

2020年3月27日 全8頁

ロックダウンの長期化が金融危機を誘発する のか？

イタリアの不良債権とニューヨーク州の感染拡大が今後の鍵

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 157

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 菅野泰夫

[要約]

- 2008年の金融危機時と比較すると、不良債権処理が求められる企業は航空やホテル、石油産業などが中心となるため、世界各国の金融機関が一斉に危機に陥るというシナリオは想定しづらい。ただし欧銀が保有する、既に長期間ロックダウン（都市封鎖）措置が取られているイタリア企業への貸出金の多くは減損する可能性が高まり、イタリア以外の欧州各国の金融システムにとっても負荷が増幅されることとなる。特に欧米では2018年以降導入された新たな引当金ルールが事態をさらに悪化させ、欧銀の不良債権問題を再燃させる可能性が指摘されている。
- 感染拡大が世界経済に与える影響を懸念しての市場急落は、2008年のリーマン・ショック時とよく比較される。株式市場の暴落や原油価格の急落を受けて主要中央銀行が緊急利下げを実施しているなどの共通点は確かに多い。ただし2008年の危機は、次どの銀行が破綻するかという疑心暗鬼が流動性の枯渇を招いたことで、企業の信用不安を増幅させたことが要因にある。今回は、新型コロナウイルス感染拡大による实体经济の停滞を受け、企業や家計が資金不足に陥ることへの懸念が本質であろう。
- 米国が史上最大規模の財政刺激策を採用し、無制限の量的緩和をFRBが行うとの発表を受けて、世界の株式相場は歴史的な反発を見せた。しかし、その後株価上昇のモメンタムが失われる場面が多いのは、新型コロナウイルスによる経済への打撃を緩和する金融・財政政策措置に対し、投資家が依然として懐疑的であるためと受け止められている。市場の注目はいまや欧州だけでなく米国の感染拡大がいつ収束するかに向かっており、ニューヨーク州がイタリア並みの死者数の増加となれば、金融市場は更なる混乱が予想される。

