

アナリストの眼

新型コロナウイルス禍における米金融市場と金融政策

【ポイント】

1. 米短期金融市場ではドル資金確保の動きからレポ市場や CP 市場に混乱が生じ、FRB は様々な流動性供給策を打ち出した。
2. 米国債市場ではオフザラン銘柄中心に offer-bid スプレッドの拡大が生じ、流動性が著しく低下した。FRB は米国債・MBS の無制限買入れを行い沈静化を図った。
3. クレジットスプレッドの拡大と流動性の低下によって、FRB は投資適格社債だけでなく、BB 格の社債までも購入するに至った。
4. 金融市場の混乱に FRB は迅速な対応を行ったと言えるが、今後の状況は依然として不透明である。

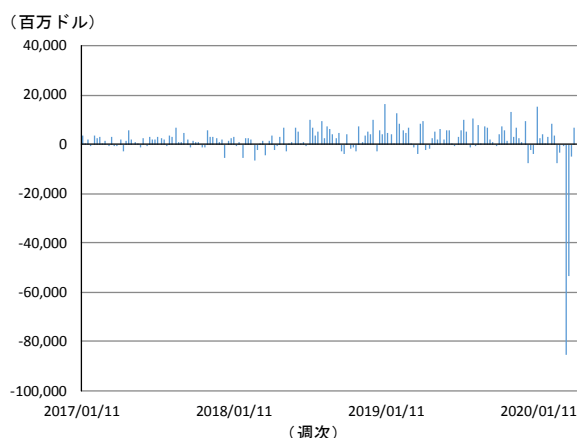
イタリアで新型コロナウイルスの感染が拡大したことを受けて、米国内でも感染拡大が懸念され、2020年2月後半から3月末にかけて、リスク回避の動きが広がった。投資家や企業が手元流動性の確保を急いだことに加え、緊急事態宣言やロックダウンの影響で市場参加者の数自体が減少した結果、リスクアセットから資金が流出し、流動性の枯渇とボラティリティの拡大が生じた。これらの混乱を受け、FRB（米連邦準備理事会）は利下げによる金融緩和に加えて多くの流動性支援を余儀なくされた。本稿では FRB による流動性支援策を中心に、新型コロナウイルスが金融市場に与えた影響を整理する。

1. 米短期金融市場

FRBは3月15日に100bpの利下げを発表し、FF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジを0.00～0.25%に変更した。さらに、米国の基準貸付利率であるDiscount WindowのPrimary Credit Rateを150bp引き下げ0.25%とし、貸出期間を90日に延長した。Primary Credit Rateは預金取扱機関を対象とした貸出制度であるが、後述するように、連邦準備法13条第3項（federal reserve act 13(3)）を活用して設立する様々な流動性支援制度の適用金利として使われる場合も多く、その引き下げは銀行以外の支援にもつながる措置である。

新型コロナウイルスの感染拡大を危惧し、米短期金融市場では手元流動性を確保する動きが活発化、レポ市場の機能不全やコマーシャル・ペーパー（CP）の急激な金利上昇などを引き起こしていた。投資家や企業は流動性を確保するため、CPや譲渡性預金（CD）で運用を行うプライムMMFを解約し、国庫短期証券などで運用するガバメントMMFへ資金を移した。プライムMMFからの資金流出は850億ドルを超える週もあった（図表1）。解約請求に対応するため、MMFは保有するCPを売却。CPの利回りが急上昇する結果となった。

