

2020年9月11日 全14頁

四半期金融レポート 2020年9月号

コロナ禍の①間接金融、②家計、③中銀の貸出支援策を点検

| | | |
|-------|-----|-------|
| 金融調査部 | 研究員 | 坂口純也 |
| | 研究員 | 藤原翼 |
| | 研究員 | 柿沼英里子 |
| | 研究員 | 中村文香 |
| 調査本部 | | 遠山卓人 |

[要約]

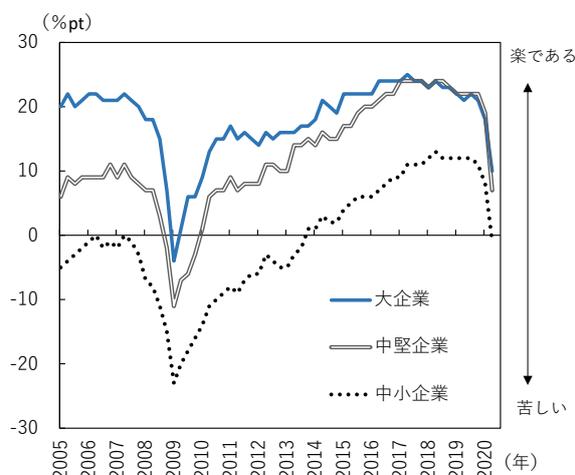
- 四半期金融レポートは、国内外の資金循環や金融面での構造的な変化の兆候を四半期ごとに点検することを目的としている。今回のレポートにおいては、以下の3つのテーマを取り上げる。
- **【企業金融・金融仲介：政策対応を受けて順調な資金供給】** 企業の資金繰りの動向を間接金融に着目して整理した。新型コロナの影響をうけて企業の資金繰りは悪化し、資金需要の強さはリーマン・ショック時を上回る。一方で、様々な政策対応を受けて、企業の業況が悪化するなかでも金融機関による貸出は大きく増加し、企業から見た金融機関の貸出態度の悪化は限定的であるなど資金は滞りなく供給されている。今後の企業金融の注目点としては、資金繰り対応に加えて財務基盤の悪化への対応が焦点となるとみられる。
- **【家計：コロナ禍における家計の資金資産選択行動を振り返る】** コロナ禍における家計の資金動向を株式・株式投信・預金に焦点を当て確認した。特徴的だったこととしては①個人投資家が過度に悲観的になるのではなく、むしろ積極的にリターンを狙う姿勢であったこと、②特別定額給付金の影響により家計預金が急増したことである。また、BOX ではこのところ注目度が高まっている個人向けコロナ債についての解説を行った。
- **【金融政策：コロナオペと TLTROIII・PELTRO の貸出促進効果】** 日米欧をはじめとする中央銀行は、金融機関の貸出を促進する仕組みを作り、民間部門への流動性支援を行っている。日本銀行と ECB のオペレーションの貸出促進効果を検証した上で、仮に経済の落ち込みが深刻化、長期化した場合のリスクの所在を検討する。

【企業金融・金融仲介：政策対応を受けて順調な資金供給】（坂口）

厳しい企業の資金繰り

新型コロナウイルス（以下、新型コロナ）感染拡大の影響で企業の売上が大きく減少する中、資金繰りは悪化し、運転資金需要が強まっている。6月調査の日銀短観によると、企業の資金繰り判断DIは、企業規模を問わず急速に悪化を示しており、中小企業については節目である0を下回った（図表1）。他方、資金の出し手である金融機関にとっては、企業の資金繰りの悪化は資金需要が急増しているという判断につながっている（図表2）。

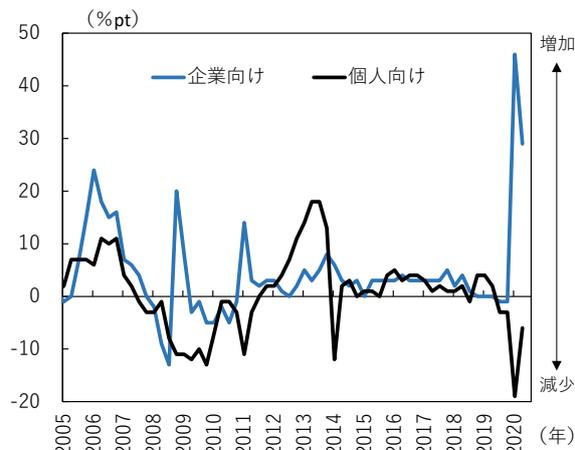
図表1 企業規模別資金繰り判断DI（全産業）



(注) 資金繰り判断DIは、「楽である」と回答した企業の構成比(%)から「苦しい」と回答した構成比(%)を引いたもの。

(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より大和総研作成

図表2 先行き3ヶ月間の資金需要判断DI



(注1) 直近の7月調査は6月9日から7月8日時点。

(注2) 資金需要判断DIは資金需要が「増加」、「やや増加」と回答した金融機関の構成比(%)から、「減少」、「やや減少」と回答した金融機関の構成比(%)を引いたもの。なお、「やや増加」、「やや減少」については0.5を乗じる。

(出所) 日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート調査」より大和総研作成

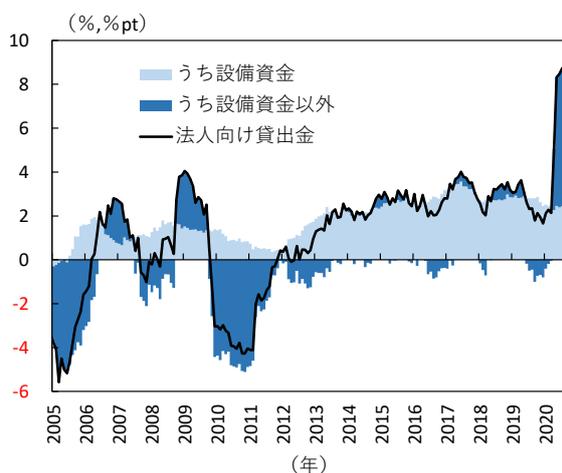
政策が下支えする金融機関による資金供給

金融機関による貸出の動向を確認すると、足元では運転資金を中心に貸出が急増し、企業の資金需要に対応していることが確認できる（図表3）。貸出金の伸び率は7月時点で前年同月比+8.7%と運転資金需要が強まったリーマン・ショック時の倍以上の水準にあり、今般のショックに際しての企業の資金需要の強さが示されている。

