

2020年3月27日 全14頁

# 新型コロナウイルスに対応した 主要国・地域の企業金融支援

次なる課題は信用リスクが高い企業向けの資金供給や資本増強

調査本部<sup>1</sup>

## [要約]

- 新型コロナウイルスの感染拡大を防ぐことを目的とした人々の移動の制限や外出の自粛・制限を受け、企業の売上げが落ち込んでいる。また、一部の製造業では部品の調達難から生産活動に支障が生じている。需要の減少により、生産を調整する企業も出てきている。
- こうした企業の中には、財務内容が悪くなくてもキャッシュフローが途絶えることにより資金繰り難に陥り、経営が行き詰まる先が出てくる可能性がある。信用不安の高まりを防ぐ観点から、各国中央銀行・政府は企業の資金繰りを支援する対応を行っている。
- 米国、日本、欧州、英国を主な対象とし、中央銀行の施策を中心に、政府の政策対応と一部の金融規制の緩和等について、スキームの紹介と背景を述べる。
- 感染症問題の解決時期が見通せないため、企業金融支援はさらに必要になる可能性がある。社債買入れの規模拡大や、中小企業向け信用保証の拡充など信用リスクが高い企業向けの資金供給が追加の支援策として予想される。問題が長期化した場合は、財政等による企業の資本増強なども求められる可能性がでてくるだろう。

<sup>1</sup> 政策調査部 土屋貴裕、武井聡子、金融調査部 森駿介、中村文香、ニューヨークリサーチセンター 鳥毛拓馬、矢作大祐、ロンドンリサーチセンター 近藤智也。

## 1 章：企業金融支援策が必要となった背景

新型コロナウイルスの感染拡大が金融システムと世界経済にとって大きな脅威となっている。過去の金融危機との相違点は、異なる順番で問題が起きているということであろう。これまでの危機は金融システムに問題が生じる「金融危機」である場合が多く、ある主体の債務から資産価格、資金調達、そして実体経済へと問題が拡散する順番であった。

ところが、今般の新型コロナウイルスの問題は、公衆衛生上の観点から人々の移動に制約をかけて消費が低迷し、サプライチェーンの寸断等による生産の低迷が生じる、実体経済へのダメージが発端となる。消費と生産の低迷で企業の信用リスクへの意識が高まると、金融部門内部での懸念が高まる。金融部門から実体経済への資金の供給が滞ると、企業の資金繰りのさらなる悪化や資産価格の下落が生じ、再び金融部門の問題が大きくなる。発端は実体経済であれ、ひとたび金融システムに目詰まりが起きると、スパイラル的な悪化を懸念しなければならない。

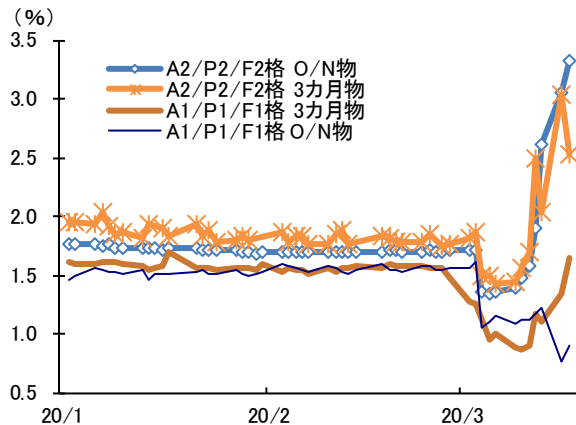
リーマン・ショックの経験を踏まえた中央銀行は、金融システムに対して迅速に流動性供給を拡大させ、今のところは金融システムの機能は維持されている。しかし、問題の根幹である実体経済、とりわけ企業部門の低迷が続くと、信用リスクが顕在化して信用不安を高めることから、企業の資金繰りを支援する対応が悪循環を阻止するために必要となる。本稿では、各国・地域の中央銀行の施策を中心に、政府の主な企業金融支援策や規制面の対応について背景を述べ、次なる課題を展望したい。対象として、米国、日本、欧州、英国を本稿ではとりあげる。

## 2 章：米国における企業金融支援策

FRB の施策は、①金融機関向けの流動性供給、②企業の資金繰り・信用緩和、③他国向けのドル資金供給、の 3 つに大別できる。無論、これらは相互に影響しあう部分があるため明確には分けることはできないが、②の役割を期待されていると思われる施策を中心に述べたい。

