

証 研

レポート

No.1723

2020年12月

地銀系証券会社について

二上季代司（1）

ECBのコロナ危機対応策

伊豆 久（11）

ヨーロッパの株式市場
～ESMAの報告書に見る実態～

吉川 真裕（23）

経済危機と金融

中野 瑞彦（33）

地銀系証券会社について

二上季代司

九月に発足した菅内閣が地銀再編の必要性を主張し、これに呼応するかのようには政府、日銀が地銀再編を後押しする措置を打ち出して、にわかには地銀の対応が注目されている。

地方銀行の経営統合や合併を独禁法の適用除外とする特例法が施行（一月二七日）され、同じ県内の地銀同士が合併して貸出シェアが高くなっても寡占状態は容認されることとなった。これより少し前、日銀は地銀や信金など地域金融機関に対し二〇二二年度までの時限措置として、①経費率の改善、②経営統合・合併の機関決定のいずれかを要件として、日銀当座預金へ金利〇・一％の上乗せを行うとしている。また金融庁は合併・統合を選択した地域金融機関に対しシステム統合費、店舗統廃合費などを補助する新制度を盛り込んだ金融機能強化法改正案を来年の通常国会に提出し夏の適用を目指す、とされる。

ところで、地方銀行に限らず金融機関の経営はいずれも極めて厳しい状況に置かれている。合併や経営統合は手段にすぎず、システム統合や店舗統廃合もそれ自体としては経費率の向上策であって、業務収益を増加させるわけではない。日銀によるマイナス金利政策は導入五年目を迎え、金融機関の本業利益を圧迫しつづけている。さらにより構造的な問題として「新興フィンテック」企業群の攻勢がある。

つまり金融機関はすでに預金・貸付業務では利益を上げにくい状況に置かれている。より根本的には業務収益の向上策が必要である。では預金・貸付業務以外に何があるかといえ、隣接分野である証券業務や資産運用業

務が有力な選択肢として上がってくる。近年、地銀が証券子会社を持つ事例が増えているのもそこに理由があるのだろう。もっとも、証券子会社の設立（あるいは既存証券会社の買収）はそろそろピークを迎えつつあるように思われる。大手・準大手・ネット証券等との業務提携を通じた証券業務・資産運用業務の展開が模索されているようである。

そこで以下では、地銀系証券会社の動向を概観し、そのことを通じて地銀が今後、どのような方向へ本業以外のビジネスを展開していこうとするのか、考えてみたいと思う。

1 地銀系証券会社の概要

日本証券業協会の加入社数は、二〇二〇年三月末現在、二六二社である。このうち地銀（あるいは地銀グループ）が親会社となっている証券子会社は二七社、つまり約一割が地銀系証券会社である。図表1は、これら二七社を新設と既存証券会社買収との二例に分けて、その親銀行、本店所在県、新設年（子会社化年）を一覧したものである。

新設は一七社、買収によるものが一〇社である。新設会社の設立年をみると、静銀ティーエム証券が最も早く、それから六年半たった二〇〇七年から一五年までの八年間で八社設立されている。ところが日銀のマイナス金利政策が導入された翌一六年以降になると、二〇一九年八月までのわずか四年弱で八社も増えている。つまり、定期的に、地銀系証券会社の設立は、二〇〇七年以前の「第一期」、一六年以前の「第二期」、以降の「第三期」に分けることができそうである。

他方、既存証券会社の買収の場合、いつの時点で支配権がオーナーから地銀にシフトしたのか、断定するのは

むつかしい。図表1では子会社化年として、ディスクロージャー誌の「沿革」や出資比率の推移から判断して記述しているが、それよりも前に事実上、支配権が移行している場合のほうが多い。通常は、営業エリア内にある地場証券と取引関係にあつて「安定株主」となり、それが関係を深めて出資比率を上げ、資本・業務提携に至つて「系列証券」となり、一〇〇%に近い水準にまで出資比率を高めて「子会社化」（さらにブランドイメージ統一のため親銀行と同一の商号へ変更）という経路をたどる場合が多い。

筆者の推定では、「ちばぎん（旧中央）」、「F F G（旧前田）」、「第四北越（旧新潟）」の三社についてはもっと早く二〇〇七年以前に系列化されていたと思う。そこで、この三社と「八十二（旧アルプス）」は「第一期」に含まれたいと思う。そうすると、時期的な特徴としては以下のように整理できるだろう。

【第一期】

この時期に銀行の投信窓販が始まった。投信販売の営

図表1 地銀系証券会社の一覧（左：新設、右：既存証券会社買収）

親銀行・グループ (本店所在県)	新設(社名)	設立年	親銀行・グループ (本店所在県)	買収(社名)	子会社化年
静岡(静岡)	静銀ティーエム	2000年12月	八十二(長野)	八十二	2006年4月
山口FG(山口)	ワイエム	2007年7月	中国(岡山)	中銀	2009年6月
めぶきFG(茨城)	めぶき	2007年11月	千葉(千葉)	ちばぎん	2011年1月
横浜(神奈川)	浜銀TT	2008年7月	福岡(福岡)	FFG	2012年4月
百五(三重)	百五	2009年8月	第四北越FG(新潟)	第四北越	2015年10月
西日本FHD(福岡)	西日本シティTT	2010年5月	沖繩(沖繩)	おきぎん	2017年3月
伊予(愛媛)	四国アライアンス	2012年2月	栃木(栃木)	とちぎんTT	2017年4月
池田泉州HD(大阪)	池田泉州TT	2013年1月	広島(広島)	ひろぎん	2017年6月
山陰合同(鳥根)	ごうぎん	2015年8月	南都(奈良)	南都まほろば	2018年4月
東邦(福島)	とうほう	2016年1月	北洋(北海道)	北洋	2018年10月
群馬(群馬)	ぐんぎん	2016年7月			
ほくほくFG(富山)	ほくほくTT	2016年10月			
七十七(宮城)	七十七	2017年1月			
京都(京都)	京銀	2017年3月			
九州FG(熊本)	九州FG	2018年1月			
十六(岐阜)	十六TT	2018年4月			
大垣共立(岐阜)	OKB	2019年8月			

(注) 社名の後の「TT」は東海東京FHDの符号で、出資比率は親銀行60%、東海東京40%。ワイエム証券も東海東京40%の出資比率。それ以外の20社は親銀行が100%出資。
(出所) 各社『業務及び財産の状況に関する説明書』(ディスクロージャー誌)などにより作成。

業手法やコンプライアンスを考慮した場合、別会社にしたほうが良いという選択肢があり、それを選択したのが静銀ティーエム証券だった。⁽¹⁾しかし、これは例外的であって多くの地銀は本体での投信販売の道を取ったのである。他方、すでに営業エリア内の地方証券を「系列証券」として傘下に置く例があったが、それは個別的事情によるのであった。

〔第二期〕

しかし「第二期」になると、事情が変化する。「株券電子化」に関する法令が国会で成立（二〇〇四年）、〇八年には施行令（〇九年一月から実施）が公布される。地方の富裕層には株券を取引先地銀の貸金庫に保管している人が多かった。株券電子化となれば、貸金庫から本券を引出して、口座を開設した証券会社に預託しなければならぬ。それは当該地銀にとって「資産が流出した」ように映る。そこで、傘下に自前の証券会社をもち、「流出」を防止しようと考えたのだろう。

加えてこの時期になると、団塊の世代が六〇歳定年を迎え、退職金支給が始まる。日本人の証券保有層は六〇歳以上が家計の証券資産保有額の2/3以上を占める。その理由は、在職中に住宅ローンを抱えて証券投資に資金的余裕がなく、定年を迎えてローンを返し終え、残余資金で証券運用するという投資行動が一般化しているためである。この運用資産の取込みもグループ内に証券子会社を抱えようとした理由であろう。

こうして「第二期」に防衛上あるいは営業戦略上、証券子会社を持つ積極的理由が生まれ、地銀系証券会社の設立が増え始める。また、系列証券を傘下に持つ地銀もグリッップを強めるため、意識的に出資比率を高めて子会社化しようとするのである。

〔第三期〕

ところが「第三期」になると、長引く低金利政策が本業利益を圧迫、融資以外の証券運用のほか、証券業等の他業進出の必要性が切迫感をもって増してくる。証券子会社の新設のほか既存証券会社の子会社化も急速に増え、両方合わせて証券子会社は一三社も増えている。それと同時に注目すべきなのは、証券子会社の自主廃業が現れ始めたことである。「ごうぎん証券」は本年一〇月に廃業し、既設の証券口座は野村証券へ移管することとなった。そして、親銀行の山陰合同銀行は野村証券と金融商品仲介業契約を締結し、同証券との提携を通じて証券営業を継続することとなった。

証券子会社を傘下に持つ二七の銀行（グループ）をみると、北洋銀行を筆頭に規模の大きい銀行が多い。すなわち、証券子会社の設立あるいは買収に経営資源を振り向ける余裕があり、証券営業の対象顧客である富裕層も相対的に多いのである。したがって本業が不振であれば、証券業への進出は、十分、検討に値する戦略ではある。証券子会社と金融商品仲介業契約を結んで銀行顧客へ証券商品を販売する「クロスセリング」は先例があつて、「銀証連携」戦略の一つとしてすでにメガバンクが行っている。

しかし、「銀証連携」への道は、証券子会社の設立（や買収）だけではないということも認識され始めたのではないだろうか。「ごうぎん証券」は設立以来の決算五期間のうち黒字を計上したのは一期だけである（二〇一八年三月期）。採算や経営体力を考えれば、大手証券等との業務提携も選択肢の一つなのである。

それでは、地銀が描く「銀証連携」はどのようなものだったのだろうか。次に証券子会社の業務収益から、地銀がどのような証券営業を行ってきたのか。それをみよう。

2 地銀系証券会社の営業戦略

図表2は、地銀系証券子会社と営業エリアが重なる地方中小証券（上場証券会社を除く）を取り上げて、その主な収益項目と純営業収益、販売管理費を比較したものである。規模の大小を勘案して、一人当たり金額に換算し基準化した。数値は、前述の一期、二期、三期の最後の決算期を取っている。直間比率（営業員と非営業員との比率）は不明のため、役員員すべての人員で割算しているが、直間比率を五割とすれば、営業員一人の稼得額はこの数値の二倍と考えてよいだろう。

〔収益構成〕

これを見ると次のことがわかる。委託手数料はともに急速に下がっているが、その下がり方は地銀系証券会社のほうが急である。その理由は二期、三期と下るにつれ、既存証券会社の買収による証券子会社のウェイトが低くなったことが大きい。一期では、五社のうち四社が買収による証券子会社だったが、二期になると一四社のうち五社、三期では二七社のうち一〇社と少数派になっている。

逆に、地銀系証券の債券トレーディング依存度は急速に上昇している。近年では純営業収益の半分近くにまでなっている。さらに各社の「ディスクロージャー誌」記載の「有価証券の分別管理状況」をみると、

図表2 地銀系証券会社の一人当たり収入と費用

（単位：千円）

千円	社数	委託手数料	募集手数料	その他 手数料	株式トレー ディング益	債券トレー ディング益	純営業収益	販売費一般 管理費
地銀系 証券	5	10,068	4,001	1,741	729	1,200	18,404	13,574
	14	4,569	5,615	4,628	1,240	5,722	22,089	17,875
	27	3,270	4,065	2,091	990	8,067	18,765	17,325
地方中小 証券	74	10,840	1,292	859	2,884	673	16,720	13,740
	55	7,637	2,153	1,414	1,011	1,143	14,284	13,198
	44	6,792	1,140	1,132	963	1,268	12,031	13,344

- (注) 1. 上段は2007年3月期、中段は2016年3月期、下段は2020年3月期。
 2. 項目ごとに役員員数で除した金額である。
 3. 地方中小証券は、東京・大阪以外に本店を置く証券会社である（ただし株式を上場している証券会社を除いている）。買収や事業譲渡等により減少傾向にある。
 (出所) 2007年、2016年は日本証券業協会委託調査『証券会社の時系列的分析（続）』2018年12月より再引用。2020年はディスクロージャー誌より集計して算出。

