

FRBと日銀のETF購入

原 田 喜美枝

米連邦準備制度理事会（以下、FRB）は、二

〇二〇年五月から社債ETFを買い入れている。

中央銀行によるETF買い入れという面では日本銀行による株価指数に連動するETF買い入れと似ているようにみえるが、両者は性質が異なり、仕組みや開示情報という点からみても大きく異なる。本稿では、FRBによる社債ETF買い入れに主眼を置いて概要を解説しつつ、日本銀行によるETF買い入れ政策との違いについて考察することで、日本のETF買い入れ政策の問題点を浮き彫りにする。

社債ETF買い入れの概要

FRBは二〇二〇年四月に、「セカンダリーマーケット・コーポレートクレジットファシリティ」（以下、SMCCF）により米債券に投資するETFを買い入れるとして、その内容を公開した。SMCCFとは、新型コロナウイルスの感染拡大で経済や金融市場に混乱が生じていることから、打撃を和らげる緊急融資プログラムの一環として導入された手段である。社債ETFの買

い入れは五月一二日から運用が開始されている。⁽¹⁾⁽²⁾⁽³⁾

S M C C Fは、日本語では「流通市場での企業信用措置」などと表現されることもある。脚注2のリンクにあるように、ニューヨーク連邦準備銀行（以下、NY連銀）とブラックロック社の間で諸条件を定め、NY連銀はブラックロック社が設立した事業体（BlackRock Financial Markets Advisory unit）に融資をする形で、ブラックロック社が流通市場から社債と社債ETFを購入する緊急措置である。事業体の手数料体系、NY連銀との関係や役割、リスクマネジメントのあり方などが取り決められ公開されている。

S M C C Fの購入対象となる社債と社債ETFについては、四つのカテゴリーが定められている。投資適格の米企業が発行した社債（カテゴリーI）、二〇二〇年三月二二日時点で投資適格だった米企業が発行した社債であり購入時点で格

下げられていてもB B ーもしくはB a 3格を保っているもの（カテゴリーII）、米国に上場されている債券ETFで投資適格社債に投資するETF（カテゴリーIII）、米国のハイイールド債に投資するETF（カテゴリーIV）、である。⁽⁴⁾

カテゴリーIIまでは社債を対象としており、格下げになってもB B ーまでのハイイールド債であれば購入対象となる。カテゴリーIIIとカテゴリーIVはETFを対象としたものであり、IIIは投資適格のETFであるが、IVはハイイールド債に投資をするETFとなっており、B B 格以下の社債を組み込んでいるETFが購入対象となる。F R Bが個別のジャンク債を買うことに対しては内外から批判があるかもしれないが、ETFの形であればリスクの高い銘柄が含まれているとはいえ分散効果はあり、こういう点からもETFの形でハイイールド債を間接的に買い入れていると考えられる。

日本銀行はどの銘柄を買い入れているかを公開していないが、FRBは買い入れた銘柄を公開している。⁽⁵⁾ 銘柄だけでなく、買い入れにかかったコストに関しても開示されている(後述)。本稿では、まず社債ETFについて解説し、その次にFRBが緊急融資プログラムで購入したETFについて確認する。

ETF市場の中での債券ETF

全てのETFは取引所で取引される投資信託である。投資信託と同様に小額で運用することができる点と、株のようにいつでも取引できる点も共通の性質である。

FRBが買い入れているETFは、社債を組み込んだETFであり、大きくくりでは債券ETFと総称される金融商品である。一方、日本銀行

が買い入れているのは株価指数に連動するETFである。他には、原油・金などのコモディティ等に投資をするETFがあり、デリバティブを組み込んだETFも存在する。ETFを買うことで間接的に保有できる金融商品は、先進国・新興国など海外の株式、債券、金や原油、レアメタルといった商品など幅広い。⁽⁶⁾ 同じETFという名前であっても、その仕組みは様々であり、ここでは株価指数に連動するETFと社債ETFの違いを中心に概説する。

債券は国や企業等が投資家から資金を調達するために発行するもので、償還日には償還金が戻る金融商品である。社債は満期までの期間が決まっており、ETFには満期がないことから、銘柄の入れ替えはETFの中で行われることになる。債券市場での起債は毎年二〇%程度とされ、債券ETFは、債券を保有し、償還されたものを再度投