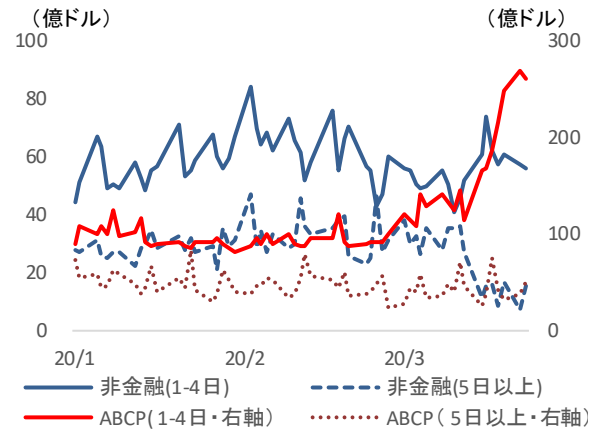
企業の資金調達的手段には、CP（コマーシャルペーパー）と社債が挙げられる。2020 年 3 月 9 日以降、米国の CP 市場で金利が大きく上昇した（図表 1）。新規発行額を償還期間別にみると、相対的に格付けの低い企業や ABCP（資産担保 CP）において、1~4 日間の短期の発行が増え、3 ヶ月物など長めの期間の CP 発行額は減少した（図表 2）。これは、流動性リスクと信用リスクを警戒した投資家が敬遠し、企業が短い期間の CP 発行で資金を借り換えている可能性が示唆される。ABCP に関しては発行体や裏付け資産が不明であるものの、担保が十分であると認められれば、格付けの低い企業でも CP を発行することが可能である。格付けの低い企業の資金繰りのため、ABCP の発行額が伸びているとみる向きもある。また社債についてもクレジットスプレッドは低格付けを中心に拡大傾向にある（図表 3）。このような、企業の資金繰りを悪化させうる市場環境を改善するため、FRB は CP の買入れ、社債の買入れ、プライマリー・ディーラー向けの貸付、MMF（マネーマーケットファンド）向けの貸付、銀行規制の一部緩和などの施策を行っている（図表 5）。多くの仕組みは、2008 年前後の金融危機（以下、世界金融危機）時に用いら

図表 1 非金融部門 CP 金利



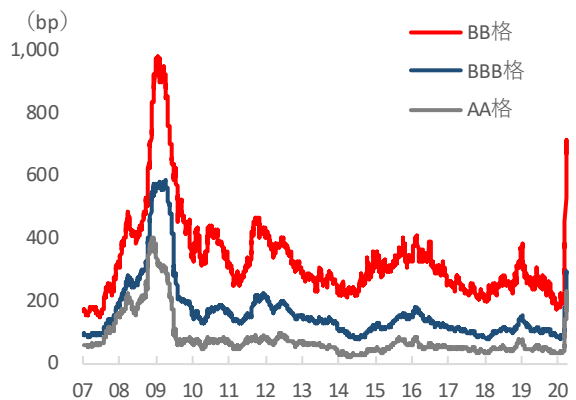
(出所) FRB、Haver Analytics より大和総研作成

図表 2 非金融部門 CP 発行額



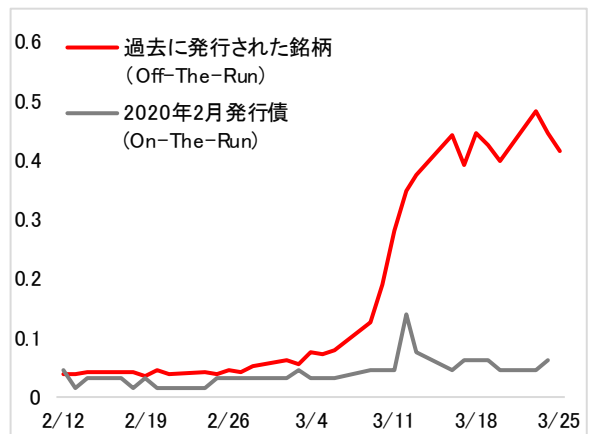
(注) 非金融は A2/P2 格、ABCP は A1/P1 格。  
(出所) FRB、Haver Analytics より大和総研作成

図表 3 クレジットスプレッド



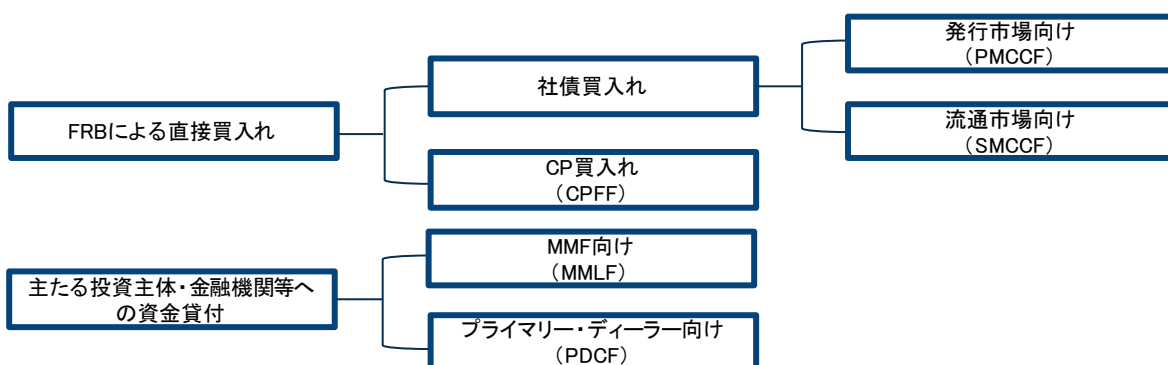
(注 1) 非金融部門。社債利回り (5 年) の対国債スプレッド。  
(注 2) 2009/6/17 以前は集計対象が異なり連続しない。  
(出所) Bloomberg より大和総研作成

