

今週のトピック – 2016年9月19日

イングランド銀行の新政策は時間が評価



デビッド・ライリー

パートナー兼クレジット戦略ヘッド

イングランド銀行の新しい緩和政策はクレジット債市場にすでに影響を与えていますが、まだ課題は残っています。

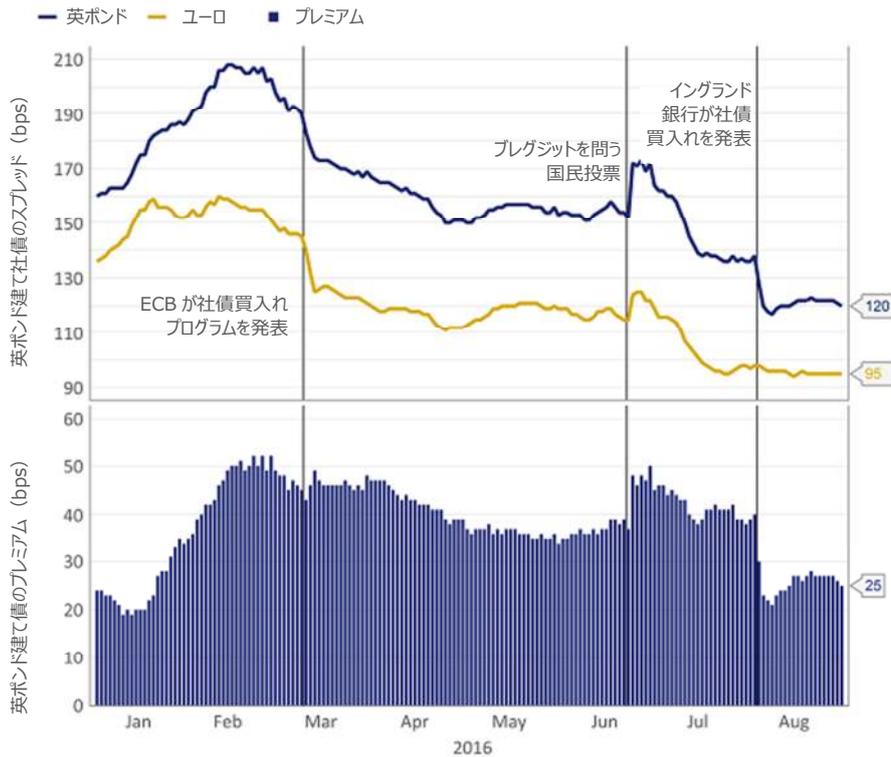
先月、イングランド銀行は英国のEU離脱(ブレグジット)後の英国経済を支えるために包括的な金融緩和政策を発表し、その中に社債の買入れスキームを盛り込んだことで市場参加者を驚かせました。イングランド銀行は欧州中央銀行(ECB)と日銀に続いて利下げを実施し、量的緩和の規模を拡大し、社債も対象に加えて経済成長とインフレ率の押し上げを図っています。新たな貸出スキーム(Term Funding Scheme)も導入し、銀行に対して低利の貸し出しを拡充することとしました。クレジット市場の観点からすると、この政策は政府の長期的な借入コストを削減し、社債のスプレッドを縮小させ、投資を促すために英ポンド建て債の発行を刺激するという目的もありました。

当初の市場の反応はポジティブでしたが、国債の利回りをどの程度低下させ、社債の買入れが経済成長と投資をどの程度押し上げるのかは非常に不透明です。金融政策による恩恵が消え行くなかで、こうした異例の政策のコストとしては、市場のメカニズムの歪みと年金の負債増加という点で表面化してきています。

金利は過去最低水準を記録

8月4日の発表を受けて、8月の英国10年国債金利は23bps低下して0.64%(8月31日時点)となり、その間に過去最低水準を記録しました。同様に、ブレグジットという国民投票の結果を受けて、イングランド銀行は更なる金融緩和を実施する用意があるとの思惑が広まったことから、英ポンド建て社債の利回りも大きく低下しました。市場に保証となる買い手が存在する中で、緩和策の発表前に138bpsだった英ポンド建て投資適格社債のスプレッドは8月31日時点で120bpsまで縮小しました。英ポンド建て社債のスプレッド縮小によって、緩和策の発表前に40bpsだった同等のユーロ建て社債とのスプレッド差が25bpsまで縮小して、発行体にとっては英ポンド建て投資適格債市場が魅力的な市場となりました。英ポンド建てでの起債は、ブレグジットによるボラティリティの高まりを発行体が嫌気したことから、今年半ばまでは冴えない状況でしたが、8月には20億英ポンドの発行が見られ、2014年11月以来となる水準であるとともに、それまでの3カ月間の発行額合計に相当し、金融緩和策のプラス効果を示すものとなりました。

英ポンド建てとユーロ建ての非金融機関投資適格社債のスペード



出所: BoAML Euro and GBP nonfinancial corporate bond indices (EN00 & URNF), BlueBayによる計算; 2016年8月31日

