

国立国会図書館 調査及び立法考査局

Research and Legislative Reference Bureau
National Diet Library

論題 Title	パンデミックへの政策対応と金融システムの安定性—コロナショックは金融危機に発展するのか?—
他言語論題 Title in other language	The COVID-19 Pandemic and Implications for Financial Stability: Policy Measures Taken and the Risk of Financial Crisis
著者 / 所属 Author(s)	大森 健吾 (OMORI Kengo) / 国立国会図書館調査及び立法考査局 財政金融課
雑誌名 Journal	レファレンス (The Reference)
編集 Editor	国立国会図書館 調査及び立法考査局
発行 Publisher	国立国会図書館
通号 Number	838
刊行日 Issue Date	2020-11-20
ページ Pages	49-69
ISSN	0034-2912
本文の言語 Language	日本語 (Japanese)
摘要 Abstract	新型コロナウイルス感染症 (COVID-19) のパンデミックは、世界経済に壊滅的なショックをもたらした。金融システムの不安定化は、実体経済と金融の相乗的な悪化につながりかねない。

* この記事は、調査及び立法考査局内において、国政審議に係る有用性、記述の中立性、客観性及び正確性、論旨の明晰 (めいせき) 性等の観点からの審査を経たものです。

* 本文中の意見にわたる部分は、筆者の個人的見解です。

パンデミックへの政策対応と金融システムの安定性 —コロナショックは金融危機に発展するのか?—

国立国会図書館 調査及び立法考査局
財政金融課 大森 健吾

目 次

はじめに

- I 金融危機の定義
 - II 金融危機の発生メカニズム
 - 1 流動性の枯渇
 - 2 バブルの発生と崩壊
 - III コロナショック以前の金融環境と金融システム
 - 1 低金利状態の長期化
 - 2 金融循環指標からみる金融活動の過熱感
 - 3 高リスクの企業信用市場の拡大
 - IV コロナショックへの政策対応と金融システム
 - 1 マクロ経済政策による対応とその影響
 - 2 金融規制・監督上の対応とその影響
 - V 景気悪化に伴う信用リスクへの懸念
- おわりに

キーワード：新型コロナウイルス感染症（COVID-19）、金融システムの安定性、金融危機、金融不均衡、バブル、マクロプルーデンス政策、レバレッジドローン、ハイイールド債、CLO、財政の持続可能性

要 旨

- ① 新型コロナウイルス感染症（COVID-19）のパンデミックは、第2次世界大戦後、最も壊滅的なショックを世界経済にもたらした。金融システムの不安定化は、実体経済と金融の相乗的な悪化につながりかねない。
- ② 現状では、実体経済ショックが金融機関の健全性を脅かすには至っておらず、政府・中央銀行による迅速な政策対応も奏功して、全体として金融システムの安定性は維持されていると評価できる。
- ③ 一方で、コロナショック以前の金融環境については、高リスクの企業信用市場の拡大を始めとする金融不均衡の蓄積が指摘されており、今後、何らかのショックをきっかけとしてリスクが顕在化するおそれがある。
- ④ また、異例の規模で打ち出された政策対応が、将来的に財政の持続可能性への悲観等を通じて、金融システムを不安定化させるリスクにも注意が必要である。
- ⑤ パンデミックによる景気後退が長期化した場合には、企業や家計のデフォルトが増加するとみられ、信用コストの上昇が金融機関の経営悪化につながるおそれがある。

はじめに

新型コロナウイルス感染症（COVID-19）のパンデミックは、第2次世界大戦後、最も壊滅的なショック（以下「コロナショック」という。）を世界経済にもたらした。2020年の世界経済の成長率は、▲4.9%となることが見込まれている⁽¹⁾。

感染拡大を阻止するための諸施策は、需要・供給の両面で経済活動を急停止（sudden stop）させ、雇用の喪失や企業倒産が経済に永続的な悪影響を残すことも懸念されている。金融市場では、欧州諸国における感染拡大が明らかになりつつあった2020年2月後半から調整局面が始まり、3月に入ると、株価の急落や各種スプレッド（上乘せ金利）の急騰がみられた。金融市場の動揺は、資金需給の逼迫（ひっばく）や投資家心理の悪化を通じて、实体经济を更に冷え込ませかねず、各国政府・中央銀行は、事態の安定化に向けて、公衆衛生政策や所得面に焦点を当てた経済対策等と並んで、金融システムの安定確保に向けた政策対応を異例の規模で打ち出した⁽²⁾。現状では、これらが奏功する形で、グローバルな金融危機への発展は防がれている⁽³⁾。

一方で、金融市場の急回復は、政策への過度な期待からもたらされたとも考えられ、今後、感染拡大の第2・3波の到来等により先行きの景気の見通しが悪化すると、投資家のリスク選好が後退し、再び金融不安が高まる可能性がある。コロナ禍の影響が長期化すると、企業部門に生じている流動性（liquidity）の問題（資金繰り難）が、支払能力（solvency）の問題（債務超過）へと深化し、金融機関における信用リスクを顕在化させるおそれもある。パンデミック以前から、金融システムの脆弱性を指摘する声があり、ショックが加わることで大きな危機を引き起こしかねない。コロナショックが深刻な金融危機に発展するとの懸念は、依然として根強く存在し、各国の政策当局は警戒を強めている⁽⁴⁾。

本稿では、金融危機の発生するメカニズムを整理した上で、パンデミック以前の経済環境及びコロナショックへの政策対応を、金融システムの安定性の観点から検討する。

* 本稿におけるインターネット情報の最終アクセス日は、2020年9月14日である。

(1) International Monetary Fund, "A Crisis Like No Other, An Uncertain Recovery," *World Economic Outlook Update*, June 2020. <<https://www.imf.org/~media/Files/Publications/WEO/2020/Update/June/English/WEOENG202006.ashx?la=en>>

(2) "Policy Responses to COVID-19: Policy Tracker." International Monetary Fund website <<https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>> 我が国の財政・金融政策面の対応については、大森健吾「コロナショックと財政・金融政策」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.1105, 2020.7.14. <https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_11511177_po_1105.pdf?contentNo=1> を、諸外国の政策対応については、国立国会図書館調査及び立法考査局「新型コロナウイルス感染症への政策対応—主要国の経済対策の概要—」『同』No.1111, 2020.9.8. <https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_11537739_po_1111.pdf?contentNo=1> を参照。

(3) Bank for International Settlements, *Annual Economic Report*, June 2020, pp.1-35. <<https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2020e.pdf>>

(4) International Monetary Fund, "Financial Conditions Have Eased, but Insolvencies Loom Large," *Global Financial Stability Report Update*, June 2020. <<https://www.imf.org/~media/Files/Publications/GFSR/2020/Update/June/English/GFSR-ENG2020006.ashx?la=en>>; Financial Stability Board, *COVID-19 Pandemic: Financial Stability Implications and Policy Measures Taken: Report submitted to the G20 Finance Ministers and Governors*, 2020.7.15, pp.5-9, 17-18. <<https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P150720-2.pdf>>

I 金融危機の定義

多種多様な金融取引が行われる金融市場は、経済活動が営まれる基盤となっている。金融取引とは、「現在の資金（購買力）」と「将来時点で資金を提供するという約束」を交換することであり、これらの債権・債務関係を表した証券類である金融商品を売買することでもある。金融取引を通じて、所得を下回る支出しか行わない者（黒字主体）から所得を超えて支出を行おうとする者（赤字主体）へと資金の移転が生じ、各経済主体が所得と支出の時間的パターンを最適化することが可能となる。また、経済全体としても、より効率的な投資が実現して、厚生水準の向上が期待される⁽⁵⁾。

一方で、金融取引においては、資金の移転と同時にリスクの移転も行われる。資金提供者（貸手）は、投資プロジェクトの失敗等により資金調達者（借り手）が約定どおり対価の支払を行えなくなるリスク（信用リスク）、金利や資産価格、為替レート等が変動するリスク（市場リスク）、運用と調達の期間のミスマッチ等により市場からの資金調達が困難となり、資金繰りに窮するリスク（流動性リスク）などを負うこととなる⁽⁶⁾。

金融取引が円滑に行われるよう、その在り方を具体的に定めた法令、行政制度、商慣行等の制度的枠組み（金融制度）、あるいは、その下で実現される各経済主体の行動パターンの連関を金融システムという⁽⁷⁾。金融システムには、各種の金融機関や金融市場、決済システムといったサブシステムが含まれ、これらがネットワークを成して、相互に依存・補完し合う関係がみられる。このため、例えば、特定の金融機関が破綻したことを原因として、金融システム全体が不安定化し、機能不全に陥ることがあり得る⁽⁸⁾。

金融システムの不安定化が実体経済との相互作用を通じて、人々の生活に甚大な悪影響を及ぼすような場合を、金融危機（financial crisis）という。金融危機の範囲を厳密に定義することは困難であるが、人々は、「それが起こったときには、それと分かる」などといわれる⁽⁹⁾。いくつかの分類された危機によって、金融危機を定義することも試みられている。例えば、インフレ危機、通貨暴落、通貨の品位低下、資産価格バブルの崩壊と銀行危機、対外債務危機、国内債務危機が、単独で、あるいは、複合的に発生する場合を金融危機とすることなどが考えられる（表1）⁽¹⁰⁾。

(5) 池尾和人『現代の金融入門 新版』筑摩書房、2010、pp.12-23；酒井良清・鹿野嘉昭『金融システム 第4版』有斐閣、2011、pp.2-7。

(6) 池尾 同上；酒井・鹿野 同上。

(7) 池尾 同上、pp.23-24；酒井・鹿野 同上、pp.19-20。

(8) 日本銀行金融研究所編『日本銀行の機能と業務』有斐閣、2011、p.134。

(9) ベンジャミン・M・フリードマン「金融危機の蓋然性についてのいくつかの見解」マーティン・フェルドシュタイン編（伊藤隆敏監訳）『経済危機—金融恐慌は来るか—』東洋経済新報社、1992、p.33。（原書名：Martin Feldstein, ed., *The Risk of Economic Crisis*, 1991.）

(10) カーメン・M・ラインハート、ケネス・S・ロゴフ（村井章子訳）『国家は破綻する—金融危機の800年—』日経BP社、2011、pp.31-48（原書名：Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, 2009.）は、これらの分類のそれぞれについて、数値又は発生イベントによる定義を示し、約800年間にわたる66か国における金融危機をデータベース化している。なお、より簡易的には、経済危機を（狭義の）金融危機、財政危機、通貨危機に3分類することもある（深尾光洋「金融・財政システム危機の発生メカニズムと予防・対処方法」澤田康幸編『巨大災害・リスクと経済』日本経済新聞出版社、2014、pp.198-201.）。