図表 4 米国 10 年債ビッド/アスクスプレッド



(注) 過去に発行された銘柄 (Off-The-Run) は当初償還期間が 10 年程度の銘柄の単純平均。  
(出所) Bloomberg より大和総研作成

図表 5 FRB による今回の企業金融支援策



(注) 今回の新型コロナウイルス感染拡大を受けた支援策。内容は、執筆時点。  
(出所) 大和総研作成

れた措置の焼き直しであるが、社債の買入れは今回初めて導入された。また過去に導入経験のある措置も、世界金融危機後のドッド・フランク法の成立等により、少し変更が加えられている。以下では、それぞれの仕組みについて述べていく。

## FRBによるCP買入れ（CPFF）

2020年3月17日に、FRBは、コマーシャルペーパー・ファンディング・ファシリティ（CPFF）を設立すると発表した（財務長官の承認を得て、連邦準備法13条3項により設立された。以下に説明する各々のファシリティも同様である）。前述のようにCPの発行環境が悪化し、CP発行体の資金繰りに対する懸念が高まっていたことが背景にある。CPFFの具体的な仕組みは、NY連銀のもとに創設される特別目的ビークル（SPV）が、主要な格付け機関によってA1、P1、F1以上（3月17日時点）に格付けされている、期間3ヶ月の米ドル建て無担保CPおよびABCPを、プライマリー・ディーラーを通じて一定の発行体から直接購入するというものである。SPVには、財務省が為替安定化基金（ESF）から信用補完のために100億ドルを供与する。

FRBがCPを買入れることで市場に安心感を与え、円滑な発行や借換えを促す狙いがあるとみられる。SPVは、FRBが延長する場合を除き、2021年3月16日までの1年間の期間でCP購入を実施する。

CPFFは、世界金融危機時に用いられた措置の焼き直しではあるが、内容は少し異なる。世界金融危機時には、連法準備法13条3項の権限下で、FRBが個人や企業に信用を供与することが許可されていた。そのため、FRBが単独で導入を決定し、一定以上の損失が出た場合にはFRB自身が損失を被る仕組みであった。しかし危機後、FRBは広範な権限を持って措置を行い、結果的に供給した資金が毀損した場合国民負担が増加するリスクを負った、との批判を受けた。今回はこうした批判を回避するため、財務省が関与する仕組みとしたものと思われる。

## FRBによる社債買入れ（PMCCF、SMCCF）

3月23日に、FRBは、社債等の購入を行うための2つの新しい仕組みの導入を発表した<sup>2</sup>。プライマリーマーケット企業債権ファシリティ（PMCCF）に関しては、一定の発行体から格付BBB-/Baa3以上且つ期間4年以下の投資適格社債を購入することや、適格な借入主体に貸付を行うことで、企業に対して資金供給のバックストップを提供することを内容としている。

セカンダリーマーケット企業債権ファシリティ（SMCCF）に関しては、セカンダリーマーケットで格付BBB-/Baa3以上且つ残存期間5年以下の投資適格社債及び適格社債を対象としたETF（上場投資信託）の購入を内容としている。

<sup>2</sup> 2020年3月23日にFRBから公表された対応策については、以下のレポートを参照。ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「FOMC 社債等の購入に踏み切る」

[https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20200324\\_021411.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20200324_021411.html)

なお、PMCCF、SMCCF いずれも 2020 年 9 月 29 日までを購入期間として予定しているが、延長も可能となっている。PMCCF・SMCCF とともに、購入対象を投資適格のうち最も低い格付である BBB-/Baa3 の社債等まで含んでいる点は、債券市場の安定化に大いに寄与すると考えられる。

先述した通り、社債買入れは世界金融危機時にも用いられなかった措置である。これまで導入されなかった背景には、社債の買入れは産業政策とみられる可能性があり、中央銀行が踏み込むことに慎重であったことがあるのではないかと推察される。今回の導入は、FRB の危機感のあらわれではないかと思われる。

CPFF、PMCCF、SMCCF とも、信用緩和の手段として導入が期待されていたものの、先述のように、ドッド・フランク法による連法準備法 13 条 3 項の制限により財務長官の事前承認が必要のため、FRB 単独では決定ができず、導入が遅れたのではないかと推察される。

## プライマリー・ディーラー向けの貸付

プライマリー・ディーラー向けの貸付が行われた背景の一つに、国債市場の動揺がある。3 月 9 日頃から、直近で発行された米国債の銘柄（On-The-Run）と比較して、過去に発行された銘柄（Off-The-Run）のビッド/アスクスプレッドが拡大しており、米国債市場の機能が低下していることが示唆されていた（図表 4）。

こうした事態に対応するため、FRB は、3 月 17 日に、プライマリー・ディーラー信用ファシリティ（PDCF）を設立すると発表した。これは NY 連銀が、米国債市場においてマーケットメイクを行うことを期待されている大手金融機関であるプライマリー・ディーラーに対して、固定金利で資金の貸付けを行い、マーケットメイクの機能を支える仕組みである。資金供給の際の担保はレポオペ等に比べて拡大されている。具体的には、米国債など公開市場操作で担保となるすべての金融資産に加えて、投資適格社債、国際機関証券、CP、地方債、住宅ローン担保証券（MBS）、資産担保証券（ABS）、持分証券（equity securities）などである。

