

SCBSHINKIN
CENTRAL
BANK**金融制度情報 No. 1**
(旧制度研究グループ情報)
(2002.5.15)**信金中央金庫**

SCB

総合研究所〒104-0031 東京都中央区京橋3-8-1
TEL.03-3563-7541 FAX.03-

最近の投信市場動向

- MMF元本割れを受けて運用ルールを明確化 -

(要旨)

1. 銀行等投信窓販残高はMMFが急減するも、株式投信が順調に増加

公募投信純資産残高は2001年10月末の58兆290億円から2002年3月末の41兆2,629億円に5カ月で16兆7,611億円も減少した。その大半の12兆5,684億円はMMFの減少による。アメリカのエンロン社関連社債を組み入れていたMMFが同社破綻から11月に元本割れを起こし、法人資金を中心に10兆円規模の大量解約が起きた。銀行等窓販分もMMFは2001年10月末の3兆8,139億円から2002年3月末には1兆8,662億円に半減した。しかし、公募株式投信については、全体では2001年10月末の13兆9,551億円から2002年3月末には15兆3,091億円に増加した。特に銀行等窓販分は、定時定額買付の普及もあって、同3兆101億円から26.6%増の3兆8,096億円に残高を積み上げている。その結果、公募株式投信全体に占める銀行等窓販分のシェアも、2001年10月末の21.6%から2002年3月末には24.9%に上昇した。

2. 投資信託協会がMMFの安定性確保のために運営新ルールを決定

2001年11月の元本割れを受けて、投資信託協会はMMFの安定性を確保するための方策を検討、2002年2月15日付で理事会決議「MMFの運営について」を発表した。それによると、MMFに資産として組み入れるには、長期格付でBBB相当以上必要である。BBB相当資産は、BBB+相当と合わせて純資産総額の10%以下に限られ、あとは、国債、政府保証債と、A-相当以上の格付ものに限られる。個別の投資対象の残存期間は原則1年以下であるが、組入資産全体の平均残存期間は180日以内に限られている。なお、満期保有目的債券として取得時に指定すれば、残存期間3年までの債券を組み入れられる。満期保有目的債券は、取得原価と償還額の差額を償還までの期間にわたって償却する償却原価法により評価することができ、価格変動の影響を受けず、利回りが安定するが、原則、その償還期限前売却が禁止されている。

3. 大口の法人資金の流出入の影響を避けるため、個人中心の商品を目指すMMF

今回の元本割れ以前にも、MMFからの法人資金の大量解約が安定運用を妨げるものとして問題視されてきた。そこで「MMFの運営について」でも今後は個人投資家主体の販売に努めることをうたっている。より保守的な運用ルールのもとで、MMFの安全性は高まると考えられるが、利回りの追求もこれまでより難しくなるう。

1. 銀行等投信窓販残高はMMFが急減するも、株式投信が順調に増加

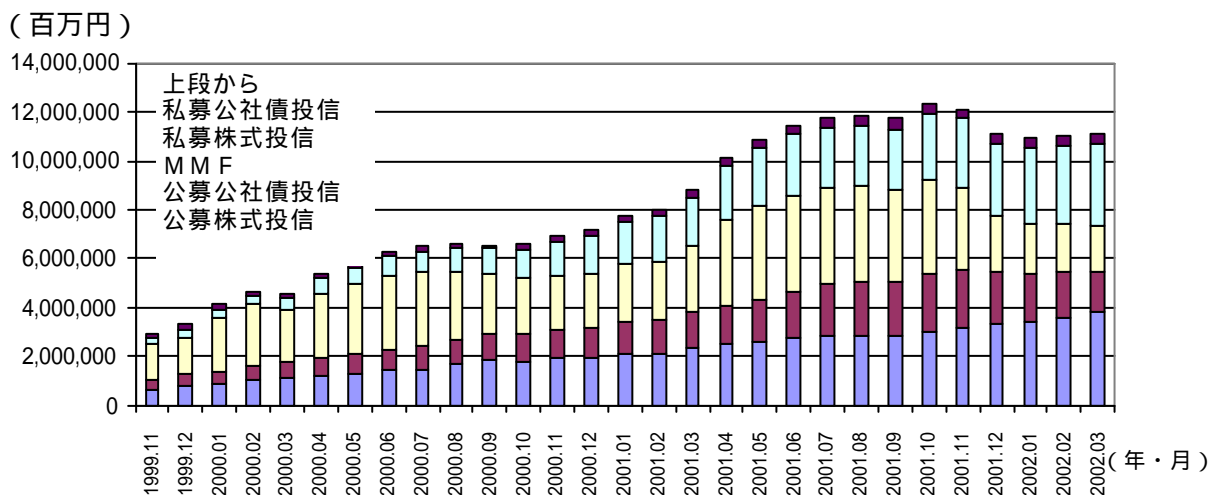
制度研究グループ情報No. 4「最近の銀行等の投信窓販動向」（2001年10月26日付）で銀行等の投信窓販動向について説明したが、その後、一部の大手、準大手のMMFの元本割れが起こるなど、投信純資産残高にも動きがみられた。そこで、ここではまず、最近の投信純資産残高の動きについて、銀行等窓販分を中心にみておく。

