

新型コロナ禍の中、政府・中銀が支える グローバル金融市場と企業金融

2020年6月25日

調査部 主席研究員

廉

かど

了

さとる

要旨

- 新型コロナの悪影響を回避すべく、先進各国政府を中心に、大規模な企業の資金繰り支援策が打ち出されている。それをうけて、各国中央銀行が利下げや量的緩和のみならず、社債やCP、ローンの買い取り、融資を促進するオペの実施などにより、企業をサポートしている。
- その結果、世界的に株価は上昇し、社債のスプレッドも低下。社債、特に銀行貸出は、近年例のないくらい急増したため、企業の破綻続出は回避され、企業の資金繰りは安定している。これまでは、政府・中銀の施策は、効果が出ていると評価できる。
- しかし、先行き懸念材料もある。政府・中銀の企業の資金繰り支援策は、政府・中銀が相当の信用リスクを負うため、景気悪化で企業破綻が続出した場合、政府・中銀が巨額損失を被ることとなる。
- 各国の銀行は、企業の破綻に備え引当金を積み増しているが、収益の範囲内に止まっている。銀行の収益基盤が、長年の低金利・マイナス金利・イールドカーブのフラット化により脆弱化していることもあり、破綻が急増した場合、金融システムにも悪影響を及ぼそう。
- また、新興国企業の債務増大が続いている。新型コロナ禍による景気悪化に加え、通貨安もあり、債務負担が増している。先進国の政策が及びにくいこともあり、今後注意を要しよう。

各国政府や中銀の企業の資金繰り支援策

米国の企業の資金繰り支援策

- 2020年3月、コロナウィルス支援・救済・経済安全保障法（CARES法）が成立
 - 個人・世帯への支援や失業給付、税金、会計等に関するサポートなど総額2.2兆ドルの金融支援実施。
 - 中小企業については、米中小企業庁によるPPPで3,490億ドル（当初）、EIDL600億ドルを支援。
- 特にPPPについては、申し込みが殺到。4月中旬には予算の底をつき、申し込み受付を一時停止するほど。
 - この支援策は4月3日開始だったが、先着順だったこともあり、4月15日には申請件数140万件余り約3,050億ドル。
 - 3,000億ドルの追加融資枠が確保されたため、4/27申請受付再開。

米政府の企業金融支援策

Paycheck Protection Program (PPP)	<ul style="list-style-type: none"> • 2月15日～6月30日の間に発生した従業員の給与、賃料、保険、公共料金等の支払のために、一事業者あたり最大1,000万ドル(従業員の給与総額の月額平均の2.5倍)の融資を提供。 • 6月30日まで従業員の雇用を維持した場合、借り入れたローン • のうち給与、賃料等に充てられた金額については返済が免除される場合がある。 • 対象企業は、従業員数500名以下の企業(一定の要件を満たす場合には500名超の企業も対象)、個人事業主・独立請負業者・自営業者、宿泊・外食サービス業(Accommodation and Food Services)の企業)で一か所あたりの従業員数が500名未満の企業等(他企業の傘下にある場合、他企業が影響力を行使できる場合等には対象外となる可能性あり)。 • 貸付利率は年 1.0%、返済期間は2年間。SBA 認可の金融機関等で申請可能。 	融資枠 3,490億ドル + 3,000億ドル
Economic Injury Disaster Loan (EIDL) Program	<ul style="list-style-type: none"> • 運転資金として最大 200 万ドルを貸し付けるもの。貸付利率は 3.75%(非営利団体に関しては 2.75%)、返済期間は最大 30 年間。 • EIDL の申請者は、申請通過後 3 日以内に受取可能な 1 万ドルの EIDL Grant(補助金)の申請も可能。EIDL の申請が下りない場合も返済不要。 • PPPとEIDLの両方に申請した場合、EIDLの借入金額は、PPPの返済免除額を差し引いた金額 	融資枠 600億ドル

(出所)米議会関連法、米中小企業庁、在ニューヨーク日本国総領事館資料

EUの企業の資金繰り支援策

- EU委員会においては、従来EU加盟各国に認めてこなかった、各国の支援の障害となる国家による企業支援（助成金や政府保証付与）や財政支出の縛りを取り外し、企業を支援できる環境を整備。
 - 今後の焦点は、復興基金「次世代のEU」7,500億ユーロ。
- 各国の支援策について、ドイツを例にすると、大企業から中小・零細・個人事業主も含め、幅広く支援を実施。

EUの企業金融支援策

国家補助の一時的緩和措置	EU加盟各国による企業への助成金、ローンへの政府保証、優遇金利による公的ローンなどを認める
結束基金(Cohesion Fund)活用	EU結束基金から370億ユーロをEU加盟国への拠出可能に
欧州戦略投資基金(EFSI)を通じた中小企業の資金調達支援	<ul style="list-style-type: none"> ・ 欧州投資銀行(EIB)傘下の欧州投資基金(EIF)の保証により、欧州戦略投資基金(EFSI)を通じて、10億ユーロを拠出。 ・ 支援する中小企業10万社、融資額80億ユーロ見込む。
欧州安定メカニズム(ESM)などを活用した支援策(総額5,400億ユーロ)	雇用保護支援: 1,000億ユーロ EIBの保証基金強化: 2,000億ユーロ EU加盟国支援: 2,400億ユーロ
復興基金「次世代のEU(Next Generation EU)」(総額7,500億ユーロ)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 2021年度以降の復興計画を提案。返済不要な補助金・・・5,000億ユーロ 融資・・・2,500億ユーロ ・ 内容は、①EU加盟国の復興・回復支援、②民間投資の誘導、③保健課題への対応策の3つ

ドイツの企業金融支援策

零細企業と個人事業主支援(最大500億ユーロ)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 従業員を持たない個人事業者及び従業員5人までの零細企業に対しては、3か月分の一括給付金(返済義務なし)として最大9,000ユーロ支給 ・ 従業員10名までの企業に対し、3か月分の一括給付金として最大15,000ユーロ(返済義務なし)支給。
中小企業支援	<ul style="list-style-type: none"> ・ ドイツ復興金融公庫(KfW)による中小企業向け融資プログラム ・ 対象は従業員11~250人の中小企業で、与信上限は売上三ヵ月分(従業員50人超は最大80万ユーロ、50人以下は最大50万ユーロ)、金利3%、融資期間10年。 ・ 政府保証100%で、信用リスク審査評価なしで融資。
中堅・大企業支援(総額5,000億ユーロ)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 経済安定化基金を設置 ・ 対象は従業員250人以上や売上50億ユーロ以上の企業 政府保証付与の流動性支援: 4,000億ユーロ 大企業の資本強化: 1,000億ユーロ

(出所)ドイツ大使館、在日ドイツ商工会議所、KfW、ドイツ連邦政府

日本の企業の資金繰り支援策

- 日本政策金融公庫や信用保証協会を中心とする実質無利子・無担保融資の導入が中心。
- 資本金性資金（出資・劣後ローン）での支援も導入。
 - 事業規模は140兆円規模。
- 企業の資金繰りを支えるため、金融機関も支援
 - BIS規制の弾力的運用や金融機能強化法を拡充。

金融庁の主な企業金融支援策

<ul style="list-style-type: none"> ● 有価証券報告書の提出期限の延長 <ul style="list-style-type: none"> ・3月決算企業の提出期限6月末⇒9月末へ。
<ul style="list-style-type: none"> ● <u>BIS規制の緩和</u> <ul style="list-style-type: none"> ・規制上の資本バッファは必要に応じて取り崩し可能 ・流動性カバレッジ比率のストレス時、基準値を下回ることを許容 ・バーゼルⅢ最終化の実施時期の2022年⇒2023年へ1年延長 ・レバレッジ比率について、一時的に日銀当預を分母から除外。
<ul style="list-style-type: none"> ● <u>金融機能強化法の拡充</u> <ul style="list-style-type: none"> ・期限を2026年3月まで4年間延長 ・第二次補正予算で資金枠を12兆円⇒15兆円に拡充 ・金融機関に収益目標や経営責任の明確化を求めない ・15年以内を目安とする返済期限はなし ・原則優先株としている資本増強を普通株や劣後債へも拡充

(出所) 金融庁

日本の主な企業金融支援策

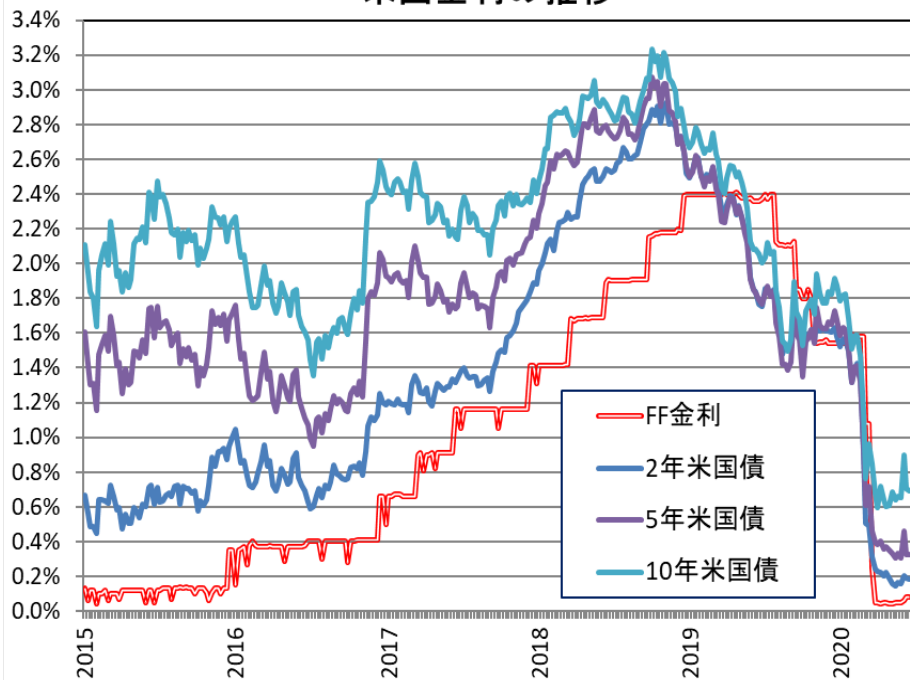
<ul style="list-style-type: none"> ● <u>日本政策金融公庫等による実質無利子・無担保融資</u> <ul style="list-style-type: none"> ・国民事業 融資枠:8千万円、無利子枠4千万円、中小事業及び商工中金 融資枠6億円、無利子枠2億円。 	融資枠 約47兆円
<ul style="list-style-type: none"> ● <u>都道府県の制度融資を活用した民間金融機関を通じた無利子・無担保融資</u> <ul style="list-style-type: none"> ・無利子枠4千万円 	融資枠 約53兆円
<ul style="list-style-type: none"> ● <u>政投銀・商工中金による中堅・大企業向け融資</u> <ul style="list-style-type: none"> ・上限なし。中堅企業は当初3年間、▲0.5%金利引下げ。 	融資枠 約10兆円
<ul style="list-style-type: none"> ● <u>政投銀、商工中金、日本政策金融公庫等による資本金性劣後ローン</u> <ul style="list-style-type: none"> ・大企業・中堅企業向け(政投銀、商工中金) ▲0.5%金利引下げ(中堅企業のみ。当初3年間) ・中小・小規模・零細事業者向け【貸付限度】小規模・零細:別枠7,200万円、中規模:別枠7.2億円、【貸付期間】5年1か月、10年、20年 	融資枠 約6兆円
<ul style="list-style-type: none"> ● <u>出資等やファンドの拡充</u> <ul style="list-style-type: none"> ・産業革新機構(JIC)の投融資枠拡充(2.8兆円) ・政投銀による特定投資業務の投融資枠拡充(4,000億円) ・地域経済活性化支援機構(REVIC)による支援の強化(2.5兆円) ・中小企業基盤整備機構が出資するファンドによる出資等の強化(事業規模750億円) 	投融資枠 約6兆円
<ul style="list-style-type: none"> ● <u>NEXIIによる海外子会社に対する民間融資への付保</u> 	1.5兆円

