

2020年7月7日 全6頁

拡大する「コロナオペ」の効果

金融危機を防ぐ日本銀行の取り組み

金融調査部 研究員 中村 文香

[要約]

- 日本銀行は「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペレーション」等（コロナオペ）を通じて企業金融の円滑化を図った。銀行の貸出を促進するために、様々なインセンティブを与えたことにより、コロナオペを利用する金融機関が増え、日銀から金融機関への貸出残高が増加している。
- 日銀短観によれば、企業の資金繰りは悪化しているものの、リーマン・ショック時と比較すると、悪化の度合いは限定的である。金融機関による企業向け貸出が積極的に行われている様子も窺われ、コロナオペを通じた資金供給が奏功していることが示唆された。
- 金融市場と実体経済の間の負の連鎖は金融危機の一つの特徴であり、連鎖が始まると危機が深刻化することが過去の経験則からわかっている。景気の落ち込みが長期化すれば、金融機関のバランスシートが劣化し、金融危機に発展する可能性がある。コロナ後を見据え、企業はビジネスモデルの再考や、事業の再編を進める中で、注力事業に新たな設備投資を行う必要がある場合もあるだろう。政府は、流動性供給から財務基盤を強化する資本増強へと政策の軸足を移していくことが望まれる。

1. コロナオペの拡大

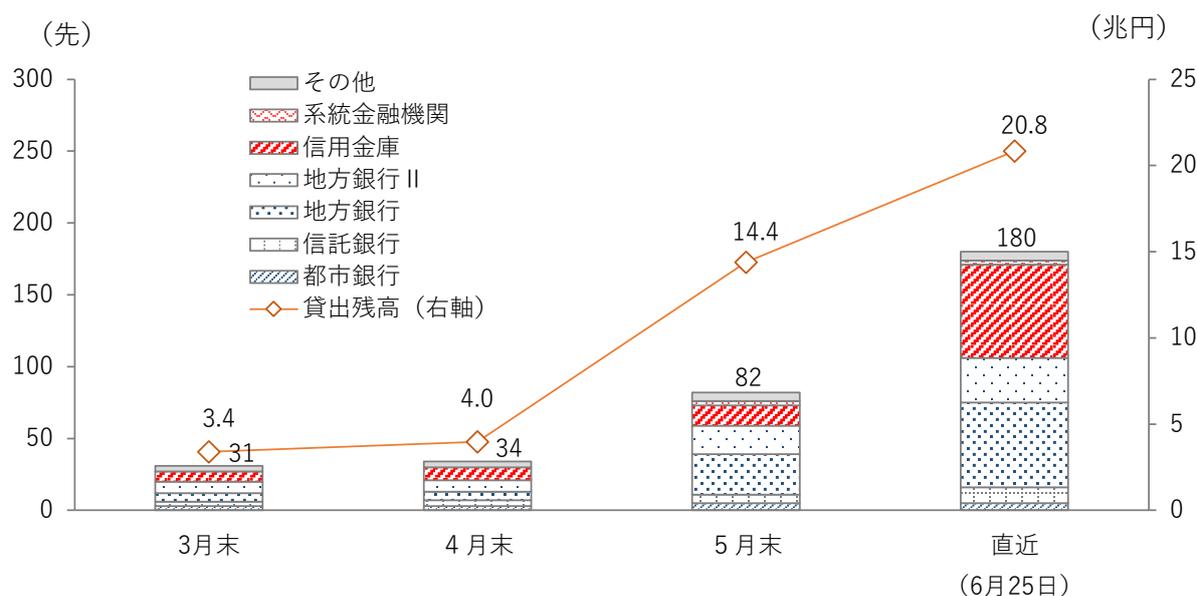
新型コロナウイルス感染症の拡大により、企業の資金繰りが不安視される中、2020年3月16日に、日本銀行は「新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペレーション」の導入を発表した。これは、金融機関が日銀に差入れているCP、社債といった民間債務を担保に、金融機関に対して資金を貸付ける仕組みである。同4月27日には内容を大幅に拡充し、名称を「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペレーション」（以下、拡充前のもも含めてコロナオペ）に改めた。拡充した点は、①対象担保の範囲を幅広い民間債務（住宅ローン債権信託受益権、資産担保債券等）に拡大したこと、②日本銀行の非取引先金融機関が、各系統中央機関を通じてオペを利用できるよう、対象先を拡大したこと、③コロナオペの利用残高に相当する当座預金に+0.1%の付利を行うこと、の3点である。