地銀系証券会社の場合、外国債券の預かり残高が非常に多いことがわかる。つまり、親銀行のグリップが初めから強い「新設」証券会社のウェイトが高まるとともに債券デိုင်リング益が増えていることから、地銀系証券会社の営業戦略の第一目標は、銀行の富裕層顧客に外貨建ての債券や仕組債を販売することだと考えてよいだろう。

地銀は、その営業エリア内では圧倒的にシェアが高く、地場中小企業のメインバンクになっている場合が多い。そして地場中小企業のオーナーや個人事業主こそは地銀にとって最も有望な証券顧客になりうるのであり、そこへマージンの厚い外債や仕組債などを売込めれば、収益性の高いビジネスを展開できると考えるのが自然だろう。親銀行それ自体にとっても、融資の利ザヤが極少化するなかで、外債や私募ファンドに投資する傾向が強かったが、預金や国内債の利回り低下につれて運用難に陥っていた地元の富裕層にとっても事情は同じなのである。親銀行にとっていわば「なじみのある商品」の外債や仕組債などを証券子会社を通じて売込むことは、ごく自然な流れだったと思われる。

第二の営業目標は、投資信託である。富裕層はもちろんだが、より広く一般預金者層が営業対象に含まれる。地銀系証券に限らず、地方中小証券も投信営業には注力している。ただし、近年は募集手数料や代行手数料（「その他手数料」に含まれる）の料率が低下しており、販売数量・残高が増えている割には収益的に伸び悩んでいるのである。

〔販売管理費〕

他方、販管費をみると地銀系証券会社は一期に比べ、二期以降に急速に増えている。その理由は、新設の地銀系証券が増えたためである。「新設」組一七社は、システムの初期コストがかさむため、地方中小証券はもちろん「買収」組一〇社と比べても販管費に占めるシステム関係費（事務費、減価償却費など）のウェイトが高くな

る。

一説によれば投信の地銀向けシステム関係費は、預かり資産五〇〇億円以上でなければペイしないとされる。⁽²⁾ その推定が正しいとすれば、二〇二〇年の「その他手数料」(一人当たり二百万円)の全額が投信代行手数料と仮定しても、人員一二〇人以上の規模がなければ投信営業はペイしない理屈となるだろう。⁽³⁾

さらに第二に、地銀系証券は親銀行と仲介業契約を結んでいる。このため親銀行が顧客の注文を証券子会社に つないだ場合には、手数料をキックバックしなければならず、支払手数料がかさむことになる。親銀行に証券営業を依存すればするほど、債券トレーディング益などの業務収益が増えるが、それだけまた支払手数料(取引関係費)が膨らむことになるのである。このように地方中小証券と比べての費用格差は支払手数料(取引関係費)とシステム関係費に起因しているのであって、⁽⁴⁾ 構造的な要因による。

3 おわりに

かくして、本業の収益性低下のなかで地銀の証券業務進出は有力な選択肢ではあるものの、その方法として傘下に証券子会社を持つことが賢明であるかどうか、選択の分かれ道にきているように思われる。投信営業については、ある程度の残高をキープしなければ採算割れになることが認識され始めてきたが、富裕層向けのビジネスについてもいくつかの面で課題が残っている。

前述のように、地場中小企業のオーナーや個人事業主は外債や仕組債などマージンが期待できる金融商品販売の営業対象ではあるものの、多くは融資の取引先でもある。地元経済の沈滞(そしておそらくコロナ禍による経営不振)につれて、そうしたオーナーや個人事業主向け融資には不良債権化のリスクが増している。しかも構造

的に後継者難のなかで廃業のリスクもある。取引先の支援策がなければ、証券営業の顧客層すら失いかねない。つまり、地銀グループ全体の業務環境のなかで見通しを立てた場合、証券業等への他業進出は、本業の事業再構築と密接に関連させながら進めざるをえないだろう。

そうしたなかで、「フィンテック」事業に強みのあるSBIグループが「地銀連合」構想を進めている。現在、同グループは、地銀七行と資本提携を含む業務提携を結んで、「フィンテック」に関連するシステム提供のほか、金融商品仲介業契約の締結、共同店舗の運営、資産運用の受託、取引先支援や事業譲渡(M&A)等のための「ファンド」設立などを進めている。提携先七行はいずれも証券子会社を持たず、本業再構築と同時に証券業、資産運用業へと業務多様化を図ろうとしている。

振り返ってみると、地銀系証券子会社のなかには東海東京フィナンシャル・ホールディングスとの合弁会社が七社あった。証券営業のノウハウを持つ人員派遣や投信等の販売商品の供給などの協働関係の実績と歴史があったのである。そして、「ごうぎん証券」の例にみられるように、証券子会社を持つことばかりが唯一の道ではないことも明確になってきた。とすれば、今後、地銀の証券戦略は、大手・準大手・ネット証券を巻き込んだ提携も有力な選択肢になってくるだろう。あるいは、地銀の証券戦略は、単に証券業を追加するというだけではなく、本業の事業再構築と有機的に関連させながら進める段階にきている、と言い換えることもできるのではないだろうか。

注

(1) 同社は東京三菱銀行(当時)の協力と部分出資を得て設立されたため、社名にその名残が残っているが、現在は静岡

銀行の一〇〇%子会社である。

(2) 『R&Iファンド情報』三二〇号(二〇一九年一〇月一四日号)

(3) 代行手数料の平均は五〇銭(〇・五%)であり、一人当たりの代行手数料が二〇〇万円であれば、逆算して一人当たりの残高は四億円となる。したがって預かり資産を五〇〇億円まで積み上げるためには一二〇人以上の人員規模でなければならぬ。

(4) 検討対象にした証券会社の二〇二〇年三同期の決算数値では、販管費の細目について全社の数値がそろわなかった。で、図表は作成していないが、二〇〇七年と二〇一六年につき、販管費の構成費目の割合を算出している(日本証券経済研究所編『地方証券史』金融財政事情研究会、二〇一九年、第一章)。

(にかみ きよし・主席研究員)

ECBのコロナ危機対応策

伊豆 久

はじめに

新型コロナウイルス感染症の拡大は、冬を迎えて「第三波」の様相を呈している。なかでも欧州は感染拡大の著しい地域の一つであり、そうした状況を受け、ECB（欧州中央銀行）政策理事会は、今月にも追加的な対応策を発表する見込みである。

本稿では、これまでのECBのコロナ対応策の特徴を、日銀やFRBとの比較、またユーロ危機時との違いを念頭におきながら、整理することとする。

1 ユーロシステムの資産の推移

はじめに、リーマン・ショック前から現在までのユーロシステム（ECB＋ユーロ圏一九ヶ国中銀）の資産の推移を確認しておこう。

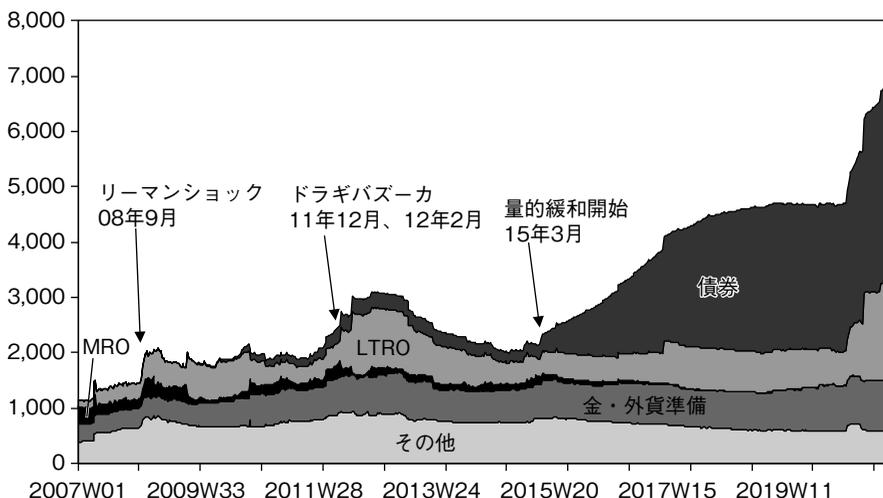
図表1からわかるのは、まず、リーマン・ショックとそれに続くユーロ危機には、基本的に、金融機関への貸出（MROとLTRO⁽¹⁾）主に後者の拡大）によって対応していることである。リーマン・ショックは、米国では短期の証券市場（MMFやCP市場など）の機能マヒの形で現れたため、FRBはそうした非銀行部門への資金供給を余儀なくされたのに対して、欧州では危機はあくまで銀行危機でありしたがって中央銀行の対応も銀行へ

の資金供給が中心となっている。

ギリシャ等の債務危機国の国債買入は、二〇一〇年五月から始まった。国債の買入は、図表1が示すように量的には限定的であったがECBにとって大きな転機であった。国債の買い切りオペは、FRBや日銀にとっては通常のオペであるが、ユーロ圏ではそれまで実施されたことがなかったからである。と言うのも、ユーロ圏では、制度上外貨準備を（財務省ではなく）中銀が保有することになっているため、従来から、通貨供給上も国債を買い入れる必要がなく、また、ドイツを中心に財政ファイナンスへの警戒感が非常に強い。流通市場での買入も、財政ファイナンスのリスクを高めるものとして忌避されてきたのである。それに、利回り（非信用リスク）の異なる加盟国国債の買入れ配分をどうするのかという面倒な問題も生じる。

そのようなユーロ圏において、国債買入が量的にも大きなウエイトを占めるようになるのは、一五年三月のPSP（Public Sector Purchase Programme：公的部門証券買入れプログラム）の開始からである。これは、金融危機

図表1 ユーロシステムの資産



(注) 10億ユーロ。2007年1月5日～2020年11月13日、週次。

(出所) ECB, Statistical Data Warehouse (Eurosystem consolidated statement) より作成。

や債務危機への対応というより、景気と物価の低迷に対応したものであり、FRBや日銀の量的緩和政策と共通する。ただし、ECBの場合、量的緩和政策に踏み切る前に、マイナス金利政策を開始しており（二〇一四年六月）、やはり国債の大量買入れは最後の手段に位置付けられていた⁽²⁾のである。

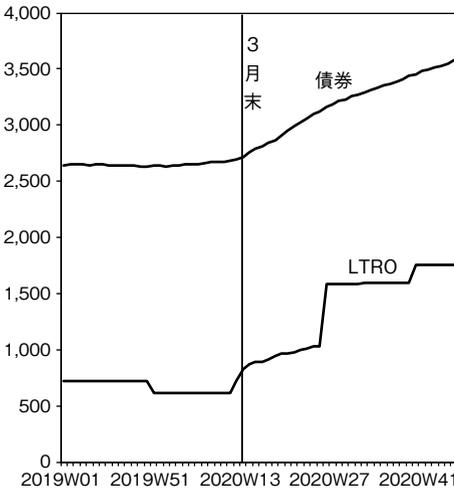
国債買入れ（PSPP）を中心とするAPP（Asset Purchase Programmes）⁽³⁾は、一時は月額八〇〇億ユーロにも達していたが、一七年四月から減額（テーパリング）を開始し、二〇一八年末には新規買入れを終了していた（当面の間、償還分を再投資し残高を維持）。しかし、一九年一月から月額二〇〇億ユーロで再開、そしてそこにパンデミックが発生したのである。

2 コロナ危機への対応と債券の買入れ

図表2は、図表1のうち、昨年一月からの債券とLTROそれぞれ個別の残高を取り出したものである。これを見ると、今年三月から買入れ債券と長期融資の残高が急増していることがわかる。まず、債券から見てみよう。

ECB政策理事会は、三月一二日に、二〇年末までの時限措置として、総計二二〇〇億ユーロ（月額一二〇億ユーロ）の債券買入れを決定した。昨年一月から再開しているAPP（月額二〇〇億ユーロ）への上乗せであり、中身はほぼ同じであるが、コロナ対応として一時的

