



2020年3月19日

「コロナショック」は金融システム不安とドル資金不足へ

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 上席研究員 橋本 将司

新型コロナウイルスの世界的な感染拡大による市場の混乱が続いている。株価には依然として下げ止まりの兆しはみられず、米 S&P500 株価指数は、2月19日につけた急落前の高値から3月18日につけた直近最安値で、ついに約30%の下落となった。

こうした情勢を受けて、主要国中央銀行は3月に入り、2008年のリーマンショック時以来となる相次ぐ大幅な緩和措置に打って出ている（次頁第1図）。3月3日のオーストラリア準備銀行（RBA）による0.25%の利下げ（0.75%→0.5%）と米連邦準備理事会（FRB）による0.5%の緊急利下げ（1.5%～1.75%→1.0%～1.25%）を皮切りに、4日にはカナダ中銀が0.5%の利下げ（1.75%→1.25%）を実施。11日には英イングランド銀行が0.5%の緊急利下げ（0.75%→0.25%）と、中小企業向け貸出インセンティブを持たせた新たな銀行向け資金供給スキーム¹を発表した。翌12日には欧州中央銀行（ECB）が、現状の毎月200億ユーロの国債などの購入による量的緩和（QE）とは別に、今年末までの総額1,200億ユーロ分の社債を含む民間資産などの購入や、貸出条件付き長期資金供給オペ第3弾（TLTROⅢ）の条件緩和などを決定²。13日にはカナダ中銀がさらに0.5%の緊急利下げ（1.25%→0.75%）を発表した。

そして15日にはFRBが1.0%の緊急利下げ（1.0%～1.25%→0%～0.25%）に加え、今後数か月間（over coming months）で米国債と住宅ローン担保証券（MBS）を、それぞれ少なくとも5,000億ドル、2,000億ドルずつ購入すると表明した。16日には日銀も、新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペの導入（2020年9月末まで）、CPと社債等の購入枠のそれぞれ1兆円ずつの追加設定（2020年9月末まで）、さらにETF（上場投資信託）とJ-REITの年間買入ペースの倍増（6兆円→12兆円、900億円→1,800億円）による追加緩和策を発表した。18日には、ECBがさらに追加で7,500億ユーロの新たな公的・民間部門の資産を購入する量的緩和プログラム（パンデミック緊急

¹ Term Funding scheme with additional incentives for Small and Medium-Sized Enterprises (TFSME)

² TLTROⅢは、2020年6月から2021年6月までの間、適用金利が0.25%引き下げられると共に、借入上限も適格ローンの30%から50%に引き上げられる。この条件緩和までのつなぎとして、長期資金供給オペ（LTRO）を預金ファシリティ金利（現在▲0.5%）を適用金利として再開。

購入プログラム：PEPP) を決定した³。本日 19 日（米国時間 18 日夜）には、FRB が MMF（Money Market Fund）向けの貸出ファシリティーの設定を表明した。同日に RBA も 0.25% の緊急利下げ（0.5%→0.25%）、オーストラリア国債 3 年物金利の誘導目標（0.25% 近辺）設定、企業向け貸出支援のための銀行に対する貸出ファシリティーの設定などを発表した。この間、13 日には、主要国の 6 つの中央銀行（日米欧英加とスイス）が、米ドル・スワップ取極を通じたドル流動性の供給を拡充するための協調行動を公表した。