公募投信純資産残高は2001年10月末の58兆290億円から2002年3月末には41兆2,629億円となった。5カ月で16兆7,661億円も減少したことになる。その減少分の大半である12兆5,684億円はMMFの減少によるものだった。

MMFについては証券会社を取り扱う数少ない出し入れの便利な安全商品として、中国ファンド同様に定着してきた。しかし、2001年11月には、経営不安が高まったアメリカのエネルギー関連企業エンロン社に関連するユーロ円債を組み込んでいたMMFから法人の大口資金が流出し始めた。さらに、日本時間の11月29日未明にスタンダード&プアーズ社がエンロン社の長期債格付けを投資適格の下限であるBBB-から投機的格付けであるB-へ引き下げたことや、ダイナジー社による買収計画の白紙撤回などが発表されたことを受け、上記のエンロン社関連債をMMFに組み入れていた投信運用会社4社がそれらの債券を市場時価で売却、MMFの元本割れが発生した。

その後、MMFの解約は他の運用会社のMMFにも広がり、その系列投信運用会社のMMF純資産残高が大きい証券会社経由を中心に、MMFの残高減少に拍車がかかった。上記MMFの純資産残高減少額のうち証券会社経由分は10兆2,917億円に上るほか、銀行等窓販経由による分も1兆9,478億円減少した。証券会社経由のMMF純資産残高は2001年10月末の14兆2,562億円から2002年3月末には72.2%減の3兆9,645億円に、銀行等窓販経由のそれは同じく3兆8,139億円から51.1%減の1兆8,662億円になった（銀行等窓販分については図表1参照）。

（図表1）銀行等の種類別公募・私募投信窓販純資産残高の推移



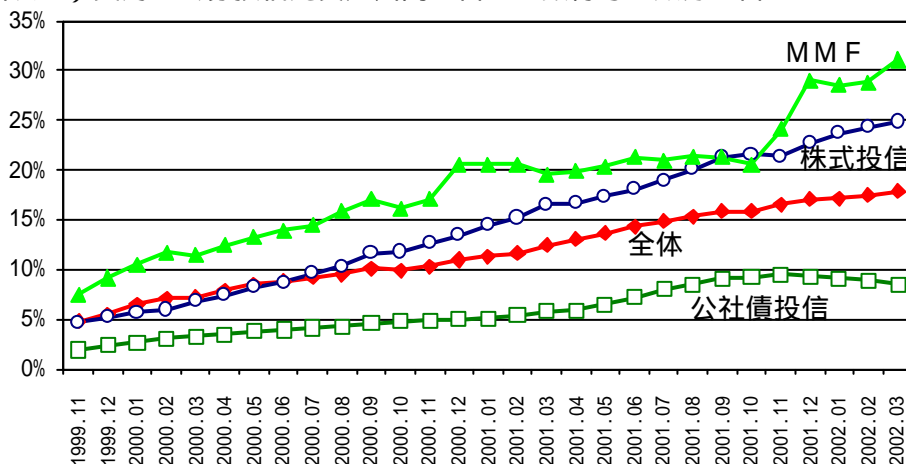
（備考1）投資信託協会「投資信託」より、信金中央金庫総合研究所作成

MMFの残高を法人と個人の投資家別で見ると、法人分は10月末の14兆4,042億円から3月末には3兆352億円になり、11兆3,690億円、78.9%も減少した。個人分は同じく4兆1,655億円から2兆9,672億円に、1兆1,984億円、28.8%の減少にとどまった。その結果、法人：個人の比率は2001年10月末の78：22から2002年3月末には51：49となった。最近のMMFからの資金流出については、大手証券中心に証券会社経由で販売されたMMFから大口の法人資金が流出したというのが真相のようだ。法人はペイオフで保護される上限である元本1000万円およびその利子（ただし、2003年3月末までは普通預金、当座預金などの決済性預金は全額保護される）を大幅に上回る資金を保有しているため、MMFの安全神話が崩れるまでは、MMFは特に法人のペイオフ対策上、預金の重要な補完商品として期待されていたと考えられる。MMFからの法人の流出資金は、大手銀行の要求払い預金や国債などに向かったとされている。

MMFよりも目標利回りが高いが、価格変動リスクもより大きい公社債投信については、全体で2001年10月末から2002年3月末までに25兆5,054億円から19兆9,537億円に21.8%減少した。うち、証券会社経由が20.1%、銀行等窓販経由が28.3%減少した。

一方、公募株式投信については、全体では2001年10月末の13兆9,551億円から2002年3月末には15兆3,091億円に増加した。証券会社経由分は11月末をピークに一時減少したが、3月末にはほぼ11月末の水準に戻った。銀行等窓販分は10月末の3兆101億円から3月末には3兆8,096億円に26.6%も増加した。11月から3月にかけての株式相場は2月まで日経平均株価225種でボックス圏の推移、TOPIXでは弱含みとなったが、3月には急反発したほか、定時定額買付（いわゆる積立投資）が普及してきたこともあり、銀行等窓販経由の公募株式投信は残高の着実な増加が続いている。

