

MUFG Focus USA Weekly

経済調査室 ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY
Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史 (hikurihara@us.mufg.jp)
Director and Chief U.S. Economist

FOMC 臨時会合～量的緩和の強化を決定

【要旨】

- ◇ 連邦公開市場委員会(FOMC)は3月23日、臨時会合を開催し量的緩和政策と位置付けられている米国債と住宅ローン担保証券(MBS)の購入について、当面は金額に制限を設けず必要なだけ購入することを決定した。採決は全会一致だった。政策金利については既に誘導目標レンジの下限が0%となっているなか変更は無かった。
- ◇ FOMCは今年3月と15日にも臨時会合を開催している。前回15日の臨時会合から1週間程度しか経過していないなかで量的緩和の強化が発表された背景は、新型コロナウイルス感染拡大(とそれに伴う景気後退懸念)を受けて株価の下落が続く等金融市場の悪化が止まらないためであろう。安全資産である米国債についても、手元資金を確保する動き等もあってかこのところ利回りが上昇していた。
- ◇ 3月に入ってからの一連のFRBの措置は、実体経済に未曾有の衝撃をもたらす「コロナ・ショック」が金融市場参加者の不安心理の高まりを通じて金融危機をも招きかねないという極めて強い危機感を反映しているとみられる。その手法についてはリーマン・ショック時に経験済のものも多く、打ち出し方も迅速であるなど過去の教訓が活かしているようだ。社債市場の支援等一段と踏み込んだ政策も打ち出しており、FRBとして今次危機に対し最大限かつ細心の対応をしているといえよう。
- ◇ FRBの今後の政策に関し、目先の焦点は議会が足元で審議している大型景気対策法案の行方である。共和党案には財務省に4,250億ドルを予算措置し、それを元にFRBが金融市場安定化のために実施している資金供給プログラム等を強化する内容が盛り込まれている。現在は財務省の為替安定化基金からFRBの各種プログラムへ資金(劣後部分:損失を吸収するためのバッファ)が拠出されているが、それらは計500億ドル程度であるため、実現すれば大幅な増額となり且つFRBの危機対応について議会の承認を得られることにもなる。仮にFRBが4,250億ドルを劣後部分として利用できれば、様々なプログラムを通じた一定のリスク性資産への資金供給は4兆ドル程度に達するとも言われている。金融市場安定化の観点では、当内容が法案に盛り込まれて成立するかどうかは重大なポイントと言えよう。

FOMC は今月 3 回目となる臨時会合を開催

連邦公開市場委員会（FOMC）は 3 月 23 日、臨時会合を開催し量的緩和政策と位置付けられている米国債と住宅ローン担保証券（MBS）の購入について、当面は金額に制限を設けず必要なだけ購入することを決定した。採決は全会一致だった。政策金利については既に誘導目標レンジの下限が 0%となっているなか変更は無かった。

米国債と MBS の購入を当面は金額に制限を設けず実施

FOMC は今月 3 日と 15 日にも臨時会合を開催している。3 日には政策金利の 0.5%ポイントの引き下げを決定し、15 日には政策金利の 1.0%ポイントの引き下げと米国債・MBS の購入（量的緩和の再開）を決定していた。15 日の FOMC 声明文では「今後数ヶ月のうちに米国債を少なくとも 5,000 億ドル、MBS を少なくとも 2,000 億ドル購入する」とされたが、本日の声明文では「円滑な市場機能と、広範な金融環境への金融政策の効果的な伝播をサポートするために、米国債と MBS を必要な金額（amounts needed to support）購入する」とされた。FRB の保有資産は過去に実施した量的緩和の影響等から現状既に高水準であるが、今後は更に大きく増加することになる（次頁第 1 図）。

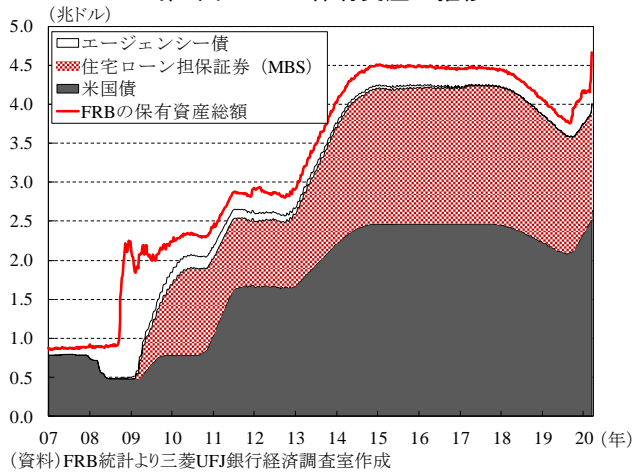
前回 15 日の臨時会合から 1 週間程度しか経過していないなかで量的緩和の強化が発表された背景は、新型コロナウイルス感染拡大（とそれに伴う景気後退懸念）を受けて株価の下落が続く等金融市場の悪化が止まらないためであろう。安全資産である米国債についても、手元資金を確保する動き等もあってかこのところ利回りが上昇していた（次頁第 2 図）^{（注 1）}。