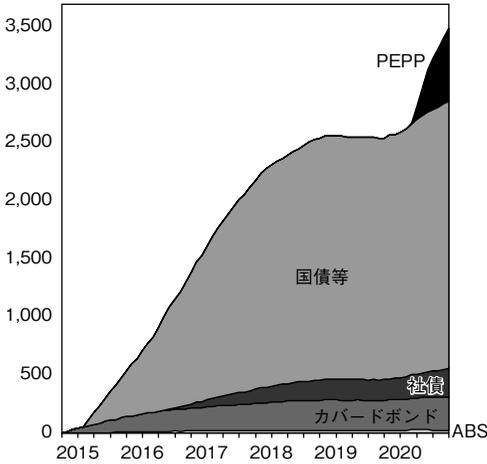
図表2 債券とLTROの推移（直近2年）



(注) 10億ユーロ。2019年1月4日～2020年11月13日、週次。

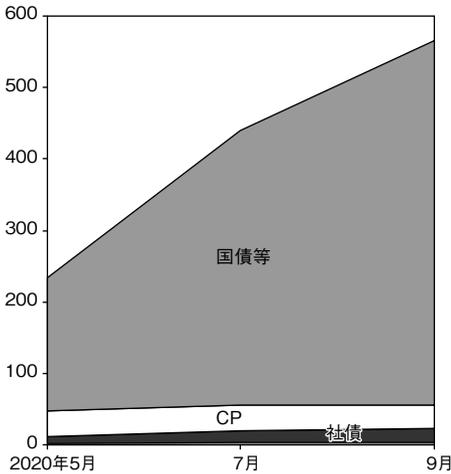
(出所) ECB, Statistical Data Warehouse (Eurosystem consolidated statement) より作成。

図表3 債券の内訳



(注) 10億ユーロ。2014年10月～2020年10月、月次。
 (出所) ECB, History of cumulative purchase breakdowns under the APP, History of monthly net purchase under the PEPPより作成。

図表4 PEPPの内訳



(注) 10億ユーロ。2020年5月末、7月末、9月末。
 (出所) ECB, History of PEPP purchases broken down by asset categoryより作成。

であることを強調したのである。

さらに同月一八日には、PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) として、コロナ危機の収束まで(少なくとも二〇年末まで)を期限とする総額七五〇億ユーロの債券買入れを決定した。そして六月四日に買入れ額を一三五〇億ユーロへと増額するとともにその期限を少なくとも二二年六月末までに延長している。PEPPの内訳を示したものが図表4であるが、APPと同様に国債がほとんどを占めているが、CPと社債も一定額買入れられていることがわかる。

つまり、現在のECBの債券買入れは、三つに区分されて実施されていることになる。一つは、APPのうち

の月額二〇〇億ユーロで、これはパンデミックに関係なく、政策金利引き上げの直前まで、すなわちマクロ的な経済環境の好転が見込めるまで相当の期間継続される予定のものである。もう一つがAPPの追加の月額一二〇億ユーロで、これはコロナ対応として今年一杯での終了が予定されている。ただし、この追加分では、民間部門のウエイトを高めることが明言されている。⁽⁴⁾ APPは注3で述べているように社債等を含んでいるが、それらの買入れを増やすということである。実際、図表3で足元で社債の買入れ残高がわずかながら上昇していることが確認できる。

そして、三つ目の債券買入れがPEPPであるが、APPの買入れ対象の配分が「キャピタル・キー」を原則としているのに対して、PEPPではより柔軟な配分を行うとしている点、また、APPでは対象外のギリシャ国債を含めている点が異なる。「キャピタル・キー」⁽⁵⁾とは、ユーロ圏加盟国のGDP比率と人口比率の平均によって算出される指標で、ECBへの出資比率、ユーロ圏金融政策における損益の分配比率等に用いられており、APPにおいても国債買入れの割当比率の基準とされている。⁽⁶⁾ PEPPでは、必ずしもそれにとらわれず必要に応じて買入れ国債の比率を調整するとしたわけである。

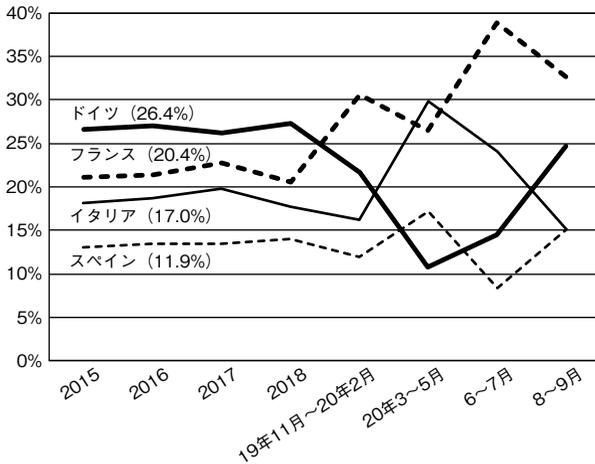
またギリシャ国債は、現在、格付けが投機的でECBの適格基準を満たしていないため、APPにおける買入れ対象から除外されている。⁽⁷⁾ しかしPEPPにおいては例外的にその対象に含めることにしたのである。では、実際の買入れ額はどのようになっていのか確認してみよう。

図表5 ECBのキャピタル・キー

	Capital Key	修正 Capital Key
ドイツ	21.4	26.4
フランス	16.6	20.4
イタリア	13.8	17.0
スペイン	9.7	11.9
ポーランド	6.0	—
オランダ	4.8	5.9
その他加盟国	27.7	18.4
計	100.0	100.0

(注) 2020年2月1日時点。「修正キャピタルキー」は非ユーロ圏分を除いたもの。
 (出所) ECB, "Capital subscription," January 30, 2020.

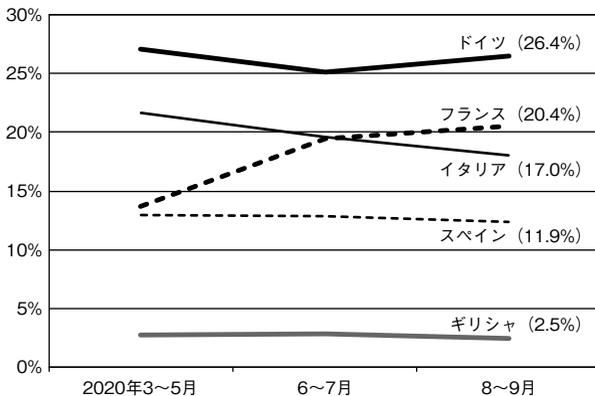
図表6 APPの国債買入れ比率



(注) 各期の新規買入れ額の各国別の比率。2019年1～10月は新規買入れ停止中。カッコ内は、各国のキャピタル・キー（ユーロ圏のみ、20年2月1日時点）。

(出所) ECB, Breakdown of debt securities under the Public Sector Purchase Programme より作成。

図表7 PEPPの国債買入れ比率



(注) 各期の新規買入れ額の各国別の比率。カッコ内は、各国のキャピタル・キー（ユーロ圏のみ、20年2月1日時点）。

(出所) ECB, History of public sector securities cumulative purchase breakdowns under the PEPP より作成。

図表6はAPP（PSSP）による各年・各期の国債の新規買入れ額における主要国国債の比率の推移を示したものである。これを見ると、従来（二〇一八年まで）は、かなり正確にキャピタル・キーに沿った買入れがなされていたのに対して、今年春（三～五月）にはイタリアの比率が急増しその後キャピタル・キーベースに落ちていること、またフランスの比率が高いことがわかる。

PEPPにおける国債買入れについても同様に見てみると（図表7）、春に多かったイタリアがその後低下し、

フランスは春には基準値よりも低かったが夏には戻っており、おおむね図表6に示したAPPと同様の動きとなっている。また、APPでは対象外であったギリシャ国債の買入れも確認できる。

つまり、ECBは、APPはキャピタル・キーに従い、PEPPではより柔軟に運用すると表明しているものの、実際の運用では両者の区別は厳密ではなく、コロナ危機による長期金利の変動など各国国債市場の状況に合わせた買入れを行なっているものと推測される。

3 コロナ危機への対応〜マイナス金利での貸出

コロナ危機が発生しても、ECBは政策金利については変更していない。政策金利の中心であるMRO金利は二〇一六年三月以来のゼロを維持しており、DF（預金ファシリテイ）金利も昨年九月にマイナス〇・五%に引き下げたままである。マイナス金利のこれ以上の深掘りはむしろ副作用のほうが大きくなるからであろう。

他方で、TLTRO等の貸出金利をマイナスとすることで、大量の資金を供給している。それについて見てみよう。

LTROの一種であるTLTRO (Targeted Longer Term Refinancing Operation) とは、①貸出額を、個々の銀行の対民間向け融資純増額（ただし金融機関向けと住宅ローンを除く）にリンクさせることで、实体经济への直接的な資金供給を目指し、②通常のLTROよりも長期の資金を、③低利で供給する、という特別融資である。⁽⁹⁾ 図表8が示すように二〇一四年九月に三ヶ月ごとの計八回限定のオペとして実施されたが、一六年六月から第IIシリーズが、昨年九月から第IIIシリーズが始まり、その途中でコロナ危機が発生したことになる。

そこでECBは、その金利を大きく下げることによって供給額の拡大を図った。三月一二日には貸出金利を

図表 8 TLTROとPELTRO

	決定日	実施期間・回数	決定日・金利	満期	貸出総額
TLTRO I	2014年6月5日	2014年9月～16年6月、四半期ごとに8回	2014年6月5日・MRO金利+10bp 2015年1月22日・MRO金利	2018年9月	4,320億ユーロ
TLTRO II	2016年3月10日	2016年6月～17年3月、四半期ごとに4回	MRO金利、貸出実績によりDF金利	4年	7,402億ユーロ
TLTRO III	2019年3月7日	2019年9月～21年3月、四半期ごとに7回	19年9月12日・MRO金利、貸出実績によりDF金利	3年	1回目 (19年9月18日) 34億ユーロ
			20年3月12日・MRO金利-25bp、 貸出実績によりDF金利-25bp		2回目 (19年12月11日) 977億ユーロ
PELTRO	2020年4月30日	2020年5月～12月、ほぼ毎月7回	20年4月30日・MRO金利-50bp、 貸出実績によりDF金利-50bp	最初の3回：2021年9月 次の2回：2021年8月 最後の2回：2021年7月	3回目 (20年3月18日) 1,150億ユーロ
			MRO金利-25bp		4回目 (20年6月17日) 1兆3,084億ユーロ
					5回目 (20年9月23日) 1,745億ユーロ
					266億ユーロ

(注) DF (Deposit Facility)：中銀への翌日物預金金利。2014年6月のマイナス金利政策採用後、マイナスで推移している。

MRO金利：2016年3月以降、ゼロで推移。

(出所) ECB, Press Release: History of all ECB open market operations より作成。

△MRO金利―二五bp▽とし、四月三〇日にはさらに△MRO金利―五〇bp▽へと押し下げているが、MRO金利はゼロであるため、銀行は借りるだけで利益が出る計算である。しかし実際は、剰余資金を中銀に預金したままだとDF金利（マイナス五〇bp）をチャージされてしまう。そこで、貸出実績によっては、そのDF金利よりもさらに低い金利での貸出を認めることで、実質においてもマイナス金利での貸出したのである。その結果、六月一七日（TLTRO IIIの四回目）には一回のオペで一兆三千億ユーロという巨額の資金供給が実現している⁽⁹⁾。

また、四月三〇日には、PELTRO (Pandemic Emergency Longer Term Refinancing Operation) という、マイナス二五bpでの貸出を、年内ほぼ月一回のペースで計七回行うことを発表した。これは、前述のTLTRO

