

拡大する米国の社債 ETF 市場

岡田 功太

■ 要 約 ■

1. 米国の社債 ETF の運用資産総額は、一貫して増加傾向にあり、2021 年 3 月末時点で約 6,300 億ドルを突破した。投資家層の多様化も著しく、米国保険会社は、全米保険監督官協会が会計ルールを変更したことを受けて、社債 ETF 投資を活発化した。連邦準備制度理事会も、新型コロナウイルス感染症（COVID-19）の影響が拡大した際に、社債 ETF を購入した。
2. 米国の社債 ETF 市場が拡大した背景には、インターコンチネンタル取引所やマーケット・アクセス等の価格情報サービス事業等を展開する金融機関の台頭がある。前者は社債 ETF 等の設定・交換オペレーションを自動化するサービスを提供し、後者は同 ETF のアスク・ビッド・スプレッド等の価格データをリアルタイムに算出するサービスを提供している。
3. 社債 ETF はかつて、市場の不安定化要因と考えられてきた。社債 ETF の設定・交換を行う指定参加者は、グローバル金融危機以降の金融規制改革によって、現物社債のマーケット・メイキング機能の低下が指摘されているディーラーが担っている。そのため、指定参加者は、社債 ETF の設定・交換オペレーションを常に円滑に遂行できるとは限らないとされてきた。
4. しかし現在では、社債 ETF は、市場の安定化に寄与するものとして評価されている。COVID-19 危機が発生した際、平常時よりも多くの社債 ETF の取引が正常に執行された。指定参加者は、社債 ETF の市場価格に基づいて、原資産の現物社債の価格を推定することが可能となり、現物社債のマーケット・メイキング活動を迅速に再開させることができた。
5. 投資家層の多様化、テクノロジーとサービスの革新、金融規制改革の進展が、米国の社債 ETF 市場を活性化させたと言える。こうした米国の社債 ETF 市場のダイナミズムには、今後も注目すべきであろう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・岡田功太「米国 ETF の生態系を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2017 年春号。
- ・岡田功太「米国社債市場の構造変化と流動性を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2016 年夏号（ウェブサイト版）。

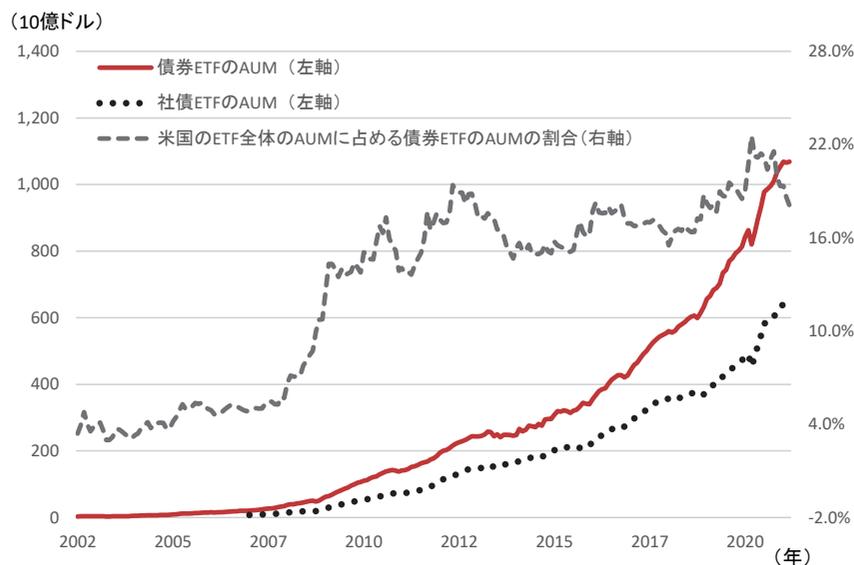
I エクスポージャー管理ツールとして定着した社債 ETF

近年、米国の社債 ETF が急拡大している。2002 年にブラックロックが iShares iBoxx \$ Investment Grade Corporate Bond ETF 等を組成して以来、米国の債券 ETF の運用資産総額 (AUM) は一貫して増加傾向にあり、2021 年 3 月時点で 1 兆ドルを突破し、米国 ETF 全体の約 18% に達した (図表 1)。米国の債券 ETF の AUM の内訳は、社債 ETF が約 6,360 億ドル、国債 ETF が約 3,640 億ドル、地方債 ETF が約 690 億ドルであり、債券 ETF の中でも社債 ETF の台頭が顕著である (2021 年 3 月末時点)。

現在、米国では、多様な投資家が社債 ETF を売買しているが、特に機関投資家による同 ETF の活用が普及している。インスティテューショナル・インベスター誌が 2020 年第 3 四半期に、機関投資家 766 社を対象に行った調査によると、回答者の 70% はポートフォリオのリバランス時に ETF を売買していた¹。また、回答者の 60% は社債市場にエクスポージャーを有するにあたって、現物社債よりも、流動性が高い社債 ETF の購入を選好していた。つまり、機関投資家は、主に自身の社債ポートフォリオのエクスポージャーを管理する際に社債 ETF を活用していることが見て取れる。

本稿では、社債 ETF に投資する投資家の動向、同 ETF の流動性供給に関わる金融機関の動向、同 ETF が有する価格発見機能を巡る議論について整理することとする。

図表 1 米国の債券・社債 ETF の AUM の推移



(注) 1. データは月次であり、期間は 2002 年 7 月末から 2021 年 3 月末。
2. 社債 ETF の AUM の値のみ 2007 年 1 月末から公表。

(出所) ICI より野村資本市場研究所作成

¹ Institutional Investor, “Managing Market Volatility in 2021,” January 2021.

Ⅱ 社債 ETF に投資する投資家の動向

1. 会計ルールの変更を受けた米国保険会社による投資

近年、米国保険会社は、社債 ETF を積極的に活用し始めている。米国保険会社が有する社債 ETF の AUM は、2015 年の約 30 億ドルから 2019 年の約 90 億ドルとなった²。ただし、米国保険会社が社債 ETF 投資を活発化したのは 2017 年頃である。きっかけとなったのは、全米保険監督官協会（NAIC）による法定会計上の評価ルールの変更である。

従前、米国保険会社が保有する債券 ETF 及び債券投信は、株式投信と同様に、取得原価に基づく評価が義務付けられていた。そのため、債券 ETF 及び債券投信の含み損益は、米国保険会社の資産評価準備金（投資損失等に備えるための準備金）等に計上されていた。この評価手法では、償却原価法に基づいて利息収入を安定的に計上する債券の直接保有とは異なり、時価変動による含み損益が資産評価準備金等に直接的に影響するため、米国保険会社にとって、債券 ETF 及び債券投信に投資することは容易ではなかった。

そこで、ブラックロック等の資産運用会社は、債券 ETF 及び債券投信の新たな会計上の評価手法として、システムティック・バリュー（Systematic Value）を考案した³。これは、債券の会計上の評価手法である償却原価法の考え方に則ったものである。具体的には、①債券 ETF 及び債券投信のポートフォリオを構成する全ての債券等を合算し、②全てのキャッシュフローを簿価に割引いて実効利回りを算出し、③実効利息から毎月の分配金を引いたものを償却額として、④毎月のシステムティック・バリュー（評価額）を算出する。

NAIC は 2017 年 4 月に、ブラックロック等の提案を受け入れ、米国保険会社によるシステムティック・バリューの採用を容認し、法定会計原則を改正し、以下の 4 点を規定した⁴。ただし、システムティック・バリューの採用が可能な債券 ETF 及び債券投信は、NAIC の有価証券評価局が認定したものに限られる。2021 年 2 月末時点で、170 銘柄以上の債券 ETF が、NAIC の有価証券評価局に認定されている⁵。

- 2018 年 1 月以降、債券 ETF 及び債券投信の期末の評価額は、システムティック・バリュー、もしくは公正価格（時価）のいずれかを選択する。
- 米国保険会社は、上記選択を銘柄毎に決めることが可能であるが、決定後は保有期間中の変更は不可である。
- 米国保険会社の既保有の債券 ETF 及び債券投信については、2017 年 12 月末までに上記の選択をした上で、2018 年 1 月から適用する。
- 米国保険会社は、既保有の債券 ETF 及び債券投信のシステムティック・バリューを、最低でも四半期に一度は算出する。

² S&P Dow Jones Indices, “ETFs in Insurance General Accounts - 2020,” May 2020.

³ Strategic Asset Alliance, “Systematic Value Accounting + Bond SVO = Fixed Income ETF's,” December 2018.

⁴ SSAP No. 26; Current Authoritative Guidance: SSAP No. 26R.

⁵ NAIC, “SVO-Identified Bond ETF List,” February 2021.

以上のように、システムティック・バリューの採用が可能になったことで、米国保険会社は社債 ETF の購入を活発化させた。ただし、米国保険会社の一般勘定が約 6.7 兆ドルの資産を有することに鑑みれば、社債 ETF の保有額は大きいとは言えない。今後、米国保険会社による社債 ETF 投資額が、更に増加することも考えられる。

2. 連邦準備制度理事会の資金供給策の一環での投資

連邦準備制度理事会（FRB）も、社債 ETF の投資家として注目を集めている。FRB は 2020 年 3 月に、連邦準備法 13 条(3)項に基づいて、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（SMCCF）の創設を公表した。SMCCF は、ニューヨーク連邦準備銀行が運営し、新型コロナウイルス感染症（以下、COVID-19）の影響が拡大した際にも、企業が事業を継続できるよう、信用供与を幅広く促進することを目的としている。

ニューヨーク連邦準備銀行は、SMCCF を運営するにあたって、同行の連結対象である特別目的ビークル（SPV）を設立し、SPV に対して、ニューヨーク連邦準備銀行がリコース・ローンを提供し、米財務省が 250 億ドルの資金を SPV に出資した。それらを原資に、SPV は、流通市場において、プライマリー・ディーラー等から米国企業が発行した社債⁶や米国上場の社債 ETF を購入するという仕組みである。

SMCCF は、2020 年 5 月から社債 ETF の購入を開始し、2021 年 4 月末時点の保有額は約 86 億ドル（16 銘柄）であり、そのうち投資適格社債 ETF は約 74 億ドル（9 銘柄）、ハイ・イールド債 ETF は約 12 億ドル（7 銘柄）である⁷。これら購入対象の ETF スポンサーは、ブラックロック、バンガード、ステート・ストリート、ヴァンエック、DWS の 5 社である。なお、SMCCF を運営するにあたって、ニューヨーク連邦準備銀行が定めた社債 ETF 購入時の主な要件は、以下の通りである。

- SMCCF は、米国社債市場に幅広くエクスポージャーを有することを目的として、米国に上場する社債 ETF を購入する。
- SMCCF は、社債を購入するよりも、効率的に上記目的を達成できると考えられる場合に、社債 ETF を購入する。
- SMCCF は、主に投資適格社債 ETF を購入し、場合によってはハイ・イールド債 ETF も購入する。
- SMCCF は、社債 ETF のプレミアム（詳細は後述）が、1%以上である場合は、同 ETF を購入しない。
- SMCCF は、特定の社債 ETF の発行済み受益証券の 20%以上を保有することはできない。

⁶ SMCCF の購入対象の社債発行体は、①米国法人または事業や雇用の大部分を米国で行う法人、②2020 年 3 月 22 日時点で BBB-/Baa3 格以上とされ、③預金金融機関またはその持ち株会社等は除外される。

⁷ FRB のウェブサイト（<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/smccf.htm>）を参照。

ニューヨーク連邦準備銀行は、SMCCF の運営開始時に、SPV の管理会社 (investment manager) として、ブラックロック・ファイナンシャル・マーケッツ・アドバイザー (BFMA) を任命した。BFMA は、2008 年 4 月に設立された資産評価会社であり、中央銀行、保険会社、事業会社、資産運用会社等に対して、ポートフォリオの評価サービス等を提供している。BFMA は、37 か国に所在する約 280 社の顧客を有するが、特にニューヨーク連邦準備銀行から委託された事業を行っていることで知られている。2008 年のグローバル金融危機時に、ニューヨーク連邦準備銀行は、破綻に瀕したベアー・スターンズ及び AIG を救済すべく、メイデン・レーンと名付けられた SPV を設立し、MBS 等の資産を買い取った⁸。BFMA の設立当初の主な業務は、メイデン・レーンの資産管理であった。その際に、BFMA は、リスク分析プラットフォームとして著名なアラディンを活用していた。

BFMA は、ブラックロックの資産運用事業とは分離されており、両者の間には厳格なファイアーウォールが設置されている。その上で、BFMA は、ニューヨーク連邦準備銀行の方針に従って、SMCCF の受託者として行動し、最良執行義務を負う。なお、BFMA が、SMCC の管理会社として社債 ETF を購入する際の要件は、以下の通りである。

- BFMA は、SMCCF の受託者として、ブラックロックの ETF である iShares と、第三者の ETF を同等に扱う。
- BFMA が SMCCF から得る収益は、主に SMCCF の管理料である。つまり、BFMA は、SMCCF が保有する ETF の信託報酬等を直接的には取得しない。
- SMCCF が iShares を保有した場合、当該 iShares が投資家から得た信託報酬等は、ニューヨーク連邦準備銀行に払い戻され、BFMA の管理料に充当される。
- SMCCF が保有する iShares の割合が、社債 ETF 市場における iShares のシェアを上回る可能性がある場合、ニューヨーク連邦準備銀行による精査が必要になる。
- BFMA は、アラディンを活用して SMCCF の保有資産や取引状況等のリスク分析を実施し、ニューヨーク連邦準備銀行に日次で報告する。

ニューヨーク連邦準備銀行は 2020 年 7 月に、SMCCF の政策効果の検証結果を公表し、社債 ETF の購入よりも、社債の購入の方が、米国社債市場のスプレッド縮小に寄与した可能性があることを示した⁹。今後、ニューヨーク連邦準備銀行は、SMCCF が保有する社債 ETF の売却を検討することもあり得るのか、将来的に金融危機や経済ショックが発生した場合には、再度、社債 ETF を購入する可能性があるのか等、政策ツールとしての評価の進展には注目すべきであろう。

⁸ 詳細は、小立敬「金融危機における米国 FRB の金融政策—中央銀行の最後の貸し手機能—」『資本市場クォーターリー』2009 年春号を参照。

⁹ Nina Boyarchenko, Anna Kovner and Or Shachar, "It's What You Say and What You Buy: A Holistic Evaluation of the Corporate Credit Facilities," July 2020.

III 社債 ETF 市場の進化を支える金融機関の動向

1. 社債 ETF 発行市場の効率化を図る ICE ETF ハブ

米国の社債ETF市場においては、投資家層が拡大しているだけでなく、取引オペレーションの効率化も進展している。ニューヨーク証券取引所の親会社であるインターコンチネンタル取引所（ICE）は2018年8月に、ETFの設定・交換オペレーションを自動化するサービスの提供を開始した¹⁰。同サービスは、ICE ETF ハブと呼称され、JP モルガン、バンク・オブ・アメリカ、ゴールドマン・サックス、ブラックロック、シタデル、バーチュ・ファイナンシャル等の市場参加者と提携することで運営されている。

企業は多様な種別の社債を発行しているため、従前、社債ETFの設定・交換オペレーションは、手動で行われるプロセスが多く、煩雑であった。他方で、ICE ETF ハブは、オープン・アーキテクチャー形式で運営されており、ETF スポンサーやマーケット・メイカー等による利用を誘致し、設定・交換オペレーションの標準化を促進している。このように、ICE ETF ハブは、中央集権化された設定・交換プラットフォームとなることで、ETFの発行市場の効率化を目指していると言える。

ICE ETF ハブの利用者は、①自身のインターフェイスをICE ETF ハブのAPI（Application Programming Interface）に接続すること、②ICEのインスタント・メッセージ機能を活用して、取引オーダー・フロー等について、市場参加者と迅速にコミュニケーションを取ること、③ポートフォリオ構成ファイル（資産バスケット（有価証券の銘柄群）の種別や現金等の保有状況を記載したファイル）をリアルタイムにアップデートすること、④社債等の電子取引プラットフォームであるICE FI セレクトを活用すること、などが可能である。

ICE ETF ハブにおいて実施された設定・交換オペレーションに伴う取引金額は、約1,630億ドルに達した（2021年第1四半期時点）。そのうち、株式ETFは約660億ドル、債券ETF（主に社債ETF）は約970億ドルであり、設定・交換オペレーションが煩雑な社債ETFを取引する市場参加者が、ICE ETF ハブを積極的に活用していることが見て取れる。

2. 社債 ETF 流通市場の効率化を図るマーケット・アクセス

社債ETF市場の効率化を目指す金融機関として、マーケット・アクセスも注目されている。マーケット・アクセスは、オープン・トレーディングと呼称される債券電子取引プラットフォームを運営する金融テクノロジー会社である¹¹。近年、マーケット・アクセス

¹⁰ Intercontinental Exchange, “Intercontinental Exchange to Create Platform to Standardize ETF Primary Market Trading,” August 2018.

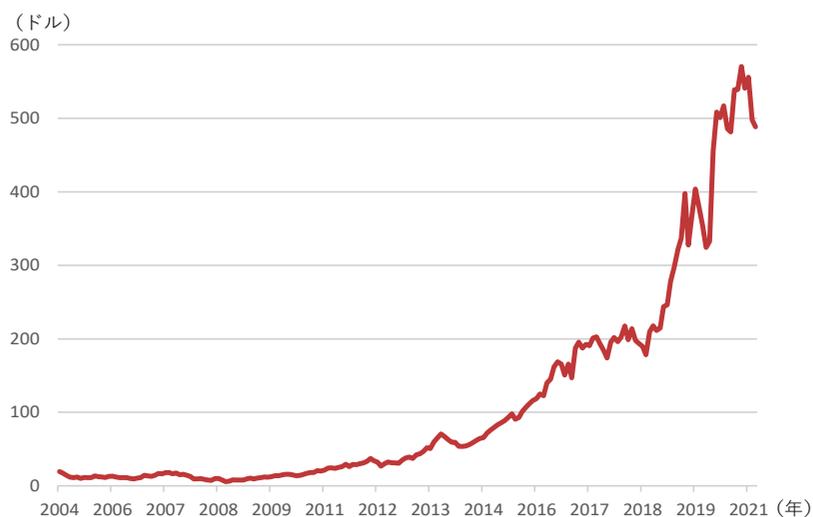
¹¹ 米国債の電子取引プラットフォームの詳細は、岡田功太「テクノロジーの進化と共に新たな生態系を構築する米国債市場」『野村資本市場クォーターリー』2019年夏号を参照。

の成長は著しく、同社の収益は、2016年に3億6,773万ドルであったが、2020年には6億8,912万ドルとなり、過去5年間で約1.9倍になった。同社は2004年にナスダックに上場しており、株価は過去10年で約20倍になった（図表2）。

現在、約1,800社の機関投資家（ディーラーを含む）が、オープン・トレーディングを活用しており、同プラットフォームにおける過去12か月の平均取引金額は、米国社債が約290億ドル、エマージング債が約200億ドル、ユーロ債が約90億ドル、米国地方債が約60億ドルである（2021年第2四半期末時点）。オープン・トレーディングのシェア（取引金額ベースの推定値）は、米国投資適格債市場において約20.5%、米国ハイ・イールド債市場において約15.6%であり、米国最大級の債券電子取引プラットフォームとして知られている（2021年第2四半期末時点）。

マーケット・アクセスは2019年4月に、バーチュ・ファイナンシャルと提携し、eNAV ETF分析ツールの提供を開始した¹²。eNAVとは、ETFの1口当たりの推定純資産価額であり、日中参考価格（Intraday Indicative Value）と位置付けられる。米国の証券取引所は、上場しているETFの日中参考価格を算出し、15秒毎にブルームバーグ等の情報端末に配信している。他方で、マーケット・アクセスは、自身の価格情報サービスであるコンポジット+を活用して、社債ETF等のアスク・ビッド・スプレッドや日中参考価格としてのeNAV等の価格データをリアルタイムに算出する。バーチュ・ファイナンシャルは、コンポジット+のデータを活用して、主に社債ETFを取引する市場参加者に対して、取引コスト分析等の取引執行に関するコンサルテーションを行う。

図表2 マーケット・アクセスの上場来の株価推移



（注） データは月次であり、期間は2004年11月末から2021年4月末。

（出所）ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

¹² MarketAxess, “Virtu Financial and MarketAxess Announce Global ETF and Fixed Income Partnership,” April 2019.

このように、eNAV ETF 分析ツールは、社債 ETF の流通市場の効率性の向上を目指すサービスである。ETF スポンサーとして著名なウィズダム・ツリー及びチャールズ・シュワブ・インベストメント・マネジメントは 2020 年 11 月に、eNAV ETF 分析ツールの活用開始を表明しており、今後、更なる普及が期待されている¹³。

IV 市場の安定化に寄与する社債 ETF

1. 指定参加者のマーケット・メイキング機能の低下懸念

社債 ETF の魅力は、幅広い市場参加者によって売買され、流通市場において高い流動性を維持している点にある。他方で、近年、現物社債の流動性は低下している可能性が指摘されている¹⁴。これは、金融規制の強化が進展し、ディーラーの社債保有額が減少し、マーケット・メイキング機能が低下したと考えられるためである。実は、流動性が増加傾向にある社債 ETF と、流動性低下の可能性が指摘されている現物社債の「流動性ミスマッチ」は、規制当局や市場参加者の懸念材料であった。例えば、金融危機発生時のように金融システムにストレスがかかった場合、社債 ETF の設定・交換オペレーションが正常に機能するのか疑問が生じる。

ETF の設定・交換オペレーションは、主に指定参加者と呼ばれるクリアリング・ブローカーによって行われる¹⁵。大部分の米国の ETF が採用する現物設定・交換型を前提とすると、設定とは、ETF スポンサーが指定参加者から資産バスケットの拠出を受け、その代わりに指定参加者に対して受益証券を発行することを指す。他方で、交換とは、ETF スポンサーが指定参加者による資産バスケットの引き出しに対応し、その代わりに受益証券を償還させることを指す。指定参加者は、設定・交換オペレーション時に取得した ETF の受益証券及び資産バスケットを、流通市場において様々な投資家と売買している。

指定参加者は、社債のマーケット・メイキング機能の低下が指摘されているディーラーが担っているケースが多いため、特に市況混乱時に、社債 ETF の設定・交換オペレーションを円滑に遂行できるとは限らない。そのため、社債 ETF の価格が効率的に形成されず、市場の混乱を更に助長することも考えられる。ここから、社債 ETF の台頭は、市場を不安定化させる要因になり得ると指摘されていた。

実際に、著名アクティビストのカール・アイカーン氏は 2015 年 7 月に、ディーラーが取引を縮小してきた社債等の資産を ETF が保有し始めているため、市況混乱時に ETF に解約が殺到した場合、社債等の資産の売買が困難になり得ると述べた¹⁶。ハーバード大学

¹³ Virtu Financial, “Leading ETF Issuers Sign on to Virtu’s eNAV ETF Analytics Tool Featuring MarketAxess’ Composite+ for Fixed Income Securities,” November 2020.

¹⁴ 詳細は、岡田功太「米国社債市場の構造変化と流動性を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2016 年夏号（ウェブサイト版）を参照。

¹⁵ 詳細は、岡田功太「米国 ETF の生態系を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2017 年春号を参照。

¹⁶ “Carl Icahn Flips Script on BlackRock’s Fink, a Longtime Critic,” *Wall Street Journal*, July 15, 2015.

のケビン・パン氏（博士課程在籍）等は 2017 年 12 月に、社債市場の流動性が低下すると指定参加者の活動が減退し、「流動性のミスマッチ」が拡大する可能性があることを示した¹⁷。証券取引委員会（SEC）の債券市場構造諮問委員会（ETF 及び債券ファンドの小委員会）は 2019 年 4 月に、指定参加者が ETF の設定・交換オペレーションを遂行しない可能性があることをステップ・アウェイ・リスクと呼称し、ETF の構造について、より詳細な調査が必要であるとした¹⁸。

2. COVID-19 危機時に真価が問われた社債 ETF の役割

1) 顕在化しなかったステップ・アウェイ・リスク

実は、2019 年頃まで、市場の不安定化要因とされてきた社債 ETF は、現在、むしろ市場の安定化に寄与するものとして評価されている。その理由として、第一に、COVID-19 危機が発生した際に、ステップ・アウェイ・リスクは顕在化せず、平常時よりも多くの社債 ETF の取引が正常に執行され、高い流動性を保持したためである。

ブラックロックによると、2020 年上半期に同社の社債 ETF に初めて投資した世界の機関投資家は 60 社を超え、その投資額は約 100 億ドルに達した¹⁹。また、米国上場の社債 ETF の日次平均取引金額は、2020 年 3 月に約 335 億ドルに達し、2019 年通年の 3 倍以上となった²⁰。機関投資家は、COVID-19 危機が発生した際に、社債ポートフォリオのエクスポージャーを調整すべく、社債 ETF の活用を積極化した可能性が考えられる。

COVID-19 危機が顕在化し、株式市場が大幅に下落した 2020 年 3 月 12 日に、iShares \$ Corporate Bond UCITS ETF は、証券取引所の流通市場等において 1,000 回以上も取引されたが、同 ETF が保有する上位 5 銘柄の現物社債は平均 37 回しか取引されなかった²¹。つまり、COVID-19 危機が発生した際に、一部の社債 ETF と原資産の「流動性ミスマッチ」は拡大した。

しかし、社債 ETF の設定・交換オペレーションは正常に機能した。投資会社協会（ICI）によると、2020 年 3 月に債券 ETF の同オペレーションを積極的に遂行した指定参加者の社数（日次平均値）は 1.7 社であり、2019 年 3 月の 1.4 社を上回った²²。指定参加者を担うディーラーのマーケット・メイキング機能が、2008 年のグローバル金融危機以前に比べて低下した可能性があるとしても、ステップ・アウェイ・リスクが顕在化する程ではなかったと言える。

¹⁷ Kevin Pan and Yao Zeng, “ETF arbitrage under liquidity mismatch,” December 2017.

¹⁸ Subcommittee on ETFs and Bond Funds, “Report on the Design of Exchange-Traded Funds and Bond Funds –Implications for Fund Investors and Underlying Security Markets Under Stressful Conditions,” April 2019.