資していく仕組みである。

米国の債券ETFは種類が豊富である。国債だけをとつても、米国短期国債、米国国債一―三年もの、物価連動国債、米国国債七―一〇年もの、米国国債二〇年超などのETFが存在する。これらに加え、社債ETF、ハイイールド債券のETF、住宅ローン担保証券(MBS)のETFなどがあり、総数は九〇銘柄を超える。日本で上場されている債券ETFは一五銘柄であり、多くはない。

日本銀行の買い入れ対象となっているETFは、日経平均株価やTOPIXといった株価指数に連動する銘柄である。ともに日本経済の動向を把握しやすい株価指数といえる。たとえばTOPIXのETFを買い入れることは、東証一部に上場する二〇〇社以上の企業に投資することと同じ効果を得ることが可能である。日経平均株価や

TOPIXは指数(以下、インデックス)であり、これらに連動するETFは特定の指数と同様の投資成果をあげることが目指し運用されている。インデックスというと、株価指数が代表的だが、債券にも数多くの指数がある。

債券指数の動きに連動するよう運用されるのが債券ETFである。債券の指数はインデックス提供会社により算出・提供されていて、インデックス提供会社は独自の算出方法やルールに基づいてインデックスの構成銘柄(インデックスに含まれる各銘柄)やウェイト(比重)を決定している⁽⁷⁾。日本で歴史の長い債券インデックスのひとつとして「NOMURA-BPI」がある。これは、日本の公募債券市場全体の動向を反映する投資収益指数であり、古くから債券運用のベンチマークとして利用されてきた。インデックスには市場全体を示す指数のほか、債券の種類別や残存期間別に算出さ

れているものもある。

FRBが買い入れているETFは、債券を組み込んだETFの中でも米国債などのETFではなく、社債のETFであり、ジャンク債と呼ばれる格付けの低い企業の社債を組み込んだものも含まれる。指数としては、例えば、「マーケイットiB o x x米ドル建てリキッド・ハイイールド・キャップト指数」などが存在する。

開示された社債ETFの出身

五月末に公開されたデータ（五月一九日までの数字）によれば、FRBの社債ETFの保有額は一三億七〇二万ドルであった。七月に入り公開されたデータ（六月二六日までの数字）では、残高は八〇億ドルとなった。一ドル一〇八円として日本円に換算すると、それぞれ約一、四一二億円、

約七、四〇七億円となる。SMCCFによりFRBは社債ETFの大口保有者となっているが、三四兆円を超える株価指数に連動するETFを保有している日本銀行と比べると、その残高ははるかに小さいといえる。

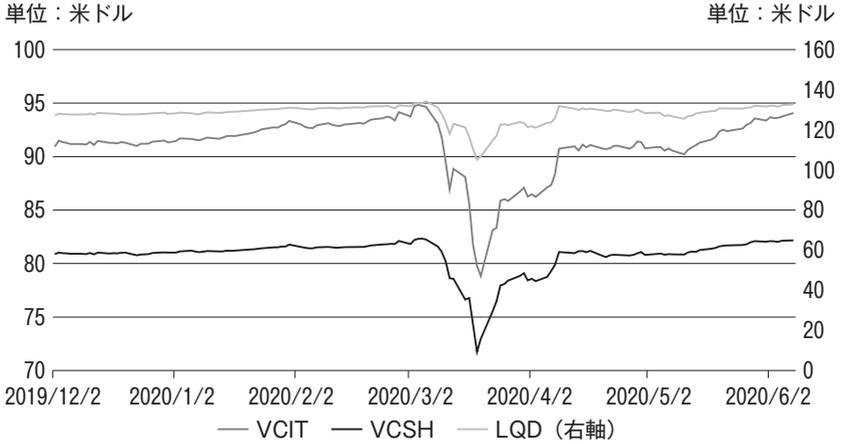
表1はFRBが緊急融資プログラムで買い入れた社債ETFリストを、ティッカー、英語名称と日本語名称、発行体、購入数、六月二六日時点での時価評価（千米ドル）とともに表示している。

買い入れ対象の主な金融商品は「iシェアーズiB o x x米ドル建て投資適格社債ETF」や「バンガード米国中期社債ETF」、「バンガード米国短期社債ETF」などである。中には、投資適格ではなくなった社債に投資をする「iシェアーズiB o x x米ドル建てハイイールド社債ETF」や「ヴァンエック・ベクトル・フォールン・エンジェル・ハイイールドETF」など、ハ

