

新型コロナウイルス感染症に係る日本銀行の対応

渡邊 将史

(財政金融委員会調査室)

1. はじめに
2. 日銀の新型コロナ対応
3. 日銀の新型コロナ対応前後の経済情勢及びその影響等
4. おわりに

1. はじめに

2019年12月に中華人民共和国湖北省武漢市で発生した新型コロナウイルス感染症は、全世界へと急速に感染拡大した。我が国では、2020年1月に国内初の感染者を確認後、感染者数は増加し、政府は4月7日、新型コロナウイルス感染症緊急事態宣言¹を発出した。

内閣府によれば、2020年4～6月期の物価変動を除く実質国内総生産（GDP）成長率は前期比マイナス（▲）7.8%となり、このペースが1年間続くと仮定した年率換算は▲27.8%となった²。3四半期連続での悪化であり、減少幅はリーマン・ショック後の2009年1～3月期（年率▲17.8%）を上回っている。

日本銀行（以下「日銀」という。）は、新型コロナウイルス感染症の影響を受けて悪化する経済活動を支えるため、円滑な企業金融の確保や金融市場の安定維持に向けた諸措置を講じてきた。これらの措置は、黒田総裁就任以降、長期間継続されている緩和的な金融政策³（図表1）を一段と強化するものと言える。

本稿では、日銀が2020年3月以降に順次打ち出した「新型コロナウイルス感染症に係る対応（以下「新型コロナ対応」という。）」及びその前後の経済情勢をまとめるとともに、これまでの金融緩和策を含めた影響等について整理する。

¹ 新型インフルエンザ等対策特別措置法（平成24年法律第31号）に基づくものであり、当初の実施期間は5月6日まで、区域は7都府県（埼玉県、千葉県、東京都、神奈川県、大阪府、兵庫県及び福岡県）であった。その後、全都道府県への区域変更、5月31日までの期間延長等を経て、5月25日に解除宣言が発出された。

² 内閣府経済社会総合研究所『2020年4～6月期四半期別GDP速報（1次速報値）』（2020.8.17）

³ 量的・質的金融緩和（異次元緩和）導入（2013年4月～）、マイナス金利付き量的・質的金融緩和導入（2016年1月～）、長短金利操作付き量的・質的金融緩和導入（2016年9月～）と緩和的な金融政策が続いている。詳細は、「図表1 黒田総裁就任以降の金融政策の変遷」参照。

図表 1 黒田総裁就任以降の金融政策の変遷

金融政策 決定会合	金融市場調節の方針等(主なもの)
2013年 (H25年) 4月4日	「量的・質的金融緩和」の導入 ●金融市場調節の操作目標を、無担保コールレート(オーバーナイト物)からMBに変更 ●MBが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う ●長期国債買入額の拡大(年間約50兆円ペース)、年限長期化(平均残存期間を7年程度に延長) ●資産買入等の基金の廃止、資産買入額の拡大 (ETFは約1兆円・J-REITは約300億円の年間買入ペースに、CP等は2.2兆円・社債等は3.2兆円の残高を維持)
2014年 (H26年) 10月31日	「量的・質的金融緩和」の拡大 ●2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続 ●MBが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う ●長期国債買入額の拡大(年間約80兆円ペース)、年限長期化(平均残存期間を7～10年程度に延長) ●資産買入額の拡大(ETF約3兆円・J-REIT約900億円の年間買入ペース)
2015年 (H27年) 12月18日	「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の導入 ●新たなETF買入枠の設定(年間約3,000億円) ●長期国債買入年限長期化(平均残存期間を7～12年程度に延長) ●J-REITの銘柄別買入限度額の引上げ
2016年 (H28年) 1月29日	「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入 ●日銀当座預金を3段階の階層構造に分割 ●それぞれの階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用
2016年 (H28年) 7月29日	金融緩和の強化 ●ETF買入額の拡大(約6兆円の年間買入ペース) ●企業・金融機関の外貨資金調達環境の安定のための措置
2016年 (H28年) 9月21日	総括的検証 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入 ●金融市場調節方針は、長短金利の操作についての方針を示す(イールドカーブ・コントロール) 短期金利:日銀当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用 長期金利:10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債を買入れ(年間約80兆円ペース) ●安定的に2%の物価安定の目標を超えるまで、MB拡大方針を継続(オーバーシュート型コミットメント)
2018年 (H30年) 7月31日	強力な金融緩和継続のための枠組み強化 ●2019年10月の消費税率上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利水準を維持する(政策金利のフォワードガイダンス) ●ETFの銘柄別買入額の見直し
2019年 (H31年) 4月25日	政策金利のフォワードガイダンスの明確化 ●海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利水準を維持する
2019年 (R元年) 7月30日	追加金融緩和に関する言及 ●「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧(おそ)れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる
2019年 (R元年) 10月31日	新たな政策金利のフォワードガイダンスの決定 ●「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移する(時期「少なくとも2020年春頃まで」の記述を削除)
2020年 (R2年) 3月16日	新型感染症拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化 ●国債買入れやドルオペを含む一層潤沢な資金供給の実施 ●企業金融支援のための措置 新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペの導入 (民間企業債務を担保に、最長1年の資金を金利ゼロ%で供給するオペレーション(2020.9月末まで)) CP等2.2兆円・社債等3.2兆円の残高を維持した上で、追加買入枠(合計2兆円)を設定 ●積極的な資産買入れ(当面、ETF:年間約12兆円、J-REIT:年間約1,800億円を上限) ●当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる
2020年 (R2年) 4月27日	金融緩和の強化 ●CP等約2兆円・社債等約3兆円の残高を維持した上で、追加買入枠を拡大(合計15兆円) ●企業金融支援のための措置 新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペの拡充 (対象担保を民間債務全般に拡大、名称を「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ」に変更) 政府の緊急経済対策等における資金繰り支援制度も踏まえた金融機関への新たな資金供給手段の検討 ●国債のさらなる積極的な買入れ(長期国債買入ペース(年間約80兆円)を削除、上限なしに) ●政策金利のフォワードガイダンスの変更 (「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間」を削除)
2020年 (R2年) 5月22日	中小企業等の資金繰り支援のための新たな資金供給手段の導入 ●「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム(特別プログラム)」(総枠約75兆円)を導入 ①CP・社債等の買入れ(残高上限:約20兆円) ②新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ(民間債務:約25兆円(4月末現在)) ③新たな資金供給手段(緊急経済対策における無利子・無担保融資を中心とする適格融資:約30兆円) ●期限を半年間延長(2021.3月末まで)