(出所) 内閣府

FRBの企業の資金繰り支援策

- 2020年3月に立て続けに利下げを実施しゼロ水準に(2022年末までゼロ金利維持方針)。バランスシートも再拡大へ。
 - 3月15日に7,000億ドル(米国債+MBS)購入の量的緩和政策を導入し、2020年6月に月間1,200億ドル(米国債800、MBS400)購入方針。
- 大企業から中小企業に渡る幅広い企業の資金繰り支援策を大規模に実施。世界中のドルの流動性も支援。
 - CP、社債(含む低格付け債)、ローンの買い取りを通じた大・中小企業の資金繰り支援や、政府の中小企業支援策(PPP)の効果を高める流動性支援策を導入し、幅広い企業の資金繰り支援を大規模に実施。
 - ドル安政策でもあるが、各国中銀を通じたドルの流動性供給により、米国以外の世界中の企業・金融機関のドル資金繰りを支援。

米国金利の推移



(出所) Bloomberg

FRBの企業金融支援策

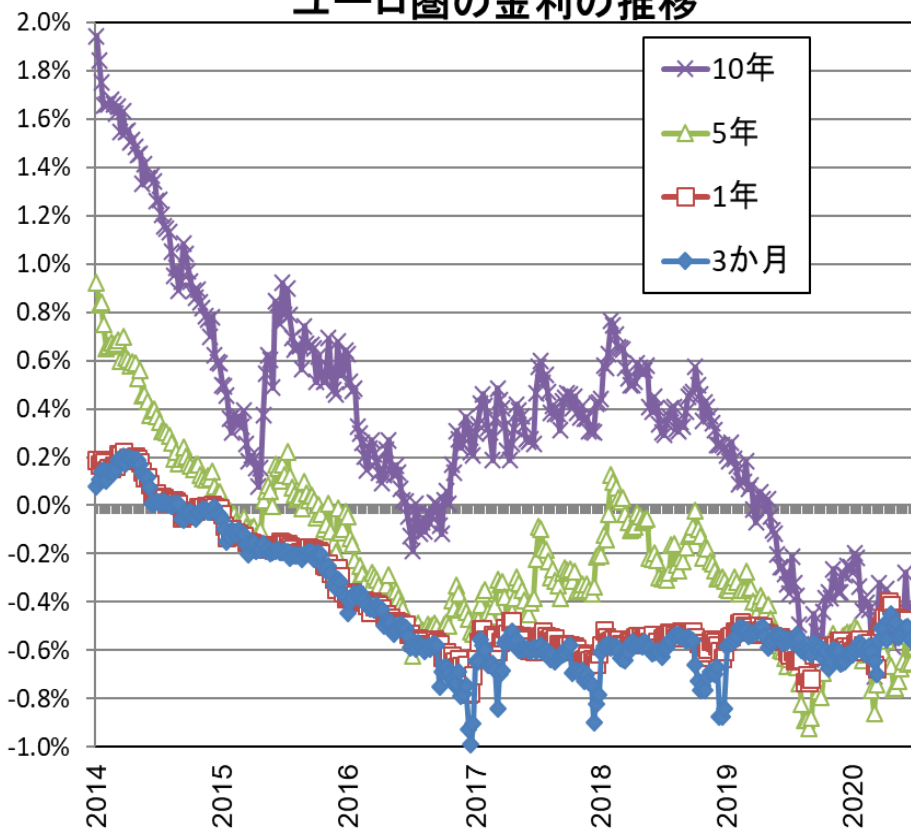
CP買い取り(最大1兆ドル、~2021/3末)	<ul style="list-style-type: none"> ● FRB設立の特別目的事業体(SPV)が買い取り
各国中銀を通じたドル流動性供給	<ul style="list-style-type: none"> ● ECBや日銀等を通じ、民間銀行へドル資金供給 ● 期限は9月末。先進国5中銀については上限なし
証券会社へのFFレートでの低利融資	<ul style="list-style-type: none"> ● 6か月間、対象はプライマリー・ディーラー
米企業・地方政府向けに資金供給(最大2.3兆ドル、ローンを買取り)	<ul style="list-style-type: none"> ● 低格付け債(BBレベル)、ローン担保証券(CLO)、商業用不動産ローン担保証券(CMBS)の一部も買い入れ対象。償還期間最大5年。 ● 「メインストリート貸付プログラム」(従業員1万5000人以下or年間売上高50億ドル以下の中小企業が対象。融資最低額50万⇒25万ドル、返済猶予は元金:1⇒2年、利子:1年、融資期間4⇒5年)、金融機関の保持義務債権の15%⇒5%)。融資総枠6,000億ドルを見込む。 ● 米中小企業局(SBA)の「給与保証プログラム(PPP)」(中小企業金融給与支払いを支援)の効果を高める「PPP流動性ファシリティ(PPPLF)」を新設し、参加金融機関に流動性を提供

(出所)FRB

ECBの企業の資金繰り支援策

■ 新型コロナ対応のため、TLTROⅢの拡充をはじめ新しいプログラムを導入し、企業の大規模金融支援策実施。

ユーロ圏の金利の推移



(出所) Bloomberg

ECBの企業金融支援策

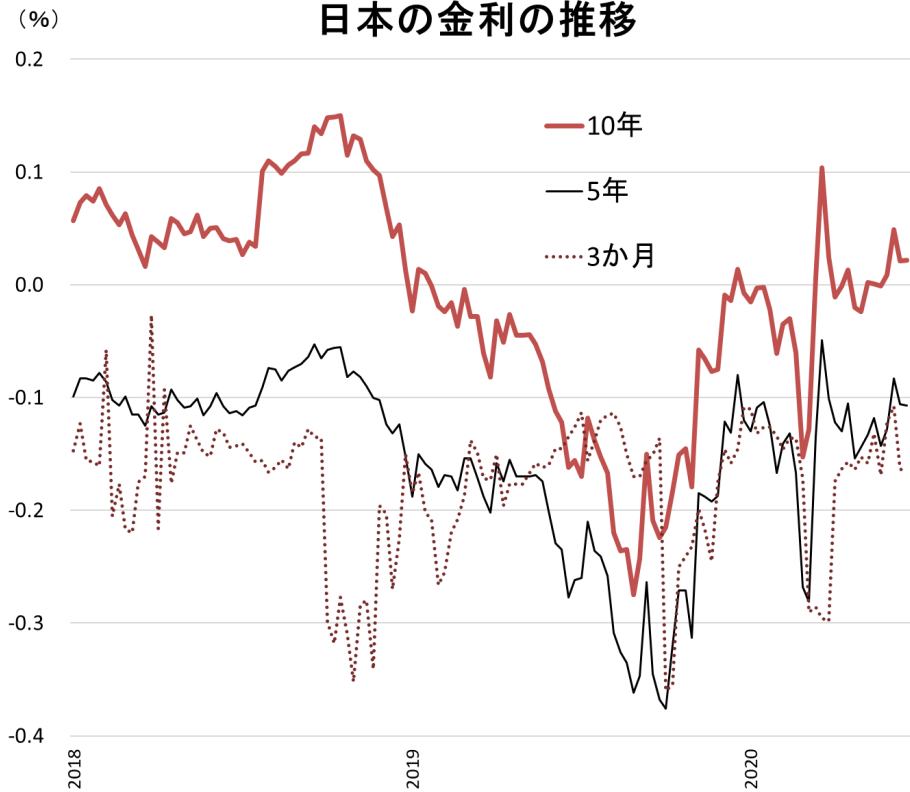
貸出条件付長期資金供給オペ (TLTROⅢ)	<ul style="list-style-type: none"> 2019年3月から導入。2019年9月に当オペ金利の+0.1%の上乗せ削除し、満期を2年間⇒3年間へ。 2020年要件を更に緩和し、2020年6月から2021年6月までの期間、一定条件を満たす場合、当オペ金利を50bps下回る水準(▲0.5%)まで引き下げ。 純貸出が貸出限度額に達した銀行に対しては、当オペ金利を同期間、預金ファンリティ金利を50bps下回る水準(▲1.0%)まで引き下げ。
条件を付けないパンデミック緊急長期資金供給オペ (PELTRO)	<ul style="list-style-type: none"> 2020年5月以降全7回の追加的なリファイナンス・オペが実施され、満期は2021年の7月～9月設定。 主要リファイナンス・オペ金利を25bps下回る(▲0.25%)水準で供給。
パンデミック緊急購入プログラム (PEPP)	<ul style="list-style-type: none"> 新型コロナウイルス危機への対応策として新設。購入対象は、既存のAPPで対象とするすべての資産カテゴリを含む。 2020年6月に購入枠総額7,500億ユーロ⇒1兆3,500億ユーロに拡大し、買入期間を2020年末⇒2021年6月末に延長。
資産購入プログラム (APP)	<ul style="list-style-type: none"> 2020年3月末より実施しているが、月200億ユーロのペース購入に加え、2020年末までの時限的な1,200億ユーロの資産購入を実施。
担保条件の緩和	<ul style="list-style-type: none"> 金融機関が差し入れる債券の信用格付けについて、投資非適格上位2段階に引き下げられても、担保受入れ