外出・営業自粛要請で企業の業績が悪化する中でも、金融機関が過去に例を見ない規模で資金の供給を継続できたのは、政策対応による部分が多い。具体的には、新型コロナの感染拡大を受けて発動された危機関連保証や利子補給、日本銀行（以下、日銀）による新型コロナ特別オペなどの政策措置が貸出のリスクを低減したり、貸出にインセンティブを付したりすることで金融機関の積極的な資金供給を下支えしている。例えば信用保証協会による保証承諾額を見ると、1998年の特別保証や2008年の緊急保証が発動されたときの額を大きく上回る規模であること

を確認できる（図表 4）。また、民間金融機関の貸出のほかに、政府系金融機関の危機対応融資も急増する企業の資金需要に対応している。具体的には、3月から7月末にかけて政府系金融機関は危機対応融資として、約 3.3 兆円¹（商工組合中央金庫：約 1.4 兆円、日本政策投資銀行：約 1.9 兆円）の貸出を新たに行っており、これは同時期の民間金融機関による貸出の増加額の約 12%の規模である。

図表 3 用途別貸出金の伸び

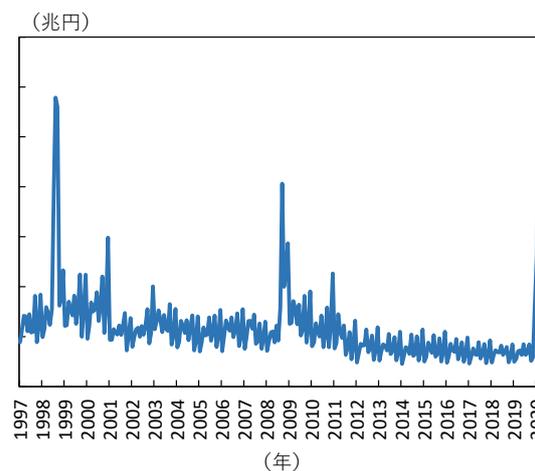


(注 1) 国内銀行ベース。

(注 2) 末残。法人（含む金融）ベース。

(出所) 日本銀行「現金・預金・貸出金」より大和総研作成

図表 4 信用保証協会の保証承諾額の推移



(注) 月次の実績値。

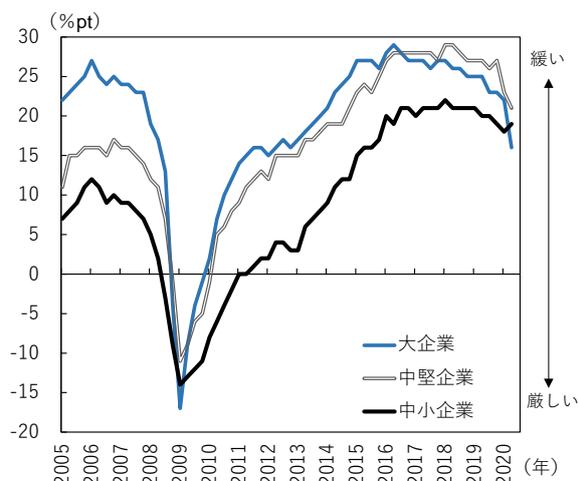
(出所) 全国信用保証協会連合会より大和総研作成

リーマン・ショック時と異なり借入難易感の悪化は限定的

こうした政策措置は、実際の資金の供給を円滑にすることに加え、企業から見た借入難易感の悪化を抑制することにも寄与している。例えば、コロナ禍以降、企業から見た金融機関の貸出態度 DI の落ち込み幅はリーマン・ショック時と比べると限定的で、中小企業については直近でむしろ上昇している（図表 5）。また、外出自粛などの影響を特に受けやすいと考えられる小規模な企業の借入難易感 DI を確認しても（図表 6）、落ち込み幅は 90 年代後半の金融危機時やリーマン・ショック時と比較して小さく、直近で DI は上昇している。中小企業の資金調達の大部分が金融機関からの借入で手当てされていることを踏まえると、危機下において金融機関からの借入の見通しが良好に保たれることは、事業の継続を促す良い兆候であるといえよう。

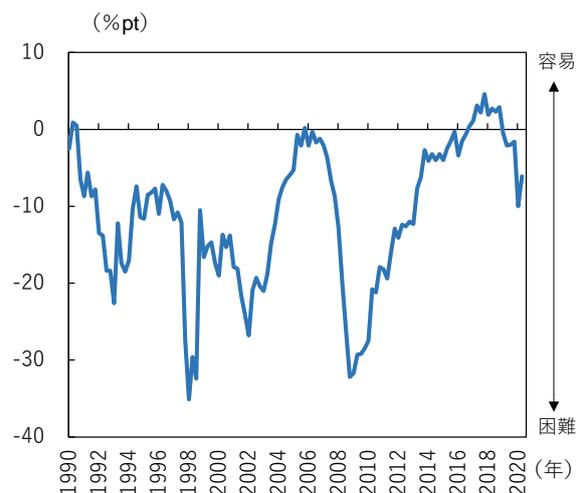
¹ 危機対応業務のうち新型コロナウイルス関連の実績値で、日本政策投資銀行の残高には地域緊急対策プログラム含む。

図表5 企業から見た金融機関の貸出態度 DI



- (注1) 全産業。
 (注2) 金融機関の貸出態度DIは、「緩い」と回答した比率から「厳しい」と回答した比率を引いたもの。
 (出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より大和総研作成