(出所) 日銀資料を基に筆者作成

2. 日銀の新型コロナ対応

(1) 新型感染症拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化【2020年3月16日】

新型コロナウイルス感染症の影響拡大を踏まえ、3月18、19日に予定されていた金融政策決定会合（以下「決定会合」という。）は、16日に前倒しして開催された⁴。同会合では、金融市場調節方針⁵について現状を維持することとした一方、①積極的な国債買入れや米ドル資金の流動性供給⁶を含む一層潤沢な資金供給の実施、②企業金融支援のための措置、③ETF・J-REITの積極的な買入れを決定するなど金融緩和の強化を図った。

企業金融支援については、民間企業債務を担保⁷に最長1年の資金を金利0%で供給する「新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペ」を導入し、2020年9月末まで実施することとした。同オペは、金融機関に対して融資の原資をゼロ金利で貸し出すことで企業の資金繰りを下支えするものである。貸出残高の2倍の金額をマクロ加算残高⁸に加算できるため、金融機関には、貸出しを増やした分、マイナス金利の適用を回避できるメリットが生ずる。また、CP・社債等の追加買入枠を合計2兆円設け、CP等は約3.2兆円、社債等は約4.2兆円の残高を上限に買入れを実施し、2020年9月末まで増額買入れを継続することとした⁹。

ETF・J-REITについては、当面、それまでの約2倍に相当する残高増加ペースを上限に、積極的な買入れを行うこととした。これにより、ETFは残高増加ペースの上限が年間約12兆円、J-REITは年間約1,800億円となった¹⁰。

(2) 金融緩和の強化【2020年4月27日】

4月27、28日に予定されていた決定会合は、感染拡大防止に配慮する観点から1日間に短縮され、27日に開催された。同会合では、①CP・社債等買入れの増額等、②新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペの拡充（「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ」に改称（以下「金融支援特別オペ」という。）、③国債の更なる積極的な買入れを決定し、金融緩和を一段と強化することとした。

CP・社債等は、追加買入枠を約15兆円へと大幅に拡大し、合計約20兆円の残高を上限に買入れを実施することとした¹¹。また、CP・社債等の発行体ごとの買入限度を大幅に緩和¹²したほか、買入対象とする社債等の残存期間の上限を5年まで延長¹³した。

⁴ 日本銀行法（平成9年法律第89号）（以下「日銀法」という。）の下での決定会合の前倒し開催は初。

⁵ 短期金利は政策金利残高に▲0.1%の金利を適用し、長期金利は10年物国債金利が0%程度で推移するよう長期国債の買入れを行うことで操作する長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）の方針。

⁶ 日銀『グローバルな米ドル流動性供給を拡充するための中央銀行の協調行動』（2020.3.15）

⁷ 対象担保は約8兆円（2020年2月末現在）。

⁸ マイナス金利の仕組みでは、日銀当座預金残高を3層に分割し、それぞれを付利金利が異なる基礎残高（+0.1%）、マクロ加算残高（0%）、政策金利残高（▲0.1%）としている。