(出所) ECB

日銀の企業の資金繰り支援策

- 政府の新型コロナ対策を支えるため、大企業（社債・CP買い入れ枠拡大）、中小企業（新型コロナ対策金融支援特別オペ導入）等幅広く、企業の資金繰り支援を中心の施策を実施。
- ETFやJ-REITの残高増加ペース上昇。

日本の金利の推移



(出所) Bloomberg

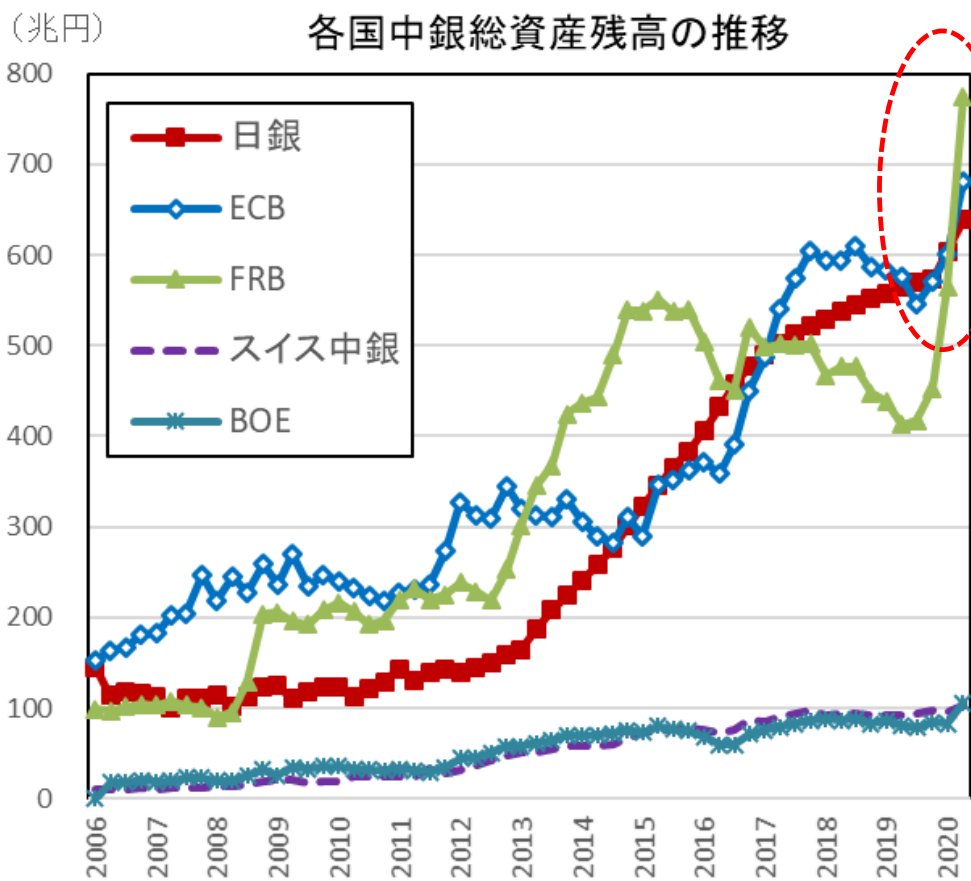
日本銀行の企業金融支援策

ETF、J-REITの購入拡大	<ul style="list-style-type: none"> • ETF・・・年間6兆円⇒12兆円残高増加ペースに • J-REIT・・・900億円⇒1,800億円残高増加ペースに
国債買入れ、ドルオペ(供給額40兆円)	<ul style="list-style-type: none"> • ドルオペはFRBによる中銀を通じたドル供給の枠組み • 当面9月末までの時限措置だが、供給量の上限なし。
新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラムの実施(総額75⇒110兆円+α、期限2021年3月末)	<ol style="list-style-type: none"> 1) 社債・CPの買い入れ枠拡大(20兆円) <ul style="list-style-type: none"> • これまでの約3倍の20兆円に • 買入対象社債: これまで1~3年⇒5年まで 2) 中小企業資金繰り支援 <ol style="list-style-type: none"> ① 新型コロナ対策金融支援特別オペ(55⇒90兆円+α) <ul style="list-style-type: none"> • 民間債務全般が担保可能 • 政府の緊急経済対策における無利子・無担保融資や保証協会保証付きを中心とする適格融資が担保可能に ② 同オペを利用する金融機関には、利用相当の日銀当座預金に0.1%付利

(出所) 日本銀行

急膨張する中銀のバランスシート

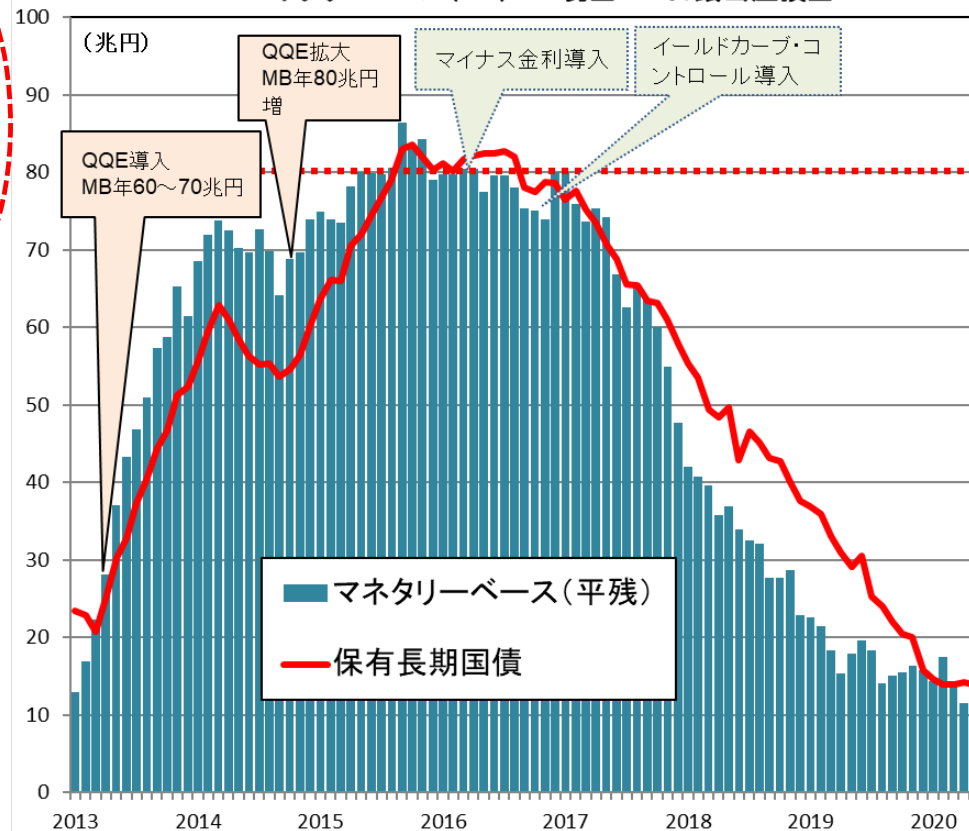
- 新型コロナ以降、量的緩和政策に加え、大規模な企業金融支援策が影響し、FRB・ECBの資産急拡大。
- 日銀は、目標とした年間80兆円増加ペースに至らない状況続き緩やか（年20兆円弱ペース）



（出所）各国外銀

日銀の保有長期国債とマネタリーベースの年増額

マネタリーベース(MB) = 現金 + 日銀当座預金



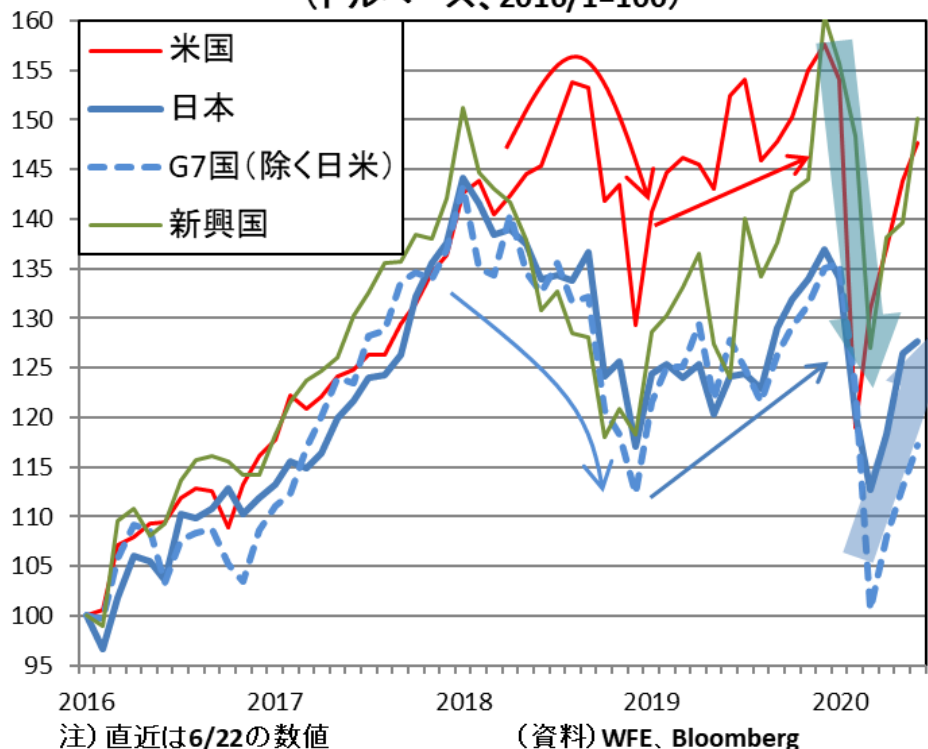
（出所）日本銀行

グローバル金融市場や金融機関に与えた影響

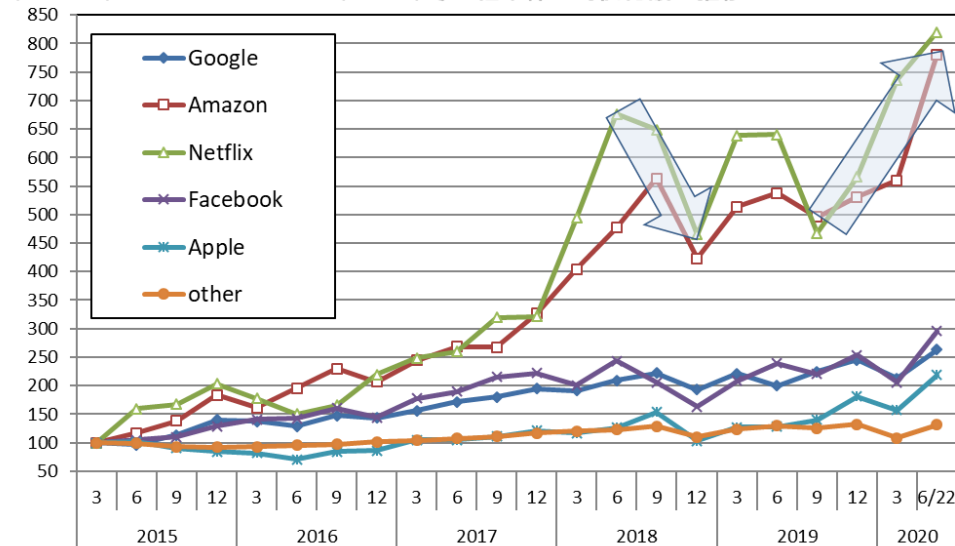
急回復する世界の株式市場

- 新型コロナの影響で急落した株価は、経済活動が再開する中、回復が目立つ。
- 近年の米国株価はGAFA（Google、Apple、Facebook、Amazon）やFANG（Facebook、Amazon、Netflix、Google）主導で上昇してきたが、新型コロナ発生以降も、その傾向は続く。