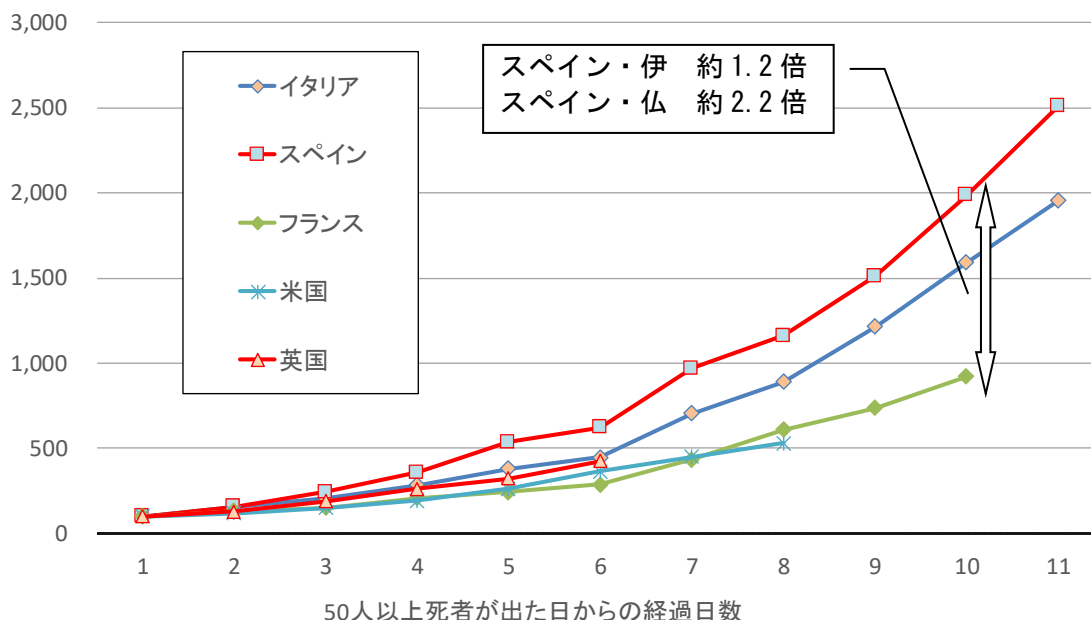
ロックダウン（都市封鎖）の長期化が避けられないイタリア、スペイン

新型コロナウイルス感染拡大で多くの欧州各国がロックダウン（都市封鎖）に直面している。既に死者数で中国を超えたイタリアでは3月25日時点で感染者が7万人を超え、死者数は7,503人にまで上っている。感染拡大の一番大きな要因は、政府が定めた移動制限を国民が順守していないことにあるといわれている。業を煮やしたイタリア政府は、軍隊を投入して移動制限を徹底する方針に切り替えている。3月24日には、感染しながらも自宅隔離を守らなかった場合には、最長5年間の服役や、正当な理由¹なしに外出した場合の罰金を400ユーロから3,000ユーロ（約36万円）に引き上げるなど感染拡大抑制に向けさらに封鎖措置を厳格化させた。感染拡大抑制に向けた措置を順守しなかった企業の営業禁止期間を5日間から30日間に延長させるなどの措置も導入している（同措置は7月31日まで毎月見直し）。

欧州ではイタリアの周縁国に感染が拡大し、甚大な被害が続いている。世界最速のペースで新型コロナウイルスによる死者数の増加が続いているスペインは、イタリアに次ぐ欧州での感染震源地になりつつある。3月25日時点で感染者は4万2,000人以上、死者数も2,991人に達しており、死者数増加率はイタリアやフランスを超えている。死者数が50人以上となった時点から、同じ日数だけを経過した時点での累積死者数を指数化してみると、10日目の段階でスペインはイタリアの約1.2倍、フランスの約2.2倍のペースで死者数が増加していることがわかる。

図表1 新型コロナウイルスによる死者増加率（50人以上死者が出た日からの累積指数）

（50人以上死者が出た日
を100とした指数）



（出所）世界保健機関（WHO）のデータより大和総研作成

¹ イタリアでは地域内でも職務・健康上の理由や介護などの家庭の事情がなければ移動が認められておらず、またその理由を記した自己申告書を携帯しなければならない。

スペイン政府は、3月14日に発令した非常事態宣言を、同22日にさらに15日間伸ばし（4月11日まで）、全国でのロックダウンの期間を延長させ、食料調達や出勤、介護等以外の不要不急の移動を制限している。ただ警察や軍が措置の執行を監督しているものの、イタリアと同様に違反者が後を絶たず感染拡大のペースが減少する目途は立っていない。

ロックダウンしたにもかかわらず、死者数が増加し続けるのは、イタリア以上に病床数が不足し、医療体制の崩壊が顕在化しているためとされる。感染者のほぼ半数が首都マドリードに集中し、既に医療施設のキャパシティを大きく超えている。重篤患者用の病床数を3倍にし、ホテルの客室を病室に転用しても、解決策にはならず、さらに死者が加速度的に増加すると予想されている。マドリードでは展示会場を野戦病院に転用したほか、自治体の葬儀場が対応できなくなっているため、アイスリンクを死体置き場の代替とする事態にまで陥っている。

フォワードルッキングな引当金ルールが足かせになる欧米銀

新型コロナウイルスの感染拡大による経済への打撃が懸念されているが、欧米では2018年以降導入された新たな引当金ルールが事態をさらに悪化させ、欧銀の不良債権問題を再燃させる可能性が指摘されている。バーゼル銀行監督委員会（BCBS）は、国際会計基準（IFRS）と米国会計基準（USGAAP）を採用する金融機関に対し、不良債権や要注意債権の取り扱いを、発生損失に基づく引当基準から、「予想信用損失（ECL; Expected Credit Loss）に基づく引当基準（IFRS第9号）」に変更した。予想信用損失とは、従来の発生損失ベースよりもかなり保守的に引当金を計上するルールである。バーゼルⅢの現行ルールでは、引当金が貸出金の期待損失額より小さい場合は、自己資本（普通株式等 Tier1 資本）から控除する必要がある。ただ発生損失ベースでは計上認識が遅すぎ、金融危機が起き不良債権が増加した際に、その損失が吸収できない（＝自己資本不足に陥る）ケースが指摘されていた。そのため、IFRS適用の金融機関は2018年度から、USGAAPを採用する金融機関では2020年度から、順次予想信用損失に基づく引当て基準が導入され、よりフォワードルッキングな引当金計上をすることになった。