なお、量的緩和の購入対象に商業用不動産担保証券（CMBS）が追加されることも発表された。FRB が購入している MBS は政府支援機関（GSE）であるファニーメイやフレディマックが発行乃至保証している MBS に限られおり、CMBS もその点は同じである^{（注 2）}。

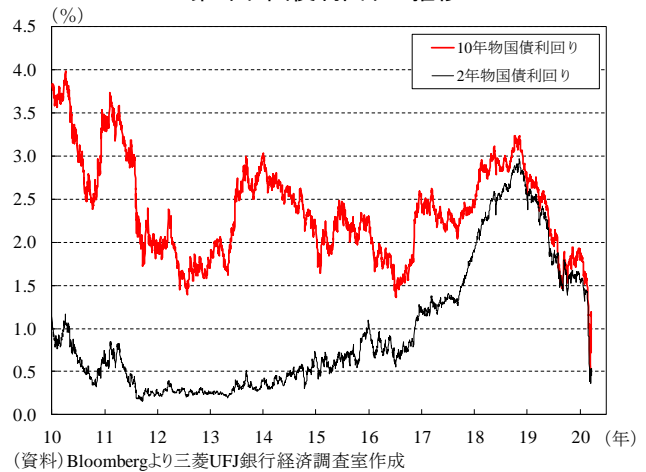
（注 1）最近の米国債利回りの上昇については、大型の景気対策が議論されていることに伴う財政悪化懸念も影響したとみられる。

（注 2）GSE（政府支援機関）とは政府と一定の関係がある企業・機関のことであり、ファニーメイとフレディマック以外にも存在する。なお、政府機関または政府支援機関は、米国の住宅金融市場では「エージェンシー」と呼ばれている。

第1図:FRBの保有資産の推移



第2図:国債利回りの推移



同時に新たに3つの資金供給プログラムを発表

また本日は FOMC 声明文とは別に金融市場の安定化を目指した資金供給プログラムの拡充も発表されている（後掲第 1 表）。具体的には 3 つの新規プログラムの設立と 2 つの発表済プログラムの拡充であり、設立される新規プログラムは、①「社債の発行市場を支援する PMCCF（Primary Market Corporate Credit Facility）」、②「社債の流通市場を支援する SMCCF（Secondary Market Corporate Credit Facility）」、③「学生ローン、自動車ローン、クレジットカードローン等を裏付けとした資産担保証券（ABS）市場を支援する TALF（Term Asset-Backed Securities Loan Facility）」である。

これら 3 つのプログラムは、財務省の為替安定化基金（ESF）から計 300 億ドルの拠出を受け（劣後部分：損失を吸収するためのバッファ）、計 3,000 億ドルの資金供給が可能とされている。上記③はグローバル金融危機時にも実施していたが、①と②は FRB として初めてのプログラムである（注 3）。

また、拡充される 2 つの発表済プログラムは MMLF（Money Market Mutual Fund Liquidity Facility）と CFFF（Commercial Paper Funding Facility）であり、対象となる資産が拡大される。なお、中小企業向け貸出を支援するための新たなプログラムも近日中に発表するとされた。

これらの対応も含め、3 月に入ってから FRB が打ち出した一連の措置は、実体経済に未曾有の衝撃をもたらさう「コロナ・ショック」が金融市場参加者の不安心理の高まりを通じて金融危機をも招きかねないという極めて強い危機感を反映しているとみられる。その手法については 2008-2009 年のリーマン・ショック時に経験済のものも多く、打ち出し方も迅速であるなど過去の教訓が活かされていることは間違いない（後掲第 2 表）。上記の通りリーマン・ショック時でも試みられなかった社債市場の支援等一段と踏み込んだ政策も打ち出しており、FRB として今次危機に対し最大限かつ細心の対応をしているといえよう。

（注 3）グローバル金融危機時の TALF の信用補完は、財務省の為替安定化基金からではなく、議会在が成立させた不良資産救済プログラム（TARP）から拠出されていた。