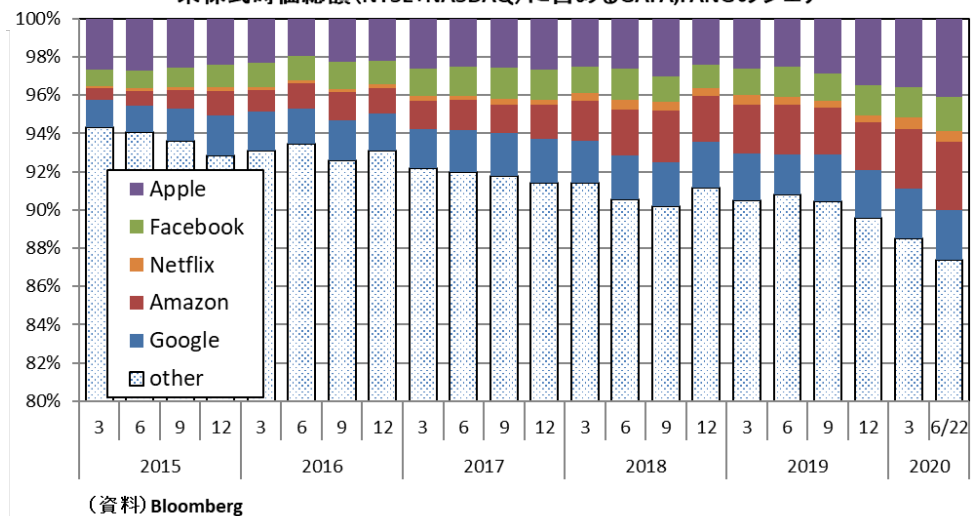
各地域別株価パフォーマンス比較
(ドルベース、2016/1=100)



(2015=100) GAFA、FANG、その他米株の時価総額の推移



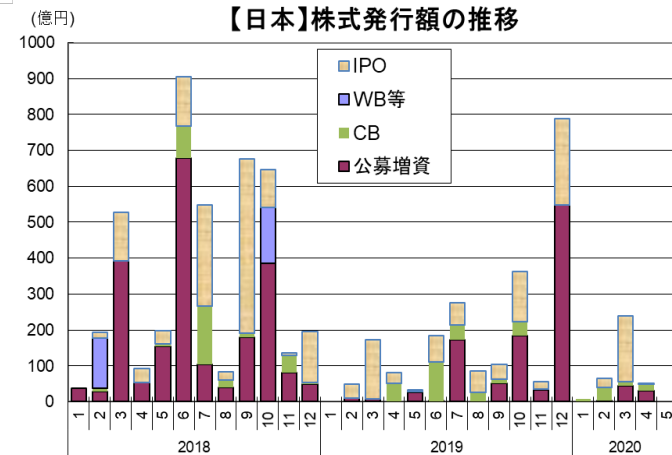
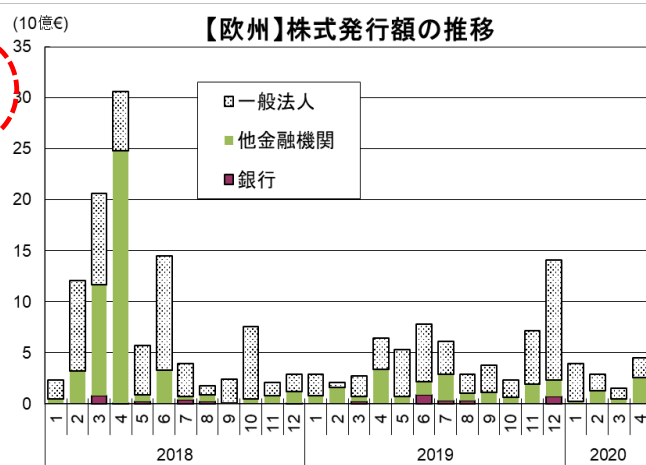
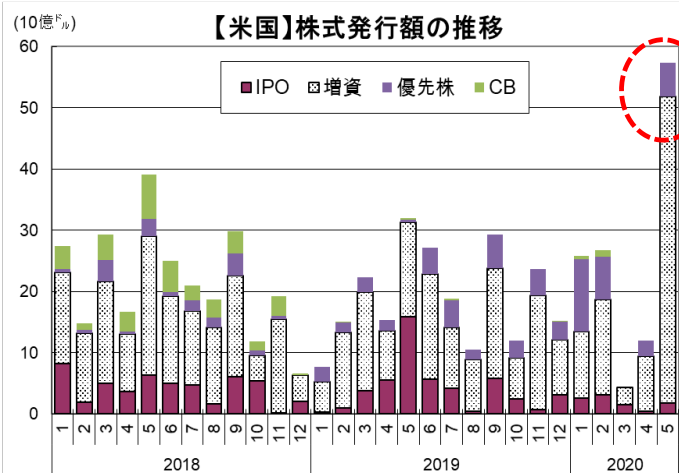
米株式時価総額(NYSE+NASDAQ)に占めるGAFA、FANGのシェア



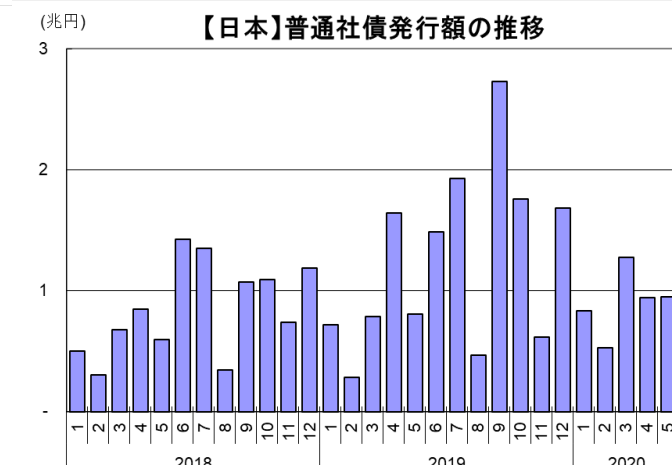
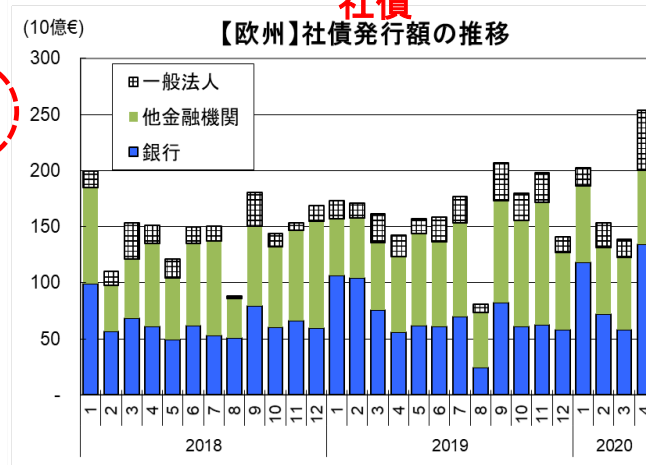
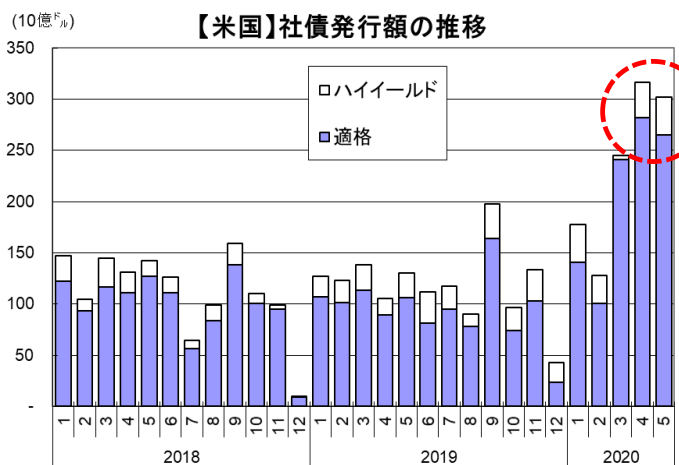
資本市場調達動向・・・米国の起債・増資は急増、日・欧は比較的落ち着いた動き

- 米国・・・社債調達の急増が目立つ。株価堅調により、5月は企業の財務増強を図る増資による資金調達も急増。政府や中銀による企業金融支援が社債・増資をサポート。企業の資金繰りは切迫感なし。
- 日本や欧州・・・4月に欧州での起債増は見られるが比較的落ち着いた動き。間接金融中心のため。