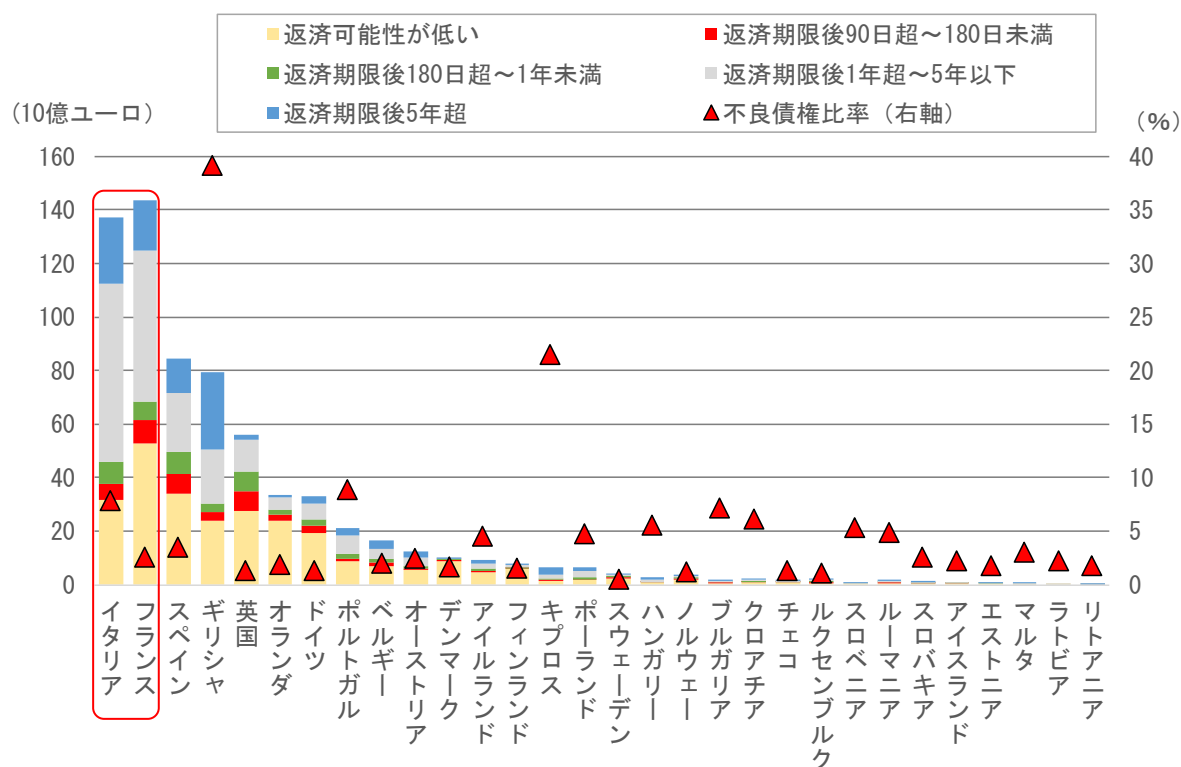
発生損失モデルでは、支払遅延があって初めて引当金を積み上げられていた。しかし、新基準（予想信用損失）では、銀行は発生する可能性が高い貸出金の減損を考慮し、前もってその引当金を準備しなくてはならない。これにより経済減速時には、これまでより短期間に銀行決算で収益に打撃が加わることになる。欧銀の多くはIFRSを採用しているため、今回の新型コロナウイルスでの混乱による不良債権および要注意債権による予想信用損失額の急増がこの3月末の会計年度で明らかになるという。

特にイタリアとフランスの銀行が大幅な損失を被る可能性

2008年の金融危機時と比較すると、不良債権処理が求められる企業は航空やホテル、石油産業などが中心であるため、世界各国の金融機関が一斉に危機に陥るといったシナリオは想定しづらい。ただし欧銀が保有する、既に長期間ロックダウン措置が取られているイタリア企業への貸出金の多くは減損する可能性が高まり、イタリア以外の欧州各国の金融システムにとっても負荷が増幅されることとなる。

特にイタリアの銀行には依然として不良債権が多く、総額は1,370億ユーロ（不良債権比率7.9%）にも達する。ウイルス感染拡大が欧州諸国に広がるほど、前述の予想信用損失に基づく、さらなる不良債権処理が求められる可能性があり、自己資本を大きく毀損させることとなる。