表1 金融危機の分類と各危機の概要

インフレ危機	<ul style="list-style-type: none"> ○物価が持続的に上昇していくインフレーションには、債務の実質的負担を軽減する効果があるため、過度なインフレの進行は、債務不履行（デフォルト）の発生と同様の効果をもたらす。インフレによる意図せざる所得・資産の再分配は、それ自体として不公平であるのみならず、社会の安定を損ない、経済の持続的な成長を阻害する可能性が高い。 ○年率40%程度の高インフレは、経済に極めて有害な影響を及ぼすことが広く認められている。高インフレが想定されていない時代には、より緩やかな物価上昇であっても、危機とみなし得る。 ○歴史上のインフレ危機は、政府による通貨発行権の濫用に原因がある場合が多く、公債の中央銀行引受け等により戦費を賄った結果、戦後に高インフレを経験した例などが典型である。公的債務の返済に窮した政府は、インフレの進行を容認することで、債務負担を軽減することができる（インフレ税（inflation tax））ため、インフレ危機は、国内債務危機と連動して生じることが多い。また、高インフレは、通貨価値の低下と同義であり、通貨暴落との相関も強い。
通貨暴落	<ul style="list-style-type: none"> ○固定相場制の採用国において、通貨価値が大幅に下落して公定レートを維持できなくなり、変動相場制への移行を余儀なくされることを通貨危機という。マクロ経済状況の悪化した新興国等で為替レートに減価圧力がかかると、通貨当局は市場介入を行って自国通貨を買い支えるが、やがて外貨準備が底をつくと、固定相場制を放棄せざるを得なくなる。また、通貨当局の防衛能力が疑問視されると、投機アタックが誘発され、実際に通貨危機に至ることがある。 ○例えば、国内民間部門が外貨建ての借入に依存している場合、為替レートの急落は、金融機関や企業のバランスシート悪化を通じて、金融システム不安や実体経済の悪化をもたらす。変動相場制の採用国においても、為替レートの急落は経済に悪影響を及ぼすと考えられる。
通貨の品位低下	<ul style="list-style-type: none"> ○政府の資金調達のため、貨幣改鋳により貴金属含有量を減少させた例が、歴史上、数多く知られている。現代においても、高インフレに見舞われた新興国等で、新通貨導入や通貨単位切下げ（denomination）が繰り返されている。
資産価格バブルの崩壊と銀行危機	<ul style="list-style-type: none"> ○株式や不動産等の資産の価格が、持続不可能な水準まで高騰し、何らかのショックをきっかけに価格調整が起こると、実体経済へも悪影響が及ぶことがある。借入れによる信用の膨張が伴わない場合には、株価や個別の商品価格等に大規模なバブル崩壊が生じてても、金融システムや実体経済への影響は軽微に終わることがあり得る。反対に、不動産価格の高騰が担保価値の上昇を通じて信用膨張につながる場合等には、バブル崩壊の影響は甚大なものとなる。 ○資産価格バブルの崩壊による不良債権の増加等から、銀行の経営状態に対する信認が失われると、預金が一斉に引き出される取付け（bank run）が生じ、銀行が経営破綻する可能性がある。個別の銀行の破綻は、他行へも伝播（contagion）し、連鎖反応により金融システム全体を機能不全に陥らせるおそれがある（システムック・リスク（systemic risk））。 ○銀行危機は、先進国・新興国を問わず生じている。銀行危機の影響は大規模かつ長期に及ぶことが多く、直接的な救済コストや危機後の経済成長の低迷による支出増・税収減から、公的債務を増大させる。このため、特に新興国においては、公的債務危機の原因となり得る。
対外債務危機	<ul style="list-style-type: none"> ○他国の法律の下で実行された借入れ（多くの場合、債権者が外国人である外貨建て債務）について、政府が公然と元本返済や利払いを停止することを公的対外債務デフォルトという。原契約より債権者に不利な債務再編（rescheduling）も、事実上のデフォルトとみなされる。 ○国家に債務を履行させるための超国家的な枠組みがないため、公的対外債務デフォルトの原因は、返済能力ではなく返済意思の問題であるとされる。歴史的には、砲艦外交による解決もみられたが、現在では国際法上、武力行使による履行強制は禁じられており、パリクラブ（Club de Paris）と呼ばれる国際会議体で処理されることが多い。デフォルト中の債務国は、国際金融市場へのアクセスを失うことから、多くの場合、一部返済を行うことで合意が成立している。 ○現代では、対外債務危機に陥るのは新興国がほとんどであり、先進国は既に危機を卒業したものとみられていたが、欧州債務危機を受けて、そうした認識は見直しを迫られている。対外債務危機は、銀行危機やインフレ危機、国際的な景気循環に伴う資本フローの周期と相関が強い。
国内債務危機	<ul style="list-style-type: none"> ○政府が自国の裁判権の下で、主に自国民向けに自国通貨建てで発行した債務について、公然と元本返済や利払いを停止することを公的国内債務デフォルトという。 ○政府は、高インフレの容認によっても債務負担を軽減できるため、この場合も事実上のデフォルトとみなせる。第2次世界大戦後、多くの国で預金金利がインフレ率以下に規制され、国民（預金者）から政府への所得移転によって財政再建が行われた（金融抑圧（financial repression））。 ○通常、公的債務に占める国内債務の比率は大きく、国内債務危機がインフレ危機や対外債務危機の原因となることも多い。負担の一部が外国に転嫁される対外債務デフォルトと比べ、国内債務デフォルトは、国内経済への影響が甚大になると考えられる。

（出典）カーメン・M・ラインハート、ケネス・S・ロゴフ（村井章子訳）『国家は破綻する—金融危機の800年—』日経BP社、2011等を基に筆者作成。

Ⅱ 金融危機の発生メカニズム

金融システムの機能不全は、直接的には、大規模な流動性枯渇（massive illiquidity）によって引き起こされる。一方で、金融危機には、多くの場合、バブル（bubble）の発生と崩壊が先行することが知られている。

1 流動性の枯渇

一般に、ある資産について、損失を被らず直ちに支払手段である通貨に交換できる可能性の度合いを流動性という。通貨自体は、最も流動性の高い資産といえる。金融危機時には、経済主体の流動性需要が高まり、資産の売却が困難となって市場流動性（金融機関の調達流動性）が低下する⁽¹¹⁾。

例えば、銀行は、多数の先から短期・小口資金を預金（流動負債）として受け入れ、これを比較的少数の先への長期・大口の貸出（固定資産）で運用している。当座預金や普通預金といった要求払預金契約では、預金者が引出しを要求するとき、銀行にこれを拒むすべはないため、仮に人々が当該銀行の経営状態に不安を抱くなどして、一斉に払戻しを要求する取付け（bank run）が生じると⁽¹²⁾、銀行の手元準備が枯渇して、支払不能に陥る可能性がある⁽¹³⁾。銀行は有価証券等の保有資産の換金を図ると考えられるが、本来の価値を大幅に下回る価格での投売り（fire sale）とならざるを得ず、むしろ経営危機を悪化させる可能性がある⁽¹⁴⁾。

個別の金融機関の経営破綻は、不安が不安を呼ぶ取付けの伝播（contagion）を生じて、金融恐慌（banking panic）に発展するおそれがある。例えば、1990年代の平成金融危機では、金融機関が一時的な資金過不足を調整するコール市場を通じて危機の伝播が生じた⁽¹⁵⁾。また、2008年の世界金融危機では、証券化商品等の価格下落による損失発生の懸念から、市場取引を介して結ばれた幅広い金融機関等に対して取付けが発生した⁽¹⁶⁾。

流動性の枯渇に対する有効な政策対応としては、公的部門が関与する預金保険制度によって取付けの発生を防ぐこと、中央銀行が金融機関への信用供与や金融市場からの資産買入れに

(11) 石原秀彦「流動性と金融危機」櫻川昌哉・福田慎一編『なぜ金融危機は起こるのか—金融経済研究のフロンティア—』東洋経済新報社、2013、pp.36-45。

(12) 一般に預金者は、銀行の経営状態に関する情報を十分にもたない（情報の非対称性がある）ため、実際に銀行の経営内容が悪化していない場合であっても、風説や思い込みによって取付けが発生することがあり得る。

(13) この場合、銀行の経営破綻という予言が自己成就するため、預金者による払戻しの要求は合理的な行動となる。

(14) 池尾 前掲注(5)、pp.69-79；酒井・鹿野 前掲注(5)、pp.178-186；石原 前掲注(11)、pp.45-51。

(15) 1997年11月3日の三洋証券による会社更生法適用申請を受けて、翌4日にコール市場で史上初のデフォルトが発生した。コール市場では、金融機関間の信用に基づく無担保取引も多く、予期せざるデフォルトにより資金の出し手が急速に警戒を高めた。その結果、経営に問題があるとみられた金融機関の資金繰りが悪化し、同月17日には北海道拓殖銀行が経営破綻を公表、24日には山一証券が自主廃業に追い込まれた。その後、全国各地の金融機関店舗で取付け騒ぎが発生し、同月26日には徳陽シティ銀行が経営破綻した。西野智彦『平成金融史—バブル崩壊からアベノミクスまで—』中央公論新社、2019、pp.109-141。

(16) 2008年9月15日、米国の大手投資銀行リーマン・ブラザーズ（Lehman Brothers）が連邦破産法第11条の適用を申請した。また、大手商業銀行バンク・オブ・アメリカ（Bank of America）による大手投資銀行メリルリンチ（Merrill Lynch）の救済が公表された。翌16日には、大手保険会社AIG（American International Group）の経営危機が明らかとなり、信用不安の高まりから、金融市場全体で取引相手方の信用リスク（counter party risk）に対する認識が強まって、市場流動性が枯渇し、金融機関の連鎖的な破綻が世界的に懸念された。アダム・トゥーズ（江口泰子・月沢李歌子訳）『暴落—金融危機は世界をどう変えたのか— 上』みすず書房、2020、pp.168-179。（原書名：Adam Tooze, *Crashed: How a Decade of Financial Crises Changed the World*, 2018.）

よって流動性を供給することなどが挙げられる⁽¹⁷⁾。

2 バブルの発生と崩壊

一般に、資産価格が将来得られる収益の割引現在価値から導かれる適正水準（ファンダメンタルズ（fundamentals））から乖離していく現象をバブルという。歴史上、数多くのバブル現象が繰り返され、その崩壊が金融危機と深刻な不況をもたらしてきたことが知られている⁽¹⁸⁾。

ファンダメンタルズは、将来の予想に基づいて決まることから、人々の予想する水準が一致しない場合やマクロ経済変数の変化により水準が更新される場合があり得る。また、ファンダメンタルズよりも高い価格で他人に転売することが可能と考えられる場合には、資産価格がファンダメンタルズを上回って推移することがあり得る。何らかの原因で人々の予想が変化すると、資産価格が暴落し、社会・経済上の大きな混乱を引き起こしかねない⁽¹⁹⁾。

バブルの発生と崩壊が金融危機をもたらすメカニズムの説明として、ミンスキー・モデルが知られている⁽²⁰⁾。これによると、典型的な金融危機においては、次のような信用の膨張と収縮による増幅効果（プロシクリカリティ（pro-cyclicality））を伴って、バブルが発生・持続・崩壊するとされる。①何らかの正の外生的なショック⁽²¹⁾により、景気見通しが改善すると、企業や家計は予想収益の増加を享受しようとして借入れを増やす。②経済成長の加速が更なる投資を呼び込むフィードバックが生じて、人々の将来に対する見方が極端に楽観的となる（陶酔感（euphoria））。③資産価格の上昇をみて、人々は借入れを増やし、値上がり後の転売を狙った投機に狂奔する。④資産市場のブームが続くうちに、買い手の購買意欲を上回る売りが出る局面が生じ、やがて多くの投資家が手元資金の確保に動き始める。⑤資産価格の急落や企業・銀行の倒産等の負のショックを機に、恐慌（panic）が発生し、人々のマインドの悪化が自己増殖的に拡大していく⁽²²⁾。

ミンスキー・モデルは、信用膨張により債務の質が劣化し、金融危機に至る過程としても描写される⁽²³⁾。資金調達性格は、a. 事業からの収益（cash flow）により元本と利子が賄えるヘッ

(17) 池尾 前掲注(5), pp.226-230; 酒井・鹿野 前掲注(5), pp.189-191; 石原 前掲注(11), pp.36-51.

