

社債市場と ECB の事業法人セクター購入プログラム

2016 年 6 月 8 日に、ユーロシステムは、新たな事業法人セクター購入プログラム (CSPP) に基づき、購入を開始した。

CSPP は、ECB の運営委員会により、3 月 10 日のミーティングの後、発表され、実体経済の調達環境に対しユーロシステムの資産購入の効果を強化することを目的としている。CSPP は、ユーロシステムの資産購入プログラム (ASPP) の一部であり、2017 年 3 月末まであるいは、運営委員会が、中期的な 2% 程度のインフレーションを達成する目的に応じ、インフレのパスにおける継続的な調整を確認するまで、必要に応じ、それ以降も続けられることを意図している。この論文は、CSPP に関する説明と事業法人の社債市場に関する当初の影響に関し考察するものである。

CSPP に基づき、ユーロシステムはノンバンクの事業法人により、発行された証券をプライマリー及びセカンダリーマーケットで購入する。

購入に関する適格性について、証券は、ユーロシステムの信用オペレーションに関する担保適格でなければならない。特に、ユーロシステムの信用評価の枠組みに基づき、少なくとも、外部の信用評価機関による 3 階級 (投資適格) の信用力うち、最低でも最良の信用力を有さねばならない。更に、証券は、ユーロ建てでなければならない。; 適格満期は、購入時点で、最低 6 か月の残存満期から最大残存満期 30 年の範囲である。; 証券は、ユーロ圏で設立された企業が発行したものでなければならない。; 信用機関により発行された証券は非適格となる。ユーロシステムは証券毎に発行額の 70% を購入上限としている。

2016 年 6 月 8 日の CSPP 購入の開始と 7 月 15 日の間、ユーロシステムは、ノンバンク事業法人の社債を 104 億€購入した。

購入は、7% は、プライマリーマーケットから、93% は、セカンダリーマーケットから行われた。購入された金額は、ECB のウェブサイトで、月次に、週次ベースで、プライマリーとセカンダリーを分けて公表される。事業法人の社債市場は一般的に、多くの国債発行より社債発行残高の観点で少なく、社債市場は、長期の投資家により占められ、銀行は一般的に、熱心なマーケットメーカーとして機能していないので、国債市場より流動性が低い。それ故、1000 万€未満の取引が CSPP における主たるボリューム (Cart A 参照) を形成し、取引は、典型的に、セカンダリーマーケットより、プライマリーマーケットにおいての方が大きなものとなっている。CSPP における平均的な取引サイズは、大まかに、第 3 次カバードボンド購入プログラム (CBPP3) におけるそれと同程度であり、公共セクター購入プログラム (PSPP) の取引より小さい。事業法人の社債のレポマーケットは、同様に、国債のレポ市場より流動性が少ない傾向を示している。市場流動性をサポートするために、ユーロシステムは 7 月 18 日以来、購入を実施している国の中央銀行経由、証券貸借に CSPP の保有社債を利用できるようにしてきた。

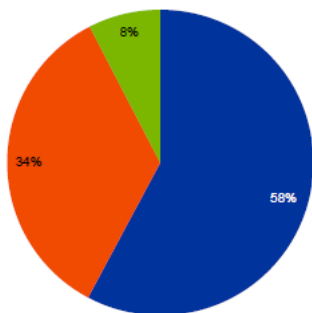
CSPP の購入は、格付け、セクター国及び発行者を通してよく分散されている。

適格法人の数が多いせいで、購入は、今までのところ、175 の異なる発行体により発行された 458 の異なる社債に広がっている。購入された社債の利回りは、-0.4%の ECB の預金ファシリティレートを上回るマイナス金利で 20%程度が購入され、-0.3%程度から 3%のレンジとなっている。格付けは、AA から BBB-の範囲にあり、購入の分布は広く、適格社債のユニバーサルの格付けの分布を反映したモノとなっている。購入は、さまざまな経済セクターに存在する企業を通じ(Chart B 参照)また、社債が存在するユーロ圏の国を通じてうまく分散されている。

Chart A
Trade sizes under the CSPP

(percentage shares)

■ less than €10 million
■ €10 million to €50 million
■ above €50 million

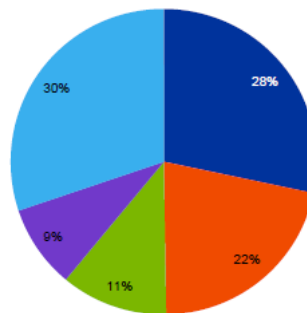


Source: ECB.
Note: Secondary market trades.