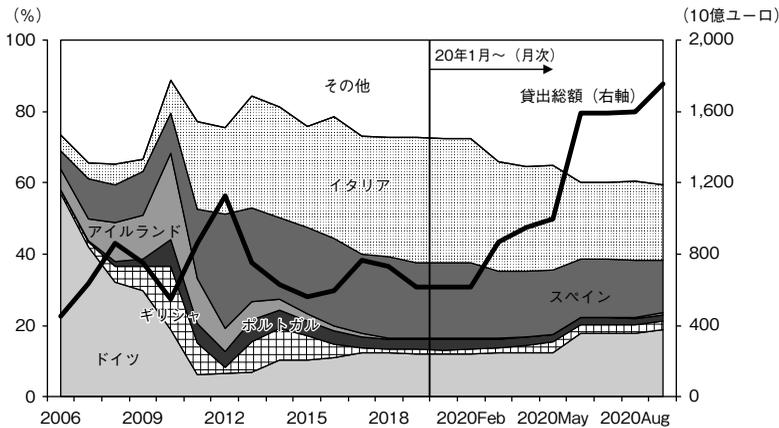
○Ⅲが三ヶ月に一回しか行われなかったため、その隙間を埋めることを目的としたものであるが、資金供給額としては七回合計で二六六億ユーロにとどまっている。先のTLTROⅢで当面の資金は確保され、また金利面でもメリットが感じられなかったためであろう。

4 貸出の国別構成

こうした貸出の結果は、ユーロ圏の中央銀行別ではどのように分布しているだろうか。ECBの金融政策を見る場合には、政策理事会での決定内容やユーロシステム全体としての（連結ベースでの）資産だけでなく、個別の加盟中銀単体のバランスシートの動きにも注意する必要がある。

図表9は、リーマン・ショック前からのユーロシステムの貸出（オペ）残高の加盟中銀別シェアを示したものである。これを見ると、当初は、その経済・金融市場の大きさを反映してドイツの比率が高いものの、次第にギリシャ、アイルランド、イタリアなど危機国での貸出が増えていくことがわかる。ECBで統一して決定されたオペでも、銀行の資金ニーズには国ごとの違いがあるからである。逆にドイツでは、質

図表9 貸出の各国別比率



(注) 貸出 = MRO + LTRO。2006年～20年9月末。19年末までは年次、20年1月からは月次。
 (出所) 2015年までは各中銀年次報告書より、16年以降は、ECB, Statistical Data Warehouse (Breakdown of the Eurosystem consolidated financial statement) より作成。

資金供給額として

への逃避」によって資金余剰状態となり中銀貸出は大きく減少している。

ところが、コロナ危機下ではそうした傾向が反転している。長く銀行の不良債権問題を抱えてきたイタリア、スペインの比率が低下し、ドイツや「その他」が増えている。これは、特定の国に集中して現れたユーロ危機とは対照的に、コロナ危機が広くユーロ圏全体を覆っていることを示している。

おわりに

以上見てきたように、コロナ危機に直面して、ECBは、本来のルールを超えて、投機的格付けのギリシャ国債を含めた大量の加盟国国債買入れに踏み切るとともに、銀行に対してマイナス金利での貸出を一兆ユーロ規模で実施している。

また、本稿では触れることができなかったが、財政面では、七五〇〇億ユーロ規模の復興基金についてEU首脳間での基本合意が成立し、現在その具体化にむけた議論が進められている。危機対応としての例外的措置が前例となって、財政統合に向けた大きな一歩となる可能性もあるように思われる。そうなれば、金融政策への過度の依存も幾分か是正されるであろう。

注

- (1) MRO (Main Refinancing Operation) は満期一週間、LTRO (Longer Term Refinancing Operation) は満期一ヶ月であったが、後者はユーロ危機への対応のなかで次第に長期化し、いわゆるドラギ・バズーカ(二〇一一年一二月と二二年二月)では満期三年、TLTRO (Targeted Longer Term Refinancing Operation: 本稿で

はLTROを含む）では満期四年の貸出も実施されている。そうしたなか、かつては主たる資金供給手段であったMROの残高は非常に小さくなっている。

(2) ECBの量的緩和政策については、拙稿「ECBの量的緩和政策」本誌二〇一八年八月号参照。

(3) APPは、図表3が示すようにカバードボンド、社債、ABSの買入れプログラムを含むが、そのほとんどはPSPが占める。また、PSPは各国国債を主たる対象とするが、EU機関債（買入れ額の約一〇％）、各国地方債・政府機関債を含む。

(4) ECB, Press Release: Monetary policy decisions, March 12, 2020.

(5) キャピタル・キーは、非EU圏を含む全EU加盟国を対象に計算されているが、本稿で述べている国債買入れについては、当然ながら非EU圏は対象外である。なお、ブレグジットにともない、今年二月一日よりキャピタル・キーは英国（イングランド銀行）を除いたものとなっている。

(6) ECBにおける国債買入れの割当、金融政策に関する損益の分配については拙稿「ECBの量的緩和と国債保有・損益負担」本誌二〇一七年六月参照。

(7) 対照的に、前述の二〇一〇年五月に開始されたギリシャ等の国債買入れは、債務危機への対応であるため、当然ながら格付けに関係なく実施された。この国債買入れは二〇一二年九月の決定により終了しており、以降、満期をまつて順次償還されている。現時点（二一月末）の残高は二八六億ユーロ（ECB, Terminated programme, Securities markets programme）。

(8) 図表1～4は残高ベースであるが、図表6・7はフローベース。

(9) 銀行の貸出増加額をベースとする資金供給という手法は、日銀が二〇一二年二月に導入した「貸出増加支援資金供

給」と同じである。

(10) 図表1、2、9のLTROの急増はこのオペによる。グラフ上の伸びが、一兆ユーロに満たないのは過去のオペの返済のため。

(い) ず ひさし・客員研究員

ヨーロッパの株式市場

（ESMAの報告書に見る実態）

吉川 真裕

二〇二〇年一月一日、欧州連合（EU）の証券市場監督機関である欧州証券市場監督機構（ESMA）は『EU証券市場』と題する報告書を公表し、二〇一八年の改訂金融商品サービス指令（MiFID II）施行後のヨーロッパの証券市場に関する情報を公開した。⁽¹⁾ MiFID II施行後にESMAは従来の取引所（規制市場…RM）や取引所類似施設（MTF）といった取引市場に加えて、顧客と電子的に相対で取引するシステムティック・インターナライザー（SI）や不定期にオークションがおこなわれるペリオディック・オークションでの取引情報を収集しており、これらがよくまとまった形で公表されることになった。また、株式市場のみならず、債券市場についても情報が公開されており、両者を比較しやすい形で提示していることも今回の報告書の特徴であり、今後は毎年、情報を更新していく予定であることも明らかにされた。

本稿では株式市場と債券市場に分けて提示された二〇一九年における取引情報を概観した後、業者の運営するダーク・プール（気配値を公開せずに取引をおこなう市場）での取引を禁止するとともに、RMやMTFでおこなわれるダーク・プール取引も大口取引を除いては気配値を公開している当該銘柄の上場取引所での最良気配の仲値でのみ執行されることになった株式市場の実態について紹介する。⁽²⁾

1 二〇一九年におけるヨーロッパの証券市場

図表1は報告書の巻頭要約に続いて掲載されている統計表であり、株式市場と債券市場の違い、株式市場における個別株とETFの違い、債券市場における公共債と民間債の違い、各取引市場による違いなどがわかりやすくまとめられている。

まず、株式市場ではMTF等を含めた取引所市場が五三%を占めるのに対して、債券市場では取引所市場は二四%にすぎないことがわかる。そして、株式市場では取引所市場のシェアは個別株で五三%、ETFで五二%と違いはないが、取引所市場の中ではETFに関して取引所のシェアが一七%と低く、MTFのシェアが三四%と高いことがわかる。また、取引所外市場では店頭市場(OTC)のシェアが二七%、SIのシェアが二〇%であるが、ETFに関してはOTCのシェアが一九%と低く、SIのシェアが二九%と高いことがわかる。

他方、債券市場では取引所市場のシェアは公共債で二七%、民間債で一四%と違いが大きく、取引所外市場の中ではOTCのシェアが五〇%、SIのシェアが二六%であるが、公共債に関してSIのシェアが四八%と高く、OTCのシェアが三五%と低いことがわかる。

こうした違いは取引対象の流動性によるところが大きいものと考えられ、株式市場では流動性の高いものは取引所市場で、流動性の低いものは取引所外市場で、とりわけOTCで取引されているものと考えられる。一方、債券市場では流動性の高い公共債でも取引所市場のシェアは低いが、取引所外市場のSIで公共債の取引が多くなっており、流動性の低い民間債ではOTCのシェアが六七%と高く、SIのシェア一九%や取引所市場のシェア一四%を大きく上回っていることが確認できる。

図表1 2019年におけるヨーロッパの証券市場

	Equity			Bond		
	All	Shares	ETFs	All	Corporate	Sovereign
Size						
Number of instruments	28,304	21,376	5,573	173,656	92,137	8,631
Total trading volumes (EUR tn)	26.8	23.7	2.6	101	18.2	77.9
of which on UK venues (EUR tn)	13.5	11.9	1.2	36.4	4.4	30.7
Total number of transactions (mn)	1,761	1,702	23	18.9	7.3	9.6
of which on UK venues (EUR mn)	862	690	10	3.6	1.7	1.7
Total EEA market capitalisation/nominal amount (EUR tn)	17.9	17.9	n/a	25.2	10.8	11
of which UK issuers (EUR tn)	4.6	4.6	n/a	4.9	3	1.8
Trading activity						
Entities with largest trading activity	MTFs	MTFs	MTFs	SlIs	SlIs	SlIs
On-exchange (% of total volumes)	53	53	52	24	14	27
RMs	26	26	17	1	0.2	4
MTFs	27	27	34	15	12	11
OTFs	n/a	n/a	n/a	8	2	1
Off-exchange (% of total volumes)	47	47	48	76	86	73
SlIs	20	20	29	26	19	48
OTC	27	27	19	50	67	35
Market infrastructures						
Largest country in trading volumes	UK	UK	UK	UK	UK	UK
Number of venues	257	243	135	277	240	228
RMs (%)	23	25	27	21	18	20
MTFs (%)	44	46	37	35	31	29
OTFs (%)	n/a	n/a	n/a	10	11	13
SlIs (%)	33	29	36	34	40	38
incl. total UK venues	148	54	47	100	81	89
International activity						
Largest EEA Issuer	UK	UK	IE	DE	UK	DE
Trading volumes by issuer origin (EUR tn)						
of which EEA	22.1	19.6	2.2	54.9	10	41.3
of which UK	4.9	4.7	0.1	8.1	1.2	6.6
of which non-EEA	4.6	4	0.4	46.1	8.2	36.5
Transparency						
Liquid instruments (number)	2,278	1,493	733	1,201	367	680
Volumes (on-exchange) under post-trade transparency waiver (%)	15	13	31	NA	NA	NA
Volumes (on-exchange) under pre-trade transparency waiver (%)	32	30	61	NA	NA	NA

Note: All values for the calendar year 2019. n/a= not applicable, NA= not available.

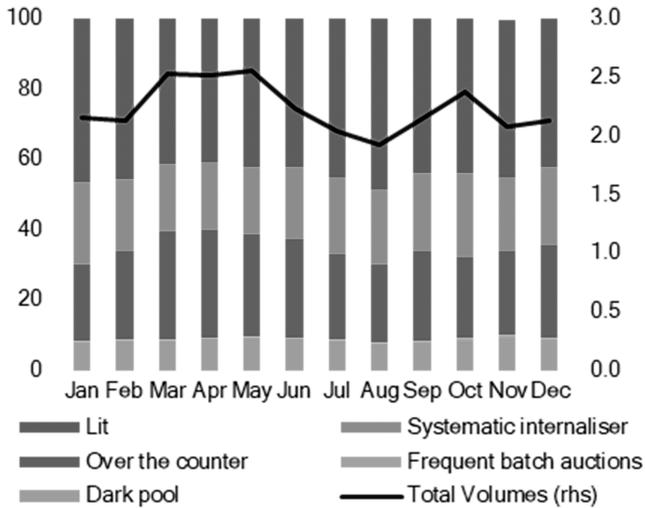
Source: FIRDS, FITRS, ESMA.