(18) 櫻川昌哉「バブルと金融危機」櫻川・福田編 前掲注(11), pp.3-5; C・P・キンドルバーガー, R・Z・アリバー（高遠裕子訳）『熱狂、恐慌、崩壊—金融危機の歴史— 原著第6版』日本経済新聞出版社, 2014, pp.429-460, 468-477.（原書名: Charles P. Kindleberger and Robert Z. Aliber, *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, 6th edition, 2011.）

(19) 柳川範之・平野智裕「バブルと金融システム」岩井克人ほか編『金融危機とマクロ経済—資産市場の変動と金融政策・規制—』東京大学出版会, 2011, pp.83-92.

(20) 米国のポスト・ケインズ派の経済学者ハイマン・ミンスキー（Hyman P. Minsky, 1919-96）が提唱した理論モデルであり、金融不安定性仮説（financial instability hypothesis）とも呼ばれる。金融不安定性仮説は、主流派経済学からはほとんど顧みられない状態が続いてきたが、我が国のバブル崩壊や米国のサブプライム金融危機の分析にも援用されるなど、金融危機の度に再評価されている。奥村洋彦『現代日本経済論—「バブル経済」の発生と崩壊—』東洋経済新報社, 1999, pp.35-77; 服部茂幸『危機・不安定性・資本主義—ハイマン・ミンスキーの経済学—』ミネルヴァ書房, 2012, pp.59-105.

(21) 内生的な要因による通常の景気循環とは異なり、危機にまで発展する出来事は、少なくとも1つの重要な部門における予想収益機会を改善させるのに十分な規模・範囲のショックから始まるとされる。こうしたショックの候補としては、戦争、新技術の登場、生産性の上昇、金融の自由化、予期せぬ経済政策の変更等が挙げられる。

(22) キンドルバーガー・アリバー 前掲注(18), pp.42-61. ヒュン・ソン・シン（大橋和彦・服部正純訳）『リスクと流動性—金融安定性の新しい経済学—』東洋経済新報社, 2015, pp.3-22（原書名: Hyun Song Shin, *Risk and Liquidity* (Clarendon Lectures in Finance), 2010.）は、横揺れの発生で使用禁止となったテムズ川のミレニアム橋（London Millennium Footbridge）をたとえに、内生的なリスクが金融システムの中で拡幅していく（人々の足並みが橋の揺れを生み、その揺れが人々の足並みをそろえることで揺れが拡大する）メカニズムを説明している。例えば、価格変化に敏感な金融機関のリスク管理手法は、資産価格の変動を増幅するフィードバックを生む可能性がある。

(23) 櫻川 前掲注(18), p.6.

ジ金融 (hedge finance)、b. 事業からの収益により利払いは賄えるが、元本の返済には新たな借入れ (借換え) が必要な投機的金融 (speculative finance)、c. 新たに借入れを増やさなければ、事業収益からは利払いも賄えないポンツイ金融 (Ponzi finance)⁽²⁴⁾ の3段階に分類される。資産価格が負債の増加を上回って高騰していくバブルの局面では、ポンツイ金融も持続可能となり、投機的金融やポンツイ金融の比重が高まりやすいこと、景気が悪化する局面では、投機的金融やポンツイ金融はデフォルトを起こしやすいため、これらの比重が高まると金融構造は脆弱となりやすいことなどが論じられている⁽²⁵⁾。

金融環境が過熱 (boom) と停滞 (bust) を繰り返し、実体経済にも不安定性をもたらすというミンスキー・モデルの見方は、世界金融危機以降における金融システムの安定性をめぐる議論に大きな影響を与えている。従前、バブルの発生に対する政策対応に関しては、そもそも中央銀行等の政策当局はバブルを識別することができるか、識別できたとして、政策的に対応すること (バブル潰し) が経済的に望ましいか、さらには、政策当局はバブルに対応するための適切な政策手段を有しているか、などの論点をめぐって議論がみられた⁽²⁶⁾。現在では、実体経済との相互連関も考慮に入れて、政策当局が、金融システム全体のリスクの所在を横断的・時系列的に分析・評価するという、マクロプルーデンス政策が重視されるようになっている⁽²⁷⁾。

Ⅲ コロナショック以前の金融環境と金融システム

コロナショックにおいては、感染抑制策の実施による経済活動の制約等が直接的な原因となっており (実体経済ショック)、金融不均衡の調整を原因とする過去の金融危機とは性格が異なると考えられる。しかしながら、コロナショック以前から金融面における脆弱性が蓄積されてきたとの指摘もみられ、実体経済の落ち込みの程度や期間次第では、これらの不均衡がきっかけとなって金融危機へと発展することが懸念される⁽²⁸⁾。

1 低金利状態の長期化

コロナショック以前の金融環境の特徴として、低金利状態の長期化が挙げられる。世界金融

(24) 米国の詐欺師で、ねずみ講 (Ponzi scheme) に名を残す、チャールズ・ポンツイ (Charles Ponzi) にちなむもの。近い将来のキャッシュフローが小さくても、遠い将来に非常に大きな収益が期待できるような事業 (大規模なインフラ建設等) の場合、ポンツイ金融の状態自体は必ずしも不合理とはいえない。

(25) ハイマン・ミンスキー (吉野紀ほか訳) 『金融不安定性の経済学—歴史・理論・政策—』多賀出版, 1989, pp.255-264. (原書名: Hyman P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, 1986.)

(26) 茨木秀行『世界経済危機下の経済政策』東洋経済新報社, 2013, pp.24-31. 資産価格バブルに対する金融政策運営をめぐっては、かつて、バブルは崩壊するに任せるが、事後的に金融緩和を行ってその影響を吸収するという、アラン・グリーンズパン (Alan Greenspan) 米国連邦準備制度理事会議長 (当時) らの立場 (Fed view) と、金融不均衡 (financial imbalances) は注意深い観察によって探知可能であり、先手を打ってバブル潰しに努めるべきだという、クラウディオ・ボリオ (Claudio Borio) 国際決済銀行金融経済局長らの立場 (BIS view) との対立がみられた。後者の立場からは、事後的な金融緩和の実施が織り込まれていると、投資家のモラルハザードが生じて、金融市場における過度なリスクテイクが助長されかねないという懸念もある。世界金融危機以降は、バブル崩壊のコストの大きさが改めて認識され、金融不均衡への対応が必要との見方 (New Minskyian) が強まっている。服部 前掲注(20), pp.175-217; 翁邦雄『ポスト・マネタリズムの金融政策』日本経済新聞出版社, 2011, pp.145-189.

(27) 日本銀行「日本銀行のマクロプルーデンス面での取組み」2011.10.18. <https://www.boj.or.jp/finsys/fs_policy/fin111018a.pdf> 個別金融機関のリスクを把握して対応を促す、従来の信用秩序維持政策をミクロプルーデンスと呼ぶ。

(28) International Monetary Fund, *op.cit.*(4); 日本銀行『金融システムレポート』2020.4, pp.1-2. <<https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/data/fsr200421a.pdf>>; 吉川洋・山口広秀「コロナショックの影響と対策 金融システムに波及 警戒を (経済教室)」『日本経済新聞』2020.4.6.

危機を受けて、主要先進国の中央銀行は、政策金利を0%近傍まで軒並み引き下げ⁽²⁹⁾、長期国債や民間リスク性資産を大規模に買い入れる異例の対応を実施した⁽³⁰⁾。その後も、ギリシャに端を発した公的債務問題が南欧諸国等へ飛び火し、ユーロ圏の制度的不備とも相まって欧州債務危機に発展するなど、緩和的な政策スタンスを維持せざるを得ない局面が続いた。また、これらの危機以前から、実質金利の長期における均衡水準を示す自然利子率⁽³¹⁾が趨勢（すうせい）的に低下しており、危機後の経済の回復の鈍さとも重ねて、長期停滞論も説かれてきた⁽³²⁾。

過度の低金利状態が長期化すると、利ざやの縮小により金融機関の資金利益が圧迫され、経営の健全性が損なわれるおそれがある⁽³³⁾。収益機会の減少した金融機関や市場参加者による利回り追求行動（search for yield）は、過度なリスクテイクを促す可能性がある。また、金利低下は資産価格の上昇をもたらしやすいが、これによる担保価値の上昇は、金融機関の緩和的な貸出態度とも相まって、投資家の資金調達を容易化し、金融市場の過熱と資産価格の一層の高騰をもたらす得る⁽³⁴⁾。債務返済能力が相対的に低い先への資金流入も増え、債務の質の劣化が進みかねない⁽³⁵⁾。

2 金融循環指標からみる金融活動の過熱感

金融システムの安定性確保のため、金融関連指標を用いて金融危機のシグナルを捉え、予防的な政策対応を目指す試みがある⁽³⁶⁾。例えば、一般に金融危機に先行するバブル期には、実体経済の活動水準と比べて、信用の膨張が顕著となる傾向があるとされることから、金融機関による民間非金融部門への与信量に着目する立場がある。また、金融不均衡は、株価や不動産価格といった資産価格に表れやすいとされる。特に、金融取引の担保として使用されることが多

⁽²⁹⁾ 我が国や欧州諸国では、中央銀行当座預金への付利を利用して、政策金利を若干のマイナス領域へと引き下げるマイナス金利政策も導入されている。

⁽³⁰⁾ これらは、非伝統的金融政策と総称されている。我が国及び欧米諸国の非伝統的金融政策については、大森健吾「異次元金融緩和をめぐる論点—黒田総裁下の5年間を振り返って—」『レファレンス』808号、2018.5、pp.25-45。<https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_11095236_po_080802.pdf?contentNo=1>; 同「日本銀行によるリスク性資産の買入れ—効果・副作用・出口の議論—」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.1108、2020.7.30。<https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_11517930_po_1108.pdf?contentNo=1>; 良永晃子「米欧英の非伝統的金融政策と出口の動向」『同』No.996、2018.2.1。<https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_11037889_po_0996.pdf?contentNo=1>を参照。

⁽³¹⁾ 自然利子率とは、経済・物価に対して、緩和的にも引締めの的にも作用しない中立的な実質金利水準を指し、長期的には潜在成長率で近似される。金融政策は、自然利子率を参照して実質市場金利に働きかけることから、低インフレ下で自然利子率が低下してしまうと、政策金利を始め、各種名目金利は上がりにくくなると考えられる。

⁽³²⁾ “Reflections on Secular Stagnation,” 2015.2.25. Larry Summers website <<http://larrysummers.com/2015/02/25/reflections-on-secular-stagnation/>> 近年の先進国経済における低インフレ、低成長、低金利の定着は、日本化（Japanification）とも呼ばれている（John Ainger et al., “Japanification the Scourge Threatening to Go Global in 2020,” *Bloomberg*, 2019.12.10。<<https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-12-09/japanification-is-the-scourge-threatening-to-go-global-in-2020>>）。