Chart B
Sectoral distribution of purchases

(percentage shares)

■ consumer goods ■ utilities
■ communications ■ industrial
■ others

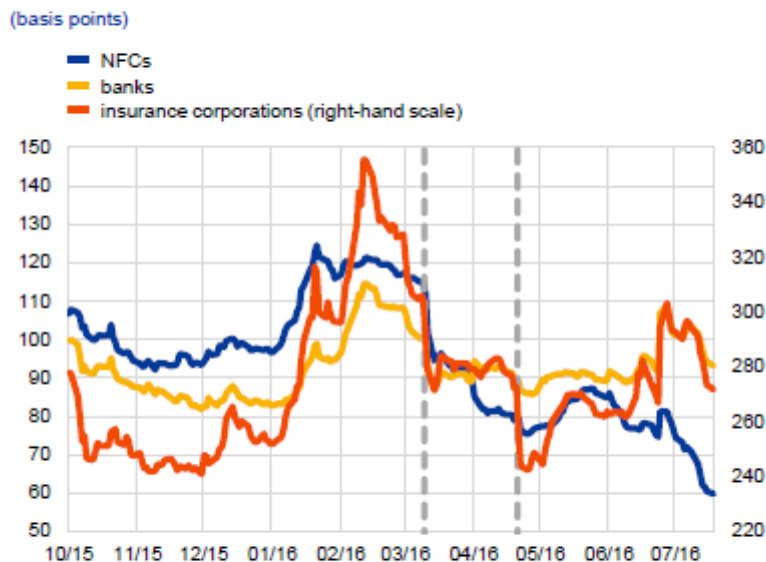


Sources: Bloomberg and ECB.
Note: Based on the Bloomberg sector classification.

3月10日のCSPPの発表の後、非金融企業(NFC)により発行された社債の利回りとリスクフリーレートとのスプレッドに明確な収縮が発生した。

NFC社債のスプレッドは、公表の日に急激に低下し、英国のEU離脱に関する国民投票に関連する5月及び6月のボラティリティの一時的な発生によってのみ中断したものの、その後、低下が継続した。(Chart C 参照)生命保険会社のCSPP適格が4月21日に確認された時、それらもまた、かなり大きなスプレッドの縮小が記録された。企業のスプレッドにおけるその後の減少は、ある程度、イギリスの国民投票の不確実性に関連している。

Chart C Investment-grade corporate bond spreads



Sources: Markit and Bloomberg.

Notes: Corporate bond spreads are measured by asset swap spreads. The vertical lines indicate the Governing Council meetings on 10 March and 21 April. The indices also contain subordinated bonds. The latest observation is for 18 July 2016.

計量的な分析は、CSPP の発表が 2016 年 3 月のユーロ圏の企業社債のスプレッドにおける低下の多くの部分を説明すると示唆している。

現状の検証手法に従い、CSPP の公表の効果は、公表後の 2 週間にフォーカスするイベントスタディーアプローチを通じて評価される。経験的な分析は、CSPP の開始、ECB の預金ファシリティ金利のカット及び新たな貸出条件付長期利ファイナンスオペレーション (TLTRO II) の 4 つのシリーズを含む 3 月に行われた金融政策の意思決定は、企業の外部調達環境を改善した。政策の影響の正確な推定を提供することは、ほとんど不可能に近い。しかしながら、個別企業の社債の利回りと同じ満期のリスクフリーレート間のスプレッドにフォーカスすることは、CSPP の効果をより直接的に認識するのに役立たつかもかもしれない。