拡充の効果も相まって、約2ヵ月で、コロナオペによる日銀からの貸出残高は4.0兆円（4月

末時点) から 20.8 兆円 (6 月 25 日時点) に増加し、オペ対象先数は 34 先から 180 先に拡大した (図表 1)。さらに、②の対象先拡大によって、これまでオペの対象先ではなかった系統金融機関 (一部の信用金庫・信用組合・農協など) が系統中央機関を通じてオペを利用できるようになったことにより、企業等にとって窓口が増え、きめ細やかな対応が可能になったと言える。図表 2 に示す通り、4 月 20 日時点では、コロナオペ対象先金融機関は都市部に集中していたが、6 月 22 日には全国に広がっていることが見て取れる。

重ねて、6 月の金融政策決定会合では、コロナオペ、「新たな資金供給手段¹」、CP・社債等の買入れの 3 つを合わせた「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」が総枠 110 兆円超に拡大されることが発表された。日本銀行の発表によれば、CP・社債等の買入れ枠が約 20 兆円、コロナオペは約 90 兆円ある。日本銀行が受け入れている担保の残高 (担保価額) は、6 月末時点で 124 兆円であるが、この担保価額は、実質的に日銀から金融機関への貸出の上限額となる。担保の範囲が拡大したことにより今後増加する可能性はあるものの、6 月末との担保価額と比較すると 90 兆円という額は大きいといえよう。

図表 1 コロナオペ対象先数と貸出残高

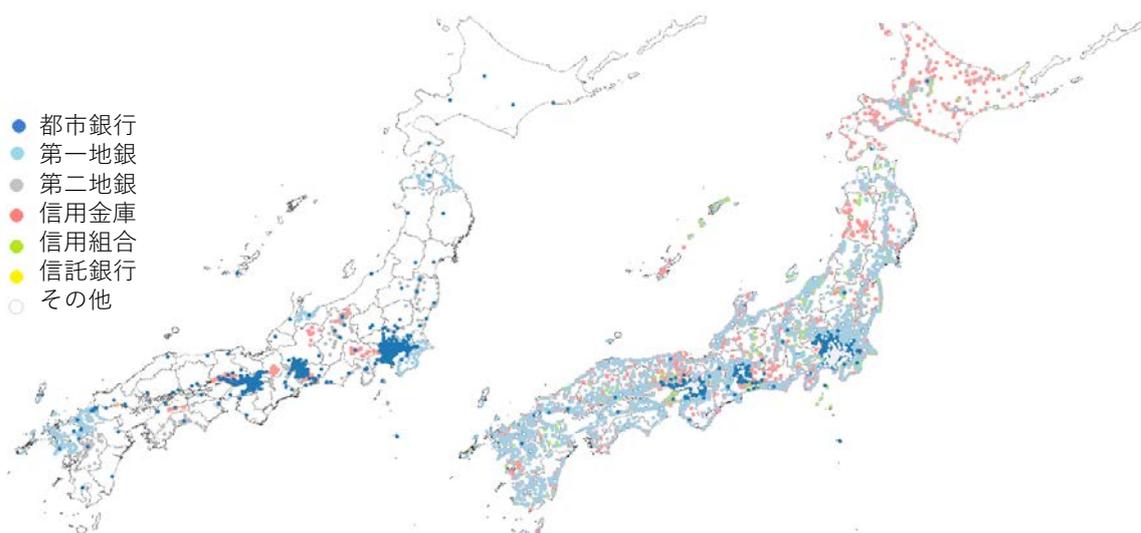


(注) 系統金融機関は信金中央金庫、全国信用協同組合連合会、農林中央金庫の 3 中央機関。その他には短資会社や証券会社を含む。

(出所) 日本銀行より大和総研作成

¹ 「新たな資金供給手段」は、適格融資 (政府の緊急経済対策における無利子・無担保融資や新型コロナウイルス感染症対応として信用保証協会による保証の認定を受けて実行した融資や、それに準じる融資) の残高を限度に、共通担保を担保として、期間 1 年以内、利率 0% で資金供給を行う制度。

図表2 コロナオペ対象先金融機関の分布の変化（左・2020年4月20日、右・同6月22日）



（注1） その他にはゆうちょ銀行等を含む。証券会社、短資会社等は図示していない。

（注2） 貸出に対応していない店舗を含む。

（注3） 店舗の情報は2018年度時点。

（注4） 住所情報の座標への変換には東京大学空間情報科学研究センターの CSV アドレスマッチングサービスを利用した。

（出所）日本金融通信社『日本金融名鑑』、『ニッキン資料年報』、各行資料、QGIS Development Team, (2020). QGIS Geographic Information System. Open Source Geospatial Foundation Project より大和総研作成