クレジット債市場はこれまでのところ、ポジティブな反応を見せているものの、この政策による長期的な効果はまだはっきりしません。懸念されているひとつの問題は、長期金利の低下が年金に赤字をもたらしているという影響です。追加の量的緩和と利下げによる英国債金利の大幅な低下により、年金の赤字がこの1カ月間で25%増加し、4,000億英ポンドまで膨らみました。ファンダメンタルズ面から見ると、量的緩和と利下げは、企業の投資を減らすことにつながると見えています。なぜなら、企業の資金は投資ではなく年金の赤字を埋め合わせることに使われると考えられるためです。

英国の年金の収支と英国 10 年国債金利の推移



出所: Pension Protection Fund, Macrobond; 2016年8月、2016年7月

起債は増えたものの、ファンダメンタルズは見過ごされている

必然的に、イングランド銀行の社債買入れスキーム(CBPS)とECBの社債買入れプログラム(CSPP)の類似点を考えることが出来ます。6月8日にCSPPが開始されて以降、8月26日時点までに193億ユーロの投資適格社債が買入れられ、月の買入れ額は約80億ユーロとなっています。

ECBは市場を歪ませることを望んではいない、としているものの、利益を最大化することを目指さない巨大な買い手が市場の価格や動向を左右することは避けられず、ECBは市場の歪みを確実に作り出しています。ECBの買入れ要件を満たす債券はその他の債券よりも上昇しており、信用力に関係なく、多くの投資家はECBの買入れに先立って投資を行っています。格下げとなった場合にクーポンがステップアップするといった信用力を補う条項が付帯された債券は、CSPPの買入れ要件を満たさないことから、同じ発行体のプレーン・バニラ債よりもスプレッドが大きな水準で取引されています。

新規発行の観点から言えば、CSPPは効果を見せていると考えられます。3月初旬のCSPPの発表以降、ユーロ建て投資適格社債の発行は増加しました。年末までに過去最高水準となる3,000億ユーロの発行が見込まれると予想しています(2015年の発行額は2,500億ユーロで、2009年以降の年間平均発行額は2,000億ユーロ)。もしイングランド銀行の社債買入れスキームも同様の効果をもたらすとすれば、ここ数年間新規発行が減少して流動性が低下してきた英ポンド建て社債市場に活況を取り戻すことになるかもしれません。

ECBのCSPPでの経験と同様に、英ポンド建て非金融機関社債は、イングランド銀行の債券買入れへの期待から上昇が見られ、過去最低水準の金利を活用しようと、新規発行の増加が見られました。イングランド銀行の発表を受けた数日後に石油大手であるBPは6.5億英ポンドの発行をユーロ建て債よりも低い利回り水準で行い、通信会社であるボーダフォンは10億英ポンドの長期資金調達を行いました。再度、ユーロ建て債市場との類似点を考えると、この影響は買入れ要件を満たさないハイブリッド社債やハイ・イールド社債にも波及してくることが予想出来ます。英ポンド建てハイ・イールド社債のスプレッドは6月末に600bpsだったものが474bpsまで縮小しています。しかし、これはクレジット債市場全体の反発の中で起きたもので、ユーロ建てハイ・イールド社債のパフォーマンスを下回っています。

ECBとイングランド銀行のプログラムは銀行以外の域内企業が発行する投資適格債を対象とする点で類似しています。もちろん、ECBのプログラムが月間80億ユーロ(65億英ポンド)を買い入れているのに対して、イングランド銀行は月間3から4億英ポンドの購入にとどまる予定で、規模は小さくなっています。しかしECBとは異なり、イングランド銀行はセカンダリー市場のみで債券を購入し、100億英ポンドという上限を設けていますが、ECBは買入れ額の上限について語っていません。しかし、社債の発行が増加して英ポンド建て社債市場が全体的に再活性するなら、イングランド銀行は100億英ポンド超の債券買入を行う可能性があると考えています。

社債買入れのような信用緩和プログラムは、国債の利回りをさらに低下させるよりも、より幅広い経済に効果的であると言えます。しかし、投資適格企業はここ数年に亘って好条件での資金調達が可能になっており、企業の投資支出への影響はわずかであると考えられ、市場の歪みと資本の不適切な配分をもたらす可能性があります。永久に中央銀行のプットがあるという見方によって、投資家はファンダメンタルズを気にしなくなってしまいます。もし、中央銀行がクレジット債のストレス時に買入れの意思をさほど見せなかった場合、資産の下落とボラティリティの高まりは投資家にとって大きな痛手となるかもしれません。

今後の見通し

イングランド銀行の発表は債券及びクレジット債市場にとって、長期国債の金利低下と社債の新規発行の増加により、この1カ月間はプラスに働いてきましたが、この金融政策の効果を評価するのは時期尚早であると考えています。直近のユーロ圏のインフレ率は予想を下回り、市場は更なる刺激策を期待しています。そして、これが、金融政策の効果が薄れているのではないかという議論につながっています。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
関東財務局長(金商)第1029号
加入協会: 一般社団法人日本投資顧問業協会

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点(2016年9月21日)のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途「契約締結前交付書面」等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。