⁹ 追加買入枠以外の既存のCP等は約2.2兆円、社債等は約3.2兆円の残高を維持する。

¹⁰ 原則的な買入方針としては、保有残高がETFは年間約6兆円、J-REITは年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行い、その際、市場の状況に応じて、買入額は上下に変動し得るものとする。

¹¹ 追加買入枠以外の既存のCP等は約2兆円、社債等は約3兆円の残高を維持する。

¹² ①1社当たりの買入残高上限を、「1,000億円」から「CP等5,000億円、社債等3,000億円」に緩和、②1社当たりの総発行残高に占める日銀の保有割合上限を、「25%」から「CP等50%、社債等30%」に緩和。

¹³ 買入対象とする社債等の残存期間を、「1年以上3年以下」から「1年以上5年以下」に延長。

金融支援特別オペについては、対象担保の範囲を「家計債務を含めた民間債務全般¹⁴」に拡大した。住宅ローン等の個人融資を対象に加えることで金融機関に積極的な融資を促し、結果として企業だけでなく家計の資金繰りも支援することができるようにした。加えて、中小・零細企業向けの貸出割合が高い信金、信組や農協等が同オペを利用できる枠組み¹⁵や、金融機関が日銀に預ける当座預金のうち、同オペの利用残高に相当する分に 0.1%の金利を付すことで、貸出しの多い金融機関ほど有利になる仕組みを構築した。

金融市場調節方針に関しては、長期国債の買入額について、「保有残高の増加額年間約 80 兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する」との記述を削除し、上限を撤廃した。

これらに加え、日銀として、中小企業等の資金繰りの更なる支援のため、政府の緊急経済対策¹⁶等における資金繰り支援制度も踏まえた金融機関への新たな資金供給手段の検討を早急に行うこととした。

（3）中小企業等の資金繰り支援のための新たな資金供給手段の導入【2020年5月22日】

5月22日に開催された臨時の決定会合¹⁷では、早急に検討することとなっていた「中小企業等の資金繰り支援のための新たな資金供給手段」の内容を決定した。具体的には、共通担保¹⁸を担保とし、適格融資¹⁹の残高を限度に、期間1年以内、利率0%で資金供給を行うものである。すなわち、売上げが急減した中小企業等に無利子・無担保で融資する金融機関は、融資の原資となる資金を日銀からゼロ金利で借りることができる。また、金融支援特別オペと同じく、融資の実績に応じて金融機関の日銀当座預金に0.1%の金利を付し、融資を増やすほど利益が増す仕組みを設け、融資の後押しを図った。

日銀は、新たな資金供給手段（約30兆円）に加え、5月までに講じてきたCP・社債等の買入れ（残高上限：約20兆円）、金融支援特別オペ（約25兆円、4月末現在）の3つを合わせて「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム（総枠約75兆円）」（以下「特別プログラム」という。）とし、期限を2021年3月末まで半年間延長した。

6月15、16日の決定会合では、これら新型コロナ対応の金融緩和策の維持を決定するとともに、2020年度第2次補正予算の成立を受け、特別プログラムの総枠を約75兆円から約110兆円+ α に拡大した。7月14、15日の決定会合においても新型コロナ対応は維持され、7月17日現在、特別プログラムの総枠は約120兆円+ α となっている（図表2）。

¹⁴ 対象担保は約23兆円（2020年3月末現在）。

¹⁵ 中小・零細企業向け貸出しの割合が高い信用金庫、信用組合、農業協同組合などは、日銀と取引をほとんどしていないため、信金中金、全信組連、農林中金などを通じて同オペを利用できる枠組みを構築した旨、黒田総裁は答弁している（第201回国会参議院予算委員会会議録第17号17頁（2020.4.29））。

¹⁶ 「新型コロナウイルス感染症緊急経済対策～国民の命と生活を守り抜き、経済再生へ～」(2020年4月7日閣議決定、同年4月20日変更の閣議決定)

¹⁷ 臨時の決定会合の開催は、欧州債務危機への対応を協議した2011年11月30日以来、約8年半ぶり。なお、決定会合後、政府及び日銀は、「新型コロナウイルス感染症への対応についての副総理兼財務大臣・日本銀行総裁共同談話（2020.5.22）」を公表した。同談話では、新型コロナウイルス感染症の感染収束後に経済を成長軌道へと回復させるため、政府及び日銀が新型コロナ対応に一体となって取り組む旨が示された。

¹⁸ 金融機関等が日銀に差し入れる国債、社債等の担保。

¹⁹ 対象となる適格融資は、①緊急経済対策における無利子・無担保融資や新型コロナ対応として信用保証協会による保証の認定を受けて実行した融資、②信用保証のない中小企業等向け融資であっても融資条件面で①に準ずるもの（1金融機関当たり1,000億円が上限）となった。