貸付利率は、ディスカウント・ウィンドウのプライマリー・クレジットレート（2020 年 3 月 16 日時点で 0.25%）に等しいレートとされている。2020 年 3 月 20 日から原則 6 ヶ月間実施され、取引期間は最大 90 日となる。

## MMF 向けの貸付（MMLF）

3 月 18 日、FRB は MMF 流動性ファシリティを設立すると発表した<sup>3</sup>。特定の資産を担保として、プライム MMF（民間債務への投資を行うことができるファンド）から資産を購入する金融機関に対しボストン連銀が資金を貸し出すものである。金融機関への貸付の際に担保の対象となるのは、米国債、政府支援企業（GSE）発行証券、ABCP、CP などである。また、3 月 20 日には、短期地方債も担保対象に追加された。実施期間は、延長される場合を除き、2020 年 9 月 30 日ま

<sup>3</sup> <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200318a.htm>

でとなっている。

MMLF が導入された背景には、プライム MMF から資金が流出していたことが関係している可能性がある。世界金融危機の際、米国で MMF が一部元本割れを起こして MMF から投資資金の引き揚げが生じた。投資資金の引き揚げに備えて、MMF は資産のキャッシュ比率を高めたが、MMF は CP 市場への主な資金供給源であったことから、資金調達が困難になった CP 発行体が保有資産を投げ売りし、危機が世界に拡大した面がある。こうした過去の経験から、今回のプライム MMF からの資金流出から CP 市場等の短期資金の枯渇へと連想が働くおそれがあったため、先手を打った措置とみられる。

## 銀行規制の一部緩和

銀行は規制当局の資本規制により、最低所要自己資本に上乗せした一定の資本バッファーを備えることが求められる（資本保全バッファー、カウンターシクリカルバッファー等）。資本バッファーには、経済的ショック時等に取り崩して貸出に回すことにより、経済状況を改善させることが期待されている。一方、銀行の自己資本が資本バッファーの水準を下回ると、配当や役員への賞与などの利益処分が制限されるため、銀行にはその水準を下回らないようにするインセンティブが働き、企業への貸し渋り・貸し剥がしにつながる可能性もある。

FRB、通貨監督局 (OCC)、および連邦預金保険公社 (FDIC) は、3 月 17 日に米国銀行組織 (banking organization、以下銀行) に適用される資本規制のうち、適格留保利益 (eligible retained income) の定義を修正する暫定最終規則を公表<sup>4</sup>した。定義の修正により、銀行組織が資本バッファーをより自由に使えるよう奨励し、企業や家計への貸付の増加を促進することを目的としている。

上述のような措置に加え、中小企業向けのさらなる支援策も検討されている。FRB による 3 月 23 日の発表によれば、米国中小企業庁からの信用補完を受け、“Main Street Business Lending Program” と呼ばれる中小企業向け貸付を行うことが検討されているようだ。また、世界金融時に用いられた不良資産救済プログラム (TARP) を再導入し、個別企業の救済を行うといった選択肢も残されている。

<sup>4</sup> <https://www.federalregister.gov/documents/2020/03/20/2020-06051/regulatory-capital-rule-eligible-retained-income>

なお、暫定最終規則とともに、FRB、OCC、FDIC は、銀行が資本と流動性バッファーを使用することを奨励する共同声明も公表している。

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/bcreg20200317a1.pdf>



### 3章：日本における企業金融支援策

直接金融主体の米国では、FRB が企業の発行する CP や社債を直接買い取る対策を打ち出した一方、欧州や日本など間接金融型の経済では、民間銀行に中央銀行が低利融資等のインセンティブを付与することで、銀行を経由した資金が影響を受けている中小企業に行き渡る仕組みも導入している。これらの仕組みを比較したものが図表 6 である。

#### 日本銀行による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

日本銀行は、2020 年 3 月 16 日における臨時の金融政策決定会合において、「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」の導入を決定した。企業金融の円滑確保に万全を期すとともに、金融市場の安定を維持することを目的としており、適格担保を担保とし、1 年以内の貸付期間で 0% の固定金利により貸付を行うテンポラリー資金供給オペである。

欧州中央銀行（ECB）やイングランド銀行（BOE）の企業金融支援の仕組みと比較した類似点としては、オペに応じることや貸出を促すインセンティブが設けられている点である。例えば、日銀の今回のオペの貸付利率が固定金利であるが、補完当座預金制度上の「マクロ加算 2 倍措置」が設けられている。金融機関は同オペを利用することで、マイナス金利が適用される残高を減少させることが可能になる。ECB や BOE も後述するように、純貸出額の程度に合わせて適用金利が変わることで貸出を促す仕組みが組み込まれている。

ECB や BOE のスキームとの相違点としては、①貸付期間や実施期間が相対的に短いこと、②貸付限度額を算出するにあたっての基準が貸出残高等ではなく、金融機関が共通担保として差し入れている民間企業債務の担保価額相当額であること、などが挙げられよう。日本銀行により 2008 年から実施（現在廃止）された「企業金融支援特別オペレーション」と比べると、貸付期間の上限については今回のオペの方が長くなっている。また、貸付利率についても前は無担保コールレート（0/N 物）の貸付期間中の平均値であったが、今回は 0% の固定金利であり、金融機関にとって使い勝手がより良いものとなっている。