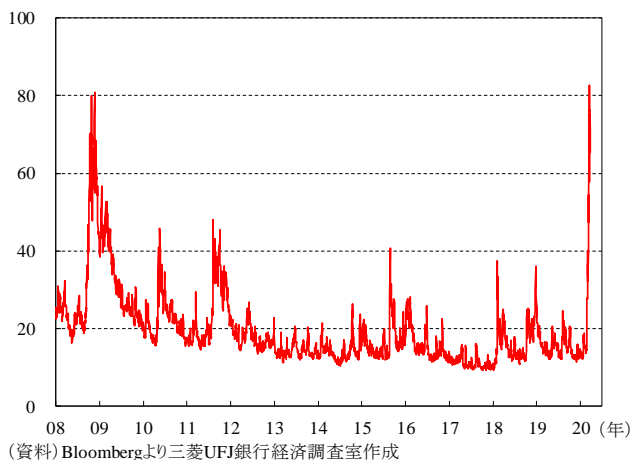
目先の焦点は議会在足元で審議している大型景気対策法案の行方

足元の金融市場の状況・悪化度合いを確認すると、例えば一般に株式市場等での投資家心理を示すとされる VIX 指数は、グローバル金融危機時を上回る水準まで一時上昇（悪化）し依然として高い水準にある（第 3 図）。また、金融市場全体の把握には、様々な金融指標を合成した金融環境指数が参考になるが、そのうち日次で発表されている金融環境指数をみると急速に悪化している状況である（第 4 図）。FRB は矢継ぎ早に危機対応を強化しているが、臨時会合を開いた本日も株価は下落して引けている。

FRB の今後の政策に関し、目先の焦点は議会在足元で審議している大型景気対策法案の行方である。共和党案には財務省に 4,250 億ドルを予算措置し、それを元に FRB の資金供給プログラム等を強化する内容が盛り込まれている。現在は財務省の為替安定化基金から FRB の各種プログラムへ資金が拠出されているが、それらは計 500 億ドル程度であるため、実現すれば大幅な増額となり且つ FRB の危機対応について議会の承認を得られることにもなる。

仮に FRB が 4,250 億ドルを劣後部分（損失を吸収するためのバッファ）として利用できれば、様々なプログラムを通じた一定のリスク性資産への資金供給が 4 兆ドル程度に達するとも言われている（レバレッジが 10 倍程度）。金融市場安定化の観点では、当内容が法案に盛り込まれて成立するかどうかは重大なポイントと言えよう。

第3図: VIX指数の推移



第4図: 米国の金融環境指数の推移



第1表:FRBの政策対応

3月3日	臨時会合を開催し政策金利を0.5%ポイント引き下げ
3月12日	ニューヨーク連銀、資金供給の強化に関する声明を発表 米国債購入の対象に中長期債を追加(従来は短期債のみ)
3月15日	臨時会合を開催し政策金利を1%ポイント引き下げ、量的緩和を発表 今後数ヶ月で米国債を少なくとも5,000億ドル、住宅ローン担保証券(MBS)を少なくとも2,000億ドル購入
3月15日	公定歩合を0.25%へ引き下げ
3月15日	他5中銀とともにドル資金供給の拡充策を発表 既存のドル・スワップ協定の適用金利を引き下げ、供給期間を長期化 5中銀は、欧州中央銀行、イングランド銀行、日本銀行、カナダ中央銀行、スイス国民銀行
3月17日	コマーシャルペーパー(CP)の購入プログラム(CPFF)の設立を発表 特別目的事業体(SPV)が発行体から直接購入 対象は格付けが「A1/P1」以上のCPとABCP 本措置は、財務長官の承認を得て、緊急条項である連邦準備法13条3項を根拠として実施 財務省がFRBに対し100億ドルの信用保証を提供
3月17日	プライマリーディーラー・クレジットファンリティ(PDCF)の設立を発表 プライマリーディーラーはニューヨーク連銀と直接取引を行っている証券会社等 融資期間は翌日物から90日まで。金利は、預金金融機関向け窓口貸出で適用される公定歩合と同一(現在は0.25%) 少なくとも6か月間継続 本措置は、財務長官の承認を得て、緊急条項である連邦準備法13条3項を根拠として実施
3月18日	MMMF流動性ファンリティ(MMLF)の設立を発表 預金金融機関がMMFから高格付の資産を購入する際の資金を提供(ノンコースローン) 少なくとも9月30日まで継続 本措置は、財務長官の承認を得て、緊急条項である連邦準備法13条3項を根拠として実施 財務省がFRBに対し100億ドルの信用保証を提供
3月19日	新たに9中銀とドル・スワップ協定を締結すると発表 9中銀は、オーストラリア準備銀行、ブラジル中央銀行、デンマーク国民銀行、韓国銀行、メキシコ銀行、ノルウェー銀行、ニュージーランド準備銀行、シンガポール通貨庁、スウェーデン中央銀行
3月20日	他5中銀とともにドル資金供給の更なる拡充策を発表 ドル資金供給の頻度を週次から日次へ引き上げ 5中銀は、欧州中央銀行、イングランド銀行、日本銀行、カナダ中央銀行、スイス国民銀行
3月23日	臨時会合を開催し量的緩和を無制限に実施すると発表
3月23日	プライマリーマーケット・コーポレート・ファシリティ(PMCCF)の設立を発表 一定の環境・条件の下で特別目的事業体(SPV)が発行体から直接社債を購入乃至ローンを提供 対象は格付けが「BBB-/Baa3」以上、満期は4年以内 財務省が100億ドルの劣後部分を提供 少なくとも9月30日まで継続
3月23日	セカンダリーマーケット・コーポレート・ファシリティ(SMCCF)の設立を発表 一定の環境・条件の下で特別目的事業体(SPV)がセカンダリー市場で社債乃至社債に投資するETFを購入 対象は格付けが「BBB-/Baa3」以上、残存期間が5年以内 財務省が100億ドルの劣後部分を提供 少なくとも9月30日まで継続
3月23日	タム物ABS融資ファシリティ(TALF)の設立を発表 適格となる担保は最高格付けのABS 提供するローンの満期は3年 財務省が100億ドルの劣後部分を提供 少なくとも9月30日まで継続

