

FSB（金融安定理事会）のMMF改革に関するテーマ・ピアレビューの概要

目次

- I. はじめに
- II. 各法域のMMFの概観
 - 1. 各法域のMMFの特性～相違点と類似点
 - (1) 元本の安定性（安定NAV（Net Asset Value：純資産価値）と変動NAV）
 - (2) 運用資産の種類
 - (3) 適格な投資家
 - (4) 外国通貨建てのMMF
 - (5) 流動性に関する規制
 - (6) 運用資産の満期の制限
 - 2. 2020年以降の主な動き
- III. MMFの脆弱性の評価
 - 1. 主要な脆弱性
 - 2. MMFの脆弱性の諸要因
 - (1) 資産の特性：“安全で流動的”か“リスクがあり非流動的”か
 - (2) 構造～NAVは安定的か
 - (3) 投資家の構成～機関投資家とリテール投資家の比率及び種類
 - 3. MMFに関連した最近のインシデントとその教訓
 - 4. クロスボーダーの影響と通貨建ての検討
- IV. MMFの脆弱性への対処状況
 - 1. 2021年時点で実施されていた解約コスト賦課措置
 - 2. 解約に伴うコストの賦課
 - 3. 損失の吸収
 - 4. 閾値効果の削減
 - 5. 流動性変換の削減
 - 6. MMFの強靱性向上が期待される補完的手段
 - 7. 政策のクロスボーダーの波及、規制裁定への対処
- V. 結論に代えて

2024年5月17日

佐志田晶夫

(公益財団法人日本証券経済研究所)

FSB（金融安定理事会）のMMF改革に関するテーマ・ピアレビューの概要

要約

FSBはMMFの脆弱性に関する政策提言を2021年に公表しており、メンバー法域の対応状況についてテーマ・ピアレビューを行って今年2月に公表した。各法域のMMFは、元本の安定性、運用資産の種類、適格な投資家、本国通貨か外国通貨建てか、流動性の規制、資産の満期などで様々で、安定NAVのMMFがグローバルなMMF資産の82%を占める。過去のイベントでは、流動性変換の度合いが大きく非公共債務で運用するMMFは脆弱性の懸念が高く、機関投資家の保有の多さや安定NAV、閾値効果が増幅要因になっていた。

グローバルなMMFの規模は2022年末に9兆ドルで、米国(58%)、EU(18%)、中国(17%)に集中している。国内金融資産対比では、これらの法域とアルゼンチンが高い。2020年3月の新型コロナショックではEU、英国、米国でストレス状況が生じたが中国、日本、スイスでは生じなかった。英国では2022年にLDI戦略での運用に関連した混乱も起きた。

12法域がMMFの脆弱性があると報告しており、資産と解約条件のミスマッチが主要因である。9法域(米国、EU、英国、中国、日本など、合計でグローバルなMMFの96%)は、一定の条件でMMFに伴う脆弱性が金融安定に懸念を生じさせかねないと報告している。

2021年のFSBの政策提言では、メンバー法域はMMFの脆弱性を評価し、報告書の政策枠組みと政策手段(スイングプライシング、損失の吸収、閾値効果の削減、安定NAVの排除など)を用い、各国の枠組みに沿って脆弱性に対処するとしていた。なお、一つの手段だけでの対処は難しいため、複数の政策手段の組み合わせを検討するべきである。

提言の実施状況は法域でバラツキがあるが、全法域が2021年時点より前に何らかの対応は行われており、中国、インド、インドネシア、日本、韓国、スイス、米国は、新たな手段の導入なども行った。EU、南アフリカ、英国は改革を開発または最終化しつつある。

いくつかの法域が、大規模な解約と先行者利益に結び付いた脆弱性に対処する手段の実施を報告している。一方で、損失吸収を強化する措置はほとんど実施されていない。閾値効果の削減や最低流動性要件の引き上げなどの対応は、かなりの法域で行われてきている。

英国では、ポンド建てMMFの大半が英国外(EU籍)で、英国の投資家はドルなど他の通貨建てMMFも利用しているため、国際的な政策の影響が懸念されている。英国とEUでは、クロスボーダーの波及や規制裁定を懸念し、対処を実施または検討している。

FSB（金融安定理事会）のMMF改革に関するテーマ・ピアレビューの概要

公益財団法人日本証券経済研究所
特任リサーチ・フェロー 佐志田晶夫

I. はじめに

FSB（金融安定理事会）は、NBFIの強靭性を向上させる作業計画の一環として、MMFの脆弱性に対処するための政策提言を2021年にまとめた⁽¹⁾。FSBの各メンバー法域は法域毎の状況に応じた対応を行ってきている。

FSBは、各法域のMMFの現状と政策対応の選択肢を概観するために各法域の当局に質問して回答を求め（欧州委員会及びECBも回答）、MMF改革のテーマ・ピアレビューを行って、各法域の状況をまとめた報告書を2024年2月に公表した⁽²⁾。報告書によれば、2021年の政策提言の実施状況は法域によってバラツキがある。

中国、インド、インドネシア、日本、韓国、スイス、米国などは新たな政策手段を導入したか、既存の手段の再調整をしたが、EU、南アフリカ、英国など、まだ改革の開発中か最終化の状況な法域もある。本稿では、テーマ・レビュー報告書の概要を紹介したい。

なお、テーマ・レビュー報告書のサマリーでは、以下の提言がまとめられている。

①まだ政策枠組みのレビューを行っていないFSB法域は、レビューを行って識別された脆弱性に対処するツールを採用すべきである。最低流動性要件などのツールがすでに利用可能なら、効果的な使用と十分な水準のMMFの強靭性の維持を確実にするため、以前のストレス事象の経験とクロスボーダーの波及と規制裁定の可能性を考慮して、再調整が必要かを検討すべきである。