⁽³³⁾ 一般に金融緩和の下では、預金金利等の低下による調達費用の減少と資金需要の増加による貸出増を通じて、金融機関の利益は改善するが、過度に金利が低下すると、調達金利に低下余地がなくなり、貸出金利低下の影響を貸出増でカバーできず、利益が圧迫される場合があり得る。過度の金利低下が金融仲介機能を阻害し、かえって緩和の効果を反転させるとするリバーサル・レート（reversal interest rate）も議論されている（マークス・ブルネルマイヤー「世界的な金利消失（上）脱却時に債務危機リスクも（経済教室）」『日本経済新聞』2020.9.7.）。

⁽³⁴⁾ 潜在成長率（自然利子率）が低下した下では、収益性の高い実物投資の機会が失われており、資産市場への資金流入によるバブルが生じやすくなっていると考えられる。

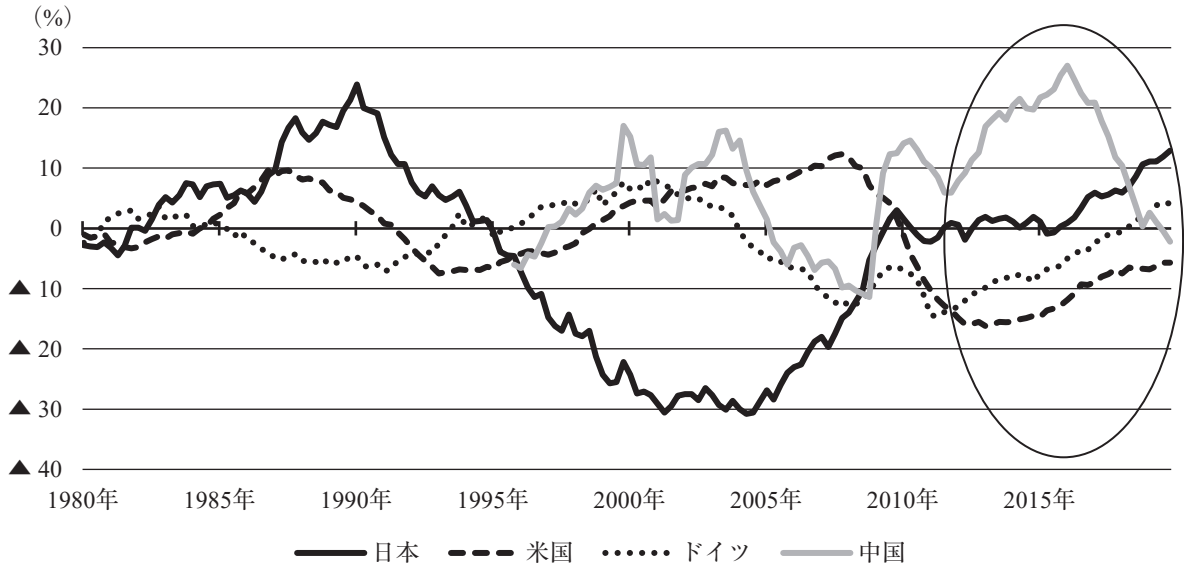
⁽³⁵⁾ International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report: Lower for Longer*, 2019.10, pp.1-23。<<https://www.imf.org/~media/Files/Publications/GFSR/2019/October/English/text.ashx?la=en>>; 日本銀行『金融システムレポート』2019.10, pp.30-45。<<https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/data/fsr191024a.pdf>>

⁽³⁶⁾ 実体経済の通常の景気循環（business cycle）よりも長周期の金融循環（financial cycle）ともいべき変動が、金融危機の発生と密接に関連しているとの見方がある（Claudio Borio, “The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?” *BIS Working Papers*, No.395, 2012.12, pp.1-8。<<https://www.bis.org/publ/work395.pdf>>）。

い不動産の場合、価格上昇自体がバブルとなるほか、担保価値の上昇による借入制約の緩和が信用膨張に寄与するという経路もあり、バブルを捉える適切な指標となり得ると考えられる⁽³⁷⁾。

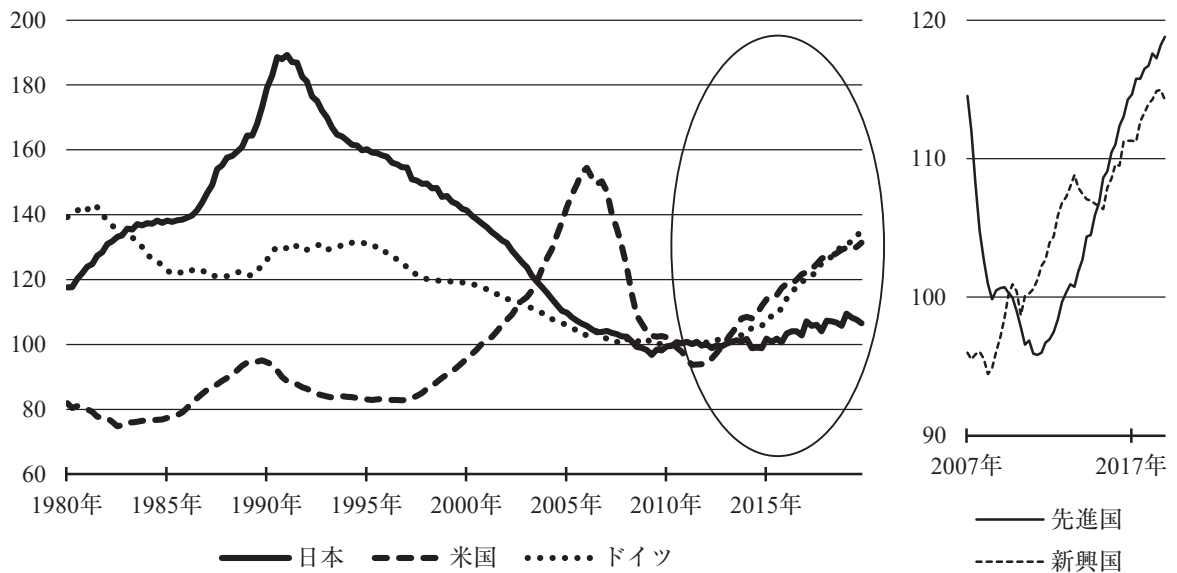
コロナショック以前の金融循環をみてみると（図1・2）、一部の国において、民間非金融部

図1 総与信量対名目 GDP 比の長期トレンドからの乖離の推移



(注) 民間非金融部門に対する総与信量の対名目 GDP 比率について、HP フィルター (Hodrick-Prescott filter) を用いて平滑化された長期トレンドからの乖離を示している。
 (出典) Bank for International Settlements, "Credit-to-GDP gaps," 2020.6.3 を基に筆者作成。

図2 実質住宅価格の推移



(注) 2010 年を 100 とする指数。
 (出典) Bank for International Settlements, "Residential property prices: selected series (nominal and real)," 2020.5.28 を基に筆者作成。

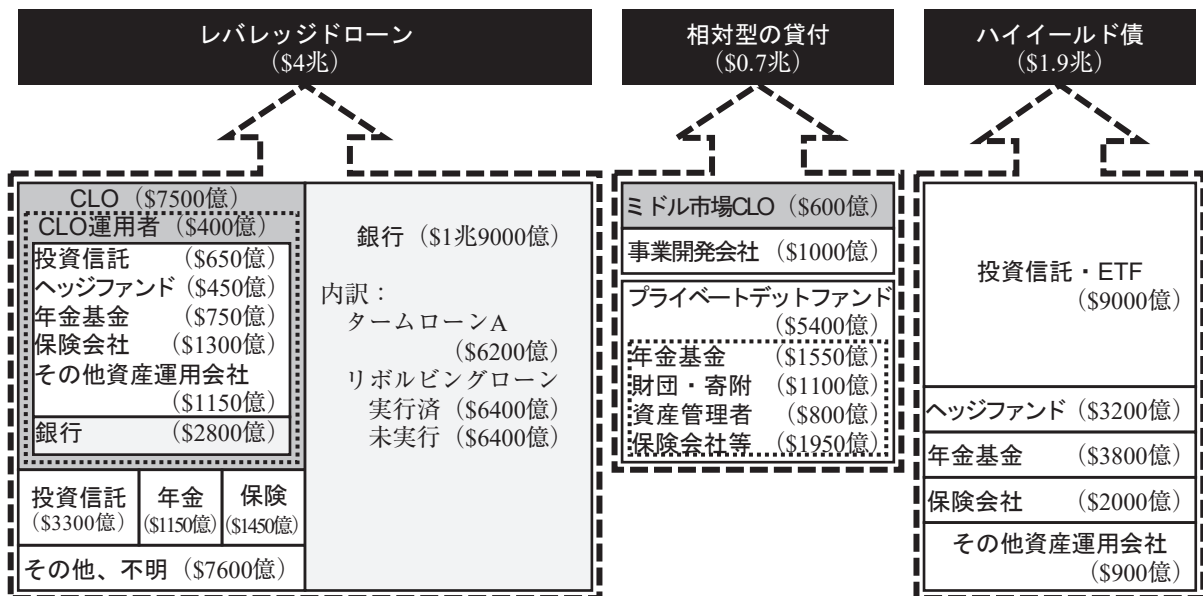
⁽³⁷⁾ 石川篤史ほか『『金融活動指標』の解説』『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』No.12-J-1, 2012.3. <https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2012/data/wp12j01.pdf>; 伊藤雄一郎ほか『『金融活動指標』の見直しについて』『同』No.14-J-7, 2014.4. <https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2014/data/wp14j07.pdf>

門への与信の増加がみられた。特に我が国では、総与信量対名目 GDP 比のトレンドからの乖離が、直近時点でバブル期以来の水準にまで高まっており、金融環境の過熱が警戒されていた⁽³⁸⁾。また、各国の不動産市場についても、金融緩和の下で資金流入が続き、バブルの様相を呈しているとの指摘がみられた⁽³⁹⁾。低金利を背景とする近年の金融循環の拡張的な動きは、金融不均衡の蓄積により金融危機のリスクを高めており、コロナショックによる实体经济の落ち込みが長期化した場合には、金融面の本格的な調整につながりかねない⁽⁴⁰⁾。

3 高リスクの企業信用市場の拡大

近年、金融監督当局が特に警戒を強めてきた事象として、レバレッジドローン (leveraged loan)⁽⁴¹⁾、ハイイールド債 (high-yield bond)⁽⁴²⁾、ローン担保証券 (Collateralized Loan Obligation: CLO)⁽⁴³⁾などの高リスクな企業信用市場の急速な拡大がある (図3)⁽⁴⁴⁾。世界金融危機以降、同市

図3 グローバルな高リスクの企業信用市場をめぐる構図



(注) 相対型の貸付 (private credit) は、ノンバンクが銀行を通さずに実行する貸付をいう。銀行融資のうち、タームローン A は分割返済される中長期の貸付を、リボルビングローンは事前に設定された限度額の範囲で期間中いつでも貸出の実行を約束する契約をいう。事業開発会社 (Business Development Companies: BDC) とは、未上場の中堅企業等を対象に融資・投資や経営改善指導を行い、収益を還元する投資の仕組みをいう。なお、破線は直接的なリスク保有を、点線は CLO やファンドを通じた間接的なリスク保有を示す。

(出典) International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report: Markets in the Time of COVID-19*, 2020.4, p.33. <<https://www.imf.org/~media/Files/Publications/GFSR/2020/April/English/text.ashx?la=en>> を基に筆者作成。

(38) International Monetary Fund, *Japan: Staff Report for the 2019 Article IV Consultation*, 2020.1.14, pp.92-94. <<https://www.imf.org/~media/Files/Publications/CR/2020/English/1JPNEA2020001.ashx>>

(39) 清水千弘「世界的な不動産バブル 同国籍の取引、価格押し上げ (経済教室)」『日本経済新聞』2020.9.3.