なお、今回のオペによる貸出対象先は、都市銀行や地銀、信金、短資会社を含む 18 先（執筆時点）となっている。3 月 24 日に行われた初回の特別オペにおける貸付予定総額は約 3.4 兆円となった。前回の企業金融支援特別オペの初回実施額と比べても、実施額は大きい。また、都市銀行においては、今回のオペを通じて調達した資金を原資として、最長 1 年間の期間で貸し出すファンドが設立されている。

図表6 日本銀行・ECB・BOEによる企業金融円滑化のための支援スキーム

	日本銀行	ECB	BOE
	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	貸出条件付き長期資金供給オペ (TLTRO3) (注1)	中小企業への貸出優遇付きターム・ファンディング・スキーム (TFSME)
主な導入目的	・企業金融の円滑確保 ・金融市場の安定の維持	・銀行貸出の支援 ・現行のTLTRO3の貸出条件緩和	・銀行等の資金調達コストの削減による貸出促進 ・中小企業の資金繰り支援
対象先	共通担保オペ（全店貸付）の対象先のうち希望する先	ユーロシステムの定例オペに参加可能な金融機関	金融政策枠組みに参加し、貸出制度の対象である銀行・住宅金融組合
貸付期間	1年以内	3年	4年
貸付利率	0% 補完当座預金制度上の「マクロ加算2倍措置」を適用	主要リファイナンス金利-25bp。貸出条件を満たせば、最大で預金ファシリティ金利-25bpまで引き下げ。	政策金利に手数料を加えたもの。参照期間に純貸出が増加した場合は手数料ゼロ。純貸出が1%減少することに手数料が5bp(上限は25bp)。
貸付限度額	各対象先が共通担保として差し入れている民間企業債務の担保価額相当額	2019年2月末時点の対象貸出残高（非金融企業向け貸出と住宅ローンを除く家計向け貸出の合計）の50%	2019年末のポンド建て非金融機関向け等の貸出の10% + その後の純貸出の増加分の貸出（純貸出額のうち、中小企業向けは5倍を乗じた額で算出）
実施期間（適用期間）	2020年9月30日まで	2020年6月～2021年6月	2020年4月～2021年4月

(注1) ECBのTLTRO3自体は、2019年9月より導入されており、上表の記述は、2020年6月以降の貸出条件の緩和を受けた内容を反映している。また、2020年3月12日に発表された包括的な金融政策パッケージには、条件を緩和したTLTROの次回実施時期（2020年6月）までのつなぎとして、貸出期間3カ月の長期資金供給オペ(LTRO)も含まれている。

(注2) BOEの当初貸付限度額は、2019年末のポンド建て非金融機関向け等の貸出残高の5%であったが、2020年3月19日に10%に引き上げることを発表。

(出所) 日本銀行、ECB、BOEより大和総研作成

## 日本政府による企業の資金繰り支援策

日本政府も3月10日に緊急対応策の第2弾を取りまとめており、企業の資金繰り支援策についても決定している。例えば、中小企業などの資金繰り支援のため、融資や保証の枠を総額で1.6兆円規模に拡大している。そのほかにも、サプライチェーンの再構築支援のため、中堅企業や大企業による生産拠点の国内回帰等を後押しする金融措置の実施などを決定している。



## 4 章：欧州における企業金融支援策

### 欧州中央銀行による包括的な金融政策パッケージ

ECB は、新型コロナウイルスの感染拡大を背景とした金融市場の逼迫や銀行システムの流動性の枯渇に備え、銀行に対する資金供給の拡大を含む包括的な金融政策パッケージを打ち出した他、銀行規制の緩和や資産購入プログラムの新設を相次いで発表した。

#### 1. 金融政策パッケージ

- (1) 追加的な長期資金供給オペレーション (LTRO) の実施
- (2) 条件付き長期資金供給オペ (TLTRO3) の貸出条件緩和
- (3) 2020 年末までの資産買入れ額に 1,200 億ユーロを上乗せ

#### 2. 銀行規制の緩和

#### 3. 臨時の資産購入プログラムによる 7,500 億ユーロの資産買入れ

#### 1- (1) 追加的な長期資金供給オペレーション (LTRO)

2020 年 3 月 12 日に、ECB は、新型コロナウイルス対策として包括的な金融政策パッケージ (以下パッケージ) を発表した。このパッケージには、資金供給オペや資産購入プログラム、政策金利に関する内容が含まれる。

資金供給オペとして、第一に、追加的な長期資金供給オペレーション (LTRO) の実施が決定された。貸出期間 3 ヶ月の LTRO は、従前から、民間銀行向けの資金供給オペとして月に 1 回のペースで実施されているが、追加的に週次でオペが実施されることとなった。

