



ブライツ・アセット株式会社

FRB のクレジット金融商品購入プログラム

FRB はついに、ジャンク・ボンドまで購入対象を拡大、市場防衛に

米国の FRB は経済対策として、各種施策を矢継ぎ早に発表しました。市場はこうした FRB の市場防衛プログラムを好感して安定してきています。株式やクレジット市場の動向は、コロナウイルスの感染者や死亡者数を追うのではなく、中央銀行や政府の経済対策プログラムを見て判断するようにしましょう。FRB が 3 月 23 日に発表した経済対策の資産購入プログラムで株式市場、クレジット市場は底打ちました。またその日が丁度テクニカル分析で見てもちょうどいいタイミングで発表されたことは確信的とさえ思えてしまいます。個人的に市場の上げ下げをコロナで語る人は信用できません。

マーケティングセールス部

2020/04/20

金融商品取引業者：ブライツ・アセット株式会社
登録番号：関東財務局長（金商）第 3102 号
加入協会：一般社団法人第二種金融商品取引業協会
一般社団法人金融先物取引業協会
一般社団法人日本投資顧問業協会
HP：www.brightasset.co.jp

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的としてブライツ・アセット株式会社が作成した資料です。投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資に関する決定は、お客様ご自身で判断なさるようお願いいたします。

FRB のクレジット金融商品購入プログラム

FRB はついに、ジャンク・ボンドまで購入対象を拡げ、市場防衛に

FRB はクレジット市場防衛のためにこれまでにない速さと対策を打ってきた

FRB はクレジット市場防衛のためにこれまでにない速さと対策を矢継ぎ早に発表しています。

3月3日には、短期金利の指標であるフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を0.5%下げて、1.0～1.25%としました。3月15日には再度フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を、1.00～1.25%から0～0.25%に1%引き下げました。

3月15日には、米国債などを買い入れて資金を大量供給する量的緩和政策も復活させました。数カ月で米国債を少なくとも5000億ドル買い入れ、住宅ローン担保証券（MBS）も同じく2000億ドル購入する量的金融緩和策やドル需要を賄うための通貨スワップの拡充も発表しました。3月17日には、プライマリー・ディーラー・クレジット・ファシリティ（PDCF）を再開し、短期金融市場の流動性を確保すべくプライマリー・ディーラーとのレポ取引における担保の拡充を発表しました。

3月18日には、MMF 購入プログラムを発表し、20日には地方債 MMF 購入プログラムを発表しました。23日には、TALF を再開し ABS の購入プログラム、コマーシャル・ペーパー（CP）購入プログラム、社債購入プログラムの導入を発表しました。4月9日には、社債購入プログラムの対象拡充を発表し、投資適格の社債のみならず、格下げされた非投資適格社債であるジャンク・ボンドやレバレッジド・ローンの購入を発表しました。

主な、資産購入プログラムをまとめてみました。

FRB プレスリリース（新経済対策：各種金融資産購入プログラムの発表）3月23日

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200323b.htm>

新発クレジット・ファシリティ PMCCF

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/pmccf.htm>

タームシート（2020年4月9日）

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/monetary20200409a5.pdf>

流通クレジット・ファシリティ SMCCF

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/smccf.htm>

タームシート（2020年4月9日）

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/monetary20200409a2.pdf>

主な内容

3月23日に発表されていましたが、4月9日になって購入対象の拡充を発表しました。

米財務省は特別目的会社（SPV）を通じて、流通クレジット・ファシリティとともに750億ドルのエクイティ出資を行う。（新発ファシリティ-PMCCF：500億ドル、流通ファシリティ-SMCCF：250億ドル）。レバレッジ効果で合計総額7500億ドルの投資枠設定。

投資対象は、以下の要件を満たす社債及びローン（融資）

社債購入適格要件は以下の通り：

1. 米国で事業を営み、従業員の過半数が米国である企業が発行する社債
2. 2020年3月22日時点で、BBB-/Baa3以上の格付けを有する社債
 たとえ、格下げされたとしてもBB-/Ba3であること（いかなるケースでもFRBがレビューを行う）
3. 預託金融機関でないこと
4. CARES法でサポートされていないこと
5. CARES法の4019項と利益相反がないこと