2 二〇一九年におけるヨーロッパの株式市場

図表1で二〇一九年におけるヨーロッパの株式市場での取引について、取引所市場におけるRM（取引所）とMTF、取引所外市場におけるSIとOTCに分けて確認したが、二〇一八年のMiFID II施行（ダーク・プール規制導入）後、各取引市場での取引に趨勢的な変化は生じていたのであるか。図表2は二〇一九年における各取引市場での取引シェアの推移を月ごとに表わしている。図表2を見る限り、ダーク・プール規制に伴うダーク・プールでの取引シェア低下、RMやMTFといった取引所市場（TSE）での取引シェア上昇、ペリオディック・オークション（Frequent batch auctions）での取引シェア上昇は読み取れないが、報告書では本文での説明なしに取引所市場（LIE）とSIでの取引増加、OTCでの取引減少という見出しが用いられている。規制を導入した当局としては効果を確認したいのであろうが、効果なしというのが市場でのコンセンサスとなっている。

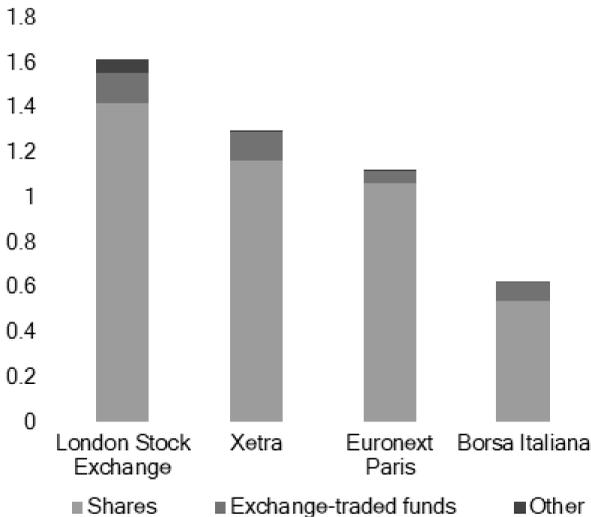
図表2・図表3・図表4は二〇一九年における取引所、MTF、SIのそれぞれ上位四市場での取引金額を表わしており、取引所（図表2）ではロンドン証券取引所、ドイツ取引所（Xetra）、ユーロネクスト・パリ（パリ取引所）、イタリア取引所、MTF（図表3）ではCBOEヨーロッパ（旧BATSヨーロッパ）、TP・ICAP（旧OFEX）、ターコイズ（買収されてロンドン証券取引所の子会社）、ブルームバーグ、SI（図表4）ではゴールドマン・サックス、バークレイズ、モルガン・スタンレー、クレディ・スイスが並んでいる。これらを合わせて並べ替えるとCBOEヨーロッパ、ゴールドマン・サックス、ロンドン証券取引所、TP・ICAP、ドイツ取引所（Xetra）という順になり、ほとんど報じられたことのないゴールドマン・サックスやTP・ICAPでの取引が多いことが確認され、しばしば報じられる米系のシタデルやバーチエといったHFTはSIの上位四社には入っていないことが明らかとなった。

図表2 2019年のヨーロッパの株式市場における取引シェアの推移



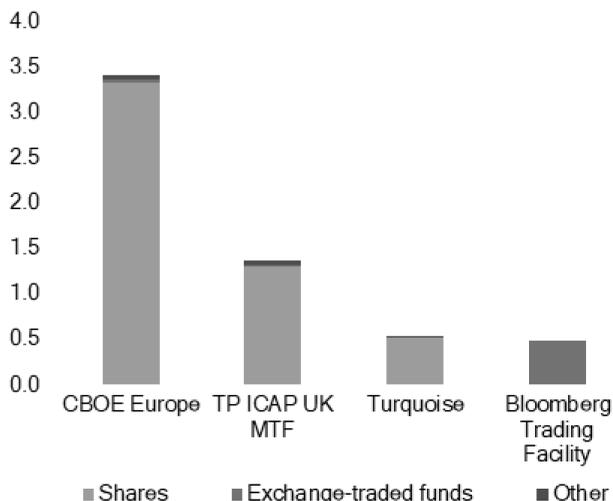
Note: Type of equity trading in the EEA as percentage of total volumes, in %.
 Total equity trading volumes in trn (rhs)
 Sources: FIRDS, FITRS, ESMA

図表3 2019年のヨーロッパの株式市場における取引所の上位4市場



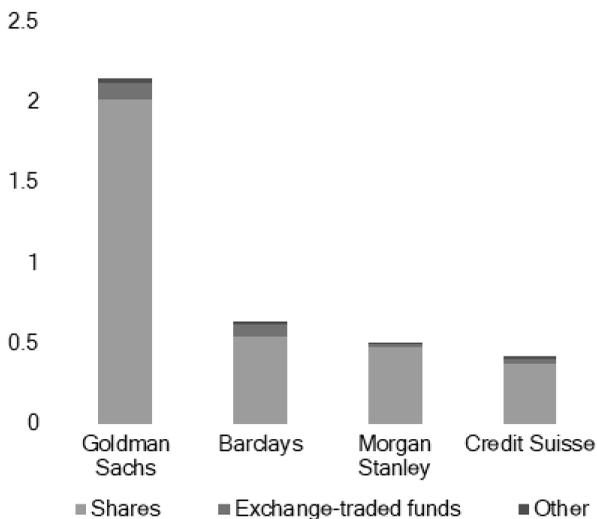
Note: Top regulated markets by annual trading volumes in equity and equity-like instruments in 2019, EUR trillion.
 Sources: FIRDS, FITRS, ESMA

図表4 2019年のヨーロッパの株式市場におけるMTFの上位4市場



Note: Top multilateral trading facilities by annual trading volumes in equity and equity-like instruments in 2019, EUR trillion.
Sources: FIRDS, FITRS, ESMA

図表5 2019年のヨーロッパの株式市場におけるSIの上位4市場



Note: Top systematic internalisers by annual trading volumes in equity and equity-like instruments in 2019, EUR trillion.
Sources: FIRDS, FITRS, ESMA

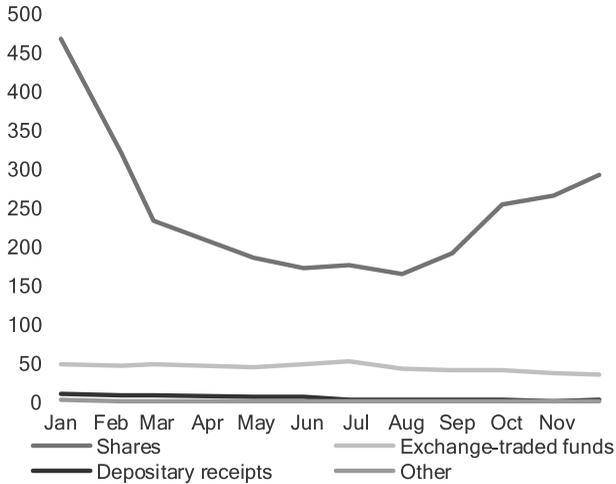
3 二〇一九年におけるヨーロッパの株式市場の透明性

二〇一八年のMiFID II施行に合わせてダーク・プール規制が導入された。規制の骨子は、①ブローカー・クロッシング・ネットワークと呼ばれた証券業者が運営するダーク・プールの禁止（RM・MTF・SIとして取引することは可能）、②他市場での気配値を利用することを条件とした気配値公開免除規定の削除（大口取引や電子的でない交渉による気配値公開免除規定は存続）、③単独ダーク・プールで特定銘柄の取引シェアが四％に達した場合、その市場での当該銘柄の取引を停止する措置、およびダーク・プール全体で特定銘柄の取引シェアが八％に達した場合、ダーク・プール全体で当該銘柄の取引を停止する措置（ダブル・ポリウム・キャップ）、④最良気配の仲値以外の価格でのダーク・プール取引の禁止等であるが、気配値を公開する市場での取引を増やすことが規制導入の目的とされた。

図表6はダブル・ポリウム・キャップの八％基準に抵触して取引停止となった銘柄数の推移を、図表7はダブル・ポリウム・キャップの四％基準に抵触して取引停止となった銘柄数の推移をそれぞれ表わしている。両図の形状は個別株においては似ているが、ETFでは八％基準に抵触する銘柄は個別株に比べて大幅に少ないのに四％基準に抵触する銘柄は個別株と変わらないことがはじめて明らかとなった。

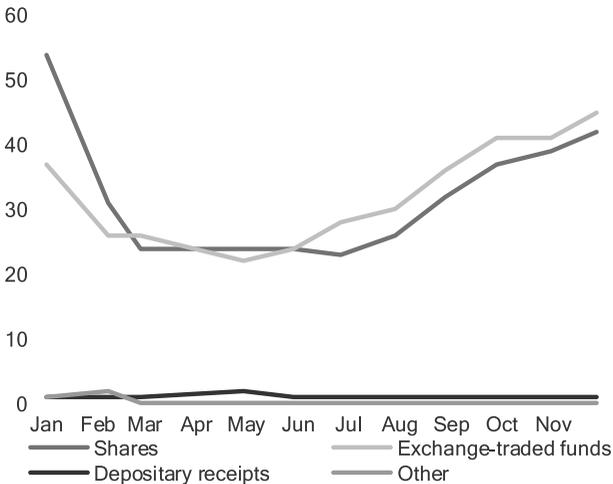
他方、図表8は気配値公開免除規定によって気配値の公開が免除された取引の比率の推移を、図表9は大口取引による気配値公開免除規定（JIS waiver）の適用を受けた取引の比率をそれぞれ表わしている。いずれの図でもETFは個別株に比べて気配値公開免除となっている比率が高いことがわかるが、図表8の推移を見ると個別株でもETFでも気配値公開免除を受けた取引の比率が明らかに上昇していることが読み取れる。透明性の向上を目指したダーク・プール規制導入後に気配値を公開しない取引の比率が上昇していることは皮肉としか言いよ

図表6 2019年のヨーロッパの株式市場におけるダブル・ボリューム・キャップ8%基準抵触銘柄数の推移



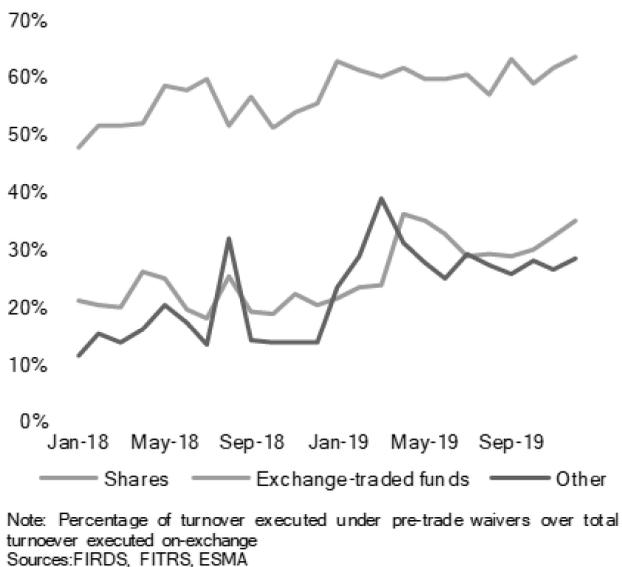
Note: Number of EU-level suspensions per type of instrument in 2019.
Sources: DVCAP, ESMA

図表7 2019年のヨーロッパの株式市場におけるダブル・ボリューム・キャップ4%基準抵触銘柄数の推移

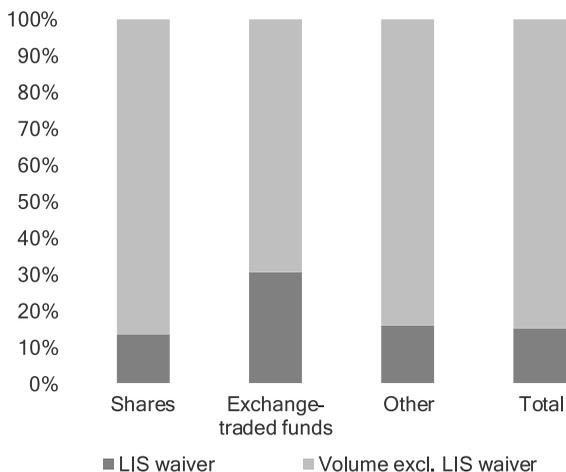


Note: Number of trading venue-level suspensions per type of instrument in 2019.
Sources: DVCAP, ESMA

図表8 ヨーロッパの株式市場における気配値公開免除規定による取引の比率の推移



図表9 2019年のヨーロッパの株式市場における大口取引気配値公開免除規定による取引の比率



うがなく、ダーク・プール規制の目的は達せられておらず、現在の規制を再検討する必要があるだろう。

機関投資家等による大口取引が多いと言われるヨーロッパの株式市場では従来からアメリカに比べて顧客と証券業者との取引所外での相対取引が多いと言われてきた。今回の報告書はそのことを確認したようにも思える。規制当局が想定する古典的な小口の取引を対象とした市場と機関投資家等を中心とした現実の市場には明らかに乖離があり、規制当局は力づくで市場を変えるのか、市場実勢に合わせた規制を導入するのかを再検討する必要があるだろう。もちろん、常に現実を容認することにも問題はあろうが、市場を理解しないで規制を導入することにも問題があり、今回のダーク・プール規制の導入と規制の効果はそのことを教えているように思える。

注

(1) European Securities and Markets Authority, "EU securities markets: ESMA Annual Statistical Report 2020," 18 November 2020 (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1355_mifid_asr.pdf).