オペの実施期間は、2020 年 3 月から 6 月までの約 3 ヶ月で、満期日は全て 6 月 24 日 (6 月の貸出条件付き長期資金供給オペ (TLTRO3) の実行日) に設定されている。後述する、より長期 (貸出期間 3 年) の TLTRO3 が次回 2020 年 6 月に予定されていることから、それまでの銀行の短期的な資金需要に対応する「つなぎ」の役割が期待されている。貸付利率は、預金ファシリティ金利 (2020 年 3 月 12 日時点で -0.5%) に固定される。

#### 1- (2) 条件付き長期資金供給オペ (TLTRO3) の貸出条件緩和

資金供給オペの拡充策として、第二に、TLTRO3 の貸出条件の緩和が公表された。今回の TLTRO3 の貸出条件の緩和は、新型コロナウイルスの感染拡大により、特に資金繰りが悪化する中小企業を中心とした銀行貸出の支援が目的である (図表 6)。

TLTRO3 の貸付期間は 3 年で、対象先は、ユーロシステムの定例オペに参加資格のある金融機

関である。「貸出条件付き」とは、供給された資金が実体経済に貸出されることが条件となっており、TLTRO3 では、銀行の貸出水準がベンチマークを上回った場合、貸付利率が優遇される設計となっている。具体的には、貸付利率が 25bp 引き下げられて、「主要リファイナンス金利－25bp」に設定されたうえ、貸出条件を満たした場合、最大で「預金ファシリティ金利－25bp」まで優遇される。また、貸付限度額は、2019 年 2 月末時点の対象貸出残高（非金融企業向け貸出と住宅ローンを除く家計向け貸出の合計）の 30%から 50%に引き上げられた。

なお、主要政策金利（預金ファシリティ金利：-0.50%、主要リファイナンス金利：0.00%、限界貸付金利：0.25%）は据え置きとされた。政策金利の引き下げによる銀行の収益悪化と実体経済への貸出しの停滞を避け、企業や家計に資金を行き渡らせるため、個別の資金供給オペ（TLTRO3）の貸付利率が引き下げられた形である。

TLTRO3 は、2019 年 9 月に導入済みで、上記の貸出条件の緩和は 2020 年 6 月～2021 年 6 月実施のオペに適用される。

### 1- (3) 2020 年末までの資産買入れ額に 1,200 億ユーロを上乗せ

パッケージでは、ECB による資産買入れの増額も決定された。ECB は、2019 年 11 月に資産購入プログラム（APP）を再開し、国債などの資産を月額 200 億ユーロ購入しているが、2020 年末までに追加で 1,200 億ユーロを買い入れる。実体経済における資金繰りの悪化を抑制することが狙いで、増加分は Private Sector Purchase Programmes を通じた民間部門資産の買入れが大部分を占めるとされている。

なお、APP は、ECB による利上げの直前まで継続され、満期を迎えた証券には利上げ開始後の一定期間、及び流動性や金融調節の維持に必要とされる限り、再投資が継続される。このように、緊急利下げに踏み切った FRB や BOE とは異なり、ECB は、政策金利を据え置いたものの、金融機関や民間企業の資金繰り改善を図るパッケージを提示したといえよう。

## 2. 銀行規制の緩和

3 月 12 日に、ECB 銀行監督委員会は、直接の監督対象である銀行が実体経済に対する与信を維持することを目的として、銀行の資本と流動性の要件を一時的に緩和することを発表した。加えて、個別の銀行に対する監督措置について、タイムテーブルや手続きなどの調整を検討中とし、全ての銀行に対する 2020 年のストレステスト実施も延期の意向が示された。

## 3. 臨時の資産購入プログラムによる 7,500 億ユーロの資産買入れ

さらに、3 月 18 日、ECB はパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）を新設し、2020 年末までに 7,500 億ユーロの民間及び公的部門資産を臨時に買い入れることを発表した。買入れの対象は、APP 適格の資産カテゴリーに加えて、ギリシャ国債と信用の質が十分な非金融機関の CP に

も拡大されている。資産の買入れは 2020 年末まで継続され、新型コロナウイルスによる危機が終了したと判断された時点で終了する。

ECB は、3 月 12 日の定例理事会から一週間も経たないタイミングで追加策を打ち出してきたことになり、感染拡大による金融市場の不安定化という緊迫した状況を反映している。7,500 億ユーロという規模は、定例理事会で追加した資産買入れ額（1,200 億ユーロ）の 6 倍超である。また、ECB は声明文の中で、「(権限の範囲内で) 必要なことはすべて実施する」と決意を示し、今後も必要なだけ APP の規模の拡大や内容の調整をしていくという。

## 増加の一途を辿る欧州各国政府の財政出動

欧州各国政府の対策は、医療関連の直接的な支出だけでなく、新型コロナウイルスの感染拡大を阻止するために発動された経済・社会活動への制限によって、企業の突然死を回避することに重点が置かれている。つまり、融資や公的保証等といった資金供給で目詰まりを防ぎ、企業を存続させることが、ひいては、失業などの雇用不安緩和につながるとみられる。