図表2 日銀の新型コロナ対応の3本柱

企業等の資金繰り支援	金融市場の安定確保	資産市場における リスク・プレミアムの抑制
特別プログラム(2021年3月末まで) 総枠約120兆円+α	国債の更なる積極的な買入れ、 米ドル資金の流動性供給 無制限	ETF・J-REITの積極的な買入れ 年間約12兆円
CP・社債等の買入れ 残高維持:CP等2.2兆円、社債等3.2兆円 →【3月】合計約2兆円の追加買入枠の設定 →【4月】追加買入枠の拡大(合計約15兆円) CP・社債等の残高上限は合計約20兆円に (残高維持:CP等約2兆円、社債等約3兆円) 金融支援特別オペ 対象担保の額 →【4月】約23兆円 →【5月】約55兆円(新たな資金供給手段含む) →【6月】約90兆円(同上) →【7月】約100兆円(同上)	長期国債 保有残高増加額年間約80兆円めど →【4月】上限撤廃 保有残高 479.8兆円(2月末)→484.5兆円(7月末) (4.7兆円(1%)増) (参考)短期国債 保有残高 12.6兆円(2月末)→42.2兆円(7月末) (29.6兆円(235%)増)	ETF 残高増加ペース年間約6兆円 →【3月】当面、上限約12兆円に 保有残高 28.9兆円(2月末)→33.5兆円(7月末) (4.6兆円(16%)増) J-REIT 残高増加ペース年間約900億円 →【3月】当面、上限約1,800億円に 保有残高 5,575億円(2月末)→6,241億円(7月末) (666億円(12%)増)

(出所) 日銀資料を基に筆者作成

3. 日銀の新型コロナ対応前後の経済情勢及びその影響等

(1) 新型コロナ対応前後の経済情勢及び先行き見通し

日銀の6月短観²⁰では、4月に本格化した経済活動自粛の影響が反映された結果、業況判断指数(DI²¹)が11年ぶりの低水準となった。大企業製造業・非製造業共に3月短観から大幅に悪化し、それぞれ▲34、▲17となった。製造業のうち「自動車」は販売減の影響を受け▲72となり、非製造業のうち「宿泊・飲食サービス」は▲91、遊園地等の娯楽施設が含まれる「対個人サービス」は▲70となるなど外出自粛等の影響を受け落ち込みが目立っている。新型コロナウイルス感染症の影響により、企業の景況感がリーマン・ショック時並みに悪化したことが明らかとなった。

黒田総裁は、日銀が3月以降に打ち出した中小企業等の資金繰り支援に向けた一連の措置等について、「効果を発揮している」と評価している。具体的には、企業の資金繰りにはストレスが加わっているものの、外部資金の調達環境は緩和的な状況にあり、銀行貸出残高やCP・社債発行残高は高い伸びを示していると述べた²²。また、企業の倒産件数が少なく、失業率も若干上がっているものの諸外国やリーマン・ショック後に比べて低い状況であり、日銀と政府の政策の効果であると主張している²³。

一方、新型コロナウイルス感染症の帰趨が明らかでない時点で政策の効果を主張することは、時期尚早とも考えられる。日銀等の対応が効果を発揮したことで倒産を回避できているとすれば、その効果が切れる又は薄まるタイミングで倒産件数が増加する可能性もある。企業の倒産は失業者の増加を招く要因となるため、状況を注視しつつ、支援期限の延長など適時適切な措置を講ずる必要がある。

我が国経済の先行き見通しについて、日銀は、2020年度の実質GDP成長率を▲4.7%

²⁰ 日銀調査統計局『第185回全国企業短期経済観測調査』(2020.7.1)

²¹ Diffusion Index。短観で用いられる企業の景況感等を表す景気の判断指数であり、景気が良いと感じている企業の割合から、景気が悪く感じている企業の割合を引いたもの(%ポイント)。

²² 日銀『総裁記者会見要旨』(2020.7.16) 3頁

²³ 日銀『総裁記者会見要旨』(2020.7.16) 8頁

と見込んでいるが、2021年度は3.3%と強く回復し、2022年度も1.5%と持続的な成長経路に戻っていくと予測している。しかし、この見通しは新型コロナウイルス感染症の大規模な感染が発生しない等の前提に立っており、不確実性が高い。7月の決定会合では、我が国の景気について、回復に向けての移行局面に入っているとの意見があった一方、極めて厳しい状態にあるとの意見もあった。2022年度でも感染拡大前の経済水準に戻らないとの見方もあるなど、政策委員の間でも判断は分かれている。また、民間エコノミストの予測は、日銀・政府の予測よりも厳しいものとなっている（図表3）。いずれの予測においてもリーマン・ショック後（2009年度）の▲2.2%より悪化し、2014年度以来のマイナス成長となる見通しである。

黒田総裁は、更なる追加緩和の必要性について、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、必要があれば躊躇なく追加的な金融緩和策を講ずる方針を示している。その場合の手段としては、特別プログラムの拡充、長短金利の更なる引下げなどがあり、金融経済情勢に応じて最も適切な対応を採ることとしている²⁴。

