

2021/06/16 07:11

◎ [円債投資ガイド] 社債と社債ETFの売却に着手したFed = 日本総研・河村氏

河村小百合・日本総合研究所調査部主席研究員 = 米連邦準備制度理事会 (FRB) は、連邦準備法の緊急事態条項に基づき2020年春から発動した危機対応策の一つであるセカンダリー・マーケット企業信用ファシリティ (SMCCF) について、すでに2020年末で資産の買い入れを停止していたところ、去る6月2日、買い入れた社債ETFおよび社債の売却を開始することを公表した。その際FRBは、SMCCFのポートフォリオの売却は段階的に、かつ秩序だつて (gradual and orderly) 実施されること、およびETFと社債の日々の流動性や取引条件を考慮することによって、市場の機能に対するマイナスの影響の潜在的な可能性を最小化することを目的として実施されることを明らかにしている。

そして翌3日にはオペレーションの実務を担当するニューヨーク連邦準備銀行がプレス・リリースを公表し、2021年6月7日から社債ETFの売却を開始すること、社債については今夏から売却を開始する予定ながら、詳細は今後明らかにすること、およびこれらのオペレーションによるSMCCFのポジションの巻き戻し (unwinding) は2021年末までに完了させる予定であることを明らかにした。

コロナ危機の下で連邦準備制度 (Fed) が設けた企業信用ファシリティには、プライマリー・マーケット企業信用ファシリティ (PMCCF) とセカンダリー・マーケット企業信用ファシリティの2つがある。企業の社債発行による資金調達を、それぞれ発行市場、流通市場で支援するものであり、リーマン・ショック時の前例はない新規のファシリティで、財務省からの出資を得てFedが設立した特別目的体 (SPV) 上で実施された。これらのおかげもあって、企業に対する投資家の信認は急速に回復され、結果的にはPMCCFでの買い入れは行われず、SMCCFの規模もピーク時で142億ドル前後にとどまり、当初想定されていた7500億ドルの資金枠の規模を大幅に下回る結果となった。FRBは6月2日付のプレス・リリースにおいて、「市場機能を回復させるうえで重要な役割を果たし、大規模な雇用主の資金調達能力と雇用を支えた」と評価している。

SMCCFのスキームのもと、Fedは、2020年5月12日には適格なETFsの買い入れを開始し、同年6月16日には適格な社債の買い入れを開始した。その後、新規の資産買い入れが停止された2020年末時点におけるSMCCFの保有資産の内訳をみると、約88億ドルが社債ETF、約55億ドルが社債となっている。FedがSMCCFで買い入れていたETFは社債を束ねたもので、株式のように売買され、個々の社債のような満期はない。この社債ETFをこの先、どうすべきかに関してはFed内で迷いもあったようで、パウエルFRB議長は2020年6月の下院金融サービス委員会の公聴会において、議員からSMCCFをどうするのかを問われ、「われわれは一般的には満期まで保有する主体 (holder-to-maturity-entity) だ」と述べ、個々の社債は市場に売り戻さず、満期まで保有することを示唆していたこともあった。

さはさりながらFedは今般、ETFには満期がない以上、出口局面では市場に売却する、という腹を固めたことになる。その背景には、トランプ政権下で実施されたSMCCFのオペレーションが、民主党の一部からは、大企業優遇・救済策に相当するのではないかと、として不評であったことが影響している可能性もある。

NY連銀は上述の6月3日付のプレス・リリースにおいて、FRBがその前日に示した大原則の

もと、SMCCFの巻き戻しのオペレーションを以下のような考え方、および方針に基づき実施することを明らかにしている。①SMCCFは2021年末までに保有資産の売却を終える予定である。②SMCCFはETFを市場実勢価格で売却する。③SMCCFとしては、市場機能に対するマイナスの影響を最小化することと首尾一貫するペースで売却したいと考えている。④ETFの売却のボリュームは、個々のETFのそれまでの取引量の変化に基づき変動し得る。⑤ETFがポートフォリオの推定ネット資産価値（NAV: estimated net asset value）を相当に（materially）下回っている際には売却を手控える。また、市場機能が相当に悪化している際には、売却を一時的に停止する。ちなみに、米国内での報道によれば、こうしたSMCCFの売却オペレーションは金融政策運営とは無関係である、とFedの高官が説明しているほか、資産売却によって得られたネット収益は、SMCCFを創出した出資者である財務省に納付される由だ。