②FSBは、データギャップの解消を目指した年次NBFIモニタリングの強化と2026年の各法域の金融安定へのリスクに対処するMMF政策手段の有効性評価⁽³⁾を含め、MMFの脆弱性と政策ツールのモニタリングで、本ピアレビューの調査結果を考慮する。

③IOSCOは、2021年のFSB報告書の枠組みと政策ツールキットに照らして、2012年の「マネー・マーケット・ファンド（MMF）に関する政策提言」を見直す際には、本レビューの調査結果を検討すべきである。

1 FSB：“Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience”，October 2021,「マネー・マーケット・ファンド（MMF）の強靭性向上のための政策提案」参照。金融庁のサイトでの紹介、Executive Summary 仮訳も参照。

2 FSB：“Thematic Review on Money Market Fund Reforms: Peer review report”，February 2024を参照。

3 MMFを含むNBFI関連のFSBの作業計画については、拙稿“FSB“ノンバンク金融仲介（NBFI）の強靭性向上：進捗報告書”の紹介”当研究所、トビックス、2022年12月、を参照。

II. 各法域のMMFの概観

FSBの報告書によれば、MMFには各法域にわたる単一の定義はないが、元本の安定性、日次の流動性、リスクの多様化と短期金融市場の実勢リターンを目指して運営されるオープンエンド投資ファンドと説明される。各法域で構造とリスクの特質は異なるが、短期資金の幅広い投資家と銀行や他の金融機関、非金融法人、政府などの借手の重要な仲介者である。

1. 各法域のMMFの特性～相違点と類似点

(1) 元本の安定性（安定NAV（Net Asset Value：純資産価値）と変動NAV）

MMFが提供する元本の安定性は法域と通貨によって様々だが、安定的なNAVがグローバルなMMF資産の82%を占め、FSBメンバー法域24の内16法域で許可されて、現在10法域で提供されている（図表1）。これらのMMFは通常は額面価格で取引され、資産は償却原価で評価される。安定NAVは米国のガバメントMMFとリテールMMF、EUの公的債務固定NAVMMFと低ボラティリティNAV（LVNAV）MMF、中国及び日本の実質的に全てのMMFの特徴である。一方、EUのLVNAVMMFは投資家に一定のNAVを提供するが、時価評価が20bpを上回って乖離したら時価評価に転換しなければならない。

その他のMMFは変動NAV（VNAV）で時価評価によって変動する。ただし、NAVの変化は一般的にかなり小さく、元本の維持という目的とは整合的である。VNAVファンドには米国の機関投資家向けプライムMMF及び機関投資家向け非課税MMF、EUと英国の短期及び標準MMF、アルゼンチンなど他の国々で提供されるMMFがある。

図表1：許可及び現在、提供されているNAVの種類

	安定NAV及び/またはLVNAV*	変動NAV
許可	オーストラリア、カナダ、中国、EU、フランス、ドイツ、香港、イタリア、日本、韓国、オランダ、サウジアラビア、スペイン、南アフリカ、英国、米国	アルゼンチン、オーストラリア、ブラジル、カナダ、中国、EU、フランス、ドイツ、香港、インド、インドネシア、イタリア、日本、韓国、メキシコ、オランダ、シンガポール、南アフリカ、スペイン、スイス、トルコ、英国、米国
現在、提供されている	オーストラリア、カナダ、中国、EU、日本、韓国、サウジアラビア、南アフリカ、英国、米国	アルゼンチン、オーストラリア、ブラジル、カナダ、中国、EU、フランス、ドイツ、香港、インド、インドネシア、イタリア、韓国、メキシコ、オランダ、シンガポール、南アフリカ、スペイン、スイス、トルコ、英国、米国

FSB:“Thematic Review on Money Market Fund Reforms: Peer review report”Feb 2024,Table1より

* LVNAVはEUで許可されているが、提供しているのはFSBメンバーでないアイルランド、ルクセンブルクなど。

(2) 運用資産の種類

FSBの各法域はMMFの運用資産を様々なやり方で制限し、信用度が高く、短期金融商品で、少なくとも一部は流動性が極めて高いものが許可されている。適格な金融商品の例には、CP、CD、銀行預金、政府証券と適格な担保で裏付けられたレポ取引がある。なお、一部の法域では、投資可能な資産の種類が提供できるNAVの種類などMMFの他の側面を決

定づける。例えば、英国と EU では公的債務 MMF だけが安定 NAV となりうる。米国ではガバメント MMF（とリテール MMF）が安定 NAV として運営できる。MMF には運用資産の多様化も要請され、単一の発行体への投資や資産の種類が制限されることが多い。

(3) 適格な投資家

日本、韓国、南アフリカ、米国は一定の種類 MMF に投資できる投資家を制限している。例えば、米国ではリテール MMF では自然人に限られ、機関投資家ファンドは法人、小企業や退職プランなど幅広い投資家が保有できる。制限がない場合、機関投資家の保有が大半を占める傾向がある。2022 年末時点で EU では CNAVMMF は機関投資家が 95% 保有、LVNAV は 87%、VNAV で 87% だった。南アフリカでは企業財務部門などの比率が高まっている。中国ではリテール投資家による保有が主だが機関投資家の保有も増えている。

図表2：各法域の投資家の構成(2022年)