図表3 実質GDP成長率等の先行き見通し

年度	実質GDP成長率			消費者物価上昇率(※1)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
日銀(※2) 『経済・物価情勢の展望』	▲ 4.7	3.3	1.5	▲ 0.5 (▲ 0.6)	0.3	0.7
政府(※3) 『中長期の経済財政に関する試算』	▲ 4.5 (▲ 4.5)	3.4 (3.4)	3.6 (2.5)	▲ 0.3 (▲ 0.3)	0.5 (0.5)	1.3 (0.4)
民間エコノミスト(※4) 『ESPフォーキャスト調査』	▲ 5.75	3.36	1.23	▲ 0.37 (▲ 0.80)	0.23 (0.23)	0.54

(※1) 日銀、エコノミストは生鮮食品除く総合、政府は総合
(※2) 政策委員見通しの中央値、()内は消費増税等の影響除く(2020.7.15日銀)
(※3) 成長実現ケース、()内はベースラインケース(2020.7.31内閣府)
(※4) ()内は消費増税の影響除く(2020.8.13公益財団法人日本経済研究センター)

(出所) 筆者作成

(2) 新型コロナ対応前後の日銀保有資産残高の変化

日銀の保有資産残高について、新型コロナ対応前後の比較をしたものが図表4である。

国債等の保有残高は、新型コロナ対応前の2月末から7月末までの5か月間で34.3兆円増加し526.7兆円になったが、大部分は短期国債の増(29.6兆円)によるものであり、長期国債は4.7兆円増にとどまっている((4) 国債買入れの現状と問題点を参照)。

CP等の保有残高は、2倍以上の4.7兆円となり、社債も4割近く増加し4.5兆円となった。CPの発行残高は過去最高の約25.9兆円²⁵となり、社債も6月の発行残高が前年同月比4.7倍に急増した²⁶。日銀の買入枠拡大により発行金利が低下し、資金調達コストが抑えられたため、企業が新たにCP、社債を発行していると考えられている。ETF及びJ-

²⁴ 日銀『総裁記者会見要旨』(2020.7.16) 10頁

²⁵ 株式会社証券保管振替機構の統計『発行者区分別短期社債残高<週次>』によれば、2020年8月7日時点の発行残高は約25.9兆円であり、2009年10月以降の最高値となった。

²⁶ 『日本経済新聞』(2020.6.24)、『日本経済新聞』(2020.8.1) など

REITは、3月の買入枠倍増を受けて買入額が大きく増加し、残高はそれぞれ4.6兆円(16%)、666億円(12%)の増となっている((5)ETF買入れの現状と問題点を参照)。

図表4 日銀の保有資産残高の推移(2020年)

	1月末	2月末	3月末	4月末	5月末	6月末	7月末	対2月末増減	
								金額	割合
国債等(兆円)	486.2	492.4	485.9	492.7	500.2	509.2	526.7	34.3	7%
短期国債(国庫短期証券)	10.8	12.6	12.4	13.7	17.3	30.3	42.2	29.6	235%
長期国債	475.4	479.8	473.5	479.0	482.8	478.9	484.5	4.7	1%
CP等(兆円)	2.2	2.2	2.6	3.3	4.1	4.4	4.7	2.5	114%
社債(兆円)	3.3	3.3	3.2	3.4	3.8	4.1	4.5	1.2	37%
ETF(兆円)	28.5	28.9	29.7	31.2	32.3	32.8	33.5	4.6	16%
J-REIT(億円)	5,552	5,575	5,834	5,935	6,032	6,151	6,241	666	12%

(出所) 日銀『営業毎旬報告』を基に筆者作成

(3) 新型コロナ対応前後の金融機関の状況

銀行等の貸出しの状況を見ると、2020年7月の銀行・信金の貸出平均残高は572.7兆円となり、前年比6.3%増の過去最高の伸びとなった。6月と比べ、都市銀行の伸び率は若干低下したものの、地方銀行、第二地方銀行、信用金庫の伸び率が拡大した(図表5)。

日銀は、金融支援特別オペ等において、利用残高の2倍の金額をマクロ加算残高に加算し、利用残高相当額の当座預金に0.1%の付利を行うなどの措置を講じている。黒田総裁は、こうした資金繰り支援策が銀行等の貸出しの伸びにつながったと効果を主張するが、マイナス金利の適用を回避する仕組みが貸出しの増加に奏効したのであれば、新型コロナ対応以前の平時において貸出しが伸び悩んだ要因の一つとして、マイナス金利による影響も考えられよう。