株式

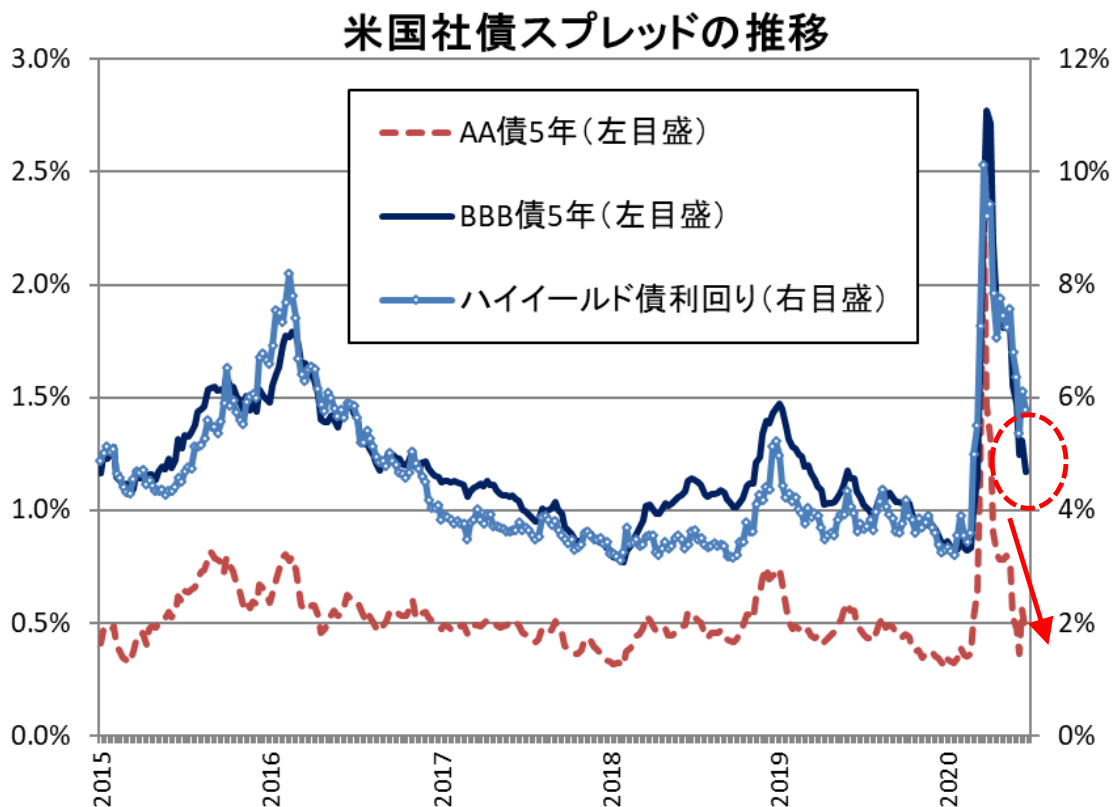


社債



FRBの支援で低下するも、低格付け債は下がり切らない米国社債スプレッド

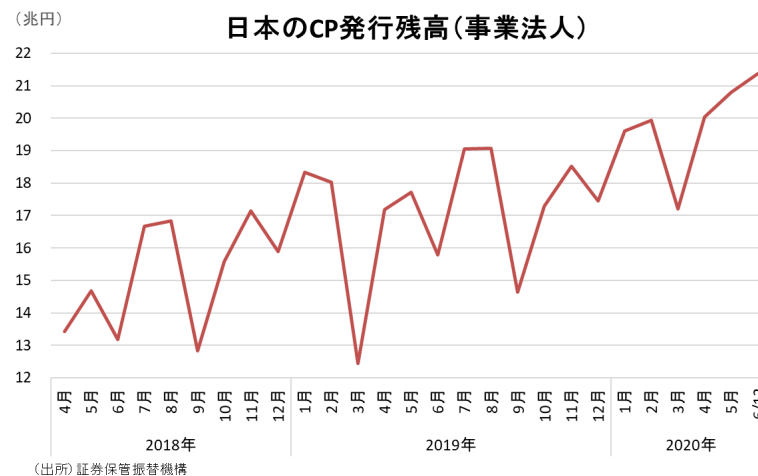
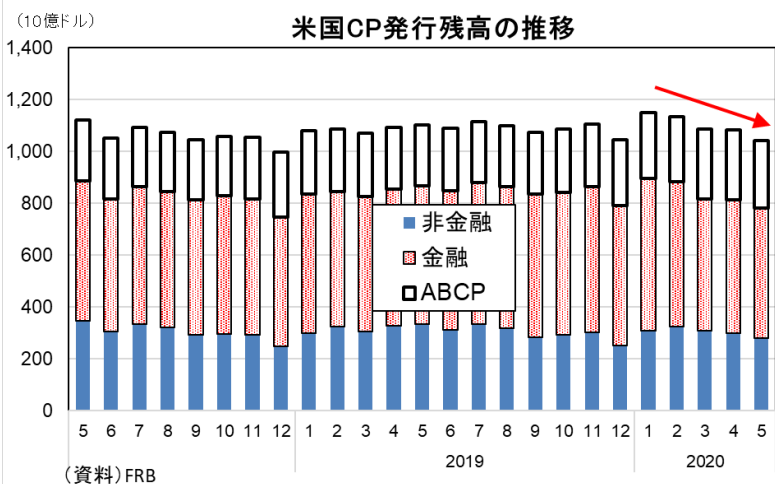
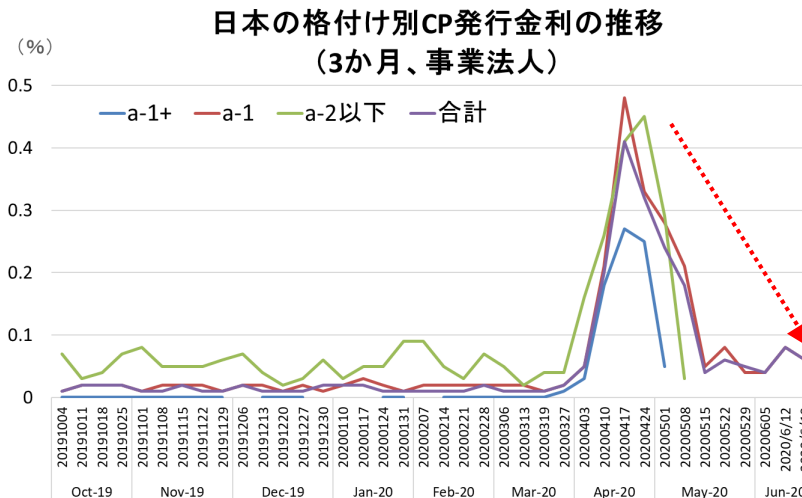
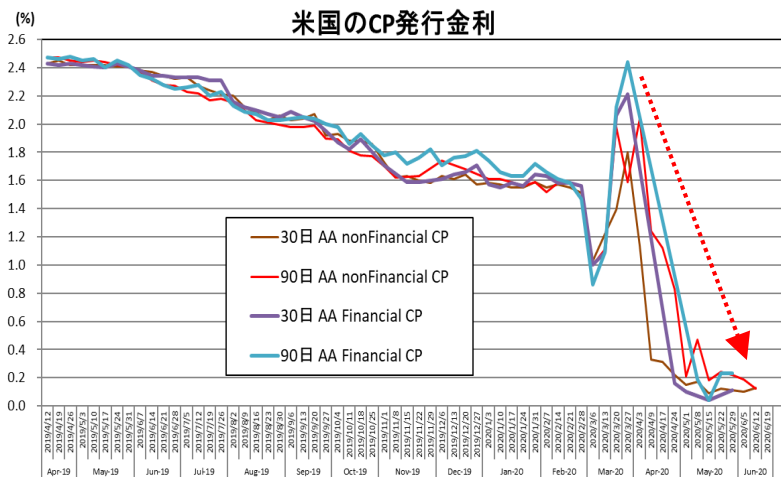
- 2016年～2017年・・・トランプノミクス（大型減税、大型インフラ投資）実行に伴う財政支出拡大の思惑から、米国の中期・長期金利は急上昇。しかし社債スプレッドは低下し、企業の資金調達コストの上昇には直結せず。
- 2018年～2019年・・・利上げや米国の景気減速懸念で、適格債・ハイイールドともにスプレッド上昇したが、2019年に入り利上げ見送り・利下げにより、スプレッドは低下。
- 2020年・・・新型コロナでスプレッド急上昇。FRBの支援策の実施で低下するも、低格付け債は下がり切らず。



(出所) Bloomberg

FRBの支援でスプレッド急低下し、その後落ち着くCP市場

- 新型コロナの影響で一時CPのスプレッドが急拡大したが、中銀のCP買い取り策導入後、スプレッドは急低下。
- その後もスプレッドは落ち着いた動き。CP発行額はそれほど増加せず（米国ではやや減少）。
- CPが短期調達中心であるため、企業にとって、当面の資金確保ニーズにマッチしていないことが影響と思われる。