(図表2) 契約型公募投信純資産残高に占める銀行等窓販分が占めるシェア



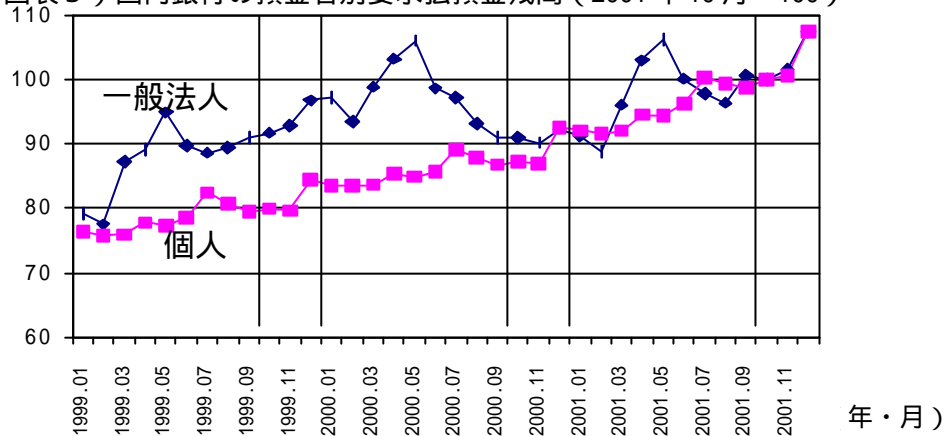
年・月)

(備考1) 投資信託協会「投資信託」より信金中央金庫総合研究所作成

上記の結果、公募投信に占める銀行等窓販分のシェアは、株式投信については2001年10月末の21.6%から2002年3月末には24.9%に順調にシェアを伸ばしたほか(図表2)、MMFについても純資産残高を減らしながら、証券会社経由分の急減により、同じく20.5%から31.1%にシェアを伸ばした。公社債投信は8.5%でほぼ横這いとなり、公募投信全体では同じく15.8%から17.9%に上昇した。

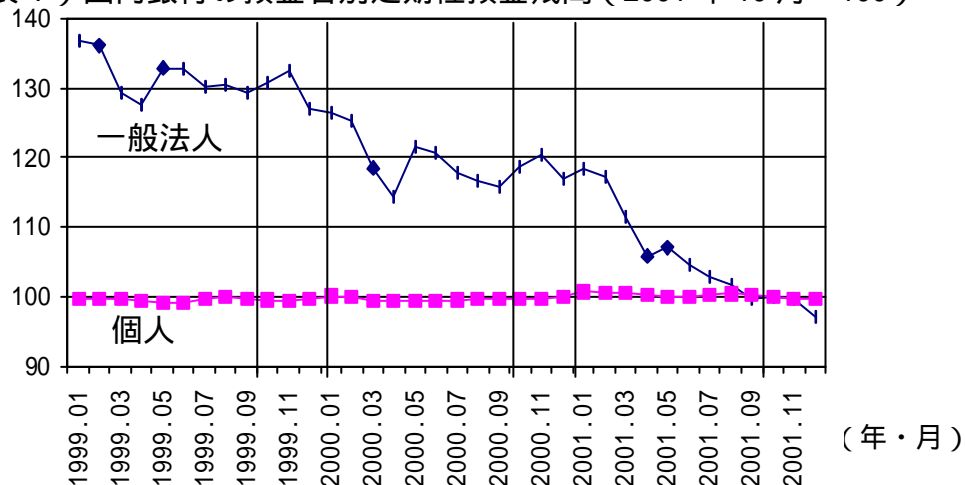
一方、2002年3月末の私募投信純資産残高についてみると、全体では私募株式投信が2001年10月末比20.4%増の5兆5,448億円となり、私募公社債投信は同15.2%減の9,414億円となった。銀行等窓販分については、私募株式投信が2001年10月末比23.3%増の3兆3,569億円に、私募公社債投信が同4.9%減の3,826億円になった。私募投信に占める銀行等窓販のシェアは、2002年3月末で株式投信が60.5%、公社債投信が40.6%となっている。

(図表3) 国内銀行の預金者別要求払預金残高 (2001年10月 = 100)



- (備考1) 一般法人、個人とも残高は月中平残
- (備考2) 国内銀行は都市銀行、地方銀行、第二地方銀行、長期信用銀行、信託銀行の合計
- (備考3) 日本銀行「金融経済統計月報」より信金中央金庫総合研究所作成

(図表4) 国内銀行の預金者別定期性預金残高 (2001年10月 = 100)