(40) Bank for International Settlements, *op.cit.*(3), pp.12-20; 日本銀行 前掲注(28), pp.13-14, 32-34.

(41) 利益に対する有利子負債残高の割合を示すレバレッジ比率が相対的に高く、信用力が低い企業向けの貸付をいう。

(42) 利回りが高く、信用格付けが低い (非投資適格級) 社債をいう。

(43) レバレッジドローンを裏付け資産とする証券化商品をいう。

(44) Financial Stability Board, "Vulnerabilities associated with leveraged loans and collateralised loan obligations," 2019.12.19. <<https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P191219.pdf>>; 日本銀行金融機構局・金融庁監督局「本邦金融機関の海外クレジット投融資の動向—日本銀行と金融庁の合同調査を踏まえた整理—」『日銀レビュー』2020-J-4, 2020.6. <https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2020/data/rev20j04.pdf>

場における信用リスクの取り手として、ノンバンク金融機関⁽⁴⁵⁾の存在感が高まっており、市場の複雑性・不透明性を強めている。銀行による直接的なリスク保有は比較的高格付けの部分に集中しており、銀行システムには市場変動の影響が及びにくくなっているとの見方もあるが、金額面で銀行の占める割合は依然として大きく、CLO等を通じた間接的なリスク保有もみられることから、市場の下降局面における信用リスクや流動性リスクの波及には十分な警戒が必要と考えられる⁽⁴⁶⁾。

一般にレバレッジ (leverage) とは、他人資本を用いることで自己資本に対する利益率を高めることをいい⁽⁴⁷⁾、レバレッジが高くなるほど、市場におけるショックが金融機関や金融システムに及ぼす影響も大きくなると考えられる。高リスクの企業信用市場においては、①資金調達を行う企業自体のレバレッジ、②CLOなどの仕組み金融の器 (structured investment vehicle: SIV) に埋め込まれたレバレッジ、③クレジットライン⁽⁴⁸⁾やレポ取引⁽⁴⁹⁾を通じて資金調達するノンバンクのレバレッジ、という3層のレバレッジがある。例えば、ファンドがクレジットラインによりレバレッジを高めている場合、市場の下降局面で損失を拡大させやすく、クレジットラインの供与元 (貸手) である金融機関の信用リスクや流動性リスクも増しやすい。ただし、レバレッジの定量的な実態把握は進んでいない⁽⁵⁰⁾。

我が国の金融機関は、低金利下における運用難を背景に、大手行を中心に海外の信用力の低い先への融資や高リスクな海外クレジット商品への投資を積極化してきた。このため、邦銀によるレバレッジドローンやハイイールド債、CLOの保有残高が拡大しているとされる⁽⁵¹⁾。コロナショックを受けて、2020年3月半ばの企業信用市場では、投資資金が流出してスプレッド⁽⁵²⁾が急拡大 (価格は急落) するなど、大きな調整局面を迎えた。その後の各国政府・中央銀行による積極的な政策対応⁽⁵³⁾もあり、市場は落ち着きを取り戻しているが、先行きの不確実性は高く、引き続き警戒が必要であろう⁽⁵⁴⁾。

IV コロナショックへの政策対応と金融システム

コロナショックの経済的影響を緩和するため、各国政府・中央銀行は、広範な政策対応を異例の規模で打ち出してきた⁽⁵⁵⁾。これらは、当面の危機対応として必要不可欠な措置といえるが、将来的に金融システムを不安定化させる可能性もある。

(45) 具体的には、保険会社、資産運用会社、ヘッジファンド、投資信託、年金基金、各種のファンド等がある。これらの一部は、金融監督当局の直接的な監督に服さずに、事実上、銀行に近い金融仲介機能を担っており、影の銀行 (shadow banking system) として透明性等の面で問題視されてきた。

(46) International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report: Markets in the Time of COVID-19*, 2020.4, pp.29-45. <<https://www.imf.org/~media/Files/Publications/GFSR/2020/April/English/text.ashx?la=en>>

(47) 例えば、一定の利益率が期待できる投資案件がある場合、外部から借入れを行って投資額を増やせば、自己資本に対する利益率を高めることができるが、そのとき、レバレッジは高まることとなる。

(48) 顧客に与信枠を設定して行う融資をいう。

(49) 売戻し (買戻し) 条件付きの債券売買により、事実上、債券を担保とした短期資金の貸借を行う取引をいう。

(50) International Monetary Fund, *op.cit.*(46)

(51) 日本銀行金融機構局・金融庁監督局 前掲注(44)

(52) 債券利回りの安全資産利回りからの格差をいう。

(53) 高リスク市場からの資金調達を行っているのは、主に欧米企業である。コロナショックを受けて、米国連邦準備制度は、投機的格付に格下げされた投資適格債券 (墮天使債)、ハイイールド債を裏付けとする上場投資信託 (ETF) 等の買入れを実施した。欧州中央銀行も、格下げされた債券の適格担保としての買入れを決定した。

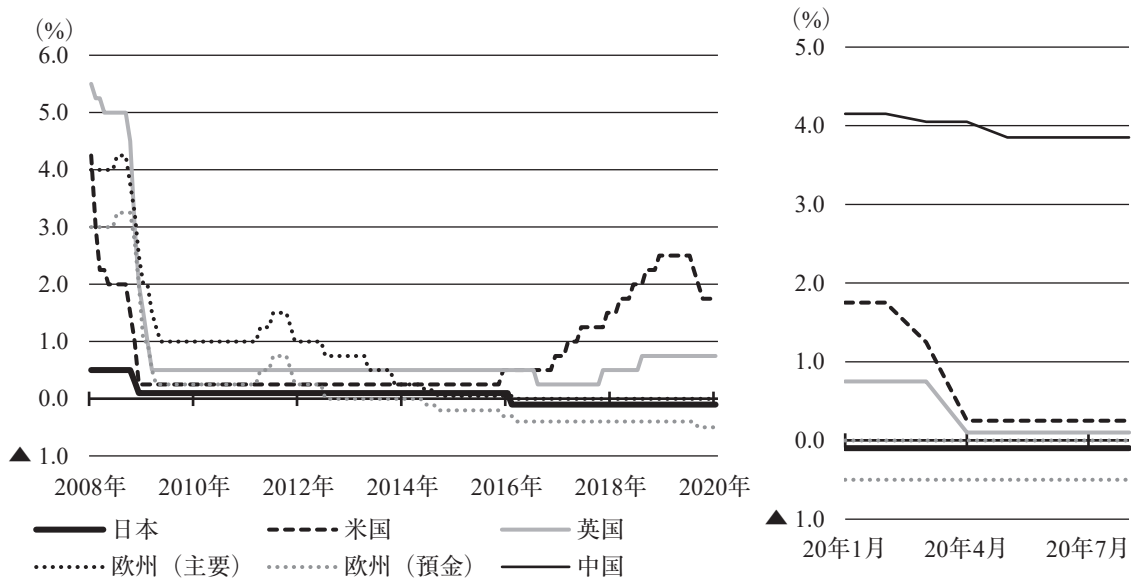
(54) 日本銀行 前掲注(28), pp.5-6.

(55) 前掲注(2)の各文献を参照。

1 マクロ経済政策による対応とその影響

2020年2月半ば以降、金融市場において流動性の枯渇が懸念される状況が生じると、主要中央銀行は、政策金利の引下げ、国債やリスク性資産の買入れ、企業金融の支援、中央銀行間スワップ協定による米ドル資金の供給等を、迅速かつ積極的に実施した(図4・表2)。これにより、資産価格が早期に回復するなど、金融市場の緊張緩和が進んだ⁽⁵⁶⁾。一方で、実体経済の回復を伴わない金融市場の過熱は、金融緩和が生み出したバブルである可能性も指摘され、金融と実体経済の乖離の下での金融脆弱性の高まりを警戒する声もある⁽⁵⁷⁾。

図4 主要中央銀行の政策金利の推移



(注) 日本銀行の政策金利は、2015年4月～2016年1月は超過準備に対する付利金利、2016年2月以降は政策金利残高への付利金利。欧州中央銀行の政策金利は、主要リファイナンス・オペレート及び預金ファシリティレート。中国人民銀行の政策金利は、1年物のローンプライムレート(ただし、2020年以降のみ示した)。(出典) 各国中央銀行ウェブサイトを基に筆者作成。

表2 主要中央銀行によるコロナショック対応のための金融市場への流動性供給

	短期金融市場及び国債市場	社債市場等	その他の市場
日本銀行	<ul style="list-style-type: none"> ○ CP・社債買入れの増額 ○ 長短金利操作の下での無制限の国債買入れ ○ 新型コロナ対応特別オペ及び新たな資金供給手段 		<ul style="list-style-type: none"> ○ ETF・J-REIT 買入れの増額
米国連邦準備制度	<ul style="list-style-type: none"> ○ プライマリーディーラー向け貸出ファシリティの創設 ○ CP 買入れファシリティの創設 ○ MMF 流動性ファシリティの創設 	<ul style="list-style-type: none"> ○ 社債買入れファシリティ(発行・流通市場)の創設 	<ul style="list-style-type: none"> ○ ターム物資産担保証券貸付ファシリティの創設 ○ 州・地方政府向け流動性ファシリティの創設
イングランド銀行	<ul style="list-style-type: none"> ○ 資産買入れファシリティ(国債・社債)の拡充 ○ COVID-19 企業金融ファシリティ(CP)の創設 		
欧州中央銀行	<ul style="list-style-type: none"> ○ パンデミック緊急買入れプログラム(国債・社債等)の導入 ○ 資産買入れプログラムの増額、適格担保要件の拡大等 		

(出典) International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report: Markets in the Time of COVID-19*, 2020.4, p.23. <<https://www.imf.org/~media/Files/Publications/GFSR/2020/April/English/text.ashx?la=en>> を基に筆者作成。

⁽⁵⁶⁾ International Monetary Fund, *op.cit.*(46), pp.20-27; Bank for International Settlements, *op.cit.*(3), pp.9-23; Financial Stability Board, *op.cit.*(4), pp.21-22.