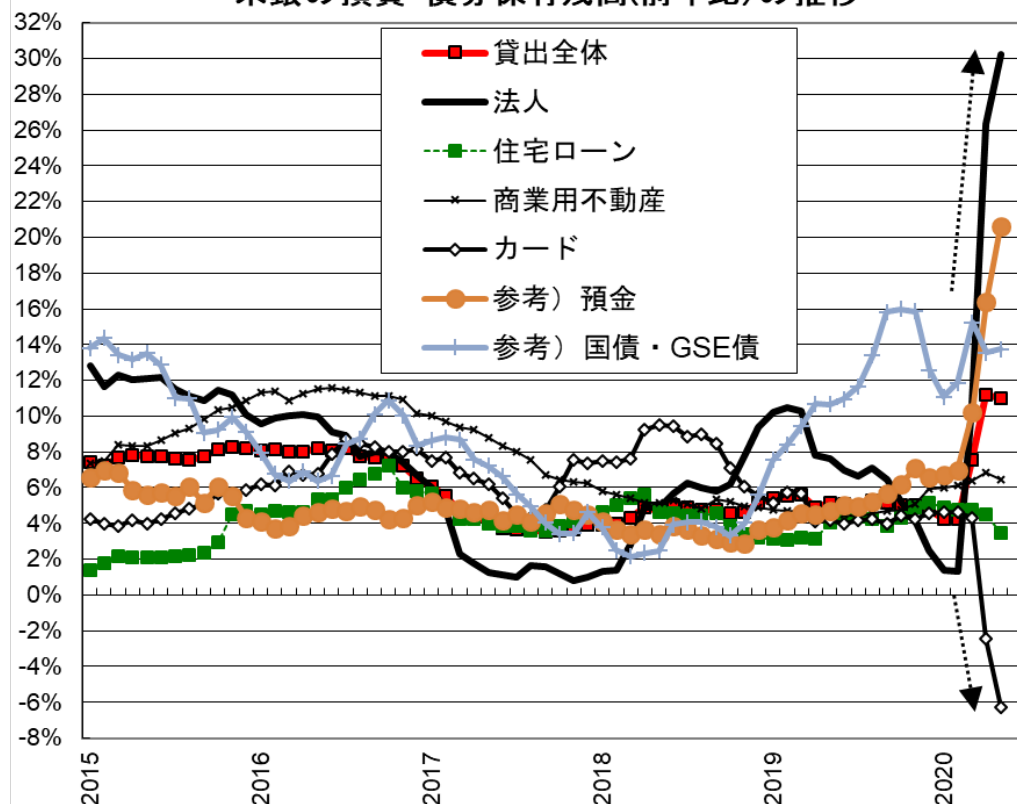


法人の貸出・預金が急増する欧米

■ 米欧ともに法人の貸出・預金急増。

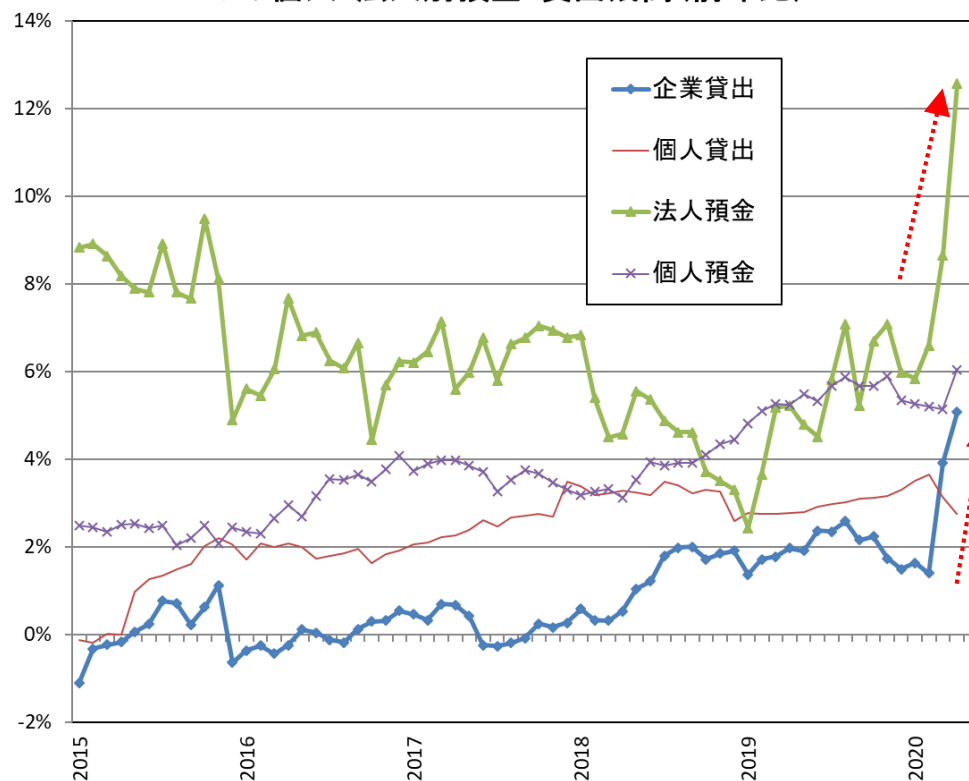
- カードは、消費抑制や給付金での返済で大幅減。
- 米国企業は“ROE経営”の下、総資産・手元資金を抑制してきたが、今回の新型コロナで、社債・借入を増加させ（総資産増加）、手元資金の確保を優先させている。米国のROE重視の企業金融の修正の可能性も。

米銀の預貸・債券保有残高(前年比)の推移



(資料) FRB

EUの個人・法人別預金・貸出残高(前年比)

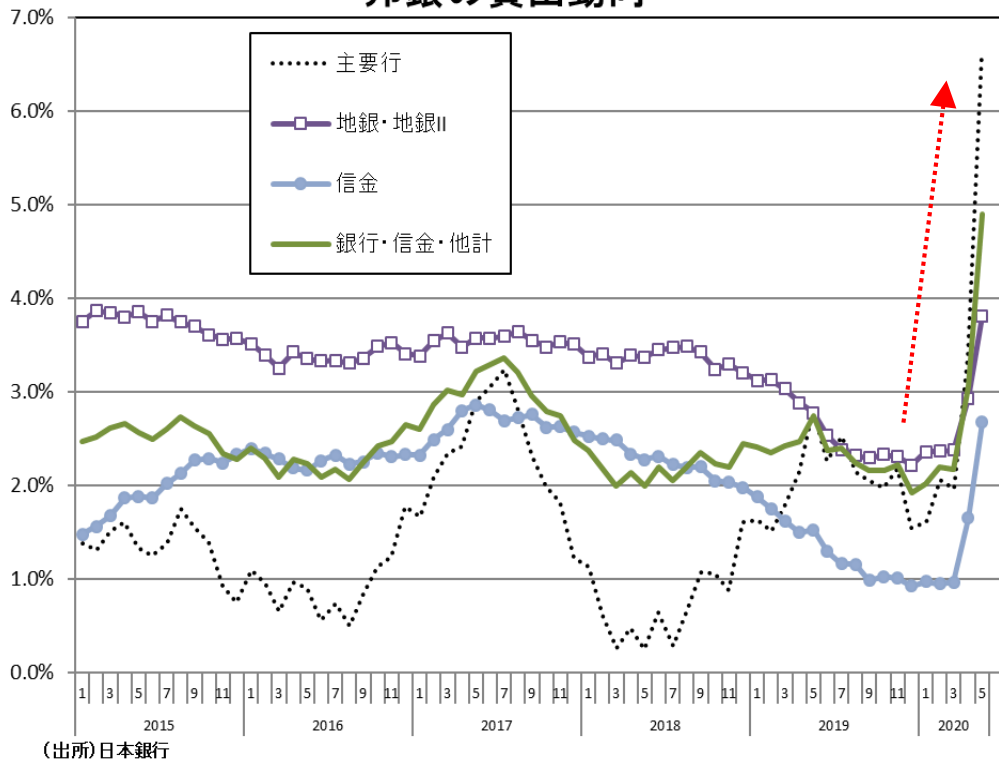


(出所) ECB

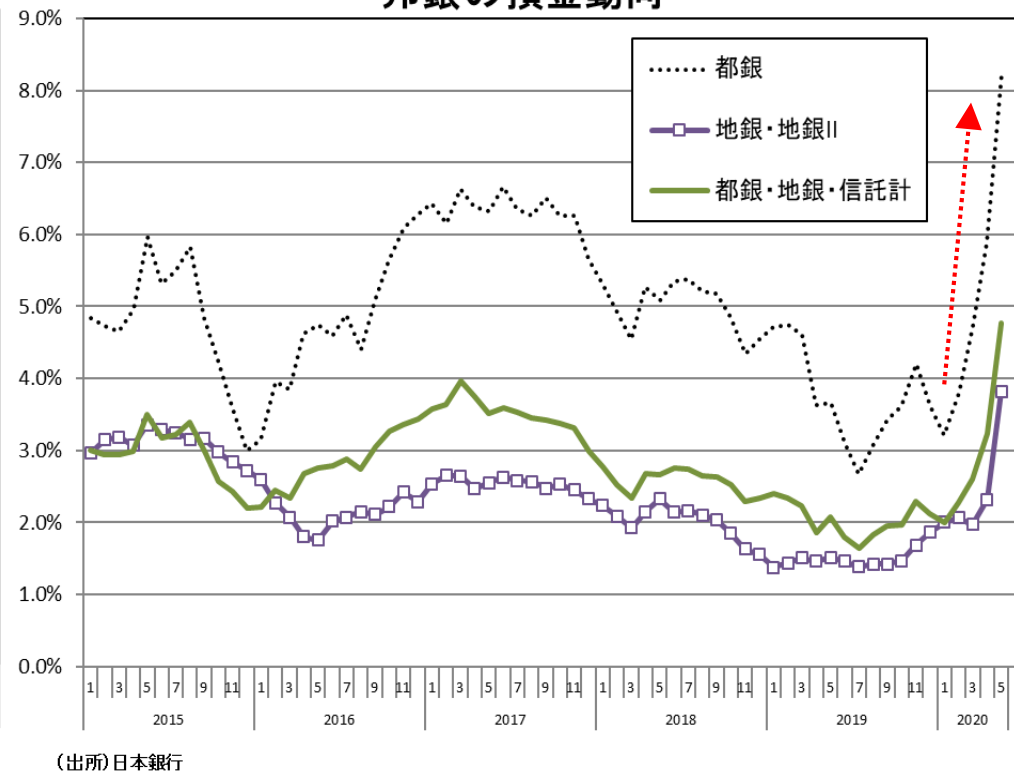
日本も法人の預金・貸出が急増

- 邦銀の預金・貸出は2020年4月以降急増（法人中心）。
- 企業からの貸出申し込みは続いており、（殺到する申し込みに公的機関の対応が追い付いていないこともあり）今後も貸し出しは増加。