1999 年 10 月から 2016 年 3 月を通じて評価された企業の社債のスプレッドに関する決定因子の時系列のデータ分析は、3 月 10 日から 24 日を通じて認識されたユーロ圏の投資適格の企業の社債のスプレッドにおける 16 ベーシスの低下のうち、11 ベーシスが、3 月の金融政策の手法、とりわけ、CSPP の開始 (Chart D 参照) に関連したものだ。

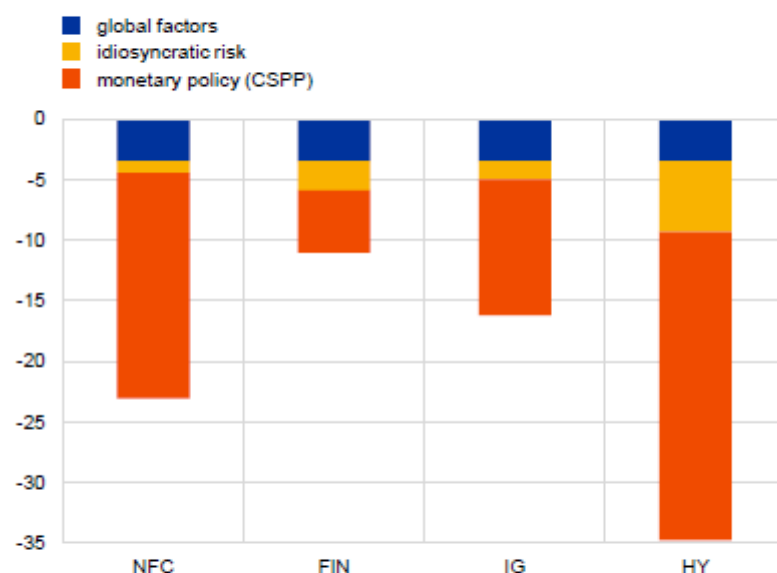
これらの社債の多くは、CSPP の購入適格である。しかしながら、同様の分析が、非適格社債により占められる企業社債のマーケットセグメントにおいても注目に値する影響を確認している。特に、投資適格の社債より低い格付けを有するハイイールドボンドにおいて、25 ベーシス

の影響を示し、非適格銀行社債と保険会社により発行された適格社債を含む金融機関により発行された企業の社債において5ベーススの影響を示している。CSPP による企業の信用スプレッドの低下の根拠が、4月21日に保険会社の社債が適格となったことが決定された時に、保険会社により発行された社債に関する目に見えるスプレッドの縮小により、立証されている。(Chart C 参照)

Chart D

Contributions to changes in corporate bond spreads in the two-week period after the CSPP announcement

(basis points)



Sources: Merrill Lynch and ECB calculations.

Notes: Corporate bond spreads are measured by asset swap spreads. NFC denotes bonds issued by non-financial corporations; FIN denotes bonds issued by the financial sector; IG denotes investment-grade bonds; HY denotes high-yield (non-investment grade) bonds. For more details of the analytical approach taken to derive these results, see footnote 5 and De Santis, R. A., "Credit spreads, economic activity and fragmentation", Working Paper Series, No 1930, ECB, July 2016. The latest observation is for 24 March 2016.

ユーロ建ての企業の社債の発行は CSPP の公表後増加した。

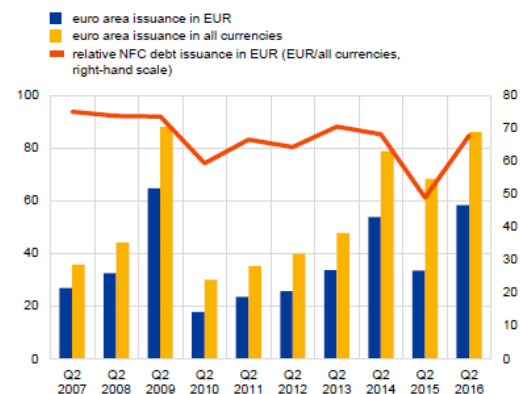
金融市場の不確実性が高められた中、年初における発行は、少なくなった一方、CSPP の公表の後、明確にリバウンドした。基礎的なデータ(Chart E 参照)は、2016年の第2四半期における発行は前年における平均を優に上回ったことを示している。更に、ユーロでのユーロ圏の企業により発行された新たな社債の全ての通貨における発行に対する割合は、過去に記録した割合とほぼ同水準(70% Chart F 参照)まで回復した。ユーロ圏外に本社を有する外