表1 FRB が購入した社債ETF

ティッカー	英語名称	日本語名称	発行体	保有口数	保有時価評価 (千米ドル、 6/26時点)
ANGL	VanEck Vectors Fallen Angel High Yield Bond ETF	ヴァンエック・ベクトル・フォールン・エンジェル・ハイイールド債ETF	ヴァンエック	1,049,785	30,129
HYG	iShares iBoxx High Yield Corporate Bond ETF	iシェアーズ iBoxx 米ドル建てハイイールド社債ETF	ブラックロック	3,364,579	274,617
HYLB	Xtrackers US Dollar High Yield Corporate Bond ETF	Xトラッカーズ 米ドル建てハイイールド社債ETF	DWS	1,397,387	65,328
IGIB	iShares Intermediate-Term Corporate Bond ETF	iシェアーズ中期クレジット債ETF	ブラックロック	7,199,309	434,694
IGSB	iShares Short-Term Corporate Bond ETF	iシェアーズ短期社債ETF	ブラックロック	12,180,185	666,378
JNK	SPDR Bloomberg Barclays High Yield Bond ETF	SPDR ブルームバーグ・バークレイズ・ハイイールド債券ETF	ステイト・ストリート	4,570,008	462,302
LQD	iShares iBoxx US Dollar Investment Grade Corporate Bond ETF	iシェアーズ iBoxx 米ドル建て投資適格社債ETF	ブラックロック	16,806,023	2,260,410
SHYG	iShares 0-5 Year High Yield Corporate Bond ETF	iシェアーズ0-5年ハイイールド社債ETF	ブラックロック	601,519	25,799
SJNK	SPDR Bloomberg Barclays Short Term High Yield Bond ETF	SPDR ブルームバーグ・バークレイズ短期ハイイールド債券ETF	ステイト・ストリート	1,220,506	30,757
SLQD	iShares 0-5 Year Investment Grade Corporate Bond ETF	iシェアーズ0-5年投資適格社債ETF	ブラックロック	841,975	43,888
SPIB	SPDR Portfolio Intermediate Term Corporate Bond ETF	SPDR ポートフォリオ米国中期社債ETF	ステイト・ストリート	13,018,277	475,558
SPSB	SPDR Portfolio Short Term Corporate Bond ETF	SPDR ポートフォリオ米国短期社債ETF	ステイト・ストリート	8,804,790	275,942
USHY	iShares Broad US Dollar High Yield Corporate Bond ETF	iシェアーズブロード米ドル建てハイイールド社債ETF	ブラックロック	1,366,772	52,238
USIG	iShares Broad US Dollar Investment Grade Corporate Bond ETF	iシェアーズブロード米ドル建て投資適格社債ETF	ブラックロック	2,709,417	163,703
VCIT	Vanguard Intermediate-Term Corporate Bond ETF	バンガード米国中期社債ETF	バンガード	12,904,338	1,227,719
VCSH	Vanguard Short-Term Corporate Bond ETF	バンガード米国短期社債ETF	バンガード	17,954,147	1,484,090

図1 保有高トップ3銘柄の価格推移

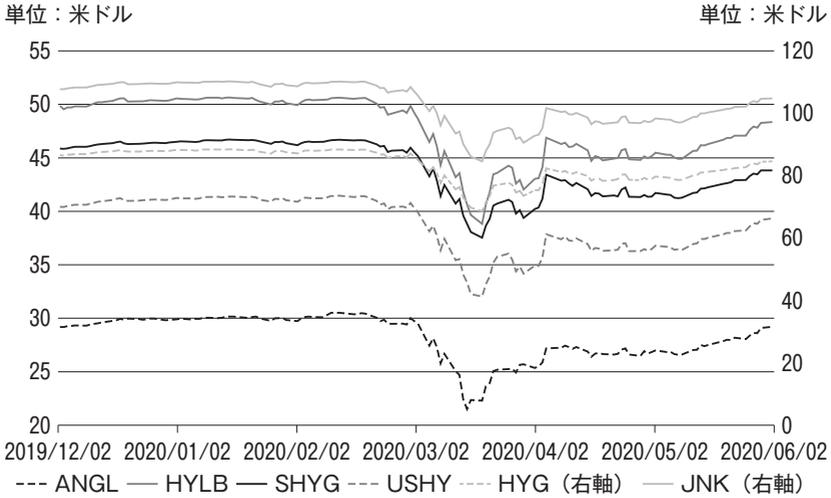


イールド債に投資をするETFも複数銘柄含まれている。

保有銘柄の中で最大のものは「iシェアーズiBoxx米ドル建て投資適格社債ETF」(ティッカー・LQD)であり、FRBは一、六八〇万口強を保有し、その時価総額は二二・六億ドル強となっている。同銘柄の純資産額は七月中旬で五六億ドルであり、FRBの保有は全体の四％程度であることもわかる。