⁽⁵⁷⁾ International Monetary Fund, *op.cit.*(4)

経済活動の急停止に対応するため、各国政府は、かつてない規模で財政支出を拡大し、経済対策を実施してきた（表3・図5）。従来、総需要の刺激が財政政策の目的とされることが多かったが、感染抑制が優先される局面では、医療提供体制の底上げと所得減に見舞われた企業・家計への緊急支援が施策の中心となった。一方で、パンデミックは世界経済の供給網を寸断し、社会的距離の確保の励行による対面型産業への打撃等を通じて、需要面からも悪影響を及ぼしており、感染拡大が一定の収束をみた段階では、景気刺激策も求められるとみられる。各国政府は、歳入・歳出の両面から、パンデミックによる保健・経済への影響緩和に取り組んでいる⁽⁵⁸⁾。

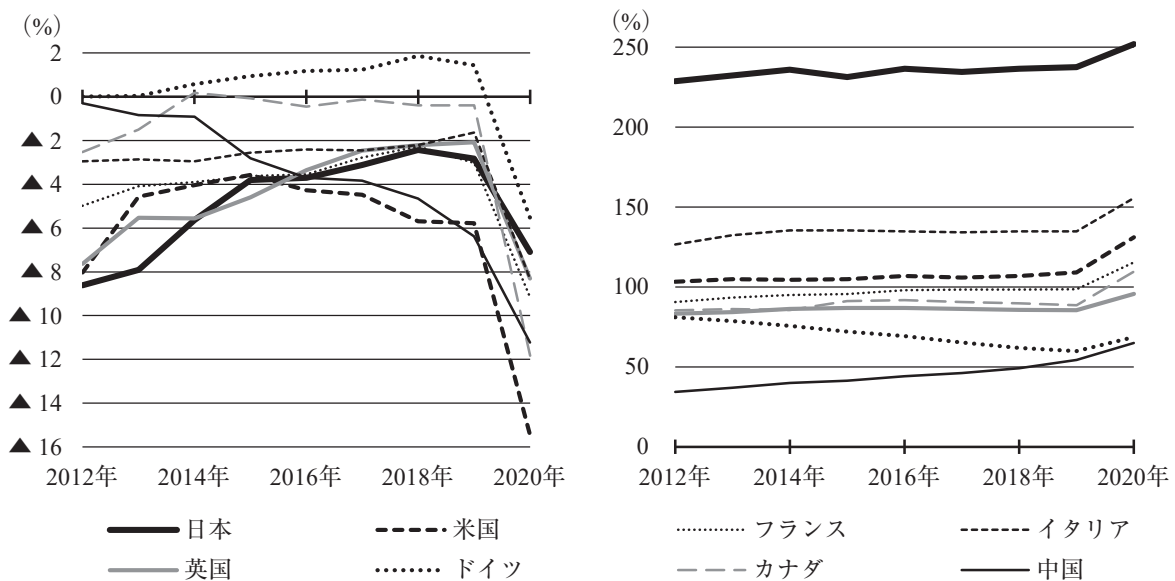
表3 各国によるコロナショック対応のための経済対策規模の実額及び対名目 GDP 比（括弧内）

（単位：10 億米ドル、%）

	財政支出を伴う施策					流動性支援策				
	追加的支出、減税等			執行前倒し 徴収猶予	資本注入/ 融資/ 債務 引受等	偶発債務		小計		
	保健部門	その他部門	小計			信用保証	準財政活動			
日本	38 (0.8)	513 (10.5)	551 (11.3)	244 (5.0)	-	-	147 (3.0)	1,022 (21.0)	1,169 (24.0)	
米国	304 (1.5)	2,139 (10.8)	2,443 (12.3)	-	-	56 (0.3)	454 (2.3)	-	510 (2.6)	
英国	8 (0.3)	146 (5.8)	155 (6.2)	-	-	1 (0.0)	422 (16.8)	-	423 (16.9)	
ドイツ	25 (0.7)	307 (8.7)	332 (9.4)	-	-	219 (6.2)	896 (25.3)	-	1,115 (31.5)	
フランス	9 (0.4)	54 (2.3)	63 (2.7)	61 (2.6)	23 (1.0)	357 (15.2)	-	-	380 (16.2)	
イタリア	7 (0.4)	53 (3.1)	60 (3.5)	8 (0.4)	4 (0.2)	579 (33.8)	-	-	583 (34.0)	
カナダ	3 (0.2)	84 (5.5)	86 (5.6)	61 (4.0)	4 (0.2)	47 (3.1)	-	-	50 (3.3)	
中国	22 (0.1)	603 (4.0)	625 (4.1)	238 (1.6)	20.8 (0.1)	59.4 (0.4)	-	-	80 (0.5)	

（注）準財政活動（Quasi-Fiscal Operations）とは、公的企業等による非営利活動（財政投融资に相当）を指す。
 （出典）IMF Fiscal Affairs Department, *Fiscal Monitor: Database of Country Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic*, June 2020 を基に筆者作成。

図5 各国の財政収支（左）及び公的債務残高（右）の対名目 GDP 比の推移

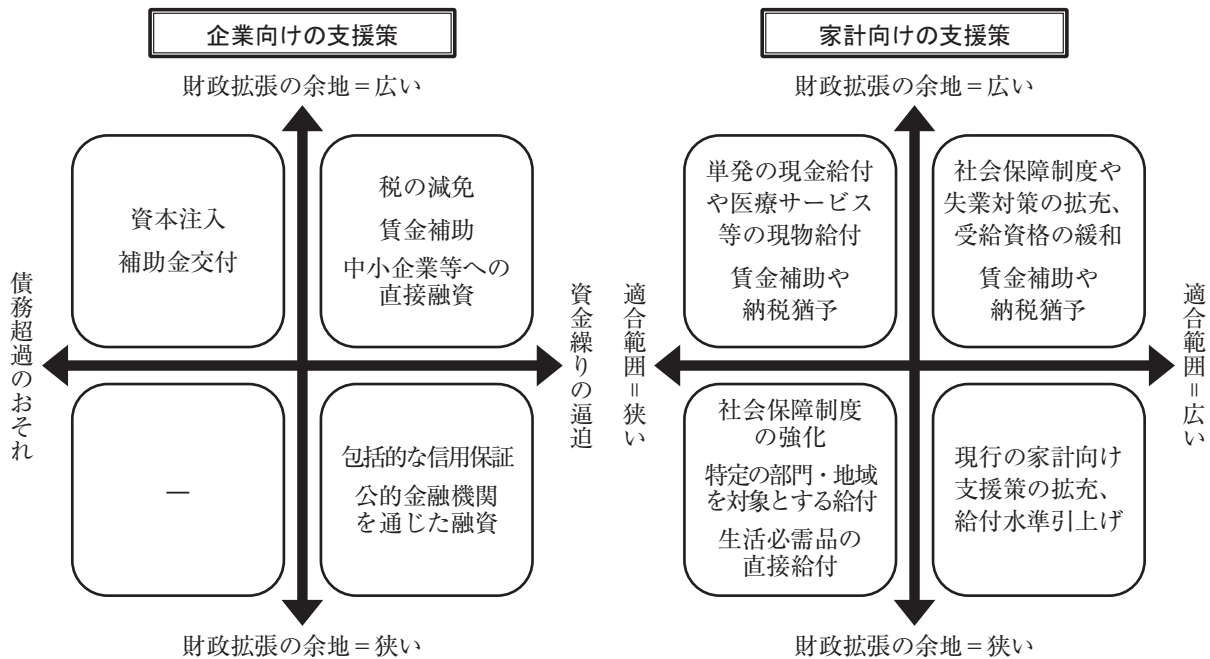


（出典）International Monetary Fund, *Fiscal Monitor: Policies to Support People During the COVID-19 Pandemic*, 2020.4, pp.5, 6 を基に筆者作成。

⁽⁵⁸⁾ International Monetary Fund, *Fiscal Monitor: Policies to Support People During the COVID-19 Pandemic*, 2020.4, pp.1-12; Bank for International Settlements, *op.cit.*(3), pp.23-29.

企業・家計への支援策は、財政面からみると、①現金給付や補助金交付、税の減免等の所得移転を伴う施策（Above-the-Line）、②資本注入や融資のように、支出と同時に資産が取得され、支援先が破綻を回避できれば最終的に財政負担が生じない施策（Below-the-Line）、③信用保証のように、将来一定の条件下でのみ実支出が生じ得る偶発債務（Contingent Liabilities）に分けられる。いわゆる経済対策の「真水」部分である①は、主に医療・保健分野における対策や雇用維持対策、所得減への補てんに使用され、②及び③は、資金繰りの逼迫に対応した流動性支援策に使用されている。各国政府は、政策目的・効果等と共に財政的な余力を勘案して、施策内容や事業規模を選択していると考えられる（図6・表4）⁽⁵⁹⁾。

図6 企業・家計支援策の選択肢



(出典) International Monetary Fund, *Fiscal Monitor: Policies to Support People During the COVID-19 Pandemic*, 2020.4, p.17 を基に筆者作成。

表4 各政策手段の財政収支・債務残高への影響

	現 在		将 来	
	財政収支	債務残高	財政収支	債務残高
追加的支出、減税等	↓	↑	—	—
税・社会保険料の徴収猶予	↓	↑	↑	↓
融資	—	↑	↓ (注)	—
資本注入	—	↑	↓ (注)	—
信用保証	—	—	↓ (注)	↑ (注)

(注) 「↑」は増加（収支改善）、「↓」は減少（収支悪化）、「—」は中立を示す。なお、融資、資本注入、信用保証の場合、適正な収益率が設定されていれば、債務不履行、出資先の経営破綻、代位弁済の実行等がない限り、将来時点における財政負担は生じない。図中ではこれらのクレジットイベントが生じた場合を示している。

(出典) International Monetary Fund, *Fiscal Monitor: Policies to Support People During the COVID-19 Pandemic*, 2020.4, p.22 を基に筆者作成。

⁽⁵⁹⁾ International Monetary Fund, *ibid.*, pp.13-21.

パンデミックへの対応によって、各国の財政収支は大きく悪化した。仮に感染拡大が早期に収束し、財政赤字の拡大が一過性のものに終わるとすれば、特に先進国においては、財政の持続可能性に問題が生じる可能性は低いとみられる。しかしながら、感染収束の遅れによる経済状況の悪化、原油等の商品相場の急変動、金融市場におけるストレスの長期化、社会不安の高まりや気候変動イベント等によって、財政赤字がより一層拡大するリスクもある。また、危機対応としての支出拡大が財政規律を失わせ、平時に至っても財政健全化が進まなくなることもリスクといえよう⁽⁶⁰⁾。

財政の持続可能性に対する信認が失われると、国債発行が困難となる事態も起こり得る。また、中央銀行による金融市場への流動性供給の在り方が、明示的に通貨発行により国債を買い支える、いわゆる財政ファイナンス (monetary financing) に近づくと、中央銀行に対する信認が損なわれ、金融システムの安定確保に支障を来すおそれがある。経済の長期停滞の下では、財政赤字の拡大は問題としないとする主張も一部にみられる⁽⁶¹⁾が、財政運営の失敗がインフレ危機等をもたらすリスクを十分に管理しつつ、効果的な賢い支出 (wise spending) に意を用いていくべきであろう⁽⁶²⁾。

2 金融規制・監督上の対応とその影響

コロナショックへの各国の政策対応には、金融監督当局による規制・監督上の措置も含まれている。具体的には、①公的部門の関与する信用補完制度 (信用保証)、②金融機関の自己資本比率規制の要件緩和、③金融機関の債権分類に関する会計基準等の緩和、④予想損失モデルに基づく引当手法に関する新基準の適用猶予、⑤配当金支払や自社株買いによる金融機関からの資金流出の規制などが実施されている (表5)⁽⁶³⁾。

不確実性が高まる局面で各金融機関の経営判断が慎重化し、過度にリスク回避的となると、全体として危機をより一層悪化させることになりかねない。特に中小企業等は、伝統的に資金調達を金融機関の融資に依存する傾向が強く、影響を受けやすいといえる。

①の信用保証は、債務の質に対する金融機関の懸念を軽減するため、公的部門の関与する機関等が保証を行うものであり、借り手が返済困難となった場合には、保証実施機関が代位弁済

⁽⁶⁰⁾ *ibid.*, pp.11-13; Bank for International Settlements, *op.cit.*(3), pp.58-63.