図表2 欧州各国の不良債権の比較（2019年6月）



(出所) 欧州銀行監督機構のデータより大和総研作成

さらに（イタリアはもちろんのこと）イタリア企業の民間債務を多く保有するフランスの金融機関は、金融市場の混乱に伴い大幅な損失を計上する可能性が指摘されている（フランスの銀行の不良債権比率は2.6%と低いものの、総額は1,440億ユーロにも達している）。特にフランスの大手行はイタリア国内でリテール事業を広く展開しており、今後、不良債権の相応の増加が予想されている。イタリア、フランス両国でのロックダウンが長期化すれば、数年にわたり削減に取り組んできた不良債権処理が振り出しに戻り、欧銀セクター全体が危機に陥る可能性がある。既にマイナス金利の深掘りで収益性が悪化していた欧銀では、融資企業の業績悪化

に伴う大規模損失を契機に、最終的には預金の取り付け騒ぎにまで至る可能性すらあろう。

現金給付を急ぐ各国政府

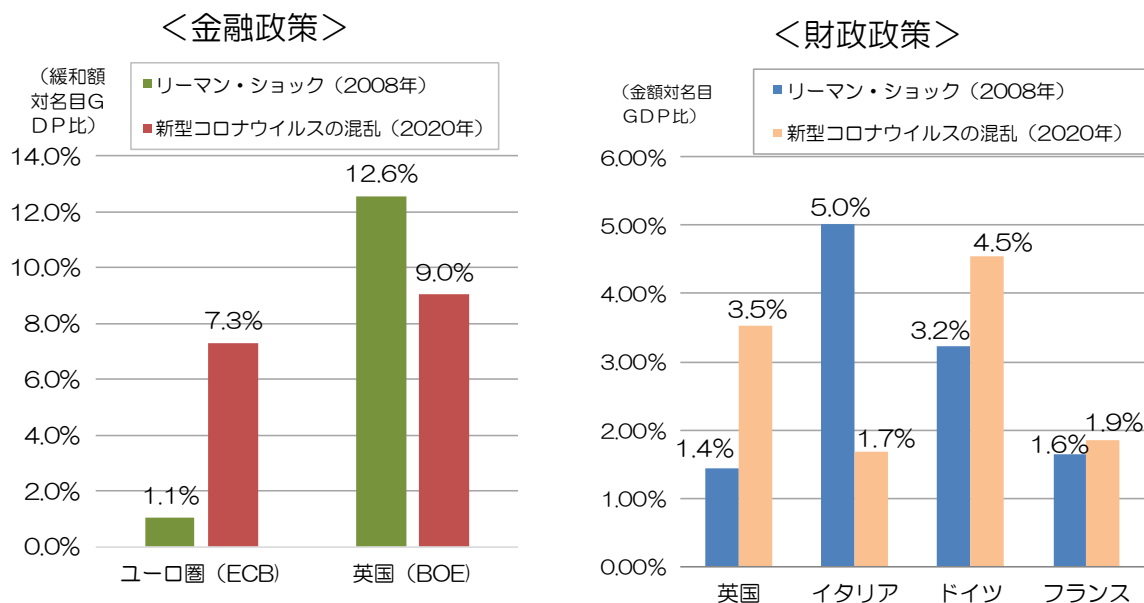
新型コロナウイルスの感染拡大を受け、G7 財務相・中銀会合では、ウイルスによる経済的打撃から回復するために必要な金融・財政措置は何でもやるとの決意が示された。事業活動も封鎖されたため、広範なセクターでの企業倒産や家計の現金逼迫を回避することが急務となっている。リーマン・ショック時と比較しても、ユーロ圏、英国ともに相応規模の金融政策を実施し、米国などは無制限の量的緩和を導入しているが、実体経済に迅速な効果を与えるという意味では限界もある（既に金融緩和の総額は2008年のリーマン・ショック時と大差ない金額に達している）。それゆえ財政政策に頼らざるを得ない状況といっても過言ではなく、その一環として各国が前例のない規模で国民に対する直接的な現金給付などの支援策を発表している。

図表3 新型コロナウイルスとリーマン・ショック時での金融政策の比較

国・地域	新型コロナウイルスの混乱(2020年)	リーマン・ショック(2008年)
ユーロ圏 (ECB)	<ul style="list-style-type: none"> 追加のLTROによって(TLTROⅢが開始される6月までの)市中銀行に対する流動性供給を支援(TLTROⅢもさらに条件を借り手に有利にし、中小企業への銀行融資を支援) 資産購入プログラム(QE)では、2020年末まで1,200億ユーロの追加購入→わずが2日後(3月18日)、さらに7,500億ユーロのQE拡大、買入れ資産の対象に非金融機関のCPを追加 企業が所有する資産の多くを担保とし、より多くの資金調達ができるよう担保基準を緩和 	<ul style="list-style-type: none"> 政策金利を4.25%から段階的に引き下げ0.5%に LTROの期間を3カ月から12カ月に段階的に延長、固定金利で金額は無制限に EIBを資金供給オペの対象に含める 600億ユーロのカバードボンド買入れプログラム(その後400億ユーロ追加)
英国 (BOE)	<ul style="list-style-type: none"> 2回の政策金利の緊急引き下げ(0.5%→0.25%→0.1%) 量的緩和プログラムを2,000億ポンド拡大し6,450億ポンドに カウンターシクリカル資本バッファーを1%→0%に引き下げ 中小企業向けのタームファンディングスキーム(TFSME)の導入 	<ul style="list-style-type: none"> 6回の政策金利の引き下げ(5.0%→4.5%→3.0%→2.0%→1.5%→1.0%→0.5%) 資産買い取りファシリティを通じた2,000億ポンドの量的緩和を実施 金融機関への流動性供給
米国 (FRB)	<ul style="list-style-type: none"> 2回の政策金利の緊急引き下げ(1.50%→1.75%→1.00%→1.25%→0.00%→0.25%)、事実上のゼロ金利政策に FRBの保有資産額を7,000億ドル拡大→「必要量」と無制限に(3月23日) 米国債や住宅ローン担保証券(MBS)に加え、企業債務の買入れも初めて認める 家計や企業への与信フロー支援(FRBの窓口貸出金利の引き下げなど) 	<ul style="list-style-type: none"> 3回の政策金利の引き下げ(1.75%→2.00%→1.00%→1.25%→0.00%→0.25%)、事実上のゼロ金利政策に 金融市場への流動性供給(プライマリー・ディーラー向けの新貸付制度創設など) 各国中銀とドルのスワップ協定を締結 GSE債や長期国債など長期証券の買取り(1兆7,500億ドル)

(出所) 各中央銀行より大和総研作成

図表4 新型コロナウイルスとリーマン・ショック時での欧州の金融・財政政策の規模比較



(注) 金融政策は量的緩和の追加融資額等の総額、財政政策は現金給付・緩和パッケージ等の総額
 (出所) 各国政府、中央銀行より大和総研試算

英国では、新型コロナウイルスによる打撃を受けた企業が一時解雇せずに従業員を維持した場合に、その給与を最大8割(月に2,500ポンドまで)政府が補償する(今後、数週間で給付を開始、当初は3カ月の予定だが、必要であれば延長される)。また、デンマークでは賃金の最大75%までを政府が補償している。フランスでも一時解雇の対象となった従業員の賃金84%相当を失業手当として申請できる。さらにドイツ政府はこれまでの健全な財政運営ルールを転換し、政府借入を大幅に増やし²、2020年に1,560億ユーロの追加予算を可決する見通しを発表した。中小企業やアーティストなどの自営業者、介護者などには3カ月にわたり最大15,000ユーロの助成金を付与する。米国でも史上最大となる2兆ドル規模の景気刺激策が発表されている。米国メディアの報道では、所得が75,000ドル以下の場合には、1,200ドル規模が給付されるという(夫婦の所得合計が15万ドル以下の場合には2,400ドル、さらに子供1人毎に500ドルを給付)。

問題はロックダウンがいつまで続くか

各国がヘリコプターマネーに近い直接的な現金給付を大規模に行う理由は、家計の資金不足による需要蒸発を防ぐことで、企業業績の悪化や不良債権の増加を防ぐことにある。すなわち、新型コロナウイルス感染拡大抑制に向けた外出やイベントの自粛で、①消費や投資経済活動が大きくストップする(実体経済が停滞)、②短時間で企業の倒産やリストラの増加により急速