### 政策の共通項は企業の存続と雇用の維持

最も感染拡大が深刻なイタリアでは、3 月 5 日の刺激策に続いて、3 月 11 日に 250 億ユーロ規模の経済対策を発表した。その中身は、医療サービス向けに加えて、労働者の所得補填等や零細・中小企業の資金繰り支援、影響が大きい産業の納税猶予などである。他の国に比べて、状況が深刻なだけに医療関連の比重が高く、企業向けの支援も従業員への給与等の補填の側面が強い。対策の規模は計 325 億ユーロ（2019 年名目 GDP 比 1.8%、以下同じ）に留まり、新たな措置は、議会の承認を経て 4 月になる見込みである。もっとも、イタリアの場合、追加支出を実現するためには、安定成長協定の一時停止など EU による財政赤字拡大の容認が必要だった。

これに対して、感染者数がイタリアに次いで多いスペインでは、3 月 12 日の 180 億ユーロの対策（納税猶予や観光セクターへのつなぎ融資）に続いて、3 月 17 日に、2,000 億ユーロ（GDP 比 16.1%、1,170 億ユーロは公的資金）規模の対策を発表した。企業の流動性支援としての公的な保証枠を設定した他、レイオフの要件を緩和して企業がレイオフしやすい環境を整えている。同時に、雇用者に対してはレイオフ期間の給付要件を緩和することで、全体のバランスを取っている。一方、大幅な株価下落を受けて、EU 域外からスペインの戦略セクターの企業が買収されることを防ぐための規制を導入した。自国の企業を保護する姿勢は、後述するドイツ等でも見られるものだ。

フランスのマクロン大統領は、テレビ演説で外出制限を発表すると同時に、企業倒産を防ぐための様々な対策に言及した。それが具体的に示されたのが、翌 3 月 17 日発表された 450 億ユーロの経済対策である。内容は、企業の税金や社会保険料の支払い猶予、休業する従業員に企業が支払う手当の補填、そして売上が大幅に落ち込んだレストランや小売、観光産業への支援金等である。この他に、企業向けの新規融資に 3,000 億ユーロの公的保証を設け、企業の流動性確保

を図っている。一連の対策を合計すると、GDP 比 14.3%の規模となる。

EU 最大の経済規模のドイツでも、対策の目的は企業の存続と雇用の維持である。まず、ドイツ復興金融公庫による幅広い企業への融資導入（約 5,000 億ユーロ）に続いて、3月23日には、7,500 億ユーロの大規模な経済対策（GDP 比 21.8%）を打ち出した。約 1,500 億ユーロの新規国債発行を伴う補正予算に加えて、新たに設立する経済安定化基金 (Economic Stabilisation Fund) を通じて、企業債務保証 4,000 億ユーロや企業の資本増強に総額 1,000 億ユーロ、ドイツ復興金融公庫への信用供与最大 1,000 億ユーロが実施される。国による企業の資本増強に関しては、株価下落によって、ドイツ企業が外国企業に買収されやすくなっている状況を懸念する声を反映したものとみられる。また、今回の対策の注目点の一つが、連邦基本法で定められた国債の新規発行の限度（GDP 比 0.35%）を例外的に外す方針を決めたことである。これまで健全財政にこだわってきたドイツ政府の方針転換は大きなインパクトがある一方、それだけ事態が深刻であることを象徴しているといえよう。

### 求められる EU 全体としての協調行動

このように、各国が企業支援や労働者・消費者対応など景気刺激策を次々と発表しているが、多くの国が（真水部分がどれくらいかは別にして）GDP 比で 1~2 割と総額が大きく膨らんでいるなか、経済面で相対的に脆弱なイタリアの規模の小ささが目立つ。危機前の財政状況の余裕度の違いが反映されていると考えられる。また、金融政策と異なり、財政政策の課題は公表された内容が瞬時に実施されない点である。今後の焦点は、いかに迅速に具体的な施策を実行していくかというスピードの問題になってくる。その点、議会多数派が政権を担う欧州各国では、必要な手続きがスムーズに進むと期待される。

一方、欧州の場合、リーマン・ショック後に生じた債務危機の再来を防ぐ手立てが重要になってこよう。多くの国が一連の経済対策の財源を国債発行で賄う予定である。新型コロナウイルス感染拡大の終息が見通せない中、今後の景気悪化次第では、経済対策の規模（つまり国債発行額）は一段と膨らむ可能性がある。従って、国ごとの信用力の違いが金利差の拡大となって表面化する恐れが出てこよう。特に、経済・財政面で脆弱なイタリアが、最も感染拡大が深刻である。イタリア等からは、各国ごとの資金調達ではなく、EU 全体でカバーする債券（ユーロ共同債、コロナ債）の発行等を求める声が上がっているものの、本稿執筆時点ではまだ結論には至っていない。これまで財政規律を重視してきた EU は、緊急事態に対し、ルールの柔軟な運用を許容する方針だが、ギリシャ問題に端を発した債務危機を回避するためには、EU として、危機への協調した行動が求められている。

## 5章：英国における企業金融支援策

### イングランド銀行：中小企業への貸出優遇付きターム・ファンディングスキーム (TFSME)

BOE は、3月10日の緊急の金融政策委員会において、新型コロナウイルスの感染拡大による経済的なショックを和らげる広範なパッケージの一環として50bpの緊急利下げなどに加え、中小企業への貸出優遇付きターム・ファンディングスキーム (Term Funding Scheme with additional incentives for SMEs : TFSME) の導入を決定した。銀行等が期間4年の資金を、政策金利とほぼ同様の条件で借り入れられるという仕組みである (図表6)。このスキームの狙いとしては、1) 貸出金利の低下による金融政策の波及効果の維持・拡大、2) 新型コロナウイルスの影響で資金繰りがより悪化する中小企業の支援、が掲げられている。