法域	機関投資家	リテール	国内	海外
アルゼンチン	95%	5%	n/a	n/a
オーストラリア	71%	29%	n/a	n/a
ブラジル	88%	12%	99.9%	0.1%
カナダ	39%	45.7%	n/a	n/a
中国	36%	64%	n/a	n/a
EU	93.1%	6.9%	47.4%	52.6%
フランス	88.3%	11.7%	n/a	n/a
ドイツ	71%	29%	54%	46%
香港	n/a	n/a	93%	7%
インド	82.5%	17.5%	99%	1%
インドネシア	0.2%	99.8%	99.9%	0.1%
イタリア	82%	18%	95%	5%
日本	0%	100%	100%	0%
韓国	91%	9%	9%	91%
メキシコ	99.7%	0.3%	98.6%	1.4%
オランダ	98.9%	1.1%	100%	0%
サウジアラビア	n/a	n/a	n/a	n/a
シンガポール	n/a	n/a	n/a	n/a
南アフリカ	n/a	n/a	n/a	n/a
スペイン	18%	82%	99%	1%
スイス	9%	91%	n/a	n/a
トルコ	n/a	n/a	n/a	n/a
英国	77.5%	22.5%	n/a	n/a
米国	90%	10%	n/a	n/a

FSB: “Thematic Review on Money Market Fund Reforms: Peer review report” Feb 2024, Annex2 より

(4) 外国通貨建ての MMF

MMF は自国通貨建てが多いが、EU、香港、メキシコとスイスは例外的である。2022 年末で EU 籍の MMF はドル建てが運用資産残高の 34% で、ポンド建てが 21% だった。スイスはドル建てが 48%、スイスフラン建てが 37%、ユーロ建てが 13%。香港ではドル建てが 49%、メキシコでは外貨建てが 9% だった。

(5) 流動性に関する規制

FSBの各法域は、解約請求に応えるために、MMFに日次・週次の流動資産比率の制限を課している。2023年の改革で米国では、全てのMMFに総資産の50%以上の週次流動資産(WLA: Weekly Liquid Assets)、ガバメントMMFとプライムMMFには25%以上の日次流動資産(DLA: Daily Liquid Assets)を求める。EUと英国はCNAVとLVNAVMMFはWLA30%、DLA10%、VNAVはWLA15%、DLA7.5%である。なお、英国では全てのMMFに対するDLA15%、WLA50%への引き上げと流動資産比率と流動性管理手段との結びつきの除去が提案されている。日本の流動資産要件は30%である。インドでは、①MMFの種類によって10%か20%の流動資産、②強化された流動性枠組みで特定された比率、のどちらか高い方の維持が求められる。

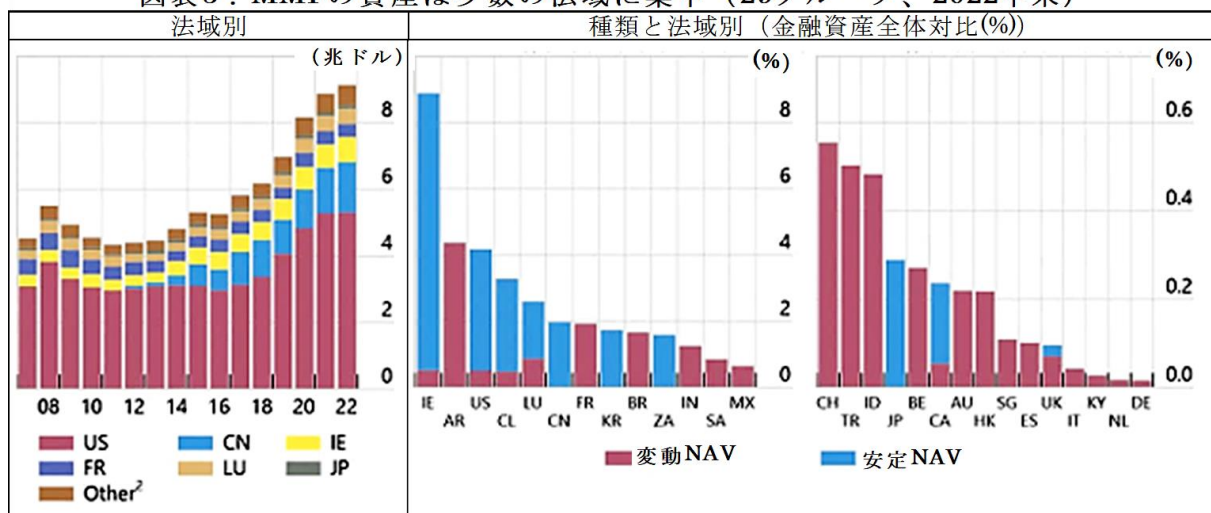
(6) 運用資産の満期の制限

MMFでは運用資産の満期もポートフォリオまたは個別で制限されている。ポートフォリオでは、WAM(加重平均満期～変動利付債は次回金利変更日で計算)とWAL(加重平均残余期間)が制限される。WAMでは短期市場金利の変化への感応度が測られ、WALは信用リスクを測りポートフォリオの流動性リスクを制限するために用いられる。

2. 2020年以降の主な動き

MMFの規模は2022年末に9兆ドルに達し、米国(58%)、EU(18%～アイルランド、フランスとルクセンブルクが主)、中国(17%)に集中している。国内金融資産対比では、これらの法域とアルゼンチンが高い。2020年3月の新型コロナに起因する“現金への殺到”ではEU、英国、米国でストレス状況が発生したが、中国、日本、スイスでは生じなかった。

図表3: MMFの資産は少数の法域に集中(29グループ、2022年末)



FSB: “Thematic Review on Money Market Fund Reforms: Peer review report” Feb 2024、グラフ1より
2020年～2022年の間に米国と中国ではMMFが全般的に増えたが、EUでは若干減少した。CNAVMMFは政府債の比率を66%から24%に下げ、レポを22%から57%に増やし、