図表6 小規模企業の借入難易感 DI (実績値)



- (注1) 直近の4-6月調査は6月中旬時点。
 (注2) 借入難易感DIは、前期に比べて借入が「容易」と回答した企業の割合から「困難」と答えた企業の割合を引いたもの。
 (注3) 調査対象企業は、信用保証協会の保証先企業で、大部分が従業員20人以下の小規模企業。
 (出所) 日本政策金融公庫「信用保証利用企業動向調査」より大和総研作成

先行きのリスクと注目点：目線はリクイディティからソルベンシーへ

先行きのリスクとしては、与信関連費用の増加が金融機関の金融仲介機能を毀損することが考えられる。種々の金融支援策で貸倒れのリスクは政府部門に移転されている部分があるものの、既存貸出先の業況悪化に伴う引当金の繰入れや保証付き融資のうち保証外の部分のリスク（例えばセーフティネット保証5号の保証割合は80%で、20%について金融機関がリスクを負う）、保証枠を超えた貸出など、与信関連費用が増加する可能性はある。与信関連費用の計上によって金融機関の財務健全性が損なわれることになれば、資金の供給が妨げられて経済を収縮させる可能性はある。

もっとも、そうしたリスクを低減する対応も様々に見られる。例えば、2020年3月期時点で大手行を中心に予防的な引当金を計上し、ショックに先んじて備えを積み上げる動きが見られた。金融機関が予防的な引当金を計上できるのは、それだけ現状の財務基盤が強固である証左とも解釈できる。また政策面からは、中小企業庁が旧金融検査マニュアルで禁止されていた旧債振替²を画一的に禁止しないとす³など踏み込んだ対応を行っている。第二次補正予算で計上された政府系金融機関を通じた資本性資金の供給⁴も、企業の財務基盤を下支えすることで債

² 企業が保証付きの借入金で金融機関のプロパーの借入金を返済すること。金融機関は既存の貸出のリスクを信用保証協会に移転できる。

³ 中小企業庁・金融庁「[「新型コロナウイルス感染症緊急経済対策」を踏まえた資金繰り支援について（要請）](#)」（2020年4月27日）

⁴ 詳しくは金融調査部 金融調査課チーム「[『新常態』への適応を目指す事業会社に対し高まる公的機関の資本性資金の供給](#)」（大和総研レポート、2020年7月30日）を参照。

務者区分の悪化を防ぎ、与信関連費用の抑制に寄与するだろう。加えて、金融機能強化法が改正され、地域金融機関については、通常よりも負担の少ない特例条件の下で資本の注入を受けられるようになっており⁵、例えば金融機関の自己資本比率が最低所要水準を割り込むなどの事態は考えにくい。

このように、政策措置が維持される限り、資金の供給を担う金融機関の側から資金の供給が制約される可能性は高くないだろう。むしろ今後の企業金融の注目点としては、資金繰り（リクイディティ）に加えて企業の財務基盤の頑健性（ソルベンシー）が焦点となっていくと考えられる。マクロで見ると国内企業の自己資本比率は企業規模を問わず過去 20 年近く上昇を続けており、バランスシートの耐久力は過去に比べて充実している。とはいえ、新型コロナの感染拡大を伴いつつも経済活動の再開が進む中においては、業種によって売上の回復度合いに差が見られ、債務超過に陥る企業も一部に見られ始めている。上場企業の場合、一定期間以内⁶に債務超過を解消できなければ上場廃止となる可能性もあり、増資や上述の政府系金融機関による資本性資金の活用が対応手段として挙げられよう。

⁵ 詳しくは坂口純也「[改正金融機能強化法のコロナ特例措置がもたらす功罪](#)」（大和総研レポート、2020 年 7 月 30 日）を参照。

⁶ 東証一部・二部の場合、通常は 1 年以内で、新型コロナが原因の債務超過については 2 年間に延長されている。

【家計：コロナ禍における家計の金融資産選択行動を振り返る】(藤原・柿沼)

新型コロナの感染拡大が日本で顕著になり始めた3月以降、株式市場の急変や10万円の特別定額給付金の支給など、家計の金融資産に影響を及ぼす重要なイベントが多くあった。ここではコロナ禍における家計の金融資産選択行動を確認するため、株式・株式投信・預金に着目して分析した。

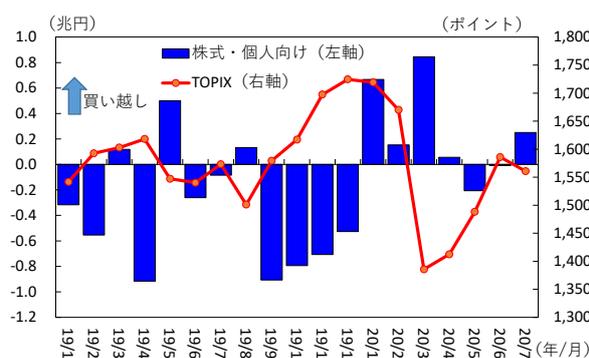
上場株式：相場急落時は逆張りの動き、新規の個人投資家が増加している可能性

個人の上場株式売買動向を東京証券取引所の統計をもとに確認すると、新型コロナ感染拡大による世界的な株式市場の急落に見舞われた2020年3月は、8,454億円の大幅な買い越しとなった(図表7)。これは主に株価指数の反発を狙った逆張りの動きが強まったことによるものだと考えられる。その後、株価が上昇した5、6月には利益確定売りの動きなども見られるが、2020年3月から7月までの累積で9,366億円の買い越しとなった。

また、コロナ禍において大手ネット証券会社の口座数が高い伸び率を見せており、新規の個人投資家が増えているとみられる⁷(図表8)。昨年のいわゆる「老後資金2,000万円問題」による資産形成への関心の高まりに加え、ネット証券会社の手数料無料化の動きが進む中、新型コロナ感染拡大に伴う株式市場の急落を機に投資を始める個人が増えたとみられる。

