

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、CP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。

P M C C FとS M C C F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 P・社債、シンジケート・ローン、E T Fが買取りの対象である。P M C C FとS M C C Fは、ニューヨーク連銀がS P V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P M C C F五〇〇億ドル、S M C C F二五〇億ドル）という仕組みになっている。S P V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。P P P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、E I D LやM S L P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（E B I T D A）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L I B O R + 三%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、M S L P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。

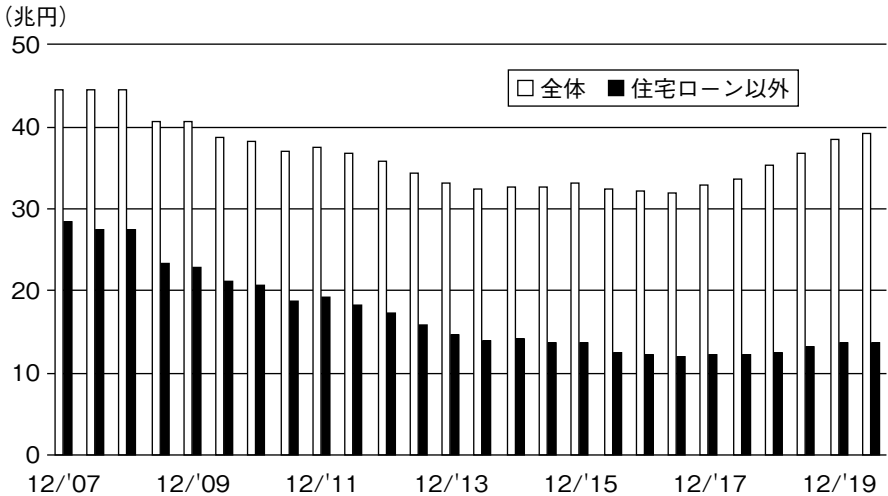
金融リスクは公的部門が担い、流動性の供給が民間部門の役割であるという考え方に立つのであれば、金融リ

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)