第 1 図：3 月以降の主要中銀による金融緩和措置

日時	中央銀行名	措置
3月3日	オーストラリア準備銀行 (RBA)	・政策金利を0.25%引き下げ(0.75%→0.5%)。
	米連邦準備理事会 (FRB)	・政策金利レンジを0.5%緊急利下げ(1.5%～1.75%→1.0%～1.25%)
3月4日	カナダ中銀	・政策金利を0.5%利下げ(1.75%→1.25%)。
3月11日	イングランド銀行 (BOE)	・政策金利を0.5%緊急利下げ(0.75%→0.25%)。 ・中小企業向け貸出にインセンティブを持たせた、銀行向け資金供給スキーム導入。
3月12日	欧州中央銀行 (ECB)	・今年末までの総額1,200億ユーロ分の民間資産などの購入。 ・貸出条件付長期資金供給オペ第3弾 (TLTRO3) の条件緩和。 ・長期資金供給オペ (LTRO) を条件緩和の上再開。
3月13日	カナダ中銀	・政策金利を0.5%緊急利下げ(1.25%→0.75%)。
	主要6中銀	・米ドルスワップ取極を通じたドル流動性の供給を拡充するための協調行動を公表。
3月15日	米連邦準備理事会 (FRB)	・政策金利レンジを1.0%緊急利下げ(1.0%～1.25%→0%～0.25%)。 ・FRBが今後数か月間で、米国債、住宅ローン担保証券 (MBS) をそれぞれ少なくとも5,000億ドル、2,000億ドルずつ購入。 ・公定歩合を1.5%引き下げ(1.75%→0.25%)。 ・銀行に対する預金準備率を0%へ引き下げ。
3月16日	日本銀行	・新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペの導入 (2020年9月末まで)。 ・CPと社債等の購入枠のそれぞれ1兆円ずつの追加設定 (2020年9月末まで)。 ・ETFとJ-REITの年間買入ペースを当面増加 (6兆円→12兆円、900億円→1,800億円)。
3月17日	米連邦準備理事会 (FRB)	・米国債プライマリーディーラー向けに貸出ファシリティーを設定 (PDCF)。 ・要件を満たしたCPを発行者から買い取るファシリティーを設定 (CPFF)。
3月18日	欧州中央銀行 (ECB)	・7,500億ユーロの公的・民間部門の資産を購入する新たな措置を導入。
	米連邦準備理事会 (FRB)	・MMF向けの貸出ファシリティーを設定 (MMLF)。
3月19日	オーストラリア準備銀行 (RBA)	・政策金利を0.25%緊急利下げ(0.5%→0.25%)。 ・オーストラリア国債3年物金利の誘導目標を0.25%近辺に設定。 ・銀行に対して企業向け貸出を支援する貸出ファシリティーを設定。 ・銀行がRBAに保有する決済預金の利率を0.1%に設定(銀行の負担軽減)。

(資料) 各中銀公表資料

こうした主要中銀による矢継ぎ早の行動の背景には、景気減速リスクへの対応もさることながら、これを事前に織り込み始めた金融市場の混乱が、特に3月以降金融システムの不安定化につながり始めたことがある。実際、15日の2度目の緊急利下げ発表後の記者会見で、FRBのパウエル議長は、追加利下げや事実上の量的緩和 (QE) 再開の狙いを、米国の金融システムの根幹を成す米国債市場と住宅ローン担保証券市場の流動性が大きく低下しており、その機能を正常化するためと述べた。新型コロナウイルス感染拡大による世界経済急減速のリスクから、デフォルト急増などを意識した信用リスクを警戒する動きが金融市場で急速に台頭。その結果ドルのキャッシュへの選好の高まりから、米国債でさえも一部で換金売りの対象となる事態が発生したと思われる。

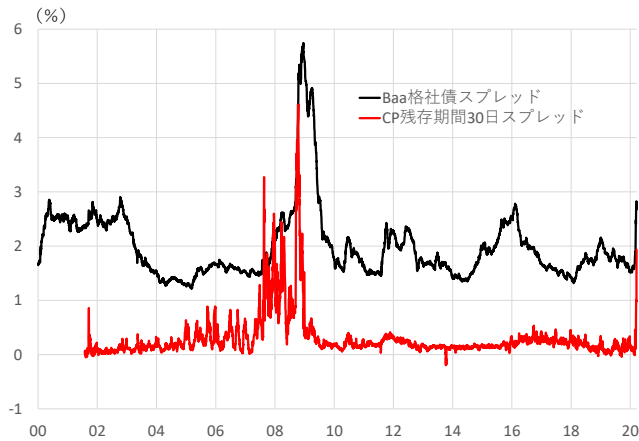
この点、米国の信用リスクに対する市場の評価を、Baa格付け社債と米国債のスプレッドでみると、足元2008年のリーマンショック時に次ぐ水準まで上昇 (第2図)。短期のドル資金の需給動向を反映する面がある米国の残存期間30日のCP⁴の利回りと米国

³ 資産購入プログラム (APP) の対象資産に加え、非金融企業発行のCPや、これまで対象外であったギリシア政府発行の証券も対象。事態に応じた必要性によっては、購入対象資産の要件を一定程度柔軟化する可能性にも言及。事態が改善すれば本スキームは停止されるが、少なくとも本年末までは実施。

⁴ 短期債務格付けで最上のA-1、P-1、F-1格の発行案件が対象。

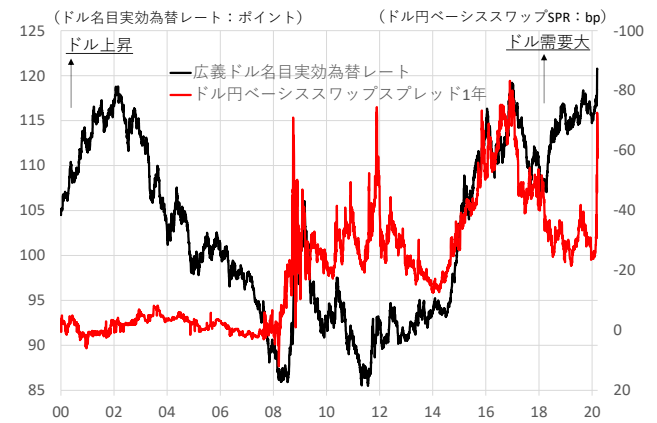
債とのスプレッドをみると、やはり足元はリーマンショック時に迫る水準まで急上昇している。この結果、ドルと円の通貨スワップ取引の際に、ドルの調達側に対して求められるプレミアムであるドル円ベーススワップ・スプレッド(1年物)も拡大しており、足元ドルの名目実効為替レートも上昇している(第3図)。主要国中銀は、こうした事態に対して早めに対応を取り、状況がこれ以上深刻化しない様に沈静化を図っていると言えよう。