2. コロナオペを拡大させる工夫と効果

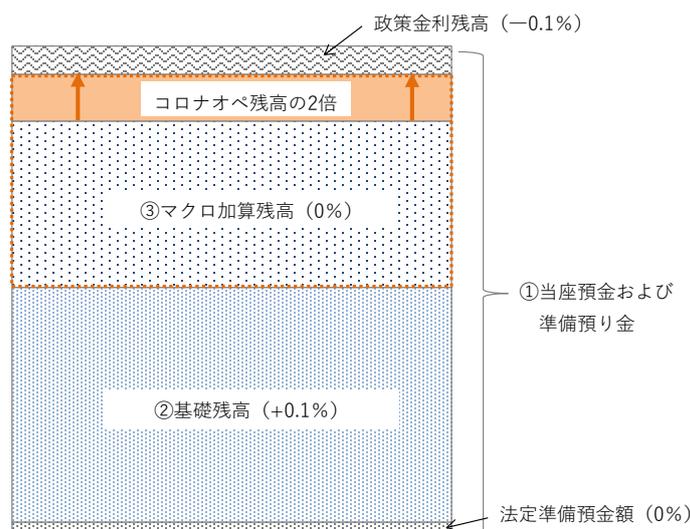
6月の金融政策決定会合を経て、コロナオペは新たな資金供給手段と一体的に実施されることとなり、金融機関が日銀に差入れているCP・社債といった担保と、政府保証付き融資等の残高の合計額を上限に、金融機関に対して資金を貸付ける仕組みとなった。引き上げられた貸出限度額の効果が表れるよう、日銀は銀行に対して貸出を促進するインセンティブ（「マクロ加算2倍措置」、「コロナオペ利用残高に相当する当座預金への+0.1%の付利」）を与えている。

2.1 マクロ加算2倍措置

一点目が、コロナオペの利用残高の2倍の額を当座預金の0%付利の残高上限に加算する「マクロ加算2倍措置」の適用である。補完当座預金制度の下、金融機関が日銀に保有している当座預金および準備預り金は、「基礎残高」「マクロ加算残高」「政策金利残高」の3層に分けられ、それぞれ+0.1%、0%、-0.1%の付利が行われている。それぞれの5月末の残高は、基礎残高208兆円、マクロ加算残高163兆円、政策金利残高26兆円である。政策金利残高が多いほど、金融機関にとってはマイナス付利の負担が重くなる。政策金利残高は、付利対象積み期間の対象預金の平均残高から、基礎残高の上限額とマクロ加算残高の上限額を引いた残差であるため、マクロ加算残高が多いほど、マイナス付利の対象となる残高が減り、金融機関にとっては金利負担が軽減される（図表3）。コロナオペ残高の2倍の額がマクロ加算残高の上限に加算されることは、金融機関にとって貸出を促進するインセンティブとなる。2020年1月末と比較すると、

都市銀行の5月末のマクロ加算残高上限額は+33.6% (2019年1月から5月の増加率は+9.6%)、地方銀行が+14.4% (同+7.0%) となっていることから、これらの銀行がコロナオペを利用し、貸出を積極化していることが窺える。

図表3 補完当座預金制度下での付利



(出所) 日本銀行より大和総研作成

2.2 コロナオペの利用残高に相当する当座預金への+0.1%の付利

二点目はコロナオペの利用残高に相当する当座預金への+0.1%の付利である。図表3の①から法定準備預金額²を減じた額を上限に、コロナオペの残高相当額に対し、プラスの利息を受けることができる。実質的な「補助金」である。仮に、ある月のコロナオペ平均残高が20.8兆円だった場合、これに対して受け取る利息は約17億円となる。適格な貸出が増え、コロナオペの利用残高が増えるほど受取利息が増えるため、金融機関にとっては非常に強いインセンティブになるといえよう。

欧州中央銀行 (ECB) でも同様の仕組みが存在する。2016年6月以降に実施された targeted longer-term refinancing operations (TLTROs、現行はTLTROⅢ)は、オペを利用した金融機関の貸出実績に応じて適用金利が優遇される。2020年4月30日のECB政策理事会において、2020年6月から2021年6月に実施されるTLTROⅢの適用金利が引き下げられた。適用金利は当該期間の資金供給オペ (MRO) の平均金利を0.5%下回る水準 (4月30日時点で-0.5%) に、貸出実績がベンチマークを越える金融機関への適用金利は、当該期間の預金ファシリティの平均金利を0.5%下回る水準 (同-1.0%) とすることが決定された。TLTROは金融機関がECBから資金