現在、すでに株価指数が大きく持ち直し、11月の米国大統領選を控えて株式市場の先行きが読みづらい中、今後も新規投資家の増加ペースは続くのか、といった点が注目される。

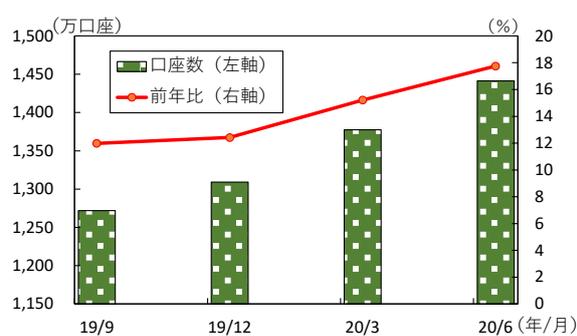
図表7 個人の株式売買差額とTOPIX



(注) 二市場(東京・名古屋)における個人の株式売買差額。

(出所) 東京証券取引所より大和総研作成

図表8 大手ネット証券会社5社の口座数



(注) 大手ネット証券会社は名前順に au カブコム証券、SBI証券、松井証券、マネックス証券、楽天証券。

(出所) 各社資料より大和総研作成

⁷ 株式会社SBI証券「[SBI証券、ネット証券No.1となる証券総合口座500万口座達成のお知らせ](#)」(2020年2月)によれば、新規口座開設者のうち株式投資未経験者が80%超を占める。

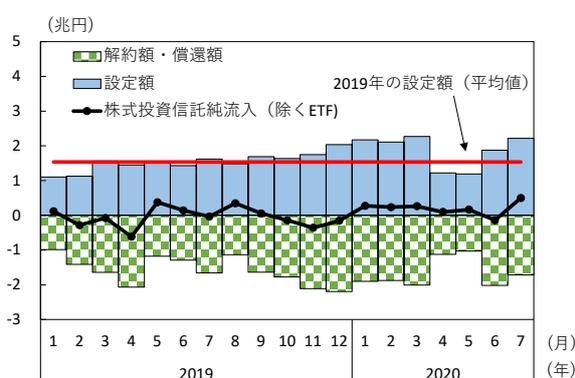
株式投信：目立つ海外志向、今後は ESG や DX 等にも注目

個人投資家の株式投資信託の売買動向を捉える上で参考になる「追加型株式投信（除く ETF）」（以下、株式投信）の資金フローを投資信託協会の統計をもとに確認する（図表 9）⁸。新型コロナウイルスの影響が顕在化した 2020 年 3 月から 7 月までの推移を見ると、6 月を除き資金純流入となった。株式投信は、長期的な傾向として株価指数が上昇（下落）すると資金が流入（流出）する順張りの動きになるが、株式市場が急落した 2020 年 3 月は設定額（以下、資金流入額）が増加し、2018 年 3 月以降で最も高水準となった⁹。上場株式と同様に、逆張りの動きをとる投資家の動きが影響していると考えられる。

4、5 月については、緊急事態宣言中で投資家が様子見姿勢になったことやファンドの新規設定本数が低調であったことなどもあり、資金流入額、解約額・償還額（資金流出額）ともに低調であった。新規設定本数については、4 月が 7 本、5 月が 10 本（2019 年の 1 カ月平均は 24 本）とかなり少なかった。

しかし、6、7 月には国内の緊急事態宣言の解除や株価の回復などを背景に、資金流入額が 2019 年（平均値）を上回る水準に回復している。結果として、緊急事態宣言などの影響による株式投信市場への資金流入の低迷は、比較的短期間に留まったと言えよう。

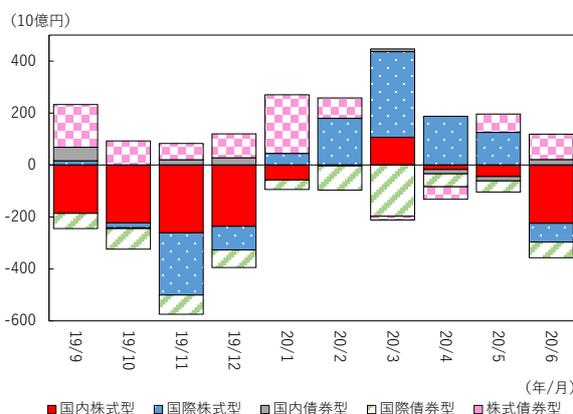
図表 9 追加型株式投信（除く ETF）の動向



(注) 株式投資信託は本稿では、追加型公募投信のデータを使用。

(出所) 投資信託協会より大和総研作成

図表 10 株式投資信託の分類別資金流入



(注) 資金純流入は設定額—解約額。

(出所) 大和ファンド・コンサルティングより大和総研作成

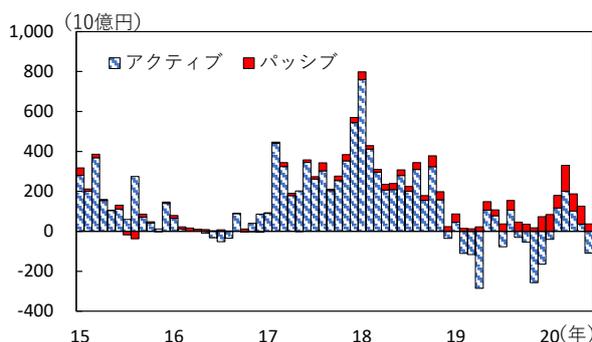
株式投信の資金フローの動向を、大和ファンド・コンサルティングのデータ¹⁰をもとに分類別に確認すると（図表 10）、2020 年 3 月から 5 月は特に「国際株式型」の資金純流入が目立ち、投資家が国内市場より海外市場で積極的にリターンを取りに行っている様子が窺われる。