これらの方針からみる限り、要するにFedとしては、SMCCFで買入れたETFや社債を、その時々々の市況等をにらみつつ、ペースやタイミングはあらかじめ定めず、慎重に、かつ粛々と市場参加者への売却を、市場実勢価格で進めていく、ということなのだろう。その背後には、市場主義経済のもと、金融商品の価格は、民間市場参加者の多様な見方を反映して決定されるべきで、危機時に公的な介入をすとしても、あくまで一時的なオペレーションにとどめ、危機が過ぎ、市場機能が回復すれば当局は粛々と手を引くべき、という欧米主要国に通ずる考え方、信念があるのは明らかだ。そして米国内においても総じて、Fedのこうした“出口”オペレーションの実施は落ち着いて受け止められており、批判的な論調や「“出口”なし」をよしとするような論調はみられない。

これに対してわが国の状況をみると、去る5月末、政府系金融機関による中小企業向けの実質無利子・無担保融資の申請期限が2021年末までに半年間延長されたほか、日銀も今週17・18日に予定されている金融政策決定会合で、新型コロナ対応資金繰り特別支援プログラムの期限を、現在の2021年9月末からさらに延長することを決定するのではないか、との観測もみられる。リーマン・ショック後と同様、危機対応の政策運営をまたもこうやってズルズルと長引かせることになれば、結局は企業の競争力の回復を遅らせ、ひいては潜在成長力を伸ばす上での足かせとなってしまうであろうことをもっと認識すべきだろう。そしてこうした過去の政策対応と経済運営の積み重ねの結果が、足許の物価上昇率の欧米主要国とわが国との格差にはっきりと表れてしまっているのではないか。

もう一つ、わが国がFedに学ぶべきは、危機対応策の一環として買入れたETFの扱いだろう。日銀は2021年3月の「点検」を経てETFの買入れペースを減速させ、5月の買入れ額はゼロとなっているが、満期のない“ETF”を今後、どうするのかについての議論には依然、全くの手つかずの状態となっている。

2020年11月、『証券アナリストジャーナル』に掲載された「日銀保有ETFの行方は」という元日銀理事の寄稿が話題を呼んだ。2021年2月9日付の毎日新聞はこれを「元理事『本音』寄稿」と報じている。その内容は、「日銀が長期にわたり株式市場の主要な投資家、株主であり続けることは望ましくない」とする一方で、「日銀が買入れたETFを、“市場外”で“国民”に売却する」というものだった。“市場外取引”とすることによって、株式市況への影響を回避しつつ、他方で、“国民”に広く証券口座を保有させたいうえで、「ETFの一律定額給付と、一定期間の売却制限を前提とした時価相当額での売却を組み合わせる」といった方策が、同寄稿のなかでは、まことしやかに語られている。わが国でも格差の拡大がこれだけ問題視されているにもかかわらず、“国民”がいったい誰を指しているのかは定かではなく、ETFなど保有する経済的な余裕もそのつもりもおよそない“国民”まで対象に、日銀が本来負うべき損失をあいまいにし

てツケ回ししようとする方策に見えなくもない。現在の日銀が果たしてどう考えているのかは定かではないが、中央銀行が買入れた資産は、オペレーション上必要な部分を除いて、然るべき時期が来れば、市場実勢価格で取引意欲のある民間市場参加者に売り戻し、価格決定を市場の手に委ねるのが筋だろう。FedのSMCCFの巻き戻しオペレーションや米国の姿勢にわが国が学ぶべき点は多い。(了)

[/20210616NNN0036]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved