

# COVID-19 問題と米国経済(part 2)

## FOMC/FRB は政策総動員、止まない「取り付け」

みずほ総合研究所

欧米調査部

03-3591-1433

- COVID-19問題によるマクロ経済・金融市場への影響を最小限に抑えるため、FOMC/FRBは政策対応を本格化させている
- FOMCはゼロ金利政策とフォワードガイダンス、米国債等の無制限購入を決め、FRBは「伝家の宝刀」である連銀法13条(3)を適用した各種流動性支援策に踏み切った
- FOMC/FRBが政策対応を急ぐのは金融市場全体で「取り付け」(保有資産の現金化)が起きているためである。懸念されるのは、こうした政策対応でも金融市場のストレスが消えない点である

### 1. 政策総動員の FOMC/FRB

3月に入り、米連邦公開市場委員会(FOMC)と米連邦準備制度理事会(FRB)は、矢継ぎ早に金融緩和策と流動性支援策を打ち出した(図表1)。

3月3日、FOMCは緊急会合を開催し、FF金利誘導レンジを50bp引き下げ、1.00-1.25%とした。「米国経済は強い」(声明文)ものの、「コロナウイルスが経済活動に対するリスクとして急浮上している」(同)ことが理由である。パウエルFRB議長は「観光産業と旅行産業に影響が出始めている。グローバル・サプライチェーンに依存する産業から不安の声も聞かれる」と述べながら、「(政策スタンスを変更する際のポイントである)経済見通しのリスクが大幅に変化した」と解説した。緊急利下げの効果について、パウエル議長は「感染率を低下させるわけではないことは分かっているし、壊れたサプライチェーンを治すわけでもない。しかし、経済を支えることは間違いない」と述べ、事態を傍観することなく、政策当局として必要な役割を果たす姿勢を示した。

3月9日、FRBをはじめとする6つの金融規制監督当局が連名で声明文を発表、監督下にある金融機関に対して顧客や傘下組合員の資金ニーズに応えるよう要請した<sup>1)</sup>。

3月12日、ニューヨーク連銀は準備(reserve)管理政策の変更を発表した。準備拡大のために行っている米国債購入について、米政府短期証券(T-bill)だけでなく、クーポン債やインフレ連動債(TIPS)、変動利付債(FRN)に購入を広げるとともに、1年を超える残存期間を持つ当該債券を購入するというものである。ただし、残存期間ごとの購入割合を既発債の残存期間の構成比に揃えるとしており、追加緩和ではなく、あくまで準備管理政策の変更という体裁を保った。

ニューヨーク連銀はレポの規模も大幅に拡大した。従来から実施している翌日物及び2週間物のレポに加えて、3月12日には5,000億ドル・3カ月物のレポを行ったほか、3月13日には5,000億ドル・3カ月物と5,000億ドル・1カ月物のレポを行い、この3カ月物と1カ月物のレポを3月末まで週次で継続する計画を示した。

3月15日、金融市場の流動性が悪化の一途をたどったため、FOMCは3月17・18日に予定されていた定例

会合に替わる緊急会合を開催し、FRBと共に、次のような一連の措置を発動した。

第一に、FOMCはFF金利誘導レンジを100bp引き下げ、0-0.25%とした。フォワードガイダンスとして、「米国経済が(新型コロナウイルスの広がりという)最近のイベントを乗り越え、かつ、最大限の雇用と物価安定に向けた経路に戻るとの自信が得られるまで」ゼロ金利政策を継続する方針も示した。

第二に、FRBは、今後数カ月にわたって米国債を最低5,000億ドル、エージェンシーMBSを最低2,000億ドル購入することを決定した。保有債券の償還分を全額再投資することも決定している。

7,000億ドルに上る債券購入は事実上のQE4と言えるが、その主眼は金融緩和ではなく、米国債市場とエージェンシーMBS市場の円滑な機能を支援し、家計や企業への円滑な信用を促進することにある<sup>2</sup>。QE4のほかにも、FOMCはニューヨーク連銀に対して、翌日物リバースレポ(米国債の貸付)、MBS市場でのダラーロール(MBS貸借取引)やクーポンスワップ(MBSの銘柄スワップ)などを指示した。

第三に、FRBは、連銀貸出(primary credit)、日中当座貸越(intraday credit、いわゆる"daylight overdraft")、銀行の資本・流動性バッファ、準備預金制度、海外中銀とのドルスワップ協定について、次のような措置を発表した。

連銀貸出については、貸出金利の対FF金利スプレッドを解消し(50bp引き下げ)、FF金利誘導レンジの上限と同水準で貸し出すこととした。また連銀貸出の貸出期間を最大90日間(早期返済や借り換えが可能)に延長した。

準備預金制度については、2019年1月に示した「豊富な準備レジーム」の下ではその必要性が減じていることに鑑み、3月26日以降は準備率をゼロ%とした<sup>3</sup>。

海外中銀(カナダ中銀、BOE、日銀、ECB、スイス中銀)とのドルスワップ協定については、スワップレートを25bp引き下げてOISスプレッド+25bpとした。海外中銀ではさらに、これまでの1週間物に加えて84日物のドル供給策も発表した。なお3月20日には、スワップの実施頻度を週次から日次に変更している。また、3月19日には、オーストラリア、ブラジル、韓国、メキシコ、シンガポール、スウェーデン(以上は最大600億ドル)、デンマーク、ノルウェー、ニュージーランド(以上は最大300億ドル)の各中銀との間でもドルスワップ協定を締結した。

日中当座貸越については、銀行に対してその利用を促した。同様に、銀行の資本・流動性バッファについても、「元来、困難な状況にある経済を支えるために設計された制度である」として、銀行に対して家計や企業への信用供与に利用するよう促した。

3月16日には、FRBが米財務省通貨監督局(OCC)、連邦預金保険公社(FDIC)と連名で、銀行に対して再度、前日発表した連銀貸出の利用を促す声明文を発表した。3月19日には、連銀貸出が急増したことを声明文で発表し、さらなる利用を促している。

こうした当局の動きに対して、大手米銀8行で組成するFinancial Services Forum<sup>4</sup>は、3月15日、自社株買いを6月末まで一時停止することで貸付余力を維持する方針を示し、翌16日には、連銀貸出を活用する方針を明らかにした。後者は、十分な資本・流動性の基盤を持つ8行が連銀貸出を利用することで他の金融機関が「スティグマ問題」<sup>5</sup>に直面しないようにする狙いがある。

3月23日、FOMCは総額7,000億ドルとしていた米国債とエージェンシーMBSの購入策について、購入枠を撤廃し、「円滑な市場機能を支援し、金融政策の効果的波及に必要なだけ」購入すると発表した。さらに購入対象としてエージェンシーCMBSを加えた。

3月23日にはまた、FRBはTLAC(総損失吸収力)規制の暫定最終規則を発表、ストレス時における役員報

酬や配当などの資本配分に関する制限について、従来よりも徐々に発動される形にした。役員報酬や配当の制限を抑えることで、規制対象金融機関(US G-SIBs)に対して信用供与に対するインセンティブを付与する狙いがある。

## 2. 連銀法 13 条 (3) の発動

FRBは、「伝家の宝刀」とも言える連銀法13条(3)の発動に踏み切った。通常の連銀貸出(primary credit)で対象となるのは銀行のみだが、連銀法13条(3)を発動すれば、銀行以外の金融機関や企業、ファンドなどに対して融資の形を通じた流動性支援を行うことができる。同条項は、異例かつ緊急を要する場合(In unusual and exigent circumstances)、5名以上のFRB理事の賛成と財務長官の承認によって発動することができ、議会には書面でその旨を通知することとなっている。個別企業の救済などが行われないう、リーマンショック後に連銀法が改正され、同条項に基づく連銀貸出プログラムは次の3条件を満たす必要がある。①金融市場の特定の市場やセクターに対する流動性の供給であること、②1社もしくは複数の企業の破綻や清算の回避を目的としていないこと、③本プログラムの適格参加者が5名(5社)以上であること、である。また同プログラムによる貸付金利は、支援される側が可能な限り早期に返済するインセンティブを持つよう、「ペナルティ金利」でなければならない。また同プログラムの発動期間は1年(延長可能)である。

3月17日、FRBはプライマリーディーラーに対する流動性支援策(Primary Dealer Credit Facility, PDCF)と、CP/ABCPの発行体に対する流動性支援策(Commercial Paper Funding Facility, CPFF)を発表した。

PDCFでは、公開市場操作(OMO)の適格担保(米国債、エージェンシー債、エージェンシーMBS)に加えて、ストリップ債、投資適格社債、国際機関債、CP、地方債、MBS、ABS、株式(除くETF、単位型投資信託、投資信託、ワラント)を担保として、最長90日物の資金を連銀貸出金利(primary credit rate)で融資する。

CPFFは、特別目的会社(SPV)を介してCP/ABCP発行体の資金繰りを支援するスキームである。SPVがプライマリーディーラーを通じて3カ月物の米ドル建てCP/ABCPをOIS+200bpのプライシングで直接買い取り、ニューヨーク連銀がSPVに対して購入資金を融資する。なお損失が生じた場合に備え、米国財務省が為替安定基金(ESF)を使って100億ドルのエクイティをSPVに供与する。

3月18日、FRBはプライム・マネーマーケット・ミューチュアルファンドに対する流動性支援策(Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, MMLF)を発表した。

MMLFは、銀行がMMFから買い取った証券(米国債、エージェンシー債、高格付けのCP/ABCP)を担保として、ボストン連銀が銀行に(購入資金相当を)融資するスキームである。貸付金利については、米国債とエージェンシー債が担保の場合は連銀貸出金利、CP/ABCPが担保の場合は連銀貸出金利+100bpとされている。CPFFと同様、MMLFについても、米国財務省がボストン連銀に対して100億ドルの損失補填を供与する。

3月20日、FRBはMMLFの適格担保に短期の地方債(12カ月物以下、高格付け)を加えた。貸付金利は連銀貸出+25bpである。

3月23日、FRBは新たな流動性支援策を発表すると共に、従来の流動性支援策を大幅に拡充した。

新たな支援策は3つある。そのうち2つは大企業向けであり、大企業への直接融資や社債の直接引き受けを行うSPVを設立し、ニューヨーク連銀がSPVに必要資金を融資するスキーム(Primary Market Corporate Credit Facility, PMCCF)と、大企業が発行した社債や社債ETFをセカンダリー市場で購入するSPVを設立し、ニューヨーク連銀がSPVに必要資金を融資するスキーム(Secondary Market Corporate Credit Facility, SMCCF)で

ある。

米国財務省はそれぞれのSPVに対して100億ドルずつのエクイティを供与し、損失に備える。なお、別途法律によって財政支援を受ける大企業は対象とされない。

3つめはABS投資家に対する流動性支援(Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF)である。新規もしくは最近組成された消費者及び中小企業向けローンを担保とするABSをSPVが購入し、ニューヨーク連銀がSPVに対して購入資金を融資するスキームとなっている。米国財務省がSPVに対して100億ドルのエクイティを供与し、損失に備える。購入対象となるABSの担保資産は、自動車ローン・リース債権、学生ローン、クレジットカード債権(消費者及び企業とも)、設備ローン、フロアプランローン(在庫担保ローン)、保険料ファイナンスローン、SBA保証中小企業向けローン、サービシング債権である。

3つの支援とも2020年9月末を当面の期限とし、その規模は総額3,000億ドルになる。このうちTALFについては、1,000億ドルを当面の上限にするという。

既存支援策の拡充は2つある。第一に、MMLFの適格資産として地方自治体の変動金利要求証券(municipal variable rate demand notes, VRDN)が加えられた。VRDNが担保の場合の貸出金利は連銀貸出金利+100bpである。VRDNとは、20年物や30年物の債券であり、短期のプットオプション(典型的には1日間もしくは7日間)がついている。投資家はエージェントと呼ばれる金融機関に対して、プットオプションを行使し元本と同額で売り戻す権利を有する。このため投資家にとってVRDNは高い流動性を持つ商品であり、MMFの投資対象になる。地方債MMFでは資産の77%(2019年6月末)がVRDNと言われている<sup>6</sup>。

第二に、CPFFの適格資産として、非課税CPが加えられた。また最高格付けが賦与されたCPについては、OIS+200bpからOIS+110bpにプライシングが引き下げられた。

### 3. 止まない「取り付け」

FOMCが米国債等の無制限購入を決め、FRBが連銀法13条(3)の発動にまで踏み切った背景には、金融市場全体の「取り付け」(資産の現金化)がある。懸念されるのは、FOMC/FRBが思い切った流動性支援策を打ち出しても、「取り付け」が止まない点である(図表2)。

米国債市場では、3月13日にかけてbid/askスプレッドが異常な拡大を見せた。米国債インデックスに連動する上場投資信託(ETF)では、3月11日、純資産総額(NAV)を5%近く下回る価格で取引される事態が生じている<sup>7</sup>。同ETFの価格は、金融危機当時でさえNAV±2%のレンジ内に収まっていた。エージェンシーMBS市場では、米国債利回りとのスプレッド(OAS)が3月12日に100bpを超えた。ロンドン銀行間取引金利(LIBOR)や高格付けCPの利回りも、米国債とのスプレッドが3月13日にかけて急上昇した。FRBが社債市場にまで支援の手を伸ばした3月23日も、リスクプレミアムは鎮静化していない。

今やFOMC/FRBはほぼ「万策尽きた」状態にある<sup>8</sup>。金融市場のストレスの真因であるCOVID-19の感染の広がりや経済活動への影響は、当面の間、ひどくなる一方である。FOMC/FRBの対策が徐々に効果を表し、金融市場が冷静さを取り戻すのかどうか、楽観できない状況が続く。

図表1 FOMC/FRBの政策対応

目的	対象	手段(未実施の場合は空欄)	内容・対象(未実施の場合は※)	
金融緩和	マクロ経済	ゼロ金利政策とフォワードガイダンス	「米国経済が(新型コロナウイルスの広がりという)最近のイベントを乗り越え、最大限の雇用と物価安定に向けた経路に戻ると確信できるまで」継続	
信用秩序・流動性支援	米国債・MBS市場	QE4	米国債500bn、MBS\$200bn(いずれも下限。3/15)⇒無制限へ(3/23)、保有証券の償還分は全額再投資 ※社債、株などの「購入」には連銀法改正が必要 ※新型コロナ対策の資金調達として発行された地方債の購入(6カ月未満という満期制約の削除と、「異例かつ緊急」条件追加を含む連銀法改正、ペロシ下院議長案、3/24時点)	
	レポ市場	巨額レポの実施	翌日物\$1.75bn、2週間物\$45bn、1カ月物\$500bn、3カ月物\$500bn	
	銀行	連銀貸出(Primary Credit)の利用促進		金利の引き下げ、タム物の導入
		預金準備率の実質的撤廃		\$200bn相当の準備が解放される計算
		日中当座貸越の利用促進		
		金融規制の変更		資本・流動性バッファの活用促進、TLAC規制緩和(資本分配制約の緩和)
	証券貸借市場	米国債のリバースレポ(翌日物中心) MBSのダラーロール、クーポンスワップ		※タム物(TSLF、TSLFオプション)
	CP・ABCP発行体	CPFF(連銀法13条(3)適用)		CP・ABCPを購入するSPVを設立、ニューヨーク連銀がSPVに必要な資金を融資。米国財務省がSPVに100億ドルのエクイティ供与
	プライマリーディーラー	PDCF(連銀法13条(3)適用)		プライマリーディーラー向けの連銀貸出(最長90日)
	MMF	MMLF(連銀法13条(3)適用)		銀行がMMFから買い取った資産を担保として、ポストン連銀が銀行に対して融資(かつてのAMLF)
	ABS投資家	TALF(連銀法13条(3)適用)		適格ABSをSPVが購入、当該購入資金をNY連銀が融資。米国財務省がSPVに100億ドルのエクイティ供与
	大企業 社債ETF	PMCCF(連銀法13条(3)適用)		大企業に対する直接融資もしくは社債の直接引き受けを行うSPVを設立、ニューヨーク連銀がSPVに必要な資金を融資。米国財務省がSPVに100億ドルのエクイティ供与
		SMCCF(連銀法13条(3)適用)		大企業が発行した社債もしくは社債ETFをセカンダリー市場で購入するSPVを設立、ニューヨーク連銀がSPVに必要な資金を融資。米国財務省がSPVに100億ドルのエクイティ供与
中小企業			※中小企業向け直接融資(ペロシ下院議長案、3/24時点)	
消費者			※住宅ローン返済停止等に伴うカーブサーへの融資(連銀法13条(3)適用、ペロシ下院議長案、3/24時点)	

(資料) FRBより、みずほ総合研究所作成

図表2 金融市場のストレス

Market	unit	3/2	3/3	3/4	3/5	3/6	3/9	3/10	3/11	3/12	3/13	3/16	3/17	3/18	3/19	3/20	3/23	3/24
O/N	(bp)	-6	47	-1	-8	-10	-9	-7	-6	-6	-9	61	39	-10	-15	-18	-18	-19
LIBOR	(bp)	6	38	28	38	43	41	33	36	41	58	68	89	111	118	119	122	124
Treasury	(bp)	-1	-1	-1	-1	-1	1	1	4	2	3	2	2	3	3	3	0	0
Agency MBS	(bp)	51	54	60	64	66	74	75	91	100	105	93	80	99	132	115	86	50
Agency CMBS	(bp)	59	60	62	67	76	77	80	76	89	92	98	100	94	99	112	153	153
CP(A1/P1)	(bp)	9	38	24	33	46	45	40	45	64	84	98	114	140	161	172	166	206
ABCP(A1/P1)	(bp)	-2	37	31	33	39	40	36	44	62	97	115	142	173	151	191	208	207
Muni	(bi)	117	115	120	121	129	133	131	135	145	153	153	178	184	213	220	243	255
Prime MMF	(bp)	41	67	87	96	111	117	105	108	114	119	120	123	136	135	136	136	#N/A
Corporate Bond (AAA)	(bp)	145	160	150	161	160	192	187	180	214	207	216	232	273	272	327	278	#N/A
ABS(AAA)	(bp)	31	33	37	42	50	50	45	39	52	80	101	126	141	177	220	251	273
ETF	(%)	-1	0	-1	1	-1	-3	-2	-5	-3	-3	-1	-3	-2	-2	1	1	-1

(注) 数字は米国債の利回りやOISに対するスプレッド。日本の3/25 (12:00) 時点で取得した実績。

(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

- 
- <sup>1</sup> <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20200309a.htm>
  - <sup>2</sup> FOMC の投票メンバーのうちマスター・クリーブランド連銀総裁は、上記 QE4 には賛同したが、利下げ幅については 50bp を主張、反対票を投じた。
  - <sup>3</sup> これまでの米国の準備預金制度では「Low reserve tranche amount」と呼ばれる閾値を超えた分に 10%、閾値を超えない部分に 3%の要求準備率が定められていた。FRB によれば、今回の措置により 2,000 億ドル相当の準備が解放される（貸出に回せる）ことになる。
  - <sup>4</sup> Bank of America、Bank of New York Mellon、ContiGroup、Goldman Sachs、JP Morgan Chase、Morgan Stanley、State Street、Wells Fargo の 8 行。
  - <sup>5</sup> 連銀貸出（primary credit）は経営が健全な銀行を対象としている。しかし、「民間相手では資金調達できない銀行の駆け込み寺」というイメージが付きまとい、レピュテーション・リスクを恐れる銀行は利用を躊躇する傾向がある（スティグマ問題）。その結果、金融市場のストレスが強い局面でも、連銀貸出は本来の機能を発揮できない。
  - <sup>6</sup> BlackRock, *Cash Academy Understanding VRDNs* (2019/8) による。  
(<https://www.blackrock.com/cash/literature/whitepaper/understanding-variable-rate-demand-notes.pdf>)
  - <sup>7</sup> iShares 米国債 20 年超 ETF。
  - <sup>8</sup> 3 月 24 日時点で、ペロシ下院議長が提案した法案には FRB 関連の条項が 3 つ盛り込まれている。第一に、別途法案に定めた住宅ローン返済停止に対応し、米国財務省と共にサービサーの資金繰りを支援する。第二に、FRB が中小企業に対して直接融資できるようにする。第三に、FRB が購入可能な地方債に関する満期制限（6 カ月未満）等を撤廃し、地方債の売買を「異例かつ緊急の場合」に限定するよう、連銀法を改正する。その上で、COVID-19 対策の資金調達のために発行された地方債を購入するファシリティを FRB に創設させる。

[共同執筆者]

欧米調査部首席エコノミスト	小野 亮	makoto.ono@mizuho-ri.co.jp
欧米調査部エコノミスト	田村優衣	yui.tamura@mizuho-ri.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお受けにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。