今回導入されたスキームの中身は、2016年9月から実施されていたターム・ファンディングスキーム (TFS) を概ね引き継いでいる。例えば、「政策金利+手数料」で決定される貸付利率は、参照期間に純貸出が増加したか否かで変動する仕組みが踏襲されている。政策金利に上乗せされる手数料は参照期間の純貸出が増加すればゼロであり、純貸出額が1%減少するごとに手数料が5bpかかる (上限は25bp) 仕組みとなっている。また、4年の貸付期間や対象先についても前身のTFSと同様である。既存のTFSの残高を踏まえ、1,000億ポンド程度の利用が想定されている。

一方、前身TFSとの主な違いは金融機関が借り入れることができる上限額 (対象先への貸付限度額) の算定方法である。「①ある時点におけるポンド建ての非金融機関向け等の貸出残高の一定割合+②その後の純貸出の増加分」が貸付限度額であるという大まかな算出方法の枠組みには変更はないものの、以下の2点においてTFSとの違いがある。第一に、①の一定割合が2020年3月10日に決定された段階では5%であったものの、その後10%に拡充されたことである。第二に、②の増加分のうち中小企業向けは5倍を乗じた額で算出されるということである。

貸出額の純増の程度を踏まえて手数料 (罰則金利) を適用する仕組みはECBにおけるTLTRO1と類似しており、ある時点の貸出残高を貸付限度額の算定に用いている点にもECBのスキームとの類似点が見いだせる。ただし、住宅ローンについても貸付限度額の算出対象となっている点は相違点として挙げられるだろう。

英国政府も中小企業向けの資金繰り支援スキーム (CBILS) を導入しており、英ビジネスバンク経由での融資額の政府保証や当初6ヵ月分の利子の政府負担を行うこととしている。TFSMEは政府による資金繰り支援を補完するような仕組みと捉えることもできるだろう。

このような資金繰り支援以外にも、BOEは複数回の利下げに加え、カウンターシクリカル資本バッファの引き下げ、CPの買入れ、国債・社債買入れの再開、条件付きタームレポファシリティーの実施を決定し、毎年実施しているストレステストを実施しないことなども決定している。



## 英国政府の施策

2020年1月末にEUを離脱し、感染対応においても大陸各国とは異なる方針を取ってきた英国は、3年半ばかり、人々の行動制限によって感染拡大を封じ込める方向に大きく転換している。つまり、経済・社会活動に大きな影響を及ぼす施策に踏み切り、それに伴って政府の経済対策もアップグレードしている。

BOEが緊急利下げに踏み切った同日に公表された2020年度予算案には、新型コロナウイルス感染に関する対策として120億ポンドが盛り込まれた（第一弾）。そして、方向転換した直後の3月17日には、3,500億ポンドの経済対策を発表した（第二弾）。その中心は、金融機関の融資に対する公的保証枠3,300億ポンドであり、小売や観光、娯楽事業者等に対する200億ポンドの減税・助成金も含まれる。

さらに、第三弾として、3月20日には、企業が雇用を維持すれば、休業状態になった従業員一人当たり給与の80%相当（月2,500ポンドが上限）を補助金として企業に3ヵ月分支給するという雇用維持政策を発表した。必要に応じて期間が延長される可能性があるため、予算規模が明確になっておらず、イギリス政府は国債を発行して賄う予定である。第一弾と第二弾を合計した規模はGDP比16.3%に達しており、第三弾も加えれば約2割に膨らむとみられる。

## 最後に：次なる課題は信用リスクが高い企業向け資金供給

以上のように、金融システムの構造によって、各国・地域における政策対応の手段は異なるが、いずれも機動性に勝る中央銀行が、政府と協力しつつ企業向けに資金供給を増やそうとしている点はある程度共通していると言えるだろう。今後は、感染症問題の解決時期が見通せないことから、企業金融支援はさらに必要になる可能性がある。

問題が長引くと当面の資金繰りだけでなく、売上が低迷して資本不足への対応も必要となる。資本増強や債務の株式化などが想定されるが、裁量的な資源の再配分は財政政策の役割である。中央銀行にとって、供給した資金が毀損して国民負担の増加につながることは避けなければならない。残された課題は、信用リスクが高い企業向けの資金供給や資本不足への対応となる。資本の充実策については、例えば、2008年前後の世界金融危機時に米国で用いられた不良資産救済プログラム（TARP）のような仕組みを導入するという選択肢も考えられよう。

政府の施策には予算措置が必要なため時間がかかることが予想されるが、十分な資本を備えていない中小企業等にとって、資本不足に陥るまでの時間的猶予はそれほどないはずだ。感染症の蔓延の状況、支援先の選定は政治判断となり、その手段は各国の金融システムの仕組みによって対応は異なるとしても、迅速な対応が求められることは同じだろう。

－ 以 上 －