(資料)FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2表：世界金融危機時と新型コロナウイルス感染拡大時のFRB対応比較

日付	株価 危機事 象発生 時=100	政策金利 (%)	世界金融危機			新型コロナウイルス感染拡大				日付	株価 危機事 象発生 時=100
			金融機関への短期 流動性供給	信用市場における 借り手・投資家への 支援	長期証券 買入れ	政策金利 (%)	金融機関への短期 流動性供給	信用市場における 借り手・投資家への 支援	長期証券 買入れ		
それ 以前			ターム物窓口貸出 TAF PDCF TSLF	預金金融機関にターム物資金を供給 プライマリー・ディーラー向け貸出/証券貸出						それ 以前	
9/15	100	2.000		リーマン・ブラザーズ破綻(9/15)		1.625		米国で感染経路不明感染者報告(2/26)	2/26	100	
9/16	101	2.000				1.625			2/27	96	
9/17	97	2.000				1.625			2/28	94	
9/18	101	2.000				1.625			2/29		
9/19	104	2.000		AMLF		1.625			3/1		
9/20		2.000				1.625			3/2	99	
9/21		2.000		預金金融機関がMMFから高格付けABCPを 購入する資金を供給		1.125	臨時FOMC		3/3	96	
9/22	101	2.000				1.125			3/4	100	
9/23	99	2.000				1.125			3/5	97	
9/24	99	2.000				1.125			3/6	96	
9/25	101	2.000				1.125			3/7		
9/26	102	2.000				1.125			3/8		
9/27		2.000				1.125			3/9	88	
9/28		2.000				1.125			3/10	93	
9/29	95	2.000				1.125			3/11	87	
9/30	99	2.000				1.125		NY連銀資金供給強化 声明(中長期債購入)	3/12	79	
10/1	99	2.000				1.125			3/13	86	
10/2	96	2.000				1.125			3/14		
10/3	95	2.000				0.125	臨時FOMC 公定歩合を0.25%へ 引き下げ 中銀とドルスワップ 協定拡充	米国債5,000億ドル・ MBS2,000億ドル購入	3/15		
10/4		2.000				0.125			3/16	75	
10/5		2.000		発行者から直接CPを購入する特別会社に対 し、FRBが資金供給		0.125	PDCF設立	CP購入策	3/17	79	
10/6	91	2.000				0.125		MMLF設立	3/18	74	
10/7	87	2.000		CPFF		0.125	9中銀と新規ドルス ワップ協定		3/19	75	
10/8	85	1.500	臨時FOMC			0.125	5中銀とドルスワップ 協定拡充	預金金融機関がMMFから資産を購入 する資金を供給	3/20	71	
10/9	79	1.500				0.125			3/21		
10/10	77	1.500				0.125			3/22		
10/11		1.500			後にQE1に接続	0.125		PMCCF設立 臨時FOMC SMCCF設立 TAFL設立 米国債、MBS購入の無 制限化	3/23	69	
10/12		1.500		民間設立の複数の特別会 社が、MMFからCD、 CPを購入する資金をFRB が供給					3/24		
10/13	86	1.500		ABS保有者に最大3 年間の貸出を供与。 財務省がTARP資金 で信用補充					3/25		
10/14	85	1.500						社債発行・流通市場支援、学生・自動車・ク レジットカードローン等を裏付けとした資産担 保証券市場支援	3/26		
10/15	79	1.500							3/27		
10/15 以降		1.500		MMIFF(10/21) TALF(11/25)	GSE債購入(11/25) GSE保証MBS購入(11/25)				3/27 以降		

(注) 右側『新型コロナウイルス感染拡大時』の政策金利は、FF金利誘導目標中央値
(資料) FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(2020年3月23日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊社ホームページでもご覧いただけます。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by MUFG Bank, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "MUFG Bank") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by MUFG Bank. MUFG Bank hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While MUFG Bank believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, MUFG Bank makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that MUFG Bank may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and MUFG Bank is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.