LVNAV と VNAV は金融部門へのエクスポージャーを増加させた。なお、英国と EU では、2022 年 9 月に LDI ファンド問題で一部の MMF にストレスが生じた。一方、米国では 2023 年 2 月～4 月の銀行部門のストレス時に MMF はかなりの資金流入を経験した。

III. MMF の脆弱性の評価

2008 年の金融危機や特定法域のイベント（最近では 2020 年 3 月の新型コロナショック）は MMF の構造的脆弱性を示している。脆弱性は非公共債務 MMF などのよりリスクが高い資産に投資する MMF で目立ち、システム全体に影響する。加えて一部の MMF のクロスボーダーの資金調達と投資のフローは、国境と市場を越えて脆弱性を伝播させかねない。

1. 主要な脆弱性

今回の調査では FSB メンバー中の 12 法域が MMF の脆弱性を報告しており（図表 4）、内 9 法域（グローバルな MMF の 96%を占める）は、一定の条件で MMF に伴う脆弱性が金融安定への懸念を引き起こしかねないとしている。

図表 4：回答した各法域の MMF の脆弱性の自己評価

	はい	いいえ
MMF の脆弱性を認識	中国、EU、フランス、インド、インドネシア、日本、韓国、メキシコ、サウジアラビア、南アフリカ、英国、米国	アルゼンチン、オーストラリア、ブラジル、カナダ、ドイツ、香港、イタリア、オランダ、シンガポール、スペイン、スイス、トルコ
MMF の脆弱性は金融安定への懸念を引き起こしかねない	中国、EU、フランス、日本、韓国、メキシコ、南アフリカ、英国、米国	アルゼンチン、オーストラリア、ブラジル、カナダ、ドイツ、香港、インド、インドネシア、イタリア、オランダ、サウジアラビア、シンガポール、スペイン、スイス、トルコ

FSB: “Thematic Review on Money Market Fund Reforms: Peer review report” Feb 2024, Table2より

12 法域中の 11 法域は、流動性ミスマッチが主な脆弱性の一つだとしている。MMF は投資家によって短期の投資及びキャッシュマネジメント手段にされ、投資家はストレス時には流動性を得て支払い（証拠金請求や予防的現金バッファー構築）にあてるため MMF を解約しようとする。これは 2020 年 3 月に見られたような急激で大規模な解約圧力につながりかねない。また、こうした変動は、先行者利益によって増幅されかねない。

MMF の脆弱性は各法域で異なり、資産の特性や構造（安定 NAV か否か）、投資家の構成、通貨（本国通貨か外貨建てか）、投資家が MMF を利用する理由などの諸要素に依存する。いくつかの当局は法域内に MMF に伴う脆弱性があるとは考えていない。これは主に、MMF の流動性ミスマッチがないかほとんどないからである。少数の法域は、高品質で流動性が高い資産だけの運用が認められているとしている。また、安定 NAV ではなく MMF が日々評価されていることが、追加的な強靭性を提供する重要な特質だとされている。

2. MMFの脆弱性の諸要因

(1) 資産の特性：“安全で流動的”か“リスクがあり非流動的”か

MMFの資産特性は、流動性ミスマッチの程度や解約に対してどれだけ脆弱かを左右する主要な特質である。MMFに脆弱性があるとしていない一部の法域は、高品質で流動性が高い資産（キャッシュ及び短期政府債など）の保有が求められるとしている。2つの当局が90～95%の範囲での高流動性資産の保有を報告している。反対に、MMFがよりリスクのある資産（金融部門や企業の短期債務）をかなり保有する場合、当局はそうしたMMFが急な解約に対してより脆弱だと認識している。CPやCDはストレス時に流通市場が非流動的な状況になりかねず、常に迅速な売却ができるとは限らない。

(2) 構造～NAVは安定的か

NAVが安定的か変動するかというMMFの構造は、先行者利益を左右し市場の混乱時に解約を急ぐインセンティブに影響する。いくつかの当局は変動NAVが安定NAVなどと比べて先行者利益を弱めるとしており、このためVNAVだけが許可される法域もある。なお、英国やEUのLVNAVのように安定NAVから変動NAVに変化する可能性があることは、投資家が予防的に解約するインセンティブとなりかねない。

(3) 投資家の構成～機関投資家とリテール投資家の比率及び種類

MMFが大規模で急激な解約圧力にどれだけ脆弱かは、投資家の構成（図表5）にも依存する。リテール投資家と比べると大規模で洗練された機関投資家（他の投資ファンド、資産運用会社、保険会社や大手企業投資家など）は、証拠金請求に応じるためや（他のファンドなら）解約に応じるために現金を引き出す必要があるなど、ストレス時の反応が異なっている。予防的な現金バッファを築きたいこともあるだろう。

図表5：MMF市場の追加的な特質（2022年末）

	はい	いいえ
	主に（50%超）機関投資家	主にリテール投資家
投資家の構成（機関投資家かリテールか）	アルゼンチン、オーストラリア、ブラジル、EU、フランス、ドイツ、インド、イタリア、韓国、メキシコ、オランダ、英国、米国	カナダ、中国、インドネシア、日本、スペイン、南アフリカ、スイス
	主に（50%超）海外投資家	主に国内投資家
投資家の構成（海外か国内か）	EU、韓国	アルゼンチン、ブラジル、ドイツ、スペイン、香港、インド、インドネシア、イタリア、日本、メキシコ、オランダ
	外貨建てが、かなりのシェア（30%超）を占める	概ね国内通貨建て
通貨建て	EU、香港、スイス	アルゼンチン、ブラジル、中国、フランス、ドイツ、インド、イタリア、日本、韓国、メキシコ、スペイン、英国、米国