(備考1) 図表3の備考に同じ

ところで、前述のように法人資金を中心に大量の資金がMMFから流出し、その一部が預金に回ったといわれる。そこで、資金が大量流出した2001年11、12月の2カ月間における、法人、個人の預金残高の動きについて図表3でみると、この3年間、一般法人、個人ともに10月から12月に要求払預金の月中平残が増加する傾向があるが、特に2001年は増加額が大きい。図表4で定期性預金平残の動きをみると、一般法人は10月から12月に平残が減少している一方、個人の方は3年間を通じてほとんど月中平残に動きがない。

2001年末には、2002年4月からの定期性預金に対するペイオフ解禁を控えて、一般法人、個人とも定期性預金の要求払預金への移し替えも活発化した。ただ、国内銀行の預金残高について、10月平残に対する12月平残の増減額をみると(図表5)、2001年の場合、一般法人は要求払預金単独でも、定期性預金の減少分を加味した合計でも、最近3年間のなかでは特に増加額が大きくなっている(図表5)。これに対して、個人は、要求払預金単独では例年になく大きいですが、預金合計では昨年並みの増加にとどまった。資金の流れを直接裏付けることはできないが、一般法人の預金残高増分3.2兆円にはMMFからの資金流入分も含まれている可能性がある。

(図表5) 国内銀行の種類別預金者別預金月中平残の対10月比増減(単位:億円)

	合 計					
	要求払預金		定期性預金		(譲渡性預金含む)	
	一般法人	個人	一般法人	個人	一般法人	個人
1999年12月	35,156	44,936	-22,046	2,295	18,565	47,487
2000年12月	9,581	51,553	-9,679	9,852	2,842	61,434
2001年12月	50,288	73,028	-18,055	-8,573	32,087	64,427

(備考1) 日本銀行「金融経済統計月報」より信金中央金庫総合研究所作成

2. 投資信託協会がMMFの安定性確保のために運営新ルールを決定

2001年11月の元本割れを受けて、投資信託協会はMMF検討委員会を2001年12月4日に設置し、MMFの更なる安定性を確保するための方策を検討、2002年2月15日付で理事会決議「MMFの運営について」として発表した。投資信託協会は証券総合口座の中で決済口座のような役割を果たすMRFについて協会の部会申し合わせの中ですでに特定のルールを設けているので、それと比較しながら主な点についてみていく。

(図表6) 投資信託協会のMMF運営新ルールとMRF運営ルールの主な内容(抜粋)

「MMFの運営について」(MMF運営新ルール)			MRF運営ルール		
投資対象とその範囲、数量制限について					
* 投資対象は内外の発行体の債券(国債、地方債、特別の法律により法人の発行する債券、社債)、短期金融資産(CP、CD、預金、コール、手形等)、外国貸付債権信託受益証券、貸付債権信託受益権 * 円貨で約定・決済するものであり、仕組債は償還金等が確定しているもの。加えて「MMFの運営について」では、債券については時価が入手可能なものとしている * わが国の国債、政府保証債は数量制限なし。あとは以下のように格付に応じた数量制限がある * 組入資産が以下の格付に該当しなくなった場合について運用会社は各社ガイドラインを定め適切に対応					
2社以上の指定格付機関から以下の格付(いわゆる勝手格付を除く)を取得 長期格付A-(A3)相当以上 短期格付A-1(P-1)相当以上	同一発行体につき投信純資産総額の5%以内。ただし、発行体が銀行の場合は10%以内(備考1)	複数発行体の総額については、数量制限なし	2社以上の指定格付機関から以下の格付(いわゆる勝手格付を除く)を取得 長期格付AA-(Aa3)相当以上 短期格付A-1(P-1)相当以上	同一発行体につき投信純資産総額の5%以内	複数発行体の総額については、数量制限なし
2社以上の指定格付機関から以下の格付(いわゆる勝手格付を除く)を取得し、上記以外のもの 長期格付BBB(Baa2)相当以上 短期格付A-2(P-2)相当以上 1社からのみ、または全く格付を取得していないもののうち、取得時において投信運用会社が定める各社ガイドラインにより上記と同等以上の信用力を有すると判断したもの	同一発行体につき投信純資産総額の1%以内	複数発行体の総額につき投信純資産総額の10%以内	1社以上の指定格付機関から以下の格付(いわゆる勝手格付を除く)を取得し、上記以外のもの 長期格付A-(A3)相当以上 短期格付A-2(P-2)相当以上 全く格付を取得していないもののうち、取得時において投信運用会社が定める各社ガイドラインにより上記と同等以上の信用力を有すると判断したもの	同一発行体につき投信純資産総額の1%以内	複数発行体の総額につき投信純資産総額の5%以内
5営業日以内のコールローン(国債等を担保とするコール取引は数量制限なし)	同一取引先につき投信純資産総額の25%以内	複数取引先の総額については数量制限なし	5営業日以内のコールローン	同一取引先につき投信純資産総額の25%以内	複数取引先の総額については数量制限なし