邦銀の貸出動向



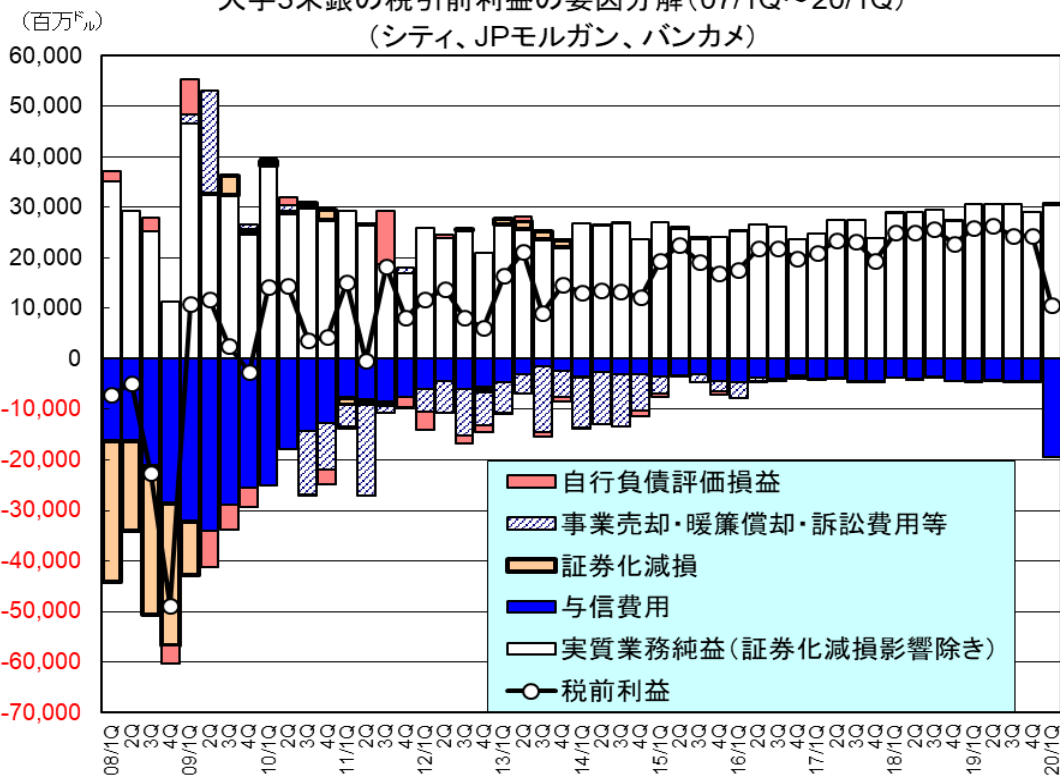
邦銀の預金動向



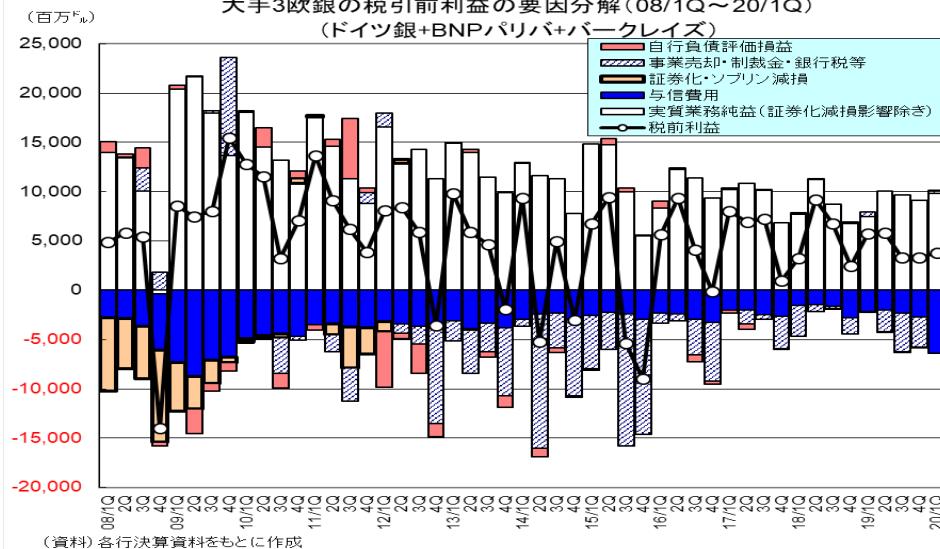
世界の主要行は、新型コロナによる与信費用増で減益

- 各行ともに新型コロナに備えた与信費用増加で収益悪化しているが、与信費用は収益の範囲内に止まる。
- 各国の企業支援サポートがかなり手厚いため、企業破綻続出により銀行の与信費用が急増し、金融システム不安が発生する可能性は低いが、収益悪化懸念は煽る。

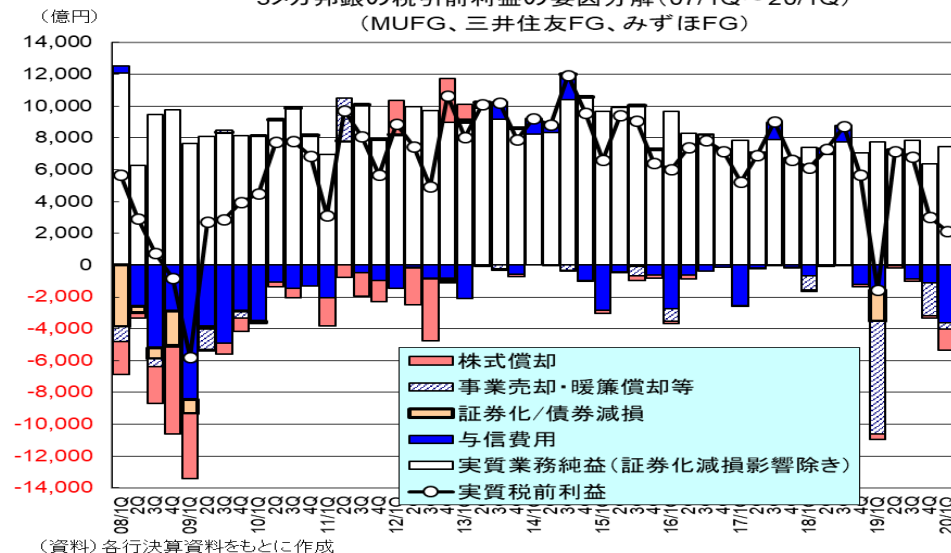
大手3米銀の税引前利益の要因分解 (07/1Q~20/1Q)
(シティ、JPモルガン、バンクアム)



大手3欧銀の税引前利益の要因分解 (08/1Q~20/1Q)
(ドイツ銀+BNPパリバ+バークレイズ)



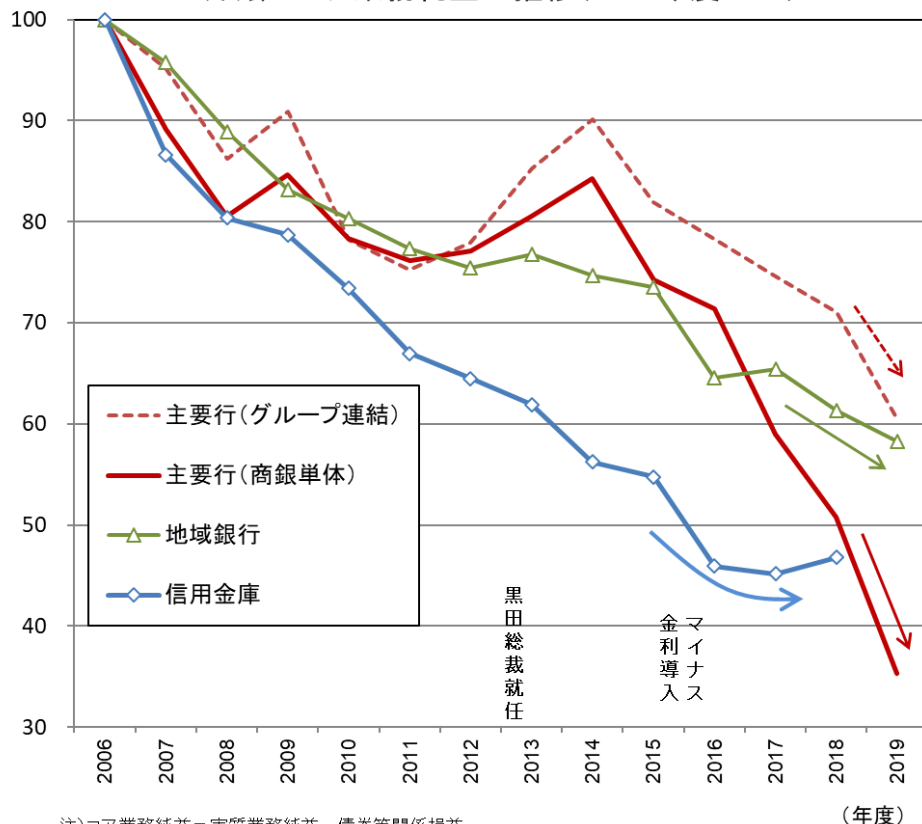
3メガ邦銀の税引前利益の要因分解 (07/1Q~20/1Q)
(MUFG、三井住友FG、みずほFG)



邦銀については大手行の収益減が顕著

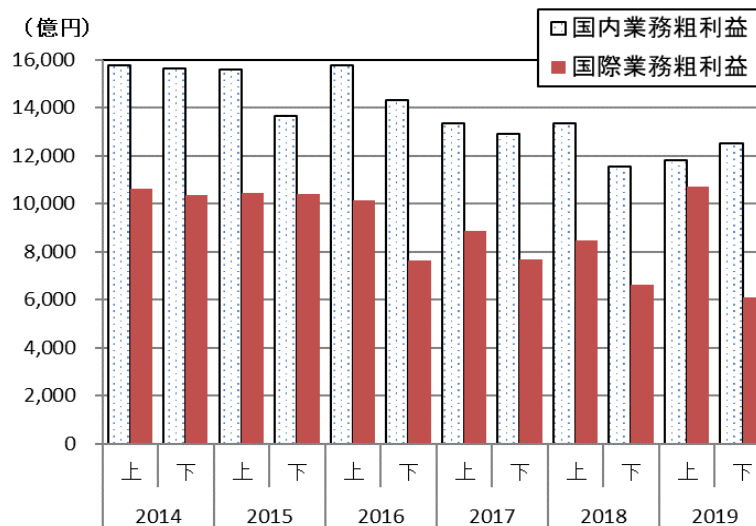
- 近年、大手行グループの収益減が顕著。大手行の中でも旗艦子銀行の収益減が目立つ。
- 長年の低金利・マイナス金利・イールドカーブのフラット化で収益基盤が脆弱となっている。
- 国内の収益悪化で期待された国際業務収益も伸び悩み。

邦銀のコア業務純益の推移(2006年度=100)



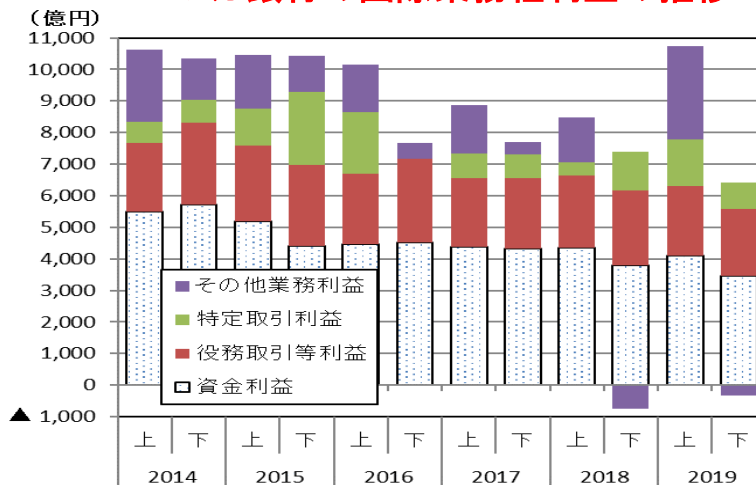
注)コア業務純益=実質業務純益-債券等関係損益
 (出所)金融庁、全銀協、信金中金地域・中小企業研究所資料、各行・信金決算資料より作成