(2) MiFID II 施行後のヨーロッパの株式市場については、拙稿「ダブル・ボリュウム・キャップ―EUのダーク・プール取引規制―」(本誌一七〇七号)、「欧州ダーク・プール規制の影響―リット、ダーク、OTC、SII―」(本誌一七〇九号)、「ペリオディック・オークション―MiFID II が生み出した取引形態―」(本誌一七一一号)、「ペリオディック・オークションの実像―ESMA のコンサルテーション結果に見る実態―」(本誌一七一七号)を参照。

(よしかわ まさひろ・客員研究員)

経済危機と金融

中野 瑞彦

1 はじめに

新型コロナウイルス感染症（以下、「新型コロナウイルス」）は二〇二〇年初より世界的に大きな脅威となり、約一年が経過した二〇二〇年一月時点においても収束の道筋が見えないばかりか、経済社会活動に計り知れないマイナスの影響をもたらしている。これに対し、各国とも国家予算を総動員して対処しており、日本もその例外ではない。日本政府は金融対応策として六〇兆円を上回る財政投融资枠を確保し、個人事業主や企業の資金繰り安定化を図っている。

これまでも日本では二〇〇〇年前後の金融危機、二〇〇八年九月のリーマン・ショック、二〇一一年三月の東日本大震災と大規模な経済危機が短期間の間に立て続けに発生し、その都度、政府を中心とする公的金融が対応してきた。この結果、金融機能に果たす公的金融の役割が拡大し、肥大化した。一方、民間金融機関は総じてリスク・テイクに及び腰であり、その果たすべき役割が後退しつつある。経済危機が頻発している状況下とはいえ、この傾向は一九八〇年代後半以降の金融自由化に込められていた金融の市場化、民営化の流れに逆行しているとの感を否めない。本稿では、新型コロナウイルス感染症対策として実施されている日本の金融対策を検証した上で、金融分野における公的部門と民間部門の役割について考察する。

2 新型コロナウイルス感染症に対する金融支援

(1) 日本

今般の新型コロナウイルス対策の主たる直接の窓口は、日本政策金融公庫（以下、「日本公庫」）、商工組合中央金庫、日本政策投資銀行（以下、「DBJ」）の政策金融機関である。新型コロナウイルス対策に関する政府第二次補正予算（二〇二〇年六月成立）後の財政投融资総額は六二・八兆円と、当初予算の五倍近くに膨れ上がった。このうち主な政策金融機関への割り当ては、日本公庫五〇・六兆円、DBJ一・二兆円である。これらの財源に基づく政策金融機関別の金融対応策概要は表1の通りである。ちなみに二〇一九年度の財政投融资要求額は一二・六兆円であり、うち日本公庫四・一兆円、DBJ七八〇〇億円の割り当てであった。

① 日本公庫

日本公庫は新型コロナウイルス対策として、通常枠以外に国民生活事業及び中小企業事業を対象に「新型コロナウイルス感染症特別貸付」（国民事業、中小企業事業）と「新型コロナウイルス対策マル経貸出」（小規模事業者対象）を設定した。今回の特徴は、貸出金額の上限の大幅な緩和、返済期間の長期化、据え置き期間三年、金利水準ゼロ、無担保貸出などの点である。緊急事態であることを反映して、いずれの条項も債務者にとって非常に借りやすい設定となっているが、こうした債務者側のメリットは債権者側の負担につながるものであり、回収可能性の点では懸念が残る仕組みである。

② DBJ

DBJは新型コロナウイルス対策として、従来から設定している「危機対応貸出」枠に日本公庫から今回供与された資金分を加えて対応している。加えて、DBJ独自のプログラムとして設定している「地域緊急対策プログラム」

の中で「危機対応業務を補完するもの」として新型コロナウイルスに対応することとしている。DBJは近年では一般的な貸出よりも投資と組み合わせた投融资や、事業再生・支援を狙いとした「特定投資業務」を中心に業務を行っている。

③ 日本銀行

日本銀行は、新型コロナウイルス対応特別オペによって金融機関に必要な資金を無利息で貸出すとともに、貸出相当額の預金残高を日銀当座預金残高のマクロ残高に加えるなど、金融機関の資金面をサポートしている。同時に、C P市場、外国為替市場、株式市場で積極的な買入を行い、金融市場の安定化に注力している。

④ 金融庁

金融庁は金融機関のバック・ストップとして、金融機関が公的資金を申請するための金融機能強化法改正法の期限を二〇二二年三月から二〇二六年三月まで延長した（二〇二〇年六月）。同時に、政令、内閣府令で新型コロナウイルス特例を設置し、公的資金申請のための条件を大幅に緩和した。

上記のように今回の支援の枠組みは、日本公庫やDBJなどが個人事業主や民間企業に貸出や保証の直接の窓口支援を行うとともに、日本銀行や金融庁が民間金融機関からの貸出等を間接的に支えるという総がかりの支援体制となっている。貸出条件についても、貸出金額を売上金額をベースに算定するほか、貸出金利は実質無利子、貸出期間が最長一五年（運転資金）、担保は不要など諸条件が大幅に緩和された緊急性の色濃い内容となっている。

(2) 米国

日本の金融対策の内容を検証するために、米国の金融対策を概観してみたい。米国は日本と比較して公的金融

表1 日本の主な金融対策

日本政策金融公庫及び沖縄金融公庫

1. 「新型コロナウイルス感染症特別貸付」国民生活事業
 - ・貸出限度額：8,000万円（別枠）
 - ・利率（年）：4,000万円を限度に貸出後3年目までは基準利率-0.9%、実質無利子化
 - ・返済期間：設備資金20年以内（うち据置期間5年以内）、
運転資金15年以内（同左）
 - ・その他：無担保
2. 「新型コロナウイルス感染症特別貸付」中小企業事業
 - ・貸出限度額：直接貸付6億円※
 - ・利率（年）：2億円※を限度に貸出後3年目まで基準利率-0.9%、
一部は実質無利子化
 - ・返済期間：設備資金20年以内、運転資金15年以内（ともに据置期間5年以内）
 - ・その他：無担保
3. 「新型コロナウイルス対策マル経貸出」小規模事業者対象
 - ・貸出限度額：1,000万円
 - ・利率（年）：基準利率1.21%、当初3年間は-0.9%
4. その他
 - (1)特別利子補給制度（実質無利子化）
 - (2)民間金融機関の信用保証協会保証付貸出（別枠）
 - (3)民間金融機関における実質無利子・無担保貸出

日本政策投資銀行

1. 危機対応業務「新型コロナウイルス感染症に関する危機対応」
2. 地域緊急対策プログラム：危機対応業務を補完するもの

日本銀行

1. 企業等の資金繰り支援：特別プログラム（総枠140兆円+ α ）
 - (1)CP・社債買入：20兆円
 - (2)新型コロナ対応特別オペ：120兆円（期間1年以内、貸付金利0%）
2. 金融市場安定化のための円・外貨供給：国債買入ドルオペ、無制限
3. ETF等買い入れ（年間約12兆円）
 - (1)ETF：当面、年間約12兆円ベース
 - (2)J-REIT：当面、年間約1,800億円ベース

金融庁

1. 金融機能強化法改正法に係る政令や内閣府令
 - (1)経営強化計画に数値目標を定めず「地域経済の再生に資する方策」を求める
 - (2)公的資金返済期限15年以内を「返済財源の確保」に緩和

機関が拡充していないため、中小企業庁 (Small Business Administration、以下、SBA) や連邦準備制度理事会 (Federal Reserve Board、以下、FED) が民間金融機関を通じて金融支援を実施する方式となっている。機関別の金融対応策概要は表2の通りである。

① SBA

SBAはPPP、EIDL、EBL、Debt Reliefの四つのプログラムを提供し、うちPPPとDebt Reliefは既に新規受付を停止した。PPPは中小企業を対象に給与資金を貸出し、給与支払いに充当した場合には債務免除を受けられる仕組みとなっており、実質的に補助金である。EIDLは運転資金を貸出するものであり、返済期間は最大三〇年と超長期である。貸出金利は三・七五%と足元の米国長期国債三〇年物利回り一・六五%前後を大きく上回る水準に設定されている。更に保全についても、貸出金額二万五〇〇〇ドル以上については担保徴求、二〇万ドル以上については保証人徴求など、厳格な貸出条件となっている。

② FED

FEDはMSLP、PMCF、SMCFの三つのプログラムを提供している。MSLPは民間金融機関を通じて資金の貸出であり、営利企業向けと非営利企業向けに分かれている。それぞれ新規貸出(MSNLF、MSPLF及びNONLF)、追加・借替貸出(MSELF、NOELF)、借入上限によって分類されている。MSLPは、ポストン連銀がSPV (Main Street SPV) を設立し、そのSPVに米財務省が七五〇億ドルを資本拠出、このSPVが金融機関等 (eligible lenders) から貸出債権を買取る仕組みである。但し、貸手金融機関は貸出の五%を保持し、SPVが九五%を保持する内容である。即ち、FEDはSPVに資金を供給し、貸出リスクは貸手金融機関などが五%を負担、SPVの損失は米財務省が七五〇億ドルの範囲で負担するという仕組みである。

PMCCFとSMCCFは証券市場の価格安定を目的とするものであり、それぞれ発行市場と流通市場でのC・社債、シンジケート・ローン、ETFが買取りの対象である。PMCCFとSMCCFは、ニューヨーク連銀がSPVを設立してそこに米財務省が七五〇億ドル資本拠出(当初資本はPMCCF五〇〇億ドル、SMCCF二五〇億ドル)という仕組みになっている。SPVの資金規模は両者合計で七五〇〇億ドルなので、約一割を米財務省がリスク対応の資本として負担する形である(投資適格債は一割、非適格債は七分の一)。

米国の金融対策について総じて言えることは、対策内容にメリハリを付けている点である。PPPは最初から債務免除条項を明記するなど交付金の性格が強い。一方、EIDLやMSLPなどはマーケット原理に基づいて制度設計をしている。貸出金額基準は日本の売上高とは異なり、税金・金利・減価償支払前利益(EBITDA)を前提としている。これは営業キャッシュフローでの返済能力を重視していることの表れである。貸出金利水準もLIBOR+3%とかなり高い水準に設定しており、債務者に一定の負担を求める建付けとなっている。このように借入条件が厳しいだけに、MSLP実際の利用金額は二〇二〇年一〇月末時点で三九億ドルと総枠六〇〇億ドルに比べ著しく低水準にとどまっている。⁽¹⁾

どちらの金融対策が優れているかは、それぞれの金融制度や歴史的な背景があるために一概には判断できないが、公的金融機関制度が充実している日本のほうが幅広く債務者に利用しやすい対策となっていること、市場性を重視する米国のほうが貸出条件にメリハリがあり明確になっていることが指摘できる。このような特徴の差は、民間金融と公的金融の将来的な役割分担を考える上で参考になると言えるだろう。