1 社あたりの最大枠は、ファシリティ総額の1.5%。

1社の2019年3月22日～2020年3月22日間の発行総額の10%を上限とする。ETFは20%以上購入しない。購入につき1%の手数料を徴収。購入期限は、2020年9月30日まで。

アセット・バック証券ローン・ファシリティー TALF

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/talf.htm>

2020年3月23日 TALFプログラム(Term Asset Backed Loan Facility)を再開。

タームシート

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/monetary20200409a1.pdf>

特別目的会社(SPV)を通じて、100億ドルのエクイティー出資、総額1000億ドル。

自動車ローン、学生ローン、クレジット・カード・ローン、中小企業局保証のローン、レバレッジド・ローン、商業不動産ローンなどの証券化金融商品が購入対象。

CMBSは2020年3月22日以前に発行されたAAA格のもの。新発のCLOも対象。

マネー・マーケット・ミューチュアル・ファンド(MMF)流動ファシリティー MMLF

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mmlf.htm>

タームシート

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/monetary20200323b4.pdf>

主なポイント

米国で事業を営む預託金融機関及び預託金融機関の持ち株会社、外国銀行の米国子会社。12か月を超えないもの。米国公社債、ABSCP、CP、最高格付けの譲渡性預金、短期地方債(変動金利デマンド・ノート含む)などを担保条件。

コマーシャル・ペーパー(CP)ファンディング・ファシリティー : CPFF

Commercial Paper Funding Facility

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/cpff.htm>

タームシート

<https://www.newyorkfed.org/markets/commercial-paper-funding-facility/commercial-paper-funding-facility-terms-and-conditions>

購入対象

米ドル建てコマーシャル・ペーパー(CP)

A1/P1/F1格のABCP、企業、格下げされた場合でもA2/P2/F2格以上。

1社あたり2019年3月16日～2020年3月16日の間で最大発行額が購入の上限。

購入期限は、2021年3月17日。

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的としてブライト・アセット株式会社が作成した資料です。投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資に関する決定は、お客様ご自身で判断なさるようお願いいたします。

フォーリン・エンジェルの急増

投資適格級からジャンク級に格下げされた社債は「フォーリン・エンジェル（墮天使）」とされます。2020年に入ってジャンク級に格下げされた企業には、自動車メーカーのフォード、食品のクラフト・ハイツや石油生産のオキシデンタル・ペトロリアム、エアラインのデルタ航空、百貨店のメイシーズなどがありました。フォードの社債金利は格下げ魔の3%台から10%近くまで上昇していました。

たださえ、2019年には、投資適格ではないハイイールド債券の発行増やレバレッジド・ローンの発行急増でクレジット・バブルの懸念がささやかれていましたが、今回のコロナショックによる市場の崩壊によって、クレジット・バブルが崩壊しようとしていた。株価は史上最高値を更新していましたが、2月19日以降、3月23日の底までで、ダウは37%下げ、S&P500は34%下げ、NASDAQは30%下げ、ラッセル2000は41.5%下げていました。同期間で、米国ハイイールド債券のOASスプレッドは3.66%から10.87%まで上昇していました（グラフ3参照）。ICE BofA US High Yield Index Total Return Indexでは21.5%下落していました（グラフ3参照）。S&P/LSTA U.S. Leveraged Loan 100 Indexは22.5%下落していました。ローンをまとめたCLOの場合、10%程度はエクイティーで構成されているため、エクイティー・クラスからBBクラスまでは、ほぼ無価値（評価価額でゼロ）となっている状況でした。

FRBはクレジット市場と金融システム防衛のためにこれまでにない速さで対策を打ってきた

株価が3月23日に下げ止まり、FRBが各種市場サポート・プログラムを開始したことから市場の崩壊はギリギリ免れたとっていいでしょう。リーマン・ショックの際の経験が生きていて、FRBは今できることすべてを一気呵成に打ち出してきたというのが今現在の姿です。これまでFRBが購入対象としてこなかった、投資適格格付け以下のジャンク・ボンドまで購入し始めたということは、さらに一歩踏み込んだと言えるでしょう。今後CLOのエクイティー・クラスの投資家やジャンク・クラスのエネルギー会社の倒産などが懸念されますが、最悪期は脱したといってもいいと思います。