図表1. プライムMMFの残高増減

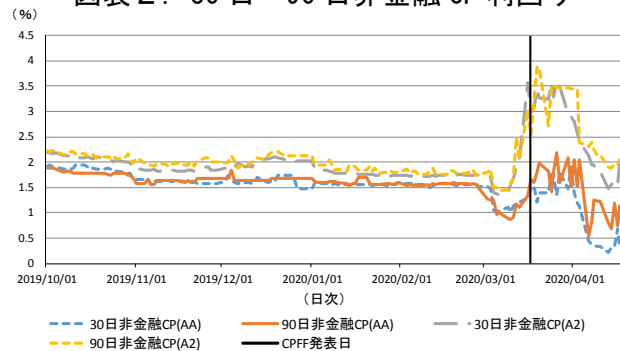


(資料) Bloombergより富国生命作成

短期金融市場の混乱が様々なアセットにまで波及したことで、FRBは連邦準備法13条第3項を発動、流動性支援に乗り出した。FRBは、3月17日にCP資金調達ファシリティ（Commercial Paper Funding Facility、CPFF）とプライマリーディーラー信用ファシリティ（Primary Dealer Credit Facility、PDCF）、18日にはMMF流動性ファシリティ（Money Market Mutual Fund Liquidity Facility、MMLF）を発表し、市場の機能維持を図った。CPFFは、FRBが設立したSPVに融資を行いCPの買い入れを行う制度で、金融危機の2008年にも導入された。PDCFも2008年に導入実績がある制度で、Primary Credit Rateで有担保融資を行う（リコースローン）。銀行のための制度である基準貸付利率による融資をプライマリーディーラーにも提供する。担保にはP-1、P-2格付けのCPが含まれている。MMLFは、銀行がMMFからCP等を買入れる際、米国債やCPを担保にFRBが有担保融資を提供する制度だ。担保が米国債や政府機関債の場合は基準貸付利率が適用され、CP・ABCPの場合は基準貸付利率+100bpとなる。融資はノンリコースローンで行われるため、担保に入れた証券の価値が下落しても、下落分の返済は必要とされない。PDCFやMMLFは裁定取引のインセンティブを与えるもので、CPを担保に融資を受け、適用金利より利回りの高いCPを買入れることで利ザヤを得ることが可能となる。

これらの制度を発表した後もCP市場は予断を許さない状況が続いたものの、金利上昇は頭打ちとなり、4月に入ると利回りは徐々に落ち着きを取り戻した（図表2）。

図表2. 30日・90日非金融CP利回り

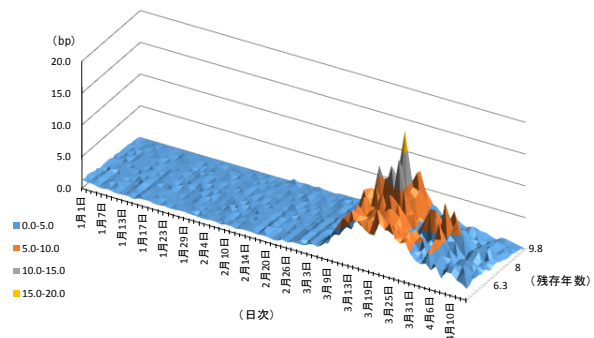


(資料) Bloombergより富国生命作成

2. 米国債市場

米国債市場では、3月上旬から下旬にかけて、一般的に流動性の指標とされるOffer-Bid スプレッドが急拡大した。Bloombergの引値情報をもとに、米国10年債カレントから残存5年までの債券のOffer-Bid スプレッドを計測すると、3月6日までは平均0.6bp程度で推移していたが、3月9日以降、オフザラン銘柄（カレント以外の既発行銘柄）を中心にスプレッドが拡大。最大18bpに及ぶ銘柄もあった（図表3）。投資家が流動性に富む米国債で換金売りをを行い、証券会社のポジションが膨らんだ結果、マーケットメイク機能に支障が生じ流動性が急低下したと思われる。また、金融危機後のバランスシート規制に加えて、米国で緊急事態宣言が発動され、ディーラーなど市場参加者が在宅勤務となるといった特殊な要因も影響しているだろう。

図表3. 米10年債 Offer-Bid スプレッドの推移 (残存9.8~5.0年)



(資料) Bloombergより富国生命作成

一般的に米国債は低リスク資産とされ、リスクオフ時には買われる傾向にある。しかし、米10年債金利は3月9日に史上最低の0.54%を付けたのち、3月18日の1.19%まで急激に上昇した。その期間、米国株は12%超の下落、金先物の価格も11%超下落しており、債券・株式・金が同時に売られる展開となった。この時期は新型コロナウイルスに対する警戒感に加えて、OPECプラスの減産交渉決裂で原油価格が大幅下落したこともあり、投資家の資金ニーズが一気に高まっていたと考えられる。

