

金融安定理事会による最終報告書「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」 エグゼクティブ・サマリー（仮訳）

### ● MMF の脆弱性に対処するためのFSBメンバーの措置

2020年3月の市場の混乱は、対処すべきMMFの脆弱性を露呈した。以下に述べるように、MMFは、大別して2種類の脆弱性を有し、それらは相互に補強し合う場合もある。すなわち、不意かつ混乱を及ぼすかたちでの償還を受けやすく、また、特にストレス下では資産売却が困難になる可能性がある。個々の法域におけるこれらの脆弱性の程度は、MMFの市場構造、使われ方及び特性に依存する可能性がある。実際には、これら2種類の脆弱性は、非公的債務MMFでより顕著に見られる。

FSBメンバーは、自らの法域におけるMMFの脆弱性の評価を行っており、或いは行うこととしている。また、FSBメンバーは、報告書の枠組みと政策ツールキットを用いて、各法域の法的枠組みに沿う形で、これらの脆弱性に対処することとしている。FSBは、個々の法域がそれぞれの状況に応じて措置を調整する柔軟性を必要としていることを認識している。同時に、2020年3月の経験が示すように、クロスボーダーな重要な考慮事項への留意が必要である。政策措置の実施に関する国際的な調整と協力は、スピルオーバーを軽減し、規制裁定を回避するために不可欠である。政策ツールキットは次のメカニズムを含む。すなわち、償還する投資家に償還コストを負わせること、信用損失を吸収すること、クリフエフェクト（崖効果）を生じさせ得る規制上の閾値に対処すること、及び流動性変換を減少させることである（報告書のTable 3は、強靱性を高めるメカニズム別に、個別のオプションを提示している）。

さらに、FSBは、IOSCOと協働して、MMFの強靱性を高めるための改革の採用に関するメンバー法域の進捗をレビューする。このレビュープロセスには、FSBメンバー法域で採用された措置に関する2023年末までのストックテイクが含まれ、これには、関連するMMFの脆弱性と政策措置の選択についての証拠に基づいた説明が含まれる。このストックテイクに続き、2026年までに、金融安定に対するリスクに対処する上でのこれらの措置の有効性の評価が行われる。

IOSCOは、本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・ファンドに関する政策提言を見直す予定である。IOSCOのレビュー時期によっては、この作業はFSBとIOSCOによる最初のストックテイクの一部となる可能性がある。

最後に、FSBとIOSCOは、市中協議からのフィードバックに応じて、MMFの政策措置を補完しつつ、短期金融市場の機能と強靱性を強化するためのフォローアップ作業を行うことを意図している。

### ● 報告書の内容

本報告書は、MMFセクターやその根底にある短期金融市場の適切な構造に関するものを含む、MMFの強靱性を高めるための政策提言をまとめたものである。これは、FSBが2021年6月に発表した報告書の市中協議に対するフィードバックを反映している。これらの政策提言は、FSBのノンバンク金融仲介(NBFI)に関する作業プログラムの一部であり、法域固有の改革及びIOSCOが発行したMMFの政策提言に対して

必要な調整を支援することを目的としている。MMF の強靱性を高めることは、システミックリスクに対処し、このセクターを支援することを目的とする、中央銀行による将来の異例の介入の必要性を最小限にするのに役立つであろう。

MMF とは、元本の安定性、日々の流動性、リスクの分散、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・エンド型の投資ファンドである。MMF は均質ではなく、その構造とリスク特性は法域によって異なる。MMF は、金融機関(特に米国外に本拠を置く銀行が行うドル資金調達)、企業、政府に対する重要な短期資金の提供者である。また、個人投資家や機関投資家が余剰資金を投資し、短期的な流動性ニーズを管理するためにも利用されている。MMF は主に短期の負債商品に投資するが、その持ち分は要求に応じて即時に償還可能であるため、多くの投資家は MMF を現金的なものとして扱う傾向がある。非公的債務 MMF は、コマーシャル・ペーパー(CP)、譲渡性預金証書(CD)、レポ市場で特に活発である。CP と CD の流通市場は、MMF を含む投資家がこれらの商品を購入して満期まで保有する傾向があるため、一般的に流動性が低い。

MMF は、大別して 2 種類の脆弱性を有し、それらは相互に補強し合う場合もある。すなわち、不意かつ混乱を及ぼすかたちでの償還を受けやすく、特にストレス下では資産売却が困難になる可能性がある。第 1 の脆弱性は、MMF が流動性変換を行い、投資家のキャッシュマネジメントに用いられ、信用リスクに晒されていることに起因する。さらに、一部の MMF に対する規制上の閾値は、ファンドがこれらの閾値を超えた場合の影響(崖効果)を回避するために投資家が予防的に解約する行動を引き起こす可能性があるほか、特定のタイプの投資家(特に機関投資家)は償還リスクを増幅する可能性がある。まとめると、これらの特徴はストレス時に償還する投資家に先行者利益を与え得ることから、個別の MMF あるいは MMF セクター全体が取り付け騒ぎの影響を受けやすくなる。第 2 の脆弱性は、一部の MMF が、通常市場条件下においてすら、限定的な流動性しかない金融商品を保有することに起因する。実際には、これら 2 種類の脆弱性は、非公的債務 MMF でより顕著に見られる。