⁸ この数値には個人投資家以外の売買動向も含まれるが、個人投資家の影響が大きく、その売買動向を捉える上で利用されることが多い。

⁹ 投資信託協会の「設定額」の数値は、当初設定額と追加の設定額を合計したものであり、投資信託への資金流入額を示す。

¹⁰ 投資信託協会の統計における資金純流入額（正確には純資金流入と表記）は「設定額—解約額—償還額」としているのに対し、大和ファンド・コンサルティングでは「設定額—解約額」としていることに注意が必要。

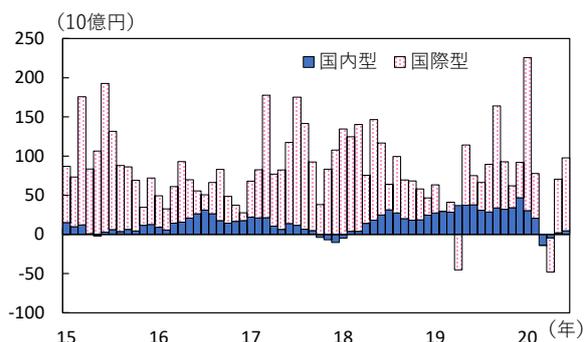
図表 11 国際株式型の資金純流入



(注) 純流入額は設定額—解約額。

(出所) 大和ファンド・コンサルティングより大和総研作成

図表 12 株式債券型の資金純流入



(注) 純流入額は設定額—解約額。

(出所) 大和ファンド・コンサルティングより大和総研作成

国際株式型のうち「アクティブ運用型」は2019年1月以降、資金純流出の傾向にあったが、2020年2月から5月まで4ヶ月連続の資金純流入(図表11)となった。その内訳を確認すると、北米型の資金純流入が主導した。また、パッシブ運用型は積立投資を行う投資家などによる安定した資金純流入が続いているが、それに加え3月は株価急落後の反発を狙った投資家による資金流入も膨らんだとみられる。

株式や債券など複数のアセットクラスにより構成される「株式債券型」は安定して資金純流入傾向が続いていたが、3月、4月は2ヶ月連続の資金純流出となった。5月には再び資金純流入となったものの、株式債券型のうち国際型の純流入が中心であり、国内型の純流入の回復は弱い(図表12)。複数資産への分散投資を望む投資家においても、足元で海外志向が強い傾向にある可能性が窺われる。

個別のファンドに関して、7月にテーマ型の大規模なESGファンドが新規設定された点が注目される。このファンドの当初設定額は、2020年に入ってから新規設定されたものの中で最も大きい。コロナ禍でESGやDX(デジタルトランスフォーメーション)といったテーマ型ファンドの話題が増えているなか、これらのファンドが短期の流行りで終わるのではなく、息の長いファンドとして成長していくのが注目される。

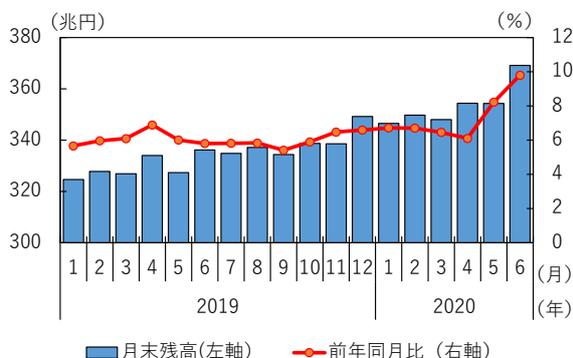
預金：コロナ禍で急速に膨れ上がった家計の預金

日銀の統計によれば、普通預金残高(国内銀行・信用金庫)は6月末に369.2兆円と、2月末から4ヶ月間で19.4兆円(+5.5%)増加した(図表13)。普通預金残高を前年比で確認すると特別定額給付金の支給が主に行われた5、6月の増加が顕著であることが分かる。

総務省が公表した家計調査によると5、6月の一世帯当たり平均消費性向(=消費支出÷可処分所得)は、消費の落ち込みと特別定額給付金の支給によりコロナ禍以前の水準に比べると大幅に低下し、家計の黒字額が増加した。そして、その黒字額のほとんどは金融資産のうち、預貯金の増加に回った(図表14)。先行きが不透明な中で、予備的貯蓄を行う家計も多かったとみら

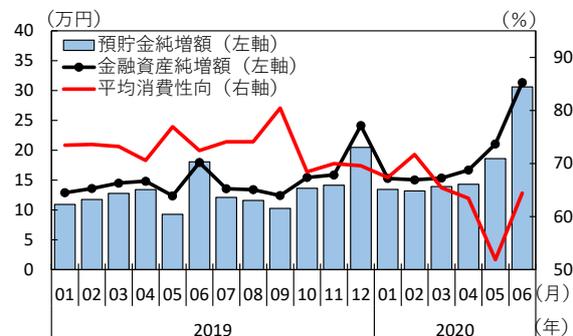
れる。

図表 13 個人の普通預金残高



(注) 普通預金残高は国内銀行と信用金庫の合計。
(出所) 日本銀行「預金・現金・貸出金」より大和総研作成

図表 14 2人以上勤労者世帯の預貯金純増額と平均消費性向



(注) データは季節調整値。
(出所) 総務省「家計調査」より大和総研作成

今後の注目点は預金の行方

新型コロナ危機の影響で株式市場が急落した中でも、個人投資家全体としては株式・株式投信への投資に対して過度に悲観的になることなく、むしろ積極的に逆張り投資を行い、株価急落後の反発局面でリターンを狙う姿勢を示した。また、ネット証券会社の新規口座数が大きく増加し、新たな個人投資家の参入が拡大している様子が窺われる。

一方で、特別定額給付金の支給を受けた家計の黒字分がほとんど預貯金に回っており、日本の家計全体で見れば、今のところ余裕資金を株や投資信託などの証券投資に回す動きは小さいとも言えよう。