第2図:Baa 格社債スプレッドと CP 残存 30 日スプレッド



(資料) Bloomberg

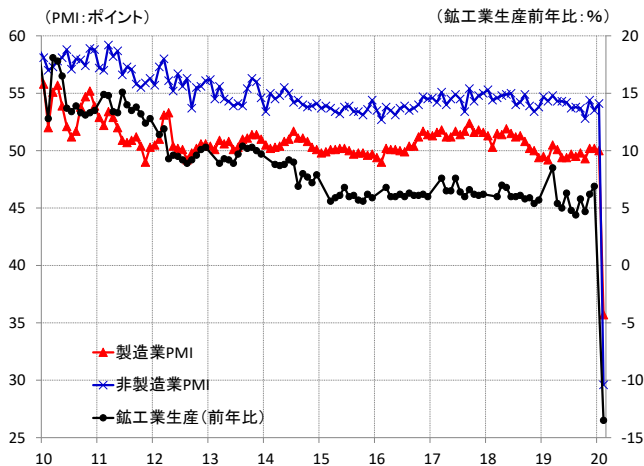
第3図:ドル円ベーススワップスプレッドとドル名目実効レート



(資料) Bloomberg

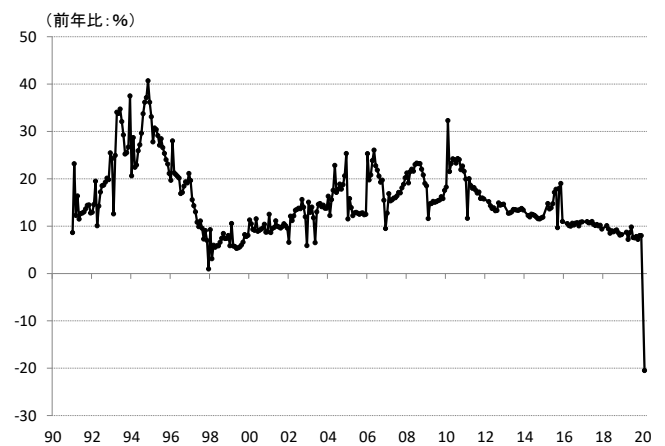
もちろんこうした事態の最終的な帰趨は、実際にコロナウイルスの感染拡大の悪影響が、今後どの程度世界景気に顕在化して来るかにかかっている。この点、16日発表の1~2月分合算の中国の月次経済指標では、鉱工業生産(前年比)など実際の経済活動を示す指標(ハードデータ)が、統計開始以来発生したことのない大幅なマイナスに落ち込むなど、いよいよ悪影響が顕在化し始めている(第4、5図)。FRBパウエル議長は、米国経済も第2四半期は小幅なマイナス成長となる可能性に言及すると共に、その後はウイルスの感染拡大の状況次第として、具体的な見通しについての言及を避けていた。

第4図:中国鉱工業生産(前年比)と製造業/非製造業 PMI



(資料) Bloomberg

第5図:中国社会消費財小売総額(前年比)



(資料) Bloomberg

今後景気がどこまで悪化するか、各国による財政政策などの支援策がどの程度これを打ち返すことができるかは、当面不透明な状況が続くそう。こうした見通しがより明確となるまで、また現在のパニック的な市場心理が落ち着くまでという観点からも、市場の安定化には今暫くの時間を要するのではないかと。

こうした中為替市場では、2月下旬から3月第1週にかけては、米国でのウイルスの感染拡大に注目が集まりドルが独歩安となっていた。もともと、3月第2週以降は、上述したドルのキャッシュへの需要の高まりから、一転ドルは底堅い推移に転じている。ドル円相場も3月9日に約3年ぶりとなる101円台をつけた後は、幾分ドル高方向に戻している（第6図）。リスク回避的な局面では円も上昇し易い。最終的に当局によるドルの供給策が効果を発揮して来ればドル高が緩和に向かい、ドル円相場はジワリ円高地合いが強まる展開を有力視しているが、当面はこうした円高とドル高が綱引きの状況となりそう。

第6図：ドル円相場推移



(資料) Bloomberg

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、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、宜しくご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、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います。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。