MMF の一部の機能とその利用は、システム全体の脆弱性を引き起こす可能性がある。例えば、一つのファンドにおける逼迫状態は同じような資産を保有する他のファンドにも影響を及ぼし得ることから、ポートフォリオの類似性は MMF 間で波及リスクをもたらす可能性がある。閾値などのファンドの構造や規制に共通する特徴によって、投資家があるファンドに関するニュースに反応して、他のファンドから持ち分を償還してしまうことがある。キャッシュマネジメントや、マージンコールへの対応など特殊な金融機能のための MMF の利用は、MMF に係る資金の流れに、ストレスを悪化させる共通の要素を追加することになるかもしれない。ストレス時に、不意かつ混乱を及ぼすかたちでの償還の影響を受けやすいという非公的債務 MMF の性質は、多くの法域で明らかになっており、2008 年 9 月と 2020 年 3 月の米国と欧州で顕著であったように、様々なショックによって引き起こされてきた。

本報告書は、MMF の脆弱性に対処するための幅広い政策オプションが MMF の投資家、ファンドマネジャー、スポンサーの行動に与える影響、また、これらのオプションが短期金融市場に与えるより広い影響について検討することによって、これらの政策オプションがもたらし得る影響を考察している。これには

MMF の潜在的な代替商品が利用されることの影響を通じたものも含む。政策オプションは、MMF の強靭性を高めるための主要な一ただし、必ずしもそれのみに限らない一メカニズムに従ってグループ分けされている。各メカニズムにおける代表的なオプションとしては次のようなものがある。すなわち、スウィング・プライシング（償還する投資家に償還コストを負担させるためのもの）、ミニマム・バランス・アット・リスク(MBR)と資本バッファ（損失を吸収するためのもの）、規制上の閾値と手数料／解約制限(ゲート)との関係解消及び固定価格（固定 NAV）の排除（閾値効果を減少させること）、並びに適格資産の限定、新たな流動性要件及びエスカレーション手続き（流動性変換の減少を目的とするもの）である。代表的なオプションの変型又は延長と考えられるその他のオプションも報告書の中で提示されている。

各法域が MMF の政策オプションを選択する上で考慮すべき事項が2つある。1つ目は、特定された MMF の脆弱性との関係で、個別の選択肢をどのように優先順位付けするかである。考慮すべき重要な要素は、各法域における既存の規制や MMF セクターの規模や構造、短期金融市場における様々なタイプの投資家や借り手による MMF の利用状況である。これらの要素は、法域全体にわたる特定のオプションの必要性とその有効性に影響を与える。通貨単位は、MMF が外国通貨で提供される法域において、もう一つの重要な考慮事項である。金融システムへの広範な影響は、各改革が MMF と他の市場参加者との関係に与える影響、及びクロスボーダーのものを含め、短期金融市場において投資家や借り手が利用可能な MMF の代替商品の種類に依存する。

単一の政策オプションだけですべての脆弱性に対応できるわけではない。したがって、2つ目の考慮事項は、規制当局が各法域に存在するすべての MMF の脆弱性に対処するためにどのようにオプションを組み合わせるかということである。自然な出発点としては、当局や MMF が既に利用可能ではあるものの、実際には利用されていないツールを検討することである。新しい政策については、実施が容易であり、すべてのオプションと概ね共存可能な措置もあれば、互いに相容れないものもある。考えられるもう一つの考慮事項は、MMF の意図された機能である。例えば、一部の法域は、MMF をより Cash-like にすること（すなわち、投資家の資本と流動性の維持を目指すこと）、或いはより Investment-like にすること（すなわち、価格変動性の増大やストレス時の償還条件の変化を許容すること）によって MMF の強靭性を強化する目標を達成しようとする一方で、別の法域ではこれらの2つの機能間のバランスを維持しながら強靭性を高めるための措置を採ろうと考えるかもしれない。

変化の方向性に関係なく、当局は選択されたオプションの組み合わせがその目的と設計において一貫していることを確保する必要がある。諸措置の最適な組み合わせを検討するにあたっては、個々のオプションの優先順位付けを行う場合と同様に、法域特有の状況や政策の優先順位のほか、法域間での異なるアプローチの採用が引き起こしうる規制裁定を防止するといったクロスボーダーな検討を考慮に入れるべきである。

MMF の強靭性向上を目的とした政策は、2つの分野における追加的な改革を伴うことが考えられる。一つ目は、ストレステストや短期金融市場とその参加者に対する透明性の要求などの政策である。このような政策は MMF の脆弱性に直接対処するものではないが、ファンドマネジャーによる強固なリスク管理

や当局によるリスクモニタリングをサポートするものとなり得る。二つ目は、その根底にある短期金融市場の機能強化を目的とした政策である。CP や CD の市場構造は、これら商品を、ストレス時に流動性の影響を受けやすいものとしている。これは、ストレス時に、MMF が償還に対応するために現金を調達しようとしてもこれらの市場の流動性に頼ることができないということであり、MMF 自身の強靭性を高めるための政策改革の必要性を強調している。同時に、MMF が CP や CD 市場における大口投資家となっている法域においても、恐らく MMF の改革だけでは短期金融市場の構造的脆弱性を解決することはできないであろう。したがって、当局は CP や CD 市場の機能を改善するための措置の採用を検討すべきかもしれない。こうした措置はそれ自体では有用であるが、特にストレス下において、市場参加者やディーラーが取引や仲介を行うための、限られたインセンティブを変化させるかどうかは明白ではない。

以上