

## FSB 市中協議文書「MMF の強靱性向上のための政策提案」の概要

### コロナ禍で示された脆弱性へ向けた政策対応の考え方を提示

金融庁 総合政策局 総務課 国際室 課長補佐 泉原 智史

新型コロナウイルス感染症の全世界的な拡大に伴い、2020年3月に生じた市場の混乱は、金融安定の観点からさまざまな教訓を残した。特に、マネー・マーケット・ファンド（MMF）は、世界金融危機後に大規模な改革が実施されたにもかかわらず、米欧を中心に、一部商品から多額の資金流出が生じた。混乱は中央銀行の公的介入等により収束したが、同時に過去の改革が不十分だったのではないかという疑問を惹起した。<sup>1</sup>これを受け金融安定理事会（FSB）は今年6月30日、今後のあり得る改革の内容を示す市中協議文書「マネー・マーケット・ファンド（MMF）の強靱性向上のための政策提案」を公表した。本稿では、本市中協議文書の内容と、今後の議論の流れについてご紹介したい。

#### 市中協議文書の構成

市中協議文書の全文は FSB ウェブサイト<sup>2</sup>に、公表時のプレスリリースの訳文等は、金融庁ウェブサイト<sup>3</sup>に掲載されている。

市中協議文書は、意見を求める質問事項、報告書本文、および補足説明としての Annex に大別される。質問事項は報告書本文の各部に対応し、記載内容の適切さや、市中協議に至る議論で浮かび上がった論点に関する意見を問うものである。質問の仮訳は、図表 1 を参照されたい。

---

<sup>1</sup> 例えば、金融安定理事会（FSB）クオールズ議長は「10年の間に二度の取り付け騒ぎを目撃した」と評し、イングランド銀行ベイリー総裁も「MMF は、二度にわたって十分な強靱性を有しないことを知らしめた」と述べている。

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/quarles20210330a.htm>

<https://www.bankofengland.co.uk/speech/2021/may/andrew-bailey-international-swaps-and-derivatives-association>

<sup>2</sup> <https://www.fsb.org/2021/06/policy-proposals-to-enhance-money-market-fund-resilience-consultation-report/>

<sup>3</sup> <https://www.fsa.go.jp/inter/fsf/20210702.html>

図表 1 : FSB 市中協議文書質問仮訳

全体	
1	MMF 改革が対処すべき主な脆弱性は何ですか。あなたの法域における MMF のどのような特徴と機能が、改革の対象とされるべきですか。
2	各法域においてまたは世界的に MMF の強靱性を高め、将来における例外的な公的介入の必要性を最小限に抑えるために、どのような政策オプションが最も効果的ですか。
3	投資家による資金管理目的での MMF の利用と、ストレス時の市場における流動性の制約を、どのように調和させることができると考えますか。
MMF の形態・機能・役割	
4	報告書は、MMF の構造、投資家と資金調達者のための機能、短期金融市場における国境を越えた MMF の役割を正確に記述していますか。報告書の検討が及んでいないその他の要素はありますか。
5	投資家と資金調達者両方の観点から、潜在的な MMF の代替商品を正確に記述していますか。公的債務に投資する MMF とそれ以外の MMF で、代替商品はどの程度異なりますか。他に考慮すべき問題はありますか。
MMF の脆弱性	
6	2008 年および 2020 年の経験を踏まえ、最も重要な MMF の脆弱性が適切に記述されていますか。あなたの法域にはほかに留意すべき脆弱性がありますか。
MMF の強靱性を高める政策提案	
7	報告書は、MMF の強靱性を高めるための主要なメカニズムを適切に分類していますか。他に考えられるメカニズムはありますか。これらのメカニズムはすべてのタイプの MMF に適用されるべきですか。
8	評価の枠組みは、MMF 政策の改革がファンドの投資家、運用会社・スポンサーおよびその基礎となる短期金融市場に与える影響に関するすべての観点をカバーしていますか。他に考慮すべき点はありますか。
9	代表的な政策オプションは、MMF の脆弱性に対処するために適切かつ十分ですか。これらのオプションのうち、法域を超えて広く適用できるものはどれですか（もしあれば）。公的債務 MMF とそれ以外の MMF のそれぞれに対し、どのオプションが最も適切ですか。（現在の代表的オプションに加えて、あるいは現行のオプションの代わりに）代表的オプションに含めるべき他の政策オプションはありますか。
10	各代表的政策オプションの評価の概略は、主な強靱性上の利益、MMF および金融システム全体への影響、および運用上の考慮事項を十分に示していますか。これらのオプションの有効性を左右する可能性のある他の（例えば法域特有の）要因はありますか。
11	派生オプションの記述および代表的なオプションに対する主な類似点や相違点に関する比較は適切ですか。他に考慮すべき派生オプションはありますか。
12	当局および市場参加者によるリスクの特定とモニタリングを強化する各措置は、MMF 政策を補完するものとして適切ですか。これらの措置のうち、最も効果的なものはどれですか。その理由は何ですか。他に検討すべき措置はありますか。
政策を選択する際の考慮事項	
13	MMF の強靱性を高めるための政策を選択する際の重要な考慮事項として示されているものは適切ですか。ほかに言及すべき考慮要素はありますか。