<p><満期保有目的の債券について> わが国国債、政府保証債以外の保有債券については2社以上の指定格付機関から長期格付A-(A3)相当以上を取得。または1社のみから上記相当以上の格付を有し、投信運用会社が定める各社ガイドラインによりこれと同等以上の信用力を有すると判断したもの (満期保有目的債券のうち3年超の変動利付債)</p>	<p>国債と政府保証債を除き、指定時点で同一発行体につき直前3月末及び指定時点の投信純資産総額の1%以内</p>	<p>指定時点で組入額の合計は直前3月末及び指定時点の純資産総額の15%以内 (備考2) (5%以内)</p>	<p>満期保有目的債券については、規定なし</p>		
<p>組入資産の残存期間</p>					
<p>個々の組入資産につき満期保有目的債券以外満期保有目的債券(ただし、銀行が発行する変動利付債はルールの適用外)</p>	<p>1年以内 3年以内</p>	<p>個々の組入資産につき</p>	<p>1年以内</p>		
<p>組入資産の平均残存期間 平均残存期間計算の際は、MRF運営ルールに従う</p>	<p>180日以内</p>	<p>組入資産の平均残存期間 なお、平均残存期間計算の際は、CDを除く預金は期間1日として、変動利付債は期間を次回金利適用日の前日までの日数として計算する</p>	<p>90日以内</p>		
<p><時価評価でなく償却原価法を適用できるもの> 残存期間1年以内で長期格付A-(A3)相当以上または短期格付A-1(P-1)相当以上を有するもの、および満期保有目的債券</p>	<p><時価評価でなく償却原価法を適用できるもの> 残存期間1年以内の組入資産。(投資信託協会 部会申し合せ「信託財産の計理に関する事項(業務部会)」による)</p>				

- (備考1) 同一の銀行のものうち、CP、CD、預金、コール、手形等の短期金融資産以外のものは5%以内
- (備考2) 毎月末の満期保有目的債券の額の純資産総額に対する比率については毎月投資信託協会に報告され、その比率が一定期間、一定割合以上となった場合は、投資信託協会は改善のため必要と認める措置を求めることができる。
- (備考3) 上記の内容はMMF、MRFそれぞれのルールの内容を網羅していない
- (備考4) 投資信託協会資料より信金中央金庫総合研究所作成

まず、投資する債券等の信用リスクの管理についてみると、「MMFの運営について」は、国債、政府保証債以外の長期債券の組入れにあたり、その格付に関して、BBB(Baa2)相当以上を求めている。証券総合口座用であって、その決済口座の役割を果たすMRF運営ルールは、国債、政府保証債以外の保有債券の格付に関して、A-(A3)相当以上を求めており、MMFはそれよりは緩いルールとなっている。

また、投資対象としてみとめられている格付の中で、上級グループと下級グループとに分け、それぞれについてグループ全体の純資産総額に対する組入比率の制限と、同一発行体ごとの組入比率の制限とを設けている。投資対象の最低格付が低いMMFは上級グループの下限格付もA-(A3)相当と、MRFのAA-(Aa3)相当よりも低くなっている。

数量制限のルールも緩い。上級グループの同一発行体については、MRF運営ルールと同様に、投信純資産総額の5%以内としているが、発行体が銀行の場合には10%

以内、そのうちCP、CD、預金、コール、手形等の短期金融資産以外のものは5%以内としている。下級グループについては、同一発行体につき投信純資産総額の1%以内という点はMRF運営ルールと同じであるが、複数発行体の総額は投信純資産総額の10%以内とし、MRFの場合の5%以内より緩いルールとなっている。

興味深いのは、投資対象の最低格付を、投資適格の最低であるBBB-(Baa3)相当以上とせず、その1ランク上のBBB(Baa2)相当以上にしている点である。最近の金融機関などの破綻事例をみると、格付機関の対応が後手に回り、株価の急落などから、破綻が既成事実化する直前に、格付が一気にBBB-(Baa3)から投機的な格付であるB-(B3)に引き下げられる場合も少なくない。投資適格のBBB-(Baa3)であるということのみで保有した挙げ句、デフォルトとなるケースも多くなってきたため、こうしたルールが採用されたと考えられる。

疑問なのは、2つの点で投信運用会社の裁量が残っている点だ。債券等をMMFやMRFの投資対象に含める上で、また、MMFの満期保有目的債券に指定する上で、格付に関する基準を満たしていない場合に、各投信運用会社が定めるガイドラインによる信用性の判断をもって補完できるようになっている。また、組入債券の格付が変更になり、組み入れるときの格付条件を満たさなくなった場合に、運用会社は各自ガイドラインを定め適切に対応することになっているが、ガイドラインの内容は運用会社各社が独自に決めることになっている。言い換えれば、組入れ後に格付条件を満たせなくなった場合、その組入資産が機械的に売却されるとは限らない。各社の対応は、その定めるガイドラインによって異なってくる。