株価や各種金融商品は市場で出回っている情報・状況を先回りして価格が形成されています。CLOなどのストラクチャード金融商品の場合、その市場を形成しているプロの参加者しか内情が分かりません。クレジット市場の情報は非対称なのです。クレジット市場では、内情を知っている人が、先回りして売却したり、ヘッジをかけてもインサイダー取引とは一概に指摘できないのが実情です。株であれば罰せられるのですが、クレジット市場でこうしたインサイダー情報からみの売買で罰則を受けたということは聞いたことがないです。

FRBの矢継ぎ早の対策によって、リーマン・ショックの時に起こった、クレジット商品の下落スパイラルが起こり、CDOが無価値となるような事態は避けられたということです。今回FRBは先回りして、これでもかという市場サポート・プログラムを発表してきました。今後、米国での感染者数の伸びが鈍化して、人々が職場に復帰するようになると株価やクレジット市場は本格的な回復基調に戻ると考えられます。これだけの金融緩和と量的金融緩和の効果は絶大で、2020年年末には、米国株価は史上最高値を再度試しているような状況になってもおかしくはありません。3月以降FRBのバランスシート残高は急激に増加しています。新規に発表された社債購入プログラムのPMCCFやSMCCFによって購入された社債の残高はFRBが直接購入するものではないので、これ以上にFRBは様々な金融商品の購入を行っています。（グラフ1参照）

いつが金融商品の買い場かと尋ねられれば、今すぐにでも、できるだけ早いうちに買った方がいいと答えます。

リーマン・ショック時のクレジット商品下落スパイラル

リーマン・ブラザーズが2008年9月15日に破綻、9月末にかけて、クレジット・デリバティブの主要カウンター・パーティであった米大手保険会社がクレジット・デリバティブの損失補填のためと保険金支払いのために保有社債を大量売却、市場で社債の買い手がなくなる、クレジット商品を基としたストラクチャード金融商品の買い手が消失、ストラクチャード商品の損失補填のために他の少しでも流動性のある金融資産を売却する金融機関が現れる、リーマン・ブラザーズに次ぐ証券会社破綻の懸念、世界中の金融機関のバランスシートが悪化。FRBが各種資産購入プログラムを遅れ遅れ出してきたにもかかわらず、この下落スパイラルを止めることはできず、半年先の2009年3月に、やっと株価やクレジット商品の下落スパイラルは終了し底打ちしました。