FSB: “Thematic Review on Money Market Fund Reforms: Peer review report” Feb 2024, Table3より

特定の種類の投資家への集中など投資家層の相関も、投資家が同様なショックと短期資金需要に直面し大規模で急な解約につながりうる。英国の LDI 問題はその一例。当局が MMF の脆弱性を報告した法域は、機関投資家がリテール投資家を上回る傾向がある⁴⁾。

外国通貨建て MMF 及び結果として生じるクロスボーダーの影響が MMF を不安定化させる効果が報告されている。大半の法域の MMF 業界は、ほぼ自国通貨建て資産だけだが、EU、香港、メキシコ、スイスには外国通貨建て資産をかなり保有する MMF がある。主なリスクは資産を運用する外国市場が止まり、影響がクロスボーダーに波及することである。

3. MMF に関連した最近のインシデントとその教訓

最近では、2020 年 3 月の市場混乱以外に以下の流動性、信用ストレスイベントがあった。

- ・2022 年 9 月に LDI 戦略を行う英国の年金ファンドが担保と証拠金請求に直面し、請求に応えるために年金基金と LDI ファンドが MMF を解約、英国と EU のポンド建て MMF の一部で 2020 年 3 月を上回る資金流出が生じた。LVNAVMMF では市場のボラティリティで NAV の乖離が拡大して制限に近づいたものもあった。ただし、変動 NAV への転換はなかった。イングランド銀行の英国債市場への介入によって市場のストレスは漸く収まった。
- ・マクロ金融環境が MMF のストレスの引き金になることがあり、韓国では 2022 年後半の韓国と米国の利上げが一時的に影響した。カナダでは 2020 年に格下げで最低要件に従うために資産売却が必要になった MMF で影響が発生した。複数のファンドが同時に売却することによる影響を避けるために、カナダの当局は 12 ヶ月の猶予期間を付与した。
- ・南アフリカでは過去 20 年間に 2 つの銀行が破綻し MMF が保有する短期資金商品に影響が及んだ。ただし、当局によれば 1 つの MMF が 1 行について発行体上限まで保有していただけで、影響は抑えられた。コミュニケーションが投資家の信認維持に重要だった。
- ・2019 年にアルゼンチンの MMF は公的債務リストラクチャリングに続いて重大な市場ストレスを経験し、大規模な解約が生じた。当局によれば解約請求で問題は起きなかった。

4. クロスボーダーの影響と通貨建ての検討

MMF は、ポートフォリオが海外発行体で構成されていたり、投資家層の多くが海外投資家だったり、外国通貨建てである場合があり、クロスボーダーの影響と通貨建ての検討が重要である。外国通貨建て MMF の多くはアイルランドやルクセンブルクなど EU 籍のものであり、大半がポンド建てかドル建てである。海外投資家による急な引き出しもクロスボーダーの波及を引き起こしかねない。韓国、アイルランド、ルクセンブルクでは、海外投資家がそれぞれの 91%、76%、59%を占めている。なお、FSB 法域の半分では、海外投資家の保有比率についてすぐに利用できる情報がなかった。

4 図表 4 によれば日本は自己評価で脆弱性を認識している。だが、図表 2 にあるように 100%リテール投資家が保有していて例外的である。

IV. MMF の脆弱性への対処状況

2021 年の FSB の報告書は、FSB メンバーは各々の法域の MMF の脆弱性を評価し、報告書の政策枠組みとツールキット⁵⁾を用い、各国の枠組みに沿って脆弱性に対処するとしていた。ツールキットは特定された MMF の脆弱性への対処メカニズムを設定しているが、一つの手段だけでは対処がしづらいため、組み合わせを検討すべきである。

1. 2021 年時点で実施されていた解約コスト賦課措置

MMF の一定の特質が解約する投資家に先行者利益をもたらし、資金流出とそれに伴うリスクの増幅をしかねない。解約する投資家へのコスト賦課は、こうしたリスクを削減できる。24 法域中の 21 法域が解約コストを賦課する LMT（流動性管理ツール）の利用をファンドのマネージャーに許可している。なお、こうした LMT は、MMF だけでなく全ての OEF で利用可能で、MMF では利用されることがほとんどない。

2021 年時点で実施されていたツールは、一般的にはファンドマネージャーの裁量だが、インドでは、市場混乱時には市場規制当局が MMF を含む債券 OEF に、スイングプライシングを命じることができる。EU では流動性手数料が利用可能で、カナダとブラジルでは規制レジームや定款でスイングプライシングが利用可能だが、実際には用いられていない。利用の許可は、大半の法域で定款と募集要項での開示が求められる。EU、韓国、オーストラリア、メキシコでは、こうしたツールの利用はストレス時のみとしている。なお、いくつかの法域ではファンドマネージャーはスイングプライシングなどを用いたときに当局への報告が求められておらず、結果として使用についての正確なデータはない。

2. 解約に伴うコストの賦課

いくつかの法域⁶⁾が大規模な解約と先行者利益に結びついた MMF の脆弱性を認識している。MMF の脆弱性に対処する政策手段の採用の 2021 年以降の進展は限定的だが、大半の法域の規制枠組みでは、ツールの裁量的な利用が既に許可されていた⁷⁾（図表 6）。