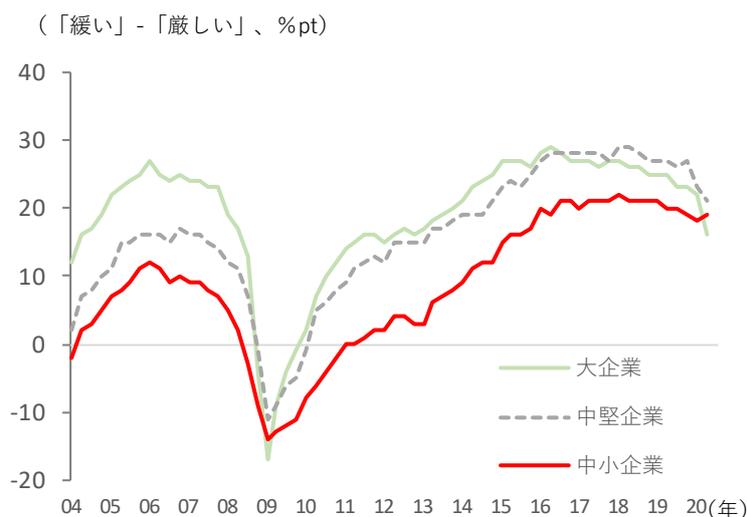
² 日銀は、銀行等の金融機関に対して、受け入れている預金等の一定比率以上の金額を日本銀行に預け入れることを義務付けており、預け入れなければならない最低金額を、「法定準備預金額」(所要準備額)という。5月末の残高は11兆円。

を借りる仕組みなので、通常、適用金利がプラスの時には、償還時に金融機関から ECB に対して利息を支払わなければならない。しかし、適用金利がマイナスの場合は、金融機関は ECB から利息を受け取ることができる。この利息が金融機関への「補助金」としての役割を果たすことになる。

2.3 コロナオペの実績

一連のコロオペは、資金繰り環境の悪化に対し、一定程度の歯止めの効果を発揮している。7月1日に公表された2020年6月日銀短観では、資金繰り判断DI³（全規模合計、全産業）が3%ptと前期から下落してはいるものの、リーマン・ショック後の2009年3月調査（-15%pt）ほど、資金繰りに対する企業の見方は悲観的ではない。さらに、金融機関の貸出態度判断DI⁴（全産業）を企業規模別に見ると、中小企業は前期から1%pt改善している（図表4）。背景には様々な要因があるだろうが、コロオペを通じた資金供給も奏功したと考えられる。

図表4 金融機関の貸出態度判断DI（全産業）



（出所）日本銀行より大和総研作成

3. 中長期的な課題

政府や中央銀行の取り組みが奏功し、足下の金融資本市場は落ち着きを取り戻した。リーマン・ショックの際には、サブプライムローンを裏付け資産とする証券化商品価格の下落により、金融機関のバランスシートが毀損し、金融仲介機能が機能不全に陥り、その結果企業や家計の資金繰りが滞り、経済活動の不全やさらなる金融市場の混乱が起こる、という悪循環が起こっ

³ 資金繰り判断DIは資金繰りが「楽である」と回答した社数の構成比（%）から、「苦しい」と回答した社数の構成比（%）を減じたもの。

⁴ 金融機関の貸出態度判断DIは金融機関の貸出態度に関して「緩い」と回答した社数の構成比（%）から「厳しい」と回答した社数の構成比（%）を減じたもの。

た。リーマン・ショック時に見られたこの負の連鎖が金融危機の一つの特徴であり、景気の落ち込みを大きくする要因となったと考えられる。

以上の観点では、今のところ金融機関のバランスシートは健全性を保っているため、金融と経済の間の負の連鎖は食い止められているといえるだろう。今回の景気の落ち込みは、新型コロナウイルスの感染拡大防止のため、人々の移動が制限されたことにより、経済活動や消費が滞り、観光業や飲食業、自動車産業といった、幅広い企業の売上が落ち込んだことが一因である。事業会社等に対しては、中央銀行が直接オペレーションを通じて資金供給ができないため、本稿で述べてきたような工夫を行い、民間金融機関からの貸出を促進した。さらに、CP や社債を買入れることにより、直接金融の面からも企業の資金繰り環境を改善する支援をしている。新型コロナウイルス対応資金繰り支援特別プログラムは、企業等の資金繰り支援を行うことで負の連鎖を断ち切り、金融危機を防ぐマクロプルーデンス政策の側面もあると言えよう。

ただし、感染症の拡大の収束が遅れるなどして景気の落ち込みが長期化すれば、企業倒産の増加や、金融機関のバランスシートの劣化が起こる可能性がある。金融危機を防ぐためには、感染症拡大の収束が必要である。また、企業に対しては、流動性の供給だけではなく、財務基盤を強化する資本性資金の供給が必要となる。令和2年度第2次補正予算では、資本性劣後ローンの供給や、資本増強支援事業、政府系金融機関の投融资枠拡充等、資本性支援が組み込まれた。コロナ収束後の新常态に向け、企業はビジネスモデルの再考や、事業の再編を進め、注力事業に新たな設備投資を行う場合もあると思われる。長期的な視野での企業の設備投資等を促すために、政府は今後、流動性支援から資本増強へと政策の軸足をシフトしていく必要があるだろう。