² ドイツ憲法で定められている債務ブレーキ(政府借入を対GDP比0.35%以下にする)の適用凍結も予定されている。

に家計収入が低下し、③（長年の低金利政策で累積した）住宅ローンなどの過剰債務を縮小するために、急激に消費や住宅投資に向けた支出削減を行う、といったパターンが生じる。消費者の不安が増大した中での支出削減は、直接的な影響を受けた娯楽産業や観光、航空業以外の企業にも利益急減をもたらす。家計債務の縮小に遅行して、（家計が消費や投資を控えることにより利益が減少した）企業向け融資の信用収縮が発生していく。②の部分を一時的に止めるためには、融資枠の拡大や支払い遅延よりは、家計や企業への助成金が有効となる。金融緩和よりも財政政策に注力することが危機解決の近道となるが、ロックダウンが長引くと政府の財政余力もなくなることが問題となる。感染拡大のペースを平たん化し、外出規制の期間を短くすることが（実体経済の資金不足を少しでも解消することが）、金融システムへの危機波及を防ぐ鍵となる。

新型コロナウイルスの感染拡大が世界経済に与える影響を懸念しての市場急落は、2008年のリーマン・ショック時とよく比較される。株式市場の暴落や原油価格の急落を受けて主要中央銀行が緊急利下げを実施しているなどの共通点は確かに多い。ただし根本的に両社は性質が異なり、単純に比較することは困難であろう。2008年の危機は、次はどの銀行が破綻するかという疑心暗鬼が流動性の枯渇を招いたことで、企業の信用不安を増幅させたことが要因にある。今回は、新型コロナウイルスの感染拡大による実体経済の停滞を受け、企業や家計が資金不足に陥ることへの懸念が本質であろう。

ニューヨーク州の感染拡大が今後の鍵

中国・武漢のロックダウンは約2カ月半（86日）での解除が予定されているが、新規感染が沈静化したのは、人権を重視していないかのような、政府の締め付けが厳しかったことの裏返しといってもよい。外出規制を順守しない市民が続出する欧州各国では、4月中旬のイースター休暇近辺に解除を予定しているが、現在の感染拡大のペースからは解除できるか微妙なところであろう。欧州に次ぐ感染拡大ペースをみせ、深刻な状況にあるのが米国ニューヨーク州であり、国内の感染者の大半を同州の患者が占めている。4月中旬までロックダウンとし、外出の自粛や、不要不急の全ての事業を一時的に閉鎖したにもかかわらず、感染者数は3日ごとに倍増する状況が続いている。ニューヨーク州知事は、感染拡大のピークが予想されていたよりも早いとの見方を示した。トランプ大統領は、全米の感染拡大の抑制のためのロックダウンをイースター休暇（4月12日）には解除したいとの見通しを明らかにしている（科学的な事実とデータを根拠に決定するとも述べている）。ただ米国の医療関係者の多くは、現時点でのデータではイースター休暇における感染者数の状況を予測するのは不可能であり解除について言及するのは時期尚早としている。ニューヨーク市長も感染者数のカーブを平たん化できておらず、最悪の状況はこれからと警鐘を鳴らしている。

米国が史上最大規模の財政刺激策を採用し、無制限の量的緩和をFRBが行うとの発表を受けて、世界の株式相場は歴史的な反発を見せた。しかし、その後株価上昇のモメンタムが失われ

る場面が多いのは、新型コロナウイルスによる経済への打撃を緩和する金融・財政政策措置に対し、投資家が依然として懐疑的であるためと受け止められている。市場の注目はいまや欧州だけでなく米国の感染拡大がいつ収束するかに向かっており、ニューヨーク州がイタリア並みの死者数の増加となれば、金融市場は更なる混乱が予想される。

図表5 各国・地域のロックダウン期間

国・地域	ロックダウン 開始日	終了日 (予定)	期間 (日数)
武漢	1月23日	4月18日	86
イタリア	2月23日	4月3日	40
スペイン	3月14日	4月11日	28
フランス	3月17日	4月1日	15
ドイツ	3月22日	4月6日	15
NY州	3月22日	4月6日	15
英国	3月23日	4月13日	21

(出所) 各国政府発表資料により大和総研作成

(了)