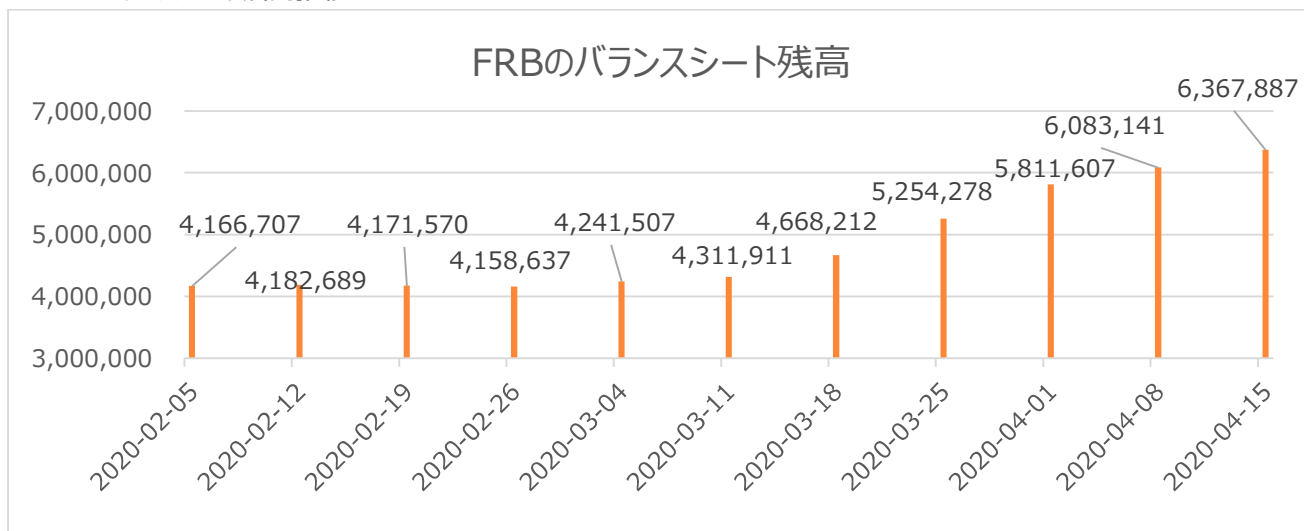
FRBのバランスシート残高の拡大

FRBは毎週水曜時点の保有資産残高を公表しています。

<https://fred.stlouisfed.org/release/tables?rid=20&eid=840961#snid=840963>

4月15日時点では、6.37兆ドルまで増加し、資産購入プログラムを始めた3月3日以前の2月26日時点の4.16兆ドルから53%も増加しています（グラフ1参照）。

グラフ1：FRBのバランスシート残高推移



出所：FRB St. Louis データからブライト・アセットが作成

株価やクレジット市場は、政府の経済対策発表やFRBの資産購入プログラムの発表といった経済対策の発表で動いています（グラフ2、3参照）。株価指数は、コロナの患者数で推移してはなりません（グラフ5参照）。

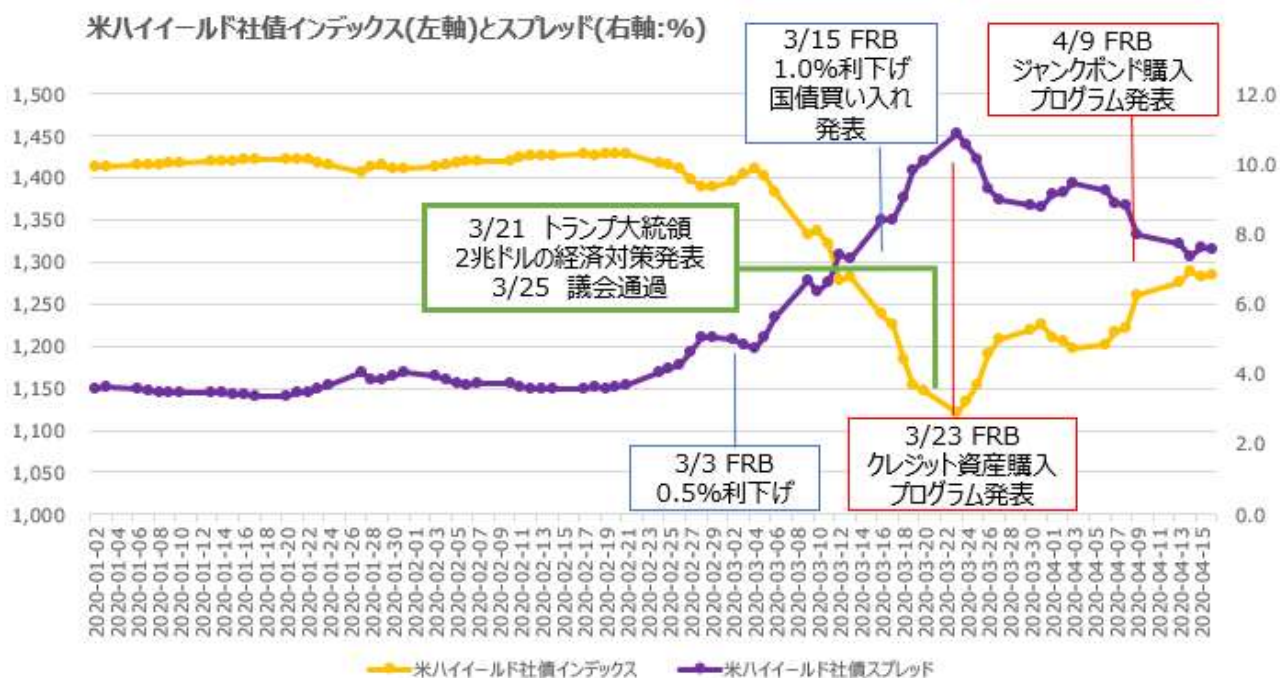
グラフ2：米国株価とFRBの制作発表日



出所：ブライト・アセットが作成

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的としてブライト・アセット株式会社が作成した資料です。投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資に関する決定は、お客様ご自身で判断なさるようお願いいたします。