図表 6：解約のコストを投資家に賦課する手段

手段	2021年のFSBの報告書以前に政策を導入	2021年のFSBの報告書後に改革を実施
解約手数料、希釈化防止賦課金及びスイングプライシングまたは経済的に同等な手段	アルゼンチン、オーストラリア、ブラジル、カナダ、中国、EU、フランス、ドイツ、香港、インド、イタリア、韓国、メキシコ、オランダ、シンガポール、南アフリカ、スペイン、スイス、トルコ、英国、米国	米国

FSB:“Thematic Review on Money Market Fund Reforms: Peer review report”Feb 2024,Table4 より

5：提案された政策オプションは、スイングプライシング、損失の吸収、閾値効果の削減、安定 NAV の排除、適格資産の限定など。概要は本稿末の参考図表を参照（FSB の 2021 年の報告書に基づいて作成）。

6：報告書の注 43 によれば、中国、EU、フランス、イタリア、韓国、メキシコ、英国、米国。

7：報告書の注 44 によれば、インドネシア、日本、サウジアラビアは例外。

若干の法域が MMF 規則の修正を採用し、または計画している。

- ・米国では 2023 年 7 月に SEC が MMF に関する規則の修正を採用した。これには強制的な流動性手数料枠組み、より高い流動性比率制限が含まれている。
- ・EU では全ての OEF について LMT の利用可能性を強化しようとしている。新しい規則は MMF に直接適用され、マネージャーに少なくとも一つの LMT を、解約手数料、スイングプライシング、希釈化防止手数料などを含むリストから選ぶことを求めている。新しい規則は 2024 年中に有効になると予想されている。
- ・英国当局は、2023 年 12 月に MMF 改革に関する市中協議文書を公表した。市中協議の提案は、MMF に対して少なくとも一つの LMT が利用可能なことの要請を含む。これによって、英国の MMF マネージャーの既存のグッドプラクティスが正式なものにされる。
- ・南アフリカは現行の法律の書き直しを行い、その中で FSB 報告書の政策手段の選択肢も検討している。市中協議を経て 2024 年末までの採択を目指して議会へ提出する予定。
- ・オーストラリアでは、2023 年 3 月に MMF を含むファンドの規制についてのレビューの範囲を公表した。レビューの結果は 2024 初期に政府に提供されると予想されている。

3. 損失の吸収

MMF の損失吸収能力を改善する改革は、2021 年の前も後も最も普及していない。FSB の 2021 年の報告書は、MBR (ミニマム・バランス・アット・リスク) と資本バッファーを選択肢としたが、MBR を実施した法域はなく、資本バッファーは中国だけが 2023 年に実施した。EU では 2013 年の改革案に資本バッファーが含まれていたが、最終案で流動化手数料とゲートに置き換えられた。代替的な選択肢にファンドへの外部支援の容認があり、中国、日本、米国はファンドマネージャーの支援を許容している。だが、EU は認めていない。

4. 閾値効果の削減

MMF は投資家の流動性需要の高まりで閾値効果に晒されかねない。EU、英国、米国では規制上の閾値抵触と LMT の発動が結びついていた。閾値効果とそれに伴う過度の解約圧力抑制のために FSB は、①閾値と手数料やゲート導入の結びつき除去、②安定 NAV を外す、を示していた。いくつかの法域が結びつきを除去したか、結びつきがなかった(図表 7)。

図表 7： 閾値効果を削減し安定NAVを外す手段

手段	2021年のFSBの報告書以前に政策を導入	2021年のFSBの報告書後に政策を実施
規制の閾値と手数料やゲートの発動との結びつきを除去／結びつきがない	アルゼンチン、ブラジル、カナダ、中国、香港、インド、インドネシア、日本、韓国、メキシコ、サウジアラビア、シンガポール、南アフリカ、スイス、トルコ	米国
安定NAVを外す／安定NAVがない	アルゼンチン、ブラジル、インド、インドネシア、メキシコ、シンガポール、スイス、トルコ	なし

FSB:“Thematic Review on Money Market Fund Reforms: Peer review report”Feb 2024,Table6 より

FSB の 2021 年の報告書は、安定 NAV の除去も先行者利益を制限する政策の選択肢としていた。同報告書の公表前に 24 法域中のアルゼンチン、ブラジル、インドなど 8 法域では、安定 NAVMMF は許可せず、VNAVMMF だけが許可されていた。フランス、ドイツ、イタリア、オランダ、スペインでは CNAV、LVNAV と VNAV が許可されていたが、現状では VNAV ファンドだけで市場は構成されている。

米国は 2023 年 7 月に規制上の流動性閾値への抵触と LMT の使用の結びつきを外す改革を採用した（10 月から効力発揮）。英国は 2023 年 12 月の市中協議で、流動性水準と LMT の使用の結びつきの除去を提案した。なお、オーストラリアも 2023 年 3 月に流動性リスクの管理の検討を含む投資スキーム規制のレビューを公表している。南アフリカは規制の見直しを行っており、それには FSB 報告書の政策選択肢を検討も含まれている。

安定 NAV を除去した法域はない。2022 年の EU の市中協議で利害関係者は、投資家が適切な代替商品を見つけづらいと主張した。英国の市中協議では、追加のストレステスト要件と運営上の強靱性強化による LVNAV 構造の強靱性の向上が提案されている。

米国では変動 NAV 要件の拡張が検討されたが、ストレス時でもリテール投資家は機関投資家と比べて取り付けの傾向をあまり示さなかったとされ、また、ガバメント MMF では資金流入しがちだった。SEC は、こうした MMF では変動 NAV が取り付けリスクを減らす利点は少ないとした。加えて、変動 NAV は、①MMF の魅力を低下させ、規模をかなり縮小させかねない、②MMF の規模縮小はホールセール資金調達の利用可能性と発行体の資本へのアクセスを減じる、③オペレーション、会計、税制上の課題が発生する、とされた。