足元では、先行き不透明感が強い中で手元に資金を残そうとする家計も多いとみられるが、今後この滞留した預金の向かう先がどこなのか、それともそのまま滞留し続けるのか、注目される。

BOX 注目度が高まる個人向けコロナ債

各種報道によれば、国内大手銀行グループが個人向け社債を発行し、資金の一部を新型コロナ対応のために充当する。具体的には、新型コロナ感染拡大を受けて売上が減少した中小企業や、新型コロナの対応に当たる医療施設等への融資を資金用途とする。通常の社債に比べた利回りの高さ(劣後債として発行される)に加え、新型コロナによってすべての人が影響を受ける中、個人投資家の間でも自らの資金を社会課題の解決のために役立てたいという意識が高まっていることも、いわゆる「コロナ債」への需要にとってプラスに働くと考えられる。

世界でコロナ債の発行に向けた動きが広がる中、ICMA(国際資本市場協会)は新型コロナ対応のために発行されるソーシャルボンドに関する新たな [Q&A](#) を2020年3月に公表した。これ

によれば、ICMA のソーシャルボンド原則が定める 4 要素を満たす限り、新型コロナへの対応を目的に発行される債券も、ソーシャルボンドとして発行できる。4つの要素とは、1. 調達資金の使途、2. プロジェクトの評価と選定のプロセス、3. 調達資金の管理、4. レポーティングである。コロナ債の具体的な資金使途としては、医療サービスや器具の提供、研究開発、雇用創出のための中小企業向け融資や、失業を防止・低減するために立ち上げられたプロジェクトが挙げられている（ただし、資金使途はこれらに限定されないとしている）。

また、IFC（国際金融公社）はコロナ対応のために発行されるソーシャルボンドについて、ケーススタディを公表している。このうち、金融機関が発行体となるケースとしては、図表 15 のような事例が示されている。

新型コロナ対応としては様々な資金使途が想定しうるため、個別に適格性の有無を問うことは難しい。このため、資金が充当される具体的なプロジェクトの内容を踏まえ、当該債券が投資対象となり得るか、あくまで個別の投資家の判断に委ねられるだろう。一方、社会課題の解決という観点からは、達成状況について具体的な指標で評価するとともに、適切にレポーティングをすることが望ましい。個人投資家の間においても、発行体に対し、対象プロジェクトの成果について説明責任を求める意識が高まれば、発行体側も評価指標の達成値を向上させるために資金をより効果的に使うよう努めると期待できる。

日本初となる個人向けコロナ債の発行をきっかけに、個人の間で広く SDGs 債（グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドの総称）への関心が高まること、また、個人投資家が購入可能な SDGs 債の幅が広がることで、社会課題解決の貢献により多くの資金が振り向けられることを期待したい。

図表 15 新型コロナ対応のためのソーシャルボンドの事例（金融機関が発行体となるケース）

| | |
|--------------|---|
| 資金使途 | 新型コロナウイルス感染拡大に伴う経済活動の停止によって悪影響を受けた小規模事業者への融資 |
| 社会課題 | 新型コロナウイルス感染拡大により、多く事業者は事業の停止を余儀なくされ、多くの事業者が財務的なリスクを負った。この結果、多くの雇用喪失を招いた。 |
| 対象 | 財政難の危機にある小規模事業者ならびに雇用者/新型コロナウイルス対策の影響で失業した者 |
| 意図する社会的アウトカム | 事業者が業績悪化にある中、金融支援が継続的に受けられるようにする。これによって、失業の発生を低減し、雇用の維持・創出を促進する。 |
| SDGsとのつながり | 目標 8 「働きがいも経済成長も」  |
| 指標の例 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 融資の提供件数 ・ 雇用の提供件数 ・ 雇用が維持された件数 |

（出所）International Finance Corporation (March 2020) “SOCIAL BONDS ILLUSTRATIVE USE-OF-PROCEEDS CASE STUDIES: CORONAVIRUS”、国際連合広報センターより大和総研作成

【金融政策：コロナオペと TLTROⅢ・PELTRO の貸出促進効果】（中村・遠山）

コロナ禍において企業の資金繰り支援を行う各国中銀

新型コロナの世界的な流行を受け、2月下旬以降、国際金融市場は動揺した。また、各国が講じた移動制限や工場などの操業停止といった感染症対策は、経済活動を外生的に止め、世界経済に深刻な打撃を与えた。こうした状況に対して、各国の中央銀行は、政府や他の中央銀行と協調し、迅速な対応を行った。その結果、市場は落ち着きを取り戻し、一部の株価指数は最高値を更新するまでに回復した。

対応の柱の一つが、民間金融機関の融資をバックファイナンスする貸出支援や、CP・社債の買入れといった、企業の資金繰り支援だ。米国、欧州、日本の中央銀行の貸出支援策をまとめたのが図表 16 である。米国連邦準備制度 (Fed) によるメインストリート貸付プログラムは 2020 年 6 月 15 日に受付を開始したばかりで、効果の検証にはもう少し時間を要しそうだ。一方、日欧は 3 月には支援を開始した¹¹ことに加え、銀行融資等が、企業の資金調達において重要な役割を果たしていることから、中央銀行による貸出支援策の効果が早期に現れることが期待される。本パートでは日本と欧州の企業金融支援スキームに焦点を絞り、貸出促進効果について検討し、今後の課題を述べたい。