グラフ3：米ハイールド社債インデックス、スプレッドとFRB政策発表日



出所：FRB St. Louis データ(ICE BofA US High Yield Index Total Return Index Value、ICE BofA US High Yield Index Option-Adjusted Spread)からブライツ・アセットが作成

S&P500 株価指数は、200 日の 4σ 以内で推移していました。2020 年 3 月 23 日も 4σ を割ったところで反転しました(グラフ 4 参照)。トランプ大統領の経済対策発表と FRB による社債等資産購入プログラムの発表のタイミングは、確信的とも言えます。

グラフ4：S&P500 株価指数のボリンジャーバンド推移

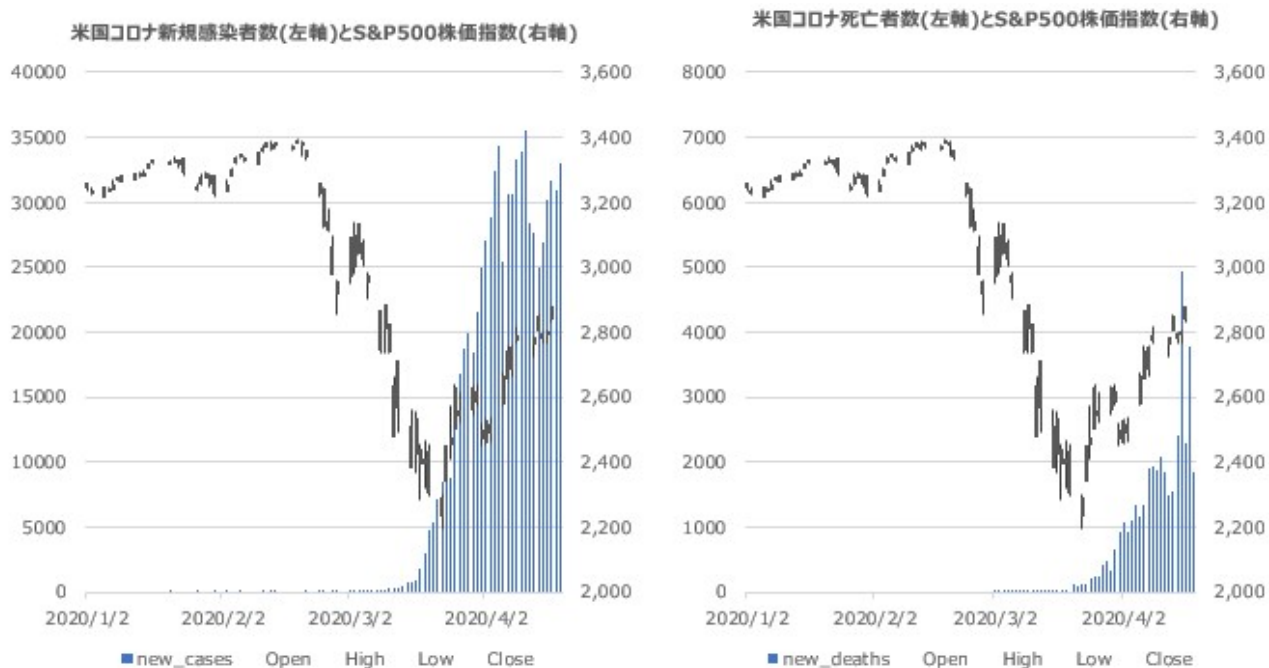


出所：ブライツ・アセットが作成

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的としてブライツ・アセット株式会社が作成した資料です。投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資に関する決定は、お客様ご自身で判断なさるようお願いいたします。

参考までに、米国でのコロナ(COVID-19)新規感染者数及び死亡者数とS&P500 株価指数の推移をグラフにしてみました。コロナの患者数が増え始めたところで株価は底を打って上昇し始めています。

グラフ5：米国のコロナ患者数、死者数と株価の推移



出所：<https://ourworldindata.org/coronavirus-source-data> を基にブライト・アセットが作成