国の企業は、それ故、ユーロでの社債発行をそれほど増やさなかった。

Chart E

Debt issuance by euro area NFCs

(EUR billions; percentage shares)



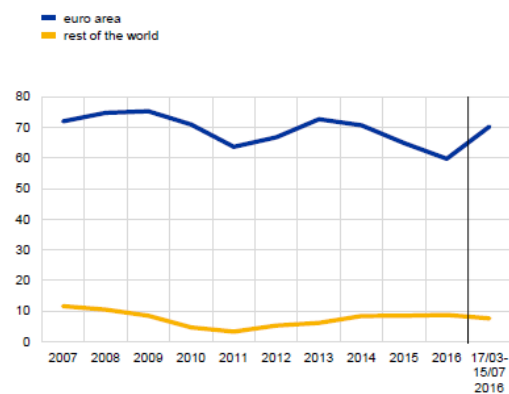
Sources: Dealogic and ECB calculations.

Notes: The data include both investment-grade and non-investment grade bonds. "Issuance in euro" denotes new issues denominated in euro by NFCs headquartered in the euro area. "Issuance in all currencies" denotes all new issues by NFCs headquartered in the euro area.

Chart F

Share of NFC debt issued in euro

(percentage shares)



Sources: Dealogic and ECB calculations.

Notes: The data include both investment-grade and non-investment grade bonds. "Euro area" denotes new issues denominated in euro relative to total new issuances by NFCs headquartered in the euro area. "Rest of the world" denotes new issuances denominated in euro relative to total new issuances by all NFCs headquartered outside the euro area. The year 2016 includes observations up to 15 July 2016. The period from 17 March to 15 July 2016 does not capture a large (€15 billion) transaction in the second week of March 2016, which was agreed before the CSPP announcement.

https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201605_focus02.en.pdf

本書は、情報提供のためのみに提供されるものであり、新たな資料によりその全体について修正、更新または差替されることがあります。本書に含まれる情報は、信頼できると信ずべき情報源から入手されるものでありますが、その正確性または完全性について何らの表明をするものではありません。本情報の正確性または当社の見解の有効性へ依拠される方は、自己の責任においてそれを行うこととなります。

本書は、金融商品(有価証券を含みますが、これに限られません)の取得の申込またはその引受もしくは買付の申込の勧誘を目的とするものではなく、また金融商品の取引条件の最終的な提示を意図したものではありません。本書に記載されるいかなる表示も三田証券会社またはその関係会社が取引を締結することを約束するものとして解釈されるべきではありません。三田証券会社およびまたはその関係会社が本書に基づいて取引を行うことはありません。

三田証券会社またはその関係会社は、本書から発生した誤解について一切の責任を負いません。また、三田証券会社及びその関係会社は、本書に基づいて投資家がなす決定から発生した財務上その他の結果に関して、いかなる受託者責任または賠償責任も負いません。投資家は、リスクを自ら評価し、且つこの点について必要な範囲で自己の法律上、財務上、税務上、会計上またはその他専門分野の自己の助言者から助言を受ける必要があります。

投資家は、特に、本書に記載する金融商品を引受、買付且つ保有する場合、一定の状況においては本金融商品の償還価値・強制買戻価格が額面金額・当初投資金額を下回る場合があり、ゼロとなる可能性もあることを認識する必要があります。

本書このレポートは、2016年8月3日付けで欧州中央銀行が発出した『Smooth start to corporate sector purchases』の一部をお客様の参考に資するため提供する和訳文です。原文(英語)と和訳文に齟齬がある場合は原文(英語)が優先し、三田証券は和訳文の正確性について責任を負うものではありません。

商号等 三田証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第175号
本店所在地 〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町3-11
加入協会 日本証券業協会
指定紛争解決機関 特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター
資本金 5億円
主な事業 金融商品取引業
設立年月 昭和24年7月
連絡先 03-3666-0011 又はお取引のある支店にご連絡ください。