14	互いに補完し合い、組み合わせることができるオプションはどれですか。あなたの法域において、MMF の脆弱性に対処するための最も適切なオプションの組み合わせは何ですか。MMF の種類と機能に応じた、最も効果的な組み合わせとしてどのようなものがありますか。
15	各当局は、MMF 改革の国境を越えた整合性をどの程度確保すべきですか。市場分断や規制裁定を避けるために、国際的に検討すべき最低限の政策の組み合わせや MMF の強靱性の程度はありますか。
<b>短期金融市場 (STFMs)</b>	
16	報告書は、STFM の構造と機能に関する問題や、ストレス時の STFM の MMF への作用を正確に記述していますか。
17	STFMs の全体的な強靱性を高めるために、他にどのような措置が検討されるべきですか。これらの措置は、MMF 政策の改革とどのように相互作用しますか。また、ストレス時に市場機能を維持する上でどれほど効果的と考えられますか。
<b>その他の考慮事項</b>	
18	MMF の強靱性を高めるために考慮すべき他の論点はありますか。

(出所) FSB 市中協議文書から筆者作成。

報告書本文においては、議論の経緯を示す第 1 部に続いて、第 2 部と第 3 部が現状認識を示し、第 4 部から第 6 部が、認識された問題への対応策を論じている。

### MMF の形態、機能および役割

第 2 部は、MMF の形態、機能および役割を紹介する。第 2 部は、第 4 部以降に示される対応策を評価する前提として、MMF が現在果たしている役割を認識するとともに、新たな政策措置の影響により MMF がその役割を果たすことが不可能になった場合に利用され得る代替物を特定することを意図している。

まず、MMF の形態等の概要を説明している。MMF と呼ばれる商品の範囲は法域により異なるが、ここでは、「元本の安定、日々の流動性、リスクの分散およびマネー・マーケットの実勢金利に沿った収益を目指して運用されるオープンエンド型投資ファンドをいう」と表現されている。MMF 内部の分類として、顧客に表示する資産価値の変動の有無により、固定価格表示 (固定 Net Asset Value=NAV)・変動価格表示 (変動 NAV) という分類が存在する。<sup>4</sup>

次に、MMF が短期金融市場で果たす役割と、投資家および資金の借り手に対して果たす機能を紹介している。MMF は、投資家に対しては資金管理と短期投資の機能を、借り手に対してはさまざまな通貨による短期資金の調達機能を提供している。さらに、これらの者にとって、MMF の潜在的な代替物となり得る商品 (例えば、銀行の預金や借入れ) を列挙している。

<sup>4</sup> 欧州は、一定の条件を満たすと固定 NAV から変動 NAV への変更が求められる LVNAV (Low Volatility Net Asset Value) MMF という分類を有する。

### 大規模返金請求に関する MMF の脆弱性

第3部は、MMF の脆弱性とそれを生じさせる仕組みを説明する。ここでは、二つの脆弱性が指摘されている。一つは、突然の大規模な返金請求を受けやすいこと。もう一つは、そのような請求に対し、資産売却での対応が困難となる可能性である。

