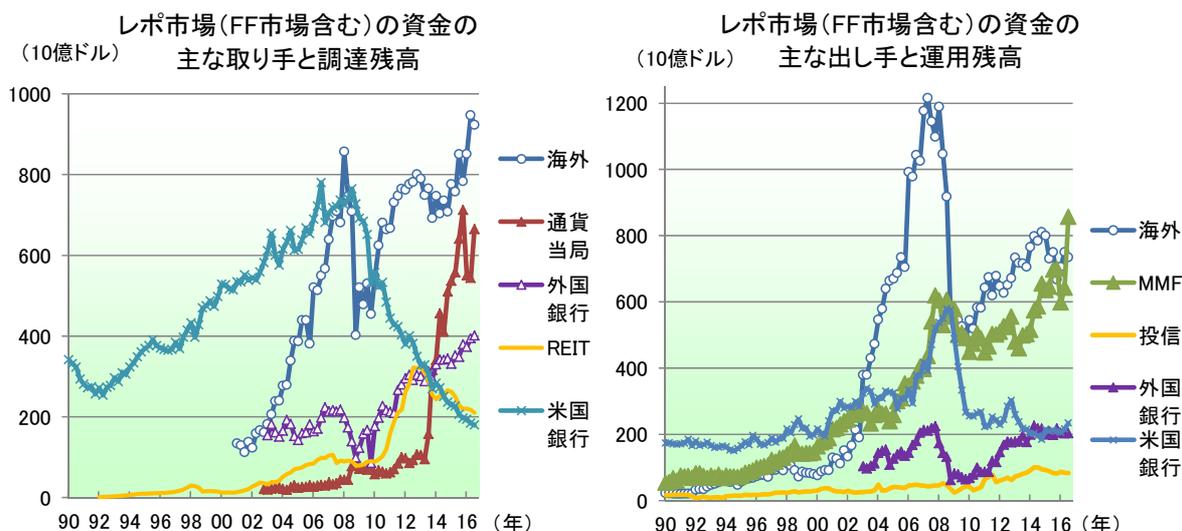
レポ市場の構造変化

レポ市場は2010年以降を均せば3.8兆ドル程度の残高で推移している。この間、MMFが資金の出し手として目立つようになった（図表6右）。ガバメントMMFはプライムMMFよりレポ市場での運用が多く、MMF全体への資金流入とMMF間の資金シフトによってレポ市場での運用が増えていることになる。

レポ市場での主な資金の取り手は海外部門や外国銀行である（図表6左）。MMFの資金シフトでCPでの資金調達がしにくくなった一部の主体は、資金調達先をCPからレポに切り替えたと思われる。また、資金の取り手として通貨当局であるFRBが大きく台頭した。巨大なバランスシートを抱えたまま利上げを開始したため、リバースレポで大規模に資金を吸収しているのがある。

米国のレポ市場は、海外部門が資金の取り手でも出し手でもあり、同時にMMFなどの資金をFRBが吸収している構造となっている。レポ市場における海外部門の存在感の高まりは、具体的な主体が明確ではなく、市場の混乱などが内外に波及する際にどのような経路を辿るのか、わかりにくくなっていると言えよう。

図表6 レポ市場の資金の取り手と出し手



(注) ディーラー・ブローカーを除く。
 (出所) FRB、Haver Analytics より大和総研作成

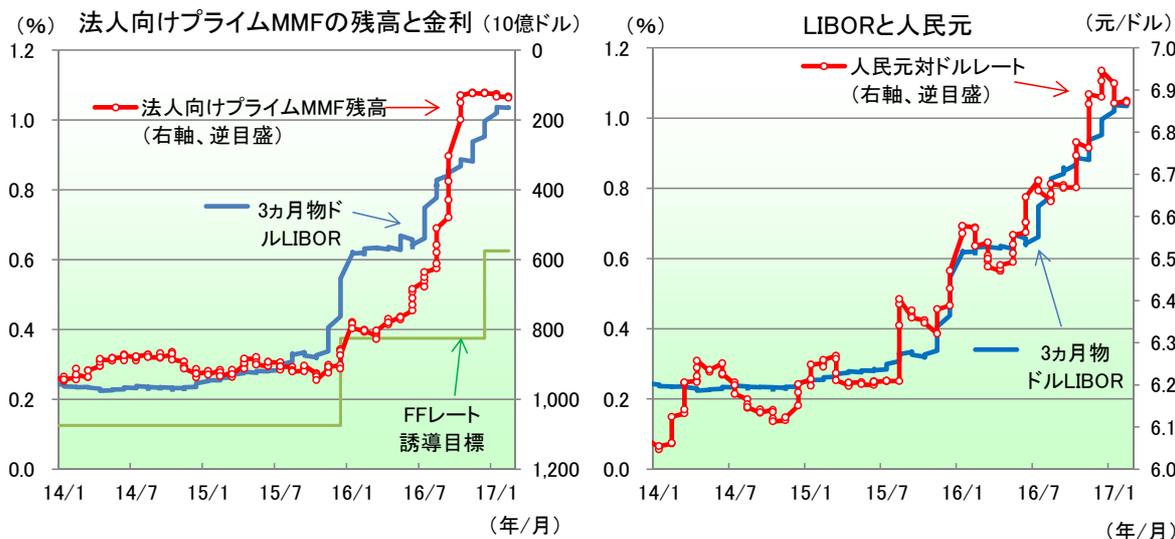
銀行間金利の上昇

FRB の利上げがドル建て金利全般を押し上げているが、LIBOR（ロンドン銀行間取引金利）の上昇と MMF の残高変動は高い連動性があり、特に 2016 年夏場の LIBOR の上昇は、MMF の資金シフトの加速と同じタイミングである（図表 7 左）。MMF の資金が政府債務に向かったことが、資金調達の間として銀行間市場の相対的な位置づけを高めることになり、利上げとタイミングが重なって、政策金利の引き上げ幅以上にインターバンク金利が押し上げられたとみられる。