3メガ銀行の業務粗利益の推移



(出所)各行決算資料より作成

3メガ銀行の国際業務粗利益の推移



ドル調達コストは、FRBのドル流動性供給策で大幅低下

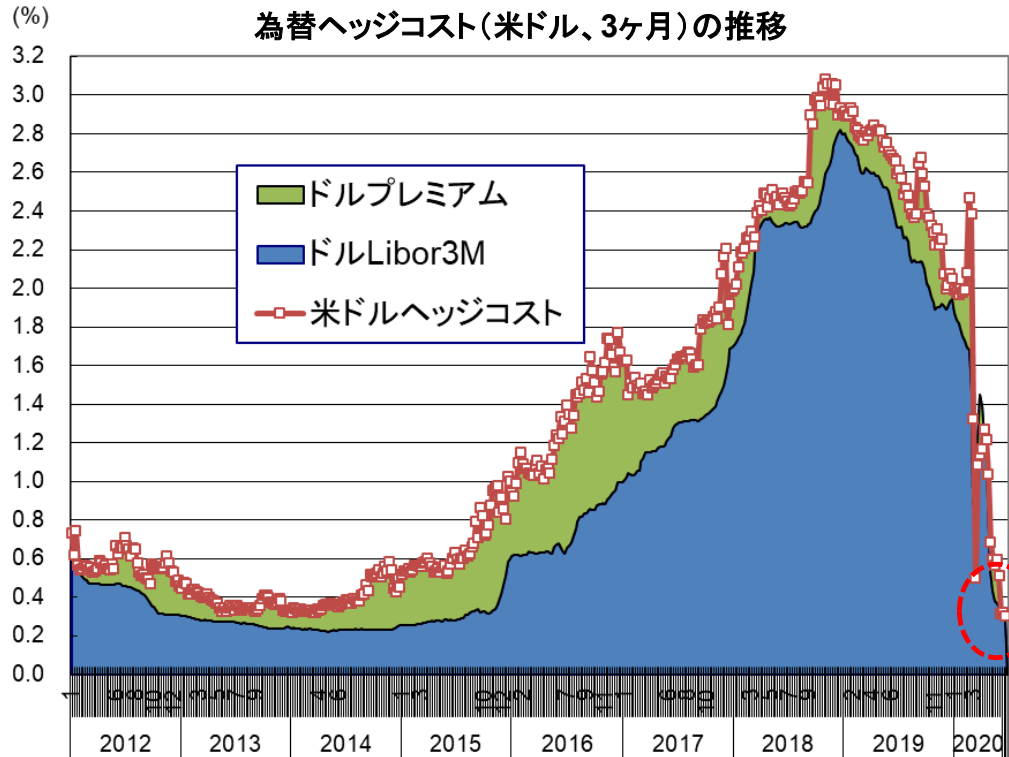
■ 邦銀の海外収益圧迫の主因はドル調達コストの上昇

- 米銀以外の銀行の場合、ドル調達は市場調達に依存せざるを得ないため、特に金利上昇局面では、調達コストが収益圧迫。

■ しかし、2020年3月以降、FRBによるドル流動性供給の影響は大きく、ドル調達コストは急低下し、ドル流動性供給コスト(0.3%)レベルまで低下。国際業務収益を下支え。

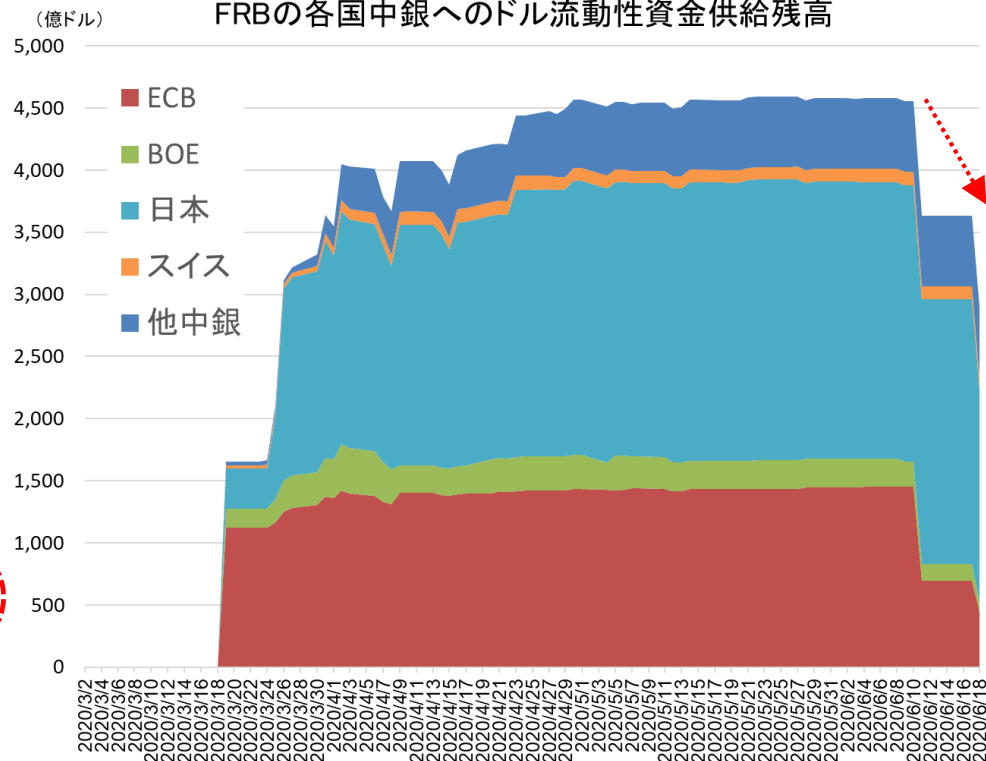
- FRBのドル流動性供給残高は、世界全体で約4,500億ドル(日銀:約2,300億ドル)に達し、ドル調達コスト低下に寄与。6/10以降、ドル調達市場が落ち着いてきたため、FRBの他國中銀経由の流動性供給額が減少。

為替ヘッジコスト(米ドル、3ヶ月)の推移



(出所) Bloomberg

FRBの各國中銀へのドル流動性資金供給残高



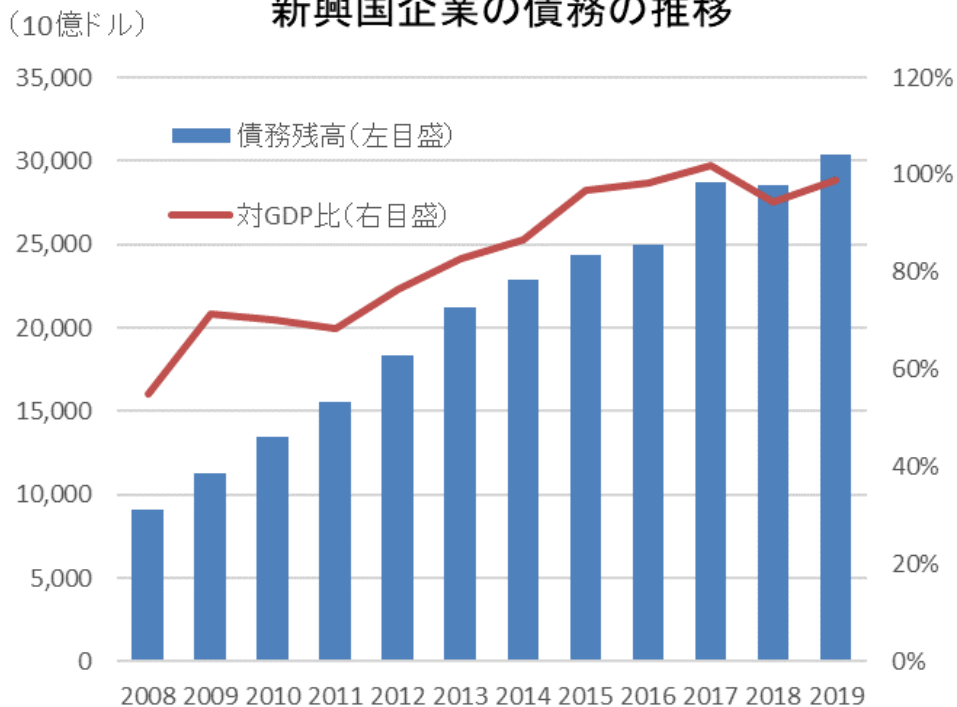
(出所) Fed NY

膨らむ新興国企業の債務は今後の懸念材料

■ 新興国企業の債務が急速に増加。通貨安もあり負担が増大。新興国企業の破綻リスク増大。

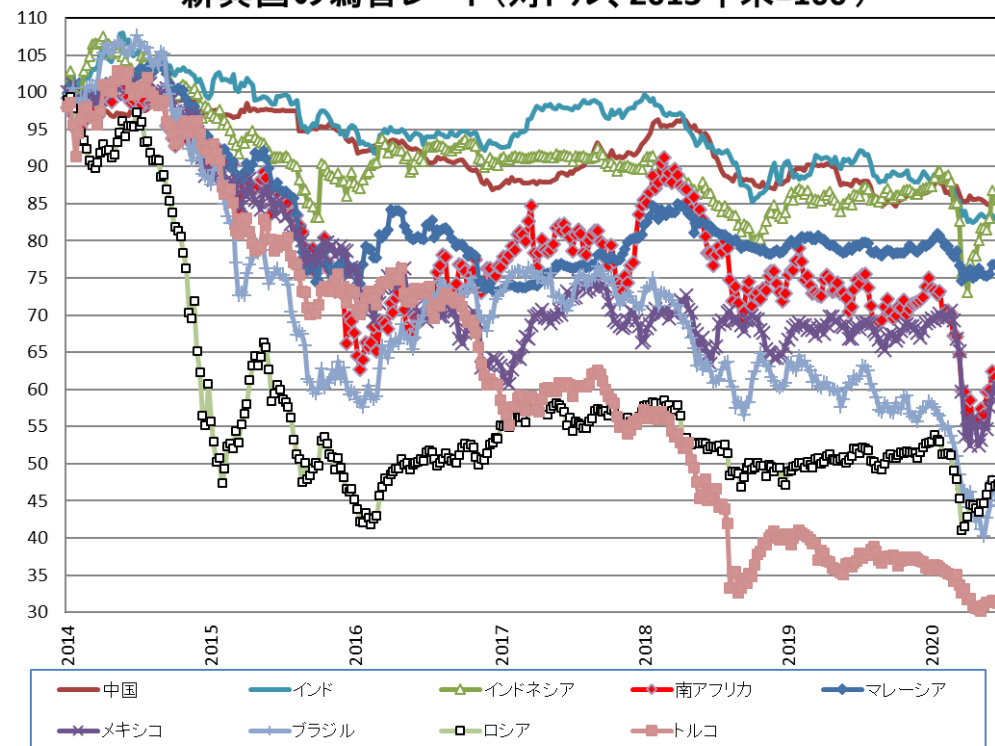
- 新興国の企業債務が、2008年末:9兆ドル(対GDP比55%)→2019年末:30兆\$(≐ 99%)に拡大(BIS)。
- 特に、中国・香港や韓国の債務残高が高水準。トルコの伸びも急速。

新興国企業の債務の推移



(出所) BIS

新興国の為替レート(対ドル、2013年末=100)



(資料) Bloomberg

ご利用に際して

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません
- また、本資料は、講演者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず、出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい

三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社

www.murc.jp/

(お問い合わせ)調査部 TEL:03-6733-1070 E-mail:chosa-report@murc.jp

〒108-8501

東京都港区虎ノ門5-11-2 オランダヒルズ森タワー