金利変動に伴う債券の価格変動リスクについては、通常、残存期間が長いほど大きい。そこで、MRF運営ルールや「MMFの運営について」は、組み入れる個別の組入資産の残存期間と組入資産全体の平均残存期間を制限している。MRFは個別資産の残存期間は1年以下、全体の平均残存期間は90日以内としている。MMFは個別資産の残存期間は同様に1年以下（ただし、後述する満期保有目的債券は3年以下）としているが、全体の平均残存期間はMRFの倍の180日以内としている。

残存期間を長めにとることができるということは、価格変動リスクがより大きくなるが、金利曲線（イールドカーブ）は満期が長いほど金利（利回り）が高い右上がりとなることが多いことから、高い平均利回りを期待できる。信用リスク、価格変動リスクの両面から、MMFはMRFよりも高めのリスクを取り、より高めの利回りを追求することが許されている。

くわえて、MMFの場合、原則として償還時まで保有を続け、保有目的の変更も行わない満期保有目的債券については、取得時の指定を条件に、残存期間3年以下までの債券の保有が可能である。この満期保有目的債券は、残存期間1年以下の資産と同様に償却原価法で評価することが認められている。償却原価法とは、償還時に元本が

償還されることを前提に取得原価と償還額の差額を残存期間にわたって配分して、債券のクーポンから発生する利息収益に加味し、その残存期間中、取得時の最終利回りで収益が一貫して発生しているように評価する方法である。これは、日々変動している実際の市場時価を評価に反映しないため、ファンドの利回りを安定させる効果がある。

満期保有目的債券への指定は、満期保有目的債券の全銘柄の帳簿上の評価額の合計額が、その指定日とその指定日の直前の3月末のMMFの純資産総額のそれぞれ15%以内となる限りで認められている。投信運用会社は毎月末の満期保有目的債券全銘柄の償却原価法上の評価額の、純資産総額に対する比率について、翌月末までに投資信託協会に報告することになっている。この比率が一定期間、一定割合以上になった場合は、投資信託協会は改善のため必要と認める措置を求めることができる。常時、純資産に対する一定比率以内という条件を課してしまうと、他の債券の時価の変動等からその一定比率をオーバーしてしまうような場合に、機械的に満期保有目的債券の一部を売却したり、保有目的を変更して当初の償却原価法から時価評価へ変更する必要が出てくる。そうすれば、かえって運用の安定性を損ねる可能性が生じるため、それを避けている。こうしたルールは、すでに投資信託協会の2000年6月19日理事会決議「満期保有目的債券の評価について」により、MMFについてのみ定められた規定と同じ内容である。

しかし、償却原価法には問題点もある。その方法で評価されている債券については、あらかじめ定められたスケジュール通りに元利金が支払われることと、債券を償還まで保有し続けることを前提としている。まず、その債券の信用性が悪化し、元利金支払いがなされなければ、この評価法は通用しない。また、その債券には通常、評価上の簿価とは必ずしも一致しない時価が市場でつけられている。このため、その債券の元利金支払いが実行されないリスクが非常に高まる、予想外に多額の解約が発生するなどの理由で、償却原価法を採用している債券を急遽、市場で売却しなければならなくなった場合、予定外の実現損が発生してしまうおそれがある。

満期保有目的債券といえども、何らかの理由で満期前の市中売却が必要な場合も出てくる。残存期間の長い債券ほどその時々々の市場利回りと償却原価法の想定する簿価利回りが乖離すると、市場時価と簿価の乖離幅がより大きくなる。このため、2000年6月の「満期保有目的債券の評価について」と同様、2002年2月の「MMFの運営について」でも、満期保有目的債券の残存期間は3年以下に、規模は前述の通り、新規の満期保有目的債券の指定時に満期保有目的債券総額が純資産総額の15%以内に制限され、その後の投資信託協会への月次報告が義務づけられている。銀行が発行する変動利付債については、満期保有目的債券に指定することを条件に、残存期間が3年を超えるものについても保有できるが、残存期間3年超の変動利付債については、直前

3月末及び指定する日の純資産総額の5%以内としている。このような数量条件は、解約が急増したような場合でも、それに対応するために満期保有目的債券を売却する必要に迫られることが少ないように設けられている。

さて、満期保有目的債券に一度指定すれば、その債券は原則、満期償還まで保有されなければならない。それなくして償却原価法による評価は正当化できないからだ。一方で、満期保有目的債券であっても売却しなければ、MMFの運用やファンド純資産の保全上、支障をきたす場合もある。

制度的に問題となるのは、満期保有目的債券が含み損益を持っていることから、投信運用会社の恣意的な判断で期中売却を行ったり、その保有目的を変更したりして、実現損益や時価評価による評価損益を一気に出すことで、ファンドのリターンを一時的、恣意的に操作するようなことが行われる場合であろう。

そこで2002年2月の「MMFの運営について」は、2000年6月の「満期保有目的債券の評価について」と同様に、MMFに組み入れられた満期保有目的債券の運営の公正性、透明性を確保するために、投信運用会社による満期保有目的債券の指定方法について規定し、その売却（または保有目的変更）を原則禁止している。