図1と図2は幾つかのETFの価格推移を示している。ともに二〇二〇年三月後半に株式市場が大暴落した時期を含んでいる。三月一九日から二三日にかけて社債ETFが大きく下落した時期は、ニューヨーク株式市場が一日に一、〇〇〇ドル以上値下がりし、ダウ平均の終値が二万ドルを割り込んだ時期である。三月後半を除くと、適格社債のETFの価格は比較的安定的に推移(図

図2 ハイイールド債の価格推移



1) している一方で、ハイイールド債を組み込んだETFはコロナウイルス感染拡大の前の水準には回復していない(図2)ことがわかる。

ハイイールド債のETFには投資不適格な社債が含まれるため、こういった社債ETFを買い入れる政策は、低格付け企業への緊急融資という面ではやむを得ない選択肢かもしれない。しかし、社債ではなく社債ETFの形で買うことは、満期がくれば自然に償還されるという債券そのもののメリットを生かしていない。

FRB保有ETFと 日本銀行保有ETFの違い

SMCCFは、新型コロナウイルス感染拡大で混乱に陥った経済や金融市場を救済する緊急融資プログラムの一環として導入された手段であり、

当初は社債そのものの購入が目的であったが、その後社債ETFも購入対象となっている。

債券ETFの規模はETF市場全体の中でも相対的に小さく、国債ではなく事業債を対象にしたETFの時価総額はさらに小さい。このような状況の中、FRBが保有している社債ETFは一六銘柄あり、最大の保有銘柄であっても純資産額の四％程度であり、投資家のすそ野が広いこともあるが、市場を独占するような状況には至っていない。

日本銀行のETF保有はどうだろうか。日本銀行が保有するETFは、株価指数に連動するETFであり、数多く存在するETF銘柄の中でも代表的な金融商品といえる。日本銀行は市場で代表的なETFを複数銘柄保有しているだけでなく、ETF市場全体の八割強を保有している。二〇二〇年四月末現在で日本銀行のETF保有額は簿価

で三四兆円程度であり、同時期の日本の株式に連動するETFは時価で四一兆円の規模であった。

なお、日本銀行が政策として購入している銘柄は公開されていない。購入銘柄の公開・未公開という違いにとどまらず、日本銀行は政策運営に関するコストについても明らかにしていない。⁽⁸⁾⁽⁹⁾

FRBも日本銀行も大規模な金融緩和策を実施し、市場に資金を供給している点では同じである。FRBは資産買い取り策として社債や、社債を組みこんだETFを買い、緊急融資をおこなう。日本銀行は株価指数に連動するETFを買い、資産価格のプレミアムに働きかける効果（リスク・プレミアムの縮小を促す）の軽減をめざして購入している。一見似ているようにみえるが、買い入れ対象も異なれば、買い入れの手法も異なり、情報公開という点でも大きく異なる。

おわりに

二〇二〇年五月から始まったFRBによる社債ETF買い入れについて、日本銀行による株価指数に連動するETFの買い入れと比較しつつ、概要を説明した。ETFの基本的な仕組みそのものはそれほど複雑ではないが、様々なETFが存在し、中には複雑でリスクの所在がわかりにくいETFも存在する。ETF買い入れ額は、中央銀行による国債等の買い入れに比べると相対的に金額が小さい。こういったことが関係してか、金融政策面からETF買い入れを検証した論考は多くない。

今回、FRBのETF買い入れ政策について考察した結果、日本銀行のETF買い入れ政策とは大きく異なることが明らかとなった。投資不適

格な社債が含まれるハイイールド債のETFを買い入れることは、満期がくれば償還されるという債券の性質が生かされず、常にリスクが残る金融商品を買入れていることになる。その一方で、ETFの形で買うことでリスク分散が図れている可能性はある。