図表5 銀行及び信金の貸出平均残高の推移

	2020/1		2020/2		2020/3		2020/4		2020/5		2020/6		2020/7	
	平均残高 (兆円)	対前年比 (%)	平均残高 (兆円)	対前年比 (%)	平均残高 (兆円)	対前年比 (%)	平均残高 (兆円)	対前年比 (%)	平均残高 (兆円)	対前年比 (%)	平均残高 (兆円)	対前年比 (%)	平均残高 (兆円)	対前年比 (%)
銀行・信金計	545.4	1.9	544.7	2.1	546.2	2.0	553.5	3.0	562.5	4.8	570.1	6.2	572.7	6.3
銀行計	475.3	2.0	474.8	2.2	476.1	2.2	482.9	3.1	491.5	5.1	497.8	6.5	499.1	6.4
都銀等	219.8	1.6	219.0	2.1	219.3	2.0	224.8	3.4	231.8	6.6	235.4	8.6	234.8	7.8
地銀・地銀Ⅱ	255.5	2.4	255.8	2.4	256.8	2.4	258.0	2.9	259.6	3.8	262.4	4.7	264.3	5.1
地銀	208.4	4.3	208.7	4.3	209.4	4.3	210.4	2.9	211.8	3.7	213.8	4.6	215.1	4.9
地銀Ⅱ	47.1	▲5.5	47.1	▲5.5	47.4	▲5.3	47.7	3.3	47.9	4.1	48.6	5.3	49.2	6.3
信金	70.1	1.0	69.9	0.9	70.1	1.0	70.6	1.7	71.1	2.7	72.4	4.5	73.6	6.2

(出所) 日銀金融機構局『貸出・預金動向速報』を基に筆者作成

貸出しが増加している一方、銀行は貸出先の業績悪化や倒産等を想定し、貸倒引当金等の与信費用を積み増している。3メガバンクの2020年度第1四半期の純利益は、前年同期比で25~60%減少し、大幅な減益となった(図表6)。また、地銀についても与信費用が

増加しており、上場地銀 78 行の約 6 割に当たる 48 行で減益又は赤字となっている²⁷。

現状、企業の倒産件数は少ないとされているが、新型コロナウイルス感染症の感染拡大傾向が続き、経済活動の停滞が長期化すれば、企業の財務状況が悪化する可能性がある。貸出しを増やしている分、銀行の財務状況の悪化にもつながりかねない²⁸。

図表 6 3メガバンクの与信費用及び純利益

		(億円)		
		2019年度 第1四半期	2020年度 第1四半期	対前年同期増減
三菱UFJフィナンシャル・グループ 『2020年度第1四半期決算ハイライト』(2020.8.4)	与信費用	341	▲ 1,450	▲ 1,791
	純利益	3,891	1,834	▲ 2,057
みずほフィナンシャルグループ 『2020年度第1四半期決算の概要』(2020.7.31)	与信費用	▲ 16	▲ 390	▲ 373
	純利益	1,624	1,223	▲ 400
三井住友フィナンシャルグループ 『2020年度1Q実績』(2020.7.29)	与信費用	▲ 376	▲ 1,148	▲ 772
	純利益	2,157	861	▲ 1,296

(出所) 筆者作成

(4) 国債買入れの現状と問題点

日銀の国債等の保有残高は年々増加し、2020年7月末には526.7兆円(長期国債は484.5兆円)に達した。一方、長期国債の年間増加額は2015年の80.3兆円をピークに減少を続け、15.0兆円まで低下している(図表7)。また、日銀の国債等の保有割合は、2010年3月末に8.82%であったが、2020年3月末には約5倍の44.16%となり、発行される国債等の約半分を保有するまでに至っている²⁹。

図表 7 日銀の国債等保有残高及び年間増加額の推移(10年間)

(兆円)	国債等		短期国債(国庫短期証券)		長期国債	
	保有残高	対前年同期増減	保有残高	対前年同期増減	保有残高	対前年同期増減
2011.12末	90.2	13.5	24.1	4.2	66.1	9.2
2012.12末	113.7	23.5	24.5	0.4	89.2	23.0
2013.12末	181.4	67.7	39.8	15.3	141.6	52.4
2014.12末	250.4	69.0	48.7	8.9	201.8	60.2
2015.12末	325.0	74.6	43.0	▲ 5.7	282.0	80.3
2016.12末	410.5	85.5	49.8	6.9	360.7	78.6
2017.12末	440.7	30.2	22.2	▲ 27.7	418.5	57.9
2018.12末	467.6	26.9	11.4	▲ 10.7	456.1	37.6
2019.12末	481.3	13.8	9.4	▲ 2.0	471.9	15.8
2020.7末	526.7	46.8	42.2	31.7	484.5	15.0

(出所) 日銀『営業毎旬報告』を基に筆者作成

²⁷ 『日本経済新聞』(2020.8.18) など

²⁸ 三毛兼全銀協会長は、銀行の財務はリーマン・ショック時と比べて頑健性を増し、健全な状況であるため、現時点で金融不安が生じる状態になく、今後予想される与信費用の増加によって直ちに銀行セクター、金融システム全体に深刻な影響が及び、公的資金の注入の必要性が高まるような状態になるとは考えていない旨の発言をしている(一般社団法人全国銀行協会『三毛会長記者会見(三菱UFJ銀行頭取)』(2020.6.18))。