図表 16 日米欧中央銀行による企業金融支援

| | 日本銀行 | ECB | | Fed |
|---------------------------------|---|--|--|--|
| | 新型コロナウイルス感染症 対応金融支援特別オペ | 貸出条件付き 長期資金供給オペ (TLTROⅢ) | パンデミック緊急長期 リファイナンスオペ (PELTRO) | メインストリート 貸付プログラム (MSLP) |
| 導入目的 | 民間部門における金融面の円滑確保 金融市場の安定の維持 | 銀行貸出の支援 現行のTLTROⅢの 貸出条件緩和 | 金融システムへの流動性供給 資金市場の円滑性確保 | 中小企業等資金繰り支援 雇用確保 |
| 対象先 | 共通担保オペ（全店貸付）の対象先 および日本政策投資銀行のうち 希望する先 （系統中央機関を含む） | ECBのオペ対象先 | ECBのオペ対象先 | 預金保険の対象となる 預金取扱機関 |
| 貸付期間 | 1年以内 | 3年 | 8カ月～16カ月 | 5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 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 | 主要リファイナンス・ オペ金利-50bps 貸出条件を満たせば、 預金ファシリティ金利-50bps | 主要リファイナンス・ オペ金利-25bps | 適格貸付の95%を SPVを通じて買入れ SPVは金融機関に 参加対価を年25bps支払う |
| 民間金融機 関に対する 貸付・買入 れ限度額 | (1) + (2) (1)各対象先が共通担保として 差し入れている民間債務の 担保価額相当額 (2)政府保証付き融資等の残高相当額 | 2019年2月末時点の 対象貸出残高の50% （従来の同30%から引上げ） | 適格担保の範囲内 （2020年4月7日・23日に 緩和された担保基準を適用） | 適格貸付の95%まで |
| 実施期間 | 2021年3月31日まで | 2019年9月～2021年6月 | 2020年5月～12月 | 2020年末 |

(注 1) 2020 年 8 月 24 日時点。

(注 2) TLTROⅢで優遇金利を適用される条件は、2020 年 3 月 1 日から 2021 年 3 月 31 日の期間に顧客への貸出残高が増えること。

(出所) 日本銀行、ECB、Fed より大和総研作成

¹¹ ECB は TLTROⅢの条件緩和を 3 月から明らかにしており、TLTROⅢが実施される 6 月までは、つなぎとして LTRO(Long Term Refinancing Operations)を預金ファシリティ金利 (-0.5%) の固定金利で行っていた。

日本銀行と ECB の企業金融支援スキームの概要と貸出促進効果

日銀の「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、コロナオペ)とは、民間部門の金融円滑化のため、日銀が金融機関に資金を貸付けるスキームである¹²。金融機関に民間部門向けの貸出を動機付ける仕組みとして、コロナオペの残高に相当する額の日銀当座預金に、+0.1%の付利をおこなうといった優遇措置が取られている。コロナオペの残高は、8月27日時点で35兆円である。類似のオペレーションである、2009年から行われていた「企業金融支援特別オペ」の残高は、ピーク時でも7.5兆円程度であったことを考えると、コロナオペの規模は大きいといえよう。

日銀の貸出・預金動向によれば、8月の銀行・信金の貸出残高は、前年同期比+6.7%の増加となった。業態別に寄与度を見ると、都市銀行等と地方銀行が中心であるが、信用金庫の寄与度が+0.9%pt(2019年中の平均は+0.2%pt)と大きくなった。信用金庫の寄与度が大きくなった一因として、コロナオペの直接の対象先となる信用金庫が増加していることが考えられるだろう。3月末時点でオペの対象先となる信用金庫は8先であったが、4月27日に信金中央金庫を通じてすべての信用金庫がコロナオペを利用できるようになり、8月21日時点では直接の対象先も121先に増加した。現在のところ、中小企業の資金繰りや借入見通しに対するマインドの悪化は抑えられており(【企業金融・金融仲介:政策対応を受けて順調な資金供給】を参照)、コロナオペは、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と言えよう。

欧州中央銀行(ECB)のTargeted Longer-Term Refinancing Operations(TLTRO)とは、民間向け融資の拡大を目的とした資金供給スキームである。金融機関に対して長期の資金を供給し、一定の期間に顧客への貸出残高が増えた場合、優遇金利が適用される。現行のTLTROⅢは2019年3月から導入されているが、2020年3月、4月に条件緩和が発表された。これにより、利用上限額が引き上げられた他、2020年6月から2021年6月の間に実行されるTLTROⅢの貸付金利が引き下げられた。一方、2020年4月の政策理事会で導入が決定されたPandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations(PELTRO)とは、新型コロナに対応するための長期流動性支援である。適格担保の範囲内であれば貸付上限がないのが特徴だ。

TLTROⅢとPELTROの主な違いは図表17の通りである。上限金額まではTLTROⅢで資金調達を行うほうが、金融機関にとっては有利な条件で借入れを行えると言えよう。PELTROのオペレーションが始まった5月から6月末までの残高の増分を比較すると、TLTROⅢは1.3兆ユーロ、PELTROは165億ユーロとなっており、金融機関がTLTROⅢを選好していることが窺える。

ユーロ圏の銀行のユーロ圏内への貸出は、非金融企業や家計向けの貸出を中心に、3月以降増加している(図表18)。ECBによるユーロ圏銀行貸出調査(2020年4-6月期)によれば¹³、4-6

¹² コロナオペの詳細は以下。中村文香「[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](#)」(2020年7月7日、大和総研レポート)

¹³ 貸出基準の項目は、「かなり厳格」、「やや厳格」、「基本的に変化なし」、「やや緩和」、「かなり緩和」の5つに分かれる。「厳格化」から「緩和」を差し引いたネット割合は、「かなり厳格」と「やや厳格」の二つの回答

月期に強まった資金需要は、7-9月期には一服すると見られる。一方、銀行の貸出基準は過去3ヶ月間に+1.4%ptと僅かに厳格化したものの、リーマン・ショック後の2008年10-12月期や、欧州債務危機時の2012年1-3月期と比較すれば、低い水準と言えよう（図表19）。欧州でも、TLTROⅢ等の施策が、資金繰り環境の悪化を食い止める一助となっていると考えられる。ただし、一部の国で政府による債務保証が終了する見込みであることを背景に、貸出基準は7-9月期に厳格化すると予想されている。引き続きTLTROⅢやPELTROの役割は重要であろう。