表2 米国の主な金融対策

中小企業庁（SBA）

1. Paycheck Protection Program（PPP） 総額6,590億ドル
 - ・対象企業：従業員数500名以下の企業、個人事業主・独立請負業者・自営業者
 - ・貸出金額：月間給与の24か月分+25%、最大1,000万ドル
 - ・貸出条件：貸出金利年利1%、貸出期間5年（6月5日以前貸出分は期間2年）
 - ・債務免除：申請可能、雇用維持を前提に借入資金の60%以上を給与に充当など
 - ・その他：担保・保証人不要
2. EIDL：Economic Injury Disaster Loan 総額600億ドル
 - ・貸出金額：運転資金として最大運転資金6か月分、最大200万ドル
 - ・貸出条件：金利年利3.75%（非営利団体は2.75%）、返済期間最大30年間
 - ・返済猶予：元本は1年間返済猶予、EIDL Loanは債務免除なし
 - ・その他：貸出金額が2万5,000ドル以上は担保徴求、20万ドル以上は要保証人
3. SBA Express Bridge Loans（零細業者向けつなぎ融資）
4. SBA Debt Relief（代位弁済）

連邦準備制度（FED）

1. Main Street Lending Program（MSLP） 総額6,000億ドル
 - ・貸出対象：従業員15,000人以下又は2019年売上高が50億ドル以下、金融機関経由で申請
 - ・貸出条件：金利LIBOR+3%（1か月物なし3か月物）、貸出期間5年満期
 - ・手数料：取り扱い手数料・貸出手数料、元本の各1%（元本25,000ドル以上の場合）
 - ・リコース・ローン、債務免除条項なし（not forgivable）
 - ・内容：営利企業向けは以下の3プログラム、違いは既存債務との返済順位【営利企業向け】
 - (1)the Main Street New Loan Facility（MSNLF）
 - ・新規融資、10万ドル以上350万ドル以下
 - ・最大借入金額は既存債務を含め2019年EBITDAの4倍以内
 - (2)the Main Street Priority Loan Facility（MSPLF）
 - ・新規融資、10万ドル以上500万ドル以下
 - ・最大借入金額は既存債務を含め2019年EBITDAの6倍以内
 - (3)the Main Street Expanded Loan Facility（MSELF）
 - ・追加融資・借換融資制度、1千万ドル～3億ドル
 - ・最大借入金額は既存債務を含め2019年EBITDAの6倍以内
 - 【非営利団体向け】
 - (4)the Nonprofit Organization New Loan Facility（NONLF）
 - (5)the Nonprofit Organization Expanded Loan Facility（NOELF）
2. Primary Market Corporate Facility（PMCCF）& Secondary Market Corporate Facility（SMCCF） 総額7,500億ドル
 - ・購入金額：投資適格債は10：1（資本部分）、非適格債は7：1（資本部分）
 - ・PMCCF：発行市場での社債単独購入、シンジケート・ローンの部分購入
 - ・SMCCF：流通市場で以下の個別社債、ETFを購入

3 リーマン・ショック時の金融対応

(1) 日本

経済危機時の金融対策として想起されるのは、二〇〇八年九月に発生したリーマン・ショック時の対応である。今回とリーマン・ショック時を比較すると、今回の金融対策のベースがリーマン・ショック時の対応にあったことがわかる。リーマン・ショックの発生後、日本政府は日本公庫を中心に貸出による資金繰り対策を実施した。日本公庫はツーステップ・ローンで商工中金、DBJに貸付を実施するとともに、債務者に対する一部損失補填、利子補給を行った。また、信用保証協会を通じ特別保証枠三〇兆円を設置した。DBJは、単独貸出を実行するとともに、危機対応貸出として民間金融機関と共同貸出、政府の保証付貸出を実行した。更には、産業活力再生特別措置法に基づき優先株식을引受けるなど企業への出資を実施した。

一方、日本銀行は金融市場安定化のために、CP買取り（格付がaー一格相当で残存機関が三か月以内）や社債買取り（格付がシングルA格以上で残存期間が一年以内の社債）を実施した。更に、低成長を打破するため医療や環境などの成長分野に取り組む企業に資金を供給すべく、民間金融機関に〇・一％の特別低利資金を供給した。また、金融庁は公的資金が即時に投入できるように金融機能強化法を改正し（二〇〇八年一二月成立）、公的資金の申請条件を緩和した。加えて、金融円滑化法（二〇〇九年一〇月成立、二〇一三年三月末廃止）により、債務者の金融機関への返済を一定期間猶予する手段を確保した。

(2) 米国

リーマン・ショックの発信源である米国は、当然のことながら金融市場の安定化に向けて迅速に行動した。サ

ププライム・ローン問題に端を発するリーマン・ショックへの対応は、第一に流動性の確保、第二に金融市場プレイヤーのソルベンシー確保が重要であった。このためFEDはCPや社債の買入適格基準を大幅に緩和し、機動的に金融市場に資金を供給した。一方の財務省は、不良資産救済プログラム (Troubled Asset Relief Program、TARP) を創設して七〇〇億ドルの公的資金枠を確保、金融機関支援のみならず、自動車産業支援、資産流動化支援、住宅市場支援など幅広く資金を供給した。

リーマン・ショック時の日米の対応の差は、それぞれの金融システムの違いを反映したものと理解されている。即ち、間接金融の割合が高い日本では金融機関を通じた資金供給を重視し、市場での資金調達割合が高い米国は金融証券市場の安定化を重視したものであった。その上で今回の新型コロナウイルスに対する日本の金融対策を評価すると、依然として政策金融機関に大きく依存している。民間金融機関に対しても、公的支援や公的資金を柱とした対策を講じている。この結果、公的金融部門の重要性が改めて認識される結果となっている。しかし、大規模な経済危機が短期間で繰り返されたとはいえ、公的支援と制度緩和に安易に傾きがちであると言わざるをえない。経済危機が生じると流動性危機とソルベンシー危機が一体化してしまうが、その場合に民と官がどのような役割分担をすべきか再考する必要があるだろう。

4 資本性劣後ローンの問題点

(1) 資本性劣後ローンの定義変遷

今回の金融対策で特徴的なことは、資本性劣後ローン（以下、「劣後ローン」）が推奨されている点である。第二次補正予算により、資本性劣後ローン対応枠として一・二兆円が計上された。日本公庫では「新型コロナウイルス

ルス感染症対策挑戦支援資本強化特別貸付制度」(二〇二〇年八月制度開始)を新設した。また、DBJは危機対応貸出の中で劣後ローンを取り扱うとしている。

既に金融庁は二〇一一年一月に、東日本大震災や急激な円高で業績の悪化した中小企業に対し資本性借入金(劣後ローンと同義)を推奨すべく、金融検査マニュアルの運用を明確化した。以前は劣後ローンについて特定の貸付制度を例示したにとどまっていたが、明確化後は以下の三条件について条件を直接明記した。即ち、償還条件は五年超、金利水準は株式事務に係る「事務コスト相当の金利」の設定も可能とし、劣後性は必ずしも「担保の解除」を必要としないとした。従来は、担保付既存借入は返済順位の劣後性が確保できないため、劣後ローンとみなすことが困難であったが、この明確化により必ずしも担保を解除する必要がなくなった。

更に、金融庁は今回の金融対策の一環として、「総合的な監督指針」等の一部を二〇二〇年五月に改正し、劣後ローンの条件を明確化した。それによれば、債務者や債権者の属性や資金使途等ではなく、基本的には償還条件、金利設定、劣後性といった観点から判断することとしている。具体的には、償還期間が五年超、期限一括償還返済であること、金利設定は資本に準じ配当可能利益に応じた金利設定で業績連動型が原則であるとしている。更に、最も重要な劣後性については、法的破綻時の劣後性が確保されていることとなっている。これは二〇一一年の「明確化」から更に踏み込んで内容を緩和したものであり、業態・業種、企業規模、既存借入・新規借入を問わず劣後ローンを幅広く推進するという金融庁の意図を反映している。

(2) 劣後ローンの問題点

劣後ローンの直近の事例では、全日本空輸(株)が二〇二〇年一〇月に劣後特約付シンジケート・ローンをDBJ

とメガ・バンク三行とで締結し、四〇〇〇億円の資金調達を行った。DBJは供与する一三〇〇億円のうちの一部を今回の新型コロナウイルス枠から拠出する予定である。また、イオン株は二〇二〇年一月にDBJの特定投資業務により、みずほ銀行などを含め劣後特約付きローンで約六〇〇億円を調達した。このうち三〇〇億円が資本と認定される見込みである。

中小企業でも劣後ローンの事例が見られる。例えば、名古屋銀行は「めいぎん資本性ローン」を日本公庫の劣後ローンとの組み合わせで実施している。また、信用金庫でも朝日信用金庫（東京・台東区）が新型コロナウイルス対策の資本性ローンとして「朝日救急ローン」を設定した⁽²⁾。その内容は、一企業一億円以内、貸出金利〇・九九%、予算規模は最大一〇億円である。

メガ・バンクなどは従来から劣後ローンに取り組んでおり、例えば三井住友銀行は企業の優先株式や劣後ローンを引き受けるメザニン・ファンドをDBJと共同で組成してきた。この場合には、大企業を中心とする事業再生の一環で劣後ローンが用いられており、金融機関が再生可能と判断した場合に限られている。また一方で、新型コロナウイルス前は、劣後ローンの利回り水準の高さや政策保有株式の持合いの代替手段としての位置づけなどから、メガ・バンクが劣後ローンに取り組んできた。この経緯を見る限り、劣後ローンは一般借入金を安易に代替する手段ではない。ましてや今回は劣後ローンとしての償還条件や金利条件を大幅に緩和しており、債権者である金融機関にとっての負担がかなり重いと云わざるを得ない。

(3) 事業再生と劣後ローン

事業再生の観点から劣後ローンの活用状況を確認すると、例えばDBJが事業再生関連で取り組み内容を公表

している五七案件では、資本性劣後ローンが確認できたのは四件であった。むしろ、出資をした案件が多く見受けられた。これは、出資のほうが株主として立場がより明確になるためであろう。つまり、事業再生絡みでの資本性劣後ローンの活用はあるが、事案そのものは必ずしも多くない。その理由は、本来は返済が必要である負債でありながら、金融検査では資本とみなすため、債権者としての立場が不明確となるからである。また、株主であれば事業再編等に当事者として関与できるが、劣後ローンでは立場が債権者にとどまるため、劣後ローンを資本に切り替える（DES）ないしは経営者・株主に強く働きかけるといった段階を踏まなくてはならない。

金融機関など債権者にとっては、劣後ローンが債権という意味で貸出と同一のカテゴリーである以上、少なくとも同等の金利・保全条件を設定すべきである。言い換えれば、十分に再生可能と判断できる企業へ劣後ローンを適用することは可能だが、それ以外の場合には現実的ではない。超長期の貸出期間でありかつ期限一括返済という条件設定では、回収の実現性に疑問が残るだけでなく与信管理上も対応が困難である。

5 経済危機における金融の役割分担

(1) 公的金融部門の拡大、民間金融部門の後退

経済危機においては、公的金融部門の与信が大幅に増加する。但し、既述した通り、貸出期間が長期化するとともに無金利かつ無担保の貸出であるため、公的部門の抱えるリスク・エクスポージャーは回収の裏付けが非常に希薄なものとなっている。

例えば、信用保証協会の保証残高は二〇二〇年三月までは概ね二〇兆円強で推移していたが、二〇二〇年四月から増加傾向をたどり、同九月末には三七・〇兆円と三月末比一六・二兆円増加、七七・九%増加した。この間、

民間金融機関の貸出も増加し、同九月末の銀行と信用金庫の貸出合計残高は、六〇九・八兆円と三月末比二二・九兆円増、前年同月比五・七%と急増した。このうち中小企業向け貸出一四・一兆円増と、概ね信用保証協会の保証残高増加額と同幅の水準である。