²⁹ 2010年3月末の保有割合上位3位は、預金取扱機関42.24%、保険・年金基金21.41%、公的年金9.66%(日銀は4位)。一方、2020年3月末は、日銀44.16%に次ぎ、保険・年金基金22.31%、預金取扱機関12.98%となっている(日銀調査統計局『参考図表2020年第1四半期の資金循環(速報)』(2020.6.25))。

日銀は、「年間約 80 兆円をめど」としていた長期国債の買入枠を 4 月の決定会合で撤廃したが、近年の買入れペースは 10 兆円台に低下しており、買入枠を撤廃せずとも更なる買入れに対応できる余地は十分にあった。そのため、年間 80 兆円の上限を撤廃する必要性について疑問視する指摘がある。これに対し、黒田総裁は、「市場調節方針を実現するために必要な金額の国債買入れを上限を設けずに行っていくことを明らかにした」、「必要なだけいくらかでも買う姿勢をはっきりさせた」と述べ、上限撤廃には意味があると主張した³⁰。

日銀による大量の国債買入れについては、実質的な財政ファイナンス³¹に当たり、財政規律や中央銀行の独立性を失わせるとの指摘もある。黒田総裁はこれに対し、金利を低位で安定させる「金融政策」のために国債の買入れを実施しているのであり、政府による財政資金の調達を助けることを目的とする財政ファイナンスには当たらないと否定している³²。また、政府・日銀はそれぞれ独立の立場で財政政策・金融政策を実行し、協調・連携していると述べ、いわゆるポリシーミックスの効果を強調している³³。

近年、新規国債発行額は 30 兆円台をキープしていたが、2020 年度は、緊急経済対策を盛り込んだ第 1 次補正予算、追加の経済対策を盛り込んだ第 2 次補正予算の成立により、過去最高の 90.2 兆円（公債依存度 56.3%）まで増加した³⁴。2009 年（リーマン・ショック時）の 52 兆円（公債依存度 51.5%）を大きく上回っており、財政健全化が遠のいたことで、市場における信頼が揺らぐ可能性もある。

（５）ETF 買入れの現状と問題点

日銀は 2010 年 12 月以降、リスク・プレミアムの縮小を目的として ETF の買入れを行っている。当初 4,500 億円だった買入額の上限は、異次元緩和を経て、2016 年 7 月から年間約 6 兆円規模まで引き上げられた。新型コロナ対応により、2020 年 3 月から当面は、年間約 12 兆円に相当する残高増加ペースを上限に積極的な買入れを行うこととなった。

日銀の ETF 買入れは、株価が下落した 3 月及び 4 月に増加³⁵したため（図表 8）、日銀が株価を下支えしているとの指摘は多い³⁶。黒田総裁は、ETF 買入れによって株価水準に具体的な影響を与えようとするものではなく、リスク・プレミアムに働きかけることで株式市場が十全の機能を果たせるようにするものであると説明している³⁷。

³⁰ 日銀『総裁記者会見要旨』（2020. 4. 28）11 頁

³¹ 中央銀行が通貨を発行し国債を直接引き受けること。我が国では、財政法（昭和 22 年法律第 34 号）第 5 条により、特別の事由がある場合を除き、原則として禁止されている。

³² 日銀『総裁記者会見要旨』（2020. 6. 17）17 頁。日銀は 44.24%の国債を保有しているが（2020 年 3 月末時点）、黒田総裁は、今後、保有割合が 6 割、7 割になったとしても財政ファイナンスではない旨述べている。

³³ 日銀『総裁記者会見要旨』（2020. 6. 17）17 頁、日銀『総裁記者会見要旨』（2020. 7. 16）14 頁など

³⁴ 公債発行額は、2020 年度当初予算で 32.6 兆円（建設公債：7.1 兆円、特例公債：25.4 兆円、公債依存度：31.7%）、第 1 次補正後予算で 58.2 兆円（同：9.4 兆円、48.8 兆円、45.4%）、第 2 次補正後予算で 90.2 兆円（同：18.7 兆円、71.4 兆円、56.3%）となった。

³⁵ ETF【J-REIT】の買入結果は、2020 年 1 月：4,212 億円【12 億円】、2 月：5,624 億円【48 億円】、3 月（購入枠倍増）：1 兆 5,232 億円【315 億円】、4 月：1 兆 2,020 億円【200 億円】、5 月：4,220 億円【95 億円】、6 月：6,006 億円【120 億円】、7 月：6,012 億円【105 億円】、8 月（24 日まで）：1,806 億円【24 億円】である。