そのうち、前者の大規模な返金請求を受けやすい理由として、次の五つの要素が挙げられている。すなわち、①保有資産の流動性と、持ち分の償還条件が相違していること（流動性変換）、②日々の資金管理に用いられており、突然の資金需要や解約圧力にさらされる可能性があること、③投資対象が信用リスクを有し、投資家の元本安定に対する信頼が突然失われる可能性があること。また一部の MMF に関しては④「閾値効果」と呼ばれる、投資家の予防的な解約行動を促進するメカニズムを有すること（図表 2 参照）、⑤機関投資家など市場動向に敏感な投資家が存在すること——である。

図表 2 : MMF 強靱化のための政策オプション

代表的オプション	強靱性向上のメカニズム	主たる目的	従たる目的	拡張/派生オプション
「スウィングプライシング」 解約に伴う取引コストをファンドにとどまる投資家が負担する構造があり、これが危機時の早期解約を促進している。そこで、取引コストが解約する投資家に転嫁されるよう、大規模な返金請求を受けた際にファンドの NAV を引き下げることを認める。	返金を求める投資家に、そのコストを負担させる	金融安定を損なう返金請求の可能性の低減	大規模な返金請求の影響緩和	ストレス時に、当局がスウィングプライシングのパラメーターを調整
「Minimum balance at risk (MBR)」 返金請求の一部 (MBR 持ち分) につき、投資家への返金を繰り延べる。重大な損失が生じた場合には、MBR 持ち分が吸収する。	損失吸収		大規模な返金請求の影響緩和	・MMF の関係業者 (スポンサー) による損失補填の制度化 ・MMF から保有商品を買取り対価として資金を供給する「流動性提供銀行」の設立
「資本バッファ」 損失を吸収し、ファンドの表示価格を維持するために、一定の資金を保持する。				

<p>「規制上の閾値と手数料や解約制限発動との関係解消」 規制上の閾値の超過と手数料・解約制限の発動がリンクしている場合、投資家は閾値を超えた場合に生じる事態を回避するために、予防的に返金を求める可能性がある（閾値効果）。これを防ぐために、規制上の閾値との関係を解消する。</p>	<p>閾値効果の減少</p>		<p>大規模な返金請求の影響緩和</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・手数料や解約制限発動に当局認可を求める</li> <li>・MMF 投資家が保有できる持ち分割合の上限を設定</li> <li>・カウンターシクリカルなかたちでの流動性バッファの調整</li> </ul>
<p>「固定価格表示（固定 NAV）の排除」 ファンドが固定の価格表示を行っているが、真の価値が表示価格を下回っているとみられる場合には、返金請求の誘因が生じる。変動価格表示を義務付けることで、この誘因を減少させる。</p>				
<p>「適格資産の限定」 資産のより多くの部分を短期で流動的な商品に投資することを要求する。</p>	<p>流動性変換の減少</p>	<p>大規模な返金請求の影響緩和</p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>・MMF を政府系債務に投資するものに限定</li> <li>・現物償還の実施</li> <li>・毎日の解約を認めない</li> <li>・保有する流動性に基じた返金の繰り延べ</li> </ul>
<p>「新たな流動性要件やエスカラーションプロセス」 既存の1週間で現金化可能な流動性の要求に加え、2週間で現金化可能なものを一定量保有する要求を導入する。また、規制上の閾値超過時に、強度の強くない措置から順に実施する。</p>			<p>金融安定を損なう返金請求の可能性の低減</p>	

(出所) FSB 市中協議文書等に基づき筆者作成。

MMF は、返金請求に対し、平時は保有商品の償還金により資金を調達することが多い。しかし、コマーシャル・ペーパー（CP）や譲渡性預金（CD）等、MMF が保有する商品の中には、流動性が低く、大量の返金請求に対して資産売却で対応することが容易ではないものがある。この点が、もう一つの脆弱性として指摘されている。

#### MMF の強靱性を向上させる政策提案

第4部は、市中協議文書の中核的部分である。MMF の脆弱性に対応する具体的な政策

オプションを提示し、その評価を行っている。

政策オプションは、前述の第3部で特定された二つの脆弱性のいずれかまたは両方に対処することを目的としている。この手段として各オプションは、①返金を求める投資家にそのコストを負担させる、②損失を吸収する、③閾値効果（規制上の閾値を超えた場合に解約制限等の措置が発動することを避けるために、投資家の解約行動が促進される効果）を減少させる、④流動性変換の程度を低減する——というメカニズムのいずれかを有するものと整理される。