⁽⁶¹⁾ 近年、自国通貨を発行する国においては、インフレが生じない限り財政規律を考慮する必要がないとする、現代貨幣理論 (Modern Monetary Theory: MMT) が注目されている (大森健吾「財政政策と金融政策の協調をめぐる議論—MMT その他の提案の論点—」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.1062, 2019.6.26. <https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_11298315_po_1062.pdf?contentNo=1>)。MMTは主流派経済学者から厳しい批判を浴びたが、一方で有力な経済学者からも、低金利下における財政赤字の制約を、従来よりも緩和して考えるべきだとの議論が出てきている (Olivier Blanchard and Takeshi Tashiro, "Fiscal Policy Options for Japan," *Policy Brief*, 19-7, 2019.5. Peterson Institute for International Economics website <<https://www.piie.com/system/files/documents/pb19-7.pdf>>)。なお、財政規律を過度に重視すると、十分な危機対応が行われず、かえって社会・経済を不安定化させる危険もある (マーティン・ウルフ (遠藤真美訳)『シフト & ショック—次なる金融危機をいかに防ぐか—』早川書房, 2015, pp.334-345. (原書名: Martin Wolf, *The Shifts and the Shocks: What We've Learned - and Have Still to Learn - from the Financial Crisis*, 2014.))。

⁽⁶²⁾ Bank for International Settlements, *op.cit.*(3), pp.58-63; 佐藤主光「コロナ経済対策について—財政の視点から—」小林慶一郎・森川正之編著『コロナ危機の経済学—提言と分析—』日経BP日本経済新聞出版本部, 2020, pp.86-88. なお、コロナショックの影響を踏まえた、我が国の財政状況及びアフター・コロナにおける展望については、大森 前掲注(2)を参照。

⁽⁶³⁾ Financial Stability Board, *op.cit.*(4), pp.9-17, 19-28; Claudio Borio and Fernando Restoy, "Reflections on regulatory responses to the Covid-19 pandemic," *FSI Briefs*, No.1, 2020.4. Bank for International Settlements website <<https://www.bis.org/fsi/fsibriefs1.pdf>>; 小立敬「コロナ禍に対応するマクロプラウデンス政策—アフター・コロナの政策運営を見据えて—」『野村資本市場クォーターリー』24巻1号, 2020.夏, pp.110-126.

表5 各国金融監督当局によるコロナショックへの規制・監督上の対応

	信用保証	自己資本比率規制	債権分類	予想損失引当	配当・自社株買い
日本	実施	○バッファ活用推奨	○一部貸付債権に対するリスク・ウェイトの調整	-	-
米国	実施	○バッファ活用推奨 ○追加的レバレッジ比率の調整	○新たな指針 ○債務再編の定義を見直し	○任意の停止 ○過渡的措置の延長	○慎重な決定を要請 ○自動的制限の円滑化
英国	実施	○CCyBの解放 ○バッファ活用推奨	○新たな指針	○新たな指針	○停止を要請
EU	実施	○CCyBの解放 ○バッファ活用推奨	○新たな指針	○新たな指針	○停止を要請

(注) 本表におけるEUの施策は、欧州中央銀行がユーロ圏の一定規模以上の銀行に対する単独監督権限をもつ仕組みである単一監督メカニズム (Single Supervisory Mechanism: SSM) のものである。ただし、信用保証の実施状況は加盟国ごとに異なる。CCyBは、カウンターシクリカル資本バッファ (countercyclical capital buffer) の略。

(出典) Claudio Borio and Fernando Restoy, "Reflections on regulatory responses to the Covid-19 pandemic," *FSI Briefs*, No.1, 2020.4, p.2. Bank for International Settlements website <<https://www.bis.org/fsi/fsibriefs1.pdf>> を基に筆者作成。

を行う仕組みである。一般に、対象事業者の範囲や保証割合、限度額、料率、期間等の要件を厳しくすることで、財政負担を抑制できるが、制度へのアクセスも限定されてしまうため、実施時の状況に応じた制度設計が必要となる。コロナショックのような緊急時には、迅速な効果の発現が優先され、緩和的な要件が選択されがちである。各国で実施されているコロナ対応の信用保証は、我が国のセーフティネット保証及び危機関連保証⁽⁶⁴⁾を始めとして、保証割合を100%に設定する例も多い。金融機関の懸念払拭には有効な反面、利用者や金融機関のモラルハザード (moral hazard)⁽⁶⁵⁾を誘発しかねず、事後に生じる財政負担を大きくするおそれもある⁽⁶⁶⁾。

②の自己資本比率や③の債権分類に関する規制の緩和は、金融機関の貸出余力を生み出す措置と考えられる。自己資本比率規制 (BIS規制、バーゼル規制) は、金融機関の損失吸収能力の確保を目指すものであり、事実上、健全性規制の中核をなしてきた。その基本的な考え方は、国際的に活動する銀行に対して、リスクを考慮して修正した資産額の8%以上の自己資本の保有を義務付けるというものであり、分母のリスク・アセットの計算を精緻化する方向で改善が図られてきた (バーゼルII)。世界金融危機への反省に立って策定が進められた第3次の規制 (バーゼルIII) では、分子の自己資本について、普通株や内部留保等の質の高いものの保有が求められるとともに、自己資本比率の水準についても、ストレス時に取崩しが可能なバッファの上乗せが盛り込まれた (図7)⁽⁶⁷⁾。

金融システムは、プロシクリカリティと呼ばれる景気増幅効果をもちやすいことが知られている。すなわち、景気回復期には、金融機関の業績も良好であり、豊富な貸出余力を背景に与

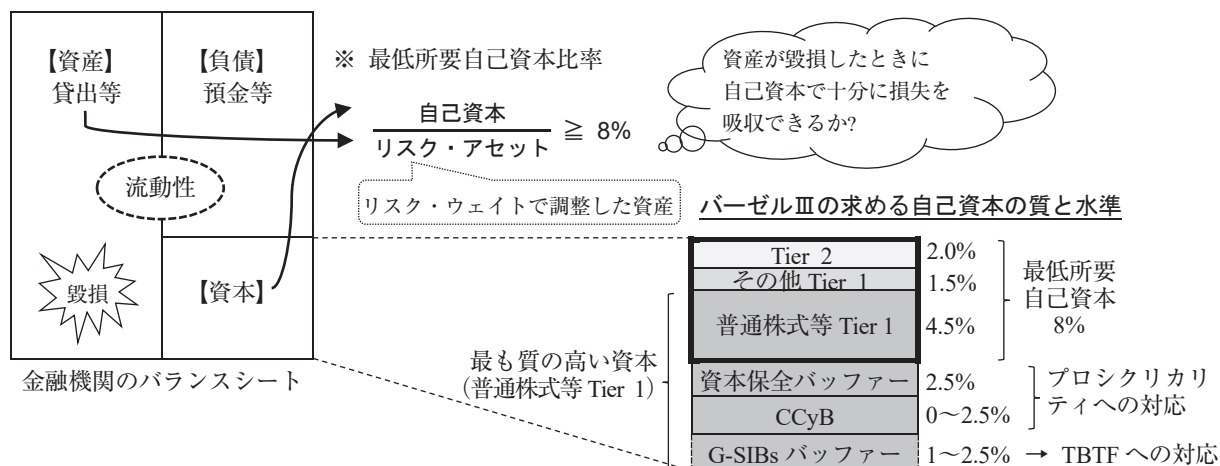
⁽⁶⁴⁾ 中小企業信用保険法 (昭和25年法律第264号) 第2条第5・6項に基づき、災害や大規模な経済危機等による信用の収縮等の影響を受けて、経営の安定に支障が生じている中小企業者等を対象に、一般保証とは別枠で信用保証を供与する制度。

⁽⁶⁵⁾ 情報の非対称性が存在する場合において、ある契約の締結が、当事者の行動に好ましくない影響を生じることを行う。例えば、保証割合が100%の信用保証が付されている場合、利用企業の経営規律や金融機関の審査に緩みが生じる可能性がある。

⁽⁶⁶⁾ Patrizia Baudino, "Public guarantees for bank lending in response to the Covid-19 pandemic," *FSI Briefs*, No.5, 2020.4. Bank for International Settlements website <<https://www.bis.org/fsi/fsibriefs5.pdf>> なお、我が国の信用保証制度については、岡田悟「信用保証制度をめぐる現状と課題」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.794, 2013.6.25. <https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_8226442_po_0794.pdf?contentNo=1> を参照。

⁽⁶⁷⁾ 天谷知子『金融機能と金融規制—プルーデンシャル規制の誕生と変化—』金融財政事情研究会, 2012, pp.79-95; みずほ証券バーゼルIII研究会編『詳解バーゼルIIIによる新国際金融規制 改訂版』中央経済社, 2019, pp.65-109.

図7 パーゼルⅢにおける自己資本比率規制の概要



(注) G-SIBs バッファーとは、規模の大きな金融機関に対する暗黙の救済期待から、モラルハザードが惹起されかねないという「大きすぎてつぶせない (too big to fail: TBTF)」問題に対応するため、グローバルなシステム上重要な銀行 (Global Systemically Important Banks: G-SIBs) に指定された先に対して適用される上乗せ規制である。
(出典) 筆者作成。

信の拡大がみられるのに対して、景気後退期には、金融機関の業績悪化から信用供与が絞られ、更なる景気悪化を招きやすい。パーゼルⅢで導入されたカウンターシクリカル資本バッファー (countercyclical capital buffer: CCyB) は、最低所要自己資本に上乗せして、各国の金融監督当局が0~2.5%の範囲で定める資本を積み立てることで、プロシクリカリティの抑制を図るものである。また、同様の目的で、2.5%の質の高い自己資本の上乗せ保有を求める資本保全バッファー (conservation buffer) という仕組みもある⁽⁶⁸⁾。コロナショックを受けて、CCyBを発動していた国⁽⁶⁹⁾では、これを解放 (release) する動きがみられ、資本保全バッファー等についても活用が推奨されている⁽⁷⁰⁾。

危機対応時におけるCCyB等の解放は、規制上の予定された対応といえる。ただし、好況時にも発動され、十分な積立がなされていないと用をなさない。また、自己資本規制によるプロシクリカリティへの対応については、規制を織り込んだ金融機関の行動⁽⁷¹⁾が、かえってプロシクリカリティを増幅させかねないとの批判や、景気循環の周期のずれに起因する各国間での資本賦課の格差が、国際的な迂回融資等の規制裁定行動 (regulatory arbitrage)⁽⁷²⁾を招きかねないとの批判もみられる⁽⁷³⁾。

債権分類とは、金融機関の資産の安全性を確保するために、債務者の信用力及び担保や保証による信用補完を会計上の処理に反映するものである。各国銀行監督当局による協議の場であ

(68) 景気後退時に資本保全バッファーを取り崩しても、配当等の社外流出の制限以外に、金融監督当局から経営上の介入を受けないこととされている。このほか、各国が独自に導入している資本バッファーもみられる。

(69) コロナショック以前に、英国及び欧州諸国では、引締め気味のマクロブールデンス政策の下、CCyBが発動されていた。国際通貨基金は、2019年の対日4条協議において、金融循環が成熟期にあるとして、我が国に対してCCyBの発動を推奨していた (International Monetary Fund, *op.cit.*(38))。