投信運用会社各社における満期保有目的債券の指定は、そのMMFの運用責任者（ファンド・マネージャーを含む）または運用責任機関（運用委員会、役員会等）等が予め定めた方法により、決定することとされている。

また、満期保有目的債券は原則として、その償還期限前の売却（または保有目的の変更）が禁止され、例外的に売却または保有目的の変更が認められる事由が限定列挙されている。具体的には、以下の事由が定められている。

- (1) 債券の発行者の信用状態の悪化
- (2) 税法上の優遇措置の廃止
- (3) ファンドの合併または投信運用会社の変更に伴うポートフォリオの変更
- (4) 法令または規制の制定・改正・廃止
- (5) 監督官庁の規制・指導
- (6) その他、予期できなかったファンドの事由に起因しない事象（例えば、予期しない大量の解約等について投信運用会社が監査法人や公認会計士と協議の上、売却を決定した場合）

くわえて、上記以外の事由で売却（または保有目的変更）した場合の罰則規定もある。その場合、その当日よりすべての保有する満期保有目的債券について保有目的を変更するものとし、以後2年間は取得した債券を満期保有目的債券として指定し保有することができなくなるとしている。

3. 大口の法人資金の流出入の影響を避けるため、個人中心の商品を目指すMMF

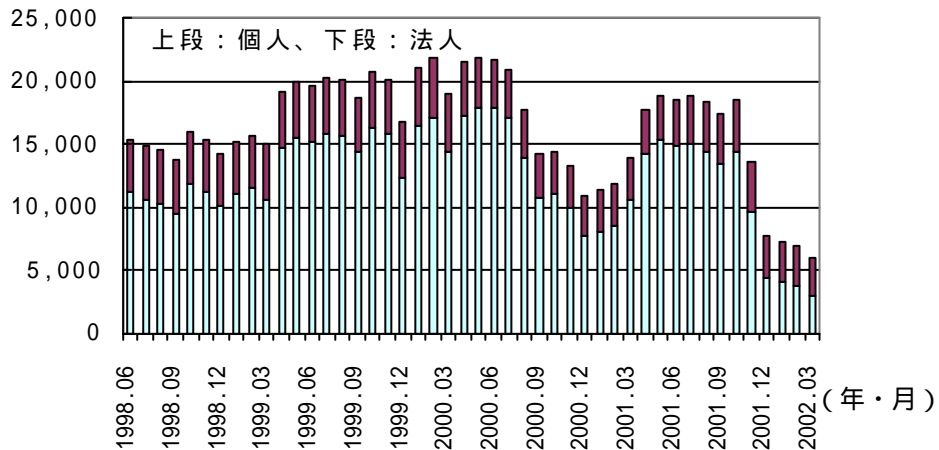
それでも、急な大量の解約や設定が繰り返されれば、満期保有目的債券の売却リスクが高まるほか、運用担当者が目標とするポートフォリオ構成を安定的に維持できず、望ましいMMFの運用が実行できなくなってしまう。

これまで、法人資金はMMFへの大量の流出入を繰り返してきた。2001年11月のMMF元本割れの際のような緊急時ばかりでなく、それ以前の2000年5月から12月の間にも法人の元本残高は急減した(図表7)。特に2000年の11月以降は、MMFの運用利回りの低下から法人資金が大量に預金、CDにシフトしたのに加えて、12月のボーナス支払いに備えた引出しもあったためとされている。このように、法人の場合、わずかな商品間の利回り格差でも大量の資金シフトが起こる。MMFの運用担当者はその急な解約に応じて資産売却を迫られるため、その分資産の流動性を高めに維持しておかなければならないなど、法人資金は運用上の制約要因となってきた。

MMFは、超低金利下で預貯金に対する利回りの相対的な優位性を保つため、そのポートフォリオの中に、償却原価法による満期保有目的債券のほかにも、流動性が低く思うように市場で売却しにくい分利回りが高い債券なども幾分かは保有しながら、全体の利回りを高めようとしてきた。それでも、解約が常に一部の限られた分であれば、国債などの流動性の高い債券から先に売却することで対応できるが、大量の法人資金の流出入が活発だと運用資産規模が安定せず、その分流動性を高めに維持しなければならなかったり、債券の売却により、予期せぬ売却損が発生しやすくなる。

野村証券は、個人投資家向けにMMFの安定運用を提供するために、MMFの法人向け販売を2月1日に停止した。投資信託協会もこの問題を重視し、「MMFの運営について」の「販売に関する事項」の中で、今後の販売に当たっては個人投資家主体の販売となるよう努めるとともに、大口顧客からの解約請求の取扱いについては、(1)MMFの運用会社はその販売会社から当該顧客の一定金額以上の解約について

(図表7) MMFの投資家別元本残高の推移



(注1) 投資信託協会「投資信託」より信金中央金庫総合研究所作成

は約定日の4営業日前までに連絡を受けることとし、(2)MMFの運用会社は当該顧客の1日当たりの解約受付限度額及び前項の一定金額について、販売会社と協議し決定するものとした。