各政策オプションの概要と、目的とメカニズムの関係を整理したのが図表2である。政策オプションは「代表的オプション」と「拡張・派生オプション」に分類される。代表的オプションは、金融安定への影響の度合いなどの複数の要素を考慮して選定されている。ただし、個別事情により、拡張・派生オプションの方がうまく機能する可能性も認識されている。

### モニタリングや短期金融市場に関する補足的措置

第5部は、ファンドマネージャーまたは当局によるリスクモニタリングに関する措置と、短期金融市場の機能を改善するための措置を示す。もっとも、これらはMMF改革を補完するものではあっても、代替はしないと整理されている。

リスクモニタリングに関する措置には、ストレステストに関する提案と、MMFおよび短期金融市場の透明性向上の提案が含まれる。ストレステストは、過去の改革の内容にも含まれるが、これを強化するべく、共通シナリオの作成や、MMFセクター全体でストレステストを行うという案が示されている。

MMFの投資対象である短期金融市場、特にCP/CD市場は、流動性が低いことが指摘されている。これらの機能を向上させるために、商品の標準化、決済の迅速化、ペーパーレス化、マルチラテラルな電子取引プラットフォームなどの考え方が示されている。

### MMFの役割に応じたオプションの選択方法

第6部では、政策オプションを採用し、これらを組み合わせる際の考慮要素が示されている。

採用するオプションを選択するに当たっては、MMFの脆弱性に対処する観点に加え、代替商品への移行可能性など、オプション導入によって生じるシステム全体への影響や、国境を越えた効果の波及といった要素も考慮する必要があるとされている。

まず、比較的単純で他と齟齬の少ないオプション（例えば、規制上の閾値と手数料や解約制限発動との関係解消）を採用し、これに他のオプションを組み合わせる考え方が示されている。また、オプションを組み合わせる際には、複数のオプションが相互に助け合う関係にあるのか、それとも足を引っ張り合う関係にあるのかを検討するべきであるとされている。

このための方法として、MMFを短期金融市場における意図された役割に基づき二つに分類し、この役割に向けてオプションの組み合わせを考える方法が提示されている。具体的には、MMFを、現金的(cash-like)なものと、投資的(investment-like)なものに分類する。

MMFを現金的な商品とする場合には、ファンドの信用リスク・流動性リスクを減ずる

オプション（例えば、資本バッファと適格資産の限定）を組み合わせる考えが示されている。これは、リスクのある借り手への資金提供能力が制限される効果も伴い得る。

他方、投資的な MMF を想定する場合は、リスクやコストを投資家に公平に負担させるためのオプション（例えば、スウィングプライシングと固定価格表示の排除）を組み合わせる例が示されている。もっともこれは、資金管理ツールとしての魅力を減じることにつながる。

いずれにせよ、オプションの組み合わせ次第で現在の MMF 利用者を他の商品や市場に移行させる可能性があることから、その影響を考慮する必要があるとされている。

### 今後の流れ

FSB は、8 月 16 日に市中協議を締め切り、10 月の G20 に向けて最終報告書を取りまとめる予定である。議論の過程において最大の論点であったのは、第 6 部に関連し、国際的に最低限共通化するべき政策措置の組み合わせ (minimum set of policies) を示すか否かである。市中協議 (図表 1) の質問 15 は、これを問うものである。

本市中協議の結果は、最終報告書の結論、さらにはわが国における同種商品にも影響を与え得るものである。金融安定への影響や投資者保護をはじめとするさまざまな見地から、適切な規制の在り方につき、各法域の事情を踏まえた率直な意見が提出されることを期待したい。

(文中の意見部分は、筆者自身の認識に基づく内容も含まれ、必ずしも金融庁の見解ではないこととお断りする)

#### 泉原 智史 (いずみはら さとし)

08 年弁護士登録 (東京弁護士会)、篠塚・野田法律事務所に勤務。16~18 年、英 Daiwa Capital Markets Europe Limited に出向。18 年から現職。東京大学法学部・同法科大学院修了、英 University College London および London School of Economics and Political Science 修了。