非米系のドル資金調達者にとって、低利で短期のドル資金は、ドル建て資産への投資や、自国向け資産への投資に利用されてきた。だが、LIBOR の上昇は調達コストを高め、低利で短期のドル資金を利用したトレードの魅力を低減させる。また、ドル高が進むと自国通貨換算でのコストが上昇する。事実、中国の人民元は LIBOR の動きに類似しており（図表 7 右）、中国のプレイヤーが調達したドルを返済するためにドルを買っていることを示唆する。

2016 年末頃には MMF の資金シフトが一服し、LIBOR の上昇もいったん落ち着いたと見られるが、政権交代に伴う政策期待の高まりと、米国とその他の多くの中央銀行との金融政策の方向性の違いで実効ベースのドルは再び上昇し始めている。MMF の資金シフト一服後も、資金需給が引き締まった銀行間市場で LIBOR はさらに上昇すると予想される。なお、LIBOR が上昇を続けると、預金などの市場性ではないドル資金への需要が増えて、預金金利も上昇する可能性が高まる。LIBOR 連動の与信の利鞘は改善しても持続的ではないだろう。

図表 7 銀行間市場経由の波及



(出所) FRB、ICE、ICI、Haver Analytics より大和総研作成

利上げ時の過剰流動性の巻き戻しリスク

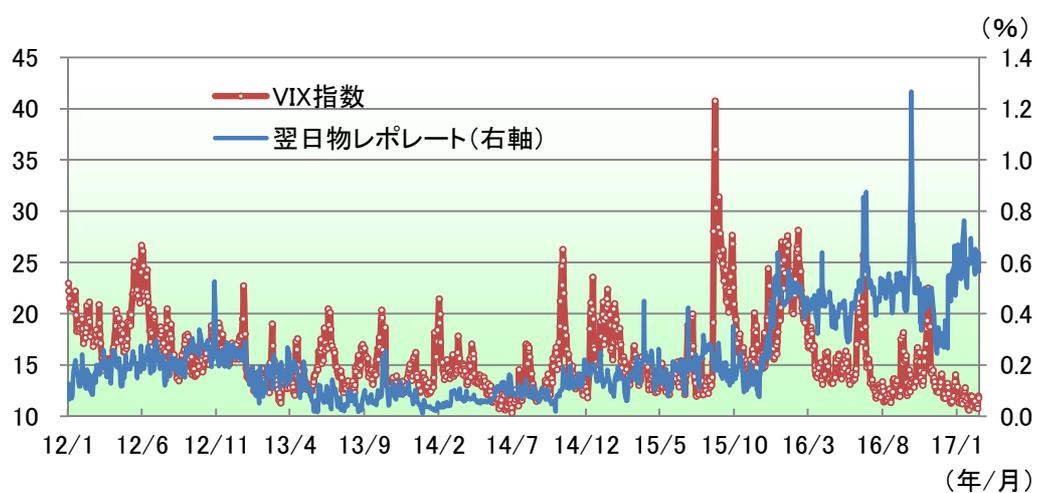
超低金利で調達した短期資金の一部が、リスク性投資そのものや投資のレバレッジ拡大に振り向けられているとすれば、それは過剰流動性と呼べるだろう。FRBの利上げとMMF規制改革に伴う短期の低コスト資金調達のアベイラビリティの低下は、過剰流動性の巻き戻しリスクに転化し得ることになる。

米国の短期金融市場では、巨大な資金の出し手であるMMFの規制変更によって、CPやCDではなく、レポ市場が短期ホールセール資金調達の中心になりつつある。また、海外主体の存在感が高まり、MMF規制の変更が主に米国外の主体の資金調達に影響すると考えられる。金融仲介の構造変化と言え、仮に米国経済に問題がなくても、海外で何らかの問題が生じた場合には、海外部門の存在感が大きいレポ市場を通じて、米国経済に波及する可能性がある。海外経済の減速や市場の混乱が直接、米国経済に影響する可能性は低いとみられるが、警戒すべきリスクの波及ルートであろう。

例えば、ドル高などで新興国通貨の急落などが生じた場合である。1980年代の中南米通貨危機が米国に波及した際は、銀行与信が中心であったが、これからは同様にレポ市場を通じて米国に波及するルートが想定される。すでにレポレートは四半期末を除くと跳ね上がる局面がVIX指数と類似し、市場の緊張を表していると考えられる(図表8)。市場でストレスが高まる場合に、どのような経緯になるかははっきりしないが、レポ市場が利上げとドル高が海外経済に波及した後、米国経済にフィードバックされるルートと考えられよう。

ただし、米国の銀行は、短期のホールセール資金調達が増えると必要とする資本が増えるなど、規制強化によって短期市場におけるプレイヤーとしての地位を低下させている。市場の混乱が、短期市場を経由して米国の銀行部門に影響する程度は小さくなっているとみられる。

図表8 VIX指数とレポレート



(注) レポレートは米国債担保の加重平均値。

(出所) DTCC、CBOE、Haver Analytics より大和総研作成