債券市場の機能低下を受けて、FRBは3月15日に米国債の買い入れを今後数ヶ月で総額

債券市場の機能低下を受けて、FRBは3月15日に米国債の買い入れを今後数ヶ月で総額

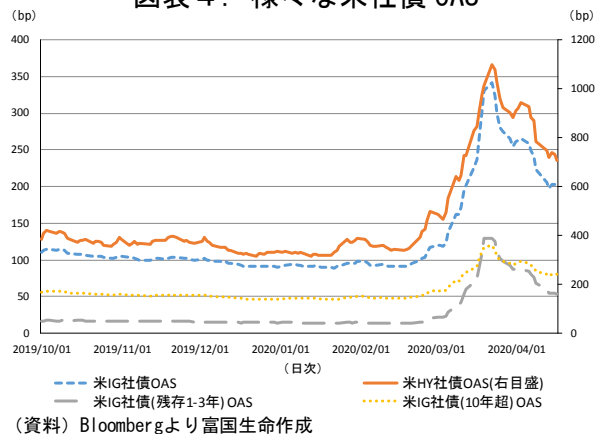
5,000億ドル、MBSの買い入れを総額2,000億ドル行うと発表したものの、米国債市場の流動性は回復せず、Offer-Bid スプレッドは拡大を続けた。FRBは3月23日に米国債および政府系MBSの買入額を無制限にするとの声明を発表。23日以降、Offer-Bid スプレッドは振れを伴いながらも落ち着きを見せたが、正常化にまでは至っていない。在宅となっている市場参加者が戻るまで、しばらく不安定な状態が続くだろう。

3. 米クレジット市場

リスクオフが広がる中で、クレジットスプレッドは急拡大した。市場が混乱する前、投資適格社債のスプレッドは100bp前後、ハイイールド社債のスプレッドは300bp半ばで推移していたが、3月23日には投資適格社債のスプレッドは340bpを超え、ハイイールド社債に至っては1,100bpまで上昇した。現金へのニーズが高まり、社債の買い手が見つからない中で投資家の売りオーダーに对应すれば、証券会社は社債を在庫として抱えてしまう可能性が高い。さらにボラティリティの拡大によって、在庫になった社債の価値がどう推移するか不透明な状態となり、プライスの提示が困難となったと考えられる。

FRBは3月23日に、SPVを通じてプライマリー市場で社債の買い入れを行う社債発行市場信用ファシリティ（Primary Market Corporate Credit Facility、PMCCF）と、同様にセカンダリー市場で投資適格社債や投資適格社債ETFの買い入れを行う社債流通市場信用ファシリティ（Secondary Market Corporate Credit Facility、SMCCF）を導入。どちらも社債やETFを買い入れるためのSPVへFRBが融資を行う。対象は、米国で事業を営む企業のうち、格付け会社からBBB-/Baa3の格付けが付与された社債である。PMCCFは満期4年以下の債券を、SMCCFは残存期間5年以下の債券を対象としている。SMCCFについては、FRBによって4月9日に対象が拡大され、3月22日以降にBB格に格下げされた債券とハイイールド社債ETFが追加された。近年、欧米では利回りを追い求める投資家のニーズに合わせて、BBB格の債券発行が増加していた。外出自粛による企業のキャッシュフロー悪化に加え、原油価格の下落も影響し、投資適格級からBB格への格下げが相次いだ。このような債券のデフォルトが金融機関へダメージを与えることを危惧し、FRBは異例の措置を打ち出したと考えられる。対象の年限が短いにもかかわらず、クレジットスプレッドは広範な年限で23日を境に縮小に転じた（図表4）。しかし、平時と比べると依然としてスプレッドは高水準の状態が続いている。

図表4. 様々な米社債 OAS



4. さいごに

FRBは本稿で紹介した以外にも様々な施策を打ち出しており、新型コロナウイルスのもたらした混乱が急激かつ予想困難だったことを考えると、迅速に対応していると言えるだろう。施策のいくつかはリーマンショック時に導入実績のあるもので、金融危機の経験も活かしている。ただ、新型コロナウイルス禍において金融政策は対症療法に過ぎない。外出自粛が長期化し企業の倒産件数が加速すれば、いずれ金融機関にもダメージが波及し金融危機へ発展するかもしれず、今後の状況は不透明である。また、米国債の流動性が大きく低下した事実は、流動性を重んじる保険会社として留意しておくべき事態であったと言えるだろう。

(資金債券グループ 田窪 祐規)