³⁶ 『日本経済新聞』（2020. 6. 4）など

³⁷ 日銀『総裁記者会見要旨』（2020. 3. 17）15 頁

図表8 日経平均株価の推移と日銀のETF買入額



(出所) 日銀『指数連動型上場投資信託受益権 (ETF) の買入結果』等を基に筆者作成

日銀が保有するETFの残高及び東証第一部株式時価総額に占める割合は年々上昇し、2020年3月末でそれぞれ31.2兆円、5.9%に至っている(図表9)。新型コロナ対応により買入れペースを加速したことで、2020年度中には日銀が年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)を抜いて最大の日本株式保有機関になるとの見通しや、主要企業の実質的な大株主になるとの指摘もある³⁸。日銀のETF保有によるコーポレートガバナンス上の問題に対し、黒田総裁は、投資信託委託会社が適切な株主権の行使をしており、保有により企業統治上のマイナス影響が出るわけではないと述べている³⁹。

図表9 日銀のETF等保有残高の推移(過去10年間)

ETF (3月末)	簿価額 (兆円)	時価額 (兆円)	東証第一部 株式時価総額 に占める割合	評価損益 (兆円)	J-REIT (3月末)	簿価額 (億円)	時価額 (億円)	評価損益 (億円)
2011	0.2	0.2	0.1%	0.0	2011	177	176	▲1
2012	0.9	1.0	0.3%	0.1	2012	727	730	2
2013	1.6	2.1	0.6%	0.6	2013	1,203	1,922	718
2014	2.9	3.9	0.9%	1.0	2014	1,476	1,910	433
2015	4.6	7.0	1.3%	2.4	2015	2,052	2,868	816
2016	7.6	8.8	1.8%	1.2	2016	2,900	3,871	970
2017	13.2	15.9	2.9%	2.8	2017	3,799	4,591	792
2018	19.3	24.5	3.8%	5.1	2018	4,700	5,142	441
2019	25.0	28.9	4.8%	3.9	2019	5,121	6,256	1,134
2020	30.9	31.2	5.9%	0.3	2020	5,755	6,222	467

(出所) 日銀『業務概況書』等を基に筆者作成

³⁸ 井出真吾「日銀が日本市場の“最大株主”へ」『週刊エコノミスト』(2020.8.4) 18~19頁など

³⁹ 前掲脚注37を参照。

一方、株価の影響を受ける評価損益については、2020年3月末で0.3兆円となり、前年同月に比べて3.6兆円(約92%)の減となった。日銀は、株価が急落した一時点において、保有するETFの含み損が2兆円から3兆円程度になっているという試算結果を国会審議で明らかにした⁴⁰。株価下落により損失が出た場合には国庫納付金が減少するなど、結果的に国民負担につながるリスクがある。

ETFやJ-REITは、最終的に償還を迎える国債・社債等と異なり、その保有残高を縮小するには売却しなければならない。OECDは、大規模な買入れの結果、日銀が売却することが困難になる等の懸念を示している⁴¹。買手が少ない中での大量のETF売却は株価の下落につながりかねず、市場に与える影響を考慮した売却には長期間を要することとなる。

日銀が2010年12月に臨時・異例の措置として開始したETF買入れについては、2020年末で10年が経過する。株価下落を防いだとの評価や、株式市場を過熱させている、市場機能を低下させているなどの指摘も見られる。出口における購入減額や売却による株価・景気への影響を見極めるためにも、ETF買入れの効果を分析するなど、日銀には慎重な政策運営が求められる。

4. おわりに

新型コロナウイルス感染症の感染拡大やその後の対応により、我が国の経済活動には多大な影響が及んだ。6月短観では、大企業が3か月先(9月)の景況感について若干の改善を見込む一方、中堅・中小企業は更なる悪化を見込むなど、先行きの見通しは様々である。

リーマン・ショック時との比較も多くなされるが、いわゆる金融市場におけるバブルの発生、崩壊に起因するリーマン・ショックと感染症に起因するコロナ・ショックとでは発生プロセスに大きな違いがある。感染症の蔓延が継続する期間を予想することは誰にもできないため、回復軌道も想定できるものではない。今後、新型コロナウイルス感染症が沈静化し収束に向かうのか、更に深刻化・長期化するのかによって、景気や経済の行方は大きく変わると考えられる。

日銀には、今後の経済状況や新型コロナウイルス感染症の感染動向を注視するとともに、その状況等に応じて、支援期間の延長や追加的な金融緩和措置等の適切な対応を講ずることが求められる。また、日銀は、新型コロナ対応を含めた金融緩和策からの出口の局面を見据え、検討を進める必要があると考える。

(わたなべ まさふみ)

⁴⁰ 第201回国会参議院財政金融委員会会議録第4号13頁(2020.3.18)、第201回国会衆議院財務金融委員会会議録第10号3～4頁(2020.3.24)。日銀は、同時点のJ-REITの含み損を0.1兆円程度と試算している。

⁴¹ OECD対日経済審査報告書(2019.4.15公表)