(70) Borio and Restoy, *op.cit.*(63); 小立 前掲注(63) このほか、パーゼルⅢで新たに導入された流動性規制のバッファーやレバレッジ比率規制の緩和が実施されている。

(71) 例えば、将来の追加的な積立の必要を見越して、必要以上に早い段階で与信を絞るなどの行動が予想される。

(72) リスクを適切に反映していない規制の存在により、金融機関のインセンティブがゆがめられ、結果的にリスクテイクに偏りが生じることをいう。

(73) 宮内惇至『金融危機とパーゼル規制の経済学—リスク管理から見る金融システム—』勁草書房、2015、pp.325-326。

るバーゼル銀行監督委員会（Basel Committee on Banking Supervision: BCBS）は、2020年4月、新型コロナウイルス感染症への対応のため、不良債権（non-performing exposures: NPE）及び条件緩和（forbearance）に関する取扱いの緩和で合意した⁽⁷⁴⁾。これを受けて、各国当局も、債務者区分の機械的な格下げの防止や政府による支援を考慮に入れた評価を求める指針を公表するなどしている⁽⁷⁵⁾。

このほか、一部の国では、世界金融危機の反省から導入された予想損失モデルに基づく引当⁽⁷⁶⁾について、金融機関による企業支援を奨励する観点から、任意の停止を認めるなどの配慮を加える④の措置⁽⁷⁷⁾や、配当金支払や自社株買い、役員ボーナス等による資金流出を制限するよう、金融監督当局が金融機関に要請する⑤の措置⁽⁷⁸⁾が実施されている。

本来、金融規制・監督の目的は、金融機関や金融システムの回復力（resilience）を確保することであり、会計基準の目的は、企業の経営成績と財政状態を適正に報告させることにある。現在、各国で実施されている規制の調整（adjustment）⁽⁷⁹⁾は、ショック下の経済活動を支えるために、あえてこれらの手段を目的外に使用している面があり、行き過ぎると副作用が懸念される。①経済活動のサポートに有効な措置及び期間に限って実施すること、②規制の調整の下でも、金融機関に十分な資本、流動性、収益性を確保させ、金融システムの健全性を損なわないこと、③時限的な調整であることを明示し、規制・監督政策の長期的な信認を損なわないことが重要となる⁽⁸⁰⁾。

V 景気悪化に伴う信用リスクへの懸念

パンデミックによる景気後退が長期化した場合、企業や家計のデフォルトが増加するおそれがある。低金利状態の長期化で、各国の民間債務残高は高水準にあるが、コロナショックによる社債のデフォルト件数が世界金融危機時に迫るなど、信用リスク増大の兆候がみられる⁽⁸¹⁾。

危機以前から、企業部門が現預金の保有を増やす傾向がみられたが、我が国企業のように比較的潤沢な手元流動性を有する場合であっても、経済活動急停止のショックを吸収するのに十分ではないとの指摘がある⁽⁸²⁾。国内中小企業の現預金保有状況は、業種による偏りがみられ、一般にコロナショックの影響が大きいとされる宿泊業・飲食サービス業、生活関連サービス業・娯楽業、医療・福祉業等は、財務面でもショックに脆弱であることがうかがえる（図8）。

(74) Basel Committee on Banking Supervision, “Measures to reflect the impact of Covid-19,” 2020.4. Bank for International Settlements website <<https://www.bis.org/bcbs/publ/d498.pdf>>

(75) Johannes Ehrentraud and Raihan Zamil, “Prudential response to debt under Covid-19: the supervisory challenges,” *FSI Briefs*, No.10, 2020.8.6. *ibid.* <<https://www.bis.org/fsi/fsibriefs10.pdf>>

(76) 資産の減損処理を行う際に、発生した損失によるのではなく、将来の見積りを反映する方式をいう。従来の発生損失モデルでは、トリガー現象の発生まで減損を行わないため、引当が遅延し、過小になるとの批判があった。

(77) Raihan Zamil, “Expected loss provisioning under a global pandemic,” *FSI Briefs*, No.3, 2020.4.20. Bank for International Settlements website <<https://www.bis.org/fsi/fsibriefs3.pdf>> なお、国際財務報告基準（International Financial Reporting Standards: IFRS）及び米国会計基準と異なり、我が国の会計基準は、予想損失モデルに未対応である。

(78) Jean-Philippe Svoronos and Rastko Vrbaski, “Banks’ dividends in Covid-19 times,” *FSI Briefs*, No.6, 2020.5.6. *ibid.* <<https://www.bis.org/fsi/fsibriefs6.pdf>>

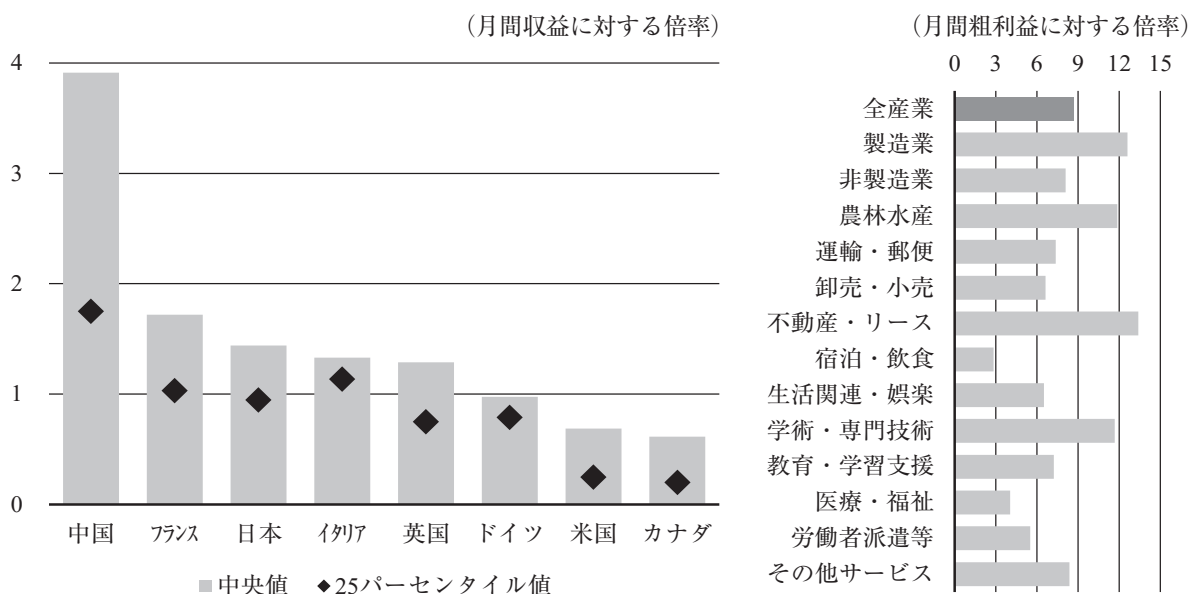
(79) 我が国では、金融庁が、①信用保証付き融資のリスク・ウェイトが0%であること、②資本バッファの取崩しが可能であること、③流動性カバレッジ比率（LCR）が一時的に基準値を下回ることを許容されることを確認している（「新型コロナウイルス感染症の影響拡大を踏まえた健全性基準上の確認」2020.3.17. 金融庁ウェブサイト <<https://www.fsa.go.jp/news/r1/ginkou/20200317-2/01.pdf>>）。

(80) Borio and Restoy, *op.cit.*(63)

(81) International Monetary Fund, *op.cit.*(4)

(82) Bank for International Settlements, *op.cit.*(3), pp.12-15.

図8 コロナショック以前における各国企業部門（左）及び国内中小企業（右）の現預金保有状況



(注) 企業の保有する現預金額が、1月当たりの収益、粗利益 (=売上高 - 売上原価) の何か月分に相当するかを示しており、数字が大きいほどショックへの耐性が高いと考えられる。なお、パーセンタイルとは、データを昇順に並べた際に、最小値から数えて何%の位置にあるかを示す単位であり、中央値は50パーセンタイル値である。また、中小企業の定義は、資本金1千万円以上1億円未満とした。全産業は、金融業・保険業を除くベース。

(出典) Bank for International Settlements, *Annual Economic Report*, June 2020, p.14. <<https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2020e.pdf>>; 財務省「年次別法人企業統計調査 (平成30年度)」を基に筆者作成。

世界金融危機以降、金融機関は損失吸収能力を高めてきており、現状においては、金融機関の破綻等が懸念される状況とはなっていない。しかしながら、景気後退が長期化し、支払能力に問題を抱える貸出先が増加してくると、信用コスト⁽⁸³⁾の上昇が金融機関の経営悪化につながるおそれがある。米欧諸国の一部の金融機関では、既に予想損失モデルに基づく貸倒引当が急増していることが報告されている。商業用不動産の担保価値の低下、航空会社や石油会社等への貸出の焦げ付きなども、今後の懸念材料である⁽⁸⁴⁾。

おわりに

本稿においては、金融危機の発生メカニズムを整理した上で、コロナショックによる金融システムへの影響について検討を行った。

現状では、実体経済ショックが金融機関の健全性を脅かすには至っておらず、政府・中央銀行による迅速な政策対応も奏功して、全体として金融システムの安定性は維持されていると評価できる⁽⁸⁵⁾。実体経済の落ち込みは非常に大きいものの、感染収束後には、経済が回復していくとのシナリオが織り込まれており、パンデミック自体が人々の不安心理の自己増殖をもたらすことで信用不安を招く可能性は低いとの見方もある⁽⁸⁶⁾。

⁽⁸³⁾ 貸倒引当金の計上や不良債権の償却等から発生する損失をいう。日本銀行 前掲注(35)は、コロナショック以前の段階で、我が国の信用コストが上昇に転じていることに注目していた。

⁽⁸⁴⁾ Bank for International Settlements, *op.cit.*(3), pp.17-20; 日本銀行 前掲注(28), pp.8-11.

⁽⁸⁵⁾ Financial Stability Board, *op.cit.*(4), p.1.

⁽⁸⁶⁾ 岩村充『ポストコロナの資本主義—挑戦される国家・企業・通貨—』日経BP日本経済新聞出版本部, 2020, pp.100-105.

一方で、コロナショック以前の金融環境については、高リスクの企業信用市場の拡大を始めとする金融不均衡の存在が指摘されており、今後、何らかのショックをきっかけとしてリスクが顕在化するおそれがある。また、異例の規模で打ち出された政策対応が、将来的に財政の持続可能性への悲観等を通じて、金融システムを不安定化させるリスクにも注意が必要である。

新型コロナウイルス感染症のパンデミックは、中国・湖北省武漢市での発生から約1年が経過しようとする現在も、依然として収束の見通しが立っていない。コロナ禍における経験は、人々の生活様式や社会通念、産業構造に重大な変化をもたらす可能性が指摘され、ポストコロナにおける世界的な経済社会の変容も予想されている⁽⁸⁷⁾。このような変化の時代における不確実性の高まりが、人々の既存システムに対する信認を崩壊させ、経済危機へと至らしめる可能性には十分な警戒が必要であろう。政策当局による危機対応は、高い透明性に基づく適切な合意形成プロセスを経て、国民の理解を得ることで初めて成功するものであり、立法機能・行政監視機能を有する国会が果たす役割は大きい。

(おおもり けんご)

⁽⁸⁷⁾ 小林慶一郎・佐藤主光「コロナ後の経済・社会へのビジョン—ポストコロナ八策—」小林・森川編著 前掲注(62), pp.345-359.