



# “ジュネーブから今を見る” 今日のヘッドライン

欧州

2017年12月13日

## ECB社債購入プログラムとジャンク債

12月14日、ECB金融政策決定会合の会見が予定されています。債券購入プログラムの大枠については10月の会合で示されているため注目度は低いと見ていましたが、社債購入プログラムについては注視が必要です。

### ECB社債購入プログラム：保有銘柄がジャンク級に格下げ

欧州中央銀行(ECB)が量的金融緩和の一環である社債購入プログラム(CSPP)で購入・保有している家具製造・販売大手のシュタインホフは2017年12月6日に、会計処理上の不正行為があったとして、マークス・ヨーステ最高経営責任者(CEO)の辞任が発表されました。12月7日に、格付け会社ムーディーズ・インベスターズ・サービス(ムーディーズ)は同社の格付けを投資適格であるBaa3から投機的等級(ジャンク級)のB1に4段階引き下げたと発表しました(図表1参照)。なお、11日公表のECB統計によると、(12月8日時点)同社債は継続保有されている模様です。

#### どこに注目すべきか：

#### CSPP、格付け、投資適格、テーパリング

12月14日、ECB金融政策決定会合の会見が予定されています。債券購入プログラムの大枠については10月の会合で示されているため注目度は低いと見ていましたが、社債購入プログラムについては注視が必要です。

ECBがCSPPで保有しているシュタインホフがジャンク級に格下げされたとしても、売却の義務がないことはECBの社債購入プログラムQ&Aで確認できます。購入時点での格付けが問題となるからです。

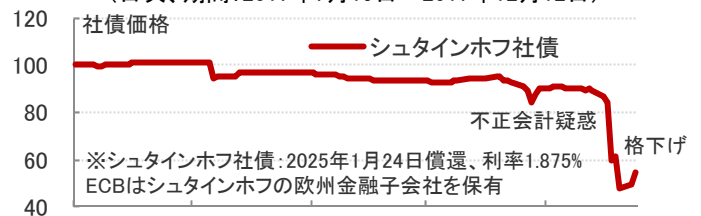
また、格下げでシュタインホフ社債価格が下落しているとはいえ、CSPPの保有銘柄は1000を超えると見られ、影響は限定的と思われます(図表2参照)。もっとも、ECBがジャンク債を結果として保有することになるのは今回が初めてでなく、8月に投資不適格価格付けとなったドイツのK+Sを3銘柄、足元まで保有している模様です。

ただ、一般論として、中央銀行がリスク資産を、個別銘柄で購入することには特有の問題も含まれます。例えば、リスクの許容の問題があります。今でこそ、数銘柄が購入後格下げとなっているだけですが、一体何銘柄までジャンク債を「許容」出来るのか明確にはわかりません。

次に、売却すればそれで済むかという話はそれほど簡単ではないと思われます。先の社債購入プログラムQ&Aで信用リスクへの対応を見ると、①購入格付けの設定、②分散、③モニタリングとなっています。①と②はその通りとして、③の適用は難しい面が考えられます。例えば、ある銘柄の信用リスクが悪化し、それを理由に「売却」すれば、市場の不安をかえって増大させる恐れがあります。信用リスクが悪化した当該企業の信用回復に向けた努力を見守る必要もあるでしょう。ECBの債券購入では、今後の社債購入額を増やすとの期待もあるだけに、社債プログラムについて会見や質疑応答などで議論が深まることに期待しています。

図表1：シュタインホフ社債価格の推移

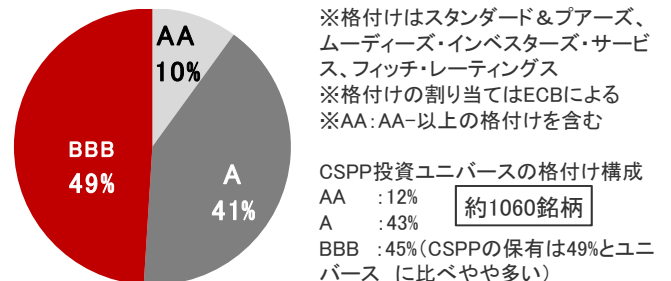
(日次、期間：2017年7月19日～2017年12月12日)



7月19日 8月19日 9月19日 10月19日 11月19日  
出所：ブルームバーグのデータを使用してピクテ投信投資顧問作成

図表2：CSPP保有銘柄の格付け別の構成割合

(時点：2017年11月30日、格付けは2017年3月時点)



出所：欧州中央銀行(ECB)のデータを使用してピクテ投信投資顧問作成

記載された銘柄はあくまでも参考として紹介したものであり、その銘柄・企業の売買を推奨するものではありません。



ピクテ投信投資顧問株式会社

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証する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、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。