リーマン・ショック時の対応並びに今回の対応を見る限り、「国の政策の下、民間金融機関の補完を旨としつつ、社会のニーズに対応して、種々の手法により、政策金融を機動的に実施します。」⁽³⁾といいながら、現状は政策金融が主導し民間が補完する形となっている。実際のところ、民間金融機関のトップは「銀行は、お金を預かって貸し付けを行う金融仲介が中核事業。(リスクの高い)資本性資金を出すことは本来の業務ではない」として、⁽⁴⁾リスクを幅広く取っていくことに抵抗感を示し、民間の役割は資金の貸出であるとしている。だが、その民間貸出も経済危機時には公的支援を裏付けにしたものであり、これによって民間金融部門独自の役割が後退し、社会全体の公的金融依存体質が強まっている。

市場金融部門においても公的金融の役割が拡大している。二〇二〇年九月末時点の国債残高(除く短期国債)は九七三・七兆円にのぼり、このうち日銀の保有残高は四八五・四兆円、同シェア四九・九%に達している。一方、株式市場では二〇二〇年九月末でGPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)の株式運用額は四一・五兆円、日銀は同三四・八兆円(株式等)〇・六兆円、ETF三四・二兆円)であり、東証時価総額六四〇・八兆円に占めるシェアは計一一・九%となっている。

公的部門の高いシェアは市場価格の安定維持に寄与する反面、市場から退出する場合に市場価格に大きなインパクトを与えることになる。このため公的部門が市場から退出できないという事態になれば、市場価格の適切性が損なわれることになりかねない。

(2) 市場型間接金融の後退

銀行貸出が増加する一方で、証券化市場は低迷が続いている(図1)。証券化商品残高の推移を見ると、残高は二〇〇八年一二月の四四・五兆円をピークに急速に減少した。この傾向にサブプライム・ローン問題とリーマン・ショックが大きく影響していることは言うまでもない。その後、二〇一六年六月を底に残高は反転し、二〇二〇年六月には三九・二兆円に回復した。しかしその内訳を見ると、住宅ローン以外の残高は回復したとはいえず、アベノミクス下の景気回復にもかかわらず二〇二〇年六月で一三・七兆円にとどまっており、二〇〇七年一二月の残高二八・三兆円の半分にも満たない水準である。この傾向は、住宅担保という安全性が確保できている証券化商品は一定の需要があるのに対し、それ以外の証券化商品に対する需要は乏しいことを表している。

証券化商品は、市場型間接金融の柱とされた金融スキームである。しかし、証券化商品の動向を見る限り、市場型間接金融が進展しているとは言えない状況である。その理由は、ハイ・リスクを取る投資家が不在であることと、証券化にふさわしい金融取引が不足していることの両方であるが、経済危機が相次ぐ中で需要側も供給側も市場化することの意義を見出せなくなっていることも指摘できる。

そもそも市場型間接金融の狙いは、銀行部門にリスクが集中する従来型の金融システムを改革し、金融リスク(流動性リスクとソルベンシー・リスク)を厚みのある市場で吸収する体制に変えていこうとするものであった。⁽⁵⁾しかし現状を見る限り、金融リスクが公的部門、ひいては国家財政に集中する構図となっている。このリスクは何等かの方法で解消されなければならないが、高い経済成長率のもと税収の増加によって吸収していく方法は、少子高齢化の進展で社会保障費が膨らんでいる現状を踏まえればほとんど実現不可能なシナリオである。

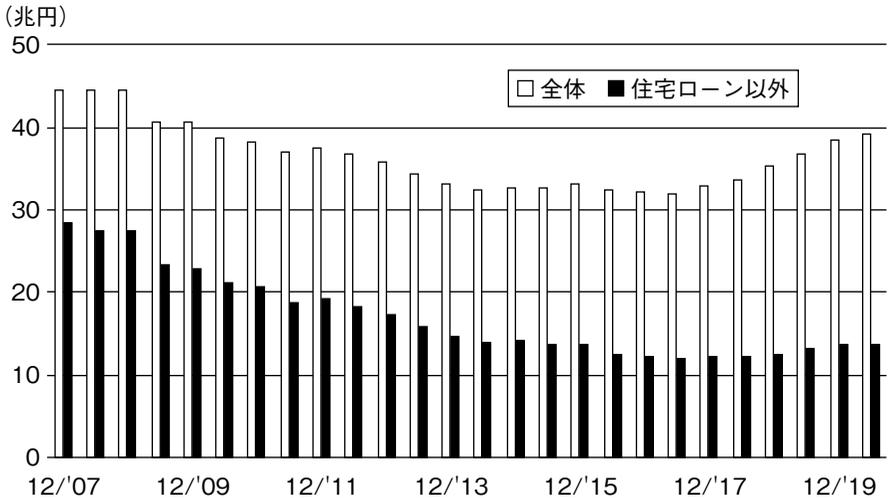
金融リスクは公的部門が担い、流動性の供給が民間部門の役割であるという考え方に立つのであれば、金融リ

スクはバブル経済期と同様に一か所に集中することになり、その解消は日本経済が既に経験したように暴発的なものになり、更に長期の時間を要するものになる。そうした事態を避けるためには、金融リスクを分散する手段を考えなくてはならない。更に、今後も金融の自由化、市場化を基本路線とするのであれば、経済危機への金融的対応をどのように市場化に転化していくかを模索すべきである。具体的には、公的部門が抱え込んだ金融債権を証券化し、市場で吸収していく仕組みである。そのためには、原債権を組成する段階で証券化に堪えられるような建付けをしておくことを真剣に検討すべき段階に来ている。

注

- (1) 日本経済新聞二〇二〇年一月二一日朝刊記事
- (2) 日本経済新聞二〇二〇年一〇月六日朝刊記事
- (3) 日本公庫『中小企業事業金融のご案内二〇一〇』
- (4) 三毛兼承 三菱UFJ銀行頭取『週刊東洋経済』

図1 証券化商品残高の推移（半期末残）



(注) 証券化商品の内訳は、資産担保型債券（機構MBS、不動産関連債券、その他の資産担保型債券）、ABCP、信託受益権（住宅貸付債権担保分、一般貸付債権担保分、売掛債権担保分、リース・クレジット債権担保分、その他）

(資料) 日本銀行「資金循環勘定」

第六九三三号（二〇二〇年七月一日）四七頁

- (5) 池尾和人・柳川範之「第一章 日本の金融システムのどこに問題があるのか」一八～二〇頁 池尾和人編著『市場型間接金融の経済分析』日本評論社（二〇〇六）

参考文献

- ・ Board of Governors of the Federal Reserve System
'Main Street Lending Program'
<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mainstreetlending.htm>
- 'Primary Market Corporate Credit Facility'
<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/pmccf.htm>
- ・ Small Business Administration 'Coronavirus Relief Options'
<https://www.sba.gov/funding-programs/loans/coronavirus-relief-options>
- ・ 金融庁「資本性借入金関係F△C」<https://www.fsa.go.jp/news/r1/ginkou/20200527/04.pdf>
- ・ 経済産業省「新型コロナウイルス感染症が影響を事業者の受ける皆様へ」
<https://www.meti.go.jp/covid-19/pdf/pamphlet.pdf>
- ・ 日本銀行「日本銀行の新型コロナウイルス対応」<https://www.boj.or.jp/about/bcp/corona/corona.pdf>
- ・ 日本政策金融公庫「新型コロナウイルス感染症特別貸付」
国民事業 https://www.jfc.go.jp/n/finance/search/covid_19_m.html

中小企業事業 https://www.jfc.go.jp/n/finance/search/covid_19_t.html

・ 日本政策投資銀行ホームページ

「危機対応業務」 <https://www.dbj.jp/service/finance/crisis/>

「特定投資業務」 <https://www.dbj.jp/service/invest/special/>

(なかの みつひこ・桃山学院大学教授)

証研レポート既刊目録

No.1709 (2018.8) 先人たちの先物取引論 ―福澤諭吉とマックス・ウェーバー― 金融模合の事例調査 ―沖繩本島と宮古の事例― ECBの量的緩和と政策 欧州ダーク・プール規制の影響 ―リット、ダーク、OTC、SI―	執筆者 二上 松尾 伊豆 吉川	No.1716 (2019.10) 類型別に見た証券業界の収益別シェア 株式投資型クラウドファンディングと中堅・中小およびベンチャー企業 アメリカのリテール・ホールセラーについて IPOをめぐるグローバルな動向 ―米国・香港市場の状況―	執筆者 二上 松尾 清水 志馬
No.1710 (2018.10) 金融資産分布の地域的变化 ―リーマンショック後― アメリカのメーカー・テイクア手数料とパイロット・プログラム 上場企業を対象とするMBOの株式取得プレミアムの決定要因 地方証券とそのビジネスの変遷	二上 清水 志馬 深見	No.1717 (2019.12) 総合取引所における不招請勧誘規制について 米国の金利急騰とFRBの負債構造 ペリオディック・オークションの実像 ―ESMAのコンサルテーション結果に見る実態― 議決権行使助言会社の規制	二上 伊豆 吉川 梅本
No.1711 (2018.12) 満二〇年を迎えた証券業の登録制 日米のベンチャーキャピタルの現状 ―CVCの動向を中心として― 日本銀行の引当金について ペリオディック・オークション ―MiFID IIが生み出した取引形態―	二上 松尾 伊豆 吉川	No.1718 (2020.2) デリバティブにおける勧誘規制について ソーシャルインパクトボンドとクラウドファンディング アメリカの市場手数料について 時価総額の小さな上場地方銀行の経営状況	二上 松尾 清水 志馬
No.1712 (2019.2) 証券業界への参入・退出等の最近の状況 米ティックサイズ拡大の試験プログラム ―SECの実証結果― 拡大するリスク・パリティ戦略とETF フェア・ディスクロージャー・ルールの検討	二上 清水 志馬 梅本	No.1719 (2020.4) [フラッシュ・クラッシュ・トレーダー]への判決と米国の相場操縦規制の動向 アメリカにおけるデュアル・クラス・シェア(DCS)・ストラクチャについて FRBのコロナ危機対応策 ―リーマン危機との比較― 英国HFTの実情 ―注文データに基づくFCAの分析―	森本 佐賀 伊豆 吉川
No.1713 (2019.4) 「キャッシュレス化」、「モバイル化」そして「スマホ証券」 不動産クラウドファンディングの現状と可能性 中央銀行の資本金制度と利益処分 豪州HFTの実情2 ―ASICによる調査報告―	二上 松尾 伊豆 吉川	No.1720 (2020.6) 証券リテール営業の「デジタル化」 ―「スマホ証券」― 株式投資型クラウドファンディングの新展開 アメリカの証券委託売買手数料無料のビジネスモデル 取引所の価格情報配信に関するSECの指令提案	二上 松尾 清水 志馬
No.1714 (2019.6) オプションと保険 ―日経二五オプション市場開設三〇周年を迎えて― アメリカの取引所外取引システムの新しい届出制度について 米国における取引所情報の配信をめぐる議論 長期保有株主を優遇する議決権行使制度 ―tenure votingまたはtime-phased voting―	二上 清水 志馬 福本	No.1721 (2020.8) 総合取引所に期待される役割について 日本銀行のコロナ危機対応策 英国HFTの実情2 ―注文データに基づくFCAの分析2― リングフェンス銀行の形成と経営	二上 伊豆 吉川 斉藤
No.1715 (2019.8) 証券会社の収入構成変化と「その他手数料」について ESG・SDGsとクラウドファンディング ―コーポレートガバナンスを中心に― レバ・ローンは第二のサブプライムか？ 米国における上場企業数の減少 ―SIFMAの報告書に見る実態―	二上 松尾 伊豆 吉川	No.1722 (2020.10) クラウドファンディングの世界的拡大 ―株式投資型クラウドファンディングを中心に― ロビンフッド証券のビジネスと注文回送レポートについて 株価変動の抑制規制 ―米国の様々なサーキット・ブレーカー制度― バルト三国のベンチャー・キャピタルと新興株式市場の現状と課題	松尾 清水 志馬 築田

証研レポート第一七三三号
二〇二〇年十二月十四日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2020年12月号

発行所

公益財団法人 **日本証券経済研究所**
大阪研究所

〒541-0041 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル
電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048
<http://www.jsri.or.jp>

定価(本体380円+税)