日本銀行は二〇二〇年五月から買い入れ方針を時価総額ベースから市場流通残高ベースに変更している。これは、日本銀行が保有する分を除く市中流通残高に応じた買い入れに変わるということであり、日本銀行の保有分を除いた残高に注目することに等しく、時価総額の小さいETF銘柄の購入割合が相対的に高まることが予想される。

なぜなら、政策として簿価で三四兆円購入した結果、四一兆円のETF市場が形成されているのであり、市場の成長は政策の恩恵に他ならない。時価総額に比例して購入するという方針は、自己

増殖的に増やした分をさらに買い増すことに他ならず、運用会社間の競争環境を阻害するなど弊害をもたらしてきた。また、日本銀行が間接的に個別銘柄を買うことで、東京証券取引所が算出する浮動株比率がわかりにくいものとなってきた。浮動株指数の定義の見直しや、市場区分の見直し、新指数を考案する東京証券取引所の市場改革とも関係する動きといえる。

市中流通残高に応じた買い入れ額への変更は良い改善であるが、購入している銘柄情報が公開されない中では不透明感が一層高まることにつながる。二〇二〇年内には日本銀行のETF保有は四〇兆円を超え、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の保有を上回り、日本株の最大株主になることが予測されている。

株式市場で間接的に株を買う先進国の中央銀行は日本銀行のみである。自由市場に介入する理由は

を明確にせず、日本株の最大株主になることは様々な危険を伴う。FRBによる社債ETF買い入れ政策を鑑みれば、日本銀行のプレゼンスは比喩ものにならないほど大きいことがわかる。政策の出口議論は閉ざされているが、今後も政策を維持するならば、購入しているETFの銘柄・購入金額、信託報酬額などを開示する時期に差し掛かっていると考える。

(注)

- (1) 二〇二〇年四月九日公開のSMCCFプログラム：
<https://www.newyorkfed.org/markets/secondary-market-corporate-credit-facility/secondary-market-corporate-credit-facility-terms-and-conditions>
- (2) NY連銀とブラックロック社のSMCCFに係る契約の詳細（二〇二〇年三月二七日付）：
https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/markets/special_facilities/SMCCF_Terms_BackRock.pdf
- (3) 五月二日から運用を開始する旨の発表（二〇二〇年五

- 月一日付) : <https://www.newyorkfed.org/newsevents/news/markets/2020/20200511>
- (4) 原文は下記の通り。The SMCCF may purchase in the secondary market (i) corporate bonds issued by investment-grade U.S. companies; (ii) corporate bonds issued by companies that were investment-grade rated as of March 22, 2020, and that remain rated at least BB-/Ba3 at the time of purchase; (iii) U.S.-listed ETFs whose investment objective is to provide broad exposure to the market for U.S. investment-grade corporate bonds; and (iv) U.S.-listed ETFs whose primary investment objective is exposure to U.S. high-yield corporate bonds.
- (5) SMCCFで買入れた金融商品は下記のページからエクセルファイルで提供されている。 <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/smccf.htm>
- (6) 日本のETF市場については、JAMX(110110)など、毎年公開されているFactsheetが詳しい。米国を中心とした世界のETF市場を概説したものととしては杉田(二〇一七)がわかりやすい。
- (7) たとえば、日本の債券ETFがどの指数との連動を目指すよう作られているかは以下等で確認がべき。 <https://www.jpix.co.jp/equities/products/etfs/issues/01-09.html>
- (8) SMCCF(PMCCFも同様)に関するFAQにおいて、買い入れに関する様々な質問と、それに対する返答がある。ETF購入に関しては、ETFに特有な指標である純資産総額(NAV)などを考慮すると記されている。 <https://www.newyorkfed.org/markets/primary-and-secondary-market-faq/corporate-credit-facility-faq>
- (9) 原田(二〇一九)では、日本銀行が保有するETFから発生する信託報酬額などを推計している。

参考文献

原田喜美枝(二〇一九)「ETF買入政策と運用業界への影響」日本証券経済研究所『証券レビュー』第五九号第九号

杉田浩治(二〇一七)「拡充をこぼける世界のETF(その現況と成長の背景、今後の展開)」日本証券経済研究所

JPIX(2020)「ETF/ETN Factsheet 2020」
<https://www.jpix.co.jp/equities/products/etfs/data/tvdivg0000004xpi-at/etfnfactsheet2020.pdf>

(はらだ きみえ・中央大学商学部教授
 当研究所客員研究員)