一方、大和投信や野村アセットは、大量の法人資金の流出入の悪影響を危惧し、MMFの運用資産の安定性を高めるために、MMFの保有する流動性の低い銀行劣後債を自社資金でMMFから買い取った。

今後は投信運用業界をあげてMMFの純資産を個人の安定資金のみにし、大口資金の頻繁な流出入を抑えることで運用効率を高め、いささかでも利回りの改善に努めることが予想される。

このように、「MMFの運営について」がルールとして設けられて、MMFの元本の安全性がこれまでより高まるとともに、異なる投信運用会社の運用するMMF間の商品性のバラツキが縮まっていき、個人顧客にとっても商品性がよりわかりやすくなることが期待される。

しかし、一方で、今般の超低金利水準においては、より保守的な運営ルールのもとで、MMFの利回り追求もより難しくなっていこう。また、MRFや中国ファンドとの商品性の違いもより縮まっていこう。

投信運用会社にとっても、その募集を取り扱う金融機関にとっても、預貯金に対する利回り面での差異化が難しくなっているMMFについて、商品販売戦略上の位置づけをどうしていくかが、今後の課題となる。

以 上
(間 下 聡)

本レポートは、情報提供のみを目的とした標記時点における当研究所の意見です。施策実施等に関する最終決定は、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。また当研究所が信頼できると考える情報源から得た各種データなどに基づいてこの資料は作成されておりますが、その情報の正確性および完全性について当研究所が保証するものではありません。

【旧ビッグバン対策レポートバックナンバーのご案内】

号 数	題 名	発行年月
No. 14	「BIS規制見直し案(第3次BIS規制)の概要」- 債務者の格付けを基準にリスク・ウエイトを適用 -	99年12月
No. 15	「時価会計導入と信用金庫への影響 その2」- 「金融商品会計に関する実務指針」公表される -	2000年2月
No. 16	「通常国会に提出された預金保険法改正案」- ペイオフ凍結解除は1年延期され2002年4月に -	2000年3月
No. 17	「信用金庫の確定拠出年金業務」- 中小企業に対するコンサルティングと加入者の投資教育 -	2000年5月
No. 18	「新型銀行の誕生と信用金庫への影響 (その1)」- 異業種の銀行業参入を考える -	2000年6月
No. 19	「新型銀行の誕生と信用金庫への影響 (その2)」- 既存金融機関にとっての新型銀行の意味合い -	2000年7月
No. 20	「金融商品の販売ルールを定めた金融商品販売法」- 2001年4月同時施行の消費者契約法と併せた信用金庫の対応策 -	2000年8月
No. 21	「行政サービスに民間活力を導入するPFI」- 信用金庫には自治体との議論を通じたノウハウ蓄積が期待される -	2000年12月
No. 22	「信用金庫における投信販売の留意点」- 2001年4月の金融商品販売法を前にして -	2001年3月

【旧制度研究グループ情報バックナンバーのご案内】

号 数	題 名	発行年月
No. 1	「期待される中小企業の資産流動化活用の検討(その1)」 - 中小企業債権流動化研究会 最終報告の内容を中心に -	2001年8月
No. 2	「期待される中小企業の資産流動化活用の検討(その2)」 - 残された問題点と信用金庫業界への意義 -	2001年9月
No. 3	「強まる不良債権処理の加速圧力」 - 「小泉改革」で不良債権処理はどう進むか(その1) -	2001年10月
No. 4	「最近の銀行等の投信窓販動向」 - 個人の貯蓄状況における意味合い -	2001年10月
No. 5	「「小泉改革」で不良債権処理はどう進むか(その2)」 - 独り歩きする「大手30社問題」と、「私的整理ガイドライン」の制定 -	2001年11月
No. 6	「最近の資産流動化をめぐる動き」 - 活発化する売掛債権流動化と開発型不動産証券化 -	2001年11月
No. 7	「「小泉改革」で不良債権処理はどう進むか(その3)」 - 機能拡充される整理回収機構、企業再建ファンドに期待 -	2001年12月
No. 8	「最近の銀行等の保険窓販動向」 - 2001年度上半期の長期火災保険販売実績を中心に -	2002年1月
No. 9	「年間2万件近い高水準が続く企業倒産」 - デフレ不況下、老舗企業の販売不振を主因とした倒産が急増 -	2002年2月
No. 10	「銀行等の銀行窓販純資産残高動向」 - 地域別動向を中心にして -	2002年3月

ご意見をお聞かせください。

信金中央金庫 総合研究所 行

今回の「金融制度情報」について
No. 1

今後、「金融制度情報」で取り上げてもらいたいテーマ

信金中央金庫総合研究所に対するご要望

差し支えなければご記入ください。

年 月 日

貴金庫(社)名

ご芳名

ご担当部署・役職名

ご住所

ありがとうございました。信金中央金庫担当者にお渡しいただくか、総合研究所宛ご送付ください。

(〒104-0031 東京都中央区京橋3-8-1)

(E-mail: s1000790@FaceToFace.ne.jp)

(FAX: 03-3563-7551)