

第3章 ストレス下の資産価格の脆弱 オープンエンド型ファンドの役割

世界金融危機以降、オープンエンド型ファンドの規模が著しく拡大した。純資産ベースでみて2008年比で4倍となり、2022年第1四半期には41兆ドルに達した。これはノンバンク金融部門の総資産額のほぼ5分の1に当たる。

オープンエンド型ファンドは金融市場で重要な役割を果たす。しかし、日次で償還ができ、流動性の低い資産をもつものは、市場が負のショックにさらされた際に投資家による償還殺到と資産の投げ売りが生じ、負のショックを一段と増幅させる可能性があり、潜在的に金融安定の脅威になりうる。

こうした問題は、現下の状況において特に懸念されるべきものである。根強いインフレ圧力と経済見通しに関する不確実性が存在するなか、中央銀行は金融政策の正常化に舵を切っている。投資家のリスク回避度の急激な強まりや、無秩序な金融環境の引き締まりは、これらのファンドから多額の償還を誘発させ、資産市場のストレスになりかねない。

第3章ではオープンエンド型ファンドがどの程度資産市場のボラティリティに寄与しているか、そしてより広範な金融市場にどのような含意をもつかについて分析している。本章の分析によれば、流動性が比較的低いファンドが保有する資産、とりわけ社債は、より「脆弱」であり、特に市場にストレスがかかっている時にリターンの変動が大きくなることが示された。2020年3月の市況の混乱時に見られたようなファンドの流動性低下が起きると、債券リターンのボラティリティが20%以上増大し得る。

さらに、先進国のオープンエンド型ファンドによる新興国の債券や株式に対する投資はここ十年で顕著に増加している。この結果、先進国の債券ファンドの流動性が低下すると他国に大きな波及効果が及び新興国の社債のリターンのボラティリティを拡大する可能性がある。

本章ではさらに、流動性が低いオープンエンド型ファンドによる資産価格への悪影響により国内の金融環境がタイト化し、投資家の買い戻し殺到と資産価格乱高下の悪循環をさらに強化してしまう恐れがあることを示している。

本章は、ファンドが適切な流動性管理手法を用いるよう、当局が監督するべきであることを示す。流動性の低いオープンエンド型ファンドの脆弱性や金融システムに対するリスクを緩和させる手法は様々なものが考案されているが、実効性のあるかたちでこれらの手法を導入している事例は不足している。

投資家による償還殺到のリスクを緩和することで脆弱性を抑える手法としてはスイング・プライシング（純資産価格に対する調整）や希薄化賦課手数料（購入解約時の手数料）があり、これらによりオープンエンド型ファンドが資産価格形成に及ぼす悪影響が和らぐ可能性がある。こうした政策手段の効果を強化するため、政策当局はその運用に関するガイドラインを示し、これらの手法が取引に伴う価格インパクトを十分に反映することや、導入方法やカリブレーション手法について必要な開示がなされるよう確実を期すべきである。

その他の流動性管理手法としては、償還の頻度に対応してファンドのポートフォリオの流動性を設定することで流動性ミスマッチに伴う脆弱性に直接対応することが考えられる。ファンドの流動性管理の実態についての規制監督当局によるモニタリング強化も検討されるべきである。

加えて、クロスボーダーな悪影響の波及を考えれば、投資受け入れ国側でもオープンエンド型ファンドがもたらす資本フローの変動に伴うシステムリスクを緩和

ストレス下の資産価格の脆弱 オープンエンド型ファンドの役割

するための適切な政策対応が必要である。これには、国内金融市場の深化に加え、マクロ経済政策、プルーデンス政策、資本フロー管理政策の活用、さらには IMF の組織見解に基づく勧告と整合した外国為替市場への介入が含まれる。

図表は下記リンク先の英語版要旨と報告全文中に掲載：

<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2022/10/11/global-financial-stability-report-october-2022>.