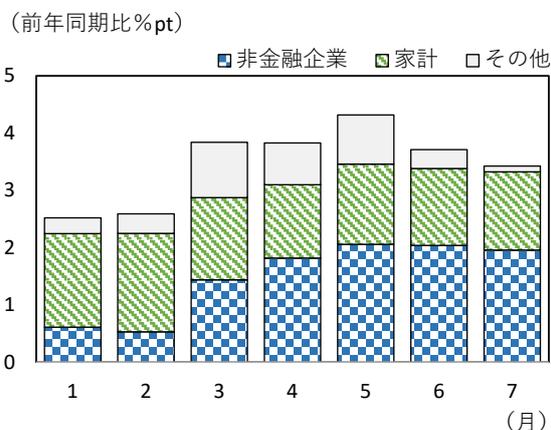
図表 17 TLTROⅢ、PELTRO の比較

| | TLTROⅢ | PELTRO |
|--------------|--------------------------------|----------------------------------|
| 貸付上限 | 有り | 無し |
| 貸付期間 | 3年 | 8~16カ月 |
| 貸付金利 | 主要リファイナンス・オペ金利-0.5% (▲0.5%) | 主要リファイナンス・オペ金利-0.25% (▲0.25%) |
| 優遇金利 | 預金ファシリティ金利-0.5% (▲1.0%) | — |
| 残高（2020年6月末） | 1.5兆ユーロ | 165億ユーロ |

（注）括弧内の数字は執筆時点の金利水準がオペレーションの期間中維持されると仮定した値。

（出所）ECBより大和総研作成

図表 18 ユーロ圏の銀行の貸出残高の伸びの貸出先別寄与度（2020年）



（出所）ECBより大和総研作成

図表 19 ユーロ圏の銀行貸出基準と企業の資金需要（全規模）



（注）点線は2020年7-9月期の予測値。

（出所）ECBより大和総研作成

金融システム不安への備えと中長期的な経済再建の視点の両立

各国中央銀行の取組等を背景に、現在のところ民間部門向けの貸出しは円滑に保たれているとみられる。しかし、仮に経済の落ち込みが深刻化、長期化すれば、経営破綻する企業が増加し、

の合計から、「やや緩和」と「かなり緩和」の二つの回答の合計を差し引いて算出される。資金需要の項目は、「かなり増加」、「やや増加」、「基本的に変化なし」、「やや減少」、「かなり減少」の5つに分かれる。「増加」から「減少」を差し引いたネット割合は、「かなり増加」と「やや増加」の二つの回答の合計から、「かなり減少」と「やや減少」の二つの回答の合計を差し引いて算出される。

融資を回収できず、金融システムがダメージを受ける可能性がある。そうなった場合、リスクを負うのはどの主体かを日本を例に検討し、対応の際に必要な視点を整理する。

本パートでは中央銀行による金融支援を取り上げたが、日銀は優遇された条件で貸付を行っているだけで、最終的な借り手の信用リスクは民間金融機関に残されている。具体的に民間金融機関にどの程度のリスクが残されるのか、概算を試みる。日本では、民間金融機関が行う貸出の一部は信用保証協会による保証を受けており、借り手が返済できない場合、信用保証協会が融資の一部または全部を代位弁済する。信用保証協会による保証債務残高は増加しており、2020年7月には約33兆円と、2019年末から約12兆円増加している。銀行・信金による貸出残高との比率で見ると、2019年末の3.8%から5.7%に上昇している。2019年末から2020年7月の信用保証協会による保証債務残高の増加分が、すべて新規の貸出向けの保証だと仮定して計算すると、同期間の貸出の約4割が保証付きだと概算できる。言い換えると、コロナ・ショック後の貸出に関するリスクのうち、6割ほどが民間金融機関に残ることになる。実際には、すべてが新規貸出に対する保証ではないと考えられるため、民間金融機関に残るリスクはもう少し大きくなるだろう。信用保証協会は、借り手が弁済分の金額を返済できない場合には、再保険契約を結んでいる日本政策金融公庫から保険金を受け取ることができる。日本政策金融公庫は、国が100%の出資を行っている政府系金融機関であり、保険金の支払いは、最終的には国民負担につながりうる。つまり、信用リスクは、民間金融機関と政府（財政）が負うことになる。

経済の落ち込みを深刻化させないため、危機時に最も防がなくてはならないのは、金融と経済の間の悪循環である。金融仲介機能が不全になれば、企業の投資や家計の消費が抑制され、それがさらなる金融市場の混乱を助長する、という悪循環に陥り、経済へのダメージを深刻化させる恐れがある。悪循環を防ぐためには、金融仲介が滞らないよう、バランスシートが毀損した金融機関を早期に立て直すことが肝要であり、公的資金注入は強力な対応策となる。だが、公的資金注入などの救済策は、国民負担が増加するとのイメージから実行のハードルが高く、モラルハザードへの懸念も強い。

しかし、早期に対応を行うことができれば、金融機関や企業の業況が改善し、結果的に国民負担が軽減される可能性がある。世界金融危機に際しては、震源地の米国で金融危機対応としてTARP (Troubled Asset Relief Program) が成立し、その枠組みのなかで、金融機関への公的資本注入や大企業の救済等が行われた。投下した資金の大部分が回収され、配当等の収入を含めると、資金贈与も含めた公的資金注入の約95%が回収されたことになる(2020年8月時点)。支援が行われなかった場合の結果は想像するしかないが、金融システムの混乱が大きくなり、連鎖的に企業の倒産が起きることや、雇用の喪失を通じて国民負担が増加した可能性が考えられる。適切な公的資金の注入を迅速に行うことは、国民負担の軽減につながる可能性を持っていると言えよう。

危機対応後、公的資金注入が国民負担の増加に至らせないためには、金融機関や企業の業況改善が必要となる。コロナ禍の先行きは不透明ながら、金融システム不安への備えと同時に中長期的な経済再建の視点も欠かせないことになる。