5. 流動性変換の削減

FSB の 2021 年の報告書は流動性変換削減の選択肢として、①適格資産の制限、②追加の流動性要件、を示していた。2021 年時点でもオーストラリアを除く全ての法域で、流動性変換の削減を目指す手段として、適格資産の制限か追加の流動性要件があった（図表 8）。

図表 8：流動性変換を削減する手段

手段	2021年のFSBの報告書以前に政策を導入	2021年のFSBの報告書後に改革を実施
適格資産を制限	アルゼンチン、ブラジル、カナダ、中国、EU、フランス、ドイツ、香港、インド、インドネシア、イタリア、日本、韓国、メキシコ、オランダ、サウジアラビア、シンガポール、南アフリカ、スイス、英国、米国	中国、インドネシア
追加の流動性要件と対応強化の手順	アルゼンチン、カナダ、中国、EU、フランス、ドイツ、香港、インド、インドネシア、イタリア、日本、韓国、メキシコ、オランダ、サウジアラビア、シンガポール、南アフリカ、スペイン、スイス、英国、米国	中国、インド、日本、韓国、スイス、米国

FSB:“Thematic Review on Money Market Fund Reforms: Peer review report”Feb 2024,Table7 より

2021年のFSBの報告書の公表以降に実施、提案された措置は以下の通り。

- ・中国の新しい規則は20%のWLA要件と15%の非流動資産の制限を含む。レポ、銀行定期預金（満期10取引日以上）が非流動性資産に含まれる。
- ・インドでは流動性バッファ要件に加えて、投資家の特性、集中、歴史的な解約パターンのバックテストを考慮して計算したRaR（Redemption at Risk）、CRaR（Conditional Redemption at Risk）による追加の流動性維持が求められる。
- ・インドネシアのミューチュアルファンド（MMFを含む）は、大規模な予想外のイベントや緊急時には、流動性管理ツールとして現物での解約を利用できる。
- ・日本ではMMFのキャッシュ的な特徴の強化が優先事項であり、新しい規則⁸でMMFは、30%以上の日次の流動性資産の保有が求められている。
- ・韓国は適格資産を制限する（例えばCDは満期6カ月以下）新しい規則を導入、追加要件としてDLA10%、WLA30%が求められる。
- ・スイスは、流動性資産保有比率として、自国通貨は日次で最低5%、外貨建てでは7.5%が導入され、2022年1月に有効になった。
- ・英国ではFPC（Financial Policy Committee）が、MMFはより多くの流動性資産を持つべきだと判断し、2023年12月の市中協議で日次の流動性資産15%、週次の流動性資産50%への引き上げを提案した。
- ・米国では2023年7月の改革で、免税MMF以外は25%以上のDLAの保有、全てのMMFでは50%のWLA保有が求められるようになった。

図表9：日次流動資産（DLA）と週次流動資産（WLA）の要件					
法域	必須の流動性 バッファ	変動NAV		安定NAV	
		DLA	WLA	DLA	WLA
オーストラリア、ブラジル、インドネシア、トルコ	なし	なし	なし	なし	なし
アルゼンチン	あり	あり	なし	n/a	n/a
カナダ	あり	5%	15%	n/a	n/a
中国	あり	なし	なし	5%	10%か20%
EU	あり	7.5%	15%	10%	30%
香港	あり	7.5%	15%	7.5%以上	15%以上
インド	あり	なし	なし	n/a	n/a
日本	あり	n/a	n/a	30%	なし
韓国	あり	10%	30%	n/a	n/a
メキシコ	あり	なし	なし	n/a	n/a
サウジアラビア	あり	n/a	n/a	なし	10%
シンガポール	あり	10%	20%	n/a	n/a
南アフリカ	あり	なし	なし	なし	なし
スイス	あり	5%または7.5%	なし	n/a	n/a
英国	あり	7.5%（15%）	15%（50%）	10%（15%）	30%（50%）
米国	あり	25%	50%	25%	50%

FSB:“Thematic Review on Money Market Fund Reforms: Peer review report”Feb 2024,Table8より

8 日本の規則改正の詳細は、投資信託協会が令和5年1月19日に改正した「MRF及びMMFの運営に関する規則」、
「MRF及びMMFの運営に関する規則に関する細則」と改正に際しての令和4年11月11日の意見募集を参照。

南アフリカは、規制変更で FSB 報告書の全ての政策選択肢を検討する。オーストラリアは流動性変換を主要な脆弱性と認識していないが、レビューでは流動性要件も検討する。EU の諸当局は流動性変換を主要な脆弱性と認識しており、ESRB の提言と ESMA の政策提案には、MMF の DLA と WLA の最低流動性要件が選択肢として含まれている。一方、サウジアラビアは、脆弱性を認識しているが現行の規則で十分だとしている。

各当局が流動性変換を削減するためには、政策選択肢を調整することが課題である。全ての法域が何らかの政策を導入しているが、適切な政策手段の調整は、MMF の資産が取引される短期資金市場や潜在的なクロスボーダー効果を含む各法域の状況に依存する。各法域の DLA、WLA 要件は様々であり（図表 9）、再調整が必要かを検討するべきである。

6. MMF の強靱性向上が期待される補完的手段

FSB の 2021 年の報告書は、MMF の強靱性向上の補完的手段を提示している。現時点で多くの法域は補完的手段の採用を検討していないが、少数の法域が計画の情報を提供した。