¹⁹ Blackrock, “Tuning point: How volatility and performance in 2020 accelerated institutional adoption of fixed income ETFs,” July 2020.

²⁰ Blackrock, “Lessons from COVID-19: ETFs as a Source of Stability,” July 2020.

²¹ 前掲脚注 19 を参照。

²² ICI, “Experiences of US Exchange-Traded funds During the COVID-19 Crisis,” October 2020.

2) 現物社債市場への価格発見機能の提供

第二に、COVID-19 危機が顕在化した 2021 年 3 月以降に、社債 ETF が社債市場の参加者に価格発見機能を提供し、市場機能の回復に貢献したことが挙げられる。

ETF には「2 つの価格」が存在する。流通市場においては、ETF の市場価格が値付けされており、発行市場においては、ETF の 1 口当たりの純資産総額である基準価額 (NAV) が、1 日 1 回の頻度で算出されている。ETF の市場価格は、投資家の需給を反映するため、原資産の本源的な価値を示す NAV から乖離することがある。ETF の市場価格が NAV (または eNAV) よりも高い場合は「プレミアム」、ETF の市場価格が NAV (または eNAV) よりも低い場合は「ディスカウント」と呼ばれる。

国際決済銀行 (BIS) の調査によると、COVID-19 危機が顕在化した 2021 年 3 月に、一部の投資適格社債 ETF のディスカウントは約 5%、一部のハイ・イールド債 ETF のディスカウントは約 9% に達した²³。このような大幅なディスカウントが発生した要因として、①投資家が社債 ETF から MMF²⁴ に資金を移転し、同 ETF の市場価格が下落したことや、②ディーラーが現物社債のマーケット・メイキングを一時的に控えたため、同 ETF の NAV が市場価格のように変動しなかったこと、などが指摘されている。

しかし、前述の通り、社債 ETF は、証券取引所の流通市場において頻繁に売買され、継続的に値付けされていたため、同 ETF の原資産である現物社債市場の参加者に対して、リアルタイムの価格情報を提供することができた。指定参加者を担うディーラーは、社債 ETF の市場価格に基づいて、原資産の現物社債の価格を推定することが可能となり、一時的に減退させた現物社債のマーケット・メイキング活動を、迅速に再開させることができた。その結果、社債 ETF の大幅なディスカウントは数日間で解消され、市場機能は回復したとされる。

V おわりに

米国の社債 ETF 市場は、2002 年に初の同 ETF が組成されて以来、一貫して成長し続けている。その背景には、ブラックロック、ICE、マーケット・アクセス等の価格情報サービス事業等を展開する金融機関の台頭がある。これらの金融機関の取り組みによって、社債 ETF を取引する際に必要なサービス及びインフラは著しく高度化し、同 ETF の投資家層の多様化を促した。実際に、社債ポートフォリオを有する機関投資家だけではなく、FRB も資金供給を実施する際のツールとして社債 ETF を活用した。

金融規制改革も米国の社債 ETF 市場の構造を大きく変化させた。2008 年のグローバル金融危機以降に強化された金融規制によって、ディーラーのマーケット・メイキング機能

²³ Sirio Aramonte and Fernando Avalos, “The recent distress in corporate bond markets: cues from ETFs,” April 2020.

²⁴ MMF の中でも、ガバメント MMF への資金流入が顕著であった。詳細は、岡田功太「コロナ禍の下で試される米国 MMF 規制と短期金融市場の安定性」『野村資本市場クォーターリー』2020 年秋号を参照。

及び現物社債の流動性の低下が懸念され、社債 ETF の利便性に注目が集まった。近年では、NAIC が法定会計上の評価ルールを変更したことによって、米国保険会社による社債 ETF 投資が活発化した。テクノロジーの革新や金融規制改革の進展が、米国の社債 ETF 市場を活性化させたと言える。こうした米国の社債 ETF 市場のダイナミズムには、今後も注目すべきであろう。