- ・インドはミューチュアルファンドのバックストップ・ファシリティ（CDMDF）を採用。CDMDF は、投資適格な社債のファシリティで安定を提供し投資家の市場への信頼を高める。CDMDF は恒久的な制度的枠組みとして流通市場の流動性の強化を目指し、市場のストレス時に発動が可能で、市場混乱時にミューチュアルファンド業界のセーフティネットとして機能し、社債市場を支援して安定を提供する。

- ・英国は一定範囲の補完的手段を実施し、FSB の短期資金市場に関する作業に基づいて他の手段を検討すると表明した。英国は MMF に対して流動性、信用、金利、スプレッド、解約及びマクロ経済的なシステミックショックについてのストレステストを求めている。

- ・米国の SEC も、MMF が短期資金市場の全てではなく、最近の MMF 改革では短期資金市場に結び付いた全ての将来の問題を解決はしないと認識した。ただし、2020 年 3 月のイベントから、MMF はストレスの管理でより機能し投資家への害を軽減するツールが必要なが分かり、そのために MMF 改革での修正を採用した。

- ・サウジアラビアは、MMF の規制枠組みでのストレステストと透明性要件の採用を表明した。MMF のマネージャーは、リスクを見出すために少なくとも年に二回ストレステストを行い、そうしたリスクに速やかに対処しなければならない。

- ・EU の MMF 規則には詳細な報告と定期的なストレステスト要件が含まれている。ストレステストのパラメーターは、ESMA が ECB と協調して決める。

7. 政策のクロスボーダーの波及、規制裁定への対処

英国、EU は、クロスボーダーの波及や規制裁定への懸念への対処を実施または検討している。英国では、ポンド建て MMF の大半（資産の 90%以上）が英国外の EU 籍（アイル

ランド、ルクセンブルク) である。また、英国の投資家は、ドルなど他の通貨建て MMF を利用している。このため、国際的な政策と英国の政策が組み合わさった影響が、MMF がもたらすシステムリスクの性質と程度を左右する。この分野は英国にとって重要であり、英国は FSB の基準の実施を通じた協調された国際的行動を促すとしている。

EU では、クロスボーダーの波及や規制裁定への懸念は AIFMD/UCITS のレビューで検討されている。EU 内の規制裁定について欧州委員会は、提案された規則による EU 諸国での利用可能な LMT の調和のとれたリスト導入がリスクを軽減するという見解である。

なお、この分野の対応を検討していない法域は、MMF 部門の規模や MMF が主に国内投資家に保有され、国内資産に投資していることをその理由としている。

V. 結論に代えて

FSB のメンバー法域は、FSB の 2021 年の政策提言を踏まえて MMF の脆弱性による金融安定へのリスクに対処してきている。今後、脆弱性の評価や各法域での MMF 部門の重要性、グローバルな観点での影響の大きさを踏まえた改革の更なる進展が望まれる。

報告書が指摘しているように中国、日本、スイスでは 2020 年 3 月の新型コロナショックでストレス状況が発生しなかったのだが、2021 年の FSB の政策提案以降に追加の対応策を実施している。一方で、ストレス状況が発生した EU、英国、米国では、米国は新たな政策手段を導入したが、EU と英国は改革の最終化に向けて検討中である。グローバルにみた MMF の法域別の内訳では、米国と EU のシェアがかなり大きいこともあり、EU と英国の MMF 改革の着実な実施を期待したい。

日本の場合、現状では証券口座の決済用に個人投資家が利用する MRF のみが提供され、過去のストレス時も MRF でストレス状況は発生していない。さらに報告書でも紹介されているように、商品性のキャッシュ的な側面を強める規則の改訂が行われている。報告書では日本も自己評価で MMF の脆弱性の懸念があるとされているが、規則改定後の運用状況をモニタリングして懸念がどの程度あるのかをフォローしていくべきだろう⁹⁾。

以上

9：日本ではマイナス金利政策が MRF の運用を制約し、一定のマイナス金利の適用除外措置はあったが、潜在的な元本割れリスクの要因だったと考えられる。マイナス金利政策解除によって脆弱性の懸念が低下したのなら幸いである。

参考図表：MMFの強靱性を向上のための代表的な政策オプションその拡張／派生

代表的なオプション	強靱性向上メカニズム	主たる目的	従たる目的	拡張／派生オプション
スイングプライシング（または経済的効果が同等な政策）	解約を行う投資家にそのコストを負担させる	金融安定を損なう解約行動の可能性の低減	大規模解約の影響緩和	当局によるマクロブレードンスの見地でのスイングプライシング
Minimum balance at risk (MBR)	損失吸収	金融安定を損なう解約行動の可能性の低減		
資本バッファー	損失吸収	金融安定を損なう解約行動の可能性の低減	大規模解約の影響緩和	スポンサーサポート、流動性提供銀行
規制上の閾値と解約手数料やゲート発動との関係の解消	閾値効の減少	金融安定を損なう解約行動の可能性の低減	大規模解約の影響緩和	当局による解約手数料やゲート発動の認可、MMF投資家の集中制限、カウンターシクリカルな流動性バッファー
固定NAVの排除	閾値効の減少	金融安定を損なう解約行動の可能性の低減		
適格資産の限定	流動性変換の減少	大規模解約の影響緩和		MMFを政府系債務に投資するものに限定する、現物払いでの解約、日々取引の排除、保有流動性に基づいた解約の繰延べ
新たな流動性要件やエスカレーションプロセス	流動性変換の減少	大規模解約の影響緩和	金融安定を損なう解約行動の可能性低減	

出所：FSB “Policy proposals to enhance money market fund resilience final report” October 2021, Table3

より。なお、市中協議での金融庁作成の概要を参照し作成した注3の拙稿の図表3を修正して使用。